

# 미래산업/미드스몰캡

## 여행을 떠나요: 하반기 주목하는 K-Tour

SK증권 리서치센터



Analyst  
나승두

nsdoo@skc.co.kr  
3773-8891

올해 5월 우리나라 소비자 심리지수는 100을 넘어서 101.8을 기록했다. 지난해 12월 88.2 까지 하락했었던 점을 감안한다면 가파른 반등에 성공한 것이다. 소비 심리에 부정적 영향을 미쳤던 여러 이벤트 요인들이 소멸되면서 앞으로도 꾸준한 회복세를 보일 것으로 예상된다. 특히 여행비 지출전망도 올해 1월 88.0에서 95.0 까지 반등했다. 올해 10 월 긴 연휴 등을 앞두고 있기에 여행을 떠나고자 하는 수요는 하반기에 더욱 강해질 것으로 예상된다.

상반기까지는 인바운드 여행객 증가에 따른 수업종이 뚜렷하게 나타났다. 실제로 우리나라를 찾는 외국인 관광객은 매월 증가했고, 이들이 이용하는 호텔 및 레저 산업에 대한 관심이 높았다. 이러한 추세는 하반기에도 이어질 가능성이 크다. 중국 단체 관광객들에 대한 비자 면제 시행을 앞두고 있고, 한일 수교 60 주년 기념일 등을 명분삼아 관계 회복 및 문화 교류 확대 가능성도 있기 때문이다. 따라서 하반기에도 인바운드 여행객 증가는 지속될 전망이다.

하지만 하반기에는 아웃바운드 여행객들도 늘어날 것으로 보인다. 앞서 언급한 바와 같이 해외 여행 소비 심리를 억누르던 부정적 이벤트들이 모두 마무리되었고, 항공 노선 및 여행 상품도 다양하게 늘어나는 중이기 때문이다. 특히 중국 노선이 빠르게 증가하면서 과거 중국 효도관광 열풍 등이 다시 재개될 가능성도 분명 있다. 여행업 반등을 미리 준비하기에 딱 좋은 시점이다.

### 6 월 먹자놀. Top pick

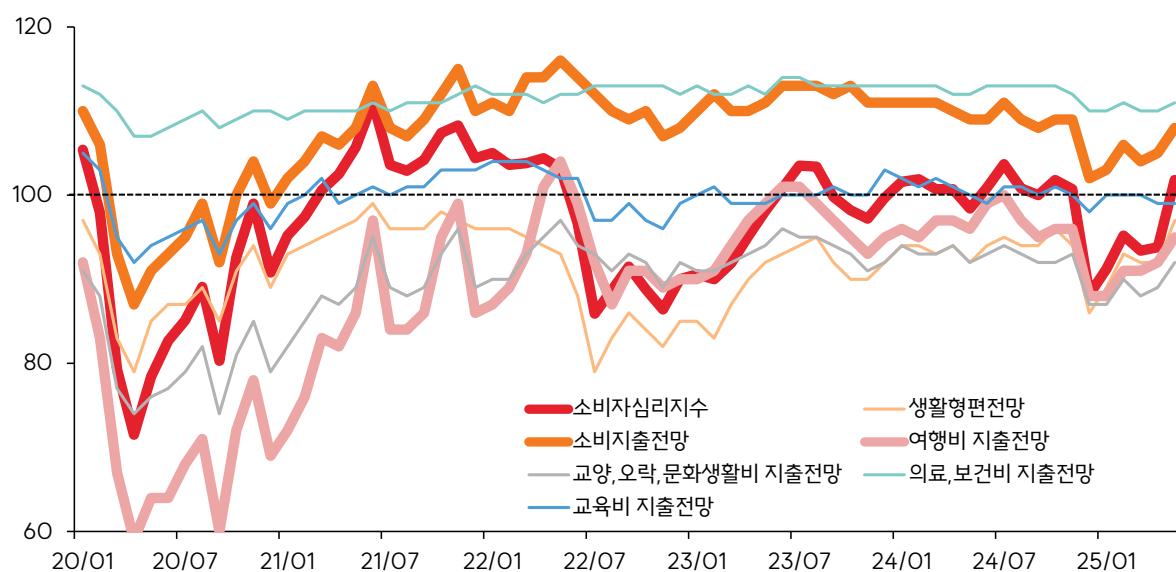
- 하나투어, 롯데관광개발, 파라다이스, 서부 T&D(신한서부티엔디리츠), 제이에스코퍼레이션

## 평안 되찾은 소비자들

지난해 12월 88.2 까지 하락했던 소비자심리지수는 올해 5월 101.8 까지 반등에 성공했다. 같은 기간 여행비 지출전망도 88.0 에서 95.0 까지 반등했다. 소비 심리에 부정적 영향을 미쳤던 여러 이벤트 요인들이 소멸됨에 따라 가파른 반등세가 나타난 것으로 풀이된다.

실제로 소비 관련 지표 하락은 상반기 우리나라 아웃바운드 여행객 상승 둔화 등의 결과로 직결되었다. 해외로 출국하는 우리나라 국민들의 수는 기대에 못 미쳤지만, 반대로 우리나라를 찾는 외국인 관광객의 수는 크게 증가하면서 인바운드 여행객 중심 수혜 산업/종목에 대한 시장 관심이 높았다. 하지만 하반기부터는 정치적 불안 요소 해소, 인천국제공항 확장 효과, 국제 항공 노선 및 여행 상품 확대, 연휴 효과 등이 맞물리며 여행업의 회복 및 반등이 나타날 것으로 예상된다.

소비자동향조사 주요 항목별 월별 추이



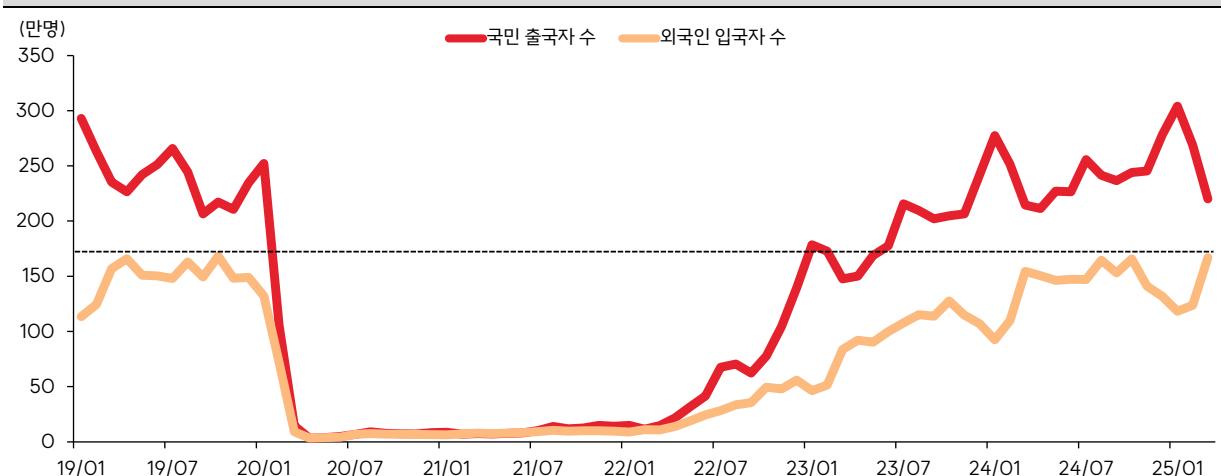
자료: 한국은행, 통계청, SK 증권

## 2025년은 대한민국 방문의 해

공개적으로 우리나라가 내건 캐치프레이즈는 아니지만, 그야말로 2025년은 '한국 방문의 해'가 되고 있다. 올해 4월 한 달간 우리나라를 찾은 외국인 입국자는 175만 명으로, 본 자료를 통해 데이터를 추적 관찰하고 있는 2019년 1월 이후 월 최고치를 기록했다. 직전 최고치는 2019년 8월에 기록한 163만명이다. 올해 들어 우리나라 아웃바운드 여행객은 매월 감소할만큼 불안 요소들이 남아있었지만, 그럼에도 불구하고 우리나라를 찾는 외국인의 숫자가 매월 증가한 가장 큰 이유는 'K-컬처'에 있다. 지난해부터 우리나라의 글로벌 아티스트들이 순차적으로 활동을 재개하고, 외국인들의 이목을 집중시킨 영화/드라마와 같은 다양한 콘텐츠들이 등장하면서 우리나라 관광 수요를 야기하고 있는 것으로 보인다.

이와 같은 추세는 올해 하반기에도 지속될 가능성이 높다. 3분기 중 중국인 단체 관광객을 대상으로 한 한시적 비자 면제 조치가 시행될 것으로 예상되며, 6월 22일은 한일수교 60주년 기념일이다. 11월에는 우리나라에서 APEC 정상회담 개최가 예정되어 있다. 동북아시아 인접 국가들을 중심으로 관계 회복 및 왕래 활성화를 위한 다양한 명분이 있는 것이다. 때마침 지난해 12월 인천국제공항의 4단계 확장 공사가 마무리됨에 따라 우리나라를 찾는 외국인 관광객을 수용할 수 있는 능력은 더욱 커졌다. 상반기보다 더 나은 하반기가 될 가능성이 매우 높다.

우리나라 국민 출국자 수 및 외국인 입국자 수 월별 추이



자료: 법무부, SK증권

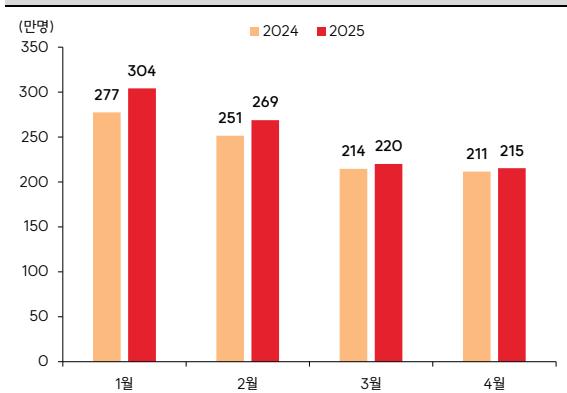
## 아웃바운드 여행객, 하반기 본격 회복 예상

우리나라 국민들의 출국자 수는 매월 감소 중이다. 올해 1월 설 연휴기간을 맞아 300만명 이상 출국했지만 이후 곧바로 200만명대로 감소했고, 4월에는 215만명 까지 출국자 수가 감소했다. 지난해 같은 기간과 비교했을 때 소폭이나마 증가한 것은 사실이지만, 연초 기대했던 수준에 미치지 못하는 것은 분명 사실이다. 지난해 12월 연달아 발생한 국내 이슈들이 해외 여행 수요에 부정적 영향을 미친 것으로 풀이 된다.

하지만 국가별 행보는 조금 다른 모습이 나타난다. 중국으로 출국한 우리나라 국민들의 경우 올해 4월까지 누적 91만명을 기록하면서 지난해 같은 기간 대비 49% 증가했다. 일본을 찾은 우리나라 국민들은 누적 312만명을 기록하며 7% 증가했다. 반면 베트남, 태국, 필리핀 등 동남아시아 국가로의 출국자 수는 지난해 같은 기간 대비 감소하는 모습을 보였는데, 한국인들을 대상으로 한 범죄 소식 등이 언론을 통해 전해지면서 해당 지역에 대한 여행 수요가 감소한 것으로 풀이된다. 일본 여행 수요는 지속되는 가운데 중국 여행 수요가 가파르게 성장하고 있다는 점에서 여행 산업의 전반적인 반등을 기대해볼 수 있는 시점이라 판단한다.

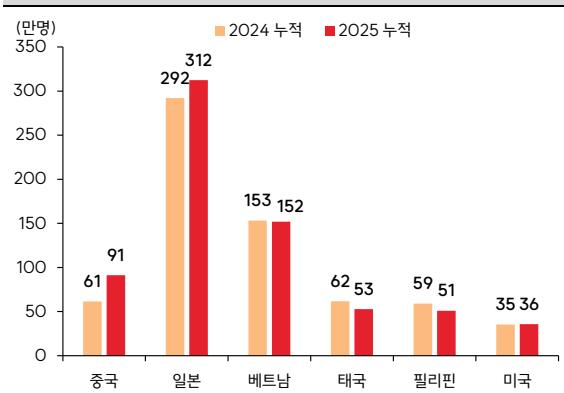
우선 해외 여행 소비 심리를 억누르던 부정적 이벤트들이 모두 마무리되었고, 우리나라와 중국을 연결하는 항공 노선은 더욱 늘어날 것으로 예상된다. 코로나 19 이전 효도 관광 등의 수요를 이끌었던 중국 노선 및 중국 단체 관광 상품 확대는 아웃바운드 여행객이 중심인 우리나라 여행 섹터의 반등을 야기할 것으로 기대된다. 다가오는 10월 긴 연휴가 예상되어 있다는 점도 선제적인 주가 움직임을 야기할 가능성 이 크다.

우리나라 국민 출국자 수 추이



자료: 법무부, SK 증권

도착지별 내국인 출국자 수 YoY 증감



자료: 법무부, SK 증권

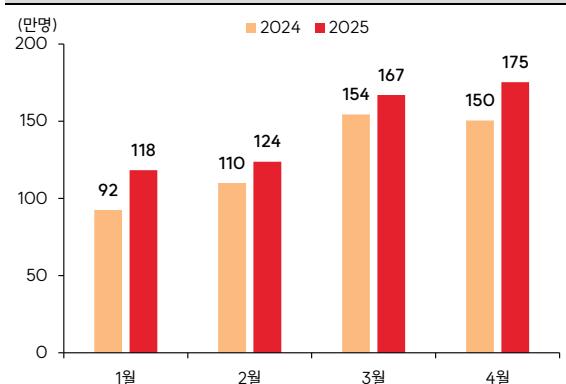
## 매'월' 증가하는 인바운드 여행객

우리나라를 찾는 외국인 관광객의 증가는 더욱 눈에 띈다. 올해 4월 175 만명의 외국인이 우리나라를 찾았으며, 직년 최고치인 2019년 8월 163만명을 넘어서는 수준이다. 인바운드 여행객 증가가 눈에 띄면서 직접적인 수혜가 예상되는 호텔 및 레저 산업의 반등이 이어지고 있다. 호텔의 경우 객실 예약률(OCC)과 객실당 판매단가(ADR) 상승이 나타나는 중이며, 외국인 전용 카지노 방문객과 드롭액도 점진적으로 늘어나는 중이다. 이와 같은 분위기는 올해 하반기에도 지속적으로 이어질 가능성이 높다.

