2026.07.16

카지노 (OVERWEIGHT)

외국인 카지노 밸류에이션 하향

Industry Brief

[엔터/레저] 황지원 jiwon.hwang@imfnsec.com

외국인 카지노 밸류에이션 하향 조정

언론 보도(7/15)에 따르면, 정부는 외국인 전용 카지노의 관광진흥개발기금 납부금 상한을 현행 카지노 매출액의 10%에서 15%로 상향하는 방안을 추진할 계획이라고 발표했다. 실제 시행될 경우 내년 파라다이스 예상 카지노 매출액 약 1조원 기준 500억원의 세금이 추가 부담되는 것이다. 제주도는 별도의 법 개정이 필요하지만 정부 정책 기조를 고려할 때 유사한 방향의 제도 개편이 추진될 가능성이 있다. 이에 전일 주가는 롯데관광개발 -15%, 파라다이스 -13%, GKL -11% 급락했다. 목표주가와의 높은 괴리와 향후 몇 년 내 규제 강화 우려를 반영해 외국인 카지노 Target P/E를 기존 대비 20% 하향 조정했다. 이에 목표주가는 파라다이스 17,000원(-26%), 롯데관광개발 23,000원(-18%), GKL 13,000원(-19%)으로 하향한다. 현재 12MF P/E 기준 9배 수준으로 마카오 카지노 대비 밸류에이션 매력도 있으나 단기적으로는 구체적인 법 개정안 발표를 기다려볼 필요가 있다.

Buy (Maintain)

종목명	투자의견	목표주가
파라다이스(034230)	Buy	17,000(하향)
롯데관광개발(032350)	Buy	23,000(하향)
GKL(114090)	Buy	13,000(하향)

파라다이스: 2Q26 예상 OP 407억원(-5% YoY)

2026년 2분기 매출액/영업이익은 각각 3,166억원(+11% YoY)억원/407억원(-5%YoY)으로 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 2분기 카지노 드롭액은 2.1조원(+12% YoY), 매출액은 2,487억원(+8%), 홀드율은 11.3%(-0.5%p)을 기록했다. 기타 VIP(+27%)와 Mass(+18%) 성장에 힘입어 분기 드롭액이 처음으로 2조원을 상회했으나, 6월 홀드율이 9.0%(-4.1%p)로 다소 부진했다. 주요 영업장인 파라다이스시티의 일본 VIP(-2%) 성장이 정체된 가운데, 하얏트 인수를 통한 객실 여력 확대가 하반기 프리미엄 매스 및 VIP 드롭액 성장으로 이어지는 지가 중요하다. 현재 하얏트 OCC는 50%, 콤프 객실 비중은 10% 수준으로, 아직 고정비 레버리지 효과를 확인하기에는 이르나, 성수기 중국 VIP 마케팅 강화 및 인바운드 본격화를 통해 콤프 객실 비중이 40% 수준까지 올라가면 레버리지 효과가 가시화될 것이다.

롯데관광개발: 2Q26 예상 OP 506억원(+53% YoY)

2026년 2분기 매출액/영업이익은 각각 1,928억원(+22% YoY)/506억원(+53% YoY)으로 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 2분기 카지노 드롭액은 7,606억원(+14% YoY), 매출액은 1,470억원(+34% YoY), 홀드율은 19.3%(+2.9%p YoY)를 기록했다. 드롭액 대비 매출액 성장률이 가파른데, 제주도 특성상 카지노 고객의 체류기간이 상대적으로 길어 홀드율이 높게 유지되고 있다. 2분기 콤프 객실 비중은 52%로, 향후 80%까지 늘릴 계획이 있는 만큼 객실 여력도 충분하다. 성수기인 3분기 사상 최대 드롭액 및 매출액이 예상된다.

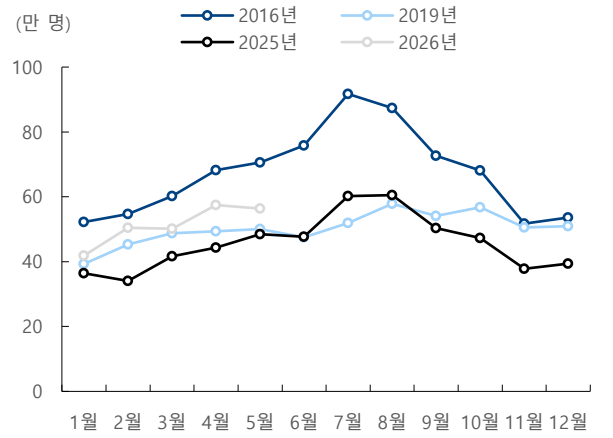
Ⅰ. 인바운드 지표

연간 외래 방한객 대비 외국인 카지노 이용객 비중은 최근 3개년(2023~2025년) 평균 약 20%로, 올해 정부는 외래 방한객 2,300만명(+21% YoY)을 목표로 제시한 바 있다.

2026년 5월 누적 외래 방한객 수는 872만 명으로 전년 대비 21% 증가했고, 국적별로는 중국 256만명(+25% YoY), 일본 160만명(+20%), 대만 93만명(+33%), 미국 63만명(+12%) 순이다. 한국관광공사의 잠정치에 따르면, 6월 기준 1,000만명을 돌파했다.

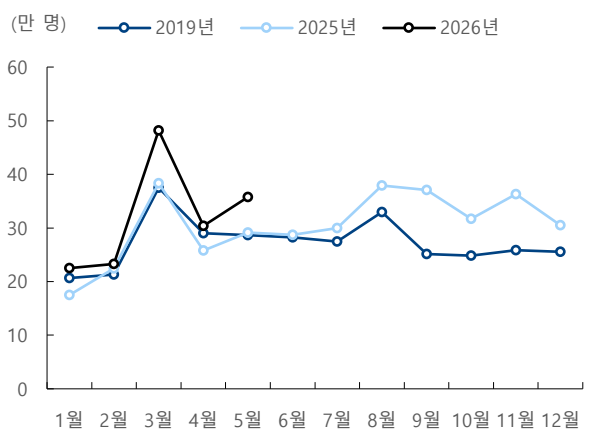
여름 휴가 시즌(7-8월), 일본 실버 위크(9/19~23), 중국 중추절(9/25~27), 국경절(10/1~7) 등 본격적인 여행 성수기를 앞두고 이미 1,000만명을 달성했다는 점에서 하반기 인바운드 수요는 더욱 강력할 것으로 기대된다. 특히 5월 기준 방일 중국 관광객 수는 전년 대비 60% 감소했는데, 한일령 영향으로 중일 연결 항공편수가 과거 대비 50% 수준으로 축소됐고, 7월부터 일본 비자 신청 수수료 및 출국세가 인상되면서 중국/일본인 단거리 여행 수요의 상당 부분이 한국으로 유입되고 있다. 5월 누적 기준 지방 연결 한중 항공편수는 9,810편으로 전년 동기간 대비 17% 증가했으나, 여전히 2016년 대비 70% 회복된 상황이다. 성수기로 갈수록 수요에 따른 공급 확대가 가속화될 것으로 예상된다.

