

SECTOR INITIATION

2026. 6. 15

금융/소비재팀

이혜인 Analyst

hyeining.lee@samsung.com

▶ 종목 정보

파라다이스 (034230KS, 13,680)

목표주가 19,000원 26.7%

BUY

롯데관광개발 (032350KS, 18,050)

목표주가 23,000원 29.1%

BUY

GKL (114090KS, 10,630)

목표주가 13,000원 7.7%

HOLD

강원랜드 (035250KS, 15,040)

목표주가 18,000원 14.6%

BUY



리서치센터 리포트
바로가기

레저 (OVERWEIGHT)

Beyond normalization: 수익성 제고가 곧 경쟁력

- 방한 외국인 관광객의 구조적 성장에 따른 카지노 산업 수혜 전망
- 카지노 외 사업 확장이 만드는 멀티플 확장 여력
- 투자 확대가 수익성 제고로 이어지는 업체가 주가 차별화 주인공이 될 것

인바운드 관광객의 구조적 성장과 이에 따른 카지노 업체 수혜 기대: '25년 방한 외국인 관광객은 1,894만 명(+16%)로 역대 최대 외국인 관광객 규모를 기록. 이를 이어 '26년은 외국인 관광객 2,100만명 (+11%)를 기록할 것으로 전망. 이에 대한 이유는 (1) 한국 여행에 대한 글로벌 관광객들의 관심 증가와 이를 뒷받침할 수 있는 (2) 항공 노선 확대에 따른 접근성 제고에 기인. 또한 (3) 주요 방문국의 개별 수요 회복 요인(한일령, 원화 가치 상대적 약세 등)에 따라, '26년은 역시 역대 최대 방문객을 달성할 것으로 기대. 한편 외국인 방문객과 카지노 입장객은 일부 상관관계를 가지고 있다는 판단. 이에 대한 요인은 관광객 성장에 따라 국내 외국인 카지노 업체의 총 매출액은 '25년 2.3조원(+22% y-y)과 방문객 수 349만 명(+19%)를 기록하며, 코로나 이후 실적 성장이 지속되고 있기 때문.

카지노 외 사업 확장이 만드는 멀티플 확장 여력: 인바운드 관광객 확대 및 카지노 업체 실적 개선 추세에도 불구하고, 국내 카지노 업체들의 평균 27E PER은 11~12배 수준. ('14년 PER 20배, '18년 PER 36배 대비 각각 43%, 68% 하락) 비록 과거와 같이 20배 이상의 높은 멀티플로의 회복은 어려울 것으로 전망하나, 현재 밸류에이션 대비 재평가 여지는 충분하다는 판단. 또한 중장기적으로는 10배 중반 수준의 PER 멀티플 달성이 가능할 것으로 기대. 이에 대한 이유는 (1) 국내 카지노 업체들은 여전히 중국인 의존도가 높아 반부패 규제 리스크에 노출된 마카오 업체 27E 평균 PER 10배 대비 프리미엄 부여 가능하기 때문. 또한 (2) 현재 국내 카지노 업체들은 카지노 외 사업 확장을 위한 호텔 설립 및 인수에 나서고 있는 만큼, 중장기적으로는 호텔 산업의 PER 20배 대비 멀티플 디스카운트가 해소될 수 있다는 판단.

수익성 제고가 주가 차별화의 핵심: 다만 시장의 우려는 비카지노 부문에 대한 대규모 투자가 수익성 제고로 이어질 수 있는지 여부. 결국 향후 비카지노 사업 확장이 수익성 제고로 이어지는 업체를 중심으로 주가 차별화 나타날 것으로 전망. 예시로 마카오는 '15년 대규모 투자 이후 OPM이 12%에서 17%로 상승하며 PER 멀티플이 18배에서 24배까지 확대됐으며, '25년 이후 투자 확대 사이클에서도 카지노-비카지노 시너지를 통해 수익성 제고를 달성한 업체들이 상대적으로 양호한 주가 흐름을 보임. 이에 따라 최선호 기업으로 롯데관광개발과 파라다이스를 제시. 롯데관광개발은 드림타워 실적이 본격화되며 '24년 흑자전환에 성공. 카지노 콤포용 객실 비중이 '21년 11%에서 '25년 약 50%로 확대되며 카지노-비카지노 시너지가 가시화되는 만큼, 향후 이익 레버리지 지속될 것으로 판단. 한편 파라다이스는 '25년 9월 그랜드 하얏트 인천 인수를 통해 VIP용 객실 공급 여력 확대. 향후 파라다이스시티 카지노와 하얏트 호텔의 시너지 확대로 중장기 실적 레버리지가 본격화될 것으로 판단.

REPORT

CONTENTS

01 방한 외국인 증가에 따른 카지노 수혜 기대 6p

- 1) 2026년 2,000만 인바운드 시대
- 2) 높아진 국가 위상, 증가하는 한국 여행 관심도
- 3) 관광 수요 흡수를 위한 운송 인프라 확충 완료
- 4) 주요 방문국 중심의 추가 성장 여력
- 5) 카지노 입장객과 외국인 관광객의 상관관계 확인

02 카지노 외 사업 확장이 만드는 멀티플 확장 여력 15p

- 1) 과거 PER 20 이상의 멀티플 회복은 제한적이나, 현 수준에서의 재평가 여지는 충분
- 2) 마카오 카지노 업체 대비 멀티플 프리미엄 지속 가능할 것
- 3) 중장기적으로는 호텔 섹터 대비 멀티플 디스카운트 해소까지

03 수익성 제고가 주가 차별화의 핵심이 될 것 23p

- 1) 복합리조트 투자 확대와 수익성 제고 가능성
- 2) 마카오 선례: 대규모 시설 투자 → 수익성 제고 → 밸류에이션 리레이팅
- 3) 마카오 Case study: MGM, Galaxy
- 4) Top pick - 롯데관광개발, 파라다이스

04 커버리지 기업 30p

- 1) 파라다이스: 호텔 멀티플을 향한 여정
- 2) 롯데관광개발: 드림타워가 만든 차별화된 성장 구조
- 3) GKL: 인바운드 수혜 속, 중장기 성장 동력 확보가 관건
- 4) 강원랜드: 감내하면 돌아올 성장과 배당

카지노 산업 Overweight

Beyond normalization: 수익성 제고가 곧 경쟁력

인바운드 관광객의 구조적 성장과 카지노 업체 수혜 기대

2025년 방한 외국인 관광객은 1,894만 명(+16% y-y)으로 역대 최대치를 기록했으며, 2026년에는 2,100만 명(+11%)으로 재차 최고치를 경신할 것으로 전망한다. 이에 대한 근거는 (1) K-컬처 확산과 국가 브랜드 신뢰도 상승에 따른 한국 여행 관심도 증가, (2) 인천공항 4단계 확장 완료 및 취항 도시 수 확대에 따른 항공 접근성 제고, (3) 중국 무비자 정책 및 한일령에 따른 대체 수요 유입, 엔화 가치 정상화에 따른 일본인 방문객 회복 등 주요 방문국별 개별 수요 회복이다.

외국인 방문객 증가는 카지노 업종에 긍정적인데, 이는 외국인 방문객 수와 카지노 입장객 간 유의미한 상관관계가 존재하는 것으로 판단하기 때문이다. 2025년 국내 외국인 카지노 GGR은 2.3조원(+22% y-y)으로 인바운드 관광객의 성장과 궤를 같이하며 역대 최고를 기록했으며, 카지노 방문객 수 역시 349만 명(+19%)으로 전체 인바운드 관광객 성장률(+16%)을 상회했다. 특히, 인바운드 관광객의 국적 다변화가 진행되며 카지노 방문객 믹스 역시 중국 VIP 편중에서 일본·기타 VIP 및 매스 중심으로 재편되는 만큼 향후 인바운드 외국인 방문객의 성장은 국내 카지노사들의 실적 개선에 기여할 것으로 전망한다.

카지노 외 사업 확장이 만드는 멀티플 확장 여력

인바운드 관광객 확대 및 카지노 업체 실적 개선 추세에도 불구하고, 국내 카지노 업체들의 평균 27E PER은 11~12배에 머물고 있다. 이는 카지노 성장기였던 '14년 평균 PER 20배, 파라다이스시티 개장 기대감이 반영됐던 '18년 PER 36배 대비 각각 43%, 68% 하락한 수준이다.

당사는 국내 카지노 업체들이 과거와 같이 20배 이상의 높은 멀티플 회복은 어렵다고 판단한다. 이에 대한 이유는 (1) '14년 높은 멀티플의 핵심 동력은 중국 VIP 성장이었으나, 현재는 중국의 반부패 기조가 지속되며 중국 VIP 회복의 불확실성이 높아진 상황이다. (2) '18년 36배 PER은 국내 최초 복합리조트인 파라다이스시티(카지노·호텔·MICE·엔터테인먼트 복합) 개장에 따른 섹터 전반의 기대감이 선반영된 결과였으며, 현재는 향후 2~3년 내 파라다이스시티에 준하는 신규 복합리조트 개장 계획이 부재한 상황이다. 추가적으로 (3) K-컬처 열풍을 배경으로 방한 외국인 관광객의 소비 패턴이 다변화되며, 카지노의 상대적 매력도가 과거 대비 희석된 점도 고려할 필요가 있다.

다만 국내 카지노 업체는 현재 밸류에이션 대비 재평가 여지는 충분하며, 중장기적으로 10배 중반 수준의 PER 멀티플 달성이 가능하다고 판단한다. 이는 (1) 국내 카지노 업체들은 여전히 중국인 의존도가 높아 반부패 규제 리스크에 노출된 마카오 업체 27E 평균 PER 10배 대비 프리미엄을 받을 수 있음에 기인한다. 또한 (2) 현재 국내 카지노 업체들은 카지노 외 사업 확장을 위한 호텔 설립 및 인수에 나서고 있는 만큼, 중장기적으로는 호텔 산업의 PER 20배 대비 멀티플 디스카운트가 축소될 수 있다는 판단이다.

수익성 제고가 주가 차별화의 핵심

복합리조트 전환이 방문객 증가와 멀티플 제고에 기여할 수 있다는 점은 긍정적이거나, 시장에서는 이러한 대규모 투자 확대가 실질적인 수익성 제고로 이어질 수 있는지에 대해 우려가 존재하는 상황이다. 결국 이러한 우려를 고려할 때, 카지노 외 사업 확장이 실질적인 수익성 제고로 이어질 수 있는지 여부가 밸류에이션 리레이팅의 핵심이 될 것으로 판단한다. 이를 위한 조건은 카지노와 비카지노 부문간 시너지로, 단기적으로 카지노 업체들이 카지노 중심의 사업 구조에서 완전히 탈피하기 어려운 만큼, 비카지노 투자가 VIP 모객 역량 강화 및 호텔 방문객의 카지노 이용 전환으로 이어지는지가 관건이 될 것이다.

한편 과거 2015년 마카오의 대규모 투자 사례는 수익성 개선과 멀티플 제고에 대한 유효한 선례를 제공한다. 당시 마카오 카지노 업체들은 투자에 따른 영업이익 급락('15년 -51% y-y) 이후 2016~2017년 수익성이 빠르게 회복되며(OPM '15년 2% → '17년 16%, NPM 11% → 14%), PER 멀티플이 '15년 18배에서 '17년 24배까지 확대됐다. 최근 사이클에서도 MGM China와 Galaxy처럼 카지노-비카지노 시너지 확대를 통해 수익성 제고를 달성한 업체들이 주가 낙폭이 제한적이었다는 점에서, 향후 수익성 제고 여부가 주가 차별화의 핵심이 될 것으로 판단한다.

국내에서는 롯데관광개발과 파라다이스가 이에 부합하는 기업으로 판단한다.

1. 롯데관광개발 - 제주 드림타워 통한 시너지 가시화

롯데관광개발은 제주 드림타워의 실적이 본격화되며 2024년 흑자전환(영업이익 +390억원)에 성공했고, 카지노 VIP 콤플렉스 객실 비중이 2021년 11%에서 2025년 40~50%로 확대되며 카지노-비카지노 시너지가 가시화되고 있다. 이에 따라 매출과 이익의 동반 성장이 지속될 것으로 전망하며, 26년 매출액 7,920억원 (+21% y-y), 영업이익 2,000억원 (+40% y-y) 및 '27년 매출액 8,970억원(+13%), 영업이익 2,440억원(+22%)을 기록하며, '24년과 '25년에 이어 가파른 실적 성장세를 이어갈 것으로 기대한다.

2. 파라다이스 - 그랜드 하얏트 인천 인수 통한 실적 레버리지 본격화 기대

파라다이스는 2025년 9월 그랜드 하얏트 인천 인수를 통해 VIP용 객실 공급 여력이 확대되며 중장기 실적 레버리지가 본격화될 것으로 판단한다. 단기적으로는 호텔 인수에 따른 비용 증가가 불가피하나, 신규 호텔과 카지노 부문 간 시너지가 확대되는 구간에 진입할 경우 매출과 수익성의 점진적 개선될 것으로 기대한다. 이에 따라 동사 실적은 '26년 매출액 1.3조원(+13% y-y), 영업이익 1,909억원(+23%, OPM 15%), '27년 매출액 1.4조원(+10%), 영업이익 2,432억원(+27%, OPM 17%)을 기록할 것으로 전망한다.

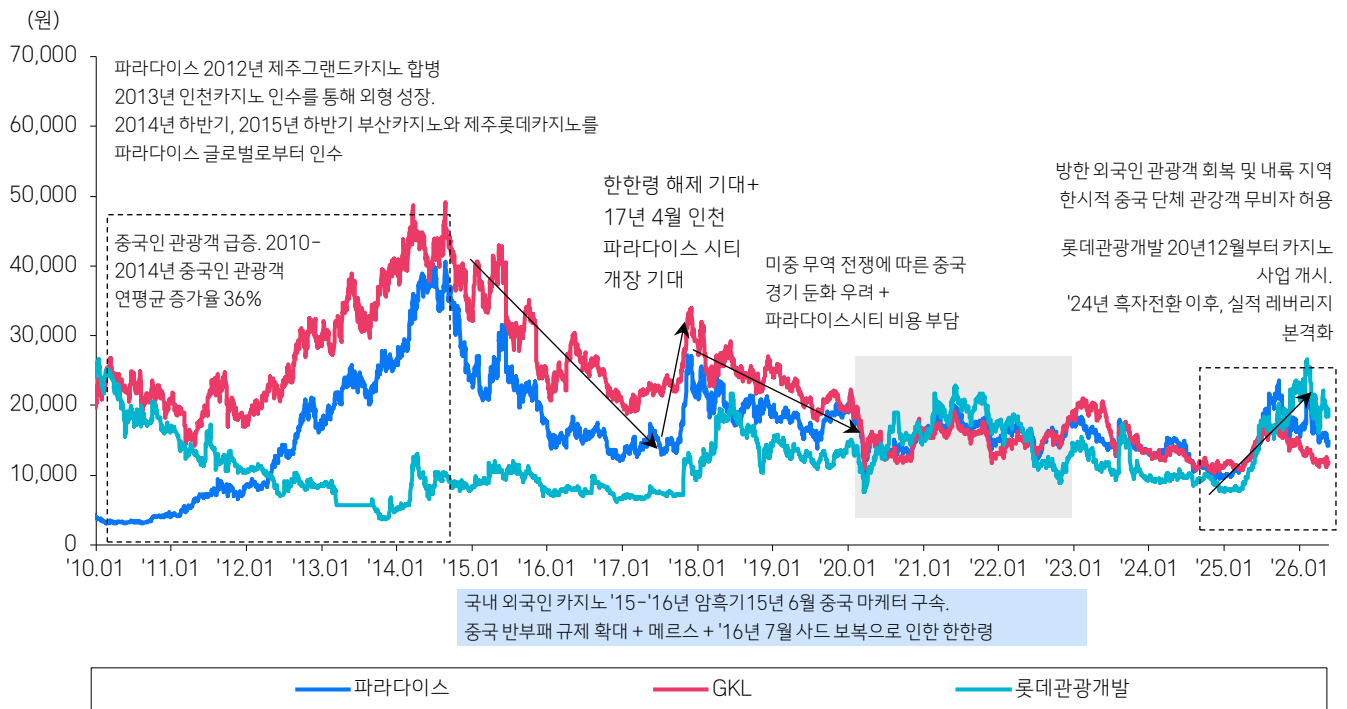
카지노 커버리지 기업: 투자 의견 및 예상 실적

	투자의견	목표주가 (원)	'26년 매출액	증감률 (YoY)	'27년 매출액	증감률 (YoY)	'26년 영업이익	증감률 (YoY)	'27년 영업이익	증감률 (YoY)	26E PER	27E PER
*파라다이스	BUY	19,000	1,294	+13%	1,423	+10%	191	+23%	243	+27%	15	11
*롯데관광개발	BUY	23,000	792	+21%	897	+13%	200	+40%	244	+22%	21	10
GKL	HOLD	13,000	467	+10%	495	+6%	70	+33%	77	+10%	13	12
강원랜드	BUY	18,000	1,478	flat	1,533	+4%	212	-10%	229	+8%	13	12

참고: 단위-십억원

자료: 각 사, 삼성증권 추정

국내 카지노 업체 주가 추이



자료: 퀀티와이즈, 삼성증권

성장하는 Q

방한 외국인 증가에 따른 카지노 수혜 기대

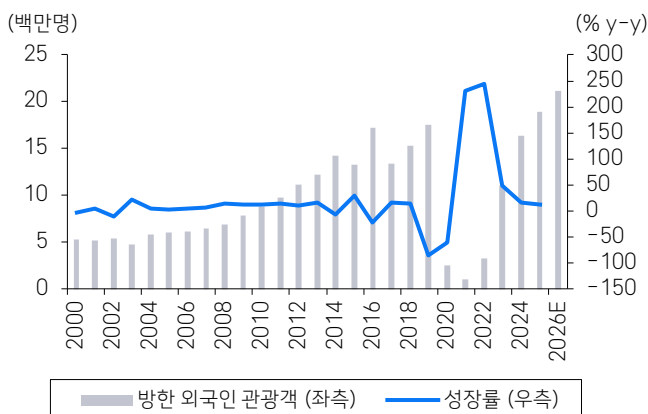
방한 외국인 증가에 따라 카지노 업체의 수혜가 기대된다. '25년 국내 인바운드 관광객 1,894만 명 (+16% y-y)으로 역대 최고 수준을 기록함과 동시에, 국내 외국인 카지노 GGR 역시 2.3조원(+22%)으로 최고 수준을 기록하며 성장의 궤를 함께하는 모습이다. 즉, 향후 카지노 산업은 높아진 국가 위상 및 K-컬처 확산에 따라 방한 외국인의 지속적인 성장이 기대되고, 이에 따른 카지노 방문객 증가와 실적 개선이 지속될 것으로 예상된다.

2025년은 이미 역대 최대 규모의 관광객 기록

'25년은 소위 한국 방문의 해였다. '25년 국내 외국인 방문객은 1,894만 명으로 전년 대비 16% 성장했으며, 코로나 전 역대 최대 인바운드 관광객을 기록했던 '19년의 1,750만 명을 뛰어 넘은 상황이다. 또한 '24년 +48%의 글로벌에서 가장 높은 인바운드 성장률을 기록한 점을 고려하면, 24년의 높은 기저에도 불구하고 주변국의 '25년 인바운드 증가율(한국 +16%, 일본은 +16%, 말레이시아 +11%, 베트남, +20%, 싱가포르 +2%, 인도네시아 +11%)대비해서도 양호한 성장세를 기록했다.

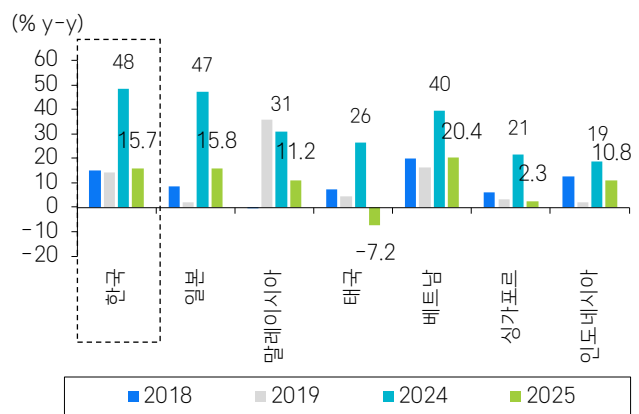
'26년 인바운드 관광객은 다시 한 번 전년도에 기록한 최고치를 경신할 것으로 예상된다. '26년 외국인 관광객 수는 2,100만명 (+11%)를 기록할 것으로 전망한다. 이에 대한 이유는 크게 세 가지로 판단된다. (1) 한국 여행에 대한 글로벌 관광객들의 관심 증가와 더불어 (2) 이를 뒷받침할 수 있는 항공 노선, 크루즈 기항 횟수 증가 등에 따른 접근성 확대가 기대되는 가운데, (3) 주요 방문국의 개별 수요 회복 요인(중국 비자 규제 완화, 한일령, 엔화 가치 정상화 등)도 긍정적으로 기여할 전망이다기 때문이다.

방한외국인 관광객 추이 및 전망



자료: 한국관광데이터랩, 삼성증권 추정

주요 아시아국 관광객 성장률 추이



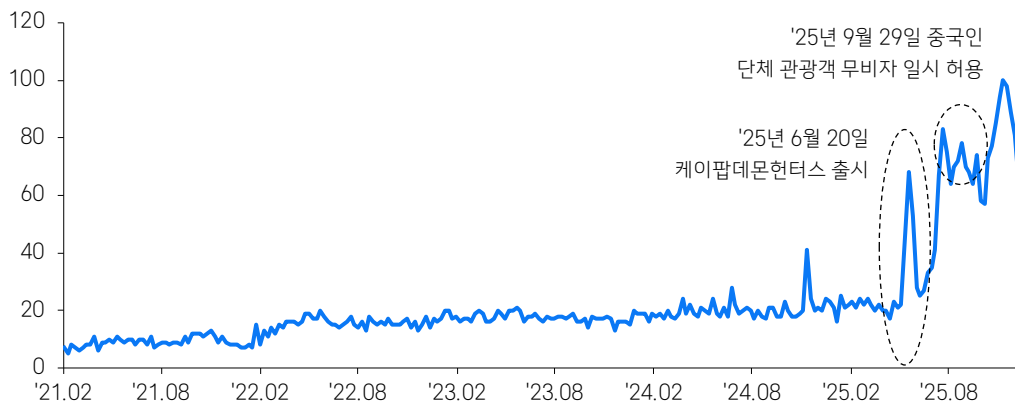
자료: 한국관광데이터랩, CEIC, 삼성증권

2026년 2,000만 인바운드 시대를 열다!

1. 높아진 국가 위상, 증가하는 한국 여행 관심도

한국 여행에 대한 관심 증가는 글로벌 검색 트렌드에서도 쉽게 확인된다. 구글 트렌드 기준 '한국여행' 검색량은 2025년 하반기 이후 뚜렷한 상승 흐름을 보였는데, 이는 K-콘텐츠 흥행 효과('25년 6월 케이팝 데몬 헌터스 출시) 등 문화적 파급력이 실제 관광 관심도로 전환되고 있음을 의미한다.

구글: '한국여행' 검색량 추이



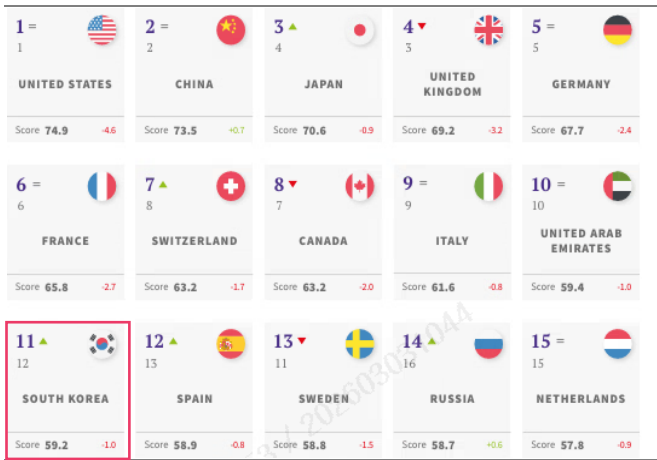
자료: 구글, 삼성증권

또한 국가 위상 측면에서도 긍정적 변화가 확인된다. 'Brand Finance'가 발표하는 'Global Soft Power Index'에서 한국은 24년 15위, 25년 12위, 26년 11위를 기록하며, 최근 상위권으로 재진입하는 흐름을 보이고 있다.

이는 한류 확산과 함께 산업 경쟁력 등에 따라 국가 브랜드 신뢰도가 복합적으로 개선된 결과로 판단된다. 특히 소프트파워는 단기 이벤트보다 국가 전반의 매력도, 영향력을 반영하는 지표라는 점에서, 향후 관광 수요의 구조적 기반이 강화될 수 있다는 점에서 의미가 있다.

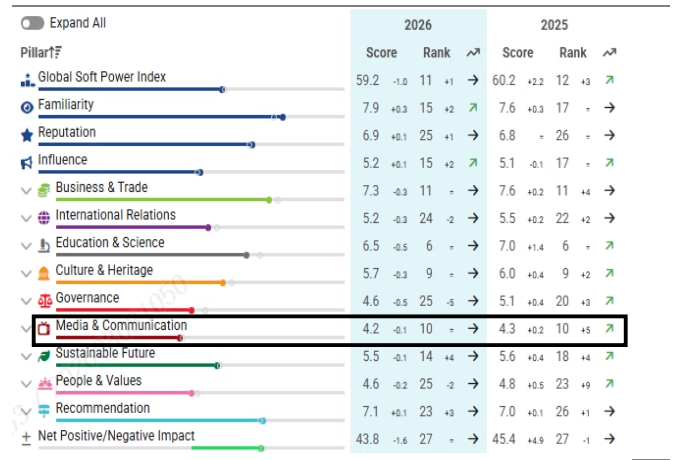
(*Global Soft Power: 글로벌 10만 명 이상을 대상으로 전 세계 국가에 대한 인식을 조사해 점수화. 3가지 기본 요소(인지도, 평판, 영향력)와 8개의 세부 영역(문화, 비즈니스, 외교, 거버넌스, 교육 등)을 기준으로 평가)

2026 글로벌 소프트파워 인덱스 탑20



자료: Brand Finance, 삼성증권

한국: Media 부문에서 높은 랭킹 유지

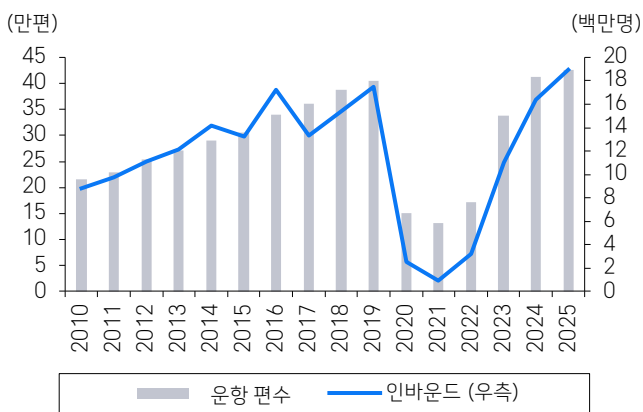


자료: Brand Finance, 삼성증권

2. 관광 수요 흡수를 위한 운송 인프라 확충 완료

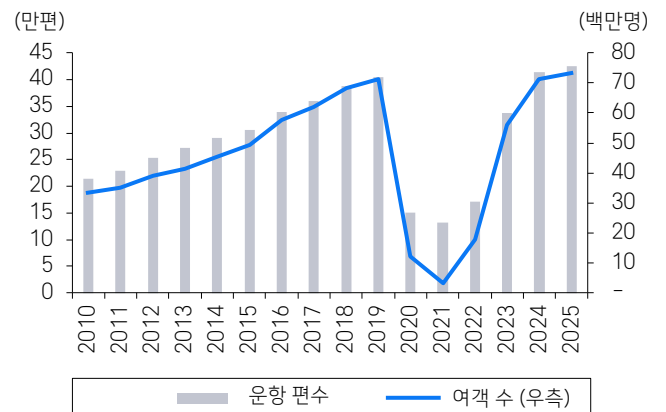
단순히 가고 싶다는 마음이 실행으로 이어지기 위해서는 교통 수단의 확충이 수반되어야 하는데, 최근의 항공 공급 확대는 한국 관광에 대한 글로벌 수요의 증가가 실질적인 방문객 증가로 이어지도록 하는 핵심 요소이다. 운항 편수와 좌석 공급이 늘어 추가적인 수요 흡수가 가능한데, 긍정적인 점은 (1) 인천 국제공항의 취항 도시 수가 2025년 기준 183개로 코로나 이후 '23년 155개, '24년 178개에서 꾸준히 증가한 것은 물론, (2) 2025년 운항 편수가 42.5만 편, 여객은 7,317만 명을 기록하며 역대 최고 수준을 달성했다는 것이다.

운항 편수 및 인바운드 관광객 추이



자료: 인천국제공항공사, 삼성증권

운항 편수 및 여객 수 추이



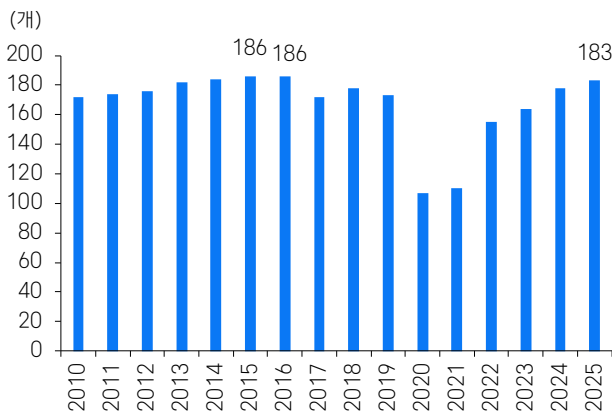
자료: 인천국제공항공사, 삼성증권

향후에도 운항 확대 및 이에 따른 방문객 증가는 지속될 것으로 전망한다. 이는 (1) 공항 인프라 여력 및 (2) 주요국 취항 도시 수 미회복 등에 기인한다.

(1) 공항 인프라 여력: 인천공항은 2024년 말 7년에 걸친 4단계 확장 공사가 마무리되며, 현재 연간 약 1억 6백만 명의 여객을 수용할 수 있는 인프라를 확보한 상태다. 즉 현재 여객 수 7천 만명에서 최대 1.06억 명까지 물리적 수용 능력 측면에서 추가 운항 편수 증가가 가능하다.

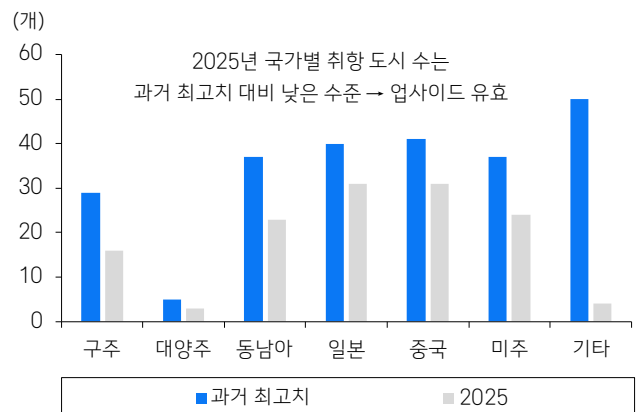
(2) 주요국 취항 도시 수 미회복: 국가별 취항 도시 수 관점에서도 방문객 추가 여력이 존재한다. 2025년 기준으로 국가별 취항 도시 수를 보면, 인바운드 관광객 중 상당 부분을 차지하고 있는 일본과 중국의 취항 도시 수는 각각 31개를 기록 중인데, 이는 과거 최고치(일본 40개, 중국 41개)에 비해 아직 완전한 회복이 이뤄지지 않았음을 확인할 수 있다. 이러한 가운데, 중국의 경우 단체 관광객 비자 완화 등 정책 변수에 따라 취항 도시 수가 과거 수준으로 회복될 가능성이 존재한다.

취항 도시 수 추이



자료: 인천국제공항공사, 삼성증권

국가별 취항 도시 수 추이



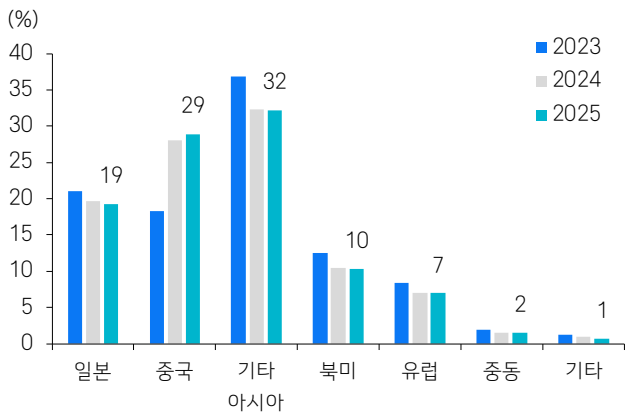
자료: 인천국제공항공사, 삼성증권

3. 주요 방문국 중심의 추가 성장 여력

특히 중국과 일본 등 주요 방문국을 중심으로 방한 관광 수요의 추가 확대가 기대된다. 국내 인바운드 관광객 중 아시아 지역 비중은 80% 이상을 차지하며, 2025년 기준 중국은 29%(548만 명), 일본은 19%(365만 명)를 기록했다. 두 국가가 전체 인바운드 관광객의 절반 이상을 차지하고 있는 만큼, 이들 국가의 방한 수요 변화는 전체 인바운드 성장에 직접적인 영향을 미친다.

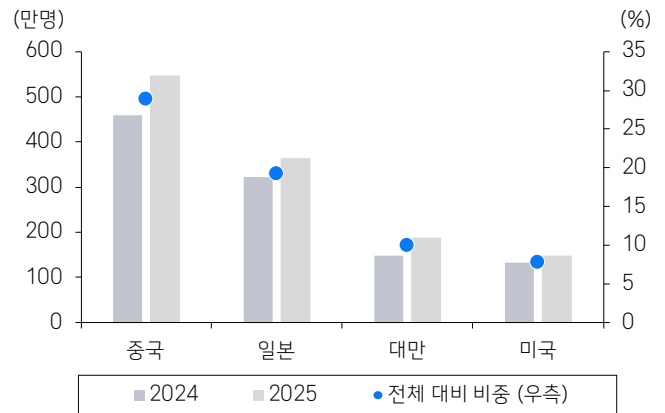
긍정적인 점은 현재 중국과 일본 모두에서 방한 수요가 확대될 수 있는 요인이 존재한다는 점이다. (1) 원화 약세 지속은 해외 관광객의 구매력 증대를 의미하는 가운데, (2) 중·일 갈등에 따른 대체 여행 수요 확대 속에서 한국으로의 방문이 늘어날 여지가 크고, (3) 특히, 일본은 가파른 항공 공급 확대가 방한 수요 증가로 이어질 것으로 전망한다.

국가/대륙별 방한 외국인 비중



자료: 한국관광공사, 삼성증권

주요 방문객 Top 4



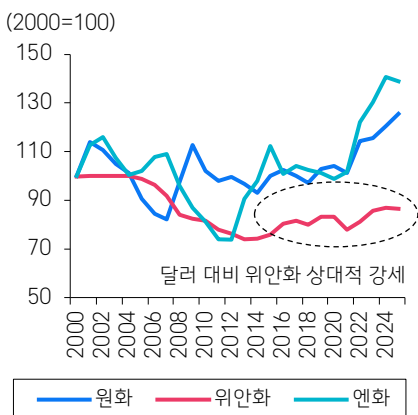
자료: 한국관광공사, 삼성증권

3-1. 원화 약세 지속, '구매력 회복'으로 연결

거시경제 환경 역시 국내 관광 수요에 우호적으로 작용하고 있다. 특히 원화 약세 지속은 중국 및 일본 관광객 유입 확대에 긍정적인 요인으로 판단된다. 실제로 '23년 원달러 환율 평균 1,300원을 기록한 이후, '25년 달러 대비 원화 가치는 '23년 대비 9% 하락한 반면 위안화는 1%, 엔화는 6% 하락에 그치며 상대적으로 하락폭이 제한적이었다. 또한 '24년 이후 원화 대비 위안화 가치는 지속적으로 상승하며, 중국인 관광객의 실질 구매력 증가와 이에 따른 방한 중국인 수 증가로 이어지고 있다.

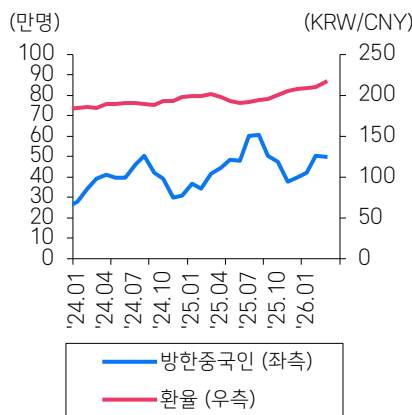
한편 일본의 경우 엔화 약세로 인해 과거 대비 해외 구매력이 제한적이었으나, 향후 금리 인상에 따른 통화 정책 정상화가 진행되면서 점진적인 구매력 회복이 기대된다. 실제 일본은 '24년 3월 기준금리를 -0.1%에서 플러스로 전환한 이후, '25년 12월 0.75% 수준까지 인상했으며, 당사 하우스뷰에 의하면 '26년 1.0%, '27년 1.25%까지 추가 인상이 전망하며, 이는 곧 일본인들의 해외 여행 수요에 긍정적으로 작용할 것으로 기대한다.

달러 대비 한중일 환율 추이



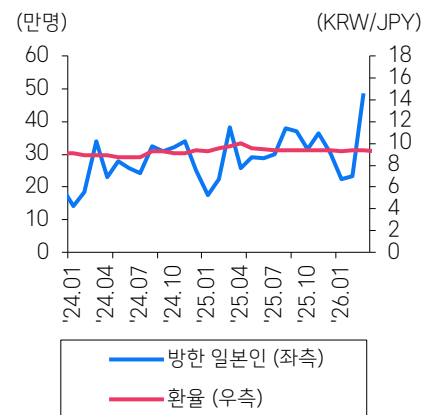
자료: Bloomberg, 삼성증권

방한 중국인 및 환율 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

방한 일본인 및 환율 추이



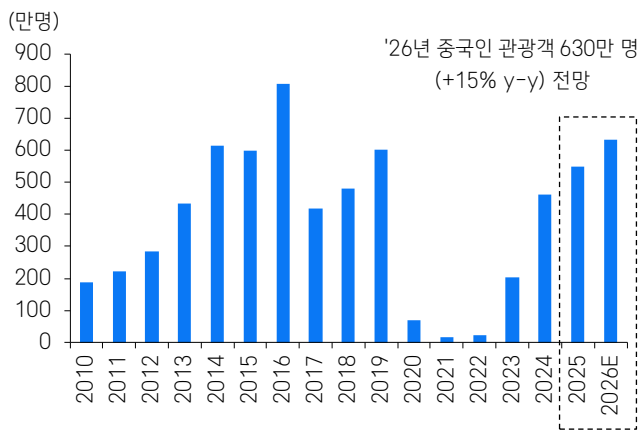
자료: Bloomberg, 삼성증권

3-2. 중국: 일본 대신 한국을 선택하는 중국인 관광객 유입 증가 기대

2026년 방한 중국인 관광객은 약 630만 명(+15%y-y)을 기록하며 주요 방문국 가운데 가장 높은 성장률을 보일 것으로 전망된다. 이는 (1) 정책적 장벽 완화와 더불어 (2) 중·일 관계 악화 속에서 일본 대신 한국을 여행지로 선택하는 중국인 관광객이 늘어날 가능성이 높다고 판단하기 때문이다.

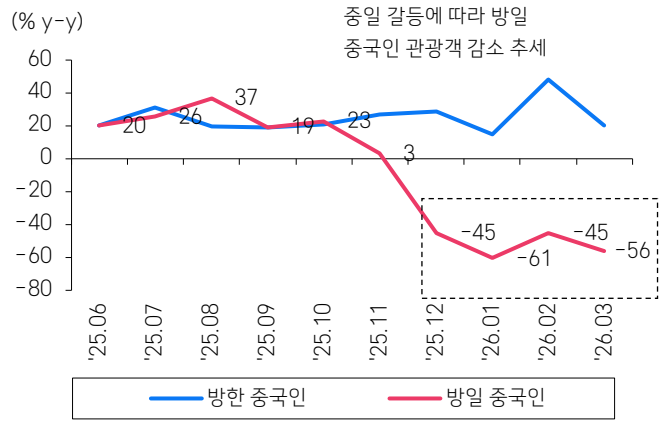
실제로 이는 한일 양국의 중국인 관광객 수 변화에서 이미 확인되고 있다. 2025년 하반기 이후 중국 단체 관광객에 대한 무비자 정책 시행과 중·일 갈등 심화 속에서 월별 방한 중국인 관광객 수는 약 +20% y-y 성장세를 지속하고 있다. 반면 일본의 경우 2025년 11월 중국 정부의 '한일령' 시행 이후 방일 중국인 관광객 증가율이 2025년 11월 +3%, 12월 -45%, 2026년 1분기 -54% (vs 1Q26 방한 중국인 +27%)를 기록하며 급격한 감소세로 전환됐다.

방한 중국인 관광객 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 삼성증권 추정

방한 중국인 및 방일 중국인 증감 추이

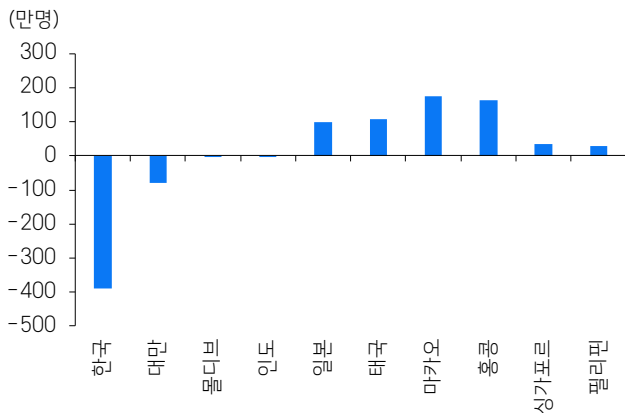


자료: CEIC, 한국관광데이터랩, 삼성증권

특히 과거 '한한령' 당시 사례를 되짚어보면, 중국인 관광객의 유입 효과는 상당한 규모로 커질 가능성이 있다. 2016년 한한령 발표를 기점으로 2017년 한국을 방문한 중국인 관광객 수는 417만 명을 기록하며 전년 대비 약 390만 명(-48% y-y) 감소한 바 있다. 당시 나타났던 중국인 관광객 수 감소 폭이 금번 일본에서도 동일하게 나타난다고 가정할 경우, 단순 계산으로 (1) 2026년 방일 중국인 관광객은 2025년 909만 명에서 약 470만 명 수준까지 감소할 가능성이 존재하며, (2) 약 439만 명의 감소분 중 일부가 한국을 포함한 대체 여행지로 이동할 가능성이 있다.

구체적으로, (1) 한한령 당시 방일 중국인 성장률이 15%였던 점을 고려해, 금번 한일령으로 방한 중국인 관광객이 15% 증가할 경우, '26년 방한 중국인 관광객은 약 632만 명에 달할 것으로 추정된다. 혹은 (2) 한한령 당시 방한 중국인 감소분 중 25%가 일본 관광객으로 전환된 점을 고려, '26년 방일 중국인이 약 440만 명 감소해 그 중 25%인 110만 명이 한국 관광객으로 전환된다면 '26년 방한 중국인 관광객은 659만 명(+20% y-y)을 기록할 것으로 추정된다.

2016~2017년: 주요국 중국인 관광객 증감



자료: 한국관광공사, 아놀자리서치, 삼성증권

'26년 중국인 관광객 추정

	2016	2017	성장률
한한령	방한 중국인	8,067,722	4,169,353 (48.3)
	방일 중국인	6,373,564	7,355,818 15.4
	전환율		25.2
	2025	2026E	성장률
한일령	Case1. 방한 중국인 15% 증가 가정		
	방한 중국인	5,480,969	6,325,662 15.4
	방일 중국인	9,096,420	4,700,978 (48.3)
	전환율		19.2
한일령	Case2. 전환율 25% 가정		
	방한 중국인	5,480,969	6,588,468 20.2
	방일 중국인	9,096,420	4,700,978 (48.3)
	전환율		25.2
		방한 중국인 증가분	1,107,499

자료: 한국관광공사, 삼성증권 추정

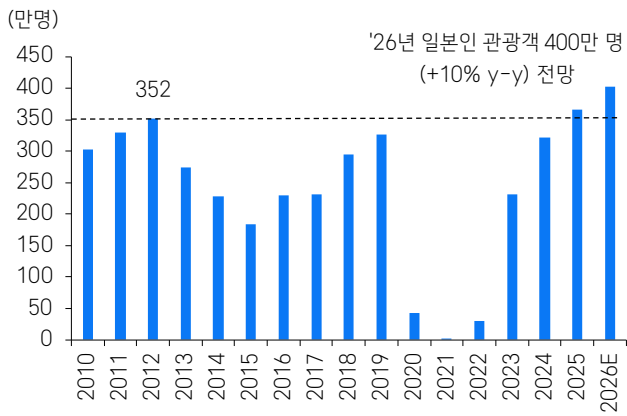
3-3. 일본: 항공 공급 확대와 구매력 회복이 이어갈 역대 최대 실적

'26년 방한 일본인 관광객 수는 400만 명(+10% y-y)을 기록할 것으로 기대하며, 항공 공급 확대와 엔화 가치 안정화를 바탕으로 '25년에 이어 성장세를 지속할 전망이다. '25년 방한 일본인 관광객은 365만 명(+13% y-y)을 기록했으며, 이는 코로나 이전인 '19년 327만 명 대비 17% 증가한 수준이다. 동시에 과거 일본 인바운드 정점이었던 2012년 352만 명을 상회하는 역대 최대 수준이다. 이러한 성장은 일본 노선 항공편 확대와 엔화 가치 안정화가 맞물린 결과로 판단된다. '26년 역시 항공 네트워크 확대와 엔화 강세 가능성이 동시에 존재하는 만큼, 방한 일본인 관광객 증가세는 지속될 것으로 전망한다.

늘어난 항공망이 방한 일본인 수요를 지지

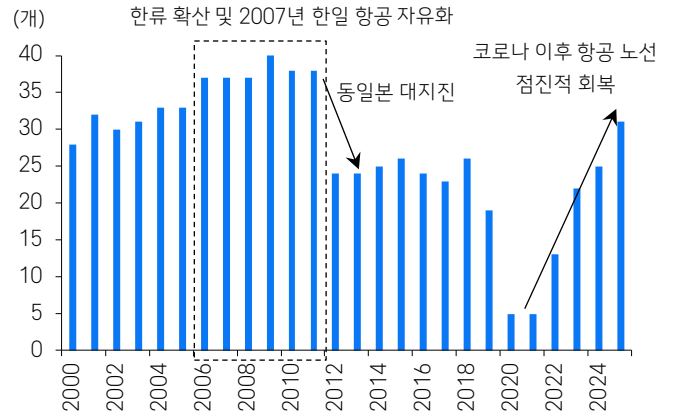
앞서 언급했듯이 인천국제공항의 취항 도시 수는 2025년 기준 183개로 코로나 이후 꾸준히 증가했다 ('23년 155개 → '24년 178개 → '25년 183개). 이 가운데 일본 노선의 확장이 가장 가파르다. 일본 취항 도시 수는 '23년 22개 → '25년 31개까지 확대되었으나, 이는 여전히 과거 최대치인 40개에는 못 미치는 수준이다. 특히 도쿄, 오사카 등 대도시 중심의 노선을 넘어 일본 지방 도시와 한국을 연결하는 직항 노선이 빠르게 복원·신설되고 있다. 이러한 변화는 그동안 잠재되어 있던 지방 출발 수요까지 흡수하며 일본 인바운드 확대를 뒷받침하고 있다.

