



롯데관광개발 (032350)

비수기를 몰랐던 9월. 그리고 10월에 쌓이는 기대

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 28,000원

현재 주가(10/1)	17,790원
상승여력	▲57.4%
시가총액	14,150억원
발행주식수	79,539천주
52주 최고가 / 최저가	20,200 / 7,560원
90일 일평균 거래대금	160.87억원
외국인 지분율	13.3%
주주 구성	
김기병 (외 5인)	37.3%
국민연금공단 (외 1인)	6.8%
브이아이피자산운용 (외 1인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.0	2.7	116.4	74.8
상대수익률(KOSPI)	1.1	-9.1	79.4	41.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	314	471	639	716
영업이익	-61	39	130	173
EBITDA	26	124	215	251
지배주주순이익	-202	-117	-8	41
EPS	-2,669	-1,530	-98	481
순차입금	1,290	1,254	1,114	1,007
PER	-3.5	-5.0	-180.9	37.0
PBR	10.3	1.8	3.6	3.3
EV/EBITDA	76.6	14.8	11.8	9.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-132.9	-60.4	-2.1	9.4

주가 추이



비수기를 모르는 9월 실적이었습니다. 국경절이 들어있는 10월은 더욱 강한 실적이 예상됩니다. 국경절, 연속되는 호실적, 3분기, 올해-내년 연간 실적 추정치 상향 조정 등 긍정적인 모멘텀들이 연말까지 포진해 있습니다. 구간마다의 조정은 종목 편입 기회라고 판단합니다.

9월 모든 지표 역대 최고치 경신

9월에도 좋은 흐름이 이어졌다. 성수기가 아니었음에도 불구하고 방문객(59,050명), 드롭액(2,933억원), 순매출액(529억원) 모두 역대 최고치를 재차 경신했다. 전체 드롭액을 방문객으로 나눠 계산한 단순 객당 드롭액을 보면, 1월 대략 407만원에서 9월 497만원으로 유의미하게 늘어났다. 그간의 미니멤벳 및 맥시멤벳 금액 상향 조정 등의 정책 변화가 드롭액 성장에 유의미하게 기여한 것으로 추정된다. 아직 이른 시점이지만 하나 카지노에서만 3분기 1,393억원 매출액을 기록한 점을 고려하면 3분기 연결 영업이익은 4백억원 중후반대로 추정된다.

JDT에 비수기는 없고, 실적은 더욱 가파르게 올라갈 것

9월 호실적은 제주 드림타워 카지노에는 뚜렷한 비수기가 없는 것처럼 보이게 하는 효과가 있다. 조금 더 지켜봐야겠으나, 방문객당 드롭액 및 방문객 숫자나 멤버십(9월말 기준 109,318명. 월 순증 +5,086명) 숫자의 증가세, 전체 호텔 사용 객실 가운데 카지노 손님 사용 비중 확대(3분기 평균 800객실 사용 추정) 등의 추이로 짐작해보건대, 내년까지 카지노 실적은 지속해서 가파른 우상향 추이가 전망된다. 대략 120여명 이상의 마카오 현지 B/D를 통해 신규 고객을 지속적으로 유입시키고 있고, 이런 추세는 앞으로 더욱 확대될 수 있을 것으로 보인다.

업종 Top Pick, 목표주가 28,000원 유지

업종 내 최선호주 의견과 목표주가 28,000원을 유지한다. 9월 중순까지 좋았던 주가가 월말로 향하며 상승분을 거의 다 반납하는 모습을 보여줬는데, 회사 자체의 문제라기 보다는 섹터간 수급 이동 및 외교 불확실성 때문이었다. 연말까지 모멘텀이 좋다. 비수기 없는 실적에 국경절 등 이벤트로 실적은 꾸준히 좋아질텐데, 이는 결국 재무구조의 탄력적인 개선으로 이어질 전망이다. 구간마다의 조정은 종목 편입의 기회라고 판단한다.