첫째, 3분기 중 중국인 단체 관광객을 대상으로 하는 비자 면제 조치가 시행 예정이다. 구체적인 시점은 정해지지 않았지만, 최근 새로운 정부의 속도감 있는 정책 시행 움직임을 감안했을 때 7월부터 빠르게 시행될 가능성이 높다. 둘째, 6월 22일은 한일 수교 정상화 60주년 기념일이다. 이를 명분으로 우리나라와 일본의 문화 교류 활성화 등의 이야기가 언급될 가능성도 있다. 셋째, 오징어게임 시즌 3의 공개, BTS 멤버들의 순차적 전역과 컴백 계획 등은 우리나라에 대한 외국인들의 관심을 높일 수 있는 좋은 이벤트가 될 전망이다.

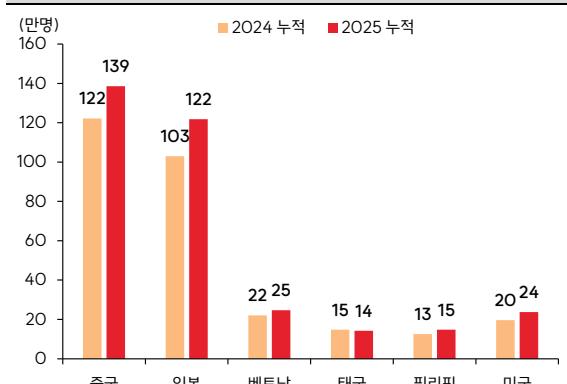
마찬가지로 인바운드 여행객 증가로 인한 호텔 및 레저 산업 수혜도 지속될 가능성 이 높다. 우리나라 호텔 시설은 아직 코로나19 팬데믹 이전 수준을 충분히 회복했다고 보기 어렵기 때문이다. 가장 큰 실적 성장 모멘텀을 야기할 수 있는 분야라는 점에서 호텔 및 레저 섹터의 지속적인 관심이 필요하다.

외국인 입국자 수 추이



자료: 법무부, SK증권

출발지별 외국인 입국자 수 YoY 증감



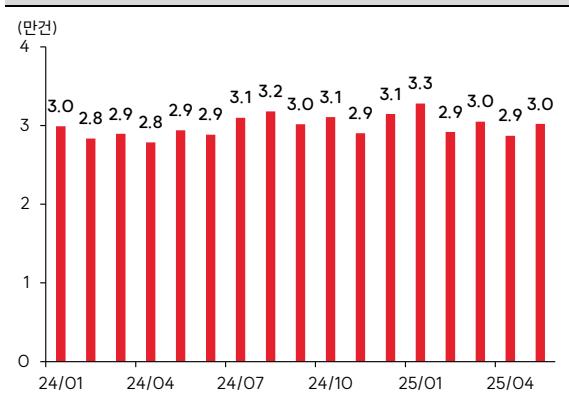
자료: 법무부, SK증권

## 뚜렷한 중국 운항 노선 회복

올해 5월까지 인천국제공항 국제선 항공 노선 월 평균 운항 건수는 3만 300 여건으로 작년 월 평균 운항 건수인 2만 9,820 여건 대비 약 2% 증가했다. 지난해 12월 인천국제공항 4단계 확장 공사까지 마무리되었다는 점을 감안한다면 기대만큼 국제선 운항 건수 증가 속도가 나타나지 않았다고 볼 수 있다. 하지만 지역별 세부 운항 건수를 살펴보면 확연히 다른 점을 발견할 수 있다. 올해 5월 중국을 오가는 국제선 항공 노선 운항 건수는 7,017건으로 올해 1월 6,396건 대비 약 10% 증가 한 모습을 보였다. 같은 기간 인천국제공항 전체 운항건수는 -8% 감소했고, 일본을 오가는 운항 건수도 -6% 감소했다는 점을 감안하면 매우 눈에 띄는 수치가 아닐 수 없다. 즉, 한국과 중국의 하늘길이 점점 열리고 있다는 것을 알 수 있다.

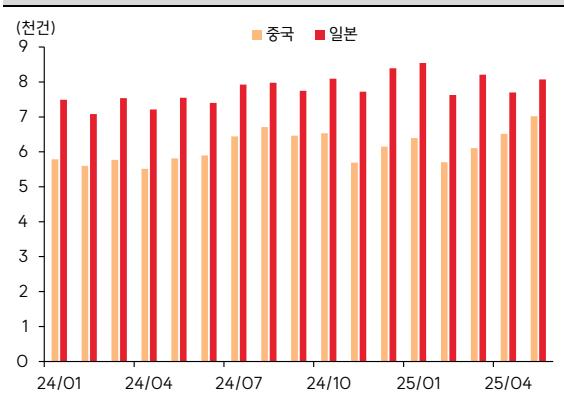
올해 우리나라 여행 업계의 핵심 키워드는 중국이 될 수밖에 없다. 중국의 공격적인 경기 부양과 경제 성장을 회복, 중국인의 소비 여력 회복은 우리나라를 비롯한 주변 국가에 큰 영향을 미치게 된다. 특히 탈세계화 및 우리편 우선주의 시대에서 중국은 우리나라와의 관계 개선을 추구할 가능성이 크고, 그 과정에서 우리나라에게 제시할 수 있는 가장 큰 당근은 THAAD 배치로 인한 한한령 발발 이전 수준으로의 관계 회복일 것이다. 이는 문화적 교류를 확대함을 의미하며 여행 및 콘텐츠, 소비재 산업에 긍정적인 영향을 미치게 된다. 올해 11월 우리나라에서 개최되는 APEC 정상회담은 중국의 의지를 확인할 수 있는 좋은 기회가 될 전망이다. 과거 박근혜 정부 시절 방한한 시진핑 대통령과의 정상회담으로 정부 지지율을 끌어올렸던 경험이 있기 때문에 새롭게 출범한 정부와 시진핑 주석의 만남이 성사될 가능성도 매우 높다.

인천국제공항 여객기 운항편수 월별 추이



자료: 인천국제공항, SK 증권

인천국제공항 중국 및 일본 여객기 운항건수 월별 추이



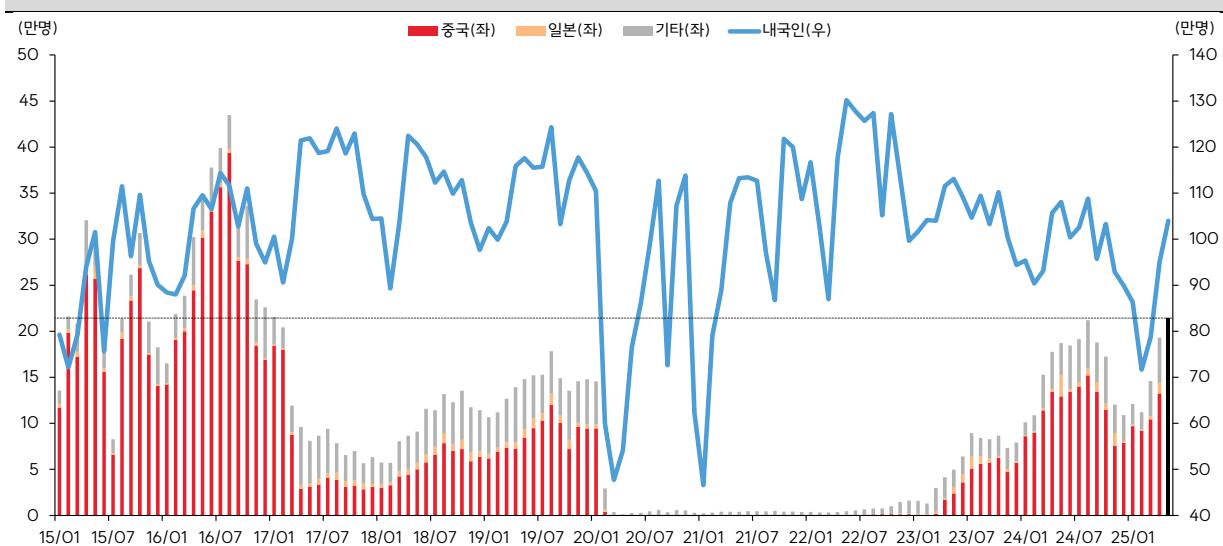
자료: 인천국제공항, SK 증권

## 2016년 보이는 제주도

무사증 제도가 시행 중인 제주도의 입도객 증가도 눈에 띈다. 올해 들어 내국인과 외국인 입도객 증가 추이가 뚜렷하게 나타나는 중이다. 올해 1월 86만 4천명에 불과 던 내국인 입도객은 5월 104만 명까지 늘어났다. 같은 기간 외국인 입도객도 12만 1천여명에서 21만 5천여명까지 증가했다. 월 21만 명은 코로나 19 팬데믹 이전 2019년 월 평균 14만여명을 크게 뛰어넘는 수준이고, 2017년 1월 이후 최고 기록이다. 6월의 절반이 지난 14일 기준 6월 누적 외국인 입도객은 10만 5천여명으로 파악된다. 지난해 같은 기간 대비 29% 증가한 수치이며, 5월 기록도 넘어서는 수준이다.

올해 3월 공개된 넷플릭스 드라마 '폭싹 속았수다'의 영향이 컸다. 실제로 올해 1월과 2월 제주도 외국인 입도객은 각각 12만 1천명, 11만 2천명에 불과했지만 3월 14만 6천명, 4월 19만 3천명, 5월 21만 5천명을 기록하며 가파른 상승 곡선을 그렸다. 국제선 항공 노선 증가 및 크루즈 운행 확대와 무사증 제도 시행도 긍정적 영향을 미쳤다. 비자 없이 방문할 수 있는 우리나라 유일 지역이라는 점에서 일본에서의 쇼핑 여행과 제주도 관광을 한데 묶은 여행 상품들이 등장할 수 있었다. 이제는 코로나 19 팬데믹 이전 수준의 회복이 아니라 THAAD 배치 영향 이전 수준의 회복을 기대하게 되었다. 2016년 8월 한 달간 제주도를 찾은 외국인 관광객은 43만 5천여명이었다. 이제 막 이 때의 절반 수준을 회복한 것에 불과하다. 제주도 여행 산업의 추가 성장 여력은 충분하다.

제주도 내외국인 입도객 추이

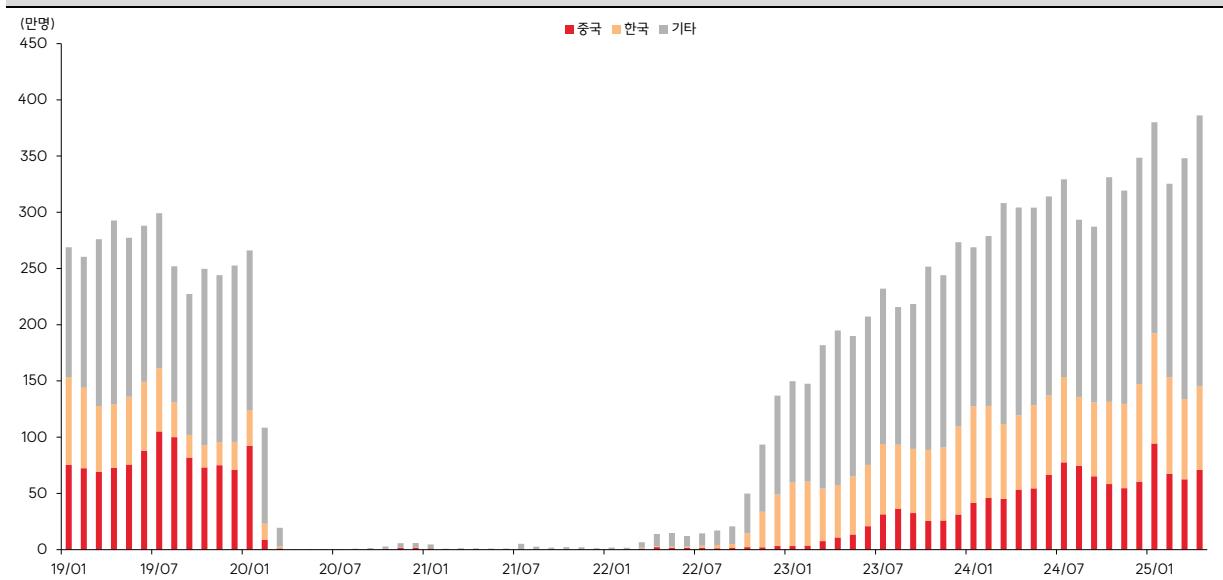


자료: 제주관광협회, SK 증권

## 일본 입국자도 꾸준히 증가, 기우는 버리자

일본 외국인 입국자에 대해 꾸준히 추적 관찰하는 이유는 동북아시아 권역에서의 중국 관광객들의 영향 확대 여부를 파악하기 위함이다. 우리나라를 찾는 중국 관광객의 숫자도 매월 증가하고 있지만, 일본을 찾는 중국인 관광객의 숫자도 매월 증가하는 추세다. 특히 일본은 엔저 현상을 바탕으로 쇼핑 관광객들의 수요가 집중되면서 작년 한 해동안 3,687 만여명의 외국인이 일본을 찾았다. 사상 최고 수준이다. 올해도 4월까지 월 평균 약 360만명의 외국인이 일본을 찾고 있는데 지난해 같은 기간 월 평균 290 만명에 불과했음을 감안한다면 올해 일본 외국인 입국자수는 한번 더 사상 최고치를 경신할 가능성이 크다. 그 가운데 중국인 입국자의 성장은 가장 또렷하게 나타난다. 올해 4월까지 월 평균 방일 중국인은 74 만명을 기록했다. 이는 지난해 같은 기간 46 만명 대비 약 61% 증가한 숫자다. 일본을 찾는 한국인이 지난해 월 평균 75 만명에서 올해 82 만명으로 소폭 증가한 것과 비교하면 더욱 큰 차이를 느낄 수 있다. 올해를 기점으로 중국인 관광객들의 주변국에 대한 영향력이 커질 것임은 분명해 보인다.

일본 외국인 입국자 수 추이



자료: 일본 출입국자류관리청, SK 증권

### Compliance Notice

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 06월 16일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

# Company Analysis

**롯데관광개발 (032350/KS)**

## 삼박자 갖춘 유일한 기업

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 21,000 원(상향)

현재주가: 13,400 원

상승여력: 56.7%

## 2017년 수준 회복한 제주도 외국인 입도객

지난 5 월 한 달간 제주도를 찾은 외국인 입도객은 21 만 5 천여명을 기록했다. 올해 1 월 12 만 1천여명 대비 약 78% 증가한 수치이며, 지난해 5 월 18 만 7 천여명 대비 약 15% 증가한 수치다. 이는 코로나 19 이전 수준을 넘어 한한령이 대두되었던 2017 년 초 수준이다. 올해 3 월 공개된 '폭싹 속았수다'와 같은 콘텐츠 효과, 제주국제공항 국제선 항공 노선의 점진적 확대, 단체 크루즈 운항 재개 등이 맞물렸기 때문으로 해석된다. 제주도 외국인 입도객 증가는 제주 드림타워 호텔 및 카지노 운영에 긍정적인 영향을 미치는 중이다. 특히 카지노 방문객 및 드롭액은 꾸준히 우상향 중이며, 지난 5 월에는 처음으로 월간 카지노 매출 400 억원을 넘어섰다.

