레저

고개 드는 인바운드

2025년 4월 7일

비중확대 (유지)

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
✉ jiy.kim@shinhan.com

신한생각 배당 마무리, 다시 업황에 초점

3월은 여행 대비 카지노 선방. 비상장 경쟁사까지 합할 시, 수도권 카지노 시장은 두자릿수 성장, 작년 말 계엄 사태 이후 대폭 축소된 방문객 지표가 의미있게 회복했다는 점에 초점. 3Q25부터는 방한 중국 단체 관광객 대상 한시적 무비자 입국 시행. 배당이 마무리된 지금, 다시금 초점은 업황으로!

카지노: 고개 드는 인바운드

작년 12월, 올해 1월, 2월의 방한 입국자는 전월대비 각각 -7%, -12%, +2% 변동. 연말 계엄 사태 이후 인바운드 수요가 크게 위축됐고, 외인 카지노의 방문객도 유사한 축소 흐름 시현. 그러나, 선행지표인 제주도 입도 외래관광객 추이 및 외인 카지노의 3월 실적에서 반등세 확인

3월 파라다이스, GKL, 롯데관광개발의 매출액은 810억, 415억, 325억원으로 전년대비 각각 +52%, +3%, +46% 성장. 작년 12월 이후 국내 정세 불안으로 대폭 축소된 방문객이 의미있게 회복되고, 홀드율이 대폭 개선된 영향. 가장 중요한 드랍액 성장은 3사 합산 기준 전년대비 +1%에 그쳐, 최근 1년 정체된 드랍액이 업종 매력도를 낮추고 있으나, 언론보도를 통해 공개된 인스파어의 드랍액이 1,000억원(23년 10월~24년 9월)임을 감안 시, 수도권 외인카지노의 시장은 두자릿수 성장하고 있는 것으로 추정

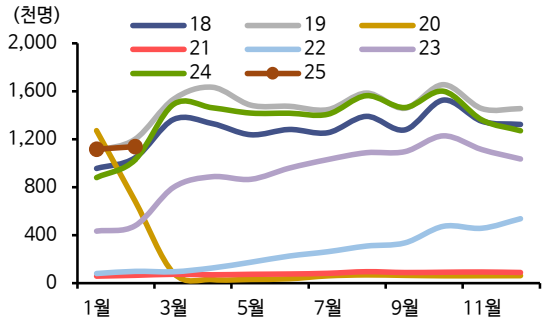
이르면 3Q25부터 방한 중국 단체관광객에 대한 한시적 무비자 시행으로 점진적인 인바운드 회복세 지속될 전망. 그간 밋밋한 업황으로 카지노를 평가하는 잣대가 업황보다는 밸류업이었다면, 업황 측면에서 기대해볼 수 있는 포인트가 확실히 나타난 셈. 강원랜드의 배당락까지 마무리 된 지금, 다시금 외인카지노 3사(롯데관광개발, 파라다이스, GKL)에 대한 관심 필요

여행: 아웃바운드 부진 지속

3월 하나투어와 모두투어의 PKG 송출객수는 각각 14.8만, 7.2만명으로 전년대비 12%, 27% 감소. 계절적 비수기, 대내 정치 불안, 환율, 항공기 사고 여파가 지속되며 양사 모두 대부분 지역은 감소했으나, 유럽과 중국은 대폭 성장했다는 점이 공통점. 그 중 모두투어는 상대적으로 수요 대비 수익성 개선을 위해 전년대비 ASP 상승을 이뤄냈고, 중국 타이안시 태산풍경명승구관리위원회와의 전략적 제휴를 통해 중국향 수요 활성화에 집중

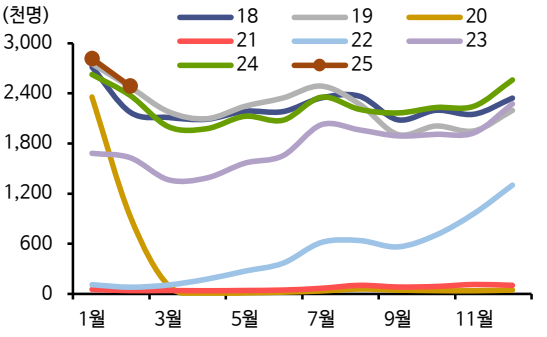
아웃바운드 수요는 2~3월 부진한 모습을 보였으나, 올해 역대급 징검다리 휴일수 기반 성수기의 이익 모멘텀은 여전한 투자포인트. 가장 큰 리스크인 고환율 부담도 대내 정치 이슈가 안정화된다면 최악은 지난 상황이라 평가. 1Q25 조정을 매수로 활용할 때