방한 일본 관광객 추이 및 전망



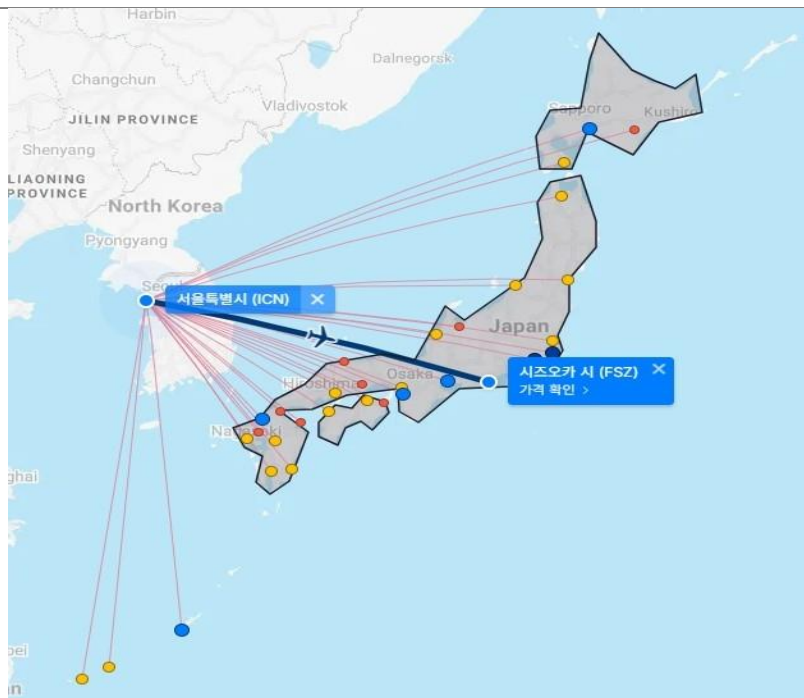
자료: 한국관광공사, 삼성증권

일본 취항 도시 수 추이



자료: 인천공항공사, 삼성증권

인천공항과 연결된 일본 도시



자료: 항공정보포털시스템, 삼성증권

카지노 입장객과 외국인 방문객의 상관관계

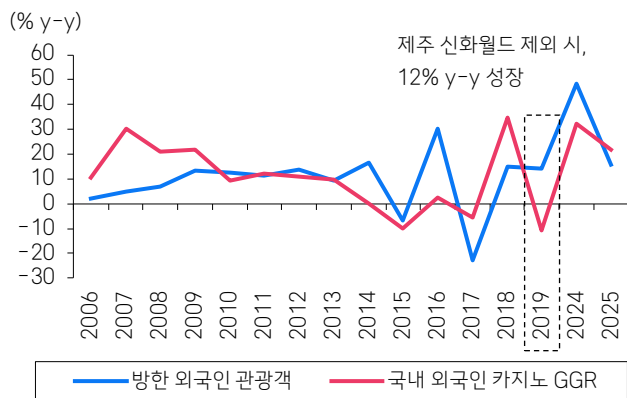
외국인 방문객과 카지노 입장객 역시 유의미한 상관관계를 가지고 있다고 판단한다. 이에 대한 요인은 외국인 방문객 성장에 따라 카지노 업체 GGR 및 방문객 수가 함께 증가하는 추세를 보이고 있기 때문이다.

'25년 인바운드 관광객도 카지노 GGR도 역대 최고

인바운드 관광객과 국내 카지노 GGR 및 방문객 성장률은 유사한 흐름을 보인다. 물론, '15~'17년 중국 반부패 영향으로 중국 VIP가 감소하던 시기에는 일시적으로 디커플링 되는 모습을 보이기도 하였다. 하지만, 코로나 이후부터는 인바운드 관광객의 성장과 카지노 업체 실적이 유사한 흐름을 보이고 있다.

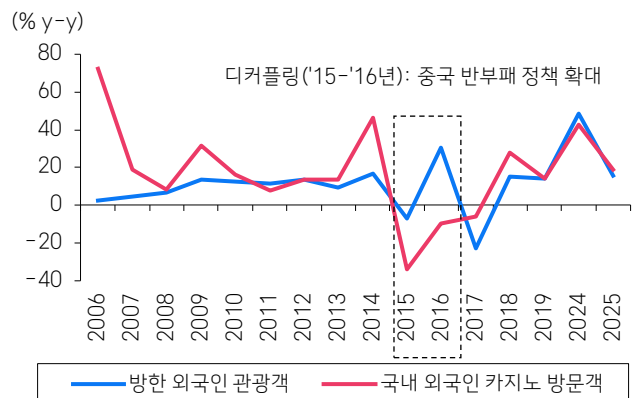
실제로 '25년 국내 외국인 카지노 GGR은 2.3조원(+22% y-y)으로 국내 인바운드 관광객 규모와 함께 역대 최고 수준을 기록했다. 또한 외국인 카지노 방문객의 경우, '25년 349만명으로 전년 동기 대비 19% 성장하며 전체 인바운드 성장률인 16%를 상회했다. 전체 방한 외국인 대비 카지노 입장객 비중 역시 '25년 18.5%로 '24년 18%를 소폭 상회한 만큼, 향후 인바운드 성장과 카지노 업체 수혜 스토리는 유효한 것으로 판단된다.

인바운드 및 국내 카지노 GGR 성장률 추이



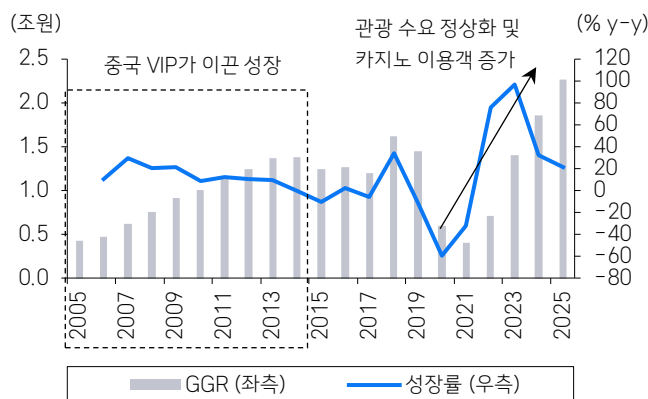
자료: 한국카지노협회, 한국관광데이터랩, 삼성증권

인바운드 및 국내 카지노 방문객 성장률 추이



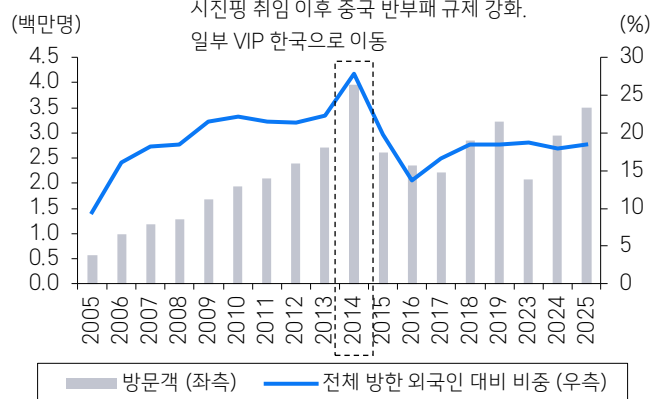
자료: 한국카지노협회, 한국관광데이터랩, 삼성증권

국내 카지노 GGR 및 성장률 추이



자료: 한국카지노협회, 삼성증권

국내 카지노 방문객 및 전체 방한 외국인 대비 비중 추이



자료: 한국카지노협회, 삼성증권

마카오 대비 멀티플 프리미엄을 넘어 호텔 멀티플까지 카지노 외 사업 확장이 만드는 멀티플 확장 여력

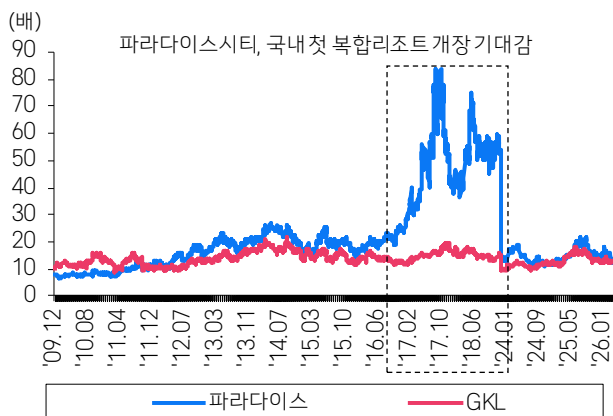
과거 PER 20배 이상의 멀티플 회복은 제한적이거나, 현 수준 대비 재평가 여지는 충분

인바운드 관광객 확대 및 카지노 업체 실적 개선 추세에도 불구하고, 국내 카지노 업체들의 평균 27E PER은 11~12배에 머물고 있다. 이는 카지노 성장기였던 '14년 평균 PER 20배, 파라다이스시티 개장 기대감이 반영됐던 '18년 PER 36배 대비 각각 43%, 68% 하락한 수준이다.

당사는 국내 카지노 업체들이 과거와 같이 20배 이상의 높은 멀티플 회복은 어렵다고 판단한다. 이에 대한 이유는 (1) '14년 높은 멀티플의 핵심 동력은 중국 VIP 성장이었으나, 현재는 중국의 반부패 기조가 이어지며 중국 VIP 회복의 불확실성이 지속되고 있다. (2) '18년 PER 36배는 국내 최초 복합리조트인 파라다이스시티(카지노·호텔·MICE·엔터테인먼트 포함한 복합리조트) 개장에 따른 섹터 전반의 기대감이 선반영된 결과였으며, 현재는 향후 2~3년 내 파라다이스시티에 준하는 신규 복합리조트 개장 계획이 부재한 상황이다. 추가적으로 (3) K-컬처 열풍을 배경으로 방한 외국인 관광객의 소비 패턴이 다변화되며, 카지노의 상대적 매력도가 과거 대비 희석된 점도 고려할 필요가 있다.

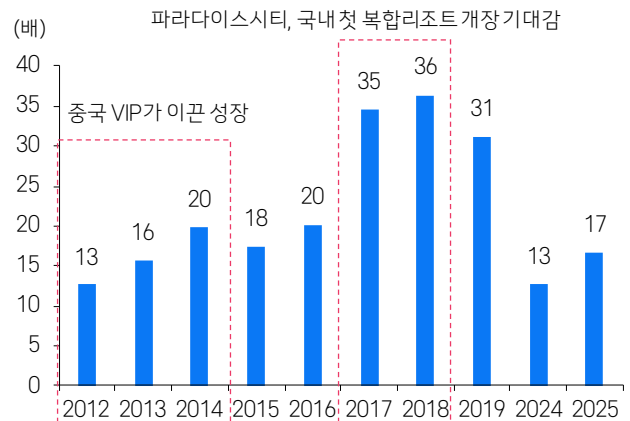
그럼에도 불구하고 국내 카지노 업체는 현재 밸류에이션 대비 재평가 여지는 충분하며, 중장기적으로 10배 중반 수준의 PER 멀티플 달성이 가능하다고 판단한다. (1) 국내 카지노 업체들은 중국인 의존도가 높아 반부패 규제 리스크에 노출된 마카오 업체 27E 평균 PER 10배 대비 프리미엄을 받아야 한다는 판단이다. 또한 (2) 현재 국내 카지노 업체들은 카지노 외 사업 확장을 위한 호텔 설립 및 인수에 나서고 있는 만큼, 중장기적으로는 호텔 산업 PER 20배 대비 멀티플 디스카운트가 축소될 수 있다는 판단이다.

파라다이스, GKL PER 추이



참고: 코로나 시기 제외 / 자료: Bloomberg, 삼성증권

국내 카지노 업체 평균 PER 추이



참고: GKL, 파라다이스 평균 / 코로나 시기 제외 / 자료: Bloomberg, 삼성증권

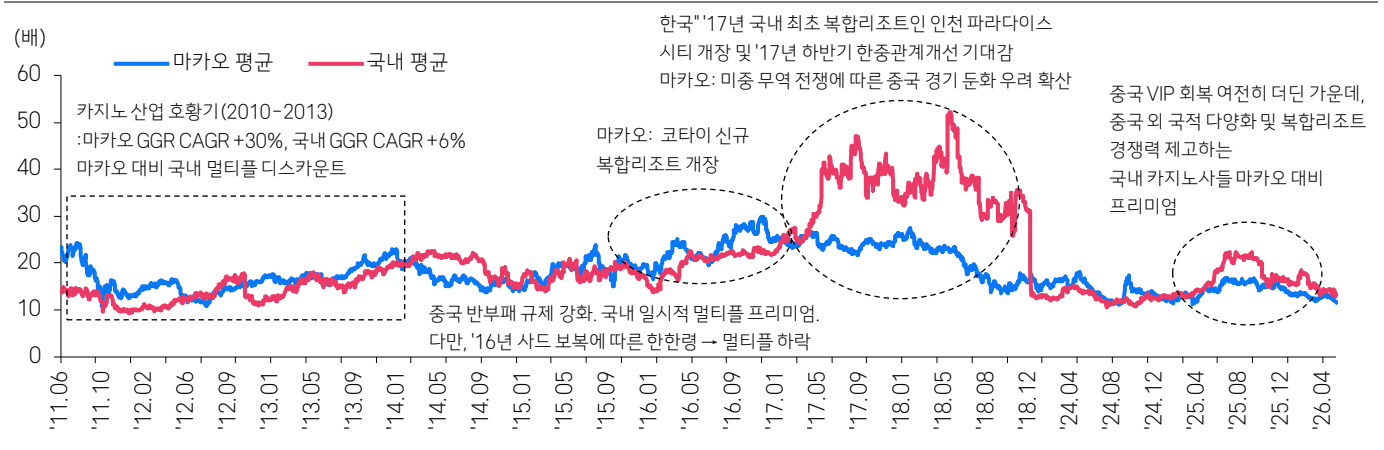
마카오 카지노 업체 대비 멀티플 프리미엄 지속 가능할 것

국내 카지노 업체들은 마카오 업체들 대비 멀티플 프리미엄을 지속할 수 있다는 판단이다. 이는 (1) 국내 카지노 업체들의 인프라 경쟁력 제고(복합리조트의 순차적 확장), (2) 낮은 중국인 의존도에 의한 실적 안정성 제고에 기인한다.

1. 국내 복합리조트 인프라 확보는 멀티플 제고에 일부 기여

국내 카지노 산업은 '10년대 후반 복합리조트들의 점진적 개장에 힘입어 글로벌 시장 내 경쟁력을 일부 제고할 수 있었다고 판단한다. 과거 국내 카지노는 호텔·엔터테인먼트·리테일이 부재한 단순 게이밍 하우스 중심으로 운영되어, 대규모 복합리조트 클러스터를 형성한 마카오 대비 인프라 경쟁력이 열위에 있다는 평가를 받아왔다. 이는 밸류에이션에서도 확인되는데, 카지노 성장기였던 2010~2013년 마카오 업체들의 평균 PER은 18배였던 반면, 국내 업체들은 13배에 그쳐 약 30%의 멀티플 디스카운트를 받았다.

국내외 카지노 업체 PER 추이



참고: 마카오 6개사(Sands, MGM, Wynn, Melco, SJM, Galaxy), 국내 2개사 (GKL, 파라다이스) 평균 / 2020-2023년 제외
 자료: Bloomberg, 삼성증권

국내 복합리조트, 이제야 경쟁 궤도 진입

그러나 현재는 국내 카지노사가 마카오 업체 대비 높은 멀티플을 받고 있다. (2025년 마카오 평균 PER 14배 vs. 국내 17배) 이러한 멀티플 역전 현상은 2010년대 후반부터 시작된 국내 복합리조트 인프라 확충이 일부 기여한 결과로 판단한다.

2017년 파라다이스 시티 오픈을 기점으로 2021년 드림타워, 2024년 인스파이어 리조트가 순차적으로 개장하며 국내 복합리조트 하드웨어 경쟁력이 본격적으로 확충되었으며, 또한 이는 K-컬처·엔터테인먼트 등 기존 한국의 소프트웨어 경쟁력이 결합되며 방문객 유입을 더욱 확대시킬 수 있다는 점에서 의미가 있다. 더 나아가 이러한 복합리조트는 카지노 방문객의 국적 다변화에도 효과적으로 기여하고 있다는 점에서 주목할 필요가 있다.

국내 복합리조트 현황



자료: 언론보도, 각 사, 삼성증권

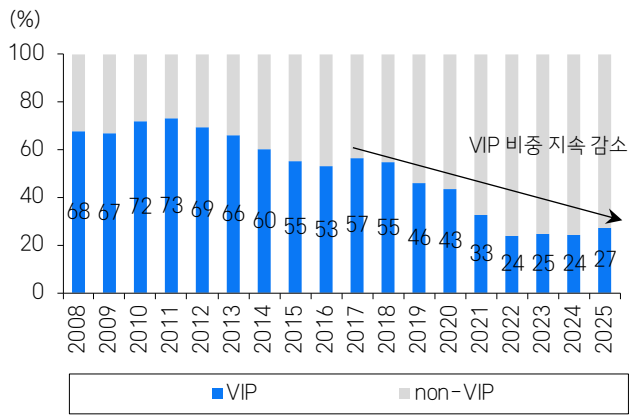
2. 낮은 중국인 의존도 또한 멀티플 디스카운트 해소를 뒷받침

국내 카지노 업체들의 멀티플 역전 요인으로 마카오 대비 낮은 중국인 의존도라는 구조적 강점이 실적 안정성 측면에서 추가적인 디스카운트 해소 요인으로 작용했다고 판단한다. 먼저 두 시장 모두 '25년 기준 매스 매출액 비중이 마카오 73%, 국내 76%로 매스 마켓 중심으로 재편되었으나, 결정적인 차이는 매스 성장의 주체에 있다.

마카오는 전체 입국자의 약 90%가 중국인으로, VIP가 줄어든 자리를 채운 매스 성장의 대부분 역시 중국 본토 방문객이 기여한 것으로 추정된다. 반면 국내의 경우 복합리조트가 다변화된 인바운드 관광객 ('25년 관광객 비중 중국 29%, 일본 19%, 대만 10% 등)을 흡수하며, 마카오 대비 매스 방문객이 보다 다변화된 것으로 판단된다.

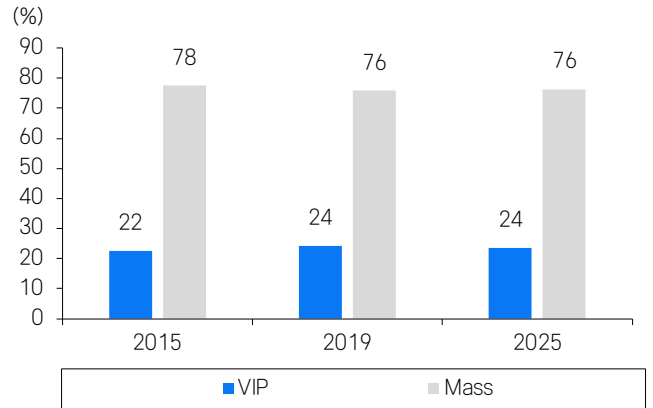
실제로 국내 카지노 업체들의 국적별 드롭액 비중에서도 고객 믹스 변화를 확인할 수 있다. 파라다이스의 경우, '25년 중국 VIP 드롭액 비중은 17%, 일본 VIP 42%, 기타 VIP 18%로 과거 '14년 중국 VIP 64% 수준을 기록했던 것과 달리 중국인 의존도가 낮아졌고, 인바운드 관광객 증가 추세 속에서 일반 고객인 매스 비중이 점진적으로 상승하며 '25년 기준 전체 드롭액의 23% 수준을 차지하고 있다. 또한 GKL의 경우, '25년 중국 VIP 비중은 17%로 '16년 24% 대비 감소한 반면, 일본 VIP와 기타 VIP 비중이 확대되며 고객군이 다양해졌음을 알 수 있다.

마카오 GGR: VIP 및 Mass 비중 추이



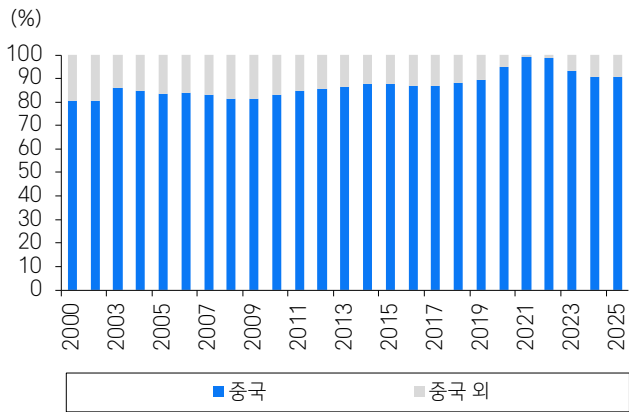
자료: DSEC, 삼성증권

국내 카지노 순매출액 비중: VIP vs. Mass



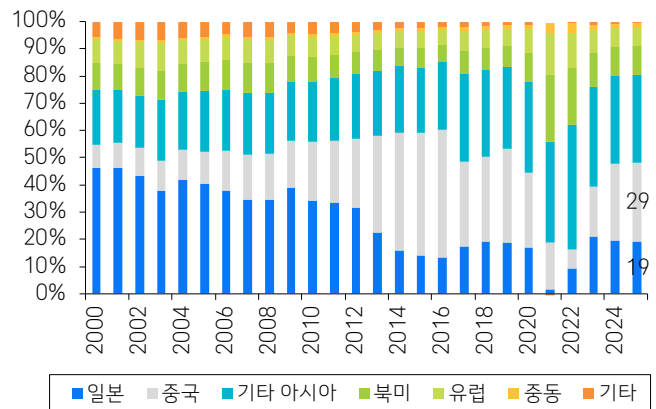
참고: GKL, 파라다이스 평균
자료: 각 사, 삼성증권 추정

마카오: 국적별 방문객 비중



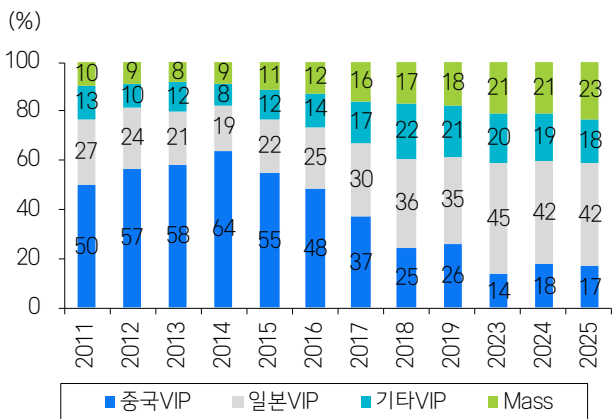
자료: CEIC, 삼성증권 정리

국내: 국적별 방문객 비중



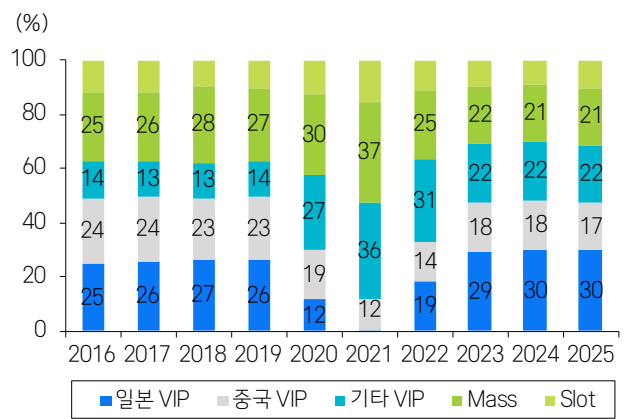
자료: 한국관광데이터랩, 삼성증권 추정

파라다이스: 국적별 드롭액 비중 추이



자료: 각 사, 삼성증권

GKL: 국적별 드롭액 비중 추이



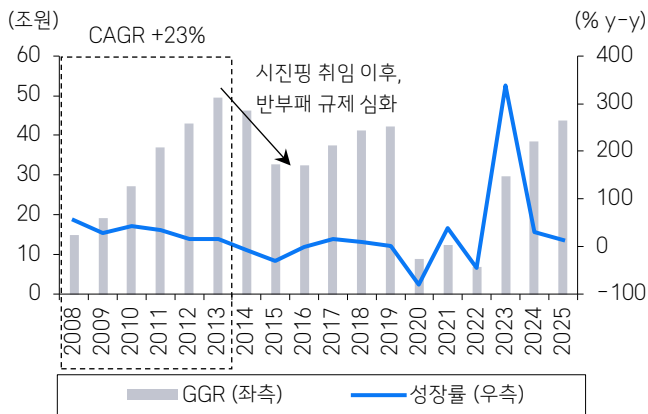
자료: 각 사, 삼성증권

낮은 중국인 의존도는 빠른 실적 회복으로 이어져

이러한 구조적 차이는 코로나 이후 국내와 마카오의 실적 차별화로도 이어졌다. '25년 국내 외국인 카지노 GGR은 이미 역사적 고점을 경신한 반면, 마카오는 '25년 GGR이 '19년도 대비 85% 수준이고, 역사적 고점(2013년)과 비교하면 69% 수준에 불과하다. 보다 세부 항목을 들여다보면, 마카오의 매스 매출은 '19년을 상회했음에도 불구하고 VIP 매출은 여전히 2019년의 약 50% 수준에 불과하다. 반면, 국내의 경우 VIP·매스 모두 '19년 수준을 회복한 것으로 추정된다.

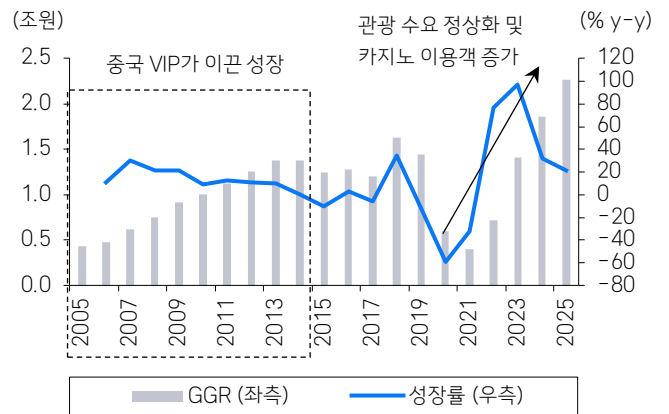
이는 곧 중국 반부패 정책이 지속되는 상황 속에서 국내 카지노사의 중국 VIP 감소 리스크가 마카오 대비 상대적으로 낮고, 향후 중국 경기 둔화 등 중국발 리스크가 발생할 경우, 국내 업체들이 실적 안정성이 높음을 의미한다. 결국 현재 국내 카지노 산업은 (1) 복합리조트 인프라 확충에 따른 추가적인 성장 여력을 강화하고 있음을 의미하는 것은 물론, (2) 방문객 믹스 변화에 따른 실적 안정성을 제고하고 있다는 관점에서 국내 카지노 업체들의 밸류에이션이 마카오에 비해 오히려 더 높아야 하는 논리를 제공하기 충분하다고 판단한다.

마카오 전체 GGR 추이



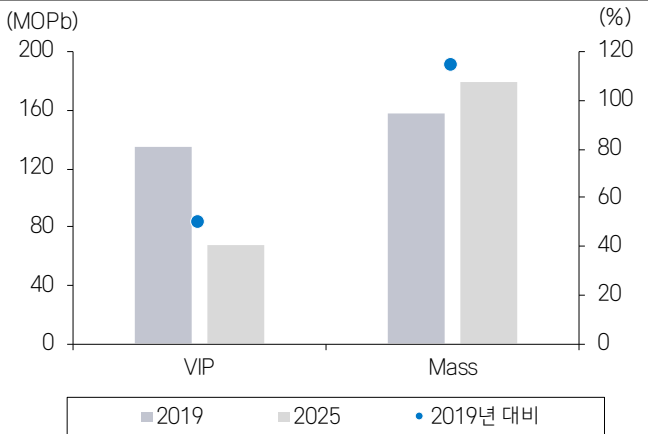
자료: DSEC, 삼성증권

국내 카지노 GGR 추이



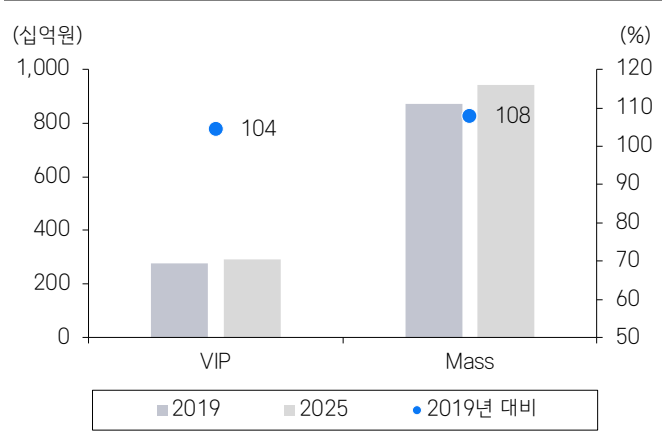
자료: 한국카지노협회, 삼성증권

마카오 카지노사 GGR: 2019 vs. 2025



자료: DSEC, 삼성증권

국내 카지노사 순매출액: 2019 vs. 2025



참고: GKL, 파라다이스 평균

자료: 각 사, 삼성증권 추정

중장기적으로는 호텔 섹터 대비 멀티플 디스카운트 해소까지

한편 현재 국내 카지노 업체들은 단순 카지노 운영을 넘어 호텔 확보한 복합리조트로의 전환을 본격화하고 있다. 파라다이스는 2017년 파라다이스시티 리조트 개장에 이어 2025년 인천 하얏트 호텔을 인수했으며, 2028년까지 장충동에 럭셔리 호텔 추가 오픈을 계획하고 있다. 이외 롯데관광개발 역시 제주 드림타워 복합리조트를 통해 1,600실 규모의 호텔을 직접 운영 중이다.

이러한 호텔 사업 확장은 두 가지 측면에서 의미가 있다. (1) 실적 측면에서는 카지노 VIP 고객뿐 아니라 일반 관광객까지 확보할 수 있고, (2) 밸류에이션 측면에서는 카지노 규제 리스크에서 벗어나 호텔 산업 멀티플까지 도전할 수 있는 기반을 마련한다는 점에서 의미가 있다.

1. 카지노-호텔 시너지: 모객 경쟁력의 핵심

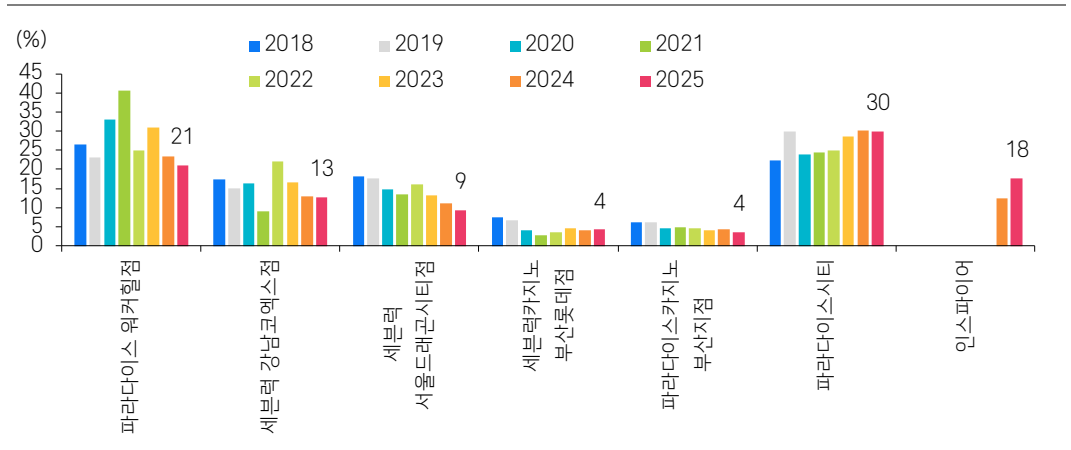
호텔 사업 강화는 카지노 본업의 경쟁력과도 직결된다. (1) 카지노 업체들은 VIP 영업 과정에서 항공·숙박 등 콤프(Complimentary, 고객을 유치하고 재방문을 유도하기 위해 숙박, 항공, 식음료, 엔터테인먼트 시설을 무료로 제공하는 것을 통칭) 서비스를 제공하는 것이 일반적으로, 확보 가능한 룸 수가 VIP 모객 역량을 결정짓는 변수로 작용한다. 이에 따라 '10년대 후반부터는 카지노 업체들이 호텔을 직접 소유·운영하는 것이 카지노 영업력의 핵심 경쟁력으로 부상했다. 더 나아가 (2) 카지노·호텔에 식음료·리테일·워터파크 등을 결합한 복합리조트는 관광 목적지로서의 독자적인 매력을 갖추게 되어, 카지노를 이용하지 않는 일반 관광객 수요까지 흡수할 수 있다는 점에서 차별화 요소가 된다.

복합리조트로의 시장 점유율 상승이 이를 방증

실제로 내륙 외국인 카지노의 총 매출액 점유율 추이에서 복합 리조트 중심의 시장 재편을 확인할 수 있다. '25년 기준 복합리조트인 파라다이스 시티의 점유율은 30%로 개장 직후인 '18년 22% 대비 약 8%p 상승한 반면, 서울 내 일반 도심형 카지노인 워커히과 코엑스, 드래곤시티점의 경우 '18년 대비 점유율은 약 5%p~9%p 감소했다.

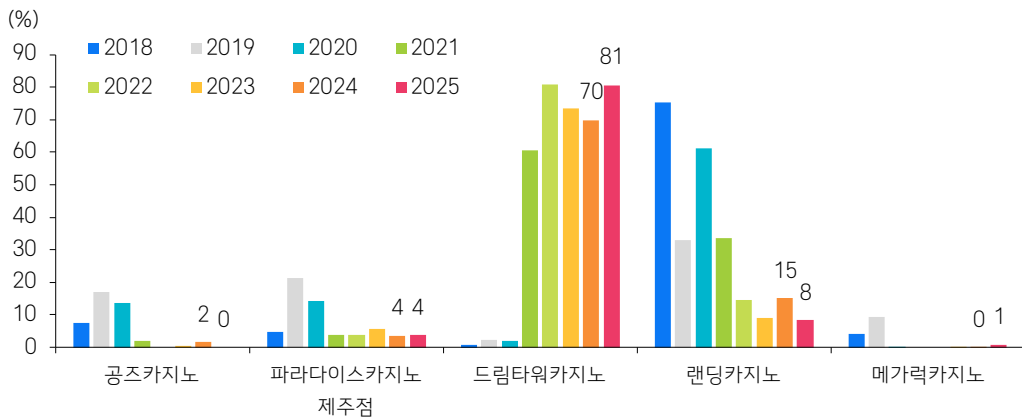
제주 지역도 이와 유사한 흐름을 보인다. 제주 지역 내 '25년 카지노 점유율은 복합리조트인 제주드림타워 카지노와 제주 신화 월드 내 위치한 랜딩카지노가 각각 81%와 8%를 기록하며, 복합리조트가 일반 카지노 대비 시장 점유율이 차별화되고 있음을 확인할 수 있다.

내륙 외국인 카지노: 시장 점유율 추이



자료: 한국카지노협회, 삼성증권

제주 외국인 카지노: 시장 점유율 추이



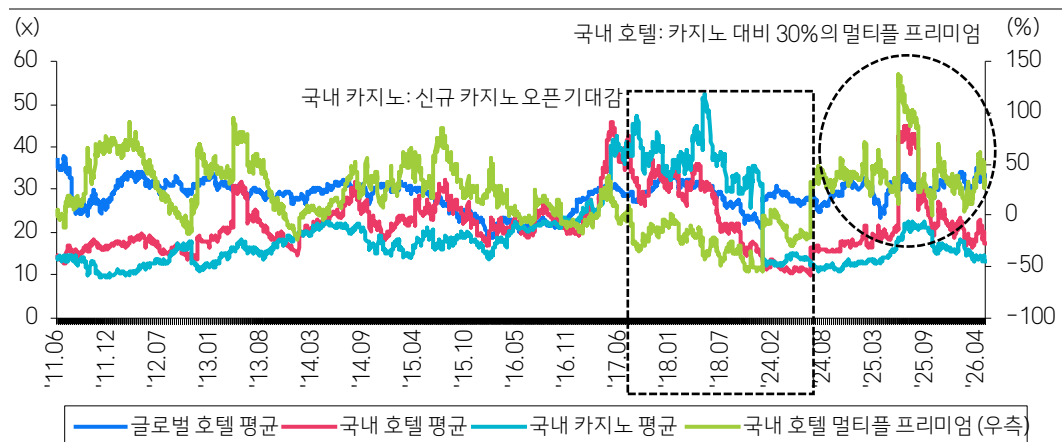
자료: 한국카지노협회, 삼성증권

2. 사업 다각화는 멀티플 측면에서도 업사이드 요소

카지노 업체들의 사업 다각화 노력은 밸류에이션 측면에서도 호텔 섹터 대비 멀티플 디스카운트를 해소할 수 있는 요인으로 작용할 수 있다는 판단이다. 카지노 산업이 호텔 산업 대비 낮은 멀티플을 받는 근본적인 이유는 규제 산업이라는 점에 있다. 중국 VIP 단속 기조가 지속되는 가운데, 국내에서 카지노를 신규 설립하기 위해서는 정부의 허가가 필요하며 신규 허가는 극히 제한적으로 이루어지고 있다. 실제로 '05년부터 '23년까지 약 19년간 국내 외국인 전용 카지노는 16개에서 증가하지 못했으며, '24년 인스파이어 카지노가 19년 만에 신규 허가를 받은 것이 이를 방증한다.

반면 호텔은 카지노 대비 규제 리스크가 낮고, 인바운드 관광객 확대라는 수혜를 직접적으로 받는 사업이다. 이에 따라 현재 국내 호텔 업체들의 평균 PER은 약 19배로, '19년 이전에도 20배 이상의 멀티플을 지속해왔다. 또한 글로벌 호텔 체인의 경우, 체인 확장 모델이 본격화된 이후 멀티플이 추가로 확대되며 현재 PER 30배 이상에 거래되고 있는 상황이다.

글로벌 호텔 vs 국내 호텔 vs 국내 카지노: 12m forward PER 추이



참고: 19~23년 기간 제외 / 글로벌 호텔- 메리어트, 힐튼, 인터컨티넨탈, 하얏트 평균 / 국내 호텔-신라호텔, 서부T&D, GS피앤엘 평균 / 국내 카지노 - 파라다이스, GKL 평균

자료: Bloomberg, 삼성증권

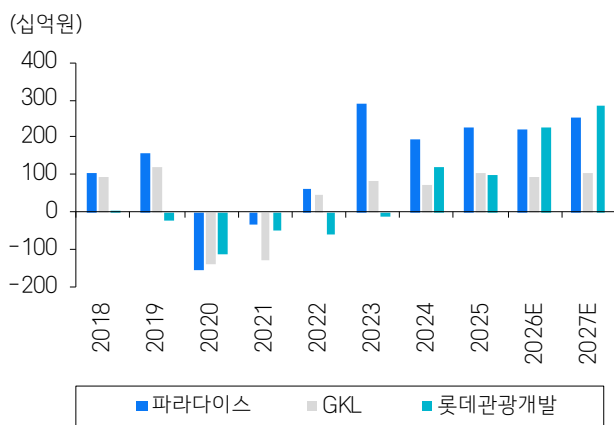
호텔 대비 카지노 업체 경쟁력: 카지노의 현금 창출 능력과 높은 수익성

결국 중장기적으로 국내 카지노 업체들의 호텔 사업 확장이 지속된다면, 현재 호텔 업체 대비 약 30%에 달하는 멀티플 디스카운트를 점진적으로 해소할 수 있다는 판단이다. 나아가 (1) 카지노의 우월한 현금 창출 능력과 (2) 호텔 업체 대비 상대적으로 높은 수익성은 이러한 디스카운트 해소에 추가적으로 기여할 수 있을 것으로 기대한다.

먼저 현금 창출 능력 측면에서, 카지노는 캐시카우 역할을 수행하며 자체 현금을 기반으로 호텔 사업 확장이 가능한 구조다. 실제로 2026년 기준 예상 영업활동현금흐름은 파라다이스 2,100억원, 롯데관광개발 2,200억원, GKL 1,000억원으로 추정되며, 2024~2025년 서울 시내 4성급 호텔 거래가격이 약 2,000억원 수준이었음을 고려할 때 자기자본만으로도 호텔 확장이 가능한 구조임을 의미한다.

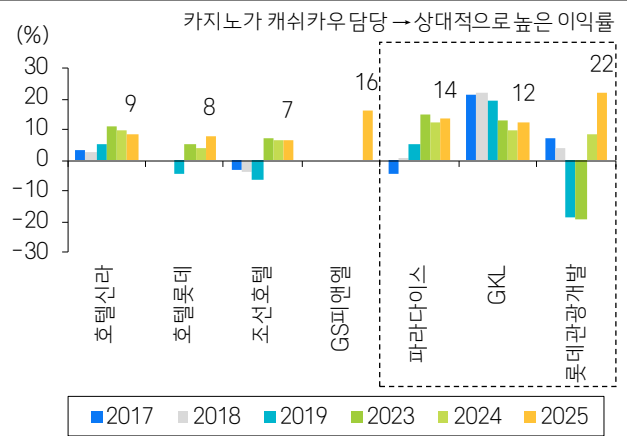
수익성 측면에서도 카지노 업체들은 호텔 업체 대비 높은 이익률을 확보하고 있다. 2025년 기준 영업이익률은 롯데관광개발 22%, 파라다이스 14%, GKL 12%로, 주요 호텔 업체인 호텔신라·호텔롯데·조선호텔의 7~9% 대비 높은 수준이다. 나아가 호텔 사업이 반드시 이익률 희석으로 이어지는 것도 아니다. 실제로 파르나스호텔을 보유한 GS피앤엘의 2025년 영업이익률은 16%로, 이는 곧 향후 카지노 업체들의 호텔 사업이 유의미하게 확대될 경우, 현재 파라다이스 14%, GKL 12% 수준의 영업이익률이 추가로 개선될 여지가 있다는 점을 의미한다.

국내 카지노 업체: 영업활동현금흐름 추이



자료: 각 사, 삼성증권

카지노 업체 vs. 호텔 업체: OPM 추이



자료: 각 사, 삼성증권

카지노 외 사업 확장에 대한 우려는 결국 수익성 수익성 제고 여부가 주가 차별화의 핵심이 될 것

복합리조트 투자 확대와 수익성 제고 가능성

복합리조트 전환이 방문객 증가와 멀티플 제고에 기여할 수 있다는 점은 긍정적이다. 다만 시장에서는 이러한 대규모 투자 확대가 실질적인 수익성 제고로 이어질 수 있는지에 대해 우려가 존재하는 상황이다. 특히 호텔은 카지노 대비 이익률이 낮은 사업으로, 호텔 비중이 확대될수록 전체 포트폴리오의 수익성이 희석될 수 있기 때문이다.

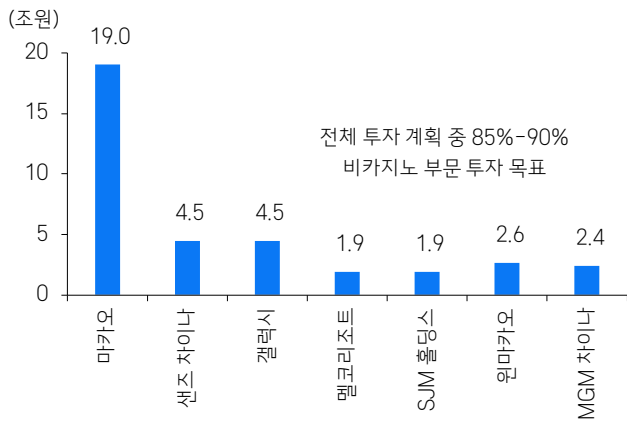
결국 이러한 우려를 고려할 때, 카지노 외 사업 확장이 실질적인 수익성 제고로 이어지는 질 수 있는지 여부가 업체별 주가 차별화의 핵심이 될 것으로 판단한다. 이를 위한 조건은 카지노와 비카지노 부문간 시너지로, 단기적으로 카지노 업체들이 카지노 중심의 사업 구조에서 완전히 탈피하기 어려운 만큼, 비카지노 투자가 VIP 모객 역량 강화 및 호텔 방문객의 카지노 이용 전환으로 이어지는지가 관건이다. 즉 호텔 투자가 단순한 비용 증가에 그치지 않고 카지노 실적 개선으로 연결될 경우, 수익성 제고와 더 나아가 밸류에이션 리레이팅까지 가능할 것으로 전망한다.

마카오 선례: 대규모 시설 투자 → 수익성 제고 → 밸류에이션 리레이팅

과거 2015년 마카오의 대규모 투자 사례는 수익성 개선과 멀티플 제고에 대한 유효한 선례를 제공한다. 마카오 카지노 업체들은 2015~2016년 각각 5.5조원, 4.5조원을 투입해 코타이 지역 내 대규모 복합리조트를 확충했다. 이후 카지노-비카지노 시너지가 가시화되며 영업이익률은 2015년 12%에서 2017년 16%로, 당기순이익률은 11%에서 14%로 개선됐다.

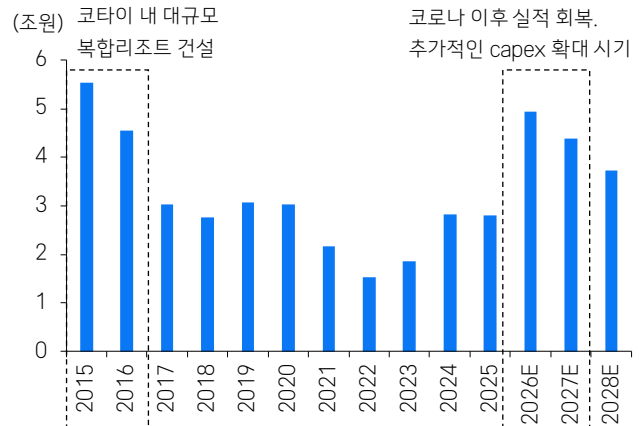
비록 이익률의 절대 수준은 투자 이전인 2014년 대비 각각 2%p, 4%p 낮아졌으나, PER 멀티플은 오히려 2014년 17배에서 2017년 24배로 확대됐다. 이는 곧 이익률이 일부 희석되더라도, 투자가 이익 개선으로 이어지는 모습을 확인할 수 있다면 밸류에이션 리레이팅은 충분히 가능하다는 점을 시사한다.

마카오 투자 계획 (2022년부터 10년간)



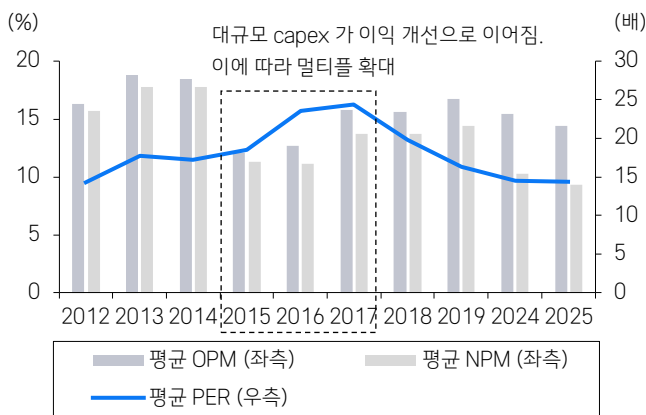
자료: 각 사, 삼성증권

마카오: capex 추이



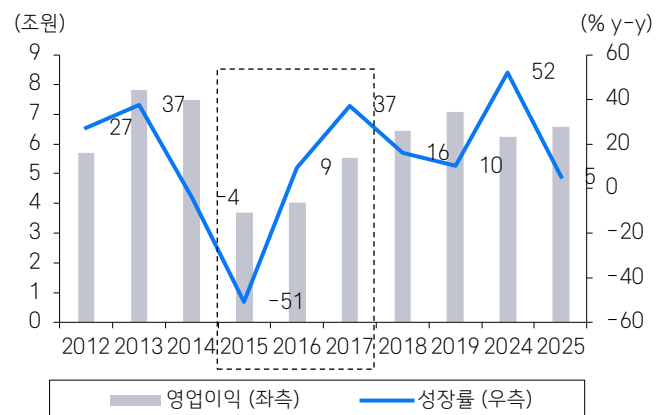
자료: Bloomberg, 삼성증권

마카오 평균 OPM, NPM, PER



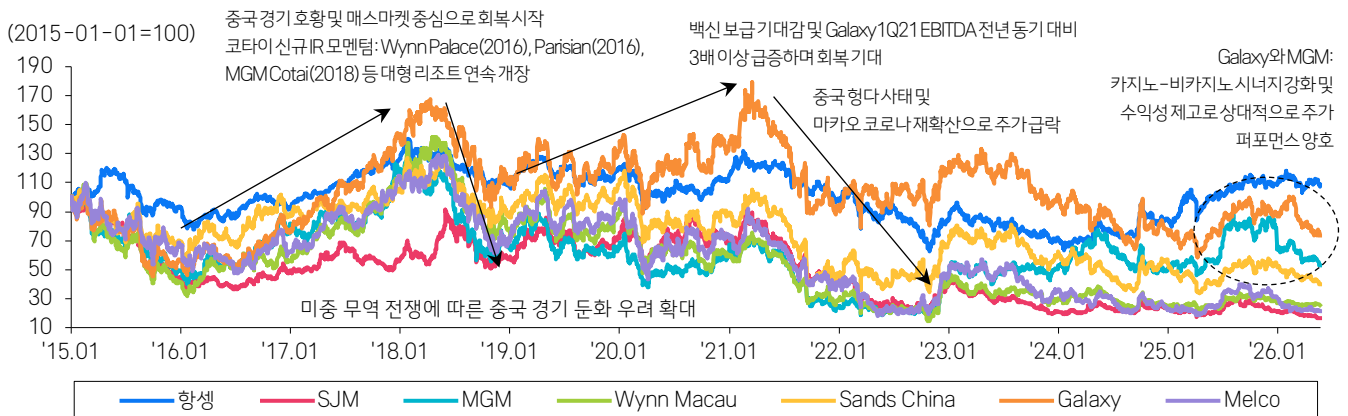
참고: 카지노 운영 6개사 평균
자료: Bloomberg, 삼성증권

마카오: 영업이익 및 성장률 추이



참고: 카지노 운영 6개사 합산
자료: Bloomberg, 삼성증권

마카오 카지노 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

시너지 창출 역량이 주가 차별화의 핵심

나아가 2025년 이후 마카오의 새로운 투자 사이클에서도 과거 2015~2016년과 유사한 흐름이 감지된다. 마카오 주요 업체들의 주가는 2015년 대비 평균 40% 하락한 상황이나, 그 가운데서도 낙폭이 상대적으로 제한적인 업체들이 존재한다. 대표적으로 MGM China와 Galaxy Entertainment를 꼽을 수 있다.

