

유진투자증권 

카지노(Overweight)

2026.05.07

# 걸어서..... 마카오 속으로

미디어/엔터/레저 이현지  
6199/hjlee1@

RA 고수영  
6162/suek66@



# TABLE OF CONTENTS

<b>01</b>	마카오 카지노 현황	05
<b>02</b>	마카오 카지노 기업들의 변화	15
<b>03</b>	한국 외인 카지노 현황	31
<b>04</b>	기업분석	45

# SUMMARY

마카오 카지노의 핵심 키워드는 '구조적 전환의 완성'이다. 마카오 반도에서 코타이로 중심이 옮겨가고, 정킷 소멸과 위성 카지노 전면 폐쇄라는 두 차례의 구조 재편을 거친 마카오는, 이제 프리미엄 Mass 중심의 새로운 시장으로 완전히 탈바꿈했다.

카지노 주요 타겟이 VIP에서 Mass로 변화하면서 마카오 6개 기업을 관통하는 공통 전략은 객실 스위트 비중을 늘려 프리미엄 Mass 플레이어를 더 많이 확보하는 것이다. 그 중에서도 특히 MGM의 성장 배경에 주목할 필요가 있는데, 총 객실은 6개 기업 중 가장 적지만 대부분 VIP와 프리미엄 Mass 중심 콤프로 소화되고 있는 것으로 추정되며, 신컨세션에서 유일하게 테이블이 36% 증가하고, 스마트 테이블 선도 도입으로 꾸준한 주가 상승세 이어오며 2025년 시장 점유율이 2019년 대비 6.4%p 상승했다.

국내 외인 카지노는 VIP와 Mass 모두 확대하기 위한 다양한 전략들을 펼치고 있는데, 롯데관광개발은 제주 드림타워(1,600객실)를, 파라다이스는 인천(1,270객실)과 부산(532객실)에서 파라다이스 호텔을 운영하며 콤프 여력을 충분히 갖췄고, 1Q26 기준 콤프 비중은 롯데관광개발 약 45%, 파라다이스(P-City) 약 50% (주말 기준)로 추정한다.

올해 1분기 롯데관광개발은 베틱한도 상향, 롤링 테이블 강화, 포커룸 확대 등의 전략을 통해 마카오를 벤치마킹 하며 고액 베틱 수요를 높이는 한편, 파라다이스는 부진했던 오픈 초기와는 달리 하얏트 리젠시의 속도감 있는 성장세에 힘입어 P-Mass/Mass 중심 성장 기대한다.

롯데관광개발 4월 카지노 순매출액 488억원(+48.5%yoy)으로 호실적 기록하며 성수기 진입의 시작을 알렸다. 우려와는 다르게 인바운드 수혜는 여전히 지속 중이며, 골든위크를 맞이해 5월도 경이로운 성장 기대한다. 업황, 실적, 모멘텀 모두 성수기에 진입하며 2분기부터 카지노 업체들 호실적 기록할 것으로 전망하며, 롯데관광개발(TP 32,000원) 최선호주 추천한다.

01

## 마카오 카지노 현황

유진투자증권 리서치센터  
주세배포 및 복제 불가

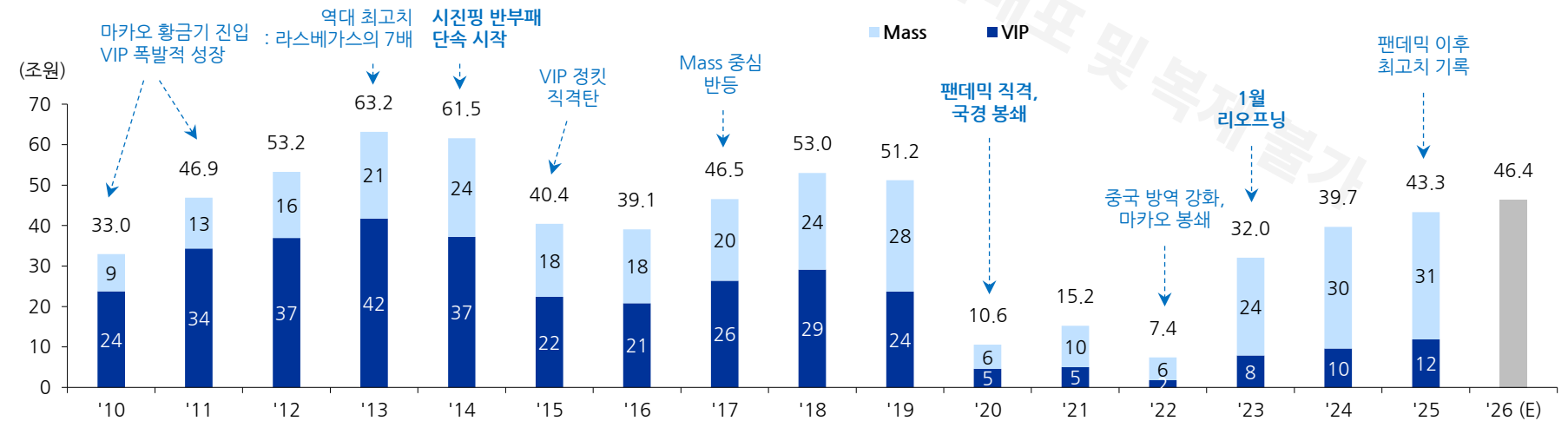
# 마카오 GGR 추이

## 다시 연 매출 50조원을 향해

- 마카오 카지노는 크게 다섯 구간으로 성장 시기를 나뉘볼 수 있음

- 1) 황금기(2010~2013): VIP 정킷 주도로 4년 만에 GGR 두 배 성장, 2013년은 라스베가스의 7배 규모인 63조원으로 역대 최대 규모 기록
- 2) 조정기(2014~2016): 시진핑 반부패 캠페인과 VIP 단속으로 3년 연속 하락, 2015년은 VIP 정킷 직격탄을 맞으며 34% 급감, 40조원까지 하락
- 3) 매스 중심 회복기(2017~2019): VIP 없이도 매스 중심으로 반등하며 2019년 51.2조원으로 2013년의 81%까지 회복
- 4) 팬데믹(2020~2022): 2020년 10.6조원(-79%yoy) 기록. 시장 규모 크게 위축된 가운데 2022년은 중국 방역 강화로 7.4조원(-52%yoy) 기록
- 5) 리오프닝(2023~현재): 2023년부터 급격한 반등을 보이기 시작해 2025년은 43.3조원(+9%yoy)으로 코로나 이후 최고치 기록. 여전히 2013년 대비 68% 수준이며, VIP 비중은 75%에서 현재 18~22% 수준으로 구조 전환

## 마카오 연간 GGR 추이



자료: DICJ, 유진투자증권

# 마카오 카지노 시장 현황

## 코타이 vs 마카오 반도 비교

- 코타이는 마카오 공항과 인접한 신규 매립지역으로 라스베가스 스트립을 벤치마킹한 대형 복합리조트(IR) 클러스터. Galaxy, MGM, Wynn 등 대형 IR들이 몰려 있어 체류형 관광객, 프리미엄 매스, 중국 본토 중산층/고소득층 비중이 높음. 방문객 수보다는 테이블 생산성, 호텔 점유율, 프리미엄 매스 베팅액, 리테일/엔터테인먼트 매출 등이 더 중요한 요소
- 마카오 반도는 마카오의 전통적인 도심 지역이자 초기 카지노 산업의 중심으로 Grand Lisboa, StarWorld 등 과거 위성 카지노들이 많았던 지역. 페리터미널/구도심과 접근성이 좋고 오래된 카지노들이 많아 홍콩/광둥성 기반 당일 방문객이나 로컬/근거리 Mass 고객, 낮은 베팅 고객 비중이 코타이보다 상대적으로 높음. 위성 카지노 폐쇄 이후 Mass 고객 재배치가 핵심

## 코타이 vs 마카오 반도 비교

구분	코타이	마카오 반도
주요 고객 성격	숙박형, 프리미엄 매스, 고소득 본토 관광객	당일/단기 방문, Mass 고객, 홍콩·광둥성 근거리 수요
카지노 형태	신형 대형 IR 중심	구형 카지노 + 일부 고급 자산 + 과거 위성 카지노
비게이밍	호텔, 쇼핑, 공연, MICE 강함	구도심 관광, 접근성, 전통 카지노 수요
베팅 성향	평균 베팅/최저 베팅 높음	평균 베팅/최저 베팅 낮음
대표 자산	Galaxy, Venetian, Londoner, Wynn Palace, MGM Cotai, City of Dreams	Grand Lisboa, Lisboa, Wynn Macau, MGM Macau, StarWorld, Sands Macao



자료: 유진투자증권

# 마카오 카지노 시장 현황

## 코타이 vs 마카오 반도 비교

- 코타이 지역 매스 테이블 홀드율 평균은 26% 수준이지만, 마카오 반도 홀드율은 약 20% 수준
- 마카오 반도 홀드율이 낮은 이유는 당일치기나 로컬 방문객이 많기 때문에 드랍이 크지 않고, 반복적인 칩 바이인(buy-in)이 발생하며 드랍액 인플레이션을 유발해 코타이 대비 낮은 홀드율로 이어지게 됨

## 코타이 vs 마카오 반도 홀드율 비교

	2017	2018	2019	2023	2024	2025	Avg.
<b>Macau Peninsula</b>							
Wynn Macau	19.4%	20.1%	20.3%	17.7%	18.3%	17.6%	18.8%
MGM Macau	20.2%	17.8%	21.6%	20.4%	21.7%	22.5%	20.9%
Sands Macau	19.0%	18.4%	18.3%	17.1%	16.6%	15.2%	17.7%
Starworld	39.5%	18.5%	18.7%	17.7%	17.8%	16.6%	19.7%
<b>Subtotal</b>	<b>22.3%</b>	<b>18.7%</b>	<b>19.9%</b>	<b>18.7%</b>	<b>19.4%</b>	<b>19.1%</b>	<b>19.6%</b>
<b>Macau Cotai</b>							
City of Dream	32.4%	30.3%	32.3%	30.9%	32.1%	30.4%	31.4%
Studio City	27.3%	26.5%	29.1%	27.3%	30.6%	33.4%	29.2%
Venetian	25.2%	24.7%	26.2%	24.2%	24.7%	23.3%	24.7%
SCC/Londoner	20.7%	21.4%	22.7%	21.3%	21.5%	22.7%	21.8%
Parisian	19.6%	21.1%	23.1%	21.4%	20.9%	21.2%	21.3%
Plaza	22.7%	24.9%	24.4%	23.6%	24.3%	22.1%	23.6%
Galaxy Macau	44.4%	26.7%	28.0%	27.0%	28.3%	29.1%	29.3%
Wynn Cotai	22.7%	24.5%	24.4%	22.4%	24.5%	22.3%	23.4%
MGM Cotai	-	19.5%	25.2%	24.9%	28.1%	28.1%	26.3%
<b>Subtotal</b>	<b>27.2%</b>	<b>24.7%</b>	<b>26.4%</b>	<b>25.0%</b>	<b>26.3%</b>	<b>26.1%</b>	<b>25.9%</b>
<b>Total</b>	<b>25.8%</b>	<b>23.1%</b>	<b>24.7%</b>	<b>23.4%</b>	<b>24.7%</b>	<b>24.5%</b>	<b>24.3%</b>

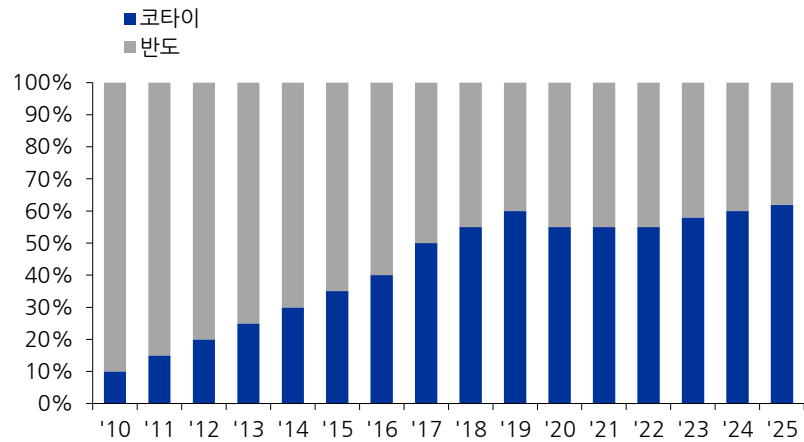
자료: 산업자료, 유진투자증권

# 마카오 카지노 시장 현황

## 코타이 vs 마카오 반도 비교 (1): 코타이

- 마카오 카지노 시장은 코타이가 전체 GGR의 약 60%, 마카오 반도가 약 40%를 차지
- 코타이는 대형 복합리조트의 집결지로, 2007년 코타이 1호 대형 IR인 베네시안 마카오(Sands)가 개장한 이후 Galaxy(2011), Sands(2012), Melco(2015), Wynn(2016), MGM(2018)이 차례대로 진입. 2019년 마카오 GGR의 60%를 차지할 만큼 빠르게 성장
- 최저 베팅액이 HKD500부터 시작하며 주로 중국 본토의 고소득층이나 MICE 등의 방문객이 많음

마카오 반도 vs 코타이 GGR 비중 변화 추이



자료: DICJ, 유진투자증권

코타이 대형 복합리조트 주요 개장 연표

연도	운영사	리조트	비고
2007	Sands	베네시안 마카오	코타이 첫 대형 복합리조트
2008	Sands	플라자 마카오	
2009	Melco	시티 오브 드림즈	Melco 코타이 첫 진입
2011	GEG	갤럭시 마카오	
2012	Sands	샌즈 코타이 센트럴	現 런더너 마카오 ('21년 리브랜딩)
2015	Melco	스튜디오 시티	Melco 두 번째 코타이 프로퍼티
	GEG	브로드웨이 마카오	
2016	Wynn	윈 팰리스	
	Sands	파리지안 마카오	
2018	MGM	MGM 코타이	
2021	SJM	그랜드 리스보아 팰리스	6대사 코타이 진입 완료

자료: 각 사, 유진투자증권

# 마카오 카지노 시장 현황

## 코타이 vs 마카오 반도 비교 (2): 마카오 반도

- 마카오 반도는 2010년부터 2013년까지 마카오 GGR의 70% 이상을 차지하던 지역으로, VIP 정킷룸과 위성 카지노 중심으로 운영. 특히 2013년에는 235개 정킷 라이선스와 함께 NAPE 지구에서 Grand Lisboa까지 1.5km 구간에 12개 이상의 카지노가 뻘뻘하게 밀집해 있었음
- 그러다 2014년부터 코타이에 대형 IR들이 본격적으로 개장하기 시작하면서 구조적으로 밀리기 시작해 2019년 GGR이 40%까지 축소되었고, 팬데믹을 거치며 VIP 정킷 고객이 사라진 가운데 매스 관광객마저 입국이 막히면서 최저 베팅 HKD100 위성 카지노들의 수익성이 부진해지기 시작
- 2025년까지 11개의 위성 카지노 중 9개가 마카오 반도에 있었지만, 2025년 위성 카지노 전면 폐쇄로 마카오 반도의 GGR 구조가 재편되고 있으며, 여전히 반도는 SJM(Grand Lisboa) 중심의 광동성, 홍콩 등 로컬 위주의 근거리 방문객 타겟 카지노가 밀집되어 있음

### 마카오 반도의 랜드마크인 Grand Lisboa



자료: SJM Holdings, 유진투자증권

### 2025년 기준 위성 카지노 11개 중 9개가 반도에 위치

운영사	위성카지노	위치
SJM	Casino Grandview	타이파
SJM	Casino Emperor Palace	반도
SJM	Casino Legend Palace	반도
SJM	Casino Casa Real	반도
SJM	Casino Ponte 16	반도
SJM	Casino Kam Pek Paradise	반도
SJM	Casino Fortuna	반도
SJM	Casino Landmark	반도
SJM	Casino L'Arc Macau	반도
Melco	Grand Dragon Casino	타이파
Galaxy	Casino Waldo	반도

자료: 언론종합, 유진투자증권

# 마카오 카지노 규제 현황

## 2022년 게임법 개정이 가져온 변화 (1): 위성 카지노 폐쇄

- 위성 카지노는 마카오 6대 라이선스 운영사의 면허를 빌려 제3자가 실질적으로 운영하는 카지노로, 사업 확장을 위해 여러 호텔과 제휴해 제3자가 테이블 임대 방식으로 카지노를 운영하도록 허용한 게 위성 카지노의 시작. 과거 전성기 마카오 카지노 41개 중 22개가 위성 카지노였고 그 중 18개가 SJM 라이선스 하에 있었음. 특히 위성 카지노는 최저 베팅액이 낮기 때문에 중저가 중국 본토 방문객을 대거 유입하기에 유리
- 위성 카지노 수익배분은 세금 40%, 운영사(SJM 등) 5%, 위성 카지노 자체 수익 55%로 이루어졌고, SJM 같은 운영사 입장에서는 자기자본 투자 없이 면허만 빌려주고 5%를 수취하는 구조였기 때문에 반도 내에서 점유율을 빠르게 확보. 반면, 다른 5대 운영사는 처음부터 대형 IR 전략을 선택
- 팬데믹 이후 운영사들이 위성 카지노 자체 수익을 50%로 줄이며 수익성 악화에 시달리는 한편, 2022년 마카오 정부의 게임법 개정으로 위성 카지노 규제가 대폭 강화되면서 2025년 12월 31일까지 라이선스 운영사가 직접 소유한 부동산에서 직접 운영하거나 폐쇄하도록 요구. 2025년까지 운영되던 11개의 위성 카지노 중 9개가 SJM 라이선스 기반이었고, 8개는 폐쇄, 1개는 직접 인수해 직영 전환 운영 중