방한 입국자(인바운드) 추이



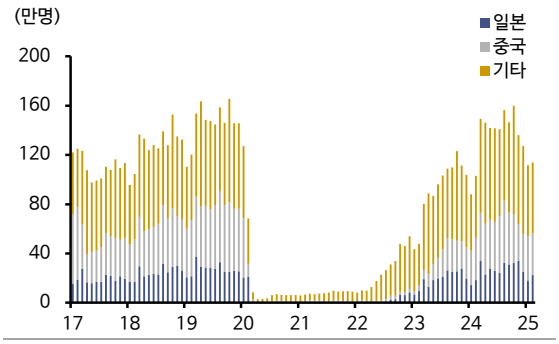
자료: 관광지식정보시스템, 신한투자증권

출국 내국인(아웃바운드) 추이



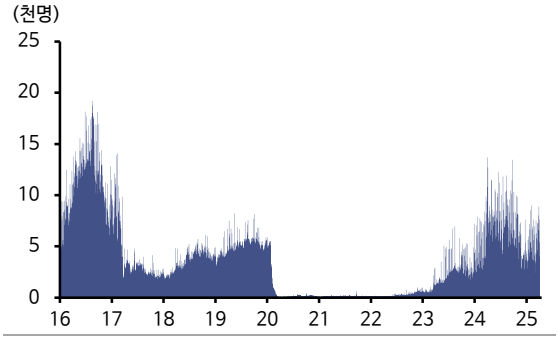
자료: 관광지식정보시스템, 신한투자증권

방한 중국인/일본인/기타 입국자 추이



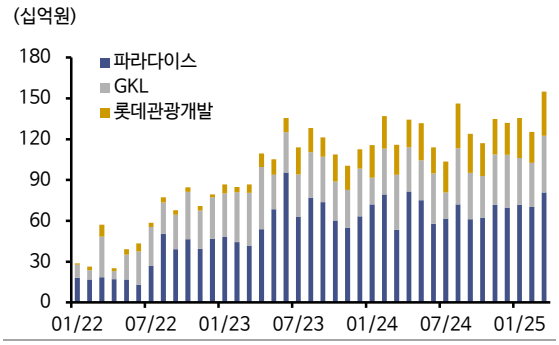
자료: 관광지식정보시스템, 신한투자증권

제주도 입도 외래관광객 추이



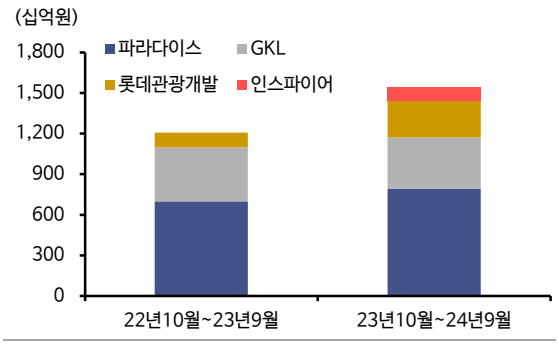
자료: 제주관광통계, 신한투자증권

외인 카지노 상장사 매출액 추이



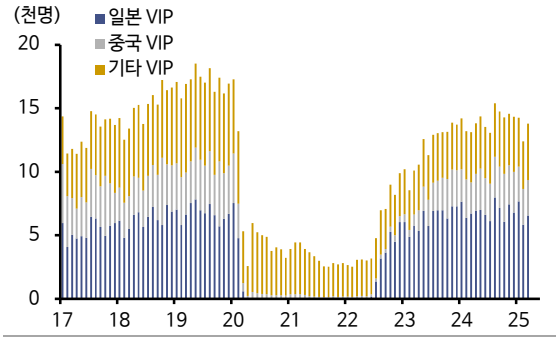
자료: 각사, 신한투자증권

인스파이어 포함 수도권 카지노 드랍액 추정



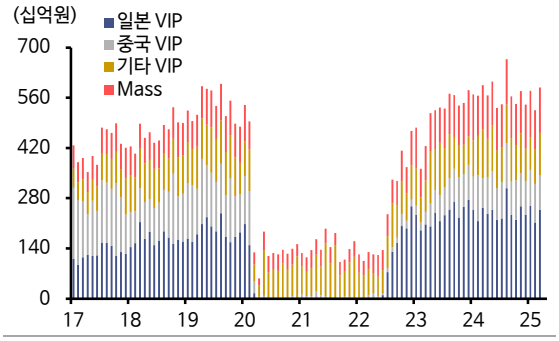
자료: 각사, 언론보도, 신한투자증권

파라다이스 방문객수(Q) 추이



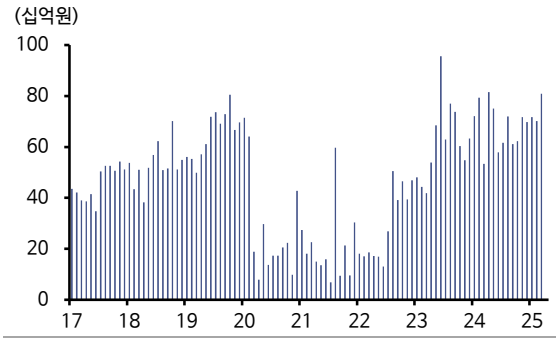
자료: 회사 자료, 신한투자증권

파라다이스 국적별 드랍액 추이(Q x P) 추이



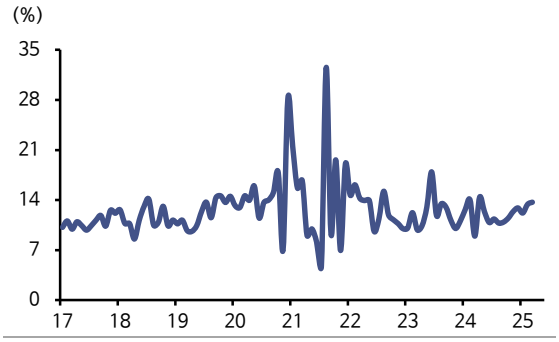
자료: 회사 자료, 신한투자증권

파라다이스 매출액 추이



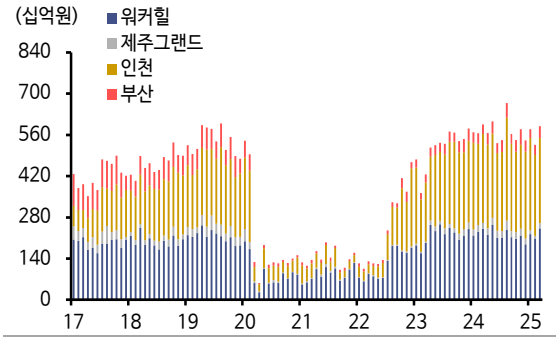
자료: 회사 자료, 신한투자증권

파라다이스 홀드율 추이



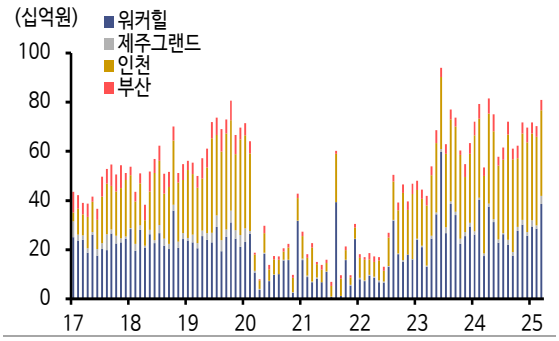
자료: 회사 자료, 신한투자증권

파라다이스 영업장별 드랍액 추이



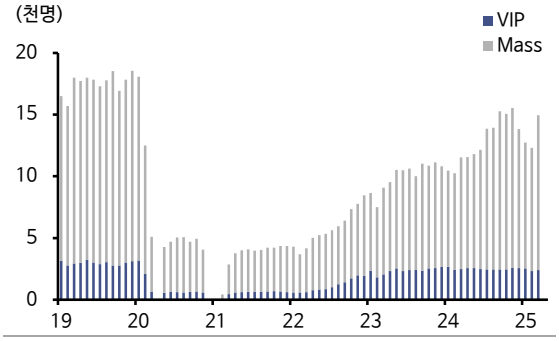
자료: 회사 자료, 신한투자증권

파라다이스 영업장별 매출액 추이



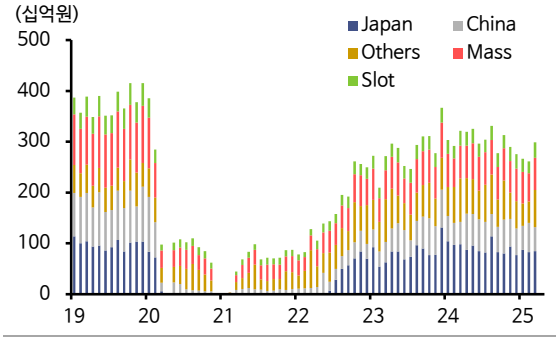
자료: 회사 자료, 신한투자증권

GKL 방문객수(Q) 추이



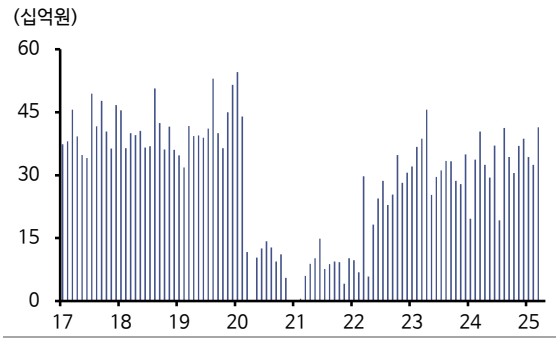