그림1. 방한 중국 관광객 추이: 5월 56만명(+16% YoY)



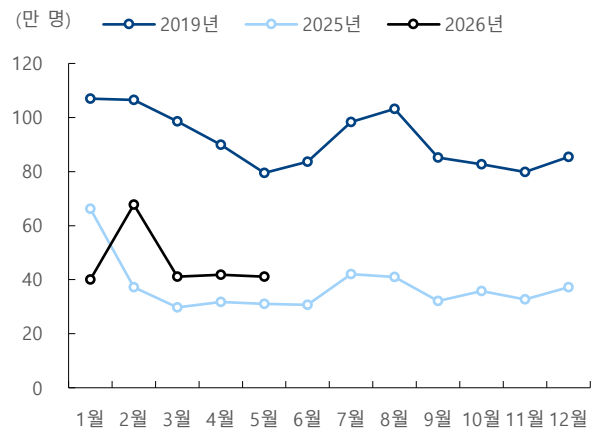
자료: 한국관광공사, iM증권 리서치본부

그림2. 방한 일본 관광객 추이: 5월 36만명(+23% YoY)



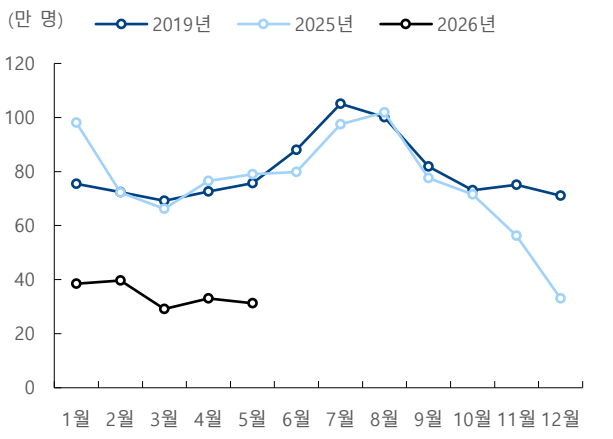
자료: 한국관광공사, iM증권 리서치본부

그림3. 방태 중국 관광객 추이: 5월 41만명(+33%YoY)



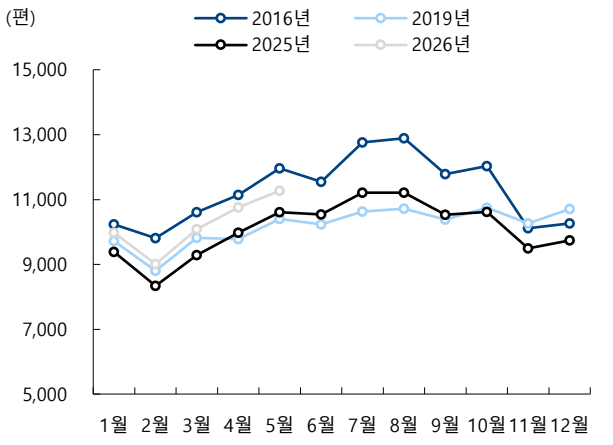
자료: MOTS, iM증권 리서치본부

그림4. 방일 중국 관광객 추이: 5월 31만명(-60% YoY)



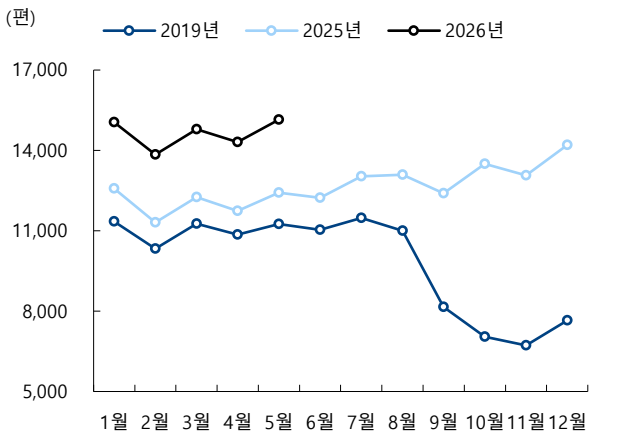
자료: JNTO, iM증권 리서치본부

그림5. 중국 노선 운항편수 추이: 5월 11,277편(+6%YoY)



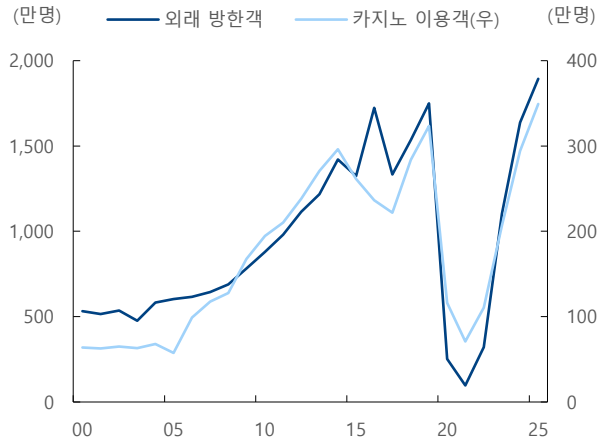
자료: 인천국제공항, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림6. 일본 노선 운항편수 추이: 5월 15,150편(+22%YoY)



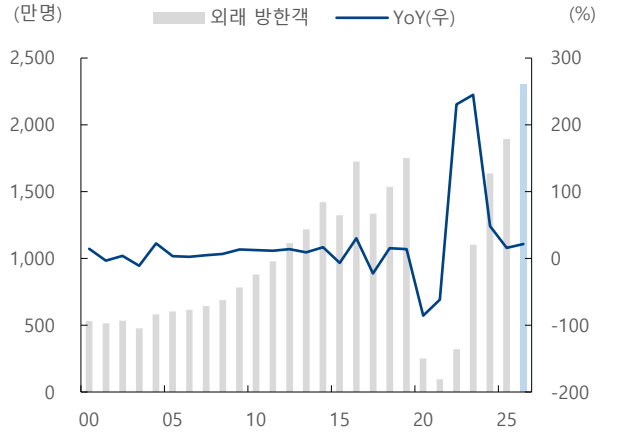
자료: 인천국제공항, 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림7. 외래 방한객 및 카지노 이용객 수 추이(상관관계=0.94)



