



롯데관광개발 (032350)

도파민에는 비수기가 없다

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 30,000원

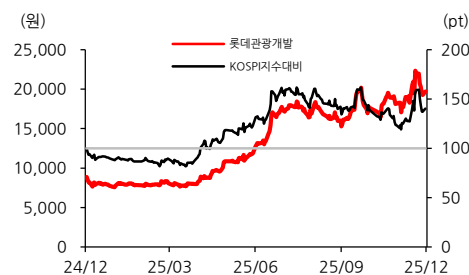
현재 주가(12/1)	19,710원
상승여력	▲52.2%
시가총액	15,677억원
발행주식수	79,539천주
52주 최고가 / 최저가	22,350 / 7,560원
90일 일평균 거래대금	249.97억원
외국인 지분율	17.1%
주주 구성	
김기병 (외 5인)	39.5%
국민연금공단 (외 1인)	6.8%
브이아이피자산운용 (외 1인)	5.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.7	23.0	66.0	124.2
상대수익률(KOSPI)	13.2	-1.7	20.7	64.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	314	471	661	779
영업이익	-61	39	153	209
EBITDA	26	124	240	288
지배주주순이익	-202	-117	1	77
EPS	-2,669	-1,530	13	965
순차입금	1,290	1,254	1,170	1,031
PER	-3.5	-5.0	1,569.8	20.4
PBR	10.3	1.8	4.4	3.6
EV/EBITDA	76.6	14.8	11.4	9.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-132.9	-60.4	0.3	19.3

주가 추이



행운이 함께한 11월이었습니다. 제주도 관광 비수기 진입으로 Mass 중심의 방문 및 드롭 지표는 소강기를 보였으나 높은 홀드율로 전월 대비 소폭 상승한 매출액을 기록했습니다. 내년까지 펀더와 센티 모두 좋은 종목입니다. 내년을 보면, 신규 진입 지금도 늦지 않았다는 판단입니다.

Lucky November

말 그래도 행운의 11월이었다. 11월 전체 드롭액 2,628억원, 매출액 514억원, 테이블 홀드율 21.2%, 방문객 50,620명, 객당 드롭액 519만 원을 기록했다. 통상 11월은 제주도 관광 비수기 진입에 따라 항공편 운항 횟수 자체가 감소되는 시기이다. 교통 인프라 축소로 지표의 호조를 기대하기 어려운 시기다. 실제로 동사 11월 방문객도 10월 대비 MoM -13%, 드롭액도 MoM -8% 감소했다. 그럼에도 높은 홀드율 덕에 카지노 매출액은 전월 대비 +2% 증가했다. 10월에 이어 11월에도 500억원대의 매출액을 기록했다. 12월의 경우 월말로 갈수록 항공편 운항 횟수가 늘어나는 경향이 있고, 업장의 연말 이벤트가 있어 11월보다 좋은 실적도 기대할 수 있다. 때문에 4분기 카지노 매출액은 1500억원 안팎이 될 것으로 추정된다.

도파민에는 비수기가 없다

국경절이 들어있었던 10월의 숫자가 9월 대비 부진하며 시장은 의구심을 가졌다. 그러나 9월에 이어 11월에서도 확인한 부분은, 결국 제주도 업장에는 뚜렷한 비수기가 없다는 점이다. 앞서 언급한 것처럼 12월에도 나름 강한 실적이 전망된다. 여전히 여유 있는 캐파에 점차 강해지는 모객력과 인지도는 내년 실적 성장에 확신을 주는 요인이다.

업종 Top Pick, 목표주가 30,000원 유지

업종 내 최선호주 의견과 목표주가 30,000원을 유지한다. 주가가 다소 변동성이 높은 것처럼 보이나 여전히 장기 우상향 추세에서 벗어나지 않고 있다. 내년까지 실적 가시성이 뚜렷하고, 최근에는 긍정적인 지정학적 모멘텀까지 붙어주고 있다. 금번 한일령(반일령) 이벤트는 매우 긍정적인데, 중화권에서의 Mass 대상의 인지도는 지속해서 확대되고 있으며, VIP들의 업장 방문 부담도 갈수록 줄어들 수 있기 때문이다. 내년을 보면, 신규 진입 지금도 늦지 않았다.