### 2025년 기준 위성 카지노 현황(테이블 약 480개 + 슬롯머신 약 270대)

운영사	위성카지노	위치	현황	폐쇄/전환 시기
SJM	Casino Grandview	타이파	폐쇄	2025년 7월 31일 폐쇄
SJM	Casino Emperor Palace	반도	폐쇄	2025년 10월 30일 폐쇄
SJM	Casino Legend Palace	반도	폐쇄	2025년 11월 12일 폐쇄
SJM	Casino Casa Real	반도	폐쇄	2025년 11월 21일 폐쇄
SJM	Casino Ponte 16	반도	폐쇄	2025년 11월 28일 폐쇄
SJM	Casino Kam Pek Paradise	반도	폐쇄	2025년 12월 1일 폐쇄
SJM	Casino Fortuna	반도	폐쇄	2025년 12월 9일 폐쇄
SJM	Casino Landmark	반도	폐쇄	2025년 12월 30일 폐쇄
SJM	Casino L'Arc Macau	반도	SJM 인수 및 직영 전환	2025년 12월 30일 SJM 직영 전환
Melco	Grand Dragon Casino	타이파	폐쇄	2025년 9월 22일 폐쇄
Galaxy	Casino Waldo	반도	폐쇄	2025년 10월 31일 폐쇄

자료: 산업자료, 유진투자증권

# 마카오 카지노 규제 현황

## 2022년 게임법 개정이 가져온 변화 (2): 기업별 테이블 수 재편

- 기존 마카오 카지노 라이선스는 20년 단위였는데, 2022년 새 게임법에서 라이선스 기간이 10년으로 단축됐고 서브 컨세션 제도가 완전히 폐지되며 6개 운영사(SJM, Galaxy, Wynn, MGM, Sands, Melco)가 모두 동등한 직접 면허 보유자가 되어 2032년 12월 31일까지 라이선스 유효. 6개 운영사 모두 10년 컨세션을 얻는 조건으로 총 160억 달러(약 23.5조원) 이상의 비게임 투자 필수
- 마카오는 테이블 수를 정부가 직접 규제하는데, 기존 테이블 수 6,925개에서 2023년 1월 1일부터 마카오 전체 게임 테이블은 6,000개, 슬롯머신은 12,000대로 상한 설정. 테이블당 연간 최소 GGR 기준은 MOP700만(약 13억원)이고, 이 기준을 밑돌면 테이블 수가 줄어들 수 있음
- 주목할 점은 2023년 재면허 과정에서 MGM이 유일하게 테이블 수가 증가(2019년 552개 → 2023년 750개, +36%)했다는 점인데, 위성 카지노에서 운영되던 테이블 500개가 정부로 반납된 후 재배분되며 1) 시장에 뒤늦게 진입해 테이블 배정이 적었던 것에 대한 보정과 2) MGM Cotai의 물리적 여력에, 3) 비카지노 분야에 21억 달러(약 3.8조원) 이상을 투자하는 조건으로 MGM 테이블 확대

마카오 6대 기업 테이블 수 변화

운영사	2022년	2023년	증감
Sands	1,685	1,680	-5
SJM	1,993	1,250	-743
Galaxy	1,079	1,000	-79
Melco	946	750	-196
MGM	552	750	+198
Wynn	670	570	-100
합계	6,925	6,000	-925

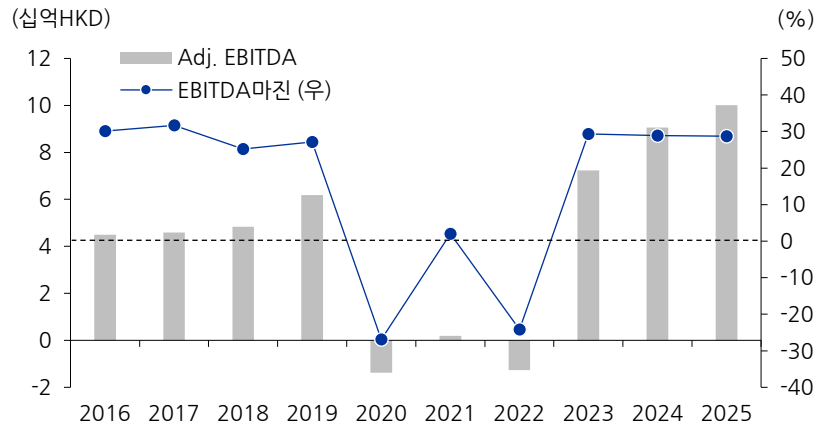
자료: 산업자료, 유진투자증권

# 마카오 카지노 규제 현황

## 그리고 MGM의 가파른 성장

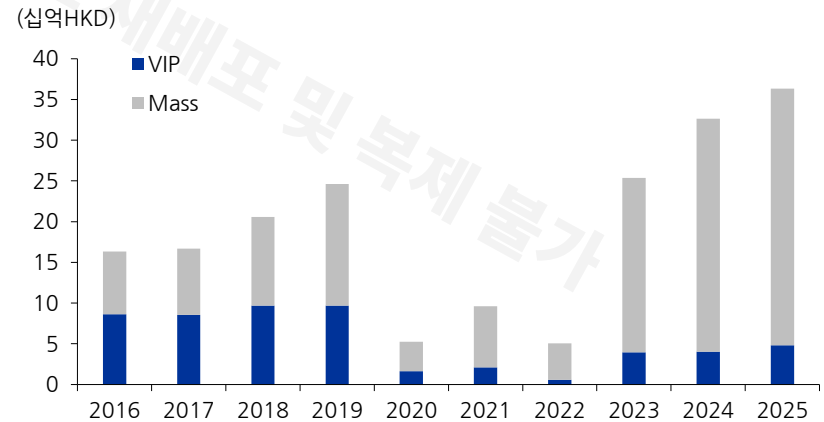
- 2024년 중국 경기둔화와 마카오 GGR 성장 둔화 우려 속에서도 MGM이 다른 카지노 대비 추가흐름이 견고했던 이유는 2023년 신컨세션에서 테이블을 36% 늘린 유일한 운영사로, 시장점유율이 2019년 9.5%에서 2024년 15.8%까지 확대되며 유일한 수혜자의 효과를 온전히 누렸기 때문
- 더불어 2023년 MGM China의 Adjusted EBITDA는 HKD 72억으로, 2019년 코로나 전 수준의 117%를 달성하며 6대 운영사 중 유일하게 팬데믹 이전을 확실히 돌파하며 실적의 가파른 성장을 증명했고, 2024년에 다양한 공연과 대형 이벤트 등 비게임 콘텐츠 강화
- 2025년 새로운 브랜딩 계약과 함께 실적 서프라이즈로 2025년 연간 추가 수익률 35.8% 기록하며 견조한 성장세 지속

### MGM Adjusted EBITDA 추이



자료: MGM China, 유진투자증권

### MGM VIP/Mass GGR 추이



자료: MGM China, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

02

## 마카오 카지노 기업들의 변화

유진투자증권 리서치센터  
주세배포 및 복제 불가

# 카지노 기업들의 운영 전략 변화

## 프리미엄 Mass를 잡아라

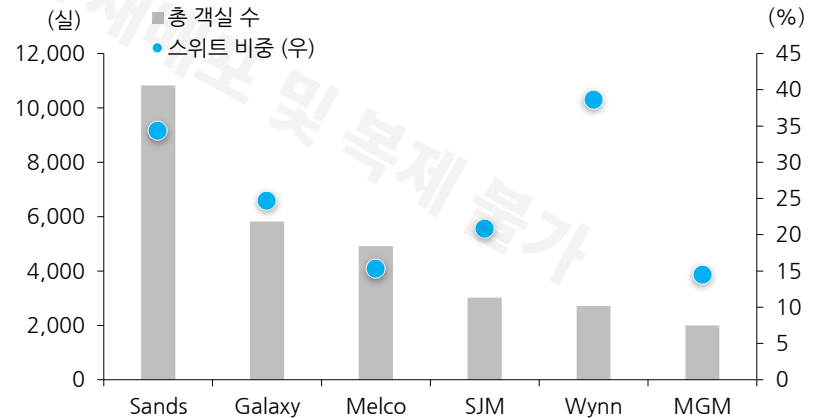
- 카지노 주요 타겟이 VIP에서 Mass로 변화하면서 6개 기업을 관통하는 공통 전략은 객실 수를 줄이더라도 스위트 비중을 늘려 프리미엄 Mass 플레어를 더 많이 확보하는 것
- Sands가 규모, Galaxy는 OCC, Wynn과 MGM은 ADR 등 각자 다른 축에서 강점을 가지고 운영하지만, 핵심은 스위트 비중 확대. Sands Londoner Grand(1,500개 스위트), Galaxy Capella(93개 스위트), MGM(스위트 60실 증설)이 대표적이고, 이 점이 2025년과 2026년 시장점유율 재편의 핵심 변수로 작동하고 있음

마카오 6대 기업 2023~2026년 연초대비 증가수익률

	2023	2024	2025	2026
Galaxy Ent. Group	-14.9%	-24.0%	+23.0%	-16.6%
Melco Resorts & Ent.	-22.9%	-37.3%	+37.1%	-27.3%
MGM China	+15.2%	+1.4%	+35.8%	-13.5%
Sands China	-11.8%	-12.0%	-0.2%	-20.2%
SJM Holdings	-45.4%	+8.0%	-9.1%	-15.3%
Wynn Macau	-26.1%	-15.8%	+18.2%	-6.7%

자료: Bloomberg, 유진투자증권  
참고: 2026년은 5/4일 증가 기준

마카오 6대 기업 총 객실 수 및 스위트 비중 추정



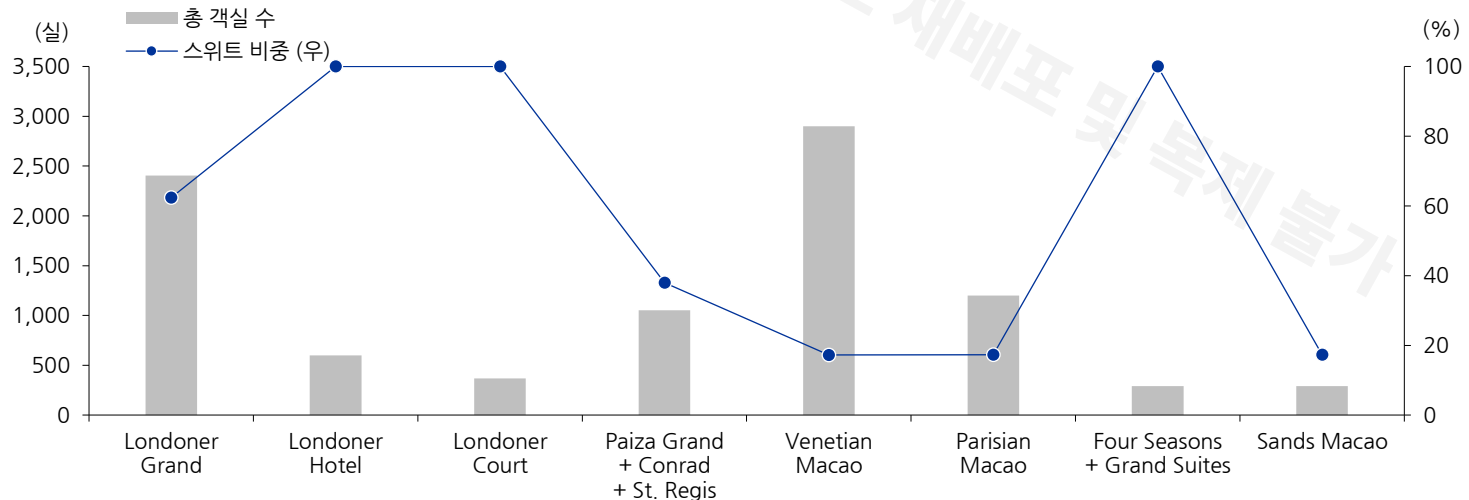
자료: 각 사, 유진투자증권

# 카지노 기업들의 운영 전략 변화

## 프리미엄 Mass를 잡아라 (1): Sands China

- Sands China는 마카오 5개 프로퍼티(베네시안, 파리시앙, 런던너, 플라자/포시즌즈, Sands Macao)에서 총 10,829개의 객실을 운영 중
- 특히 Sands의 핵심은 Londoner Grand의 USD 12억(약 1.8조원) 리노베이션. 기존 Sheraton의 4,000여개 객실을 2,405실로 줄이되 1,500개 스위트와 905개의 룸으로 재편해 스위트 비중을 기존 9%에서 62%로 확대하며 베이스 Mass보다 프리미엄 Mass 타겟으로 포지셔닝 변화
- Sands는 MICE 군중, Mass 시장 규모, Venetian과 Londoner를 통한 끊임없는 유동인구가 강점으로 방문객 수 자체를 게이밍 수요로 전환하는 구조. Sands 객실 전체 OCC는 2025년 기준 90% 이상으로 추정