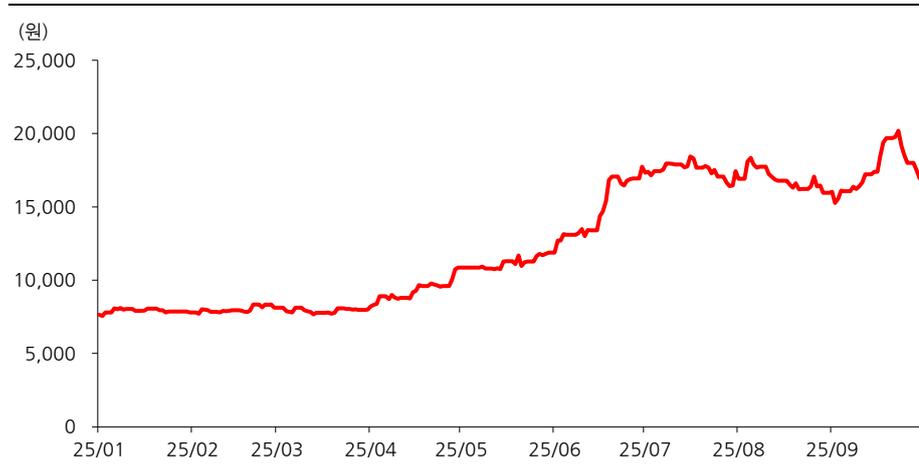
[표1] 롯데관광개발 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2025E	2026E	비고
EBITDA	215	251	
Target EV/EBITDA		14	'14 마카오 카지노 평균
적정 EV		3,517	
순차입금	1,114	1,007	
우선주 시가총액			
보통주 적정 시가총액		2,510	
보통주 발행주식수(천주)	84,516	84,516	
적정주가		29,695	
최종 목표주가		28,000	
현재주가		17,790	10/1 일 종가 기준
상승여력		57.4%	

