Sector Report
2026.03.09

엔터/레저
송지원
02)739-5935
bd21312@heungkuksec.co.kr

레저(Overweight)

외인카지노: ‘이원화’로 보는 2026

Heungkuk
흥국증권

Contents

3p Ⅰ. Summary

1. Executive Summary
2. Key Charts
3. 주요 Coverage 기업 요약

7p **Ⅱ. 인바운드 회복에 따른 외인카지노 수혜**

1. K-콘텐츠 인기 + 정책 규제 완화의 시너지
2. '26년 중국인 방한 수요 가속, 인바운드 수요 +17% 전망
3. 중국인 Mass 중심 확장→ 제주부터 수혜
4. 롯데관광개발: '마카오 벤치마커'로서 중국발 인바운드 선행 흡수
5. 파라다이스: 2Q26부터 본격화될 중국 일본 Mass 중심의 이익 레버리지

23p **Ⅲ. 기업분석**

24p 1. 롯데관광개발 (032350)

30p 2. 파라다이스 (034230)

I. Summary

1. Executive Summary

- '25년 방한 외국인 수는 약 1,890만 명으로 코로나 이전 고점(약 1,750만 명) 수준을 상회하였고, 방문객 및 매출액도 각각 두 자릿 수 성장하며 인바운드 회복의 직접 수혜가 확인되었다. 특히, 외래 방한객 내 약 29%를 차지하는 중국인 입국자는 25년 +548만 명까지 회복되며 전체 방한객 및 카지노 수요와의 높은 연동성을 재차 입증하였다.

- **'25년 하반기 이후 인바운드 가속은 K-콘텐츠 기반의 경험소비 확대와 정책 완화의 결과물**
  작년 하반기의 인바운드는 1) K-콘텐츠 인기에 따른 한국 문화 체험 수요의 확대, 2) 한·중 관계 개선에 따른 규제 완화(중국 단체관광 무사증 시행)의 두 축에서 설명된다. 즉, '25년의 인바운드 업사이클은 문화적 선호 확대에 따른 자생적 수요와 제도적 수요가 동시에 작용한 것이다. 자생적 수요는 특정 콘텐츠 인기에 따른 일시적 효과가 존재해 이에 따른 기저가 일부 작용할 수 있으며, 제도적 수요 또한 한시적인 요소이다. 때문에 올해 인바운드 수요 성장은 작년과는 다른 양상으로 진행될 가능성이 높다.

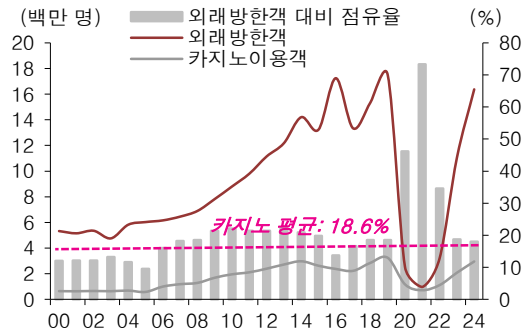
- **금번 인바운드 확대의 핵심은 '중국인 수요' 이며, VIP보다 Mass 중심 성장 가능성에 주목**
  '26년 인바운드 흐름에 중심축이 될 ① 주 방한국가의 연휴 및 공휴일, ② 한일령, ③ 중국 단체관광객 무사증 시범시행의 공통 분모가 방한 중국인의 증가이다. 다만 제한적으로 작용할 ①, ③과 달리 ② 한일령에 따른 대체 수요 확대가 가장 극적으로 가시화되며, 본래 카지노 집적국가에 대한 수요가 높은 VIP 층보다 Mass에 더욱 직접적으로 작용할 전망이다. 이에 따라 카지노 트래픽 및 드롭액의 증가를 비롯해 호텔 OCC 및 F&B 등의 비카지노 부문의 이익 레버리지가 극대화될 것이다.

- **초기 수혜는 제주, 2Q 이후에는 수도권까지 확산되는 이원화 흐름 전망**
  중국발 수요 확장 초기에는 제주가 가장 높은 탄력성을 보일 가능성이 높다. 제주는 이미 시행 중에 있는 무사증 제도와 중국 노선의 선행적 증편의 우호적 환경이 조성되어 있고, 단거리 여행 및 공항 인접의 체류형 수요에 적합하다. 계절적 비수기인 1월 주요 카지노 지표가 동반 개선되며 중국인 Mass 수요의 선행 유입이 확인되고 있다. 그러나 한일령 반사수혜의 내륙 확산에 따라 2Q26 이후부터는 수도권 카지노 중심으로 Mass의 절대규모 확대가 본격화될 가능성이 높다. 결국, 제주가 초기 수요 선흡수, 이후 수도권 카지노 사업자가 후행적으로 수혜를 받는 이원화 구조로 전개될 전망이다.

- 중국발 수요의 초기 수혜와 실적 턴어라운드가 맞물리는 롯데관광개발을 최선호주(BUY/30,000원)로 커버리지 개시, 2Q26 이후 수도권 Mass 확산에 따른 이익 레버리지가 기대되는 파라다이스를 차선호주(BUY/26,000원)로 제시한다. 특히 롯데관광개발은 높은 중국 VIP 수요 흡인력과 기존 카지노 집적국가 대비 유리한 지리적 입지로 인해 중장기적으로 마카오 주요 카지노사 GGR 레벨에 근접 가능한 성장 잠재력을 보유하고 있다 판단한다. 이와 동시에 중국인 Mass가 선행 유입되는 제주 IR 사업자에 우선 접근할 필요가 있으며, Mass의 내륙 확산과 본토 단체관광 무비자 효과 등 추가 모멘텀을 확인하며 수도권 카지노로 비중을 확대하는 전략이 유효하다.

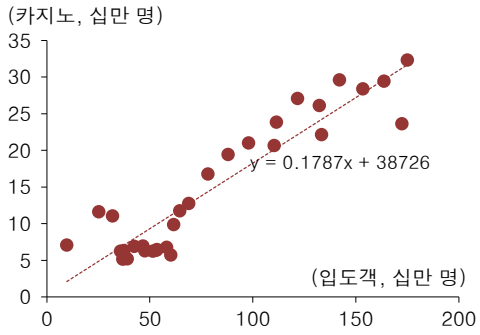
2. Key charts

그림 1 외래방한객 내 카지노 이용객 추이



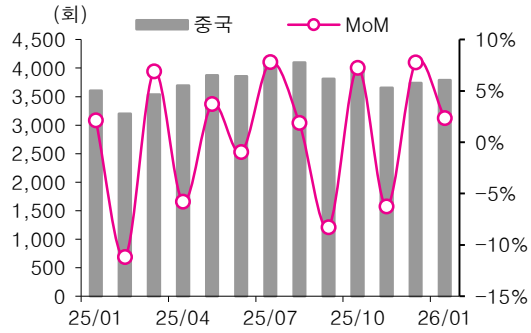
자료: 한국관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 2 외래방한객 및 카지노 이용객 상관관계 (Corr=0.93)



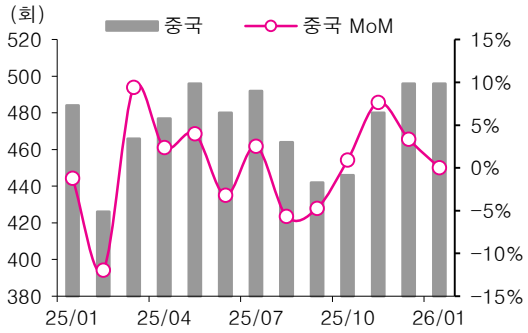
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 3 인천(ICN) 도착 여객기 국가별 운항 수 추이



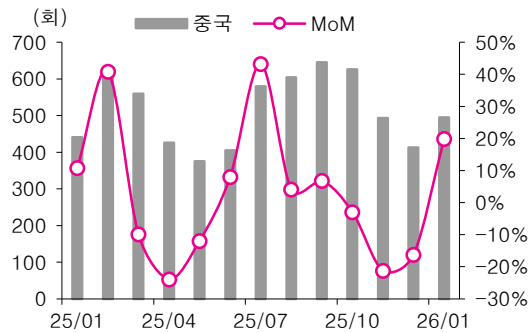
자료: 한국관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 4 김포(GMP) 도착 여객기 국가별 운항 수 추이



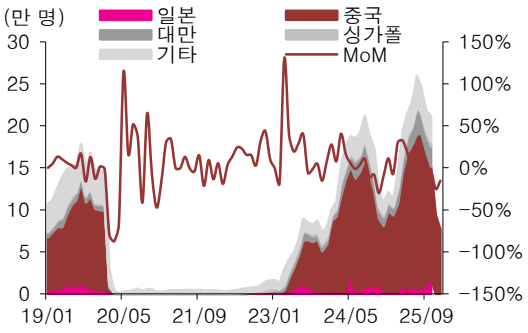
자료: 한국관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 5 제주(CJU) 도착 여객기 국가별 운항 수 추이



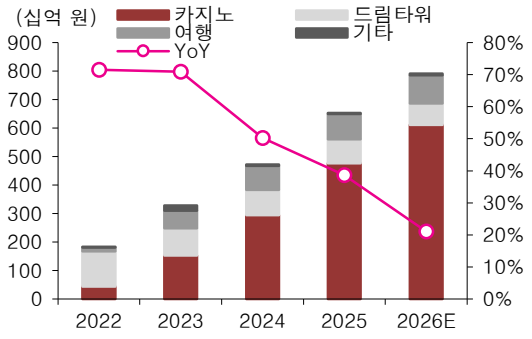
자료: 한국관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 6 국가별 외국인 제주 입도객 추이



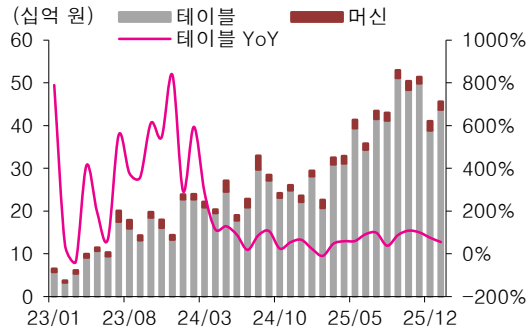
자료: 제주관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 7 롯데관광개발 순매출 추이 및 전망



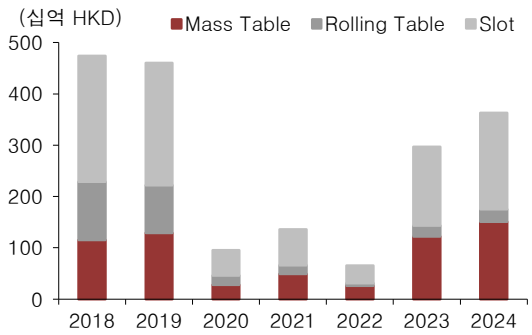
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 8 롯데관광개발 드롭액 및 홀드율 추이



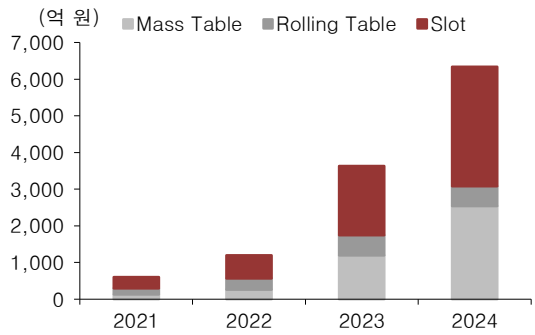
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 9 마카오 카지노 연간 GGR 추이



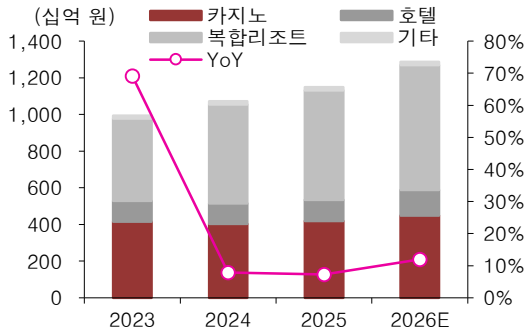
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 10 제주드림타워 카지노 연간 GGR 추이



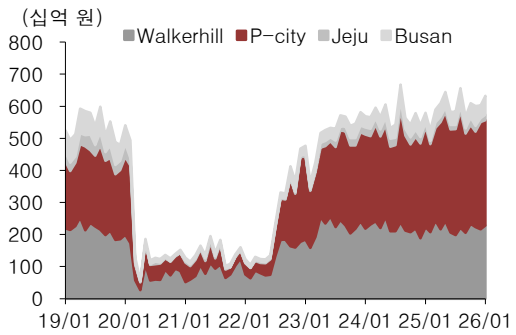
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 11 파라다이스 부문별 순매출 추이 및 전망



자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

그림 12 파라다이스 카지노 업장별 드롭액 추이



자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

3. 주요 Coverage 기업 요약

구분		롯데관광개발 (032350)	파라다이스 (034230)
투자의견		Buy	Buy
		(신규)	(신규)
목표주가(원)		30,000	26,000
현재주가(원)		19,290	17,090
상승여력(%)		55.6	52.1
절대수익률(%)	1M	-27.0	-17.6
	3M	-10.7	-2.1
	6M	18.5	-17.4
	12M	144.0	59.9
KOSPI 대비	1M	-36.7	-25.8
상대수익률(%)	3M	-46.9	-38.3
	6M	-55.7	-91.7
	12M	27.3	-58.4
매출액증가율(%)	2025E	38.6	7.3
	2026E	21.1	11.9
	2027E	6.9	8.8
영업이익증가율(%)	2025E	267.4	14.9
	2026E	51.0	26.7
	2027E	10.5	26.5
순이익증가율(%)	2025E	흑전	23.9
	2026E	124.6	0.8
	2027E	56.1	35.5
PER(배)	2025E	40.4	15.9
	2026E	18.0	15.8
	2027E	11.5	11.6
PBR(배)	2025E	3.9	0.9
	2026E	3.2	0.9
	2027E	2.5	0.8
ROE(%)	2025E	10.6	5.6
	2026E	19.6	5.3
	2027E	24.5	6.8
배당수익률(%)	2025E	0.0	0.9
	2026E	0.0	0.9
	2027E	0.0	0.9

주: 2026년 03월 05일 종가 기준
자료: 흥국증권 리서치센터

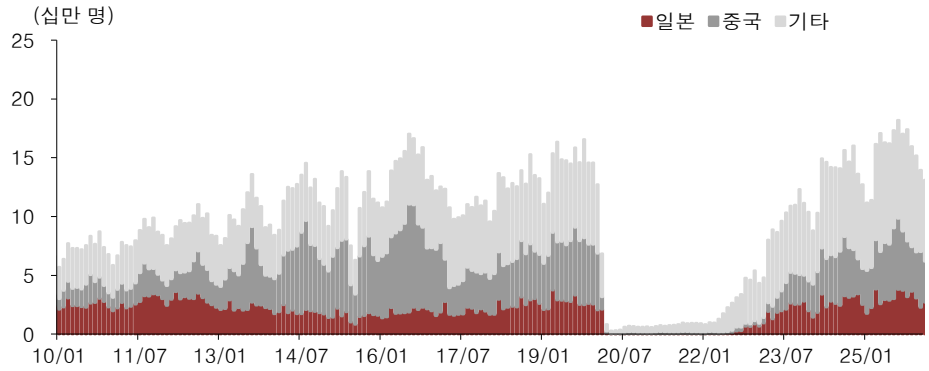
Ⅱ. 인바운드 회복에 따른 외인카지노 수혜

1. K-콘텐츠 인기 + 정책 규제 완화의 시너지

카지노 산업은 방문객의 절대 규모만큼 유입 고객의 구성이 중요하다. '25년 방한 외국인 수는 1,894만 명을 기록하며 '19년 코로나 이전 고점(약 1,750만 명)을 돌파하며 본격적인 인바운드 회복세에 돌입하였다. 외래방한객 내 비중 약 29%를 차지하며 전체 방한객 추이와 가장 높은 상관성을 갖는 중국인 수(상관계수 0.83)는 '25년 약 548만 명(+19.1% YoY)을 기록하였다.