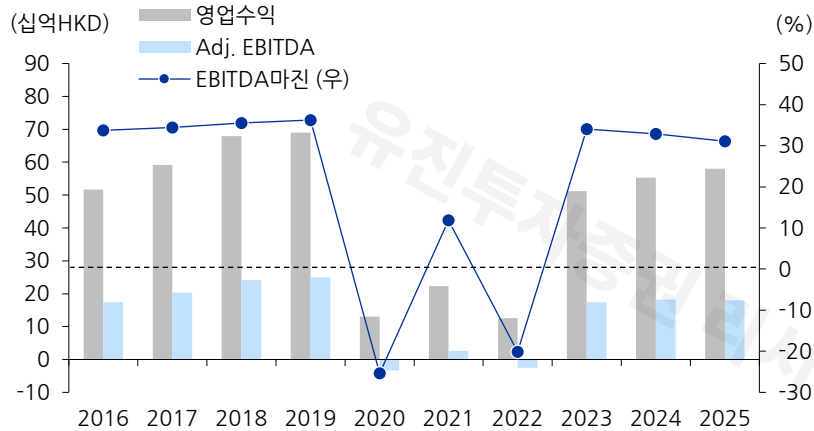
Sands China 주요 프로퍼티 객실 추이 및 스위트 비중 추정



자료: Sands China, 유진투자증권

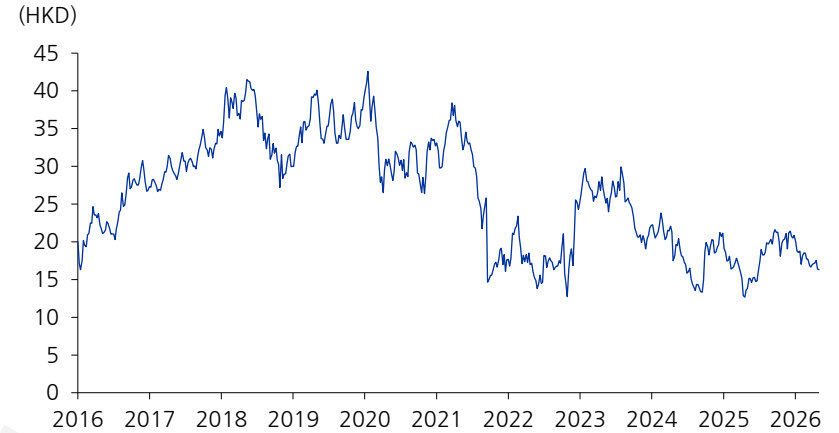
# 카지노 기업들의 운영 전략 변화

## Sands China 실적 추이



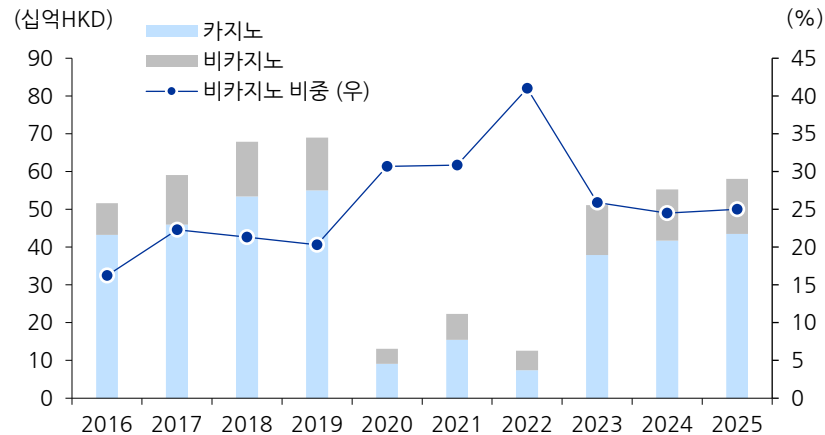
자료: Sands China, 유진투자증권

## Sands China 추가 추이



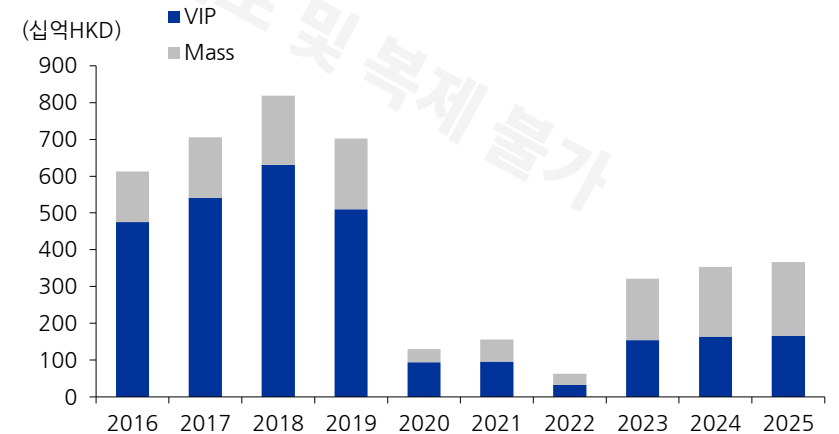
자료: Sands China, 유진투자증권

## Sands China 세부 매출 추이



자료: Sands China, 유진투자증권

## Sands China VIP/Mass 드랍액 추이



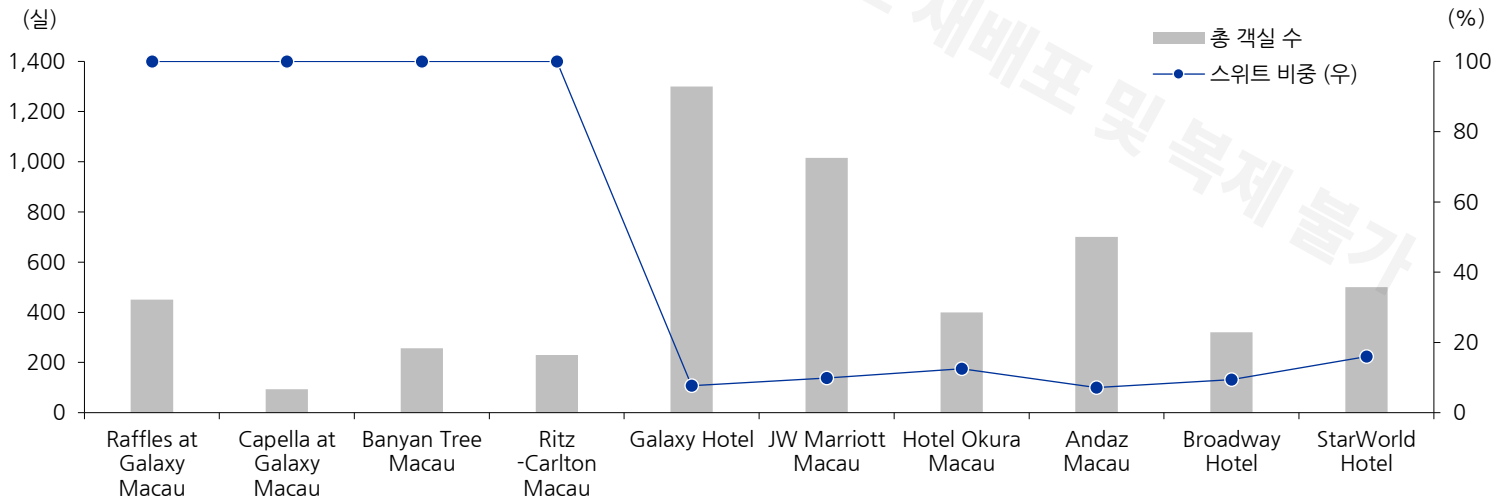
자료: Sands China, 유진투자증권

# 카지노 기업들의 운영 전략 변화

## 프리미엄 Mass를 잡아라 (2): Galaxy

- Galaxy는 Galaxy Macau(9개 호텔 복합), StarWorld(반도), Broadway로 구성. 항상 만실을 기록하는 OCC 최강자
- Galaxy Macau는 2025년 연간 OCC 98%, StarWorld는 100% 기록하며 사실상 상시 만실 상태. Galaxy 전체로는 스위트 비중이 상대적으로 낮지만, 초고급 스위트(Raffles, Capella)를 별도 브랜드로 분리해 투트랙으로 운영하고 있으며, 객실(450실) 전부 스위트로 운영되는 Raffles에 이어 2025년 Capella(93실 모두 초고급 스위트) 소프트 오픈으로 최상위 VIP 방문 늘며 고급 세그먼트 성장
- 추가 방문객을 받을 물리적 여력이 없기 때문에 점유율 확대가 구조적으로 어려운 상황. 장기 전략으로는 Galaxy Macau Phase 4(5,000석 극장, 워터리조트, 신규 카지노를 포함한 대규모 확장), 2027년 완공 목표

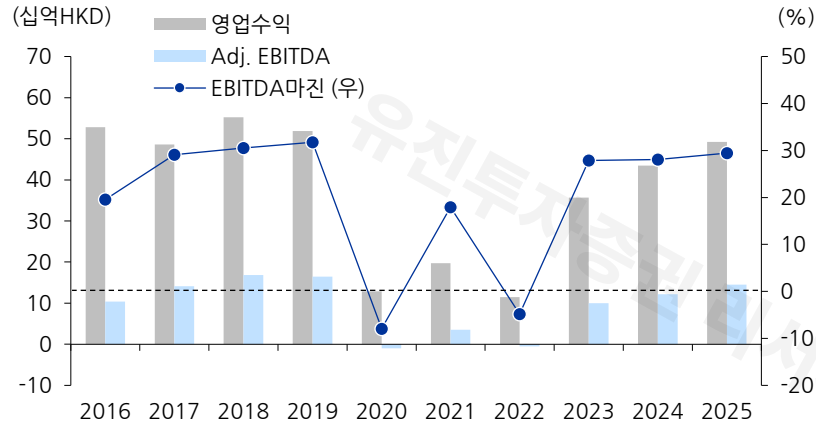
Galaxy 주요 프로퍼티 객실 추이 및 스위트 비중 추정



자료: Galaxy Ent. Group, 유진투자증권

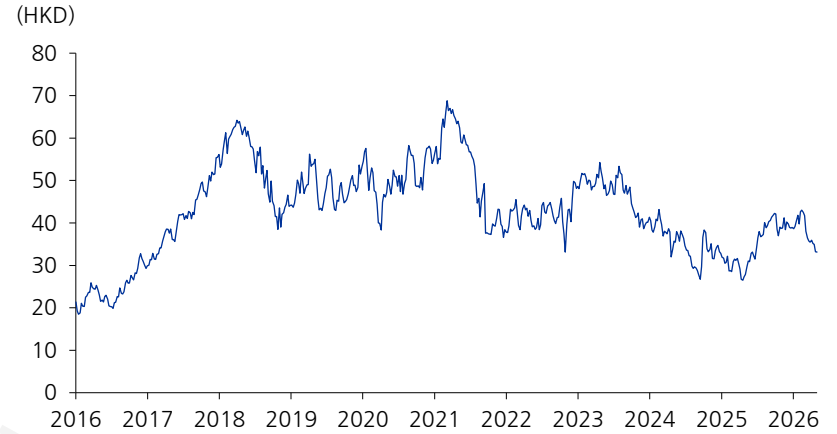
# 카지노 기업들의 운영 전략 변화

## Galaxy 실적 추이



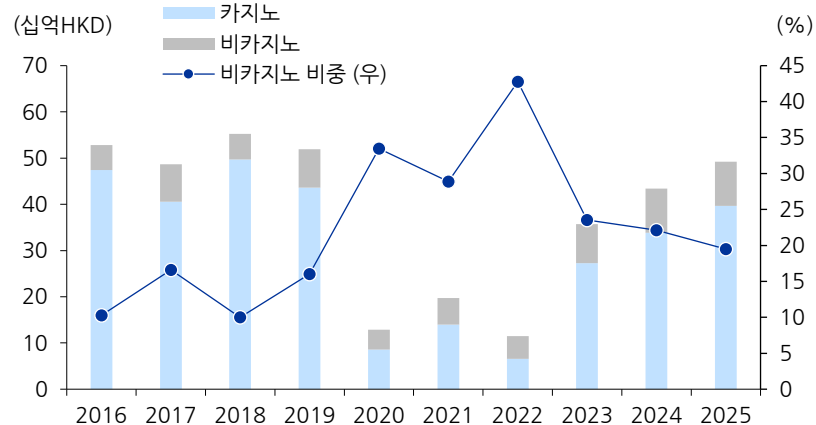
자료: Galaxy Ent. Group, 유진투자증권

## Galaxy 주가 추이



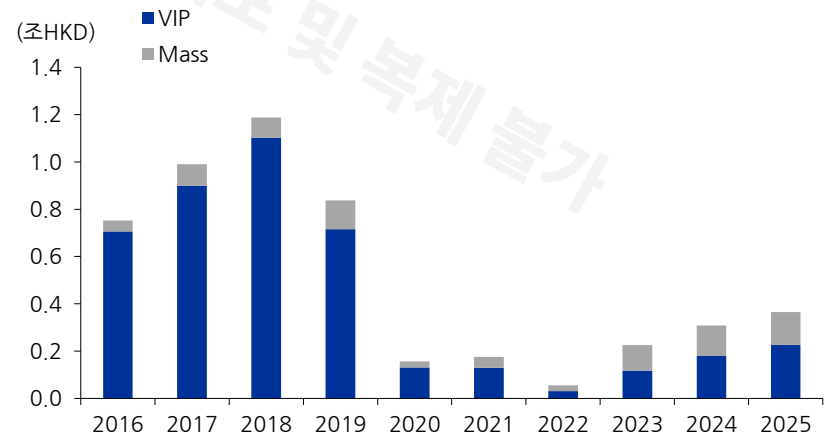
자료: Galaxy Ent. Group, 유진투자증권

## Galaxy 세부 매출 추이



자료: Galaxy Ent. Group, 유진투자증권

## Galaxy VIP/Mass 드랍액 추이



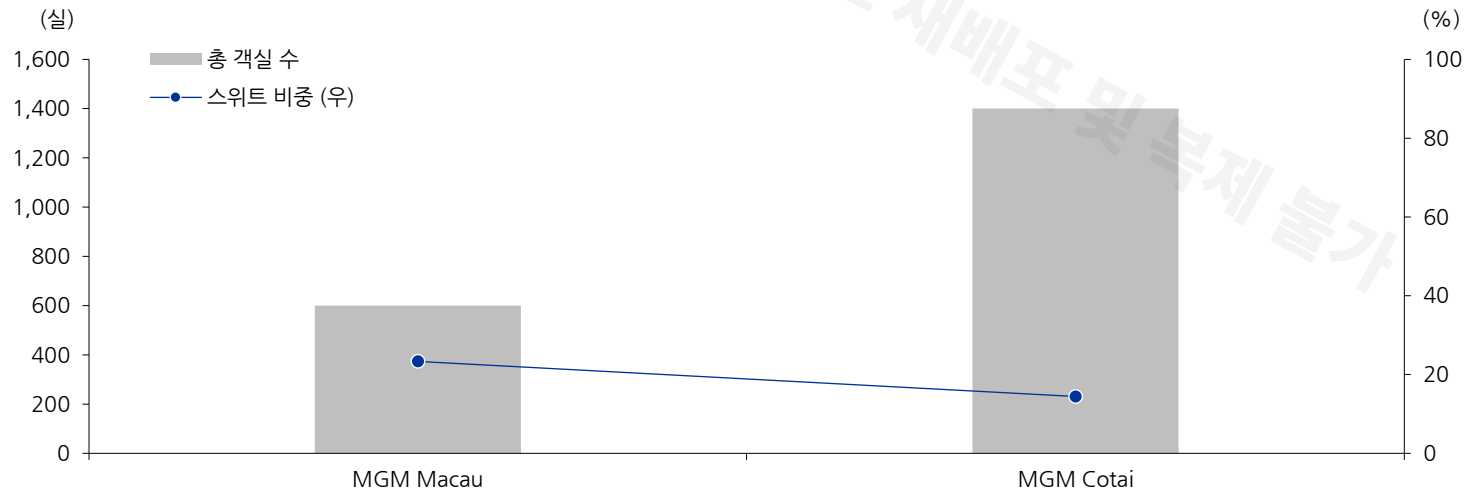
자료: Galaxy Ent. Group, 유진투자증권

# 카지노 기업들의 운영 전략 변화

## 프리미엄 Mass를 잡아라 (3): MGM

- MGM은 MGM Macau(600실)와 MGM Cotai(1,400실)로 구성, 총 객실 약 2,000실로 6대사 중 최소지만 ADR은 300달러 이상으로 추정, 6대사 중에서도 높은 수준. 2025년 OCC 90% 중반, 대부분 콤프로 소화되고 있는 것으로 추정되며 프리미엄 매스와 VIP 집중 구조
- 총 객실이 작아 스위트 절대 수는 적지만 작년 7월 기준, MGM Macau 내의 기존 정킷 공간을 빌라 스타일 숙박 시설로 전환한 Alpha Villas 28개 전 객실 오픈 완료했고, 동시에 Alpha Club이라는 초고가 프리미엄 게이밍 구역도 오픈
- MGM Cotai는 내부에 Mansions라는 모로칸 테마의 초고급 스위트 구역을 운영 중이며, 올해 1분기 MGM Cotai 내 일반 객실 160개를 60개의 스위트(Prime Wellness Suite)로 룸 전환하여 올해 5월 오픈 완료