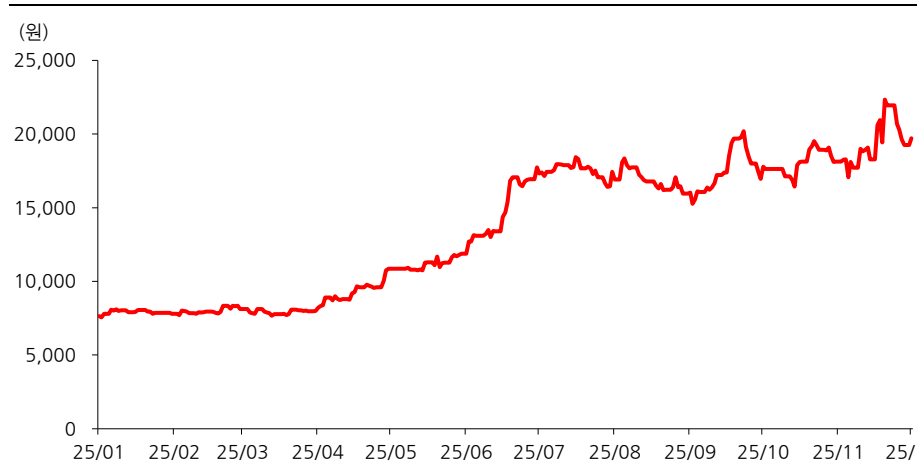
[표1] 롯데관광개발 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2025E	2026E	비고
EBITDA	240	288	
Target EV/EBITDA		13	'14 마카오 카지노 평균
적정 EV		3,625	
순차입금	1,170	1,031	
우선주 시가총액			
보통주 적정 시가총액		2,594	
보통주 발행주식수(천주)	84,516	84,516	
적정주가		30,690	
최종 목표주가		30,000	
현재주가		19,710	12/1 일 종가 기준
상승여력		52.2%	

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 롯데관광개발 연초부터 주가 추이



자료: WiseFN, 한화투자증권

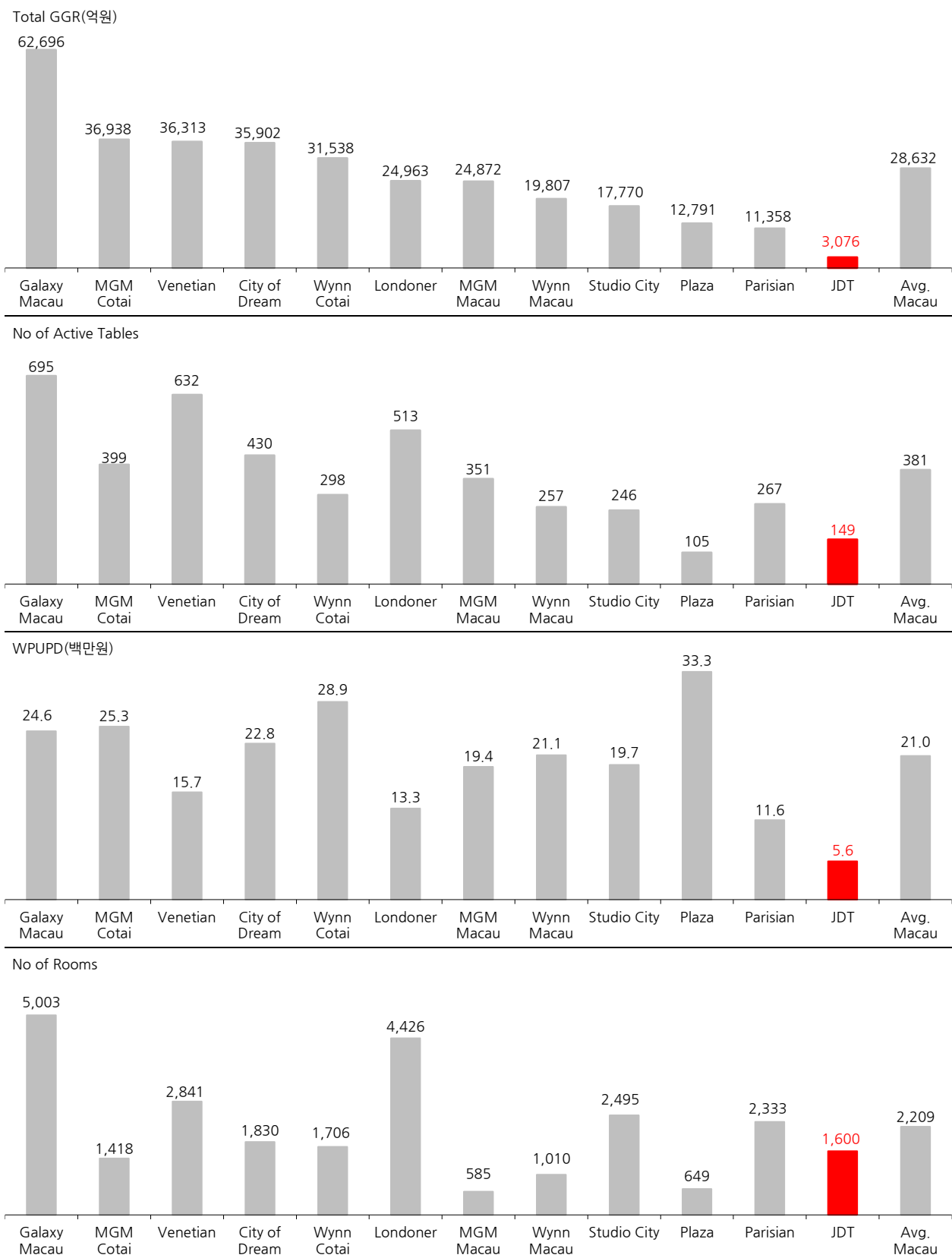
[표2] 롯데관광개발 실적 추이

(단위: 십억원, 백만원, 명, %)

	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
주요 가정												
방문객	383,073	595,033	706,619	769,821	109,631	148,475	172,783	164,144	165,785	175,732	186,276	178,825
드롭액	1,724	2,834	3,632	3,995	482	669	849	835	852	912	948	919
객당 드롭	4.5	4.8	5.1	5.2	4.4	4.5	4.9	5.1	5.1	5.2	5.1	5.1
홀드율	17.1%	17.1%	16.4%	16.4%	17.5%	16.5%	16.4%	17.9%	16.8%	15.9%	16.8%	15.9%
실적 추정												
매출액	471	661	779	847	122	158	187	194	184	195	210	189
카지노	295	483	595	654	85	110	139	150	143	145	159	146
호텔	86	82	85	89	14	22	24	22	16	23	23	23
여행	84	89	92	97	22	24	22	21	23	25	26	18
기타	7	6	7	7	1	1	2	2	2	2	2	2
영업비용	432	507	570	609	109	125	134	140	136	143	149	141
영업이익	39	153	209	238	13	33	53	54	48	52	61	48
OPM	8.3%	23.2%	26.8%	28.1%	10.7%	21.0%	28.4%	27.9%	25.9%	26.8%	29.0%	25.4%
지배순이익	-117	1	77	118	-24	6	7	12	13	19	27	17

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

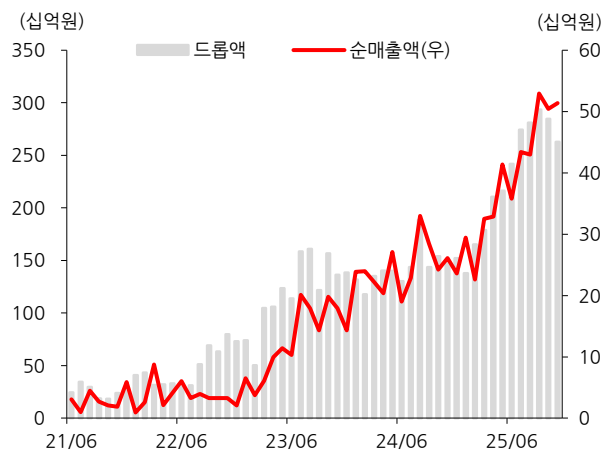
[표5] 롯데관광개발 분기별 테이블 오픈 현황 및 일평균테이블당매출 추이

(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

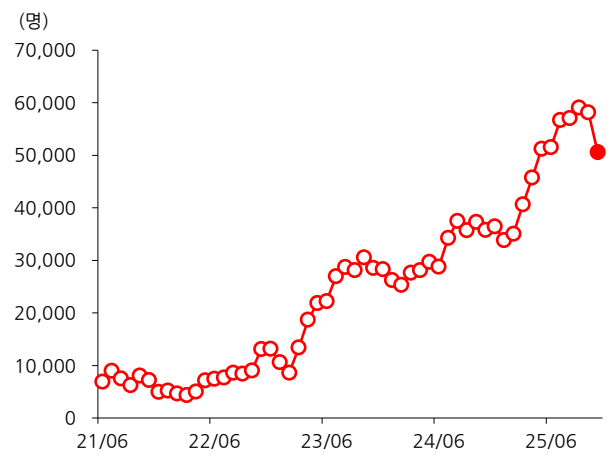
자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 드림타워 월별 드롭액 및 순매출액 추이



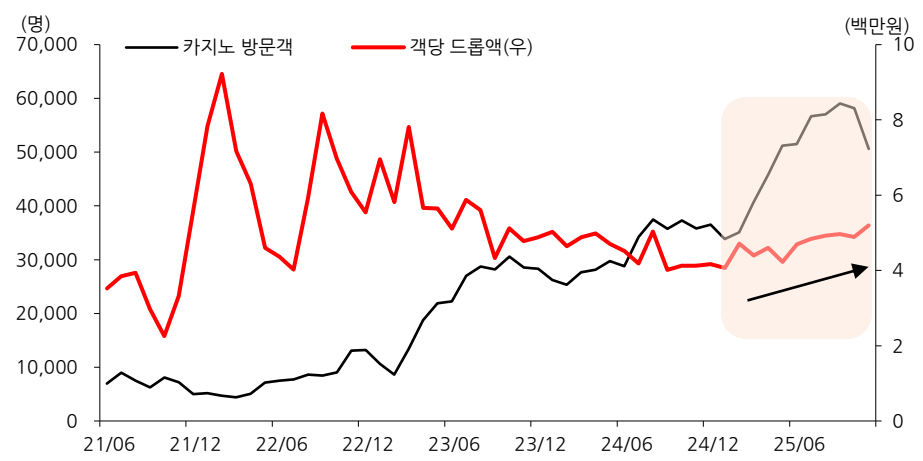
자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 드림타워 방문객 수 추이



자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] JDT 카지노 멤버십 고객 수



자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	314	471	661	779	847
매출총이익	314	471	661	779	847
영업이익	-61	39	153	209	238
EBITDA	26	124	240	288	314
순이자손익	-113	-151	-147	-118	-103
외화관련손익	-1	-13	6	0	0
지분법손익	1	2	-1	0	0
세전계속사업손익	-213	-123	0	81	125
당기순이익	-202	-117	1	77	118
지배주주순이익	-202	-117	1	77	118
증가율(%)					
매출액	70.7	50.4	40.1	17.9	8.8
영업이익	적지	흑전	293.2	36.3	13.8
EBITDA	흑전	374.8	93.4	19.9	9.0
순이익	적지	적지	흑전	8,984.0	54.1
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	-19.3	8.3	23.2	26.8	28.1
EBITDA 이익률	8.3	26.3	36.3	36.9	37.0
세전이익률	-68.1	-26.0	0.1	10.4	14.7
순이익률	-64.5	-24.7	0.1	9.9	14.0

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	-13	122	94	140	197
당기순이익	-202	-117	1	77	118
자산상각비	87	85	87	79	76
운전자본증감	39	88	0	0	17
매출채권 감소(증가)	25	5	10	0	-1
재고자산 감소(증가)	3	-2	-2	0	-1
매입채무 증가(감소)	-29	11	0	-4	14
투자현금흐름	-20	-28	-15	-10	-11
유형자산처분(취득)	-9	-7	-9	-9	-9
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-15	-19	-8	-2	-2
재무현금흐름	38	-83	-34	-154	-15
차입금의 증가(감소)	38	-83	-71	-154	-15
자본의 증가(감소)	0	0	37	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	33	133	94	139	180
(-)운전자본증가(감소)	-102	-86	15	0	-17
(-)설비투자	9	7	9	9	9
(+)자산매각	-1	-1	-1	-2	-2
Free Cash Flow	125	211	68	128	185
(-)기타투자	57	-1	-18	-3	-3
잉여현금	68	212	87	131	188
NOPLAT	-44	28	111	198	226
(+) Dep	87	85	87	79	76
(-)운전자본투자	-102	-86	15	0	-17
(-)Capex	9	7	9	9	9
OpFCF	136	192	174	268	309

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	81	114	172	149	324
현금성자산	59	89	141	118	291
매출채권	12	10	13	13	14
재고자산	4	6	8	8	8
비유동자산	1,683	2,052	1,998	1,945	1,895
투자자산	347	316	318	315	312
유형자산	1,289	1,690	1,634	1,584	1,538
무형자산	47	46	46	45	45
자산총계	1,764	2,167	2,170	2,094	2,220
유동부채	1,209	610	461	421	440
매입채무	115	191	175	171	185
유동성이자부채	1,007	318	178	138	138
비유동부채	490	1,244	1,354	1,242	1,230
비유동이자부채	342	1,025	1,133	1,011	991
부채총계	1,699	1,854	1,815	1,662	1,670
자본금	38	38	40	40	40
자본잉여금	644	648	683	683	683
이익잉여금	-973	-1,091	-1,090	-1,013	-895
자본조정	360	722	726	726	726
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	66	313	355	432	550

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-2,669	-1,530	13	965	1,487
BPS	913	4,156	4,509	5,474	6,962
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	429	1,744	1,177	1,753	2,260
ROA(%)	-11.3	-5.9	0.0	3.6	5.5
ROE(%)	-132.9	-60.4	0.3	19.3	23.9
ROIC(%)	-3.1	2.0	7.3	13.5	16.1
Multiples(x, %)					
PER	-3.5	-5.0	1,569.8	20.4	13.3
PBR	10.3	1.8	4.4	3.6	2.8
PSR	2.3	1.2	2.4	2.0	1.9
PCR	21.8	4.4	16.7	11.2	8.7
EV/EBITDA	76.6	14.8	11.4	9.0	7.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	2,590.9	592.1	511.5	385.1	303.6
Net debt/Equity	1,967.1	400.4	329.6	238.9	152.3
Net debt/EBITDA	4,937.8	1,010.8	487.7	358.5	267.1
유동비율	6.7	18.8	37.4	35.4	73.8
이자보상배율(배)	n/a	0.3	1.0	1.7	2.3
자산구조(%)					
투자자본	76.7	79.3	76.5	76.8	69.3
현금+투자자산	23.3	20.7	23.5	23.2	30.7
자본구조(%)					
차입금	95.4	81.1	78.7	72.7	67.2
자기자본	4.6	18.9	21.3	27.3	32.8

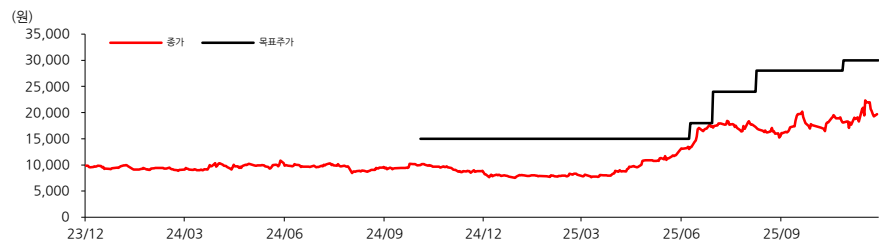
[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 12월 02일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 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 다룬 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[롯데관광개발 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일시	2024.10.07	2024.10.07	2025.01.10	2025.06.12	2025.06.27	2025.07.03
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	박수영	15,000	15,000	18,000	18,000	24,000
일시	2025.07.25	2025.08.01	2025.08.06	2025.08.12	2025.08.29	2025.09.02
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	24,000	24,000	24,000	28,000	28,000	28,000
일시	2025.09.26	2025.10.02	2025.10.31	2025.11.07	2025.11.28	2025.12.02
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	28,000	28,000	30,000	30,000	30,000	30,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	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	-37.53	-27.86
2025.10.31	Buy	30,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2025 년 09 월 30 일)

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