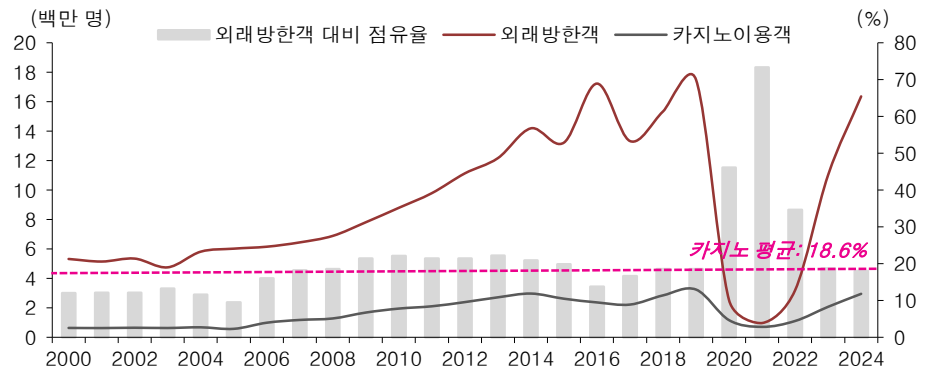
국내 외인카지노의 방문객 수 및 매출액 또한 역대급 인바운드 회복을 비롯한 중국 방한객 증가에 따라 각각 +19%/+22% YoY의 성장이 확인되었다. '25년 하반기 기점의 본격적인 인바운드 회복세는 ① 한국의 글로벌 인기에 따른 경험수요 증대, ② 한·중 외교관계 개선에 따른 중국인 유입 및 국내 중국인 단체관광객 무비자 시범 시행('25/09~'26/06) 두 가지의 변수가 작용한 결과이다.

그림 13 **전체 외래방한객 수 추이**



자료: 한국관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 14 **외래방한객 대비 카지노 이용객 추이**



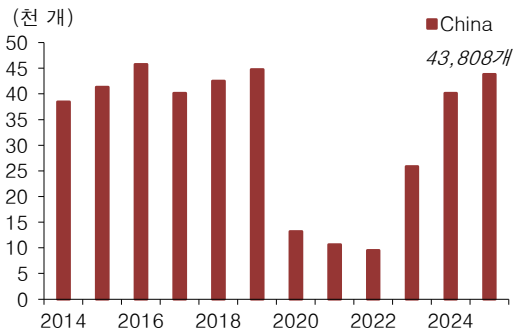
자료: 한국관광협회, 흥국증권 리서치센터

① 경험 수요는 OTT 기반의 K-콘텐츠와 K-pop 전파에 따른 한국 문화의 인기에서 기인한다. 한국 인식 개선에 영향을 끼친 분야는 음식과 콘텐츠, 그리고 음악이 큰 영향을 끼쳤으며 '25년 하반기의 회복세가 더욱 뚜렷했던 원인은 '케이팝 데몬 헌터스' 의 흥행으로 더욱 두드러졌다. 콘텐츠 기반의 수요 증대는 작품을 통해 접하였던 상품군과 관련된 동경을 이끌어내 국내 체류 기간 동안 뷰티/패션/F&B/의료관광 등으로 연결, 관련 소비를 전년 대비 26.4% 증대시켰다.

② '25년 9월 29일부터 시행된 중국인 단체관광 무비자 정책은 국경절 기간과 맞물리며 10월~11월 성수기 구간에서부터 체감효과가 나타나기 시작하였다. 10월 방한 중국인은 약 47만 명(+20.5% YoY)을 기록하였으며, 인천공항 중국발 입국 여객 수는 국경절 기간 동안 134,661명(+30.5% YoY)를 기록하며 입국 수요가 강하게 나타났다. 전체 방한객 내 중국인 비중 또한 전년도 동일 기간 대비 늘어난 약 27%(+2.7%p YoY)를 차지하였다. 즉, '25년 하반기 인바운드의 가속은 정책 변수에 의해 구조적으로 보강되는 흐름이었다.

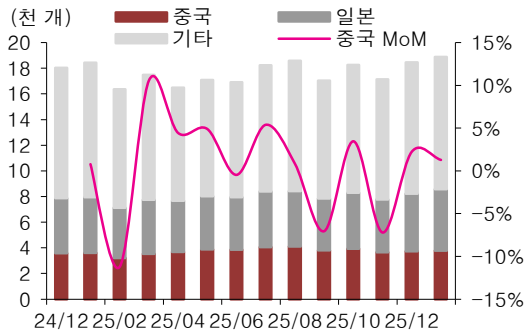
증가하는 관광수요와 함께 항공편 증편 또한 가속화되며 '25년 인천(ICN) 착륙 운항 노선은 약 21만 편(+3.0% YoY)으로 역대 최대치를 달성하였다. 특히 외교적으로 우호적인 환경이 조성됨에 따라 방한의 주된 수요국가 위주로 항공편 회복속도는 더욱 가팔랐으며, 중국/일본발 인천공항 운항 노선은 전년 대비 +9.2%/+4.3% 증가하였다. 일본발 항로는 코로나 완화 직후 폭발적인 노선 상승세로 회복해온 반면, 중국발 항로는 '22년부터 비교적 느린 속도로 회복해왔으며, 한중 간 외교관계 완화가 진행된 '24년부터 일본 관광객 회복세를 추월하였다.

그림 15 **중국 주요 공항 - 인천(ICN) 노선 추이**



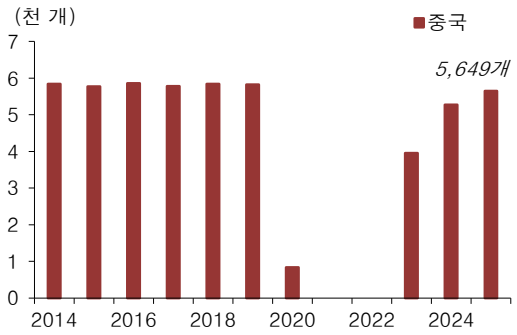
자료: Airportal, 흥국증권 리서치센터

그림 16 **인천(ICN) 도착 여객기 국가별 운항 수 추이**



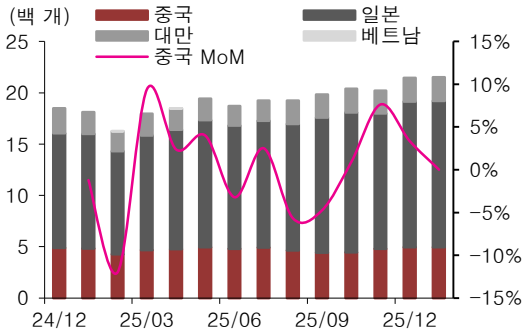
자료: Airportal, 흥국증권 리서치센터

그림 17 중국 주요 공항 - 김포 노선 추이



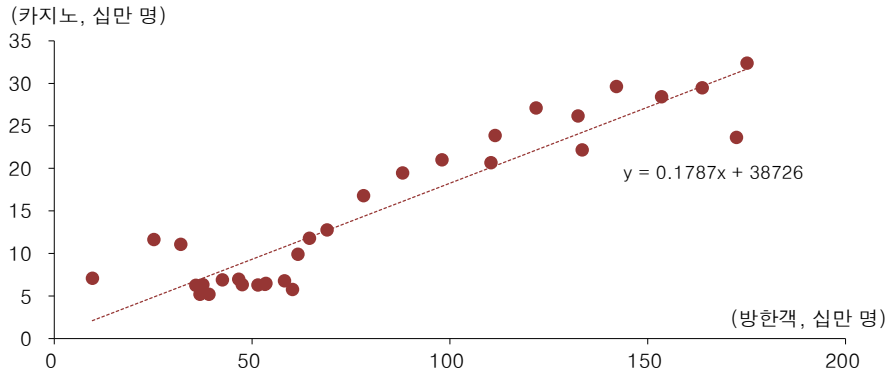
자료: Airportal, 흥국증권 리서치센터

그림 18 김포(ICN) 도착 여객기 국가별 운항 수 추이



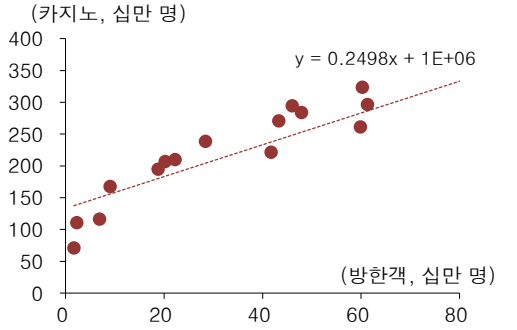
자료: Airportal, 흥국증권 리서치센터

그림 19 외래방한객 및 카지노 이용객 상관관계 (Corr=0.93)



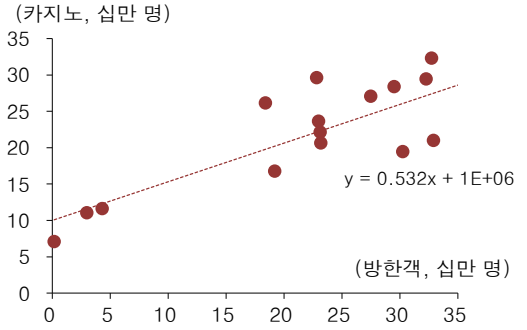
자료: 한국관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 20 중국 방한객 및 카지노 이용객 상관관계 (Corr=0.83)



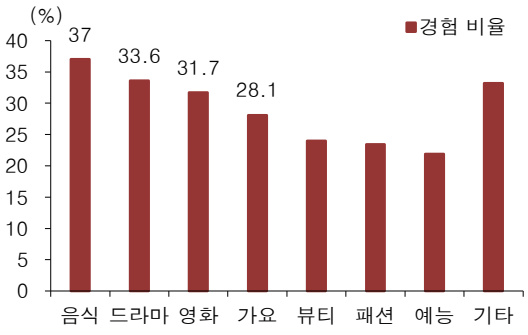
자료: 한국관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 21 일본 방한객 및 카지노 이용객 상관관계 (Corr=0.81)



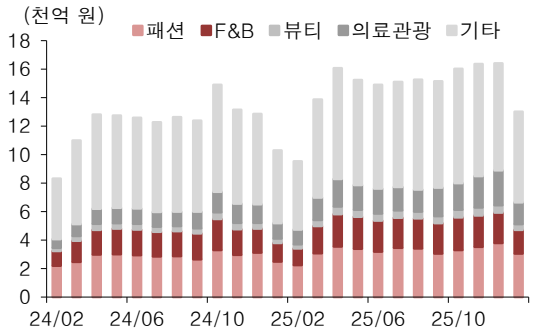
자료: 한국관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 22 외국인 방한의향자 K-콘텐츠 경험 비율



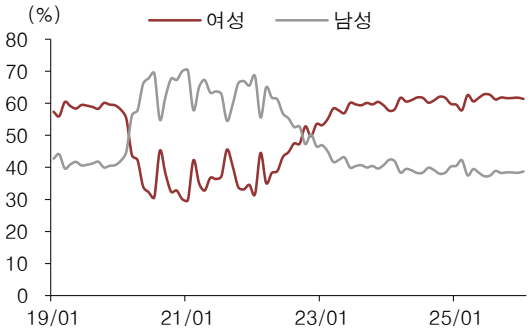
자료: 한국관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 23 외국인 관광지출액 부문별 추이



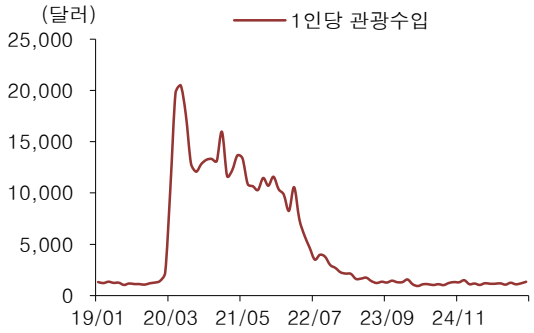
자료: 한국관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 24 외래방한객 성별 추이



자료: 한국관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 25 외래방한객 1인당 관광수입

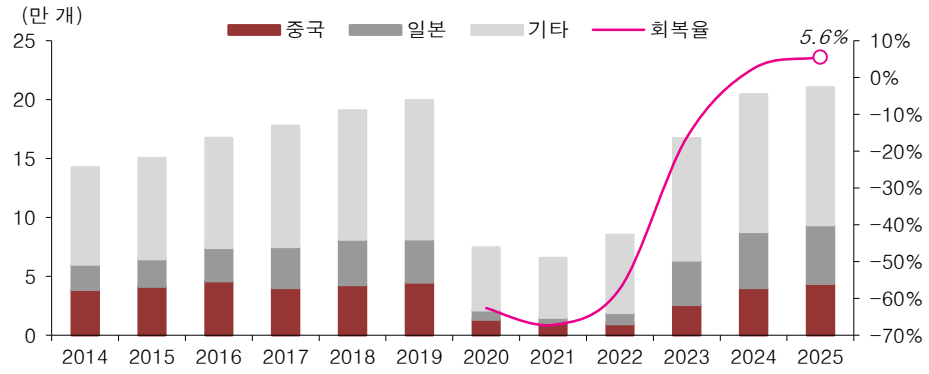


자료: 한국관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 26 '25년 흥행한 주요 K-콘텐츠: '케이팝 데몬 헌터스', '폭싹 속았수다'