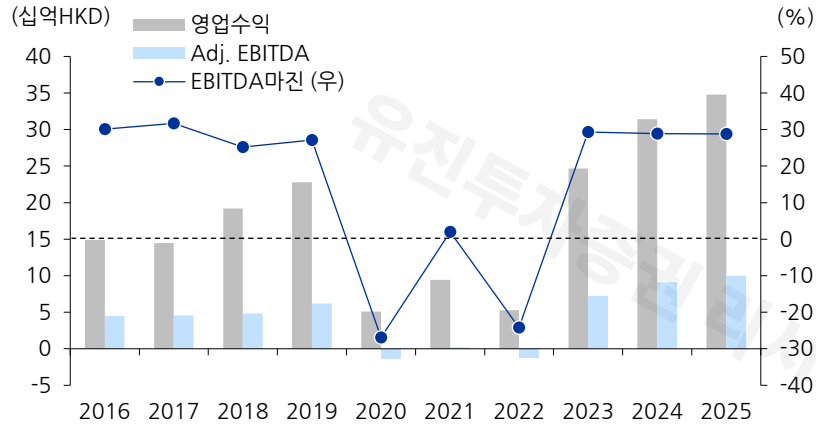
MGM China 주요 프로퍼티 객실 추이 및 스위트 비중 추정



자료: MGM China, 유진투자증권

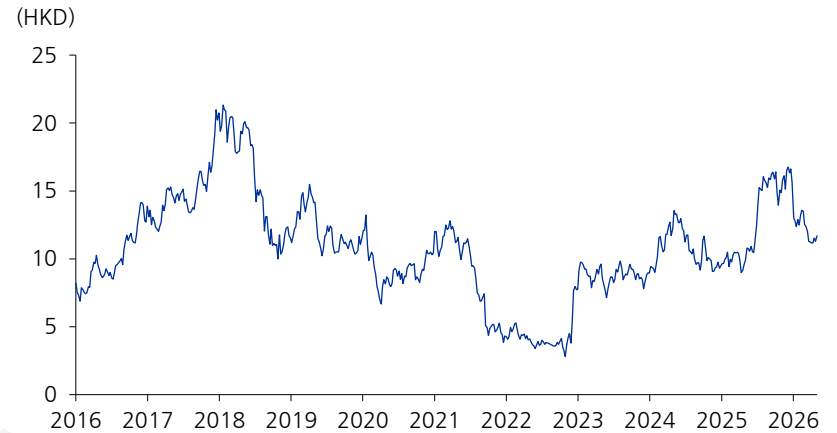
# 카지노 기업들의 운영 전략 변화

## MGM 실적 추이



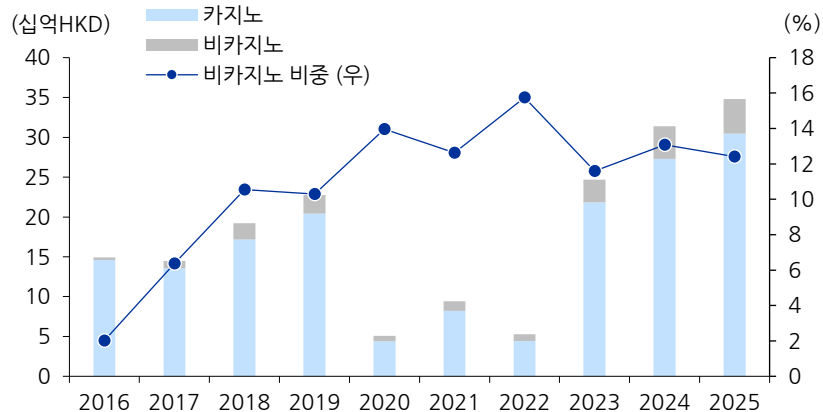
자료: MGM China, 유진투자증권

## MGM 주가 추이



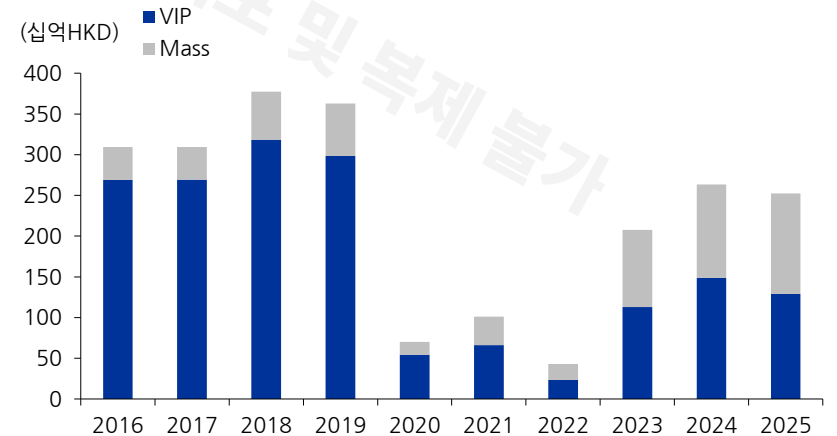
자료: MGM China, 유진투자증권

## MGM 세부 매출 추이



자료: MGM China, 유진투자증권

## MGM VIP/Mass 드랍액 추이



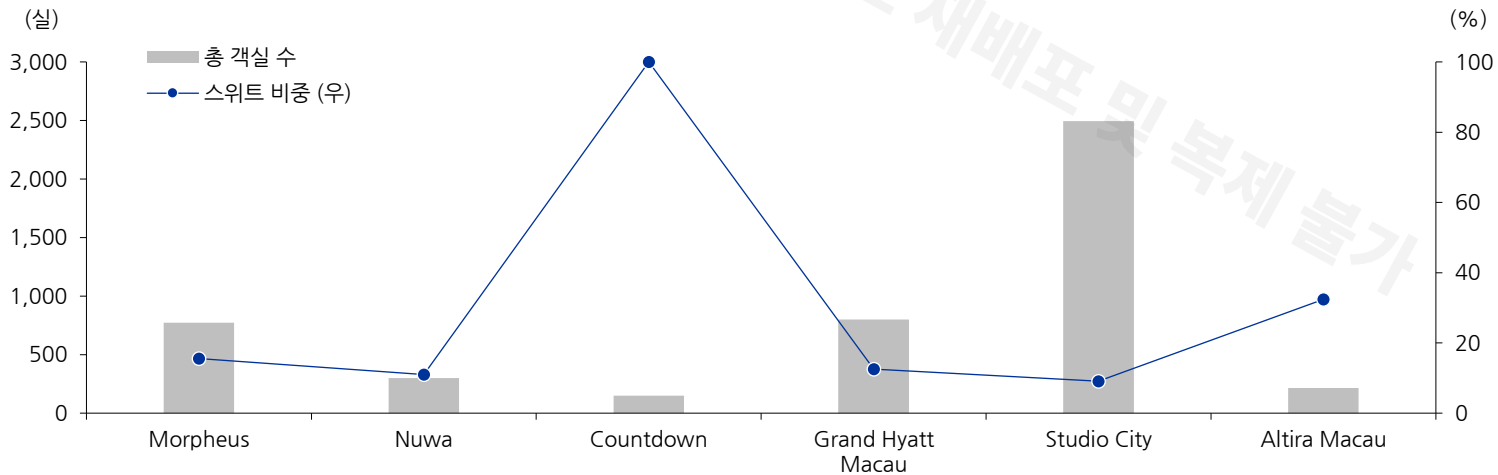
자료: MGM China, 유진투자증권

# 카지노 기업들의 운영 전략 변화

## 프리미엄 Mass를 잡아라 (4): Melco

- Melco는 Altira(216실), City of Dreams(2,022실)와 Studio City(2,495실)로 구성. House of Dancing Water를 리뉴얼 재오픈했고, Studio City Phase 2에 실내외 워터파크와 마카오 최초 Dolby 시네마 입점하며 젊은 프리미엄 고객 타겟으로 운영
- City of Dreams의 Morpheus Hotel(772실)에는 빌라, 스카이 스위트가 집중되어 있으며 주로 비게임 콘텐츠로 체류 시간을 늘리는 전략을 사용

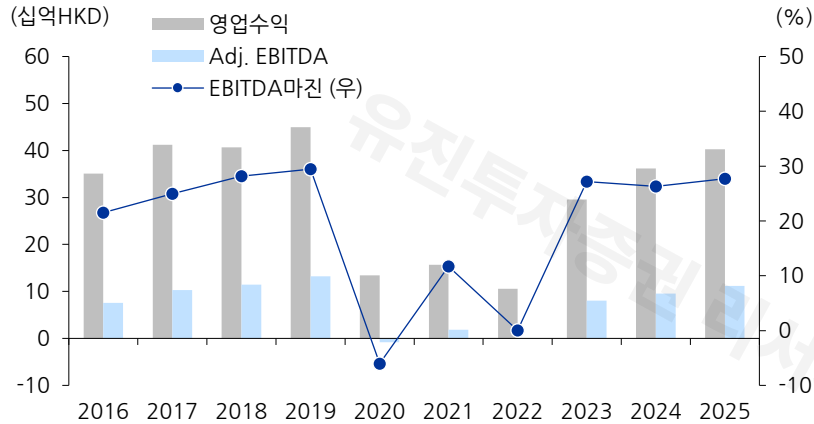
Melco 주요 프로퍼티 객실 추이 및 스위트 비중 추정



자료: Melco Resorts, 유진투자증권

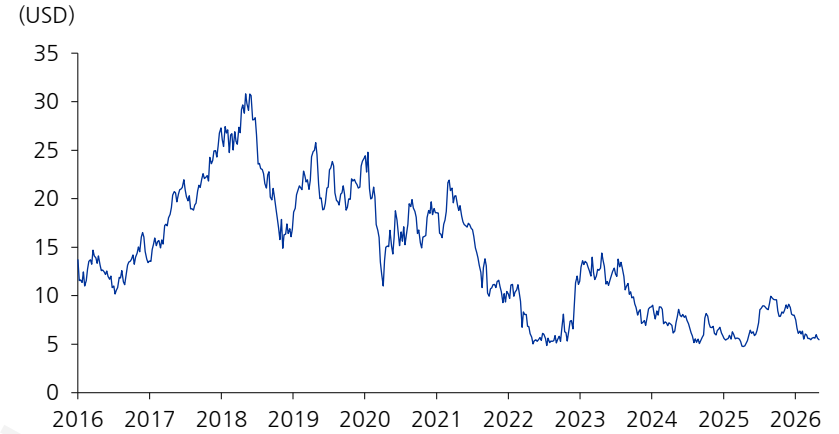
# 카지노 기업들의 운영 전략 변화

## Melco 실적 추이



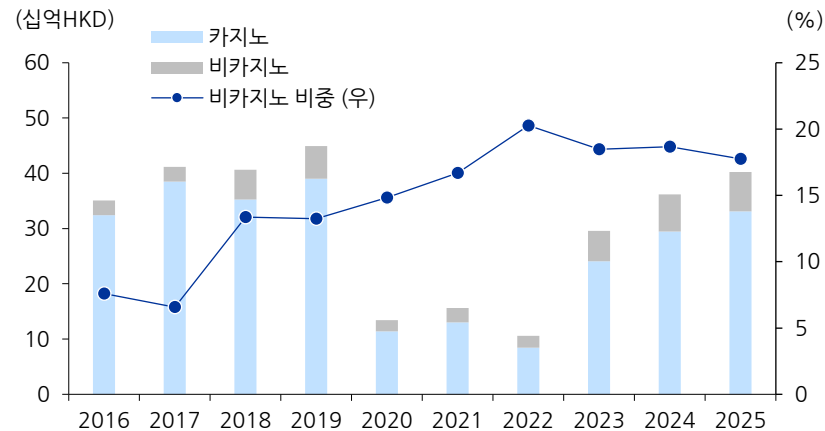
자료: Melco Resorts, 유진투자증권

## Melco 주가 추이



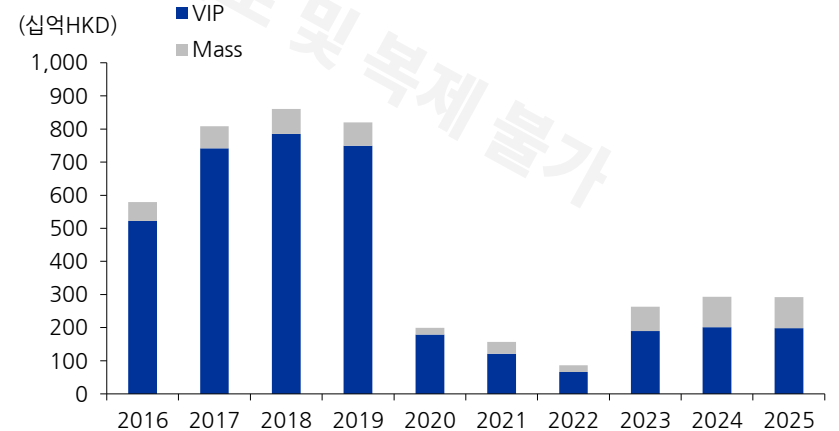
자료: Melco Resorts, 유진투자증권

## Melco 세부 매출 추이



자료: Melco Resorts, 유진투자증권

## Melco VIP/Mass 드랍액 추이



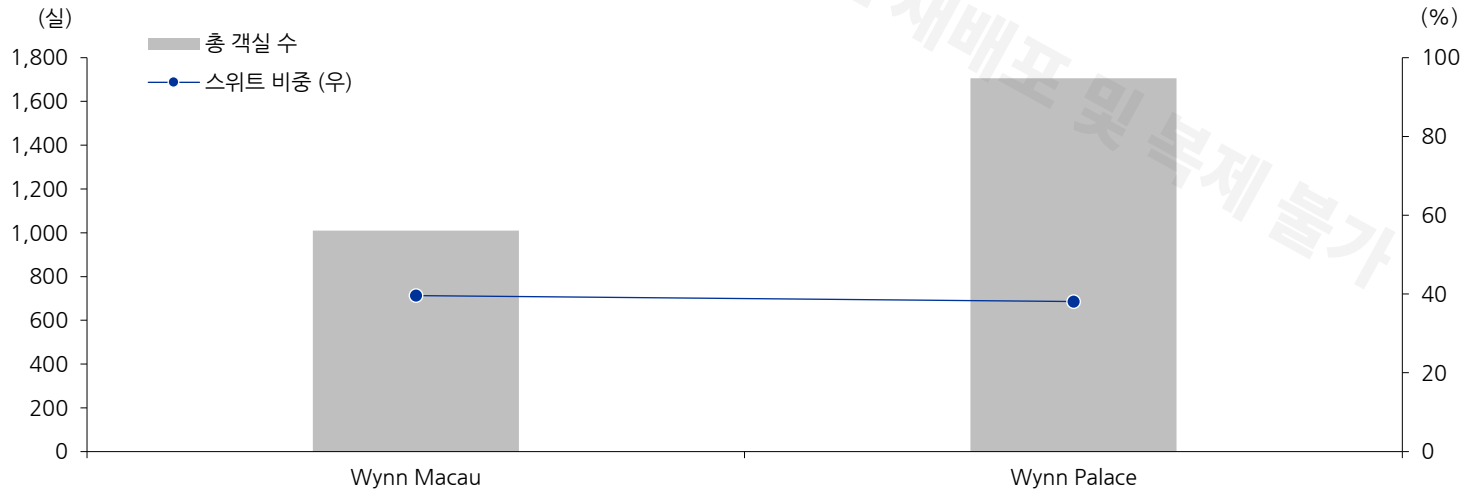
자료: Melco Resorts, 유진투자증권

# 카지노 기업들의 운영 전략 변화

## 프리미엄 Mass를 잡아라 (5): Wynn

- Wynn은 Wynn Macau(1,010실)와 Wynn Palace(1,706실)로 구성. 7개 카테고리로 나뉘는데 기본 룸인 Palace Room도 미니 스위트 수준의 넓은 공간으로 2025년 OCC 90% 중후반 수준 추정하며, 6대사 중 ADR이 가장 높음(2025년 USD400 이상)
- Wynn은 전 객실의 럭셔리 기준 자체가 타사 스위트 수준으로 볼륨을 희생하더라도 최고급 포지셔닝을 택하는 럭셔리 전략 운영 중. 팬데믹 이후 디지털 혁신, 로열티 프로그램 강화 등으로 VIP에서 프리미엄 Mass를 흡수하는 방향으로 변화 중