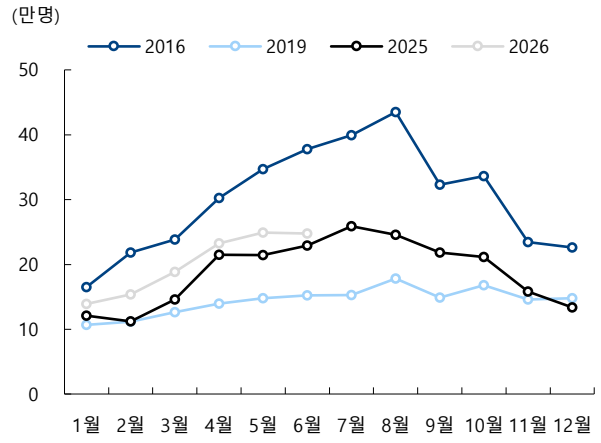
주: 외국인 전용 카지노 기준
자료: 한국관광공사, 문화체육관광부, iM증권 리서치본부

그림8. 외래 방한객 2026년 2,300만명(+21% YoY) 목표



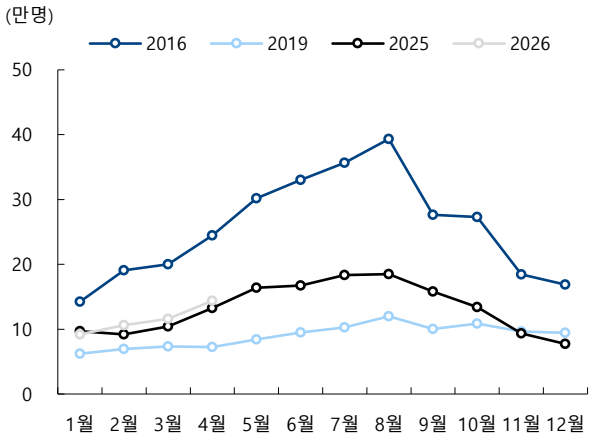
자료: 한국관광공사, 문화체육관광부, iM증권 리서치본부

그림9. 제주도 월별 외국인 입도객 추이



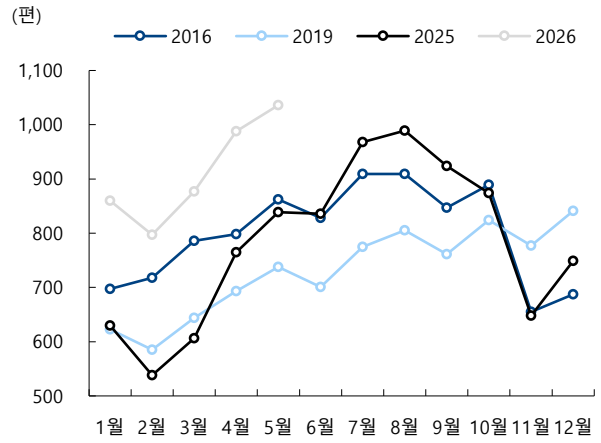
자료: 제주관광협회, iM증권 리서치본부

그림10. 제주도 월별 중국인 입도객 추이



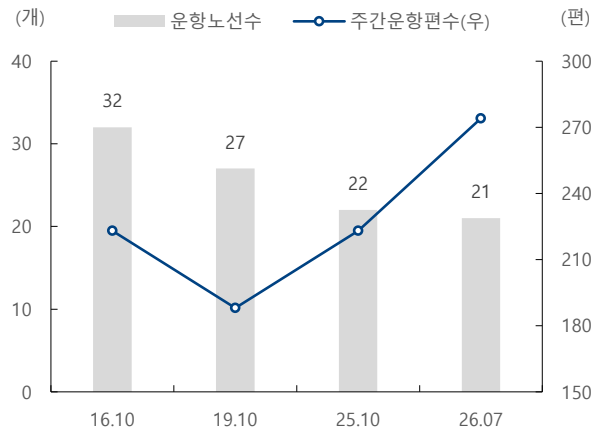
자료: 제주관광협회, iM증권 리서치본부

그림11. 제주공항 도착 국제선 월별 운항편수 추이



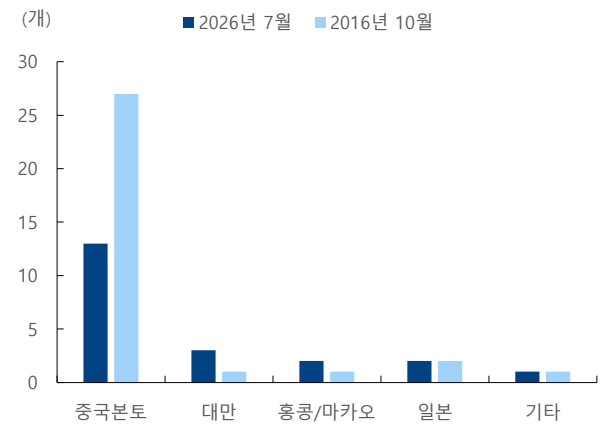
자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부

그림12. 제주공항 도착 국제선 운항 노선 및 주간 운항 편수 비교



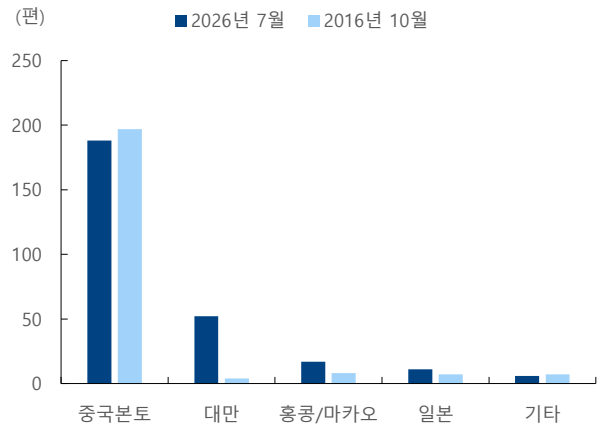
자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부

그림13. 지역별 제주공항 도착 노선 수 비교



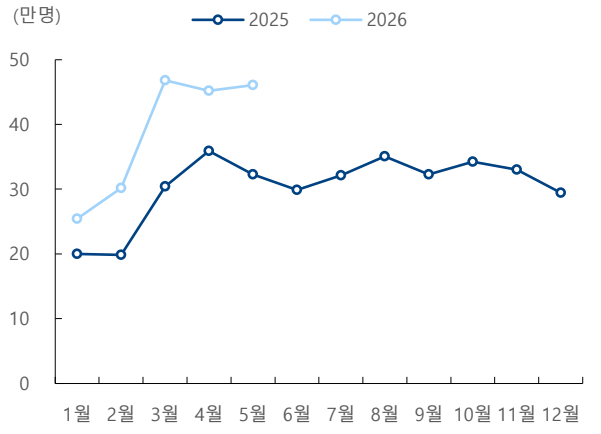
자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부

