

# 롯데 관광개발 (032350)

임수진 soojin.lim@dai shin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 신규

6개월 목표주가 **14,000**  
신규

현재주가 **9,330**  
(24.04.15) 레저업종

KOSPI	2,670.43
시가총액	711십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	38십억원
52주 최고/최저	17,400원 / 8,880원
120일 평균거래대금	60억원
외국인지분율	4.59%
주요주주	김기병 외 4인 39.74%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.7	-0.6	-10.7	-22.3
상대수익률	3.5	-6.0	-17.9	-25.1



Initiation

## 시작이 좋다

- 주가에 중요한 금년 11월 리파이낸싱, 조건 개선될 가능성 높다고 판단
- 높은 홀드율 유지될 시 연간 매출은 시장 예상치를 크게 상회할 전망
- 24년 실적 및 목표주가 위 2가지 경우 가시화 시 즉각 상향 예정

### 투자 의견 매수, 목표주가 14,000원으로 커버리지 개시

- 목표주가는 2024E EBITDA 1,070억원에 Target EV/EBITDA 21.5배를 적용하여 산정. Target EV/EBITDA는 파라다이스의 P-CITY 개장 초기 2개년의 평균 EV/EBITDA 28.6에 -20% 할인을 적용. 할인 근거는 18년 P-CITY 와 23년 롯데관광개발의 드롭액 차이를 감안

### 성장성과 재무구조 개선을 동시에 보여줄 2024년

- 동사의 주가에 있어 가장 중요한 요소는 크게 두가지. 1) 성장성 지속, 2) 금융비용 개선 여부. 보수적인 관점에서 홀드율 기준 수준으로 하락 및 현재 수준의 금융비용이 유지될 것으로 전망했으나 1분기와 같은 높은 홀드율 유지 시 시장 예상치를 크게 상회한 매출 성장이 기대됨
- 금융비용의 경우 올해 11월에 예정된 리파이낸싱이 중요한데 개선될 가능성이 높다고 판단. 1) 1분기 자산재평가로 재무구조가 개선되었으며, 2) 영업이익 흑자 달성, 3) 연말 금리 인하 기조가 예상되기 때문. 개선 확인 후 실적 전망 및 목표주가를 즉각 상향시킬 계획

### 2024년 매출 4,630억원(YoY +48%), OP 351억원(YoY 흑전) 전망

- 2024년 연결 기준 매출액은 4,630억원(YoY +48%), 영업이익 351억원(YoY 흑전)을 기록할 것으로 예상. 카지노 및 여행 부문의 매출 성장이 전년 대비 각각 +81%, 48% 예상. 비용 레버리지 효과로 2024년 영업이익 흑자 달성할 전망. 카지노 및 여행업 업황 1분기 개선세가 기대치를 상회한만큼 연간 성장폭도 기대해볼만

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	184	314	463	538	584
영업이익	-119	-61	35	76	98
세전순이익	-224	-213	-118	-56	-28
총당기순이익	-225	-202	-112	-53	-26
지배지분순이익	-225	-202	-112	-53	-26
EPS	-3,136	-2,721	-1,475	-692	-343
PER	NA	NA	NA	NA	NA
BPS	3,283	931	7,801	8,060	8,394
PBR	4.4	10.1	1.2	1.1	1.1
ROE	-154.2	-132.9	-33.9	-8.7	-4.2

자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center

## 기업개요

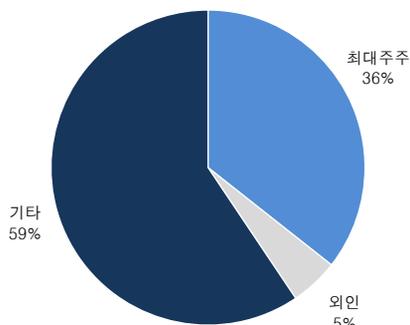
롯데관광개발은 1971년도에 ‘아진관광’으로 설립된 여행전문업체이다. 관광개발 및 국내외 여행알선업, 항공권 판매대행업, 전세 운수업을 주요 사업으로 영위해온 종합여행 기업으로 시작했다. 1978년 롯데그룹에 인수되었으나 1982년 롯데그룹에서 계열분리되었다. 2020년 12월 18일 제주 드림타워 복합리조트를 오픈하며 당사의 사업 포트폴리오는 카지노, 호텔, 리테일까지 확장했다.