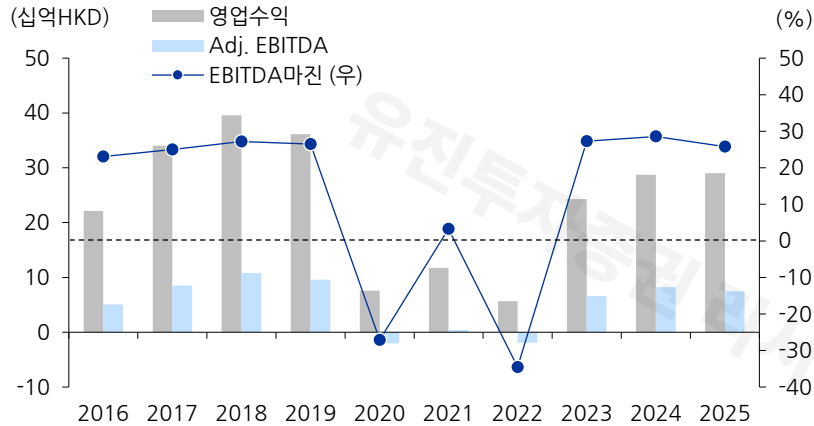
Wynn 주요 프로퍼티 객실 추이 및 스위트 비중 추정



자료: Wynn Macau, 유진투자증권

# 카지노 기업들의 운영 전략 변화

## Wynn 실적 추이



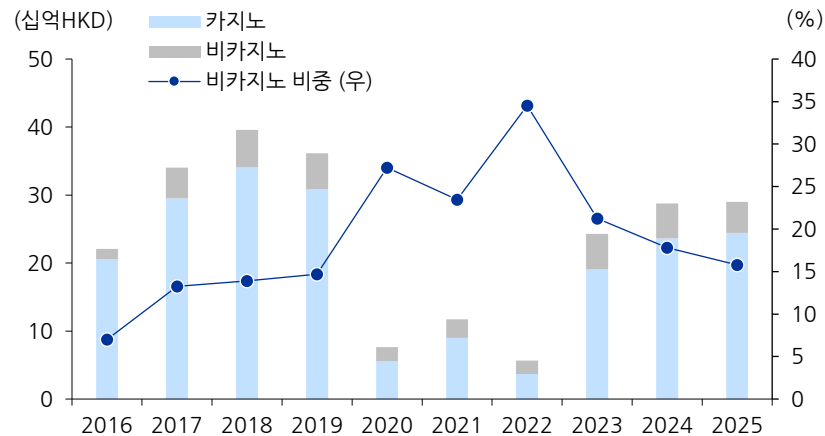
자료: Wynn Macau, 유진투자증권

## Wynn 주가 추이



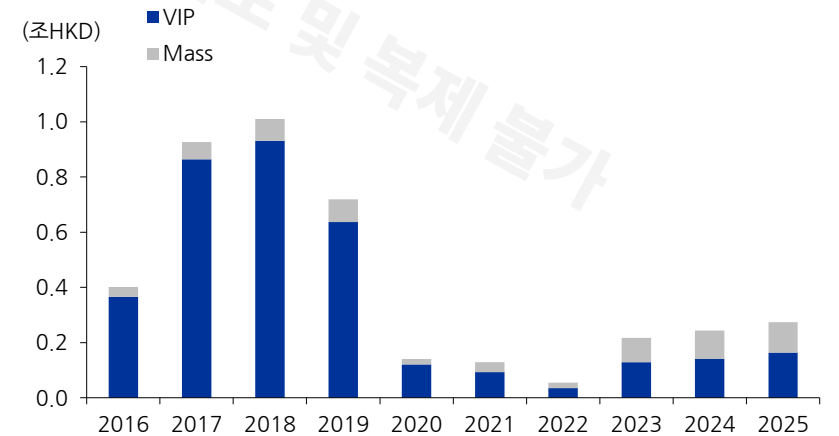
자료: Wynn Macau, 유진투자증권

## Wynn 세부 매출 추이



자료: Wynn Macau, 유진투자증권

## Wynn VIP/Mass 드랍액 추이



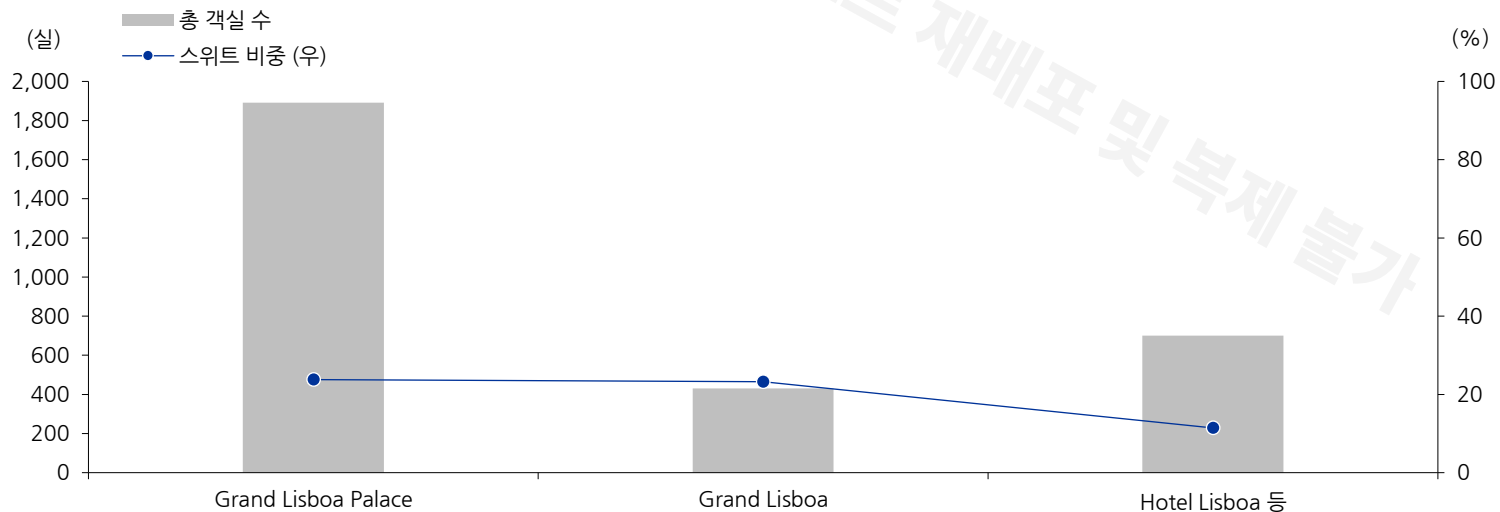
자료: Wynn Macau, 유진투자증권

# 카지노 기업들의 운영 전략 변화

## 프리미엄 Mass를 잡아라 (6): SJM

- SJM은 One SJM 전략으로 반도와 코타이 자산을 하나의 브랜드로 통합하며 Grand Lisboa(430실)와 Grand Lisboa Palace(1,892실) 등으로 구성
- Grand Lisboa Palace는 3개의 럭셔리 타워를 갖추고 있지만 콤포지션 비중은 상대적으로 낮은 것으로 추정하며, 2024년 Grand Lisboa의 430개 객실 전면 리노베이션을 시작해 역사적 건물 외관은 유지하되 내부를 현대식으로 업그레이드 하는 작업 진행 중

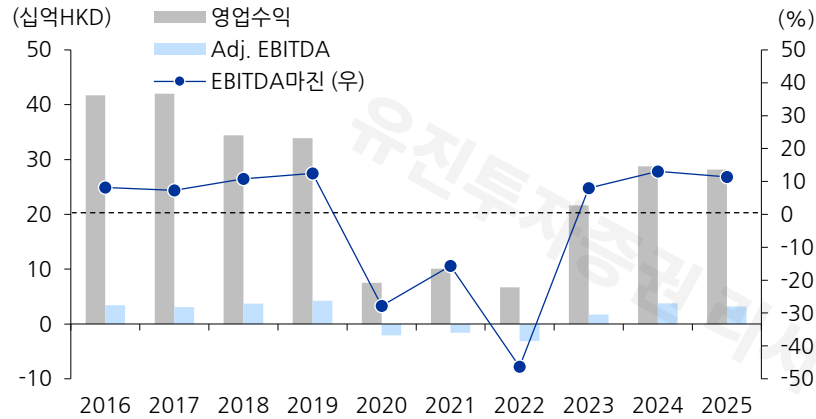
SJM 주요 프로퍼티 객실 추이 및 스위트 비중 추정



자료: SJM Holdings, 유진투자증권

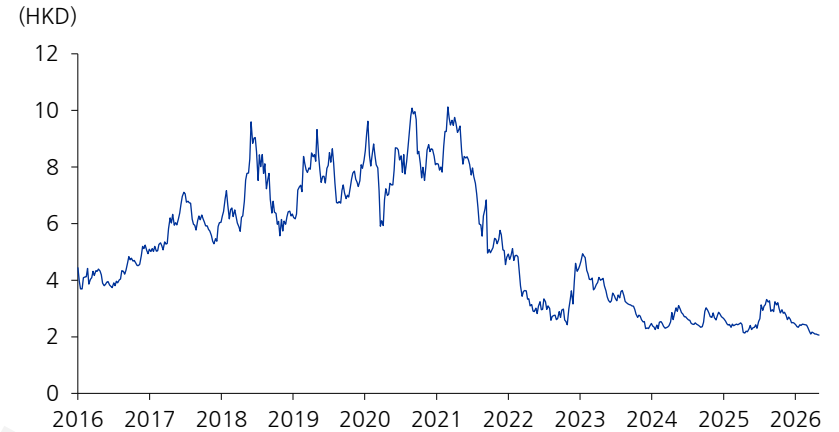
# 카지노 기업들의 운영 전략 변화

## SJM 실적 추이



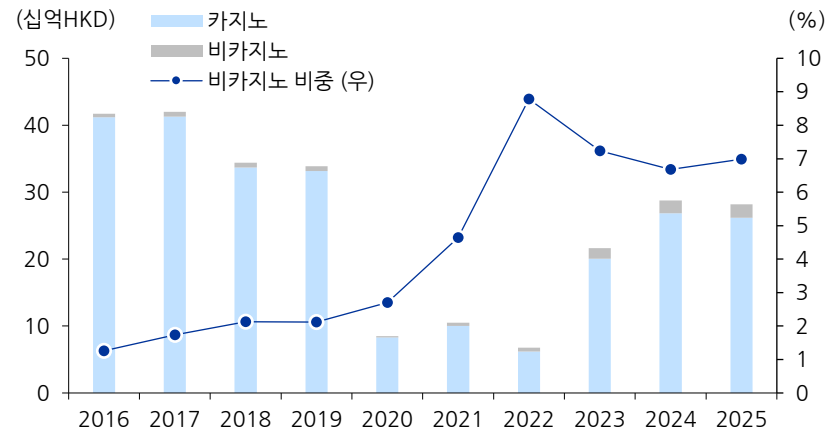
자료: SJM Holdings, 유진투자증권

## SJM 추가 추이



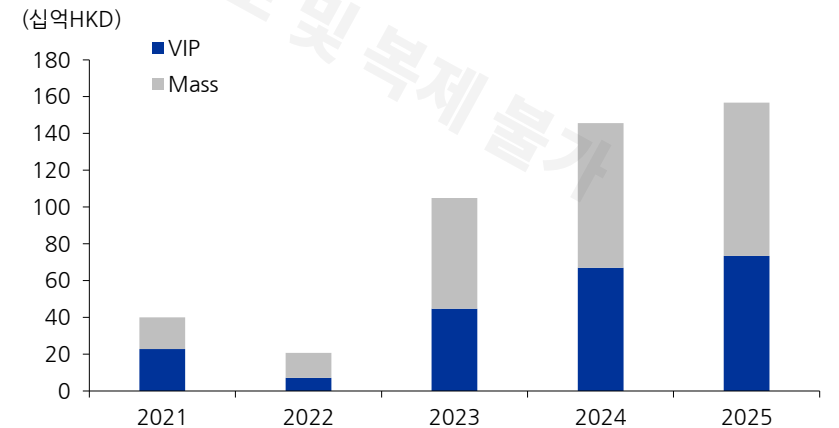
자료: SJM Holdings, 유진투자증권

## SJM 세부 매출 추이



자료: SJM Holdings, 유진투자증권

## SJM VIP/Mass 드랍액 추이



자료: SJM Holdings, 유진투자증권

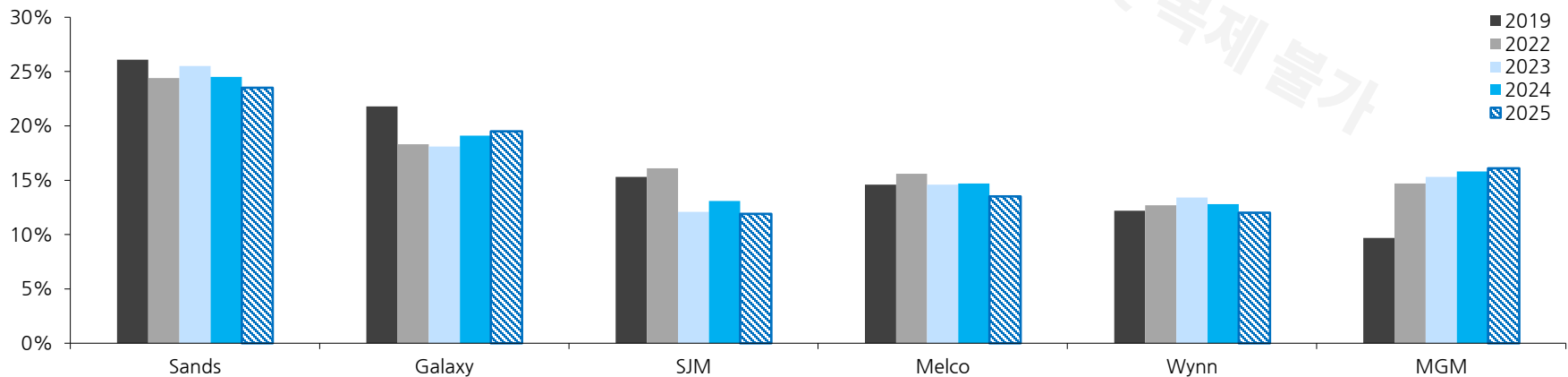
주: 2020년 이전까지는 Mass Drop(Non-Rolling Volume)을 공시하지 않음

# 카지노 기업들의 운영 전략 변화

## 연도별 시장점유율 변화

- 2019년 대비 2025년 시장 점유율을 가장 빠르게 확대한 기업은 MGM(+6.4%p), 급락한 기업은 SJM(-3.4%p)
- MGM은 1) 2023년 신컨세션에서 테이블이 유일하게 증가, 2) MGM Cotai의 생산성 향상, 3) 스마트 테이블 도입으로 운영비 절감 및 비게임 IP로 방문객 믹스 고급화하며 2024년 EBITDA 마진 28.9%로 6대 기업 중 선두 기록하며 시장 점유율 확대
- SJM은 1) 2022년 게임법 개정으로 GGR의 상당수를 차지하던 위성 카지노가 폐쇄됐고, 2) 2017년부터 코타이가 반도를 앞서는 가운데 6대 기업 중 유일하게 코타이 IR이 없던 상태에서 2021년말 가장 늦게 코타이에 진출했고, 3) 운영 규모 자체가 위축되며 시장 점유율 하락
- Sands는 2015년~2025년 10년 연속 GGR 1위를 지키고 있음. Londoner Grand 리노베이션으로 일시적으로 규모 줄었지만 여전히 1위 유지
- Galaxy는 경쟁사들이 프로모션, 콤프 공세 펼치는 동안 원칙 고수. 마진 방어 but 점유율 하락. OCC 풀캐파로, Phase 4(2027 완공)까지 한계 지속
- Melco는 내부 조직 정비와 Studio City 공사로 일시적 점유율 하락했으나 2026년 1월 House of Dancing Water 리오픈 등으로 점유율 급반등
- Wynn은 점유율 확대보다 EBITDA 마진 유지에 집중, 고액 베테만 골라 받는 구조라 테이블당 수익률 극대화

## 마카오 6대 기업 시장 점유율 추이



자료: DICJ, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가



# 한국 외인 카지노 현황

## 한국 외인 카지노 규제 현황은?

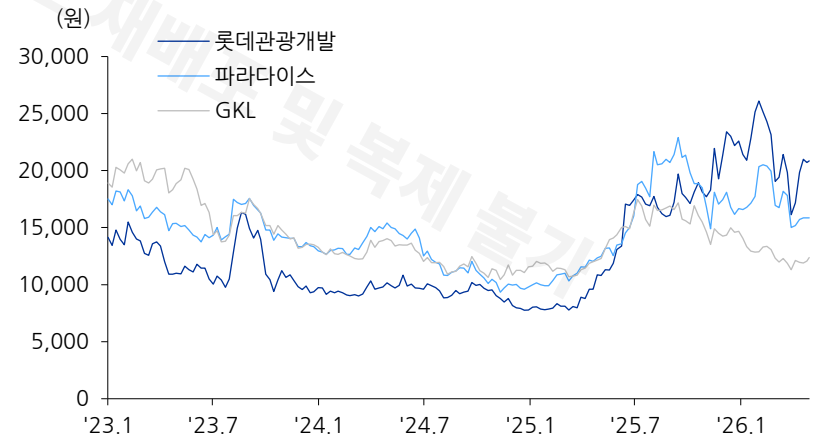
- 마카오는 10년 단위 라이선스 취득 및 시장 전체 테이블 총량의 상한을 정해두고 정부가 6개 사업자에 배분하는 구조라면, 한국은 문체부 장관으로부터 카지노업 허가(라이선스 취득)를 받은 후, 개별 사업장의 영업면적 및 게임 기구 수 규제
- 마카오가 테이블 수의 확대가 관건이라면, 한국은 영업 면적 확대 및 테이블/머신 증설 허가가 중요. 현재 한국 외인 카지노는 총 16개 운영 중

### 한국 주요 외인 카지노 현황

사업자	주요 카지노	위치	특징
파라다이스	파라다이스시티	인천	전통적 외인카지노 1위권 인천 파라다이스시티는 복합리조트형
	파라다이스 워커힐	서울	
	파라다이스 부산	부산	
	파라다이스 제주	제주	
GKL	세븐럭 강남 코엑스	서울	한국관광공사 자회사 공기업 외인카지노 사업자
	세븐럭 드래곤시티		
	세븐럭 부산롯데	부산	
롯데관광개발	드림타워 카지노	제주	제주 드림타워 기반 2025년 들어 단일사업장 매출 급성장
인스파이어	인스파이어 카지노	인천	2024년 신규 허가 대형 복합리조트 기반 후발 사업자

자료: 언론종합, 유진투자증권

### 주요 상장 외인 카지노 주가 추이



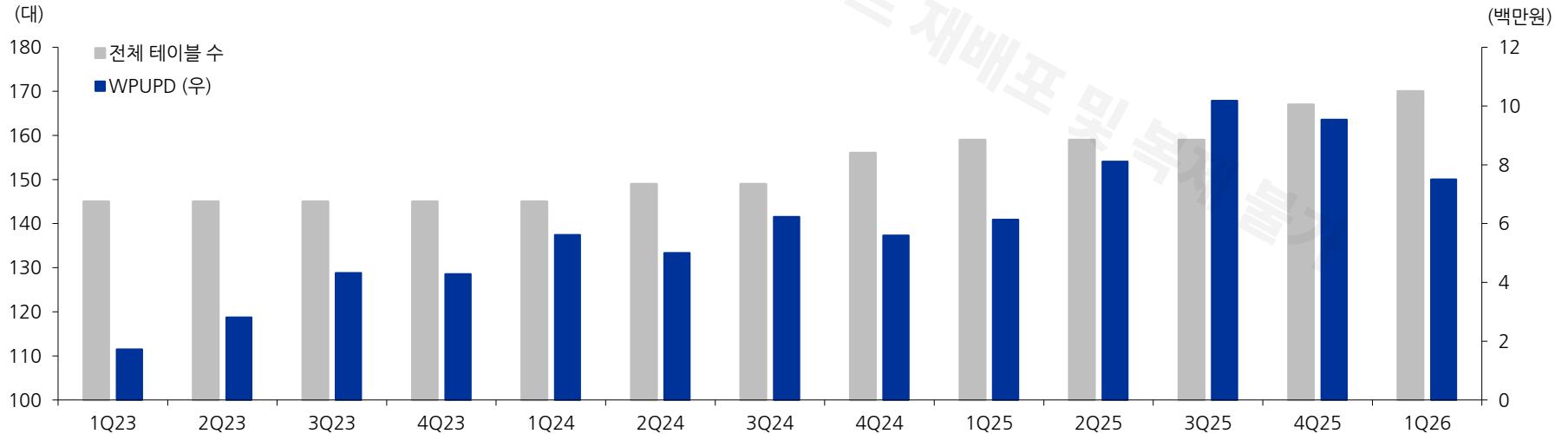
자료: Quantwise, 유진투자증권

# WPUPD란?

## WPUPD(Win Per Unit Per Day)

- 그렇기 때문에 WPUPD(Win Per Unit Per Day)가 중요한데, 이는 게임 기구 1대가 하루에 벌어들이는 평균 카지노 매출을 의미
- 마카오처럼 테이블 상한이 있는 시장에서는 테이블 수가 많은 것보단, WPUPD가 얼마나 높은지가 수익성을 좌우함
- 한국 역시, 사업장별 영업 면적과 게임 기구 수가 허가사항이기 때문에 WPUPD가 높다는 것은 같은 면적/테이블 대비 더 많은 매출을 낸다는 의미
- 2025년 기준, 롯데관광개발의 WPUPD는 800만원 내외, 파라다이스는 700만원 내외로 추정