두 업체의 공통점은 두 가지다. (1) 카지노와 비카지노 부문 간 시너지를 바탕으로 타 업체 대비 2019년 대비 매출 회복 속도가 빨랐으며, (2) 매출 회복이 수익성 제고로 이어지며 주가 퍼포먼스 차별화로 연결됐다는 점이다.

일례로 MGM China의 경우, 코로나 이전부터 VIP 매출 비중이 약 40% 수준으로 업계 평균(약 50%) 대비 낮았던 만큼, 반부패 정책 이후 고객 믹스가 매스 중심으로 재편되는 과정에서 상대적으로 유리한 포지션을 점했다. 여기에 2018년 개장한 MGM Cotai 복합리조트의 효과가 코로나 이후 본격적으로 실적에 반영되며 매출 회복을 견인한 것으로 판단된다.

Galaxy의 경우, 콘서트·MICE 등 엔터테인먼트 중심의 비카지노 경쟁력을 지속적으로 강화하며 일반 관광객 유입 확대의 수혜를 받은 점이 차별화 요인으로 작용했다.

마카오 카지노 사업자: '19년 대비 '25년 매출액 수준

	Galaxy	Melco	MGM	Sands China	SJM	Wynn
Casino	91.0	85.3	149.2	79.6	79.0	79
VIP	34.6	31.4	49.9	18.1	-	24
Mass	124.8	136.7	210.9	142.5	-	123
Non-Casino	120.9	120.5	184.3	103.9	274.5	86

자료: 각 사, 삼성증권

(Case Study) MGM: MGM Cotai 기반 카지노와 비카지노 시너지 강화

MGM은 '25년 역대 최고 실적을 기록하며 상대적으로 양호나 주가 퍼포먼스를 시현했는데, 이에 대한 요인은 (1) 매스 중심의 사업 구조와, (2) '18년 오픈한 MGM Cotai의 실적 본격화, (3) 비카지노 부문 투자 확대에도 안정적으로 수익성을 유지했기 때문이다. 실제로 '19년 마카오 업체들의 평균 매스 매출액 비중은 51% 였으나, 동사는 당시 매스 매출 비중이 61%였음을 고려할 때, 매스 마켓 중심의 사업 구조를 갖추고 있었으며, 산업 전반의 고객 믹스 변화에 따른 수혜를 입은 것으로 판단된다.

마카오 업체별: VIP vs. Mass 매출액 비중

(%)	Galaxy	Melco	MGM China	Sands China	Wynn
2019년					
VIP	46.5	51.6	39.4	49.9	52.5
Mass	49.3	48.4	60.6	50.1	47.5
2025년					
VIP	19.4	19.7	13.3	11.2	17.8
Mass	74.3	80.3	86.7	88.8	82.2

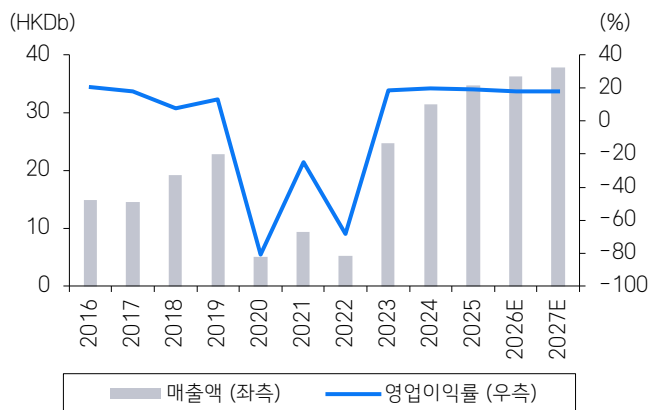
자료: 각 사, 삼성증권

시너지 강화는 '25년 OPM 19%(마카오 평균 14%)으로 이어져

또한 동사는 '18년 'MGM Cotai' 오픈을 기점으로 룸 수가 '17년 580여개에서 2,000여개로 확대되며 고객 수용 역량을 강화했다. 이에 따라 '25년 기준 동사의 비카지노(호텔 등) 매출은 '19년 대비 184% 수준으로 약 2배 증가했으며, 비카지노 부문 시너지 효과로 카지노 매스 매출액은 '19년 대비 2배 이상, VIP 역시 50% 수준까지 회복했다. 결국 호텔 부문 강화가 단순 비카지노 매출 증대는 물론, 카지노 부문의 실적 회복까지 이어진 것을 알 수 있다.

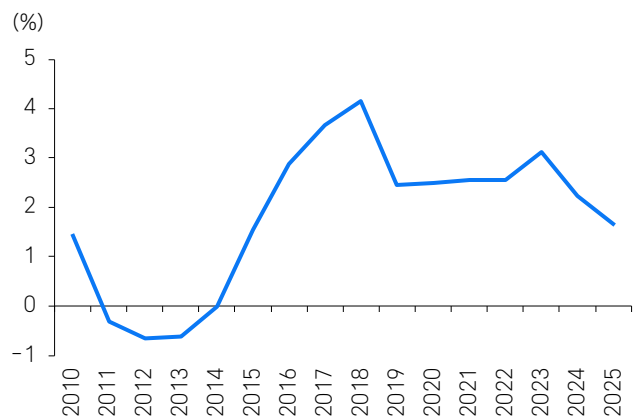
결국 이러한 시너지 효과는 수익성 제고로 이어졌다. 동사는 '25년 영업이익률 19%를 기록하며, (1) '19년 OPM 13% 대비 6%p 상승하였고, (2) 마카오 평균 OPM 15~18%를 상회했다. 또한 호텔 부문의 투자 확대(MGM Cotai 4.7조원 규모로 건설)에도 불구하고 '25년 순부채/EBITDA는 1.7배로 '19년 2.5배 대비 개선되며, 호텔 운영 효율화와 카지노 연계 영업으로 부채 비율을 낮추며 차별화된 주가 흐름을 나타낸 것으로 판단된다.

MGM Cotai: 매출액 및 영업이익률 추이



자료: MGM China, 삼성증권

MGM China: 순부채/EBITDA 추이



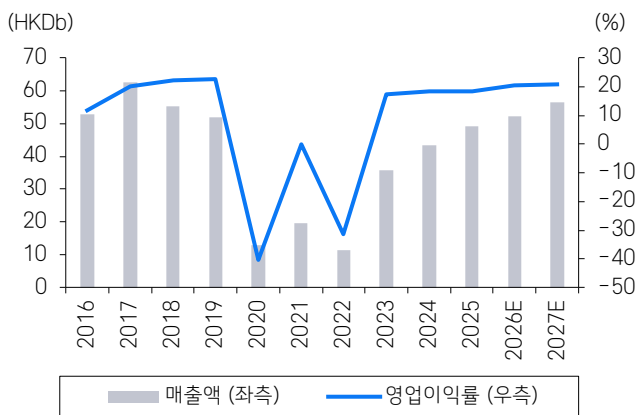
자료: MGM China, 삼성증권

(Case Study) Galaxy: 멀티플에 반영된 신규 리조트 투자 확대 기대감

Galaxy는 MGM 다음으로 회복세가 가장 가팔랐는데 매스 고객 확보를 위한 다양한 콘텐츠를 제공한 것이 매스 고객 확보와 실적 회복에 주요 요인으로 작용한 것으로 판단된다. 특히 동사는 마카오 최대 실내 공연장인 'Galaxy Arena(16,000석)'를 보유하고 있으며, '25년 연간으로 약 350여개의 공연 및 이벤트를 개최했다. 특히 타 경쟁 업체인 'Melco'와 'Wynn' 등이 자체 공연장을 확보하지 않고 있음을 고려할 때, 이러한 경쟁력으로 매스 고객을 빠르게 확보할 수 있었던 것으로 판단된다.

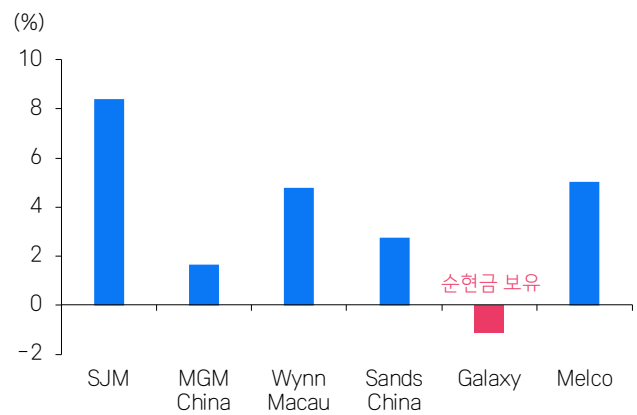
또한 동사는 '27년 신규 리조트(객실 수 약 1,350개, 극장 5,000석 극장 및 카지노 포함)를 오픈할 예정으로, 신규 성장 동력 확보에 대한 기대감에 따라 마카오 평균 27E PER 10배 대비 높은 12배를 받고 있다. 특히 이는 '25년 MGM이 역대 최고 실적을 기록할 당시 10배 내외의 PER 멀티플을 받았던 점을 고려하면, 높은 멀티플은 향후 신규 성장 동력에 따른 기대감으로 해석할 수 있다. 이에 더해 동사는 '25년 기준 150억 홍콩달러의 순현금을 확보, 1) '26년 capex가 100억 홍콩 달러로 예상되는 만큼 외부 차입 없이 자체 현금으로 호텔 설립이 가능하고, 2) 동시에 배당 확대를 추진할 수 있는 구조를 갖춘 것이 멀티플 확대에 이어진 것으로 판단된다.

Galaxy: 매출액 및 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

마카오 업체: '25년 순부채/EBITDA 비교



자료: Bloomberg, 삼성증권

마카오 카지노 case study의 시사점 - 시너지가 실적 및 멀티플 개선으로

결국 MGM 사례와 같이 비카지노 부문 확대와 카지노 부문의 시너지가 효과적으로 이어진 기업이 고객 믹스 변화 속에서 차별화된 성장세를 시현한 것으로 판단된다. 여기에 더해 Galaxy와 같이 신규 성장 동력 확보가 기대되는 가운데, 안정적인 재무 구조를 기반으로 투자 확대에도 마진 훼손 우려가 제한적인 기업들이 높은 멀티플을 받고 있는 것으로 판단된다.

결국 향후 카지노 업체들의 실적에서 핵심적으로 확인해야 할 부분은 (1) 카지노와 비카지노 부문의 시너지가 효과적으로 나타나며, 이에 따라 (2) 신규 투자 확대에도 수익성제고가 가능한지 여부가 될 것으로 판단된다. 특히 국내 시장에서는 향후 복합리조트 사업자 내 카지노-비카지노 연계 운영 역량에 따라 실적 차별화가 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

최선호 기업으로 롯데관광개발과 파라다이스 제시

단기: 롯데관광개발 - 실적 레버리지 본격화 구간

단기적으로는 롯데관광개발에 주목할 필요가 있다. 동사는 MGM China와 유사하게, 코로나 시기 오픈한 제주 드림타워의 실적이 본격화되며 실적 레버리지 구간에 진입하고 있다. 영업이익 추이를 보면 2022년 -1,200억원, 2023년 -600억원에서 2024년 +390억원으로 흑자전환에 성공했다. 흑자전환 이후 비카지노와 카지노 부문 간 시너지도 가시화되고 있는데, 이는 호텔 부문의 내부거래액 비중으로 확인할 수 있다.

오픈 초기인 '21년 11%에 불과했던 내부거래액 비중이 '23년 23%, '24년 37%로 빠르게 확대되었으며, '25년 기준으로는 전체 객실의 약 40~50%가 카지노 VIP 콕프로 제공되고 있는 것으로 추정된다. 이는 카지노 고객 유치를 위한 비카지노 자산의 활용도가 높아지고 있음을 의미한다.

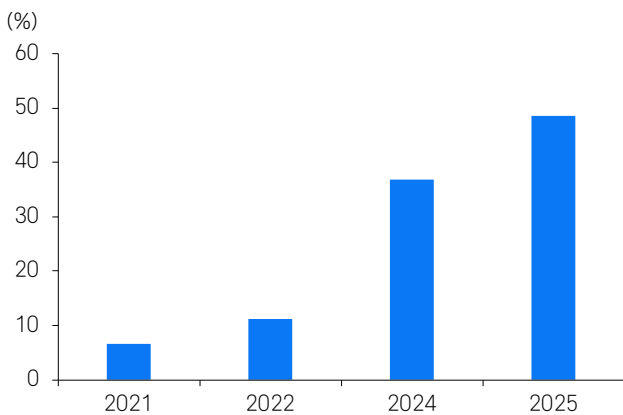
이에 따라 동사는 매출과 이익의 동반 성장이 지속될 것으로 전망되며, 차별화된 주가 흐름을 이어갈 가능성이 높다는 판단이다.

중장기: 파라다이스 - 하얏트 인수를 기점으로 한 시너지 확대

중장기적으로는 파라다이스에 주목할 필요가 있다. 동사는 '25년 9월 그랜드 하얏트 인천 인수를 기점으로 실적 레버리지가 본격화될 것으로 판단한다. 기존 복합리조트인 파라다이스 시티는 주말 객실점유율(OCC)이 90%를 상회하는 수준으로, 카지노 VIP 고객을 위한 콕프 제공 여력이 사실상 한계에 달해 있었다. 이번 하얏트 인수는 이 병목을 해소하기 위한 전략적 선택으로 해석된다. 신규 호텔을 통해 카지노 VIP 영업용 객실을 추가 확보함으로써, 고객 유치 역량을 한 단계 끌어올릴 수 있는 구조가 갖춰진 셈이다.

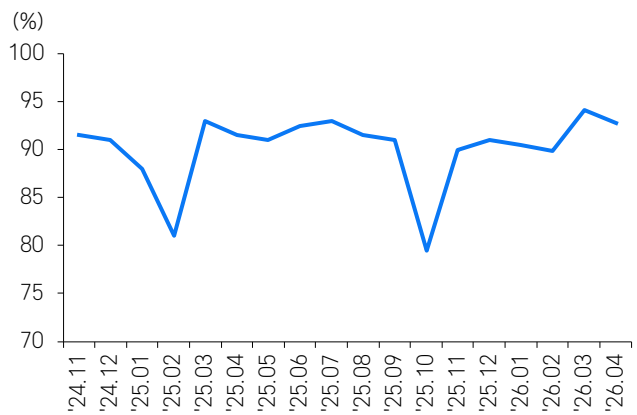
결국 단기적으로는 호텔 인수에 따른 비용 증가가 불가피하나, 신규 호텔과 카지노 부문 간 시너지가 확대되는 구간에 진입할 경우 매출과 수익성의 점진적 개선이 기대된다. 롯데관광개발이 드림타워 오픈 이후 수년간의 적자 끝에 실적 레버리지 구간에 진입한 사례가 선례가 될 수 있으며, 파라다이스 역시 유사한 경로를 밟을 가능성이 있다는 점에서 중장기 관점에서의 접근이 유효하다는 판단이다.

롯데관광개발: 호텔 부문 내부거래액 비중



자료: 각 사, 삼성증권

파라다이스: 파라다이스시티 주말 OCC 추이



자료: 각 사, 삼성증권

국내 및 글로벌 카지노 peer valuation

기업명	시가총액 (십억원)	P/E (배)		EPS Growth (%)		EV/EBIDTA (배)		OPM (%)		배당 성향 (%)	
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
파라다이스	1,331	13.4	10.9	12.3	22.6	8.9	7.9	15.2	16.8	14.8	12.7
GKL	699	13.9	13.0	(18.1)	6.8	3.8	3.6	13.2	14.0	52.0	48.9
롯데관광개발	1,496	18.9	11.9	107.2	58.8	9.4	8.5	25.7	27.2	0.0	4.1
강원랜드	3,331	10.6	10.0	(3.4)	6.3	1.5	1.4	16.7	16.4	61.3	60.1
국내 평균		14.2	11.5	24.5	23.6	5.9	5.4	17.7	18.6	32.0	31.4
SJM	2,506	25.6	12.4	nm	105.6	10.3	9.1	8.0	9.4	0.0	4.1
MGM China	7,585	8.2	7.3	(9.4)	12.0	6.1	5.8	17.6	17.9	50.4	51.6
Wynn Macau	5,672	10.9	9.7	25.3	12.0	8.2	7.8	16.5	16.2	81.4	74.0
Sands China	23,481	13.3	11.8	16.0	12.4	8.8	8.3	18.0	18.5	90.3	92.6
Galaxy	26,754	12.6	11.4	2.7	9.8	8.4	7.6	20.6	20.8	62.5	60.7
Melco	3,288	9.5	7.1	9.1	34.3	6.4	6.1	12.5	13.1	13.1	28.4
마카오 평균		13.3	10.0	8.7	31.0	8.0	7.5	15.5	16.0	49.6	51.9
Genting Singapore	8,310	16.7	15.0	(16.7)	11.4	4.7	4.2	18.5	20.4	111.4	102.6
Genting Malaysia	4,125	20.9	15.2	(21.4)	37.0	7.5	6.5	14.4	15.2	78.3	61.1
NagaCorp	3,401	6.6	5.9	13.0	11.5	4.7	4.4	46.2	48.7	28.2	35.6
SE아시아 평균		14.7	12.0	(8.3)	20.0	5.7	5.0	22.5	24.2	72.6	66.4
Las Vegas Sands	49,213	14.6	13.0	14.7	11.7	8.7	8.4	24.4	24.7	33.4	32.1
Wynn Resorts	15,164	20.2	16.3	6.5	24.3	9.0	8.5	16.3	17.1	20.8	18.8
MGM Resorts	14,762	20.7	17.2	(16.4)	20.4	3.4	3.2	7.2	7.8	0.0	0.0
글로벌 평균		18.5	15.5	1.6	18.8	7.0	6.7	16.0	16.5	18.1	17.0

참고: 26년 6월 15일 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

COMPANY INITIATION

2026. 6. 15

금융/소비재팀

이혜인 Analyst

hyeining.lee@samsung.com

종목 정보

BUY

목표주가	19,000원	26.7%
현재주가	15,000원	
시가총액	1.4조원	
주식수 (유동주식 비중)	92,629,382주 (49.6%)	
52주 최저/최고	13,590원/23,650원	
60일-평균거래대금	117.8억원	

수익률

	1개월	6개월	12개월
파라다이스 (%)	1.3	-17.1	7.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-4.7	-57.5	-61.5

주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자 의견	BUY		
목표주가	19,000		
2026E EPS	1,025		
2027E EPS	1,428		

컨센서스

커버 증권사 수	11
목표주가	23,000
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

파라다이스 (034230)

호텔 멀티플을 향한 여정

- BUY 투자 의견과 목표주가 19,000원(Target PER 13배)로 커버리지 개시
- 당사는 이번 하얏트 리젠시 인수에 따라 (1) VIP 모객 경쟁력 확대, (2) 수도권 호텔 공급 부족 환경 속 일반 투숙 수요까지 흡수 가능할 것으로 기대
- '28년 오픈 예정인 장충동 호텔은 중장기 밸류에이션 리레이팅의 트리거가 될 것

BUY 투자 의견 및 목표주가 19,000원으로 커버리지 개시: 목표주가 19,000원 (Target PER 13배, 마카오 카지노 27E 평균 PER 10배에 30% 프리미엄 적용) 및 BUY 투자 의견으로 커버리지 개시. 한편 당사는 '26년 매출액 1.3조원(+13% y-y), 영업이익 1,909억원(+23%, OPM 15%), '27년 매출액 1.4조원(+10%), 영업이익 2,432억원(+27%, OPM 17%)을 기록할 것으로 전망. 향후 '25년 9월 인수한 인천 하얏트 호텔과 카지노 부문의 시너지가 본격화되며 실적 레버리지가 확대될 것.

호텔 CAPA 확대에 따른 VIP 모객 역량 강화: 당사는 이번 그랜드 하얏트 인수가 (1) VIP 모객을 위한 객실 CAPA를 확대했다는 점과 (2) 수도권 호텔 공급 부족 환경 속, 일반 투숙 수요까지 흡수하며 호텔 부문의 독립적인 성장 기반을 확보했다는 점에서 의미가 크다고 판단. 기존 파라다이스시티는 높은 객실 가동률('25년 기준 OCC 80%)로 인해 VIP 고객에게 제공 가능한 객실이 제한적. 다만, 이번 인수를 통해 VIP 제공 가능 룸 수가 확대되었고, 향후 전체 객실의 10%가 추가적으로 VIP 영업에 활용될 경우, 연간 약 1,000억원('25년 매출액 기준 9%)의 매출 증가가 가능할 것으로 추정.

장충동 호텔 사업 확대- 중장기 밸류에이션 리레이팅의 트리거: '28년 개장 예정인 장충동 호텔은 연간 약 230억원('25년 매출액 기준 약 2%) 수준의 매출 기여가 가능할 것으로 예상. 비록 매출 기여도는 낮아 보일 수 있으나, 당사의 호텔 사업 확대는 (1) 글로벌 호텔 체인(평균 PER 30배)으로의 성장과 이에 따른 밸류에이션 리레이팅 기대. 또한 (2) 공항 접근성과 복합리조트 체험을 강점으로 하는 파라다이스시티와 서울 핵심 관광지에 위치한 장충동 호텔 간 상호 보완 시너지 창출이 기대된다는 점에서 중장기적으로 의미가 크다는 판단.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	1,150	1,294	1,423	1,533
영업이익 (십억원)	156	191	243	282
순이익 (십억원)	145	118	156	182
EPS (adj) (원)	1,026	1,025	1,428	1,667
EPS (adj) growth (%)	24.6	-0.2	39.4	16.7
EBITDA margin (%)	20.0	20.9	22.7	23.6
ROE (%)	5.6	5.3	6.9	7.5
P/E (adj) (배)	16.1	14.6	10.5	9.0
P/B (배)	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	12.5	10.1	8.7	8.1
Dividend yield (%)	0.9	0.8	1.1	1.3

자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

카지노-비카지노 시너지 확대 기대

호텔 사업 확장으로 밸류에이션 재평가 기대

BUY 투자 의견과 목표주가 19,000원으로 커버리지 개시

파라다이스에 대하여 목표주가 19,000원(Target PER 27E13배) 및 BUY 투자 의견으로 커버리지를 개시한다. 목표 PER은 국내 및 마카오 카지노 업체의 27E 평균 PER 10배에 30% 프리미엄을 적용했다. 프리미엄 적용 요인은 1) 동사는 파라다이스시티 확보로 글로벌 복합리조트 경쟁력을 제고했으며, 2) 마카오 대비 낮은 중국인 의존도를 고려해 프리미엄을 적용했다.

현재 동사 밸류에이션은 '26E PER 12배, '27E PER 9배로 24~25년 PER 저점인 8배 대비해서는 소폭 높은 수준이다. 하지만, 24~25년 저점을 기록했던 것은 명확한 원인이 있었음을 고려할 필요가 있다. 당시 1) '24년 3월 인스파이어 카지노 개장에 따른 파라다이스 시티 점유율 하락 우려와 2) 장충동 호텔 개발 관련 대규모 투자와 수익성 악화 우려가 멀티플 하락을 야기했던 것이다.

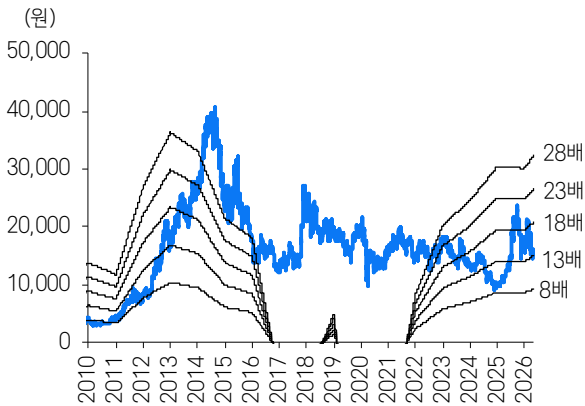
그러나, 당시 동사 Valuation을 하락했던 우려가 빠르게 해소되고 있다는 관점에서 오히려 프리미엄은 정당하다고 판단한다. 1) 인스파이어 개장에도 불구하고 '25년 기준 파라다이스 시티의 점유율은 30%로 '24년 수준을 유지했으며, 2) 향후에도 새롭게 인수한 하얏트 인천 호텔과 카지노 부문의 시너지를 기반으로 안정적인 실적 성장이 가능할 전망이고, 3) 장충동 호텔 프로젝트의 경우, 중장기적으로 수도권 호텔 공급 부족이 지속되며, 신규 성장 동력으로 작용할 것으로 기대되기 때문이다.

파라다이스: PER Valuation

		비고
EPS (원)	1,430	2027E EPS
Target P/E (배)	13	마카오 카지노 27E 평균 PER 10배에 30% 프리미엄 적용
목표주가 (원)	19,000	

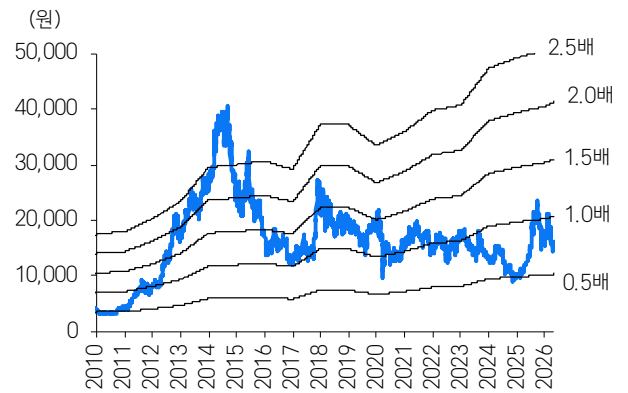
자료: 삼성증권 추정

파라다이스 12m FWD P/E band



자료: Bloomberg, 삼성증권

파라다이스 12m FWD P/B band



자료: Bloomberg, 삼성증권

VIP 확대와 호텔 부문 성장으로 이어질 인천 하얏트 인수 효과

한편 동사는 '26년 매출액 1.3조원(+13% y-y), 영업이익 1,909억원(+23%, OPM 15%), '27년 매출액 1.4조원(+10%), 영업이익 2,432억원(+27%, OPM 17%)을 기록할 것으로 전망한다. 이는 방한 외국인 수요 회복에 따른 구조적 성장에 더해, '25년 9월 인천 그랜드 하얏트 인수를 기점으로 실적 레버리지가 본격화될 것으로 판단하기 때문이다.

구체적으로 (1) VIP 고객을 타겟으로 한 객실 공급 확대를 통해 드롭액 증가 및 매출 성장이 기대되며, (2) 수도권 호텔 시장의 공급 부족 및 ADR 상승 환경 속에서 카지노 고객 외 일반 투숙 수요까지 흡수하며 호텔 부문의 독립적인 실적 기여도가 확대될 전망이다. 또한 (3) 2028년 장충동 내 약 200실 규모의 럭셔리 호텔 개발로 추가적인 객실 공급이 예정되어 있어, 중장기적으로는 카지노-호텔 시너지 강화 및 외형 성장 지속 가능성 역시 높다는 판단이다.

2026. 6. 15

카지노 주요 지표 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
테이블 드롭액	1,694	1,835	1,808	1,813	1,756	2,060	1,986	2,276	6,868	7,150	8,079	8,897
(% y-y)	(2.0)	7.7	2.0	9.1	3.6	12.3	9.9	25.6	11.3	4.1	13.0	10.1
고객별 드롭액												
CN VIP	303	293	307	302	250	306	329	418	1,214	1,205	1,303	1,436
JP VIP	720	787	759	723	729	866	797	898	2,898	2,990	3,289	3,522
Other VIP	304	362	304	345	349	425	336	410	1,311	1,316	1,520	1,675
Mass	367	393	437	442	429	463	525	550	1,445	1,639	1,967	2,262
(y-y)												
CN VIP	0.5	(1.2)	(3.5)	1.3	(17.6)	4.5	7.1	38.6	44.4	(0.8)	8.2	10.3
JP VIP	0.4	11.8	(0.9)	1.7	1.1	10.0	5.0	24.1	3.6	3.2	10.0	7.1
Other VIP	(12.5)	6.5	(6.5)	15.7	14.8	17.3	10.3	18.8	6.1	0.3	15.5	10.3
Mass	1.0	8.1	20.3	24.6	16.8	18.0	20.0	24.4	11.2	13.4	20.0	15.0
카지노별 드롭액												
P-city	876	996	1,005	941	916	1,096	1,105	1,300	3,472	3,818	4,127	4,444
Ex P-city	818	839	803	872	840	964	881	976	3,396	3,332	3,952	4,453
(y-y)												
P-city	0.7	19.5	9.9	10.2	4.6	10.0	10.0	38.2	17.2	10.0	8.1	7.7
Ex P-city	(4.8)	(3.6)	(6.4)	7.9	2.7	15.0	9.7	11.9	5.8	(1.9)	18.6	12.7
VIP Visitation												
CN VIP	8,351	9,946	9,484	9,865	7,508	9,449	9,958	11,860	36,621	37,646	38,775	40,714
JP VIP	20,025	21,536	22,657	20,204	21,049	23,690	23,790	24,336	82,687	84,422	92,864	97,507
Other VIP	12,081	12,595	12,494	12,615	12,274	12,847	13,119	14,035	49,297	49,785	52,274	54,888
(y-y)												
CN VIP	3.7	9.4	0.6	(1.8)	(10.1)	(5.0)	5.0	20.2	55.4	2.8	3.0	5.0
JP VIP	(3.3)	5.2	6.8	(0.4)	5.1	10.0	5.0	20.5	8.3	2.1	10.0	5.0
Other VIP	2.9	3.7	(0.5)	(1.9)	1.6	2.0	5.0	11.3	14.3	1.0	5.0	5.0
Drop/Visiting days(mn)												
CN VIP	36.3	29.5	32.4	30.6	33.3	32.4	33.0	35.3	33.2	32.0	33.6	35.3
JP VIP	36.0	36.5	33.5	35.8	34.6	36.5	33.5	36.9	35.0	35.4	35.4	36.1
Other VIP	25.1	28.8	24.4	27.4	28.4	33.1	25.6	29.2	26.6	26.4	29.1	30.5
(y-y)												
CN VIP	(3.1)	(9.7)	(4.1)	3.2	(8.3)	10.0	2.0	15.3	(7.0)	(3.5)	5.0	5.0
JP VIP	3.9	6.3	(7.2)	2.1	(3.8)	0.0	0.0	3.0	(4.3)	1.1	0.0	2.0
Other VIP	(15.0)	2.7	(6.0)	17.9	13.0	15.0	5.0	6.8	(7.2)	(0.6)	10.0	5.0
Table Hold %	12.6%	11.8%	11.3%	11.7%	12.2%	12.1%	11.4%	11.7%	11.2%	11.8%	11.8%	11.8%

자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

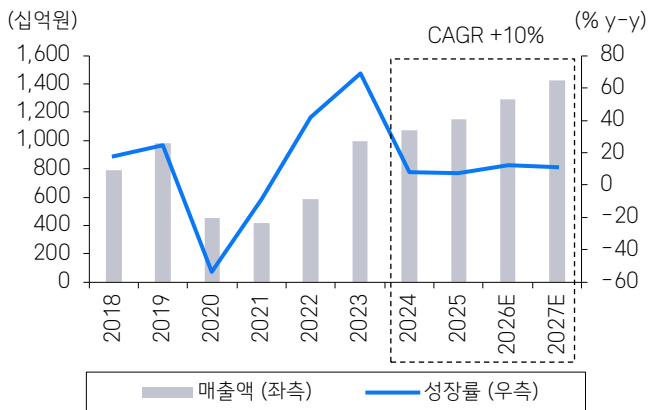
2026. 6. 15

파라다이스: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
Sales	283	284	288	294	294	327	320	354	1,072	1,150	1,294	1,423
Casino	229	231	219	229	232	266	241	281	818	899	1,020	1,124
Hotel & 기타	55	53	70	65	62	61	79	73	244	242	274	299
Gross profit	78	71	69	50	68	86	84	83	238	268	321	379
Operating profit	57	43	40	16	37	54	53	46	136	156	191	243
Pre-tax profit	50	36	40	10	25	44	43	35	101	135	148	195
Net profit	43	32	33	36	19	35	34	29	111	145	118	156
(% margin)												
Gross profit	27.5	24.8	23.9	17.1	23.2	26.3	26.3	23.3	22.2	23.3	24.8	26.6
Operating profit	20.2	15.1	13.7	5.5	12.7	16.6	16.6	12.9	12.7	13.6	14.7	17.1
Pre-tax profit	17.5	12.6	13.7	3.5	8.5	13.5	13.5	10.0	9.4	11.8	11.4	13.7
Net profit	15.2	11.4	11.6	12.2	6.4	10.7	10.6	8.2	10.3	12.6	9.1	10.9
(% y-y)												
Sales	7.0	4.1	7.5	10.5	3.8	14.8	11.0	20.3	7.8	7.3	12.6	9.9
Casino	10.0	6.5	11.2	11.2	1.5	15.1	10.3	22.5	10.1	9.9	13.5	10.1
Hotel & etc	(3.9)	(5.2)	(2.9)	8.4	13.1	13.6	13.2	12.6	0.1	(1.1)	15.0	10.0
Gross profit	13.5	7.0	15.2	15.4	(12.5)	21.5	22.2	64.1	1.8	12.5	19.8	18.1
Operating profit	18.3	33.9	9.1	(16.8)	(34.9)	26.5	34.7	181.7	(6.7)	14.5	22.5	27.4
Pre-tax profit	21.1	59.7	89.5	(37.7)	(49.9)	22.8	8.9	243.6	10.2	34.2	9.3	31.5
Net profit	16.6	84.2	70.0	(1.6)	(56.3)	7.5	1.8	(19.4)	30.7	30.8	(18.3)	31.5

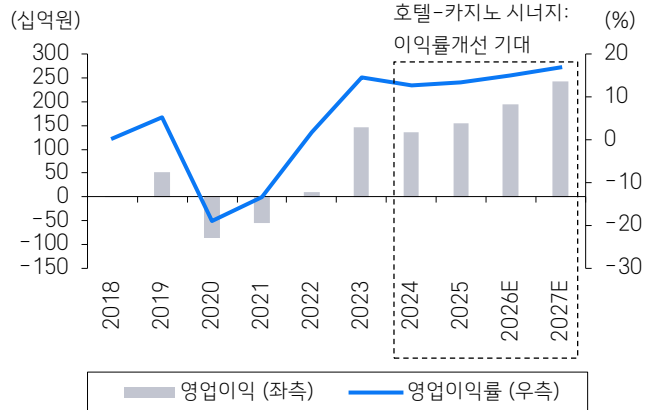
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

전사 매출액 및 성장률 추이



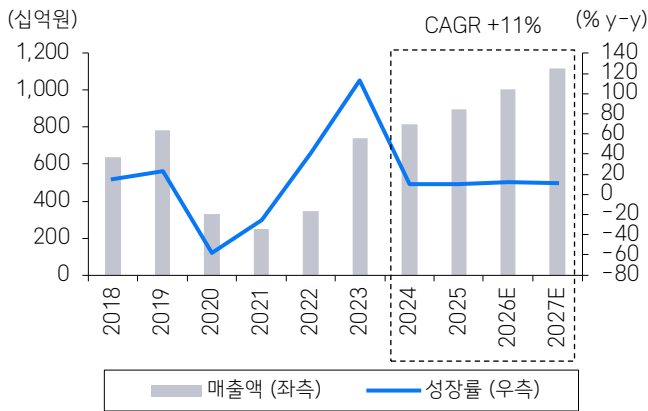
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

전사 영업이익 및 영업이익률 추이



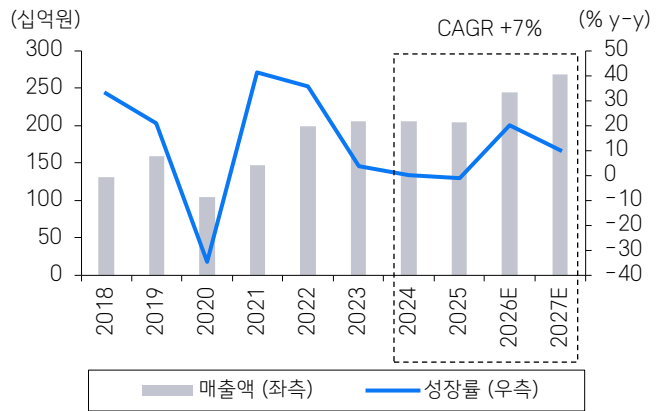
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

카지노 매출액 및 성장률 추이



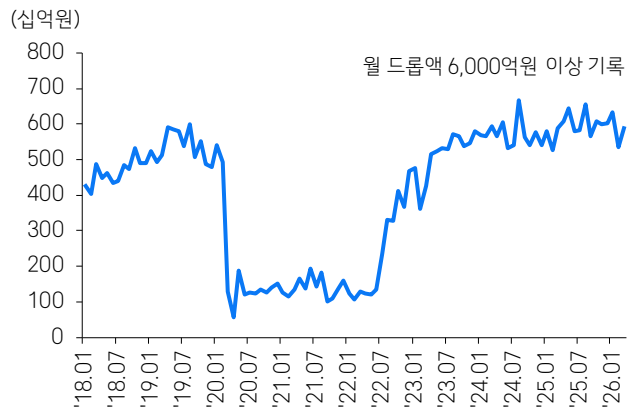
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

카지노 외 매출액 및 성장률 추이



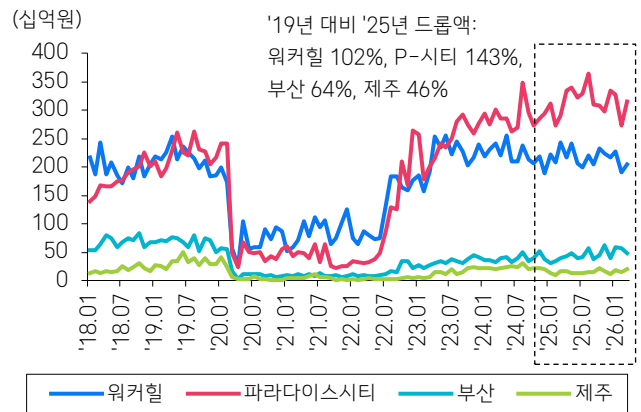
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

전체 카지노 월별 드롭액 추이



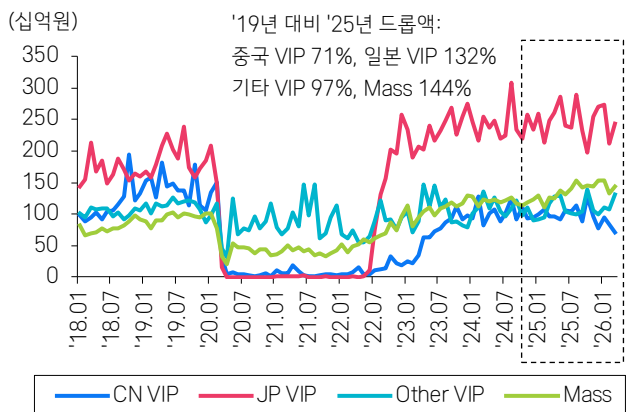
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

카지노별 월별 드롭액 추이



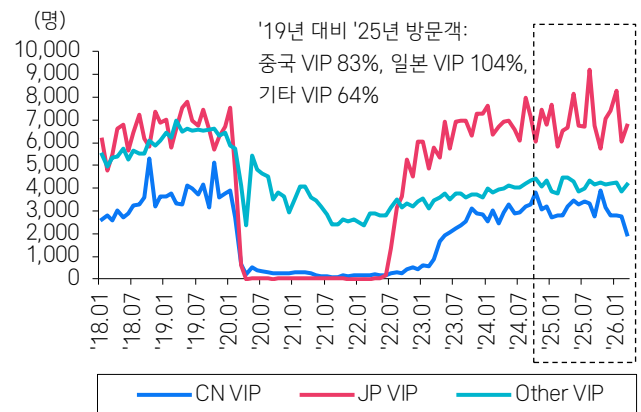
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

고객별 월별 드롭액 추이



자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

월별 카지노 방문객 추이

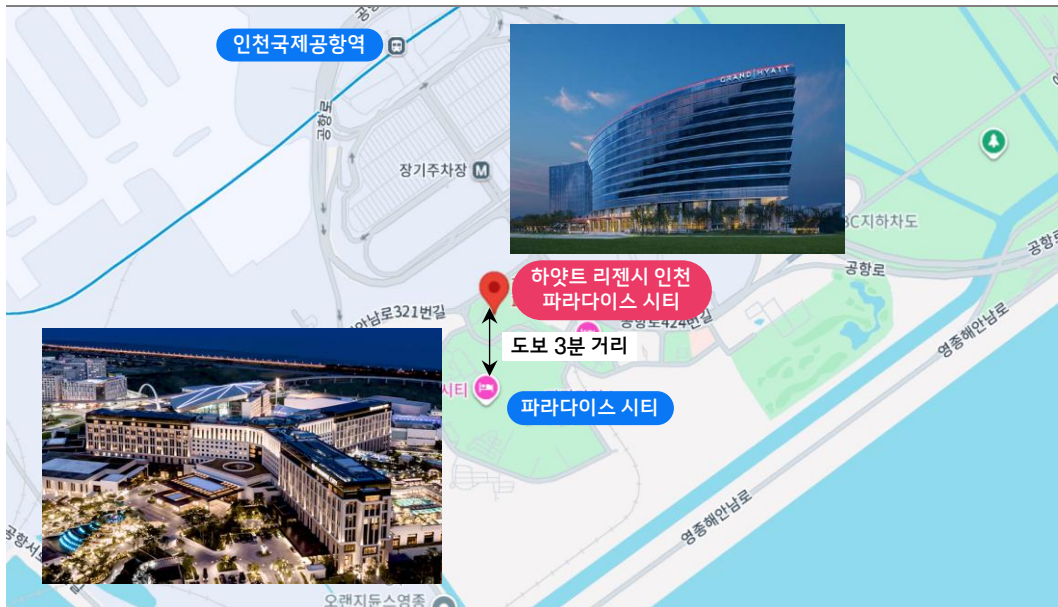


자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

1. 호텔 CAPA 확대 - 카지노와 비카지노간 시너지 강화로

동사는 '25년 9월 인천 그랜드 하얏트 웨스트 타워를 약 2,100억원에 인수했다. 그랜드 하얏트 웨스트타워는 5성급 501객실 규모를 보유한 호텔로 파라다이스 시티와는 도보 3분 거리로 접근성이 뛰어나다. 당사는 이번 인수가 (1) VIP 모객을 위한 객실 CAPA를 확대했다는 점과 (2) 수도권 호텔 공급 부족 환경 속에서 일반 투숙 수요까지 흡수하며 호텔 부문의 독립적인 성장 기반을 확보했다는 점에서 의미가 크다고 판단한다.

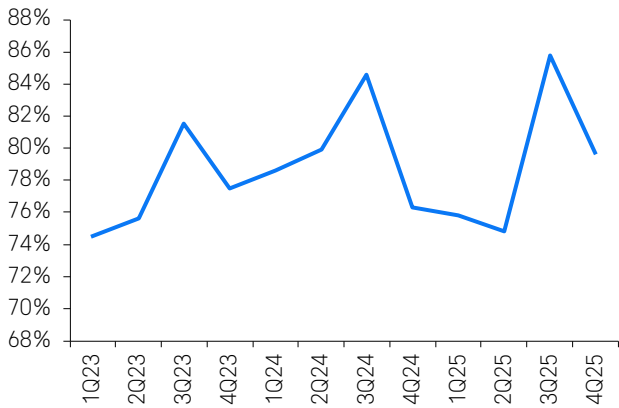
파라다이스시티 및 그랜드 하얏트 인천 위치



자료: 구글지도, 파라다이스, 삼성증권

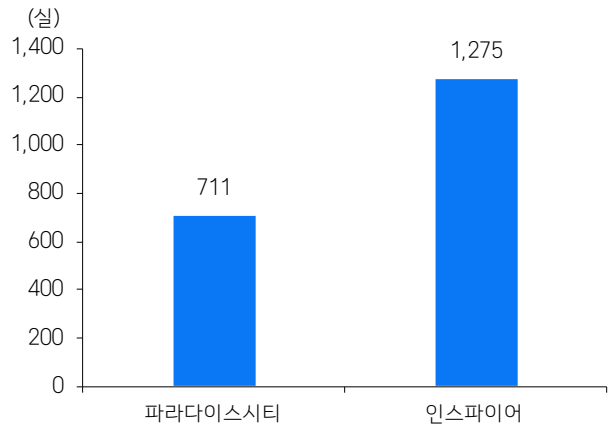
동사는 기존 파라다이스 시티의 높은 객실 가동률('25년 기준 OCC 80%)로 인해 VIP 고객에게 제공 가능한 객실 여력이 제한적이었다. 특히 주말 기준 OCC는 90% 이상을 기록하고 있는 만큼 VIP 유치를 위한 객실 확보가 필요한 상황이었다. 또한 인근 인스파이어 리조트가 약 1,275실 규모의 객실을 보유하고 있다는 점을 고려할 때, 객실 규모 측면에서도 상대적으로 경쟁 열위에 있었다.

파라다이스시티: OCC 추이



자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스 시티 및 인스파이어 객실 수



자료: 각 사, 삼성증권

그러나 이번 인수를 통해 동사는 501실의 추가 객실을 확보함에 따라, 인천 지역 내 총 객실 수는 약 1,200실로 확대되었으며, 이에 따라 기존 파라다이스시티 객실을 VIP 고객 중심으로 제공할 수 있는 여건이 마련되었다.

현재 파라다이스시티 전체 객실 중 VIP에게 제공되는 비중은 약 20~30% 수준으로 추정되며, 이는 제주 드림타워의 40~50% 대비 여전히 낮은 수준이다. 이에 따라 추가 객실 확보는 단순한 CAPA 증가를 넘어 VIP 마케팅 강화를 위한 핵심 영업 레버리지로 작용할 수 있다는 판단이다.

구체적으로 전체 객실의 약 10%가 추가적으로 VIP 영업에 활용될 경우 연간 약 1,000억원 수준의 매출 증가가 가능할 것으로 추정되며, 공격적인 마케팅을 통해 해당 비중이 20%까지 확대될 경우 약 2,000억원 이상의 추가 매출 기여가 기대된다. 참고로, 25년 연간 매출액은 1.1조원으로 VIP영업 강화를 통한 매출 증가 폭 1천억원 당 매출 성장 기여도는 약 9%로 추산 가능하다.

VIP 확대에 따른 추가 매출액 전망

파라다이스시티 객실 수 (실)	VIP 고객 제공 비중 (%)	VIP 제공 객실 수 (실)	'25년 기준 Drop / visiting day (백만원)	드롭액 증가분 (십억원)	25년 기준 홀드율 (%)	매출액 증가분 (십억원)	25년 매출액 대비 비중 (%)
	10	70		873		103	8.9
711	15	110	34.2	1,372	11.8	162	14.1
	20	140		1,746		206	17.9

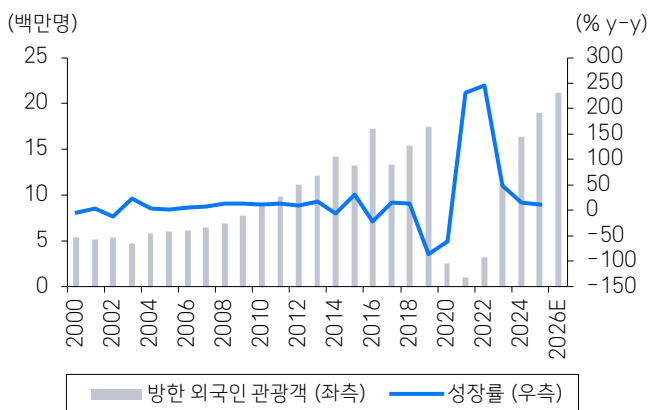
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

2. 서울 호텔 공급 부족 - Spillover 효과가 수도권으로

파라다이스의 하얏트 리젠시 인천 웨스트타워 인수는 카지노 고객 확대 뿐 아니라 호텔 부문의 독립적인 성장 여력 확보라는 측면에서도 의미가 있다. 이는 수도권 호텔 시장의 구조적인 수급 불균형에 기인한다. 최근 서울과 인천을 포함한 수도권 지역은 방한 외국인 관광객 증가에 따라 호텔 수요가 빠르게 확대되고 있으나, 공급은 이에 미치지 못하는 상황이 지속되고 있다.

