

롯데관광개발 (032350)

2026.10.23

홀드올 부진에도 고객 기반 확대 가시화

[엔터/레저] 황지원

2122-9180 jiwon.hwang@imfnssec.com

리파이낸싱과 고객 기반 확대로 2027년 이익 개선 전망

2025년 카지노 매출이 62% 늘며 사상 최대 실적과 순이익 흑자 전환을 달성했다. 다만 차입금 9,500억원에 대한 연간 금융비용이 약 1,500억원에 달해 순이익 변동성이 크다. 7월 말부터 조기상환 수수료가 면제된 만큼 2027년 5월 만기 전 리파이낸싱이 가능할 것으로 판단하며, 2027년 이자비용은 약 30% 감소할 것으로 추정한다. 베팅 한도 상향과 롤링 전용 공간 재개로 고객 고객이 늘며 8월 사상 최대 드롭액을 기록했으나, 낮은 홀드율과 롤링 커미션 부담으로 매출 성장은 제한됐다. 월 드롭액 3,000억원과 평균 홀드율 20%를 가정하면 월 카지노 매출 600억원 수준이 가능하다. 방문객·회원 수·항공 노선이 모두 늘고 있는 만큼 확대된 고객 기반이 안정적인 매출 성장으로 이어지는지 확인할 필요가 있다. 목표주가는 2027년 추정 EPS에 Target P/E 17배를 적용해 17,000원(-26%)으로 하향한다. 관광기금 고매출 구간(3,000억원 초과분 15%)이 신설되더라도 2027년 영업이익 감소폭은 8% 수준에 그칠 것이다. 연내 개편 방향이 구체화되고 추가 부담이 제한적이면 12MF P/E 9배인 현재 주가와 마카오(13배)의 밸류에이션 격차는 빠르게 줄어들 것이다.

3Q26 Preview: OP 391억원(-26% YoY)

3분기 매출액/영업이익은 각각 1,772억원(-5% YoY)/391억원(-26% YoY)으로 컨센서스(461억원)를 하회할 전망이다. 드롭액은 8,760억원(+3% YoY)으로 증가했으나, 테이블 홀드율이 15.9%로 전년 동기(17.7%)와 전분기(22.1%) 보다 낮아지면서 카지노 순매출은 1,273억원(-9% YoY)으로 부진했다. 특히 9월 테이블 홀드율은 10.8%로 직전 12개월 평균(20.0%)의 절반 수준이었다. 테이블 드롭액은 7,484억원(-1% YoY)으로 전년과 비슷했고, 머신 드롭액은 6월 슬롯·ETG 추가 도입 효과로 1,276억원(+41% YoY)까지 증가했다. 고정비 부담이 큰 사업 구조상 홀드율 하락에 따른 매출 감소가 이익 감소로 직결됐다. 다만 수요 지표는 견조한데, 3분기 카지노 방문객은 18.8만명(+9% YoY)으로 분기 최대를 기록했고, 9월 말 회원 수도 16.7만명으로 작년 대비 52% 늘었다.

항공 공급 회복과 프리미엄 고객 확대

제주 국제선 직항은 9월 기준 20개 도시(중국 13개), 주 252편이며 연말에는 28개 도시(중국 21개)로 늘어날 예정이다. 3분기 제주 외국인 입도객은 79만명(+9% YoY)이지만 2016년의 67% 수준에 불과하고, 당시 중국 연결 도시가 34개였던 점을 감안하면 항공 공급 회복에 따른 성장 여력이 크다. 영업장은 최소·최대 베팅 금액 상향을 통해 고객 고객 중심으로 재편되고 있으며, 3분기 카지노 고객 사용 객실은 전체 1,600실의 60% 미만으로 객실 여력도 충분하다. 2027년 이후 영업장을 3층과 6층으로 넓혀 테이블을 170대에서 216대(+27%)로 늘릴 계획이다. 2층에 Mass 바카라 20대를 추가하고 3층은 홀덤 포커 전용 공간(25대), 6층은 세 번째 VIP 바카라 공간(16대)으로 조성해 Mass와 VIP 고객 수용 능력을 동시에 확대할 전망이다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	17,000원(하향)
종가(2026.10.22)	10,720원
상승여력	58.6 %

Stock Indicator

자본금	40십억원
발행주식수	7,973만주
시가총액	961십억원
외국인지분율	20.3%
52주 주가	10,380~26,550원
60일평균거래량	328,615주
60일평균거래대금	4.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.7	4.3	-38.4	-37.3
상대수익률	24.6	26.4	-23.9	-81.2