### 롯데관광개발 분기별 WPUPD 추이



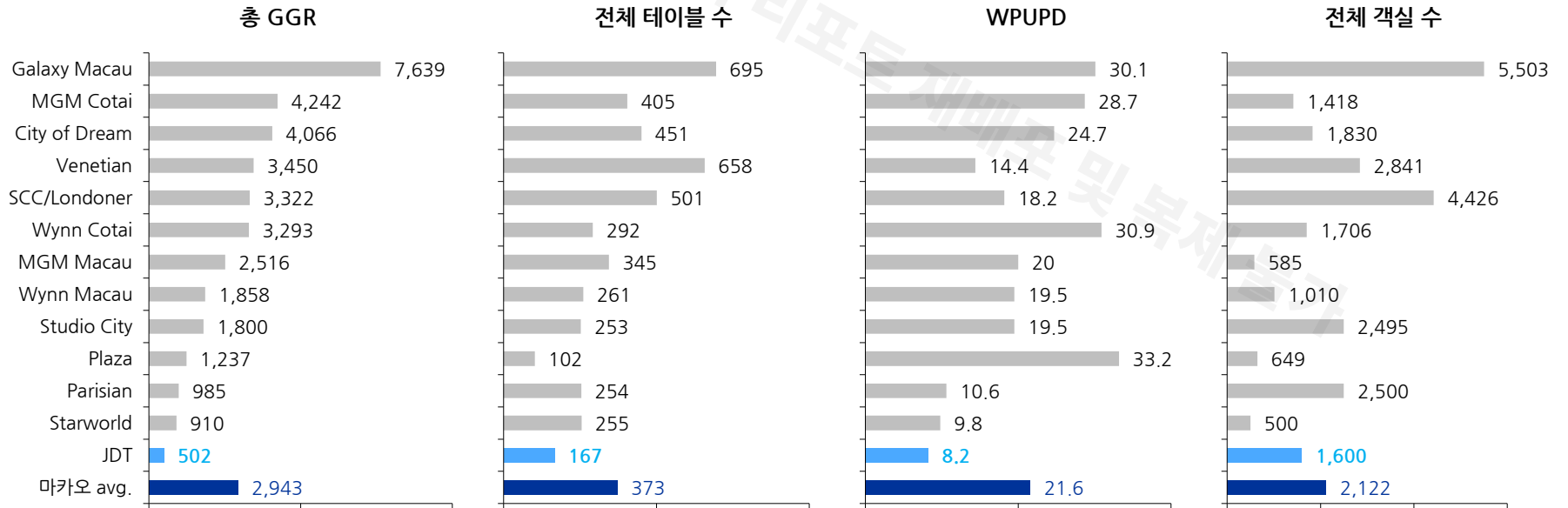
자료: 롯데관광개발, 유진투자증권

# WPUPD란?

## WPUPD(Win Per Unit Per Day)

- 원(Wynn)의 경우, 테이블 수는 가장 적지만(570개) WPUPD는 6대사 중 최고 수준. MGM도 WPUPD 급등이 점유율 상승과 함께 나타났는데, 높은 WPUPD가 의미하는 건 1) 테이블 1개당 생산성이 높고, 2) 고액 베테(VIP/P-Mass)가 많이 오고, 3) 테이블 회전율이 높다는 의미
- WPUPD를 높이는 핵심은 1) 테이블 당 베테 한도를 높이거나, 2) 최저 베테액을 조정하거나, 3) 고액 베테를 유치할 인프라( 스위트 확장, 로열티 프로그램, 콤포 등) 조성

### 마카오 카지노 vs 롯데관광개발 주요 지표 비교(2025)



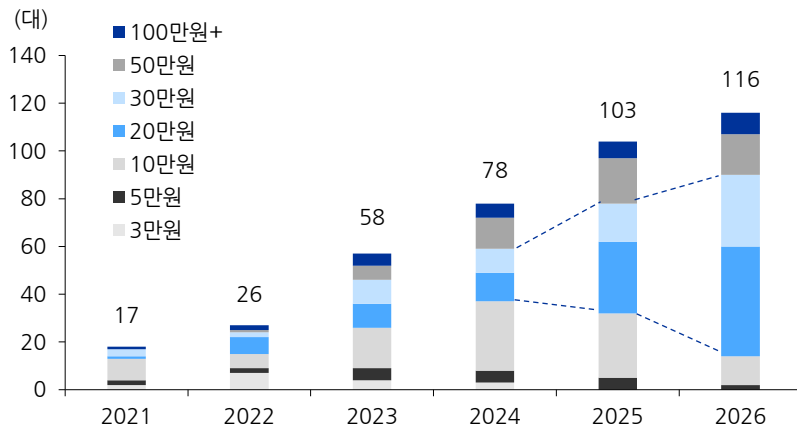
자료: 롯데관광개발, 유진투자증권

# 한국 외인 카지노 기업들의 운영 전략 분석

## P-Mass를 잡아라: 베팅한도 상향

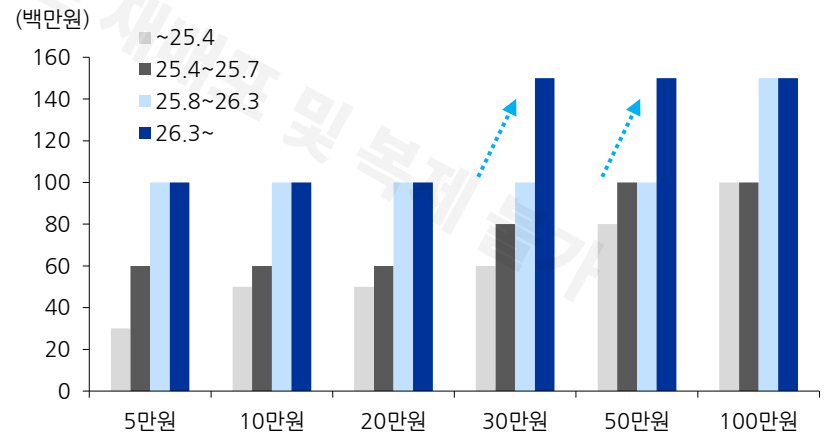
- 롯데관광개발은 올해 상반기 테이블 베팅 한도를 추가 상향(일반 바카라 Max 1억원 → 프리미엄 Max 1.5억원)했고, 코타이 카지노들의 최저 베팅 금액 수준인 20만원/30만원 오픈 테이블을 확대하며 마카오 수준에 부합하도록 재설정
- 1Q26 슬롯머신 51대, ETG 10대 신규 도입했으며, 올해 5월까지 슬롯머신 12대, ETG 7대 추가 도입 예정

롯데관광개발 바카라 오픈 테이블 수 변화: 최소 베팅금액별



자료: 롯데관광개발, 유진투자증권  
 주: 2026년은 3월 기준

롯데관광개발 바카라 테이블당 최대 베팅금액(베팅한도) 변화



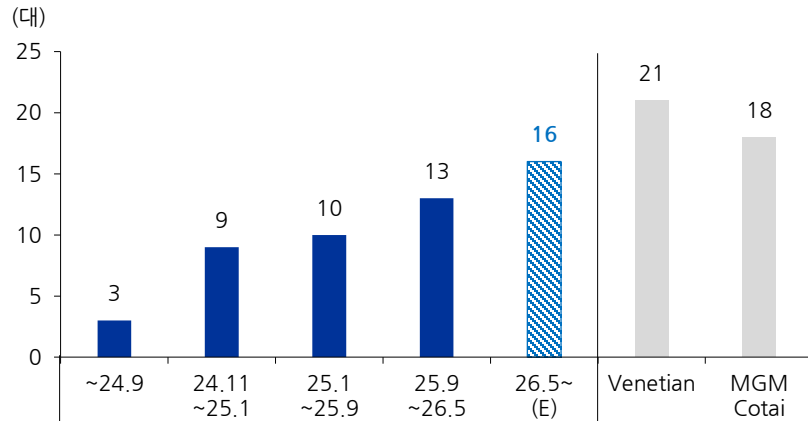
자료: 롯데관광개발, 유진투자증권  
 주: 가로축은 테이블을 최소베팅금액별로 분류함

# 한국 외인 카지노 기업들의 운영 전략 분석

## P-Mass/Mass를 잡아라: 포커 확대로 바카라 고객 유치

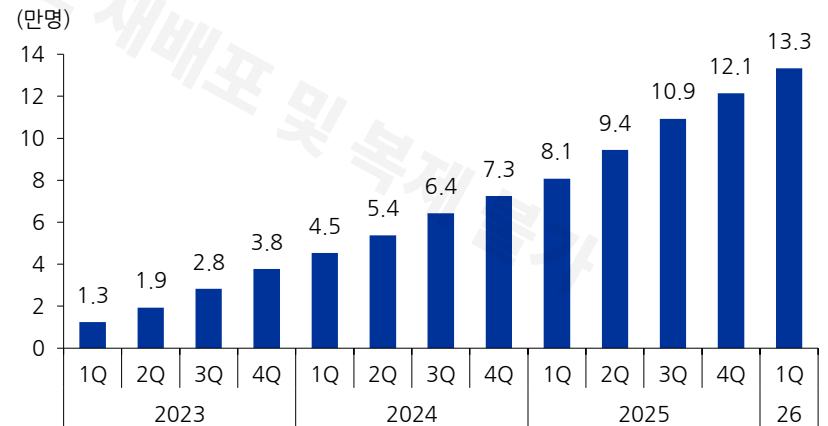
- 롯데관광개발은 아시아 시장에서 Venetian(21대), MGM(18대) 다음으로 포커 테이블이 많은데, 현재 13개 테이블(일반 11개, 프라이빗 2개)에서 5월 중 16개로 확대 예정. 동남아 최대 규모의 포커 운영 목표
- 포커의 경우 드랍액에 직접적 영향을 미치는 것은 아니지만, 포커 고객의 80% 가량이 바카라를 같이 즐기는 경향이 있기 때문에 바카라 신규 고객을 유치하는데 좋은 역할

롯데관광개발 텍사스 포커 테이블 수 추이



자료: 롯데관광개발, 유진투자증권

롯데관광개발 카지노 멤버십 추이



자료: 롯데관광개발, 유진투자증권

# 한국 외인 카지노 기업들의 운영 전략 분석

## VIP를 잡아라: Rolling 테이블 강화(하이롤러 타겟팅)

- 기업마다 조금씩 전략의 차이가 있지만, 중화권 타겟은 모두 동일하나 파라다이스의 P-City는 일본 VIP가 메인 타겟이라면, 롯데관광개발은 중화권 VIP가 메인 타겟. 일본의 경우 롤링을 그렇게 선호하지 않지만, 중국은 롤링을 즐기기 때문에 테이블 구성에도 차이가 있음
- 롯데관광개발은 올해 4월부터 VIP 롤링 전용 공간인 BLING 재오픈하며 호텔 스위트룸 업그레이드 및 롤스로이스 리무진 2대 운영 시작. 특히 국내는 커미션 규제 상한이 없기 때문에 마카오 대비 유리한 커미션 제공이 가능하고 올해 6월부터 마카오-제주 노선 일일 운항 확대되며 인프라 구축
- 작년 마카오 전체 GGR 대비 롤링 비중 약 15%로, 사업자별 롤링 GGR 평균 약 1.2조원(한달 약 1,000억원 수준). 롯데관광개발 2025년 GGR 기준 롤링 비중 16.4%로, 낮은 게임세율과 높은 커미션율을 바탕으로 향후 롤링 볼륨 확대 및 프리미엄 고객 기반 성장 견인 기대

Rolling 프로그램 커미션 구조 비교

드림타워 카지노		마카오	
Initial Buy in And Roll	Cash Commission	Initial Buy in And Roll	Cash Commission
2천만원	0.90%	10만HKD	0.70%
5천만원	1.10%	20만HKD	0.80%
1억원	1.20%	50만HKD	0.90%
2억원	1.30%	100만HKD	1.00%
5억원	1.40%	200만HKD	1.10%
<b>10억원+ or 에이전트</b>	<b>1.60%</b>	<b>300만HKD+ or 에이전트</b>	<b>1.25%</b>

자료: 롯데관광개발, 유진투자증권

2025년 마카오 GGR 중 롤링 비중

	Mass	Rolling	Slots	Total	GGR 중 롤링 비중	시장 점유율
GEG	6,894.9	1,806.2	577.6	9,278.7	19.5%	30.7%
Melco	4,996.5	1,115.6	378.8	6,490.8	17.2%	19.0%
Sands	8,412.1	1,103.3	1,082.9	10,598.3	10.4%	18.8%
Wynn	4,308.2	934.0	344.6	5,586.8	16.7%	15.9%
MGM	5,963.3	915.5	434.6	7,313.3	12.5%	15.6%
<b>Total</b>	<b>30,575.0</b>	<b>5,874.5</b>	<b>2,818.5</b>	<b>39,268.0</b>	<b>15.0%</b>	<b>100.0%</b>

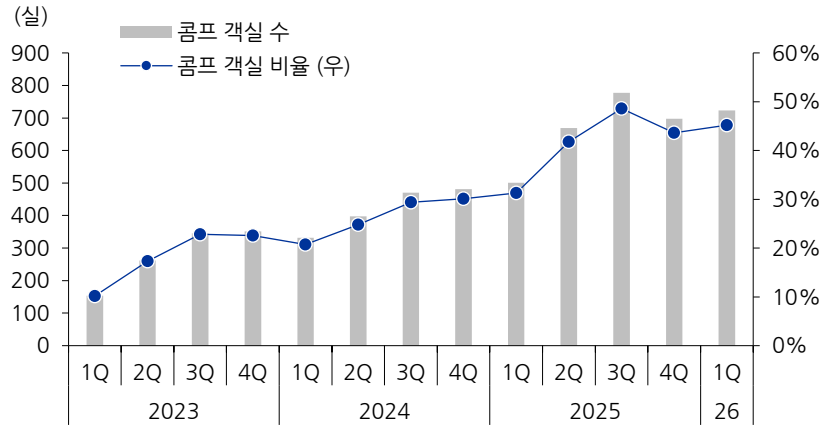
자료: 롯데관광개발, 유진투자증권

# 한국 외인 카지노 기업들의 운영 전략 분석

## P-Mass/VIP를 잡아라: 충분한 객실 콤프 여력

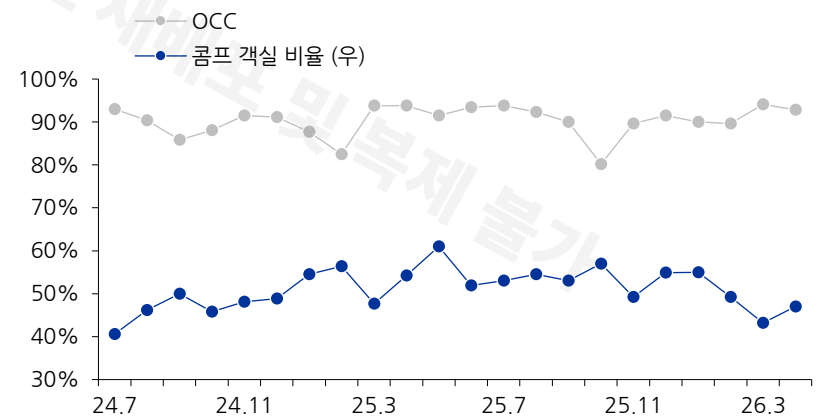
- 마카오 Gaming Tax는 40%에 가까운 반면, 국내 외인 카지노는 15.2%에 불과하기 때문에 세금 차익 만큼을 콤프로 더 제공할 수 있음
- 늘어나는 카지노 수요에 맞춰 현재 롯데관광개발은 제주 드림타워(1,600개 객실) 운영 중이며 파라다이스는 인천(1,270실 = P-City 711실 + Art Paradiso 58실 + 하얏트 리젠시 501실)과 부산(532실)에서 파라다이스호텔 운영 중
- 1Q26 기준 콤프 비중은 롯데관광개발 약 45%, 파라다이스(P-City) 50% (주말 기준) 추정