제주 드림타워 복합리조트는 1,600개의 올스위트 객실, 14개의 레스토랑과 바, 국내 최대 규모의 외국인전용 카지노를 운영하고 있다. 2023년 연결기준 매출은 카지노 49%, 호텔업 29%, 여행업 19%, 리테일 2%, 기타 1% 순으로 구성한다.

당사의 강점은 제주도에 위치한 지리적 이점이다. 무사증 제도 시행으로 중국인은 제주에 비자 없이 입국하여 30일동안 체류 가능하다. 참고로 마카오의 경우 중국인은 7일 체류가 가능한 단수비자로 방문이 가능하다.

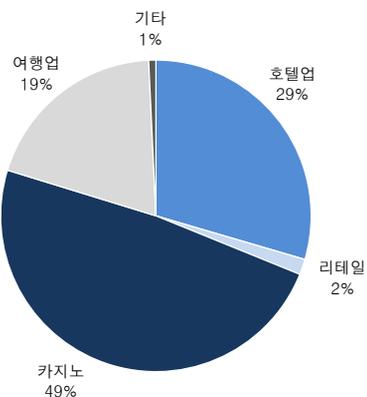
마카오 펠코크라운 부사장, 갤럭시 마케팅 상무 등 마카오 출신의 실무진을 영입하여 중국 VIP, 동남아 VIP에 강점을 가지고 있다. 일본 VIP 모객의 경우 2023년 4월 오사카 사무소 개설을 시작으로 올해 도쿄 사무소 개설을 준비하고 있다.

그림 148. 롯데관광개발\_주주현황



자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center  
주: 2024년 4월 9일 기준

그림 149. 롯데관광개발\_2023년 사업부별 매출비중



자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center  
주: 2023년 연결 매출액 기준

### Valuation 및 투자 포인트

당사는 롯데관광개발에 대해 투자의견 'Buy'와 목표주가 14,000원으로 분석을 개시한다. 목표주가는 2024E EBITDA 1,070억원에 Target EV/EBITDA 21.5배를 적용하여 산정했다. Target EV/EBITDA는 파라다이스의 파라다이스시티 개장 초기 2개년의 평균 EV/EBITDA 28.6에 -20% 할인을 적용했다. 할인 근거는 파라다이스 시티와 롯데관광개발의 드롭액 차이를 감안했다.

동사의 주가에 있어 가장 중요한 요소는 크게 두가지이다. 1) 성장성 지속, 2) 금융비용 개선 여부이다. 1분기의 시작이 매우 좋으며 카지노 및 여행업 업황 개선세가 뚜렷한 만큼 성장폭은 시장 예상치에 부합하거나 그이상을 기록할 가능성이 높다. 특히 홀드올의 경우 1분기와 같이 높게 유지될 시 시장 예상치를 크게 상회한 매출성장이 기대된다.

금융비용의 경우 올해 11월에 예정된 리파이낸싱이 중요한데 크게 개선될 가능성이 높다. 1) 1분기 자산재평가로 재무구조가 개선되었으며, 2) 영업이익 흑자 달성, 3) 연말 금리 인하 기조가 예상되기 때문이다. 보수적인 관점에서 현재 수준의 금융비용이 유지될 것으로 전망했으나 리파이낸싱 조건 개선 시 실적 전망 및 목표주가를 즉각 상향시킬 계획이다.

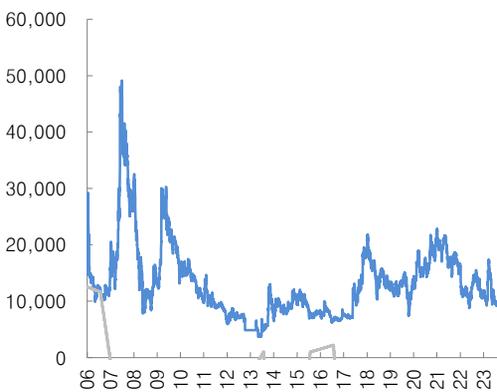
표 34. 롯데관광개발\_Valuation Table

(단위: 십억원, 백만주, 원, 배, %)

	2023E	비고
EBITDA(십억원)	107	2024년 추정치 기준
Target EV/EBITDA	21.5	P-CITY 개장 이후 2개년(18~19년) EV/EBITDA의 평균 28.6배에 -20% 할인 적용 할인 근거는 P-CITY 18년과 롯데관광개발 23년 드롭액 차이 감안
적정주가(원)	14,396	
목표주가(원)	14,000	
현재주가(원)	9,840	
상승여력(%)	46.3%	

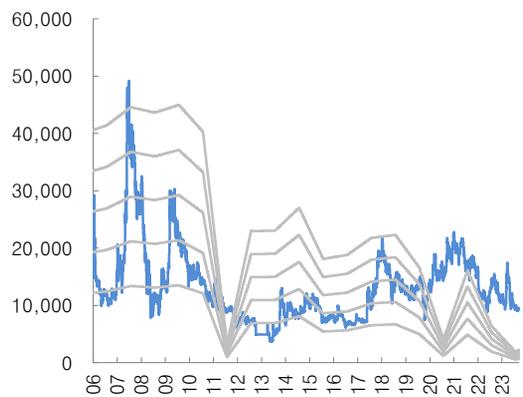
자료: 대신증권 Research Center

그림 150. 롯데관광개발\_PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 151. 롯데관광개발\_PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

## 2024년 실적 전망

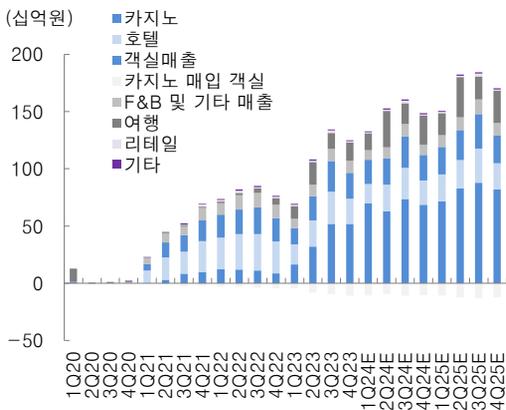
2024년 연결 기준 매출액은 4,630억원(YoY +48%), 영업이익 351억원(YoY 흑전)을 기록할 것으로 예상된다.

매출의 50% 이상을 차지하는 카지노 부문의 경우 올해에도 눈에 띄는 성장세(YoY+81%)를 기록할 전망이다. 특히 1분기의 시작이 좋았는데, 비수기 영향으로 카지노 방문객 수 및 드롭액이 각각 -9%, -10% 감소했음에도 불구하고 카지노 순매출은 전분기 대비 +38.6% 성장했다. 이는 홀드율이 분기 평균 19% 수준으로 매우 높게 나왔기 때문이다. 보수적인 관점에서 연간 홀드율은 기존 수준으로 수렴할 것으로 추정했으나 올해 1분기와 같이 높은 홀드율이 유지될 경우 매출 성장세는 기존 예상치를 크게 상회할 전망이다.

올해 여행부문의 성장도 기대해볼만하다. 높은 마진이 예상되는 크루즈 운항 횟수를 확대할 예정이며, 아웃바운드 호조로 패키지여행 상품 판매 성장도 본격화될 것으로 예상된다. 이에 여행 부문 매출액은 905억원으로 전년대비 +48% 성장할 것으로 전망한다.

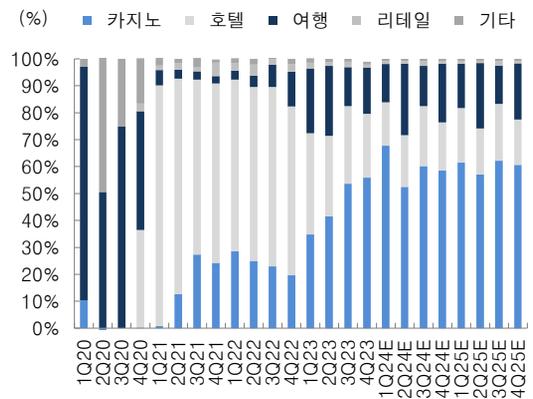
비용의 경우 고정비가 높은 사업구조상 증가폭(YoY +15%)이 상대적으로 제한적일 전망이다. 이에 영업이익은 351억원으로 흑자전환을 기록할 것으로 예상된다.

그림 152. 롯데관광개발\_매출액 추이 및 전망



자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center

그림 153. 롯데관광개발\_사업 부문별 매출 비중 추이



자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center

표 35. 롯데관광개발\_실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
영업수익	47.1	77	97	93	103	120	122	117	314	463	538
카지노	16.4	32	52	52	70	63	74	69	152	275	324
호텔	17.7	23	28	22	17	23	27	21	91	88	101
객실매출	14	21.2	26.7	22.6	21	23	27	22	85	94	105
카지노 매입	-4.5	-8.1	-9.5	-11	-10	-9	-11	-10	-33	-41	-49
F&B 기타 매출	8.2	9.9	10.8	10.4	8	9	11	9	39	38	45
여행	11.3	20	14	16	15	32	18	26	61	90	102
리테일	1	1	2	1	1	1	2	1	5	6	6
기타	0.8	1	1	1	1	1	1	1	4	4	4
영업비용	80.5	95	96	102	101	106	111	110	374	428	463
영업이익	-33.4	-18	0	-9	2	14	11	8	-60	35	76
OPM	-70.9%	-23.4%	0.0%	-9.7%	2.1%	11.6%	9.2%	6.6%	-19.2%	7.6%	14.1%
당기순이익	-93.8	-48	-29	-32	-33	-24	-26	-30	-203	-113	-56
<b>성장률 YoY(%)</b>											
매출액	9%	60%	102%	110%	120%	56%	26%	26%	71%	48%	16%
카지노	33%	167%	373%	498%	327%	97%	42%	32%	246%	81%	18%
호텔	-36%	-26%	-13%	-21%	-5%	0%	-2%	-5%	-23%	-3%	15%
여행	707%	900%	250%	181%	30%	60%	30%	60%	368%	48%	13%
리테일	-17%	-50%	100%	-17%	10%	10%	10%	10%	-7%	10%	10%
기타	0%	0%	0%	11%	5%	5%	5%	5%	3%	5%	5%
영업비용	15%	23%	28%	28%	26%	12%	16%	8%	24%	15%	8%
영업이익	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	115%
당기순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지

자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center

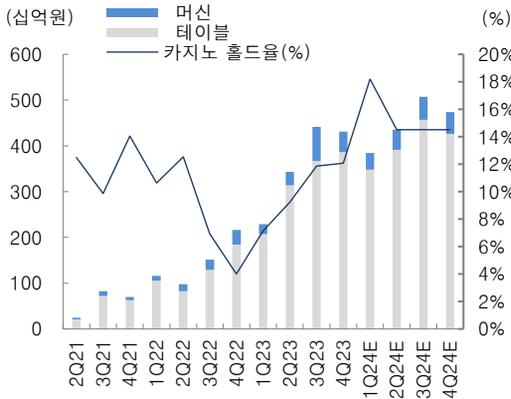
표 36. 주유가정 1\_주요지표 추이 및 전망

(단위: 천명, 십억원, %, 백만원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
외국인 입도객 수	59	155	256	239	329	410	435	406	709	1,580	1,833
카지노 방문객	33	63	84	87	79	89	104	97	267	368	480
YoY	129%	219%	237%	147%	142%	41%	23%	11%	183%	38%	30%
드롭액	229	343	441	431	385	435	507	474	1,445	1,801	2,353
홀드율	7.1%	9.2%	11.9%	12.1%	18.2%	14.5%	14.5%	14.5%	10.6%	15.3%	13.8%
테이블	7.3%	9.3%	12.7%	12.4%	19.2%	15.0%	15.0%	15.0%	10.8%	15.9%	14.2%
머신	8.6%	8.6%	7.6%	9.2%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%	8.4%	10.0%	10.0%
인당 드롭액	7.0	5.5	5.3	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	5.7	4.9	4.9

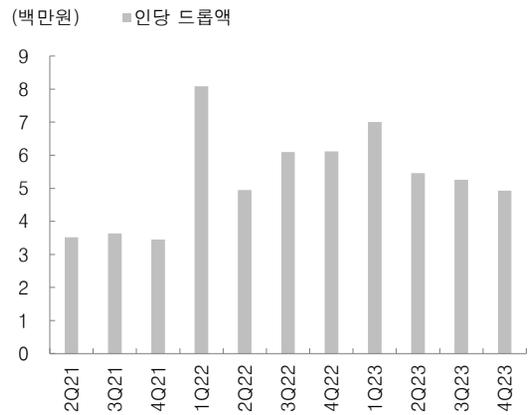
자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center

그림 154. 롯데관광개발\_카지노 드롭액 및 홀드율 추이



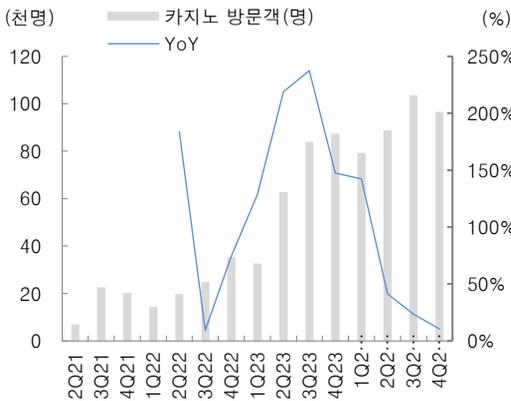
자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center

그림 155. 롯데관광개발\_인당 드롭액 추이



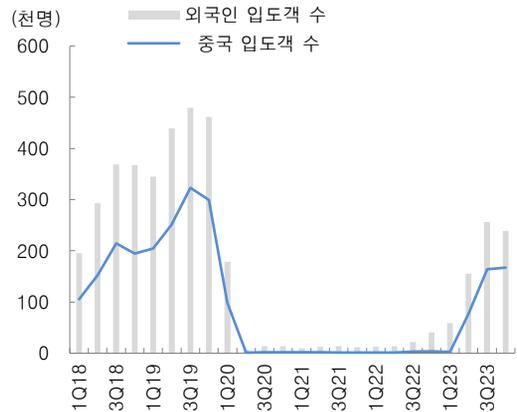
자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center

그림 156. 롯데관광개발\_방문객 수 추이



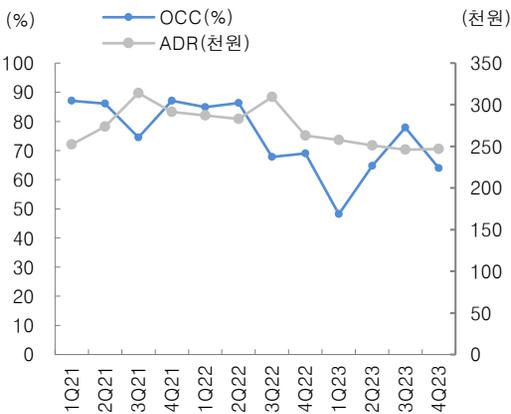
자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center

그림 157. 제주도 외국인 입도객 수 추이



자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center

그림 158. 롯데관광개발\_호텔 OCC 및 ADR



자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center

그림 159. 롯데관광개발\_호텔 투숙객 비중



자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center

기업개요

기업개요

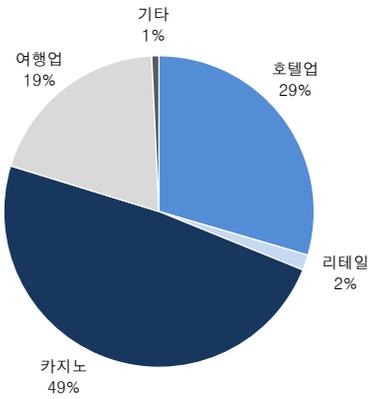
- 당사는 관광개발 및 국내외 여행알선업, 항공권 판매대행업, 전세 운수업을 주요 사업 영위. 2020년 12월 18일 제주 드림타워 복합리조트를 오픈하며 당사의 사업 포트폴리오는 카지노, 호텔, 리테일까지 확장
- 무사중 제도 시행 등 지리적 이점이 동사의 강점이며, 마카오 출신의 실무진 영입으로 중국, 동남아 VIP 모객에 유리
- 매출비중은 23년 4분기 연결 매출 기준 기타 9%로 구성

주가 변동요인

- 드롭액 및 홀드율에 따른 카지노 매출 변동
- 카지노 산업 관련 규제 변화
- 대내외적 매크로 환경 변화에 따른 영향

자료: 대신증권 Research Center

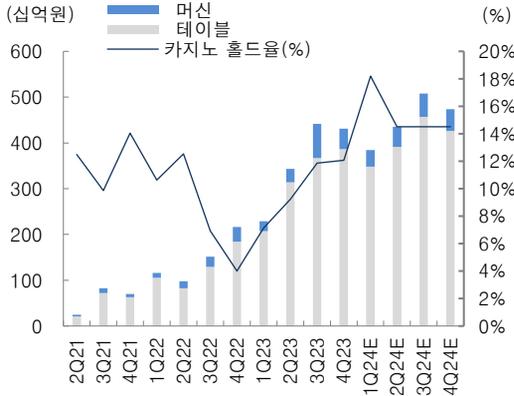
롯데관광개발\_매출 항목별 비중



주: 2023년 연결 매출 기준  
자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center

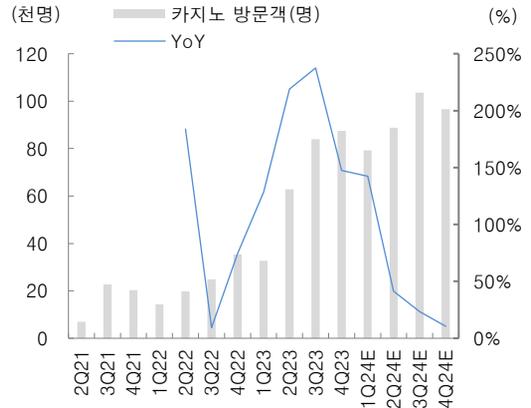
Earnings Driver

롯데관광개발\_드롭액 및 홀드율 추이



자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center

롯데관광개발\_방문객 수 추이



자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center

재무제표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	184	314	463	538	584
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	184	314	463	538	584
판매비와관리비	302	374	428	463	485
영업이익	-119	-61	35	76	98
영업이익률	-64.6	-19.3	7.6	14.1	16.9
EBITDA	-36	26	106	140	157
영업외손익	-105	-153	-154	-131	-126
관계기업손익	0	1	-1	4	-9
금융수익	11	10	15	21	30
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-116	-128	-132	-121	-111
외환관련손실	13	7	7	7	7
기타	0	-35	-35	-35	-35
법인세비용차감전순이익	-224	-213	-118	-56	-28
법인세비용	-1	11	6	3	1
계속사업순이익	-225	-202	-112	-53	-26
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-225	-202	-112	-53	-26
당기순이익률	-122.3	-64.5	-24.2	-9.8	-4.5
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-225	-202	-112	-53	-26
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	35	-1	0	0	0
포괄순이익	126	-211	-112	-53	-26
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	126	-211	-112	-53	-26

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-3,136	-2,721	-1,475	-692	-343
PER	NA	NA	NA	NA	NA
BPS	3,283	931	7,801	8,060	8,394
PBR	4.4	10.1	1.2	1.1	1.1
EBITDAPS	-500	351	1,386	1,832	2,056
EV/EBITDA	NA	76.4	18.0	12.9	10.9
SPS	2,564	4,220	6,089	7,064	7,664
PSR	5.6	2.2	1.5	1.3	1.2
CFPS	-412	438	1,511	2,094	2,242
DPS	0	0	0	0	0

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	71.5	70.7	47.8	16.1	8.5
영업이익 증가율	적지	적지	흑전	115.5	30.2
순이익 증가율	적지	적지	적지	적지	적지
수익성					
ROC	-10.2	-4.4	2.2	4.0	5.3
ROA	-7.6	-3.4	1.7	3.0	3.8
ROE	-154.2	-132.9	-33.9	-8.7	-4.2
안정성					
부채비율	678.1	2,590.9	316.9	313.6	308.2
순차입금비율	548.8	1,967.1	204.7	182.5	160.3
이자보상배율	-1.3	-0.5	0.3	0.7	1.0

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	61	81	225	354	483
현금및현금성자산	29	34	170	294	418
매출채권 및 기타채권	11	12	15	17	18
재고자산	7	4	6	7	8
기타유동자산	15	31	34	36	39
비유동자산	1,742	1,683	2,239	2,173	2,114
유형자산	1,342	1,289	1,857	1,803	1,755
관계기업투자금	4	4	4	4	4
기타비유동자산	396	390	377	366	355
자산총계	1,803	1,764	2,464	2,527	2,597
유동부채	1,027	1,209	1,268	1,300	1,332
매입채무 및 기타채무	88	115	115	116	116
차입금	734	761	787	814	840
유동성채무	0	0	28	28	28
기타유동부채	205	333	337	343	348
비유동부채	544	490	605	616	629
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	109	48	48	48	48
기타비유동부채	435	442	557	568	581
부채총계	1,571	1,699	1,873	1,916	1,961
자배지분	235	69	594	614	639
자본금	36	38	38	38	38
자본잉여금	601	644	777	850	901
이익잉여금	-768	-973	-1,085	-1,138	-1,164
기타자본변동	366	360	864	864	864
비배지분	-4	-4	-3	-3	-3
자본총계	232	66	591	611	636
순차입금	1,272	1,290	1,208	1,113	1,018

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-63	-13	40	91	111
당기순이익	-225	-202	-111	-53	-26
비현금항목의 가감	195	235	227	212	197
감가상각비	83	87	70	64	58
외환손익	3	1	-3	-5	-7
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	109	147	160	153	146
자산부채의 증감	18	39	37	39	40
기타현금흐름	-51	-85	-114	-107	-100
투자활동 현금흐름	-4	-20	-6	-6	-6
투자자산	8	0	0	0	0
유형자산					-14
기타	2	-10	4	3	3
재무활동 현금흐름	34	38	136	48	27
단기차입금	2	27	27	27	27
사채	40	22	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	57	40	133	73	51
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-65	-52	-24	-52	-52
현금의 증감	-32	5	138	123	124
기초 현금	61	29	34	172	295
기말 현금	29	34	172	295	419
NOPLAT	-119	-57	35	72	93
FCF	-50	19	96	127	142

자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center