iM증권 리서치본부 2026.06.10

[엔터/레저] 황지원
2122-9180 jiwon.hwang@imfnsec.com

카지노(Overweight)

부익부 시대의 소비 확대

- 카지노 편

CONTENTS

[산업분석]

Summary	4
Ⅰ. 마카오의 구조적 회복, VIP가 돌아온다	10
Ⅱ. 중국 인바운드 낙수효과 본격화	36
Ⅲ. 한국 카지노의 차별화 요소	45
Ⅳ. 밸류에이션 및 투자의견	57

[기업분석]

롯데관광개발(032350)	62
파라다이스(034230)	70
GKL(114090)	76
강원랜드(035250)	82

산업분석

Ⅰ. 마카오의 구조적 회복, VIP가 돌아온다

1. 마카오가 한국 카지노의 선행지표인 이유
2. 글로벌 카지노 시장 내 마카오의 위치
3. 마카오 카지노 산업 분석
4. 중국 VIP 소비 회복에 우호적인 매크로 환경
5. 마카오 카지노 기업별 운영 전략: Quality over Quantity

Ⅱ. 중국 인바운드 낙수효과 본격화

1. 2026년 외래 방한객 2,300만명 목표
2. 한중 인바운드 가속화의 4가지 핵심 동력
3. 중국인의 소비 패턴 전환: 소유에서 경험으로

Ⅲ. 한국 카지노의 차별화 요소

1. 한국 카지노 현황: 외국인 카지노의 고성장
2. 한국 카지노의 프리미엄 전략
3. K-인기를 활용한 프로모션 강화

Ⅳ. 밸류에이션 및 투자의견

Summary

AI 밸류체인 중심의 증시 대호황이 전개되는 가운데, 수급 소외 업종에 대한 관심을 가져야 할 시점이다. 자산가격 상승이 소비로 전환되는 경로에서, 체험형 소비(여행·카지노·콘서트)는 가장 빠르게 수혜를 흡수하는 섹터다. 마카오 스위트룸 증설에 따른 GGR(Gross Gaming Revenue, 총게임매출)의 구조적 회복과 한국 인바운드 급증이 맞물리는 현 시점에는 국내 외국인 카지노에 대한 선별적 접근이 필요하다. 이에 레저 업종 커버리지를 신규 개시하며, Top Pick은 롯데관광개발, 차선호주는 파라다이스로 제시한다.

2025년 중국 경제는 수출·제조업 회복과 부동산·내수 부진이 공존하는 모습을 보였다. 다만 부동산 중심의 자산 효과가 주식시장으로 일부 이동하면서 소비 회복의 수혜가 고소득층에 집중되고 있으며, 이에 따라 생활형 소비보다 여행·레저 등 체험형 소비가 먼저 회복되고 있다. 중국 정부 역시 제15차 5개년 계획을 통해 소비 중심의 고품질 성장과 프리미엄 서비스 소비 확대를 추진하고 있어, 복합리조트와 카지노 산업의 중장기 성장 기반이 강화될 전망이다. 다만 부동산 호황기 때의 소비 반등과 달리, 증시 기반의 자산 효과는 변동성이 크고 계층 집중도가 높다. 즉, 사회 전반의 소비 반등 폭은 제한적일 수 있으나, VIP 및 Premium Mass 중심의 카지노 산업에는 오히려 더 적합한 구조다. 마카오 카지노 사업자들은 이러한 수요에 대응해 객실 및 시설 고급화 및 프리미엄 서비스 고도화에 집중하고 있다.

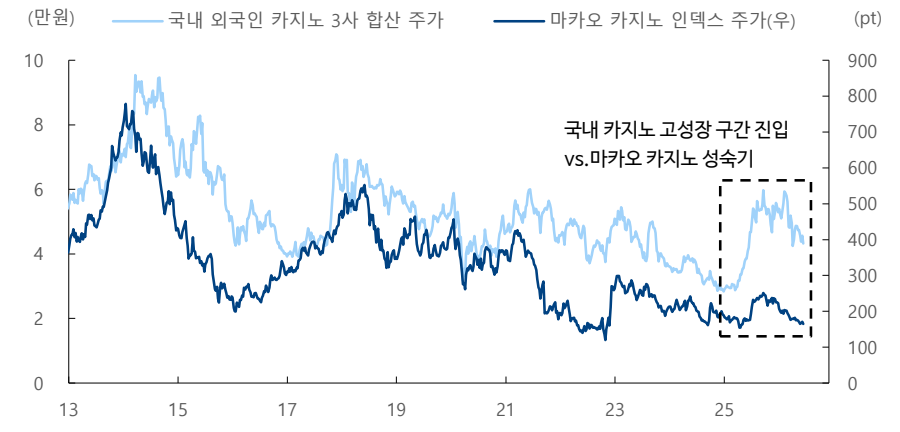
2026년 4월 누적 방한 외국인 관광객은 677만명(+22% YoY)으로 역대 최대 수준이다. 지역별로 중국 200만명(+28%), 일본 124만명(+20%)으로 지속해서 가파른 성장세가 확인되고 있다. 1) 한일령 반사수혜, 2) 단체 무비자 연장 및 개별 상호 무비자 기대감, 3) 항공 공급 증가, 4) 고환율·고유가에 따른 단거리 여행 선호로 여행 성수기 진입과 맞물려 하반기에 모멘텀이 집중될 가능성이 높다. 연도별 외래 방한객 대비 외국인 카지노 이용객 비중은 최근 3개년 평균 약 20% 수준으로, 7~8월 여름 방학 시즌, 9~10월 일본 실버위크 및 중국 중추절/국경절 연휴 기간 국내 외국인 카지노의 강력한 수혜가 예상된다.

국내 외국인 카지노 이용객 수는 약 350만 명으로 이미 2019년 수준을 상회했고, 합산 매출액 2.2조 원(+15% YoY), 영업이익 3,518억 원(+65% YoY)으로 매출 대비 이익 성장률이 가파른 레버리지 구조가 확인됐다. 한국 카지노의 차별화 전략의 핵심은 지리적 이점을 활용해 '마카오의 Mass를 한국의 VIP로 대우'하는 것이다. 세분화된 멤버십 체계를 통해 Premium Mass에게도 VIP에 준하는 심리적 만족감을 제공해 락인(Lock-in) 효과를 극대화한다. 최근에는 K-콘텐츠·의료·쇼핑·관광을 결합한 패키지로 카지노 방문 유인을 다변화하고 있다.

마카오 카지노 주가는 비용 부담 확대, 성장 둔화 우려, 규제 강화에 따른 투자심리 악화로 디레이팅이 진행되고 있다. 다만 중국·홍콩 증시에 선반영되고 있는 중국 기업 이익 회복 기대는 하반기 마카오 카지노 업종의 센티먼트 개선으로 이어질 가능성이 있다. 또한, 국내 외국인 카지노 업종은 마카오 대비 규제 및 비용 구조 리스크가 낮고, 중국 인바운드 회복 초입 국면에 있어 성장 모멘텀이 상대적으로 강하다. 현재 외국인 카지노 평균 12MF P/E는 약 12배로 마카오와 유사한 수준이나, 복합리조트 성장 기대가 반영됐던 2016년 파라다이스와 마카오 모두 약 20배 수준에서 거래됐던 점을 감안하면 추가 상승 여력이 있다. 특히 2014년 중국 반부패 규제 당시 한국 카지노 업종이 마카오 대비 견조한 밸류에이션을 유지했던 것을 감안하면, 낮은 규제 리스크와 복합리조트 기반 높은 성장성을 보유한 롯데관광개발과 파라다이스는 마카오 대비 밸류에이션 프리미엄 부여가 가능할 것으로 판단된다. 따라서 최근 한국 카지노주의 동반 조정은 중장기 관점에서 오히려 매수 기회로 삼아야 한다.

롯데관광개발은 드림타워 투자 사이클 종료에 따른 강한 영업 레버리지 효과가 기대된다. 중화권 고객 비중이 90% 이상, 제주 외국인 카지노 시장점유율이 약 80%에 달해 중국 인바운드 회복의 직접적인 수혜가 예상되며, 항공 공급 정상화 시 단일 카지노 기준 최대 실적 달성도 가능할 전망이다. 높은 차입금 부담은 존재하나 하반기 이후 리파이낸싱을 통한 금융비용 절감이 기대된다. 파라다이스는 하얏트 인수를 통한 객실 캐파 확대로 Premium Mass 고객 유치와 드롭액 성장 여력을 확보했다. 일본 VIP 수요 강세가 지속되는 가운데 하반기 중국 마케팅 강화와 한·중 상호 무비자 기대감은 추가 성장 동력으로 작용할 전망이다. 다만 장충동 초고급 호텔 개발과 추가 투자 확대에 따른 고정비 및 금융비용 부담은 단기 수익성 변수로 남아 있다. 다만 2017년 파라다이스시티 개장 때와는 달리 현재는 안정적인 현금창출력을 확보한 상태에서 투자가 진행되고 있어, 과거와 같은 투자 부담 우려는 제한적일 것으로 판단된다.

그림1. 마카오 카지노 주가와 유사성을 보이는 국내 외국인 카지노 주가 추이

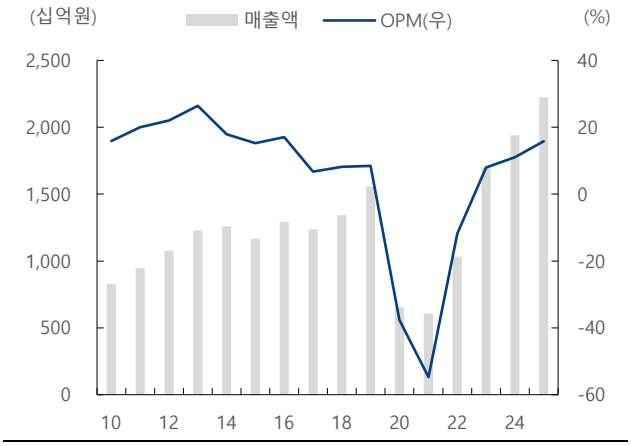


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 마카오 카지노 시장의 구조적 재편 흐름

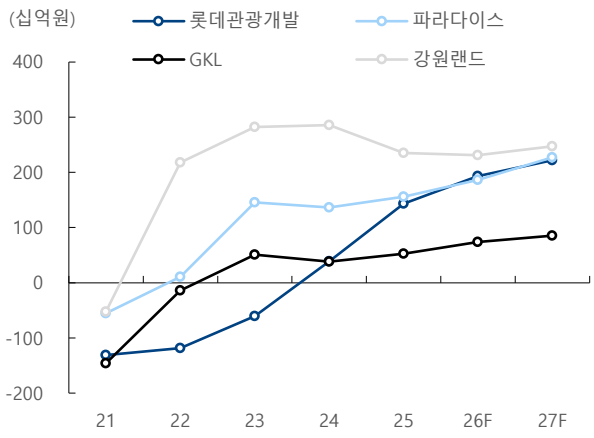
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 외국인 카지노 3사 합산 실적 추이



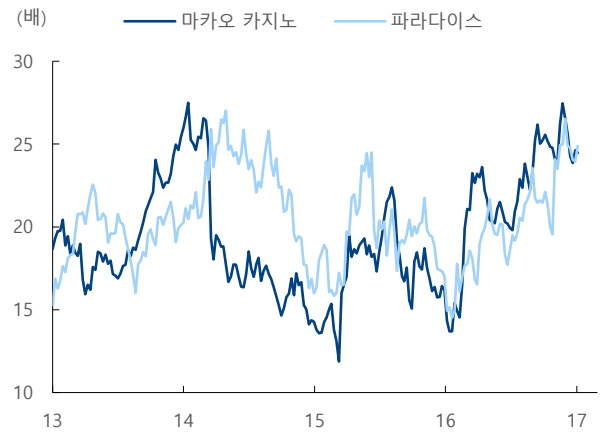
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림4. 카지노 4사 영업이익 추이



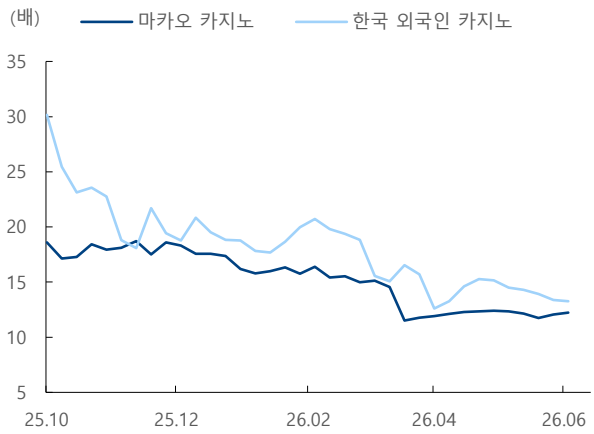
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림5. 13-16년 마카오 카지노 및 파라다이스 12MF P/E



자료: iM증권 리서치본부

그림6. 최근 마카오 카지노 및 한국 외국인 카지노 12MF P/E



주: 복합리조트 보유하고 있는 파라다이스 및 롯데관광개발 평균 12MF P/E 기준
자료: iM증권 리서치본부

표1. 마카오 카지노 세금 내용

항목	내용
게임세율	GGR의 35%
특별 부담금	GGR의 5% (*조건 부합 시 감면 가능)
고정 프리미엄	연 3,000만 MOP
VIP 테이블 프리미엄	테이블당 연 30만 MOP
Mass 테이블 프리미엄	테이블당 연 15만 MOP
머신 프리미엄	기기당 연 1,000 MOP
최소 GGR 기준	테이블 700만 MOP / 머신 30만 MOP

자료: DICJ, iM증권 리서치본부

표2. 국내 카지노 세금 부과 내역

구 분	과세방식	비 고
관광진흥개발기금	매출 10억원 이하 : 1% 매출 10억원 초과 100억원 이하 : 1천만원+ 10억원 초과금액의 5% 매출 100억원 초과 : 4억 6천만원 + 매출 100억원 초과금액의 10%	매출 금액별 단계적 적용
개별소비세	매출 500억원 이하 : 과세 없음 매출 500억원 초과 1,000억원 이하 : 500억원 초과금액의 2% 매출 1,000억원 초과 : 10억원 + 1,000억원 초과금액의 4%	매출 금액별 단계적 적용
교육세	개별소비세 부과금액의 30%	
폐광지역개발기금	(~2020년) 법인세 차감전 순이익의 25% (2021년~) 카지노 매출액의 13%	강원랜드만 해당 ('법인세차감전순이익'에 대한 해석차이로 2014~2019년 추가고지분 발생, 현재 행정소송 진행 중)

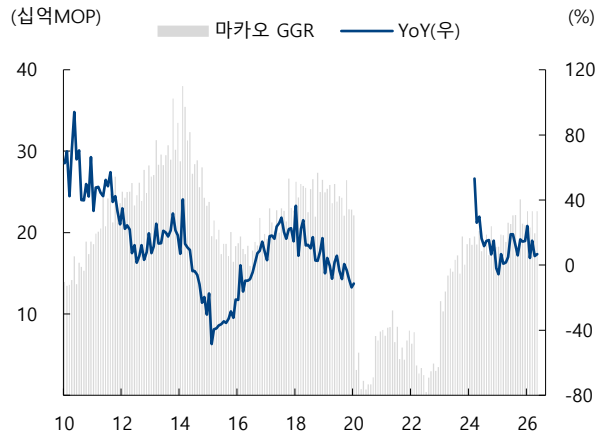
자료: 사행산업통합감독위원회, iM증권 리서치본부

표3. 마카오 카지노 사업자별 호텔 객실 수

카지노 사업자	호텔	객실 수	비고
Sands China (10,829 객실)	Londoner Macao	4,426	
	The Venetian Macao	2,905	- 2020년 10월 Grand Suites at Four Seasons 스위트룸 289실 오픈
	The Parisian Macao	2,541	- 2021년 1월 Londoner Hotel 스위트룸 594실 오픈
	Four Seasons Macao	379	- 2021년 9월 Londoner Court 스위트룸 368실 오픈
	Sands Macao	289	- **2025년 2분기 Londoner Grand 스위트룸 1,500실 오픈**
	Grand Suites at Four Seasons Macao	289	
Galaxy (5,497 객실)	Galaxy Macau	4,683	- 2023년 Raffles at Galaxy Macau 스위트룸 450실, Andaz Macau 오픈
	Starworld Hotel	500	- **2026년 2월 Capella 스위트룸 95실 오픈**
	Broadway Macau	314	- **2027년 Cotai Phase 4 개발 프로젝트 완공 목표(1,350실 증설)**
Melco (4,898 객실)	Macau Studio City	1,600	
	City of Dreams	1,400	- 2025년 7월 City of Dreams 내 프리미엄 카지노 공간 Signature Club Clubhouse 오픈, 2025년 9월 Epic tower 내 프라이빗 카지노 공간 오픈
	Morpheus Tower	772	- City of Dreams 내 The Countdown (330실) 리모델링을 통해 **2026년 3분기 하이엔드 럭셔리 스위트룸 150실 오픈 예정**
	W Hotel	558	
	Epic Tower	338	
	Alira Macau	230	
SJM (3,146 객실)	SJM Cotai	1,892	- 위성 카지노 폐쇄에 따라 Hotel Lisboa 카지노 공간 및 L'Arc Hotel 인수
	Grand Lisboa	431	- 2025년 11월 Hotel Lisboa 내 신규 카지노(Crystal Palace) 오픈
	Sofitel Macau	408	- **2026년 하반기 Hotel Lisboa, Grand Lisboa 객실 리모델링 완료 예상**
	L'Arc Hotel	283	- SJM Cotai 내 프리미엄 카지노 공간 확장 (Sky Phoenix West Tower VIP 구역 신설, Dragon Pavilion 프리미엄 매스 공간 전환)
	Jai Alai Hotel	132	
Wynn (2,716 객실)	Wynn Palace	1,706	- 2026년 Wynn Palace 내 프리미엄 카지노 공간 Chairman's Club 확장 개장
	Wynn Macau	1,010	- **2026년 Wynn Macau 내 Wynn Tower 객실 리모델링 완료** - **2026년 하반기 The Enclave at Wynn Palace 착공(스위트룸 432실 증설)**
MGM China (1,990 객실)	MGM Cotai	1,400	- **2025년 3분기 MGM Macau 내 Alpha Villas 28실, Alpha Club 오픈**
	MGM Macau	590	- **2026년 5월 MGM Cotai 스위트룸 63실, 프리미엄 카지노 공간 오픈**

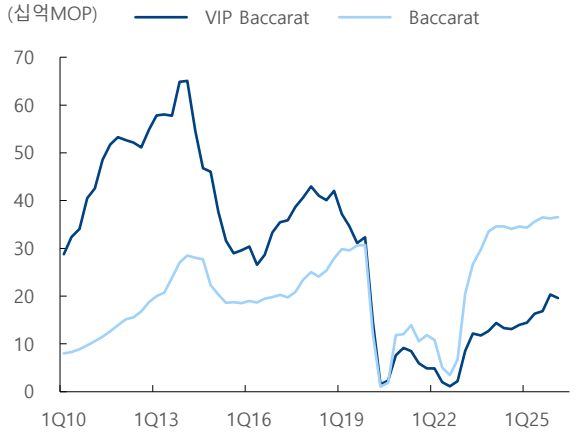
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림7. 마카오 카지노 월별 GGR 추이: 5월 226억MOP(+7% YoY)



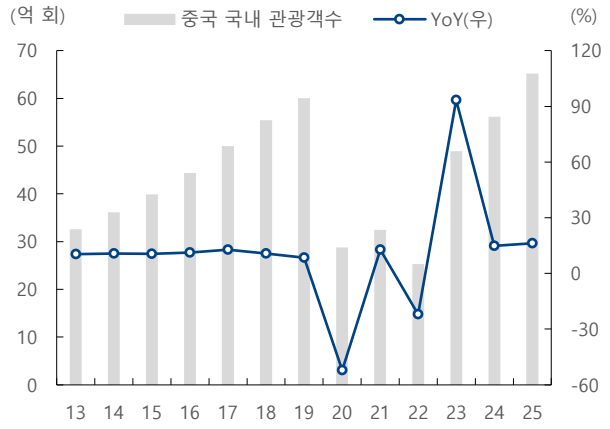
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 마카오 카지노 VIP 및 Mass 바카라 GGR 추이



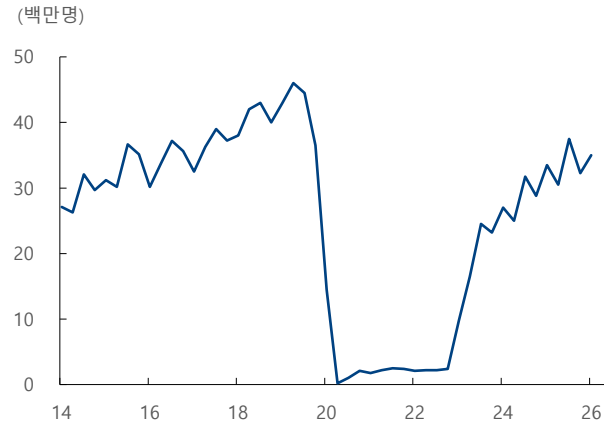
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 중국 국내 여행 건수 추이: 2025년 65억회(+16% YoY)



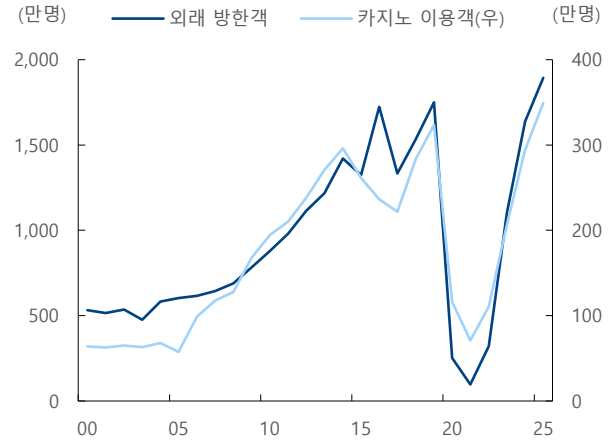
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 중국 출국자 수 추이: 1Q26 3,500만명(+4% YoY)



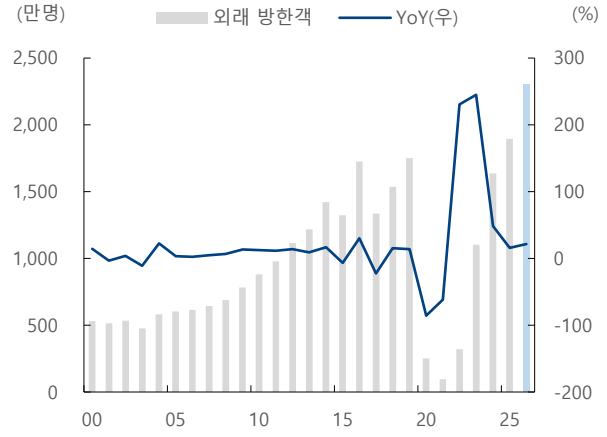
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 외래 방한객 및 카지노 이용객 수 추이(상관관계=0.94)



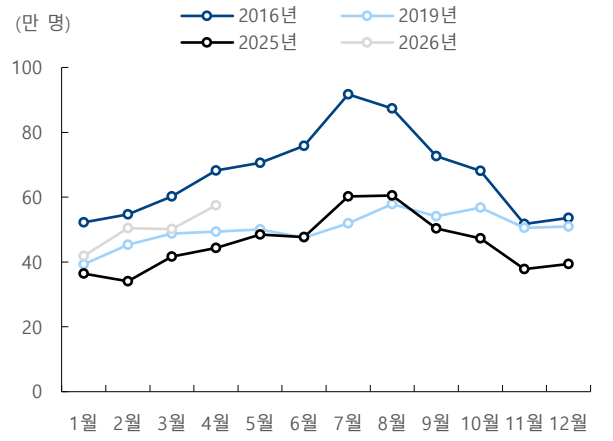
주: 외국인 전용 카지노 기준
자료: 한국관광공사, 문화체육관광부, iM증권 리서치본부

그림12. 외래 방한객 2026년 2,300만명(+21% YoY) 목표



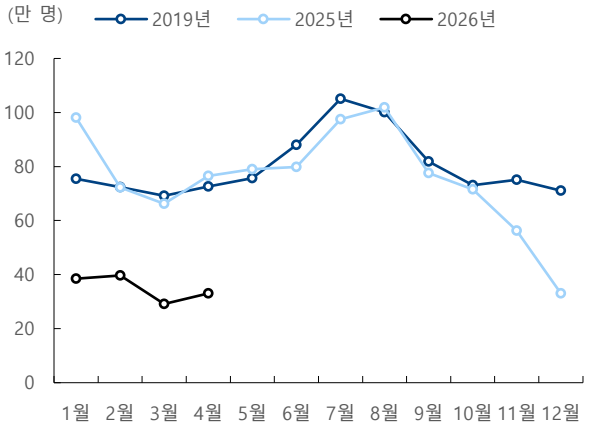
자료: 한국관광공사, 문화체육관광부, iM증권 리서치본부

그림13. 방한 중국 관광객 추이: 4월 57만명(+30% YoY)



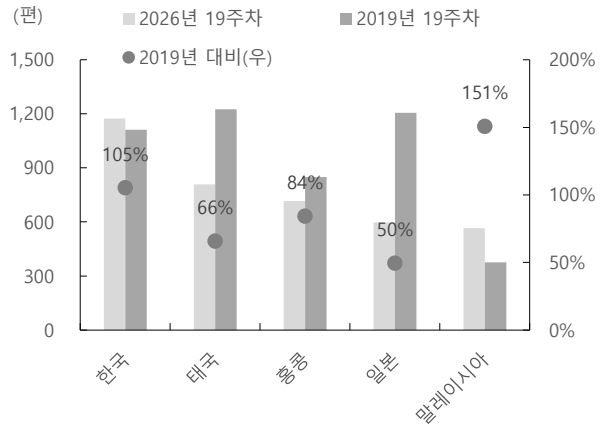
자료: 한국관광공사, iM증권 리서치본부

그림14. 방일 중국 관광객 추이: 4월 33만명(-57% YoY)



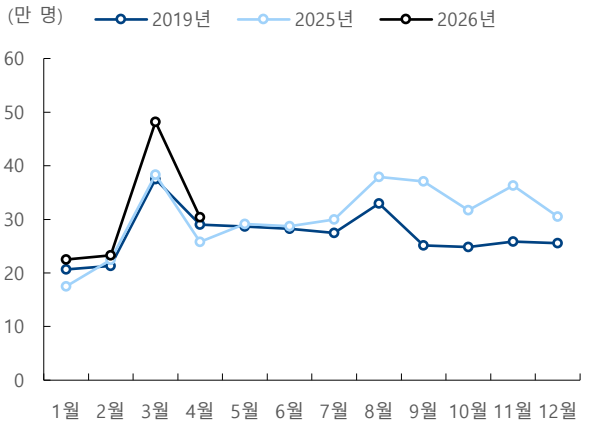
자료: JNTO, iM증권 리서치본부

그림15. 중국 출발 목적지별 주간 출항 항공편수(19주차 비교)



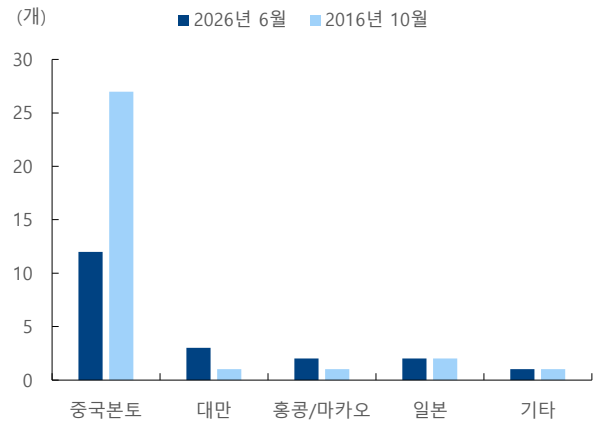
주: 19주차(5/4~5/10), 상위 5개 목적지 표시
자료: 중국민항국, iM증권 리서치본부

그림16. 방한 일본 관광객 추이: 4월 30만명(+18% YoY)



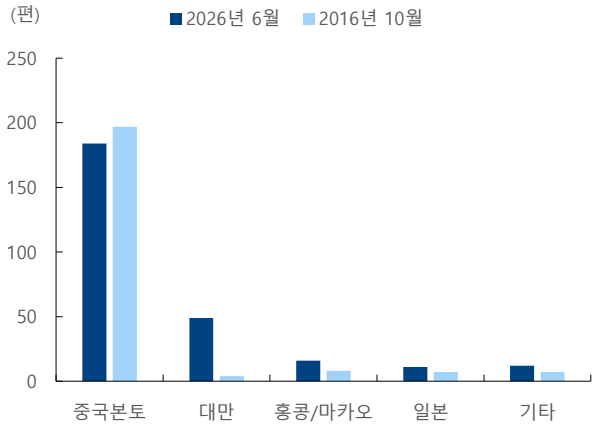
자료: 한국관광공사, iM증권 리서치본부

그림17. 지역별 제주공항 도착 노선 수 비교



자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부

그림18. 지역별 제주공항 운항 편수 비교



자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부

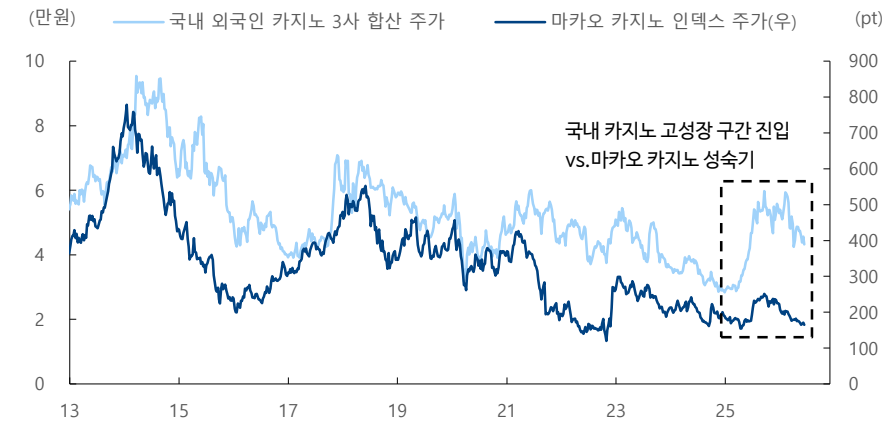
Ⅰ. 마카오의 구조적 회복, VIP가 돌아온다

1. 마카오가 한국 카지노의 선행지표인 이유

한국 외국인 카지노 주가는 마카오 카지노 시장과 연동되는 경향을 보여 왔다. 연동의 근거는 명확하다. 마카오와 한국 외국인 카지노의 핵심 고객은 공통적으로 중국인이며, 중국인 VIP/Premium Mass의 도박 지출 심리와 가처분소득은 마카오와 한국 양쪽에 동시에 영향을 미친다. 규모의 차이일 뿐, 방향성은 유사하다. 마카오의 2025년 GGR(Gross Gaming Revenue, 총게임매출)은 2,474억MOP(309억달러)로 전년 대비 9% 증가했다. 한국카지노업관광협회에 따르면 한국 외국인 전용 카지노의 2025년 GGR은 2.3조원(16억달러)으로 전년 대비 22% 증가했다.

마카오의 2026년 5월 누적 GGR은 1,084억MOP(134억달러)로 전년 대비 11% 증가했다. 두 자릿수 성장률을 보여줬음에도, 마카오 카지노 지수는 연초 이후 20% 이상 하락했고 국내 카지노주도 비슷한 흐름을 보였다. 국내 외국인 카지노 3사의 5월 합산 누적 카지노 순매출은 8,220억원(+16% YoY)으로 기업별로 롯데관광개발 +37%, 파라다이스 +11%, GKL +9% 증가했다. 실적과 주가의 괴리가 발생하는 이유는 여기에 있다. 마카오 카지노 주가가 디레이팅되면, 국내 외국인 카지노의 밸류에이션도 동반 하락한다. 반대로 마카오 주가가 리레이팅 국면에 진입하면, 국내 카지노주는 실적 모멘텀까지 더해지며 더 가파르게 반응하는 경향이 있다. 결론적으로, 마카오 GGR은 한국 카지노 업종의 실적 방향을, 마카오 카지노 주가는 한국 카지노 주가의 밸류에이션 수준을 선행한다.

그림19. 마카오 카지노 주가와 유사성을 보이는 국내 외국인 카지노 주가 추이



자료: iM증권 리서치본부

최근 마카오 카지노 주가 하락의 주요 원인은 3가지로 요약할 수 있다.

1) **비용 구조 악화:** GGR 성장은 유지되고 있지만, 프로모션 비용 증가와 비게임 운영비 확대로 EBITDA 성장률이 GGR 성장률을 하회하고 있다.
2) **성장 모멘텀 둔화 우려:** 코로나 이후 회복 사이클이 성숙 단계에 접어들고 있다. 호텔 가동률이 이미 거의 포화 상태이고 신규 캐파 추가가 제한적이라, 추가 성장을 위한 레버가 부족하다. 하반기로 갈수록 전년 기저효과도 높아진다.
3) **매크로·지정학 센티먼트 악화:** 실제 영업 환경보다 중국 경기 둔화 우려, 미중 갈등, 자본 통제 강화(불법 환전 단속) 등 외부 리스크가 밸류에이션을 누르고 있다. 시장은 GGR 숫자보다 이 리스크 프리미엄을 더 크게 반영하는 중이다.

마카오 주가 하락이 펀더멘털 훼손이 아닌 비용·센티먼트 문제라면, 한국 카지노주의 동반 하락은 오히려 매수 기회가 된다. 한국 3사는 마카오 대비 비용 구조 리스크가 낮고, 인바운드 성장 초입 단계라는 점에서 성장 모멘텀 둔화 우려도 해당되지 않기 때문이다. 또한 중국 기업 이익이 개선되는 하반기 환경은 마카오 센티먼트 회복의 조건도 갖춰가고 있다.

그림20. 마카오 카지노 인덱스 주가 추이 분석

자료: iM증권 리서치본부

2. 글로벌 카지노 시장 내 마카오의 위치

2025년 마카오 GGR은 약 309억달러로, 라스베이거스 스트립(88억달러)의 3배 이상이다. 2019년에는 마카오 GGR이 라스베이거스 스트립의 6배에 달했다. 현재 20개 카지노로 구성된 마카오가 439개 카지노를 보유한 미국 네바다주 전체를 GGR 기준으로 앞선다.

글로벌 카지노 시장 규모는 마카오(1위), 미국 네바다(2위), 필리핀(3위) 순이며, 2030년 일본 오사카 최초의 복합 리조트(Integrated Resort, IR) 개장 및 중동(UAE) 지역의 신규 카지노 허브 조성이 가시화됨에 따라 글로벌 카지노 시장의 구조적 점유율 재편이 가속화될 전망이다.

도박에만 의존하는 단일 비즈니스 모델은 각국 정부의 규제 및 매크로 이슈에 매우 취약하다. 이에 따라 글로벌 카지노 산업은 라스베이거스와 마카오가 주도하는 대규모 복합 리조트 형태로의 진화가 글로벌 스탠다드로 정착했다. 카지노에 호텔·F&B·쇼핑·MICE·엔터테인먼트를 결합해 수익원을 다각화하고, 방문 목적을 다양화함으로써 수요 기반의 변동성을 낮추는 모델이다.

마카오는 2002년 카지노 독점권 해제 이후 글로벌 카지노 운영사의 진입이 허용됐고, 코타이 지역에 대형 IR이 다수 개장하면서 정킷(Junket)을 통해 중국 본토 VIP 자금이 대규모로 유입됐다. 2006년에는 마카오 GGR이 라스베이거스를 추월하며 아시아 최대 카지노 허브로 완전히 자리매김했다. 그러나 코로나 시기를 지나며 중국 정부의 자본 유출 통제와 반부패 기조 강화에 따라 정킷이 사실상 소멸하면서 VIP 의존도를 낮추는 구조적 전환이 불가피해졌다. 이에 따라 마카오 카지노 6개 사업자 모두 K-POP 콘서트·대형 MICE·미식 행사·아트 페어 등 비게이밍 요소를 결합한 종합 엔터테인먼트 공간으로의 전환을 가속하고 있다. 2023년 발효된 10년 만기 사업권 계약에는 비게이밍 인프라 투자 의무가 명시되어 있으며, 6개 사업자 모두 이 조건 이행을 위해 막대한 자본을 투입 중이다.