그림14. 지역별 제주공항 운항 편수 비교



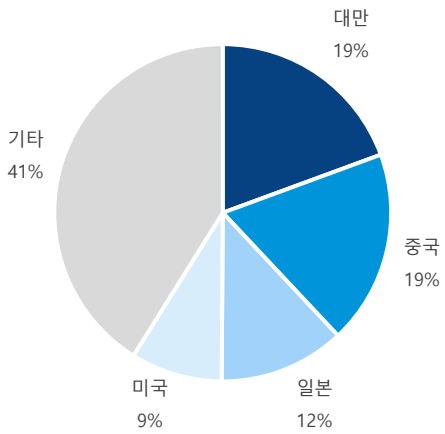
자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부

그림15. 부산 방문 외국인 관광객 수 추이



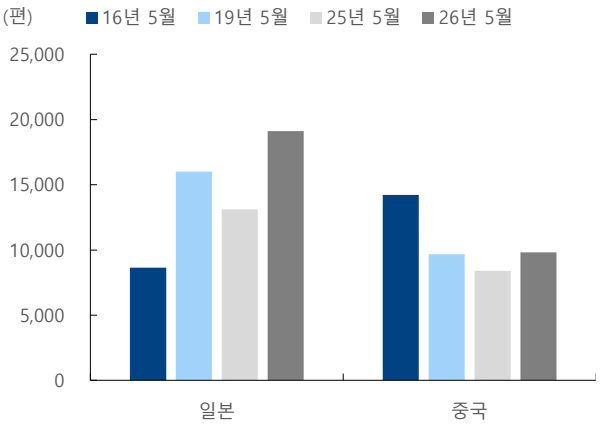
자료: 부산관광공사, iM증권 리서치본부

그림16. 부산 방문 외국인 관광객 국가별 비중(2026년 5월 누적)



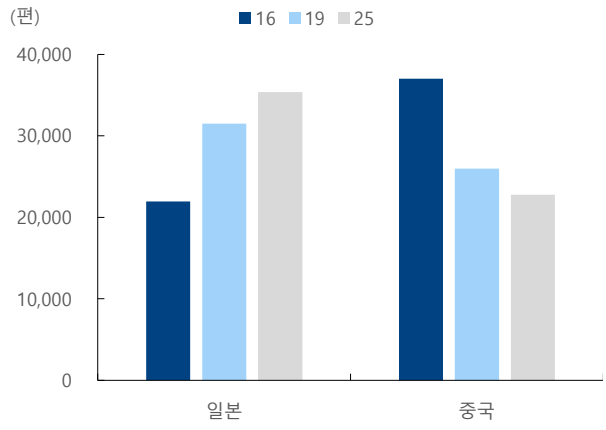
자료: 부산관광공사, iM증권 리서치본부

그림17. 지방 공항 일본/중국 국제선 운항편수 비교(5월 누적 기준)



자료: 한국공항공사, iM증권 리서치본부

그림18. 지방 공항 일본/중국 국제선 연간 운항편수 비교



자료: 한국공항공사, iM증권 리서치본부

Ⅱ. 6월 카지노 실적 및 2Q26 Preview

1. 파라다이스: 2Q26 예상 OP 407억원(-5% YoY)

6월 드롭액은 6,411억원(+10% YoY, -16% MoM), 매출액은 632억원(-22% YoY, -36% MoM)으로 홀드율이 9.0%(-4.1%p YoY)로 다소 부진했다. VIP 드롭액은 지역별로 일본 2,378억원(-1% YoY), 중국 1,112억원(+5%), 기타 1,414억원(+36%), Mass 드롭액은 1,507억원(+15%)을 기록했다. 사업장별 드롭액은 인천 3,316억원(+3%), 서울 2,187억원(+6%), 부산 612억원(+55%), 제주 296억원(+116%)을 기록했다. 인바운드 호조 및 지방 연결 항공편 증가로 부산 드롭액은 코로나 전인 2019년 대비 90% 회복했다.

2026년 2분기 매출액/영업이익은 각각 3,166억원(+11% YoY)억원/407억원(-5%YoY)으로 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 2분기 카지노 드롭액은 2.1조원(+12% YoY), 매출액은 2,487억원(+8%), 홀드율은 11.3%(-0.5%p)을 기록했다. 기타 VIP(+27%)와 Mass(+18%) 성장에 힘입어 분기 드롭액이 처음으로 2조원을 상회했으나, 6월 홀드율이 9.0%(-4.1%p)로 다소 부진했다. 주요 영업장인 파라다이스시티의 일본 VIP(-2%) 성장이 정체된 가운데, 하얏트 인수를 통한 객실 여력 확대가 하반기 프리미엄 매스 및 VIP 드롭액 성장으로 이어지는 지가 중요하다. 현재 하얏트 OCC는 50%, 콤프 객실 비중은 10% 수준으로, 아직 고정비 레버리지 효과를 확인하기에는 이르나, 성수기 중국 VIP 마케팅 강화 및 인바운드 본격화를 통해 콤프 객실 비중이 4-50% 수준까지 올라가면 레버리지 효과가 가시화될 것이다.

표1. 밸류에이션 및 목표주가 산출

2027년 지배주주순이익	101	십억원
주식 수	9,263	만주
EPS	1,092	원
Target P/E	16	배
목표주가	17,000	원
현재주가	10,450	원
상승여력	63	%

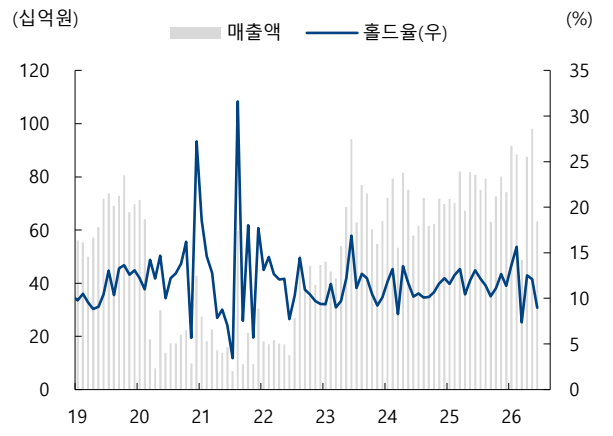
자료: iM증권 리서치본부

표2. 파라다이스 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	2,058	2,023	2,009	6,868	7,150	7,846	8,520
홀드율(%)	12%	12%	11%	12%	12%	11%	12%	12%	11%	12%	12%	12%
매출액	283	284	288	294	294	317	335	321	1,072	1,150	1,267	1,375
YoY(%)	7%	4%	7%	11%	4%	11%	16%	9%	8%	7%	10%	9%
복합리조트	139	152	150	156	146	166	177	162	539	597	651	728
카지노	116	101	100	103	116	117	119	123	403	419	474	498
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	77	87	74	238	268	306	355
GPM(%)	28%	25%	24%	17%	23%	24%	26%	23%	22%	23%	24%	26%
영업이익	57	43	40	16	37	41	52	37	136	156	167	215
YoY(%)	18%	34%	9%	-17%	-35%	-5%	32%	128%	-7%	15%	7%	28%
OPM(%)	20%	15%	14%	6%	13%	13%	16%	11%	13%	14%	13%	16%
당기순이익	43	32	33	36	19	28	36	29	111	145	111	151

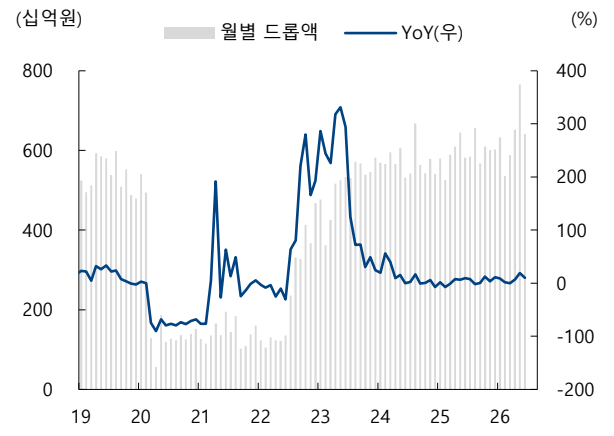
자료: iM증권 리서치본부

그림19. 파라다이스 월별 카지노 매출액 및 홀드율 추이



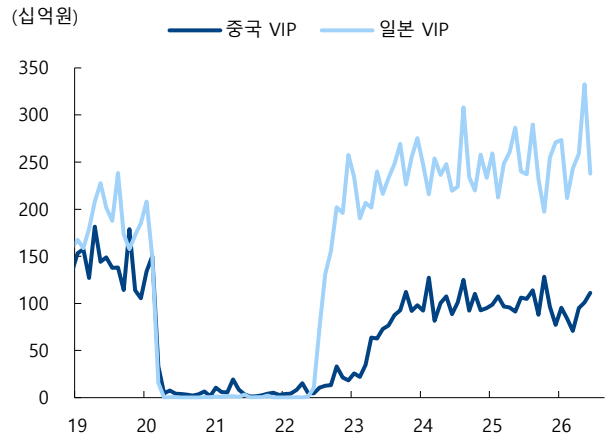
자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림20. 파라다이스 월별 드롭액 추이



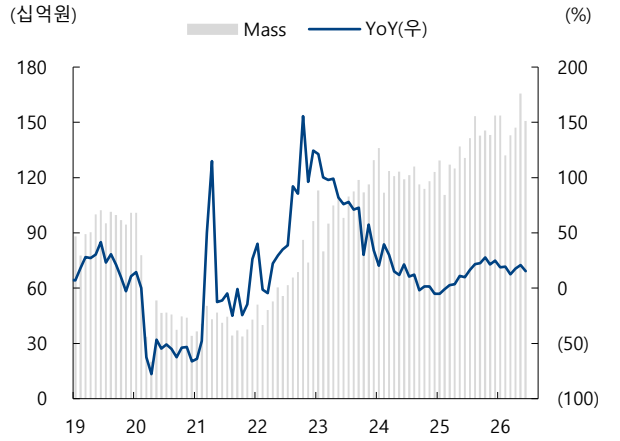
자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림21. 파라다이스 중국/일본 VIP 월별 드롭액 추이



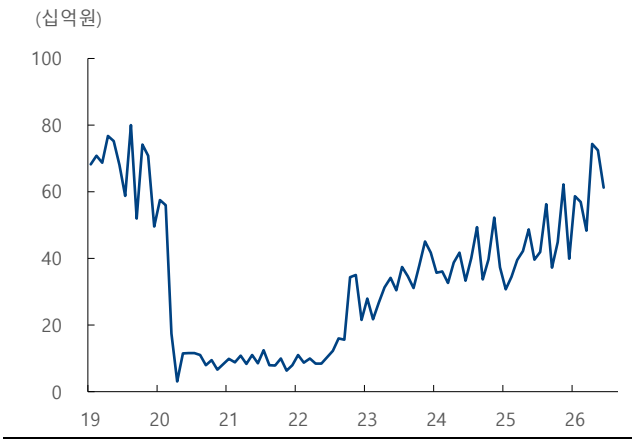
자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림22. 파라다이스 Mass 월별 드롭액 추이



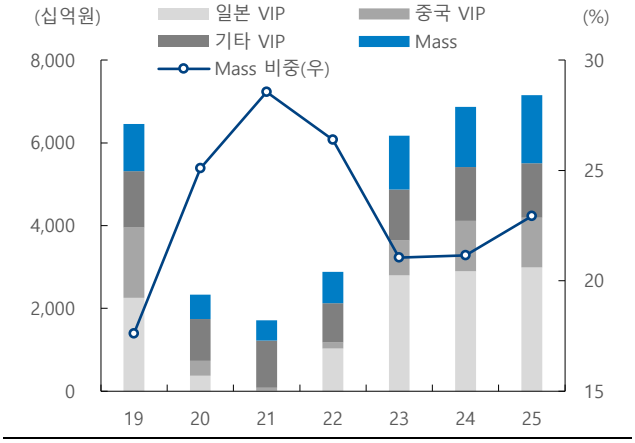
자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림23. 파라다이스 부산 카지노 월별 드롭액 추이



자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

그림24. 파라다이스 국적별 연간 드롭액 추이



자료: 파라다이스, iM증권 리서치본부

2. 롯데관광개발

6월 드롭액은 2,662억원(+10% YoY, +4% MoM), 매출액은 487억원(+36% YoY, -1% MoM)을 기록했다. 전월 대비 연휴가 부재했음에도 카지노 바카라 대회 개최 등으로 방문객수는 5월에 이어 6만명을 상회했다.

2026년 2분기 매출액/영업이익은 각각 1,928억원(+22% YoY)/506억원(+53% YoY)으로 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 2분기 카지노 드롭액은 7,606억원(+14% YoY), 매출액은 1,470억원(+34% YoY), 홀드율은 19.3%(+2.9%p YoY)를 기록했다. 드롭액 대비 매출액 성장률이 가파른데, 제주도 특성상 카지노 고객의 체류기간이 상대적으로 길어 홀드율이 높게 유지되고 있다. 2분기 콤프 객실 비중은 52%로, 향후 80%까지 늘릴 계획이 있는 만큼 객실 여력도 충분하다. 성수기인 3분기 사상 최대 드롭액 및 매출액이 예상된다.

표3. 밸류에이션 및 목표주가 산출

2027년 지배주주순이익	120	십억원
주식 수	8,509	만주
EPS	1,408	원
Target P/E	16	배
목표주가	23,000	원
현재주가	11,800	원
상승여력	95	%

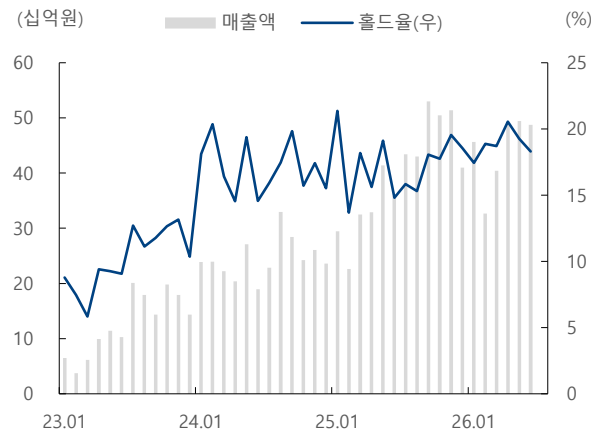
자료: iM증권 리서치본부

표4. 롯데관광개발 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	24	25	26F	27F
드롭액	482	669	849	769	651	761	941	845	1,726	2,768	3,198	3,547
홀드율(%)	18%	16%	16%	19%	18%	19%	19%	19%	17%	17%	19%	18%
매출액	122	158	187	187	156	193	220	200	471	653	768	834
YoY(%)	15%	36%	34%	70%	28%	22%	18%	7%	50%	39%	18%	9%
카지노	85	110	139	143	119	147	175	157	295	477	598	656
호텔	14	22	24	22	18	23	21	20	86	82	82	86
여행	22	24	22	22	18	22	21	21	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	66	51	39	143	196	223
YoY(%)	48%	463%	139%	1942%	121%	53%	25%	15%	흑전	267%	37%	14%
OPM(%)	11%	21%	28%	24%	18%	26%	30%	25%	8%	22%	26%	27%
당기순이익	-24	6	6	39	-7	16	30	20	-117	28	58	120

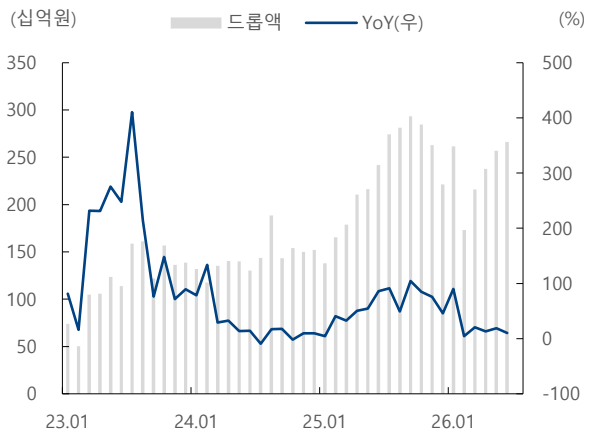
자료: iM증권 리서치본부

그림25. 롯데관광개발 월별 카지노 매출액 및 홀드율 추이



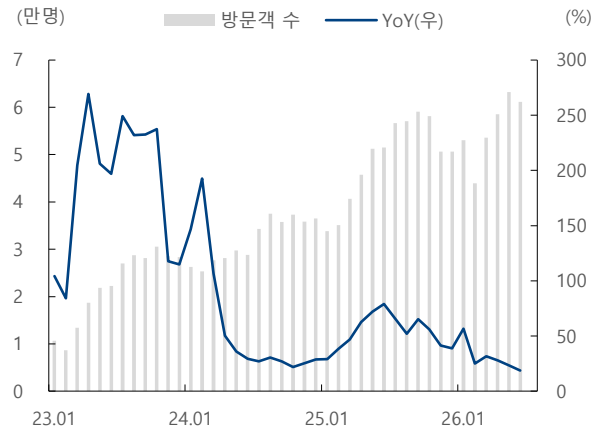
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림26.롯데관광개발 월별 드롭액 추이



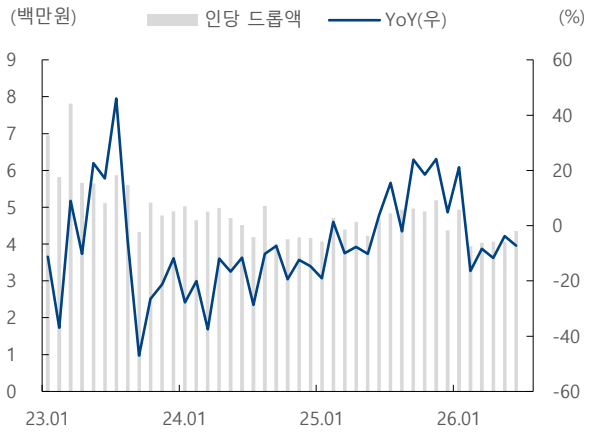
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림27. 롯데관광개발 월별 카지노 방문객수 추이



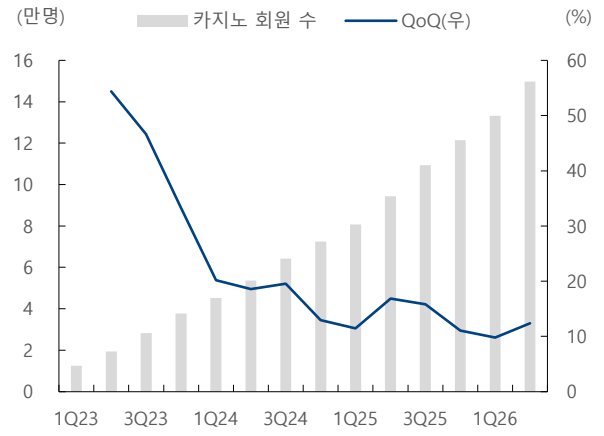
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림28. 롯데관광개발 월별 인당 드롭액 추이



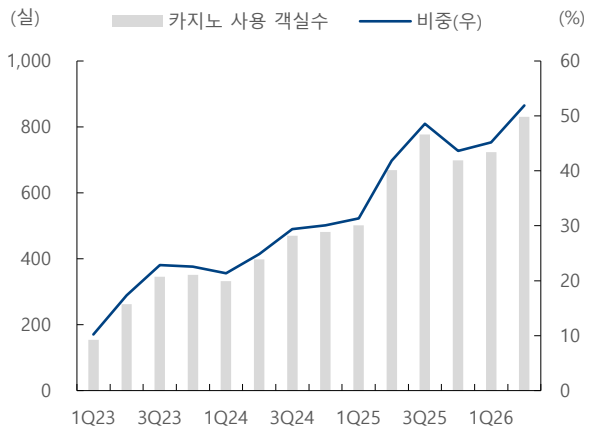
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림29. 롯데관광개발 카지노 회원 수 추이



자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림30. 롯데관광개발 카지노 콤프 객실 수: 1,600실 중 약 50%



자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

3. GKL

6월 드롭액은 3,277억원(+9% YoY, -14% QoQ), 매출액은 372억원(+7% YoY, -14% QoQ)을 기록했다. VIP 드롭액은 지역별로 일본 993억원(+10% YoY), 중국 655억원(+30%), 기타 598억원(-14%), Mass 드롭액은 683억원(+9%)을 기록했다. 중국 VIP 영업 강화로 연초 이후 드롭액 성장률이 평균 40%에 달하며, 2019년 대비 회복률이 78%인 점을 감안하면 성장 여력은 충분하다. 사업장별 드롭액은 강남 1,933억원(+23%), 용산 785억원(-16%), 부산 559억원(+13%)을 기록했다. 핵심 사업장에서 드롭액 성장세가 지속되고 있고, 지방 항공편 증편 및 인바운드 호조로 부산 드롭액도 2019년 동월 대비 80% 회복했다.

2026년 2분기 매출액/영업이익은 각각 1,220억원(+21% YoY)/247억원(+55% YoY)으로 컨센서스를 소폭 상회할 것으로 전망한다. 2분기 드롭액은 1.1조원(+15% YoY), 매출액은 1,205억원(+19%), 홀드율은 11.4%(+0.3%p)을 기록했다. 중국 VIP(+48%) 고성장으로 2019년 이후 처음으로 분기 드롭액 1조원을 상회했고, 홀드율도 안정적으로 유지되고 있다.

표5. 밸류에이션 및 목표주가 산출

2026년 지배주주순이익	60	십억원
주식 수	6,186	만주
EPS	977	원
Target P/E	13	배
목표주가	13,000	원
현재주가	9,180	원
상승여력	42	%

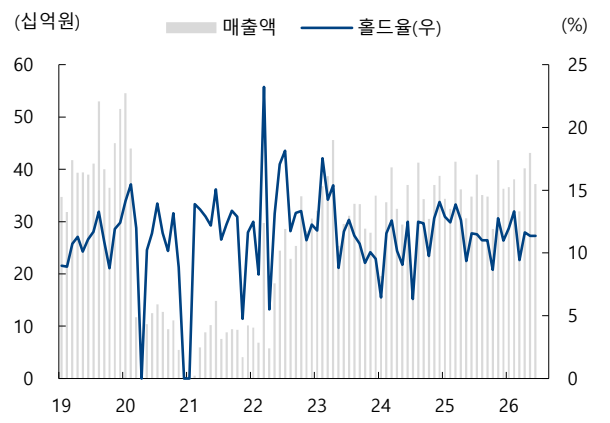
자료: iM증권 리서치본부

표6. GKL 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	24	25	26F	27F
드롭액	827	915	974	988	931	1,053	1,057	1,039	3,648	3,703	4,080	4,281
홀드율(%)	13%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	12%	11%	11%	11%	12%
매출액	110	101	109	103	111	122	123	119	396	423	474	505
YoY(%)	12%	2%	17%	-3%	1%	21%	12%	16%	0%	7%	12%	7%
매출총이익	27	22	26	9	25	32	29	20	71	84	106	121
GPM(%)	25%	22%	24%	8%	23%	26%	24%	17%	18%	20%	22%	24%
영업이익	20	16	17	-1	18	25	20	10	38	53	72	85
YoY(%)	46%	21%	199%	적전	-10%	55%	14%	흑전	-25%	37%	37%	18%
OPM(%)	18%	16%	16%	-1%	16%	20%	16%	8%	10%	12%	15%	17%
당기순이익	16	17	15	-1	15	20	16	9	33	47	60	71