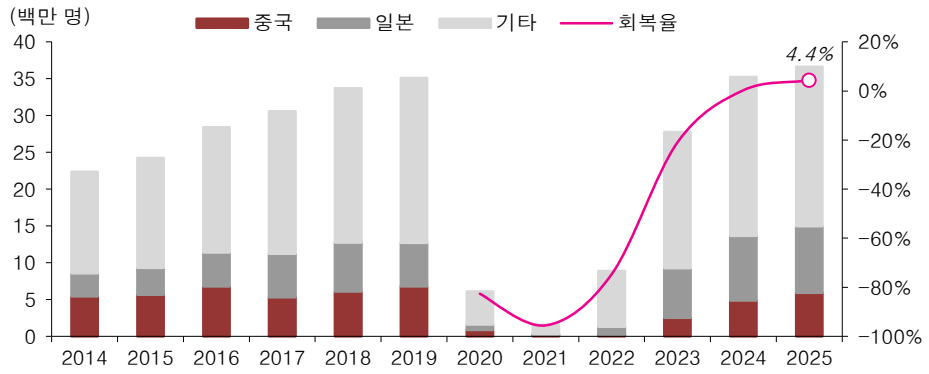
자료: 넷플릭스, 흥국증권 리서치센터

그림 27 인천국제공항(ICN) 도착 항로 추이/ '19년 이전 대비 성장률



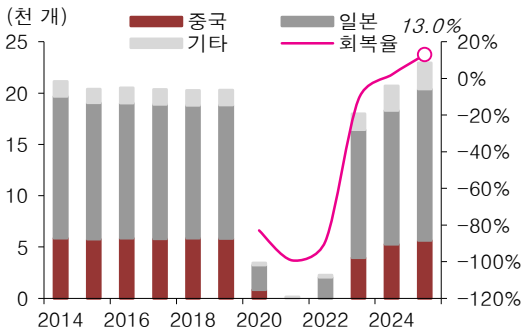
자료: Airportal, 흥국증권 리서치센터

그림 28 인천국제공항(ICN) 도착 여객 수 추이/ 그림 22 '19년 이전 대비 성장률



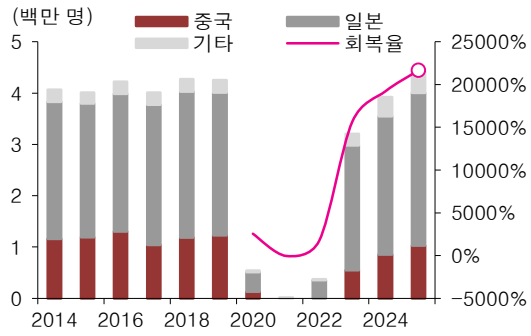
자료: Airportal, 흥국증권 리서치센터

그림 29 김포국제공항 도착 운항 편수 추이



자료: Airportal, 흥국증권 리서치센터

그림 30 김포국제공항 도착 여객 수 추이



자료: Airportal, 흥국증권 리서치센터

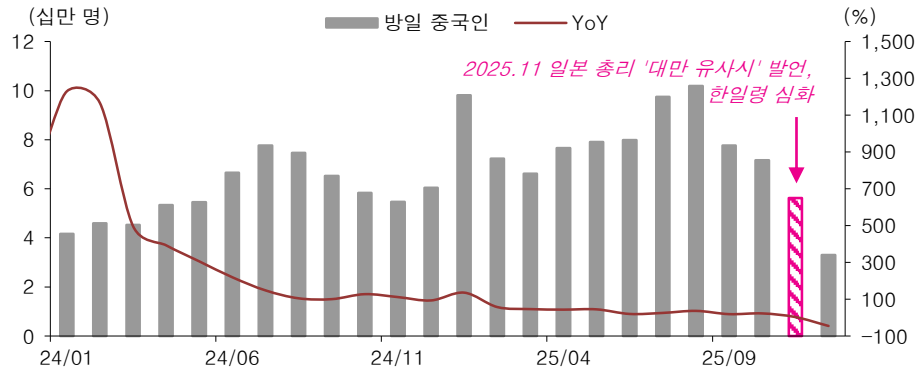
2. '26 년 중국인 방한 수요 가속, 인바운드 수요 +17% 전망

올해는 세 가지 이벤트의 중첩효과가 인바운드 회복세를 확장시키며 카지노 업황을 견인할 전망이다. 1) 2월 역대 최장기간 춘절 연휴와 2) 한일령 낙수효과, 3) 관광상륙허가제 시행(중국 단체관광객 무비자 시범 시행)이며, 이를 모두 관통하는 중국인 입국객 수가 핵심 변수가 될 전망이다.

① 올해 최장 춘절('26/02/15~'26/02/23)을 앞두고 지난 '25년 11월부터 '26년 1월 3개월 간 중국 공관의 전체 비자 신청 건 수 33.6만 건(+34% YoY), 그 중 여행 비자는 28.3만 건(+45% YoY) 증가하였다. 이는 춘절 전후 방한 수요의 선행지표로 해석된다. 특히나 국경절, 춘절과 같은 연휴는 가족/단체 패키지 수요가 급증하는 기간으로 3인 이상 중국 단체관광객 무비자 한시 허용에 따라 실수요는 클 전망이다. 다만, 단체 무비자 시범시행에 따른 초기 파급은 제한적이었던 만큼, 누적 수요 중심의 접근이 필요하다. 이를 기반으로 2월 방한 중국인 수는 약 34만 명(+2% YoY)을 상회하였을 것으로 추정한다.

② 한일령의 경우, '25년 11월 다카이치 사나에 일본 총리의 '대만 유사시 자위대 출동' 발언으로 인한 중일 외교갈등이 심화된 이후 방일 중국인의 감소세가 뚜렷해졌으며, 12월 방문객 수 약 33만 명을 기록하며 전년 대비 약 45% 가량 감소하였다. 2026년 1월 방문객 수는 전년 대비 약 61% 감소하며 일본 자제령의 영향을 온전히 받는 모습이다. 중국발 일본 착륙 운항 편수 또한 11월 초 5,660편 수에서 12월 4,451편으로 감소해 수요와 공급의 동반 위축이 발생하였다. 감소하는 일본 수요는 시간차를 두고 한국으로 이동하고 있으며, 중국발 제주행 운항 수는 1월 495편(+20% YoY)을 기록하며 올해에 들어서부터 반사수요 여파가 나타나고 있다. 동기간 중국발 한국행 운항 수는 인천공항(ICN) 착륙 기준 11월 3,657편, 12월 3,739편, 26년 1월 3,787편으로 완만한 증편이 나타났다.

그림 31 **방일 중국인 수 추이**

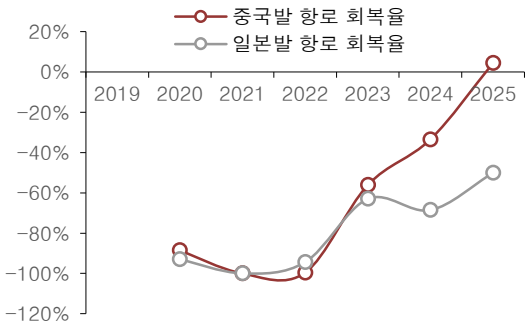


자료: Airportal, 흥국증권 리서치센터

인천공항 착륙 운항 편수를 기준으로 보았을 때, 일본인보다 중국인의 회복 여력이 더 큼을 알 수 있다. 코로나 이전 고점인 '19년의 운항 수를 회복하기 시작, '25년에는 2019년 대비 +5.6% 증가하며 전고점을 경신하였다. 다만, 중국발 운항 여객 수는 아직 코로나 이전 수준을 회복하지 못하였다. 이는 '23년 이미 코로나 이전 수준을 회복한 일본발 여객 수와 대비되는 부분이다('25년 일본발 여객 수는 '19년 대비 약 +35% 상승). 즉, 외교적 변수에 따른 중국인 잠재수요 증가를 제외하고서 코로나 이전 베이스로만 보더라도, 일본보다 중국발 회복세가 더 가파를 전망이다.

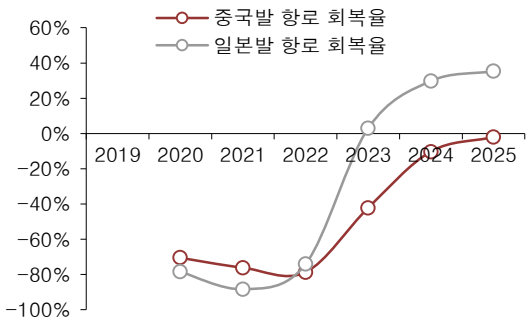
3월부터는 여행업의 전통적인 성수기에 돌입한다. 외교적 갈등에 따른 탈일본 수요와 비자 면제에 따른 잠재수요를 흡수함에 따라 금번 성수기의 증가세는 역대 최고치가 예상된다. 이를 기반으로, 올해 인바운드 수요는 약 2,206만 명(+16.5% YoY) 수준으로 전망하며, 이 중 중국인 수요는 약 30% 이상을 차지할 것으로 기대된다(약 660만 명 상회). 중일 제외한 기타 국가 방한객의 경우, 작년 케데헌 인기로 인한 기저 또한 일부 작용하며 중국인 비중이 추가적으로 늘어날 전망이다.

그림 32 제주(CJU) 기준 중국/일본발 노선 회복율



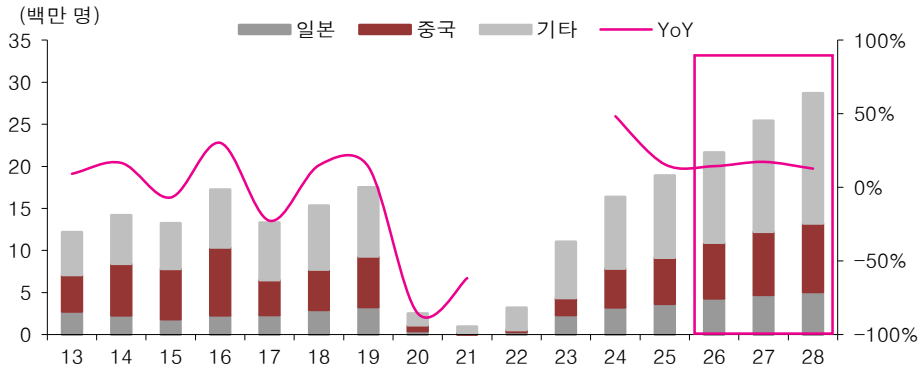
자료: Airportal, 흥국증권 리서치센터

그림 33 인천(ICN) 기준 중국/일본발 노선 회복율



자료: Airportal, 흥국증권 리서치센터

그림 34 전체 외래방한객 연도별 추이 및 전망



자료: 한국관광협회, 흥국증권 리서치센터

3. 중국인 Mass 중심 확장세→ 제주 복합리조트 사업자 수혜 전망

올해 인바운드 확대에 따라 카지노 업종은 VIP보다 Mass 중심의 성장세가 이루어질 전망이며, 특히 중국인 Mass 수요가 견인할 것이다.

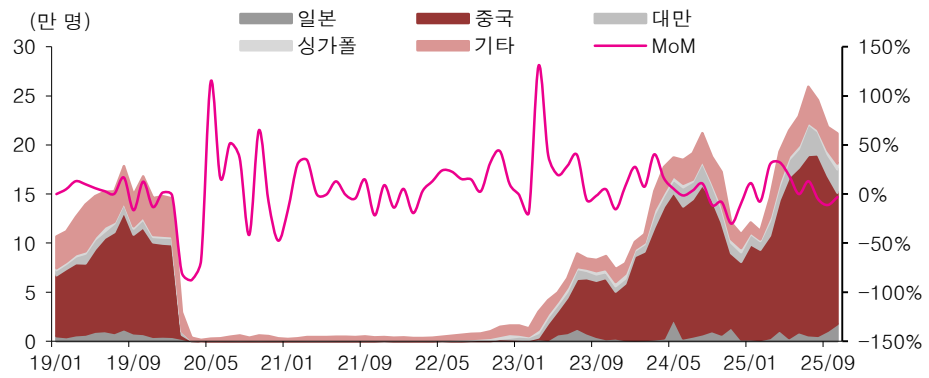
① 한일령: 카지노 VIP는 게임 인프라가 집적된 마카오/싱가포르 등으로 이동하며, 외국인 대상 카지노 공급이 제한적인 일본 수요는 본래 크지 않았다. 때문에 탈일본 수요는 VIP보다는 Mass에서 더 직접적으로 나타날 촉매로 판단한다.

② 중국 단체관광객 무사증 시범시행: 무비자 정책에 따른 단체 관광 수요는 대체로 FIT(개별여행객) 형태를 띄는 VIP 증가세와는 상대적으로 관련성이 적을 전망이다. 결국 Mass 중심 수요 증가 따라 카지노 방문객 모수 및 드롭액 증가, OCC(객실점유율) 개선을 통한 호텔/F&B 등 비카지노 부문의 매출 레버리지 확대가 기대된다. 이에 따라 복합리조트와 카지노의 유기적 사업 형태를 띄는 종목이 수혜 강도가 클 것으로 판단한다. 또한 Mass 위주의 방문객 성장에 따라 홀드율은 과거 추세를 추종하는 경향성을 기반으로 GGR 변동성 완화에 기여할 전망이다.

중국발 Mass 수요가 살아나면, 가장 먼저 수요탄력이 붙는 지역은 제주가 될 전망이다. 전통적으로 중국인 방한객의 약 30%가 제주 입도객에 해당한다. 제주 입도객과 중국 방한객의 상관관계가 높은 만큼, 내륙에 비해 제주행 노선 증편이 더 선행적으로 발생하기 때문이다. 또한 제주 무사증(30일)과 단거리 여행 수요를 고려 시, 중국발 수요의 초기탄력이 제주에서 먼저 확인되는 패턴이 유지되고 있다. 실제로 1월 제주(CJU) 중국발 도착 편 수는 441→ 495편(+12.2% YoY), 인천(ICN)은 3,602편→ 3,787편(+5.1% YoY)로 제주행 노선이 더 빠르게 올라오고 있다.

결론적으로 올해 인바운드는 한일령에 따른 항공편 증편 속도 측면에서 초기 수혜는 제주에서 극대화되겠으나, 한일령 반사수혜의 내륙 확산 및 본토 단체관광 무비자 효과 누적에 따라 2Q26 이후 Mass의 절대규모 확대는 수도권 카지노 중심의 이원화 흐름이 전망된다.

그림 35 **국가별 제주 외국인 입도객 추이**

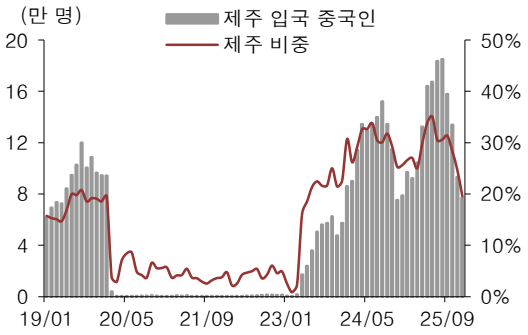


자료: 제주관광협회, 흥국증권 리서치센터

이번 2월 설/춘절 기간 동안 제주 입도객은 약 25만 명(+8.0% YoY), 외국인은 약 3.4만 명(+9.3% YoY)을 기록하며 동절기 비수기 구간에서도 수요 저변 확대가 확인되었다. 제주 내 복합리조트를 가진 카지노 사업자는 롯데관광개발(제주드림타워)와 제주신화월드가 있으며, Mass 유입에 따라 짧은 일정/동선 최소화/워크인 전환의 특성 상 도심 인접의 리조트 체감 강도가 상대적으로 크게 나타날 전망이다. 이에 따라 단기적으로 **롯데관광개발(032350)**이 카지노 유입 및 호텔·F&B 매출 레버리지가 동반 개선되며 가장 먼저 수혜가 나타날 종목으로 판단한다.