자료: 회사 자료, 신한투자증권

GKL 국적별 드랍액(Q x P) 추이



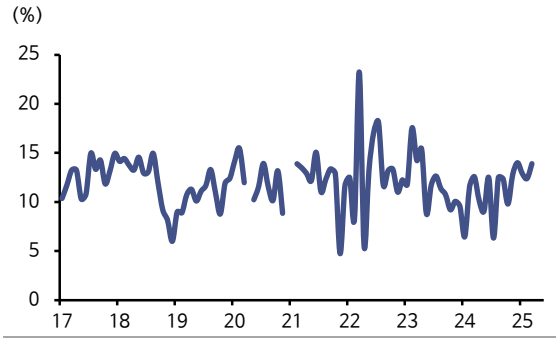
자료: 회사 자료, 신한투자증권

GKL 매출액 추이



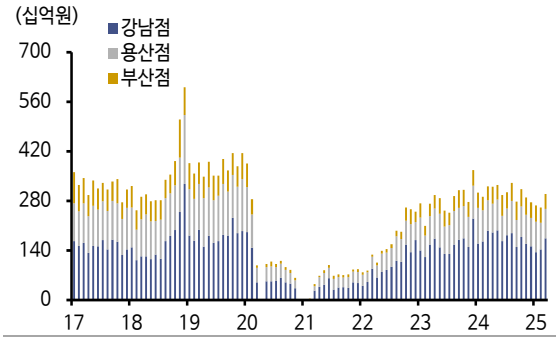
자료: 회사 자료, 신한투자증권

GKL 홀드율 추이



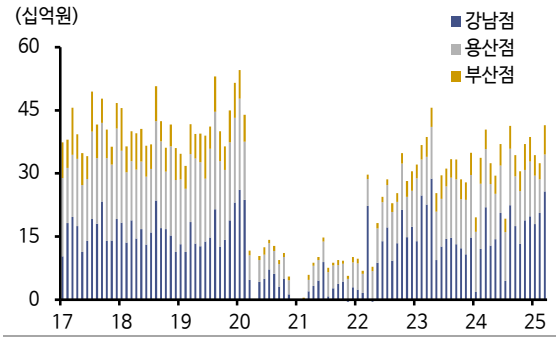
자료: 회사 자료, 신한투자증권

GKL 영업장별 드랍액 추이



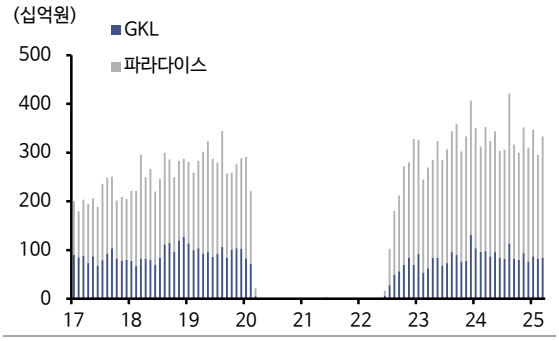
자료: 회사 자료, 신한투자증권

GKL 영업장별 매출액 추이



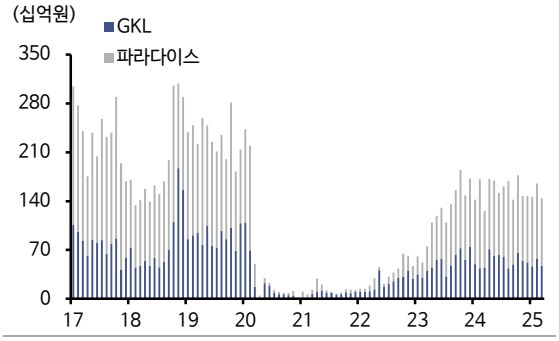
자료: 회사 자료, 신한투자증권

GKL과 파라다이스 일본 VIP 드랍액



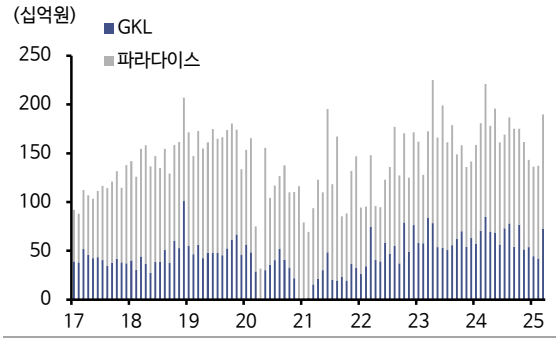
자료: 회사 자료, 신한투자증권

GKL과 파라다이스 중국 VIP 드랍액



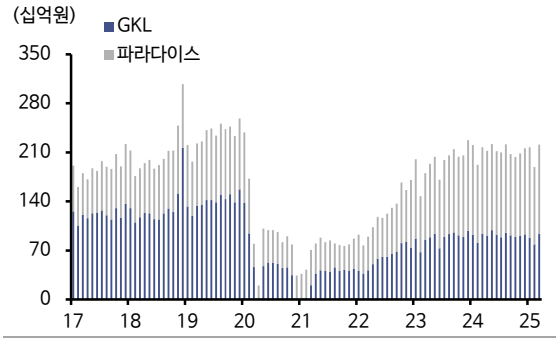
자료: 회사 자료, 신한투자증권

GKL과 파라다이스 기타 VIP 드랍액



자료: 회사 자료, 신한투자증권

GKL과 파라다이스 Mass 드랍액

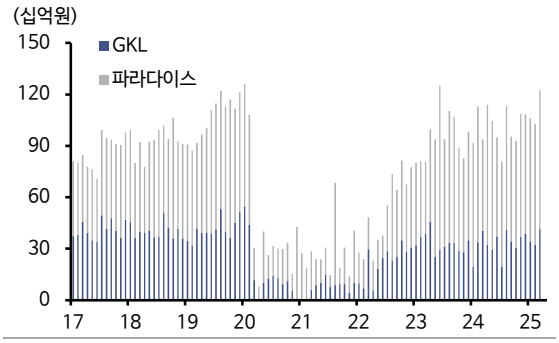


자료: 회사 자료, 신한투자증권

GKL과 파라다이스 홀드율

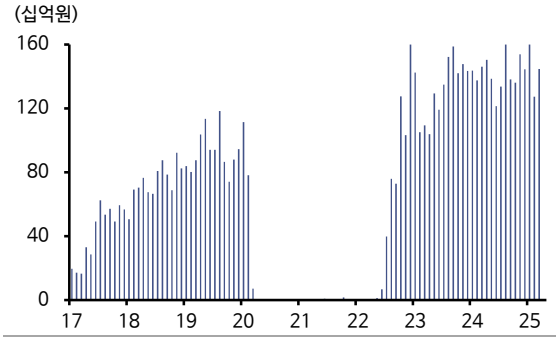
자료: 회사 자료, 신한투자증권

GKL과 파라다이스 매출액



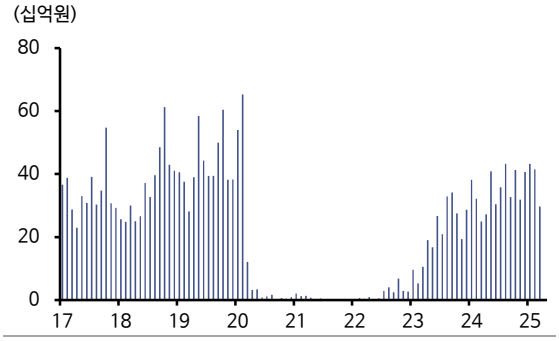
자료: 회사 자료, 신한투자증권

파라다이스시티(인천점) 일본 VIP 드랍액



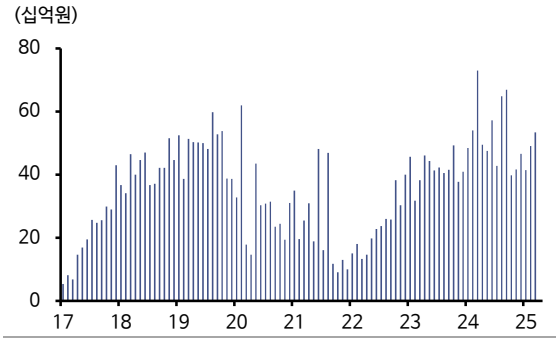
자료: 회사 자료, 신한투자증권

파라다이스시티(인천점) 중국 VIP 드랍액



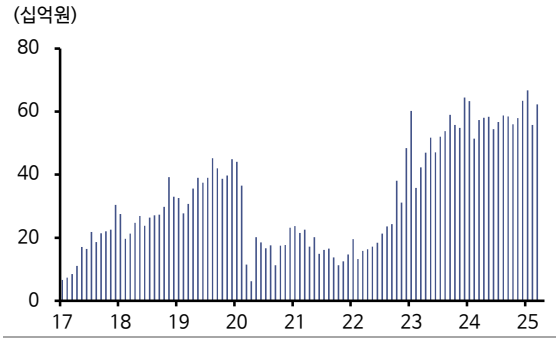
자료: 회사 자료, 신한투자증권

파라다이스시티(인천점) 기타 VIP 드랍액