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 롯데관광개발 연초부터 주가 추이



자료: WiseFN, 한화투자증권

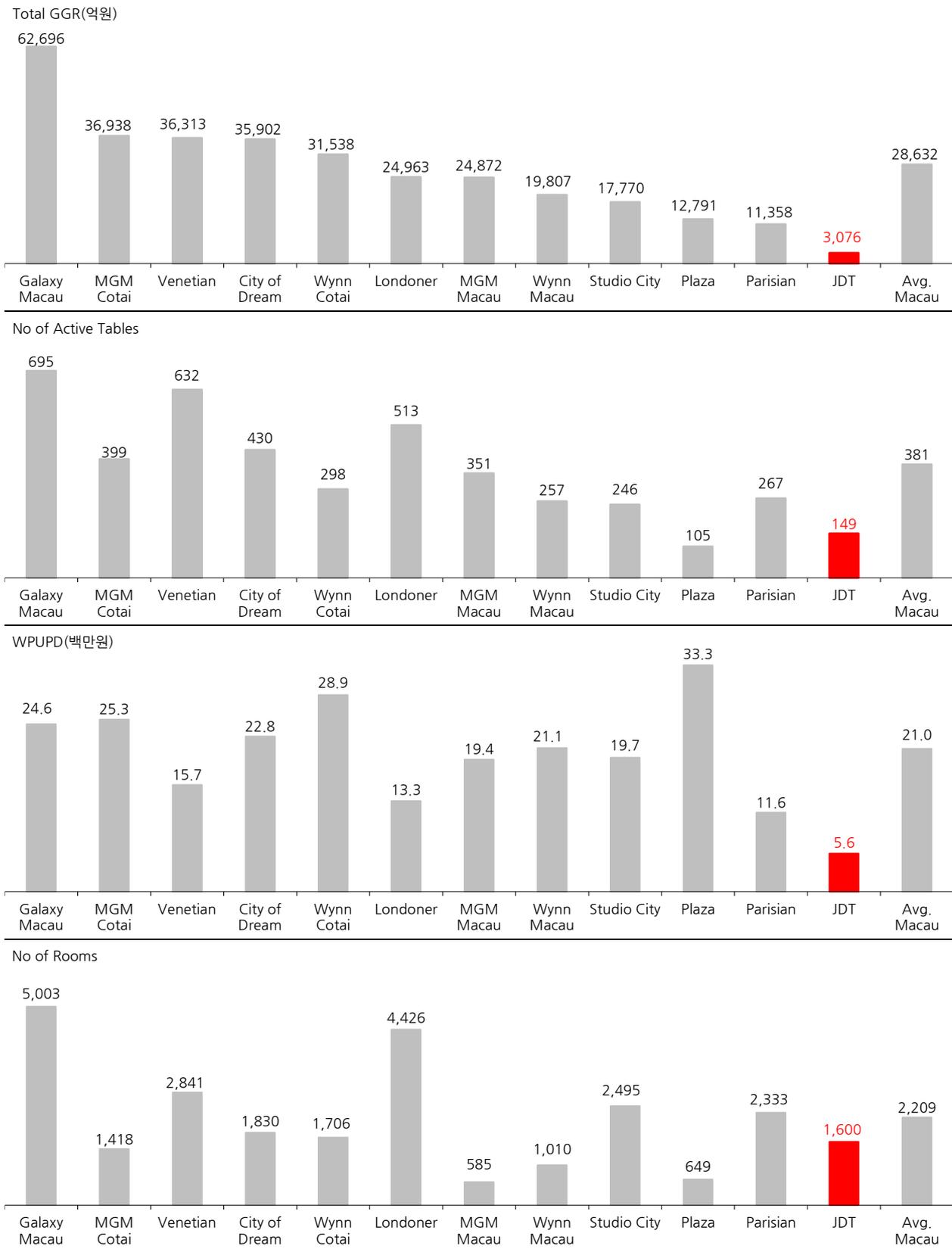
[표2] 롯데관광개발 실적 추이

(단위: 십억원, 백만원, 명, %)

	2023	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E
주요 가정												
방문객	266,869	383,073	595,033	689,384	79,252	86,673	107,533	109,615	109,631	148,475	172,783	164,144
드롭액	1,445	1,724	2,805	3,309	385	410	476	454	482	669	849	806
객당 드롭	5.4	4.5	4.7	4.8	4.9	4.7	4.4	4.1	4.4	4.5	4.9	4.9
홀드율	10.6%	17.1%	16.5%	16.4%	18.2%	16.2%	17.7%	16.3%	17.5%	16.5%	16.4%	15.9%
실적 추정												
매출액	314	471	639	716	106	116	139	110	122	158	192	167
카지노	152	295	462	542	70	67	84	74	85	110	139	128
호텔	93	86	81	73	17	23	26	19	14	22	23	21
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	508	543	97	110	117	108	109	125	145	130
영업이익	-61	39	130	173	9	6	22	2	13	33	47	37
OPM	-19.3%	8.3%	20.4%	24.2%	8.3%	5.1%	15.9%	2.0%	10.7%	21.0%	24.6%	22.2%
지배순이익	-202	-117	-8	41	-38	-2	-29	-47	-24	6	9	1

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

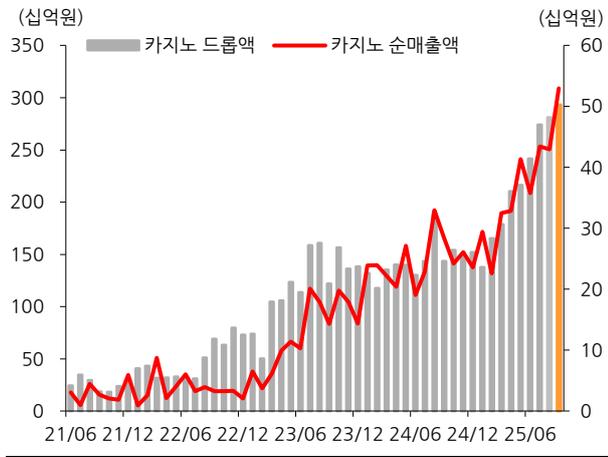
[표5] 롯데관광개발 분기별 테이블 오픈 현황 및 일평균테이블당매출 추이