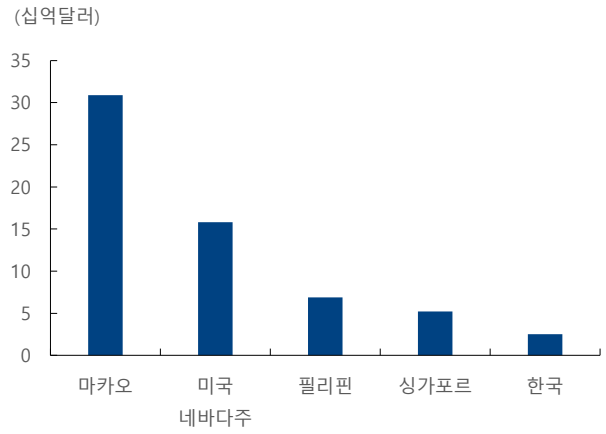
필리핀은 과거 음지에 있던 온라인 카지노를 정부 규제기관(PAGCOR)이 제도권으로 흡수해 라이선스를 발급했다. 그 결과 온라인 카지노 매출이 전체 시장의 51%를 차지하며 싱가포르를 넘어 아시아 2위 카지노 시장으로 급부상했다.

싱가포르는 마리나베이샌즈(MBS)와 리조트월드센토사(RWS) 두 IR이 운영되는 과점 시장이다. 카지노 면적을 전체 IR의 3% 이내로 엄격히 제한하는 정부 규제 속에서도, MBS는 높은 EBITDA 마진율을 기록하고 있다. 현재 두 리조트 모두 대규모 확장·리모델링 투자를 진행 중이다.

일본은 향후 아시아 내 가장 파급력이 큰 신규 시장이다. 일본 최초의 IR로 승인된 MGM 오사카는 약 2만 3,000㎡ 규모의 카지노에 테이블 470여 개, 슬롯머신 6,400대, 객실 2,500개를 갖출 예정이다. MGM 리조트는 일본 오릭스 등과 협력하여 1조 5,100억 엔 규모의 자본을 투입해 2030년 말 개장을 목표로 개발을 진행 중이다. 일본 정부는 2027년 12월까지 최대 두 곳의 추가 IR 부지를 승인하는 것을 정책 목표로 삼고 있어 글로벌 자본의 본격 진출이 예상된다. 오사카 IR 단독으로 연간 약 85억 달러의 GGR이 전망되며, 이는 라스베이거스 스트립에 근접하는 규모다.

일본 IR의 등장이 마카오·한국 카지노의 직접 위협이 될지, 아시아 점유율을 키우는 요인이 될지는 타깃 고객층에 달려 있다. 일본 IR의 주 수요층은 일본 내국인과 서구권 관광객으로, 중국 본토 VIP와의 중복이 제한적이다. 그러나 한국 카지노가 타깃으로 하는 일본인 VIP 수요 일부는 일본 개장 이후 분산될 수 있다. 2030년 이전에 한국 카지노가 중국 VIP 기반을 충분히 내재화해야 하는 이유다.

그림21. 글로벌 카지노 매출(GGR) 규모 비교



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림22. 일본 오사카 복합리조트 조감도

자료: 언론, iM증권 리서치본부

표4. 글로벌 카지노 시장 규모(GGR) 비교

순위	지역/국가	연간 카지노 매출 규모 (GGR)	시장 성격 및 핵심 특징
1	마카오 (Macau)	약 309억 달러	• 글로벌 오프라인 카지노 부동의 1위 시장 • VIP 위주에서 일반 대중(매스) 중심 체질 개선 성공
2	미국 네바다주(Nevada)	약 158억 달러 (라스베가스 스트립: 88억달러)	• 세계 복합리조트(IR)의 표준 및 엔터테인먼트 중심지 • 비(Non)게임 매출(호텔·공연 등) 비중이 60~70% 달함
3	필리핀 (Philippines)	약 69억 달러	• 온라인 게이밍(e-Games) 양성화로 급격한 성장세 • 온라인 매출이 전체 게이밍 매출의 50%를 돌파함
4	싱가포르 (Singapore)	약 52억 달러	• 단 2개의 메가 리조트(MBS, 센토사)로 최고 효율 달성 • 정부의 엄격한 규제 하에 높은 영업이익률 기록
5	한국 (South Korea)	약 25억 달러	• 내국인 카지노 1곳(강원랜드) 및 외국인 카지노 17곳 체제 • 영종도(인스파이어·파라다이스)와 제주권이 성장을 견인

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

3. 마카오 카지노 산업 분석

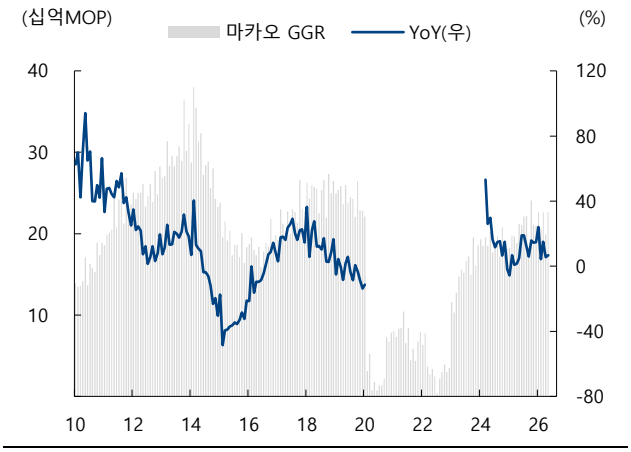
(1) 중국 본토 수요의 독점적 흡수

마카오는 글로벌 카지노 시장의 압도적 1위다. 핵심은 구조적 독점성에 있다. 중국 본토 자본이 합법적으로 대규모 게임 지출을 할 수 있는 유일한 창구가 마카오이며, 이 구조는 인프라·제도 양면에서 공고화되어 있다. 중국은 본토 내 카지노를 전면 금지하고 있으며, 마카오만이 중국 법률 체계 내에서 합법적 게임이 허용되는 특별행정구다. 14억 인구를 보유한 중국의 빠르게 성장하는 중산층·고액 자산가 계층이 수요로 존재하는 시장이 마카오라는 뜻이다. 기타 인접 카지노 시장으로 일부 유입되기는 하지만, 구조적 대안이 되기에는 규모와 접근성에서 격차가 크다.

작년 방문객 수는 사상 최대인 약 4,007만명(+15% YoY)을 기록했고, 이 중 72%가 중국 본토 출신이었다. 본토 방문객만 19% 증가했는데, 중국 중산층의 소득 증가와 여행 수요 확대, 그리고 개별 비자 제도(IVS) 적용 도시 확대가 이 성장을 뒷받침하고 있다. 특히 최근 몇 년간 코타이 지역에 여러 개의 대규모 통합 리조트(IR)의 시설 규모가 지속적으로 확대되고 있다. 인프라 투자와 호텔 객실 공급 증가로 인해 숙박 관광객을 포함한 전체 방문객 수가 증가했다.

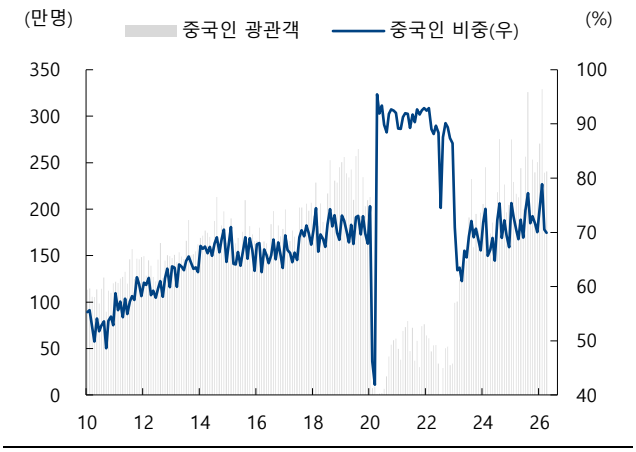
인프라 측면에서도 구조적 성장 레버가 남아 있다. 주하이-마카오 대교, 제4 마카오-타이파 대교(마카오 대교) 개통, 마카오 경전철 확장, 칭마오·헝친 국경검문소의 24시간 운영 개시, 중국 본토 주요 도시에서 주하이까지 연결되는 고속철도 연장 등이 순차적으로 진행 중이다. 다만 방문객당 GGR은 전년 대비 5% 감소했다. 저지출 관광객 유입이 늘어남에 따라 방문객 수 증가만으로 GGR 성장을 기대하기 어려운 구조이며, 결국 VIP와 프리미엄 매스의 지출 강도가 핵심 변수다.

그림23. 마카오 카지노 월별 GGR 추이: 5월 226억MOP(+7% YoY)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림24. 마카오 방문 중국인 관광객 수 및 비중



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

(2) 사업권 구조: 6개 사업자 과점, 2032년까지 안정적 운영 기반 확보

2022년 마카오 정부는 SJM, MGM, Galaxy, Sands, Wynn, Melco에 각각 10년짜리 신규 카지노 사업권(gaming concession)을 부여했다. 하위 운영권(subconcession)은 폐지됐고, 이전까지 위성 카지노를 통해 운영되던 소규모 사업자들은 모두 정리됐다. 이에 따라 2021년 42개였던 마카오 카지노 수는 현재 20개로 축소됐다. 2032년 12월까지 유효한 이 구조 하에서 6개 사업자는 마카오 내 카지노 독점 운영권을 보유한다.

비용 구조는 명확하다. 카지노 운영사가 정부에 납부해야 하는 실질 세율은 총게임매출(GGR)의 약 40%로, GGR의 35%가 특별 게임세로 부과되며, GGR의 5%에 해당하는 특별 부담금이 부과된다. 마카오 정부가 설정한 최소 연평균 GGR 기준에 따라, 게임 테이블 평균 GGR이 700만 MOP에 미달하거나, 게임 머신 평균 GGR이 30만 MOP에 미달할 경우, 특별 프리미엄(special premium)을 추가 납부해야 한다. 특별 프리미엄 금액은 실제 GGR 기준으로 계산된 특별 게임세와 최소 기준 GGR 기준으로 계산된 특별 게임세의 차액에 해당한다. 특별 부담금은 구체적으로 사회보장 및 문화·관광 진흥(2%), 도시 개발 및 인프라 구축(3%)을 목적으로 부과된다. 단, 해외 방문객 유치 실적이 있거나 불가항력적 상황이 발생한 경우 정부 재량으로 부담금을 감면할 수 있는 조항이 있다. 외국인 방문객 유치 인센티브 구조라는 점에서, 한국·일본 등 중국 외 방문객 확보가 사업자 수익성과 직결된다. 여기에 일종의 '라이선스 유지 비용(고정 수수료)'으로, 보유 중인 테이블과 머신 수에 따라 매년 게임 프리미엄(gaming premium)을 납부해야 한다.

또한 각 사업자는 10년 사업권 기간 동안 비게임 인프라에 대한 투자 약정을 이행할 의무가 있다. 이는 마카오를 단순 카지노 허브에서 세계적 관광 복합 도시로 전환하려는 중국 정부의 장기 방향과 맞닿아 있다.

표5. 마카오 카지노 세금 내용

항목	내용
게임세율	GGR의 35%
특별 부담금	GGR의 5%(*조건 부합 시 감면 가능)
고정 프리미엄	연 3,000만 MOP
VIP 테이블 프리미엄	테이블당 연 30만 MOP
Mass 테이블 프리미엄	테이블당 연 15만 MOP
머신 프리미엄	기기당 연 1,000 MOP
최소 GGR 기준	테이블 700만 MOP / 머신 30만 MOP

자료: DICJ, iM증권 리서치본부

(3) 운영 전략의 전환: 정킷에서 프리미엄 매스로

마카오 카지노의 전략적 전환점은 정킷(Junket) 축소다. 정킷은 중국 본토 VIP를 모집해 마카오 카지노에 연결해주는 에이전트로 전용 테이블을 운영하고, 고객에게 도박 자금을 대출해주며 중국 본토 내 자금을 마카오로 이동시키는 사실상의 자금 중개 기능을 했다. 2013년 VIP GGR이 전체의 66%를 차지했을 당시 정킷의 역할이 주요했다.

이후 반부패 규제 강화 기조에 더해 2024년 불법 환전·신용 제공 범죄화 입법으로 정킷은 사실상 소멸했다. 2013년 235개에 달했던 정킷 운영사는 현재 30개 수준으로 줄었으며, 마카오 정부의 허가 상한선(50개)조차 밑돈다. 2021~2022년 대형 정킷 업체 선시티그룹과 탁춘그룹의 CEO 구속과 카지노법 개정이 결정적이었다. 대표적으로 1) 카지노와 수익 공유(Revenue Share) 금지 및 롤링 커미션 1.25% 상한 설정(5% 원천징수세 추가 부과), 2) 핵심 기능이었던 VIP 고객 신용 제공 금지, 3) 정킷 라이선스 수 제한 등의 정킷 규제 강화에 따라 산업 구조가 전면 개편됐다. 이는 VIP 수요 위축으로 이어졌고, 전체 GGR 내 VIP 비중은 2013년 66%에서 2019년 46%, 2022년 하반기에는 21%까지 급락했다.

이에 따라 6개 사업자 모두의 공통 전략이 프리미엄 매스(Premium Mass) 확대로 수렴되고 있다. 정킷을 통한 외부 의존 대신, 독자적인 VIP 관계망 구축과 콤프(Comp) 혜택 강화, 객실 리노베이션 및 스위트 객실 비중 확대, VIP 전용 라운지와 프라이빗 게임 공간 확충 등을 통해 고마진 직접 고객을 내재화하는 방향이다. MGM의 경우 2025년 시장점유율이 16%(+0.3%p YoY)로 사상 최고치를 기록했는데, 이 전략이 가장 잘 실행된 사례로 꼽힌다. 다이렉트 VIP와 프리미엄 매스는 과거 비용의 상당 부분을 차지하던 정킷 수수료가 들지 않는다는 점에서 수익성은 오히려 좋다. 2026년 1분기 기준 마카오 전체 EBITDA는 2019년의 92% 수준까지 회복됐는데, 이는 GGR 회복률(87%)을 상회하는 기록이다. GGR 성장률이 과거보다 낮아도 수익성 개선이 먼저 확인되고 있다.

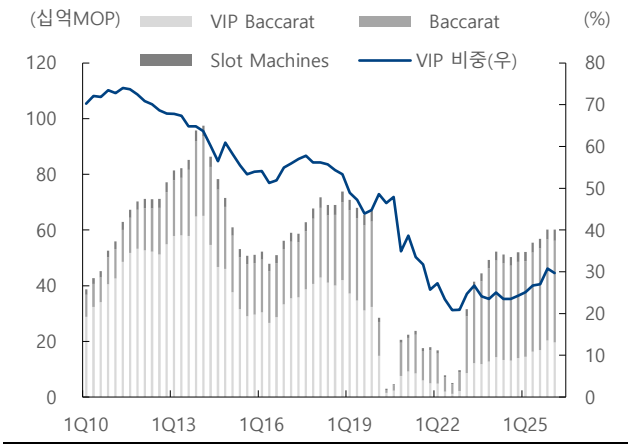
2025년 연간 GGR은 2,474억 MOP(약 31조 원)로 전년 대비 9% 성장했다. 마카오 정부가 연초 글로벌 경제 불확실성과 본토 성장 둔화를 이유로 자체 전망치를 하향 조정했음에도, 실제 결과는 이를 상회했다. 2025년 전체 GGR은 2019년 대비 약 85% 회복했다. Mass는 이미 2019년 수준을 상회하며 완전한 구조적 회복을 달성한 반면, VIP는 정킷 붕괴의 여파로 2019년 대비 (VIP Baccarat 기준) 50% 수준에 머물고 있다. 다만 2025년 VIP GGR이 전년 대비 24% 성장하고 4분기 단독으로는 45% 급증하며 비중이 31%(+6%p YoY)까지 확대된 것은, 정킷 규제 이후 위축됐던 VIP가 다이렉트 VIP 및 프리미엄 매스 형태로 재편되며 회복 중임을 의미한다.

표6. 마카오 카지노 산업의 구조적 전환 시기

시기	주요 내용
2002~2013년 정킷 호황기	- 2002년 시장 개방 이후 중국 경제 성장과 맞물려 정킷 인프라를 통해 중국 본토 VIP 자금 대규모 유입 - 2013년 GGR은 약 450억 달러로 사상 최고치 기록
2014~2022년 규제와 코로나 충격기 (2016~2019년 회복기)	- 중국 정부가 반부패 캠페인을 본격화하면서 정킷을 자본 유출과 자금 세탁의 통로로 규정하고 단속 강화 - VIP 수요 위축, 2013년 전체 GGR 내 VIP 비중 66%에서 2022년 24%로 급감 - 2020~2022년 코로나 봉쇄로 산업 전체 마비, 2022년 GGR 최고치 대비 약 90% 급감
2023년~현재 구조적 재편기	- 정킷 없이 다이렉트 VIP와 프리미엄 매스 중심으로 시장 재편 - 2025년 GGR은 309억 달러로 2019년 대비 85% 회복했으며, VIP 비중은 27% - 카지노 운영사들은 VIP 중심에서 프리미엄 매스로의 전략 전환에 집중

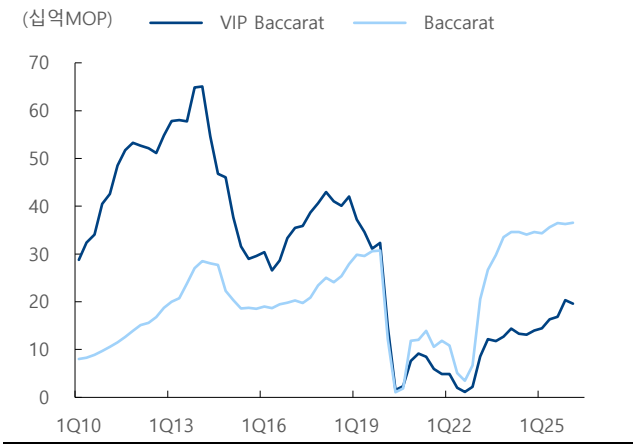
자료: iM증권 리서치본부

그림25. 마카오 카지노 항목별 GGR 추이 및 VIP 비중



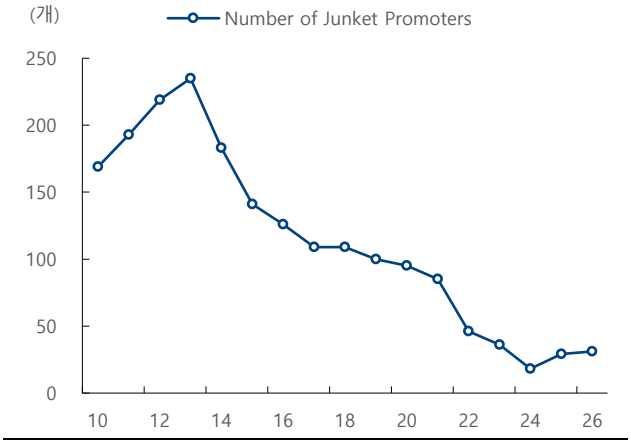
자료: DICJ, iM증권 리서치본부

그림26. 마카오 카지노 VIP 및 Mass 바카라 GGR 추이



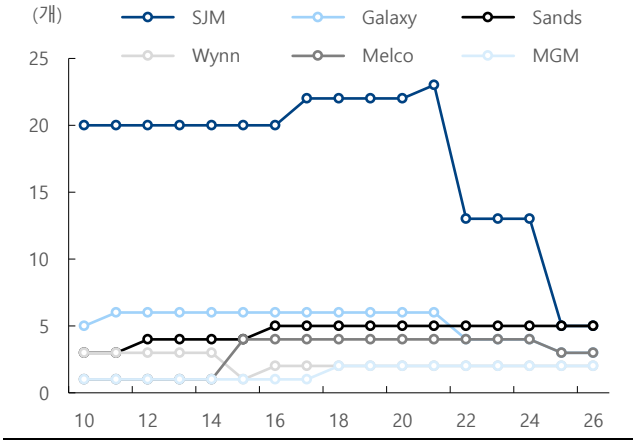
자료: DICJ, iM증권 리서치본부

그림27. 마카오 정킷 수 추이



자료: DICJ, iM증권 리서치본부

그림28. 마카오 카지노 수 추이



자료: DICJ, iM증권 리서치본부

4. 중국 VIP 소비 회복에 우호적인 매크로 환경

(1) 제15차 5개년 계획(2026~2030): 양적 팽창의 종말, 질적 성장의 시작

마카오 산업의 가장 큰 리스크는 여전히 중국 경기 의존도다. 중국 부동산 경기 둔화, 소비심리 악화, 위안화 약세 등이 발생할 경우 마카오 방문객 수와 소비 규모는 직접적인 영향을 받는다.

중국 경제의 패러다임이 전환되고 있다. **제15차 5개년 계획은 부동산·인프라 중심의 양적 성장 전략을 사실상 종료하고, 기술 자립과 내수 진작을 기반으로 한 '고품질 발전'을 국가 성장 모델로 제시했다.** 계획의 핵심은 다섯 가지 축으로 요약된다. 1) 반도체·인공지능(AI)·양자컴퓨팅 등 첨단 산업의 국산화율을 70% 이상으로 높여 기술 자립을 달성하는 것이다. 2) 현재 약 4억 명 규모의 중산층을 6억 명 수준으로 확대하고 GDP 대비 소비 비중을 60% 이상으로 끌어올려 내수 중심 경제 구조를 구축하는 것이다. 3) 부동산 중심 성장 모델에서 벗어나 무분별한 신규 개발을 억제하고 자본을 소비와 혁신 산업으로 유도하는 부동산 패러다임 전환이다. 4) 배터리·수소·탄소포집(CCUS) 기술을 국가 전략 산업으로 육성해 녹색 경제 전환을 가속화하는 것이다. 5) 네거티브 리스트 축소를 통해 시장 접근성을 높이고 제도적 대외 개방을 확대하는 것이다.

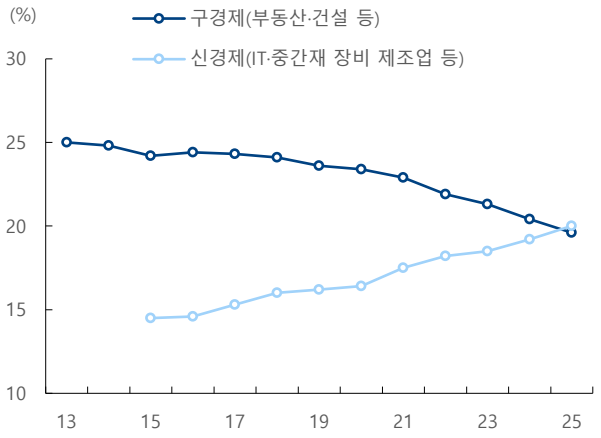
이러한 변화가 중요한 이유는 중국 경제의 성장 동력 변화가 소비 구조의 질적 고도화를 동반하기 때문이다. **중산층과 고소득층의 소비 여력이 확대되면서 프리미엄 서비스에 대한 수요가 증가하고 있으며, 이는 카지노를 포함한 고부가가치 레저·관광 산업의 성장 기반을 강화하는 요인으로 작용할 전망이다.**

중국 정부가 처음으로 가계 소비율 목표를 제시하고 '휴일 경제' 및 서비스 소비 확대를 국가 전략으로 추진하면서 마카오가 선제적으로 구축해 온 복합리조트 인프라의 수혜 가능성이 커지고 있다. 제15차 5개년 계획의 핵심 과제 중 하나는 **단순 재화 소비 중심의 성장 모델에서 벗어나 여행·문화·레저·서비스 중심의 소비를 확대하고, 프리미엄 가치 소비를 촉진**하는 것이다. 특히 정부는 가계 자산이 부동산에 과도하게 집중되는 구조를 완화하고, 그동안 부동산 시장에 묶여 있던 자금을 소비 지출로 유도하겠다는 정책 방향을 명확히 제시했다. 이러한 측면에서 레저·관광·엔터테인먼트 소비의 확대는 단순한 시장 트렌드를 넘어 중국 정부의 정책 기조와도 일치한다. 따라서 호텔, 쇼핑, 공연, 미식, 카지노를 결합한 복합리조트 산업은 중국의 소비 구조 전환 과정에서 직접적인 수혜 업종으로 부상할 가능성이 높다.

그림29. 마카오 카지노 시장의 구조적 재편 흐름

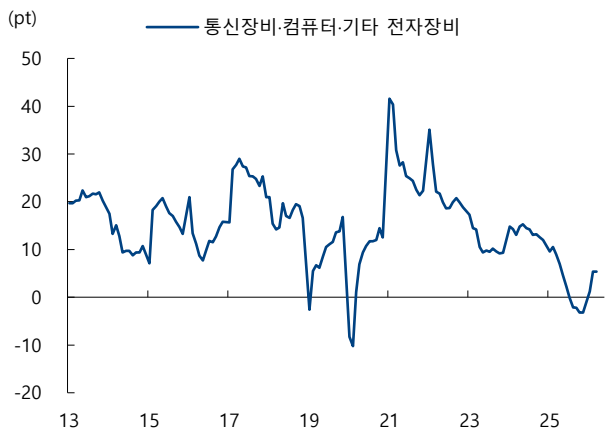
자료: iM증권 리서치본부

그림30. 중국 신경제 및 구경제 GDP 비중 추이



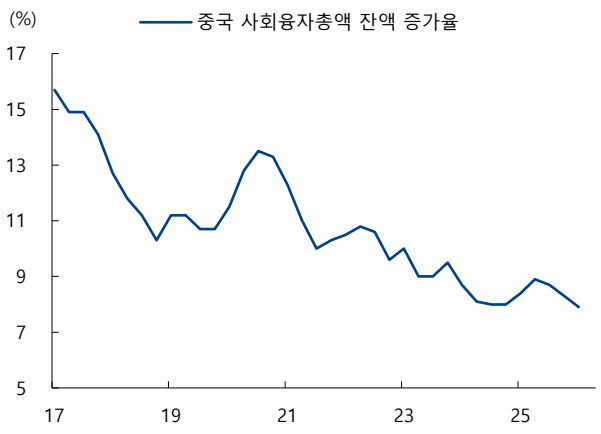
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림31. 중국 통신장비·컴퓨터·전자장비 고정자산투자 증가율(YoY)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림32. 중국 사회융자총액 잔액 증가율(YoY)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림33. 중국 가계 예금 증가율(YoY)

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

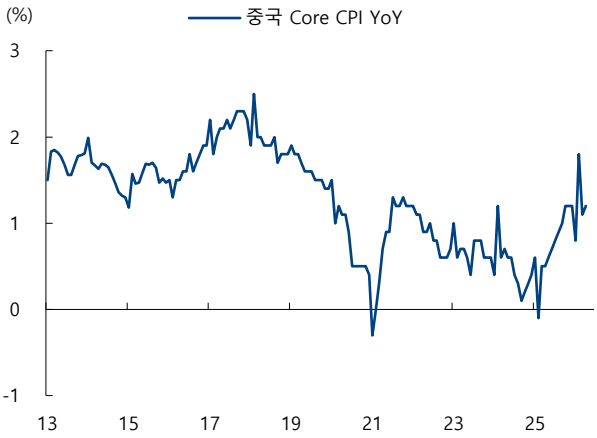
(2) 바닥을 다지고 반등을 모색하는 중국 경기

중국 경제에서는 정상화 신호가 점차 확인되고 있다. 대표적인 지표가 생산자물가지수(PPI)다. 2026년 3월 중국 PPI 상승률은 41개월 만에 처음으로 플러스 전환하며 장기간 지속된 디플레이션 압력이 완화되고 있음을 시사했다. 이는 기업 수익성과 투자 여건 개선의 신호로 해석되며, 이에 따라 명목 GDP 성장률 역시 약 4년 만에 실질 GDP 성장률을 상회할 것으로 전망된다. 물가가 완만하게 상승하는 환경에서는 기업의 가격 결정력이 회복되고 가계의 소득 및 자산 가치에 대한 기대도 개선된다. 결과적으로 소비 심리가 회복되고 소비 지출이 확대되는 선순환 구조가 형성될 가능성이 높다.

그림34. 중국 생산자물가지수(PPI) 전년 대비 성장률 추이

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림35. 중국 근원 소비자물가지수(Core CPI) 추이

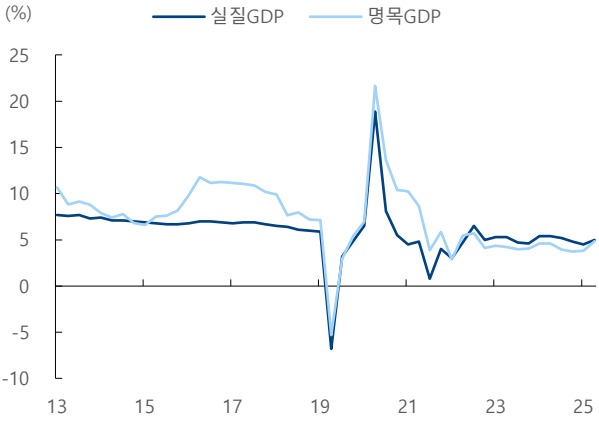


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림36. 중국 GDP 디플레이터 상승률

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림37. 중국 실질 GDP 및 명목 GDP 비교



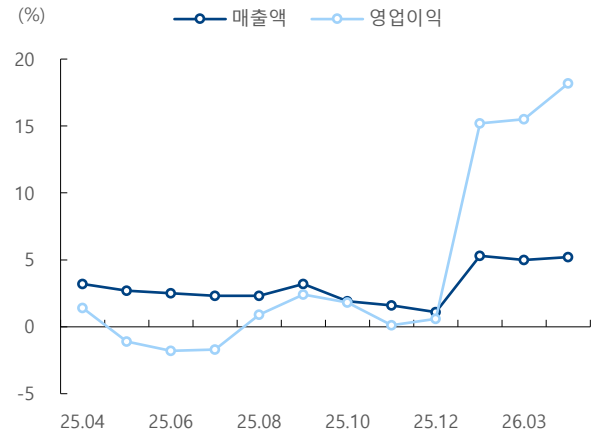
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

기업 실적 개선 흐름도 뚜렷하게 나타나고 있다. 2026년 1~4월 중국 일정 규모 이상 산업 기업의 매출액은 2조 4,358억 위안을 기록하며 전년 동기 대비 18% 증가했다. 평균 영업이익률도 5%로 상승하며 전년 대비 0.6%p 개선됐다. 특히 컴퓨터·통신·전자장비 제조업의 이익은 전년 대비 약 110%, 비철금속 제련업은 120% 증가하는 등 첨단 제조업과 신경제 산업을 중심으로 수익성 개선이 두드러지고 있다.

이러한 변화는 단순한 경기 회복을 넘어 산업 구조 재편의 결과라는 점에서 의미가 크다. 중국 정부는 시진핑 주석의 4연임이 예상되는 2027년 제21차 당대회를 앞두고 '반내권(反内卷)' 정책을 강도 높게 추진하고 있다. 이는 과도한 가격 인하 경쟁과 저품질·저수익 중심의 무질서한 경쟁을 억제하고 산업 전반의 수익성을 정상화하기 위한 정책이다. 이에 따라 전통 제조업과 공급과잉 업종의 마진 구조가 점진적으로 개선되고 있으며, 과거 출혈 경쟁에 내몰렸던 기업들의 이익 창출 능력도 회복되는 모습이다.

기업 수익성 개선은 단순히 산업 부문의 회복에 그치지 않는다. **기업가와 자영업자를 포함한 민간 경제 주체의 소득 증가로 연결되며, 이는 소비 여력 확대를 통해 여행·레저·엔터테인먼트와 같은 선택적 소비 지출 증가를 뒷받침한다.** 특히 중국 카지노 고객층의 상당 부분이 고소득자로 구성된다는 점을 고려하면, 기업 이익 개선은 VIP 및 Premium Mass의 소비 회복으로 이어질 가능성이 높다. 결과적으로 중국 기업들의 수익성 정상화는 복합리조트와 카지노 산업의 중장기 수요 기반을 강화하는 긍정적 요인으로 평가된다.

그림38. 중국 일정 규모 이상 기업의 실적 성장률(누적, YoY)



주: 일정 규모 이상 기업은 연간 매출액이 2,000만위안 이상인 기업을 의미
자료: 중국국가통계국, iM증권 리서치본부

표7. 중국 주요 산업별 실적 현황 및 성장률(누적, YoY)

구분	매출액 (십억위안)	YoY (%)	영업이익 (십억위안)	YoY (%)
컴퓨터, 통신 장비 및 기타 전자 장비 제조	5,879	16	316	108
전기 기계 및 기기 제조	3,730	9	151	-11
비철금속의 제련 및 압착	3,647	24	197	118
자동차 제조	3,313	1	112	-17
전력 및 열 에너지의 생산 및 공급	3,220	1	233	-3
화학 원료 및 화학 제품 제조	3,117	9	191	73
전체	**44,893**	**5**	**2,436**	**18**

자료: 중국국가통계국, iM증권 리서치본부

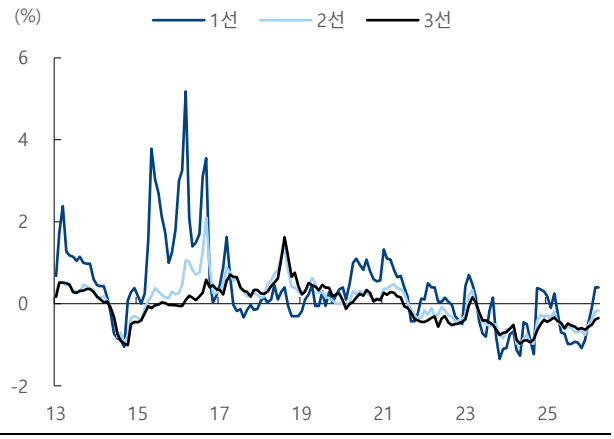
(3) 자산 효과: 고소득층 체험형 소비 증가 기대

중국 가계의 자금 흐름이 변화하고 있다. 수년간 소비를 제약해 온 부동산 시장 침체의 역자산 효과가 점차 완화되고 있기 때문이다. 2026년 들어 중국 주택시장은 대규모 부양책에 의존하기보다 주요 대도시를 중심으로 기존 주택 거래가 증가하고 주택가격이 전월 대비 상승하면서 자산 가치 하락에 대한 우려도 점차 해소되는 모습이다. 이는 가계가 자산 방어보다 소비 확대에 나설 수 있는 환경이 조성되고 있음을 의미한다.

금융자산 측면에서도 긍정적인 변화가 나타나고 있다. 중국 정부의 증시 안정화 정책 이후 상해종합지수는 2025년부터 상승 흐름을 이어왔으며, 최근에는 4,000선을 돌파하며 투자 심리 회복을 보여주고 있다. 특히 인공지능(AI)과 첨단기술 밸류체인을 중심으로 한 증시 상승은 고소득층과 기업가 계층의 자산 가치를 크게 끌어올리고 있다. 부동산과 금융자산의 동반 안정은 소비 심리 회복의 기반이 되는 동시에 프리미엄 소비 시장에 직접적인 수혜를 제공한다.

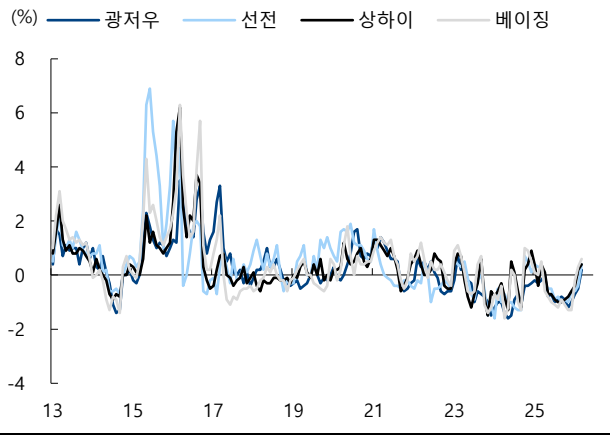
현재의 자산 환경 개선은 VIP/Premium Mass 카지노 수요 회복에 우호적이다. 자산 가격 상승에 따른 부의 효과(Wealth Effect)는 고급 여행, 럭셔리 쇼핑, 프리미엄 레저 활동에 대한 지출을 확대시키는 경향이 있으며, 이는 복합리조트와 VIP 게이밍 수요의 선행지표로 작용한다. **다만 소비 전반의 회복 속도는 다소 완만할 수 있다.** 소비자신뢰지수는 저점에서 반등하고 있으나 여전히 역사적 평균을 하회하고 있다. **그러나 카지노 수요는 일반 소비보다 먼저 회복될 가능성이 높다. 자산 효과의 수혜 계층이 다르기 때문이다.** 광범위한 중산층 소비는 소비자신뢰 회복을 필요로 하지만, 주식과 금융자산을 보유한 고소득층의 체험형 소비는 자산 가격 상승과 거의 동시에 나타나는 경향이 있다.