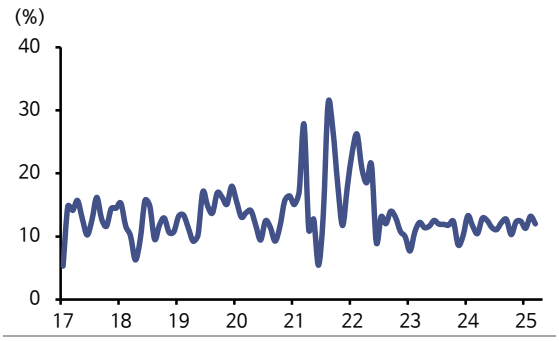
자료: 회사 자료, 신한투자증권

파라다이스시티(인천점) Mass 드랍액



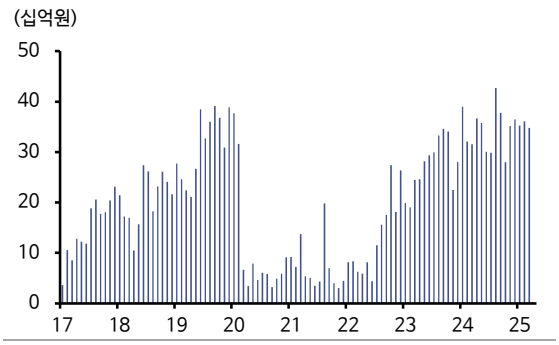
자료: 회사 자료, 신한투자증권

파라다이스시티(인천점) 홀드율



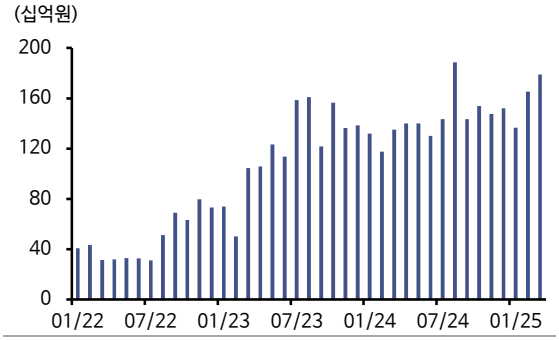
자료: 회사 자료, 신한투자증권

파라다이스시티(인천점) 매출액



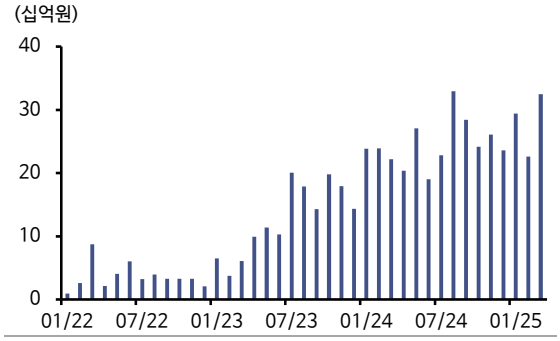
자료: 회사 자료, 신한투자증권

롯데관광개발 드랍액 추이



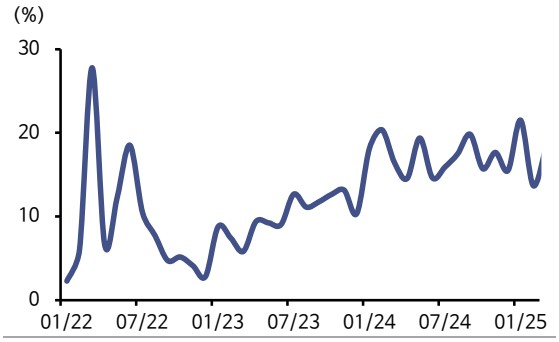
자료: 회사 자료, 신한투자증권

롯데관광개발 매출액 추이



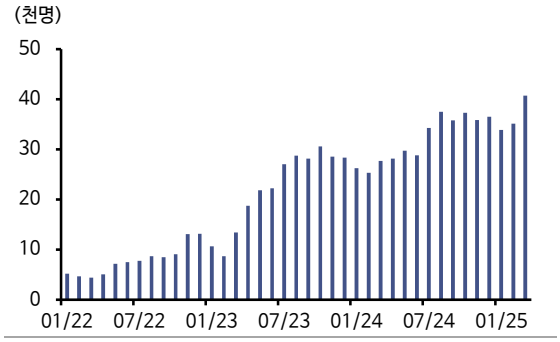
자료: 회사 자료, 신한투자증권

롯데관광개발 홀드율 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

롯데관광개발 방문객수(Q) 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

아시아 카지노 경쟁심화

마카오
- VIP → Premium Mass와 Mass 중심의 성장 도모
- 중국 내 카지노 규제 강화 흐름 지속: 카지노 영업자들에게 게임 외 인프라 투자 의무 조건을 추가한 라이선스 시스템 재정립
- 그럼에도 중국 경기부양에 따른 소비 확산 영향으로 마카오 카지노 실적 개선 전망

베트남
- 내국인 카지노 2곳 출입허용 시범기간 연장 추진 : 푸꾸옥(24년 말), 꽝닌성 번돈(개장일로부터 3년간)
- 시범사업 종료 이후 공안부, 기획투자부 등 협력 통해 향후 사업 지속/중단 여부 결정. 현재 내국인 출입 허용 카지노는 9곳

태국
- 정부 차원의 카지노 합법화 및 사업 확대 적극 추진중
- 2029년까지 카지노 복합리조트 5~8곳 건설 계획(각 4조원 규모)
- 카지노 복합리조트를 통해 연간 16조원 이상 추가 관광수입 및 GDP +1.2%p 성장 기대