그랜드하얏트 제주 카지노 콤프 추이



자료: 롯데관광개발, 유진투자증권

P-City 메인 호텔 월별 주말 평균 OCC 및 콤프비율 추이



자료: 파라다이스, 유진투자증권

# 한국 외인 카지노 기업들의 운영 전략 분석

## P-Mass/VIP를 잡아라: 충분한 객실 콤프 여력

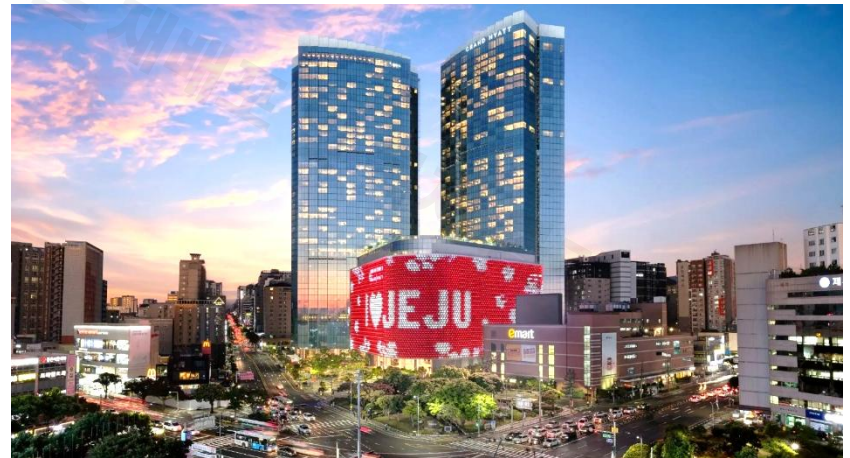
- 파라다이스는 P-City의 부족했던 객실 여력을 올해 3월 하얏트 리젠시 오픈을 통해 P-Mass/Mass 중심으로 확대하며 콤프 여력 확대
- 롯데관광개발은 객실 전부 스위트룸으로 구성, 여전히 절반 이상의 잔여 객실 보유하며 높아지는 카지노 수요에 대응할 여력 충분한 상황

인천에 위치한 파라다이스의 P-City



자료: 파라다이스, 유진투자증권

제주도에 위치한 롯데관광개발의 제주 드림타워



자료: 롯데관광개발, 유진투자증권

# 한국 외인 카지노 기업들의 운영 전략 분석

## P-Mass/VIP를 잡아라: 스마트 테이블 도입

- 스마트 테이블은 RFID 기술을 탑재한 바카라 테이블로, 칩 내부에 RFID 태그를 심어서 누가 어디에 얼마를 베팅했는지 테이블이 자동으로 실시간 인식하고 기록할 수 있는 테이블
- MGM이 2014년 마카오 최초 도입 이후 2018년 MGM Cotai 전관 확대하며 MGM만 유일하게 100% 라이브 바카라 테이블에 적용 완료. 스마트 테이블 도입 후 EBITDA 마진 28.9% 기록한 것처럼, 고객 데이터를 기반으로 어떤 테이블에 어떤 베테를 얹힐지 맞춤형 콤포 및 마케팅 가능
- 2024년 초 Wynn Macau, Londoner(Sands) 일부 도입, Melco, Galaxy, SJM 잇따라 주문 완료 및 단계적 도입 계획 발표하며 2024년 전체 마카오 테이블의 약 10%가 스마트 테이블로 운영, 2025년은 MGM에 이어 Galaxy, Sands 완료하며 전체의 50%까지 확대된 것으로 추정
- 국내에서는 파라다이스가 2024년 7월, 업계 최초 RFID 기술과 AI 기반 통역 서비스를 도입했고, 스마트 카지노 전환 주도할 계획

### 마카오 6대 기업 스마트 테이블 도입 현황

	도입 시기	현황
MGM	2014년 최초 도입 → 2018년 전관 도입	100% 완료
Galaxy	2025년 전면 구축 완료 6대 기업 중 2번째 완료	100% 완료
Sands	2025년 5개 프로퍼티 전면 구축 완료 6대 기업 중 3번째 완료	100% 완료
Wynn	2024년 주문 완료	60% 완료, 도입 진행 중
Melco	2024년 주문 완료 Studio City 100% 완료	50% 완료, 도입 진행 중
SJM	2024년 발표, Grand Lisboa Palace 적용	GLP 중심 도입 중

자료: 각 사, 유진투자증권

### 파라다이스 카지노



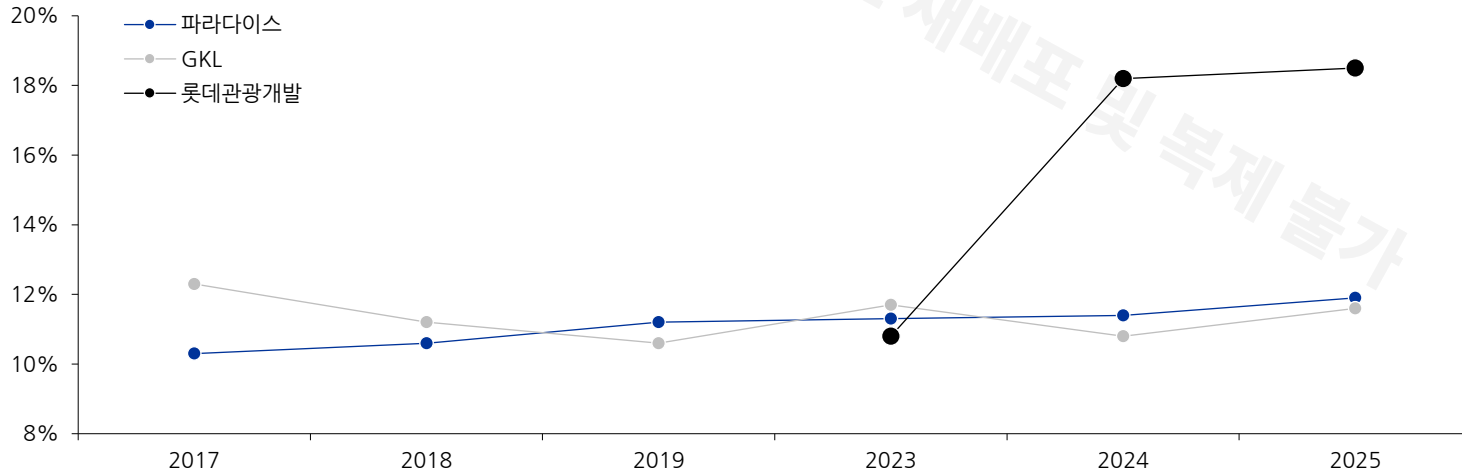
자료: 파라다이스, 유진투자증권

# 한국 외인 카지노 분석

## 홀드올 차이는 어디에서 올까

- 국내 외인 카지노 3사의 홀드올을 비교해보면 파라다이스와 GKL은 10% 초반, 롯데관광개발은 20% 초반으로 홀드올 차이가 있음
- 코타이의 경우 평균 홀드올이 20% 중반 수준으로, 롯데관광개발이 코타이와 비슷한 수준의 홀드올을 따라가고 있는데 내륙 카지노 대비 홀드올이 높은 이유는 앞서 코타이와 반도에서의 홀드올 차이에서 알 수 있듯 고객 기반과 고객 특성 차이에 기인

국내 외인 카지노 3사 홀드올 추이



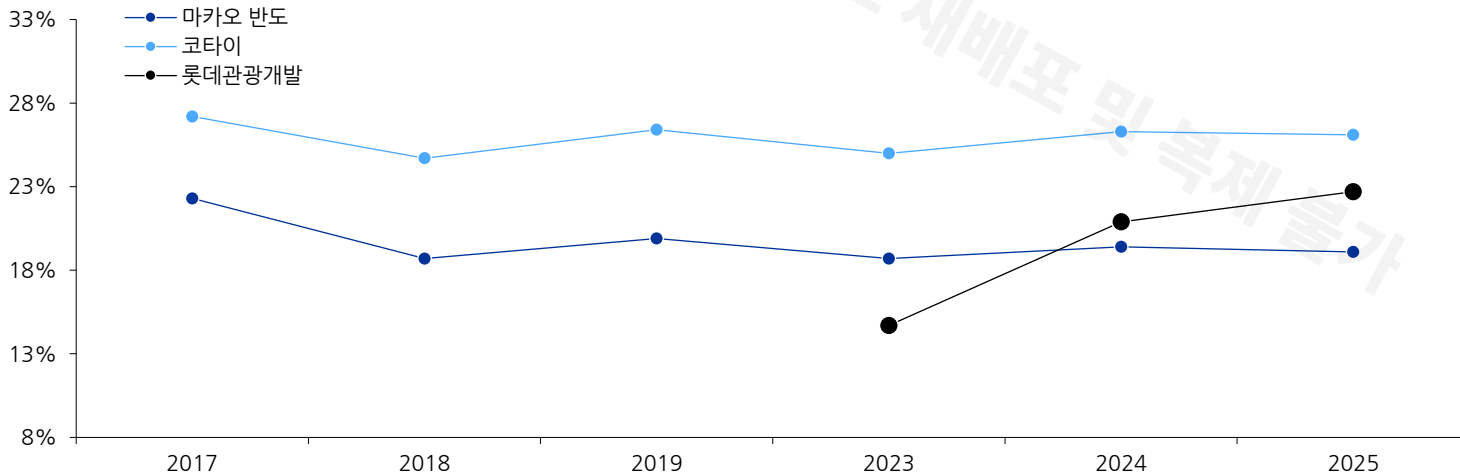
자료: 각 사, 유진투자증권

# 한국 외인 카지노 분석

## 고객 특성에 따라 달라지는 홀드율

- 파라다이스는 P-City 주말 기준 평균 OCC 90% 이상을 기록하는 등 평균 체류 기간이 3일 이내인 단기 체류 고객이 많은 반면, 롯데관광개발은 평균 체류 기간이 5일 내외로 코타이 고객군 특성과 유사. 코타이의 경우 평균 체류기간 6일 내외에 평균 홀드율 26%
- 기업마다 추구하는 전략 방향이 다르지만, 롯데관광개발은 마카오를 벤치마킹해 코타이와 비슷한 고객 특성을 보이기 때문에 체류 방문객이 많아질 경우 이론적으로 코타이 수준의 홀드율(26.1%)까지 높아질 수 있을 것으로 전망

마카오 반도, 코타이 카지노 vs 롯데관광개발 홀드율 추이



자료: 각 사, 유진투자증권

# 한국 외인 카지노 분석

## 성수기에 진입하는 카지노

- 롯데관광개발 4월 카지노 순매출액 488억원(+48.5%yoy)으로 호실적 기록 및 4월 호텔 OCC 87.6% 기록하며 본격적인 성수기 구간 진입 시작
- 파라다이스 4월 카지노 순매출액 879억원(+30.7%yoy)으로 견조한 실적 기록 및 4월 P-City OCC 92.8%(주말) 기록하며 성수기 진입 재차 증명
- 문체부에 따르면, 5월 골든위크 기간 동안 약 20만명 내외의 중국인과 일본인 방한 예상. 같은 기간 P-City, 하얏트 리젠시 및 그랜드 하얏트 제주 투숙률 사실상 만실 예상하며 인바운드 수요 확대됨에 따른 실적 성장 기대
- 2분기부터 실적, 업황, 모멘텀 모두 갖춘 롯데관광개발 최선호주 추천하며 파라다이스 차선호주 추천

### 국내 외인 카지노 3사 Overview

(십억원, 배)	롯데관광개발	파라다이스	GKL
<b>목표주가</b>	<b>32,000원</b>	<b>23,000원</b>	<b>16,000원</b>
현재주가(5/6)	20,400원	15,420원	11,970원
매출액(26E)	754	1,233	441
영업이익(26E)	197	188	60
순이익(26E)	81	130	55
PER(26E)	20.1	13.4	13.5

자료: 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

# 04

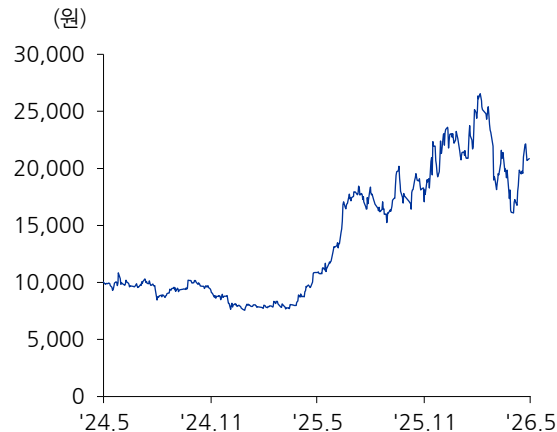
## 기업분석

- ✓ 롯데관광개발(032350.KS)
- ✓ 파라다이스(034230.KS)
- ✓ GKL(114090.KS)

# 롯데관광개발(032350.KS) BUY / TP 32,000원

- 2026년 매출액 7,536억원(+15.3%yoy), 영업이익 1,973억원(+37.7%yoy, OPM 26.2%) 전망
- 4월 카지노 순매출액 488억원(+48.5%yoy)으로 호실적 기록하며 성수기 진입 시작. 1Q26 기준 카지노 멤버십 회원 수 13만명으로 월간 신규 멤버십 순증 꾸준히 증가하며 4월 한 달 동안 신규 멤버십 5천명 가까이 기록
- 4월부터 롤링 테이블 확대하며 하이롤러 대상 마케팅 강화 예정 및 테이블 한도 마카오 수준에 부합하도록 대폭 상향하며 고액 베팅 수요 확대 기대. 포커룸도 마카오의 Venetian(21대), MGM(18대) 다음으로 가장 많이 보유하고 있으며, 현재 13개 테이블(일반 11개, 프라이빗 2개)에서 5월 중 16개로 확대 예정. 동사 포커 고객의 80% 가량이 바카라를 같이 즐기는 경향이 있어 바카라 신규 고객 유치에 좋은 채널 될 것으로 기대
- 6월부터 마카오-제주 노선 일일 운항 확대되며 VIP와 Mass의 고른 성장 이어질 것으로 전망하며, 호텔 콤프 여력도 충분해 2분기부터 업황, 실적, 모멘텀 모두 성수기 진입, 호실적 기대. 연내 리파이낸싱을 통한 수익성 개선 기대하며 레저 업종 Top Pick 제시

롯데관광개발 주가



자료: 유진투자증권

롯데관광개발 연간 실적 추정 및 밸류에이션

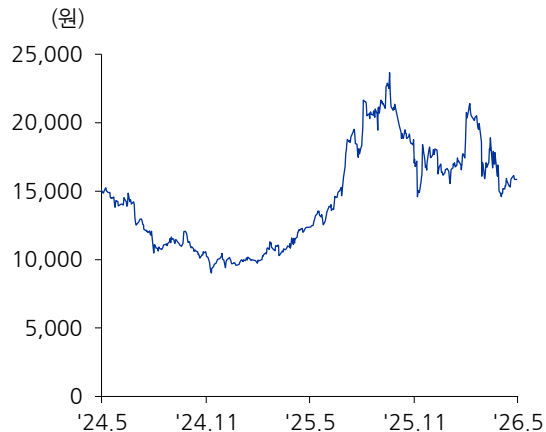
(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	471	653	754	822	830
영업이익	39	143	197	226	193
세전손익	-123	-4	90	143	111
당기순이익	-117	28	81	128	105
EPS(원)	-1,530	349	1,013	1,598	1,311
증감률(%)	na	흑전	190.2	57.7	-18.0
PER(배)	na	66.6	20.1	12.8	15.6
ROE(%)	-60.4	8.1	19.5	24.6	16.5
PBR(배)	1.8	5.0	3.6	2.8	2.4
EV/EBITDA(배)	14.8	13.3	9.3	7.8	8.4

자료: 유진투자증권

# 파라다이스(034230.KS) BUY / TP 23,000원

- 2026년 매출액 1조 2,276억원(+6.8%yoy), 영업이익 1,853억원(+18.9%yoy, OPM 15.1%) 전망
- 4월 P-City 주말 OCC는 이미 90% 이상을 기록하며 수요 높아지고 있는 가운데, 3월 개장한 하얏트 리젠시의 4월 주말 OCC도 70% 이상을 기록한 것으로 파악되며 특히 5월초 골든위크 기간 하얏트 리젠시 투숙률 사실상 만실 기록한 것으로 추정. 부진했던 오픈 초기와는 달리 속도감 있는 성장세 보여주고 있는 점 긍정적이며 P-Mass/Mass 중심 성장 기대
- 작년 4분기부터 이어지고 있는 광고비 확대와 호텔 고정비 부담으로 1분기는 다소 부진한 실적을 기록했지만, 하얏트 리젠시 인수를 통해 객실 여력 확대되며 높아지는 카지노 수요에 충분히 대응할 여력을 갖췄고, 본격적인 콤프 마케팅 이루어짐에 따라 VIP/Mass 모두 고른 성장 기대