그림39. 중국 1~3선 도시 중고 주택 가격 상승률 추이(MoM)



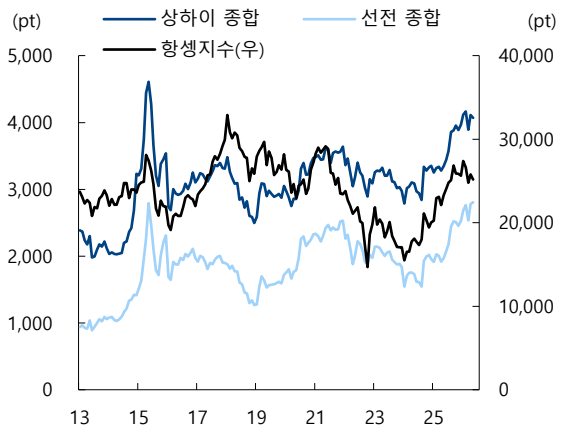
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림40. 중국 주요 도시 중고 주택 가격 상승률 추이(MoM)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림41. 중국 증시 지수 추이

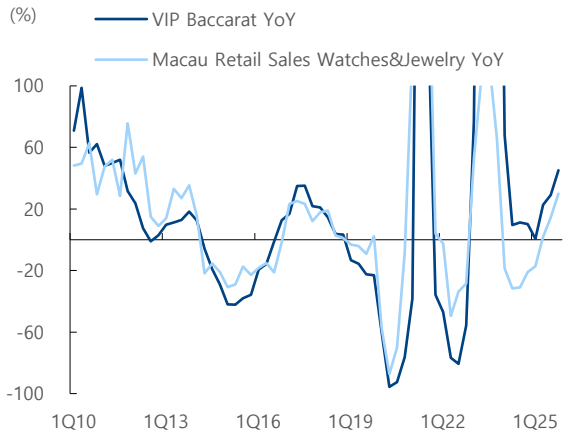


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림42. 중국 소비자신뢰지수(CCI) 추이

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림43. 마카오 VIP GGR 및 시계/보석 소매 판매 증가율 추이



자료: DICJ, Bloomberg, iM증권 리서치본부

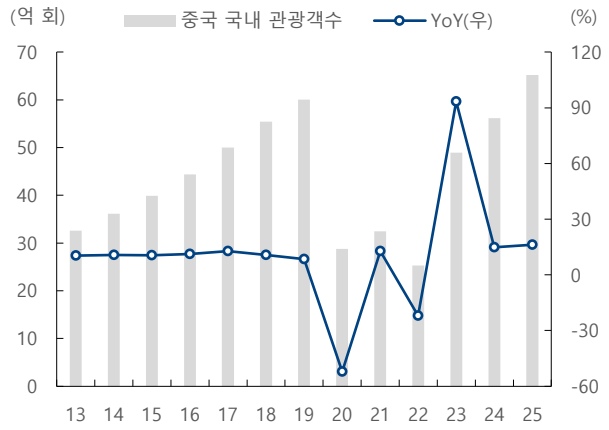
그림44. 홍콩 시계/보석 소매 판매 증가율 추이

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

여행 수요 역시 이러한 흐름을 뒷받침한다. 2025년 중국 국내 여행 건수는 65억 회를 기록하며 2019년 수준을 넘어섰고, 2026년 1분기에는 19억 회로 분기 기준 사상 최대치를 기록했다. 이는 단순한 이동 증가가 아니라 경험 소비에 대한 수요 확대를 의미한다. 이러한 여행 수요는 마카오와 한국 등 주요 관광지로의 인바운드 증가로 이어지고 있으며, 복합리조트 산업의 구조적 수혜 요인으로 작용하고 있다.

최근 환율 환경도 우호적이다. 인민은행의 위안화 강세 용인 기조와 기업들의 달러 매각 확대에 따라 달러·위안 환율은 6.8위안 수준에 근접하고 있다. 홍콩달러와 마카오 파타카가 달러에 연동되어 있다는 점을 고려하면, 위안화 강세는 중국 본토 방문객의 해외 구매력을 자연스럽게 높이는 효과를 가져온다. 이는 관광·쇼핑·카지노 소비의 체감 비용을 낮추는 역할을 하며, 결과적으로 마카오 복합리조트의 방문 수요와 객단가 상승을 동시에 지원하는 요인으로 작용할 전망이다.

그림45. 중국 국내 여행 건수 추이: 2025년 65억회(+16% YoY)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림46. 위안/달러 환율 추이

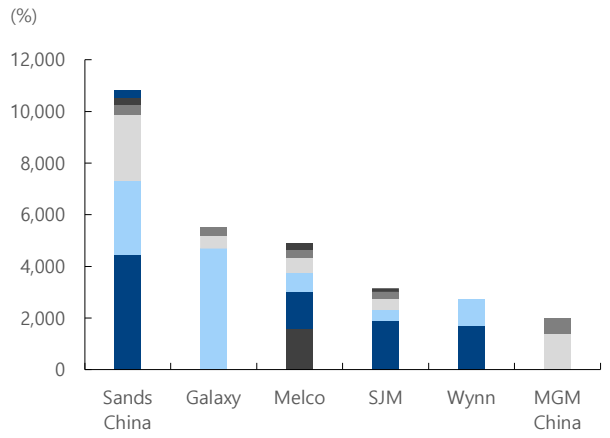
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

5. 마카오 카지노 기업별 운영 전략: Quality over Quantity

마카오 카지노 산업은 단순 도박 사업이 아닌 대규모 복합 리조트(IR) 중심의 관광·소비·엔터테인먼트 산업으로 진화했다. Cotai(코타이) 지역 중심의 초대형 IR 개발에 따라 산업의 중심축은 Peninsula(반도)에서 Cotai(코타이)로 이동했다. 현재 마카오 객실 공급의 상당수가 Cotai에 집중되어 있으며, 객실 공급 규모는 단순 호텔 수용 능력을 넘어 카지노 사업자의 시장 지배력을 결정하는 핵심 변수로 작용한다. 객실 수가 곧 체류시간이고, 체류시간이 곧 드롭액이며, 드롭액이 GGR을 결정한다. 규모의 경제가 직접적으로 수익과 연결되는 구조다. 마카오 전체 객실 수는 약 40,000실이며, 이 중 73%를 6개 카지노 사업자가 통제한다. 이는 마카오 관광산업의 핵심 수익 구조가 카지노 라이선스 사업자 중심으로 고도 집중되어 있음을 의미한다.

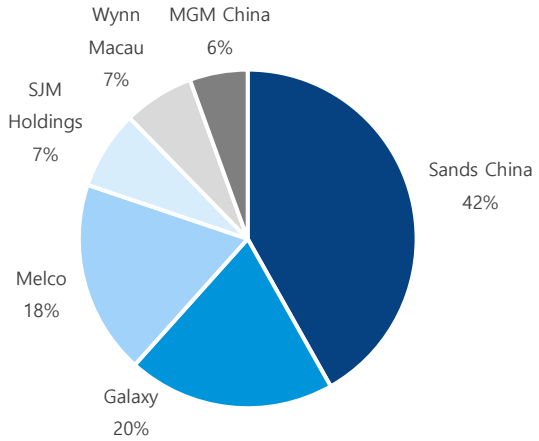
산업 전체적으로 가장 중요한 변화는 VIP 중심 시장에서 Premium Mass 중심 시장으로 이동하고 있다는 점이다. 과거에는 VIP 고객 1명이 산업 수익 대부분을 좌우했지만, 현재는 일반 관광객 기반의 대규모 소비 구조가 더 중요해지고 있다. 이는 산업 수익 안정성을 높이는 요인이다. VIP 모델은 규제와 경기 변동성에 매우 취약했지만, Premium Mass 모델은 소비 기반이 넓기 때문에 상대적으로 안정적이다. 또 하나 중요한 변화는 Non-Gaming 비중 확대다. 중국 정부가 카지노 의존도를 낮추라는 압력을 가하면서, 모든 사업자가 비게임 투자를 의무화한 10년 사업권 조건 이행에 자본을 집중하고 있다.

그림47. 마카오 카지노 사업자별 호텔 객실 수



자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림48. 마카오 카지노 사업자 코타이 지역 객실 점유율



자료: 각 사, iM증권 리서치본부

표8. 마카오 카지노 사업자별 객실 수 요약 - 마카오 4/5성급 호텔 중심

	Cotai		Macau (전체 시장)		
카지노 사업자	**객실 수**	**점유율**	**객실 수**	**카지노 사업자 내 점유율**	**전체 시장 점유율**
Sands China	10,540	42%	10,829	37%	27%
Galaxy Entertainment	4,997	20%	5,497	19%	14%
Melco	4,668	19%	4,898	17%	12%
SJM Holdings	1,892	7%	3,146	11%	8%
Wynn Macau	1,706	6%	2,716	9%	7%
MGM China	1,400	6%	1,990	7%	5%
카지노 사업자 합계	**25,203**	**100%**	**29,076**	**100%**	**73%**
기타 4성/5성 호텔	-	-	10,559	0%	27%
총 시장 규모	**25,203**	**100%**	**39,635**	**100%**	**100%**

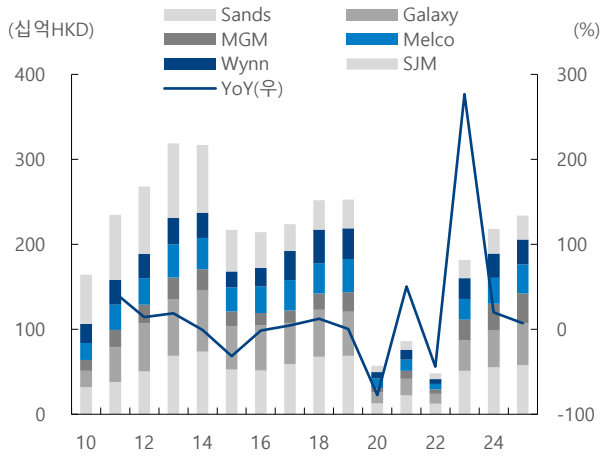
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

표9. 마카오 카지노 사업자별 호텔 객실 수

카지노 사업자	호텔	객실 수	비고
Sands China (10,829 객실)	Londoner Macao	4,426	- 2020년 10월 Grand Suites at Four Seasons 스위트룸 289실 오픈 - 2021년 1월 Londoner Hotel 스위트룸 594실 오픈 - 2021년 9월 Londoner Court 스위트룸 368실 오픈 - **2025년 2분기 Londoner Grand 스위트룸 1,500실 오픈**
	The Venetian Macao	2,905	
	The Parisian Macao	2,541	
	Four Seasons Macao	379	
	Sands Macao	289	
	Grand Suites at Four Seasons Macao	289	
Galaxy (5,497 객실)	Galaxy Macau	4,683	- 2023년 Raffles at Galaxy Macau 스위트룸 450실, Andaz Macau 오픈 - **2026년 2월 Capella 스위트룸 95실 오픈** - **2027년 Cotai Phase 4 개발 프로젝트 완공 목표(1,350실 증설)**
	Starworld Hotel	500	
	Broadway Macau	314	
Melco (4,898 객실)	Macau Studio City	1,600	- 2025년 7월 City of Dreams 내 프리미엄 카지노 공간 Signature Club Clubhouse 오픈, 2025년 9월 Epic tower 내 프라이빗 카지노 공간 오픈 - City of Dreams 내 The Countdown(330실) 리모델링을 통해 **2026년 3분기 하이엔드 럭셔리 스위트룸 150실 오픈 예정**
	City of Dreams	1,400	
	Morpheus Tower	772	
	W Hotel	558	
	Epic Tower	338	
	Alira Macau	230	
SJM (3,146 객실)	SJM Cotai	1,892	- 위성 카지노 폐쇄에 따라 Hotel Lisboa 카지노 공간 및 L'Arc Hotel 인수 - 2025년 11월 Hotel Lisboa 내 신규 카지노(Crystal Palace) 오픈 - **2026년 하반기 Hotel Lisboa, Grand Lisboa 객실 리모델링 완료 예상** - SJM Cotai 내 프리미엄 카지노 공간 확장 (Sky Phoenix West Tower VIP 구역 신설, Dragon Pavilion 프리미엄 매스 공간 전환)
	Grand Lisboa	431	
	Sofitel Macau	408	
	L'Arc Hotel	283	
	Jai Alai Hotel	132	
Wynn (2,716 객실)	Wynn Palace	1,706	- 2026년 Wynn Palace 내 프리미엄 카지노 공간 Chairman's Club 확장 개장 - **2026년 Wynn Macau 내 Wynn Tower 객실 리모델링 완료** - **2026년 하반기 The Enclave at Wynn Palace 착공(스위트룸 432실 증설)**
	Wynn Macau	1,010	
MGM China (1,990 객실)	MGM Cotai	1,400	- **2025년 3분기 MGM Macau 내 Alpha Villas 28실, Alpha Club 오픈** - **2026년 5월 MGM Cotai 스위트룸 63실, 프리미엄 카지노 공간 오픈**
	MGM Macau	590	

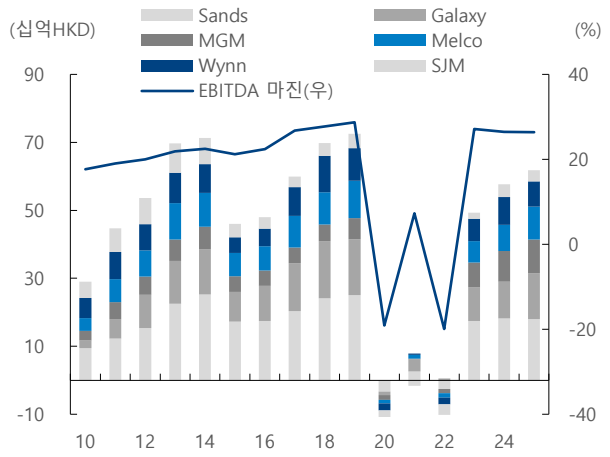
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림49. 마카오 카지노 기업별 합산 매출액 추이



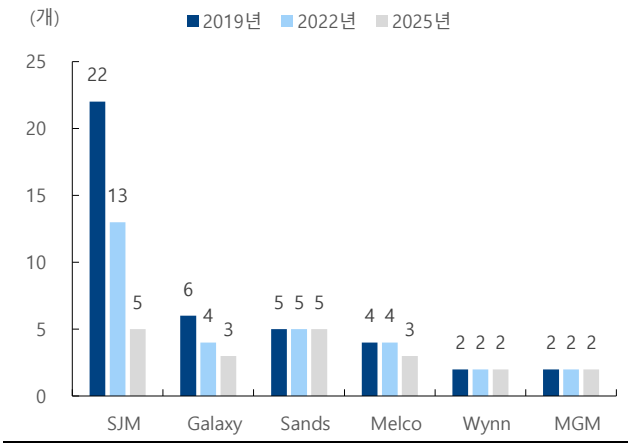
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림50. 마카오 카지노 기업별 합산 조정 EBITDA 추이



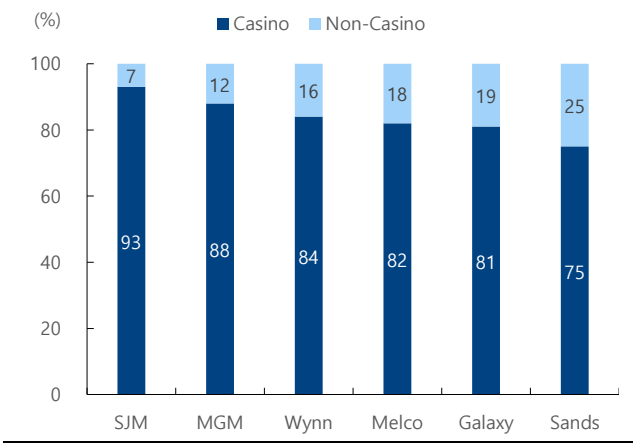
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림51. 마카오 카지노 사업자별 영업장 수



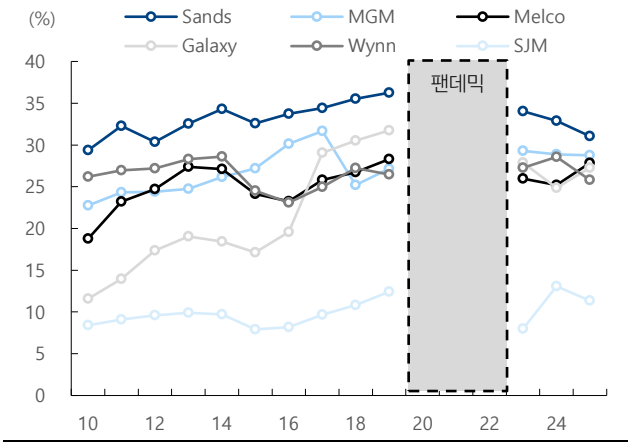
자료: DICJ, iM증권 리서치본부

그림52. 마카오 카지노 사업자별 카지노/비카지노 매출액 비중



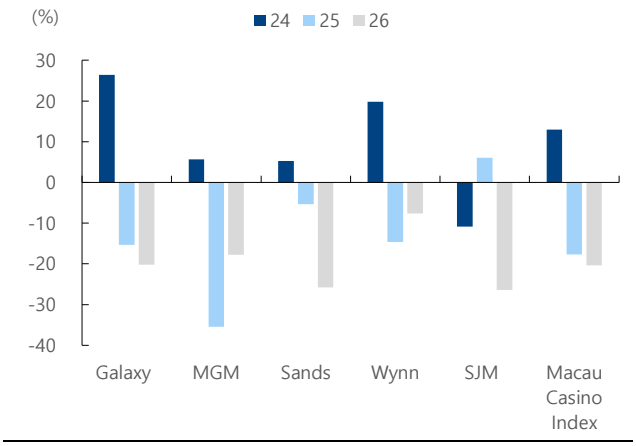
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림53. 마카오 카지노 기업별 EBITDA 마진 추이



자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림54. 마카오 카지노 기업별 YTD 주가 수익률



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

(1) Sands China

Cotai 시장 지배력이 독보적이다. Venetian·Parisian·Londoner 계열을 합산한 총 객실은 10,800실(스위트 3,730실)로, 마카오 최대 규모 객실 공급을 확보하고 있으며, Cotai 전체 객실의 약 42%를 점유하고 있다. 2025년 매출액 579억 홍콩달러(+5% YoY), 조정 EBITDA 180억 홍콩달러(-1% YoY)를 기록했다. 코타이 지역 자산 중심으로 외형 성장이 지속됐으나, 경쟁 심화에 따른 비용 증가로 수익성은 다소 정체됐다. 특히 고객 유치를 위한 영업 및 마케팅 비용 증가와 인건비 상승이 주요했다.

2021년 Londoner Court(럭셔리 주거형 스위트 368실), The Londoner Hotel(스위트 594실)에 이어, 2025년 2분기에는 Londoner Grand(스위트 1,500실, 일반 905실) 개장을 완료하며 Phase 2 투자를 마무리했다. 2032년까지 마카오에 최소 45억 달러를 투자하기로 약속했으며, 이 중 93%를 비게임 부문에 투자할 계획이다. Mass 및 Premium Mass 중심 구조로 VIP 의존도가 낮아 중국 규제 리스크에 상대적으로 덜 민감하다.

같은 계열사인 싱가포르 MBS(Marina Bay Sands)는 2025년 매출액 56억달러(+32% YoY), 조정 EBITDA 29억달러(+42%)로 사상 최대 실적을 달성했다. 대규모 객실 리모델링 투자(고급화 전략)를 기반으로 고액 자산가와 글로벌 관광객 수요가 급증한 영향이다. 특히 작년 4분기 조정 EBITDA가 전년 대비 50% 급증했는데, 카지노 매출이 12억 달러로 전년 대비 52% 증가하며 실적을 견인했고, 바카라 게임 등에 '스마트 테이블(RFID 및 카메라 기반)' 기술을 전면 도입하여 운영 효율성을 크게 높였다.

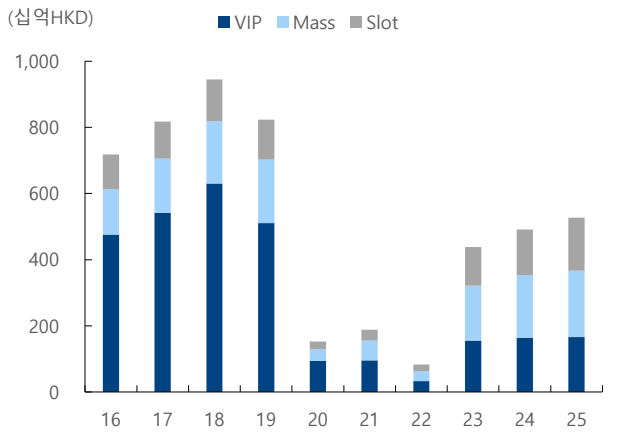
현재 775실 스위트룸을 포함한 1,844실 객실(스위트 비중 42%)의 고급화가 마무리됐으며, 특히 신규 오픈한 초호화 객실 패키지 '파이자 컬렉션(Paiza Collection)'이 VIP 마케팅에 크게 기여했다. 2031년 개장을 목표로 신규 호텔(스위트룸 570실), 15,000석 규모의 아레나, 프리미엄 게임 공간을 포함한 80억 달러 규모의 MBS 2.0 확장 공사도 착공했다.

표10. Sands China 마카오에 대한 자본 투자 계획

자본 지출(CAPEX) 계획	**34억달러**
– 리노베이션 및 개보수 프로그램 – MICE 및 엔터테인먼트 시설 개선 투자 – 테마 어트랙션 (더 런던너(The Londoner)에 인접한 기존 르 자르댕 트로피컬 가든 내 새로운 정원 테마 어트랙션 포함) – 신규 F&B 및 헬스&웰니스 시설 투자	
운영 지출(OPEX) 계획	**11억달러**
– MICE를 포함한 해외 방문객 유치 확대 – 스포츠 행사 – 엔터테인먼트, 예술 및 문화 – 지역 사회 관광	
2032년까지의 총 자본 및 운영 지출 계획	**45억달러**

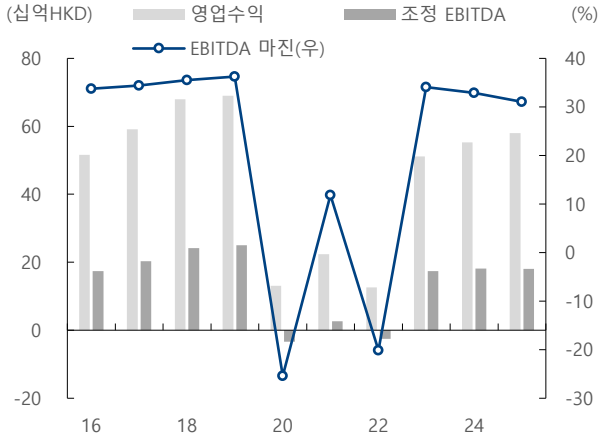
자료: Sands China, iM증권 리서치본부

그림55. Sands China 드롭액 추이: VIP 비중 32%



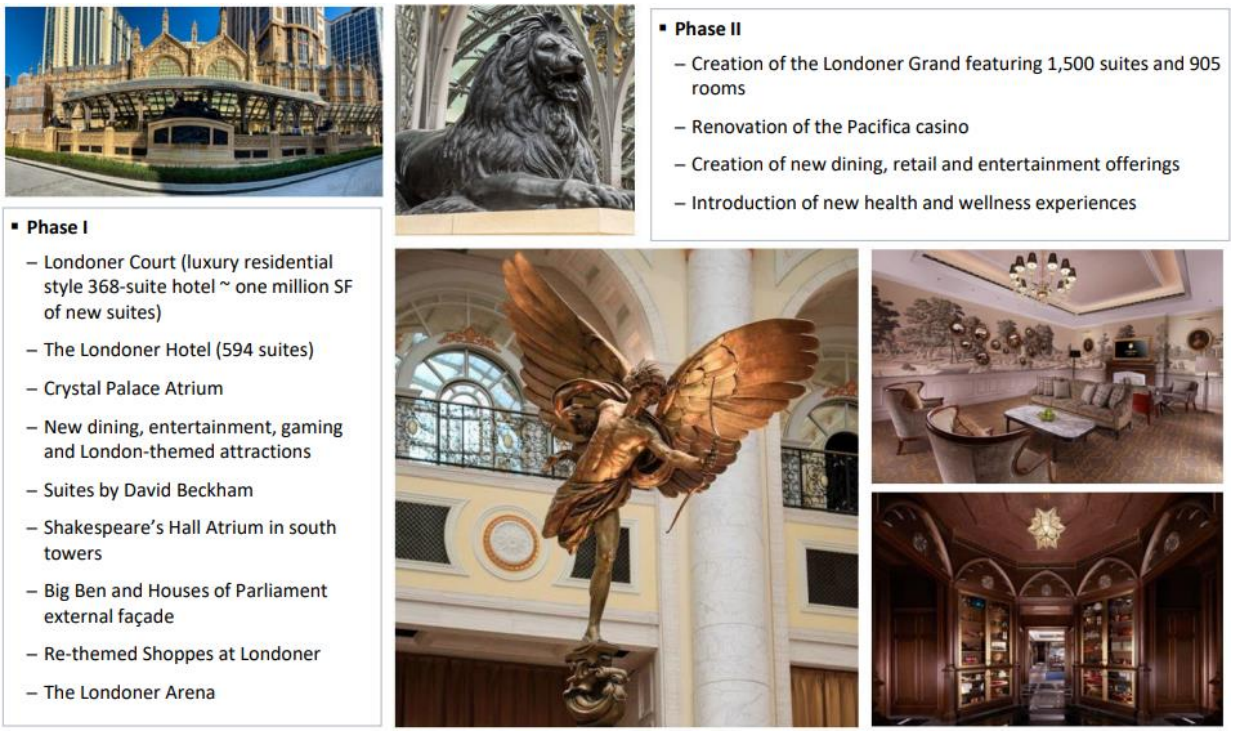
자료: Sands China, iM증권 리서치본부

그림56. Sands China 실적 추이



자료: Sands China, iM증권 리서치본부

그림57. Sands China 'The Londoner Macao' 2025년 2분기 Phase II 완료



자료: LVS, iM증권 리서치본부

그림58. Marina Bay Sands(MBS) 2025년 2분기 Phase Ⅱ 완료

자료: LVS, iM증권 리서치본부

그림59. MBS 확장 프로젝트 조감도

자료: LVS, iM증권 리서치본부

표11. MBS 확장 프로젝트 개발 비용 추정 요약

구분	금액	비율
기존 토지 사용료 (2019년 지급)	10억달러	
추가 토지 사용료	10억달러	
총 토지 사용료	20억달러	25%
직접 건설 비용	35억달러	
간접 건설 비용 및 기타	12억달러	
설계·건설 및 기타 비용	47억달러	59%
개장 전(Pre-opening) 비용	3억달러	
금융 수수료 및 이자	10억달러	
개장 전 및 금융 비용	13억달러	16%
총 개발 비용	**80억달러**	**100%**

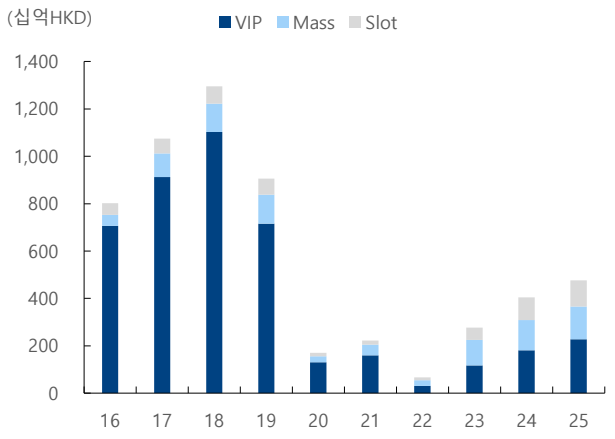
자료: LVS, iM증권 리서치본부

(2) Galaxy Entertainment

2025년 매출액 492억 홍콩달러(+13% YoY), 조정 EBITDA 145억 홍콩달러(+19% YoY)를 기록했다. 순현금이 350억 홍콩달러에 달해 업종 내 가장 견조한 재무 구조를 갖고 있다. 가족형 관광·프리미엄 고객·쇼핑·엔터테인먼트를 결합한 전략으로 특정 VIP 계층에 대한 과도한 의존도 없이 중국 중산층 확대의 직접 수혜를 받는 구조다.

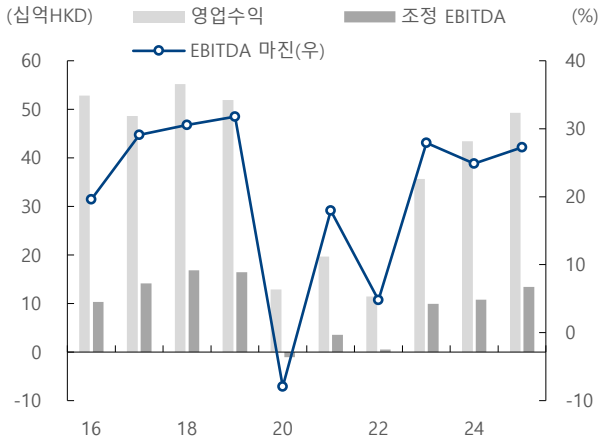
자본 투자도 공격적이다. 2026년 2월 Galaxy Macau 내 95실 규모 초호화 호텔 Capella를 정식 개장했다. 2025년 한 해 약 350건의 콘서트·엔터테인먼트·스포츠 행사를 주최했으며, Cotai Phase 4(객실 약 1,350실, 5,000석 극장 포함) 2027년 완공을 목표로 내부 공사가 진행 중이다. 고급 객실과 프리미엄 서비스에 대한 수요를 반영해 객실 크기를 기존 계획보다 확대하기로 결정했다. StarWorld Macau 객실 리모델링도 2027년 1분기 완료 예정이다.

그림60. Galaxy 드롭액 추이: VIP 비중 48%



자료: GEG, iM증권 리서치본부

그림61. Galaxy 실적 추이



자료: GEG, iM증권 리서치본부

그림62. Galaxy Entertainment Group(GEG) Capella 펜트하우스

자료: GEG, iM증권 리서치본부

그림63. GEG Cotai Phase 4 (2026년 5월 모습)

자료: GEG, iM증권 리서치본부

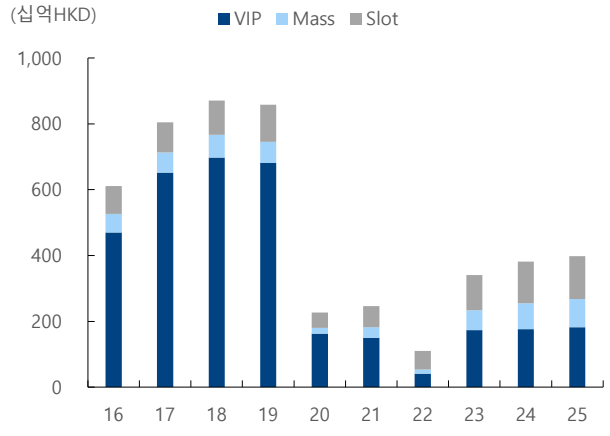
(3) Melco

마카오(Dreams·Altira·Studio City) 외 필리핀, 키프로스 등 지역에서 카지노를 운영 중이다. 마카오의 개정된 게이밍 법안에 따라 2025년 9~12월 Grand Dragon Casino와 Mocha Club 3곳을 단계적으로 폐쇄했고, 게임 테이블과 머신을 핵심 직영 자산으로 재배치했다.

2025년 매출액은 52억달러(+11% YoY), 조정 EBITDA는 14억달러(+17% YoY)를 기록했다. 마카오의 City of Dreams는 그룹 전체 매출의 53%를 견인하는 핵심 자산으로, 2025년 조정 EBITDA 8억달러로 전년 대비 32% 증가했다. 마카오 인바운드 회복 수혜 및 2025년 5월 재개장한 'House of Dancing Water' 공연이 관광객 유치에 긍정적으로 작용했다. 마카오 외 지역의 실적 둔화 및 지정학적 리스크 장기화가 밸류에이션 할인 요소로 작용하고 있다.

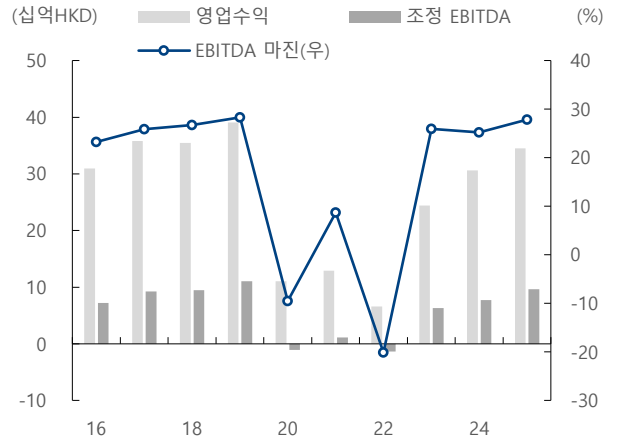
City of Dreams 내 초고급 호텔 Morpheus 등을 기반으로 VIP/Premium Mass 고객층을 타깃한다. 객실 수보다 객실당 수익성(RevPAR)과 고객당 매출(ARPU)을 높이는 전략이다. 2026년 3분기 The Countdown 리브랜딩 완료와 함께 평균 면적 1,000sq ft 이상 럭셔리 스위트 약 150실을 추가 오픈한다.

그림64. Melco 드롭액 추이: VIP 비중 46%



자료: Melco, iM증권 리서치본부

그림65. Melco 실적 추이



자료: Melco, iM증권 리서치본부

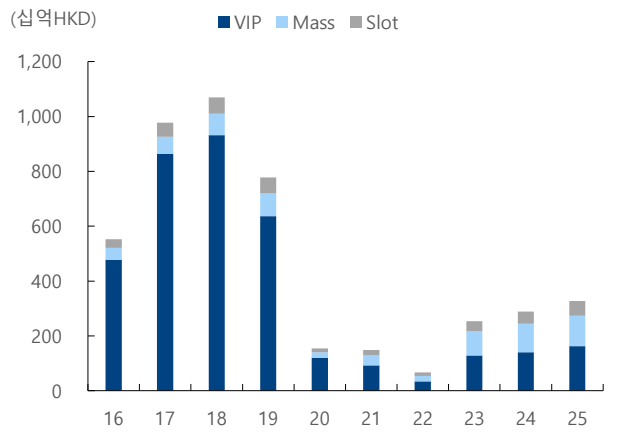
(4) Wynn

2025년 매출액은 290억 홍콩달러(+1% YoY), 조정 EBITDA는 75억 홍콩달러(-9% YoY)를 기록했다. 카지노 부문의 성장에도 불구하고 비카지노 부문의 역성장과 비용 증가로 수익성이 둔화됐다.

"Only at Wynn" 전략을 기반으로 최상위 프리미엄 고객을 집중 타깃하고 있다. 마카오 카지노 시장이 VIP 중심에서 프리미엄 매스로 전환되는 구조적 변화 속에서도, 최상위 고객 기반을 견고하게 유지하고자 한다. Wynn Macau 객실 리모델링 등 서비스 및 시설 고급화를 위한 투자를 지속적으로 하고 있으며, 최근에는 초대제로만 운영되는 Wynn Palace의 VIP 전용 공간인 Chairman's Club을 기존보다 3배 확장 오픈했다. 해당 공간에는 프라이빗 파인다이닝·시가 라운지·전용 엔터테인먼트 구역이 하나로 통합되어 VIP에게 독점적인 경험을 제공한다.