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	653	736	827	888
영업이익(십억원)	143	165	200	223
순이익(십억원)	28	22	83	114
EPS(원)	356	275	1,041	1,431
BPS(원)	4,677	4,861	5,811	7,150
PER(배)	65.3	43.8	11.6	8.4
PBR(배)	5.0	2.5	2.1	1.7
ROE(%)	8.1	5.8	19.5	22.1
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	11.4	6.7	5.6	4.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 밸류에이션 및 목표주가 산출

2027년 지배주주순이익	82	십억원
주식 수	8,521	만주
EPS	966	원
Target P/E	17	배
목표주가	17,000	원
현재주가	10,720	원
상승여력	59	%

자료: iM증권 리서치본부

표2. 전환사채 현황

구분	잔액(억원)	만기일	전환가능일	잔여 전환가능 주식수	전환가격(원)
CB (8-1)	700	2026.11.29	2022.11.29~2026.11.23	5,485,033	12,762
CB (10-1)	25	2027.08.29	2024.08.29~2027.08.23	216,968	16,131
CB (10-2)	20	2027.08.29	2024.09.13~2027.08.23	123,984	16,131
소계	745			5,825,985	

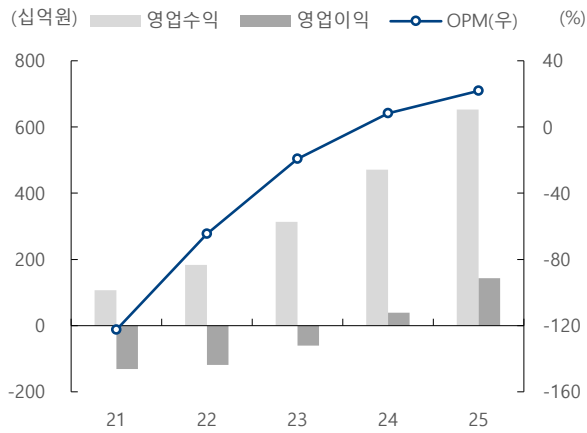
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

표3. 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	24	25	26F	27F
드롭액	482	669	849	769	651	761	876	840	1,726	2,768	3,127	3,448
홀드율(%)	18%	16%	16%	19%	18%	19%	15%	18%	17%	17%	18%	18%
매출액	122	158	187	187	156	203	177	199	471	653	736	827
YoY(%)	15%	36%	34%	70%	28%	29%	-5%	6%	50%	39%	13%	12%
카지노	85	110	139	143	119	147	127	155	295	477	548	631
호텔	14	22	24	22	18	23	23	21	86	82	86	90
여행	22	24	22	22	18	30	24	21	84	89	94	98
리테일	1	1	1	0	0	2	1	1	4	3	5	5
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	3	3	3	3
영업이익	13	33	53	44	29	52	39	45	39	143	165	200
YoY(%)	48%	463%	139%	1942%	121%	57%	-26%	3%	흑전	267%	15%	21%
OPM(%)	11%	21%	28%	24%	18%	26%	22%	23%	8%	22%	22%	24%
당기순이익	-24	6	6	39	-7	15	5	10	-117	28	22	82

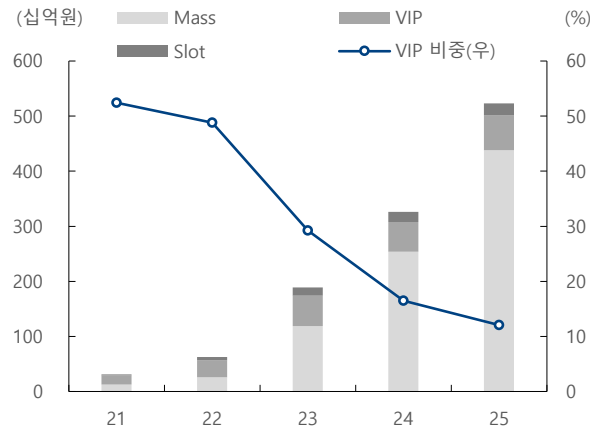
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 롯데관광개발 실적 추이