파라다이스 주가



자료: 유진투자증권

파라다이스 연간 실적 추정 및 밸류에이션

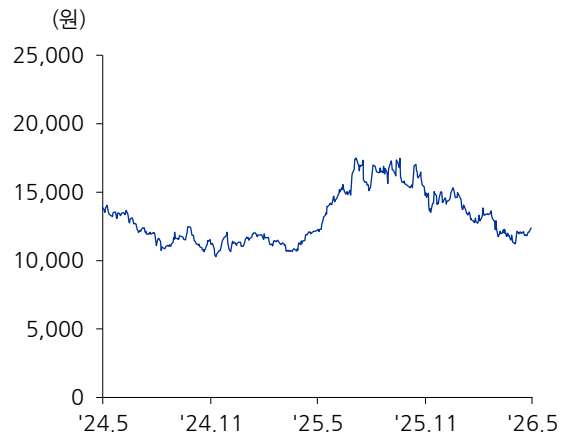
(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,072	1,150	1,233	1,418	1,432
영업이익	136	156	188	242	190
세전손익	101	135	169	230	179
당기순이익	111	145	130	175	197
EPS(원)	823	1,021	1,150	1,511	1,701
증감률(%)	20.8	24.0	12.6	31.5	12.6
PER(배)	11.7	16.2	13.4	10.2	9.1
ROE(%)	5.0	5.6	6.0	7.4	7.8
PBR(배)	0.5	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	6.9	10.3	8.0	6.3	6.9

자료: 유진투자증권

# GKL(114090.KS) BUY / TP 16,000원

- 2026년 매출액 4,414억원(+4.4%yoy), 영업이익 601억원(+14.2%yoy, OPM 13.6%) 전망
- 중국과 기타 VIP가 두자릿수 성장을 견인하며 1분기 전체 드랍액 성장 견인. 5월초 골든위크를 기점으로 성수기 진입하며 올해 준비한 다양한 마케팅 전략들이 2분기부터 숫자로 가시화될 것으로 기대

GKL 주가



자료: 유진투자증권

GKL 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	396	423	441	466	471
영업이익	38	53	60	68	50
세전손익	44	63	71	81	63
당기순이익	33	47	55	62	48
EPS(원)	534	761	884	1,010	768
증감률(%)	-24.6	42.4	16.2	14.2	-23.9
PER(배)	20.7	19.7	13.5	11.9	15.6
ROE(%)	8.0	11.0	11.9	12.6	9.1
PBR(배)	1.7	2.1	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	5.5	6.6	3.7	3.1	3.9

자료: 유진투자증권

# 롯데관광개발(032350.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>자산총계</b>	2,167	2,168	2,225	2,355	2,471
유동자산	114	133	255	450	618
현금성자산	89	105	226	419	587
매출채권	10	14	14	15	16
재고자산	6	6	7	7	7
비유동자산	2,052	2,035	1,970	1,905	1,853
투자자산	316	354	368	383	399
유형자산	1,690	1,634	1,555	1,475	1,407
기타	46	46	47	47	47
<b>부채총계</b>	1,854	1,799	1,776	1,779	1,791
유동부채	610	413	421	435	437
매입채무	191	175	182	196	197
유동성이자부채	318	167	167	167	167
기타	101	71	71	72	73
비유동부채	1,244	1,387	1,355	1,344	1,354
비유동이자부채	1,025	1,175	1,135	1,115	1,115
기타	219	212	220	229	239
<b>자본총계</b>	313	368	449	576	680
자배지분	317	372	453	580	684
자본금	38	40	40	40	40
자본잉여금	648	681	681	681	681
이익잉여금	(1,091)	(1,065)	(985)	(858)	(753)
기타	722	717	717	717	717
비자배지분	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
<b>자본총계</b>	313	368	449	576	680
총차입금	1,342	1,342	1,302	1,282	1,282
순차입금	1,254	1,237	1,076	863	695

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업현금</b>	122	100	185	239	195
당기순이익	(117)	28	81	128	105
자산상각비	85	88	93	95	83
기타비현금성손익	164	128	(5)	(5)	(5)
운전자본증감	88	(48)	7	12	2
매출채권감소(증가)	5	(26)	(0)	(1)	(0)
재고자산감소(증가)	(2)	(0)	(0)	(1)	(0)
매입채무증가(감소)	11	(1)	7	13	2
기타	74	(22)	1	1	1
<b>투자현금</b>	(28)	(40)	(26)	(28)	(28)
단기투자자산감소	(19)	(13)	(2)	(2)	(2)
장기투자증권감소	0	0	3	3	3
설비투자	7	10	12	13	13
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>재무현금</b>	(83)	(43)	(40)	(20)	0
차입금증가	(83)	(43)	(40)	(20)	0
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
<b>현금증감</b>	11	18	119	192	166
기초현금	34	44	62	181	373
기말현금	44	62	181	373	539
Gross Cash flow	133	244	178	227	192
Gross Investment	(79)	75	17	13	24
<b>Free Cash Flow</b>	212	169	161	213	168

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	471	653	754	822	830
증가율(%)	50.4	38.6	15.3	9.0	1.0
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	471	653	754	822	830
판매 및 일반관리비	432	510	556	596	637
기타영업손익	16	18	9	7	7
<b>영업이익</b>	39	143	197	226	193
증가율(%)	흑전	267.4	37.7	14.3	(14.4)
<b>EBITDA</b>	124	232	290	321	276
증가율(%)	374.8	86.9	25.2	10.4	(13.9)
<b>영업외손익</b>	(162)	(148)	(107)	(83)	(82)
이자수익	1	2	2	2	2
이자비용	152	148	132	103	103
지분법손익	2	0	4	4	4
기타영업손익	(13)	(2)	19	14	14
<b>세전순이익</b>	(123)	(4)	90	143	111
증가율(%)	적지	적지	흑전	57.7	(22.4)
법인세비용	(6)	(32)	9	14	5
<b>당기순이익</b>	(117)	28	81	128	105
증가율(%)	적지	흑전	194.9	57.7	(18.0)
지배주주지분	(117)	28	81	127	104
증가율(%)	적지	흑전	190.2	57.7	(18.0)
비지배지분	0	(0)	1	1	1
<b>EPS(원)</b>	(1,530)	349	1,013	1,598	1,311
증가율(%)	적지	흑전	190.2	57.7	(18.0)
수정EPS(원)	(1,530)	349	1,013	1,598	1,311
증가율(%)	적지	흑전	190.2	57.7	(18.0)

## 주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(1,530)	349	1,013	1,598	1,311
BPS	4,156	4,677	5,690	7,288	8,599
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	n/a	66.6	20.1	12.8	15.6
PBR	1.8	5.0	3.6	2.8	2.4
EV/ EBITDA	14.8	13.3	9.3	7.8	8.4
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	4.4	7.6	9.1	7.2	8.4
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	8.3	21.9	26.2	27.5	23.3
EBITDA이익율	26.3	35.5	38.5	39.0	33.3
순이익율	(24.7)	4.2	10.8	15.6	12.7
ROE	(60.4)	8.1	19.5	24.6	16.5
ROIC	2.0	6.7	11.6	14.0	13.4
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	400.4	336.0	239.8	149.9	102.2
유동비율	18.8	32.3	60.6	103.5	141.4
이자보상배율	0.3	1.0	1.5	2.2	1.9
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3
매출채권회전율	42.7	53.8	52.4	55.0	53.4
재고자산회전율	90.2	103.2	114.4	116.0	112.6
매입채무회전율	3.1	3.6	4.2	4.4	4.2

# 파라다이스(034230.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>자산총계</b>	3,934	4,080	4,177	4,335	4,496
유동자산	864	885	987	1,141	1,295
현금성자산	659	353	450	592	741
매출채권	32	31	31	35	36
재고자산	8	8	9	10	10
비유동자산	3,070	3,195	3,190	3,195	3,201
투자자산	397	491	511	532	554
유형자산	2,510	2,542	2,520	2,506	2,494
기타	163	162	159	156	154
<b>부채총계</b>	1,859	1,868	1,872	1,904	1,922
유동부채	668	755	748	766	770
매입채무	108	128	118	135	136
유동성이자부채	363	408	408	408	408
기타	196	219	221	223	226
비유동부채	1,190	1,112	1,125	1,138	1,152
비유동이자부채	888	796	796	796	796
기타	303	316	328	342	355
<b>자본총계</b>	2,075	2,213	2,305	2,431	2,574
차배지분	1,636	1,724	1,816	1,942	2,085
자본금	47	48	48	48	48
자본잉여금	336	352	352	352	352
이익잉여금	629	702	794	920	1,063
기타	624	622	622	622	622
비자배지분	439	489	489	489	489
<b>자본총계</b>	2,075	2,213	2,305	2,431	2,574
충차입금	1,251	1,204	1,204	1,204	1,204
순차입금	592	852	755	612	464

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업현금</b>	196	224	189	244	252
당기순이익	111	145	130	175	197
자산상각비	78	75	84	83	82
기타비현금성손익	58	53	(11)	(22)	(26)
운전자본증감	0	5	(13)	8	(2)
매출채권감소(증가)	(9)	(1)	(0)	(4)	(0)
재고자산감소(증가)	0	(1)	(0)	(1)	(0)
매입채무증가(감소)	10	15	(10)	17	1
기타	0	(8)	(3)	(3)	(3)
<b>투자현금</b>	(186)	(397)	(79)	(88)	(90)
단기투자자산감소	(133)	(308)	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	1	3	(4)	(4)	(4)
설비투자	50	89	57	66	66
유형자산처분	0	6	0	0	0
무형자산처분	(0)	(2)	(1)	(1)	(1)
<b>재무현금</b>	(123)	(63)	(14)	(14)	(14)
차입금증가	(113)	(50)	0	0	0
자본증가	(9)	(13)	(14)	(14)	(14)
배당금지급	9	13	14	14	14
<b>현금증감</b>	(111)	(236)	97	142	148
기초현금	689	578	342	438	580
기말현금	578	342	438	580	728
Gross Cash flow	246	273	202	236	253
Gross Investment	53	84	92	79	91
<b>Free Cash Flow</b>	193	189	111	156	162

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	1,072	1,150	1,233	1,418	1,432
증가율(%)	7.8	7.3	7.2	15.0	1.0
매출원가	834	882	918	1,032	1,114
<b>매출총이익</b>	238	268	314	385	318
판매 및 일반관리비	102	112	126	143	128
기타영업손익	16	10	13	13	(11)
<b>영업이익</b>	136	156	188	242	190
증가율(%)	(6.7)	14.5	20.6	28.9	(21.5)
<b>EBITDA</b>	214	230	271	325	273
증가율(%)	(6.4)	7.6	17.8	19.8	(16.2)
<b>영업외손익</b>	(35)	(21)	(19)	(12)	(11)
이자수익	24	15	25	29	29
이자비용	73	63	64	64	64
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	13	28	20	23	23
<b>세전순이익</b>	101	135	169	230	179
증가율(%)	10.2	34.2	25.2	35.9	(22.2)
법인세비용	(10)	(9)	39	56	(18)
<b>당기순이익</b>	111	145	130	175	197
증가율(%)	38.0	30.8	(10.1)	34.1	12.6
지배주주지분	76	94	106	140	157
증가율(%)	20.8	24.9	12.6	31.5	12.6
비지배지분	35	50	24	35	39
<b>EPS(원)</b>	823	1,021	1,150	1,511	1,701
증가율(%)	20.8	24.0	12.6	31.5	12.6
수정EPS(원)	823	1,021	1,150	1,511	1,701
증가율(%)	20.8	24.0	12.6	31.5	12.6

## 주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	823	1,021	1,150	1,511	1,701
BPS	17,824	18,656	19,655	21,017	22,568
DPS	150	150	150	150	150
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	11.7	16.2	13.4	10.2	9.1
PBR	0.5	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/ EBITDA	6.9	10.3	8.0	6.3	6.9
배당수익률	1.6	0.9	1.0	1.0	1.0
PCR	3.6	5.6	7.0	6.0	5.6
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	12.7	13.6	15.2	17.1	13.3
EBITDA이익율	20.0	20.0	22.0	22.9	19.0
순이익율	10.3	12.6	10.6	12.3	13.7
ROE	5.0	5.6	6.0	7.4	7.8
ROIC	4.0	4.0	4.9	6.2	4.7
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	28.5	38.5	32.7	25.2	18.0
유동비율	129.3	117.2	132.1	148.8	168.2
이자보상배율	1.9	2.5	2.9	3.8	3.0
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	34.7	36.6	39.6	42.6	40.1
재고자산회전율	140.0	143.0	141.5	148.3	139.9
매입채무회전율	9.5	9.7	10.0	11.2	10.6

# GKL(114090.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>자산총계</b>	616	651	687	733	752
유동자산	366	434	485	539	559
현금성자산	353	417	468	520	540
매출채권	10	14	14	15	15
재고자산	3	3	3	4	4
비유동자산	250	217	202	195	193
투자자산	177	145	151	157	164
유형자산	66	66	44	32	24
기타	6	6	6	6	6
<b>부채총계</b>	203	210	208	218	220
유동부채	165	179	178	188	189
매입채무	131	141	139	149	151
유동성이자부채	22	21	21	21	21
기타	12	17	17	17	17
비유동부채	37	30	30	30	30
비유동이자부채	37	30	30	30	30
기타	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	414	441	479	516	533
자본지분	414	441	479	516	533
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	361	389	427	463	481
기타	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	414	441	479	516	533
총차입금	59	52	52	52	52
순차입금	(294)	(365)	(416)	(468)	(488)

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업현금</b>	72	105	80	90	63
당기순이익	33	47	55	62	48
자산상각비	32	32	28	19	14
기타비현금성손익	10	11	0	(0)	0
운전자본증감	(8)	9	(2)	9	1
매출채권감소(증가)	2	(3)	(0)	(1)	(0)
재고자산감소(증가)	(1)	(0)	(1)	(0)	(0)
매입채무증가(감소)	(5)	11	(2)	10	1
기타	(4)	2	0	0	0
<b>투자현금</b>	(40)	(19)	(20)	(21)	(22)
단기투자자산감소	0	0	(8)	(9)	(9)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	5	9	6	6	6
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>재무현금</b>	(49)	(41)	(17)	(26)	(30)
차입금증가	(24)	(24)	0	0	0
자본증가	(26)	(17)	(17)	(26)	(30)
배당금지급	26	17	17	26	30
<b>현금증감</b>	(17)	45	42	44	11
기초현금	186	168	213	255	299
기말현금	168	213	255	299	310
Gross Cash flow	75	91	82	82	62
Gross Investment	48	9	14	4	11
<b>Free Cash Flow</b>	27	82	68	78	51

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	396	423	441	466	471
증가율(%)	(0.1)	6.7	4.4	5.6	1.0
매출원가	325	338	350	367	387
<b>매출총이익</b>	71	84	91	99	84
판매 및 일반관리비	33	32	31	31	34
기타영업손익	12	(2)	(2)	(1)	11
<b>영업이익</b>	38	53	60	68	50
증가율(%)	(24.9)	37.4	14.2	14.0	(27.1)
<b>EBITDA</b>	70	85	88	88	64
증가율(%)	(13.8)	20.7	3.3	0.1	(26.8)
<b>영업외손익</b>	5	10	11	13	13
이자수익	9	10	13	14	14
이자비용	3	3	2	2	2
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(1)	3	0	1	1
<b>세전순이익</b>	44	63	71	81	63
증가율(%)	(20.3)	44.5	12.5	14.2	(22.6)
법인세비용	11	16	16	19	15
<b>당기순이익</b>	33	47	55	62	48
증가율(%)	(24.6)	42.4	16.2	14.2	(23.9)
지배주주지분	33	47	55	62	48
증가율(%)	(24.6)	42.4	16.2	14.2	(23.9)
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>EPS(원)</b>	534	761	884	1,010	768
증가율(%)	(24.6)	42.4	16.2	14.2	(23.9)
수정EPS(원)	534	761	884	1,010	768
증가율(%)	(24.6)	42.4	16.2	14.2	(23.9)

## 주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	534	761	884	1,010	768
BPS	6,686	7,137	7,739	8,335	8,613
DPS	282	414	490	490	490
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	20.7	19.7	13.5	11.9	15.6
PBR	1.7	2.1	1.5	1.4	1.4
EV/ EBITDA	5.5	6.6	3.7	3.1	3.9
배당수익률	2.6	2.8	4.1	4.1	4.1
PCR	9.1	10.2	9.0	9.1	12.0
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	9.7	12.4	13.6	14.7	10.6
EBITDA이익율	17.7	20.1	19.9	18.8	13.6
순이익율	8.3	11.1	12.4	13.4	10.1
ROE	8.0	11.0	11.9	12.6	9.1
ROIC	13.9	40.0	66.5	95.7	82.5
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	(71.0)	(82.7)	(86.9)	(90.8)	(91.7)
유동비율	221.2	241.8	273.0	287.2	295.5
이자보상배율	11.9	20.7	27.9	31.8	23.2
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
매출채권회전율	34.4	34.7	31.5	32.1	31.2
재고자산회전율	169.4	155.3	141.5	131.6	127.9
매입채무회전율	3.0	3.1	3.1	3.2	3.1

# Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 기재된 내용은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

"본 조사분석 자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 이현지는 롯데관광개발의 마카오 미팅에 롯데관광개발의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다."

## 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)	당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)    추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)            추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)        추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)      추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