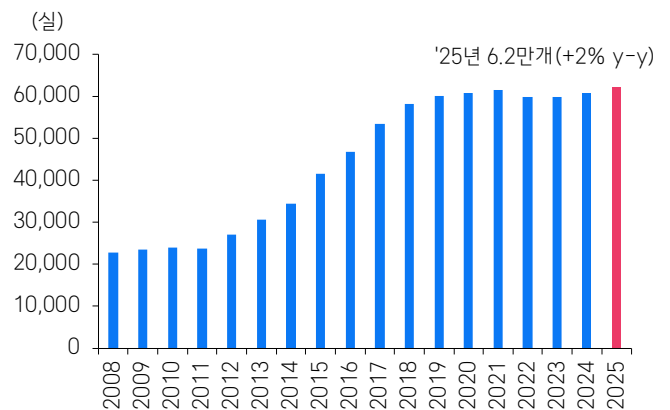
특히 '25년 방한 외국인 관광객 수는 전년 대비 16% 증가하며 역대 최고치를 기록했으며, 이에 더해 '26년에는 2,000만 명 이상을 기록할 것으로 전망된다. 반면에 '25년 기준 서울 내 관광호텔 객실 수는 6만 2천여개로, 이는 전년 대비 약 2% 증가에 그쳤다.

방한 외국인 관광객 수 추이



자료: 한국관광데이터랩, 삼성증권

서울 숙박 업소 객실 수 추이

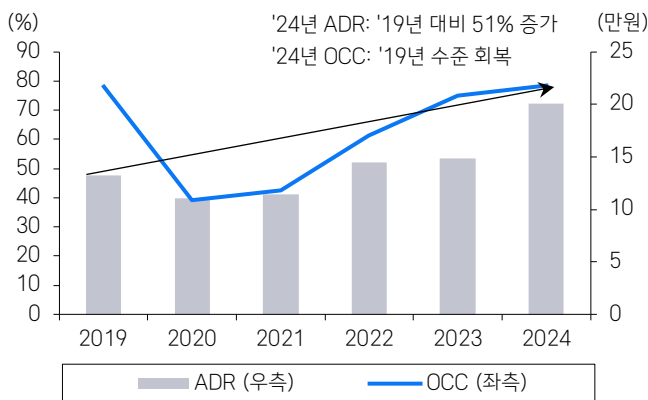


자료: 한국호텔업협회, 삼성증권

가파른 수요 증가와 공급 부족이 서울시 호텔 OCC와 ADR 우상향 초래

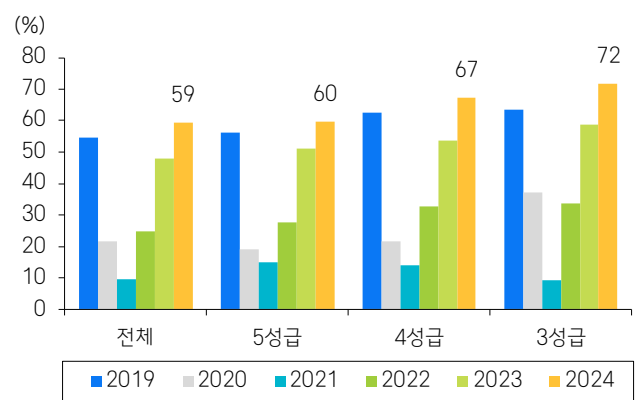
수도권 호텔 공급의 부족과 외국인 관광객의 증가에 따른 수급 불균형은 호텔 사업에 있어 Q와 P를 모두 증가시키는 요인으로 작용하고 있다. '24년 기준으로 1) 서울 내 호텔 객실 가동률(OCC)은 약 79% 수준까지 상승하며, '19년 OCC 78% 수준을 상회하였고, 2) 서울 내 평균 객실 단가(ADR) 역시 약 20만 원으로 '19년 대비 51% 증가하는 등 가파른 수요 확대로 숙박비 역시 빠르게 상승하고 있다. 이러한 수요 확대는 대부분 외국인 관광객이 견인한 것으로 판단되는데, 실제로 24년 기준 서울 호텔의 외국인 투숙객 비중은 59%로 '19년 55%를 상회한 것으로 나타났다.

서울 호텔 OCC 및 ADR 추이



자료: 한국호텔업협회, 삼성증권

서울 호텔 외국인 투숙객 비중

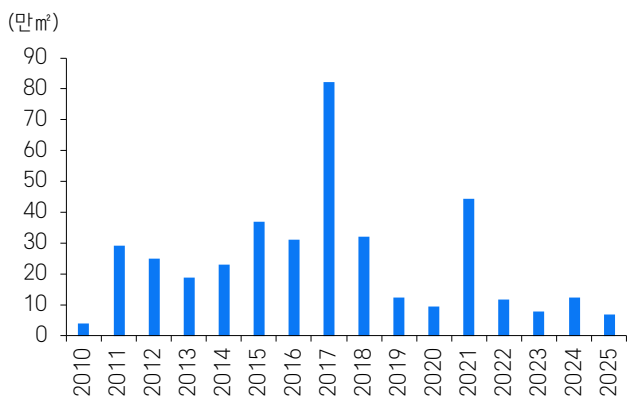


자료: 한국호텔업협회, 삼성증권

호텔 공급 확대까지는 3~5년 소요 - 수급 불균형에 따른 호텔 수익 개선 효과 지속 전망

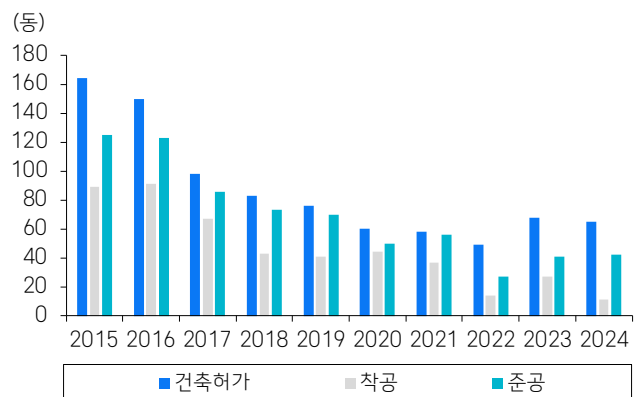
이러한 서울 지역 내 호텔 수급 불균형에 따른 호텔의 수익 개선 효과는 향후 약 3~5년간 지속될 것으로 전망된다. 이에 대한 이유는 (1) 호텔 공급의 선행 지표인 서울 지역 호텔 건축 인허가 면적이 '21년 대비 '25년 84% 하락했으며, (2) 서울시 숙박시설 건축 허가 및 착공 동 수 추이 역시 '15년 이후 지속적으로 감소했기 때문이다. 또한 통상 숙박업체가 건축 허가부터 준공까지 약 3~5년 기간이 소요되는 점을 감안할 때, 향후 공급 부족 현상은 한동안 지속될 것으로 예상된다.

서울 관광 숙박업 인허가 시설 면적 추이



자료: 서울특별시, 삼성증권

서울 숙박시설 건축 허가/착공/준공 추이



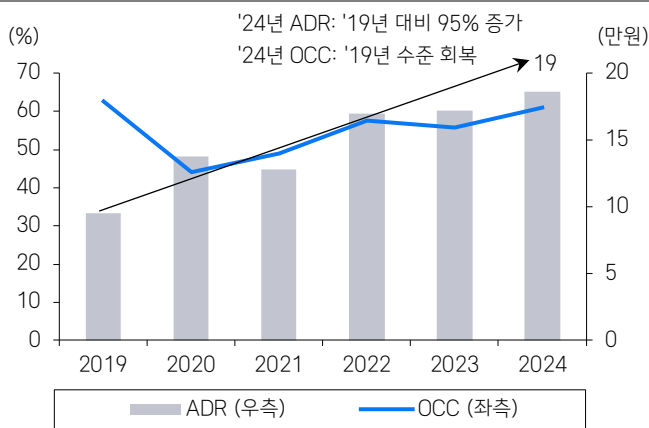
자료: 세움터, 삼성증권

서울 외 지역으로 호텔 수요 확대 수혜 기대 - 이미 수도권 호텔에서 확인 가능

결국 이러한 환경에서 파라다이스가 하얏트 리젠시 인천 웨스트타워를 인수하여 501실의 객실을 추가 확보한 것은, VIP 모객 경쟁력 확대를 넘어, 일반 호텔 수요까지 흡수할 수 있는 기반을 확보했다는 점에서 의미가 있다. 서울 호텔 공급 부족과 이에 따른 객실 단가(ADR) 상승으로 인해 인천 및 경기 등 수도권 외곽 지역으로 숙박 수요가 확산되는 흐름이 나타나고 있다.

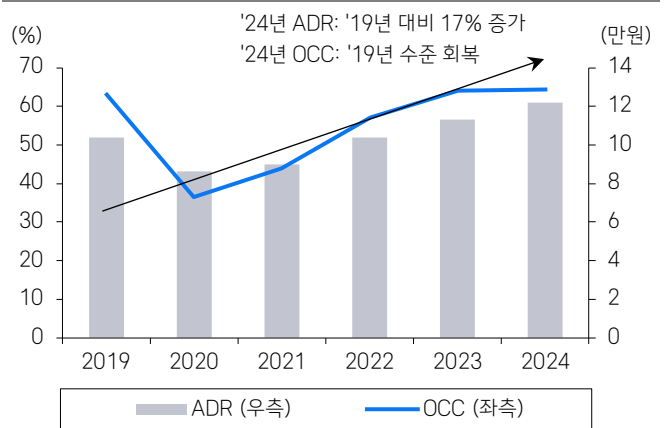
실제로 '24년 기준 인천과 경기 지역의 객실 가동률(OCC)은 각각 61%, 65%를 기록하며, 코로나 이전인 '19년 수준을 회복한 것으로 나타난다. 또한 '24년 기준 인천과 경기 지역 호텔의 ADR 역시 '19년 대비 각각 95%, 17% 상승한 것으로 파악된다. 추가적으로 '25년 외국인 관광객이 '24년 대비 확대되었음을 감안할 때, 각 지역의 OCC 및 ADR은 '24년 대비 추가 상승했을 것으로 추정된다.

인천 호텔 OCC 및 ADR 추이



자료: 한국호텔업협회, 삼성증권

경기 호텔 OCC 및 ADR 추이



자료: 한국호텔업협회, 삼성증권

하얏트 리젠시: Q,P 개선에 따른 점진적 수익성 회복 전망

현재 하얏트 리젠시의 OCC는 약 30~40% 수준으로 추정되나, 중장기적으로는 60% 이상의 OCC를 기록할 수 있을 것으로 판단한다. 이에 대한 이유는 (1) 서울 외 지역으로의 호텔 수요 확대가 기대되고, (2) 실제로 인천 및 경기 지역의 호텔 OCC는 코로나 이후 지속적으로 상승하며 '24년 기준 60% 이상의 OCC를 기록하고 있기 때문이다. 따라서 과거 그랜드 하얏트 인천의 ADR 20만원과 60%의 OCC 달성을 고려할 때, 하얏트 리젠시로부터 약 220억원의 추가 객실 매출액 확보가 가능할 것으로 전망한다.

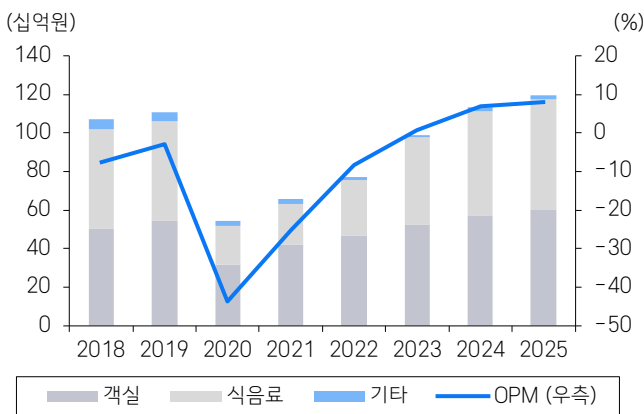
한편 단기적으로는 매출 기여도가 제한적으로 보일 수 있으나, Q, P 개선은 수익성 회복으로 이어질 수 있다는 점에서 의미가 있다. 동사는 '26년 1분기 하얏트 리젠시 관련 매출액 60억원, 영업비용 110억원을 기록하며 약 50억원의 영업손실이 발생, 호텔 인수에 따른 비용 부담 우려가 제기된 바 있다. 다만, (1) 동 분기 OCC가 30~40% 수준에 그쳤던 만큼, 향후 객실 가동률 상승 시 매출 확대를 통한 수익성 개선이 기대된다. 또한 (2) 1분기 비용에는 객실 용품 교체 등 리브랜딩 관련 일회성 비용이 일부 포함되어 있어 향후 분기별 영업비용 역시 감소할 가능성이 높은 만큼, 연내 BEP 달성은 무난할 것으로 판단된다.

하얏트 리젠시: OCC 및 ADR 별 연간 매출액 추정

(억원)				
OCC (%) / ADR (만원)	20	25	30	35
40%	146	183	219	256
50%	183	229	274	320
60%	219	274	329	384
70%	256	320	384	448

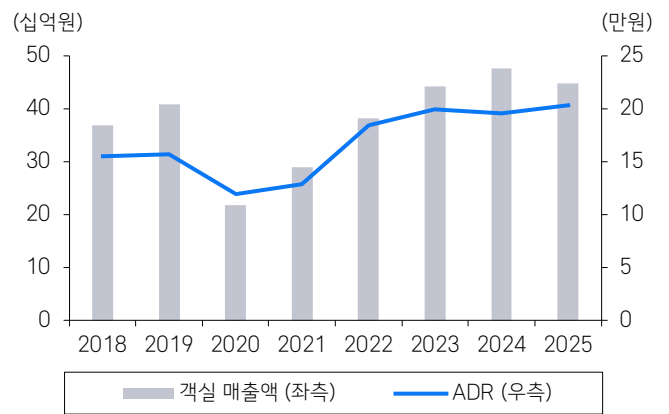
자료: 삼성증권 추정

칼호텔네트워크: 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 칼호텔네트워크, 삼성증권

그랜드 하얏트 인천 ADR 및 객실 매출액 추이 (인수 전)



자료: 칼호텔네트워크, 삼성증권 추정

3. 서울 장충동 럭셔리 호텔 개발 - 중장기 밸류에이션 리레이팅의 트리거

'28년 서울 장충동 내 럭셔리 호텔 오픈 계획

동사는 서울 장충동 호텔 개발을 통해 호텔 부문의 중장기 성장 동력 확보에 나선다. 해당 호텔은 서울 중구 장충동2가 일대 내 서울신라호텔과 약 400m 거리에 위치한다. 총 약 5천억 원 중반 규모가 투입되는 사업으로, 지하 5층~지상 18층, 189실 규모의 하이엔드 호텔로 '28년 개관을 목표로 한다. 특히 장충동 호텔은 3.3㎡ 기준 건축비가 1,839만원으로, 같은 평형 기준 국내 5성급 평균 건축비가 1,563만원임을 고려할 때 초고급화에 초점을 두고 있는 것으로 판단된다.

파라다이스: 장충동 호텔 프로젝트 개요

구분	내용
위치	서울 중구 장충동 2가 186-210
대지면적	13,950㎡(약 4,220평)
연면적	69,970㎡(약 2만 1,200평)
규모/객실	지하 5층 ~ 지상 18층 / 189실
사업기간	2025년 3월 31일 ~ 2028년 8월 31일
사업비	5,750억원 (공사비 3,900억원)

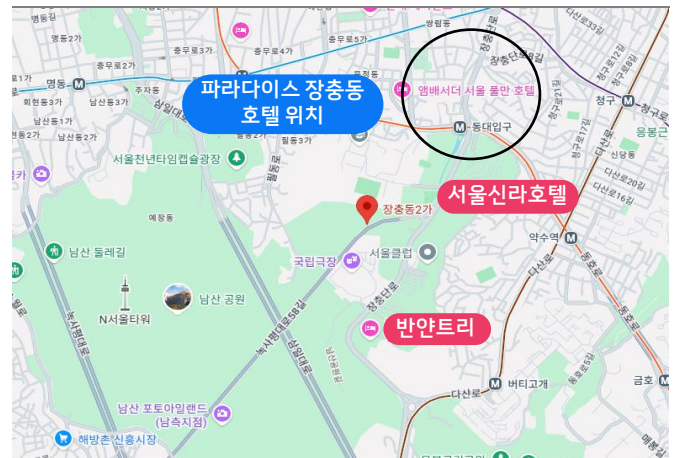
자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스: 장충동 플래그십 호텔 투시도



자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스: 장충동 호텔 위치

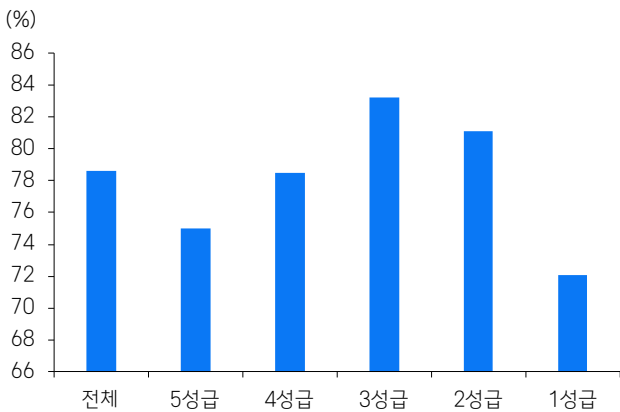


자료: 구글지도, 삼성증권

주요 관광지과 인접해 있는 점이 강점

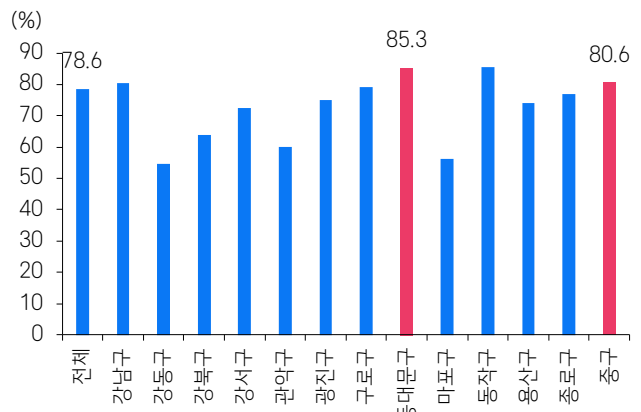
특히 해당 호텔은 명동·동대문 등 주요 관광지과 인접해 있으며, 외국인 관광객 수요를 직접적으로 흡수할 수 있는 장점을 갖추고 있다. 실제로 서울 5성급 호텔의 '24년 OCC는 75%인 반면, 명동이 위치한 중구 및 동대문구의 '24년 OCC 가 각각 81%, 85%임을 고려할 때, 동사의 호텔 역시 입지 경쟁력을 기반으로 설립 이후 70% 이상의 호텔 OCC를 기록할 수 있다는 판단이다.

서울 호텔 등급별 OCC ('24년 기준)



자료: 한국호텔업협회, 삼성증권

서울 지역별 OCC ('24년 기준)

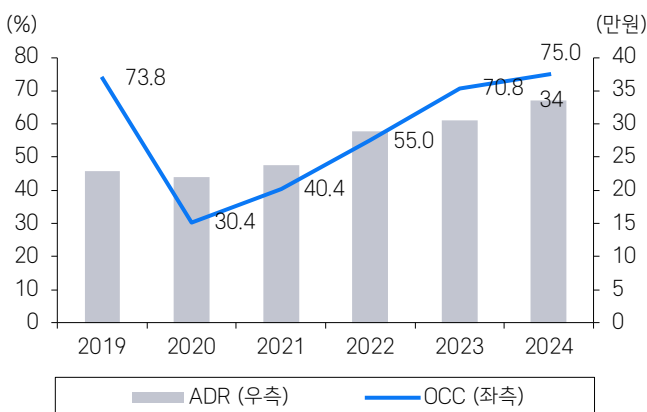


자료: 한국호텔업협회, 삼성증권

연간 약 200억원 수준의 매출액 기여 가능할 것으로 전망

이러한 점을 감안할 때, 장충동 호텔은 1) 70% 이상의 안정적인 객실 가동률과 2) 높은 객실 단가('24년 기준 서울 5성급 호텔 ADR 34만원)를 기반으로 연간 약 120억~200억 원 수준의 객실 매출 창출이 가능할 것으로 추정된다. 특히 장충동 호텔은 럭셔리 호텔로 개발될 예정인 만큼 ADR이 35~40만 원 수준까지 상승할 경우, 연간 약 230억 원('25년 매출액 기준 2%)수준까지 매출 확대가 가능할 것으로 판단된다.

서울 5성급 호텔 ADR 및 OCC 추이



자료: 한국호텔업협회, 삼성증권

장충동 호텔 매출액 추정

(억원)

OCC (%) / ADR (만원)	25	30	35	40
70%	121	145	169	193
75%	129	155	181	207
80%	138	166	193	221
85%	147	176	205	235

자료: 삼성증권 추정

매출 기여도 낮으나... 호텔 부문 강화의 두가지 시사점

동사의 장충동 호텔 매출 기여도는 '25년 기준 약 2% 수준으로 상대적으로 미미하다. 다만 호텔 부문 확대는 (1) 글로벌 호텔 체인으로의 성장과 이에 따른 밸류에이션 리레이팅 가능성, (2) 파라다이스시티 카지노와의 연계를 통한 VIP 매출 기여도 제고 측면에서 중장기적으로 의미가 있다는 판단이다.

1. PER 30배 - 호텔 체인의 높은 멀티플, 파라다이스의 밸류에이션 리레이팅 가능성

마카오 및 국내 카지노 업체는 현재 '27E PER 10~11배 수준에서 거래되고 있는 반면, 글로벌 호텔 체인은 PER 30배 이상을 받고 있다. 호텔이 카지노 대비 높은 멀티플을 받는 요인은 다음과 같다.

(1) 호텔업의 실적 안정성이 더 높다. 비록 국내 카지노 산업은 고객 믹스 다변화로 실적 변동성이 낮아지고 있으나, VIP 1~2명의 베틱 결과에 따라 분기 실적이 좌우되는 특성이 여전히 존재한다.

(2) 규제 리스크의 상대적 자유로움이다. 카지노 신규 허가는 극히 제한적으로, '05년부터 '23년까지 약 19년간 국내 외국인 전용 카지노는 16개 수준에서 증가하지 못했으며, '24년 인스파이어 카지노가 19년 만에 신규 허가를 받은 것이 이를 방증한다. 반면 호텔은 캐파 확대에 따른 규제 부담이 카지노 대비 상대적으로 낮다.

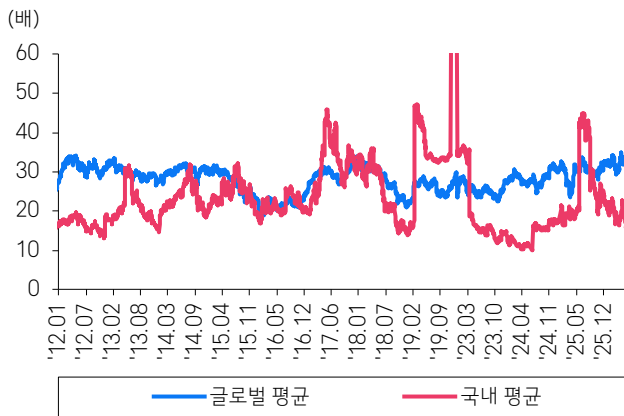
(3) 글로벌 호텔 체인의 경우에는 일부 호텔을 직접 소유하지 않고, 브랜드 라이선스만 제공하는 구조를 갖추고 있다. 이에 따라 호텔업체들은 호텔 확보에 대한 투자 비용 없이, 브랜드 사용에 대한 수수료만 수취하며 추가적인 자본 투입 없이 매출과 이익을 확대할 수 있다. 이것이 PER 30배 이상의 높은 멀티플을 정당화하는 핵심 근거다.

파라다이스, 카지노를 넘어 호텔 브랜드로

현재 동사는 (1) 파라다이스 시티, (2) 인천 하얏트 리젠시, (3) 파라다이스호텔 부산, (4) Embassy Suites Orlando Downtown을 직접 소유해 운영 중으로 호텔 운영 역량을 지속적으로 제고해왔다. 이 중 파라다이스시티와 부산 호텔은 '파라다이스' 자체 브랜드로 직접 운영되고 있어 호텔 브랜드로서의 '파라다이스' 가치를 꾸준히 축적하고 있다. 여기에 더해 '28년 장충동 럭셔리 호텔을 오픈할 경우, 호텔신라의 '더 신라'와 같이 프리미엄 도심 호텔로 관광객에게 각인될 수 있다는 판단이다.

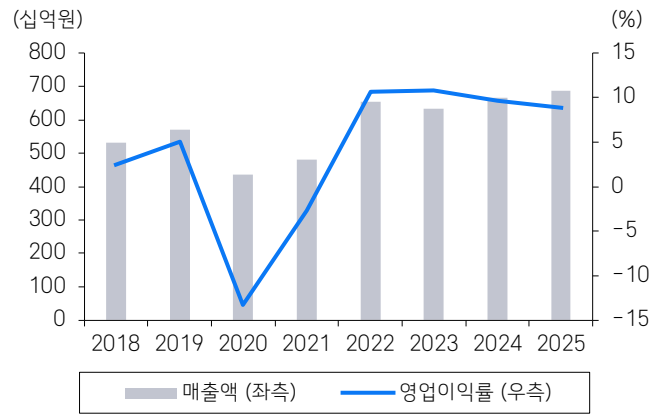
결국 이 같은 행보는 동사가 호텔신라의 '더 신라'·'신라모노그램'·'신라스테이' 브랜드 전략과 유사하게, '파라다이스' 브랜드를 기반으로 호텔 사업을 전략적으로 확장해 가고 있음을 시사한다. 그리고 이는 중장기적으로 동사가 (1) 글로벌 호텔 체인과 같이 '파라다이스' 브랜드 라이선스 사업으로의 확장이 가능하며, 추가적인 자본 투입 없이 매출과 이익을 창출할 수 있음을 의미한다. 또한 (2) 현재 호텔신라가 면세 사업 위축을 호텔 사업 확장으로 만회하는 구조인 반면, 동사는 안정적인 카지노 현금흐름을 기반으로 호텔 사업을 확장하는 구조인 만큼, 중장기적으로 멀티플 리레이팅 여력은 더욱 클 것으로 판단한다.

글로벌 및 국내 호텔업체 PER 추이



참고: 20~23년 코로나 기간 제외 / 글로벌- 메리어트, 힐튼, 인터컨티넨탈, 하얏트 평균 / 국내-신라호텔, 서부T&D, GS피앤엘
 자료: Bloomberg, 삼성증권

호텔신라: 호텔/레저 실적 추이



자료: 호텔신라, 삼성증권

2. 파라다이스시티와 장충동 시너지, 복합리조트 체험과 서울 관광을 동시에

한편 장충동 호텔은 워커히 카지노 및 파라다이스시티와 지리적으로 거리가 있어, 카지노 부문과의 시너지가 제한적일 것이라는 우려가 시장 일각에 존재한다. 다만 당사는 오히려 장충동 호텔이 파라다이스시티와 각각의 비교우위를 기반으로 시너지를 창출할 수 있다고 판단한다.

(1) 각 거점의 상대적 비교우위를 통한 보완 관계

파라다이스시티는 인천국제공항과의 우수한 접근성과 복합리조트로서의 다양한 엔터테인먼트를 강점으로 한다. 반면 장충동 호텔은 명동·동대문 등 서울 핵심 관광지와의 근접성을 바탕으로, 호텔 내 휴식과 서울 시내 관광을 동시에 즐길 수 있다는 차별점이 있다. 두 거점이 경쟁 관계가 아닌 각자의 강점을 가진 보완 관계로 기능할 수 있다는 점에서 시너지 효과가 발생할 수 있다는 판단이다.

(2) VIP 체류일수 확대를 통한 매출 기여

서울 관광을 원하는 VIP 고객의 경우, 파라다이스시티에서의 복합리조트 체험 이후 장충동 호텔로 이동하며 서울 시내 관광까지 연계하는 패키지형 체류가 가능하다. 그리고 이는 VIP 1인당 체류일수 및 총 지출을 늘리는 효과로 이어질 수 있다는 점에서 의미가 있다.

매출 면에서는 앞서 하얏트 리젠시 인수가 동사 전체 매출의 약 10%(25년 기준) 수준의 추가 기여로 이어질 것으로 예상되는 만큼, 서울 핵심 관광지에 위치한 장충동 호텔 역시 유사한 매출 시너지 확대가 가능할 것으로 판단한다.

리스크 요인

투자 확대에 따른 이자비용 증가 불가피

한편 동사는 최근 대규모 투자 재개에 따라 이자비용 증가가 불가피한 상황이다. 현재 동사는 2025년 약 2,100억원 규모의 그랜드 하얏트 인천 웨스트타워 인수와 함께, 총 사업비 5,750억원 규모의 장충동 호텔 개발 프로젝트를 추진 중이다. 1) 하얏트 인수의 경우, 필요 자금의 절반을 은행 차입으로 조달하였고, 2) 장충동은 전체 투자 규모 중 약 5,500억원을 시중 은행(금리 약 3.8%)로 조달함에 따라 향후 연간 이자비용이 약 100억원 증가할 것으로 전망된다.

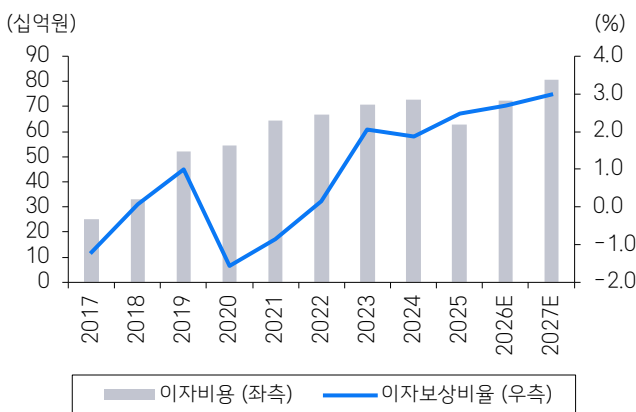
한편 동사는 과거 파라다이스 시티 준공에도 약 1조 5천억원의 대규모 자금을 투입했으며, 이로 인해 이자비용이 '18년 330억원, '19년 520억원에서 '24년 729억원까지 확대되며 재무 안정성 우려가 제기된 바 있다.

안정적인 현금창출력 기반 재무 안정성 유지할 것

다만, 엔데믹 이후 실적 회복에 따른 현금창출력 개선이 이자 부담을 상당 부분 완화하는 추세다. 동사는 '25년 기준 약 2,200억원 수준의 영업현금흐름을 창출하고 있으며, 이자보상배율 또한 '22년 0.2배 → '23년 2.1배 → '25년 2.5배까지 개선되는 등 이자비용 대응 능력이 유의미하게 강화된 상황이다.

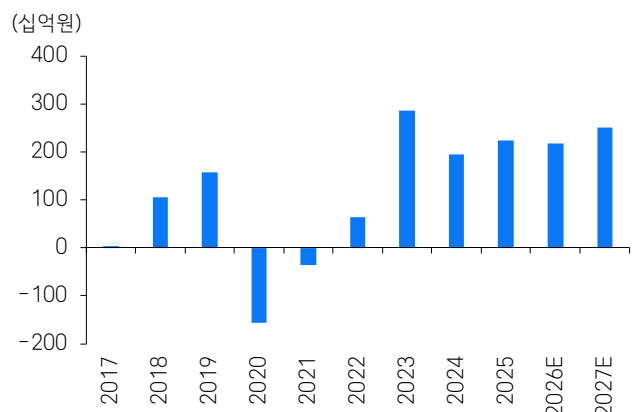
또한 카지노 사업 특성상 운전자본 부담이 낮아 영업현금이 즉각적으로 유입되는 구조이며, 장충동 호텔의 멤버십 선분양 등 선제적 자금조달 계획을 감안할 때 투자 관련 자금 소요 역시 일정 부분 통제 가능할 것으로 전망한다.

이자비용 및 이자보상비율 추이



자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

영업활동현금 흐름 추이



자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

Appendix. 기업개요

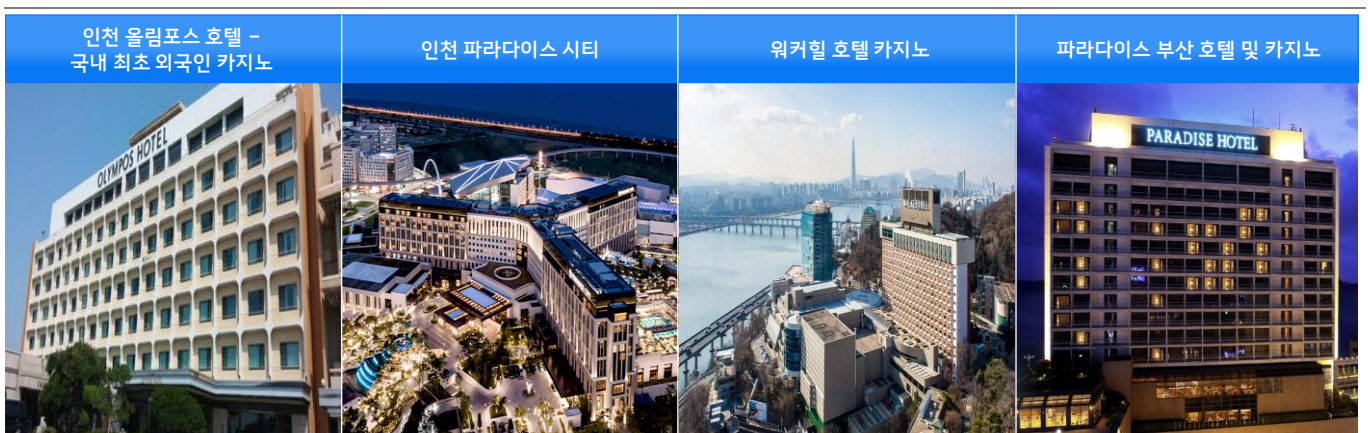
국내 최초 외국인 카지노 운영 업체

파라다이스는 국내 카지노 산업이 시작되던 시기부터 사업을 영위해온 기업으로, 1965년 인천 올림포스 호텔 개관 이후 1967년 동 호텔 내 국내 최초 외국인 전용 카지노를 개장하며 사업을 시작하였다. 이후 1968년 워커히 호텔 내 카지노 오픈을 기점으로 부산, 제주 등 주요 관광 거점으로 사업을 확장하며 전국 단위 카지노 네트워크를 구축하였다.

또한 동사는 1981년 파라다이스 호텔 부산 설립을 통해 호텔 사업에 진출했으며, 2012년 일본 엔터테인먼트 기업 세가사미와의 합작법인 파라다이스세가사미를 설립하며 호텔과 복합리조트 사업으로 영역을 확장했다.

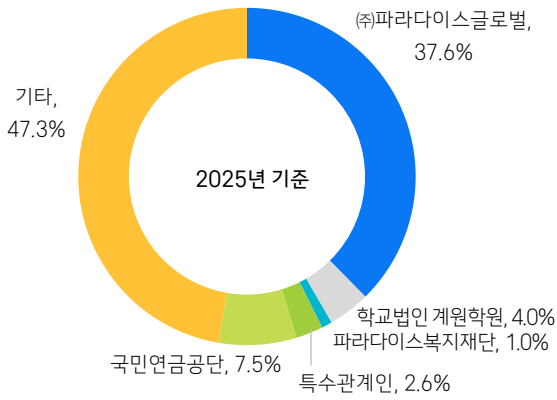
한편 2025년 기준 동사의 사업부별 매출 비중은 카지노 78%, 호텔 18%, 기타(도고스파, 편시티 등) 3%로 구성되어 있으며, 카지노 부문이 절대적인 비중을 차지한다. 카지노별 그룹액 기준 비중은 워커히 37%, 파라다이스시티 53%, 부산 7%, 제주 3%로 나타나며, 특히 파라다이스시티는 카지노·호텔·엔터테인먼트 시설이 결합된 복합리조트로서 체류형 관광 수요를 기반으로 실적 성장을 견인하는 핵심 사업장으로 부상했다. 고객 구성은 전체 그룹액 기준 중국 VIP 17%, 일본 VIP 42%, 기타 VIP 18%, Mass 23%로, 파라다이스시티 운영사인 파라다이스세가사미가 일본 엔터사와의 합작법인만큼, 일본 VIP 비중이 높은 점이 특징이다. (GKL: 일본 VIP 비중 30%, 중국 VIP 17%, 기타 VIP 22%)

파라다이스: 운영 호텔 및 카지노



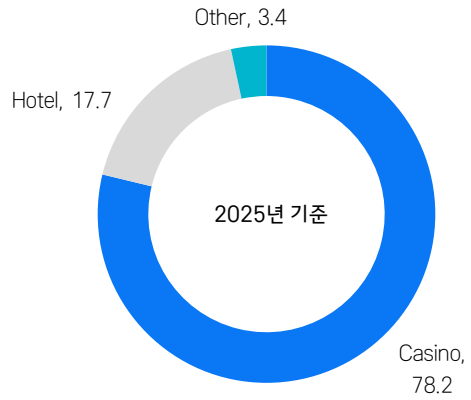
자료: 파라다이스, 언론보도, 삼성증권

파라다이스: 주주구성



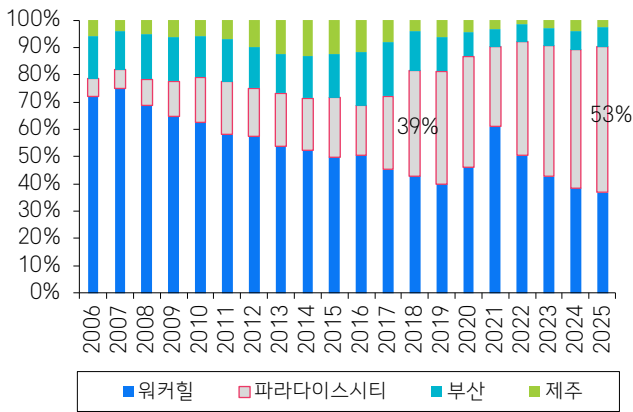
자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스: 사업부별 매출액 비중



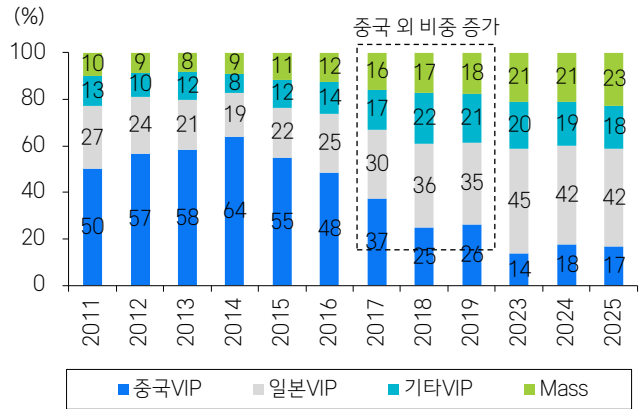
자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스: 카지노별 드롭액 비중



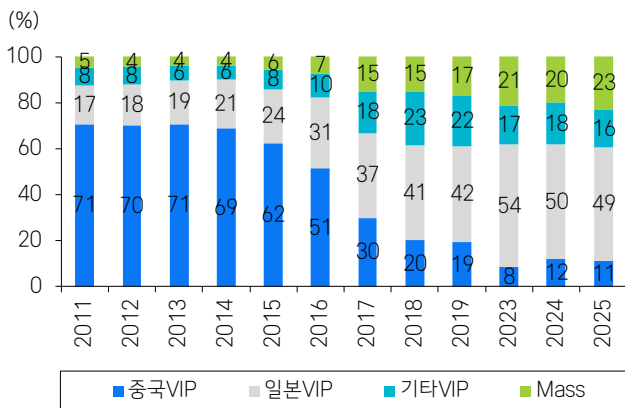
자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스: 고객별 드롭액 비중 추이



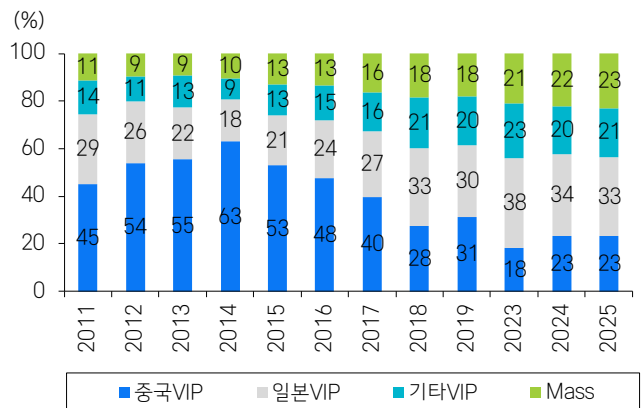
자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스 시티: 국적별 드롭액 비중



자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스 시티 외: 고객별 드롭액 비중 추이



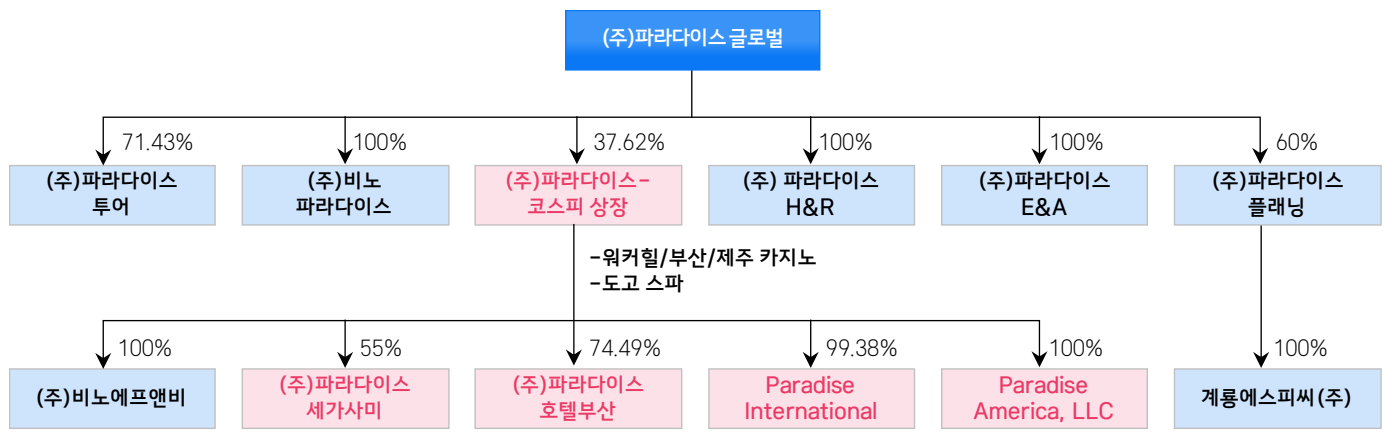
자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스: 주요 연혁

연도	주요 내용
1965년 12월	인천 올림포스 호텔 개관
1967년 8월	국내 최초 외국인 전용 카지노 개장
1968년 3월	파라다이스 카지노 워커히 호텔 개장 (워커히 호텔)
1981년 11월	파라다이스 카지노 부산 개장 (주)파라다이스 비치호텔 설립(현 파라다이스 호텔 부산)
1992년 6월	파라다이스 카지노 제주 오픈
2002년 11월	파라다이스 코스닥 상장
2002년 12월	파라다이스 카지노 제주 롯데 오픈
2008년 7월	파라다이스 스파 도고 오픈
2012년 7월	(주)파라다이스세가사미 설립
2016년 2월	Paradise America, LLC 설립
2017년 4월	파라다이스시티 오픈

자료: 파라다이스, 삼성증권

파라다이스: 지배구조



자료: 파라다이스, 삼성증권

2026. 6. 15

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,072	1,150	1,294	1,423	1,533
매출원가	834	882	973	1,044	1,108
매출총이익	238	268	321	379	425
(매출총이익률, %)	22.2	23.3	24.8	26.6	27.7
판매 및 일반관리비	102	112	130	136	143
영업이익	136	156	191	243	282
(영업이익률, %)	12.7	13.6	14.7	17.1	18.4
영업외손익	-35	-21	-43	-49	-54
금융수익	24	15	12	15	18
금융비용	73	63	72	81	89
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	13	28	17	17	17
세전이익	101	135	148	195	228
법인세	-10	-9	30	39	46
(법인세율, %)	-9.8	-7.0	20.0	20.0	20.0
계속사업이익	111	145	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	111	145	118	156	182
(순이익률, %)	10.3	12.6	9.1	10.9	11.9
지배주주순이익	76	94	94	131	153
비지배주주순이익	35	50	45	56	62
EBITDA	214	230	271	323	362
(EBITDA 이익률, %)	20.0	20.0	20.9	22.7	23.6
EPS (지배주주)	823	1,026	1,025	1,428	1,667
EPS (연결기준)	1,206	1,575	1,287	1,692	1,982
수정 EPS (원)*	823	1,026	1,025	1,428	1,667

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	864	885	1,063	1,287	1,533
현금 및 현금등가물	578	342	442	542	642
매출채권	25	29	35	33	36
재고자산	8	8	10	11	11
기타	253	506	577	701	844
비유동자산	3,070	3,195	3,219	3,342	3,465
투자자산	54	120	228	228	228
유형자산	2,510	2,542	2,566	2,689	2,812
무형자산	163	162	162	162	162
기타	344	371	263	263	263
자산총계	3,934	4,080	4,282	4,629	4,999
유동부채	668	755	852	1,113	1,443
매입채무	5	5	6	6	7
단기차입금	169	137	496	506	1,086
기타 유동부채	495	613	351	601	351
비유동부채	1,190	1,112	1,113	1,055	926
사채 및 장기차입금	716	635	635	575	445
기타 비유동부채	474	477	479	480	481
부채총계	1,859	1,868	1,966	2,168	2,369
지배주주지분	1,636	1,724	1,827	1,972	2,141
자본금	47	48	46	46	46
자본잉여금	336	352	352	352	352
이익잉여금	629	702	807	952	1,120
기타	624	622	622	622	622
비지배주주지분	439	489	489	489	489
자본총계	2,075	2,213	2,316	2,461	2,629
순부채	592	852	848	948	1,048

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	196	224	216	255	283
당기순이익	111	145	118	156	182
현금유출입이없는 비용 및 수익	136	129	118	102	98
유형자산 감가상각비	74	71	77	77	77
무형자산 상각비	4	3	3	3	3
기타	58	54	38	22	18
영업활동 자산부채 변동	0	5	-4	-4	-3
투자활동에서의 현금흐름	-186	-397	-120	-220	-220
유형자산 증감	-49	-83	-100	-200	-200
장단기금융자산의 증감	34	70	-3	-3	-3
기타	-171	-384	-17	-17	-17
재무활동에서의 현금흐름	-123	-63	4	65	37
차입금의 증가(감소)	-76	-46	96	10	580
자본금의 증가(감소)	0	17	0	0	0
배당금	-9	-13	-13	-13	-13
기타	-38	-21	-79	68	-530
현금증감	-111	-236	100	100	100
기초현금	689	578	342	442	542
기말현금	578	342	442	542	642
Gross cash flow	246	273	237	258	281
Free cash flow	146	135	116	55	83

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	7.8	7.3	12.6	9.9	7.7
영업이익	-6.7	14.5	22.5	27.4	16.0
순이익	38.0	30.8	-18.3	31.5	17.1
수정 EPS**	20.6	24.6	-0.2	39.4	16.7
주당지표					
EPS (지배주주)	823	1,026	1,025	1,428	1,667
EPS (연결기준)	1,206	1,575	1,287	1,692	1,982
수정 EPS**	823	1,026	1,025	1,428	1,667
BPS	18,941	19,694	20,874	22,532	24,454
DPS (보통주)	150	150	120	160	190
Valuations (배)					
P/E***	11.7	16.1	14.6	10.5	9.0
P/B***	0.5	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.9	12.5	10.1	8.7	8.1
비율					
ROE (%)	5.0	5.6	5.3	6.9	7.5
ROA (%)	2.9	3.6	2.8	3.5	3.8
ROIC (%)	5.9	6.3	5.8	7.1	7.5
배당성향 (%)	17.1	13.9	11.2	10.7	10.9
배당수익률 (보통주, %)	1.6	0.9	0.8	1.1	1.3
순부채비율 (%)	28.5	38.5	36.6	38.5	39.9
이자보상배율 (배)	1.9	2.5	2.6	3.0	3.2

COMPANY INITIATION

2026. 6. 15

금융/소비재팀

이혜인 Analyst

hyeining.lee@samsung.com

종목 정보

BUY

목표주가	23,000원	29.1%
현재주가	17,820원	
시가총액	1.4조원	
주식수 (유통주식 비중)	79,601,474주 (59.4%)	
52주 최저/최고	13,400원/26,550원	
60일-평균거래대금	137.0억원	

수익률

	1개월	6개월	12개월
롯데관광개발 (%)	-2.9	-23.8	32.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	-8.6	-60.9	-52.3

주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자 의견	BUY		
목표주가	23,000		
2026E EPS	851		
2027E EPS	1,719		

컨센서스

커버 증권사 수	12
목표주가	29,250
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

롯데관광개발 (032350)

드림타워가 만든 차별화된 성장 구조

- BUY 투자 의견과 목표주가 23,000원(Target PER 13.5배)로 커버리지 개시
- 방한 외국인 관광객 증가와 함께 제주 지역 외국인 관광객 확대에 따른 수혜 전망
- 입지+호텔+체류형 관광 중심 기반, 차별화된 성장세 지속될 것으로 기대

BUY 투자 의견 및 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시: 목표주가 23,000원 (Target PER 13.5배, 27E 마카노 카지노 평균 PER 10배에 35% 프리미엄 적용) 및 BUY 투자 의견으로 커버리지 개시. 한편 당사는 '26년 매출액 7,923억원 (+21% y-y), 영업이익 2,000억원 (+40% y-y) 및 '27년 매출액 8,970억원(+13%), 영업이익 2,440억원(+22%)를 기록하며, '24년과 '25년에 이어 가파른 실적 성장세를 이어갈 것으로 전망. 이에 대한 이유는 1) 제주도 외국인 관광객 증가에 따른 수혜와 2) 특히 당사는 카지노와 호텔, 엔터테인먼트를 결합한 복합리조트 경쟁력으로 차별화된 성장세 지속할 것으로 기대.