말레이시아
- 최초 외인 카지노인 겐팅 리조트의 경제적 창출효과로 현재 정부 차원에서 2번째 외인카지노 허가 검토중
- 말레이시아-싱가포르 고속철도 설립도 호재

싱가포르
- Marina Bay Sands, Resorts World Sentosa 카지노 운영권 2030년까지 연장
- 2028년 시설확충 이후 매년 외국인 관광객 50만 명 유치
- GDP 기준 5억 싱가포르달러(5,129억 6,500만원) 창출 전망

캄보디아
- 캄보디아 수도 프놈펜에서 Naga Corp이 IR 운영. Naga Corp 은 35억불을 투자해 3번째 복합 리조트를 프놈펜에 설립 예정
- 허가 카지노 2021년 101곳에서 2023년 174곳으로 증가 추세

러시아
- 블라디보스토크를 동북아를 겨냥한 관광지로 개발하는 PIEZ 프로젝트 진행. 8곳의 복합리조트 건설 계획
- 'Tigre de Cristal' 등 3곳의 복합리조트 파이프라인 진행 중

한국
- 강원랜드(오픈카지노): 복합리조트로의 도약 준비중 11년만의 카지노 규제완화
- 파라다이스(외인카지노) 비카지노 사업 추진중
- 2023년 11월, 영종도 인스파이어 IR 순차 개장
- 단기 경쟁심화, 장기 클러스터 효과 전망

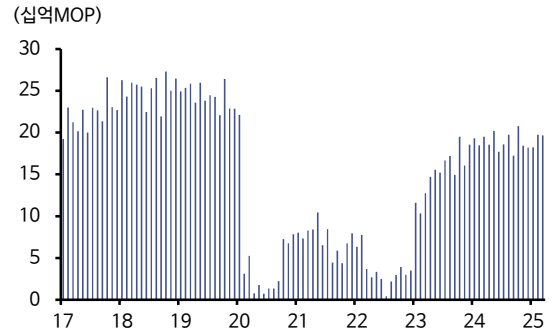
일본
- 오사카 유메시마 지역 오픈카지노 개장(2029-2030년)
- 총 규모는 49만 2,000m2(이중 3%가 카지노 면적) 호텔 3개동(2,500실), 컨벤션센터 10만 m2 등
- 미국 MGM 일본지사 40%, 일본 오릭스 40% 지분 보유
- 연간 방문객 2,000만 명 전망(외국인 600만명 포함)
- 연간 매출액 5,200억엔 전망(약 5조 1,000억원)

대만
- 2009년 카지노 합법화 이후 대만과 중국 사이에 위치한 마쭈열도에 카지노 건설 사업 추진. 해당 프로젝트는 현재 보류 중

필리핀
- 기존 4개 IR(아시아 최대 IR인 Okada Manila 포함)외 6개의 IR 파이프라인이 진행 중
- 2024년부터 5년간 카지노 산업에 60억달러 투자 계획
- 매년 최소 1개의 신규 카지노 개방 계획