### 삼박자를 갖춘 유일한 기업

올 상반기 우리나라를 찾는 인바운드 여행객 증가가 도드라지면서 호텔 및 레저(카지노) 산업에 대한 관심이 높았다. 하반기에는 우리나라 소비심리 회복, 연휴 효과 등이 더해지며 아웃바운드 여행객도 함께 반등할 것으로 기대된다. 롯데관광개발은 인바운드 여행객 증가에 따른 호텔/레저 산업 수요 확대, 아웃바운드 여행객 반등에 따른 여행 수요 회복까지 삼박자 호황을 모두 누릴 수 있는 국내 유일 기업이라는 점에서 차별적인 행보를 보일 것으로 기대된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 21,000 원 상향

투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 16,000원에서 21,000원으로 상향 조정한다. 제주 드림타워 카지노 개장 이후 Historical 평균 EV/EBITDA 할인율을 기준 40%에서 20%로 축소 적용하였다. 특히 카지노 부문에서의 월 매출이 400 억원을 상회하는 등 사업이 순항하는 모습을 보이고 있는 만큼 추가적인 할인율 제거도 충분히 가능할 전망이다. 과거 제주도 월 외국인 입도객이 약 45 만명 수준에 달했다는 점을 감안한다면 동사의 실적 성장 잠재력은 여전히 2배 이상 남아있다고 볼 수 있다. 실적 개선에 따른 재무구조 개선 과정도 투자 매력을 높여줄 요인이다.

## Company Data

발행주식수	7,655 만주
시가총액	10,258 억원
주요주주	
김기병(외4)	37.68%
국민연금공단	5.01%

## Stock Data

주가(25/06/13)	13,400 원
KOSPI	2,894.62 pt
52주 최고가	13,480 원
52주 최저가	7,560 원
60일 평균 거래대금	51 억원

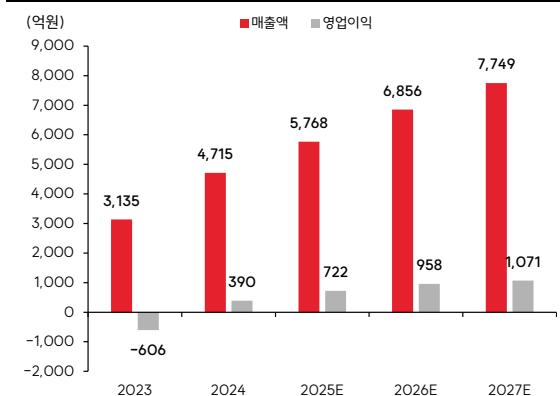
주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

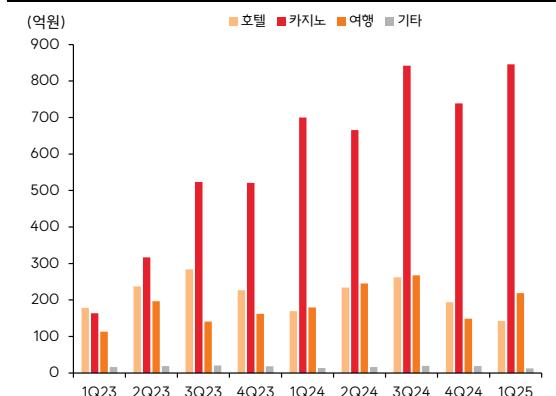
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	억원	1,837	3,135	4,715	5,768	6,856	7,749
영업이익	억원	-1,187	-606	390	722	958	1,071
순이익(지배주주)	억원	-2,247	-2,022	-1,166	-46	164	320
EPS	원	-3,080	-2,669	-1,530	-60	215	420
PER	배	-4.7	-3.5	-5.0	-222.5	62.4	31.9
PBR	배	4.5	10.3	1.8	3.3	3.1	2.8
EV/EBITDA	배	-64.5	76.4	14.8	11.2	9.0	7.7
ROE	%	-154.2	-132.9	-60.4	-1.5	5.1	9.3

## 롯데관광개발 실적 추이 및 전망



자료: 롯데관광개발, SK 증권

## 주요 사업 부문별 분기 매출 추이



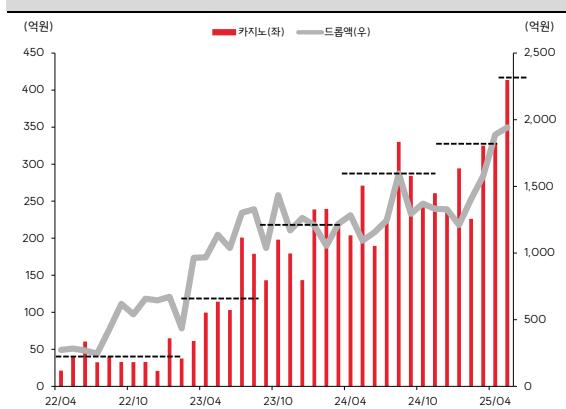
자료: 롯데관광개발, SK 증권

## 밸류에이션

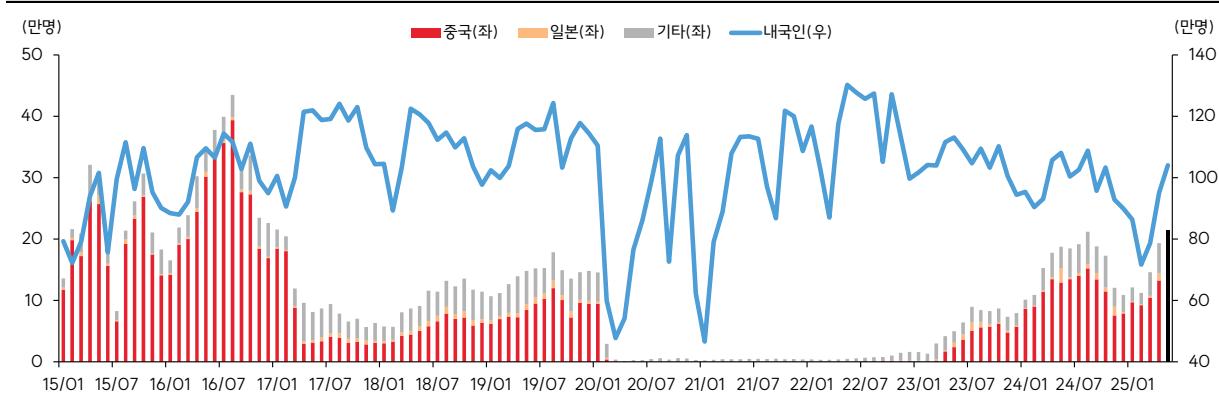
2025년 예상 EBITDA	1,469 억원
Historical(2022~2024) 평균 EV/EBITDA	13.9 배
EV/EBITDA 할인율	20 %
적용 EV/EBITDA	11.1 배
목표 시가총액	16,335 억원
목표주가	21,000 원
현재가(6/13 KRX 종가 기준)	13,400 원
상승여력	56.7 %

자료: SK 증권 추정

## 제주 드림타워 카지노 월별 드롭액 및 매출액 추이



## 제주도 내외국인 입도객 추이



자료: 제주관광협회, SK 증권

## Peer Group Valuation

구 분		AO34230	A114090	AO35250	AO08770	AO39130
		파라다이스	GKL	강원랜드	호텔신라	하나투어
시가총액 (억원)		12,848	9,384	37,311	20,488	8,194
직전 사업연도	매출액 (억원)	10,721	3,964	14,269	39,476	6,166
	영업이익 (억원)	1,361	383	2,858	-52	509
PER (배)	2022	63.2	-	42.9	-	-
	2023	19.5	19.0	10.0	30.4	17.8
	2024	11.7	20.7	7.5	-	10.7
	2025E	16.6	17.1	10.7	75.0	14.0
	2026E	15.2	15.5	11.1	25.9	12.0
PBR (배)	2022	1.2	3.1	1.4	5.2	6.2
	2023	0.9	2.0	0.9	3.7	4.1
	2024	0.5	1.7	0.8	1.1	4.2
	2025E	0.7	2.1	0.9	1.5	3.5
	2026E	0.7	2.0	0.9	1.4	3.1
PSR (배)	2022	2.7	4.5	3.9	0.7	8.0
	2023	1.2	2.1	2.5	0.7	2.0
	2024	0.8	1.7	2.4	0.4	1.4
	2025E	1.1	2.1	2.5	0.5	1.3
	2026E	1.1	2.0	2.5	0.5	1.1
EV/EBITDA (배)	2022	25.5	61.4	16.8	20.9	-
	2023	9.2	10.2	9.4	17.2	13.3
	2024	8.2	9.7	9.4	21.3	11.2
	2025E	8.7	6.9	6.7	17.3	8.1
	2026E	7.0	6.2	6.2	12.7	7.1
ROE (%)	2022	1.0	-5.9	3.5	-9.0	-82.0
	2023	4.6	11.0	9.6	15.0	45.6
	2024	5.7	8.0	12.1	-6.5	58.3
	2025E	4.5	12.6	8.5	2.0	31.6
	2026E	4.3	13.1	8.4	6.2	31.8
ROA (%)	2022	0.5	-4.0	2.9	-18	-14.6
	2023	2.3	7.0	7.9	2.9	10.7
	2024	2.9	5.3	10.0	-1.8	15.1
	2025E	2.7	8.7	7.3	0.8	10.1
	2026E	2.7	8.9	6.7	2.1	10.6

자료: DataGuide, DART, 각사, SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	809	1,144	3,274	6,651	10,136
현금및현금성자산	336	443	2,335	5,535	8,876
매출채권 및 기타채권	121	99	120	143	162
재고자산	41	63	76	91	103
<b>비유동자산</b>	16,832	20,523	20,068	19,662	19,260
장기금융자산	163	144	201	213	215
유형자산	12,894	16,903	16,392	15,949	15,524
무형자산	472	464	450	463	472
<b>자산총계</b>	17,641	21,666	23,342	26,313	29,397
<b>유동부채</b>	12,087	6,097	7,368	10,771	13,434
단기금융부채	10,064	3,180	3,845	6,588	8,708
매입채무 및 기타채무	598	722	873	1,037	1,173
단기충당부채	348	379	459	545	616
<b>비유동부채</b>	4,898	12,439	12,889	12,294	12,395
장기금융부채	3,417	10,245	10,240	9,145	8,836
장기매입채무 및 기타채무	4	3	3	3	3
장기충당부채	2	2	2	3	3
<b>부채총계</b>	16,986	18,536	20,257	23,065	25,829
<b>지배주주지분</b>	692	3,167	3,121	3,285	3,605
자본금	379	381	381	381	381
자본잉여금	6,438	6,477	6,477	6,477	6,477
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-9,730	-10,911	-10,957	-10,793	-10,473
비지배주주지분	-36	-36	-36	-36	-36
<b>자본총계</b>	656	3,131	3,085	3,248	3,568
<b>부채와자본총계</b>	17,641	21,666	23,342	26,313	29,397

## 현금흐름표

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동현금흐름</b>	-131	1,217	1,768	2,015	1,934
당기순이익(손실)	-2,023	-1,166	-46	164	320
비현금성항목등	2,349	2,495	1,570	1,560	1,490
유형자산감가상각비	842	829	789	754	720
무형자산상각비	25	21	14	9	6
기타	1,482	1,645	768	797	764
운전자본감소(증가)	394	876	1,011	1,102	905
매출채권및기타채권의감소(증가)	252	45	-21	-23	-19
재고자산의감소(증가)	25	-22	-13	-14	-12
매입채무및기타채무의증가(감소)	-294	109	151	165	135
기타	-850	-990	-761	-825	-811
법인세납부	0	-2	7	-14	-30
<b>투자활동현금흐름</b>	-196	-281	-508	-459	-400
금융자산의감소(증가)	-156	-194	-154	-111	-85
유형자산의감소(증가)	-91	-73	-278	-311	-295
무형자산의감소(증가)	-10	-14	0	-21	-15
기타	61	0	-76	-16	-5
<b>재무활동현금흐름</b>	376	-832	660	1,648	1,812
단기금융부채의증가(감소)	266	-7,865	665	2,743	2,121
장기금융부채의증가(감소)	111	7,033	-5	-1,095	-309
자본의증가(감소)	446	42	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-446	-42	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	50	107	1,891	3,200	3,341
<b>기초현금</b>	286	336	443	2,335	5,535
<b>기밀현금</b>	336	443	2,335	5,535	8,876
<b>FCF</b>	-222	1,144	1,490	1,704	1,639

자료 : 롯데관광개발, SK증권

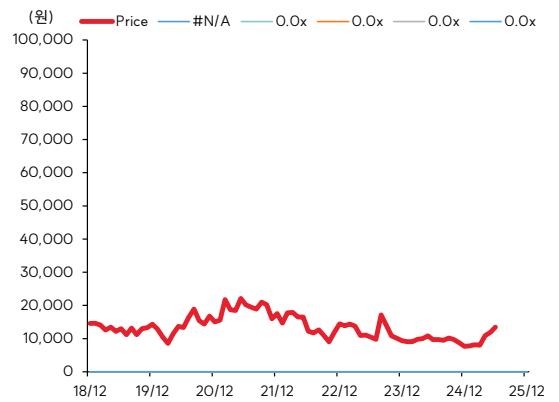
## 포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>	3,135	4,715	5,768	6,856	7,749
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	3,135	4,715	5,768	6,856	7,749
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와 관리비</b>	3,742	4,325	5,046	5,898	6,678
영업이익	-606	390	722	958	1,071
영업이익률(%)	-19.3	8.3	12.5	14.0	13.8
<b>비영업손익</b>	-1,528	-1,615	-775	-781	-721
순금융수익	-1,133	-1,506	-775	-798	-751
외환관련손익	-9	-130	-6	9	9
관계기업등 투자손익	6	16	1	2	1
<b>세전계속사업이익</b>	-2,134	-1,225	-53	177	350
세전계속사업이익률(%)	-68.1	-26.0	-0.9	2.6	4.5
<b>계속사업법인세</b>	-111	-59	-7	14	30
계속사업이익	-2,023	-1,166	-46	164	320
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-2,023	-1,166	-46	164	320
순이익률(%)	-64.5	-24.7	-0.8	2.4	4.1
지배주주	-2,022	-1,166	-46	164	320
지배주주귀속 순이익률(%)	-64.5	-24.7	-0.8	2.4	4.1
비지배주주	-1	0	0	-0	-0
총포괄이익	-2,107	2,433	-46	164	320
지배주주	-2,106	2,433	-46	164	320
비지배주주	-1	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	261	1,240	1,469	1,721	1,797