제주도 외국인 관광객 증가에 따른 수혜 기대: 내륙 외국인 관광객 증가에 더해 제주도 외국인 관광객 회복에 따른 동사 수혜 기대하며, '26년 제주도 외국인 방문객은 약 250만 명(+12% y-y)을 기록할 수 있을 것으로 전망. 한편 '25년 제주도 외국인 관광객은 약 224만 명으로 전년 대비 18% 증가, 코로나 직전인 '19년(172만 명) 수준 상회. 향후 제주국제공항의 취항 도시 수 확대에 따라 방한 외국인의 추가 성장 여력은 충분하다는 판단. (취항 도시 수: '16년 45개, '25년 27개, '26년은 추가 확장 논의)

복합리조트 경쟁력 기반 타 경쟁 업체 대비 성장세 차별화될 것: 당사는 타 카지노 업체 대비 차별화된 성장세를 시현할 것으로 전망. 이는 1) 제주국제공항과 여객터미널과 차량 10분 내 접근 가능한 입지 경쟁력과 2) 1,600개의 객실을 기반으로 한 VIP 모객 역량, 3) 체류형 관광 중심의 제주도 방문객 특성과 이에 따른 구조적으로 높은 홀드올에 기인. ('25년 동사 홀드올 17% vs. 내륙 카지노 평균 11%). 특히 높은 홀드올은 기구당 효율성 개선과 영업이익률 제고에 기여하며, 동사의 수익성 차별화를 뒷받침하는 핵심 요인으로 작용할 것으로 전망.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	653	792	897	975
영업이익 (십억원)	143	200	244	253
순이익 (십억원)	28	68	138	165
EPS (adj) (원)	356	851	1,719	2,050
EPS (adj) growth (%)	흑전	139.1	101.9	19.2
EBITDA margin (%)	35.5	36.0	36.1	33.7
ROE (%)	8.1	16.7	27.1	24.9
P/E (adj) (배)	65.3	20.9	10.4	8.7
P/B (배)	5.0	3.2	2.5	1.9
EV/EBITDA (배)	13.3	8.6	6.9	6.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

가파른 실적 개선은 멀티플 프리미엄으로 커지는 제주 관광, 가속화되는 드림타워의 차별화

BUY 투자 의견과 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시

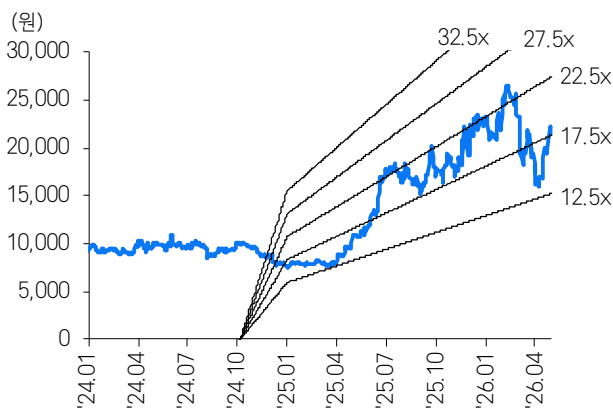
롯데관광개발에 대하여 목표주가 23,000원(Target PER 27E 13.5배) 및 BUY 투자 의견으로 커버리지를 개시한다. 목표 PER은 마카오 27E 평균 PER 10배에 35%의 프리미엄을 적용했다. 동사는 '24년 영업이익 흑자전환 이후 매출과 이익의 동시 개선 지속되며, 가파른 실적 개선이 가시화되고 있는 만큼 프리미엄을 적용했다. 현재 밸류에이션은 2026E PER 21배로 다소 높은 것으로 보일 수 있다. 하지만, 가파른 이익 성장으로 2027E PER은 12배 수준으로 낮아지는데, '26년 이후 멀티플 하단이 PER 12배인 점을 고려할 때, 단기적으로는 밸류에이션 부담은 낮다는 판단이다.

롯데관광개발: PER Valuation

		비고
EPS (원)	1,719	2027E EPS 평균
Target P/E (배)	13.5	2027년 마카오 평균 PER 10배에 35% 프리미엄 적용 동사는 '24년 영업이익 흑자 전환 이후, 매출과 이익의 동시 개선 지속
목표주가 (원)	23,000	

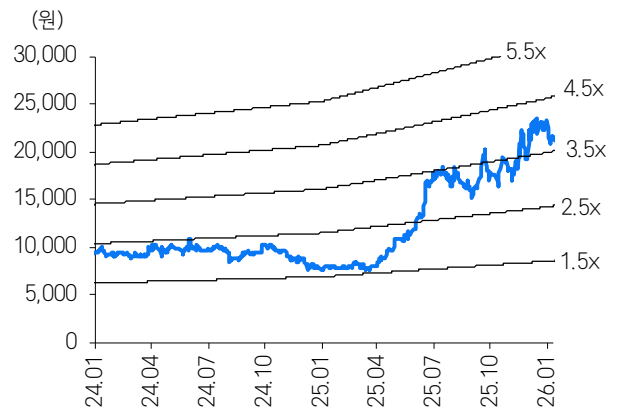
자료: 삼성증권 추정

롯데관광개발 12m FWD P/E band



자료: Bloomberg, 삼성증권

롯데관광개발 12m FWD P/B band



자료: Bloomberg, 삼성증권

카지노 사업 고성장 지속

동사는 '26년 매출액 7,920억원(+21% y-y), 영업이익 2,000억원 (+40% y-y) 및 '27년 매출액 8,970억원(+13%), 영업이익 2,440억원(+22%)를 기록하며, '24년과 '25년에 이어 가파른 실적 성장세를 이어갈 것으로 전망한다. 이에 대한 이유는 1) 제주도 외국인 관광객 증가에 따른 수혜가 예상되는 가운데, 2) 동사는 카지노와 호텔 등을 결합한 복합리조트 기반의 경쟁력으로 제주 지역 내 타 경쟁 업체 대비 관광객 증가에 따른 수혜가 상대적으로 클 것으로 전망하기 때문이다.

카지노 주요 지표 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
드롭액	482	669	849	769	651	852	1,071	896	1,692	2,768	3,470	3,990
(% y-y)	25.3	63.0	92.3	68.6	35.0	27.5	26.3	16.5	17.1	63.6	25.4	15.0
테이블	420	602	758	685	574	767	964	806	1,473	2,464	3,111	3,578
머신	62	66	91	84	77	85	107	90	219	303	359	412
홀드율 (%)	17.5	16.5	16.4	18.6	18.2	16.8	16.5	18.7	17.1	17.2	17.5	17.5
테이블	19.0	17.4	17.7	20.0	19.7	17.8	17.7	20.0	18.2	18.5	18.7	18.7
머신	7.6	7.8	6.1	6.7	7.4	7.6	6.2	6.7	8.8	7.0	6.9	6.9
순매출	85	110	139	143	119	143	177	167	263	477	606	697
(% y-y)	20.8	65.4	166.4	93.2	40.3	30.1	26.9	17.3	72.4	81.4	27.1	15.0
테이블	80	105	134	137	113	137	170	161	245	456	581	669
머신	5	5	6	6	6	6	7	6	17	21	25	28
방문객	109,631	148,475	172,783	159,443	150,553	185,594	215,979	185,790	359,428	590,332	737,915	848,602
Drop/visitor	4.4	4.5	4.9	4.8	4.3	4.6	5.0	4.8	4.7	4.7	4.7	4.7

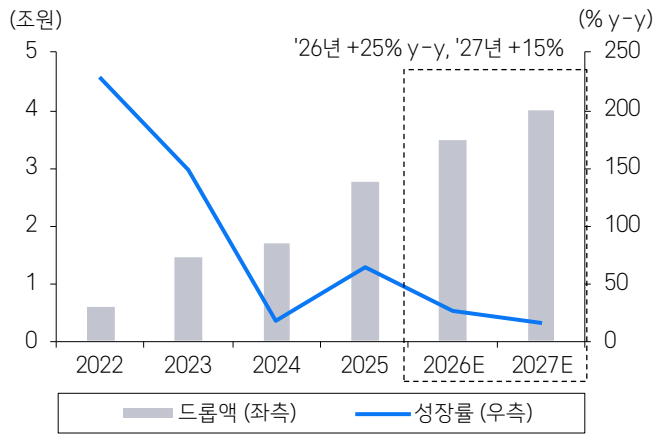
자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

롯데관광개발 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	122	158	187	187	156	193	227	216	471	653	792	897
카지노	85	110	139	143	119	143	177	167	263	477	606	697
호텔	14	22	24	21	18	25	27	22	86	82	91	100
여행	22	24	22	21	18	24	22	24	84	89	89	93
기타	1	1	2	2	1	1	2	2	39	6	6	6
영업이익	13	33	53	44	29	48	66	56	39	143	200	244
순이익	(24)	6	6	39	(7)	16	33	27	(117)	28	68	138
(% margin)												
영업이익	10.7	21.0	28.4	23.6	18.4	25.0	29.2	26.2	8.3	21.9	25.2	27.2
순이익	(19.4)	3.8	3.5	20.8	(4.7)	8.2	14.7	12.3	(24.7)	4.2	8.6	15.4
(% y-y)												
매출액	14.8	35.8	34.2	70.1	28.1	22.6	21.7	15.2	50.4	38.6	21.3	13.2
카지노	20.8	65.4	166.4	93.2	40.3	30.1	26.9	17.3	72.4	81.4	27.1	15.0
호텔	(15.7)	(5.0)	(9.2)	10.4	27.5	11.6	12.3	1.0	(7.2)	(4.9)	11.8	10.0
여행	22.1	(2.0)	(18.9)	40.5	(16.2)	0.0	0.0	17.0	37.4	5.3	0.0	5.0
기타	(8.4)	(14.2)	(94.7)	6.5	(18.3)	0.0	0.0	11.5	425.2	(83.4)	0.0	(0.0)
영업이익	48.2	462.5	138.9	1,942.5	121.0	46.1	25.3	27.7	nm	267.4	39.5	21.9
순이익	nm	nm	nm	nm	nm	167.9	414.7	(31.5)	nm	nm	147.9	101.9

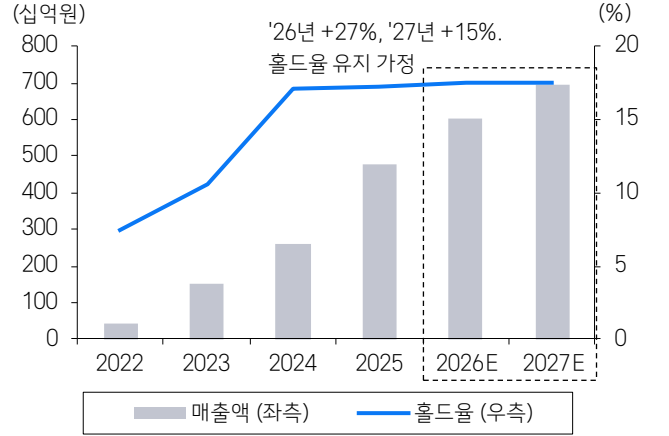
자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

카지노 드롭액 및 성장률 추이



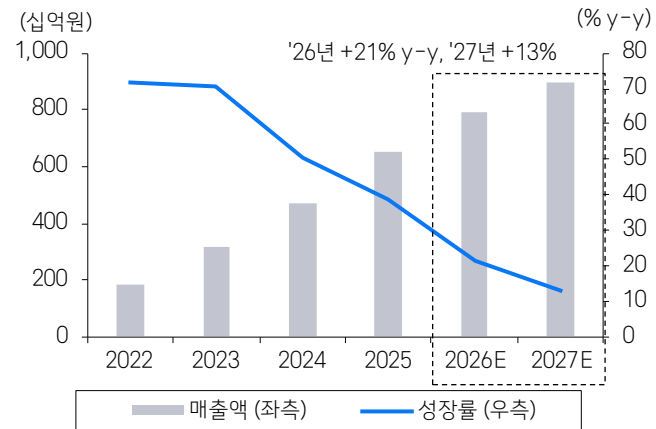
자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

카지노 순매출액 및 홀드율 추이



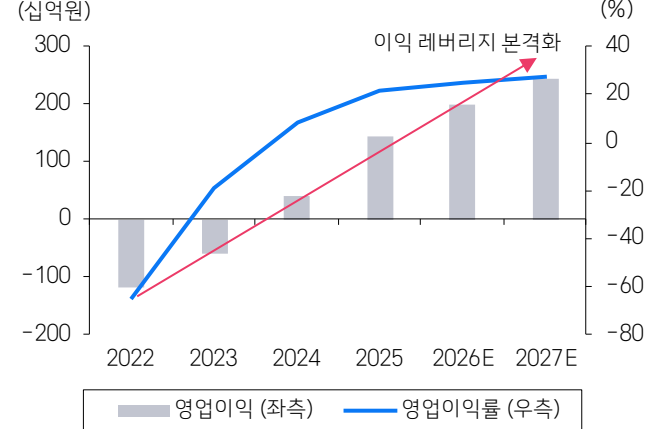
자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

전사 매출액 및 성장률 추이



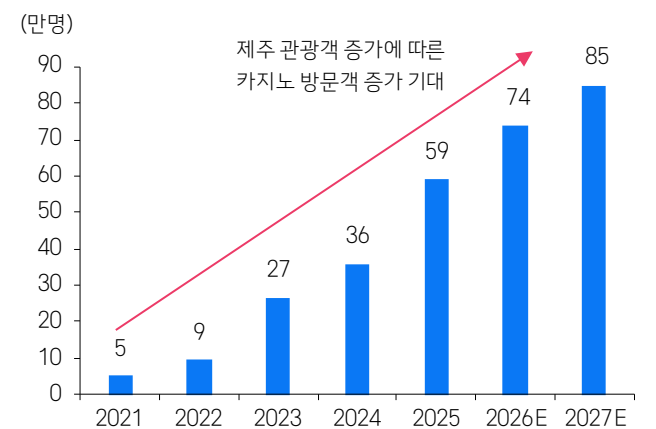
자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

전사 영업이익 및 영업이익률 추이



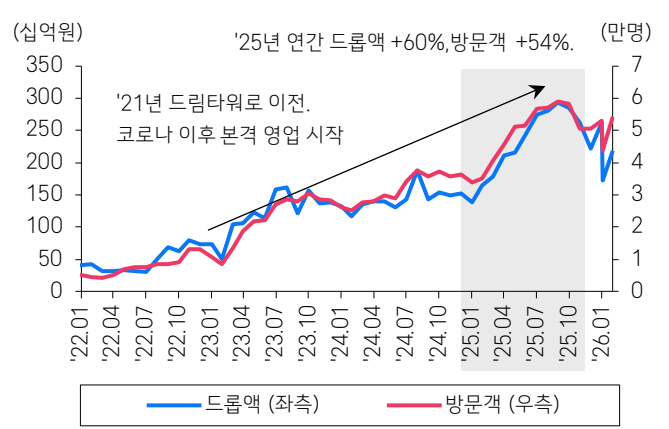
자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

카지노 방문객 추이 및 전망



자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

카지노 월별 드롭액 및 방문객 추이



자료: 롯데관광개발, 삼성증권

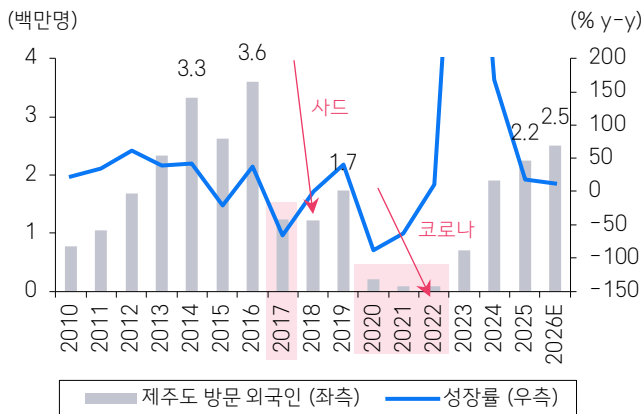
1. 제주도 관광객: 이제는 '16년 고점을 향해

코로나19 직전 수준을 크게 넘어선 제주도 외국인 방문객 - '26년 12%의 견조한 성장 기대

코로나19 직전 수준을 넘어 고성장 지속

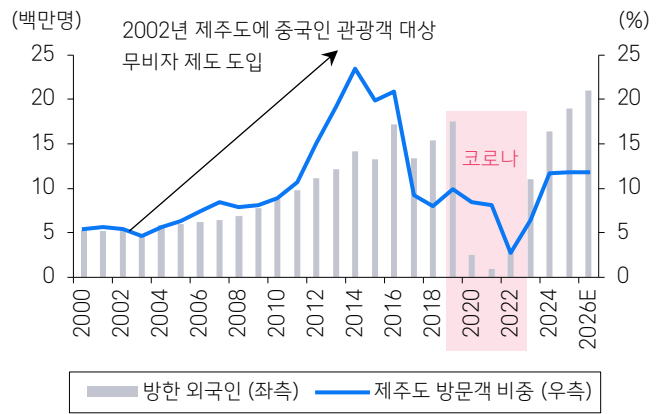
동사 실적 개선의 핵심은 제주도 외국인 관광객의 견조한 성장에 있다. '25년 제주도 외국인 관광객은 약 224만 명으로 전년 대비 18% 증가하며, 코로나 직전인 '19년(172만 명) 수준을 이미 상회하고 있다. 하지만, 제주도 외국인 방문객 수는 '26년에도 전년대비 12% 증가한 250만명을 기록하며 증가세를 이어갈 것으로 예상된다. 이는 '24~'25년 기준 전체 방한 외국인 중 약 12%가 제주도를 방문한 점을 고려하여, '26년 전체 외국인 입국자 수 2,100만 명 추정치에 동일 비중을 적용한 수치이다. 실제로 '26년 1분기 중 제주도를 방문한 외국인 관광객은 약 48만 명으로 27% y-y의 높은 성장세를 유지하고 있다.

제주도 외국인 관광객 추이 및 전망



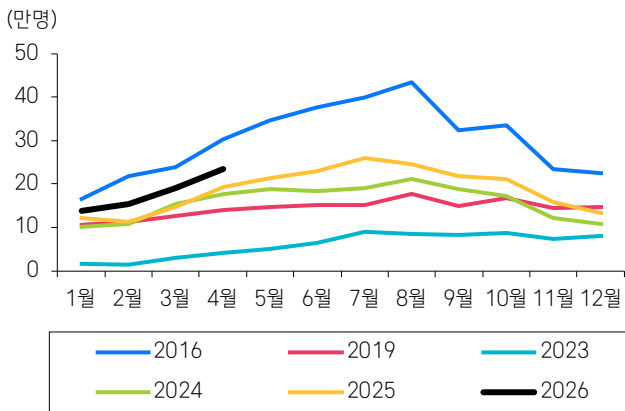
자료: 제주관광협회, 삼성증권 추정

전체 방한 외국인 대비 제주도 방문객 비중



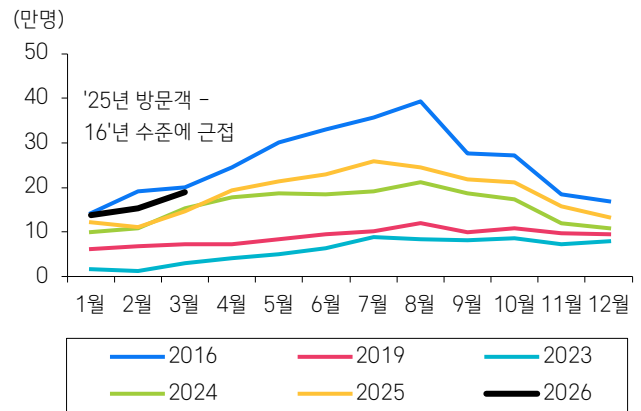
자료: 한국관광데이터랩, 제주관광협회, 삼성증권 추정

월별 제주도 방문 외국인 추이



자료: 제주관광협회, 삼성증권

월별 제주도 방문 중국인 추이



자료: 제주관광협회, 삼성증권

여전히 높은 성장 여력 - '16년 최대 관광객이 그 다음 Target

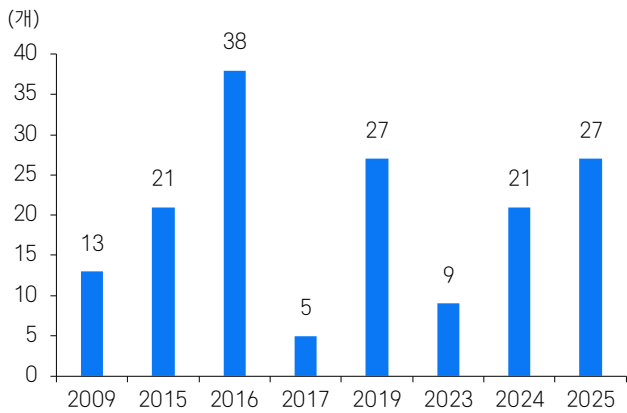
제주도를 방문한 외국인 관광객 수가 코로나19 직전 수준을 회복하였음에도 불구하고, 여전히 추가적인 성장 여력은 높다. '25년 제주도 외국인 관광객 224만 명은 코로나19 직전보다는 높지만, '16년 기록한 역대 최고 수준(360만 명)에는 미치지 못하고 있는 만큼, 추가 성장 여력은 충분하다.

이와 관련된 일차적 관건은 제주 국제 공항의 향후 취항 도시 수 확대에 판단한다. '16년의 외국인 관광객을 견인했던 대표적 계기는 중국인 단체 관광객 수요 급증으로 인해 정기 노선뿐 아니라 3~6개월 단기 전세편이 대거 확대되며 공급이 빠르게 증가한 점을 들 수 있다. 실제로 '16년 제주도 국제선 취항 도시는 약 38개 중 90%가 중국 도시로 구성되어 있었으며, 중국인 관광객 비중 역시 약 85% 수준으로 전체 제주도 관광객 성장을 견인했다.

물론, '25년 기준 제주도 국제선 운항 편수는 약 1.8만 회로 '16년 대비 약 97% 수준까지 회복되었다. 하지만, 취항 도시는 약 27개로 '16년 대비 약 60% 수준에 머물러 있는 만큼, 노선 증가 가능성은 여전히 높다. 실제로 현재 약 20여 개의 신규 취항 도시 후보가 논의되고 있는 만큼, 향후 노선 확대에 따른 외국인 관광객의 점진적인 증가가 가능할 것으로 전망한다.

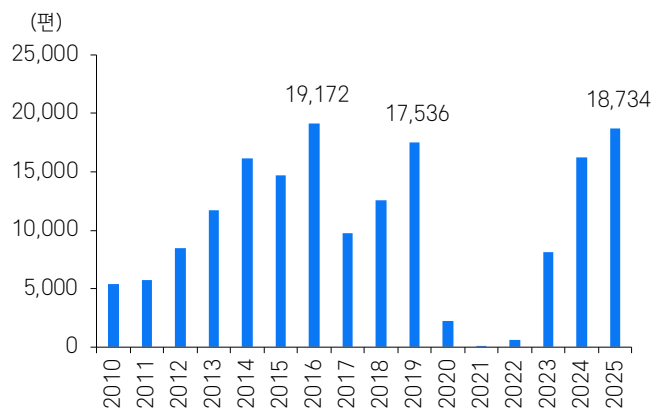
더 나아가, 한국을 방문한 후 추가 일정으로 제주를 찾는 외국인 관광객의 증가도 고려할 필요가 있다. '16년의 제주 방문 관광객의 주요 구성이 중국인 관광객이었던 반면, 최근에는 K-컬처를 접한 다양한 국적의 외국인 관광객들이 한국 방문을 늘리고 있다. 특히, 이들이 서울에서만 관광 콘텐츠를 소모하는 것이 아니라, 대표적 관광지인 제주와 부산 등으로 관광 범위를 넓혀가고 있다는 점에 초점이 필요하다. 일례로, 제주도는 넷플릭스에서 인기를 끌었던 '폭삭 속았수다'의 촬영지들은 물론 BTS의 뮤직비디오 촬영지와 BTS 지민이 휴가로 방문한 곳 등이 새로운 관광 자원으로 부각되고 있는 것을 들 수 있다.

제주국제공항: 취항 도시 수 추이



자료: 언론보도, 삼성증권

제주국제공항: 운항 편수 추이



자료: 한국공항공사, 삼성증권

제주국제공항: 연결 도시 수 현황

25년 연결도시			26년 후보도시		
국가	개수	도시	국가	개수	도시
중국	12	상하이, 베이징, 닝보, 선전, 선양, 난징, 광저우, 푸저우, 항저우, 칭다오, 우시, 시안	중국	20	천진, 우르무치, 은주, 우한, 장사, 충칭, 샤먼, 양주, 성도, 허페이, 제남, 옌지, 온천, 하이라얼, 연태, 대련, 하얼빈, 취안저우, 난창, 장춘
대만	3	타이페이, 타이중, 가오슝	일본	2	나고야, 후쿠오카
홍콩	1	홍콩			
마카오	1	마카오			
싱가폴	1	싱가폴			
일본	4	오사카, 도쿄, 삿포로, 오키나와			
태국	1	방콕			
베트남	1	다낭			
필리핀	1	마닐라			
라오스	1	비엔티안			
몽골	1	울란바토르			
합계	27		합계	22	

자료: 롯데관광개발, 언론보도, 삼성증권 정리

넷플릭스 시리즈, '폭삭 속았수다' 제주도 촬영지



자료: 언론보도, 삼성증권

BTS 지민 제주 여행 이후, 제주 관광 관심도 증가



자료: 언론보도, 삼성증권

2. 복합리조트 경쟁력으로 실적 차별화 지속될 것

제주도 카지노의 실적 차별화 가시화

제주도 내 외국인 관광객 증가와 함께 제주도 외국인 카지노의 총매출액 역시 증가하고 있다. 실제로 '24년 기준 제주도 외국인 카지노 GGR은 4,589억원으로 '19년 대비 140% 증가했으며, '25년 GGR 역시 6,466억원을 기록하며 전년 동기 대비 41% 성장했다.

복합 카지노 중심 시장 재편

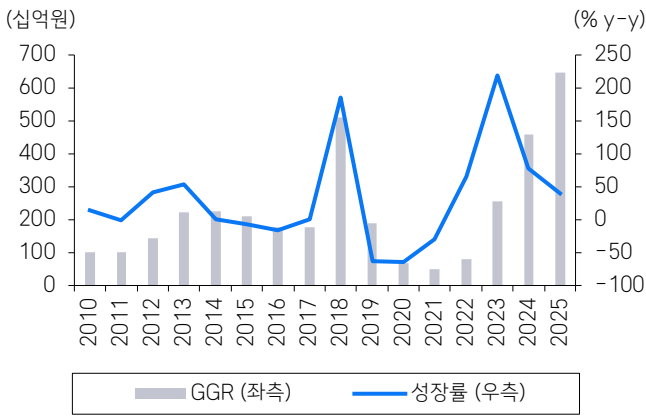
다만 업체별 성장세는 뚜렷하게 차별화되었는데, 특히 복합리조트 내 위치한 카지노 업체들의 성장세가 일반 카지노 업체 대비 더욱 가팔랐다. (1) 드림타워 카지노는 '24년 GGR 3,203억원(+69% y-y)을 기록하며 높은 성장세를 나타냈고, (2) 제주신화월드 내 위치한 랜딩카지노의 '24년 GGR 역시 198% 증가했다. 이는 일반 도심형 카지노인 파라다이스 제주 +11%, 제주썬카지노 +21%, 메가력카지노 +22%를 크게 상회하는 수준으로, 제주 지역 외국인 카지노 시장 성장의 중심이 복합리조트였음을 보여준다.

이는 시장점유율로의 차별화로도 이어지고 있다. '24년 기준 시장점유율의 경우, 드림타워 카지노가 70%, 랜딩카지노가 15%를 차지했으며, 나머지 6개 카지노 업체의 합산 점유율은 15%에 불과했다. 즉, 복합리조트를 중심으로 시장 집중도가 빠르게 확대되는 모습이 확인된다.

복합 리조트 내에서도 추가적인 차별화 확인

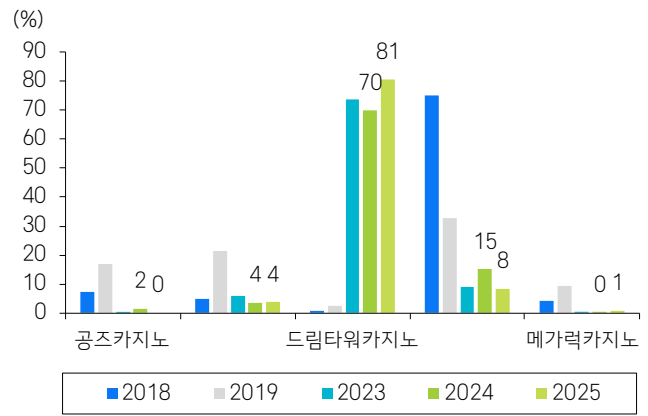
더 나아가, '25년에는 복합리조트 내에서도 다시 한 번 성장세 차별화가 나타나고 있다. 드림타워 카지노는 GGR 5,227억원(+63% y-y), 시장 점유율 81%로 시장 점유율이 10%p 증가한 반면, 랜딩카지노는 오히려 20% 역성장을 기록했다. 이는 단순히 복합리조트 여부에서 나아가 동사가 확보한 (1) 공항 및 시내 접근성 기반의 지리적 이점, (2) 대규모 객실 공급 능력, (3) 체류형 고객 유인 역량 등이 실적 차별화를 결정짓는 핵심 경쟁력으로 작용하며, 향후에도 독보적인 경쟁력 기반 차별화된 성장세를 시현할 것으로 전망된다.

제주도 내 카지노 GGR 및 성장률 추이



자료: 한국카지노협회, 삼성증권

제주도 카지노 업체별 시장 점유율 추이



자료: 한국카지노협회, 삼성증권

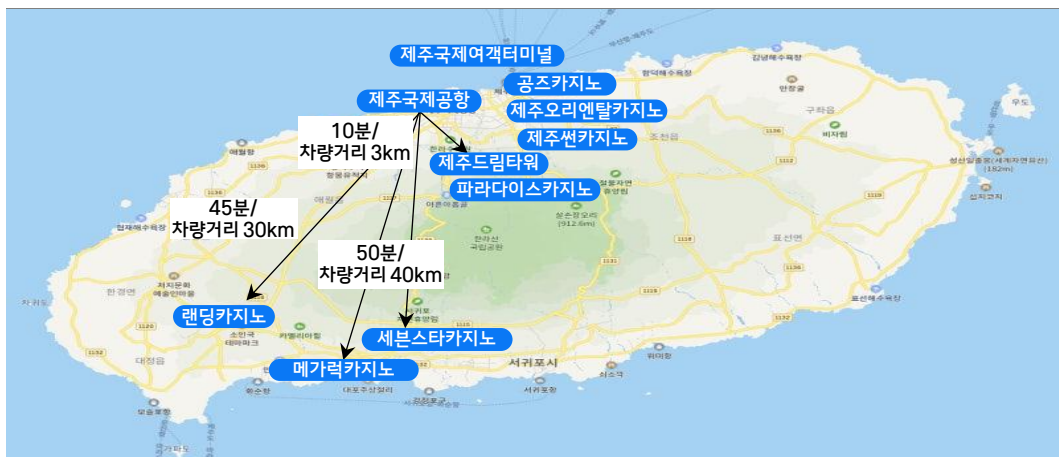
1. 공항 인접 입지 기반 우수한 집객력 확보

동사는 제주도 내 총 8개의 외국인 전용 카지노 중에서도 입지 측면에서 우위에 있는 것으로 판단된다. 특히 동사의 드림타워가 위치한 제주 노형오거리는 제주국제공항 및 제주국제여객터미널에서 차량 기준 약 10분 내외 거리에 위치해 접근성이 매우 우수하다. 또한 신라면세 제주점, 롯데면세 제주점 등 주요 쇼핑시설과 애월, 이호테우 해변, 용두암 등 주요 관광지 역시 30분 내 접근이 가능해 체류 및 소비 동선 측면에서도 강점을 보유하고 있다.

반면, 동사를 제외한 제주도 내 유일한 복합리조트인 제주신화월드가 '25년 역성장을 보인 이유 또한 입지에 기인한다고 판단한다. 제주신화월드는 실제로, 제주신화월드는 공항에서 약 40~50분 거리로 접근성이 상대적으로 제한적이다. 이와 더불어 서귀포 지역에 위치한 메가력카지노(호텔신라), 세븐스타카지노(롯데호텔) 역시 공항에서 약 1시간 내외가 소요되어 접근성 측면에서 열위에 있는 상황이다.

특히 카지노 방문 목적이 명확한 고객의 경우, 이동 시간은 중요한 선택 요인으로 작용하는 만큼, 공항 및 여객터미널과 인접한 동사의 입지는 타 경쟁사 대비 높은 모객 역량을 확보할 수 있는 핵심 경쟁력으로 판단된다.

제주도 내 외국인 카지노 위치



자료: 롯데관광개발, 삼성증권 정리

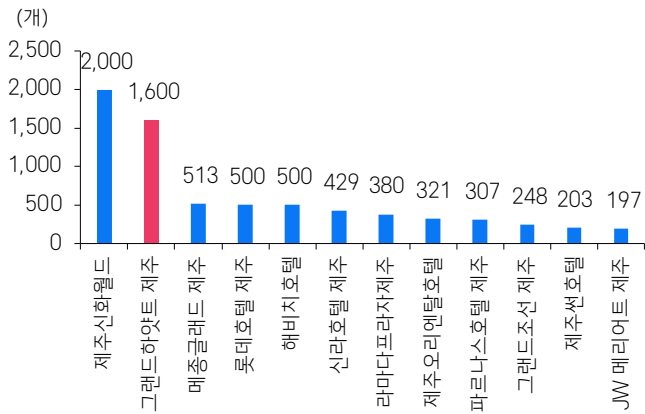
2. 객실 공급 능력 기반 VIP 유치 경쟁력 확보

또한 주목할 점은 동사가 제주 지역 내 카지노가 위치한 주요 호텔 대비해서 경쟁력 있는 객실 규모를 확보하고 있다는 점이다. 카지노 사업에서 호텔 객실 수는 단순한 숙박 인프라를 넘어 고객 유치 경쟁력을 결정짓는 핵심 요소로 작용한다. (1) 호텔 객실은 VIP 고객에게 제공되는 대표적인 콤피트 항목으로, 가용 객실 수가 많을수록 보다 공격적인 VIP 마케팅이 가능하다. 또한 (2) VIP뿐 아니라 일반 매스 고객 역시 카지노와 호텔을 동시에 이용하는 과정에서 체류시간 증가 및 소비 확대 효과가 발생하는 만큼, 객실 규모는 카지노 사업자의 핵심 경쟁력으로 자리잡고 있다.

동사는 드림타워 내 객실 1,600실을 보유하고 있으며, 이는 제주신화월드(약 2,000실)를 제외할 경우 제주도 호텔 평균 객실 수인 600실을 상회하는 수준이다. 또한 메종 글래드 제주(513실), 롯데호텔 제주(500실), 신라호텔 제주(429실) 등 카지노가 위치한 주요 호텔 대비해서도 약 2배 이상의 객실을 확보한 상황이다.

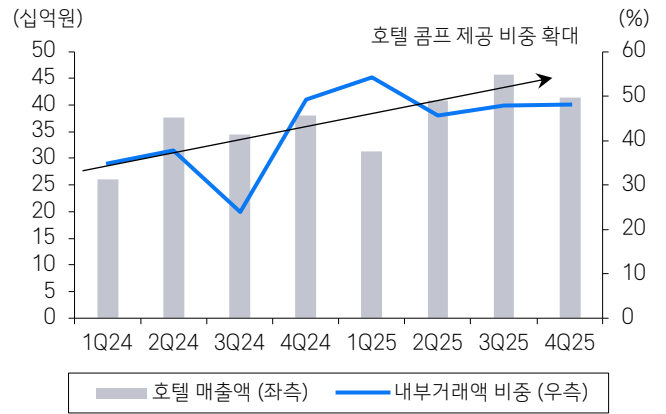
한편 '25년 기준 동사의 전체 객실의 약 40~50%가 카지노 VIP 고객에게 콤피트로 제공되고 있는 것으로 추정된다는 점에 주목할 필요가 있다. 이는 1) 동사의 적극적인 VIP 유치 전략이 실행되고 있다는 것을 의미하는 것은 물론, 2) 여전히 50% 이상의 객실 제공 여력을 확보하고 있는 만큼, VIP 영업 확대 여력이 충분히 남아 있음을 시사하기 때문이다. 단순 계산으로 VIP 고객에게 제공되는 객실 비 5% 증가 시, 약 1,000억원 수준의 매출액 확보가 가능할 것으로 추정된다. ('25년 전체 매출액 대비 15%)

제주도: 주요 호텔 객실 수 현황



자료: 각 사, 삼성증권 정리

롯데관광개발: 호텔 전체 매출액 및 내부 거래액 비중



자료: 각 사, 삼성증권 정리

VIP 확대에 따른 추가 매출액 전망

드림타워 객실 수 (실)	VIP 고객 제공 비중 (%)	VIP 제공 객실 수 (실)	*Drop/visiting day (백만원)	드롭액 증가분 (십억원)	25년 기준 홀드율 (%)	매출액 증가분 (십억원)	'25년 매출액 대비 비중 (%)
	5	80		584		101	15
1,600	10	160	20.0	1,168	17	201	31
	15	240		1,752		302	46

참고: VIP 인당 드롭액 2천만원 가정

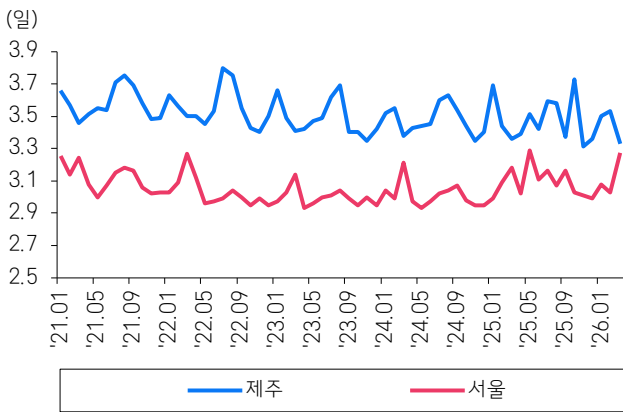
자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

3. 체류형 관광 성격이 더욱 짙은 제주 방문객, 구조적 홀드율 우위 확보

동사는 체류형 관광 특성이 짙은 제주 지역 관광객 비중이 높은 만큼, 내륙 카지노 대비 구조적으로 높은 홀드율을 확보하고 있다. 실제로 제주 지역 외국인 방문객은 숙박일수와 체류시간을 확인하면, '26년 3월 기준 제주 지역 평균 숙박일수는 3.34일로 서울 3.26일 대비 높았으며, 체류시간 역시 4,836분으로 서울(2,275분) 대비 2배 이상 길다. 이는 제주 관광객들이 제주 지역내에서 오랫동안 체류하는 관광 패턴을 보이고 있음을 의미한다.

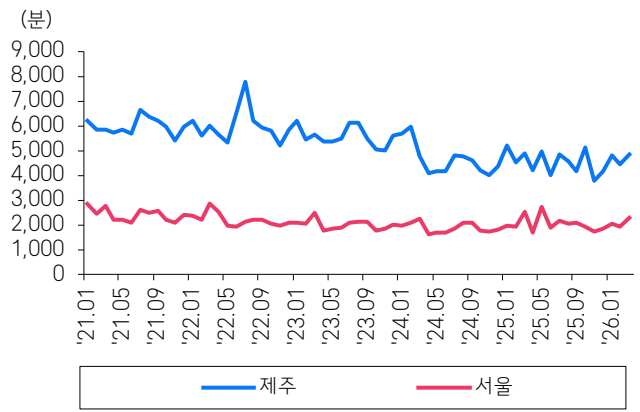
이에 따라 동사의 '25년 홀드율은 17%로 국내 외국인 전용 카지노 사업자 평균 홀드율 11%을 크게 상회하고 있다. 이는 체류시간 증가에 따른 게임 참여 확대 효과가 반영된 결과로 판단되며, 향후 드롭액 증가 시 매출과 이익이 경쟁사 대비 더욱 빠르게 확대될 수 있다는 점에서 의미가 크다.

제주 vs. 서울: 평균 숙박 일수



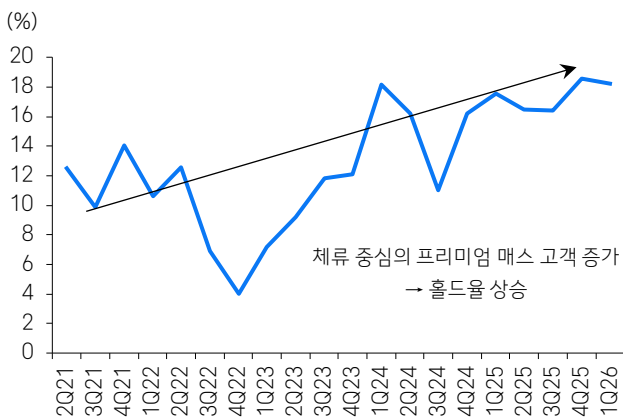
자료: 한국관광데이터랩, 삼성증권

제주 vs. 서울: 평균 체류 시간



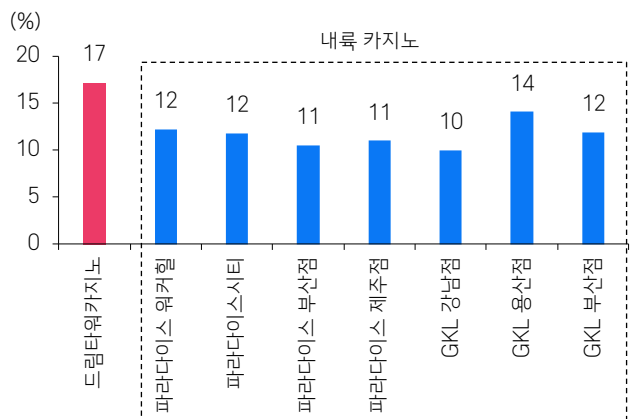
자료: 한국관광데이터랩, 삼성증권

롯데관광개발: 홀드율 추이



자료: 롯데관광개발, 삼성증권

국내 외국인 카지노 홀드율 비교



자료: 각 사, 삼성증권

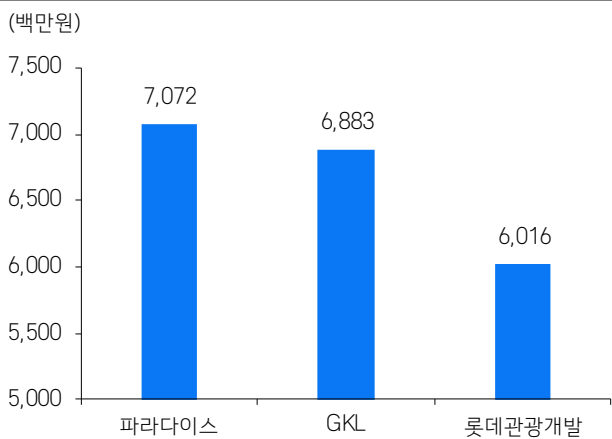
높은 홀드올은 기구당 효율성 개선과 높은 영업이익률로 이어져

실제로 동사의 높은 홀드올은 기구당 매출 효율성 개선으로 이어지며, 이익률 제고에도 긍정적으로 작용하고 있다. '25년 기준 국내 상장 카지노 업체의 기구당 드롭액을 비교하면 파라다이스가 70억원, GKL 69억원, 드림타워 60억원으로 드림타워가 상대적으로 낮은 수준이다. 다만 홀드올이 반영된 기구당 총매출액을 기준으로 살펴보면 드림타워 11억원, 파라다이스 9억원, GKL 7.9억원으로 오히려 드림타워의 기구당 수익 효율성이 가장 높다.

방문객당 지표에서도 유사한 흐름이 확인된다. '25년 기준 방문객당 드롭액은 드림타워 470만원으로 파라다이스 640만원 대비 낮은 수준이나, 홀드올을 반영한 방문객당 총매출액은 드림타워 88만원으로 파라다이스 82만원을 상회한다. 나아가 체류 시간이 긴 제주 방문객 특성이 강해지며, 방문객당 총매출액은 '22년 65만원에서 '25년 88만원으로 꾸준히 개선되고 있다.

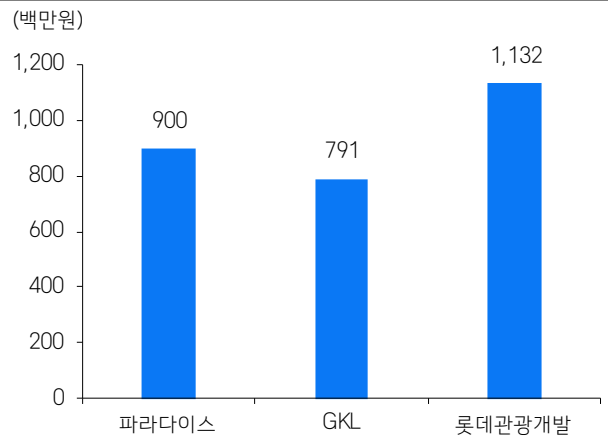
결국 이러한 높은 홀드올 기반의 수익 구조는 높은 영업이익률 ('25년 OPM: 롯데관광개발 22% vs GKL 15% vs 파라다이스 14%)로 이어지며, 향후에도 동사의 수익성 차별화를 뒷받침하는 핵심 요인으로 작용할 것으로 전망한다.

'25년 기구당 드롭액: 파라다이스 vs. GKL vs. 롯데관광개발



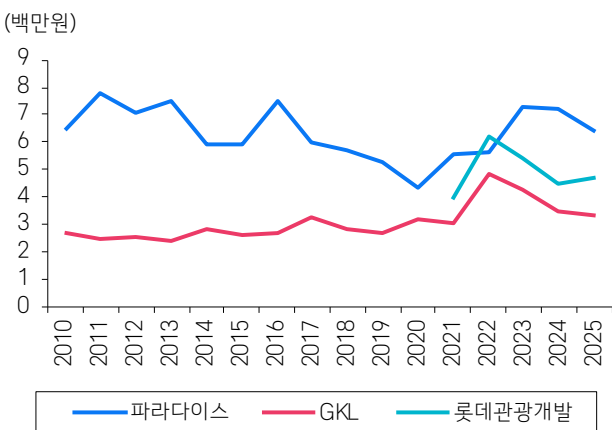
자료: 각 사, 한국카지노협회, 삼성증권 정리

'25년 기구당 총매출액: 파라다이스 vs. GKL vs. 롯데관광개발



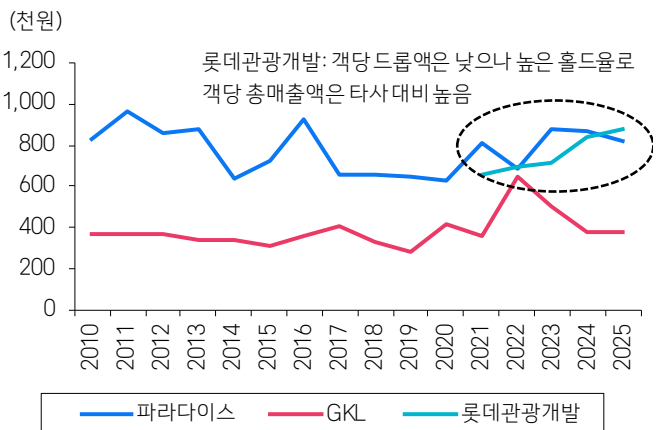
자료: 각 사, 한국카지노협회, 삼성증권 정리

방문객당 드롭액: 파라다이스 vs. GKL vs. 롯데관광개발



자료: 각 사, 한국카지노협회, 삼성증권 정리

방문객당 총매출액: 파라다이스 vs. GKL vs. 롯데관광개발



자료: 각 사, 한국카지노협회, 삼성증권 정리

마카오 코타이 역시 유사한 흐름

한편 이와 같은 흐름은 글로벌 최대 카지노 시장인 마카오에서도 확인된다. 전통적인 도심 지역인 마카오 반도는 단기 체류 및 당일 방문객 비중이 높은 반면, 공항 인접 매립지에 조성된 코타이 지역은 복합 리조트 중심의 체류형 관광객 비중이 높다.