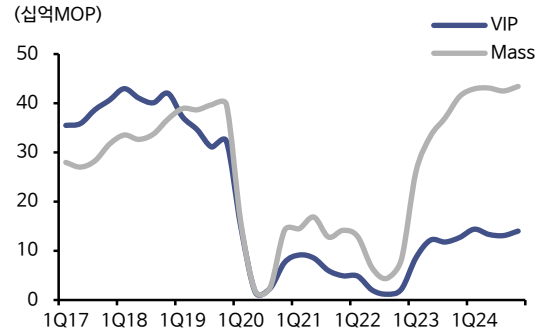
자료: 언론 보도, 신한투자증권

월별 마카오 카지노 매출액 추이



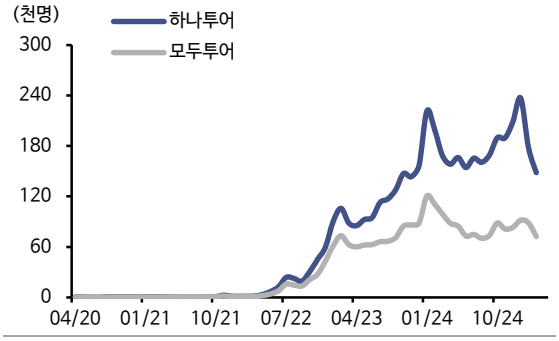
자료: Bloomberg, 신한투자증권

분기별 마카오 VIP, Mass 매출액 추이



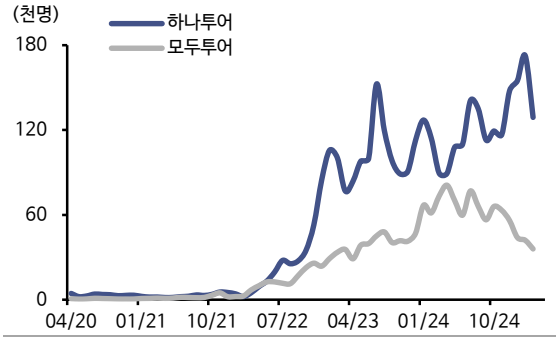
자료: Bloomberg, 신한투자증권

코로나 이후 여행사별 PKG(패키지) 여행 수요



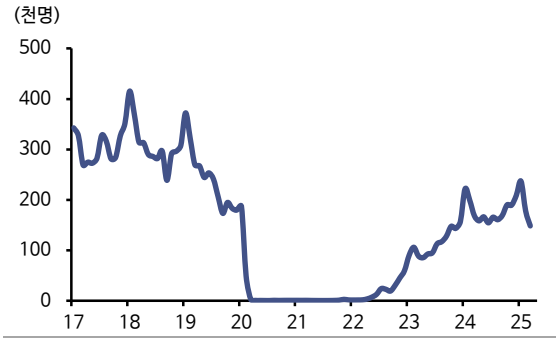
자료: 회사 자료, 신한투자증권

코로나 이후 여행사별 FIT(개별여행) 여행 수요



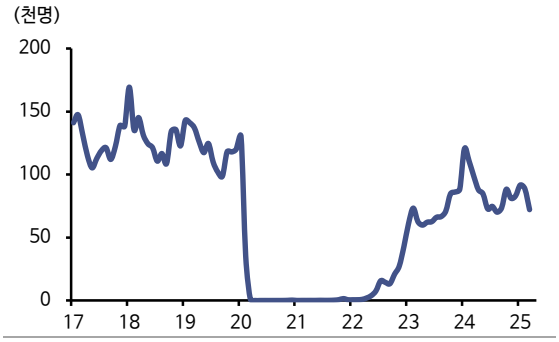
자료: 회사 자료, 신한투자증권

하나투어 PKG 수요 추이



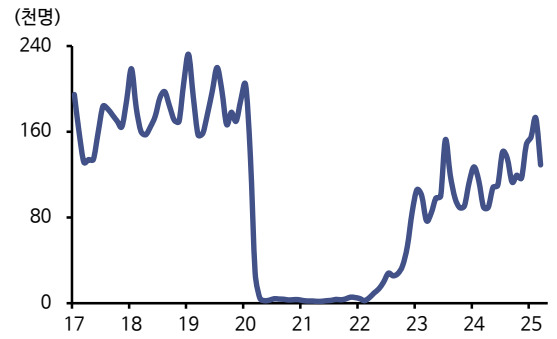
ㄴ자료: 회사 자료, 신한투자증권

모두투어 PKG 수요 추이



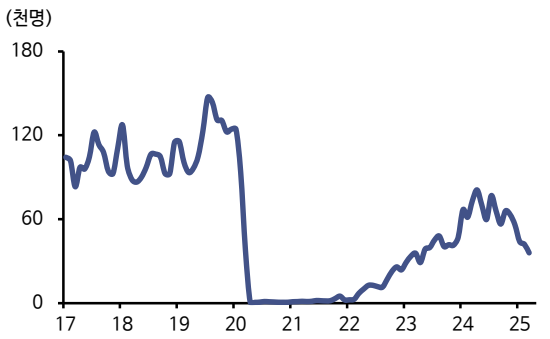
자료: 회사 자료, 신한투자증권

하나투어 FIT 수요 추이



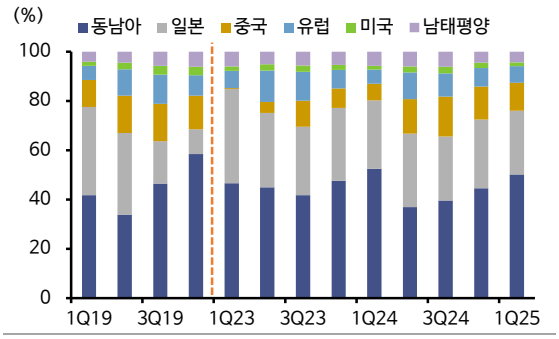
자료: 회사 자료, 신한투자증권

모두투어 FIT 수요 추이



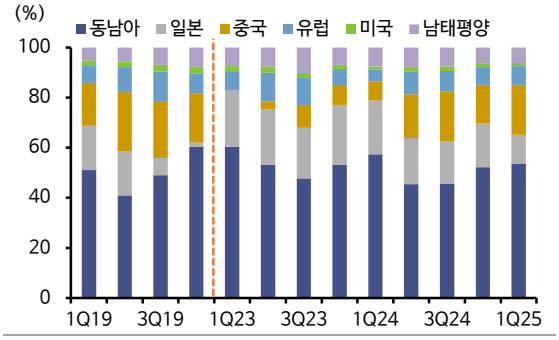
자료: 회사 자료, 신한투자증권

하나투어 지역별 PKG 인원 비중



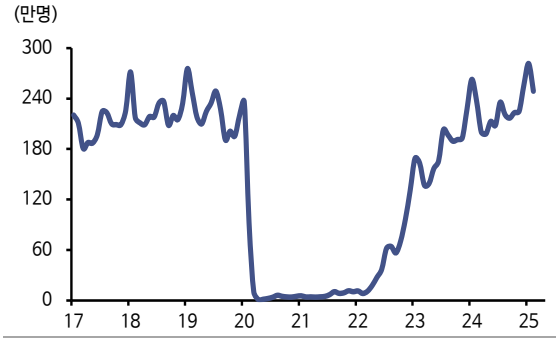
자료: 회사 자료, 신한투자증권

모두투어 지역별 PKG 인원 비중



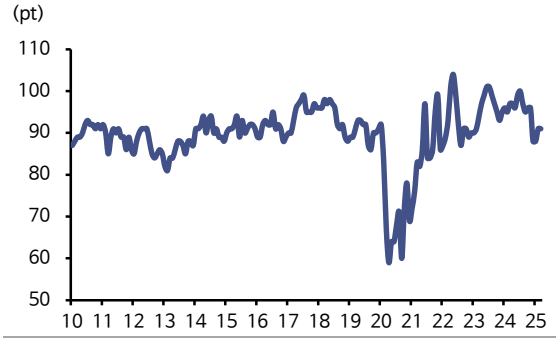
자료: 회사 자료, 신한투자증권

순출국자 수요 추이



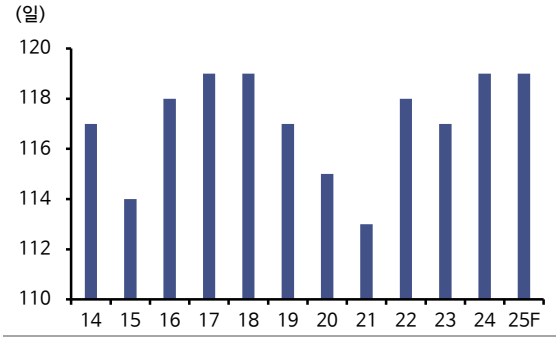
자료: 관광지식정보시스템, 신한투자증권

월별 여행비 지출전망 CSI



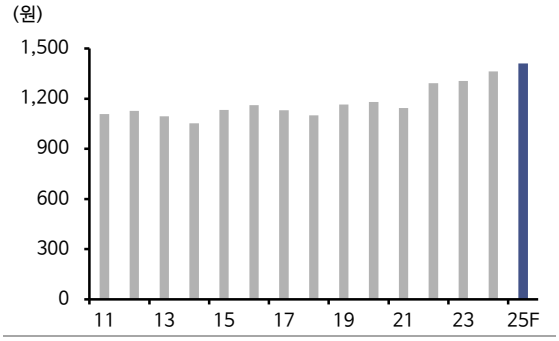
자료: ECOS, 신한투자증권

연도별 휴일수



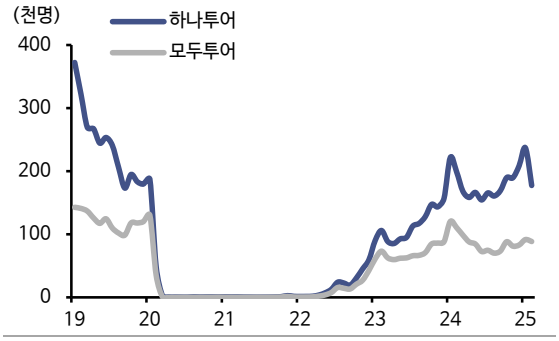
자료: 신한투자증권

원/달러 추이 및 전망



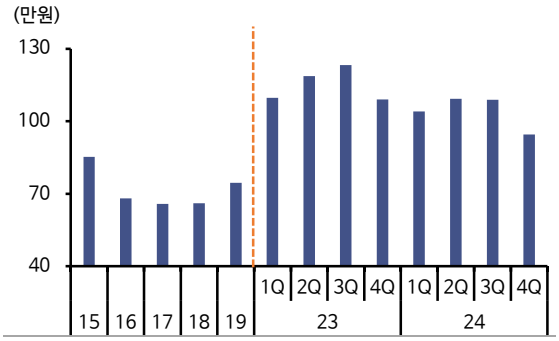
자료: ECOS, 신한투자증권

하나투어, 모두투어 PKG 수요 비교



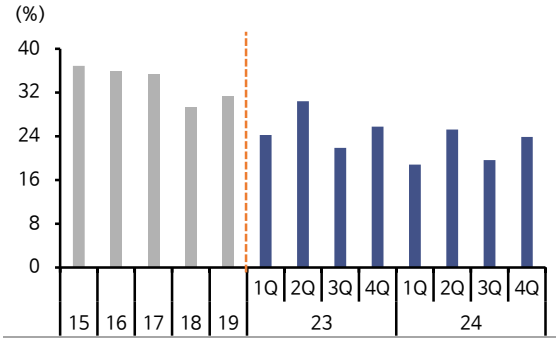
자료: 회사 자료, 신한투자증권

하나투어 PKG 가격



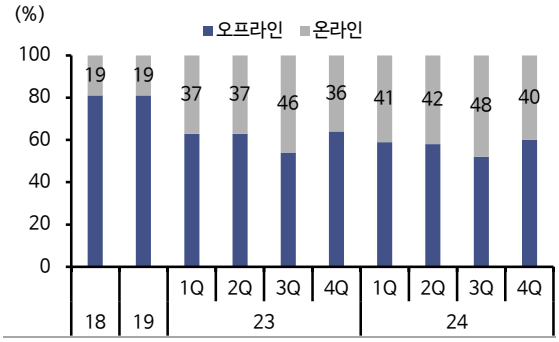
자료: 회사 자료, 신한투자증권

하나투어 매출액 대비 지급수수료 비율 추이



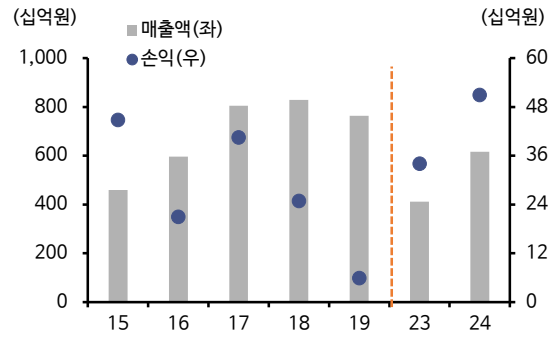
자료: 회사 자료, 신한투자증권

하나투어 고객수 기준 온/오프라인 비중



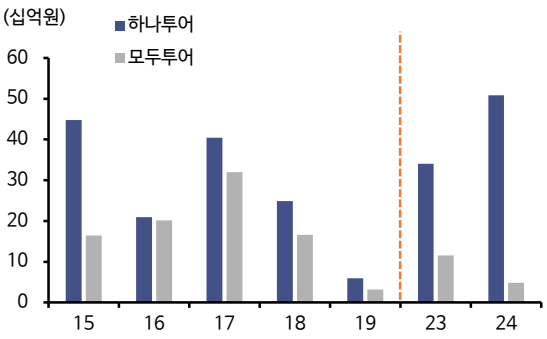
자료: 회사 자료, 신한투자증권

하나투어 실적 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

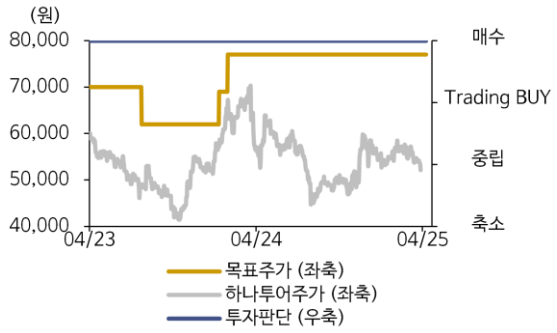
하나투어, 모두투어 연결 영업이익 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

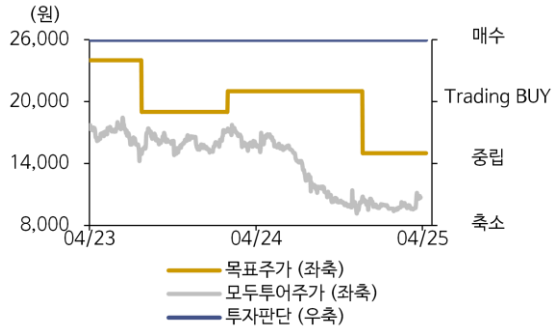
하나투어 (039130)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2022년 07월 07일	매수	70,000	(23.3)	(8.4)
2023년 01월 07일		6개월경과	(16.7)	(7.0)
2023년 07월 07일		6개월경과	(29.1)	(26.7)
2023년 07월 31일	매수	62,000	(20.4)	(6.6)
2024년 01월 17일	매수	69,000	(11.9)	(5.1)
2024년 02월 05일	매수	77,000	(22.5)	(8.8)
2024년 08월 05일		6개월경과	(32.9)	(22.3)
2025년 02월 05일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

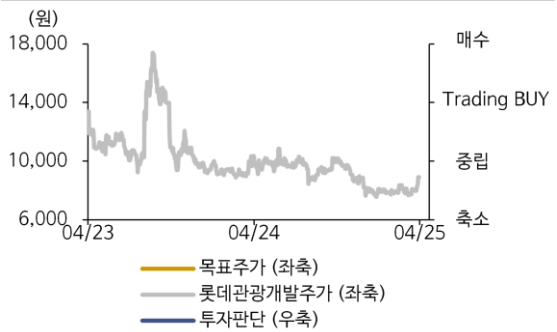
모두투어 (080160)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2023년 01월 26일	매수	24,000	(24.9)	(11.7)
2023년 07월 26일		6개월경과	(38.2)	(36.9)
2023년 07월 31일	매수	19,000	(15.5)	(8.4)
2024년 01월 31일		6개월경과	(9.8)	(9.6)
2024년 02월 05일	매수	21,000	(25.9)	(15.5)
2024년 08월 05일		6개월경과	(49.2)	(42.0)
2024년 11월 27일	매수	15,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

롯데관광개발(032350)

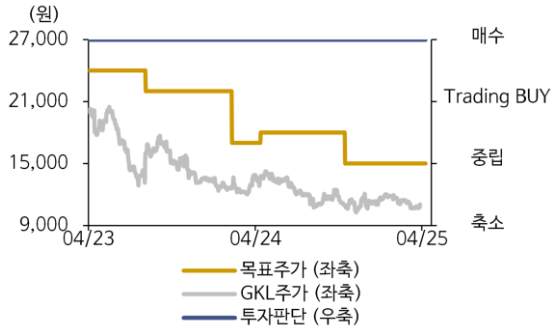


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

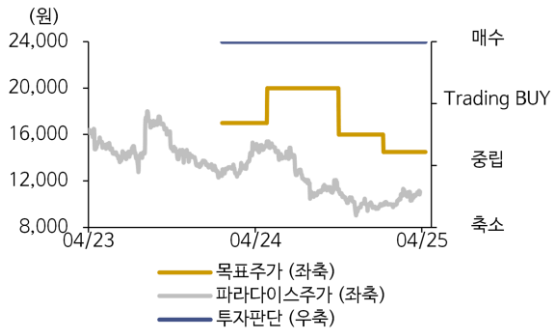
GKL (114090)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2023년 01월 20일	매수	24,000	(21.7)	(12.5)
2023년 07월 20일		6개월경과	(42.0)	(33.8)
2023년 08월 11일	매수	22,000	(33.7)	(19.6)
2024년 02월 11일		6개월경과	(42.6)	(42.5)
2024년 02월 16일	매수	17,000	(24.7)	(18.3)
2024년 04월 19일	매수	18,000	(31.3)	(20.8)
2024년 10월 19일		6개월경과	-	-
2024년 10월 21일	매수	15,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

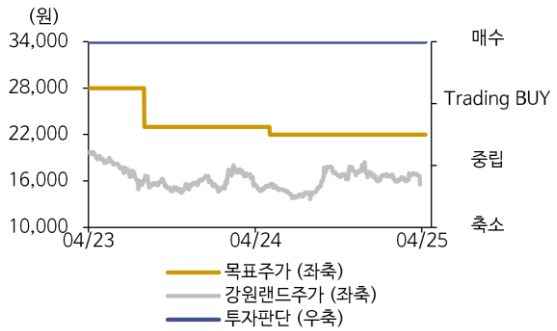
파라다이스 (034230)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2024년 01월 25일	매수	17,000	(19.0)	(9.4)
2024년 05월 03일	매수	20,000	(36.5)	(23.8)
2024년 10월 07일	매수	16,000	(37.1)	(31.1)
2025년 01월 13일	매수	14,500	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

강원랜드 (035250)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2022년 03월 16일	매수	33,000	(19.7)	(14.1)
2022년 09월 16일		6개월경과	(29.9)	(20.2)
2023년 03월 16일		6개월경과	(45.0)	(45.0)
2023년 03월 17일	매수	28,000	(35.3)	(28.6)
2023년 08월 08일	매수	23,000	(32.6)	(27.0)
2024년 02월 08일		6개월경과	(29.3)	(21.7)
2024년 05월 09일	매수	22,000	(29.6)	(18.7)
2024년 11월 09일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 지인해, 김지영)
- 상기 회사 파라다이스는 최근 1년 이내에 당사가 주권의 신규상장을 위한 대표주관회사 업무를 수행한 기업입니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 3월 4일 기준)

매수 (매수)	91.16%	Trading BUY (중립)	6.83%	중립 (중립)	2.01%	축소 (매도)	0.00%