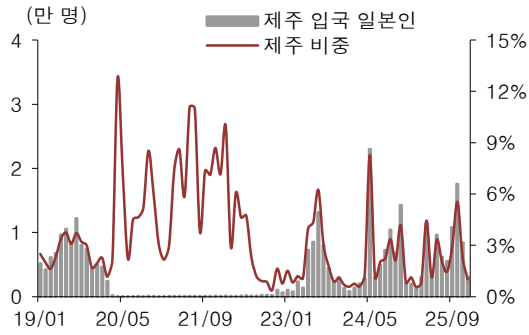
결론적으로 올해 인바운드는 한일령에 따른 항공편 증편 속도 측면에서 초기 수혜는 제주에서 나타나겠으나, 한일령 반사수혜의 내륙 확산 및 본토 단체관광 무비자 효과 누적에 따라 2Q26 이후 Mass의 절대규모 확대는 수도권 카지노 중심의 이원화 흐름이 전망된다.

그림 36 **방한 중국인 내 제주도 비중**



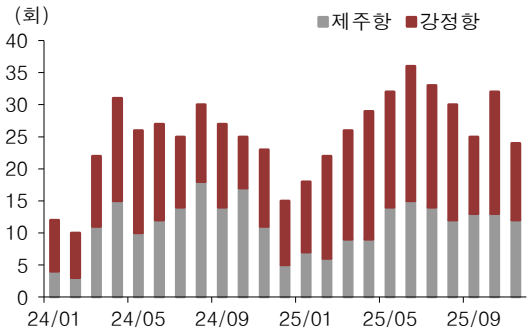
자료: 제주관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 37 **방한 일본인 내 제주도 비중**



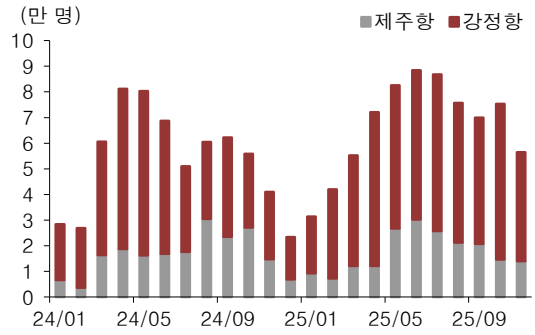
자료: 제주관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 38 **제주도 외국인 크루즈 기항 횟수 추이**



자료: 제주관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 39 **제주도 외국인 크루즈 승객 추이**



자료: 제주관광협회, 흥국증권 리서치센터

4. 롯데관광개발: '마카오 벤치마커'로서 중국발 인바운드 선행 흡수

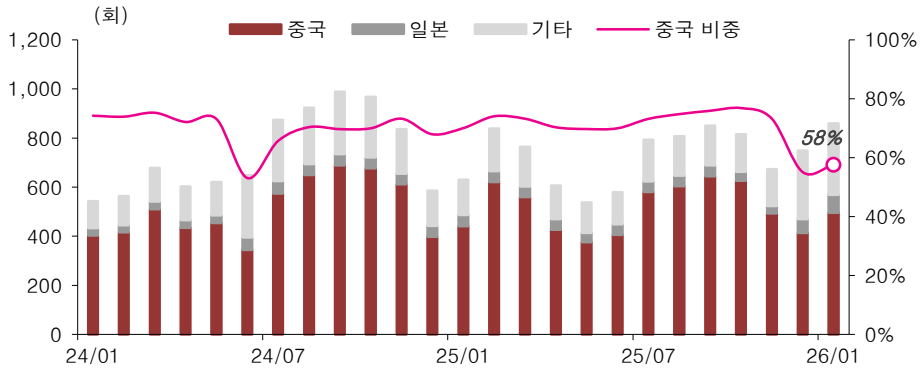
롯데관광개발을 ① 한일령 반사수요 따른 중국발 인바운드 확장세의 1차 수혜, ② 국내 최다 객실보유에 따른 공격적 Comp와 인바운드 흡수 여력 보유의 두 가지 포인트에 따라 단기 최선호주로 제시한다.

,

① 중국의 일본 자제기조에 따른 1차적 반사수요 영향은 제주 1월 방문객 추이에서 이미 드러난다. 1월 카지노 방문객은 계절적 비수기임에도 불구하고 53,052명(+56.7% YoY)를 기록해 중국의 일본 자제령에 따른 반사수혜의 강한 선행이 확인되었다. 카지노 사업부 뿐만 아니라 호텔 객실점유율(OCC)와 F&B 매출 또한 중국인 중심의 Mass 증가에 따른 우선적 수혜를 반증하고 있다. 1월 제주드림타워는 약 74%(+23%p YoY)의 객실 점유율 및 약 37억원(+32% YoY)의 식음 매출을 기록하였다. 1월은 관광업의 계절적 비수기에 해당하며, 전년 동월과 비교했을 때 지난해 말 촉발된 한일령 여파에 따른 제주 입도객 증가로 인해 계절성을 아웃퍼폼하는 결과로 이어졌음을 알 수 있다.

'25년 중국 방한객 중 약 29%가 제주도 방문객이며, 제주도 방문객 내 카지노 이용자 비중은 약 45% 수준에 해당한다. 해당 흐름으로 볼 때, 전체 중국방한객의 약 13% 정도가 제주 카지노를 이용하게 된다. 제주 카지노의 약 58% 점유율을 차지하는 롯데관광개발이 중국발 인바운드를 우선적으로 흡수할 수 있는 여력은 컨셉과 접근성에서 비롯된다. **[컨셉]** '21년 6월 개장한 제주드림타워 카지노는 설계 단계에서부터 마카오 카지노 벤치마커로서 외인카지노 중 중국인 VIP 및 프리미엄 Mass 중심의 확장을 가장 극적으로 레버리지할 수 있다고 판단한다. 중국발 수요가 회복되는 국면에서는 방문객 수 및 드롭액의 개선이 빠르게 나타나고, 메가호텔 기반의 체류형 소비가 결합되며 비카지노 매출과의 레버리지 동행이 가능할 전망이다.

그림 40 **제주도 월별 운항 노선 내 중국 비중**



자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

[접근성] 뛰어난 업장 입지 및 공항 접근성 또한 장점이다. 약 8개의 제주권역 카지노 사업장 중 제주공항과 차량으로 10분 이내의 인접성을 지닌 곳은 제주드림타워/파라다이스 제주/제주 오리엔탈/제주 공즈 카지노(4개)이며, 이 중 공항 인접지역으로서 관광객의 체류형 수요를 흡수할 수 있는 복합리조트 사업자는 제주 드림타워(롯데관광개발)가 유일하다. 지리적 이점으로 인해 카지노가 주목적이 아닌 Mass 또한 유입되기에 용이하며, 객실 총 2,000개의 대규모 IR을 보유한 제주신화월드에 비해 높은 점유율을 차지하고 있다.

② 1,600개의 대규모 객실 및 부대시설을 통한 공격적인 프로모션과 호텔 Comp 비중확대를 통해 VIP 락인 및 Mass의 프리미엄화 여력이 높아진 점 또한 단기 모멘텀을 강화한다. 동사는 카지노 이용객향 객실을 24년 말 481개에서 '25년 말 698개로 늘리며 꾸준한 콤프 비중을 확대하고 있다('24년 26.3%→ '25년 41.3%). 마카오 카지노 평균 Comp 사용률이 80% 육박함을 고려할 때, 확장 여력은 충분하며 연내로 약 54%, 최대 62%까지 Comp 비중이 늘어날 수 있을 것으로 전망한다.

그림 41 **제주 내 복합리조트 및 카지노 비교**

구분	제주 드림타워	제주 신화월드	파라다이스				GKL		
소재지	**제주**	**제주**	서울	인천	부산	**제주**	서울 (웨스턴)	서울 (드래곤시티)	부산
비자면제 유무	O	O	X	X	X	O	X	X	X
위치	노형동 (도심중앙)	서귀포시 (외곽)	도심(외곽)	영종도 (교외)	도심(중앙)	노형동 (도심중앙)	도심(중앙)	도심(중앙)	도심(중앙)
호텔명	Grand Hyatt Jeju	Marriott, Somerset, Landing	Walkerhill	Paradise City[1]	Paradise Hotel Busan	Maison Glad	Westin Parnas	Dragon City	Lotte
소유권	직접소유	직접소유	임차	JV	직접소유	임차	임차	임차	임차
객실수	1,600	2,000	557	769	532	513	564	1,700	650
F&B업장 수	14	38	11	8	3	3	5	5	6
게임테이블	170	166	110	179	37	32	78	55	41

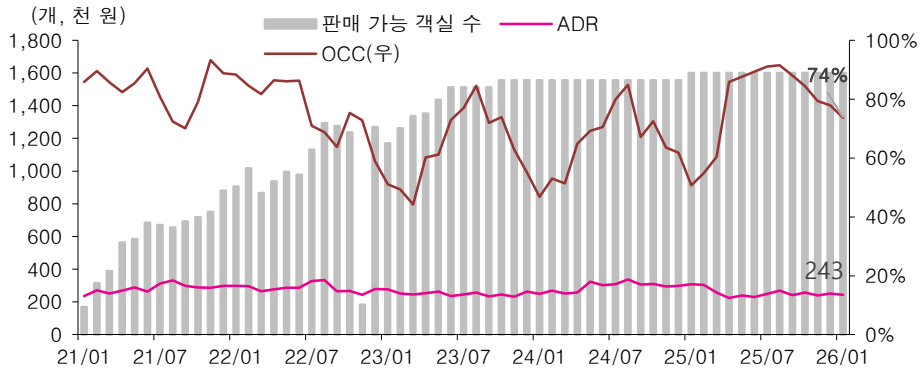
자료: 언론보도 종합, 흥국증권 리서치센터

그림 42 **제주 내 주요 관광지의 공항 인접성 비교**

출발	도착	소요시간	증감	차량 거리	증감
제주 국제공항	**제주 드림타워**	**10분**	**-**	**3km**	**-**
	제주 신화월드	45분	+35분	30km	+27km
	호텔신라	55분	+45분	40km	+37km
	롯데호텔	52분	+42분	39km	+36km

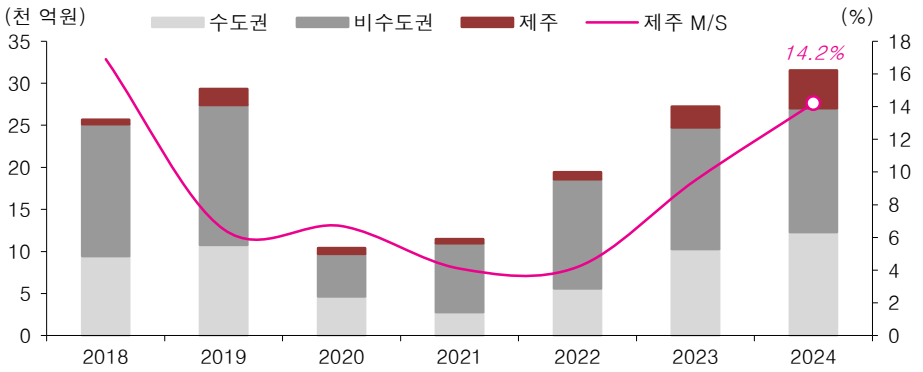
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 43 **제주드림타워 OCC 및 ADR 추이**



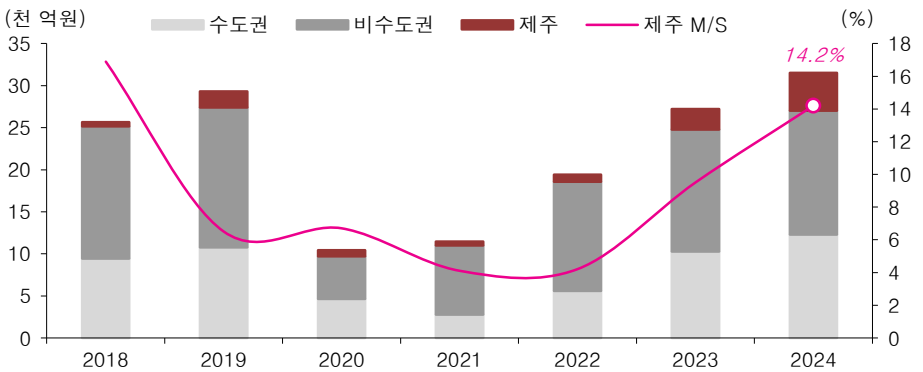
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 44 **지역별 카지노 GGR 추이 및 제주권역 점유율**



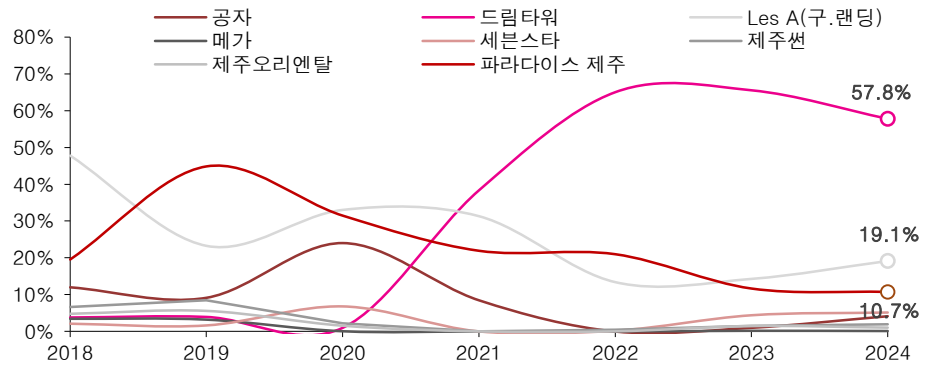
주: 강원랜드(내국인 포함) 합한 방문객 기준
자료: 제주관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 45 **지역별 카지노 방문객 추이 및 제주권역 점유율**



주: 강원랜드(내국인 포함) 합한 방문객 기준
자료: 제주관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 46 제주 카지노 사업장별 입장객 M/S



자료: 제주관광협회, 흥국증권 리서치센터

그림 47 제주 노형동 소재 "제주 드림타워" 전경

자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 48 중국·일본 주요 도시 - 제주도 소요시간

자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 49 주요 국가 제주도 연결 도시 현황

	'25년 주요 연결 도시 (총 27개)				'26년 연결 예정 도시 (총 22개)		
중국	상하이	베이징	닝보	중국	천진	우르무치	온주
	선전	선양	난징		우한	장사	충칭
	광저우	푸저우	항저우		샤먼	양주	성도
	청다오	우시	시안		허페이	제남	엔지
대만	타이페이				온천	하이라얼	연태
	타이중				대련	하얼빈	취안저우
	타이페이				난창	장춘	
홍콩	홍콩			일본	나고야		
마카오	마카오				후쿠오카		
싱가폴	싱가폴						
일본	오사카						
	도쿄						
	삿포로						
	오키나와						
태국	방콕						
베트남	다낭						
필리핀	마닐라						
라오스	비엔티안						
몽골	울란바토르						

자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

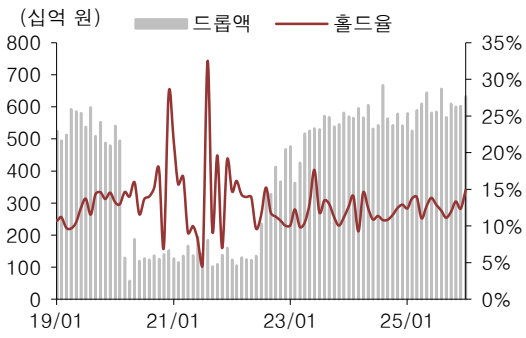
5. 파라다이스: 2Q26 부터 본격화될 중국·일본 Mass 중심의 이익 레버리지

파라다이스는 ① 중국인 Mass: 2Q26 이후 한일령 반사수혜 본격화 가능성, ② 일본인 Mass: 뷔 광고모델 기용 효과 및 인바운드 확대, ③ 3월 '하얏트 리젠시 인천 파라다이스시티' 개장에 따른 Comp 확대로 Mass의 프리미엄화 및 VIP 락인이 기대된다. 올해 2Q 이후 인바운드 모멘텀이 본격 반영되는 구간에서 업종 내 후행 수혜 종목으로서 차선호주 제시한다.

① 중국의 일본향 여행 수요 제약이 제주에 선반영되기 시작해 점차 도심관광으로 확산될 가능성이 높다. 이에 따라 내륙은 수도권 카지노 중심으로 2Q26부터 본격적으로 한일령 반사수혜의 강도가 커지며 파라다이스의 익스포저가 확대될 전망이다. 동사의 중국 VIP 드롭액은 '25년에 들어 감소세를 보였으나, 중국인 Mass 드롭액은 작년 9월 이후 성장을 지속하고 있다. 이는 워커힐 제외, 중화권보다 일본 고객에 특화되어 있는 사업장의 특성과 기존 769개의 객실 콤프 상한으로 인해 중국 VIP 유인책이 미진했던 것 때문이다. 반면 Mass의 경우, 9월부터 시행된 중국 단체관광객 무사증 정책과 한·중 외교관계 개선에 따른 중국인 인바운드 확대로 유입된 수요가 드롭액을 견인한 해석된다. 연중으로는 한일령 반사수요의 내륙 확산이 이러한 Mass 성장세를 이어받을 전망이다.

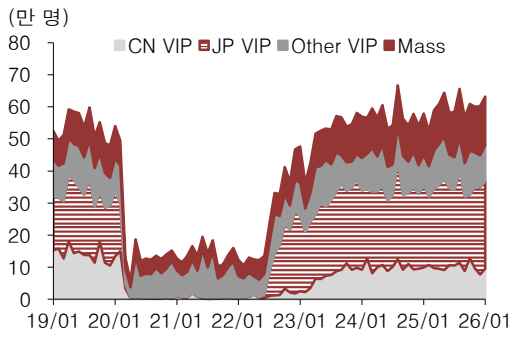
다만 중국인 단체관광 무비자 정책의 경우, 그 효과를 보수적으로 판단할 필요가 있다. 무비자 입국의 번거로운 절차로 인해 작년 9월 시행 이후 무비자에 따른 인바운드 증가세가 제한적이었기 때문이다. 제도 시행 직후(9/29 기준) '25년 10월 중순까지 무비자 단체 방한 신청은 329명(국경절 연휴 신청 135명)에 그쳤고, 국경절이 포함된 10월 중국인 방한객도 약 47만 명으로 9월(약 53만 명) 대비 오히려 낮아 단기 파급은 제한적이었다. 무비자 입국을 위해서는 법무부 허가의 국내외 여행사 내 3인 이상의 단체관광 프로그램으로 최대 2주의 기간이 부여되며, 전체 인원이 동일 여객기를 타고 입출국해야 하는 번거로움이 존재하기 때문이다. 중국 단체관광 무사증 정식 시행 및 그에 따른 절차 간소화가 연내 시행된다면, 추가적인 인바운드 모멘텀이 기대된다.

그림 50 **파라다이스 드롭액 및 홀드율 추이**



자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

그림 51 **파라다이스 방문객 추이**

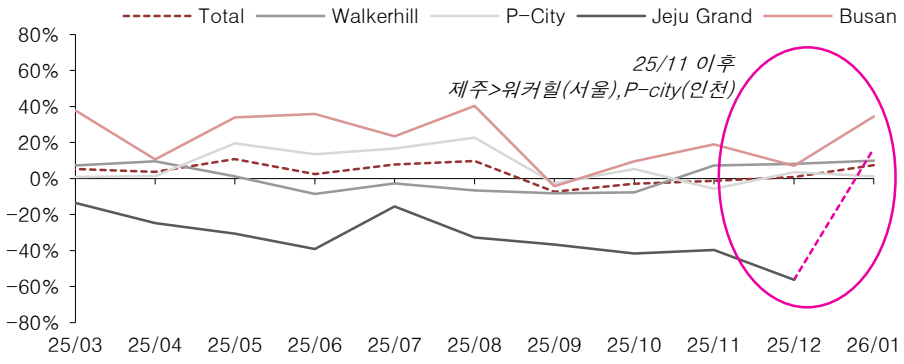


자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

② 파라다이스는 P-city와 워커힐 카지노를 중심으로 일본인 VIP 및 Mass의 의존도가 높으며, '25년 전체 방문객 내 일본 VIP 비중은 약 41.8%를 차지한다(중국 VIP 비중 16.8%). 지난 12월에는 P-city 글로벌 앰버서더로 BTS 뷔를 공개하며 일본 VIP 및 Mass의 드롭액이 동반 증가하였다. 2Q에는 일본 골든위크 기간이 중첩되며 P-city 위주로 약 30% 이상의 Mass 드롭액 성장이 전망된다.

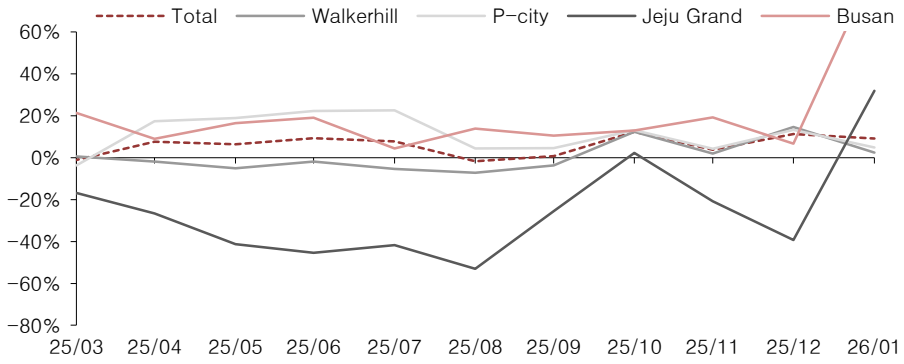
③ 공항 인접의 복합리조트 사업자로서 금번 예정된 신규 호텔 개장을 통해 Mass 수요를 체류형 소비로 고착화할 수 있을지가 관건이다. '26년 3월 '하얏트 리젠시 인천 파라다이스시티' 개장을 통해 장기간의 증설 과정 없이 기존 769개→ 1,270개로 객실 증가가 예정되어 있으며, Comp 집행 여력 확대에 따라 객실 공급 병목이 완화될 전망이다. 특히 P-city는 VIP 수요가 주말에 집중되는 특성 상, 객실 수용 제약이 드롭액의 상단까지 제한해왔으나 금번 개장으로 '25년 평균 266개실(Comp율 약 37.5%)이었던 콤프 객실 수는 '26년 약 390개실(Comp율 약 28.7%)까지도 가용할 것으로 보인다. P-city의 입지 상 내륙 관광의 단거리/단기일정 수요를 흡수하기 용이하며, 2Q부터 본격화될 Mass 내륙 유입을 수용할 중장기적 여력을 갖추었다 판단한다.

그림 52 **파라다이스 업장별 방문객 YoY 추이**



자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

그림 53 **파라다이스 업장별 드롭액 YoY 추이**



자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

그림 54 '하얏트 리젠시 인천 파라다이스 시티' 개장에 따른 객실 Comp율 변화

Comp	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	26E Comp율
기존	**33.7%**	**39.0%**	**37.5%**	**39.6%**					
P-city	711	711	711	711	711	711	711	711	
아트파라디소	0	0	0	0	0	0	0	0	
하얏트 리젠시	-	-	-	-	501	501	501	501	
개장 이후					***22.8%***	***26.8%***	***26.8%***	***26.8%***	***연간 25.8%***
					22.8%	***26.8%***	***30.7%***	***26.8%***	***연간 26.8%***
					22.8%	***26.8%***	***30.7%***	***30.7%***	***연간 27.7%***
					22.8%	***30.7%***	***30.7%***	***30.7%***	***연간 28.7%***
P-city	240	277	267	282	240	277	267	282	
아트파라디소	0	0	0	0	0	0	0	0	
하얏트 리젠시	-	-	-	-	***10%***	***20%***	***20%***	***20%***	
					50	100	100	100	
	-	-	-	-	***10%***	***20%***	***30%***	***20%***	
					50	100	150	100	
	-	-	-	-	***10%***	***20%***	***30%***	***30%***	
					50	100	150	150	
	-	-	-	-	***10%***	***30%***	***30%***	***30%***	
					50	150	150	150	
**하얏트 리젠시 예상 OCC*	-	-	-	-	***20%***	***50%***	***70%***	***50%***	
최대 콤프 수					*290*	*428*	*417*	*432*	

주: P-city 평균 콤프 객실 수는 전년도와 동일 가정
자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

V. 기업분석

1 롯데관광개발 (032350)
이제 본게임 24p

2 파라다이스 (034230)
2Q부터 본게임 30p

엔터/레저
송지원
02)739-5935
bd21312@heungkuksec.co.kr

(032350)

롯데관광개발

이제 본게임

BUY(신규)

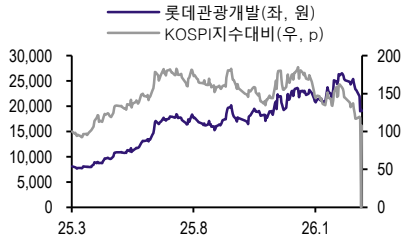
목표주가	30,000원(신규)
현재주가(03/05)	19,090원
상승여력	55.5%
시가총액	1,517십억원
발행주식수	79,601천주
52주 최고가 / 최저가	26,550 / 7,670원
3개월 일평균거래대금	21십억원
외국인 지분율	21.7%
주요주주	
김기병 (외 5인)	39.5%
국민연금공단 (외 1인)	9.9%
브이아이피자산운용	5.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-27.0	-10.7	18.5	144.0
상대수익률(KOSPI)	-36.7	-46.9	-55.7	27.3

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	314	471	653	791
영업이익	-61	39	143	216
EBITDA	26	124	231	303
지배주주순이익	-202	-117	37	84
EPS	-2,669	-1,530	471	1,059
순차입금	1,290	1,254	1,147	980
PER	n/a	n/a	40.4	18.0
PBR	10.3	1.8	3.9	3.2
EV/EBITDA	76.6	14.8	11.5	8.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-132.9	-60.4	10.6	19.6
컨센서스 영업이익	-	-	148	207
컨센서스 EPS	-	-	62	1,036

주가추이



마카오형 복합리조트 카지노의 구조적 이점 부각

롯데관광개발은 마카오 선진시장을 벤치마크해 중화권 VIP 타겟의 복합리조트 모델을 구현한 국내 유일의 사업자이다. 동사의 경쟁우위는 (1) 중화권 고객향 설계/인력/운영 내재화, (2) 방문객의 장기체류 특성 및 1,600개의 객실 기반의 체류 전환 역량, (3) 카지노와 호텔/F&B의 구조적 레버리지에 있다. 올해 인바운드 확대의 기대 요소인 '중국인', '단체관광 Mass 유입' 트렌드에 연동해 카지노 부문 GGR 성장과 이익 레버리지 강도는 한층 강화될 전망이다. 사업구조의 정합성 측면에서 동사의 경쟁구도는 국내 동종사 대비 마카오 IR Peer 관점에서 해석하는 것이 타당하다.

중국발 Mass 유입에 따른 이익 레버리지 확대

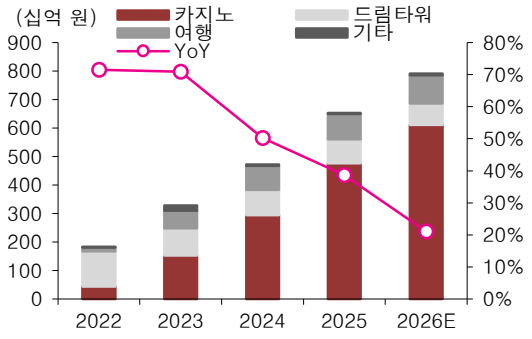
동사가 보유한 1,600개 호텔(그랜드 하얏트 제주) 객실 및 부대시설을 활용해 공격적인 Comp에 따른 VIP 모객, 체류형 관광수요를 통한 Mass 유입에 유리한 구조이다. 현재 객실 Comp 확대와 운영 테이블 최적화로 Q(모객 및 체류)를 올리는 램프업 구간에 위치했으며, 작년 하반기부터의 인바운드 확대흐름이 가세하며 이미 비수기 수준을 능가한 1월 지표[카지노 방문객 수 53,052명(+56.7%), 드롭액 약 2,616억원(+89.8%), 호텔 OCC 74%(+23%p), F&B 매출 약 37억원(+32% YoY)]에서 효과가 확인되기 시작하였다. 연내 높은 Comp 여력을 활용해 공격적인 VIP 유치에 따른 신규 클럽회원 증가세 또한 전망된다.

'26년은 기존의 VIP 중심 성장세에 탈일본 수요가 동반 작용하며 중국인 VIP/Mass 유입이 확대되는 구간으로, 카지노 드롭 증가와 함께 OCC/ADR 및 부대매출이 동반 개선되며 이익 탄력도 확대를 기대한다. 연내 리파이낸싱을 통한 순이익의 추가적인 개선 또한 예상된다.

롯데관광개발 투자의견 BUY/TP 30,000원 제시

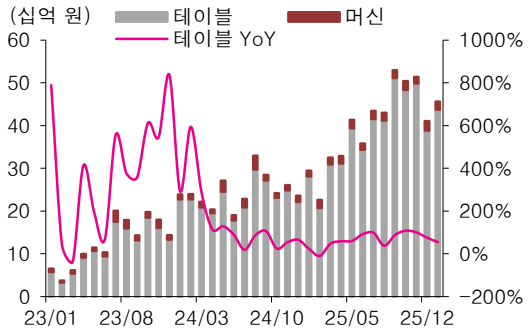
롯데관광개발에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 30,000원으로 커버리지를 개시한다. '26~'27년 12MF 평균 EPS 1,356원에 '16~'18년 마카오 복합리조트 카지노 Peer 턴어라운드 구간 평균 P/E에 25% 할증한 22.1배를 적용하였다.

그림 55 롯데관광개발 순매출 추이 및 전망



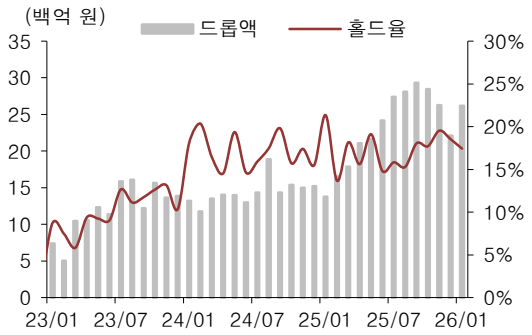
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 56 롯데관광개발 드롭액 및 홀드율 추이



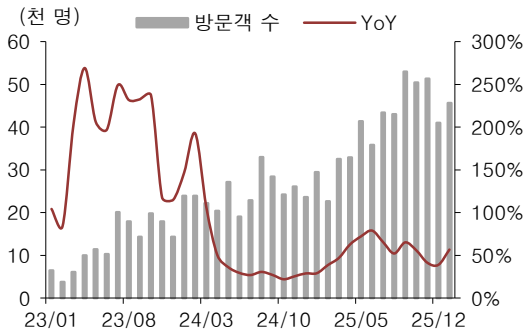
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 57 롯데관광개발 카지노 순매출 추이



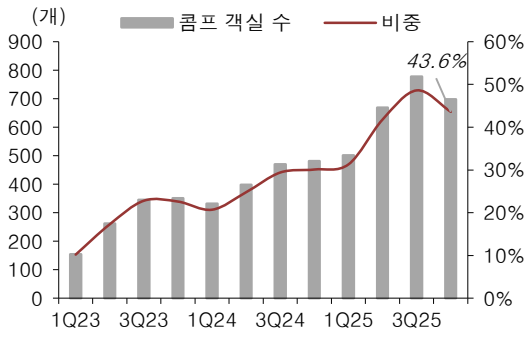
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 58 롯데관광개발 카지노 방문객 수 추이 및 전망



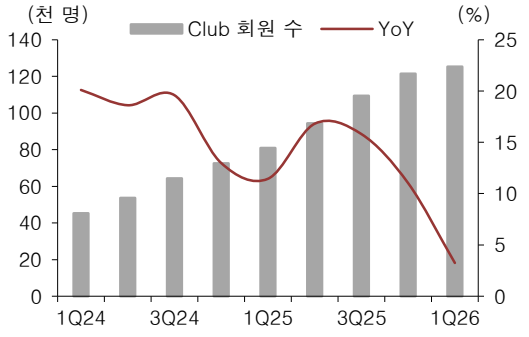
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 59 콤프 객실 수 및 비중 추이 (25년 평균 41.3%)



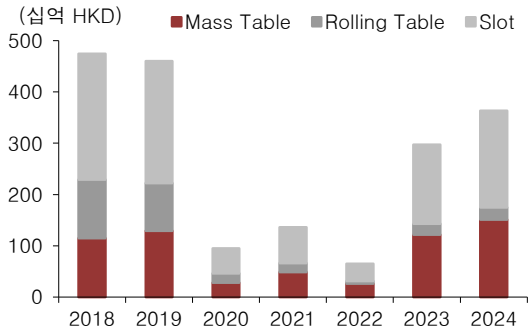
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 60 롯데관광개발 카지노 회원 수 현황 (+약 5만 명 YoY)



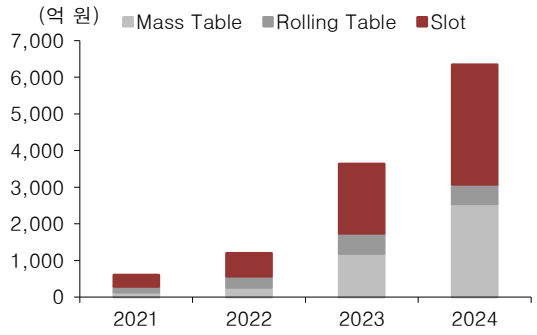
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 61 마카오 카지노 연간 GGR 추이



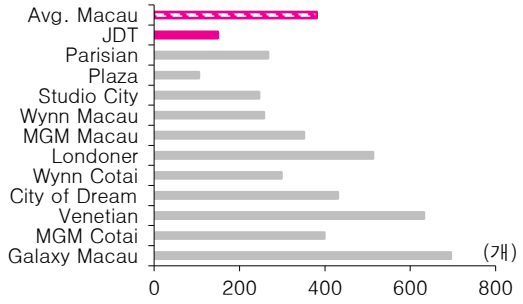
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 62 제주드림타워 카지노 연간 GGR 추이



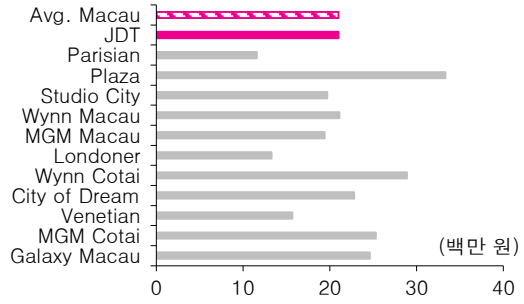
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 63 마카오 vs JDT 활성 테이블 수 비교



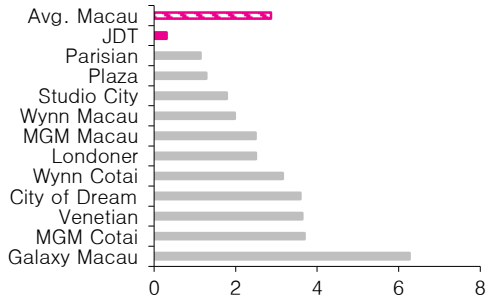
즈: 2024년 기준
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 64 마카오 vs JDT WPUPD(일평균 테이블 매출) 비교



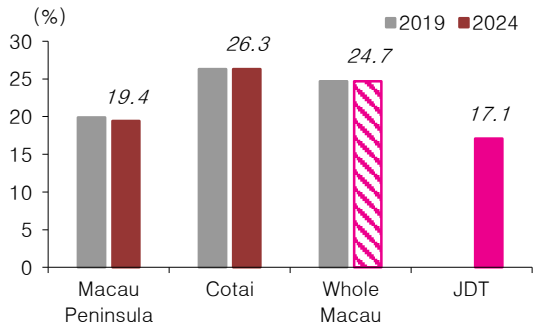
주1: 2024년 기준
주2: WPUPD(Win Per Unit Per Day)
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 65 마카오 vs JDT 테이블 GGR 비교



자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 66 마카오 vs JDT 매스 테이블 홀드율 비교

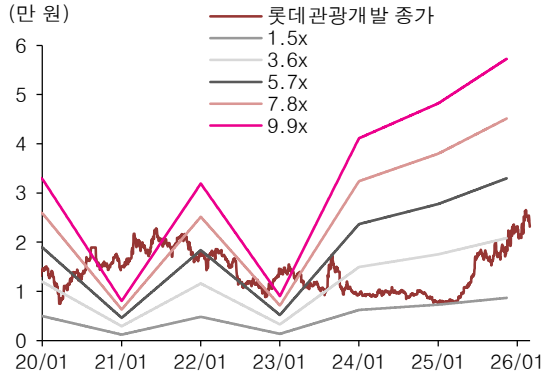


자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 67 롯데관광개발 12M Fwd PER Band Chart

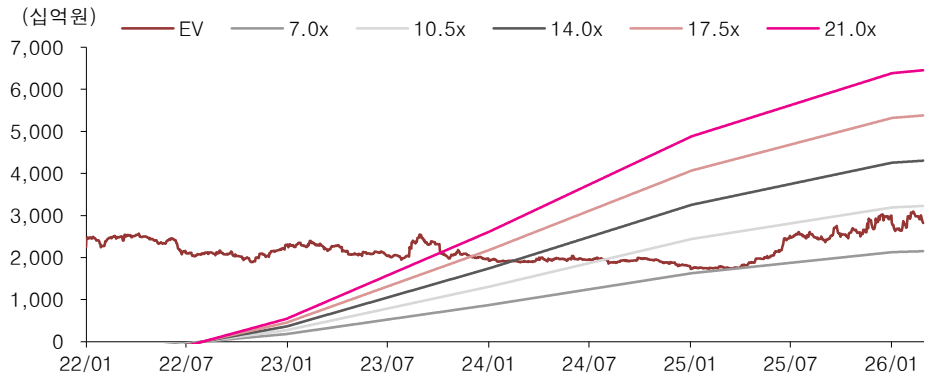
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 68 롯데관광개발 12M Fwd PBR Band Chart



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 69 롯데관광개발 12M Fwd EV/EBITDA Band Chart



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

표 1 롯데관광개발 Global Peer Group Valuation

회사	시가총액 (백만달러)	주가수익률(%)				P/E(배)		P/B(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
		1M	3M	6M	12M	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
국내													
강원랜드	2,804	11.6	5.1	6.9	18.9	12.0	11.6	1.0	0.9	3.6	3.5	7.8	7.8
파라다이스	1,264	13.7	9.7	2.6	83.1	18.3	15.2	1.0	0.9	9.9	8.8	5.5	6.3
GKL	558	3.3	-13.0	-15.7	15.4	12.8	12.0	1.7	1.5	4.6	4.2	14.4	15.1
해외													
Las Vegas Sands	38,111	1.9	-17.2	-0.5	26.9	17.5	15.4	13.0	9.5	10.0	9.5	148.9	137.0
Galaxy Entertainment	22,496	-0.6	-2.0	-2.5	26.0	15.4	14.1	2.0	1.9	10.7	9.8	13.4	13.8
Sands China	18,118	-1.2	-20.0	-13.1	0.0	14.0	12.4	8.5	7.3	9.6	8.9	69.5	70.4
MGM China Holdings	6,010	-2.5	-26.8	-22.2	14.7	8.8	9.1	12.4	7.4	7.0	7.2	279.3	111.6
Wynn Macau	3,818	-2.7	-13.1	-17.9	5.6	13.8	9.9	-	-	8.8	8.1	-16.9	-24.8
SJM Holdings	2,179	-0.4	-12.4	-19.5	-0.8	-	23.1	1.2	1.2	10.7	8.6	-0.8	5.0
Meclo International Development	1,216	-2.1	-18.4	-30.2	39.1	14.4	17.2	13.3	7.9	7.4	7.2	60.5	34.7
Genting Singapore	6,647	-5.4	-6.7	-5.4	-4.1	16.3	14.9	1.0	1.0	5.5	5.1	6.3	6.9

주: 2025년 3월 05일 종가 기준 컨센서스
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 1 롯데관광개발 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, 명)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
연결 매출액	**122**	**158**	**187**	**187**	**181**	**205**	**209**	**196**	**471**	**654**	**791**
YoY	*14.8%*	*35.8%*	*34.2%*	*70.2%*	*48.6%*	*29.9%*	*11.9%*	*4.9%*	*50.2%*	*38.6%*	*21.1%*
QoQ	*10.9%*	*29.3%*	*18.4%*	*0.3%*	*-3.2%*	*13.0%*	*2.0%*	*-6.0%*			
부문별 매출											
카지노	85	110	139	143	140	155	158	158	295	477	612
드롭액	482	669	849	769	780	850	874	861	1,726	2,768	3,364
홀드율	18%	16%	16%	19%	18%	18%	18%	18%	17%	17%	18%
호텔	15	23	25	21	17	21	21	16	89	84	75
여행	22	24	22	21	23	28	28	21	84	89	99
기타	1	1	1	2	1	1	2	1	4	4	5
영업이익	**13**	**33**	**53**	**44**	**49**	**56**	**58**	**53**	**39**	**143**	**216**
영업이익률	*10.7%*	*21.0%*	*28.4%*	*23.6%*	*26.8%*	*27.5%*	*27.8%*	*27.1%*	*8.3%*	*21.9%*	*27.3%*
지배기업순이익	**-24**	**6**	**7**	**48**	**15**	**19**	**28**	**22**	**-117**	**37**	**84**
지배기업순이익률	*-19.3%*	*3.8%*	*3.5%*	*25.9%*	*8.3%*	*9.1%*	*13.3%*	*11.3%*	*-24.7%*	*5.7%*	*10.6%*

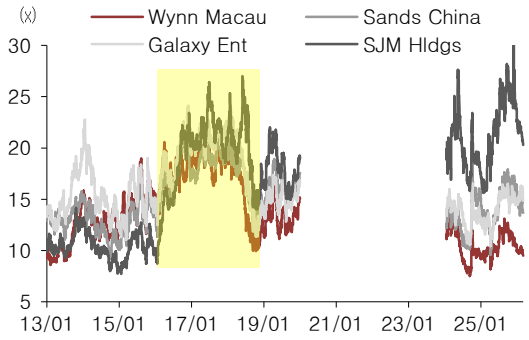
자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 롯데관광개발 목표주가 산정 P/E Multiple Valuation

	2026E	2027E	비고
EPS (원)	1,059	1,653	'26~'27E EPS: 1,356
목표 PER (배)		22.1	'16~'18년 마카오 카지노 Peer Group 턴어라운드 구간 평균 P/E에 25% 할증
목표주가 (원)		**30,000**	
현재주가(원)		19,290	
상승여력 (%)		55.5%	

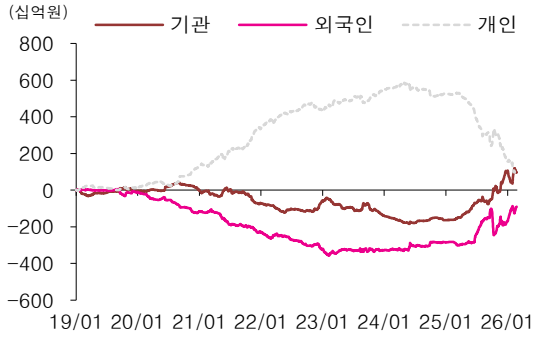
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 70 '16~'18년 마카오 IR Peer 턴어라운드 구간



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 71 롯데관광개발 수급 동향



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

롯데관광개발(032350) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**314**	**471**	**653**	**791**	**846**
증가율 (Y-Y,%)	70.7	50.4	38.6	21.1	6.9
영업이익	**(61)**	**39**	**143**	**216**	**239**
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	267.4	51.0	10.5
EBITDA	26	124	231	303	325
영업외손익	(153)	(162)	(148)	(130)	(104)
순이자수익	(113)	(151)	(155)	(212)	(269)
외화관련손익	(1)	(13)	9	0	0
지분법손익	1	2	(0)	(0)	(0)
세전계속사업손익	(213)	(123)	(4)	87	135
당기순이익	**(202)**	**(117)**	**37**	**84**	**130**
지배기업당기순이익	**(202)**	**(117)**	**37**	**84**	**131**
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	흑전	124.6	56.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	165.4	63.9	52.7	36.1	21.5
영업이익증가율(3Yr)	-	-	-	-	83.0
EBITDA증가율(3Yr)	-	-	-	126.4	37.8
순이익증가율(3Yr)	-	-	-	-	-
영업이익률(%)	(19.3)	8.3	21.9	27.3	28.3
EBITDA마진(%)	8.3	26.3	35.4	38.3	38.4
순이익률 (%)	(64.5)	(24.7)	5.7	10.6	15.4
NOPLAT	**(44)**	**28**	**104**	**208**	**230**
(+) Dep	87	85	88	87	86
(-) 운전자본투자	(102)	(86)	23	(14)	(14)
(-) Capex	9	7	15	11	12
OpFCF	136	192	154	298	317

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	81	114	671	1,315	2,051
현금성자산	59	89	640	1,288	2,026
매출채권	12	10	14	12	11
재고자산	4	6	9	8	7
비유동자산	1,683	2,052	1,996	1,936	1,878
투자자산	347	316	322	335	349
유형자산	1,289	1,690	1,628	1,555	1,483
무형자산	47	46	46	46	46
자산총계	**1,764**	**2,167**	**2,667**	**3,251**	**3,929**
유동부채	1,209	610	565	487	426
매입채무	115	191	177	184	192
유동성이자부채	1,007	318	291	202	129
비유동부채	490	1,244	1,721	2,299	2,908
비유동이자부채	342	1,025	1,496	2,065	2,665
부채총계	**1,699**	**1,854**	**2,286**	**2,786**	**3,334**
자본금	38	38	40	40	40
자본잉여금	644	648	677	677	677
이익잉여금	(973)	(1,091)	(1,054)	(970)	(839)
자본조정	360	722	722	722	722
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	**66**	**313**	**381**	**465**	**596**
투하자본	1,336	1,548	1,501	1,417	1,334
순차입금	1,290	1,254	1,147	980	768
ROA	(11.3)	(5.9)	1.5	2.8	3.6
ROE	(132.9)	(60.4)	10.6	19.6	24.5
ROIC	(3.1)	2.0	6.8	14.3	16.7

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(2,669)	(1,530)	471	1,059	1,653
BPS	913	4,156	4,872	5,931	7,584
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	-	-	40.4	18.0	11.5
PBR	10.3	1.8	3.9	3.2	2.5
EV/ EBITDA	76.6	14.8	11.5	8.2	7.0
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	21.8	4.4	7.9	8.4	6.7
PSR	2.3	1.2	2.3	1.9	1.8
재무건전성 (%)					
부채비율	2,590.9	592.1	599.6	599.3	559.7
Net debt/Equity	1,967.1	400.4	300.9	210.8	129.0
Net debt/EBITDA	4,937.8	1,010.8	496.1	323.4	236.5
유동비율	6.7	18.8	118.8	270.0	482.0
이자보상배율	n/a	0.3	0.9	1.0	0.9
이자비용/매출액	36.4	32.2	24.0	27.0	32.0
자산구조					
투하자본(%)	76.7	79.3	60.9	46.6	36.0
현금+투자자산(%)	23.3	20.7	39.1	53.4	64.0
자본구조					
차입금(%)	95.4	81.1	82.4	83.0	82.4
자기자본(%)	4.6	18.9	17.6	17.0	17.6

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**(13)**	**122**	**145**	**194**	**240**
당기순이익	(202)	(117)	37	84	130
자산상각비	87	85	88	87	86
운전자본증감	39	88	(8)	14	14
매출채권감소(증가)	25	5	8	2	1
재고자산감소(증가)	3	(2)	(3)	1	1
매입채무증가(감소)	(29)	11	9	7	7
투자현금	**(20)**	**(28)**	**(68)**	**(30)**	**(32)**
단기투자자산감소	(15)	(19)	(43)	(4)	(4)
장기투자증권감소	0	0	(1)	(1)	(1)
설비투자	(9)	(7)	(15)	(11)	(12)
유무형자산감소	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
재무현금	**38**	**(83)**	**432**	**480**	**526**
차입금증가	38	(83)	432	480	526
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	5	11	508	644	734
총현금흐름(Gross CF)	**33**	**133**	**191**	**180**	**226**
(-) 운전자본증가(감소)	(102)	(86)	23	(14)	(14)
(-) 설비투자	9	7	15	11	12
(+) 자산매각	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
Free Cash Flow	125	211	152	181	226
(-) 기타투자	0	0	1	1	1
잉여현금	125	211	151	179	224

엔터/레저
송지원
02)739-5935
bd21312@heungkuksec.co.kr

(034230)

파라다이스

2Q부터 본게임

BUY(신규)

목표주가	26,000원(신규)
현재주가(03/05)	17,090원
상승여력	52.1%

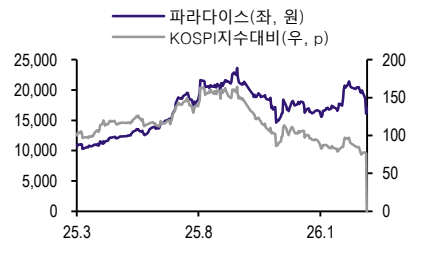
시가총액	1,579십억원
발행주식수	92,406천주
52주 최고가 / 최저가	23,650 / 10,300원
3개월 일평균거래대금	15십억원
외국인 지분율	8.7%
주요주주	
파라다이스글로벌 (외 8인)	45.3%
국민연금공단 (외 1인)	10.2%
자사주 (외 1인)	5.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-17.6	-2.1	-17.4	59.9
상대수익률(KOSPI)	-25.8	-38.3	-91.7	-58.4

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	994	1,072	1,150	1,287
영업이익	146	136	156	198
EBITDA	229	214	232	274
지배주주순이익	63	76	94	94
EPS	682	823	1,076	1,085
순차입금	521	592	852	768
PER	19.5	11.7	15.9	15.8
PBR	0.9	0.5	0.9	0.9
EV/EBITDA	7.6	6.9	10.5	8.6
배당수익률	0.8	1.6	0.9	0.9
ROE	4.5	5.0	5.6	5.3
컨센서스 영업이익	-	-	173	206
컨센서스 EPS	-	-	967	1,086

주가추이



제주→ 수도권으로의 Mass 유입 수혜

파라다이스는 수도권(인천) 중심의 복합리조트 카지노 사업자로서, '26년 인바운드 확대 국면에서 VIP 중심→ Mass 확장으로의 무게중심 분산이 실적의 핵심변수가 될 전망이다. 실제로 1월 중국 VIP·Mass 드롭액의 업장별 추이를 보면, 파라다이스 제주(중국 VIP +22.1%/ Mass +133.5% YoY)와 워커힐(중국 VIP +23.5%/ Mass +2.1%) 드롭액 간 괴리를 통해 중국발 인바운드 확대가 내륙보다 제주부터 나타나고 있음이 확인되고 있다. 이러한 흐름은 중화권 고객 위주로 나타나고 있는 VIP 드롭액 정체 흐름을 1Q부터 반등시킬 전망이며, Mass 한일령 반사수혜의 내륙 확산 및 무비자 효과 누적에 따라 2Q26 이후 수도권 카지노 중심의 Mass의 절대 규모 확대를 예상한다. 뷔 광고모델 기용 이후 일본인 VIP의 기여도 및 Mass 중심의 드롭액 성장세를 보이는 P-city는 2Q 일본 내 공휴일이 밀집된 골든위크(4/29~5/5) 또한 예정되어 있어 중국과 더불어 일본발 Mass 유입에 따른 드롭액 및 홀드율 동반 증가세로 카지노 순매출의 극적인 증대가 기대된다.

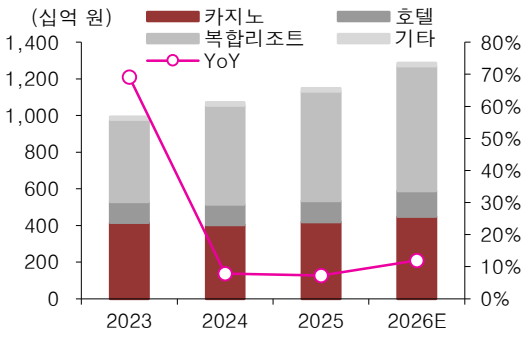
총 1,270실 규모의 객실 Capa 확충, VIP 모객 강화

신규 호텔 개장을 통한 Comp 여력 확대로 VIP 모객력 또한 강화될 전망이다. 이번 3/9 개장하는 '하얏트 리젠시 인천 파라다이스시티'는 총 711실로, 기존 파라다이스 호텔(P-city/아트파라디소)&리조트(769개)의 객실 공급 병목을 완화해 VIP 모객의 구조적 제약을 단계적으로 해소할 것이다. 특히 P-city 단일로는 최대 61% 상한(주말 평균)이었던 콤프 여력을 확충해 VIP 리텐션 및 Mass의 체류 전환율 확대에도 우호적으로 작용할 수 있다. 1Q26에는 오픈 관련 비용과 램프업 구간의 초기 저효율로 비용 부담이 일부 발생할 수 있으나, 2Q26부터는 객실 가동률 안정화와 함께 VIP 드롭의 상한 확장, 비카지노 부문의 동반 개선이 나타나며 실적 기여도는 점진적으로 확대될 것을 예상한다.

파라다이스 투자의견 BUY/TP 26,000원 제시

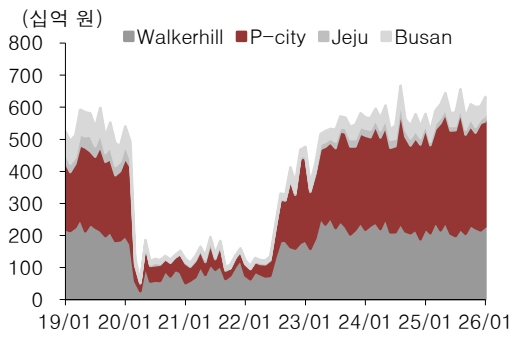
파라다이스에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 26,000원으로 커버리지를 개시한다. '26~'27년 12MF 평균 EPS 1,277원에 '25년 파라다이스 평균 P/E 20.0배('25년 P/E 평균 + 1σ)를 적용했다.

그림 72 파라다이스 부문별 순매출 추이 및 전망



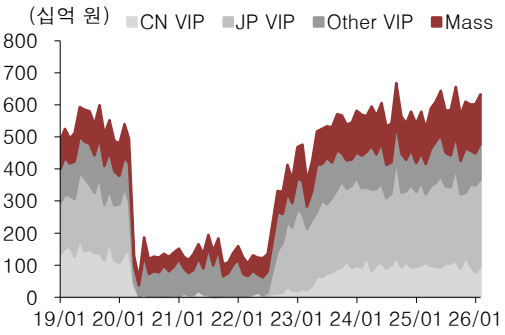
자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

그림 73 파라다이스 카지노 업장별 드롭액 추이



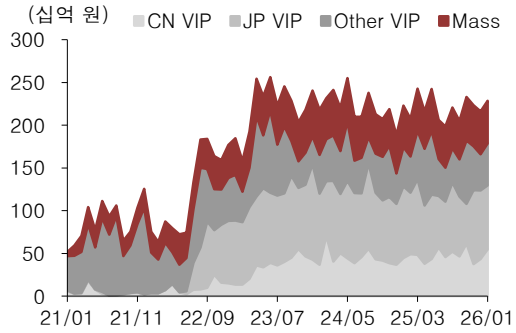
자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

그림 74 파라다이스 국적별 드롭액 추이



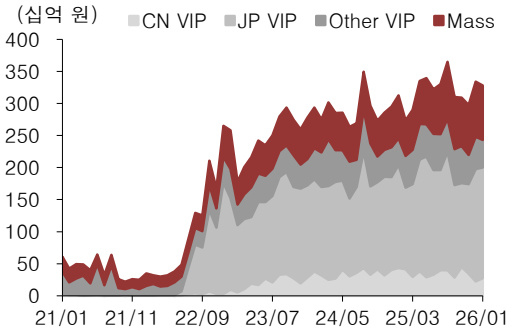
자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

그림 75 워커힐 카지노 드롭액 추이



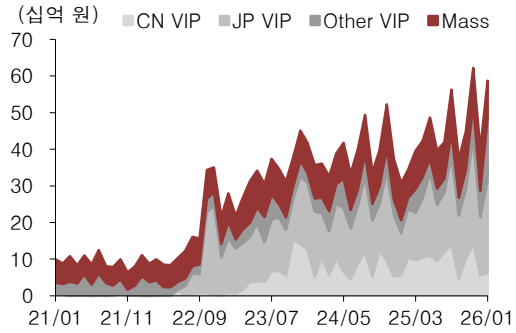
자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

그림 76 P-city 카지노 드롭액 추이



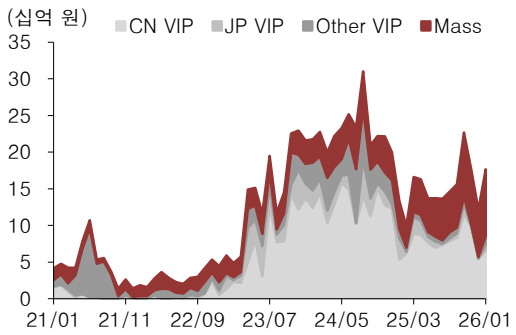
자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

그림 77 부산 카지노 드롭액 추이



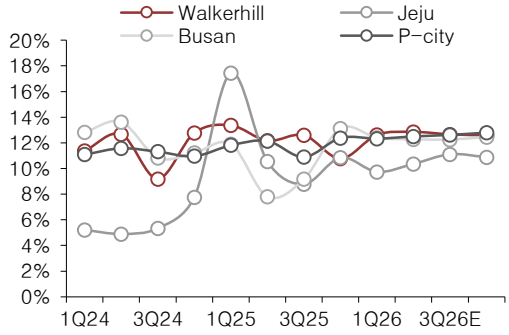
자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

그림 78 제주 카지노 드롭액 추이



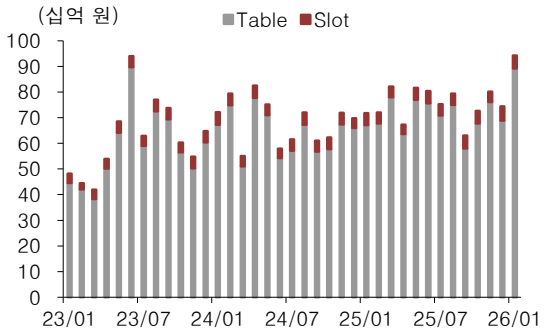
자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

그림 79 업장별 홀드율 추이 및 전망



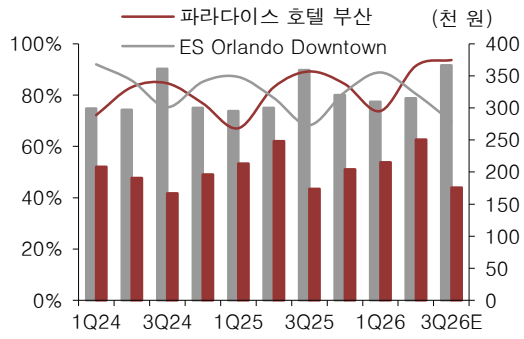
자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

그림 80 테이블/머신 순매출 추이



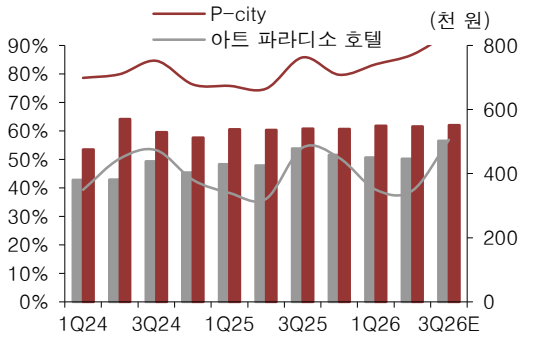
자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

그림 81 파라다이스 호텔 OCC 및 ADR 추이 (1)



주: OCC(객실 점유율, 좌), ADR(평균 객실 단가, 우)
자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

그림 82 파라다이스 호텔 OCC 및 ADR 추이 (2)

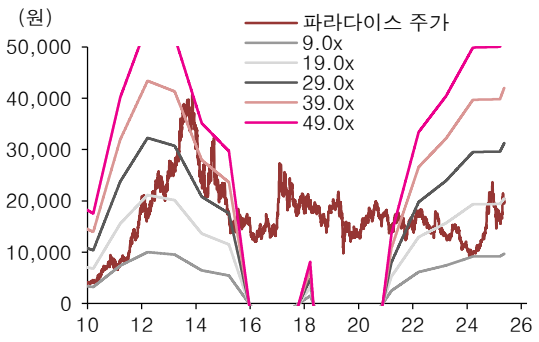


자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

그림 83 3/9 개장 '하얏트 리젠시 인천 파라다이스시티' 전경

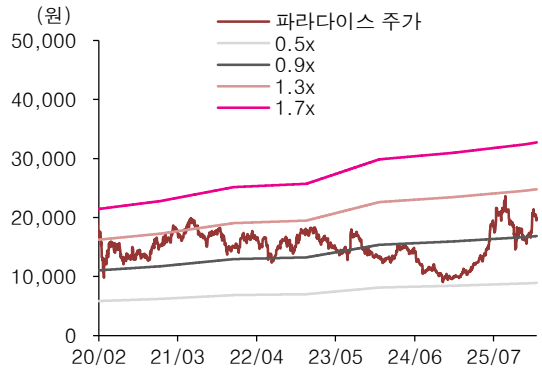
자료: 파라다이스, 흥국증권 리서치센터

그림 84 파라다이스 12M Fwd PER Band Chart



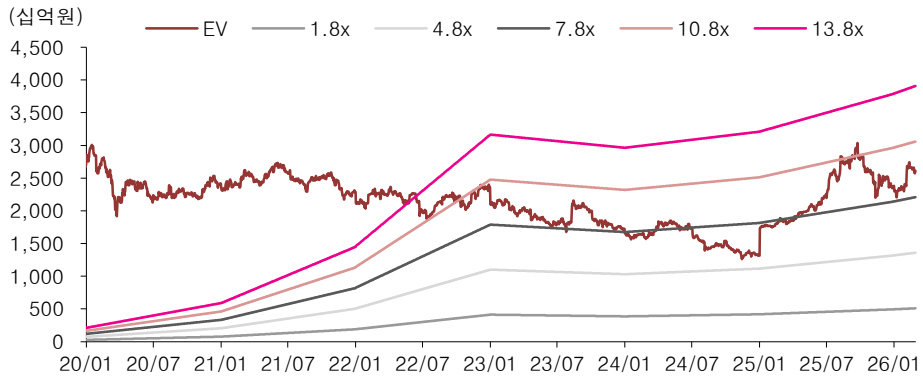
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 85 파라다이스 12M Fwd PBR Band Chart



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 86 파라다이스 12M Fwd EV/EBITDA Band Chart



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

표 3 파라다이스 Global Peer Group Valuation

회사	시가총액 (백만달러)	주가수익률(%)				P/E(배)		P/B(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
		1M	3M	6M	12M	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
국내													
강원랜드	2,804	11.6	5.1	6.9	18.9	12.0	11.6	1.0	0.9	3.6	3.5	7.8	7.8
롯데관광개발	1,270	-8.8	11.2	52.7	186.9	117.4	24.4	5.2	4.2	12.8	10.3	4.5	18.9
GKL	558	3.3	-13.0	-15.7	15.4	12.8	12.0	1.7	1.5	4.6	4.2	14.4	15.1
해외													
Las Vegas Sands	38,111	1.9	-17.2	-0.5	26.9	17.5	15.4	13.0	9.5	10.0	9.5	148.9	137.0
Galaxy Entertainment	22,496	-0.6	-2.0	-2.5	26.0	15.4	14.1	2.0	1.9	10.7	9.8	13.4	13.8
Sands China	18,118	-1.2	-20.0	-13.1	0.0	14.0	12.4	8.5	7.3	9.6	8.9	69.5	70.4
MGM China Holdings	6,010	-2.5	-26.8	-22.2	14.7	8.8	9.1	12.4	7.4	7.0	7.2	279.3	111.6
Wynn Macau	3,818	-2.7	-13.1	-17.9	5.6	13.8	9.9	-	-	8.8	8.1	-16.9	-24.8
SJM Holdings	2,179	-0.4	-12.4	-19.5	-0.8	-	23.1	1.2	1.2	10.7	8.6	-0.8	5.0
Meclo International Development	1,216	-2.1	-18.4	-30.2	39.1	14.4	17.2	13.3	7.9	7.4	7.2	60.5	34.7
Genting Singapore	6,647	-5.4	-6.7	-5.4	-4.1	16.3	14.9	1.0	1.0	5.5	5.1	6.3	6.9

주: 2025년 3월 05일 종가 기준 컨센서스
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 4 파라다이스 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, 명)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	**283**	**284**	**288**	**294**	**310**	**327**	**338**	**323**	**1,072**	**1,150**	**1,298**
YoY	*7.0%*	*4.1%*	*7.5%*	*10.5%*	*6.4%*	*15.4%*	*16.7%*	*9.9%*	*7.8%*	*7.3%*	*12.9%*
QoQ	*6.6%*	*0.4%*	*1.3%*	*1.9%*	*2.6%*	*8.9%*	*2.5%*	*-4.0%*			
부문별 매출											
카지노	116	101	100	103	116	116	106	115	403	419	454
방문객 수	40,457	44,077	44,635	42,684	43,055	47,795	50,004	46,020	167,597	171,853	186,874
중국인 VIP	8,351	9,946	9,484	9,865	9,352	11,164	11,176	11,142	35,611	37,646	42,834
일본인 VIP	20,025	21,536	22,657	20,204	20,725	23,119	25,116	21,665	82,689	84,422	90,625
기타 VIP	12,081	12,595	12,494	12,615	12,977	13,512	13,712	13,213	49,297	49,785	53,414
드롭액	1,694	1,835	1,808	1,813	1,952	2,016	1,954	1,960	6,868	7,150	7,882
홀드율	12.5%	11.8%	11.3%	11.8%	11.8%	12.0%	12.2%	12.2%	11.1%	11.9%	12.0%
호텔	24	28	32	32	28	35	41	38	112	115	141
복합리조트	139	152	150	156	162	173	184	167	539	597	685
기타	4	2	8	3	4	2	8	3	17	17	18
영업이익	**57**	**43**	**40**	**17**	**56**	**55**	**53**	**35**	**136**	**156**	**200**
영업이익률	*20.2%*	*15.1%*	*13.7%*	*5.7%*	*18.2%*	*17.0%*	*15.8%*	*10.8%*	*12.7%*	*13.6%*	*15.4%*
	18.3%	*33.9%*	*9.1%*	*-14.0%*	*-1.6%*	*29.4%*	*35.3%*	*107.9%*	*-6.7%*	*14.9%*	*28.0%*
지배기업순이익	**31**	**21**	**23**	**19**	**28**	**28**	**26**	**13**	**76**	**94**	**95**
지배기업순이익률	*11.0%*	*7.3%*	*8.0%*	*6.3%*	*9.1%*	*8.6%*	*7.8%*	*4.0%*	*7.0%*	*8.1%*	*7.3%*

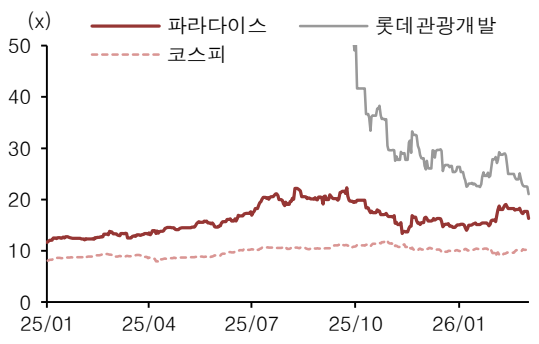
자료: 흥국증권 리서치센터

표 1 파라다이스 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2026E	2027E	비고
EPS (원)	1,085	1,469	'26~'27E 평균 EPS: 1,277
목표 PER (배)		20.0	'25년 파라다이스 평균 P/E +1σ
목표주가 (원)		**26,000**	
현재주가(원)		17,090	
상승여력 (%)		52.1%	

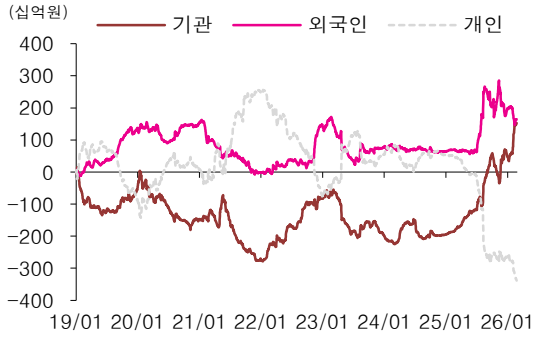
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 87 '25년 파라다이스 12M Fwd P/E 추이



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 88 파라다이스 수급 동향



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

파라다이스(034230) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**994**	**1,072**	**1,150**	**1,287**	**1,401**
증가율 (Y-Y,%)	69.2	7.8	7.3	11.9	8.8
영업이익	**146**	**136**	**156**	**198**	**251**
증가율 (Y-Y,%)	1,299.9	(6.7)	14.9	26.7	26.5
EBITDA	229	214	232	274	327
영업외손익	(54)	(35)	(20)	(30)	(22)
순이자수익	(42)	(48)	(45)	(31)	(27)
외화관련손익	3	(7)	3	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	92	101	136	168	228
당기순이익	**80**	**111**	**144**	**146**	**198**
지배기업당기순이익	**63**	**76**	**94**	**94**	**128**
증가율 (Y-Y,%)	146.8	20.8	23.9	0.8	35.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	29.9	37.3	25.1	9.0	9.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	146.7	10.8	22.6
EBITDA증가율(3Yr)	145.8	71.1	30.1	6.2	15.1
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	108.9	22.1	21.4
영업이익률(%)	14.7	12.7	13.6	15.4	17.9
EBITDA마진(%)	23.0	20.0	20.1	21.3	23.3
순이익률 (%)	8.1	10.3	12.5	11.3	14.1
NOPLAT	**128**	**99**	**113**	**172**	**217**
(+) Dep	83	78	75	76	76
(-) 운전자본투자	(209)	125	305	7	6
(-) Capex	62	50	87	59	64
OpFCF	358	2	(203)	182	224

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	863	864	811	856	935
현금성자산	807	659	294	318	372
매출채권	30	32	27	28	31
재고자산	8	8	7	8	9
비유동자산	2,755	3,070	3,164	3,167	3,176
투자자산	354	397	462	481	501
유형자산	2,236	2,510	2,540	2,526	2,517
무형자산	165	163	162	160	159
자산총계	**3,618**	**3,934**	**3,975**	**4,023**	**4,111**
유동부채	691	668	610	634	664
매입채무	118	117	113	119	129
유동성이자부채	409	363	298	309	320
비유동부채	1,142	1,190	1,159	1,101	1,044
비유동이자부채	918	888	848	777	707
부채총계	**1,833**	**1,859**	**1,769**	**1,735**	**1,708**
자본금	47	47	48	48	48
자본잉여금	336	336	370	370	370
이익잉여금	572	629	707	788	903
자본조정	450	624	608	608	608
자기주식	(25)	(25)	(22)	(22)	(22)
자본총계	**1,785**	**2,075**	**2,206**	**2,288**	**2,403**
투하자본	2,296	2,642	3,057	3,055	3,057
순차입금	521	592	852	768	656
ROA	1.8	2.0	2.4	2.4	3.1
ROE	4.5	5.0	5.6	5.3	6.8
ROIC	5.3	4.0	4.0	5.6	7.1

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	682	823	1,076	1,085	1,469
BPS	15,318	17,824	18,756	19,636	20,878
DPS	100	150	150	150	150
Multiples(x,%)					
PER	19.5	11.7	15.9	15.8	11.6
PBR	0.9	0.5	0.9	0.9	0.8
EV/ EBITDA	7.6	6.9	10.5	8.6	6.8
배당수익율	0.8	1.6	0.9	0.9	0.9
PCR	4.8	3.6	6.0	8.6	7.3
PSR	1.2	0.8	1.4	1.2	1.1
재무건전성 (%)					
부채비율	102.7	89.6	80.2	75.9	71.1
Net debt/Equity	29.2	28.5	38.6	33.6	27.3
Net debt/EBITDA	227.6	276.5	367.7	280.2	200.5
유동비율	124.9	129.3	133.0	135.0	140.7
이자보상배율	3.5	2.8	3.5	6.4	9.2
이자비용/매출액	7.1	6.8	5.4	4.4	3.9
자산구조					
투하자본(%)	66.4	71.4	80.2	79.3	77.8
현금+투자자산(%)	33.6	28.6	19.8	20.7	22.2
자본구조					
차입금(%)	42.6	37.6	34.2	32.2	30.0
자기자본(%)	57.4	62.4	65.8	67.8	70.0

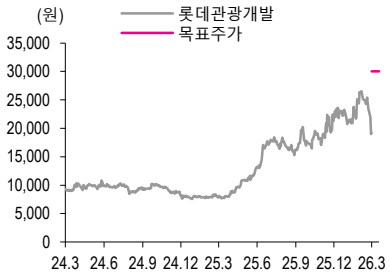
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**288**	**196**	**215**	**176**	**211**
당기순이익	80	111	144	146	198
자산상각비	83	78	75	76	76
운전자본증감	73	0	(6)	(7)	(6)
매출채권감소(증가)	(4)	(9)	9	(1)	(3)
재고자산감소(증가)	(1)	0	1	(1)	(1)
매입채무증가(감소)	11	10	16	6	10
투자현금	**(26)**	**(186)**	**(405)**	**(80)**	**(86)**
단기투자자산감소	33	(133)	(323)	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	1	1	(0)	(0)
설비투자	(62)	(50)	(87)	(59)	(64)
유무형자산감소	6	(0)	3	(2)	(2)
재무현금	**(61)**	**(123)**	**(110)**	**(73)**	**(72)**
차입금증가	(106)	(113)	(97)	(60)	(59)
자본증가	45	0	0	0	0
배당금지급	0	(9)	(13)	(13)	(13)
현금 증감	202	(111)	(299)	23	54
총현금흐름(Gross CF)	**252**	**246**	**262**	**183**	**217**
(-) 운전자본증가(감소)	(209)	125	305	7	6
(-) 설비투자	62	50	87	59	64
(+) 자산매각	6	(0)	3	(2)	(2)
Free Cash Flow	405	71	(126)	115	145
(-) 기타투자	(0)	(1)	(1)	0	0
잉여현금	405	72	(125)	115	145

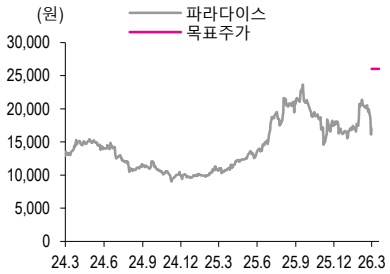
롯데관광개발 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2026-03-09	담당자변경			
2026-03-09	Buy	31,000		

파라다이스 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2026-03-09	담당자변경			
2026-03-09	Buy	26,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.1%)	Hold (2.9%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Profile

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02)739-6286