이에 따라 코타이 지역 카지노의 '25년 평균 홀드율 26%로 (1) 반도 지역의 '25년 평균 홀드율 18% 대비 8%p 더 높다. 또한 (2) 코타이 지역의 구조적으로 높은 홀드율은 '18년 이후부터 계속해서 지속되고 있는 만큼, 동사 역시 내륙 카지노 대비해서 향후에도 높은 홀드율을 유지할 가능성이 높다는 판단이다.

마카오 코타이와 반도 관광객 차이

	반도	코타이
당일치기 여행객 비중	높음	낮음
마카오 로컬 고객 비중	높음	낮음
고객의 카지노 로열티	낮음	높음
호텔 숙박 고객 비중	낮음	높음

자료: 롯데관광개발, 삼성증권

반도 vs. 코타이 매스 테이블 홀드율

(%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
반도 평균	18.7	19.7	19.0	18.5	18.7	18.2	18.6	18.1
Wynn Macau	20.1	20.3	18.7	18.5	16.2	17.7	18.4	17.9
MGM Macau	17.8	21.6	20.4	20.3	22	20.4	21.7	22.5
Sands Macau	18.4	18.3	18.7	17.1	17.9	17.1	16.6	15.3
Starworld	18.5	18.7	18.1	18.2	18.7	17.7	17.8	16.6
코타이 평균	24.5	26.2	25.9	27.5	25.5	24.8	26.1	25.9
Wynn Palace	24.5	24.4	24.1	22.4	21.5	22.4	24.5	22.8
MGM Cotai	20.6	25.2	26.3	43.5	24.1	24.9	28.1	28.1
Venetian	24.7	26.2	25.4	27.4	25.7	24.2	24.7	23.2
Londoner	21.4	22.7	22.6	21.6	21.7	21.3	21.5	22.7
Parisian	21.1	23.1	23.1	22.3	24.9	21.4	20.9	21.2
The Plaza	24.9	24.4	24.6	23.5	23.8	23.6	24.3	22.2
Galaxy macau	26.7	28	28	28.1	29	27	28.3	29.1
City of Dream	30.3	32.3	32.1	30.6	30.5	30.9	32.1	30.4
Studio City	26.5	29.1	26.7	27.7	28.5	27.3	30.6	33.4

자료: 각 사, Bloomberg, 삼성증권

리스크 요인: 높은 재무 레버리지 부담

현재 시장에서는 동사에 대해 높은 재무 레버리지 부담과 전환사채로 인한 오버행 우려가 상존하고 있다. 동사는 제주 드림타워 복합리조트 개발 과정에서 약 1.6조원 규모의 투자를 집행하며 차입금이 큰 폭으로 확대되었고, 이에 따라 높은 레버리지 구조가 지속되어 왔다.

다만, 이러한 우려는 점진적으로 해소될 것으로 판단한다. 이에 대한 이유는 (1) 동사는 '24년 8,400억원 규모의 차입금에 대한 리파이낸싱을 완료했고, (2) '25년 전환사채 상황에 따른 오버행 리스크 일부 해소 및 이자 부담 경감이 이루어진 바 있다. 그 결과 '26년 이자비용은 약 1,350억원 수준으로, '25년 1,480억원 대비 약 10% 감소할 것으로 전망된다. 이러한 차입 구조 재편 및 전환사채 해소 노력에 더해, 현재 동사는 이익 증가(영업이익: '24년 390억원 → '25년 1,430억원 → '26E 2,000억원)에 따른 차입 상환 여력이 확대되고 있는 만큼, 중장기적으로 재무 부담이 완화 흐름은 이어질 것으로 전망한다.

높은 부채비율과 고금리 대출 - 하지만, 재무구조는 개선 중

'23년 부채비율은 2,500% 이상까지 확대되며, 재무 건정성에 대한 우려가 제기되었다. 동사는 '20년 11월 약 7,000억원 규모의 건물 담보대출을 조달했으나, 팬데믹 기간 동안 영업 차질로 현금창출 능력이 제한되며 자체 상환 여력이 충분히 확보되지 못했다. 이에 따라 동사는 '23년 말 기존 차입금의 만기를 1년 연장했으며, 해당 차입은 1·2·3순위 트랜치 구조로 조달되었다. 이 과정에서 조달 금리는 기존 4~6% 수준에서 7~10% 수준까지 상승하며, 동사의 이자상환능력에 대한 채권 시장 내 우려를 시사하는 것은 물론, 동사의 이자 비용 부담 증가에 따른 우려를 가중시켰다.

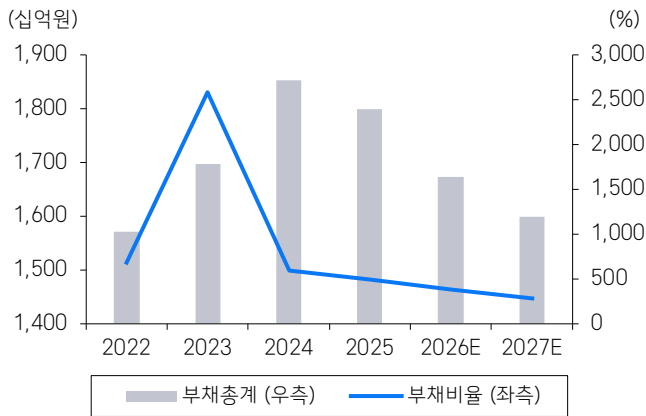
하지만 '24년 이후 제주 드림타워의 실적 개선이 본격화되며 재무구조는 점진적으로 개선되는 흐름을 보이고 있다. 동사는 '24년 11월 만기가 도래하는 약 8,400억원 규모의 차입금에 대해 리파이낸싱을 진행했으며, 이 중 약 8,000억원을 선순위 중심의 구조로 재편하고 금리를 6% 수준으로 하향 조정했다. 또한 만기를 기존 1년에서 '27년 5월까지 30개월 만기로 연장하며 단기 유동성 리스크를 완화했다. 이에 따라 전체 차입금 금리는 기존 7~10% 수준에서 6%대로 낮아졌고, 연간 약 70억원 수준의 이자비용 절감한 상황이다.

롯데관광개발: 차입금 현황

(십억원)	금액	이자율	이자
20년 11월	700	4.31%	30
Tranche A	600	4.05%	24
Tranche B	100	5.90%	6
23년 11월	775	7.5%	58
Tranche A	600	7%	42
Tranche B	100	9%	9
Tranche C	75	10%	8
24년 11월	839	6.1%	51
Tranche A	800	6%	48
Tranche B	39	9%	4

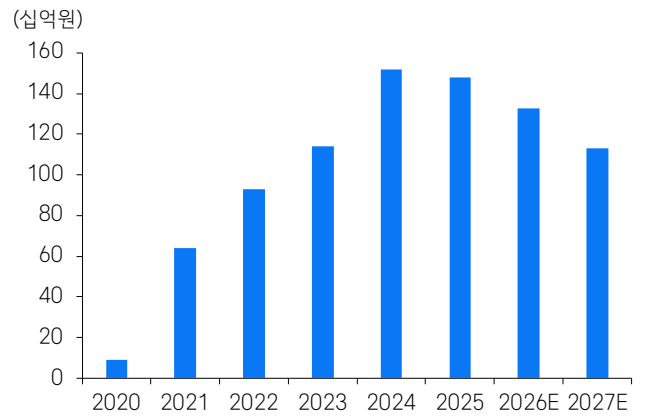
자료: 롯데관광개발, 언론보도, 삼성증권

롯데관광개발: 부채 비율 추이 및 전망



자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

롯데관광개발: 이자비용 추이 및 전망



자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

전환 사채 관련 오버행 리스크도 점진적으로 해소 중

동사의 전환사채와 관련된 오버행 리스크 역시 점진적으로 완화되고 있다. 동사는 '25년 9월에 '24년 말 남아있던 전환사채 2,097억원 중 1,342억원을 상환했으며, 이는 '13년 이후 제주 드림타워 개발 과정에서 발행했던 총 3,366억원 규모의 전환 사채 중 78%를 상환 및 주식 전환을 완료한 것을 의미한다.

'25년 말 기준 약 755억원(유통 주식 수 기준 6.4%) 규모의 전환 사채가 잔존하나, 전체적인 규모는 과거 3,366억원 대비 78% 감소한 상황이다. 특히 전환사채 상환에 따라 연간 이자비용 역시 약 190억원에서 45억원 수준으로 감소하며 약 150억원 내외의 금융비용 절감 효과가 기대된다.

롯데관광개발: 전환사채 현황

	이자율	금액 (십억원)	연이자 (십억원)
2024년 합계		239.2	19.3
제 6회	15%	110.2	16.52
제 7-2회	2.5%	5.3	0.13
제 8-1회	0%	75.9	-
제 9-1회	4%	22.3	0.89
제 9-2회	4%	6.2	0.25
제 10-1회	8%	15.6	1.25
제 10-2회	8%	3.8	0.31
2025년 합계		90.1	0.4
제 8-1회	0%	84.6	-
제 10-1회	8%	3.5	0.28
제 10-2회	8%	2.0	0.16

자료: 롯데관광개발, 삼성증권

현재 기준 전환사채 현황

	제8-1회 무기명식 사모전환사채	제10-1회 무기명식 사모전환사채	제10-2회 무기명식 사모전환사채
액면금액	70,000	16,300	4,000
발행가액	70,000	16,300	4,000
발행일	2021-11-29	2023-08-29	2023-09-13
만기일	2026년 11월 29일	2027년 08월 29일	2027년 08월 29일
이자율	0	0.08	0.08
만기보장수익률	0.047	0.08	0.08
전환가액	18,231	16,131	16,131
전환가액의 조정	주식병합, 주식분할, 자본감소, 합병 등	주식병합, 주식분할, 자본감소, 합병 등	주식병합, 주식분할, 자본감소, 합병 등
전환청구기간	2022년 11월 29일부터 2026년 11월 23일까지	2024년 8월 29일부터 2027년 8월 23일까지	2024년 9월 13일부터 2027년 8월 23일까지
조기상환청구기간	2026년 6월 30일부터 2026년 7월 30일까지	2025년 6월 30일부터 2025년 7월 30일까지	2025년 6월 30일부터 2025년 7월 30일까지
전환주식 수	3,839,614	1,010,477	247,970
전체 유통 주식 수 대비 (%)	4.8	1.3	0.3

자료: 롯데관광개발, 삼성증권

Appendix. 기업개요

복합리조트 전환 이후 카지노 중심 성장 본격화

롯데관광개발은 1971년 설립된 관광·레저 기업으로, 기존 여행업을 기반으로 성장해 현재는 카지노·호텔·리테일을 결합한 복합리조트 사업자로 사업 포트폴리오를 확장하였다.

동사는 2020년 12월 제주 지역에 국내 최대 규모의 도심형 복합리조트인 제주 드림타워를 개장하며 사업 구조의 전환을 이루었다. 드림타워 내에는 외국인 전용 카지노와 약 1,600개 객실 규모의 그랜드 하얏트 제주 호텔이 운영되고 있다.

카지노 사업은 종속회사인 엘티엔터테인먼트를 통해 영위하고 있다. 동사는 2014년 카지노업을 사업목적으로 추가한 이후, 2018년 8월 파라다이스그룹이 운영하던 '파라다이스 제주 롯데 카지노'를 149억원에 인수하며 사업에 진출하였다. 이후 기존 롯데호텔 제주 내에서 운영되던 카지노를 2021년 제주 드림타워로 이전·확장(1,176㎡ → 5,367㎡)하며 본격적인 성장 기반을 확보하였다.

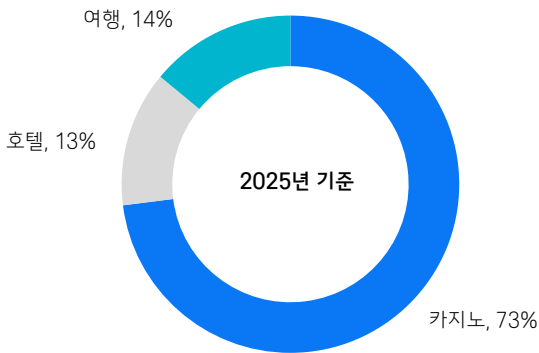
롯데관광개발: '21년 롯데호텔에서 그랜드 하얏트로 이전



자료: 롯데관광개발, 삼성증권

현재 동사의 사업 구조는 1) 카지노(25년 기준 매출 비중 73%) 2) 호텔(13%) 3) 여행 및 기타(14%)로 구분된다. 특히 제주 드림타워 카지노 오픈 이후 카지노 부문이 실적 성장을 견인하는 핵심 사업으로 자리잡았다. 외국인 관광객 증가에 따른 트립액 확대와 함께 카지노 매출이 빠르게 성장하며, 2024년을 기점으로 영업이익 흑자전환에 성공했다. 이후 2025년에는 역대 최고 매출을 기록하며 영업 레버리지 효과에 기반한 수익성 개선 흐름을 이어가고 있다.

롯데관광개발: 사업부별 매출액 비중



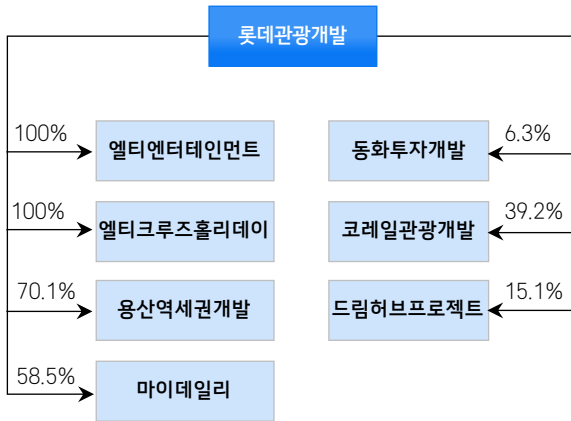
자료: 롯데관광개발, 삼성증권

롯데관광개발: 주요 연혁

년도	주요 내용
2006.06	코스피 상장
2009.05	제주 드림타워 건축허가 (218m, 62층)
2013.12	녹지그룹과 제주 드림타워 공동개발 계약 체결
2017.08	하얏트 그룹과 호텔운영위탁계약 체결 (그랜드 하얏트 제주)
2018.08	파라디이스 제주 롯데 카지노 인수(엘티카지노로 변경)
2020.12	그랜드 하얏트 제주 오픈
2021.01	5성급 호텔등급 결정
2021.04	엘티카지노 소재지 이전 및 면적 확장 허가 (소재지: 롯데호텔제주 → 드림타워 / 영업장 면적 1,175㎡ → 5,367.67㎡)
2021.06	제주 드림타워 카지노 오픈
2021.12	그랜드하얏트 제주 두번째 타워 오픈 (1,600객실 가동)

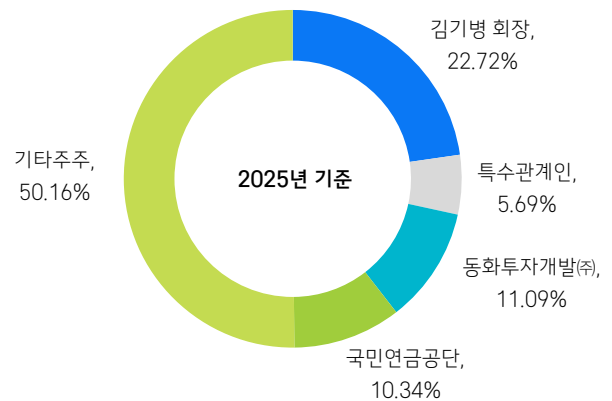
자료: 롯데관광개발, 언론보도, 삼성증권 정리

롯데관광개발: 사업부별 매출액 비중



자료: 롯데관광개발, 삼성증권

롯데관광개발: 주주현황



자료: 롯데관광개발, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	471	653	792	897	975
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	471	653	792	897	975
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	432	510	592	653	722
영업이익	39	143	200	244	253
(영업이익률, %)	8.3	21.9	25.2	27.2	26.0
영업외손익	-162	-148	-130	-106	-88
금융수익	8	11	9	12	16
금융비용	167	153	135	113	99
지분법손익	2	0	1	1	0
기타	-4	-6	-5	-5	-5
세전이익	-123	-4	70	138	165
법인세	-6	-32	1	0	0
(법인세율, %)	4.9	717.6	1.8	0.0	0.0
계속사업이익	-117	28	68	138	165
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-117	28	68	138	165
(순이익률, %)	-24.7	4.2	8.6	15.4	16.9
지배주주순이익	-117	28	68	137	163
비지배주주순이익	0	-0	1	1	2
EBITDA	124	232	285	324	329
(EBITDA 이익률, %)	26.3	35.5	36.0	36.1	33.7
EPS (지배주주)	-1,531	356	851	1,719	2,050
EPS (연결기준)	-1,531	354	860	1,735	2,070
수정 EPS (원)*	-1,531	356	851	1,719	2,050

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	122	100	223	282	240
당기순이익	-117	28	68	138	165
현금유출입이없는 비용 및 수익	249	217	217	186	163
유형자산 감가상각비	83	87	84	79	75
무형자산 상각비	2	2	1	1	1
기타	164	128	132	106	87
영업활동 자산부채 변동	88	-48	47	64	0
투자활동에서의 현금흐름	-28	-40	-37	-41	-20
유형자산 증감	-7	-10	-25	-30	-20
장단기금융자산의 증감	-19	-28	-11	-11	0
기타	-1	-2	-0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	-83	-43	-196	-143	-150
차입금의 증가(감소)	-6	-2	-192	-143	-150
자본금의 증가(감소)	4	35	-590	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-82	-76	586	0	0
현금증감	11	18	-10	97	70
기초현금	34	44	62	52	149
기말현금	44	62	52	149	220
Gross cash flow	133	244	285	324	328
Free cash flow	114	90	198	252	220

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	114	133	134	242	312
현금 및 현금등가물	44	62	52	149	219
매출채권	3	5	6	6	6
재고자산	6	6	7	8	8
기타	61	60	69	78	78
비유동자산	2,052	2,035	1,980	1,935	1,880
투자자산	20	63	64	70	70
유형자산	1,690	1,634	1,584	1,535	1,480
무형자산	46	46	45	45	44
기타	295	291	285	285	285
자산총계	2,167	2,168	2,114	2,177	2,192
유동부채	610	413	394	437	437
매입채무	9	9	11	12	12
단기차입금	3	1	1	1	1
기타 유동부채	598	403	382	424	424
비유동부채	1,244	1,387	1,286	1,167	1,017
사채 및 장기차입금	741	889	748	598	448
기타 비유동부채	503	498	537	569	569
부채총계	1,854	1,799	1,679	1,605	1,455
지배주주지분	317	372	437	574	737
자본금	38	40	40	40	40
자본잉여금	648	681	91	91	91
이익잉여금	-1,091	-1,065	-407	-270	-107
기타	722	717	713	713	713
비지배주주지분	-4	-4	-3	-1	0
자본총계	313	368	434	572	737
순부채	1,254	1,236	1,048	801	581

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	50.4	38.6	21.3	13.2	8.7
영업이익	흑전	267.4	39.5	21.9	3.9
순이익	적지	흑전	147.9	101.9	19.2
수정 EPS**	적지	흑전	139.1	101.9	19.2
주당지표					
EPS (지배주주)	-1,531	356	851	1,719	2,050
EPS (연결기준)	-1,531	354	860	1,735	2,070
수정 EPS**	-1,531	356	851	1,719	2,050
BPS	4,156	4,677	5,491	7,210	9,260
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	65.3	20.9	10.4	8.7
P/B***	1.8	5.0	3.2	2.5	1.9
EV/EBITDA	14.8	13.3	8.6	6.9	6.1
비율					
ROE (%)	-60.4	8.1	16.7	27.1	24.9
ROA (%)	-5.9	1.3	3.2	6.4	7.5
ROIC (%)	2.2	-49.9	11.5	15.1	16.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	400.4	335.7	241.3	140.0	78.8
이자보상배율 (배)	0.3	1.0	1.5	2.2	2.6

COMPANY INITIATION

2026. 6. 15

금융/소비재팀

이혜인 Analyst

hyeining.lee@samsung.com

▶ 종목 정보

HOLD

목표주가	13,000원	7.7%
현재주가	12,070원	
시가총액	7,466.0억원	
주식수 (유동주식 비중)	61,855,670주 (49.0%)	
52주 최저/최고	10,610원/17,490원	
60일-평균거래대금	43.0억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
GKL (%)	7.6	-15.9	-20.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	1.2	-56.9	-71.4

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자 의견	HOLD		
목표주가	13,000		
2026E EPS	939		
2027E EPS	1,043		

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	11
목표주가	16,636
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → HOLD, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

GKL (114090)

인바운드 수혜 속, 중장기 성장 동력 확보가 관건

- HOLD 투자 의견 및 목표주가 13,000원(Target PER 12배)으로 커버리지 개시
- 동사는 1) 교통 접근성이 우수하고 2) 핵심 관광 상권 내 카지노를 확보. 입지 경쟁력 기반 외국인 관광객 증가 수혜와 실적 개선에 따른 주주환원 확대가 기대됨.
- 다만, 멀티플 확장을 위해서는 비카지노 강화 통한 중장기 성장 동력 확보가 관건

HOLD 투자 의견 및 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시: 동사에 대해 투자 의견 HOLD 및 목표주가 13,000원(Target PER 12배, 마카오 평균 27E PER 10배에 20% 프리미엄 적용)으로 커버리지 개시. 동사는 도심 주요 상권 내 카지노를 확보하고 있어, 높은 접근성을 기반으로 향후 외국인 관광객 증가에 따른 완만한 실적 개선 기대. 다만, 글로벌 카지노 산업이 복합리조트 산업으로 전환되는 가운데, 동사는 비카지노 부문 사업 확장에 대한 중장기 성장 전략 부재한 만큼 HOLD 투자 의견 제시.

입지 경쟁력 차별화 기반 실적 개선이 주주환원으로: 동사의 차별화된 경쟁력은 (1) 교통 접근성이 우수하고 (2) 핵심 관광 상권 내 카지노를 확보하고 있다는 점. 일례로 동사의 강남점, 용산점은 김포공항 기준 각각 25km, 15km 내외에 위치. 광진구 소재 워커히(30km) 대비 상대적으로 높은 접근성 확보. 또한 강남은 의료관광 및 쇼핑 수요가 밀집되어 있고, 용산은 KTX 등 교통 허브 역할을 수행하는 만큼, 관광객 확대에 따른 수혜 가능성 높다는 판단. 한편 이러한 실적 개선은 주주환원 증가로 이어질 전망. 향후 동사의 점진적인 실적 개선과 배당성장 50% 유지를 가정할 경우, DPS는 '26E 460원, '27E 520원으로, 각각 전년 대비 30%와 12% 증가할 것으로 전망.

비카지노 강화 통한 중장기 성장 동력 확충이 관건: 외국인 관광객 성장에 따른 실적 개선 기대는 긍정적인 가운데, 향후 밸류에이션 멀티플 확장을 위한 관건은 중장기 성장 동력 제고가 될 전망. 현재 카지노 산업은 중국 VIP 규제가 지속됨에 따라 주요 사업자들이 복합 리조트 강화를 통해 성장 둔화를 타개하는 흐름이 가속화되고 있는 반면, 동사는 별도의 비카지노 성장 전략이 부재한 상황. 즉, 1) 호텔 콤플렉스 제공을 통한 VIP 마케팅 경쟁력과 2) 일반 관광객 유치에 강점을 보유한 복합리조트와의 경쟁 심화를 감안할 때, 이를 타개하기 위한 차별화된 전략이 필요한 시점이라 판단.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	423	467	495	515
영업이익 (십억원)	53	70	77	77
순이익 (십억원)	47	58	65	66
EPS (adj) (원)	699	939	1,043	1,069
EPS (adj) growth (%)	32.1	34.4	11.0	2.5
EBITDA margin (%)	20.1	21.9	22.1	21.3
ROE (%)	11.0	12.7	13.1	12.6
P/E (adj) (배)	21.4	13.2	11.8	11.6
P/B (배)	2.1	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (배)	6.1	3.1	2.3	1.7
Dividend yield (%)	2.4	3.8	4.2	4.3

자료: GKL, 삼성증권 추정

지리적 입지 기반 인바운드 관광객 확대 수혜 기대 다만, 중장기 성장 동력 확보가 관건

HOLD 투자 의견 및 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자 의견 HOLD 및 목표주가 13,000원(Target PER 12배)을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 마카오 27E 평균 PER 10배에 20% 프리미엄을 적용하여 산출하였다. 1) 마카오 대비 낮은 중국인 의존도는 밸류에이션 프리미엄 요인이지만, 2) 복합 리조트의 부재로 인해 프리미엄 수준은 복합 리조트를 보유한 타 카지노대비 낮게 책정하였다.

현재 밸류에이션은 26E PER 12배, 27E PER 11배로, 코로나 이후 밸류에이션 저점이었던 '24년 하반기 PER 10배 대비해서는 소폭 높은 수준이다. 이는 동사의 실적이 '24년을 저점을 기록한 것과 맥락을 같이 한다. 실제로 (1) '24년 3월 인스파이어 카지노 오픈에 따른 일부 고객 이탈과 (2) 중국 VIP 드롭액 감소에 따른 동사의 드롭액 성장률이 둔화되었고, (드롭액: 1Q24 +22%, 2Q24 +13%, 3Q24 +7%) 3) 여기에 홀드아웃까지 하락하며 순매출액은 역성장(1Q24 -13%, 2Q24 -2%, 3Q24 -3%)하였다.

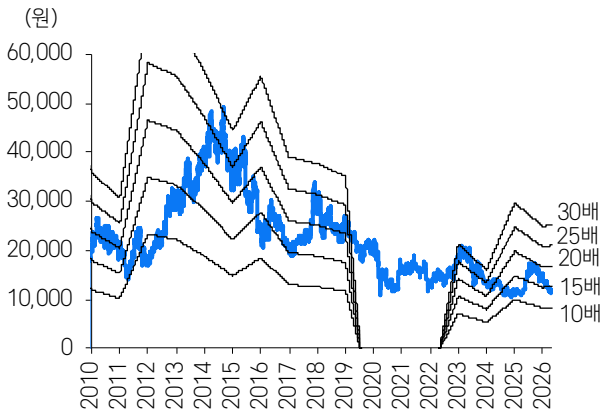
하지만, 동사의 밸류에이션이 '24년 저점 수준으로 회귀할 가능성은 낮다고 판단한다. 일차적으로 동사는 25년 상반기부터 실적이 개선되기 시작했다. 1) 매스 고객 드롭액 성장에 따른 홀드아웃 회복과 2) 하반기 내륙 지역 내 중국인 무비자 정책 시행 등이 실적에 긍정적으로 기여하였다 (순매출액 성장률: '24년 -1% vs '25년 +8%). 더 나아가, 3) 향후에도 외국인 관광객의 증가와 지리적 이점은 동사의 완만한 실적 성장을 견인할 것으로 전망한다.

GKL: PER Valuation

		비고
EPS (원)	1,043	2027E EPS
Target P/E (배)	12	마카오 27E 평균 PER 10배에 20% 프리미엄 적용
목표주가 (원)	13,000	

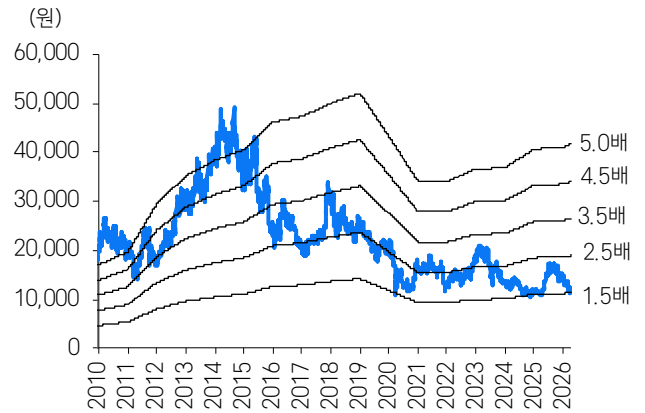
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

GKL: 12m forward P/E band



자료: Bloomberg, 삼성증권

GKL: 12m forward P/B band



자료: Bloomberg, 삼성증권

지리적 이점 기반 방한 외국인 증가에 따른 완만한 성장 기대

'26년 동사는 드롭액 4.1조원(+11% y-y), 매출액 4,670억원(+10%), 영업이익 700억원(+33% y-y) 및 '27년 드롭액 4.3조원(+6%), 매출액 4,950억원(+6%), 영업이익 760억원(+10%)을 기록할 것으로 전망한다.

매출액 성장 요인은 (1) 인바운드 관광객의 구조적 성장과 (2) 지리적 이점에 기반한 외국인 관광객 증가 견인할 것으로 전망한다.

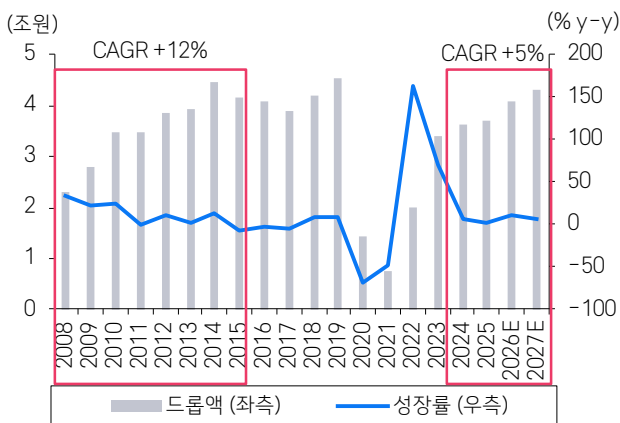
영업이익은 '26년, '27년 각각 +33%, +10% 성장할 것으로 기대하는데, 이는 드롭액 성장과 카지노 매출액 증가에 따른 영업 레버리지 효과에 기인한다.

GKL: 실적 추이 및 전망

(KRWb)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025	2026E	2027E
Total Drop	827	915	974	988	931	1,025	1,070	1,099	3,394	3,648	3,703	4,126	4,372
(% y-y)	(9.7)	(2.8)	6.7	12.4	12.6	12.1	9.9	11.3	70.8	7.5	1.5	11.4	6.0
일본 VIP	255	299	268	287	262	296	281	302	990	1,095	1,110	1,142	1,199
중국 VIP	152	146	171	169	199	183	188	214	611	661	637	784	824
기타 VIP	160	191	232	225	180	229	267	239	741	795	808	915	961
Mass	181	190	200	200	198	205	221	225	734	773	770	849	910
Slot	80	89	103	107	92	112	113	119	319	324	379	436	479
Hold	13.4%	11.1%	11.2%	11.0%	11.5%	11.8%	11.2%	11.5%	11.7%	10.8%	11.6%	11.5%	11.5%
Sales	110	101	109	103	111	117	117	122	397	396	423	467	495
Gross profit	27	22	26	9	25	27	27	26	80	71	84	105	115
Operating profit	20	16	17	(1)	18	18	18	15	51	38	53	70	77
Pre-tax profit	21	22	19	1	19	21	21	17	55	44	63	78	87
Net profit	16	17	15	(1)	15	16	16	12	44	33	47	58	65
(% margin)													
Gross profit	24.8	22.2	23.8	8.5	22.9	23.1	23.1	20.9	20.2	17.9	20.0	22.5	23.2
Operating profit	18.4	15.8	15.8	(0.8)	16.4	15.7	15.7	12.4	12.9	9.7	12.4	15.0	15.5
Pre-tax profit	19.3	22.0	17.2	0.9	17.5	17.6	17.6	14.2	13.8	11.0	14.9	16.7	17.5
Net profit	14.7	16.8	13.4	(0.6)	13.6	13.4	13.4	9.6	11.1	8.3	11.1	12.4	13.0
(% y-y)													
Sales	12.2	2.1	16.7	(2.9)	0.7	15.9	7.3	18.6	51.3	(0.1)	6.7	10.4	5.9
Gross profit	31.3	10.7	71.5	(40.7)	(7.0)	20.4	4.1	192.2	542.4	(11.4)	19.1	24.3	9.3
Operating profit	45.6	20.8	198.8	nm	(10.0)	14.8	6.3	nm	nm	(24.9)	37.4	33.0	9.6
Pre-tax profit	54.4	49.6	142.7	(87.9)	(8.9)	(7.3)	9.6	1,849.9	nm	(20.3)	44.5	23.4	11.0
Net profit	57.9	49.7	142.7	nm	(6.3)	(7.8)	6.9	nm	nm	(24.6)	42.4	23.4	11.0

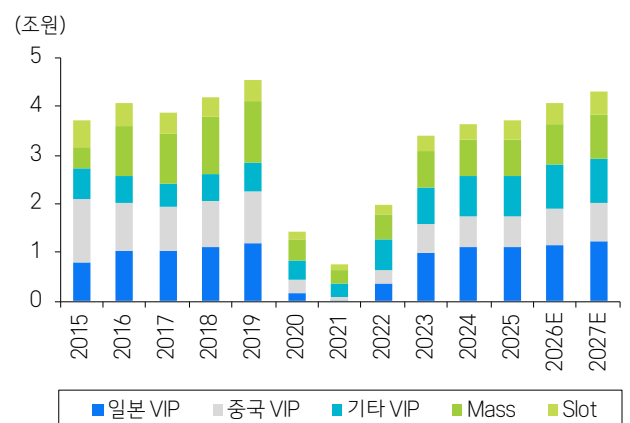
자료: GKL, 삼성증권 추정

GKL: 드롭액 및 성장률



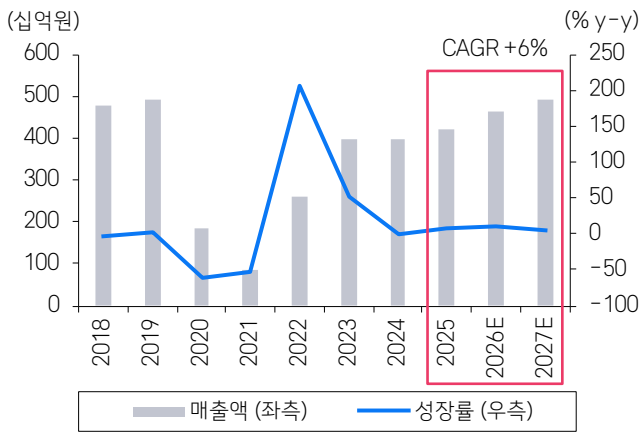
자료: GKL, 삼성증권 추정

GKL: 고객별 드롭액 추이



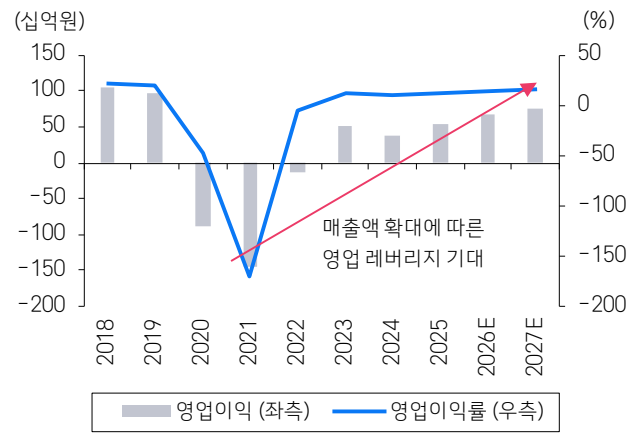
자료: GKL, 삼성증권 추정

GKL: 매출액 및 성장률 추이



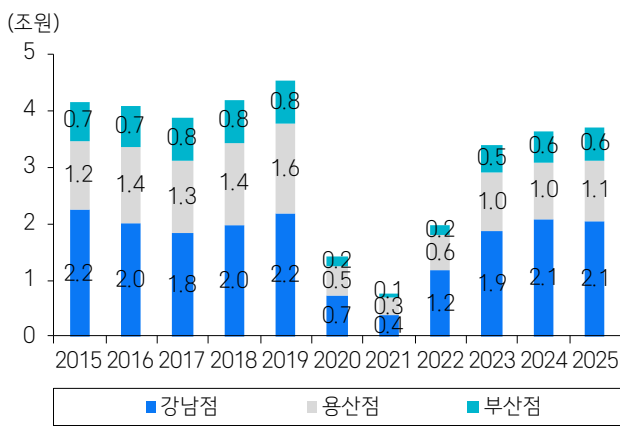
자료: GKL, 삼성증권 추정

GKL: 영업이익 및 영업이익률



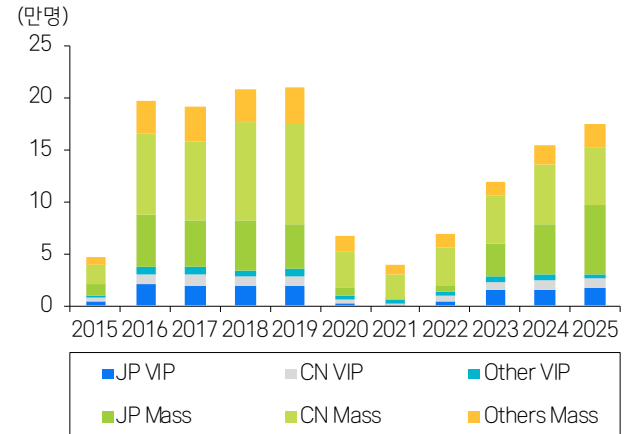
자료: GKL, 삼성증권 추정

카지노별 드롭액 추이



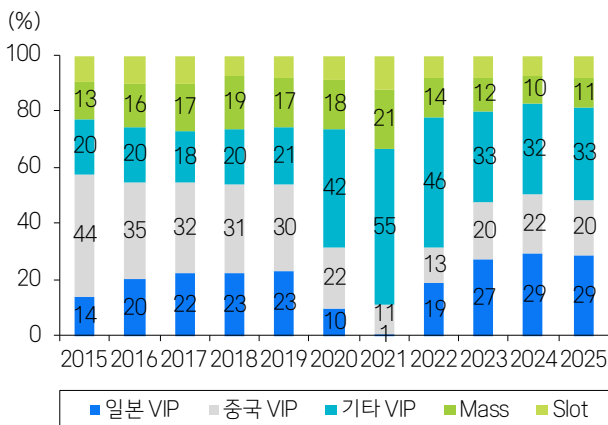
자료: GKL, 삼성증권

카지노 방문객 추이



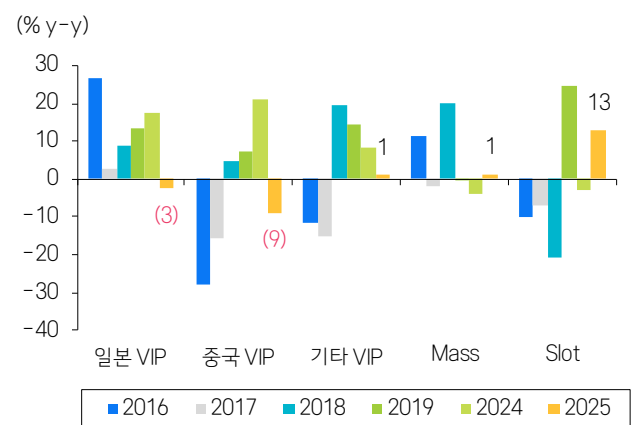
자료: GKL, 삼성증권

강남점 고객별 드롭액 비중 추이



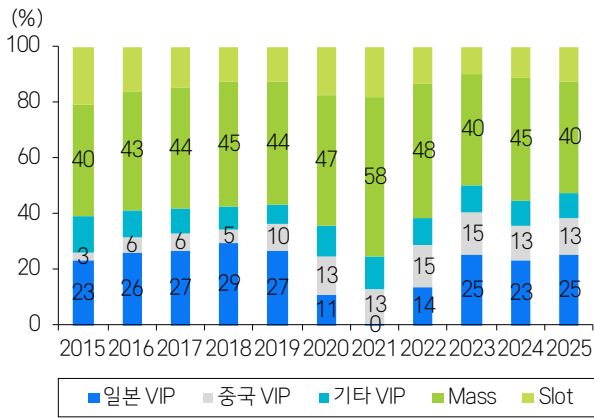
자료: GKL, 삼성증권

강남점 고객별 드롭액 성장률 추이



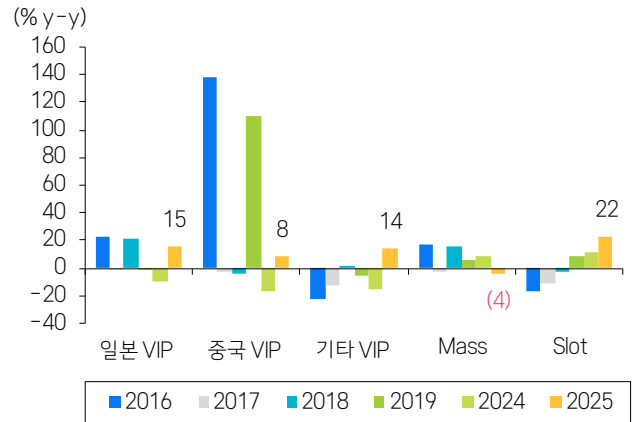
자료: GKL, 삼성증권

용산점 고객별 드롭액 비중 추이



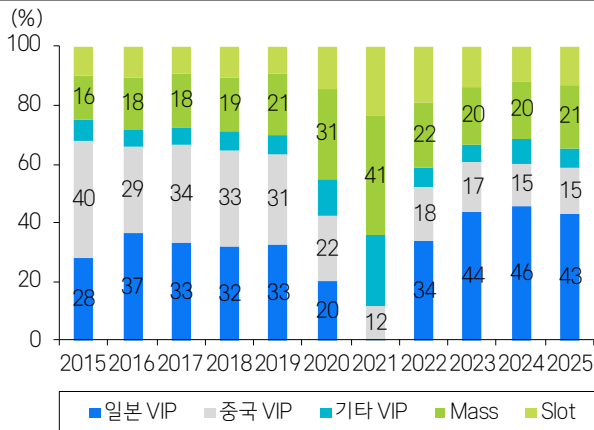
자료: GKL, 삼성증권

용산점 고객별 드롭액 성장률 추이



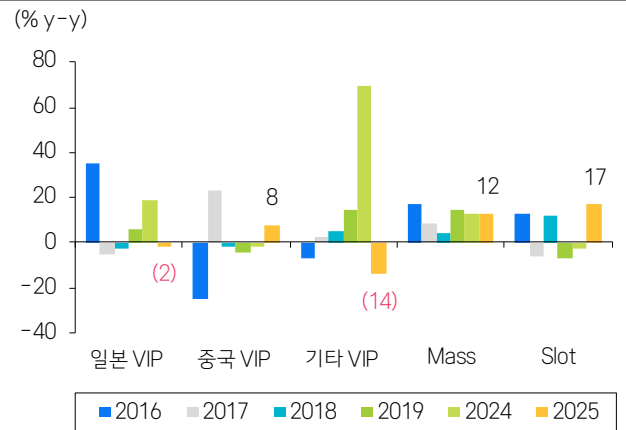
자료: GKL, 삼성증권

부산점 고객별 드롭액 비중 추이



자료: GKL, 삼성증권

부산점 고객별 드롭액 성장률 추이



자료: GKL, 삼성증권

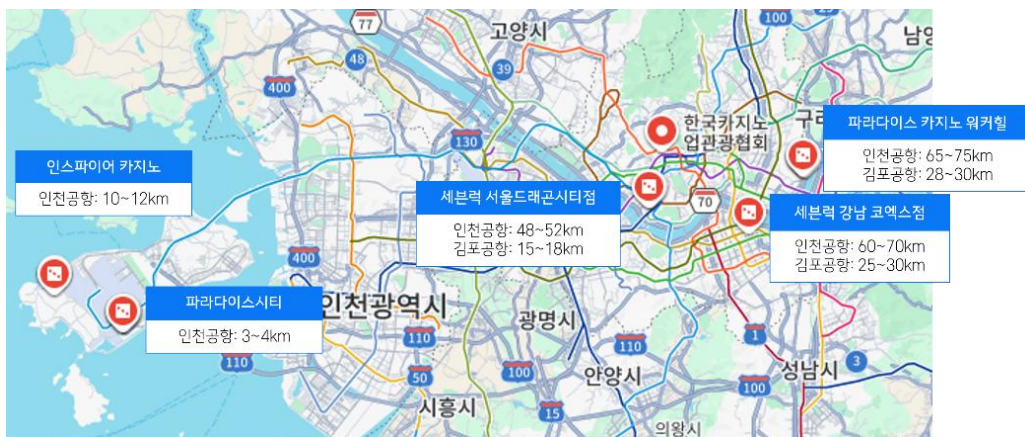
완만한 실적 성장 + 주주환원 증가 기대

입지 경쟁력 차별화 기반 실적 개선이 주주환원으로

방한 외국인 증가 속에서 동사의 차별화된 경쟁력은 입지에 있다. 동사는 서울 두 곳 및 부산 한 곳에 사업장을 보유하고 있다. 서울의 경우, 강남 코엑스점과 용산 드래곤시티점, 부산은 부산 롯데점으로 공항 및 교통 거점과의 접근성이 우수한 지역에 위치해 있다. 이는 외국인 관광객 유입 동선 측면에서 경쟁사 대비 유리한 구조를 의미한다.

예를 들어, 동사의 용산점은 김포국제공항 기준 약 15km 내외, 강남점 역시 약 25~30km 거리에 위치해 있는데, 이는 광진구에 위치한 파라다이스 워커히 카지노점에 비해 상대적으로 접근성이 높다.

수도권 주요 카지노 위치

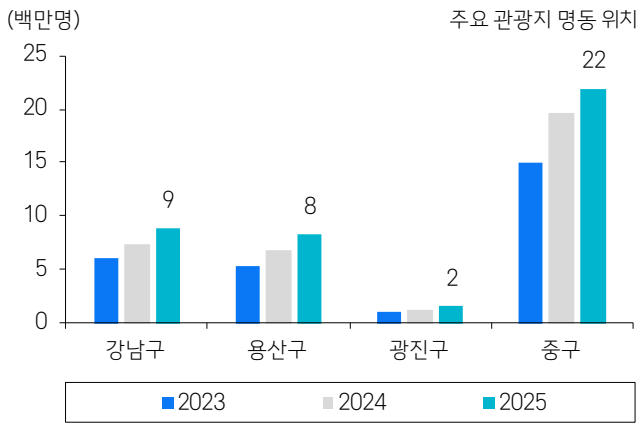


자료: 삼성증권 정리

1. 서울: 용산구와 강남구는 외국인 관광객 밀집 지역

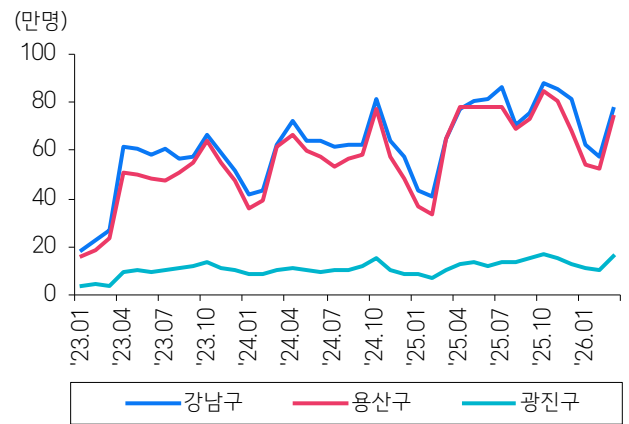
특히, 동사의 사업장이 위치한 강남구 및 용산구는 서울 내에서도 외국인 관광객 방문이 집중되는 핵심 상권이다. 1) 강남은 의료관광 및 쇼핑 수요가 집중된 지역으로 외국인 방문 비중이 높은 지역 중 하나이며, 2) 용산 역시 KTX·공항철도 등 교통 허브와 호텔 밀집에 기반해 외국인 체류 거점 역할을 수행하고 있다. 실제로 '25년 기준 코엑스 카지노가 위치한 강남구의 외국인 방문객 수는 약 876만 명, 용산구는 824만 명을 기록했다. 이는 명동 등 주요 관광지가 밀집한 중구(2,184만 명) 대비 낮은 수준이나, 워커히가 위치한 광진구(151만 명) 대비로는 크게 상회하는 수준이다.

서울 지역별 외국인 관광객 추이



자료: 한국관광데이터랩, 삼성증권

서울 지역별 외국인 관광객 추이 (월별)



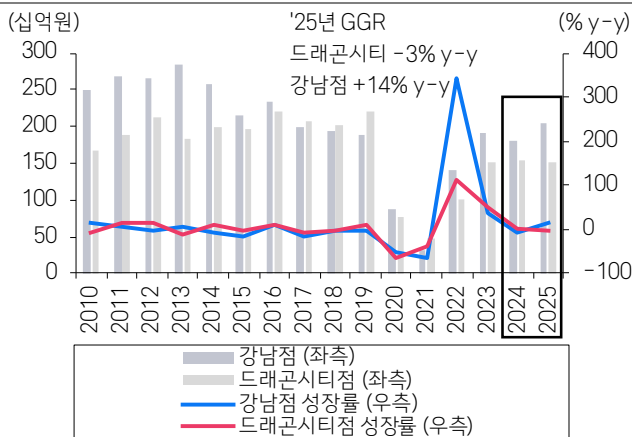
자료: 한국관광데이터랩, 삼성증권

차별화된 외국인 관광객 유입은 카지노 실적 개선으로

이러한 관광객 증가 흐름은 실제 동사의 카지노 실적 개선으로 이어지고 있다. '25년 기준 드래곤시티 방문객은 57만 명, 강남점은 36만 명으로 각각 전년 대비 8%, 5% 증가했다. 이에 GGR은 강남점이 2,056 억원을 기록하며 14% y-y의 고성장을 시현하였다.