## 주요투자지표

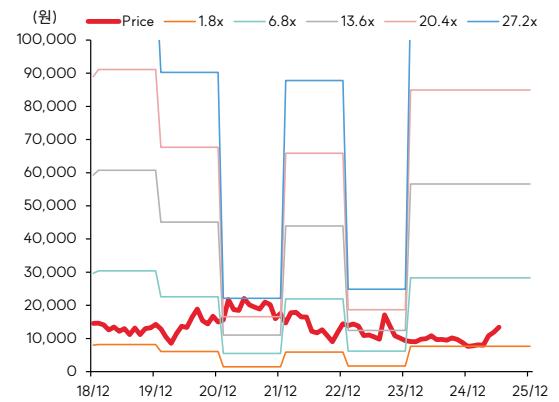
12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	70.7	50.4	22.3	18.9	13.0
영업이익	적지	흑전	85.1	32.7	11.8
세전계속사업이익	적지	적지	적지	흑전	97.2
EBITDA	흑전	374.8	22.9	12.9	4.4
EPS	적지	적지	적지	흑전	95.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	-11.3	-5.9	-0.2	0.7	1.1
ROE	-132.9	-60.4	-1.5	5.1	9.3
EBITDA/이자비용(배)	8.3	26.3	26.4	25.1	23.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	6.7	18.8	44.4	61.7	75.5
부채비율	2,590.9	592.1	656.7	710.0	723.8
순차입금/자기자본	1,967.1	400.4	363.2	293.9	222.4
EBITDA/이자비용(배)	0.2	0.8	1.9	2.1	2.3
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-2,669	-1,530	-60	215	420
BPS	913	4,156	4,096	4,311	4,731
CFPS	-1,524	-414	993	1,216	1,373
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	-3.5	-5.0	-222.5	62.4	31.9
PBR	103	1.8	3.3	3.1	2.8
PCR	-62	-185	13.5	11.0	9.8
EV/EBITDA	76.4	14.8	11.2	9.0	7.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

## 롯데관광개발 PER 밴드 차트



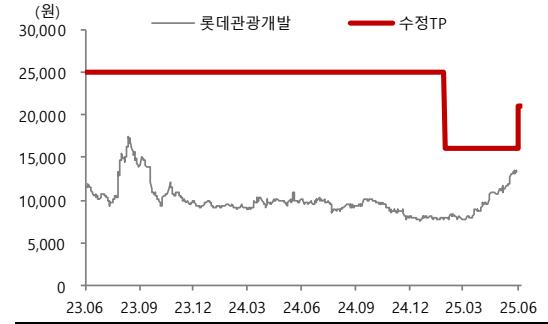
자료: Quantwise, SK 증권

## 롯데관광개발 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격			고리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)	주가대비	
2025.06.16	매수	21,000원	6개월				
2025.02.12	매수	16,000원	6개월	-39.95%	-15.75%		
2023.08.02	매수	25,000원	6개월	-60.10%	-30.40%		



## Compliance Notice

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 06월 16일 기준)

매수	96.79%	중립	3.21%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

# 파라다이스 (034230/KS)

하반기는 더 기대됩니다

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 18,400 원(상향)

현재주가: 13,590 원

상승여력: 35.4%

### 방문객&드롭액 증가 중

파라다이스의 1Q25 매출액은 2,833 억원(YoY +7.0%), 영업이익은 573 억원(YoY +18.3%)을 기록했다. 1 분기 누적 카지노 드롭액은 약 1.7 조원으로 지난해 같은 기간 대비 소폭 감소했지만, 월 평균 홀드율이 개선되면서 실적 상승을 견인했다. 4 월과 5 월은 홀드율에 따른 매출액 차이가 있었지만, 전반적으로 방문객 수와 드롭액이 늘어났다는 점에 주목한다. 올해 들어 우리나라를 찾는 외국인 입국자 수가 크게 증가하는 모습이 나타나고 있는데, 이에 발맞춘 행보를 보이고 있기 때문이다.

### 상반기보다 더 좋은 하반기 기대

중국인 단체 관광객을 대상으로 한 무비자 정책 시행을 앞두고 있다. 새로운 정부 구성 후 정책적 움직임이 빨라지고 있다는 점에서 이르면 7 월 중 시행 가능성도 언급되는 중이다. 동사를 비롯한 국내 호텔/레저 산업 전반에 긍정적인 이벤트임이 분명하다. 또 다가오는 6 월 22 일은 한일 수교 60 주년 기념일이기도 하다. 외국인 관광객 사상 최고치를 경신하고 있는 일본에게 우리나라 관광객은 가장 높은 비중을 차지하고 있고, 우리나라로 마찬가지다. 서로의 이해관계에 따라 한일 문화교류 확대 가능성도 있기에 일본인 고객 비중이 높은 동사의 추가적인 수혜 가능성도 조심스럽게 기대해본다. 우리나라 외국인 입국자 수도 동사의 실적도, 상반기보다 나은 하반기가 될 가능성이 높다.



Analyst  
나승우

nsdoo@skc.co.kr  
3773-8891

#### Company Data

발행주식수	9,123 만주
시가총액	12,472 억원
주요주주	
파라다이스글로벌(외6)	45.57%
자사주	5.90%

#### Stock Data

주가(25/06/13)	13,590 원
KOSPI	2,894.62 pt
52주 최고가	14,860 원
52주 최저가	9,020 원
60일 평균 거래대금	43 억원

#### 주가 및 상대수익률



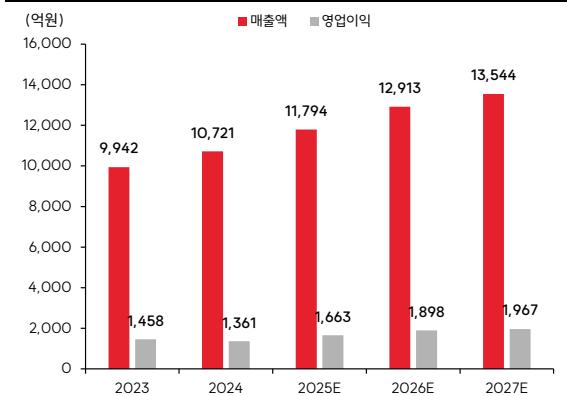
### 투자의견 매수 유지, 목표주가 18,400 원 상향

투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 16,000 원에서 18,400 원으로 상향 조정 한다. 파라다이스시티 개장 이후 Historical 평균 EV/EBITDA 할인율을 기준 20%에서 0%로 축소 적용하였다. 파라다이스시티 개장 초기인 2017년에는 EV/EBITDA 평균 16.9 배 수준을 기록했으며, 코로나 19 팬데믹 이전인 2019년에는 평균 20 배 수준을 기록했다는 점을 감안하면 주가의 추가 상승 여력은 매우 높다. 특히 6월 4일 공시를 통해 자기주식 소각 결정 소식을 알렸는데, 연초 밝힌 기업가치제고 및 주주 환원 정책을 계획대로 실행하고 있다는 점에서 추가적인 프리미엄 부여도 가능하다.

#### 영업실적 및 투자지표

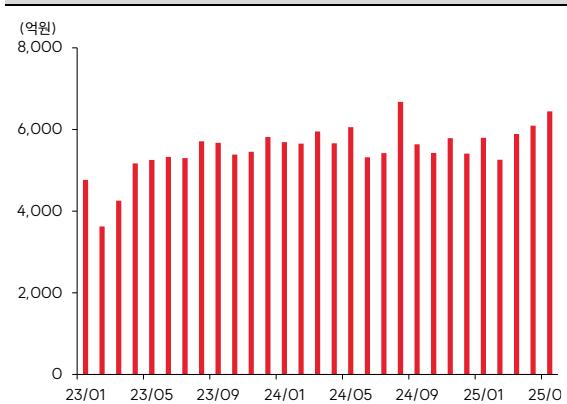
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	억원	5,876	9,942	10,721	11,794	12,913	13,544
영업이익	억원	104	1,458	1,361	1,507	1,727	1,967
순이익(지배주주)	억원	253	626	756	725	957	1,165
EPS	원	279	682	823	790	1,043	1,269
PER	배	63.2	19.5	11.7	17.2	13.0	10.7
PBR	배	1.2	0.9	0.5	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	25.5	9.3	8.2	7.3	5.9	4.9
ROE	%	2.0	4.5	5.0	4.4	5.5	6.4

### 파라다이스 실적 추이 및 전망



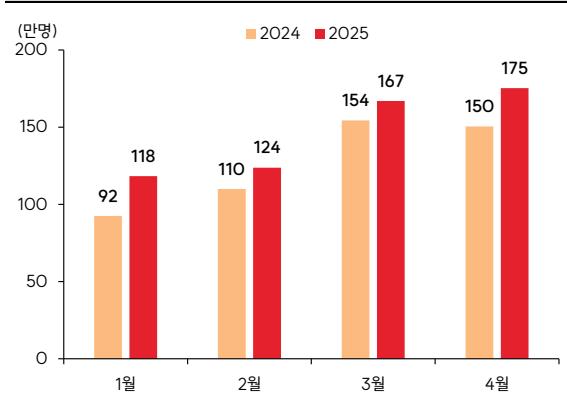
자료: 파라다이스, SK 증권 추정

### 파라다이스 카지노 월별 드롭액 추이



자료: 파라다이스, SK 증권 / 주: 4개 사업장 합산

### 외국인 입국자 수 추이



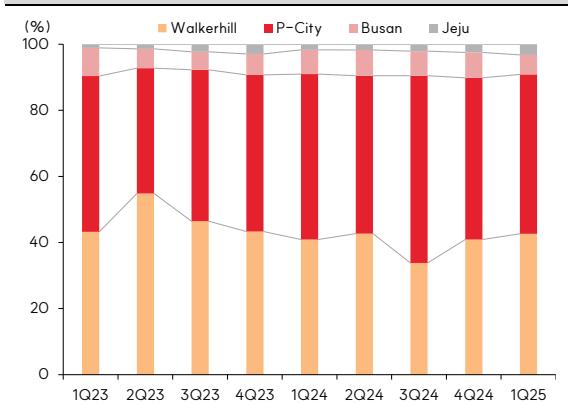
자료: 법무부, SK 증권

### 밸류에이션

2025년 예상 EBITDA	2,244 억원
Historical(2022~2024) 평균 EV/EBITDA	7.5 배
EV/EBITDA 할인율	0 %
적용 EV/EBITDA	7.5 배
목표 시가총액	16,885 억원
목표주가	18,400 원
현재가(6/13 KRX 종가 기준)	13,590 원
상승여력	35.4 %

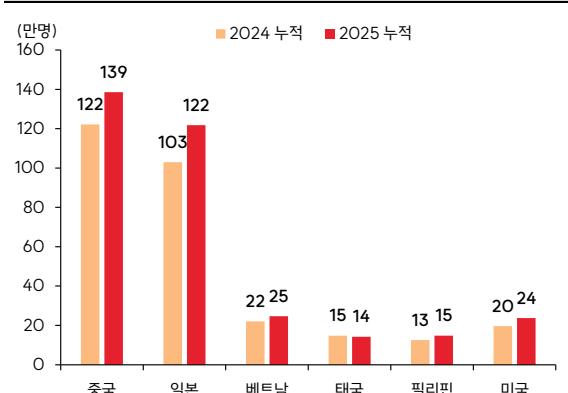
자료: SK 증권 추정

### 주요 카지노 업장별 분기 매출 비중 추이



자료: 파라다이스, SK 증권

### 출발지별 외국인 입국자 수 YoY 증감



자료: 법무부, SK 증권

## Peer Group Valuation

구 분		A114090	AO35250	AO32350	A006730	A070960
		GKL	강원랜드	롯데관광개발	서부T&D	모나미평
시가총액 (억원)		9,384	37,311	10,228	5,353	2,522
직전 사업연도	매출액 (억원)	3,964	14,269	4,715	1,875	2,678
	영업이익 (억원)	383	2,858	390	480	270
PER (배)	2022	-	42.9	-	28.0	-
	2023	19.0	10.0	-	3.2	14.7
	2024	20.7	7.5	-	10.5	19.3
	2025E	17.1	10.7	-	25.5	14.8
	2026E	15.5	11.1	-	19.2	11.1
PBR (배)	2022	3.1	1.4	4.5	0.7	0.5
	2023	2.0	0.9	10.3	0.5	0.4
	2024	1.7	0.8	1.8	0.4	0.4
	2025E	2.1	0.9	3.7	0.5	0.6
	2026E	2.0	0.9	4.1	0.5	0.6
PSR (배)	2022	4.5	3.9	5.7	3.5	1.2
	2023	2.1	2.5	2.3	2.6	0.7
	2024	1.7	2.4	1.2	1.9	0.6
	2025E	2.1	2.5	1.8	2.7	0.9
	2026E	2.0	2.5	1.6	2.6	0.8
EV/EBITDA (배)	2022	61.4	16.8	-	36.7	15.6
	2023	10.2	9.4	75.5	25.9	5.2
	2024	9.7	9.4	14.4	24.9	8.7
	2025E	6.9	6.7	12.8	22.1	9.0
	2026E	6.2	6.2	10.7	18.3	7.6
ROE (%)	2022	-5.9	3.5	-158.0	3.1	-3.2
	2023	11.0	9.6	-136.1	16.3	2.6
	2024	8.0	12.1	-61.6	5.8	2.0
	2025E	12.6	8.5	-14.2	0.6	4.3
	2026E	13.1	8.4	-2.6	1.4	5.4
ROA (%)	2022	-4.0	2.9	-14.5	1.2	-1.4
	2023	7.0	7.9	-11.3	6.7	1.1
	2024	5.3	10.0	-5.9	2.5	0.8
	2025E	8.7	7.3	-2.4	0.5	1.7
	2026E	8.9	6.7	-0.6	0.5	2.1

자료: DataGuide, DART, 각사, SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	8,628	8,640	9,006	12,013	14,058
현금및현금성자산	6,889	5,777	6,989	9,860	11,620
매출채권 및 기타채권	301	317	401	446	485
재고자산	77	76	84	91	96
<b>비유동자산</b>	27,555	30,698	30,196	29,679	29,367
장기금융자산	556	591	630	665	836
유형자산	22,364	25,099	24,535	24,008	23,544
무형자산	1,651	1,625	1,595	1,570	1,550
<b>자산총계</b>	36,183	39,338	39,202	41,692	43,424
<b>유동부채</b>	6,907	6,682	7,395	8,089	8,351
단기금융부채	4,095	3,633	4,022	4,404	4,540
매입채무 및 기타채무	584	616	677	742	778
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	11,421	11,904	10,177	10,779	10,769
장기금융부채	9,177	8,875	6,845	7,131	7,007
장기매입채무 및 기타채무	33	26	26	26	26
장기충당부채	226	303	333	364	382
<b>부채총계</b>	18,328	18,586	17,573	18,868	19,120
<b>지배주주지분</b>	14,055	16,357	16,965	17,802	18,848
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	3,358	3,360	3,360	3,360	3,360
기타자본구성요소	-246	-246	-246	-246	-246
자기주식	-246	-246	-246	-246	-246
이익잉여금	5,718	6,288	6,883	7,711	8,746
비지배주주지분	3,799	4,395	4,665	5,022	5,456
<b>자본총계</b>	17,855	20,752	21,629	22,824	24,304
<b>부채와자본총계</b>	36,183	39,338	39,202	41,692	43,424