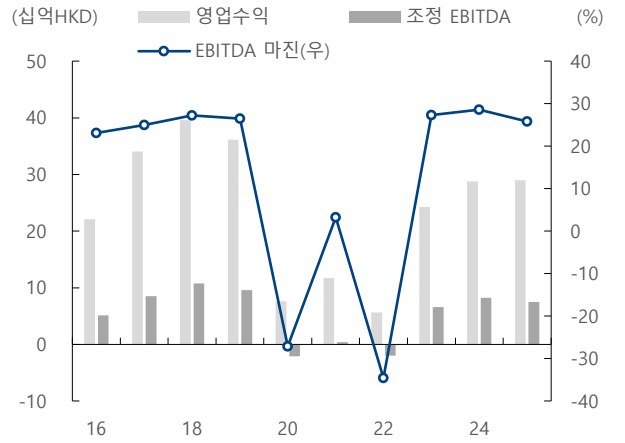
Wynn Palace 동쪽 부지에 432실 규모 올 스위트 타워(The Enclave) 착공을 2026년 하반기(예상 공사기간 2.5년)로 예정하고 있다. 완공 시 총 객실의 25%, 스위트 객실의 50%가 증가한다. 10년 사업권 동안 총 210억MOP 투자를 약속했으며, 이 중 198억MOP(94%)가 비게임 부문이다. Sands나 Galaxy 대비 규모 경쟁에서 열위이나, 브랜드 충성도와 단가 경쟁력으로 차별화를 유지하는 구조다.

그림66. Wynn 드롭액 추이: VIP 비중 50%



자료: Wynn, iM증권 리서치본부

그림67. Wynn 실적 추이



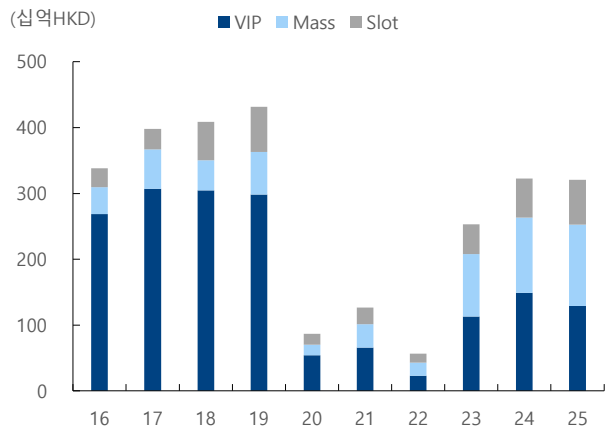
자료: Wynn, iM증권 리서치본부

(5) MGM China

2025년 매출액 348억 홍콩달러(+11% YoY), 조정 EBITDA 100억 홍콩달러(+10% YoY)로 사상 최대 실적을 기록했다. 2025년 시장점유율은 16%로 팬데믹 이전 대비 두 배 수준이다. Mass가 전체 GGR의 87%를 차지하며, VIP 대비 커미션 비용이 없어 마진율이 높다. VIP를 위한 럭셔리 게임 공간을 강화하는 동시에, 고마진 구조인 프리미엄 매스 운영에 집중할 계획이다.

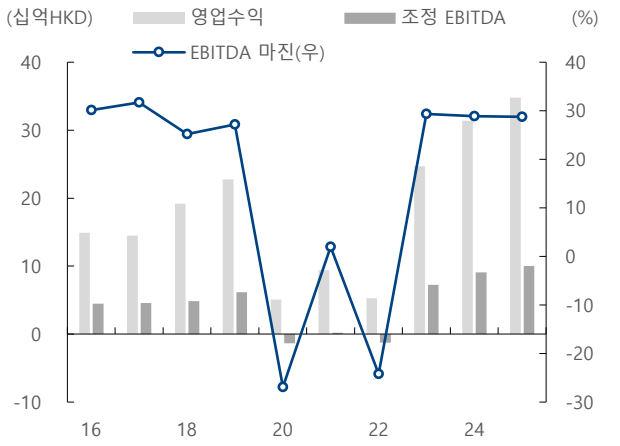
최근 MGM Macau에 Alpha Villas(28실)·Alpha Club을 오픈하고, MGM Cotai 일반실 160실을 스위트 60실로 전환해 코타이 내 스위트 비중을 25%까지 올렸다. MGM Cotai의 Masters Club은 최소 베팅액 3,000~10,000 HKD 바카라 테이블 17개와 프라이빗 살롱을 갖추고 있다. 투자 약정 총액 197억MOP 중 180억MOP(91%)가 비게임 부문이다. 절대 규모는 Sands·Galaxy 대비 작지만 점유율 상승 모멘텀이 가장 뚜렷하다.

그림68. MGM China 드롭액 추이: VIP 비중 40%



자료: MGM, iM증권 리서치본부

그림69. MGM China 실적 추이



자료: MGM, iM증권 리서치본부

그림70. Wynn Palace 'The Enclave' 2H26 착공

자료: MGM, iM증권 리서치본부

그림71. MGM Cotai 프리미엄 카지노 공간 오픈

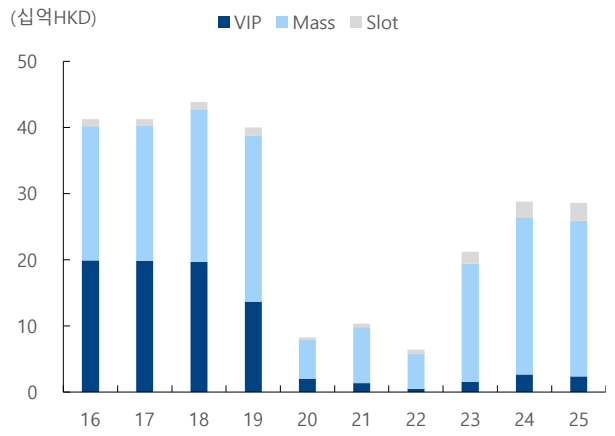
자료: MGM, iM증권 리서치본부

(6) SJM

구조적 변화 압박이 가장 큰 사업자다. 과거 Peninsula 중심 카지노 시장을 장악했지만, Cotai 전환이 늦어지면서 시장점유율이 급격히 하락했다. 2025년에는 위성 카지노 8개를 운영 중단했으며, 4분기에 집중된 폐쇄가 단기 실적과 시장점유율에 직접적인 압박으로 작용했다. 2025년 매출액 282억 홍콩달러(-2% YoY), 조정 EBITDA 32억 홍콩달러(-15% YoY)를 기록했다. 다만 핵심 자산인 Grand Lisboa Palace Cotai 매출액은 74억 홍콩달러로 전년 대비 12% 성장하며 중장기 이익 체력 정상화의 기반을 다졌다.

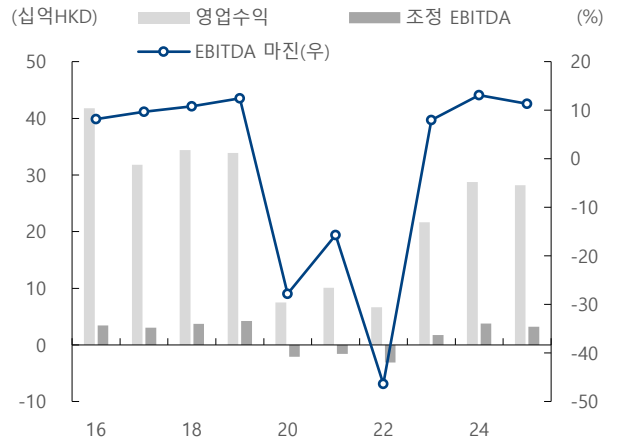
Casino L'Arc 편입, Hotel Lisboa 인수·리모델링, Grand Lisboa Palace Cotai 확장이 동시에 진행 중이다. 위성 카지노 폐쇄로 게임 테이블과 운영 자원을 직영 포트폴리오로 전략적 재배치했다. Hotel Lisboa 내 카지노 공간인 크리스탈 팰리스 일부는 2025년 11월 개장했고, 나머지도 2026년 내 오픈 예정이다. 400실 이상의 객실도 리모델링 후 하반기에 공개된다. 2026년 한 해 동안 카지노 공간과 호텔 시설 전반에 걸친 리모델링 공사가 단계적으로 시행될 예정이다. 시장 주도권이 코타이 중심으로 완전히 재편된 상황에서 SJM의 구조적 회복에는 시간이 필요한 상황이다.

그림72. SJM 드롭액 추이: VIP 비중 8%



자료: SJM, iM증권 리서치본부

그림73. SJM 실적 추이



자료: SJM, iM증권 리서치본부

Ⅱ. 중국 인바운드 낙수효과 본격화

1. 2026년 외래 방한객 2,300만명 목표

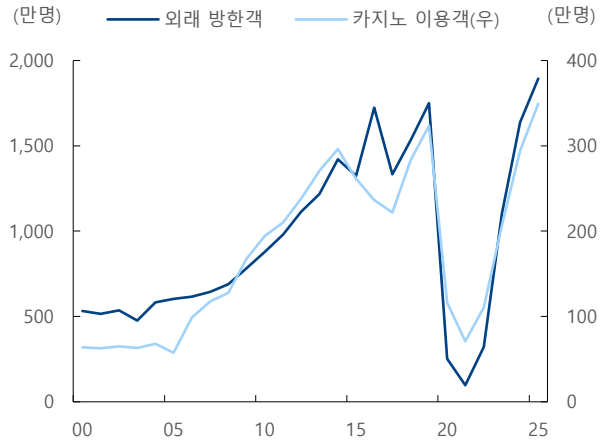
K-컬처의 세계적 인기에 힘입어 해외 관광 수요가 늘어나고 있다. 이에 정부는 관광 산업을 국가 경제의 핵심 성장 동력으로 육성하고, 외국인 관광객 유치를 통해 외화 수입을 늘리는 데 집중하고 있다. 과거의 방문객 수 중심 양적 성장 프레임에서, 인당 소비 지출(ARPU) 극대화와 수도권 집중 완화라는 두 축으로 목표를 재설정했다.

카지노 산업은 이 전략의 핵심 수혜 업종이다. **연도별 외래 방한객 대비 외국인 카지노 이용객 비중은 최근 3개년(2023~2025년) 평균 19% 수준이며, 관광 외화수입 대비 카지노 외화수입 비중은 약 7%다.** 방문객의 5분의 1이 카지노를 찾는다는 의미이며, 카지노 1회 방문당 소비 단가가 일반 관광 대비 압도적으로 높다는 점을 감안하면 외화수입 기여도는 이용객 비중보다 훨씬 크다.

2025년 외래 방한객은 약 1,894만 명으로 2019년(1,750만 명)을 상회하며 역대 최고치를 경신했다. 중국 단체 무비자 조치와 일본·동남아 견고한 인바운드 수요가 성장을 견인했다. 2026년 모멘텀은 더 강하다. 4월 누적 방한 외국인 관광객은 677만 명으로 전년 대비 21% 증가하며 사상 최대를 기록했다. 국적별로는 중국(200만 명), 일본(124만 명), 대만(74만 명), 미국(48만 명) 순이다. **연간 2,300만 명, 관광 외화수입 276억 달러**(약 39조 원)라는 정부 목표가 현실적 수준으로 다가온 상황이다.

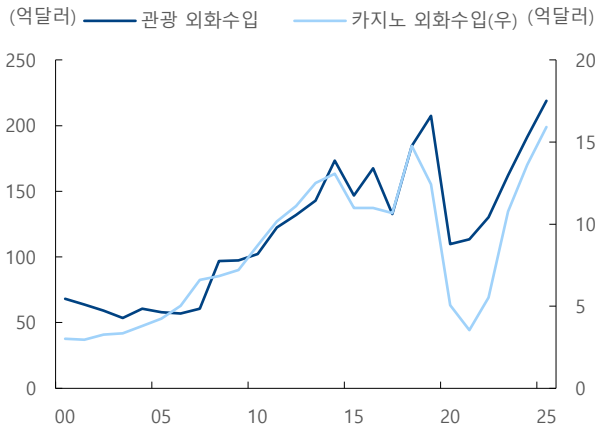
이에 정부는 2030년 목표였던 '외래객 3,000만 명, 관광수입 300억 달러' 달성 시점을 2029년으로 앞당기는 로드맵을 수립했다. 현재의 인바운드 가속 추세가 유지된다면 이 목표는 달성 가능한 범주에 있다. 목표 달성을 위한 정부의 3대 핵심 전략은 카지노 인바운드에 우호적인 환경을 만들고 있다. 1) **출입국 절차 간소화**: 인도네시아 단체 무비자 시범 도입, 중국·동남아 방한 경험자 복수비자 발급 요건 대폭 완화, 자동출입국심사 확대가 동시에 진행 중이다. 비자 장벽이 낮아질수록 고액 소비 외국인의 재방문 빈도가 높아진다. 카지노 VIP 고객의 원정 방문 주기를 단축시키는 직접적 촉매다. 2) **지방 직행 교통망 구축**: 지방공항 국제선과 KTX 연계망 확충이 추진된다. 제주 직항 노선 확대가 특히 주목된다. 서울·인천 외 지역으로 카지노 수요가 분산될 수 있는 인프라가 갖춰지고 있다는 의미다. 3) **고부가가치 세그먼트 집중 육성**: 고부가가치 세그먼트(의료·웰니스·크루즈)와 카지노는 타깃 고객층이 겹친다. 고소득 외국인 방문객을 유치해 인당 소비 지출을 극대화한다는 방향성이 동일하기 때문이다. 내국인 해외여행 급증에 따른 관광수지 개선 압력이 외국인 전용 고부가가치 시설에 대한 정책 지원을 강화하는 방향으로 작용하고 있다.

그림74. 외래 방한객 및 카지노 이용객 수 추이(상관관계=0.94)



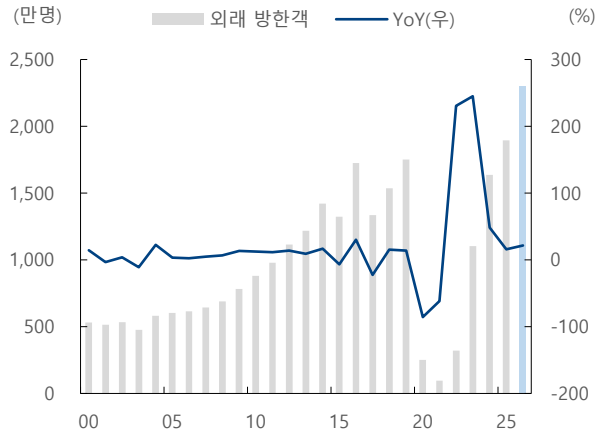
주: 외국인 전용 카지노 기준
자료: 한국관광공사, 문화체육관광부, iM증권 리서치본부

그림75. 관광 외화수입 및 카지노 외화수입 추이(상관관계=0.92)



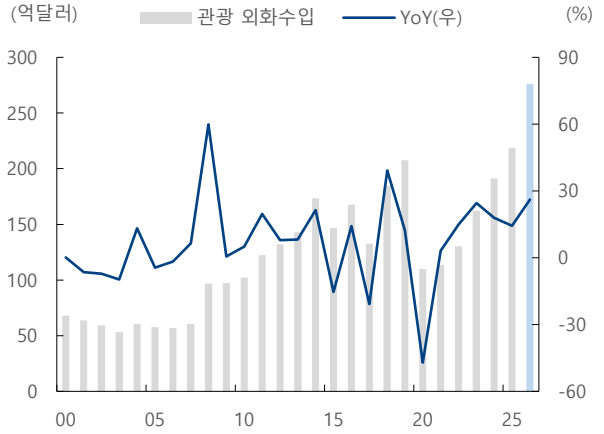
주: 외국인 전용 카지노 기준
자료: 문화체육관광부, iM증권 리서치본부

그림76. 외래 방한객 2026년 2,300만명(+21% YoY) 목표



자료: 한국관광공사, 문화체육관광부, iM증권 리서치본부

그림77. 관광 외화수입 2026년 276억달러(+26% YoY) 목표



자료: 문화체육관광부, iM증권 리서치본부

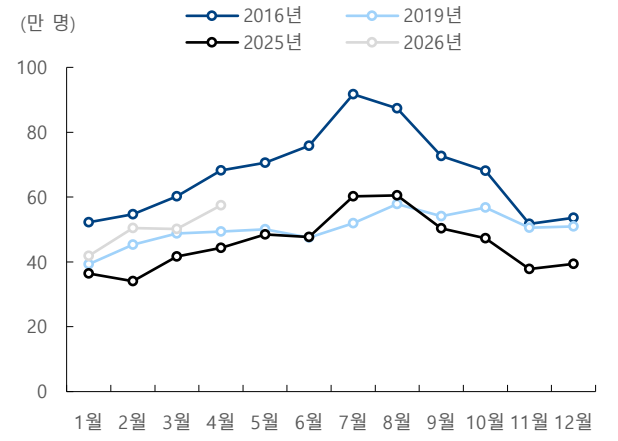
2. 한중 인바운드 가속화의 4가지 핵심 동력

(1) 한일령 반사 수혜

2025년 11월 다카이치 일본 총리의 대만 유사시 개입 발언이 발단이 되어 중국 정부가 자국민의 일본 여행 자제령을 내리면서 중일 갈등이 양국간 관광 수요 위축으로 직결됐다. 언론을 통해 중국 정부가 일본향 비자 발급을 40% 줄이라는 지침도 내린 것으로 알려졌다. 이에 따라 **방일 중국인은 2026년 4월 누적 기준 140만명으로 전년 대비 55% 감소했다. 동기간 방한 중국인은 200만명으로 전년 대비 28% 증가했다.** 2016년 사드 사태로 방한 중국인이 1년 만에 50% 이상 급감했을 때 일본과 태국이 각각 약 100만 명씩 중국 관광객이 늘어난 반사이익을 누렸다. 태국도 코로나 전에는 연간 1,000만명 이상의 중국 관광객이 방문하던 인기 여행지였는데, 방콕 중국인 배우 납치 사건 등 안전 이슈가 대두되면서 작년 기준 447만명으로 2019년 대비 59% 감소했다. 중국 아웃바운드 내 일본 및 태국의 점유율이 구조적으로 하락하는 가운데, 이탈 수요의 일부가 한국으로 유입되고 있다.

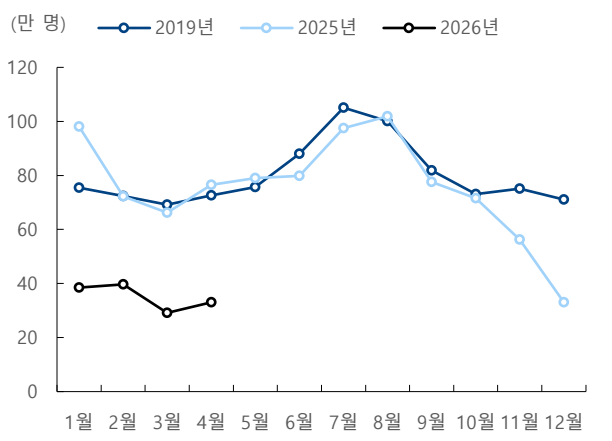
중국과 일본을 잇는 항공편 자체가 기존 대비 50% 이하 수준으로 감소하면서 방일 중국인뿐 아니라 방중 일본인도 동반 급감했다. 언론에 따르면 항공편 감소 및 안전 우려 등으로 일본인의 중국 패키지 여행 예약이 사실상 전면 취소됐다. 반면 일본인의 방한 수요는 지속 증가하고 있다. 2025년 방한 일본인은 이미 2019년 대비 12% 증가한 365만명을 기록했지만, 2026년 4월 누적 기준 124만명(+20% YoY)으로 성장세를 이어갔다. 한일령이 단기 이벤트가 아닌 중일 관계의 구조적 재편이라면, 한국 카지노 인바운드(중국+일본) 수혜는 단순 반사이익이 아닌 지속적 트렌드 전환으로 봐야 한다. 오사카 IR이 개장하는 2030년 이전까지 이 구조가 유지될 가능성이 높다.

그림78. 방한 중국 관광객 추이: 4월 57만명(+30% YoY)



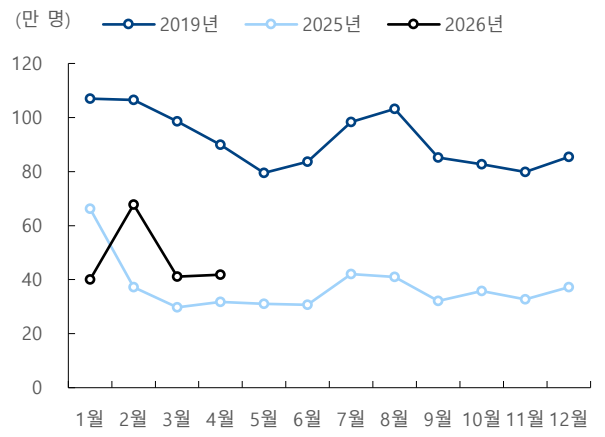
자료: 한국관광공사, iM증권 리서치본부

그림79. 방일 중국 관광객 추이: 4월 33만명(-57% YoY)



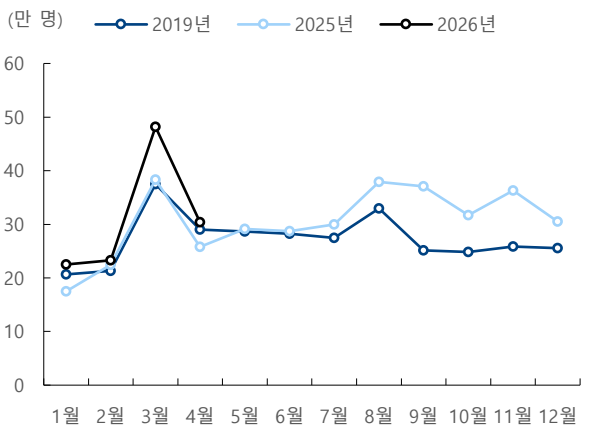
자료: JNTO, iM증권 리서치본부

그림80. 방태 중국 관광객 추이: 4월 42만명(+32%YoY)



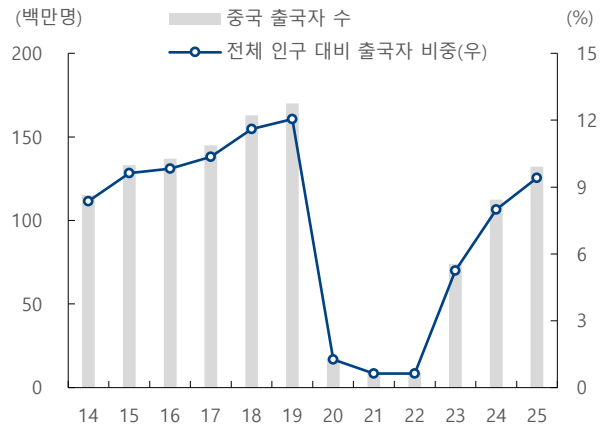
자료: MOTS, iM증권 리서치본부

그림81. 방한 일본 관광객 추이: 4월 30만명(+18% YoY)



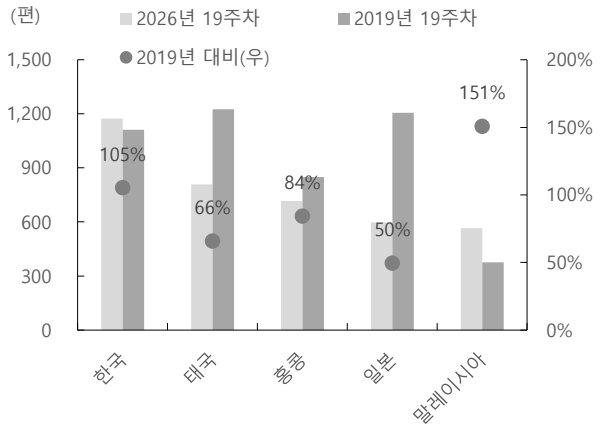
자료: 한국관광공사, iM증권 리서치본부

그림82. 중국 출국자 수 추이 및 전체 인구 대비 비중



자료: 중국국가이민관리국, iM증권 리서치본부

그림83. 중국 출발 목적지별 주간 출항 항공편수(19주차 비교)



주: 19주차(5/4~5/10), 상위 5개 목적지 표시
자료: 중국민항국, iM증권 리서치본부,

(2) 비자: 개인 무비자 상호 적용 기대감

중국은 한국을 포함한 45개국에 대한 무비자 정책을 2026년 12월까지 연장했다. 일반여권 소지자 기준 최장 30일 무비자 체류가 가능하다. 이에 한국은 2025년 9월부터 2026년 6월까지 중국 단체관광객 무비자 입국을 허용했다. 제주도 무사증 제도(최장 30일)는 별개로 상시 유지된다.

구조는 아직 비대칭이다. 중국은 개인 30일 무비자, 한국은 단체에만 한시 허용이다. 그러나 방향은 분명하다. 주한 중국대사관은 2026년 3월부터 중국인 개인 대상 복수비자 발급 기준을 대폭 완화하고 유효기간을 확대했다. 단수 관광비자 신청의 행정 비용과 대기 시간이 줄어드는 만큼 재방문율이 높아지는 구조적 기반이 만들어지고 있다.

핵심 변수는 6월이다. 한국의 단체 무비자 종료 시점에서 양국이 성과를 평가하고 연장 또는 전면 협정으로 나아갈지 여부가 결정된다. 개인 무비자 상호 적용까지 이어진다면, 카지노 VIP 고객의 원정 방문 주기가 단축되며 인바운드에 대한 구조적 재평가가 가능해질 것이다.

(3) 항공: 수요 강세에 공급 확대 본격화

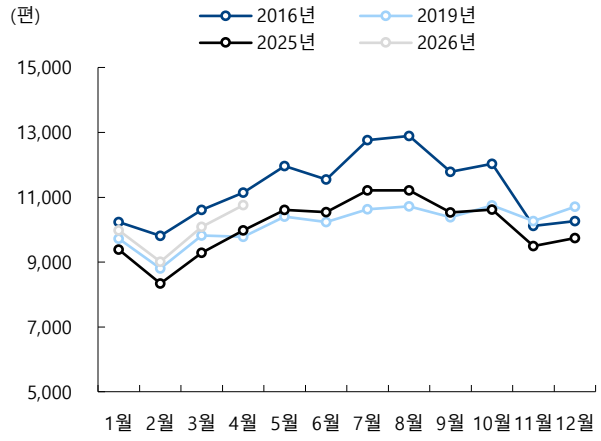
작년 방중 한국인은 316만 명(+37% YoY), 방한 중국인은 548만 명(+19% YoY)으로 양방향 수요가 모두 강하다.

이에 따라 공급 확대도 가속 중이다. 아시아나항공은 중국 노선을 동계 시즌 대비 20% 확대해 총 18개 노선, 주 161회 운항한다. 제주항공은 인천 외 부산·대구·제주 등 지방 출발 중국 노선을 적극 확대하고 있다. 국토교통부에 따르면 지방 네트워크 강화를 위해 김해-인천 노선을 주 4회로 증편하고, 제주-인천 노선을 신설하여 5월부터 운항되기 시작했다.

중국 측에서도 닝보-제주 증편, 스자좡-제주·부산·청주 신설, 서울행 증편 등 한국향 노선 확장이 구체화됐다. 중국민용항공국(CAAC) 2026년 하계 시즌 기준 한국 포함 주요 관광객 유입국 16개국과 중국 간 국제 여객편은 전년 대비 13% 증가한다. 지역별로 상하이/베이징/광저우/청두/선전 공항의 주간 항공편 운항 횟수가 가장 많다.

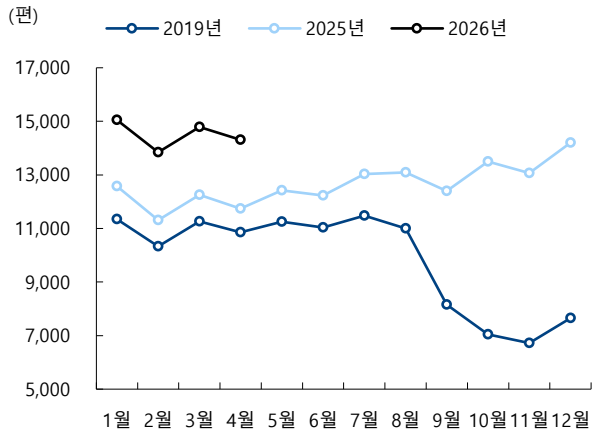
제주 노선의 업사이드도 남아 있다. 현재 중국 본토-제주 연결 노선은 12개로, 2016년 10월 기준 27개 대비 절반에도 못 미친다. 2016년 당시 방한 중국인이 연간 800만 명에 달했다는 점을 감안하면 현재 노선 공급은 수요 회복 속도를 따라가지 못하고 있다. 노선 회복 자체가 추가 인바운드 수요를 만들어내는 선순환 구조다.

그림84. 중국 노선 운항편수 추이: 4월 10,760편(+8%YoY)



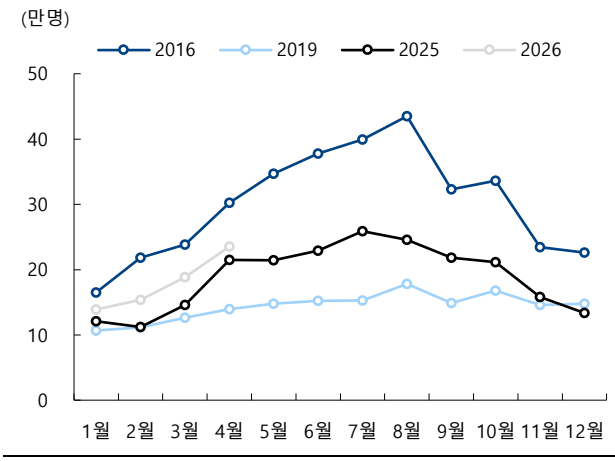
자료: 인천국제공항, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림85. 일본 노선 운항편수 추이: 4월 14,303편(+22%YoY)



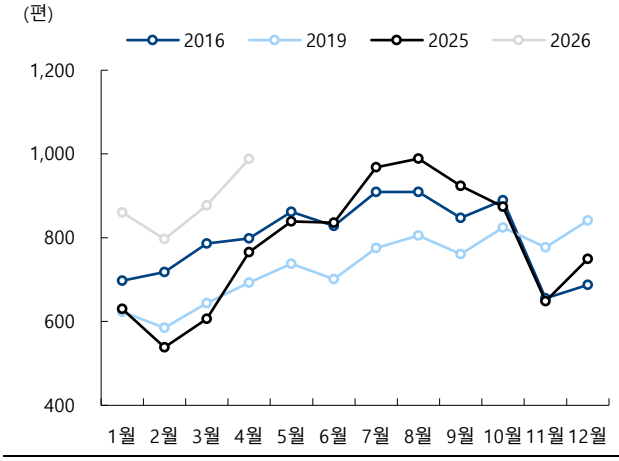
자료: 인천국제공항, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림86. 제주 입도객 추이



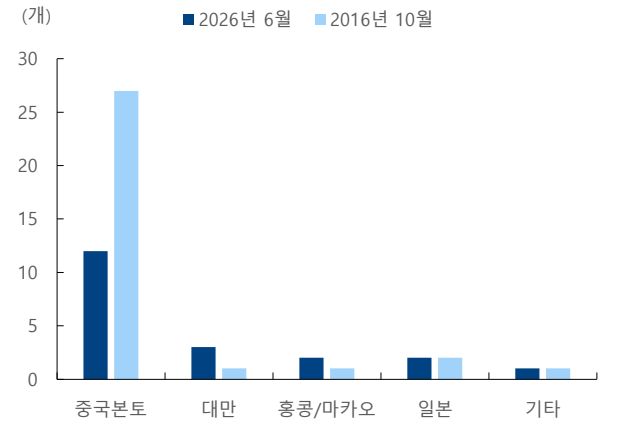
자료: 제주관광협회, iM증권 리서치본부

그림87. 제주 도착 국제선 운항편수 추이



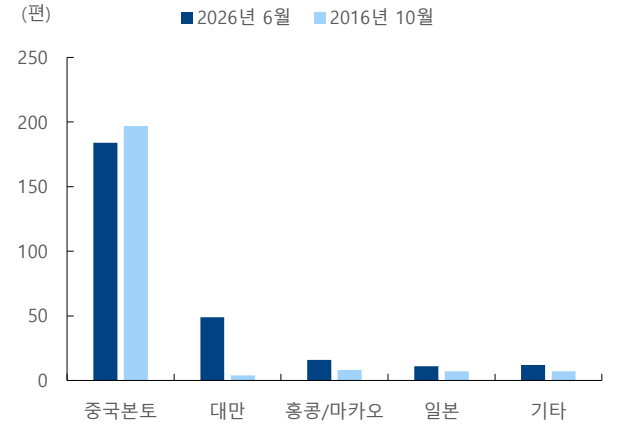
자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부,

그림88. 지역별 제주공항 도착 노선 수 비교



자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부

그림89. 지역별 제주공항 운항 편수 비교



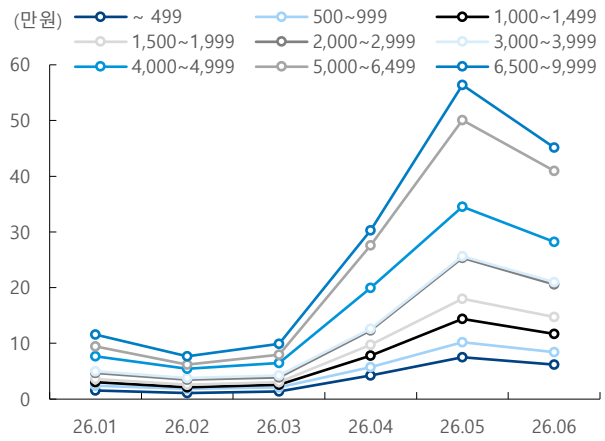
자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부

(4) 고유가·고환율: 단거리 수요 전환의 수혜

미국-이란 갈등에 따른 유가 급등과 고환율 지속으로 중장거리 여행 비용 부담이 커지면서 단거리 선호 현상이 뚜렷해지고 있다. 유류할증료가 5월 고점 기록 후 6월 소폭 하락했지만, 여전히 연초대비 평균 4배 수준으로 형성돼 있다. 중장거리 이용률 감소 수요가 단거리 목적지로 전환될 가능성이 크다. 마카오·한국·일본이 대표적인 중국 인바운드 수혜권인데, 이 중 한국은 한일령 반사이익까지 중첩되며 가장 유리한 위치에 있다.

2025년 이후 위안화는 강세 기조를 유지하고 있으며, 2026년에는 원화 약세폭이 엔화보다 더 크게 나타나면서 위안화 대비 원화의 상대적 약세가 두드러지고 있다. 위안화 강세와 원화 약세의 조합은 중국인 방한객의 실질 구매력을 동시에 끌어올린다. 카지노 칩 구매 단가가 낮아진다는 것은 드롭액 증가로 직결된다. 단순 관광 소비보다 카지노처럼 고단가 지출에서 환율 효과가 극대화되는 구조다.

그림90. 한국 출발 국제선 유류 할증료 추이(편도 기준)



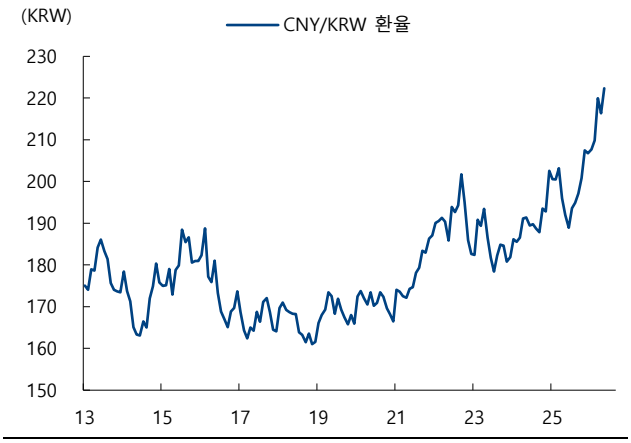
자료: 대한항공, iM증권 리서치본부

표12. 대권거리별 주요 노선

대권거리	주요 노선
~499	인천-선양, 칭다오, 다롄, 옌지, 후쿠오카
500~999	인천-상하이 푸동, 베이징, 톈진, 창사, 난징, 항저우, 나고야, 나리타, 오사카, 타이베이, 삿포로, 오키나와
1,000~1,499	인천-광저우, 시안, 선전, 샤먼, 홍콩, 울란바타르, 마카오
1,500~1,999	인천-마닐라, 하노이, 세부, 다낭
2,000~2,999	인천-방콕, 싱가포르, 양곤, 쿠알라룸푸르, 프놈펜, 호찌민, 괌, 델리, 카트만두, 치앙마이, 푸껫, 나트랑, 푸꾸옥
3,000~3,999	인천-자카르타, 덴파사르
4,000~4,999	인천-모스크바, 두바이, 호놀룰루, 브리즈번, 이스탄불
5,000~6,499	인천-런던, LA, 라스베거스, 밴쿠버, 샌프란시스코, 시드니, 시애틀, 암스테르담, 오클랜드, 파리, 프랑크푸르트, 밀라노, 비엔나, 로마, 부다페스트, 프라하, 취리히, 마드리드, 리스본
6,500~9,999	인천-뉴욕, 댈러스, 보스턴, 시카고, 애틀랜타, 워싱턴, 토론토

자료: 대한항공, iM증권 리서치본부

그림91. 위안/원 환율



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림92. 엔/원 환율 추이

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

3. 중국인의 소비 패턴 전환: 소유에서 경험으로

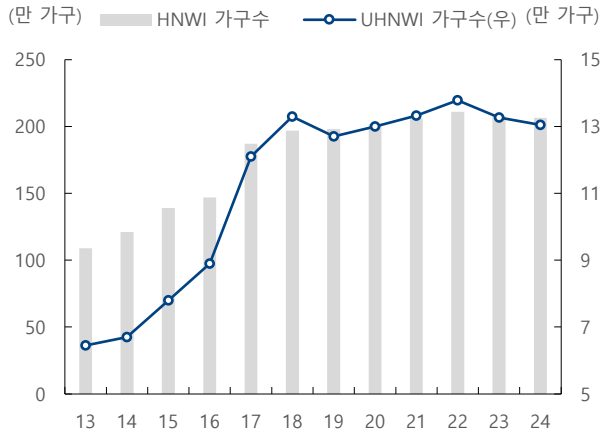
중국 소비 패턴의 무게중심이 이동하고 있다. 물질적 소유에서 경험과 서비스로의 전환이다. 이 변화는 일시적 트렌드가 아니라 중국 정책 방향과 일치하는 구조적 흐름이다. 제15차 5개년 계획이 가계 소비율 목표치를 역사상 최초로 명시하고 '휴일 경제 및 서비스 소비'를 중장기 시스템으로 구축하겠다고 선언한 것은, 이 전환이 정책적으로도 지속될 것임을 의미한다. 카지노는 경기 부양의 수혜주가 아니라 중산층 확대와 체험 소비 전환이라는 구조적 트렌드의 수혜주로 재정의된다.