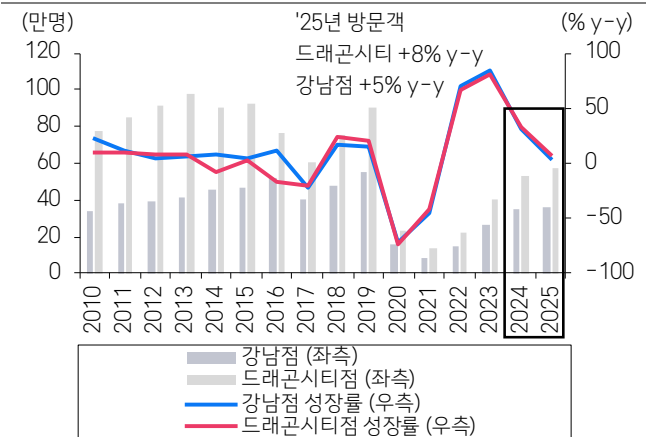
한편, 드래곤시티의 GGR은 1,500억원으로 3% y-y 감소하였지만, 이는 홀드율 하락('24년 15.3% → '25년 14.1%)에 기인한다. 즉, 1) 드롭액이 일본 VIP +15%, 중국 VIP +8%, 일본 Mass +33%, 중국 Mass +27% 등 전 부문에 걸쳐 견조한 증가세를 보인 가운데, 2) 인바운드 관광객 증가에 따른 매스 고객 드롭액 성장세가 두드러진 점에 초점이 필요하다.

GKL: 드래곤시티 및 강남점 GGR 및 성장률 추이



자료: 한국카지노협회, 삼성증권

GKL: 드래곤시티 및 강남점 방문객 및 성장률 추이

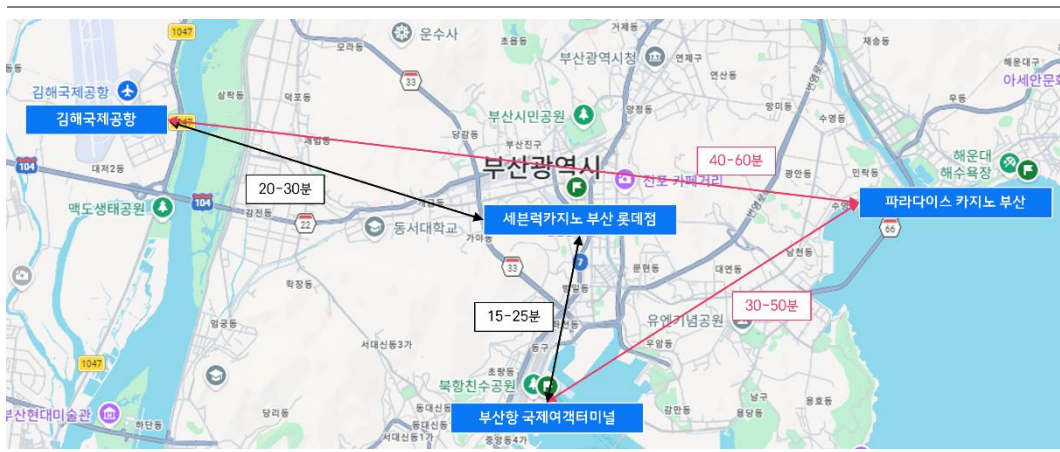


자료: 한국카지노협회, 삼성증권

2. 부산 롯데점 - 외국인 관광객의 부산 관광 증가 추세에 초점

동사의 부산 카지노 역시 주요 교통 거점과의 접근성 측면에서 경쟁사 대비 우위에 있다는 판단이다. 세븐럭 카지노 부산 롯데점은 김해국제공항에서 약 20~30분, 부산 국제여객터미널에서 약 15~25분 거리에 위치해 있다. 이는 파라다이스 카지노 부산이 김해공항에서 약 50분, 국제여객터미널에서 30분 이상 소요되는 점과 비교해 접근성 측면에서 유리한 구조를 보유하고 있다.

부산 카지노 위치



자료: 삼성증권 정리

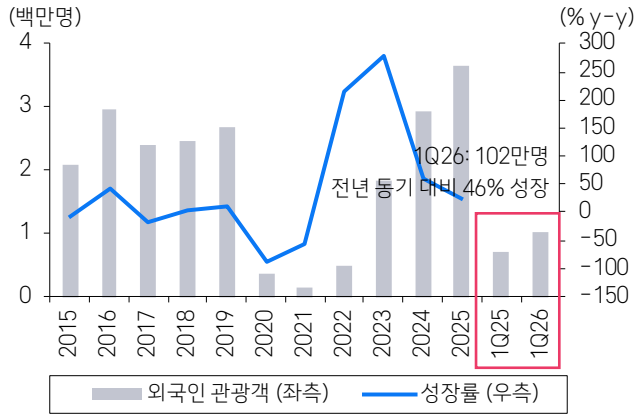
부산 - 관광 상권 입지는 아니나, 부산 전체 관광객 확대에 따른 수혜 가능

비록 동사의 부산점은 드래곤시티·강남점과 같이 관광 핵심 상권에 위치한 것은 아니나, 부산 전체 외국인 관광객 증가에 따른 수혜가 기대된다. 방한 외국인 증가 흐름은 서울을 넘어 부산·제주 등 주요 관광 도시로 확산되는 추세이며, 특히 부산은 '24년 뉴욕타임스 '아름다운 해변도시 5곳' 선정을 계기로 글로벌 인지도가 크게 제고되었다.

실제로 '25년 부산 외국인 관광객은 364만 명(+24% y-y)으로 역대 최고 수준을 기록했으며, 동사의 부산점 방문객도 '25년 18만 명(+8% y-y), 총매출액 690억원(+17% y-y)을 기록하며 성장세를 이어갔다.

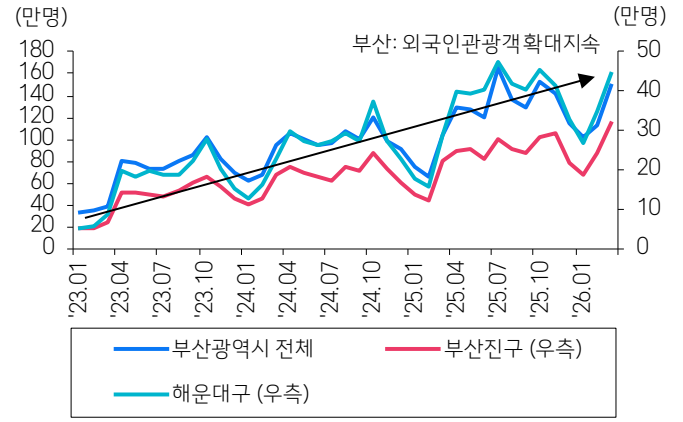
향후에도 부산점 실적 개선 흐름은 지속될 것으로 전망한다. 이는 (1) '26년 1분기 부산 외국인 관광객이 102만 명으로 전년 동기 대비 46% 증가하며 성장세가 가속화되었고, (2) '26년 6월 BTS 부산 콘서트가 개최 예정인 만큼 추가적인 인지도 제고 및 관광객 유입이 기대되기 때문이다.

부산 외국인 관광객 추이



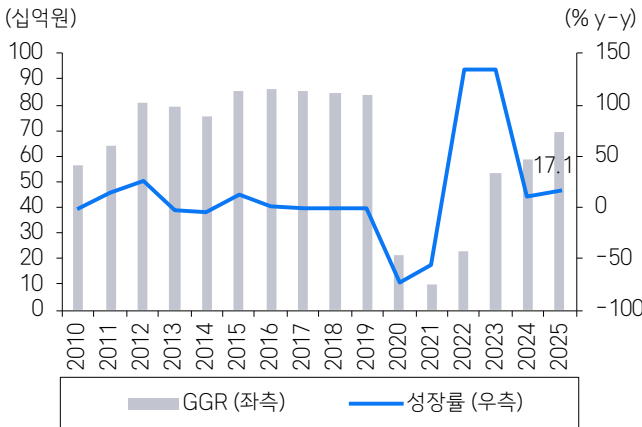
자료: 부산광역시, 삼성증권

부산 지역별: 외국인 관광객 방문 추이



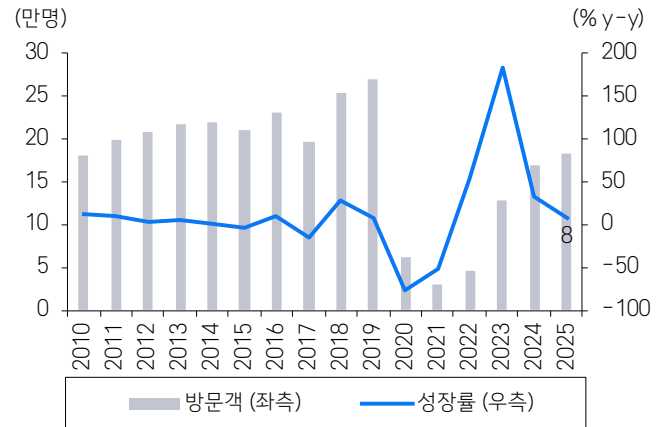
자료: 한국관광데이터랩, 삼성증권

세브럭카지노 부산점: GGR 및 성장률 추이



자료: 한국카지노협회, 삼성증권

세브럭카지노 부산점: 방문객 및 성장률 추이



자료: 한국카지노협회, 삼성증권

부산: 2024년 '뉴욕타임스'의 아름다운 해변도시 5곳에 선정



자료: 부산광역시, 삼성증권

BTS: 26년 6월 부산 콘서트



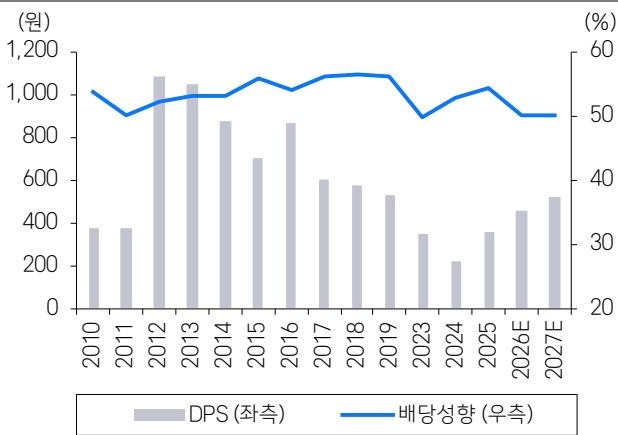
자료: 한국관광데이터랩, 삼성증권

실적개선은 주주환원 증가로

배당성향 50% 상회 지속 - DPS의 견조한 증가 전망

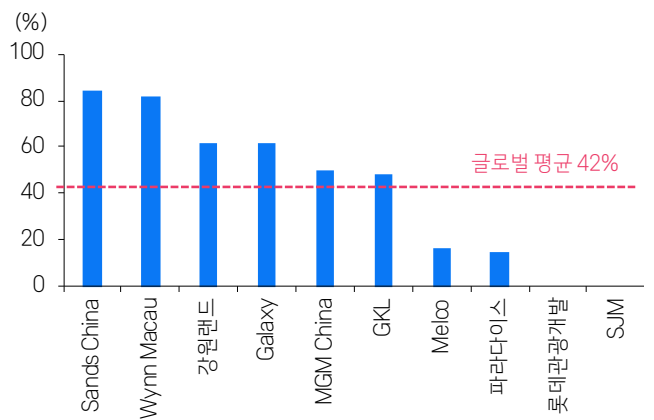
동사는 카지노 업종 내에서 적극적인 주주환원 정책을 시행하고 있는 만큼, 동사의 실적 개선은 고스란히 주주환원 증가로 이어질 전망이다. 실제로, 동사는 1) 과거 코로나 기간('20~'22년)을 제외하고 상장 이후 배당성향 50% 내외를 유지하고 있으며, 2) 이는 국내외 카지노사들의 평균 배당성향 42%보다 높은 수준이다. 즉, 향후 동사의 점진적인 실적 개선과 배당성향 50% 유지를 가정할 경우, DPS는 '26년 460원, '27년 520원으로 추산되며, 이는 각각 전년 대비 30%와 12% 증가를 의미한다.

GKL: DPS 및 배당성향 추이



자료: GKL, 삼성증권 추정

국내외 카지노 기업: 26E 배당성향



자료: Bloomberg, 삼성증권

카지노 단일 사업 구조 - 과거에는 강점이었으나...

비카지노 강화 통한 중장기 성장 동력 확충이 관건

카지노 중심의 단일 사업 구조 탈피 여부가 일차적 관건

향후 외국인 관광객 성장에 따른 점진적인 실적 개선 기대는 긍정적인 가운데, 향후 밸류에이션 멀티플 확장을 위한 관건은 중장기 성장 동력 제고가 될 전망이다. 현재 아시아 카지노 산업은 중국 VIP 규제가 지속됨에 따라 주요 사업자들이 복합 리조트 강화를 통해 성장 둔화를 타개하는 흐름이 가속화되고 있는 반면, 동사는 별도의 비카지노 성장 전략을 보유하지 않고 있다. 즉, 1) 호텔 기반의 콤프 제공을 통한 VIP 마케팅 경쟁력 강화는 물론, 2) 체류형 관광 소비 유도를 통한 일반 관광객 유치 확대에 상대적 이점을 보유하고 있는 복합 리조트와의 경쟁 구도가 심화되는 점을 감안할 때, 이를 타개하기 위한 차별화된 전략이 필요한 시점이라 판단된다.

GKL은 호텔 소유보다 임차 - 복합리조트 전환 트렌드에서 소외

최근 카지노 업계의 트렌드는 복합 리조트로의 전환이다. 실제로 마카오는 물론 국내 주요 카지노 사업 자들도 호텔·엔터테인먼트·리테일 등 비카지노 부문을 강화하며 새로운 성장 동력을 발굴하는 중이다. 이는 주요 성장 동력이었던 중국 VIP 수요가 반부패 규제로 구조적으로 위축된 가운데, 카지노 단일 사업 만으로 높은 성장을 달성하기 어려운 환경이 지속되고 있기 때문이다.

국내 카지노 업계에서도 이러한 변화는 이미 시작되었다. 1) 파라다이스는 단순 카지노 사업자를 넘어, 인천 파라다이스시티 복합리조트 운영과 중장기 호텔 개발 사업을 통해 글로벌 레저 기업으로의 전환을 추진하고 있고, 2) 롯데관광개발 역시 카지노·호텔·엔터테인먼트를 결합한 제주 드림타워 복합리조트를 기반으로 차별화된 성장세를 이어가고 있다.

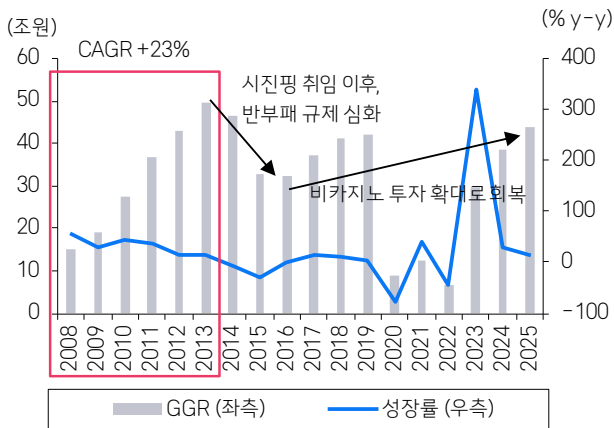
반면, 동사는 이와 같은 복합 리조트 중심의 산업 재편 흐름에서 상대적으로 소외되어 있다고 판단한다. 1) 동사는 호텔을 직접 소유하지 않고 타 호텔에 임차하는 형태로 카지노를 운영하고 있는 가운데, 2) 비카지노 사업 진출은 검토 단계에 머물러 있다. 물론, 임차 형태의 사업장 운영은 고정비 부담이 낮은 만큼, 드롭액 증가에 따른 높은 영업 레버리지가 강점으로 해석될 수 있지만, 카지노 산업의 고성장기를 지난 현 시점에서는 플러스 알파를 위한 변화가 필요하다고 판단된다.

국내 카지노 사업자 호텔 보유 현황

	롯데관광개발	제주 신화월드	파라다이스				GKL			
소재지	제주	제주	서울	인천	부산	제주	서울	서울	부산	
호텔명	그랜드 하얏트 제주	메리어트, 랜딩, 서머셋	위커힐	파라다이스시티, 하얏트리젠시	파라다이스 호텔 부산	메종 글래드	웨스틴 파르나스	드래곤시티	롯데호텔	
소유권	직접소유	직접소유	임차	JV	직접소유	임차	임차	임차	임차	
객실수	1,600	2,000	557	1,270	532	513	564	1,700	650	

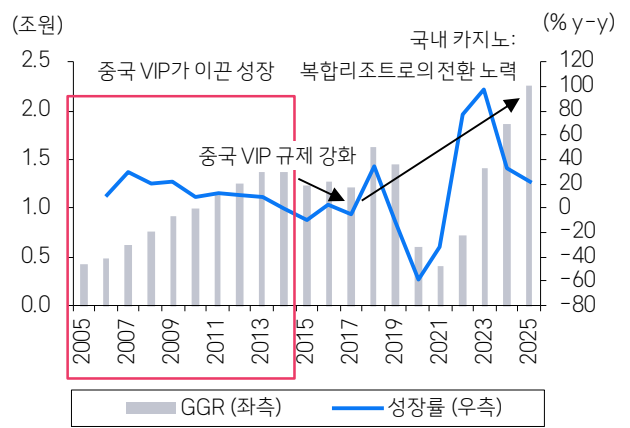
자료: 각 사, 삼성증권

마카오: 카지노 GGR 및 성장률 추이



자료: 한국카지노협회, 삼성증권

국내: 카지노 GGR 및 성장률 추이



자료: 한국카지노협회, 삼성증권

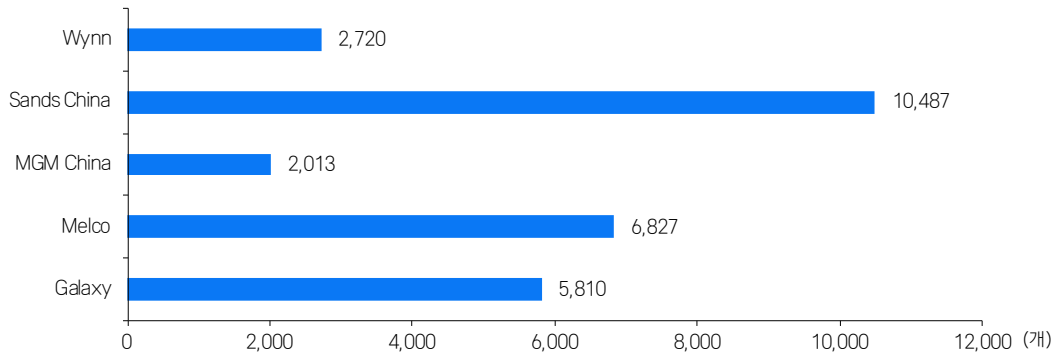
카지노 단일 구조 vs 복합 리조트의 차이점 1. 호텔을 활용한 VIP 콤플 경쟁력

국내 대비 일찍이 복합 리조트로의 전환을 개시한 마카오 카지노 사업자들의 호텔 보유 현황을 보면, 업체별 최소 2,000실에서 최대 10,000실 이상의 객실을 확보하고 있다. 이들 사업자들은 VIP 및 프리미엄 매스 고객 유치 확대를 위해 보유 객실을 기반으로 하는 콤플 제공을 확대하는 전략을 취하고 있으며, 비카지노 인프라 추가 확충을 위해 2032년까지 누적 약 19조원을 투자함으로써 해당 경쟁력을 더욱 강화할 예정이다.

국내 카지노 사업자들 역시 복합 리조트를 마케팅에 적극 활용하고 있다. 파라다이스는 인천, 부산 등 주요 거점에서 호텔을 직접 보유함으로써 총 1,700여개 객실(인천 파라다이스시티 769실, 부산 532실 그랜드 하얏트 인천 웨스트타워 501실)을 기반으로 콤플을 제공하는 VIP 마케팅 경쟁력을 강화하고 있다. 롯데관광개발 역시 제주 드림타워 내 1,600실을 적극적인 VIP 모객에 활용하고 있다.

반면 동사는 3개 카지노 사업장 모두 타 호텔 임차 형태로 운영되고 있다. 즉, 동사는 호텔 내 카지노 업장만을 운영하는 형태라는 점에서 호텔을 임의적으로 마케팅에 활용할 수 없고, 이에 호텔을 직접 소유한 경쟁사 대비 콤플 제공 여력 및 카지노·비카지노 부문 간 시너지 창출이 구조적으로 제한적인 것으로 판단된다.

마카오 카지노 사업자 호텔룸 수



자료: Bloomberg, 각 사, 삼성증권

카지노 단일 구조 vs 복합 리조트의 차이점 2. 일반 관광객 유인 역량

비카지노 부문의 부재는 일반 매스 관광객 유인 역량 측면에서도 구조적 한계로 작용한다. 최근 외국인 관광객들은 특정 지역에서 장기간 체류하며 다양한 경험을 소비하는 체류형 관광 특성을 보이고 있다. 이러한 환경에서 파라디이스시티의 씨메르, 인스파이어 리조트의 워터파크 스플래시 베이 등 엔터테인먼트는 카지노를 목적으로 하지 않는 일반 관광객에게도 독립적인 방문 유인을 제공한다. 반면 동사는 카지노 이외의 체류형 콘텐츠가 부재한 만큼, 카지노 목적 고객을 제외한 일반 매스 관광객을 경쟁사 대비 지속적으로 흡수하기는 어렵다는 판단이다.

파라디이스시티 씨메르: 워터파크 및 스파 체험 가능



자료: 파라디이스, 삼성증권

인스파이어 리조트: 스플래시 베이



자료: 인스파이어, 삼성증권

GKL도 호텔 확장 계획 추진 중 - 다만, 실제 사업화까지는 상당 기간 소요 가능

동사 또한 이러한 트렌드 변화를 인지하고 있는 만큼, 현재의 임대를 통한 카지노 운영 구조를 벗어나 자체 사업장을 마련할 의지를 보이고 있다. 실제로 동사는 '26년 1월 문화체육관광부 산하 공공기관 업무 보고에서 자체 사업장 확보를 중장기 핵심 과제로 제시한 바 있으며, '25년 상반기에는 관련 연구 용역을 실시하며 구체적인 검토에 착수했다.

동사의 경우, 투자비 조달 여력은 충분히 보유하고 있는 것으로 판단되지만, 정부의 허가를 필요로 하는 만큼 상당한 시간이 소요될 수 있음은 고려할 필요가 있다.

1. 투자비 조달 여력은 충분

서울 내 5성급 호텔을 건설 또는 인수하기 위해서는 약 5,000억원 이상의 자금이 필요할 것으로 추정된다. 서울 5성급 호텔의 평균 건축비는 1평당 약 1,500~1,800만원 수준으로, 파라다이스의 경우 장충동에 총 사업비 약 5,700억원(공사비 3,900억원)을 투입해 지상 18층, 200실 규모의 호텔을 건설 중이다. 호텔을 직접 인수할 수도 있는데, 과거 호텔 인수 레퍼런스를 보면 그랜드 하얏트 서울(616실)이 7,300억원에, 콘래드 서울 여의도(434실)가 4,150억원에 거래된 바 있다.

동사의 현재 재무 여력을 감안하면, 이와 같은 투자비 조달은 충분히 가능할 전망이다. 동사는 1) '25년 말 기준 현금성 자산 2,130억원, 순현금 3,866억원을 보유하고 있고 2) 연간 영업활동현금흐름 약 1,000억원을 안정적으로 창출하고 있다. 3) 더 나아가, 동사는 무차입 순현금 구조로 외부 차입 여력 또한 충분한 만큼, 자체 보유 현금과 차입을 병행할 수도 있다.

2. 관건은 정부의 허가 - 동사는 한국관광공사가 51% 지분 보유

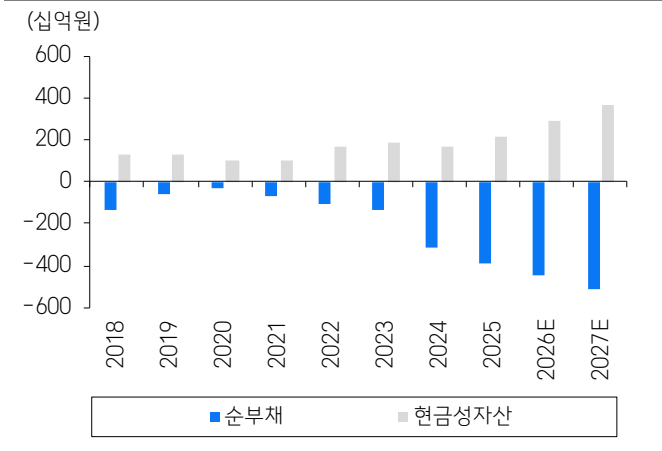
투자 여력은 충분히 보유하고 있지만, 관건은 정부의 허가로 판단된다. 동사는 한국관광공사가 지분 51%를 보유한 공기업이다. 이에 동사는 신규 사업 추진 시 주무부처 승인 및 정부 예산 심의 등 여러 절차가 필요하다. 즉, 동사의 직접 호텔 인수가 실제 사업화 되기까지는 재무적 여력과는 달리 상당한 시간이 소요될 수 있다는 점을 고려할 필요가 있다.

2024-2025 서울호텔 주요 거래 현황

호텔명	세부지역	개관연도	성급	객실수	거래시점	매도자	매수자	거래가격(억원)
티마크그랜드호텔 명동	중구	2016	4성	576	20241Q	하나대체투자자산운용	그래비티자산운용	2,282
신라스테이 광화문	종로구	2015	3성	339	20241Q	이지스자산운용	신한리츠운용	1,463
더스테이트선유호텔	영등포구	2018	미정	146	20242Q	한승투자개발	LB자산운용	474
그랜드 하얏트 서울	기타	1978	5성	615	20242Q	서울미라마유한회사	서울미라마유한회사	7,300
콘래드 서울	영등포구	2012	5성	434	20243Q	SIFC호텔디벨로프먼트	ARA코리아	4,150
L7 바이 롯데 강남	강남구	2017	4성	333	20243Q	마스턴투자운용	롯데물	5,042
호텔 스카이파크 동대문1호점	중구	2014	2성	254	20243Q	앰플러스자산운용	개인	470
나인트리 명동	중구	2012	3성	144	20244Q	캡스톤자산운용	에스디비인베스트먼트	750
롯데시티호텔 구로	구로구	2014	3성	287	20251Q	이지스자산운용	이지스자산운용	4,160
포포인트 바이 웨라톤 조선, 서울역	용산구	2015	4성	342	20251Q	맥쿼리자산운용	KB자산운용	1,720
신라스테이 마포	마포구	2015	3성	382	20252Q	하나대체투자자산운용	신한리츠운용	1,430
머큐어 엠버서더 서울 홍대	마포구	2020	4성	270	20252Q	현대자산운용	JB자산운용	2,620
CS프리미어호텔 서울	관악구	2017	3성	104	20254Q	씨에스프리미어호텔서울	코람코자산신탁	228
크리에이터 타운 서교	마포구	2023	3성	296	20254Q	이지스자산운용	디앤디 인베스트먼트	1,430
포포인트 바이 웨라톤 서울, 명동	중구	2020	4성	375	20254Q	이지스자산운용	퍼시픽투자운용	2,463
코트야드 메리어트 서울 남대문	중구	2016	4성	400	20254Q	KT&G	흥국리츠운용	2,542

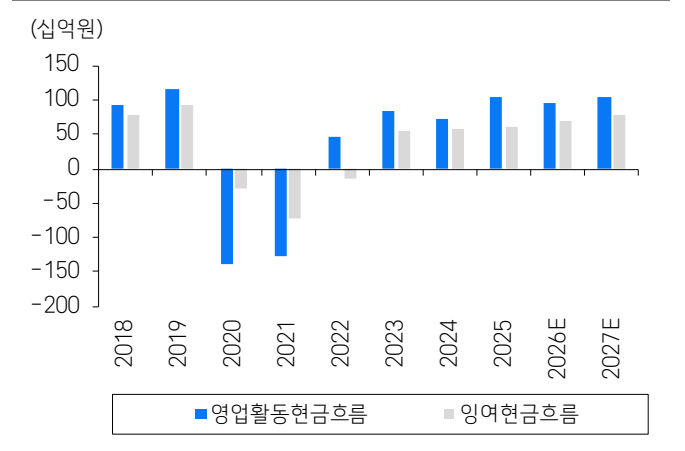
자료: 알스퀘어, 언론보도, 삼성증권 정리

순부채 및 현금성자산 추이



자료: GKL, 삼성증권 추정

FCF 및 영업활동 현금흐름 추이



자료: GKL, 삼성증권 추정

Only Casino Appendix. 기업개요

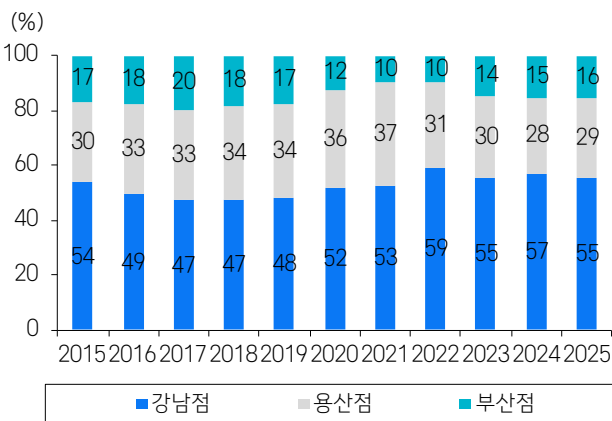
카지노 단일 사업 구조

GKL(Grand Korea Leisure)은 외국인 전용 카지노를 운영하는 공기업 계열 사업자로, 한국관광공사가 최대주주로 있다. 동사는 2005년 설립 이후 'Seven Luck' 브랜드를 기반으로 서울(강남 코엑스점, 드래곤 시티점)과 부산(롯데점)에서 총 3개의 외국인 카지노를 운영하고 있다.

'25년 기준 카지노별 드롭액 비중은 강남점 55%, 용산점 29%, 부산점 16%, 순매출액 기준으로는 강남점 48%, 용산점 35%, 부산점 16%이다. 또한 국적별 드롭액 비중은 일본 VIP 30%, 중국 VIP 17%, 기타 VIP 22% 및 Mass(슬롯 포함) 31%이다.

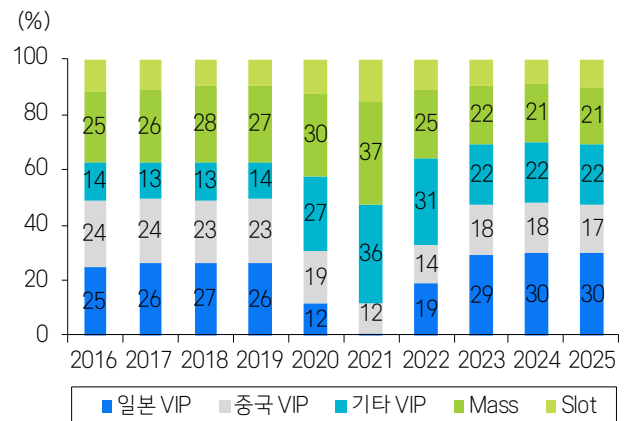
한편, 동사는 호텔, 리조트 등 숙박 및 부대시설을 직접 보유하지 않고 카지노 영업에 집중된 단일 사업 구조를 가지고 있으며, 현재 운영 중인 카지노 또한 호텔 내 임차 형태로 입점해 있다. 이에 따라 고정비 부담이 상대적으로 낮고 자산 경량화 구조를 유지하고 있다는 점은 긍정적이거나, 체류형 소비를 유도하는 복합리조트 대비 고객 체류시간 확대 및 부가 매출 창출 측면에서는 구조적인 제약이 존재하는 상황이다.

카지노별 드롭액 비중 추이



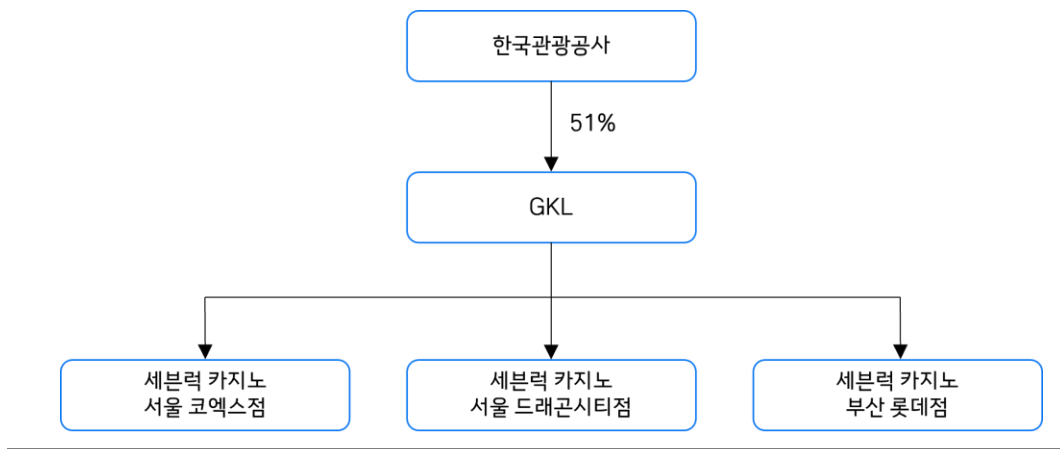
자료: GKL, 삼성증권

국적별 드롭액 비중 추이



자료: GKL, 삼성증권

GKL 지배구조



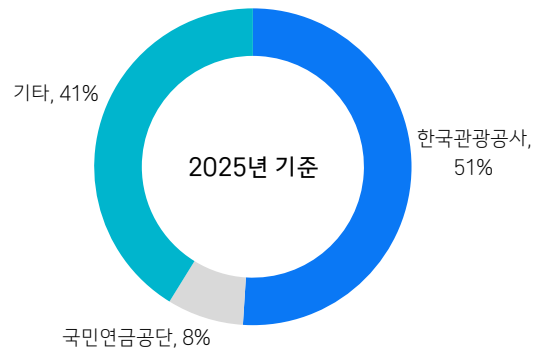
자료: 삼성증권 정리

GKL: 주요 연혁

연도	주요 이슈
2005년 9월	Grand Korea Leisure 설립(한국관광공사 자회사)
2006년 1월	'Seven Luck' 브랜드 런칭 및 카지노 사업 개시
2006년 1월	서울 강남 코엑스점 개장
2006년 5월	밀레니엄 서울 힐튼점 개장
2006년 6월	부산롯데점 개장
2009년 10월	서울강남점 확장 오픈(1,2층에서 3층까지 확장)
2009년 11월	유가증권시장(KOSPI) 상장
2010년 9월	밀레니엄서울힐튼점 리뉴얼 확장 오픈
2018~2022년	드래곤시티 이전 추진 및 단계적 준비
2023년 1월	서울 힐튼점 → 용산 드래곤시티점 이전 완료 및 영업 개시
2025년~	비카지노 사업(호텔 등) 진출 검토

자료: GKL, 삼성증권

GKL: 주주구성



자료: GKL, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	396	423	467	495	515
매출원가	325	338	362	380	397
매출총이익	71	84	105	115	118
(매출총이익률, %)	17.9	20.0	22.5	23.2	22.9
판매 및 일반관리비	33	32	35	38	41
영업이익	38	53	70	77	77
(영업이익률, %)	9.7	12.4	15.0	15.5	15.0
영업외손익	5	10	8	10	12
금융수익	11	15	13	15	17
금융비용	4	4	4	4	4
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
세전이익	44	63	78	87	89
법인세	11	16	20	22	23
(법인세율, %)	24.3	25.4	25.4	25.4	25.4
계속사업이익	33	47	58	65	66
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	33	47	58	65	66
(순이익률, %)	8.3	11.1	12.4	13.0	12.8
지배주주순이익	33	47	58	65	66
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	70	85	102	109	109
(EBITDA 이익률, %)	17.7	20.1	21.9	22.1	21.3
EPS (지배주주)	534	761	939	1,043	1,069
EPS (연결기준)	534	761	939	1,043	1,069
수정 EPS (원)*	529	699	939	1,043	1,069

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	72	105	97	104	106
당기순이익	33	47	58	65	66
현금유출입이없는 비용 및 수익	37	61	40	41	41
유형자산 감가상각비	32	32	32	32	32
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	5	29	8	8	9
영업활동 자산부채 변동	2	(4)	(2)	(1)	(1)
투자활동에서의 현금흐름	(40)	(19)	(10)	(10)	(10)
유형자산 증감	(5)	(8)	(10)	(10)	(10)
장단기금융자산의 증감	5	5	0	0	0
기타	(41)	(15)	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	(49)	(41)	(12)	(14)	(16)
차입금의 증가(감소)	(17)	(7)	14	15	16
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(26)	(17)	(26)	(29)	(32)
기타	(6)	(17)	0	(0)	0
현금증감	(17)	45	75	80	80
기초현금	186	168	213	288	368
기말현금	168	213	288	368	448
Gross cash flow	70	108	98	105	107
Free cash flow	57	62	72	78	78

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: GKL, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	366	434	523	574	620
현금 및 현금등가물	168	213.1	288	368	448
매출채권	10	14	15	16	17
재고자산	3	3	3	3	3
기타	184	204	216	186	151
비유동자산	250	217	205	193	181
투자자산	25	20	20	20	20
유형자산	66	66	64	62	60
무형자산	6	6	6	6	6
기타	153	125	115	105	95
자산총계	616	651	728	767	801
유동부채	165	179	227	233	236
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	48	54	56
기타 유동부채	165	179	179	179	179
비유동부채	37	30	27	25	22
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	37	30	27	25	22
부채총계	203	210	254	258	258
지배주주지분	414	441	474	509	543
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	361	389	422	457	491
기타	0	(0)	(0)	(0)	0
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	414	441	474	509	543
순부채	(315)	(387)	(448)	(513)	(577)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	(0.1)	6.7	10.4	5.9	4.0
영업이익	(24.9)	37.4	33.0	9.6	0.3
순이익	(24.6)	42.4	23.4	11.0	2.5
수정 EPS**	(26.5)	32.1	34.4	11.0	2.5
주당지표					
EPS (지배주주)	534	761	939	1,043	1,069
EPS (연결기준)	534	761	939	1,043	1,069
수정 EPS**	529	699	939	1,043	1,069
BPS	6,581	7,034	7,559	8,133	8,680
DPS (보통주)	222	354	470	521	534
Valuations (배)					
P/E***	20.9	21.4	13.2	11.8	11.6
P/B***	1.68	2.13	1.63	1.52	1.42
EV/EBITDA	5.3	6.1	3.1	2.3	1.7
비율					
ROE (%)	8.0	11.0	12.7	13.1	12.6
ROA (%)	5.3	7.4	8.4	8.6	8.4
ROIC (%)	13.9	37.5	66.9	156.8	(743.0)
배당성향 (%)	52.8	54.4	50.0	50.0	50.0
배당수익률 (보통주, %)	2.0	2.4	3.8	4.2	4.3
순부채비율 (%)	(76.3)	(87.6)	(94.4)	(100.6)	(106.2)
이자보상배율 (배)	11.9	20.7	25.9	27.4	26.9

COMPANY INITIATION

2026. 6. 15

금융/소비재팀

이혜인 Analyst

hyeining.lee@samsung.com

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	18,000원	14.6%
현재주가	15,700원	
시가총액	3.4조원	
주식수 (유통주식 비중)	213,940,500주 (56.4%)	
52주 최저/최고	14,620원/20,550원	
60일-평균거래대금	111.9억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
강원랜드 (%)	-1.1	-12.7	-10.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	-7.0	-55.2	-67.6

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자 의견	BUY		
목표주가	18,000		
2026E EPS	1,183		
2027E EPS	1,270		

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	8
목표주가	22,000
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

강원랜드 (035250)

감내하면 돌아올 성장과 배당

- BUY 투자 의견과 목표주가 18,000원(Target PER 12배)으로 커버리지 개선
- '28년 제 2카지노 오픈과 함께 매출액 및 이익 성장률 확대 기대
- '26~'27년은 성장 둔화 불가피, 단기적으로 성장 보다는 배당에 주목할 필요

BUY 투자 의견 및 목표주가 18,000원으로 커버리지 개선: 목표주가 18,000원 (Target PER 12배, 마카오 카지노 27E 평균 PER 10배에 20% 프리미엄 적용) 및 BUY 투자 의견으로 커버리지 개선. '26~'27년은 1) 제한적인 카지노 캐파 확장, 2) 리조트 시설 리노베이션, 3) 제 2카지노 설립을 위한 투자 비용 확대 등으로 매출 성장 둔화 및 이익 역성장을 기록할 것으로 전망. 다만, '28년에는 제 2카지노 오픈 및 호텔 영업 정상화에 따른 매출과 이익의 동시 개선 기대.

본격적인 성장은 '28년을 기다릴 수 밖에: 동사의 본격적인 실적 성장 구간은 '28년 이후가 될 것으로 판단. 이에 대한 이유는 '28년에는 1) 제 2카지노 오픈(카지노 면적 4,390평 → 6,129평 확대)과 2) 게임기기 증설(일반 테이블 50대, 머신 250대 추가), 3) 전체 객실 1,827실 중 757실 리노베이션 완료 및 리오픈 예정이기 때문. 이에 따라, '28년에는 매출액 1.72조원(+12% y-y), 영업이익 3,105억원(+36% y-y)을 기록하며, 외형 성장과 수익성 개선이 동시에 나타날 가능성이 높다는 판단.

감내하면 성장과 동반될 환원: 한편 단기적으로는 이익 역성장 리스크가 부각되더라도, 동사의 적극적 주주환원 정책은 성장 둔화를 감내할 수 있는 또 다른 유인이 될 수 있다는 판단. 이에 대한 이유는 동사가 1) 총 주주환원을 60% 수준의 적극적인 주주환원 정책과 2) 글로벌 카지노 업종 평균 배당성향 50%와 유사한 배당성향을 유지하고 있다는 점에 기인. 비록 단기적으로는 이익 둔화에 따른 절대적 배당 규모 확대는 어려울 수 있으나, (1) '28년 본격적인 이익 개선과 함께 주주환원 규모 확대 될 것으로 기대. 또한 (2) 동사는 과거 배당성향을 60%까지 확대하며 배당 규모를 유지했던 만큼, 이번 이익 하락 국면에서 50% 이상으로 배당성향 확대 가능성 존재.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	1,477	1,478	1,533	1,723
영업이익 (십억원)	235	212	229	311
순이익 (십억원)	318	253	272	343
EPS (adj) (원)	1,487	1,183	1,270	1,605
EPS (adj) growth (%)	-30.4	-20.4	7.3	26.3
EBITDA margin (%)	21.6	20.1	20.5	22.9
ROE (%)	8.1	6.3	6.6	8.0
P/E (adj) (배)	12.7	13.3	12.4	9.8
P/B (배)	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	10.5	8.2	7.0	4.9
Dividend yield (%)	5.0	4.1	4.5	5.7

자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

단기 둔화를 넘어, '28년 도약 준비 중 '28년 제 2카지노 오픈과 본격화될 성장

BUY 투자 의견과 목표주가 18,000원으로 커버리지 개선

목표주가 18,000원(Target PER 12배)과 BUY 투자 의견으로 커버리지를 개선한다. 목표 PER 12배는 현재 국내 카지노 업체들이 마카오 대비 프리미엄을 받는 것을 고려, 마카오 카지노 업체들 평균 PER 10배에 20% 프리미엄을 적용했다.

한편 현재 밸류에이션은 26E PER 13배, 27E PER 12배로, 이는 코로나 이후 밸류에이션 저점이었던 '24년 PER 9배 대비 높은 수준이다. 다만 동사는 '24년과 같은 밸류에이션 저점으로 회귀할 가능성은 제한적이라고 판단한다. 당시 밸류에이션 하락의 배경은 (1) 2030년 일본 오사카 카지노 리조트 개장에 대비한 경쟁 심화 우려, (2) 동사가 발표한 카지노 영업장 확장 계획의 실현 가능성에 대한 불확실성이 적용된 바 있다. 그러나 '24년 9월 카지노 규제 완화(카지노 면적 확장, 게임기구 수 증설, 외국인 전용존 이용 대상 확대)가 확인된 만큼, 과거와 같은 밸류에이션 저점으로 회귀할 가능성은 낮다는 판단이다.

다만, 동사는 단기보다는 중장기적 관점에서의 접근이 보다 유효하다고 판단된다. 단기적으로는 객실 리노베이션에 따른 운영 차질과 시설 투자 확대 영향으로 매출 성장 둔화 및 영업이익 역성장이 불가피할 전망이다. 그럼에도 불구하고 중장기적으로 긍정적 시각을 유지하는 이유는 (1) 완화된 카지노 규제를 기반으로 한 영업 환경 개선과 (2) '28년 예정된 카지노 시설 확장에 따른 추가 성장 여력이다. 비록 단기 실적 부담이 존재하나, 중장기적 관점에서 동사의 밸류에이션 리레이팅 가능성은 충분하다고 판단한다.

강원랜드: PER Valuation

		비고
EPS (원)	1,605	2028E EPS
Target P/E (배)	12	마카오 27E 평균 PER 10배에 20% 프리미엄 적용
할인율	7.0%	WACC
목표주가 (원)	18,000	

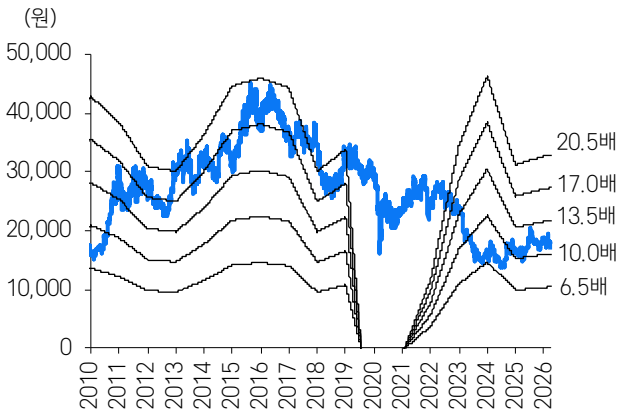
자료: 삼성증권 추정

할인율

COE	7.1%	
Risk free rate	2.55%	무위험지표금리(KOFR) 180일 평균
조정 베타	0.45	
Market risk premium	10.0%	
COD	3.8%	한국기업평가 AA등급 금리
주식 가치 가중치	1	
차입금 가중치	0	
WACC	7.1%	

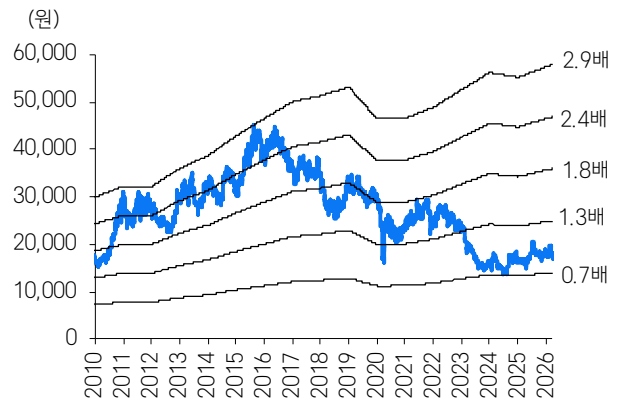
자료: 삼성증권 정리

강원랜드 12m FWD P/E band



자료: Bloomberg, 삼성증권

강원랜드 12m FWD P/B band



자료: Bloomberg, 삼성증권

글로벌 복합리조트 도약 준비 - 단기적으로는 성장 둔화 불가피

동사는 당분간 성장 둔화가 불가피할 전망이다. 동사는 '26년 매출액 1조 4,780억원 (flat y-y), 영업이익 2,125억원 (-10%) 및 '27년 매출액 1조 5,333억원 (+4%), 영업이익 2,293억원 (+8%)으로, 매출액 및 영업이익 성장 둔화가 지속될 것으로 전망한다. 매출액은 점진적인 카지노 규제 완화(일부 테이블 베팅 리미트 상향) 등에 따라 소폭 성장할 것으로 전망하나, 영업이익은 '28년 제 2카지노 오픈 및 객실 리노베이션에 따른 객실 영업 차질 및 투자 비용 확대에 역성장할 것으로 전망한다.