## 현금흐름표

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,876	1,959	2,218	2,506	2,368
당기순이익(손실)	802	1,107	995	1,314	1,599
비현금성항목등	1,720	1,356	1,215	1,076	994
유형자산감가상각비	785	743	707	673	642
무형자산상각비	45	38	31	25	20
기타	890	575	478	379	332
운전자본감소(증가)	729	4	552	564	189
매출채권및기타채권의감소(증가)	-45	-94	-85	-44	-39
재고자산의감소(증가)	-7	1	-8	-8	-4
매입채무및기타채무의증가(감소)	113	96	62	64	36
기타	-459	-646	-673	-513	-448
법인세납부	-85	-138	-128	-64	-34
<b>투자활동현금흐름</b>	-261	-1,861	815	-201	-620
금융자산의감소(증가)	289	-1,341	1,019	-66	-331
유형자산의감소(증가)	-560	-495	-143	-145	-179
무형자산의감소(증가)	-3	-5	0	0	0
기타	13	-21	-60	10	-110
<b>재무활동현금흐름</b>	-609	-1,227	-1,772	538	-117
단기금융부채의증가(감소)	-8,844	-5	389	382	137
장기금융부채의증가(감소)	7,780	-1,130	-2,030	286	-124
자본의증가(감소)	79	2	0	0	0
배당금지급	0	-86	-130	-130	-130
기타	375	-8	-0	-0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	2,015	-1,112	1,212	2,871	1,760
<b>기초현금</b>	4,874	6,889	5,777	6,989	9,860
<b>기밀현금</b>	6,889	5,777	6,989	9,860	11,620
<b>FCF</b>	2,316	1,465	2,075	2,361	2,189

자료 : 파라다이스, SK증권 추정

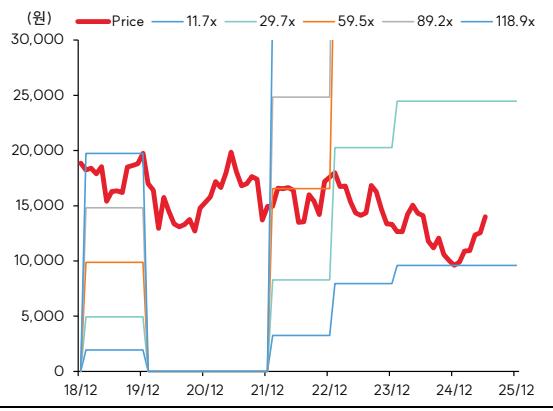
## 포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>	9,942	10,721	11,794	12,913	13,544
<b>매출원가</b>	7,602	8,340	9,175	10,045	10,487
<b>매출총이익</b>	2,340	2,381	2,619	2,867	3,057
매출총이익률(%)	23.5	22.2	22.2	22.2	22.6
<b>판매비와 관리비</b>	882	1,020	1,112	1,140	1,090
<b>영업이익</b>	1,458	1,361	1,507	1,727	1,967
영업이익률(%)	14.7	12.7	12.8	13.4	14.5
<b>비영업손익</b>	-543	-352	-383	-349	-334
순금융수익	-417	-485	-417	-385	-380
외환관련손익	34	-73	20	35	50
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	915	1,008	1,123	1,378	1,633
세전계속사업이익률(%)	9.2	9.4	9.5	10.7	12.1
<b>계속사업법인세</b>	113	-99	128	64	34
<b>계속사업이익</b>	802	1,107	995	1,314	1,599
<b>증단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	802	1,107	995	1,314	1,599
순이익률(%)	8.1	10.3	8.4	10.2	11.8
지배주주	626	756	725	957	1,165
지배주주귀속 순이익률(%)	6.3	7.0	6.1	7.4	8.6
비지배주주	176	351	270	357	434
총포괄이익	475	2,982	1,007	1,324	1,610
지배주주	353	2,387	806	1,060	1,289
비지배주주	122	595	201	264	321
<b>EBITDA</b>	2,288	2,142	2,244	2,425	2,629

## 주요투자지표

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	69.2	7.8	10.0	9.5	4.9
영업이익	1,299.9	-6.7	10.7	14.6	13.9
세전계속사업이익	203.7	10.2	11.4	22.7	18.5
EBITDA	117.5	-6.4	4.8	8.0	8.4
EPS	144.8	20.8	-4.0	32.0	21.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	22	29	2.5	32	3.8
ROE	45	50	44	55	64
EBITDA마진	23.0	20.0	19.0	18.8	19.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	124.9	129.3	121.8	148.5	168.3
부채비율	102.7	89.6	81.2	82.7	78.7
순차입금/자기자본	28.9	21.1	11.7	1.2	-7.0
EBITDA/이자비용(배)	3.2	2.9	4.7	5.3	5.5
배당성향	13.8	17.2	17.9	13.5	11.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	682	823	790	1,043	1,269
BPS	15,585	18,092	18,753	19,666	20,806
CFPS	1,586	1,674	1,594	1,803	1,990
주당 현금배당금	100	150	150	150	150
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	19.5	11.7	17.2	13.0	10.7
PBR	0.9	0.5	0.7	0.7	0.7
PCR	8.4	5.7	8.5	7.5	6.8
EV/EBITDA	9.3	8.2	7.3	5.9	4.9
배당수익률	0.8	1.6	1.5	1.5	1.5

## 파라다이스 PER 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

## 파라다이스 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격			고리율
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비	
2025.06.16	매수	18,400원	6개월			
2025.02.12	매수	16,000원	6개월	-26.12%	-12.50%	
2023.10.27	Not Rated					



## Compliance Notice

작성자(나승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 06월 16일 기준)

매수	96.79%	중립	3.21%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

# 서부 T&D (006730/KQ)

탄탄한 수익성에 주주 친화 정책 더해진다

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 10,600 원(상향)

현재주가: 7,920 원

상승여력: 33.8%

## 외국인 입국자 늘고, 우리 실적도 늘고

올해 1분기 우리나라를 찾은 외국인 입국자는 409만명으로 전년동기 대비 14.6% 증가했다. 같은 기간 서부 T&D의 매출은 461 억원으로 11.5% 증가했으며, 영업이익은 129 억원을 기록하며 20.0% 늘어났다. 서부 T&D가 보유한 서울 드래곤시티는 4 개 호텔 브랜드 총 1,700 여개의 객실과 외국인 전용 카지노 등이 자리잡고 있는 복합문화시설이다. 코로나 19 팬데믹 이후 5 성급 호텔의 객실 공급이 충분치 않은 상황에서 교통의 요지인 용산이라는 지리적 이점까지 더해지며 ADR과 OCC가 함께 증가하는 중이다. 하반기에는 중국인 단체 관광객 비자면제 효과 등이 더해져 우리나라를 찾는 외국인 관광객 증가 속도가 더욱 빨라질 것으로 예상됨에 따라 동사의 실적도 상저하고의 흐름이 나타날 것으로 예상된다.

## 숨어있는 다크호스 신한서부티엔디리츠까지

서부 T&D가 지분 50%를 보유한 연결회사 신한서부티엔디리츠의 효과도 주목해야 한다. 상장 리츠인 신한서부티엔디리츠는 드래곤시티의 그랜드머큐어, 인천 스웨어원, 나인트리 동대문 등을 보유한 알짜 기업이다. 지난달에는 신라스테이 마포까지 편입하면서 국내 알짜배기 호텔을 보유한 핵심 기업으로 성장했다. 높은 배당수익률을 바탕으로 리츠 자체의 투자 매력도 높지만, 서부 T&D의 연결 실적에도 긍정적인 역할을 담당하고 있다는 점에서 매력적이다.

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 10,600 원 상향

투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 7,500 원에서 10,600 원으로 상향 조정한다. 올해 예상 BPS 증가와 더불어 드래곤시티 개장 시점인 2017년 이후 Historical 평균 PBR 할인율을 기준 30%에서 20%로 축소 적용하였다. 보유한 자산가치에 대한 재평가 가능성, 호텔 수익성의 빠른 회복, 자사주 소각 결정 등은 기업가치를 더 높일 수 있는 요인들이다. 특히 드래곤시티 개장 이후 과거 PBR 밴드 상단이 1.2 배에 달한다는 점에서 추가적인 상승 여력은 충분하다는 판단이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	억원	1,353	1,692	1,875	2,026	2,218	2,296
영업이익	억원	192	372	480	513	594	617
순이익(지배주주)	억원	167	1,383	344	86	141	172
EPS	원	248	2,052	521	131	213	261
PER	배	28.5	3.5	10.4	60.5	37.1	30.3
PBR	배	0.7	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	36.5	25.1	24.9	23.0	19.9	19.1
ROE	%	2.5	18.0	3.7	0.9	1.4	1.7

## Company Data

발행주식수	6,543 만주
시가총액	5,221 억원
<hr/>	
주요주주	
엠와이에이치(외15)	53.06%
자사주	3.43%

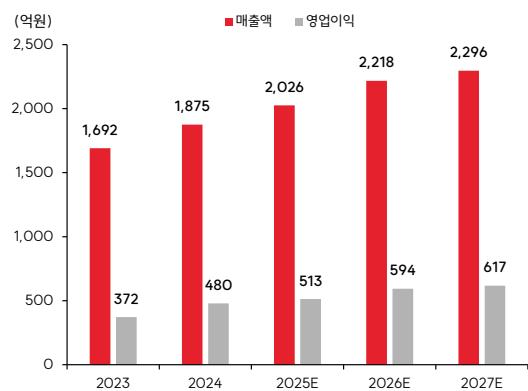
## Stock Data

주가(25/06/13)	7,920 원
KOSDAQ	768.86 pt
52주 최고가	8,350 원
52주 최저가	5,060 원
60일 평균 거래대금	17 억원

## 주가 및 상대수익률

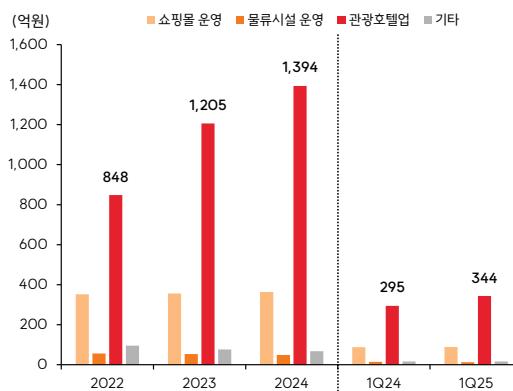


### 서부 T&D 실적 추이 및 전망



자료: 서부 T&D, SK 증권 추정

### 주요 사업 부문별 매출 추이



자료: 서부 T&D, SK 증권

### 신한서부티엔디리츠 보유 자산



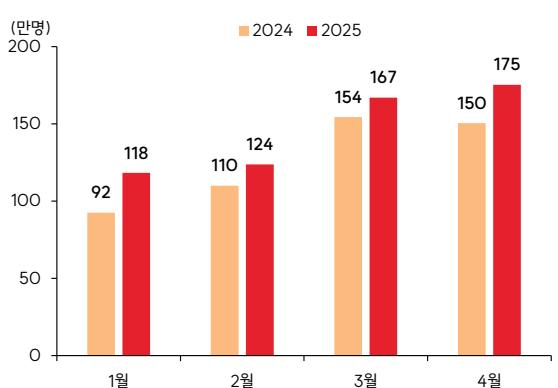
자료: 신한서부티엔디리츠, SK 증권

### 밸류에이션

2025년 예상 BPS	15,272 원
Historical(2022~2024) 평균 PBR	0.9 배
PBR 할인율	20 %
적용 PBR	0.7 배
목표주가	10,700 원
현재가(6/13 KRX 종가 기준)	7,920 원
상승여력	35.2 %

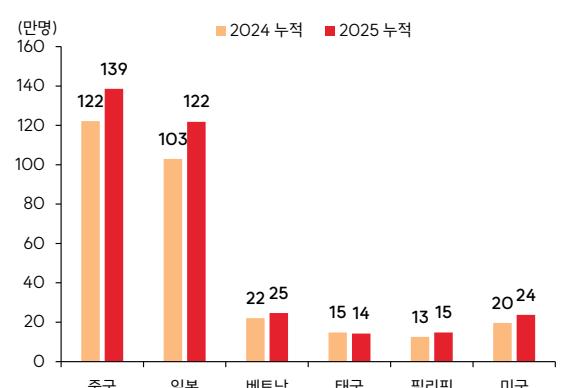
자료: SK 증권 추정

### 외국인 입국자 수 추이



자료: 법무부, SK 증권

### 출발지별 외국인 입국자 수 YoY 증감



자료: 법무부, SK 증권

## Peer Group Valuation

구 분		AO32350	AO25980	A499790	A070960	AO34230
		롯데관광개발	아남티	GS 피앤엘	모나웅평	파라다이스
시가총액 (억원)		10,228	8,748	6,604	2,522	12,848
직전 사업연도	매출액 (억원)	4,715	2,852	383	2,678	10,721
	영업이익 (억원)	390	8	0	270	1,361
PER (배)	2022	-	18.6	-	-	63.2
	2023	-	6.0	-	14.7	19.5
	2024	-	-	-	19.3	11.7
	2025E	-	5.6	-	14.8	16.6
	2026E	-	-	-	11.1	15.2
PBR (배)	2022	4.5	1.1	-	0.5	1.2
	2023	10.3	0.9	-	0.4	0.9
	2024	1.8	0.7	0.5	0.4	0.5
	2025E	3.7	0.7	-	0.6	0.7
	2026E	4.1	-	-	0.6	0.7
PSR (배)	2022	5.7	1.8	-	1.2	2.7
	2023	2.3	0.7	-	0.7	1.2
	2024	1.2	1.7	11.5	0.6	0.8
	2025E	1.8	0.9	-	0.9	1.1
	2026E	1.6	-	-	0.8	1.1
EV/EBITDA (배)	2022	-	6.8	-	15.6	25.5
	2023	75.5	3.8	-	5.2	9.2
	2024	14.4	29.2	265.5	8.7	8.2
	2025E	12.8	3.6	-	9.0	8.7
	2026E	10.7	-	-	7.6	7.0
ROE (%)	2022	-158.0	7.5	-	-3.2	1.0
	2023	-136.1	34.7	-	2.6	4.6
	2024	-61.6	-4.6	-	2.0	5.7
	2025E	-14.2	14.1	-	4.3	4.5
	2026E	-2.6	-	-	5.4	4.3
ROA (%)	2022	-14.5	2.2	-	-14	0.5
	2023	-11.3	12.8	-	1.1	2.3
	2024	-5.9	-2.0	-	0.8	2.9
	2025E	-2.4	7.3	-	1.7	2.7
	2026E	-0.6	-	-	2.1	2.7

자료: DataGuide, DART, 각사, SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	1,380	1,481	1,078	1,820	2,613
현금및현금성자산	422	971	460	999	1,667
매출채권 및 기타채권	103	114	136	154	172
재고자산	11	13	14	16	18
<b>비유동자산</b>	22,100	27,464	27,473	27,540	27,734
장기금융자산	490	509	567	692	942
유형자산	7,915	9,585	9,527	9,467	9,409
무형자산	2	2	4	4	6
<b>자산총계</b>	23,480	28,945	28,552	29,360	30,348
<b>유동부채</b>	4,172	4,936	6,409	7,135	7,639
단기금융부채	2,835	2,596	3,404	3,795	4,114
매입채무 및 기타채무	733	1,631	2,009	2,229	2,342
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	9,335	11,600	9,686	9,569	9,792
장기금융부채	6,087	8,791	6,819	6,430	6,543
장기매입채무 및 기타채무	796	156	785	734	770
장기충당부채	0	14	16	17	18
<b>부채총계</b>	13,507	16,536	16,095	16,704	17,431
<b>지배주주지분</b>	8,593	9,984	9,956	10,032	10,140
자본금	308	337	337	337	337
자본잉여금	1,359	705	705	705	705
기타자본구성요소	-254	-126	-177	-177	-177
자기주식	-229	-113	-113	-113	-113
이익잉여금	5,742	6,559	6,581	6,658	6,765
비지배주주지분	1,379	2,424	2,501	2,625	2,776
<b>자본총계</b>	9,972	12,409	12,456	12,657	12,916
<b>부채와자본총계</b>	23,480	28,945	28,552	29,360	30,348

## 현금흐름표

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동현금흐름</b>	493	629	1,516	1,334	1,057
당기순이익(손실)	1,474	647	163	265	324
비현금성항목등	-942	24	514	495	458
유형자산감가상각비	164	164	159	155	150
무형자산상각비	1	1	2	2	3
기타	-1,107	-141	353	338	304
운전자본감소(증가)	-48	-41	855	585	275
매출채권및기타채권의감소(증가)	-14	-7	-22	-18	-18
재고자산의감소(증가)	-2	-2	-1	-2	-2
매입채무및기타채무의증가(감소)	-8	19	377	220	113
기타	9	-1	-31	-22	1
법인세납부	0	-0	-15	-11	1
<b>투자활동현금흐름</b>	-572	32	-204	-381	-398
금융자산의감소(증가)	84	522	-64	-179	-102
유형자산의감소(증가)	-113	-31	-101	-96	-92
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-4	-3	-5
기타	-543	-459	-35	-103	-199
<b>재무활동현금흐름</b>	106	-114	-1,648	-411	11
단기금융부채의증가(감소)	-4,860	-805	807	391	319
장기금융부채의증가(감소)	5,470	1,267	-1,972	-389	113
자본의증가(감소)	3	-653	0	0	0
배당금지급	-116	-102	-64	-64	-64
기타	-391	179	-419	-349	-356
<b>현금의 증가(감소)</b>	27	549	-511	539	668
<b>기초현금</b>	395	422	971	460	999
<b>기밀현금</b>	422	971	460	999	1,667
<b>FCF</b>	380	598	1,415	1,238	965

자료 : 서부T&amp;D, SK증권 추정

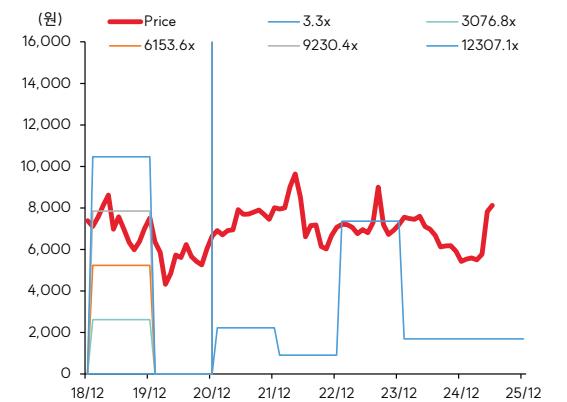
## 포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>	1,692	1,875	2,026	2,218	2,296
매출원가	920	971	1,051	1,136	1,210
<b>매출총이익</b>	771	904	975	1,082	1,086
매출총이익률(%)	45.6	48.2	48.1	48.8	47.3
<b>판매비와 관리비</b>	399	424	462	488	469
<b>영업이익</b>	372	480	513	594	617
영업이익률(%)	22.0	25.6	25.3	26.8	26.9
<b>비영업손익</b>	1,396	91	-335	-318	-294
순금융손익	-393	-494	-361	-340	-343
외환관련손익	0	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	-21	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	1,768	571	178	276	323
세전계속사업이익률(%)	104.5	30.5	8.8	12.4	14.1
<b>계속사업법인세</b>	293	-75	15	11	-1
<b>계속사업이익</b>	1,474	647	163	265	324
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,474	647	163	265	324
순이익률(%)	87.2	34.5	8.0	11.9	14.1
지배주주	1,383	344	86	141	172
지배주주귀속 순이익률(%)	81.8	18.3	4.3	6.3	7.5
비지배주주	91	303	76	124	152
총포괄이익	1,969	1,823	163	265	324
지배주주	1,878	1,413	126	205	251
비지배주주	91	409	37	59	73
<b>EBITDA</b>	537	644	674	751	771

## 주요투자지표

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	25.0	10.8	8.1	9.5	3.5
영업이익	94.0	28.9	6.9	15.8	3.9
세전계속사업이익	479.6	-67.7	-68.8	54.9	17.3
EBITDA	50.2	20.0	4.7	11.4	2.5
EPS	728.4	-74.6	-74.9	62.8	22.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	6.7	2.5	0.6	0.9	1.1
ROE	18.0	3.7	0.9	1.4	1.7
EBITDA마진	31.7	34.4	33.3	33.9	33.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	33.1	30.0	16.8	25.5	34.2
부채비율	135.4	133.3	129.2	132.0	135.0
순차입금/자기자본	77.0	81.0	74.9	68.1	64.1
EBITDA/이자비용(배)	1.2	1.2	1.8	2.2	2.2
배당성향	2.1	18.8	74.5	45.8	37.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,052	521	131	213	261
BPS	13,083	15,316	15,272	15,388	15,551
CFPS	2,296	771	376	452	494
주당 현금배당금	46	100	100	100	100
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	3.5	10.4	60.5	37.1	30.3
PBR	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
PCR	3.1	7.0	21.1	17.5	16.0
EV/EBITDA	25.1	24.9	23.0	19.9	19.1
배당수익률	0.6	1.8	1.8	1.8	1.8

## 서부 T&amp;D PER 밴드 차트



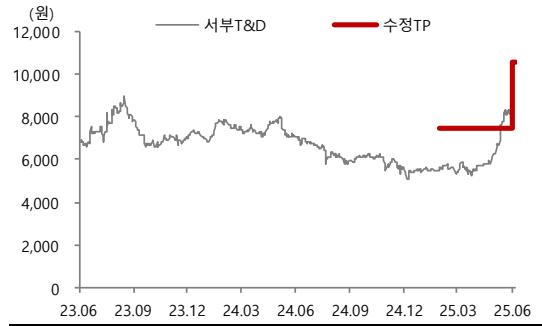
자료: Quantwise, SK 증권

## 서부 T&amp;D PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격			고리율
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비	
2025.06.16	매수	10,600원	6개월			
2025.02.12	매수	7,500원	6개월	-18.80%	11.33%	
2023.08.16	Not Rated					



## Compliance Notice

작성자(나승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 06월 16일 기준)

매수	96.79%	중립	3.21%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

# JTC (950170/KQ)

## 비상식적 우려에는 매수로 대응

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 9,500 원(유지)

현재주가: 4,495 원

상승여력: 111.3%

### 최고 이익 달성, 하지만 더 성장한다

JTC는 2024 회계연도 기준(2 월 결산법인) 매출액 3,086 억원(YoY +15.8%), 영업이익 475 억원(YoY +117.1%)을 기록하며 코로나19 팬데믹 이후 최고 실적을 경신했다. 일본을 찾는 외국인 관광객 수가 빠르게 증가함에 따라 동사의 매출도 함께 가파른 성장세를 보이는 것으로 판단된다. 2024년 일본 외국인 입국자는 연간 3,680만명을 넘어서며 사상 최고 수준을 기록한 바 있다. 올해 4 월까지 누적 외국인 입국자는 1,440 만명을 기록했는데, 이와 같은 추세를 유지한다면 연간 4,500 만명 이상의 외국인들이 일본을 찾을 것으로 예상된다. 주목할 점은 코로나 19 팬데믹 이전보다 확실히 체질이 개선된 모습을 보이고 있다는 점이다. 인력 활용 효율성 확대, PB 상품 판매 증가에 따른 이익률 개선 등의 영향으로 외형은 아직 코로나 19 이전 수준을 회복하지 못했지만 영업이익은 사상 최고 수준을 기록 중이기 때문이다. 올해도 이와 같은 흐름은 지속될 전망이다.



Analyst  
나승우

nsdoo@sks.co.kr  
3773-8891

### Company Data

발행주식수	5,175 만주
시가총액	2,326 억원
주요주주	
구체모(외7)	43.73%
어센타 제오허	
사모투자합자회사	29.16%

### Stock Data

주가(25/06/13)	4,495 원
KOSDAQ	768.86 pt
52주 최고가	6,470 원
52주 최저가	3,595 원
60일 평균 거래대금	11 억원

### 주가 및 상대수익률



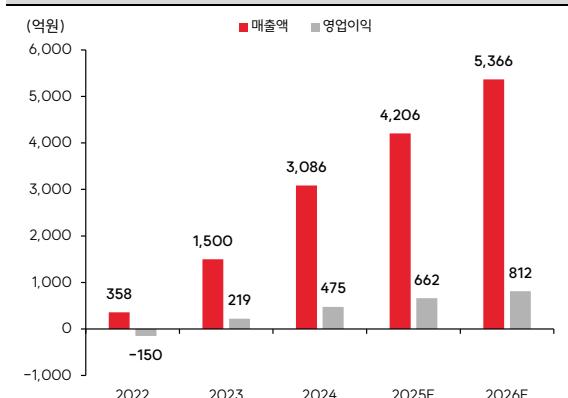
### 외국인 면세제도 폐지? 기우에 그칠 것

연초 이후 줄 곧 우상향하던 주가가 6 월에 접어들며 조정폭을 키웠다. 이유는 크게 두 가지다. 첫째, 일본 대지진 발생 가능성에 대한 우려다. 이로 인해 여행 계획 취소를 고려하는 관광객이 늘고 있다는 언급이 있지만, 예단하기 어려운 천재지변을 이유로 과도한 우려가 반영되었다고 판단된다. 둘째, 외국인 관광객 면세제도 폐지에 대한 우려다. 일본이 면세제도의 개편을 고려하고 있는 것은 사실이다. 하지만 이는 면세품이 자국 내 무분별하게 유통되는 것을 막기 위한 조치를 강구하는 것이지, 실제로 외국인을 대상으로 한 면세제도를 전면 폐지하는 극단적인 조치가 시행될 가능성은 현저히 낮다. 이러한 비상식적 우려로 인한 주가 조정은 매수 기회로 작용할 전망이다.

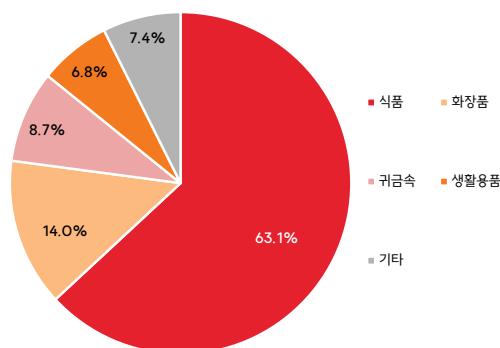
세계인의 축제인 오사카 EXPO는 지난 4 월 개막 이후 오는 10 월까지 지속된다. 곧 다가오는 6 월 22 일은 한일 국교정상화 60주년 기념일이다. 한일관계 개선 관련 언급을 기대해 볼 수 있는 시점이다. 점진적으로 소비 여력을 회복 중인 중국인 관광객들의 여행도 늘고 있다. JTC를 둘러싼 주변 환경은 매우 긍정적이다.

### 영업실적 및 투자지표

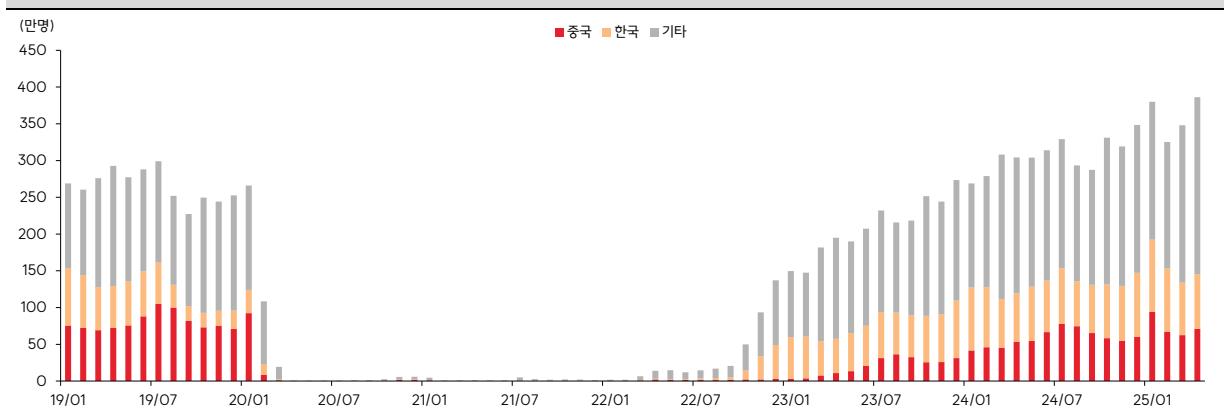
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	억원	140	358	1,500	3,086	4,206	5,366
영업이익	억원	-901	-150	219	475	662	812
순이익(지배주주)	억원	-920	-141	205	772	623	761
EPS	원	-2,627	-281	408	1,492	1,204	1,471
PER	배	-1.5	-16.1	11.0	3.3	3.7	3.1
PBR	배	4.2	3.3	2.6	1.4	0.9	0.7
EV/EBITDA	배	-13.3	-190.6	15.9	22.4	3.8	2.6
ROE	%	-114.5	-27.1	26.4	57.4	29.1	26.9

**JTC 실적 추이**

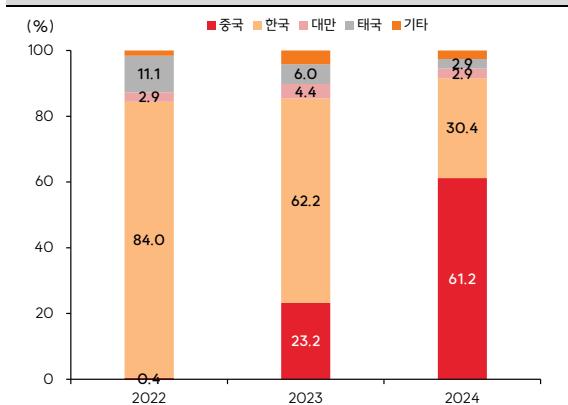
자료: JTC, SK 증권 추정 / 주: 2월 결산 법인

**주요 사업 부문별 매출 비중**

자료: JTC, SK 증권

**일본 외국인 입국자 수 추이**

자료: 일본 출입국자류관리청, SK 증권

**국적별 매출 비중 추이**

자료: JTC, SK 증권

**방일 외국인 면세 제도 폐지 언급한 아소 다�劳**

자료: 일본 FNN 프라임온라인 빌체, SK 증권

## Peer Group Valuation

구 분		A008770	A004170	A452260	AO69960	A204620
		호텔신라	신세계	한화갤러리아	현대백화점	글로벌텍스프리
시가총액 (억원)		19,624	16,541	2,479	15,840	4,168
직전 사업연도	매출액 (억원)	39,476	65,704	5,383	41,876	1,297
	영업이익 (억원)	-52	4,770	31	2,840	218
PER (배)	2022	-	5.3	-	9.6	-
	2023	30.4	7.7	-	-	-
	2024	-	12.2	-	-	36.2
	2025E	71.9	8.2	-	7.0	26.1
	2026E	24.8	6.9	-	6.4	14.9
PBR (배)	2022	5.2	0.5	-	0.3	1.9
	2023	3.7	0.4	0.3	0.3	3.1
	2024	1.1	0.3	0.3	0.2	1.8
	2025E	1.4	0.4	-	0.3	3.6
	2026E	1.3	0.3	-	0.3	2.9
PSR (배)	2022	0.7	0.3	-	0.3	3.8
	2023	0.7	0.3	0.6	0.3	3.4
	2024	0.4	0.2	0.4	0.3	1.6
	2025E	0.5	0.2	-	0.4	2.6
	2026E	0.5	0.2	-	0.4	2.1
EV/EBITDA (배)	2022	20.9	6.4	-	7.5	-
	2023	17.2	6.8	8.2	6.3	23.8
	2024	21.3	8.3	7.7	6.0	10.7
	2025E	16.9	8.0	-	6.4	12.7
	2026E	12.4	7.7	-	6.1	9.5
ROE (%)	2021	-9.0	9.1	-	3.2	-14.8
	2022	15.0	5.0	-	-0.6	-7.5
	2023	-6.5	2.9	-2.3	0.0	5.3
	2024	2.0	4.7	-	5.0	14.4
	2025E	6.2	5.1	-	5.4	22.2
ROA (%)	2021	-1.8	3.9	-	1.8	-10.4
	2022	2.9	2.1	-	-0.3	-5.1
	2023	-1.8	1.3	-1.0	0.0	3.7
	2024	0.8	1.8	-	2.5	8.8
	2025E	2.1	2.0	-	2.6	12.7

자료: DataGuide, DART, 각사, SK 증권

## 재무상태표

02월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	854	1,024	1,351	1,775	2,355
현금및현금성자산	379	399	718	798	1,156
매출채권 및 기타채권	46	179	148	201	257
재고자산	340	396	324	474	566
<b>비유동자산</b>	1,799	1,620	2,233	2,377	2,498
장기금융자산	248	217	228	334	399
유형자산	1,301	1,157	1,404	1,409	1,425
무형자산	3	2	2	36	76
<b>자산총계</b>	2,653	2,644	3,584	4,152	4,853
<b>유동부채</b>	474	493	433	622	738
단기금융부채	334	292	169	248	296
매입채무 및 기타채무	93	163	196	287	342
단기충당부채	15	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,511	1,332	1,319	1,075	899
장기금융부채	1,419	1,249	1,234	950	750
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	40	27	30	44	52
<b>부채총계</b>	1,986	1,825	1,752	1,697	1,637
<b>지배주주지분</b>	697	858	1,832	2,455	3,216
자본금	723	9	10	10	10
자본잉여금	717	660	783	783	783
기타자본구성요소	29	436	498	498	498
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-746	-243	559	1,182	1,944
비지배주주지분	-30	-39	0	-0	-0
<b>자본총계</b>	667	819	1,832	2,455	3,216
<b>부채와자본총계</b>	2,653	2,644	3,584	4,152	4,853

## 현금흐름표

02월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	-8	78	518	689	839
당기순이익(손실)	-143	205	772	623	761
비현금성항목등	85	5	-333	201	218
유형자산감가상각비	131	129	150	150	152
무형자산상각비	1	1	1	1	0
기타	-47	-125	-484	50	66
운전자본감소(증가)	56	-113	37	-85	-75
매출채권및기타채권의감소(증가)	-22	-64	9	-54	-55
재고자산의감소(증가)	49	-76	24	-150	-92
매입채무및기타채무의증가(감소)	17	35	4	91	56
기타	-6	-22	41	-89	-120
법인세납부	0	-4	-0	-39	-55
<b>투자활동현금흐름</b>	2	109	-93	-328	-308
금융자산의감소(증가)	35	14	-29	-33	-35
유형자산의감소(증가)	-7	-26	-77	-155	-168
무형자산의감소(증가)	-1	-1	-1	-34	-41
기타	-25	121	14	-106	-65
<b>재무활동현금흐름</b>	165	-140	-147	-205	-152
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	78	48
장기금융부채의증가(감소)	-338	-143	-151	-284	-200
자본의증가(감소)	437	-772	124	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	66	775	-120	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	148	51	286	80	358
<b>기초현금</b>	232	348	432	718	798
<b>기밀현금</b>	380	399	718	798	1,156
<b>FCF</b>	-15	53	441	534	671

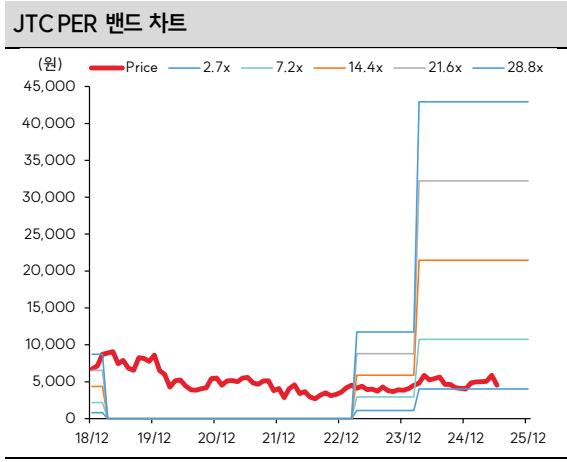
자료 : JT C, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

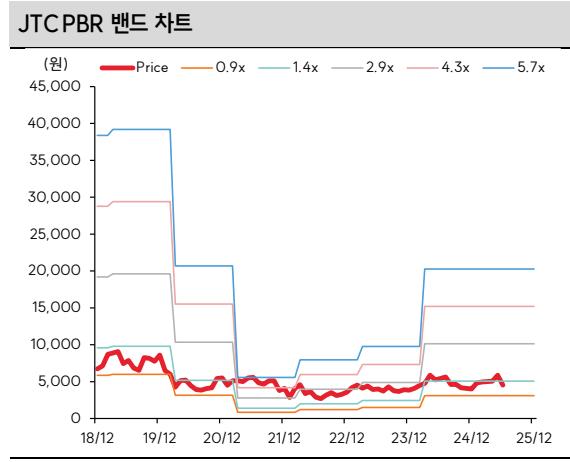
02월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	358	1,500	3,086	4,206	5,366
매출원가	82	353	860	984	1,266
<b>매출총이익</b>	277	1,147	2,226	3,222	4,100
매출총이익률(%)	77.2	76.5	72.1	76.6	76.4
<b>판매비와 관리비</b>	427	1,066	2,020	2,560	3,288
영업이익	-150	219	476	662	812
영업이익률(%)	-41.9	14.6	15.4	15.7	15.1
<b>비영업손익</b>	5	-13	-36	0	4
순금융손익	-15	-9	-7	-11	-11
외환관련손익	11	2	-2	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	-145	206	-36	662	816
세전계속사업이익률(%)	-40.4	13.7	-1.2	15.7	15.2
<b>계속사업법인세</b>	-1	1	-333	39	55
계속사업이익	-143	205	772	623	761
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-143	205	772	623	761
순이익률(%)	-40.0	13.6	25.0	14.8	14.2
지배주주	-141	205	772	623	761
지배주주귀속 순이익률(%)	-39.3	13.7	25.0	14.8	14.2
비지배주주	-2	-1	-0	-0	-0
총포괄이익	-133	229	763	623	761
지배주주	-130	230	763	623	761
비지배주주	-4	-1	-0	-0	-0
<b>EBITDA</b>	-19	211	151	813	965

## 주요투자지표

02월 결산(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	156.3	318.9	105.8	36.3	27.6
영업이익	적지	흑전	-100.0	N/A	22.7
세전계속사업이익	적지	흑전	적전	흑전	23.3
EBITDA	적지	흑전	-28.6	439.5	18.7
EPS	적지	흑전	265.7	-19.3	22.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	-53	7.7	24.8	16.1	16.9
ROE	-27.1	26.4	57.4	29.1	26.9
EBITDA/이자비용(배)	-5.2	14.1	4.9	19.3	18.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	180.1	207.9	311.9	285.4	319.2
부채비율	297.5	222.8	95.6	69.1	50.9
순차입금/자기자본	195.5	137.6	32.4	11.2	-8.4
EBITDA/이자비용(배)	-1.1	21.5	17.8	54.2	60.3
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-281	408	1,492	1,204	1,471
BPS	1,391	1,706	3,540	4,744	6,215
CFPS	-18	665	1,784	1,496	1,766
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	-16.1	11.0	3.3	3.7	3.1
PBR	3.3	2.6	1.4	0.9	0.7
PCR	-249.0	68	2.8	3.0	2.5
EV/EBITDA	-190.6	159	22.4	3.8	2.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

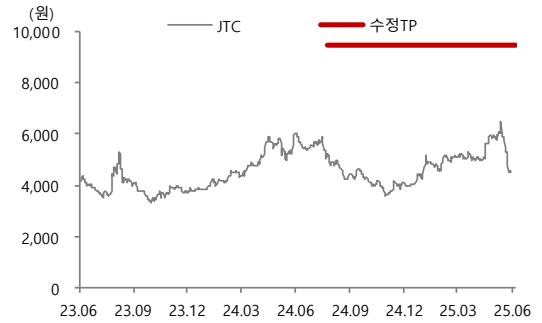


자료: Quantwise, SK 증권



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격			고리율
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비	
2024.08.07	매수	9,500원	6개월			
2024.06.05	Not Rated					



### Compliance Notice

작성자(나승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 06월 16일 기준)

매수	96.79%	중립	3.21%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

# 제이에스코퍼레이션 (194370/KS)

이제는 황금알을 낳는 거위

SK증권 리서치센터

## Not Rated

목표주가: -

현재주가: 10,860 원

상승여력: -

## 대표적인 저평가 우량주

제이에스코퍼레이션은 1Q25 매출액 2,937 억원(YoY +41.6%), 영업이익 283 억원(YoY +47.1%), 순이익 142 억원(+30.1%)을 기록했다. 시가총액 3 천억원 기업의 한 개 분기 실적에 불과하다는 점이 놀랍다. 올해 연간 실적 컨센서스는 매출액 1 조 4 천억원, 영업이익 1,500 억원, 순이익 1,190 억원이다. 컨센서스 기준 PER은 3 배가 되지 않는다. 그야말로 저평가 우량주임에 틀림없다.

## 황금알을 낳는 거위로 변신한 호텔

글로벌 주요 가방 브랜드 OEM/ODM 전문 기업으로 2016년 신규 상장한 제이에스코퍼레이션은 코로나 19 팬데믹을 겪으며 의류 OEM 전문업체인 약진통상의 지분 100%를 인수하면서 몸집을 키웠다. 핸드백 사업 부문도 꾸준한 실적을 기록중이었지만, 글로벌 브랜드 의류 및 대형 리테일 매장 의류 위탁 생산이 더해지며 실적 규모 및 수익성 확대로 이어졌다. 2023년에는 그랜드하얏트 서울 호텔 인수를 전격적으로 결정했지만 시장의 평가는 냉담했다. 밑 빠진 독에 물 븕기가 될 가능성이 높다는 평가였다. 하지만 지난해 3분기부터 연결 실적 반영되기 시작한 호텔 사업 부문이 황금알을 낳는 거위가 되고 있다. 점진적으로 순손실 규모를 축소하더니, 올해는 순이익 기여가 확실해 보이기 때문이다. 우리나라를 찾는 외국인 입국자는 빠르게 늘어나고 있는데, 우리나라 5성급 호텔 객실 공급은 아직 코로나 19 팬데믹 이전 수준을 회복하지 못했다. 올해는 확실한 순이익 전환을 기대하는 가장 큰 이유다.

## 높은 배당수익률과 낮은 Multiple = 주가 상승

지난해 기준 중간 배당은 400 원, 연말 배당은 600 원이었다. 올해 3월 무상증자로 인한 권리락을 감안해도 연간 5%에 해당하는 높은 배당수익률이다. 일반적인 의류 OEM 업체들의 PER은 4~6 배 수준이다. 호텔 사업을 영위하는 기업들은 그보다 훨씬 높은 두 자릿수 이상의 PER을 기록 중이다. 2022년 기록했던 고점 갱신이 머지 않았다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	억원	2,531	4,028	9,870	9,751	8,628	11,175
영업이익	억원	111	79	610	815	840	1,213
순이익(지배주주)	억원	82	24	483	646	1,098	974
EPS(계속사업)	원	308	89	1,810	2,422	4,116	3,637
PER	배	20.4	42.4	5.9	2.8	2.1	1.9
PBR	배	2.1	1.3	3.3	2.1	2.7	1.4
EV/EBITDA	배	3.7	15.4	3.8	2.9	3.9	7.8
ROE	%	5.3	1.5	27.4	28.3	35.8	23.4

## Company Data

발행주식수	2,891만주
시가총액	3,065 억원
주요주주	
홍재성(외7)	57.76%
자사주	0.00%

## Stock Data

주가(25/06/13)	10,860 원
KOSPI	2,894.62 pt
52주 최고가	12,100 원
52주 최저가	6,540 원
60일 평균 거래대금	25 억원

## 주가 및 상대수익률

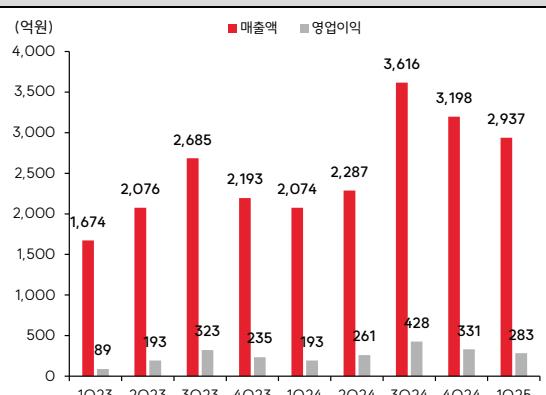


### 제이에스코퍼레이션 실적 추이



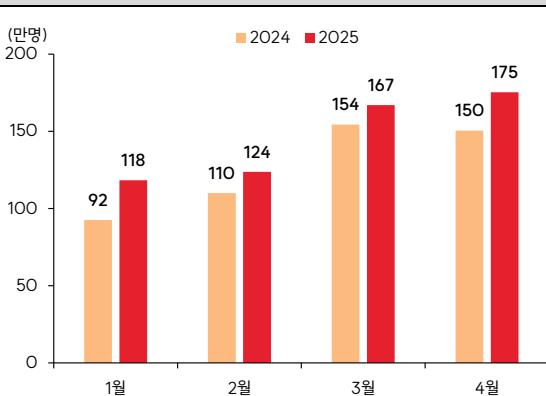
자료: 제이에스코퍼레이션, SK 증권

### 제이에스코퍼레이션 분기별 실적 추이



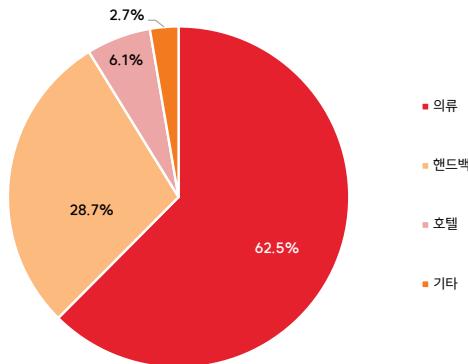
자료: 제이에스코퍼레이션, SK 증권

### 외국인 입국자 수 추이



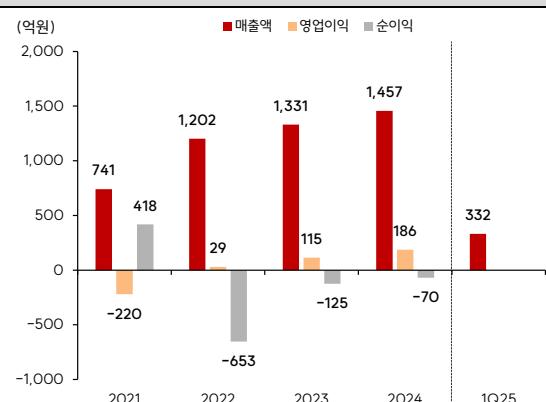
자료: 법무부, SK 증권

### 주요 사업 부문별 매출 비중



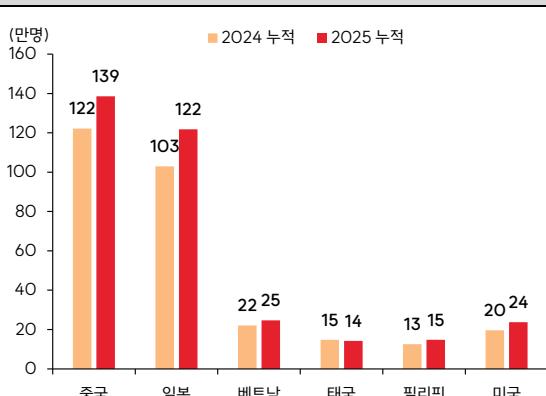
자료: 제이에스코퍼레이션, SK 증권

### 호텔 부문 실적 추이



자료: 제이에스코퍼레이션, 서울미리마, SK 증권 / 주 24년이전 서울미리마 실적

### 출발지별 외국인 입국자 수 YoY 증감



자료: 법무부, SK 증권

## Peer Group Valuation

구 분		A105630	A111110	A145170	A111380	A006730
		한세실업	호전실업	노브랜드	동인기연	서부 T&D
시가총액 (억원)		4,428	834	916	940	5,353
직전 사업연도	매출액 (억원)	17,978	4,640	5,462	2,267	1,875
	영업이익 (억원)	1,422	295	176	211	480
PER (배)	2022	7.2	3.1	-	-	28.0
	2023	7.5	4.5	-	5.4	3.2
	2024	9.8	3.2	-	6.4	10.5
	2025E	5.3	3.8	-	5.1	25.5
	2026E	4.2	3.1	-	4.4	19.2
PBR (배)	2022	1.1	0.6	-	-	0.7
	2023	1.3	0.5	-	1.0	0.5
	2024	0.8	0.4	0.8	0.7	0.4
	2025E	0.6	-	-	0.6	0.5
	2026E	0.5	-	-	0.5	0.5
PSR (배)	2022	0.3	0.2	-	-	3.5
	2023	0.5	0.2	-	0.5	2.6
	2024	0.3	0.2	0.2	0.5	1.9
	2025E	0.2	0.2	-	0.4	2.7
	2026E	0.2	0.1	-	0.4	2.6
EV/EBITDA (배)	2022	4.3	3.2	1.2	1.8	36.7
	2023	5.3	3.5	4.7	5.1	25.9
	2024	5.4	4.8	9.9	6.7	24.9
	2025E	4.1	-	-	4.0	22.1
	2026E	3.5	-	-	3.3	18.3
ROE (%)	2022	17.1	20.9	35.9	73.4	3.1
	2023	19.0	12.0	0.9	22.4	16.3
	2024	8.6	14.1	-13.5	12.0	5.8
	2025E	10.9	-	-	8.4	0.6
	2026E	11.7	-	-	9.4	1.4
ROA (%)	2022	7.0	8.7	11.1	14.9	1.2
	2023	9.1	5.4	0.3	9.9	6.7
	2024	4.4	6.5	-5.1	6.7	2.5
	2025E	5.7	-	-	6.4	0.5
	2026E	6.8	-	-	6.6	0.5

자료: DataGuide, DART, 각사, SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(억원)	2020	2021	2022	2023	2024
<b>유동자산</b>	3,010	3,596	3,128	4,918	4,644
현금및현금성자산	347	323	518	1,139	850
매출채권 및 기타채권	837	1,165	960	952	1,776
재고자산	1,646	1,942	1,409	1,322	1,541
<b>비유동자산</b>	2,033	1,927	2,209	3,366	13,661
장기금융자산	316	332	271	206	386
유형자산	1,247	1,275	1,661	1,701	13,077
무형자산	35	29	20	22	25
<b>자산총계</b>	5,044	5,523	5,338	8,284	18,305
<b>유동부채</b>	3,236	3,014	2,356	2,771	4,183
단기금융부채	2,104	1,705	1,351	1,657	2,272
매입채무 및 기타채무	951	1,007	721	818	1,183
단기충당부채	2	3	3	3	0
<b>비유동부채</b>	301	490	427	1,930	9,048
장기금융부채	247	419	374	1,879	6,396
장기매입채무 및 기타채무	20	26	9	9	28
장기충당부채	1	1	1	1	1
<b>부채총계</b>	3,537	3,504	2,783	4,701	13,231
<b>지배주주지분</b>	693	784	768	806	1,431
자본금	13	13	13	13	14
자본잉여금	790	820	827	896	969
기타자본구성요소	-89	-70	-78	-58	6
자기주식	-118	-86	-88	-66	545
이익잉여금	814	1,235	1,786	2,777	3,643
비지배주주지분	1	1	1	2	332
<b>자본총계</b>	1,507	2,019	2,555	3,583	5,074
<b>부채와자본총계</b>	5,044	5,523	5,338	8,284	18,305

## 현금흐름표

12월 결산(억원)	2020	2021	2022	2023	2024
<b>영업활동현금흐름</b>	-56	262	1,239	958	361
당기순이익(손실)	23	483	646	1,098	1,022
비현금성항목등	181	320	484	85	511
유형자산감가상각비	103	193	176	152	225
무형자산상각비	4	8	4	3	2
기타	74	120	303	-70	284
운전자본감소(증가)	-225	-518	303	58	-646
매출채권및기타채권의감소(증가)	-134	-307	93	-65	-514
재고자산의감소(증가)	-64	-297	510	84	-207
매입채무및기타채무의증가(감소)	-42	128	-266	111	135
기타	-51	-23	-351	-449	-751
법인세납부	-16	0	-157	-165	-224
<b>투자활동현금흐름</b>	-291	70	-650	-2,135	-2,739
금융자산의감소(증가)	-114	-3	-90	-1,152	-2,730
유형자산의감소(증가)	-47	-115	-629	-181	-243
무형자산의감소(증가)	-12	-2	-1	-4	-5
기타	-119	189	70	-797	239
<b>재무활동현금흐름</b>	413	-364	-403	1,804	2,046
단기금융부채의증가(감소)	417	-449	-552	503	678
장기금융부채의증가(감소)	80	137	254	1,408	1,180
자본의증가(감소)	1	30	6	69	74
배당금지급	-50	-62	-95	-107	-108
기타	-35	-21	-16	-69	222
<b>현금의 증가(감소)</b>	49	-24	195	621	-289
<b>기초현금</b>	299	347	323	518	1,139
<b>기밀현금</b>	347	323	518	1,139	850
<b>FCF</b>	-103	147	610	776	118

자료 : 제이에스코퍼레이션

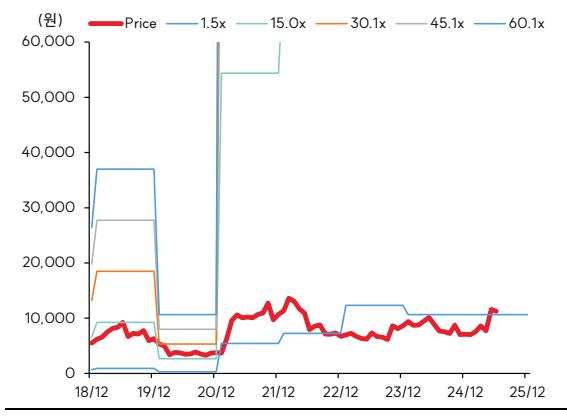
## 포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2020	2021	2022	2023	2024
<b>매출액</b>	4,028	9,870	9,751	8,628	11,175
<b>매출원가</b>	3,461	8,307	8,018	6,915	9,069
<b>매출총이익</b>	567	1,563	1,733	1,713	2,106
매출총이익률(%)	14.1	15.8	17.8	19.9	18.8
<b>판매비와 관리비</b>	488	953	918	873	893
<b>영업이익</b>	79	610	815	840	1,213
영업이익률(%)	2.0	6.2	8.4	9.7	10.9
<b>비영업손익</b>	-62	-14	21	457	179
순금융수익	-19	-38	-37	-73	-325
외환관련손익	-36	-12	39	39	48
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	17	595	836	1,297	1,391
세전계속사업이익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>계속사업법인세</b>	-6	112	190	199	369
<b>계속사업이익</b>	23	483	646	1,098	1,022
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	23	483	646	1,098	1,022
순이익률(%)	0.6	4.9	6.6	12.7	9.1
지배주주	24	483	646	1,098	974
지배주주귀속 순이익률(%)	0.6	4.9	6.6	12.7	8.7
비지배주주	-0	0	-0	0	48
총포괄이익	3	525	632	1,046	1,192
지배주주	4	524	632	1,046	1,131
비지배주주	-1	0	-0	0	61
<b>EBITDA</b>	187	810	995	995	1,440

## 주요투자지표

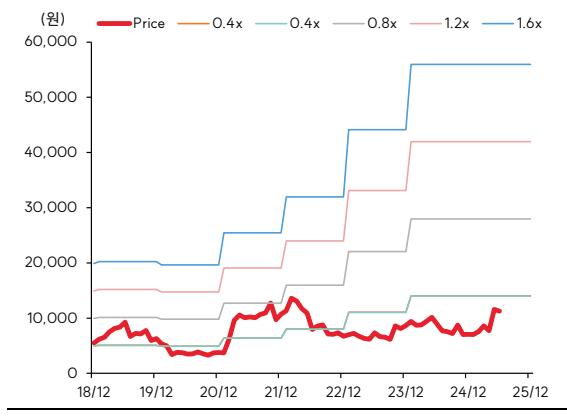
12월 결산(억원)	2020	2021	2022	2023	2024
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	59.2	145.0	-1.2	-11.5	29.5
영업이익	-28.4	667.4	33.6	3.2	44.3
세전계속사업이익	적전	흑전	69.2	4.8	85.5
EBITDA	10.4	334.2	22.9	-0.0	44.7
EPS	-71.2	1,942.8	33.8	69.9	-11.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	0.7	9.1	11.9	16.1	7.7
ROE	1.5	27.4	28.3	35.8	23.4
EBITDA마진	4.6	8.2	10.2	11.5	12.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	93.0	119.3	132.8	177.5	111.0
부채비율	234.7	173.6	108.9	131.2	260.8
순차입금/자기자본	132.8	88.5	42.6	28.9	148.2
EBITDA/이자비용(배)	7.1	19.9	23.5	7.2	3.7
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표(원)</b>					
EPS(계속사업)	89	1,810	2,422	4,116	3,637
BPS	2,930	3,201	3,173	3,239	5,206
CFPS	490	2,561	3,100	4,695	4,486
주당 현금배당금	225	300	425	450	500
<b>Valuation지표(배)</b>					
PER	42.4	5.9	2.8	2.1	1.9
PBR	1.3	3.3	2.1	2.7	1.4
PCR	7.7	4.2	2.2	1.8	1.6
EV/EBITDA	154	3.8	2.9	3.9	7.8
배당수익률	6.0	2.8	6.3	5.2	7.1

## 제이에스코퍼레이션 PER 밴드 차트



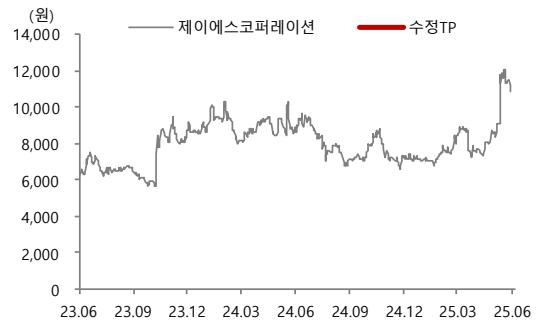
자료: Quantwise, SK 증권

## 제이에스코퍼레이션 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격			고리율
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비	
2024.01.12	Not Rated					



## Compliance Notice

작성자(나승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 06월 16일 기준)

매수	96.79%	중립	3.21%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------