(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

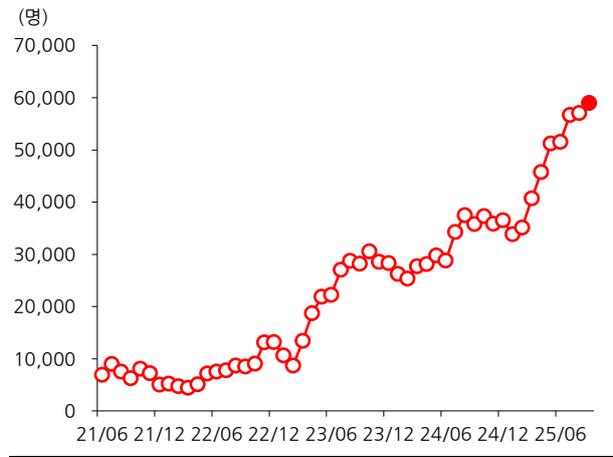
자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 드림타워 월별 드롭액 및 순매출액 추이



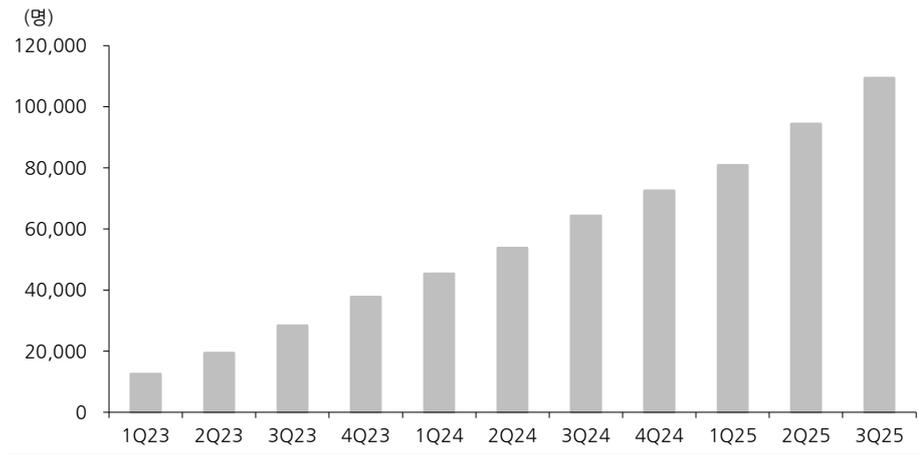
자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 드림타워 방문객 수 추이



자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] JDT 카지노 멤버십 고객 수



자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	184	314	471	639	716
매출총이익	184	314	471	639	716
영업이익	-119	-61	39	130	173
EBITDA	-36	26	124	215	251
순이자손익	-92	-113	-151	-134	-114
외화관련손익	-4	-1	-13	9	0
지분법손익	0	1	2	0	0
세전계속사업손익	-224	-213	-123	-9	43
당기순이익	-225	-202	-117	-8	41
지배주주순이익	-225	-202	-117	-8	41
증가율(%)					
매출액	334.0	70.7	50.4	35.5	12.1
영업이익	적지	적지	흑전	234.4	32.6
EBITDA	적전	흑전	374.8	73.2	16.9
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	20.4	24.2
EBITDA 이익률	-19.5	8.3	26.3	33.6	35.1
세전이익률	-122.0	-68.1	-26.0	-1.4	6.0
순이익률	-122.3	-64.5	-24.7	-1.2	5.7

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	61	81	114	192	285
현금성자산	38	59	89	163	256
매출채권	11	12	10	12	12
재고자산	7	4	6	9	9
비유동자산	1,742	1,683	2,052	1,994	1,942
투자자산	350	347	316	314	312
유형자산	1,342	1,289	1,690	1,634	1,584
무형자산	49	47	46	46	46
자산총계	1,803	1,764	2,167	2,186	2,227
유동부채	1,027	1,209	610	560	566
매입채무	88	115	191	178	179
유동성이자부채	927	1,007	318	286	286
비유동부채	544	490	1,244	1,215	1,210
비유동이자부채	400	342	1,025	990	977
부채총계	1,571	1,699	1,854	1,776	1,776
자본금	36	38	38	42	42
자본잉여금	601	644	648	745	745
이익잉여금	-768	-973	-1,091	-1,099	-1,058
자본조정	366	360	722	726	726
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	232	66	313	410	451