동사의 본격적인 성장은 제 2카지노 오픈과 객실 영업 정상화가 예정되어 있는 '28년부터 이루어질 것으로 전망한다. '28년은 제 2카지노 오픈에 따른 카지노 캐파 확장(카지노 면적 4,390평 → 6,129평, 게임 기기 증설-일반 테이블 50대, 머신 250대 추가)에 따라 매출액 1.72조원 (+12% y-y), 영업이익 3,105억원 (+36% y-y)을 기록하며, 외형 성장과 수익성 개선이 동시에 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

폐광기금소송 진행 중 - 손실 영향은 제한적인 반면, 일회성 이익 기대 가능

한편 동사는 강원도와의 폐광기금소송 3심 결과에 따라 당기순이익이 확대될 수 있는 여지가 존재하는 상황이다. 강원랜드는 「폐광지역 개발 지원에 관한 특별법」에 따라 카지노 매출의 13%을 폐광기금으로 납부하고 있다. 다만 '21년 기준 변경 전에는 순이익의 25%에 대해 폐광기금을 부과했으며, 당시 강원랜드는 폐광기금 비용을 차감한 순이익에 대해 기금을 납부했으나, 강원도 측에서 폐광기금을 제외 전, 즉 보다 높은 순이익에 대해 기금을 납부해야 한다고 주장했다.

이에 따라 '20년 5월 강원도가 '14~'19년 과소 징수되었다고 판단한 2,250억원 규모의 추가 납부 처분에 대해 행정소송을 제기했다. 동사는 1심에서는 승소했으나, 2심에는 일부 승소 판결을 받으며 '19년분 363억원에 대해서만 납부 의무가 인정되었고, '14~'18년에 대해서는 추가 납부 의무가 소멸된 상황이다. 다만, 강원도 측에서의 상고로 현재 3심이 진행 중이다.

주목할 점은 3심 판결에 따른 추가 비용 부담은 제한적인 반면, 승소할 경우에는 약 1,880억원 규모('25년 순이익 3,180억원 대비 약 59%)의 일회성 이익이 발생할 수 있다는 점이다. 현재 동사는 전체 추정금 2,250억원 중 1,071억원을 현금으로 납부하고, 나머지는 충당부채로 반영하고 있다.

따라서 최종 승소 시 기납부 현금과 충당부채의 환입이 가능할 것으로 예상되며, '26년에 반영될 경우, 현재 26년 당기순이익 추정치 2,532억원에서 약 60%의 업사이드가 나타날 것으로 추정한다. ('26E 당기순이익 2,532억원 → 4,070억원)

폐광기금 소송 - 3심 진행 중

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Total
강원랜드 폐광기금 납부액 (A)	143.4	161.7	166.5	158.2	124.8	145.2	899
강원도가 청구한 폐광기금 (B)	179.0	202.4	208.2	197.8	156.1	181.5	1,125
추가 납부 요구액 (B-A)	35.6	40.7	41.7	39.6	31.3	36.3	225

자료: 강원랜드, 삼성증권

강원랜드 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	366	361	384	365	379	348	392	359	1,427	1,477	1,478	1,533	1,723
카지노	317	332	334	326	330	323	350	331	1,245	1,308	1,334	1,388	1,566
기타	49	29	50	40	49	24	43	28	182	169	144	145	157
매출총이익	103	93	111	80	103	85	96	79	419	383	363	383	472
카지노	137	139	143	130	140	126	150	126	565	548	542	557	668
기타	(34)	(46)	(32)	(49)	(37)	(40)	(54)	(47)	(146)	(165)	(179)	(174)	(197)
영업이익	74	59	73	30	69	50	58	36	286	235	212	229	311
세전이익	97	82	145	66	54	88	95	73	565	389	310	333	420
순이익	75	63	113	68	40	71	78	64	457	318	253	272	343
(수익성, %)													
매출총이익	28.1	25.6	28.8	22.0	27.1	24.6	24.6	21.9	29.4	25.9	24.6	25.0	27.4
카지노	43.2	41.8	42.7	39.9	42.3	38.9	43.0	38.1	45.4	41.9	40.6	40.2	42.7
기타	(68.3)	(157.7)	(63.1)	(124.2)	(76.5)	(165.6)	(126.7)	(166.5)	(80.3)	(97.9)	(124.2)	(120.1)	(125.1)
영업이익	20.3	16.2	18.9	8.1	18.2	14.4	14.8	9.9	20.0	15.9	14.4	15.0	18.0
세전이익	26.5	22.6	37.7	18.0	14.2	25.2	24.3	20.3	39.6	26.4	21.0	21.7	24.4
순이익	20.4	17.4	29.4	18.5	10.5	20.6	19.9	17.8	32.0	21.5	17.1	17.7	19.9
(전년대비, %)													
매출액	(0.6)	6.8	2.2	6.0	3.4	(3.6)	2.1	(1.7)	2.8	3.5	0.1	3.7	12.4
카지노	0.2	8.6	4.2	7.5	4.3	(2.4)	4.7	1.5	3.2	5.0	2.0	4.0	12.8
기타	(5.2)	(10.0)	(9.2)	(4.2)	(1.8)	(17.0)	(15.5)	(28.5)	(0.4)	(7.0)	(14.8)	0.8	8.4
매출총이익	(3.5)	(10.7)	(11.8)	(2.8)	(0.3)	(7.7)	(13.1)	3.0	2.4	(8.6)	(5.1)	5.5	23.1
카지노	(5.4)	(3.9)	(4.5)	2.7	2.2	(9.4)	5.4	0.2	1.4	(3.0)	(0.4)	2.9	19.9
기타	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
영업이익	(2.0)	(20.9)	(22.1)	(30.5)	(7.2)	(14.5)	(20.3)	19.2	1.2	(17.7)	(9.7)	7.9	35.5
세전이익	(20.8)	(56.6)	23.1	(51.8)	(44.5)	7.1	(34.1)	10.9	23.6	(31.1)	(20.4)	7.3	26.3
순이익	(19.6)	(61.0)	24.4	(39.7)	(46.8)	13.8	(31.1)	(5.4)	34.0	(30.4)	(20.4)	7.3	26.3

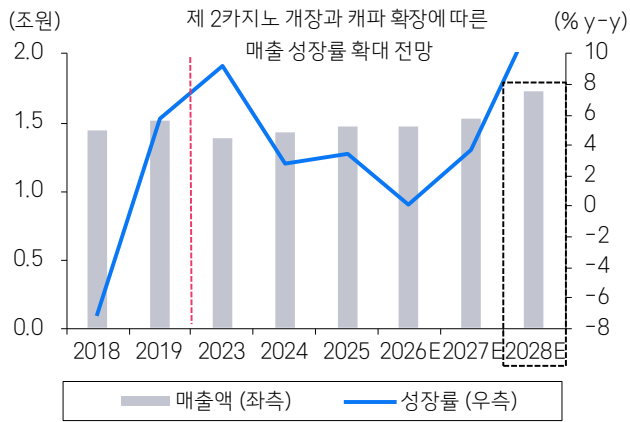
자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

강원랜드: 카지노 주요 지표 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Drop	1,454.9	1,473.3	1,602.6	1,547.5	1,500.8	1,502.9	1,634.8	1,562.0	5,595	6,078	6,200	6,451	7,209
y-y	5.5	9.4	6.9	13.0	3.2	2.0	2.0	0.9	(2.2)	8.6	2.0	4.0	11.8
Visitors	621.0	578.5	661.2	617.9	625.9	595.9	681.0	600.6	2,373	2,479	2,503	2,554	2,694
y-y	2.7	5.9	2.2	7.3	0.8	3.0	3.0	(2.8)	(1.6)	4.4	1.0	2.0	5.5
Drop per visitor	2.3	2.5	2.4	2.5	2.4	2.5	2.4	2.6	2.4	2.5	2.5	2.5	2.7
y-y	2.7	3.3	4.6	5.3	2.3	(1.0)	(1.0)	3.8	(0.6)	4.0	1.0	2.0	5.9

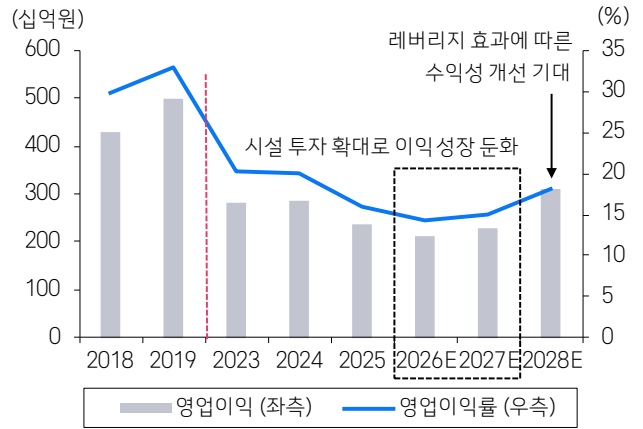
자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

강원랜드: 매출액 및 성장률



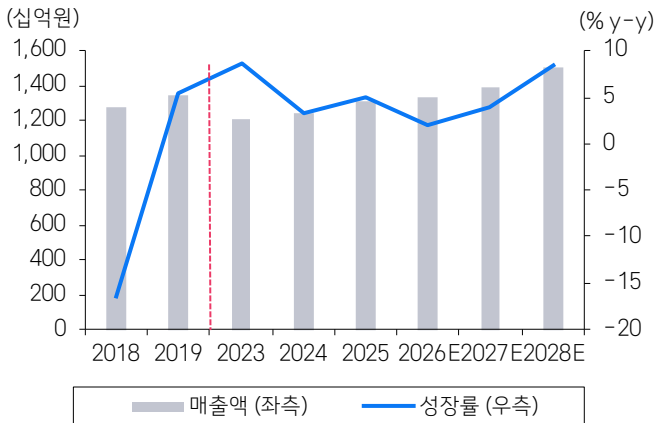
자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

강원랜드: 영업이익 및 영업이익률



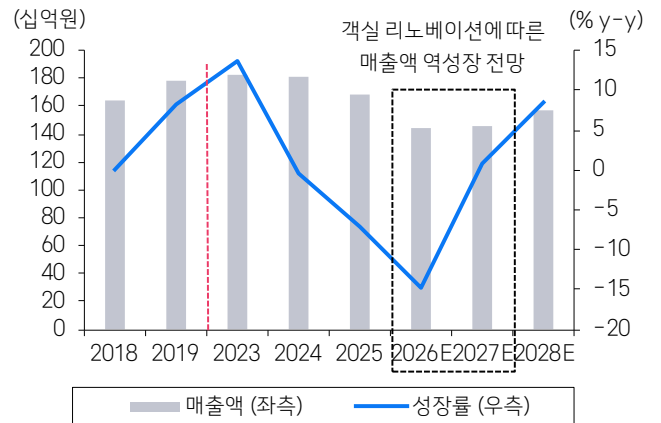
자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

강원랜드: 카지노 사업부 매출액 및 성장률



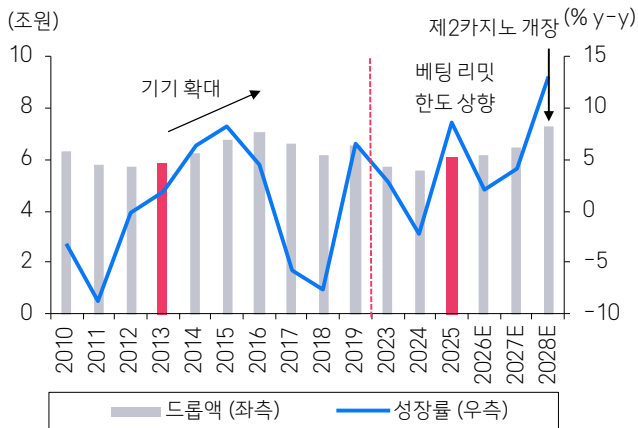
자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

강원랜드: 비카지노 매출액 및 성장률



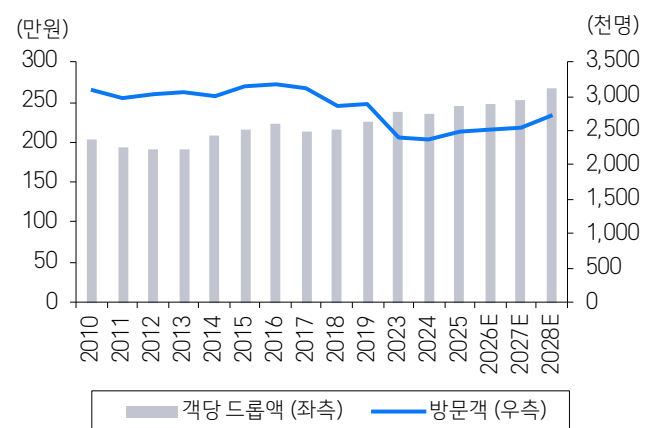
자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

카지노 드롭액 및 성장률 추이



자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

객당 드롭액 추이 및 전망



자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

제 2카지노 개장을 기대하며 '28년부터 성장 재개 기대

동사의 본격적인 실적 성장 구간은 '28년부터 본격화될 것으로 판단한다. 동사는 '25년 11월 글로벌 복합리조트 전환을 위한 중장기 성장 계획을 발표했으며, '32년까지 약 3조원을 투입해 연간 방문객 1,300만 명, 매출액 3.5조원 달성을 목표로 하고 있다. 이를 위해 1) 제 3카지노 오픈(15,000평, 현재 카지노 면적의 약 3배), 2) 900실 규모의 신축 호텔 개발, 3) 엔터테인먼트·리테일·F&B 등을 포함한 핵심 랜드마크 시설 조성을 추진할 계획이다.

강원랜드 K-HIT Project: 중장기 성장 전략



자료: 강원랜드, 삼성증권

2028년은 두 자릿 수 성장으로 보답

사업은 총 2단계로 나누어 진행될 예정이다. 1단계에서는 2028년까지 1) 제 2카지노 오픈(카지노 면적 4,390평 → 6,129평 확대), 2) 게임기기 증설(일반 테이블 50대, 머신 250대 추가 → 총 테이블 수 250대, 머신 1,610대), 3) 호텔·콘도 전체 객실 1,827실 중 757실 리노베이션 완료를 목표로 하고 있다.

이에 따라 2026~2027년은 대규모 투자 집행(제 2카지노 설립-1,800억원, 객실 리노베이션-2,000억 원 등)과 함께 호텔 및 콘도 부문의 일시적인 매출 역성장이 불가피할 전망이다. 다만 제 2카지노 오픈과 객실 리노베이션이 마무리되는 '28년에는 매출액 1조 7,230억원(+12% y-y), 영업이익 3,105억원(+36% y-y)을 기록하며, 매출액과 영업이익 성장률이 확대될 가능성이 높다고 판단한다.

2028년 카지노 부문 순매출액 1.6조원 기대

결국 전사 실적의 핵심 요소인 카지노 부문의 28년 순매출은 1.6조원을 기록, '25년 대비 20%, '27년 대비 13% 성장 가능할 것으로 예상된다. '28년 실적 성장의 핵심 동인은 1) 카지노 영업면적 확대와 이에 따른 2) 게임 기기 수 증가다.

이는 '13년 기기 확장 이후 약 15년 만의 유의미한 캐파 증설이라는 점에서 의미가 크다. '25년 기준 게임기기는 VIP 테이블 20대, 일반 테이블 180대, 슬롯머신 1,360대로 구성되어 있으며, '28년에는 일반 테이블 50대와 슬롯머신 250대가 추가될 전망이다.

카지노 시설 확대 - 2024년 9월 문체부 허가

구분	기존	변경	증가	운영 시기
카지노 면적 (일반영업장)	14,512.68㎡ (4,390평)	20,260.68㎡ (6,129평)	5,748㎡ (1,739평)	제 2카지노 영업장 완공 이후
게임 기기 수	테이블 200대, 머신 1,360대	테이블 250대, 머신 1,610대	테이블 50대 머신 250대 (모두 일반영업장)	

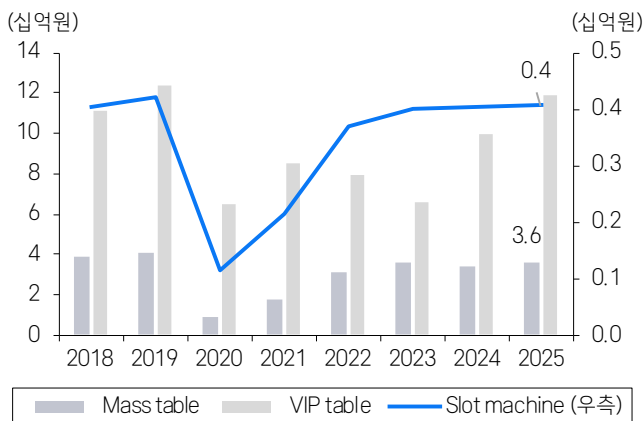
자료: 강원랜드, 삼성증권

'25년 연간 기준 일반 매스 테이블 1대당 순 매출액은 33억원, 슬롯머신 1대당 매출액은 3.6억원을 기록했으며, 코로나 시기를 제외하면 과거부터 일반테이블과 슬롯머신의 대당 매출액은 큰 변동없이 유지되는 흐름을 보여준다.

따라서 과거 게임 기구당 매출액을 적용할 경우, 일반 테이블 50대 증설에 따른 추가 매출은 약 1,660억원, 슬롯머신 250대 증설에 따른 추가 매출은 약 900억원으로, 합산 약 2,550억원('25년 전체 매출액 대비 17% 수준)의 매출 증가 효과가 가능할 것으로 전망한다. (드롭액 환산 시, 약 1조원, 홀드율 23% 가정)

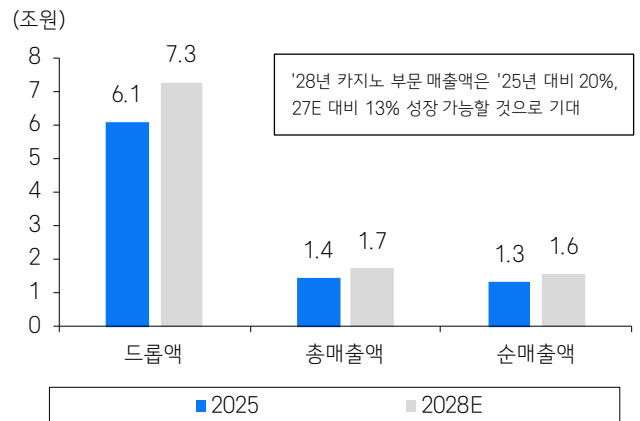
다만, 신규 기구 도입 초기에는 테이블 가동률 등이 점진적으로 이루어질 것으로 예상되는 바, Ramp-up 계수 0.7을 적용해 보수적으로 추정했으며, 이를 반영한 카지노 부문 순매출액은 1.6조원으로, 이는 '25년 매출액 대비 20%, '27년 대비 13% 성장한 수준이다.

테이블, 기구당 연간 GGR 추이



자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

테이블, 머신 증설 후 예상 드롭액, GGR, 순매출액



자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

GGR per table

(KRWm)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Mass table	3,912	4,118	880	1,730	3,111	3,573	3,428	3,561
VIP table	11,138	12,406	6,532	8,487	7,937	6,553	9,969	11,916
Slot Machines	405	422	114	216	371	401	403	406

자료: 강원랜드, 삼성증권

Net revenue per table

(KRWm)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Mass table	3,559	3,833	750	1,626	2,910	3,356	3,224	3,322
VIP table	10,133	10,641	6,479	7,401	6,925	5,732	8,887	10,357
Slot Machines	369	380	103	188	329	358	358	359

자료: 강원랜드, 삼성증권

게임 기수 추가 증설에 따른 추가 매출액 전망

KRWb	Ramp-up		Ramp-up		Ramp-up	
드롭액	1	1,187	0.7	830	0.5	594
총매출액	1	280	0.7	196	0.5	140
순매출액	1	256	0.7	178	0.5	128

자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

2028년 카지노 매출액 추정

(십억원)	2027E	증가분	2028E
드롭액	6,451	830	7,280
총매출액	1,519	196	1,715
순매출액	1,388	178	1,566

자료: 삼성증권 추정

주주환원 정책은 성장 둔화를 감내할 또 다른 유인 감내하면 성장과 동반될 환원

동사는 앞서 설명한 대로 '28년 제 2카지노 오픈 및 객실 리노베이션에 따른 객실 영업 차질 및 투자 비용 확대'로 '26년 이익 역성장을 기록할 것으로 전망되는 상황이다. 다만, 단기적으로는 이익 역성장 리스크가 부각되더라도, 동사의 적극적 주주환원 정책은 성장 둔화를 감내할 수 있는 또 다른 유인이 될 수 있다는 판단이다.

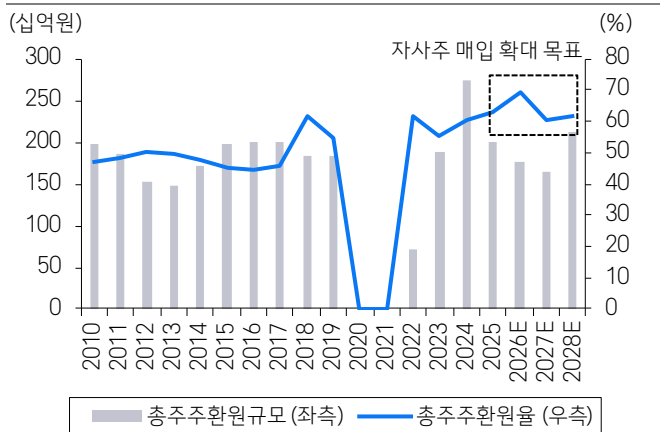
이에 대한 이유는 동사가 1) 총 주주환원을 60% 수준의 적극적인 주주환원 정책과 2) 글로벌 카지노 업종 평균 배당성향 50%와 유사한 배당성향을 유지하고 있다는 점에 기인한다. 비록 단기적으로는 이익 둔화에 따른 절대적 배당 규모 확대는 어려울 수 있으나, '28년 본격적인 이익 개선과 함께 주주환원 규모도 다시금 확대될 수 있다는 판단이다.

1. 적극적인 주주환원 정책: 총 주주환원을 60% 이상 목표

총 주주환원을 60% 이상 목표 제시

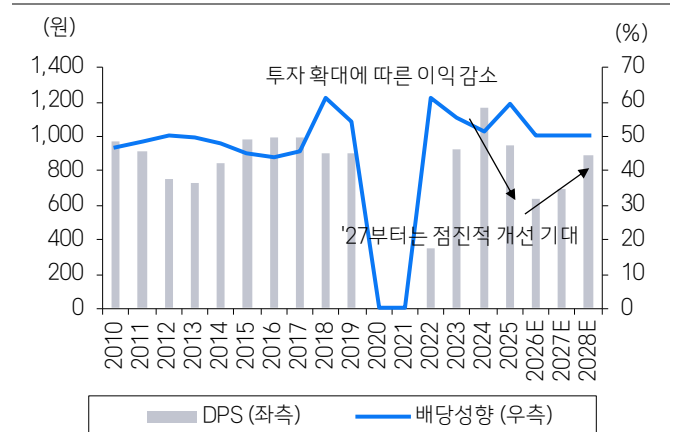
동사는 총 주주환원을 60% 이상(배당성향 최소 50%)을 목표로 제시하며, 업종 내에서도 가장 적극적인 주주환원 정책을 시행하고 있다. 실제로 '24년과 '25년 각각 총 주주환원율 60%, 63%를 기록하며 계획을 충실히 이행 중이며, 2010년 이후 50% 수준의 배당성향을 지속적으로 유지해온 점을 고려할 때 정책 이행에 대한 신뢰도 또한 높은 것으로 판단된다.

총주주환원 규모 및 주주환원율 추이



자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

DPS 및 배당성향 추이

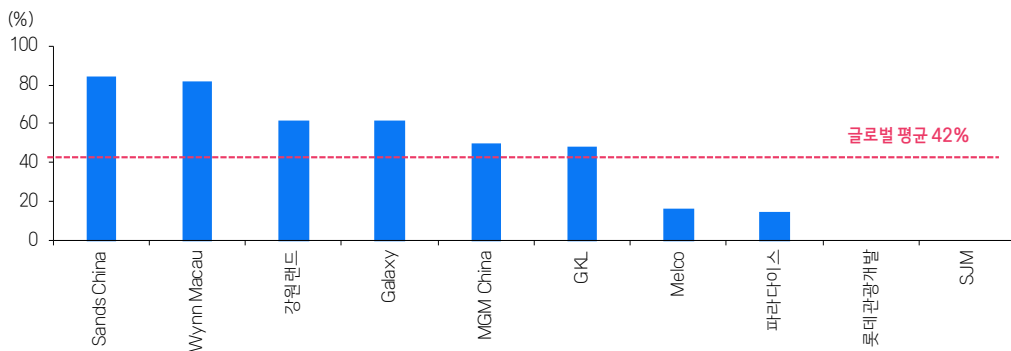


자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

글로벌 카지노 업종 평균과 유사한 수준의 주주환원율

이에 당사는 동사에 대해 '26년 490억원 규모의 자사주 매입 및 배당성향 50%를 가정하면 총 주주환원율은 약 68%에 달할 것으로 예상된다. 특히, 동사의 배당성향 50%는 (1) 국내 카지노 상장사의 '26, '27년 평균 배당성향이 약 25% 수준인 점은 물론, (2) 마카오 카지노 사업자들의 평균 배당성향(49%)과 비교하더라도 글로벌 상위 수준의 주주환원을 시행 중이라는 점에서 충분히 매력적이라 판단한다. 참고로, 올해 동사의 배당수익률은 현재 주가를 기준으로 4.3%, 자사주를 포함한 총 주주환원 수익은 5.5%에 달하는 것으로 추산된다.

국내 및 글로벌 카지노 기업 배당성향



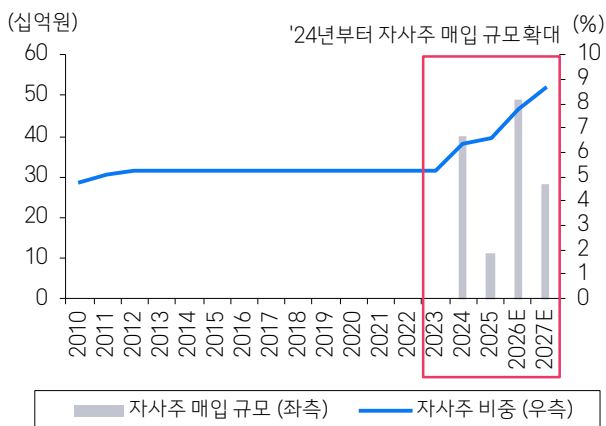
자료: Bloomberg, 삼성증권

배당과 동반될 자사주 소각- 단기적으로 투자 심리에 긍정적으로 기여 가능

동사가 배당 외 자사주 매입을 통해 주주환원을 확대하고 있다는 점 또한 주목할 필요가 있다. 동사는 '24~'26년 1,000억원 규모의 자사주 매입을 목표로 '26년 1분기 기준 800억원 규모의 자사주 매입을 완료했다. 이는 발행 주식 수 대비 7.4% 수준으로, '26년 하반기 약 200억원 규모의 추가 매입이 완료될 경우 동사의 자사주 보유 비중은 약 7.8%에 달할 것으로 전망된다.

또한 동사는 상법 개정에 따른 자사주 소각 의무화로 기존 보유 자사주(800억원)는 '27년 9월 이내, '26년 신규 매입 예정인 200억원은 매입일로부터 1년 이내 소각 의무가 각각 발생한다. 결과적으로 '26~'27년에 걸쳐 단계적인 자사주 소각이 가시화될 것으로 예상되며, 이는 주당가치 제고 측면에서 단기 주가 모멘텀으로 작용할 수 있다는 점에서 긍정적으로 평가된다.

자사주 매입 규모 및 비중 추이



자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

강원랜드 자사주 매입 현황

매입기간	총 취득금액
2024년 10월 ~ 12월	400억원
2025년 12월 ~ 2026년 2월	400억원
2026년 계획	200억원

자료: 삼성증권

다만, 배당주로서의 보다 높은 매력도 제고를 위해서는 다음과 같은 노력이 동반되어야 할 것

동사는 글로벌 카지노 업종과 유사한 수준의 주주환원 정책을 유지하고 있는 점은 매력적이거나, 배당주로의 성격이 강화되기 위해서는 지속적인 DPS 성장 노력이 뒷받침되어야 한다는 판단이다. 실제로 동사는 '24년 이후 투자 확대와 이에 따른 이익 감소로 DPS가 '25년부터 하락 전환했으며, '26년 DPS는 640원으로 '24년 고점인 1,170원 대비 45% 낮은 수준으로 추정된다.

투자 확대 구간 이후에 지속적인 이익 성장과 이에 따른 DPS 성장 가시화 필요

따라서 향후 동사가 배당주로서의 매력도를 제고하기 위해서는 투자 확대 구간 이후에 지속적인 이익 성장과 이에 따른 DPS 성장을 실현해야 할 것으로 판단한다. 긍정적인 점은 동사는 '28년 이후 제 2카지노 오픈과 함께 본격적인 성장이 기대된다는 점이다. '28년 매출과 이익 성장과 함께 '28년 DPS는 890원을 기록, '27E 700원 대비 27% 증가할 것으로 전망되며, '24년 고점인 1,170원은 '29년 이후에 회복될 수 있을 것으로 전망된다.

이익 감소 구간에서 배당성향 확대를 통해 배당 규모 유지 가능성

단기적으로 이익 감소가 예상되나, 동사가 배당성향 확대를 통해 배당 규모를 유지한다면 배당주로서의 투자자 신뢰도가 보다 제고될 수 있다는 판단이다. 동사의 배당 정책 자체가 최소 배당성향 50%를 목표로 하는 만큼, 배당성향 자체가 확대될 수 있는 가능성은 존재한다. 실제로 동사는 '18년, '22년, '24년에는 50%를 상회하는 60% 내외의 배당성향을 기록한 만큼, 단기적으로도 배당성향 확대를 통한 배당 규모 유지 시나리오 또한 가능하다.

폐광기금 승소 시, 일회성 이익을 중장기에 걸쳐 주주환원에 사용

추가적으로 앞서 설명한 대로 동사는 강원도와의 폐광기금소송 승소 시에는 약 1,880억원 규모의 일회성 이익이 반영되며 DPS가 증가할 가능성 또한 존재한다. 해당 이익이 '26년 중 반영된다면, 연간 당기 순이익은 약 4,070억원으로, 배당성향 50% 적용 시 '26년 DPS는 약 1,030원, '27년 반영 시에는 '27E DPS 약 1,090원으로 추정된다. 이는 기존 추정치 대비 각각 약 61%, 56% 상승한 수준이다.

다만, 해당 이익을 단일 연도에 일시적으로 인식 및 환원할 경우 차기년도 DPS가 급격히 하락할 가능성이 존재한다. 따라서 동사가 일회성 이익을 2~3년에 걸쳐 자사주 매입 및 배당 확대 형태로 분산 환원함으로써 안정적인 DPS 추이를 유지할 경우, 배당주로서의 투자자 신뢰도가 보다 지속적으로 제고될 수 있을 것으로 판단한다.

강원랜드: 폐광기금 승소에 따른 DPS 추정치 변동 시나리오

(백만원, 원)	2024	2025	2026E	2027E
소송 결과 반영 전	565,346	389,434	309,856	332,607
세전이익	456,893	318,193	253,172	271,761
당기순이익	7.3	5.0	4.2	4.6
DPS	1,170	950	640	700
승소 반영 시	51.3	59.2	50.0	50.0
세전이익	565,346	389,434	497,856	520,607
당기순이익	456,893	318,193	406,780	425,369
DPS	1,170	950	1,030	1,090

자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

리스크 요인: 국내 유일 내국인 카지노로서 받는 규제

동사는 국내 유일 내국인 출입 카지노로서 외국인 전용 카지노 대비 엄격한 영업 규제를 적용받고 있다. 내국인 일반 영업장의 테이블게임 최고 베팅한도는 30만원으로 제한되며, 영업시간 역시 오전 10시부터 익일 오전 6시까지 하루 20시간으로 한정되어 있어, 24시간 운영을 하는 GKL·파라디스 등 외국인 전용 카지노와 대비된다. 다만 2024년 9월 문체부 허가를 통해 영업장 면적 확대, 게임기구 증설, 외국인 전용존 베팅한도 상향(최대 3억원) 등 일부 규제들이 소폭 완화되는 추세다.

점진적으로 완화되고 있는 규제

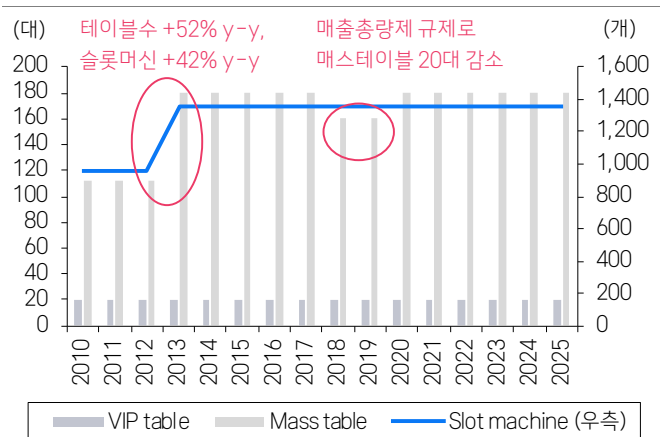
최근 일부 규제 완화 움직임이 나타나며 동사의 실적 성장 가능성이 개선되는 흐름을 보이고 있다. '25년 2분기 동사는 문화체육관광부의 허가를 받아 영업장 내 일부 테이블(6대)에 대해 베팅 리미트를 상향했다. 비록 이는 전체 테이블 200대 중 약 3% 수준에 불과하나, 이후 드롭액 성장률은 1Q25 +5%에서 2Q+9%, 3Q+7%, 4Q+13%로 점진적으로 확대되었으며, 인당 드롭액 또한 2Q25 +3%에서 3Q25 +5%, 4Q25 +5%로 상승하는 모습을 보였다. 이외에도 추가적인 규제 완화 가능성도 존재한다. 대표적으로 현재 문체부와 기존 일수제(월 15일 출입 제한)에서 시간총량제(연간 누적 방문 시간 제한)로의 전환이 논의되고 있는 것을 고려할 수 있다.

2Q25 카지노 테이블 일부 베팅리미트 상향

구분	게임종류	변경대상 게임기구 수	베팅리미트		설명
			변경전	변경후	
회원 영업장	바카라	2대	5만원~ 200만원	50만원 ~Difference 3,000만원	*Difference: Player측과 Banker측 베팅액차이의 한도. 시행일: 2025.5.14
			블랙잭	2대	1천원~ 10만원
일반 영업장	텍사스	2대	1천원~	1만원~	시행일: 2025.6.2
	홀덤 포커	2대	10만원	30만원	

자료: 강원랜드, 삼성증권

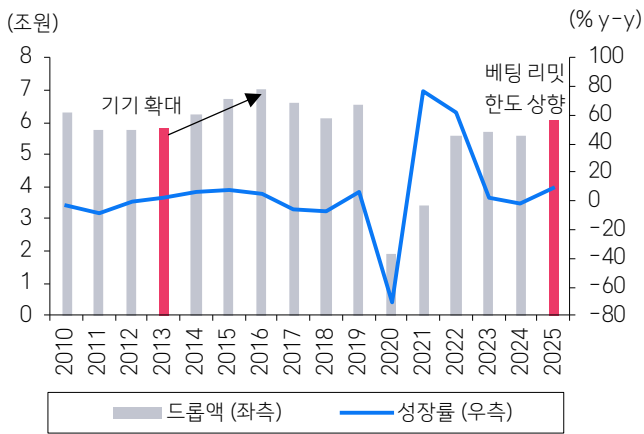
VIP 테이블 및 Mass 테이블 수 추이



자료: 강원랜드, 삼성증권

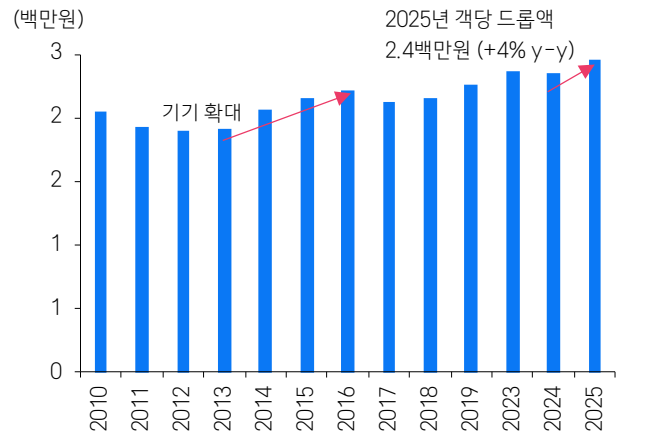
특히, 과거 2013년 기기 확대 사례에서 테이블 및 슬롯머신 증가가 수 년간의 실적 개선 효과로 이어진 점에 초점이 필요하다. 당시 테이블 수(132→200, +52%) 및 슬롯머신(960→1,360, +42%) 증가 이후 드롭액 성장률은 '13년 +2%에서 '14년 +6%, '15년 +8%로 점진적으로 확대되며, 해당 효과는 약 3~4년간 지속된 바 있다. 이를 감안할 때, 금번 베틱 한도 상향을 포함한 규제 완화 흐름이 이어질 경우 중장기적으로 드롭액 및 실적 개선이 완만하게 지속될 가능성이 높다.

드롭액 및 성장률 추이



자료: 강원랜드, 삼성증권

객당 드롭액 추이



자료: 강원랜드, 삼성증권

국내 유일 내국인 카지노 Appendix. 기업개요

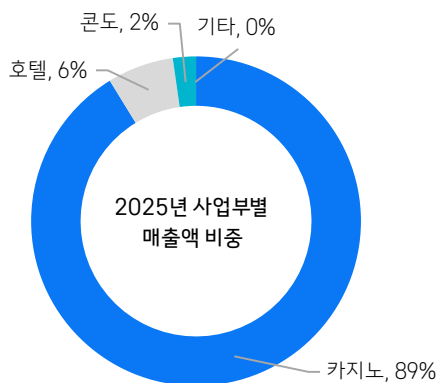
국내 유일 내국인 카지노로서 얻는 지위와 규제

강원랜드는 국내 유일의 내국인 출입 가능 카지노 사업자로, 카지노를 중심으로 호텔, 콘도, 스키장 등 복합리조트 사업을 영위하고 있다. 사업 구조는 카지노 부문 의존도가 높은 형태로, 전체 매출의 약 89%(25년 기준)가 카지노에서 발생하며, 비카지노 부문(호텔·콘도·레저·F&B 등)은 약 11%를 차지하고 있다.

동사는 국내 유일의 내국인 출입 카지노 사업자라는 점 외에도 타 카지노 사업자와 차별화된 특성을 보유하고 있다. 1) 동사는 폐광지역 경제 회생이라는 정책적 목적 하에 설립된 기업으로, 카지노 매출의 13%를 폐광지역 개발기금으로 납부하고 있으며, 이는 비용으로 반영되어 수익성을 제약하는 요인으로 작용한다. 또한 2) 동사는 '매출총량제' 규제를 적용받고 있어 연간 카지노 매출 성장에 대한 상한이 존재하며 이를 초과할 경우 일정 수준의 분담금을 납부해야 한다. 다만, '18년 이후 동사의 카지노 매출은 해당 총량을 초과하지 않고 있는 상황으로, 실질적인 규제 부담은 제한적인 것으로 판단된다.

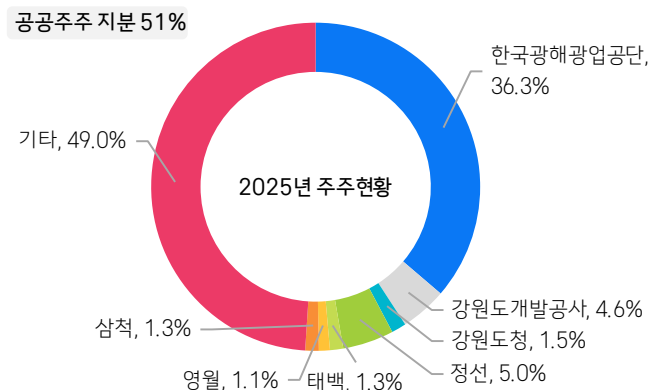
동사의 주주 구성은 공공주주가 51%를 차지하는 구조를 가지고 있다. 최대 주주는 약 36%의 지분을 보유한 '한국광해광업공단'으로, 해당 공단은 광해 방지 및 폐광지역 복구 개발 지원을 목적으로 설립된 기관이다. 이외에도 강원도개발공사가 약 4.5%, 정선군 약 5% 등 공공 기관이 주요 주주로 참여하고 있다.

2025년 사업부별 매출 비중



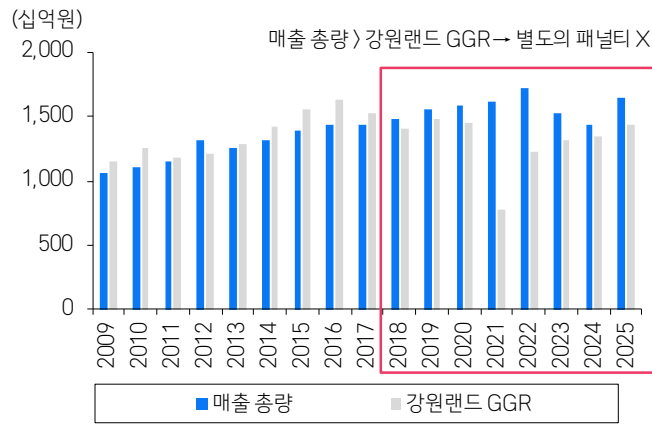
자료: 강원랜드, 삼성증권

2025년 주주 구성



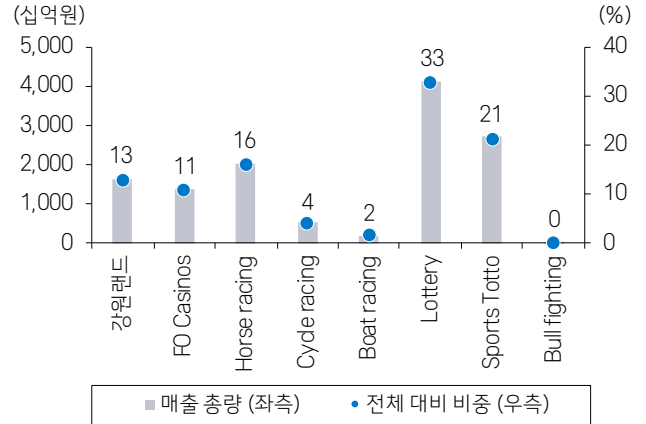
자료: 강원랜드, 삼성증권

강원랜드 GGR 및 매출총량



자료: 강원랜드, 삼성증권

매출 총량제 배분 현황



자료: 강원랜드, 삼성증권

주요 연혁

연도	주요 내용
1998	'폐광지역 개발 지원에 관한 특별법' 제정 강원랜드 설립
2000	카지노 영업 개시 (국내 유일 내국인 출입 카지노)
2003	메인 카지노 확장 이전
2005	하이원 곤도 개장
2006	코스피 상장
2009	하이원 스키장 개장
2011	하이원 호텔 개장
2012	워터월드 등 레저시설 확장

자료: 삼성증권 정리

강원랜드 이해관계자 현황



자료: 강원랜드, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,427	1,477	1,478	1,533	1,723
매출원가	1,008	1,094	1,115	1,150	1,252
매출총이익	419	383	363	383	472
(매출총이익률, %)	29.4	25.9	24.6	25.0	27.4
판매 및 일반관리비	133	147	151	154	161
영업이익	286	235	212	229	311
(영업이익률, %)	20.0	15.9	14.4	15.0	18.0
영업외손익	280	154	97	103	110
금융수익	179	181	122	127	133
금융비용	3	3	2	1	1
지분법손익	-0	-1	-1	-1	-1
기타	104	-23	-21	-21	-21
세전이익	565	389	310	333	420
법인세	108	71	57	61	77
(법인세율, %)	19.2	18.3	18.3	18.3	18.3
계속사업이익	457	318	253	272	343
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	457	318	253	272	343
(순이익률, %)	32.0	21.5	17.1	17.7	19.9
지배주주순이익	457	318	253	272	343
비지배주주순이익	-0	0	-0	-0	-0
EBITDA	364	320	297	314	395
(EBITDA 이익률, %)	25.5	21.6	20.1	20.5	22.9
EPS (지배주주)	2,136	1,487	1,183	1,270	1,605
EPS (연결기준)	2,136	1,487	1,183	1,270	1,605
수정 EPS (원)*	2,136	1,487	1,183	1,270	1,605

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	487	294	361	380	451
당기순이익	457	318	253	272	343
현금유출입이없는 비용 및 수익	28	1	112	111	113
유형자산 감가상각비	78	84	84	84	84
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
기타	-51	-83	28	26	28
영업활동 자산부채 변동	9	39	-0	-1	-2
투자활동에서의 현금흐름	-178	-94	-116	-21	-22
유형자산 증감	-106	-116	-116	-50	-30
장단기금융자산의 증감	-19	283	-20	-21	-22
기타	-53	-261	20	50	30
재무활동에서의 현금흐름	-231	-244	-45	-188	-188
차입금의 증가(감소)	-7	-1	-11	-6	-7
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-189	-234	-188	-188	-188
기타	-35	-9	154	7	7
현금증감	78	-44	200	220	240
기초현금	166	244	200	400	620
기말현금	244	200	400	620	860
Gross cash flow	484	319	365	382	456
Free cash flow	380	179	245	330	421

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,214	3,238	3,255	3,425	3,675
현금 및 현금등가물	244	200	400	620	860
매출채권	7	6	18	19	21
재고자산	4	6	6	6	6
기타	958	3,026	2,831	2,780	2,787
비유동자산	3,487	1,607	1,639	1,606	1,552
투자자산	2,016	62	64	64	64
유형자산	1,254	1,318	1,350	1,317	1,263
무형자산	13	18	18	18	18
기타	204	209	207	207	207
자산총계	4,701	4,845	4,895	5,030	5,227
유동부채	750	803	792	785	779
매입채무	4	5	5	5	6
단기차입금	0	7	-4	-11	-18
기타 유동부채	746	791	791	791	791
비유동부채	67	78	74	70	66
사채 및 장기차입금	7	0	0	0	0
기타 비유동부채	61	78	74	70	66
부채총계	817	881	865	855	845
지배주주지분	3,884	3,965	4,029	4,175	4,381
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
이익잉여금	3,861	3,953	4,018	4,164	4,370
기타	-214	-225	-225	-225	-225
비지배주주지분	-0	-0	-0	-0	-0
자본총계	3,884	3,965	4,029	4,175	4,381
순부채	-1,032	-708	-924	-1,154	-1,404

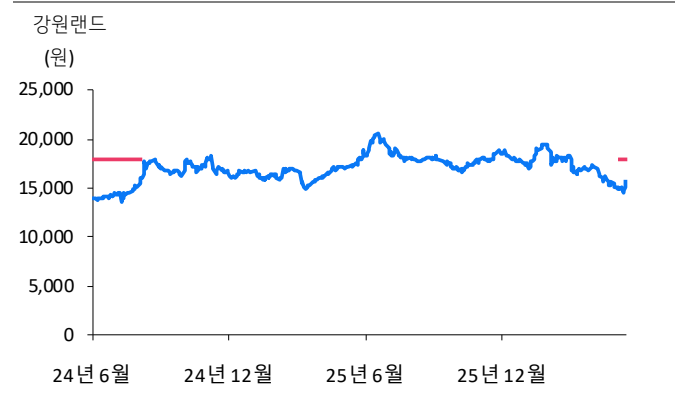
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	2.8	3.5	0.1	3.7	12.4
영업이익	1.2	-17.7	-9.7	7.9	35.5
순이익	34.0	-30.4	-20.4	7.3	26.3
수정 EPS**	34.0	-30.4	-20.4	7.3	26.3
주당지표					
EPS (지배주주)	2,136	1,487	1,183	1,270	1,605
EPS (연결기준)	2,136	1,487	1,183	1,270	1,605
수정 EPS**	2,136	1,487	1,183	1,270	1,605
BPS	19,379	19,841	20,430	21,361	22,714
DPS (보통주)	1,170	950	640	700	890
Valuations (배)					
P/E***	7.5	12.7	13.3	12.4	9.8
P/B***	0.8	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.5	10.5	8.2	7.0	4.9
비율					
ROE (%)	12.1	8.1	6.3	6.6	8.0
ROA (%)	10.0	6.7	5.2	5.5	6.7
ROIC (%)	34.7	29.9	30.0	40.7	64.0
배당성향 (%)	51.3	59.2	49.9	50.3	50.0
배당수익률 (보통주, %)	7.3	5.0	4.1	4.5	5.7
순부채비율 (%)	-26.6	-17.9	-22.9	-27.6	-32.1
이자보상배율 (배)	103.3	85.8	98.5	157.1	325.4

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 6월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 6월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

파라다이스		
일 자	2026/6/15	
투자의견	BUY	
TP (원)	19000	
과리율 (평균)		
과리율 (최대or최소)		
롯데관광개발		
일 자	2026/6/15	
투자의견	BUY	
TP (원)	23000	
과리율 (평균)		
과리율 (최대or최소)		
GKL		
일 자	2026/6/15	
투자의견	HOLD	
TP (원)	13000	
과리율 (평균)		
과리율 (최대or최소)		
강원랜드		
일 자	2023/11/9	2026/6/15
투자의견	HOLD	BUY
TP (원)	18000	18000
과리율 (평균)	-14.39	
과리율 (최대or최소)	0.11	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -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 2026.03.31 기준

매수(85.2%)·중립(14.8%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)

Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA