



롯데관광개발 (032350)

NDR 후기: 조정은 기회

▶ Analyst 박수영 suyong.park.0202@hanwha.com 02-3772-7634

Buy (유지)

목표주가(상향): 28,000원

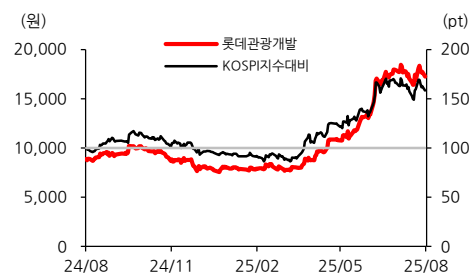
현재 주가(8/11)	17,240원
상승여력	▲62.4%
시가총액	13,713억원
발행주식수	79,539천주
52주 최고가 / 최저가	18,440 / 7,560원
90일 일평균 거래대금	122.97억원
외국인 지분율	13.3%
주주 구성	
김기병 (외 5인)	35.8%
국민연금공단 (외 1인)	6.8%
브이아이피자산운용 (외 1인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.6	59.6	118.2	95.2
상대수익률(KOSPI)	-4.6	35.2	91.9	71.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	314	471	604	658
영업이익	-61	39	110	138
EBITDA	26	124	193	216
지배주주순이익	-202	-117	-24	12
EPS	-2,669	-1,530	-303	134
순차입금	1,290	1,254	1,032	950
PER	-3.5	-5.0	-57.0	128.6
PBR	10.3	1.8	3.4	3.3
EV/EBITDA	76.6	14.8	12.4	10.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-132.9	-60.4	-6.3	2.6

주가 추이



중국인 무비자 입국 확대는 동사에게도 수혜로 작용할 전망이다. 테이블 확장 등을 통한 추가 CAPA 확장 및 수요 확대 등을 반영, 실적 추정치를 상향 조정하며 목표주가를 28,000 원으로 상향합니다.

서울 무비자, 제주도"도" 수혜

중국인 단체관광 한시적 비자 면제 입국 허용 정책은 제주도 입도 중국인 숫자를 더욱 가파르게 견인할 수 있을 전망이다. 비자 면제 제도를 통한 단체관광 활성화는 FIT 외에도 패키지 여행 증가를 견인한다. 특히 "서울-제주", "부산-제주" 등 육지 주요 거점 도시 및 제주도를 연계한 패키지 여행 상품 활성화가 기대된다. 이는 그간 비자 문제로 서울과 제주를 하나의 일정으로 방문하기 어려웠던 단체 관광객들이 저렴한 국내선 항공편을 통해 두 지역을 모두 방문하는 계기로 작용할 수 있다. 결국 제주도 입도객 감소 우려 보다는 "방한 관광"이 중국 내에서 하나의 여행 트렌드로 자리잡을 것을 기대하는 것이 맞겠다.

WPUPD(Win per Unit per Day)로 가능해보는 카지노 실적

동사가 표방하는 마카오 카지노의 대표적 특징은 호텔 객실을 활용한 카지노 손님 모객, 즉 "호텔은 카지노의 Comp에 불과하다"는 전략이다. GGR 기준, '24년 마카오 카지노 업체들의 평균 WPUPD(일평균 테이블당 매출)는 21백만원 수준이다. 드림타워 카지노의 경우 5.6백만원을 기록했다. 마카오의 Plaza 호텔은 객실 Capa가 상대적으로 부족(649개)하나, 지난해 105개의 테이블로 33백만원의 WPUPD를 기록, 연간 Table GGR은 약 1.3조원을 기록했다. 드림타워도 1,600개 객실의 60~65%를 카지노에서 활용하고 테이블 수의 점진적 확대시 수요/공급 동시 확장으로 연간 매출액의 가파른 성장을 기대할 수 있겠다.

목표 시총 2.4조원. Top Pick 유지, 목표주가 28,000원 상향

동사를 지속해서 업종 내 최선호주로 제시한다. 중국인 단체관광객 무비자 확대 정책은 수도권 업장을 보유한 카지노 업체로의 중국인 입국에 따른 수혜 헤게모니 이동으로 보기 어렵다. 오히려 이미 견조한 동사 카지노 실적에 탄력이 더 붙을 수 있다는 판단이다. 이에 실적 추정치를 상향 조정했다. 현재 시총은 약 1.4조원 수준인데, 8월 및 내년까지 연간 숫자를 확인하며 2.4조원까지는 무난하다는 판단이다.

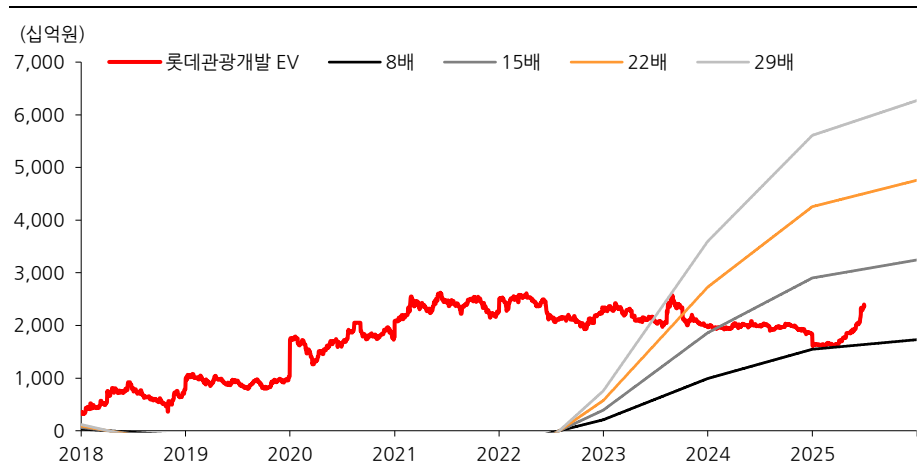
[표1] 롯데관광개발 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2025E	2026E	비고
EBITDA	193	216	
Target EV/EBITDA		15	'14 마카오 카지노 평균
적정 EV		3,340	
순차입금	1,032	950	
우선주 시가총액			
보통주 적정 시가총액		2,390	
보통주 발행주식수(천주)	86,810	86,810	
적정주가		27,533	
최종 목표주가		28,000	
현재주가		17,240	8/11 일 종가 기준
상승여력		62.4%	

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 롯데관광개발 12mth Fwd EV/EBITDA 밴드 추이



자료: 한화투자증권

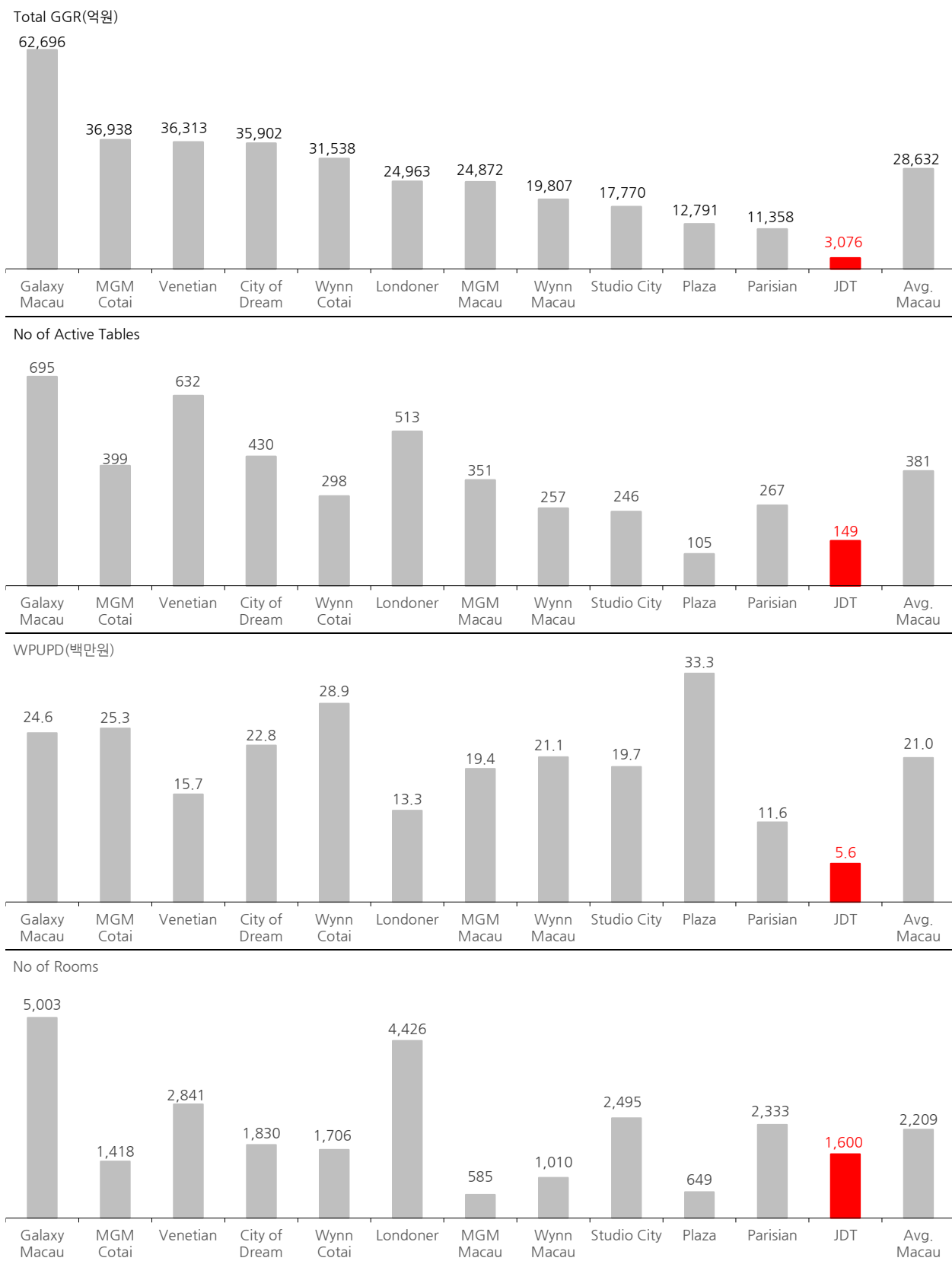
[표2] 롯데관광개발 실적 추이

(단위: 십억원, 백만원, 명, %)

	2023	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E
주요 가정												
방문객	266,869	383,073	582,375	663,485	79,252	86,673	107,533	109,615	109,631	148,475	166,292	157,977
드롭액	1,445	1,724	2,625	2,949	385	410	476	454	482	669	756	718
객당 드롭	5.4	4.5	4.5	4.4	4.9	4.7	4.4	4.1	4.4	4.5	4.5	4.5
홀드율	10.6%	17.1%	16.6%	16.4%	18.2%	16.2%	17.7%	16.3%	17.5%	16.5%	16.8%	15.9%
실적 추정												
매출액	314	471	604	658	106	116	139	110	122	158	175	150
카지노	152	295	436	483	70	67	84	74	85	110	127	115
호텔	93	86	72	74	17	23	26	19	14	22	18	18
여행	61	84	90	94	18	25	27	15	22	24	28	16
기타	7	7	6	7	1	2	2	2	1	1	2	2
영업비용	374	432	494	520	97	110	117	108	109	125	138	123
영업이익	-61	39	110	138	9	6	22	2	13	33	37	27
OPM	-19.3%	8.3%	18.3%	20.9%	8.3%	5.1%	15.9%	2.0%	10.7%	21.0%	21.3%	18.1%
지배순이익	-202	-117	-24	12	-38	-2	-29	-47	-24	6	1	-8

자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] 마카오 주요 카지노 및 제주드림타워 GGR 및 주요 지표 비교



주: 24년 기준이며 1HKD=189.3KRW 기준

자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 롯데관광개발 '24년 GGR 및 카지노 순매출액

(단위: 십억원, %)

	GGR			Net Sales			Agent Fee Rate		
		Table	Slot		Table	Slot		Table	Slot
2024	326	308	19	295	276	18	9.7%	10.1%	2.5%
	100.0%	94.3%	5.7%	100.0%	93.8%	6.2%			

자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표4] 롯데관광개발 WPUPD(일평균테이블당매출) 가정에 따른 카지노 실적 추정

(단위: 십억원, 백만원, %)

	2024	WPUPD 성장률 가정			
		30%	50%	100%	150%
WPUPD	5.6	7.3	8.5	11.3	14.1
Table GGR	308	444	513	684	854
No of Active Tables	149	166	166	166	166
No of Days	366	365	365	365	365
GGR	326	471	544	725	906
Table	308	444	513	684	854
Slot	19	27	31	41	52
Net Sales	295	426	491	655	818
Table	276	399	461	614	768
Slot	18	26	30	40	50
Casino Net Sales	295	426	491	655	818
Casino OPM	30%	30%	30%	40%	50%
Casino OP	88	128	147	262	409

자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터 추정

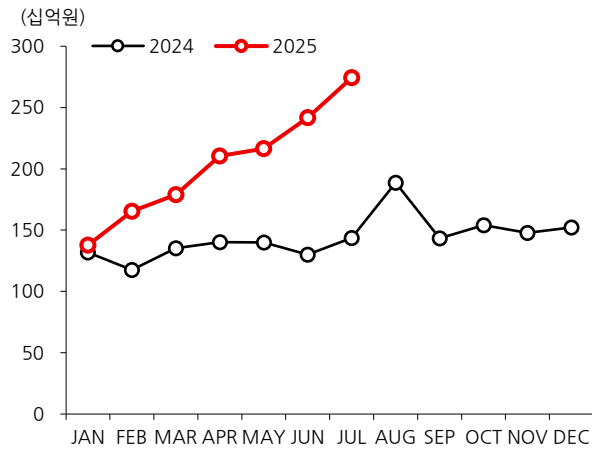
[표5] 롯데관광개발 분기별 테이블 오픈 현황 및 일평균테이블당매출 추이

(단위: 대, 백만원)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Total Open Tables	59	66	71	73	78	85	91	102	109
Total Tables	145	145	145	147	149	149	149	159	159
Win/Unit/Day-Open Tables	6.96	9.46	8.72	11.28	9.54	10.97	9.55	9.61	11.84
Win/Unit/Day-Total Tables	2.81	4.32	4.28	5.62	5.00	6.23	5.85	6.14	8.11

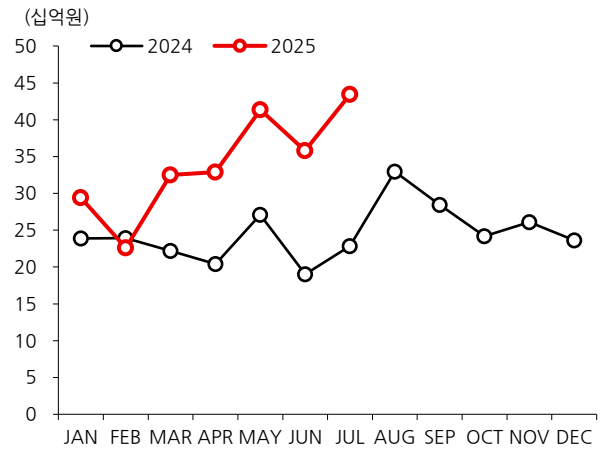
자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 드림타워 월별 드롭액 추이



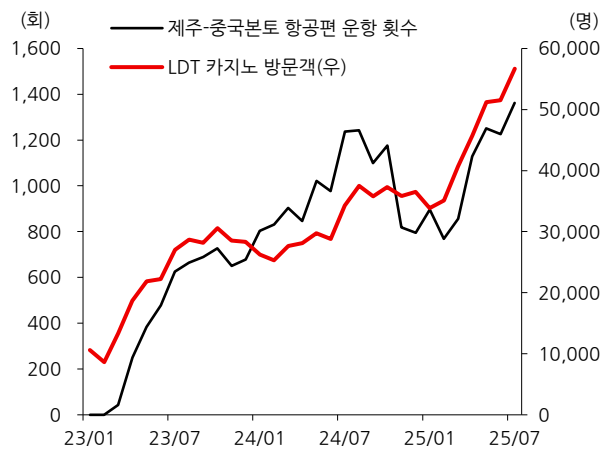
자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 드림타워 월별 순매출액 추이



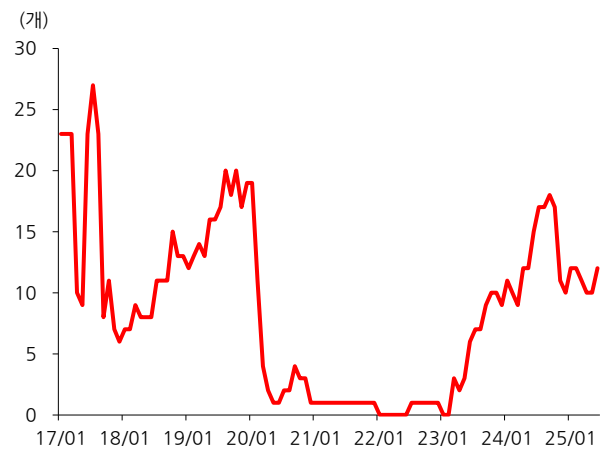
자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 제주 중국 항공편 현황 및 LDT 카지노 방문객 추이



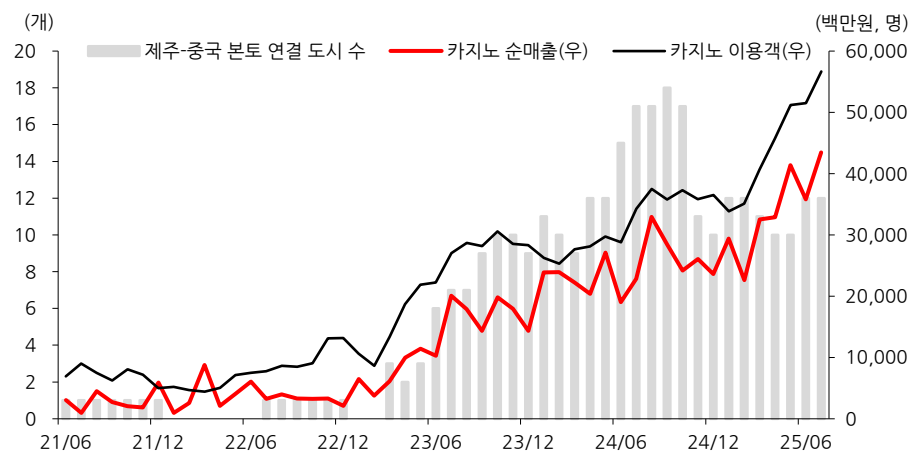
자료: 롯데관광개발, 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 제주-중국 연결 도시 수



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 제주 항공편 현황 및 LDT 카지노 실적 및 방문객 추이 비교



자료: 롯데관광개발, 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	184	314	471	604	658
매출총이익	184	314	471	604	658
영업이익	-119	-61	39	110	138
EBITDA	-36	26	124	193	216
순이자손익	-92	-113	-151	-131	-109
외화관련손익	-4	-1	-13	7	0
지분법손익	0	1	2	0	0
세전계속사업손익	-224	-213	-123	-25	12
당기순이익	-225	-202	-117	-24	12
지배주주순이익	-225	-202	-117	-24	12
증가율(%)					
매출액	334.0	70.7	50.4	28.2	8.8
영업이익	적지	적지	흑전	183.1	24.7
EBITDA	적전	흑전	374.8	56.0	11.8
순이익	적전	적지	적지	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	-64.6	-19.3	8.3	18.3	20.9
EBITDA 이익률	-19.5	8.3	26.3	32.0	32.9
세전이익률	-122.0	-68.1	-26.0	-4.2	1.9
순이익률	-122.3	-64.5	-24.7	-4.0	1.8

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	-63	-13	122	-63	83
당기순이익	-225	-202	-117	-24	12
자산상각비	83	87	85	83	79
운전자본증감	18	39	88	50	9
매출채권 감소(증가)	-5	25	5	2	0
재고자산 감소(증가)	0	3	-2	-3	0
매입채무 증가(감소)	3	-29	11	52	5
투자현금흐름	-4	-20	-28	-15	-11
유형자산처분(취득)	-14	-9	-7	-8	-9
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-2
투자자산 감소(증가)	6	-15	-19	-13	-2
재무현금흐름	34	38	-83	110	-7
차입금의 증가(감소)	34	38	-83	-31	-7
자본의 증가(감소)	0	0	0	141	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	-30	33	133	-113	75
(-)운전자본증가(감소)	12	-102	-86	-30	-9
(-)설비투자	14	9	7	8	9
(+)자산매각	-1	-1	-1	-1	-2
Free Cash Flow	-56	125	211	-93	72
(-)기타투자	-35	57	-1	-28	-3
잉여현금	-21	68	212	-65	75
NOPLAT	-86	-44	28	80	131
(+) Dep	83	87	85	83	79
(-)운전자본투자	12	-102	-86	-30	-9
(-)Capex	14	9	7	8	9
OpFCF	-29	136	192	185	209

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	61	81	114	162	231
현금성자산	38	59	89	133	202
매출채권	11	12	10	12	13
재고자산	7	4	6	9	9
비유동자산	1,742	1,683	2,052	1,990	1,937
투자자산	350	347	316	308	306
유형자산	1,342	1,289	1,690	1,636	1,586
무형자산	49	47	46	46	46
자산총계	1,803	1,764	2,167	2,152	2,169
유동부채	1,027	1,209	610	630	639
매입채무	88	115	191	224	230
유동성이자부채	927	1,007	318	305	305
비유동부채	544	490	1,244	1,088	1,083
비유동이자부채	400	342	1,025	861	847
부채총계	1,571	1,699	1,854	1,718	1,723
자본금	36	38	38	43	43
자본잉여금	601	644	648	783	783
이익잉여금	-768	-973	-1,091	-1,115	-1,103
자본조정	366	360	722	726	726
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	232	66	313	434	446

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-3,080	-2,669	-1,530	-303	134
BPS	3,223	913	4,156	5,047	5,181
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-405	429	1,744	-1,441	859
ROA(%)	-14.5	-11.3	-5.9	-1.1	0.5
ROE(%)	-154.2	-132.9	-60.4	-6.3	2.6
ROIC(%)	-6.7	-3.1	2.0	5.3	9.2
Multiples(x, %)					
PER	-4.7	-3.5	-5.0	-57.0	128.6
PBR	4.5	10.3	1.8	3.4	3.3
PSR	5.7	2.3	1.2	2.2	2.3
PCR	-35.7	21.8	4.4	-12.0	20.1
EV/EBITDA	-65.1	76.6	14.8	12.4	10.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	678.1	2,590.9	592.1	395.4	386.2
Net debt/Equity	556.3	1,967.1	400.4	237.5	212.9
Net debt/EBITDA	-3,595.8	4,937.8	1,010.8	533.3	439.2
유동비율	6.0	6.7	18.8	25.7	36.2
이자보상배율(배)	n/a	n/a	0.3	0.8	1.2
자산구조(%)					
투자자본	79.4	76.7	79.3	76.6	73.1
현금+투자자산	20.6	23.3	20.7	23.4	26.9
자본구조(%)					
차입금	85.1	95.4	81.1	72.8	72.1
자기자본	14.9	4.6	18.9	27.2	27.9

[Compliance Notice]

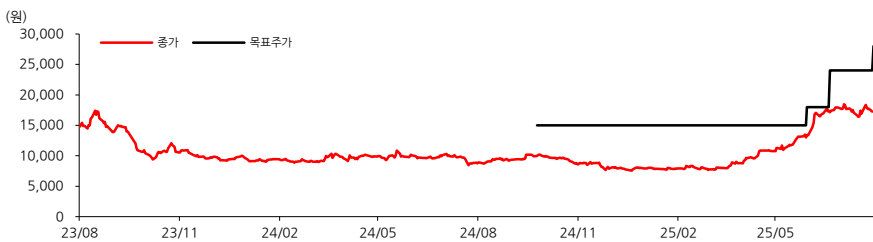
(공표일: 2025년 08월 12일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박수영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[롯데관광개발 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2024.10.07	2024.10.07	2025.01.10	2025.06.12	2025.06.27	2025.07.03
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	박수영	15,000	15,000	18,000	18,000	24,000
일시	2025.07.25	2025.08.01	2025.08.06	2025.08.12		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	24,000	24,000	24,000	28,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.10.07	Buy	15,000	-39.75	-10.13
2025.06.12	Buy	18,000	-10.63	-1.44
2025.07.03	Buy	24,000	-26.80	-23.17
2025.08.12	Buy	28,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%