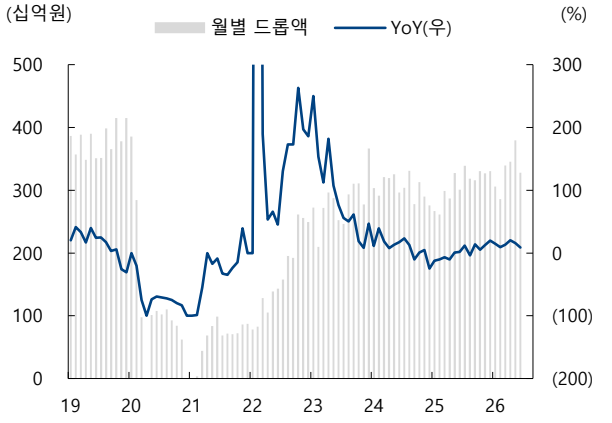
자료: iM증권 리서치본부

그림31. GKL 월별 카지노 매출액 및 홀드율 추이



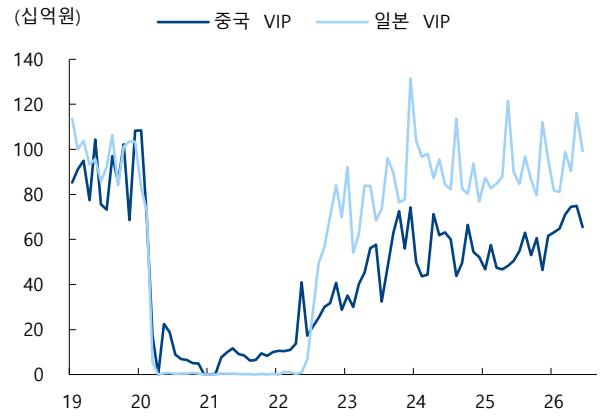
자료: GKL, iM증권 리서치본부

그림32. GKL 월별 드롭액 추이



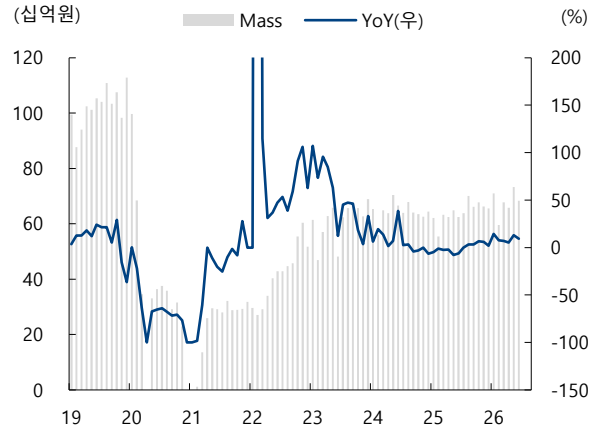
자료: GKL, iM증권 리서치본부

그림33. GKL 중국/일본 VIP 월별 드롭액 추이



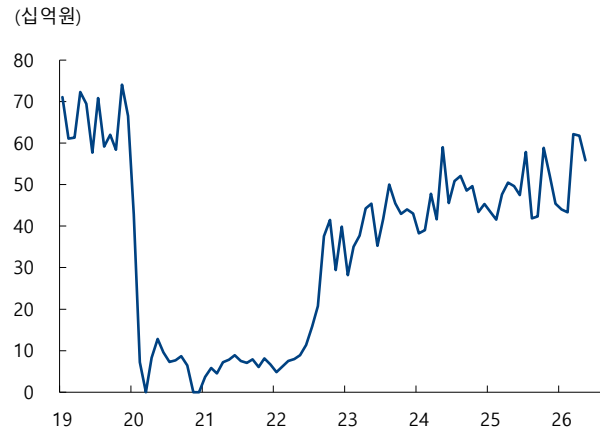
자료: GKL, iM증권 리서치본부

그림34. GKL Mass 월별 드롭액 추이



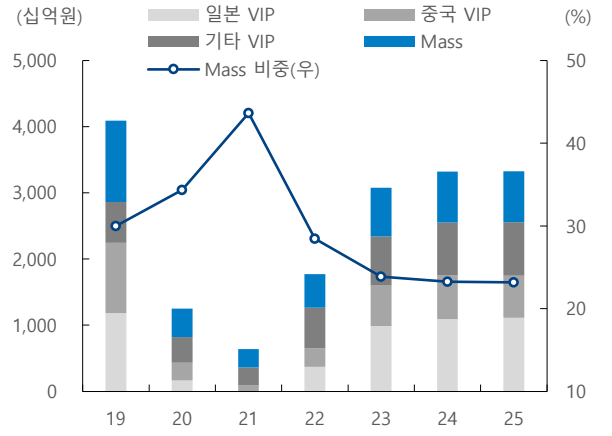
자료: GKL, iM증권 리서치본부

그림35. GKL 부산 카지노 월별 드롭액 추이



자료: GKL, iM증권 리서치본부

그림36. GKL 국적별 연간 드롭액 추이

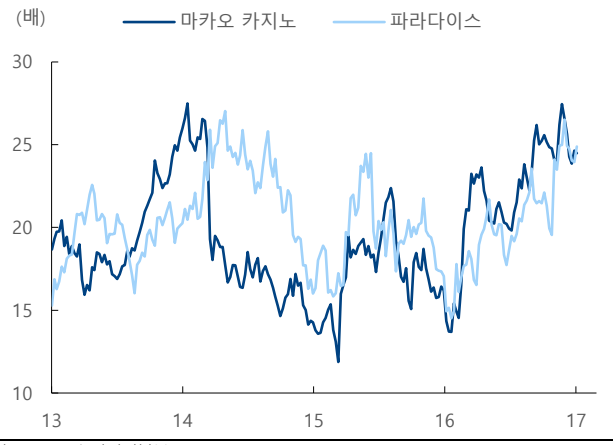


자료: GKL, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 밸류에이션

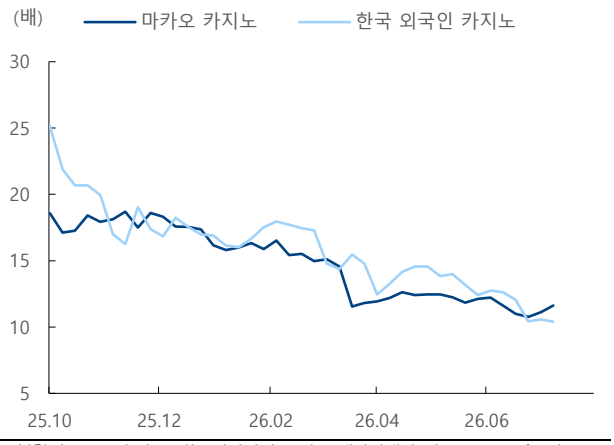
현재 국내 외국인 카지노 평균 12MF P/E는 9배로 마카오 카지노 대비 할인 거래되고 있다. 두 시장은 역사적으로 동조성을 보여 왔는데, 2014년 중국 반부패 규제 당시 한국 카지노 업종은 마카오 대비 상대적으로 규제 리스크가 낮아 밸류에이션 프리미엄을 받았다. 중국 프리미엄 소비 확대 수혜 및 인바운드 회복 본격화에 따른 높은 성장성과 마카오 대비 상대적으로 규제 및 비용 부담이 적다는 점에서 성수기로 갈수록 밸류에이션 프리미엄 정당화가 가능할 것으로 판단된다. 다만 현재 세금 관련 불확실성이 있어 단기적으로는 지켜볼 필요가 있다.

그림37. 13-16년 마카오 카지노 및 파라다이스 12MF P/E



자료: iM증권 리서치본부

그림38. 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

표7. 글로벌 Peer 그룹 밸류에이션

(2026.07.15)		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	17,498	31	2.6	-18.3	12.5	11.4	1.6	1.5	8.3	7.7	20.3	20.6
Sands China	HKD	13,361	13	-9.3	-34.0	12.7	10.9	8.4	8.5	8.2	7.7	16.7	17.4
MGM China	HKD	4,863	10	-4.7	-23.4	8.1	7.2	7.0	4.6	6.2	5.9	16.7	17.1
Wynn Macau	HKD	3,480	5	-3.9	-13.1	10.4	9.1	N/A	N/A	8.0	7.6	16.2	15.9
SJM Holdings	HKD	1,350	1	-11.8	-38.2	36.3	11.8	0.7	0.7	10.1	8.8	7.1	8.7
LVS	USD	29,673	45	-10.0	-31.2	13.2	12.1	11.9	8.7	8.3	7.8	23.9	24.5
MGM Resorts	USD	11,941	47	-4.0	27.9	25.9	21.5	4.2	3.6	3.7	3.5	7.1	7.7
Wynn Resorts	USD	9,953	96	-9.5	-20.3	19.2	16.4	N/A	60.8	9.0	8.5	16.2	17.1
Melco Resorts	USD	2,079	5	-4.6	-31.4	8.9	6.2	N/A	N/A	6.4	6.0	12.7	13.5
강원랜드	KRW	2,056	14,360	-10.6	-24.2	10.0	9.4	0.7	0.7	0.7	0.7	16.1	15.9
파라다이스	KRW	653	10,520	-29.9	-36.4	10.0	7.9	0.5	0.5	7.8	6.9	15.0	16.7
롯데관광개발	KRW	632	11,840	-33.7	-49.1	12.4	7.2	2.2	1.7	7.6	6.6	25.4	27.4
GKL	KRW	382	9,230	-25.0	-38.5	10.5	9.9	1.2	1.1	2.2	2.1	14.0	14.8

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

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.
- 본 연구원은 롯데관광개발(032350)의 일부 비용의 지원을 받아 롯데관광개발 제주 본사 탐방 및 IR 미팅 참석(2026-07-10 ~ 2026-07-12) 하였습니다.
- 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 : 2026-06-30 기준)

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-