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	-63	-13	122	-38	108
당기순이익	-225	-202	-117	-8	41
자산상각비	83	87	85	84	78
운전자본증감	18	39	88	18	5
매출채권 감소(증가)	-5	25	5	10	0
재고자산 감소(증가)	0	3	-2	-3	0
매입채무 증가(감소)	3	-29	11	9	1
투자현금흐름	-4	-20	-28	-43	-12
유형자산처분(취득)	-14	-9	-7	-8	-9
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-2
투자자산 감소(증가)	6	-15	-19	-43	-4
재무현금흐름	34	38	-83	113	-7
차입금의 증가(감소)	34	38	-83	11	-7
자본의 증가(감소)	0	0	0	101	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	-30	33	133	-56	103
(-)운전자본증가(감소)	12	-102	-86	21	-5
(-)설비투자	14	9	7	8	9
(+)자산매각	-1	-1	-1	-1	-2
Free Cash Flow	-56	125	211	-86	97
(-)기타투자	-35	57	-1	-48	-3
잉여현금	-21	68	212	-38	99
NOPLAT	-86	-44	28	95	164
(+) Dep	83	87	85	84	78
(-)운전자본투자	12	-102	-86	21	-5
(-)Capex	14	9	7	8	9
OpFCF	-29	136	192	150	238

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-3,080	-2,669	-1,530	-98	481
BPS	3,223	913	4,156	4,901	5,382
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-405	429	1,744	-703	1,223
ROA(%)	-14.5	-11.3	-5.9	-0.4	1.8
ROE(%)	-154.2	-132.9	-60.4	-2.1	9.4
ROIC(%)	-6.7	-3.1	2.0	6.2	11.2
Multiples(x, %)					
PER	-4.7	-3.5	-5.0	-180.9	37.0
PBR	4.5	10.3	1.8	3.6	3.3
PSR	5.7	2.3	1.2	2.2	2.1
PCR	-35.7	21.8	4.4	-25.3	14.5
EV/EBITDA	-65.1	76.6	14.8	11.8	9.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	678.1	2,590.9	592.1	432.7	393.7
Net debt/Equity	556.3	1,967.1	400.4	271.4	223.3
Net debt/EBITDA	-3,595.8	4,937.8	1,010.8	518.5	400.9
유동비율	6.0	6.7	18.8	34.2	50.4
이자보상배율(배)	n/a	n/a	0.3	1.0	1.5
자산구조(%)					
투자자본	79.4	76.7	79.3	75.8	71.6
현금+투자자산	20.6	23.3	20.7	24.2	28.4
자본구조(%)					
차입금	85.1	95.4	81.1	75.7	73.7
자기자본	14.9	4.6	18.9	24.3	26.3

[Compliance Notice]

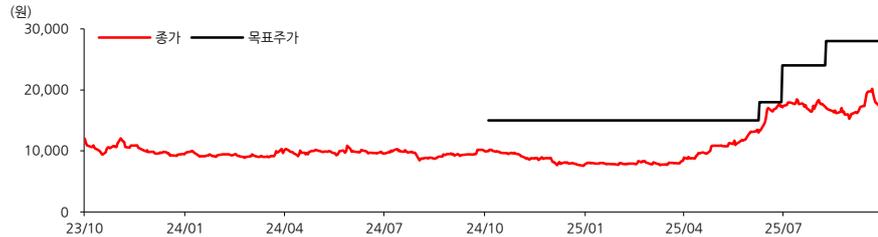
(공표일: 2025년 10월 02일)

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[롯데관광개발 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	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
일 시	2025.07.25	2025.08.01	2025.08.06	2025.08.12	2025.08.29	2025.09.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	24,000	24,000	24,000	28,000	28,000	28,000
일 시	2025.09.26	2025.10.02				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	28,000	28,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

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 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%