2026년 후룬 중국 럭셔리 소비자 설문조사에서 고액 자산가들은 시계·보석류 등 물질적 소비를 연간 10% 줄이는 대신, 관광·건강 등 서비스 경험 지출을 12% 늘릴 계획이라고 밝혔다. 가장 인기 있는 여가 활동은 여행(32%), 미식(21%)으로, 각각 전년 대비 11%p, 5%p 상승했다. 소비의 초점이 재화에서 정서적 가치로 이동하고 있는 것이다. 고액 자산가층의 소비 복귀는 VIP 카지노 수요와도 직결된다. 2024년 기준 순자산 1,000만 위안 이상 고액자산가(HNWI) 가구 207만, 1억 위안 이상 초고액자산가(UHNWI) 가구 13만으로 팬데믹 이전 대비 오히려 증가한 상황에서, 이들의 여가 지출이 물질적 소비에서 프리미엄 체험으로 이동한다는 것은 VIP 카지노 수요의 질적 회복을 의미한다.

중국 최대 OTA 씨트립(Ctrip) 플랫폼에서 '관심사 기반 맞춤 여행' 주문량이 전년 대비 78% 증가했다는 지표도 같은 방향을 가리킨다. 과거 단체 패키지 중심이었던 여행 방식이 개별 여행과 체험 위주로 재편되고 있다. 제주도 바다낚시 맞춤 일정처럼 핵심 경험 니즈를 중심으로 여행을 설계하는 방식이 보편화되고 있다. 여행 정보 탐색 경로도 바뀌었다. 중국인이 해외 여행 목적지나 일정을 선택할 때 샤오홍슈·더우인 등 소셜 미디어를 주로 활용하면서, K-콘텐츠가 SNS를 통해 확산되는 과정에서 한국이 여행지로 자연스럽게 노출되고 있다. 특히 한국행 항공편 가격과 소요 시간이 중국 내 주요 도시 이동과 큰 차이가 없다는 점에서, 한국은 중국인에게 심리적 거리감이 낮은 인기 해외 목적지로 자리매김했다.

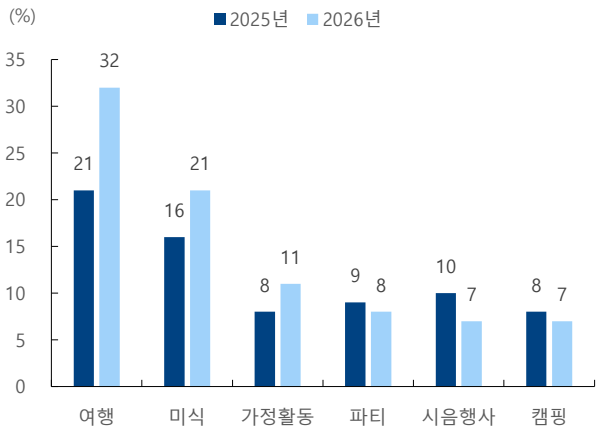
이 소비 패턴 전환이 카지노 산업에 구조적으로 유리한 이유는 명확하다. 체험형 소비에서 프리미엄이 붙는 경험은 두 가지 조건을 충족해야 한다. 희소성과 비대체성이다. K-컬처 공연·의료 관광·쇼핑을 위해 한국을 찾은 방문객이 체류 시간을 늘리는 과정에서 카지노로 유입되는 경로가 만들어지고 있다. 가족 동반 방문이 늘수록 배우자나 일행이 카지노를 찾을 유인도 함께 커진다. 롯데관광개발과 파라다이스가 호텔·공연·쇼핑을 카지노와 결합한 것은 이 경로를 선점하기 위함이다.

그림93. 중국 고액자산가 가구 수 추이



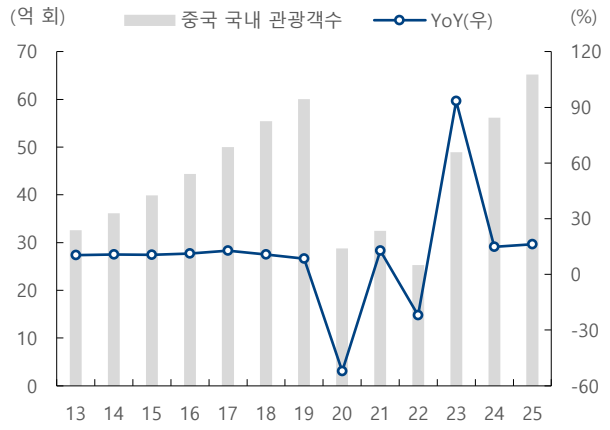
주: HNWI(High Net Worth Individual)는 순자산 1,000만위안 이상 가구, UHNWI(Ultra High Net Worth Individual)는 1억 위안 이상 가구를 의미
자료: Hurun, iM증권 리서치본부

그림94. 중국 고액자산가층이 가장 선호하는 여가 방식



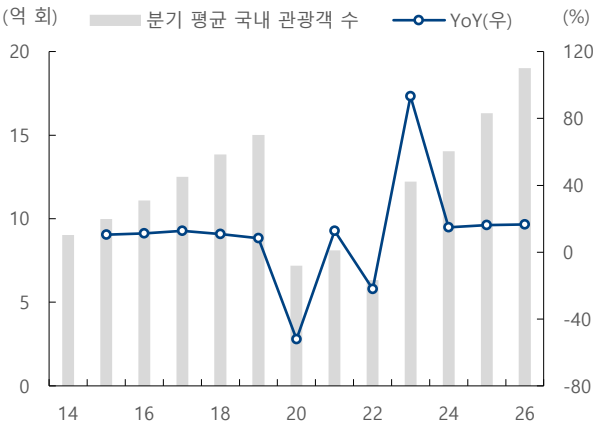
자료: Hurun, iM증권 리서치본부

그림95. 중국 국내 여행 건수 추이: 2025년 65억회(+16% YoY)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림96. 중국 분기 평균 국내 관광 건수: 1Q26 19억회(+6% YoY)

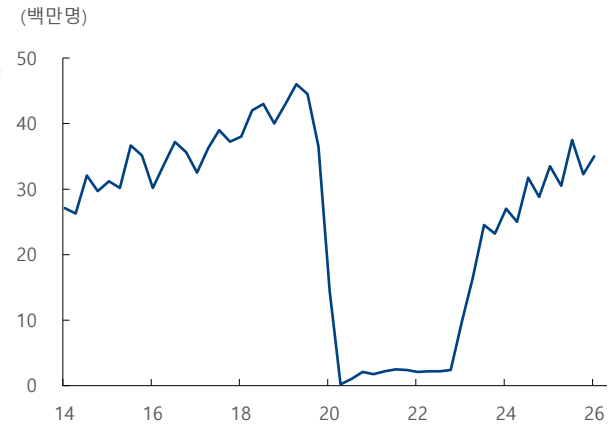


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림97. 중국 OTA 취날(Qunar) 인기 판매 상품 - 서울, 제주도

자료: Qunar, iM증권 리서치본부

그림98. 중국 출국자 수 추이: 1Q26 3,500만명(+4% YoY)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 한국 카지노의 차별화 요소

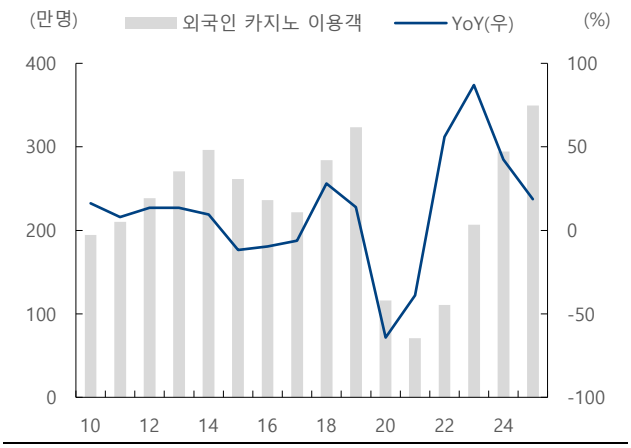
1. 한국 카지노 현황: 외국인 카지노의 고성장

한국 카지노는 외국인 전용 카지노 17개(파라다이스·롯데관광개발·GKL 등), 내국인 허용 카지노 1개(강원랜드)로 구분되며, 모두 문화체육관광부 허가 하에 운영된다. 이에 따라 카지노 매출액의 10%를 관광진흥개발기금으로, 4%를 개별소비세로 납부해야 하며, 이에 더해 강원랜드는 폐광지역개발기금 (카지노 매출액의 13%)과 기부금을 추가 부담한다.

외국인 카지노 이용객 수는 2025년 약 350만명으로 2019년 대비 108%를 기록하며 구조적 성장 국면에 진입했다. 2025년 외국인 카지노 3사(파라다이스·롯데관광개발·GKL) 합산 매출액은 2.2조원(+15% YoY), 영업이익은 3,518억원(+65% YoY)을 기록했다. 매출 성장률 대비 영업이익 성장률이 가파르다는 것은 드롭액 증가에 따른 고정비 레버리지 효과가 본격화되고 있음을 의미한다. 특히 제주드림타워를 운영 중인 롯데관광개발 실적 개선이 주요했다.

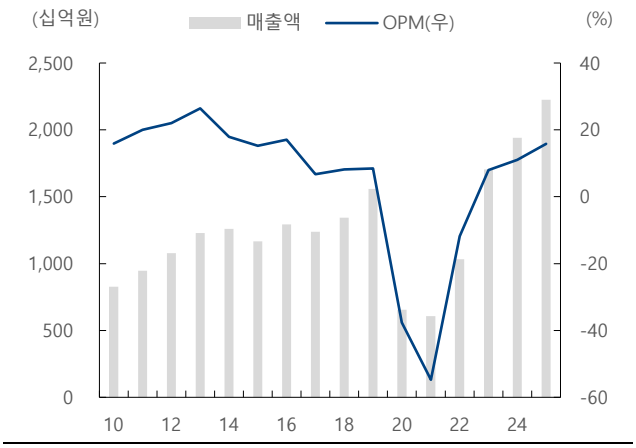
강원랜드는 2025년 매출액 1.5조원(+3% YoY), 영업이익 2,353억원(-18% YoY)을 기록했다. 국내 유일의 내국인 출입 가능 카지노라는 독점적 지위를 보유하고 있지만, 이용객의 99%가 내국인으로 외부 성장 동력이 사실상 없다. 공기업 특성상 베팅한도·영업시간·시설 확장 모두 정부 승인이 필요하고 매출총량이 존재해 매출 성장에 구조적 상한선이 존재하며, 외국인 전용 카지노 대비 높은 세금이 수익성 개선에 부담이다. 다만 2026년 4월 착공한 제2카지노 증설로 2028년 카지노 면적이 약 1.5배 증가하며 중장기적 성장 동력이 강화될 것으로 기대된다.

그림99. 외국인 카지노 이용객 추이



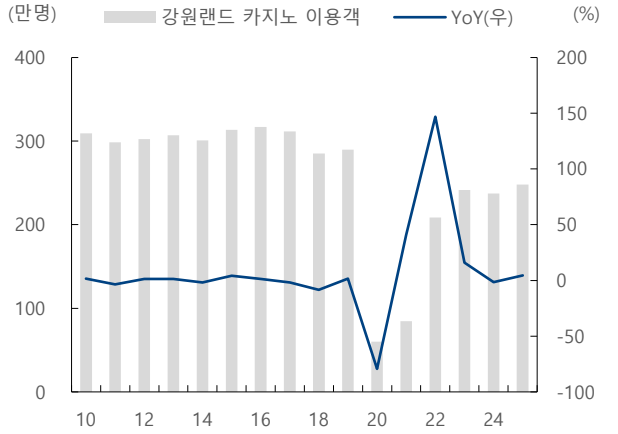
자료: 문화체육관광부, iM증권 리서치본부

그림100. 외국인 카지노 3사 합산 실적 추이



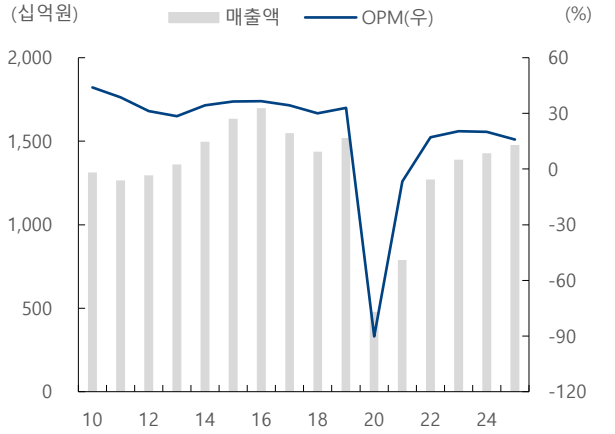
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림101. 강원랜드 카지노 이용객 추이(내국인 비중 99%)



자료: 강원랜드, iM증권 리서치본부

그림102. 강원랜드 실적 추이



자료: 강원랜드, iM증권 리서치본부

표13. 국내 외국인 카지노 업체 현황: 13개 법인, 17개 영업장, 총 매출액 2.3조원, 입장객 349만명

시.도	카지노명	허가일	운영형태	2025년 매출액(억원)	2025년 입장객(만명)	허가 면적(㎡)
서울	파라다이스카지노 워커힐점	'68.03.05	임대	3,422	48	3,083
	세븐럭카지노 강남코엑스점	'05.01.28	임대	2,056	36	2,158
	세븐럭카지노 서울드래곤시티점	'05.01.28	임대	1,507	57	2,137
부산	세븐럭카지노 부산롯데점	'05.01.28	임대	691	18	1,584
	파라다이스카지노 부산지점	'78.10.29	직영	581	10	1,484
인천	파라다이스카지노(파라다이스시티)	'67.08.10	직영	4,854	44	8,727
	인스파이어카지노(인스파이어)	'24.01.23	직영	2,860	38	14,650
강원	알펜시아카지노	'80.12.09	임대	0	0	633
대구	호텔인터불고대구카지노	'79.04.11	임대	201	7	1,485
제주	제주완리카지노	'75.10.15	임대	0	0	1,605
	드림타워카지노(제주드림타워)	'85.04.11	직영	5,206	59	5,841
	파라다이스카지노 제주지점	'90.09.01	임대	239	10	1,196
	블루원카지노	'90.09.01	임대	4	1	1,240
	레스에이카지노(제주신화월드)	'90.09.01	직영	542	15	5,646
	제주오리엔탈카지노	'90.11.06	임대	7	2	865
	세븐스타카지노	'91.07.31	임대	409	4	1,176
	골드마운틴카지노	'95.12.28	임대	59	1	1,348

주: 매출액은 관광기금 부과 대상 매출액 기준
자료: 문화체육관광부, iM증권 리서치본부

표14. 국내 카지노 세금 부과 내역

구 분	과세방식	비 고
관광진흥개발기금	매출 10억원 이하 : 1% 매출 10억원 초과 100억원 이하 : 1천만원+ 10억원 초과금액의 5% 매출 100억원 초과 : 4억 6천만원 + 매출 100억원 초과금액의 10%	매출 금액별 단계적 적용
개별소비세	매출 500억원 이하 : 과세 없음 매출 500억원 초과 1,000억원 이하 : 500억원 초과금액의 2% 매출 1,000억원 초과 : 10억원 + 1,000억원 초과금액의 4%	매출 금액별 단계적 적용
교육세	개별소비세 부과금액의 30%	
폐광지역개발기금	(~2020년) 법인세 차감전 순이익의 25% (2021년~) 카지노 매출액의 13%	강원랜드만 해당 ('법인세차감전순이익'에 대한 해석차이로 2014~2019년 추가고지분 발생, 현재 행정소송 진행 중)

자료: 사행산업통합감독위원회, iM증권 리서치본부

2. 한국 카지노의 프리미엄 전략

마카오 운영사들이 정킷 이후 다이렉트 VIP/Premium Mass 내재화로 전략을 수렴했듯, 한국 외국인 전용 카지노 3사도 동일한 방향을 향하고 있다. 핵심은 VIP/Premium Mass 고객의 체류시간을 늘리고, 재방문율을 높이고, 카지노 외 소비까지 흡수하는 통합 구조를 만드는 것이다.

(1) 멤버십을 통한 락인(Lock-in) 효과

카지노 멤버십을 운영하며 등급별 실적에 따라 차별화된 콤프(Comp) 및 맞춤형 혜택을 제공한다. 콤프는 숙박, 항공, 식음료 등 카지노 고객에게 제공하는 복합적인 혜택을 의미한다.

롯데관광개발은 카지노 멤버십을 7개 등급으로 세분화했다. 게임을 통해 적립되는 롯데투어클럽 포인트는 제주 드림타워 내 모든 아울렛에서 1포인트당 1원으로 사용 가능하다. 카지노 베팅이 쇼핑 소비로 전환되는 구조로, 고객이 드림타워 생태계 안에서 돈을 순환시키도록 설계했다. 국내 카지노사 중 멤버십이 가장 세분화돼 있으며, 이는 Premium Mass 고객부터 최상위 VVIP에 이르기까지 타깃층별 요구에 부합하는 맞춤형 혜택을 다각도로 제공하기 위함이다. 특히 Premium Mass 고객층에게 식음료(F&B) 혜택 상향, 제휴 호텔 객실 지원 및 할인, 고급 스파·웰니스 케어 등 라이프스타일 전반을 아우르는 '체감형 프리미엄 서비스'를 집중 배치하여 VIP에 준하는 심리적 만족감을 제공하여 락인(Lock-in) 효과를 극대화한다.

파라다이스는 클럽 멤버십(3개)과 포인트 멤버십(2개) 이원 체제로 운영한다. 포인트 멤버십은 이용 실적에 따라 적립되며 파라다이스시티 내 모든 시설에서 현금처럼 사용 가능하다. 클럽 멤버십은 VIP 전용 라운지, 프라이빗 게임 룸, 이벤트·공연 초청 등 카지노 게임 외의 경험을 묶어 상위 고객의 충성도를 높이는 구조다. 포인트는 재방문 유인이고, 클럽은 이탈 방지 장치다.

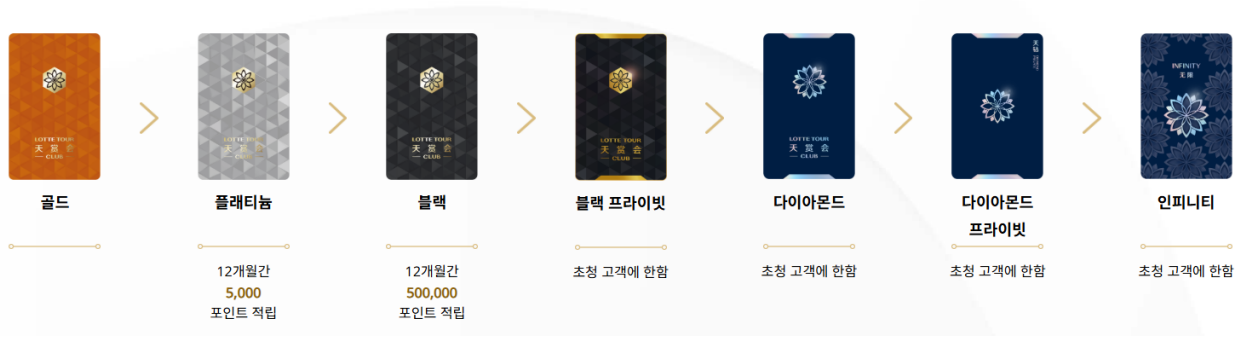
GKL은 2026년 4월 신규 등급인 '프리미어(Premier)'를 도입하며 카지노 멤버십 체계를 5개 등급으로 확대했다. 향후 고객층 세분화와 맞춤형 마케팅 강화를 통해 Premium Mass 고객 유치와 고객 충성도 제고가 기대된다.

표15. 카지노별 멤버십 등급 구분: VIP 등급은 초청 고객 한정 가입 가능

카지노	구분	등급	개수
롯데관광개발	Mass	GOLD(기본), PLATINUM(5천점), BLACK(50만점)	3
	VIP	BLACK PRIVATE, DIAMOND, DIAMOND PRIVATE, INFINITY	4
파라다이스	Mass	RED(기본), PURPLE(10만점), GOLD(145만점)	3
	VIP	PLATINUM, DIAMOND	2
인스파이어	Mass	SIGNATURE(기본), SIGNATURE GOLD(50만점)	2
	VIP	ROYAL, ROYAL BLACK	2
GKL	Mass	SILVER, GOLD, PREMIER	3
	VIP	VIP, RUBY	2

자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림103. 롯데관광개발 제주드림타워 카지노 멤버십 제도: 7개 등급



자료: 롯데투어클럽, iM증권 리서치본부

그림104. 파라다이스 카지노 회원 대상 신라면세점 혜택 제공

자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림105. GKL 카지노 멤버십 PREMIER 등급 추가(4/7)

자료: GKL, iM증권 리서치본부

(2) 객실 수가 곧 카지노 고객 수용력

마카오에서 확인했듯 객실 구성은 카지노 사업자의 VIP/Premium Mass 수용 능력과 직결된다. 제주드림타워(그랜드 하얏트 제주)는 전체 객실(1,600실)이 스위트룸으로 구성된 올 스위트(All-Suite) 호텔이다. 가장 기본 객실이 65㎡(약 20평)부터 시작하며 130㎡ 프리미어 스위트(127실), 195㎡ 디플로매틱 스위트(5실), 260㎡ 프레지덴셜 스위트(1실)로 세분화된다. 전 객실 스위트 구조는 VIP 고객에게 심리적 프리미엄을 제공하는 동시에, 콤프(Comp) 객실 제공 시 차별화된 경험을 담보한다.

파라다이스시티는 최근 대규모 객실 확장을 단행했다. 기존 호텔 파라다이스(711실)와 아트파라디소(58실 전 객실 스위트) 외에, 그랜드 하얏트 인천의 웨스트 타워를 2,100억 원에 인수해 '하얏트 리젠시 인천 파라다이스시티'로 리브랜딩 후 501실을 추가 확보했다. 새로 짓지 않고 단숨에 객실을 65% 확대한 전략이다. 기존 파라다이스시티 복합리조트와 도보 5분 거리로 동선도 편하다. 투숙객 대상 파라다이스시티 다이닝 15% 할인, 씨메르·원더박스 50% 할인 제공으로 체류 소비를 끌어들이는 구조까지 갖췄다.

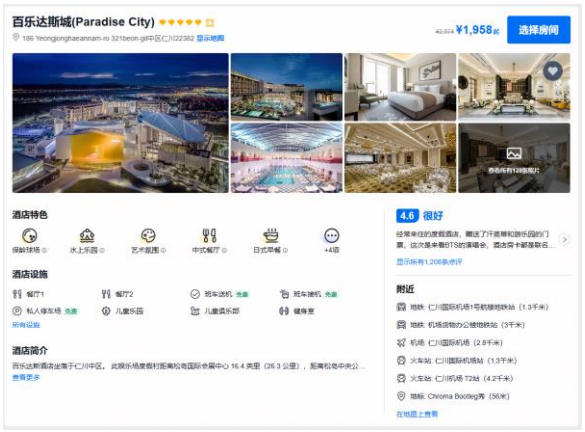
GKL은 서울 강남 코엑스, 강북, 부산 롯데 등 핵심 거점의 제휴 호텔 객실과 연계하여 고객에게 콤프 객실을 제공한다.

(3) 마카오의 Mass가 한국에서는 VIP

마카오에서 VIP 대접을 받으려면 수억 원대 베팅이 전제된다. 한국 카지노의 차별화 포인트는 멤버십을 세분화해 마카오 기준 Mass 고객도 한국에서는 VIP 등급을 부여받고 전용 라운지·프라이빗 게임룸·이벤트 초청 혜택을 누릴 수 있도록 설계했다는 것이다. 등급이 올라갈수록 콤프 객실 업그레이드, 전용 다이닝, 공연 초청 등 게임 외 경험이 더해지며 체류 시간과 재방문율이 자연스럽게 올라가는 구조다.

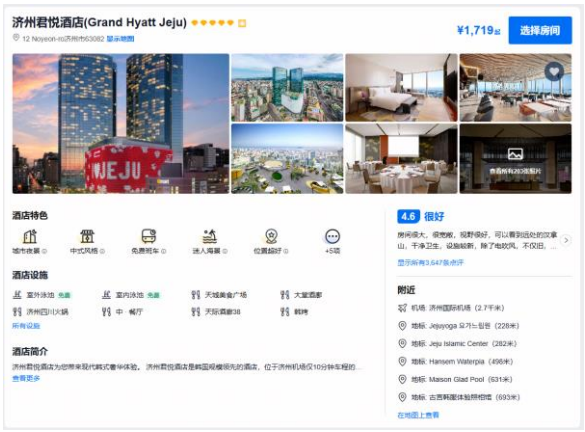
VIP 전용 통로와 독립 게이밍 공간을 통해 일반 고객과의 동선을 완전히 분리함으로써 이용객의 익명성과 프라이버시를 보장한다. 또한 K-의료·쇼핑·카지노를 연계한 복합 패키지를 제공할 경우, 카지노 방문이 주목적이 아닌 고객까지 자연스럽게 카지노 이용 고객으로 전환할 수 있다. 특히 마카오에서 VIP 등급에 도달하지 못했던 고객이 한국에서 차별화된 VIP 서비스를 경험하게 되면 높은 만족도와 재방문 의향으로 이어지며, 장기적으로 고객 충성도와 수익성을 높이는 선순환 구조를 구축할 수 있다.

그림106. 파라다이스 시티 Ctrip 평점 4.6/후기 1,208개



자료: Ctrip, iM증권 리서치본부

그림107. 그랜드 하얏트 제주 Ctrip 평점 4.6/후기 3,647개

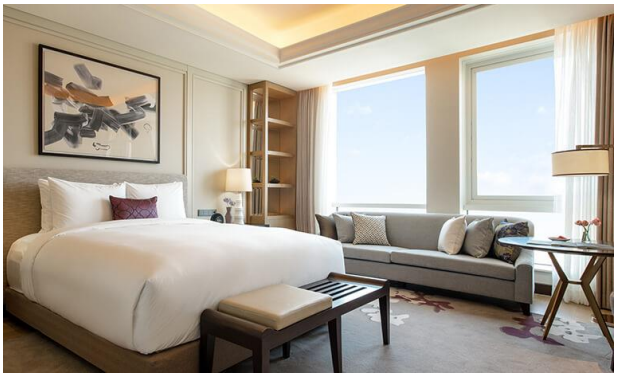


자료: Ctrip, iM증권 리서치본부

그림108. 그랜드 하얏트 제주 전 객실 스위트룸 구성(65㎡~)

자료: 제주드림타워, iM증권 리서치본부

그림109. 파라다이스 호텔 일반 객실(45㎡)/스위트 객실(68㎡~)

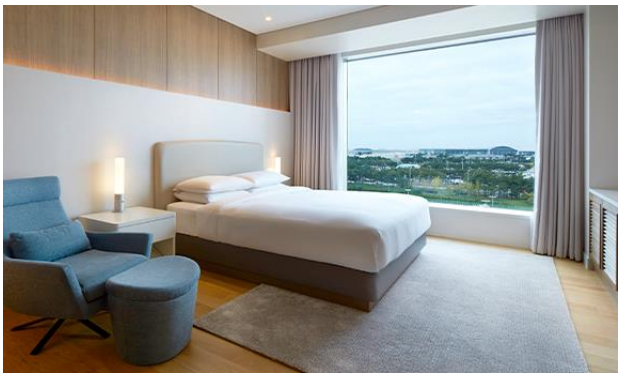


자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림110. 아트파라디소 전 객실 스위트룸 구성(62㎡~)

자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림111. 하얏트 리젠시 인천 일반 객실(38㎡)/스위트 객실(74㎡~)



자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

(3) 마카오의 Mass가 한국에서는 VIP

마카오에서 VIP 대접을 받으려면 수억 원대 베팅이 전제된다. 한국 카지노의 차별화 포인트는 멤버십을 세분화해 마카오 기준 Mass 고객도 한국에서는 VIP 등급을 부여받고 전용 라운지·프라이빗 게임룸·이벤트 초청 혜택을 누릴 수 있도록 설계했다는 것이다. 등급이 올라갈수록 콤프 객실 업그레이드, 전용 다이닝, 공연 초청 등 게임 외 경험이 더해지며 체류 시간과 재방문율이 자연스럽게 올라가는 구조다.

VIP 전용 통로와 독립 게이밍 공간을 통해 일반 고객과의 동선을 완전히 분리함으로써 이용객의 익명성과 프라이버시를 보장한다. 또한 K-의료·쇼핑·카지노를 연계한 복합 패키지를 제공할 경우, 카지노 방문이 주목적이 아닌 고객까지 자연스럽게 카지노 이용 고객으로 전환할 수 있다. 특히 마카오에서 VIP 등급에 도달하지 못했던 고객이 한국에서 차별화된 VIP 서비스를 경험하게 되면 높은 만족도와 재방문 의향으로 이어지며, 장기적으로 고객 충성도와 수익성을 높이는 선순환 구조를 구축할 수 있다.

그림112. 제주드림타워 카지노 공간

자료: 제주드림타워, iM증권 리서치본부

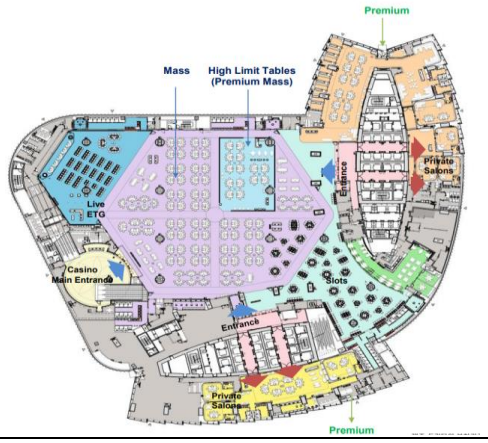
그림113. 파라다이스시티 카지노 공간

자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림114. 파라다이스시티 카지노 VIP 전용 공간

자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림115. 롯데관광개발 카지노 VIP 전용 공간 운영



자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

표16. (참고) 롯데관광개발 카지노 멤버십(롯데투어클럽) 등급별 혜택

멤버쉽 카드 등급별 혜택	GLD	PLT	BLK	DIA	DPI
리조트 내 아울렛, 레스토랑, 라이프 스타일 할인	10%	15%	20%	25%	30%
매주 프로모션 칩, 슬롯보너스 및 추가 포인트 혜택	x1	x1	x2	x3	x3
포인트 적립 리워즈					
포인트 적립 프로모션 참여					
무료 와이파이 서비스					
리조트 내 포인트 사용 (편의점 제외)					
24시간 클럽 멤버쉽 핫 라인					
카지노 케이지 어카운트 서비스					
클럽 상품 교환					
호텔 객실 스페셜 가격					
카지노 객실 내 호텔 미니바 무료					
카지노 하이 리밋 입장					
휴대품 보관 서비스					
신용카드 수수료 면제					
멤버 우선 체크인					
12시간 무료 셀프 주차					
하이리밋 스페셜 식음료 메뉴					
한국 내 데이터 로밍 카드 (트립당 1장)					
카지노 프라이빗 게임 살롱 입장 (최소 칩 구입 필요)					
카지노 호스트 지정 배정					
우선 아울렛 예약 (리조트 내 전체 부대시설)					
7일내 최고 우대 환율					
호텔 익스프레스 체크인					
리무진 사용 서비스					
한정판 상품 아이템					
무제한 셀프 주차					
국내 항공편					
멤버쉽 업그레이드 선물					
그랜드 하얏트 피트니스 센터 (숙박중인 손님에 한해 2인)					
그랜드 하얏트 그랜드 클럽 (매일 2인)					
특별 우대 환전 환율					
개인 게임 테이블과 슬롯 머신 예약 서비스 (예약시 확정)					
클럽 전용 이벤트 참가					
얼리 체크인/레이트 체크아웃 서비스					
호텔 웰컴 기프트					
생일 기프트					

자료: 롯데투어클럽, iM증권 리서치본부

3. K-인기를 활용한 프로모션 강화

기존의 단순 카지노 위주 마케팅에서 벗어나 K-컬처와 럭셔리 관광을 결합한 고부가 체류형 패키지 전략을 전면 확대하고 있다. 이는 글로벌 VIP 및 프리미엄 매스 고객의 다변화된 라이프스타일 요구를 충족시키고, 방한 외국인의 리조트 내 비카지노 소비를 극대화하기 위한 구조적 전환으로 판단된다.

(1) 롯데관광개발

한 컬렉션(HAN Collection) 운영: 제주 드림타워 및 서울 광화문에 국내 정상급 K-패션 디자이너 200~300여 명의 브랜드를 포함한 대형 쇼핑몰을 운영하고 있다. K-팝 아티스트의 뮤직비디오 의상을 직접 구매할 수 있는 투어 상품으로도 활용 중이다.

드림 뷰티(Dream Beauty) 매장 고도화: 글로벌 SNS에서 한국 아이돌 메이크업으로 입소문을 탄 국내 유망 인디 화장품 브랜드 31곳(제품 600여 종; 피치씨, 플로운, 리쥬란 등)을 모은 74평 규모의 편집매장을 제주드림타워 내 오픈했다. 글로벌 인플루언서(왕홍 등) 라이브 커머스를 활용해 마케팅을 전개 중이다.

그림116. 롯데관광개발 제주드림타워 3층 K뷰티 쇼핑몰

자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림117. 롯데관광개발 제주드림타워 4층 K패션 쇼핑몰

자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

(2) 파라다이스

'Your Paradise in THE CITY' 프로젝트: 아티스트 컴백 및 대형 공연 시기에 맞춰 리조트 전반을 K-컬처 축제 공간으로 브랜딩했다. 하이브(HYBE)와의 협업을 통해 특화 포토존, 한정판 굿즈, 테마 식음 메뉴를 결합한 고단가 패키지를 판매하며 팬덤 기반의 체류형 모델을 구축했다.

'BTS THE CITY ARIRANG BUSAN' 프로젝트 공식 호텔 지정: 파라다이스 호텔 부산은 BTS 부산 공연 시 부산 지역 유일의 공식 IP 호텔로 참여해 전용 브랜딩 객실 및 투어 상품을 운영하며 다양한 체류형 팬 경험을 제공할 계획이다. 작년 12월부터 BTS 뷔를 모델로 활용한 마케팅을 전개 중이다.

아시아 아티스트 어워즈(AAA) 및 대형 팬미팅 초청: 글로벌 시상식 및 홍보대사 연계 팬미팅 시점에 맞춰 시상식 레드카펫 관람권, VIP 전용 좌석, 한정판 기념품을 묶은 프리미엄 패키지를 출시했다.

그림118. 파라다이스 BTS 뷔 브랜드 홍보 모델

자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림119. 선정 파라다이스 BTS '더 시티 아리랑' 패키지 상품 출시

자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림120. 파라다이스 '인기가요' 패키지 상품 출시

자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림121. 파라다이스 '아시안 팝 페스티벌' 패키지 상품 출시

자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

(3) GKL

코리아그랜드세일 연계 마케팅: 매년 1~2월 문체부 주동 축제 기간에 맞춰 외국인 FIT(자유여행객) 및 카지노 고객 타깃의 '세븐럭 웰컴 팩(3~5만 원 상당 베팅권, 기념 칩)'을 제공한다. K-팝 콘서트 티켓, 전통 다과·막걸리 시음존, K-뷰티 샘플 키트 등을 통해 방한 초기 접점 마케팅을 강화했다.

K-컬처 연계 거점 활용: '코리아뷰티페스티벌', '코리아 버킷리스트' 등 정부 메가 이벤트의 강남·강북 주요 거점 호텔 인프라로서 세븐럭 카지노 연계 마케팅을 진행한다.

크리에이트립 및 지역 협의체 MOU: 방한 외국인 플랫폼 '크리에이트립'과 모바일 플랫폼 '세븐럭 플러스'를 연계해 공연·뷰티·체험 등 지역 기반 콘텐츠를 제공한다. 아울러 서울 용산 지역 소비 진작을 위한 '세븐럭 투어패스 카드'를 출시하며 로컬 관광 편의성을 증대시켰다.

K-의료 관광 프로모션: 한국보건산업진흥원 및 한국의료관광진흥협회와의 MOU를 바탕으로, 아시아·중동 VIP 대상 종합 건강검진, 안티에이징, 프리미엄 스파, 고급 한방 케어를 카지노 실적과 연계해 전액/일부 지원한다. 또한 카지노 내 'K-의료관광테마관'을 운영하며 카지노와 한국 고유의 웰니스 케어를 결합한 맞춤형 코스를 제공한다.

그림122. GKL 광화문 K팝 공연 관련 프로모션 진행

자료: GKL, iM증권 리서치본부

그림123. GKL 한국의료관광진흥협회와 의료관광 관련 MOU 체결

자료: GKL, iM증권 리서치본부

(4) 인스파이어

인스파이어 아레나 중심의 글로벌 팬덤 유치: 국내 톱 아이돌 공연뿐만 아니라 Jacky Cheung, JJ LIN 등 중화권 메가 스타들의 내한 공연을 독점 유치했다. 공연 관람객의 약 60%가 외국인으로 구성되어 있으며, 이들이 대거 입국해 리조트 내 카지노, 호텔, 레스토랑, 쇼핑몰, 워터파크를 동시 이용하는 '원스톱 엔터테인먼트 체류 모델'을 실현했다.

카지노·호텔 인프라와 K-의료 케어의 융합: 리조트 내 성형외과, 치과 등 메디컬 클리닉을 직접 입점시켜 첨단 줄기세포 시술, 안티에이징 등 고부가가치 프로그램을 패키지화했다. 이에 따라 '휴양+엔터테인먼트+의료'를 한 곳에서 해결할 수 있는 공간을 구축했다.

그림124. 인스파이어 아레나 Jacky Cheung 공연

자료: 인스파이어, iM증권 리서치본부

그림125. 인스파이어 VIP 고객 대상 Stray Kids 공연 티켓 제공

자료: 샤오홍슈, iM증권 리서치본부,

표17. 복합리조트 카지노사 마케팅 전략

비교 항목	파라다이스시티 (인천 영종도)	인스파이어 (인천 영종도)	제주드림타워 (제주)
핵심 포지셔닝	'Art & Luxury' 프리미엄 브랜드	'Mega Entertainment' 엔터허브	'Urban Lifestyle' 올인원 시티 리조트
지리적·모객 강점	인천공항 인접, 면세점 연계 네트워크	인천공항 인접, 1.5만석 아레나	제주공항 인접, 제주 무비자 제도
시설 강점	최고급 풀빌라, 예술품 도슨트 투어	대형 미디어아트, 아레나 K-POP 공연	그랜드 하얏트 대규모 객실, 오션뷰

자료: iM증권 리서치본부

Ⅳ. 밸류에이션 및 투자의견

국내 외국인 카지노 밸류에이션 프리미엄 정당화 이유

외국인 카지노 3사(파라다이스·GKL·롯데관광개발) 합산 시가총액은 약 3.5조원으로 강원랜드(3.2조원)를 소폭 상회한다. 외국인 지분율은 롯데관광개발 22%, GKL 13%, 강원랜드 10%, 파라다이스 6% 순이다. 중국 인바운드 회복이 본격화되면서 복합리조트 성장성을 보유한 롯데관광개발과 파라다이스 중심 밸류에이션 리레팅이 가속화될 것으로 기대된다.

현재 외국인 카지노 평균 12MF P/E는 약 12배로 마카오와 유사한 수준이다. 두 시장은 역사적으로 동조성을 보여 왔는데, 복합리조트 성장 기대가 반영됐던 2016년 파라다이스와 마카오는 모두 약 20배 수준에서 거래됐다. 다만 2014년 중국 반부패 규제 당시 한국 카지노 업종은 마카오 대비 상대적으로 견조한 밸류에이션을 유지했는데, 이는 한국의 규제 리스크가 상대적으로 낮기 때문이다. 현재 복합리조트를 보유한 파라다이스와 롯데관광개발은 성장성 측면에서도 우위를 갖고 있어 마카오 대비 밸류에이션 프리미엄 부여가 가능할 것으로 판단된다.

CAPEX 측면에서 강원랜드는 2028년까지 제2카지노·객실 리노베이션·케이블카 등에 총 약 8,000억원을 투입하는데, 대규모 순현금 보유로 재무 부담은 제한적이다. 파라다이스는 하얏트 웨스트타워 인수(2,000억원)와 장충동 호텔 개발(6,000억원)로 CAPEX만 약 8,000억원이며, 개장 초기 고정비 및 금융비용 부담이 발생할 수 있다. 롯데관광개발은 드림타워 개발 과정에서 발생한 약 9,000억원 규모의 차입금이 가장 큰 재무 부담 요인이다. 다만 7월 말 이후 조기상환수수료 없이 리파이낸싱이 가능해지는 만큼 차입금 금리 인하 여부가 향후 순이익 개선의 핵심 변수로 작용할 것이다.

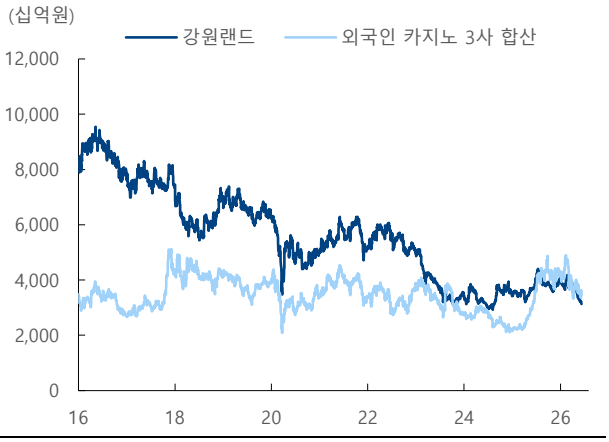
롯데관광개발은 드림타워 CAPEX 투자 사이클 종료에 따른 강한 영업 레버리지 효과가 기대된다. 높은 차입금에 따른 금융비용 부담은 존재하나, 하반기 이후 리파이낸싱을 통한 이자비용 절감 가능성이 높다. 또한 마카오 출신 영업 인력풀을 보유하고 있으며 중화권 고객 비중이 90% 이상, 제주 외국인 카지노 시장점유율이 약 80%에 달해 중국 인바운드 회복의 직접적인 수혜가 예상된다. 특히 국내 카지노 업계에서 가장 세분화된 멤버십 체계를 기반으로 Premium Mass부터 VVIP까지 고객별 맞춤 서비스를 제공하고 있으며, 전 객실 스위트룸(All-suite) 호텔이라는 차별화된 경쟁력도 보유하고 있다. 현재 제주-중국 항공 공급은 2016년 대비 여전히 정상화되지 않은 수준으로, 항공편 회복 시 단일 카지노 기준 최대 실적 달성도 가능할 전망이다.

파라다이스는 그랜드 하얏트 인수를 통한 객실 캐파 확대로 드롭액 성장 여력을 확보했다. 향후 하얏트 객실을 활용한 Premium Mass 대상 콤프(Comp) 전략이 실제 드롭액 증가로 이어지는지가 중요하다. 일본 VIP 수요 강세가 이어지는 가운데, 하반기 중국 마케팅 강화에 따른 중국 VIP 및 Premium Mass 고객 회복이 추가 성장 동력으로 작용할 전망이다. 또한 한·중 상호 무비자 정책 도입 가능성 역시 추가 모멘텀으로 작용할 수 있다. 2028년 장충동 호텔 개발에 따라 단기적으로는 CAPEX 확대에 따른 고정비 및 금융비용 부담이 수익성 변수로 작용할 전망이다. 다만 2017년 파라다이스시티 개장 당시와 달리 현재는 안정적인 현금창출력을 확보한 상태에서 투자가 진행되고 있어, 과거와 같은 투자 부담 우려는 제한적일 것으로 판단된다.

그림126. 외국인 카지노 시가총액 추이

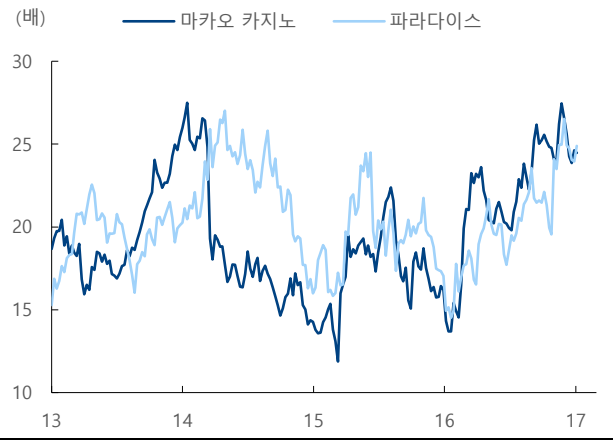
자료: iM증권 리서치본부

그림127. 강원랜드 및 외국인 카지노 합산 시가총액 추이 비교



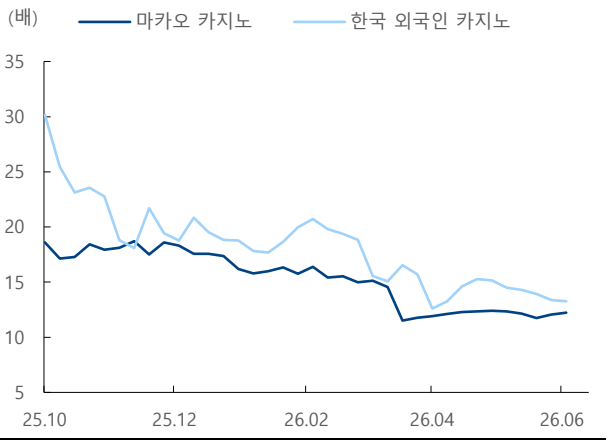
자료: iM증권 리서치본부

그림128. 13-16년 마카오 카지노 및 파라다이스 12MF P/E



자료: iM증권 리서치본부

그림129. 최근 마카오 카지노 및 한국 외국인 카지노 12MF P/E

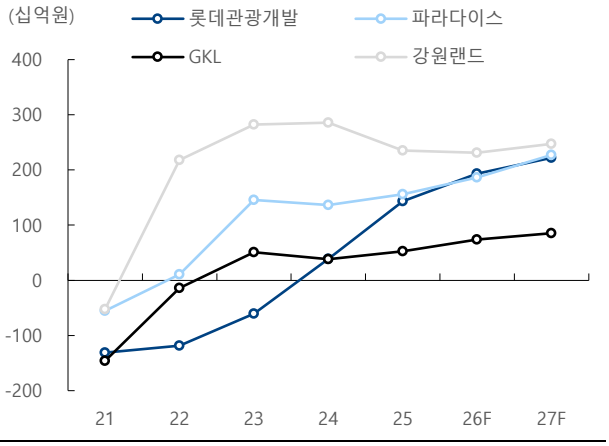


주: 복합리조트 보유하고 있는 파라다이스 및 롯데관광개발 평균 12MF P/E 기준
자료: iM증권 리서치본부

그림130. 카지노 4사 외국인 지분율 추이

자료: iM증권 리서치본부

그림131. 카지노 4사 영업이익 추이



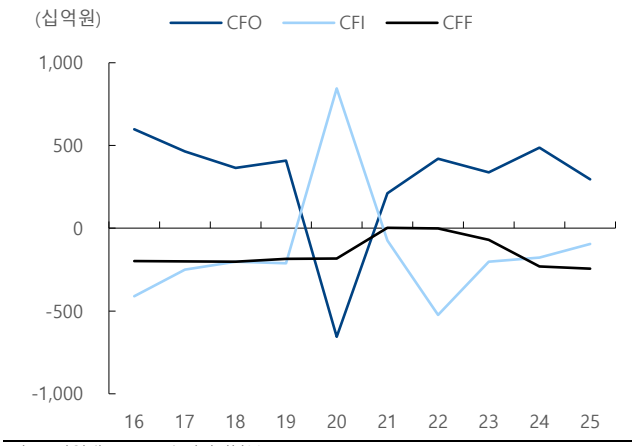
자료: 각 사, iM증권 리서치본부

표18. 글로벌 Peer 그룹 밸류에이션

(2026.06.09)		시가총액	주가 (현지통화)			PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		OPM(%)	EPS 성장률(%)
종목명	통화	(백만$)	종가	1M%	YTD%	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2026E
Galaxy	HKD	17,290	31	-5.6	-19.3	12.2	11.2	1.5	1.5	8.1	7.4	20.7	9.3
Sands China	HKD	15,285	15	-9.9	-24.5	13.2	11.7	8.8	7.8	8.7	8.2	18.0	13.3
MGM China	HKD	5,058	10	-8.1	-20.4	8.1	7.2	7.1	4.7	6.2	5.9	17.1	12.8
Wynn Macau	HKD	3,755	6	-4.1	-5.9	11.0	9.7	N/A	N/A	8.2	7.8	16.4	12.5
SJM Holdings	HKD	1,631	2	-10.4	-25.3	27.3	12.0	0.9	0.8	10.3	9.0	7.6	127.3
LVS	USD	33,655	51	-4.4	-22.0	14.9	13.3	13.2	9.7	8.9	8.5	24.4	11.6
MGM Resorts	USD	12,092	47	21.8	29.5	26.0	21.7	4.4	3.7	3.8	3.6	7.2	19.6
Wynn Resorts	USD	10,880	105	2.4	-12.9	20.5	17.6	N/A	62.6	9.4	8.9	16.3	16.5
Melco Resorts	USD	2,384	6	10.8	-21.4	9.3	6.6	N/A	N/A	6.5	6.1	12.8	40.8
강원랜드	KRW	2,076	14,820	-9.1	-21.8	10.1	9.5	0.8	0.7	1.0	0.9	16.5	5.6
파라다이스	KRW	917	15,120	-5.1	-8.6	14.2	11.5	0.8	0.7	9.3	8.3	15.0	22.9
롯데관광개발	KRW	902	17,310	-13.9	-25.5	17.7	10.3	3.2	2.5	9.1	8.0	25.5	71.2
GKL	KRW	482	11,910	3.6	-20.6	13.5	12.7	1.5	1.4	3.9	3.7	14.0	5.9

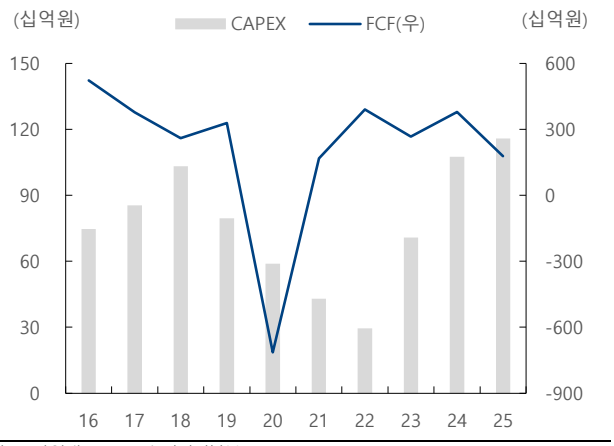
주: 블룸버그 컨센서스 기준. 자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림132. 강원랜드 영업/투자/재무활동현금흐름 추이



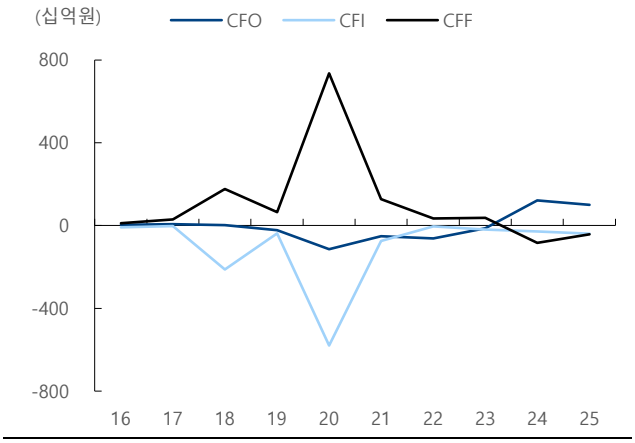
자료: 강원랜드, iM증권 리서치본부

그림133. 강원랜드 CAPEX 및 잉여현금흐름 추이



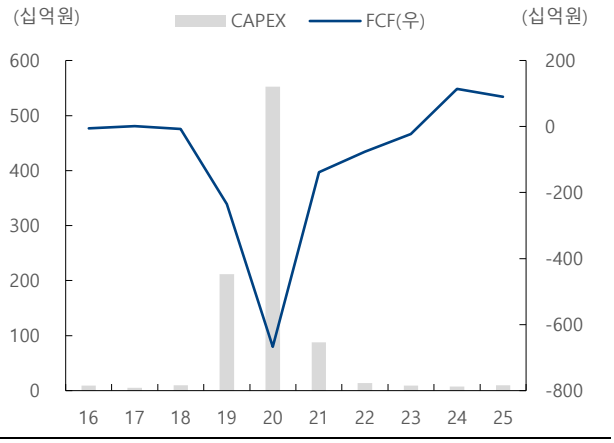
자료: 강원랜드, iM증권 리서치본부

그림134. 롯데관광개발 영업/투자/재무활동현금흐름 추이



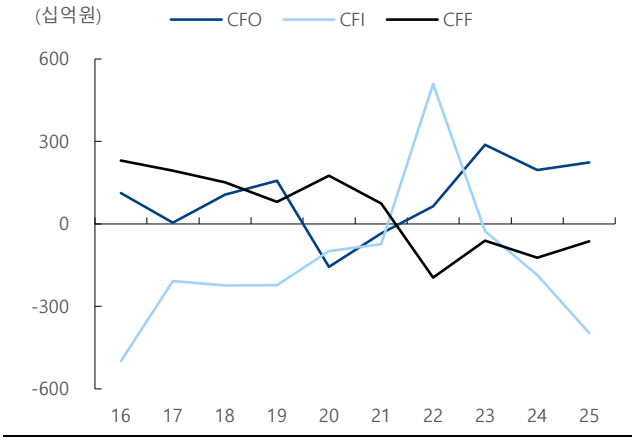
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림135. 롯데관광개발 CAPEX 및 잉여현금흐름 추이



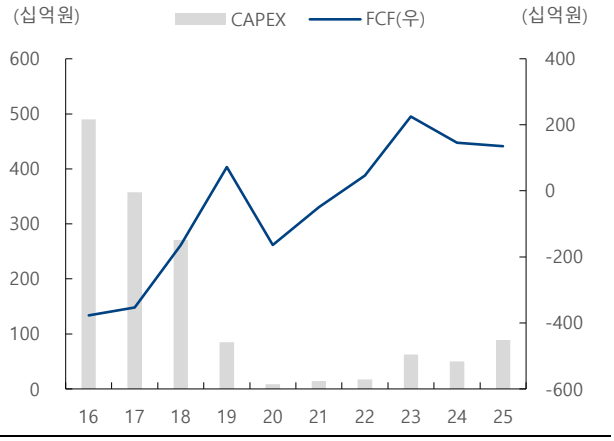
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림136. 파라다이스 영업/투자/재무활동현금흐름 추이



자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림137. 파라다이스 CAPEX 및 잉여현금흐름 추이



자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

기업분석

롯데관광개발(032350)

조 단위 투자의 과실 수확기 진입

파라다이스(034230)

성수기 하얏트 인수 효과 본격화 기대

GKL(114090)

중국 VIP의 가파른 회복 가시화

강원랜드(035250)

2028년 카지노 증설 효과 기대

롯데관광개발 (032350)

2026.06.10

조 단위 투자의 과실 수확기 진입

[엔터/레저] 황지원
2122-9180 jiwon.hwang@imfnsec.com

제주 카지노 점유율 80%로 중국인 인바운드 확대 수혜 흡수

2026년 매출액 7,631억원(+17% YoY), 영업이익 1,929억원(+35% YoY)을 전망한다. 제주(하얏트)에 1,600개의 스위트 객실을 보유하고 있고, 성수기인 작년 3분기 기준 호텔 OCC 90%, 카지노 고객 사용 객실 비중 49%로 콤프 제공 여력은 충분하다. 테이블 당 최소/최대 베팅 금액도 상향 조정했는데, 현재 최소 베팅 금액 20/30만원 테이블 비중은 전체의 66%(2025년 대비 +21%p)를 차지하며, 3월부터 최대 1.5억원까지 베팅 가능한 테이블 수가 기존 9대에서 56대로 증가했다. 카지노 멤버십 회원 수는 14만명으로 연초 이후 약 20% 증가했다. 7개로 세분화된 멤버십을 통해 Premium Mass 고객부터 최상위 VVIP까지 등급별 맞춤형 혜택을 제공하고 있는데, 특히 Premium Mass 고객층에게도 VIP에 준하는 심리적 만족감을 제공해 락인(Lock-in) 효과를 극대화하는 것이 강점이다. 회원 수가 많아질수록 입소문을 통한 신규 및 재방문 고객 증가 효과가 확인되고 있다. 4월부터는 롤링 영업을 강화하고 있어 VIP 고객 확대도 기대된다. 중화권 고객 비중이 90% 이상으로, 결국 가장 중요한 건 제주도 중국인 인바운드이다. 무비자·환율·한일령 반사수혜 등 인바운드 가속화를 위한 환경은 마련됐다. 작년 제주도 외국인 입도객 중 중국인 비중은 평균 70%, 2016년에는 84%였다. 6월 초 기준 제주공항 연결 노선 중 중국본토 비중은 60%(2016년 85%), 중국본토 연결 노선 수는 12개(2016년 27개), 중국본토 운항편수 비중은 68%(2016년 88%)이다. 3분기 성수기로 갈수록 항공 공급 증가가 기대된다. 성장 여력은 충분하다. 리파이낸싱을 통한 이자비용 감소가 예상되는 2027년 EPS에 Target P/E 20배를 적용해 목표주가 28,000원으로 커버리지를 개시하며 업종 내 탑픽으로 제시한다.

2Q26 Preview: 영업이익 507억원(+53% YoY)

5월 드롭액은 2,568억원(+19% YoY), 매출액은 494억원(+19%)을 기록했다. 방문객수는 6.3만명(+23%)으로 사상 최대이다. 5월부터 포커 테이블 3대를 추가해 16대 운영 중인데, 포커 이용객의 80% 이상이 바카라 게임을 병행하고, 6월 카지노 개장 5주년 기념 바카라 대회를 개최하는 만큼 드롭액 성장이 본격화될 것으로 기대된다. 이에 따라 2026년 2분기 매출액/영업이익은 각각 1,927억원(+22% YoY)/507억원(++53% YoY)을 전망한다.

대규모 차입금 리파이낸싱 기대

2025년 사상 최대 실적을 달성하며 순이익 흑자전환에 성공했다. 전체 매출의 70% 이상을 차지하는 카지노 매출액이 전년 대비 62% 성장한 영향이다. 제주드림타워 담보 차입 9,500억원 등에 대한 연간 금융비용은 약 1,500억원으로, 고정비 부담에 따라 매출액 감소가 순이익 적자 전환으로 이어지는 구조이다. 올해 7월 말부터 조기상환수수료 면제로 리파이낸싱을 통한 이자비용 감소가 기대된다. 작년 카지노 실적의 가파른 개선으로 제주드림타워 개발 과정에서 발행했던 약 3,400억원 규모의 전환사채 중 78%를 상환 또는 주식 전환 완료했고, 오는 11월 700억원 규모의 전환사채도 만기 예정이다. 남은 잔액은 45억원으로 오버행 이슈 또한 완전히 해소된다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	28,000원(신규)
종가(2026.06.09)	17,320원
상승여력	61.7 %

Stock Indicator	
자본금	40십억원
발행주식수	7,960만주
시가총액	1,379십억원
외국인지분율	21.9%
52주 주가	13,020~26,550원
60일평균거래량	737,614주
60일평균거래대금	13.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.8	-7.4	-21.5	28.5
상대수익률	-21.8	-53.7	-117.3	-153.5

Price Trend

FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	653	763	831	888
영업이익(십억원)	143	193	222	244
순이익(십억원)	28	54	118	152
EPS(원)	356	683	1,485	1,915
BPS(원)	4,677	5,269	6,663	8,487
PER(배)	65.3	25.4	11.7	9.0
PBR(배)	5.0	3.3	2.6	2.0
ROE(%)	8.1	13.7	24.9	25.3
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	11.4	7.4	6.3	5.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 밸류에이션 및 목표주가 산출

2027년 지배주주순이익	43	십억원
주식 수	8,509	만주
EPS	1,380	원
Target P/E	20	배
목표주가	28,000	원
현재주가	17,320	원
상승여력	62	%

자료: iM증권 리서치본부

표2. 전환사채 현황

구분	잔액(억원)	만기일	전환가능일	잔여 전환가능 주식수	전환가격(원)
CB (8-1)	700	2026.11.29	2022.11.29~2026.11.23	5,485,033	12,762
CB (10-1)	25	2027.08.29	2024.08.29~2027.08.23	216,968	16,131
CB (10-2)	20	2027.08.29	2024.09.13~2027.08.23	123,984	16,131
소계	745			5,825,985	

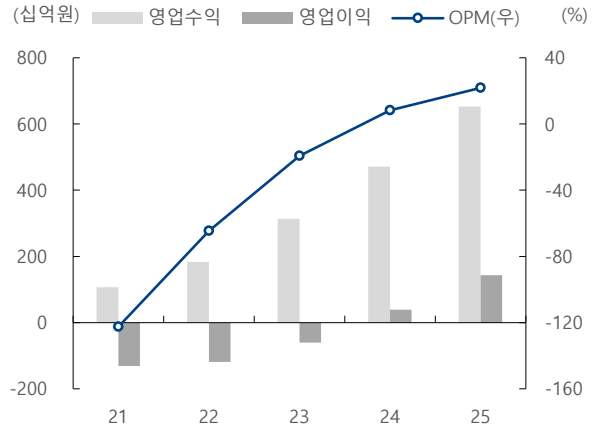
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

표3. 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	24	25	26F	27F
드롭액	482	669	849	769	651	781	941	845	1,726	2,768	3,218	3,572
홀드율(%)	18%	16%	16%	19%	18%	19%	18%	18%	1706%	1723%	1832%	1823%
매출액	122	158	187	187	156	193	217	197	471	653	763	831
YoY(%)	15%	36%	34%	70%	28%	22%	16%	5%	50%	39%	17%	9%
카지노	85	110	139	143	119	146	171	154	295	477	590	651
호텔	14	22	24	22	18	22	23	22	86	82	86	88
여행	22	24	22	22	18	23	21	20	84	89	82	86
리테일	1	1	1	0	0	1	1	1	4	3	3	3
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	3	3	3	3
영업이익	13	33	53	44	29	51	65	49	39	143	193	222
YoY(%)	48%	463%	139%	1942%	121%	53%	22%	11%	흑전	267%	35%	15%
OPM(%)	11%	21%	28%	24%	18%	26%	30%	25%	8%	22%	25%	27%
당기순이익	-24	6	6	39	-7	15	29	17	-117	28	54	117

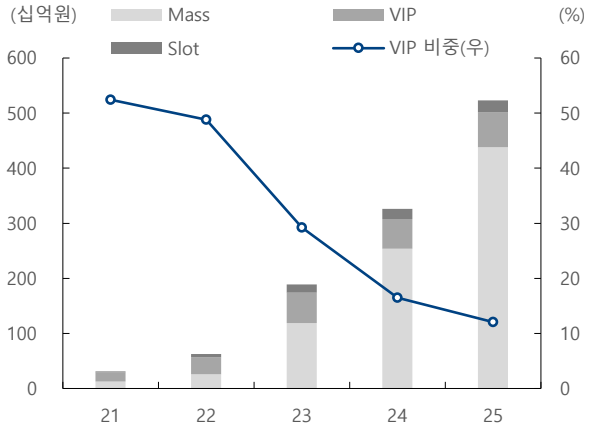
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 롯데관광개발 실적 추이



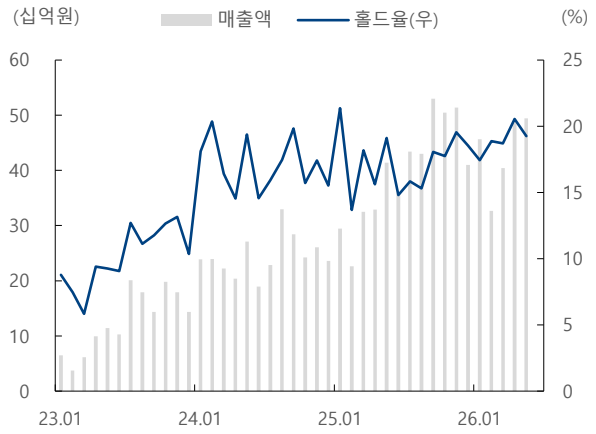
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림2. 롯데관광개발 VIP 및 Mass 카지노 총매출(GGR) 추이



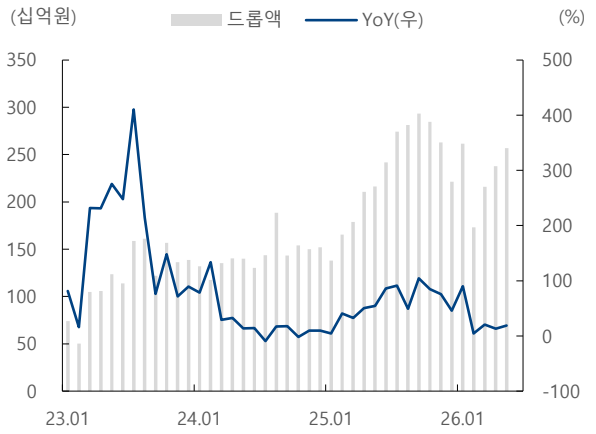
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림3. 롯데관광개발 월별 카지노 매출액 및 홀드율 추이



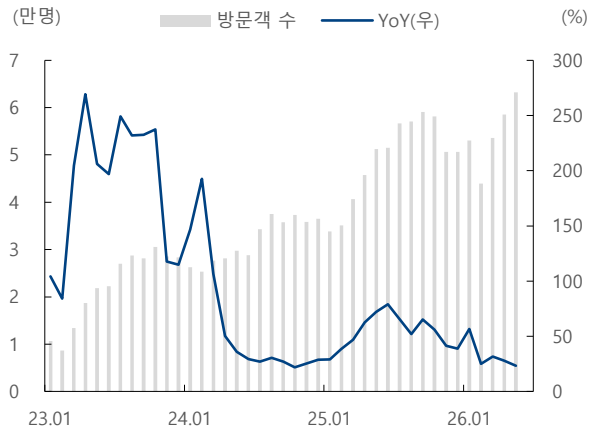
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림4. 롯데관광개발 월별 드롭액 추이



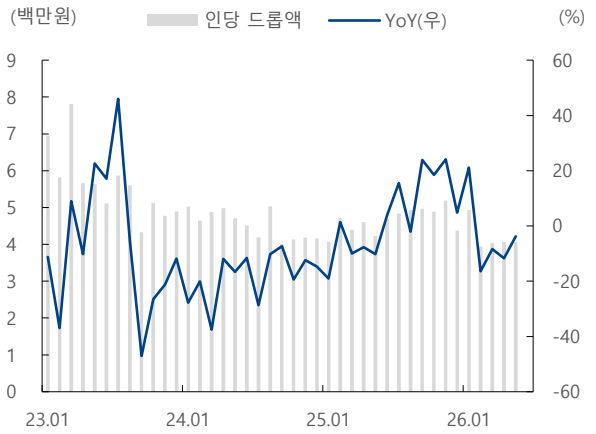
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림5. 롯데관광개발 월별 카지노 방문객수 추이



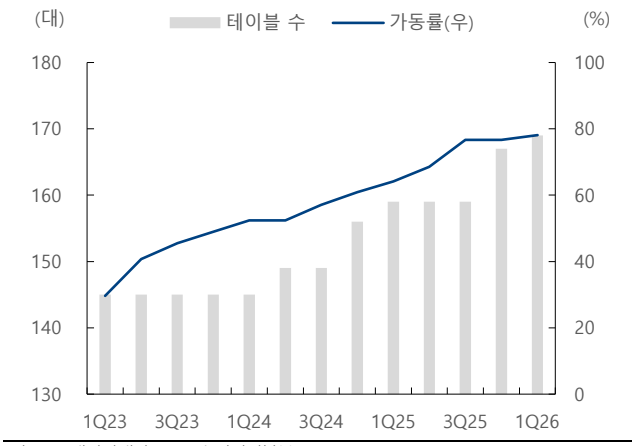
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림6. 롯데관광개발 월별 인당 드롭액 추이



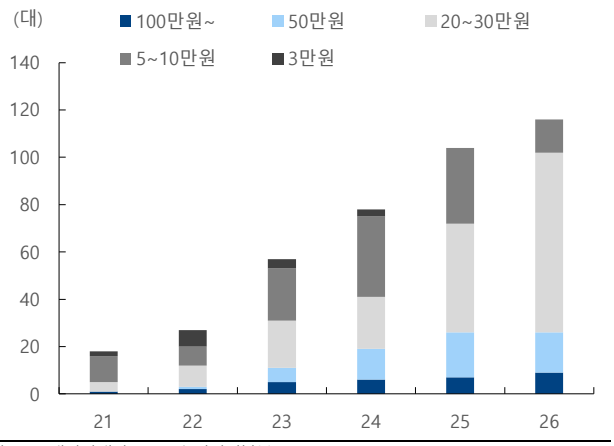
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림7. 롯데관광개발 카지노 테이블 수: 5월 172대로 확대



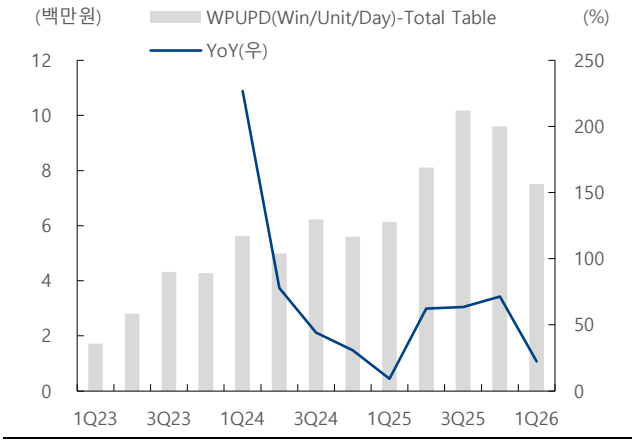
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림8. 미니멈 베팅 금액별 바카라 오픈 테이블 수



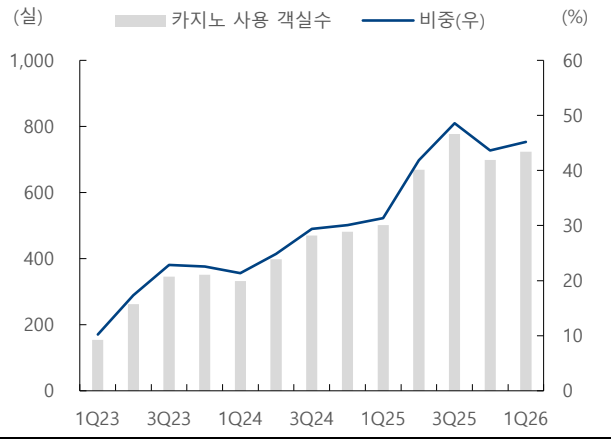
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림9. 롯데관광개발 카지노 테이블 당 일평균 매출액(WPUPD)



자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림10. 롯데관광개발 카지노 고객 사용 객실 수: 1,600실 중 45%



자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

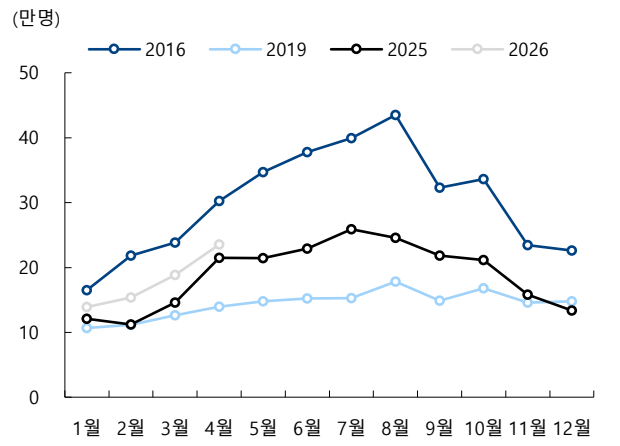
표4. 2025년 마카오 카지노 실적 비교

카지노명	Table GGR(십억원)	WPUPD(백만원)	테이블 수(개)	객실수(실)
Galaxy Macau	7,639	30	695	5,503
MGM Cotai	4,242	29	405	1,418
City of Dream	4,066	25	451	1,830
Venetian	3,450	14	658	2,841
SCC/Londoner	3,322	18	501	4,426
Wynn Cotai	3,293	31	292	1,706
MGM Macau	2,516	20	345	585
Wynn Macau	1,858	20	261	1,010
Studio City	1,800	20	253	2,495
Plaza	1,237	33	102	649
Parisian	985	11	254	2,500
Starworld	910	10	255	500
마카오 평균	2,943	22	373	2,122
JDT(제주드림타워)	**502**	**8**	**167**	**1,600**

주: WPUPD(Win Per Unit Per Day)는 카지노 테이블 1대당 하루 평균 매출액을 의미

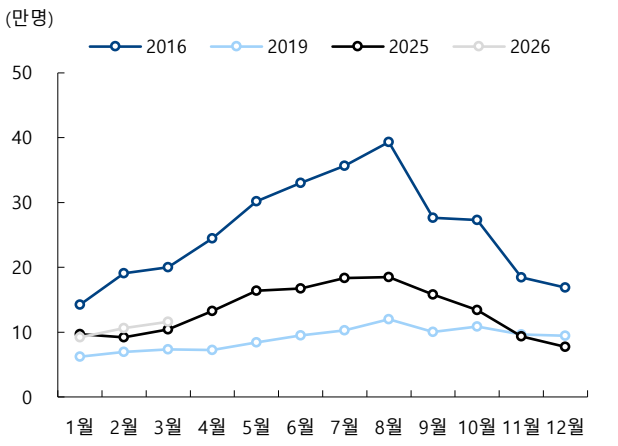
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림11. 제주도 월별 외국인 입도객 추이



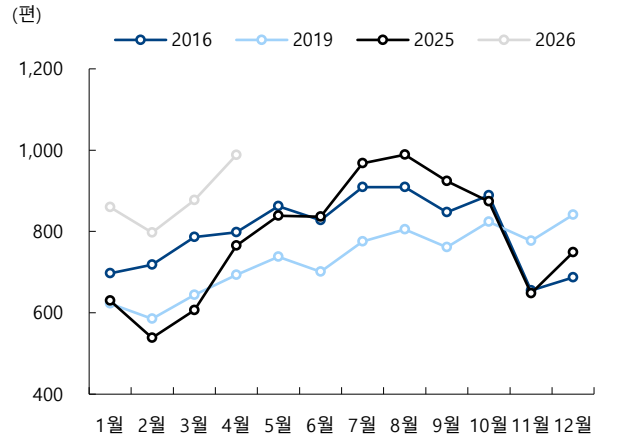
자료: 제주관광협회, iM증권 리서치본부

그림12. 제주도 월별 중국인 입도객 추이



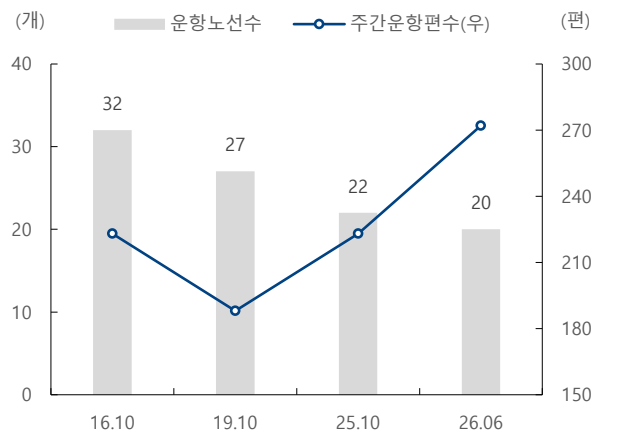
자료: 제주관광협회, iM증권 리서치본부

그림13. 제주공항 도착 국제선 월별 운항편수 추이



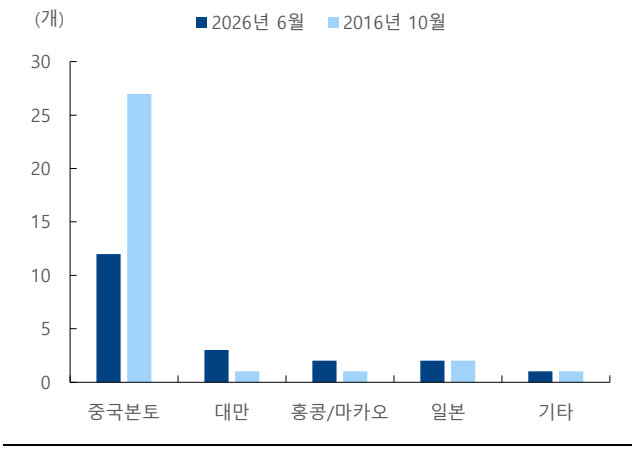
자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부

그림14. 제주공항 도착 국제선 운항 노선 및 주간 운항 편수 비교



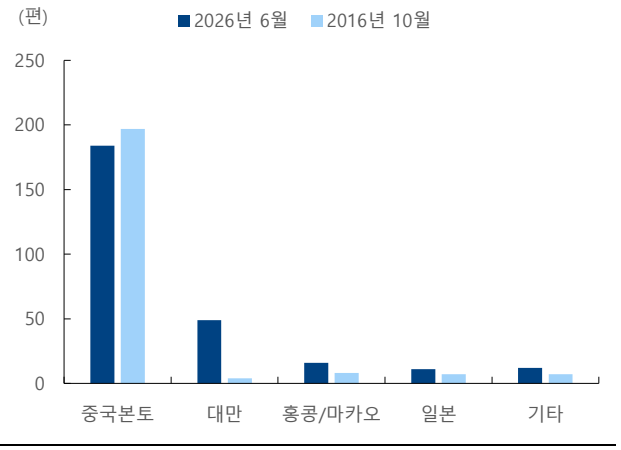
자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부

그림15. 지역별 제주공항 도착 노선 수 비교



자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부

그림16. 지역별 제주공항 운항 편수 비교



자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부

표5. 제주공항 도착 국제선 운항 노선

구분	16년 하계(10월 기준)	19년 하계(10월 기준)	25년 하계(10월 기준)	26년 하계(6월 기준)
중국 본토	광저우 구이양 난닝 난징(남경)/난징 난퉁/난통 닝보 대련/다롄 베이징(서우두)/서우두 상하이/푸동 쉬지아쭈앙(석가장)/스자좡 심양/선양 심천/선전 양저우(양주)/양저우 우한 위엔저우(온주)/원저우 장사 장춘/창춘 정주/정저우 진장/취안저우 청두 충칭(중경)/충칭 쿤밍 톈진 푸저우 하문/샤먼 하얼빈 항조우/항저우	난징(남경)/난징 난퉁/난통 닝보 대련/다롄 베이징(서우두)/서우두 상하이/푸동 시안 심양/선양 양저우(양주)/양저우 위엔저우(온주)/원저우 장사 장춘/창춘 제남/지난 청도/칭다오 충칭(중경)/충칭 톈진 푸저우 하얼빈 항조우/항저우	광저우 난징(남경)/난징 닝보 베이징(다싱)/다싱 베이징(서우두)/서우두 상하이/푸동 시안 심양/선양 심천/선전 우시(무석)/우시 청도/칭다오 푸저우 항조우/항저우	광저우 난징(남경)/난징 닝보 베이징(다싱)/다싱 베이징(서우두)/서우두 상하이/푸동 심양/선양 심천/선전 우시(무석)/우시 위엔저우(온주)/원저우 청도/칭다오 항조우/항저우
중국 본토 연결 노선 수(개)	27	19	13	12
홍콩/마카오	홍콩	홍콩	홍콩 마카오	홍콩 마카오
대만	타이페이/타오위안	타이페이/타오위안	타이페이/타오위안 타이중/칭취안강 가오슝	타이페이/타오위안 타이중/칭취안강 가오슝
일본	오사카/간사이 도쿄/나리타	후쿠오카 오사카/간사이 도쿄/나리타 나고야/주부	오사카/간사이 도쿄/나리타	오사카/간사이 도쿄/나리타
기타	방콕/수완나품	방콕/수완나품 쿠알라룸푸르	방콕/수완나품 싱가폴/싱가포르	싱가폴/싱가포르
전체 연결 노선 수(개)	32	27	22	20

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	133	94	110	174
현금 및 현금성자산	62	21	39	104
단기금융자산	42	40	36	33
매출채권	18	20	22	23
재고자산	6	7	8	9
비유동자산	2,035	1,950	1,874	1,804
유형자산	1,634	1,552	1,477	1,408
무형자산	46	44	43	43
자산총계	2,168	2,044	1,984	1,978
유동부채	413	392	372	382
매입채무	9	11	12	12
단기차입금	1	1	1	1
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	1,387	1,237	1,087	927
사채	5	5	5	5
장기차입금	883	733	583	423
부채총계	1,799	1,629	1,459	1,309
지배주주지분	372	419	530	675
자본금	40	40	40	40
자본잉여금	681	681	681	681
이익잉여금	-1,065	-1,011	-893	-741
기타자본항목	717	709	702	695
비지배주주지분	-4	-4	-5	-6
자본총계	368	415	525	669

포괄손익계산서

(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	653	763	831	888
증가율(%)	38.6	16.8	9.0	6.8
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	653	763	831	888
판매비와관리비	510	570	609	644
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	143	193	222	244
증가율(%)	267.4	34.6	15.1	10.1
영업이익률(%)	21.9	25.3	26.7	27.5
이자수익	2	1	1	3
이자비용	148	128	108	91
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-6	-5	-5	-4
세전계속사업이익	-4	54	117	151
법인세비용	-32	-	-	-
세전계속이익률(%)	-0.7	7.1	14.1	17.0
당기순이익	28	54	117	151
순이익률(%)	4.2	7.1	14.1	17.0
지배주주귀속 순이익	28	54	118	152
기타포괄이익	-7	-7	-7	-7
총포괄이익	20	47	110	144
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	100	123	180	208
당기순이익	28	54	117	151
유형자산감가상각비	87	82	75	69
무형자산상각비	2	2	1	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-40	14	16	16
유형자산의 처분(취득)	-10	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의 증감	-42	-	-	-
재무활동 현금흐름	-43	-192	-192	-172
단기금융부채의증감	-2	-30	-30	-
장기금융부채의증감	-29	-150	-150	-160
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	18	-41	18	65
기초현금및현금성자산	44	62	21	39
기말현금및현금성자산	62	21	39	104

주요투자지표

	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)				
EPS	356	683	1,485	1,915
BPS	4,677	5,269	6,663	8,487
CFPS	1,491	1,740	2,445	2,792
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	65.3	25.4	11.7	9.0
PBR	5.0	3.3	2.6	2.0
PCR	15.6	10.0	7.1	6.2
EV/EBITDA	11.4	7.4	6.3	5.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.1	13.7	24.9	25.3
EBITDA이익률	35.5	36.3	35.9	35.4
부채비율	488.7	392.6	277.8	195.6
순부채비율	213.1	163.4	97.9	43.7
매출채권회전율(x)	41.0	40.3	39.8	39.9
재고자산회전율(x)	103.2	110.9	107.4	106.4

자료 : 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

롯데관광개발 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-06-10	Buy	28,000		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

파라다이스 (034230)

2026.06.10

성수기 하얏트 인수 효과 본격화 기대

[엔터/레저] 황지원
2122-9180 jiwon.hwang@imfnsec.com

3분기 성수기 하얏트 인수 효과 및 인바운드 수혜 본격화 예상

2026년 매출액 1.3조원(+11% YoY), 영업이익 1,863억원(+20% YoY)을 전망한다. 인천 영종도에 복합리조트(파라다이스시티)를 보유하고 있으며, 인천, 서울, 부산, 제주에서 외국인 카지노를 운영하고 있다. 2025년 사업장별 드롭액 비중은 인천 53%, 서울 37%, 부산 7%, 제주 3%이다. 작년 그랜드하얏트 인천 웨스트타워를 2,100억원에 인수하면서 파라다이스시티 총 객실 수는 1,270실(메인 호텔 711실, 아트파라디소 58실, 하얏트 리젠시 501실)로 확대됐다. 핵심은 하얏트를 활용한 콤프 객실 공급 확대가 드롭액 확대로 이어지는 지다. 늘어나는 고정비를 상쇄할 만큼의 매출액 상승이 확인돼야 한다. 3월 개장 이후 현재 평균 OCC는 50%대, 콤프 객실 비중은 10%대로 추정된다. 3분기 성수기부터 중국 마케팅이 본격화되면 중국 VIP 및 Premium Mass의 기여도가 높아질 것으로 기대된다. 개별 무비자 상호 적용 기대감에 따른 모멘텀도 있다.

여러 지역에서 사업장을 운영하는 만큼 외국인 인바운드 수혜를 전방위적으로 받고 있다. 특히 한일령 반사수혜는 일본 VIP(2025년 드롭액 비중 42%) 증가로도 이어지고 있다. 중국-일본 간 항공편 수 자체가 기존 대비 50% 수준으로 감소하면서 중국행 일본 관광 수요도 동반 위축됐다. 반면 2026년 4월 누적 기준 방한 일본인 수는 124만명(+20% YoY)으로 작년 이미 2019년 수준을 상회(+12%)했음에도 성장세를 이어갔다. 일본 실버위크(9/19~23)와 중국 중추절(9/25~27), 국경절(10/1~7) 연휴 강력한 인바운드 수요를 감안하면 현재 밸류에이션은 매우 매력적이다. 하얏트 인수 효과가 본격화될 2027년 EPS에 Target P/E 20배를 적용해 목표주가 23,000원으로 커버리지를 개시하며 업종 내 차선호주로 제시한다.

2Q26 Preview: 영업이익 534억원(+25% YoY)

5월 드롭액은 7,653억원(+19% YoY), 매출액은 989억원(+21% YoY)으로 사상 최대 실적을 기록했다. 2025년 월 평균 드롭액/매출액은 각각 약 6,000억원/750억원 수준이었다. VIP 드롭액은 지역별로 일본 3,326억원(+16% YoY), 중국 1,011억원(+11%), 기타 1,660억원(+28%), Mass 드롭액은 1,656억원(+21%)을 기록했다. 중국 VIP를 제외하고는 모두 역대 최고 기록이다. 사업장별 드롭액은 인천 3,992억원(+18%), 서울 2,638억원(+9%), 부산 724억원(+49%), 제주 299억원(+118%)을 기록했다. 파라다이스시티는 Mass 고성장으로 월 드롭액 4,000억원이 가시화되고 있고, 지방 연결 항공편 증편 및 인바운드 호조로 부산/제주 드롭액도 코로나 전인 2019년 대비 각각 96%/85% 회복했다. 이에 따라 2026년 2분기 매출액/영업이익은 각각 3,198억원(+12% YoY)억원/534억원(+25%YoY)을 전망한다.

CAPEX 투자 확대에 따른 재무 부담 우려

2028년 개장 목표로 투자 규모 약 6,000억원의 서울 장충동 초고급 호텔(스위트 객실 200실 추정) 개발이 진행 중이고, 메종 글래드 제주 인수 가능성도 검토되고 있다. CAPEX 투자 확대에 따른 초기 고정비와 금융비용 부담은 단기적인 수익성 변수로 작용할 전망이다. 다만 카지노 부문의 실적 개선에 따른 현금창출력 확대로 재무 부담은 관리 가능한 수준으로 판단된다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	23,000원(신규)
종가(2026.06.09)	15,020원
상승여력	53.1 %

Stock Indicator	
자본금	48십억원
발행주식수	9,263만주
시가총액	1,391십억원
외국인지분율	5.7%
52주 주가	13,590~23,650원
60일평균거래량	735,385주
60일평균거래대금	11.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.0	-7.5	-15.1	8.2
상대수익률	-13.0	-53.9	-110.9	-173.7

Price Trend

FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	1,150	1,272	1,362	1,442
영업이익(십억원)	156	186	227	264
순이익(십억원)	94	81	104	125
EPS(원)	1,026	875	1,126	1,348
BPS(원)	18,656	19,319	20,223	21,340
PER(배)	16.1	17.2	13.3	11.1
PBR(배)	0.9	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	5.6	4.6	5.7	6.5
배당수익률(%)	0.9	1.1	1.1	1.2
EV/EBITDA(배)	7.5	6.9	5.8	4.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 밸류에이션 및 목표주가 산출

2027년 지배주주순이익	107	십억원
주식 수	9,263	만주
EPS	1,150	원
Target P/E	20	배
목표주가	23,000	원
현재주가	15,020	원
상승여력	53	%

자료: iM증권 리서치본부

표2. 장기차입금 현황

구분	금액(억원)	비중	금리	만기
부동산담보대출	2,143	30.3%	3.79% ~ 5.89%	2026.09.30 ~ 2030.04.24
프로젝트대출(PF)	4,900	69.3%	5.35%	2028.06.19
관광진흥자금대출	32	0.4%	2.60% ~ 2.96%	2026.12.15 ~ 2027.12.22
총 차입금	7,074	100%		
유동성장기부채(1년 내 상환)	1,570	22.2%		
장기차입금(1년 초과)	5,464	77.2%		
현재가치할인차금	40	0.6%		

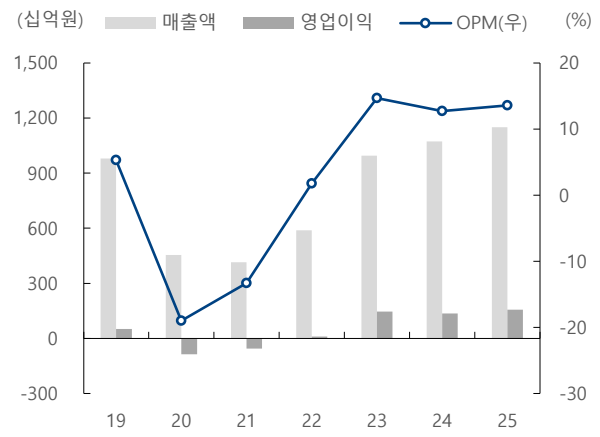
자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

표3. 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	24	25	26F	27F
드롭액	1,694	1,835	1,808	1,813	1,756	1,993	2,012	1,992	6,868	7,150	7,753	8,409
홀드율(%)	12%	12%	11%	12%	12%	12%	12%	12%	11%	12%	12%	12%
매출액	283	284	288	294	294	320	334	324	1,072	1,150	1,272	1,362
YoY(%)	7%	4%	7%	11%	4%	12%	16%	10%	8%	7%	11%	7%
복합리조트	139	152	150	156	146	166	181	171	539	597	664	734
카지노	116	101	100	103	116	119	113	118	403	419	466	480
호텔	24	28	32	32	27	30	33	32	112	115	123	129
기타	4	4	6	3	5	4	7	4	18	18	19	20
매출총이익	78	71	69	50	68	88	86	77	238	268	319	364
GPM(%)	28%	25%	24%	17%	23%	27%	26%	24%	22%	23%	25%	27%
영업이익	57	43	40	16	37	53	54	41	136	156	186	227
YoY(%)	18%	34%	9%	-17%	-35%	25%	37%	156%	-7%	15%	20%	22%
OPM(%)	20%	15%	14%	6%	13%	17%	16%	13%	13%	14%	15%	17%
당기순이익	43	32	33	36	19	39	37	29	111	145	124	160

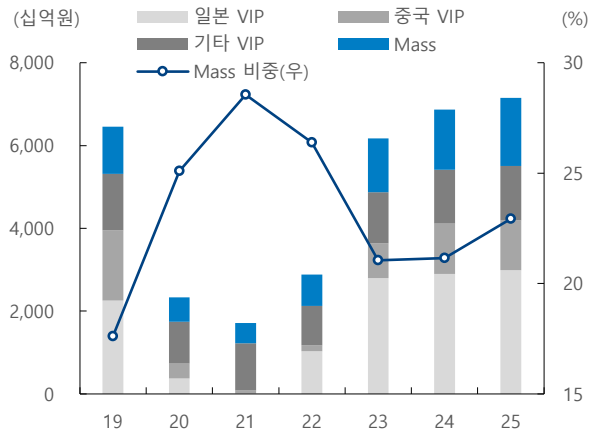
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 파라다이스 실적 추이



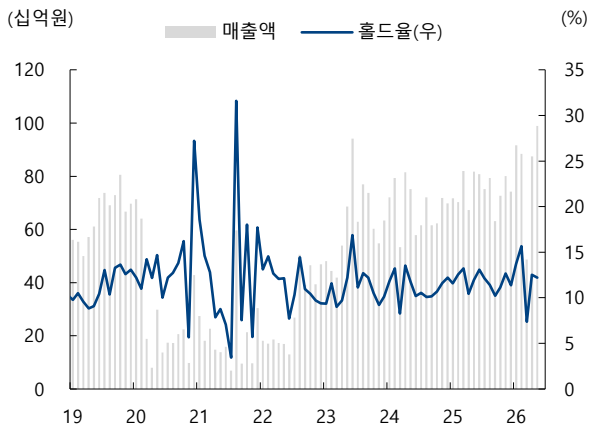
자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림2. 파라다이스 국적별 연간 드롭액 추이



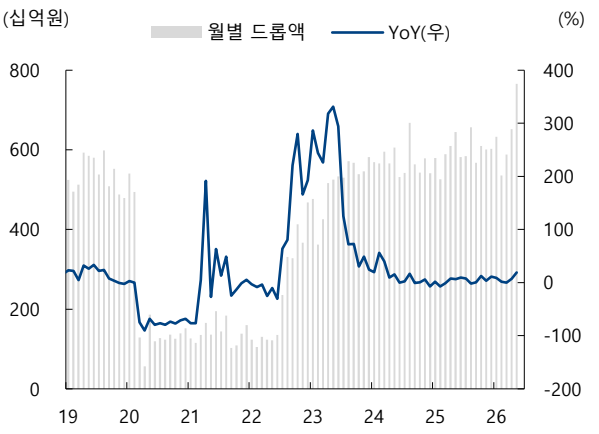
자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림3. 파라다이스 월별 카지노 매출액 및 홀드율 추이



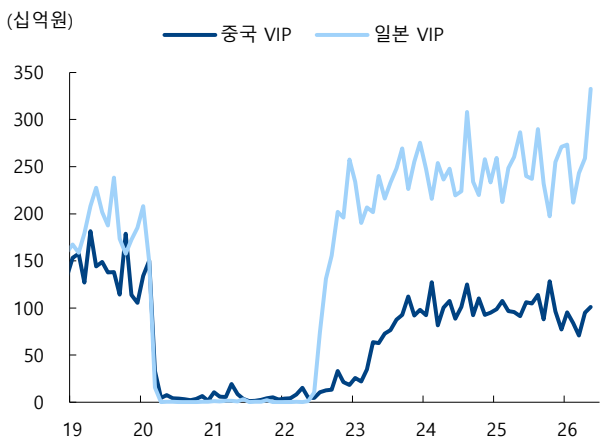
자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림4. 파라다이스 월별 드롭액 추이



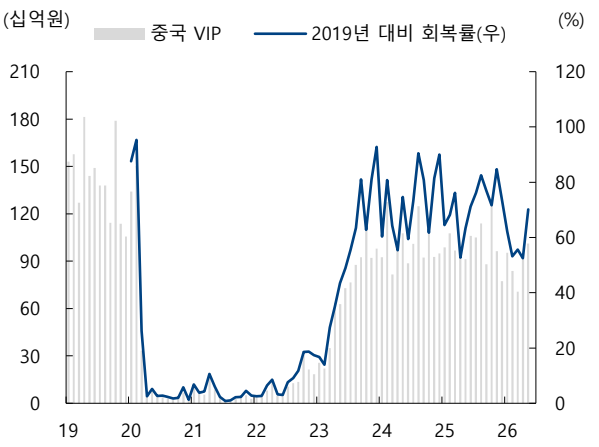
자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림5. 파라다이스 중국/일본 VIP 월별 드롭액 추이



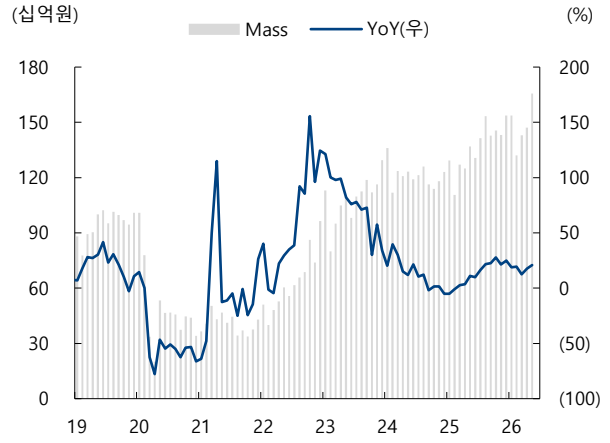
자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림6. 파라다이스 중국 VIP 드롭액 2019년 대비 회복률 추이



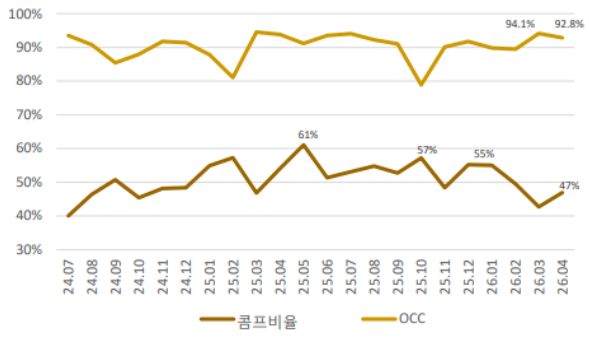
자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림7. 파라다이스 Mass 월별 드롭액 추이



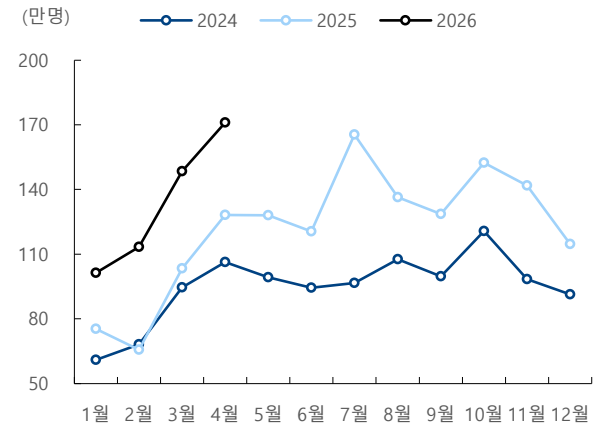
자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림8. 파라다이스시티 호텔 월별 주말 평균 OCC 및 콤프비율



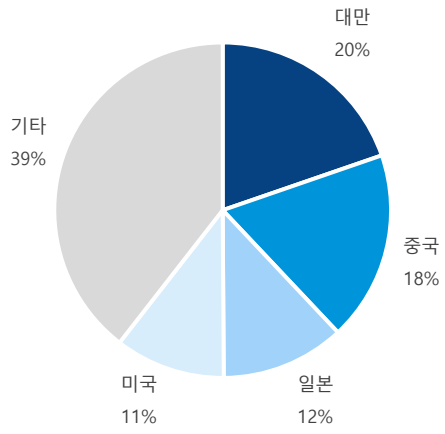
자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림9. 부산 방문 외국인 관광객 수 추이



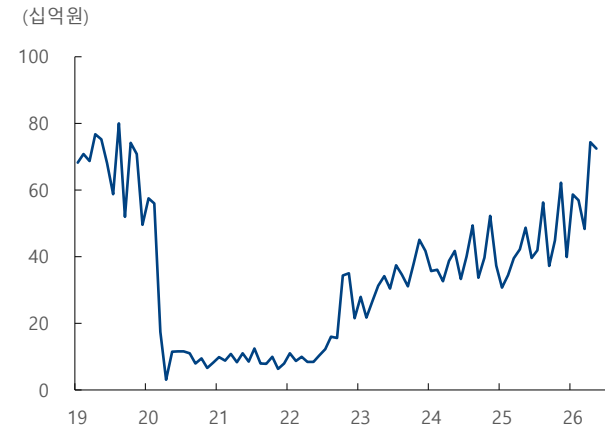
자료: 부산관광공사, iM증권 리서치본부

그림10. 부산 방문 외국인 관광객 국가별 비중(2026년 4월 누적)



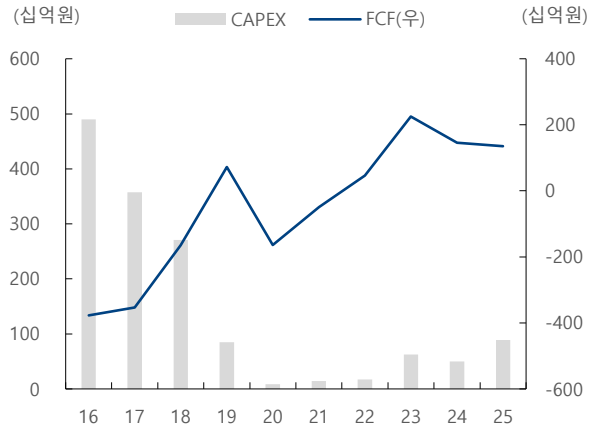
자료: 부산관광공사, iM증권 리서치본부

그림11. 파라다이스 부산 카지노 월별 드롭액 추이



자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림12. 파라다이스 CAPEX 및 잉여현금흐름 추이



자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	885	797	918	1,237
현금 및 현금성자산	342	290	375	630
단기금융자산	487	438	460	506
매출채권	39	42	45	47
재고자산	8	9	10	11
비유동자산	3,195	3,523	3,731	3,777
유형자산	2,542	2,872	3,081	3,128
무형자산	162	159	156	154
자산총계	4,080	4,320	4,649	5,014
유동부채	755	790	830	876
매입채무	5	5	6	6
단기차입금	137	137	137	137
유동성장기부채	262	262	262	262
비유동부채	1,112	1,212	1,362	1,512
사채	100	100	100	100
장기차입금	535	635	785	935
부채총계	1,868	2,003	2,193	2,388
지배주주지분	1,724	1,785	1,869	1,972
자본금	48	48	48	48
자본잉여금	352	352	352	352
이익잉여금	702	769	858	967
기타자본항목	622	616	611	605
비지배주주지분	489	532	588	654
자본총계	2,213	2,317	2,456	2,626

포괄손익계산서

(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,150	1,272	1,362	1,442
증가율(%)	7.3	10.7	7.1	5.8
매출원가	882	953	999	1,037
매출총이익	268	319	364	405
판매비와관리비	112	133	137	140
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	156	186	227	264
증가율(%)	14.5	19.6	21.8	16.5
영업이익률(%)	13.6	14.6	16.7	18.3
이자수익	15	13	15	20
이자비용	63	68	76	84
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	28	21	28	35
세전계속사업이익	135	155	200	239
법인세비용	-9	31	40	48
세전계속이익률(%)	11.8	12.2	14.6	16.6
당기순이익	145	124	160	191
순이익률(%)	12.6	9.8	11.7	13.3
지배주주귀속 순이익	94	81	104	125
기타포괄이익	-11	-6	-6	-6
총포괄이익	134	118	154	185
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	224	197	254	299
당기순이익	145	124	160	191
유형자산감가상각비	71	71	91	103
무형자산상각비	3	3	2	2
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-397	-343	-313	-187
유형자산의 처분(취득)	-83	-400	-300	-150
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의 증감	-70	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-63	59	108	107
단기금융부채의증감	-52	-	-	-
장기금융부채의증감	30	100	150	150
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-13	-13	-14	-15
현금및현금성자산의증감	-236	-51	85	255
기초현금및현금성자산	578	342	290	375
기말현금및현금성자산	342	290	375	630

주요투자지표

	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)				
EPS	1,026	875	1,126	1,348
BPS	18,656	19,319	20,223	21,340
CFPS	1,838	1,672	2,133	2,487
DPS	150	160	170	180
Valuation(배)				
PER	16.1	17.2	13.3	11.1
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7
PCR	9.0	9.0	7.0	6.0
EV/EBITDA	7.5	6.9	5.8	4.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.6	4.6	5.7	6.5
EBITDA이익률	20.0	20.4	23.5	25.6
부채비율	84.4	86.4	89.3	90.9
순부채비율	9.3	17.5	18.3	11.4
매출채권회전율(x)	29.8	31.5	31.5	31.6
재고자산회전율(x)	143.0	142.2	140.0	139.2

자료 : 파라다이스, iM증권 리서치본부

파라다이스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-06-10(담당자변경)	Buy	23,000		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

GKL (114090)

2026.06.10

중국 VIP의 가파른 회복 가시화

[엔터/레저] 황지원
2122-9180 jiwon.hwang@imfnsec.com

2026년 드롭액 재차 4조원 상회 전망

2026년 매출액 4,646억원(+10% YoY), 영업이익 736억원(+40% YoY)을 전망한다. 서울 강남, 용산, 부산에서 호텔 건물 일부를 임차하는 방식으로 외국인 카지노 '세븐럭'을 운영하고 있다. 2025년 사업장별 드롭액 비중은 강남 55%, 용산 29%, 부산 16%이다. 일본 VIP 비중이 30%로 가장 높은데, 2019년에는 Mass 비중(27%)이 가장 높았다. 2025년 일본 및 기타 VIP 드롭액은 2019년 대비 각각 94%/131% 회복됐으나, 중국 VIP 및 Mass 드롭액은 각각 60%/63% 회복에 그쳤다. 다만 2026년 인바운드 호조로 회복세가 가파른데, 5월 누적 기준 중국 VIP 회복률은 77%, Mass는 70% 수준까지 올라왔다. 2025년 월 평균 드롭액/매출액은 각각 약 3,000억원/350억원으로, 2026년 5월 기준 작년 대비 7%씩 성장했다. 현재 추세를 감안하면 연간 드롭액은 재차 4조원을 상회하며 2019년 대비 90% 회복할 것으로 전망한다. 콤프 비용 증가(2H25 +10% YoY, 1Q26 +6%)가 드롭액 성장으로 이어지면서 강력한 실적 모멘텀을 형성할 것이다. 일본 실버위크(9/19~23), 중국 중추절(9/25~27), 국경절(10/1~10/7) 연휴를 고려하면 일본/중국 인바운드는 하반기에 더욱 본격화될 것이다. 현재 12MF P/E는 12배로 밸류에이션 매력도는 충분하다. 2026년 추정 EPS에 Target P/E 16배를 적용해 목표주가 16,000원으로 신규 커버리지를 개시한다.

2Q26 Preview: 영업이익 197억원(+23% YoY)

5월 드롭액은 3,795억원(+16% YoY)으로 2019년 이후 최대 실적을 기록했고, 매출액은 431억원(+41%)으로 홀드율이 비정상적으로 높았던 2023년 4월 제외 마찬가지로 최대 실적이다. VIP 드롭액은 지역별로 일본 1,161억원(-5% YoY), 중국 750억원(+55%), 기타 737억원(+18%), Mass 드롭액은 733억원(+13%)을 기록했다. 중국 VIP 영업 강화로 드롭액 성장률이 3개월 연속 50%를 상회하고 있는 점이 매우 고무적인데, 누적 기준 여전히 2019년 대비 77%인 점을 감안하면 성장 여력은 충분하다. 사업장별 드롭액은 강남 2,287억원(+23%), 용산 891억원(-2%), 부산 618억원(+22%)을 기록했다. 핵심 사업장에서 드롭액 성장세가 지속되고 있고, 지방 항공편 증편 및 인바운드 호조에 따른 부산 드롭액 회복도 긍정적이다. 이에 따라 2026년 2분기 매출액/영업이익은 각각 1,191억원(+18% YoY)/197억원(+23% YoY)을 전망한다.

중장기 성장 전략에 대한 고민

서울 도심에 자체 카지노 업장 확보하는 방안을 중장기 전략으로 검토하고 있다. 호텔 임차 구조로 운영 중인 카지노 영업장을 직접 소유하거나 통제 가능한 형태로 전환하는 것이 핵심이다. 다만 공기업인 만큼 재정경제부의 투자 심사와 예비타당성 검토가 필요해 단기간 내 구체화되긴 어려운 상황이다. 복합리조트 부재에 따른 경쟁력 격차가 주가 차별화 요인으로 작용 중인데, 외국인 카지노 3사 중 유일하게 자체 호텔이나 쇼핑몰 등 부대사업이 없어 연간 200억원 이상의 임차료를 비용으로 지출하고 있다. 추후 현실화될 경우 중장기 경쟁력 확보에 따른 밸류에이션 리레이팅이 기대된다.

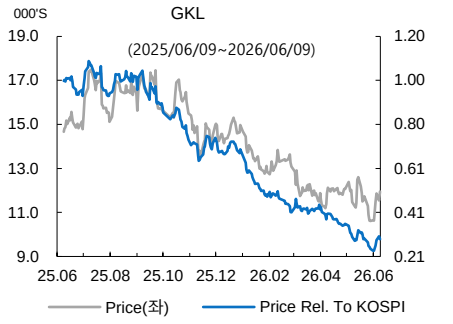
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	16,000원(신규)
종가(2025.12.09)	11,950원
상승여력	33.9 %

Stock Indicator	
자본금	31십억원
발행주식수	6,186만주
시가총액	739십억원
외국인지분율	12.5%
52주 주가	10,610~17,490원
60일평균거래량	333,591주
60일평균거래대금	3.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.2	0.9	-16.6	-19.3
상대수익률	-3.8	-45.4	-112.4	-201.3

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	423	465	491	515
영업이익(십억원)	53	74	85	95
순이익(십억원)	47	61	70	78
EPS(원)	761	980	1,132	1,267
BPS(원)	7,137	7,604	8,160	8,802
PER(배)	19.7	12.2	10.6	9.4
PBR(배)	2.1	1.6	1.5	1.4
ROE(%)	11.0	13.3	14.4	14.9
배당수익률(%)	2.8	4.1	4.6	5.0
EV/EBITDA(배)	6.0	2.4	2.4	1.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 밸류에이션 및 목표주가 산출

2026년 지배주주순이익	61	십억원
주식 수	6,186	만주
EPS	980	원
Target P/E	16	배
목표주가	16,000	원
현재주가	11,950	원
상승여력	34	%

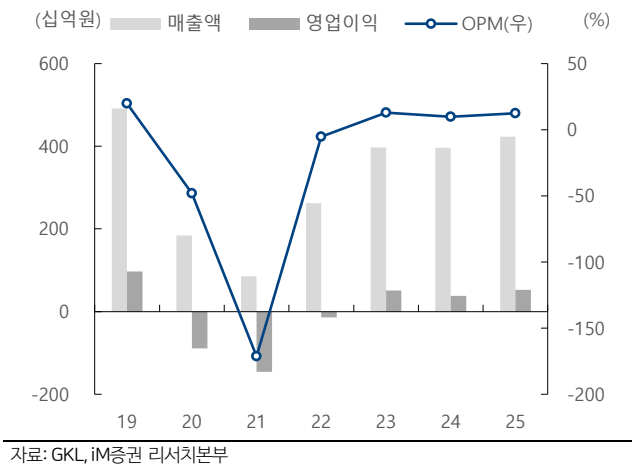
자료: iM증권 리서치본부

표2. 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	24	25	26F	27F
드롭액	827	915	974	988	931	1,037	1,043	1,041	3,648	3,703	4,052	4,283
홀드율(%)	13%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
매출액	110	101	109	103	111	119	120	115	396	423	465	491
YoY(%)	12%	2%	17%	-3%	1%	18%	10%	12%	0%	7%	10%	6%
매출총이익	27	22	26	9	25	26	29	27	71	84	107	120
GPM(%)	25%	22%	24%	8%	23%	22%	24%	23%	18%	20%	23%	24%
영업이익	20	16	17	-1	18	20	19	16	38	53	74	85
YoY(%)	46%	21%	199%	적전	-10%	23%	12%	흑전	-25%	37%	40%	16%
OPM(%)	18%	16%	16%	-1%	16%	17%	16%	14%	10%	12%	16%	17%
당기순이익	16	17	15	-1	15	17	16	13	33	47	61	70

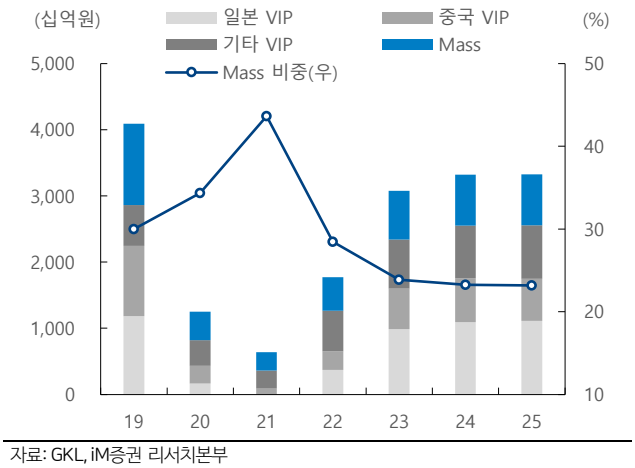
자료: iM증권 리서치본부

그림1. GKL 실적 추이



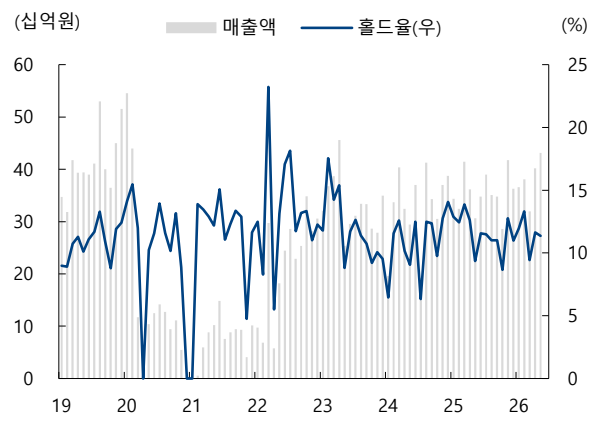
자료: GKL, iM증권 리서치본부

그림2. GKL 국적별 연간 드롭액 추이



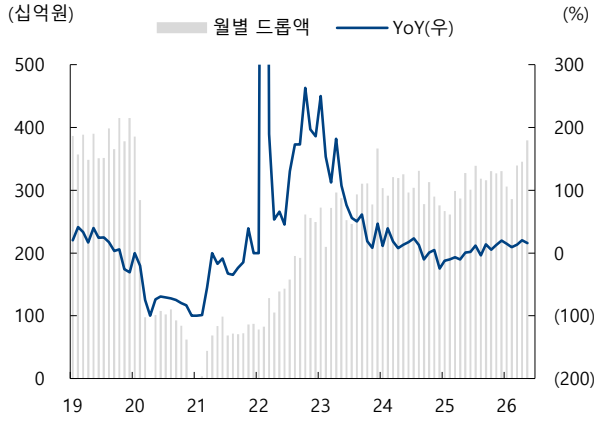
자료: GKL, iM증권 리서치본부

그림3. GKL 월별 카지노 매출액 및 홀드율 추이



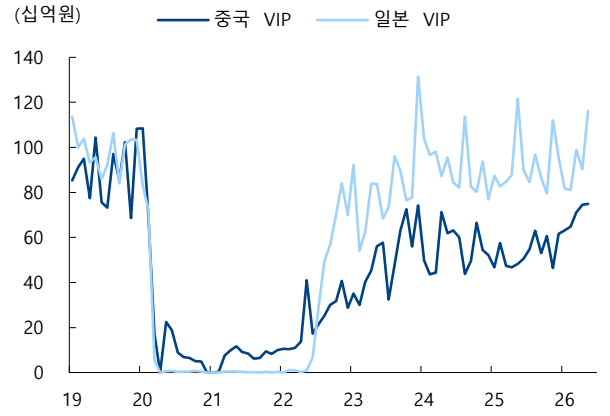
자료: GKL, iM증권 리서치본부

그림4. GKL 월별 드롭액 추이



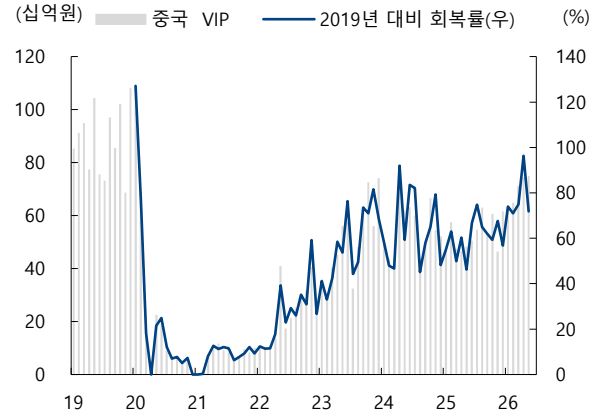
자료: GKL, iM증권 리서치본부

그림5. GKL 중국/일본 VIP 월별 드롭액 추이



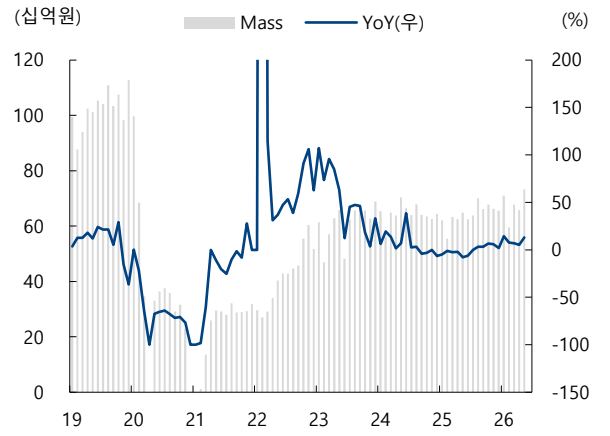
자료: GKL, iM증권 리서치본부

그림6. GKL 중국 VIP 드롭액 2019년 대비 회복률 추이



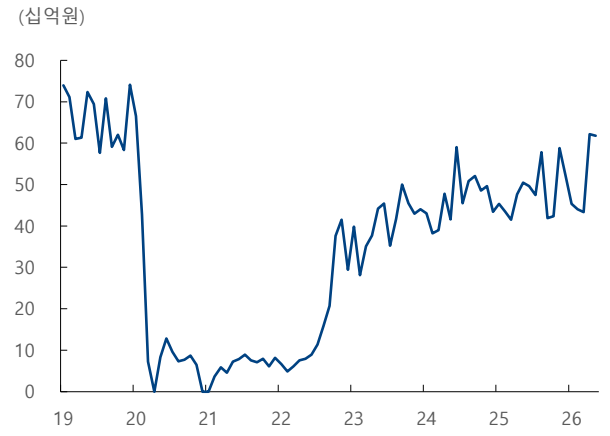
자료: GKL, iM증권 리서치본부

그림7. GKL Mass 월별 드롭액 추이



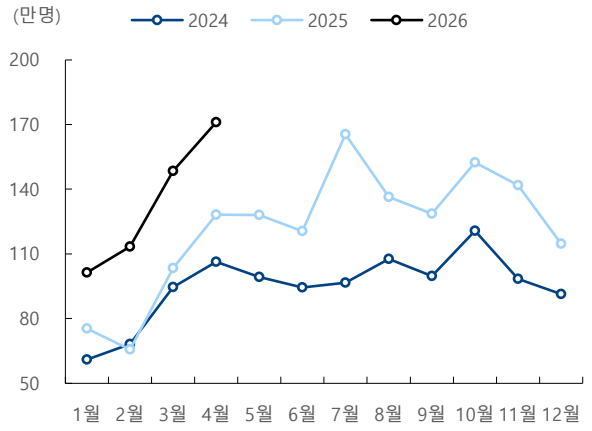
자료: GKL, iM증권 리서치본부

그림8. GKL 부산 카지노 월별 드롭액 추이



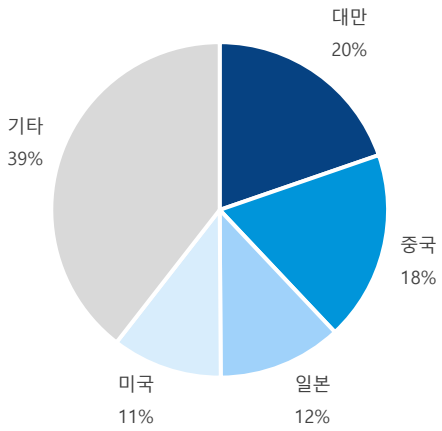
자료: GKL, iM증권 리서치본부

그림9. 부산 방문 외국인 관광객 수 추이



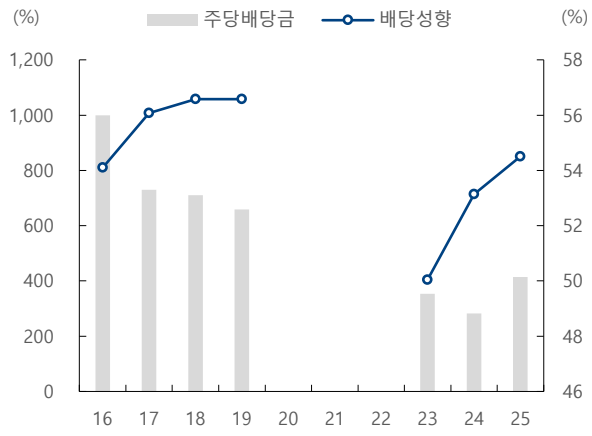
자료: 부산관광공사, iM증권 리서치본부

그림10. 부산 방문 외국인 관광객 국가별 비중(2026년 4월 누적)



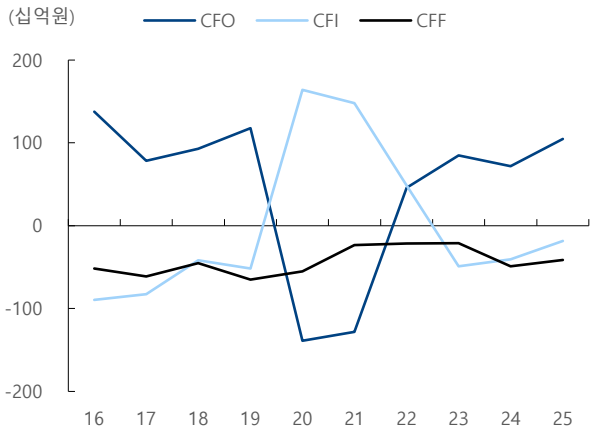
자료: 부산관광공사, iM증권 리서치본부

그림11. GKL 연간 주당배당금 및 배당성향 추이



자료: GKL, iM증권 리서치본부

그림12. GKL 영업/투자/재무활동현금흐름 추이



자료: GKL, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	434	507	554	607
현금 및 현금성자산	213	262	285	310
단기금융자산	204	226	250	276
매출채권	20	22	22	23
재고자산	3	3	3	3
비유동자산	217	185	183	183
유형자산	66	33	32	32
무형자산	6	6	6	6
자산총계	651	691	738	790
유동부채	179	190	202	215
매입채무	-	-	-	-
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	30	30	30	30
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	210	221	233	246
지배주주지분	441	470	505	544
자본금	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21
이익잉여금	389	420	456	497
기타자본항목	-	-2	-3	-5
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	441	470	505	544

포괄손익계산서

(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	423	465	491	515
증가율(%)	6.7	9.9	5.7	4.8
매출원가	338	358	371	383
매출총이익	84	107	120	132
판매비와관리비	32	33	35	37
연구개발비	0	0	0	0
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	53	74	85	95
증가율(%)	37.4	39.9	15.5	11.4
영업이익률(%)	12.4	15.8	17.3	18.4
이자수익	10	11	12	14
이자비용	3	3	3	3
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-1	-1	-2	-1
세전계속사업이익	63	81	93	104
법인세비용	16	20	23	26
세전계속이익률(%)	14.9	17.4	19.0	20.3
당기순이익	47	61	70	78
순이익률(%)	11.1	13.0	14.3	15.2
지배주주귀속 순이익	47	61	70	78
기타포괄이익	-2	-2	-2	-2
총포괄이익	45	59	68	77
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	105	81	61	71
당기순이익	47	61	70	78
유형자산감가상각비	32	32	1	0
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-19	-17	-19	-21
유형자산의 처분(취득)	-8	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	4	-	-	-
재무활동 현금흐름	-41	-50	-54	-58
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-17	-26	-30	-34
현금및현금성자산의증감	45	49	23	25
기초현금및현금성자산	168	213	262	285
기말현금및현금성자산	213	262	285	310

주요투자지표

	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)				
EPS	761	980	1,132	1,267
BPS	7,137	7,604	8,160	8,802
CFPS	1,282	1,510	1,153	1,272
DPS	414	485	549	597
Valuation(배)				
PER	19.7	12.2	10.6	9.4
PBR	2.1	1.6	1.5	1.4
PCR	11.7	7.9	10.4	9.4
EV/EBITDA	6.0	2.4	2.4	1.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.0	13.3	14.4	14.9
EBITDA이익률	20.1	22.9	17.6	18.5
부채비율	47.5	47.0	46.1	45.1
순부채비율	-94.5	-103.8	-105.9	-107.7
매출채권회전율(x)	23.0	22.3	22.3	22.5
재고자산회전율(x)	155.3	157.3	154.4	153.8

자료 : GKL, iM증권 리서치본부

GKL 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-06-10	Buy	16,000		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

강원랜드 (035250)

2026.06.10

2028년 카지노 증설 효과 기대

[엔터/레저] 황지원
2122-9180 jiwon.hwang@imfnsec.com

배당주 매력 여전

국내 유일의 내국인 허용 카지노(매출 비중 89%)를 운영하며 순현금 중심의 재무구조와 안정적인 영업현금흐름을 기반으로 2018년 이후 50% 이상의 배당성향을 유지해왔다. 2025년 배당성향 59.2%, 자사주 매입 110억원을 통해 주주환원율 62.6%를 달성했고, 올해도 배당성향 50% 이상 및 자사주 매입 490억원(1월 290억원, 하반기 200억원)을 통해 주주환원율 60%를 목표로 한다. 또한 3심 진행중인 폐광기금 소송 승소 시 소송가액(1,887억원)이 연내 환입되면서 추가 배당 재원으로 사용될 가능성도 있다. 현재 자기주식 보유 비율은 7.4%로 올해(3/6) 개정된 상법 시행으로 자기주식 소각 의무가 부과됨에 따라 시행일로부터 1년 6개월 내, 향후 매입 예정 분(200억원)은 1년 내 소각 대상이다. 자사주 매입 및 소각, 높은 배당성향 등을 감안하면 배당주로의 매력은 여전하다. 현재 12MF P/E 11배, 예상 시가배당률 7% 수준으로 밸류에이션 부담은 크지 않다. 2026년 추정 EPS에 Target P/E 17배를 적용해 목표주가 21,000원으로 신규 커버리지를 개시한다.

2026년 영업이익 2,309억원(-2% YoY) 전망

카지노 면적 확장 및 게임기구 수 증설 허가로 제2카지노 영업장 신축이 확정됐다. 공사기간은 2026년 4월부터 2027년 12월로 예상되며, 테이블/머신 수는 각각 50대/250대 증설될 예정이다. 이에 맞춰 2028년까지 대규모 리노베이션 및 시설투자(총 예산 약 8,000억원 규모)가 예정돼 있는데, 지난 3월부터 VIP 영업장 리노베이션(~2027년 4월) 및 객실 리노베이션(~2028년 3월)이 시작됐다. 카지노 호텔 477실, 콘도 280실이 리노베이션 대상으로 전체 객실(1,827실)의 41%에 달한다. 이에 따라 단기적으로 비카지노 부문(호텔/콘도) 실적 역성장은 불가피한 상황이다. 카지노 방문객 감소 우려도 있으나, 작년 5월 일부 테이블 베팅한도 상향 이후 인당 드롭액 상승 추세가 확인되고 있는 만큼 실적 영향은 지켜볼 필요가 있다. 객실 공급 감소와 고정비 부담 증가를 감안해 2026년 매출액/영업이익은 각각 1.5조원(+0.3% YoY)/2,309억원(-2% YoY)으로 전망한다.

2028년 카지노 증설을 통한 신규 성장 동력 확보

공기업 특성상 정부의 규제 및 감독 하에 운영되고 있으며, 대표적으로 사행산업 매출총량제에 따라 매출 성장에 구조적인 제약이 존재한다. 작년 기준 GGR(Gross Gaming Revenue, 총게임매출)은 매출총량(1.6조원) 대비 87%로 아직 여유 있지만, 2028년 카지노 증설을 앞두고 있는 만큼 규제 완화를 통해 매출 상단이 높아질 경우 직접적인 실적 개선으로 이어질 것이다. 카지노 영업장 환경 개선 및 시설 현대화를 통해 향후 고객 유치 경쟁력도 강화될 것으로 기대된다. 다만 2028년까지 단기적 실적 공백은 감안해야 한다.

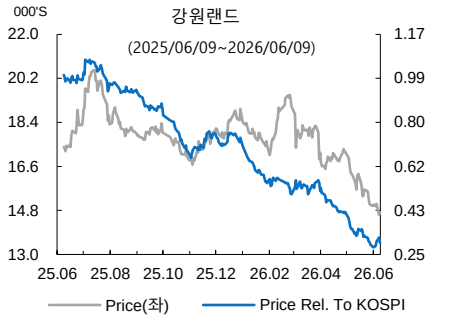
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	21,000원(신규)
종가(2025.12.09)	14,720원
상승여력	42.7 %

Stock Indicator	
자본금	107십억원
발행주식수	21,394만주
시가총액	3,149십억원
외국인지분율	10.2%
52주 주가	14,620~20,550원
60일평균거래량	655,072주
60일평균거래대금	10.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.5	-17.5	-17.2	-15.3
상대수익률	-17.5	-63.9	-113.0	-197.2

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	1,477	1,481	1,511	1,627
영업이익(십억원)	235	231	247	284
순이익(십억원)	318	269	297	331
EPS(원)	1,487	1,259	1,388	1,549
BPS(원)	18,531	18,923	19,427	20,073
PER(배)	12.7	11.7	10.6	9.5
PBR(배)	1.0	0.8	0.8	0.7
ROE(%)	8.1	6.7	7.2	7.8
배당수익률(%)	5.0	6.6	6.7	6.8
EV/EBITDA(배)	2.7	-	0.2	-

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 밸류에이션 및 목표주가 산출

2026년 지배주주순이익	269	십억원
주식 수	21,394	만주
EPS	1,259	원
Target P/E	17	배
목표주가	22,000	원
현재주가	14,720	원
상승여력	49	%

자료: iM증권 리서치본부

표2. 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	24	25	26F	27F
드롭액	1,455	1,473	1,603	1,548	1,501	1,488	1,578	1,511	5,595	6,078	6,078	6,261
홀드율(%)	24%	25%	23%	23%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
매출액	366	361	384	365	379	352	387	363	1,427	1,477	1,481	1,511
YoY(%)	-1%	7%	2%	6%	3%	-2%	1%	-1%	3%	3%	0%	2%
카지노	317	332	334	326	330	327	347	333	1,245	1,308	1,338	1,378
비카지노	49	29	50	40	49	25	40	30	182	169	143	133
매출총이익	103	93	111	76	103	86	112	73	419	383	375	391
GPM(%)	28%	26%	29%	21%	27%	25%	29%	20%	29%	26%	25%	26%
영업이익	74	59	73	30	69	52	75	35	286	235	231	247
YoY(%)	-2%	-21%	-22%	-30%	-7%	-11%	4%	16%	1%	-18%	-2%	7%
OPM(%)	20%	16%	19%	8%	18%	15%	19%	10%	20%	16%	16%	16%
당기순이익	75	63	113	68	40	70	89	71	457	318	269	297

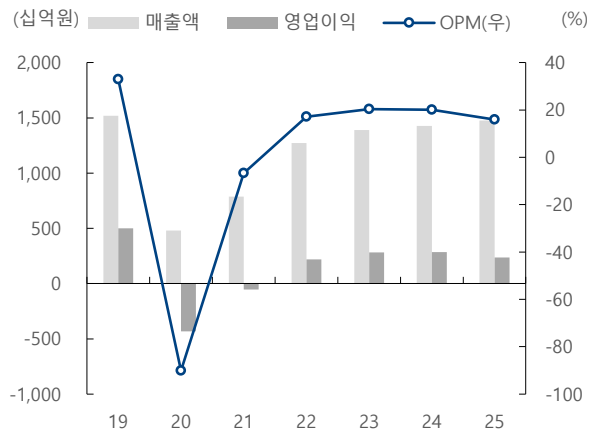
자료: iM증권 리서치본부

표3. 강원랜드 카지노 영업 환경(Capacity) 변화

	2000년 10월~	2003년 3월~	2004년 11월~	2013년 6월~	2018년 1월~	2020년 7월~	2028년~
영업시간	21시간	20시간	20시간	20시간	18시간	20시간	20시간
테이블 수	30	100	132	200	180	200	250
머신 수	480	960	960	1,360	1,360	1,360	1,510

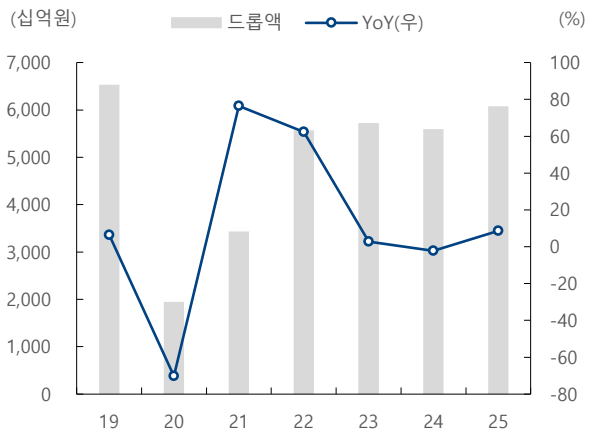
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 강원랜드 실적 추이



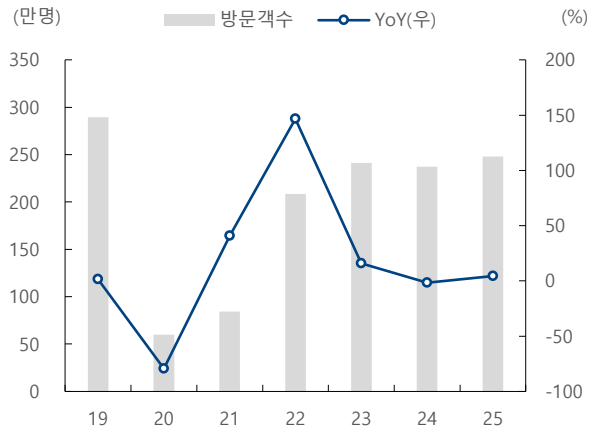
자료: 강원랜드, iM증권 리서치본부

그림2. 강원랜드 연간 드롭액 추이



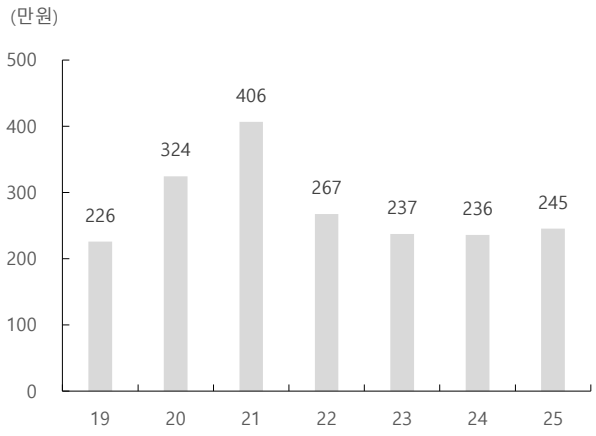
자료: 강원랜드, iM증권 리서치본부

그림3. 강원랜드 방문객 수 추이



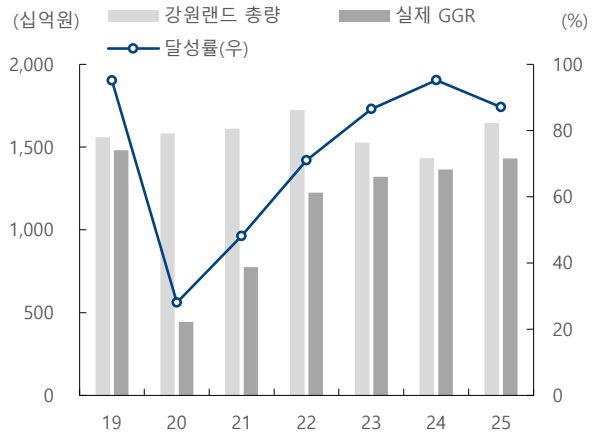
자료: 강원랜드, iM증권 리서치본부

그림4. 강원랜드 인당 드롭액 추이



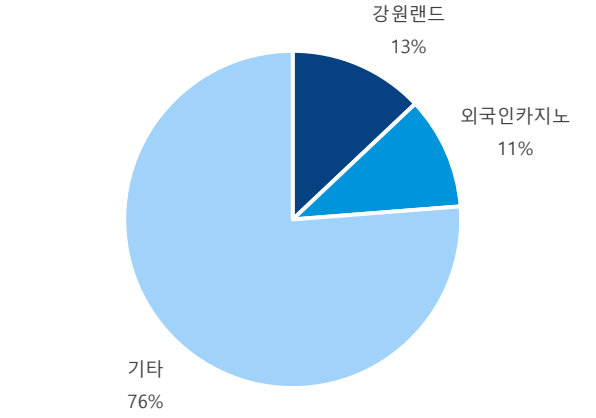
자료: 강원랜드, iM증권 리서치본부

그림5. 강원랜드 매출총량 및 실제 달성률 추이



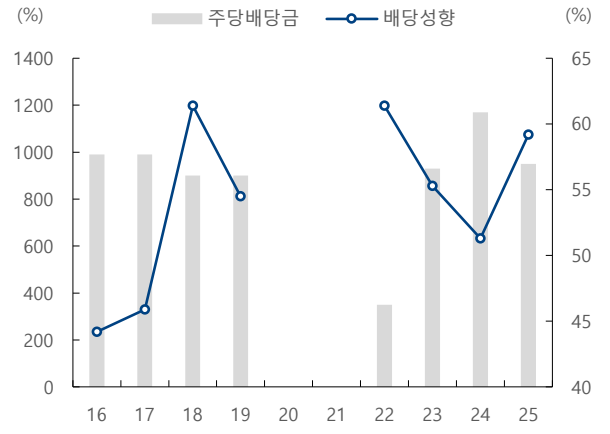
자료: 강원랜드, iM증권 리서치본부

그림6. 사행산업 매출총량제 배분(2025년)



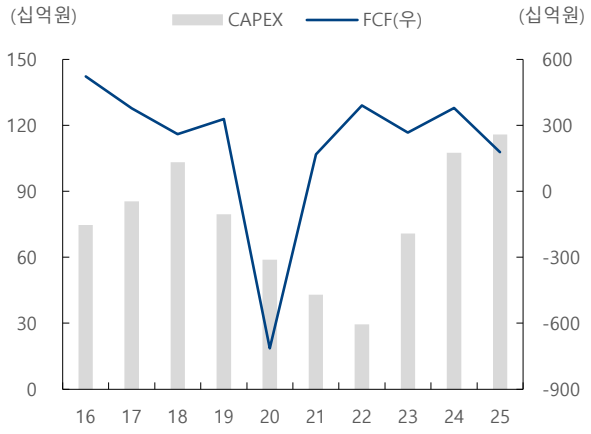
자료: 강원랜드, iM증권 리서치본부

그림7. 강원랜드 연간 주당배당금 및 배당성향 추이



자료: 강원랜드, iM증권 리서치본부

그림8. 강원랜드 CAPEX 및 잉여현금흐름 추이



자료: 강원랜드, iM증권 리서치본부

그림9. 강원랜드 제2카지노 영업장 신축

자료: 강원랜드, iM증권 리서치본부

그림10. 강원랜드 카지노 영업 조건 변경 사항

구분	기존	향후
제2카지노 영업장 2027년 12월 완공 예상		
카지노 면적 확장	14,513㎡ (4,390평)	20,261㎡ (6,129평)
게임기구수 증설	테이블 200대	250대
	머신 1,360대	1,610대
2025년 6월부터 적용		
외국인전용구역	베팅한도 최대 30만원	최대 3억원
	이용대상 외국인(시민권자)	외국인(시민권자), 영주권자

자료: 강원랜드, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	3,238	3,257	3,110	3,222
현금 및 현금성자산	200	205	195	248
단기금융자산	3,009	3,024	2,888	2,946
매출채권	20	20	20	21
재고자산	6	6	6	6
비유동자산	1,607	1,714	2,012	2,086
유형자산	1,318	1,426	1,725	1,799
무형자산	18	17	16	16
자산총계	4,845	4,971	5,123	5,308
유동부채	803	844	889	936
매입채무	5	5	5	6
단기차입금	7	7	7	7
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	78	78	78	78
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	881	922	967	1,014
지배주주지분	3,965	4,048	4,156	4,294
자본금	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129
이익잉여금	3,953	4,029	4,129	4,259
기타자본항목	-225	-217	-209	-201
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	3,965	4,048	4,156	4,294

포괄손익계산서

(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,477	1,481	1,511	1,627
증가율(%)	3.5	0.3	2.0	7.7
매출원가	1,094	1,106	1,120	1,193
매출총이익	383	375	391	434
판매비와관리비	147	144	144	151
연구개발비	0	0	0	0
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	235	231	247	284
증가율(%)	-17.7	-1.9	7.0	14.8
영업이익률(%)	15.9	15.6	16.3	17.4
이자수익	23	23	22	23
이자비용	3	3	3	3
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-23	-23	-23	-23
세전계속사업이익	389	354	391	436
법인세비용	71	85	94	105
세전계속이익률(%)	26.4	23.9	25.9	26.8
당기순이익	318	269	297	331
순이익률(%)	21.5	18.2	19.7	20.4
지배주주귀속 순이익	318	269	297	331
기타포괄이익	8	8	8	8
총포괄이익	326	278	305	340
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	294	219	259	319
당기순이익	318	269	297	331
유형자산감가상각비	84	92	101	126
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-94	-65	-114	-108
유형자산의 처분(취득)	-116	-200	-400	-200
무형자산의 처분(취득)	-6	-	-	-
금융상품의 증감	1,954	-	-	-
재무활동 현금흐름	-244	-188	-194	-197
단기금융부채의증감	-2	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-234	-188	-194	-197
현금및현금성자산의증감	-44	4	-10	53
기초현금및현금성자산	244	200	205	195
기말현금및현금성자산	200	205	195	248

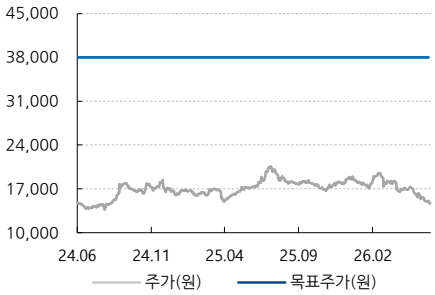
주요투자지표

	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)				
EPS	1,487	1,259	1,388	1,549
BPS	18,531	18,923	19,427	20,073
CFPS	1,882	1,693	1,864	2,141
DPS	950	969	988	1,008
Valuation(배)				
PER	12.7	11.7	10.6	9.5
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7
PCR	10.1	8.7	7.9	6.9
EV/EBITDA	2.7	-	0.2	-
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.1	6.7	7.2	7.8
EBITDA이익률	21.6	21.9	23.1	25.2
부채비율	22.2	22.8	23.3	23.6
순부채비율	-80.8	-79.6	-74.0	-74.2
매출채권회전율(x)	60.2	75.7	76.4	78.7
재고자산회전율(x)	298.2	268.8	271.1	278.3

자료 : 강원랜드, iM증권 리서치본부

강원랜드 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-06-10(담당자변경)	Buy	21,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-