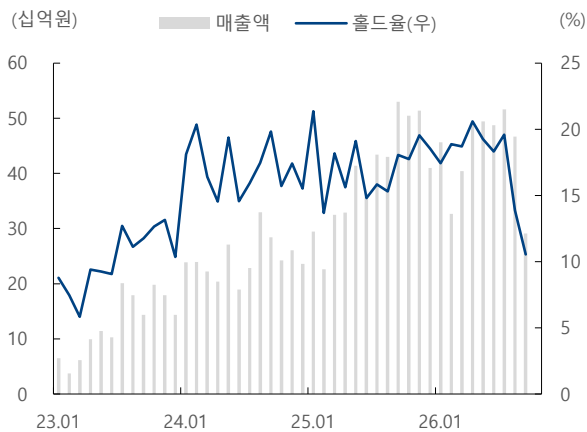
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림2. 롯데관광개발 VIP 및 Mass 카지노 총매출(GGR) 추이



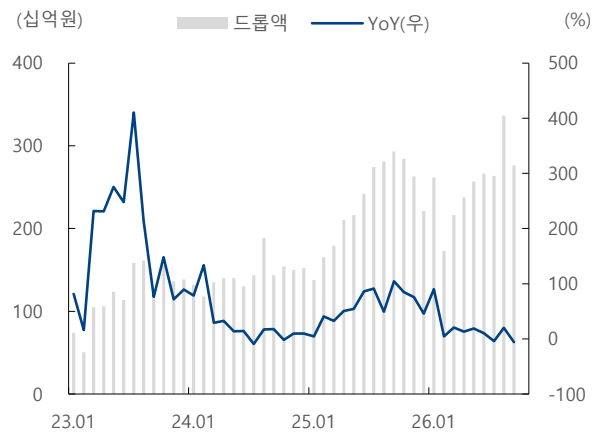
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림3. 롯데관광개발 월별 카지노 매출액 및 홀드율 추이



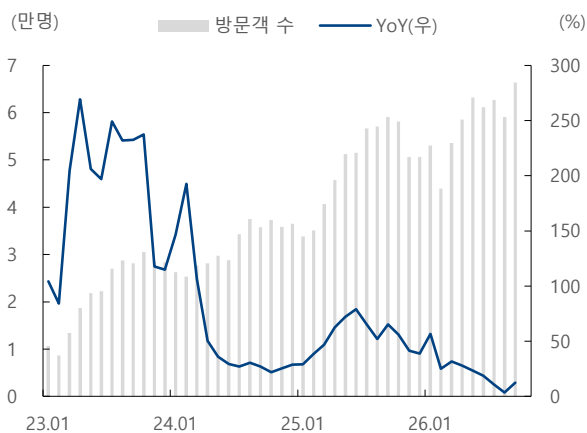
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림4. 롯데관광개발 월별 드롭액 추이



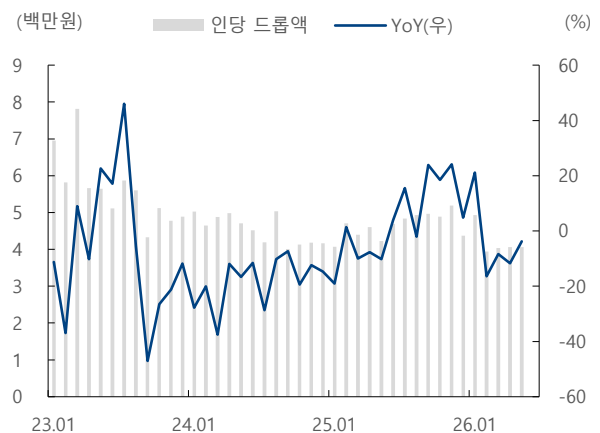
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림5. 롯데관광개발 월별 카지노 방문객수 추이



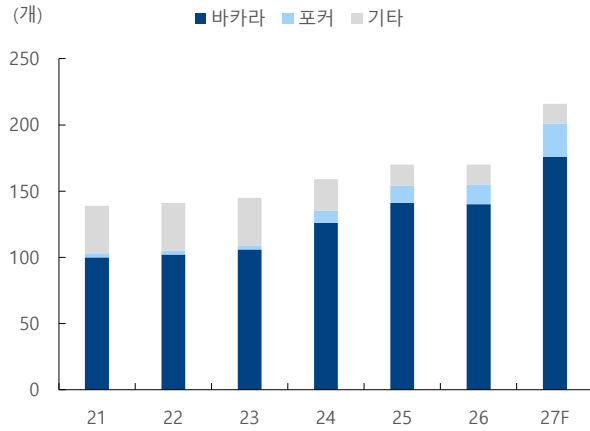
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림6. 롯데관광개발 월별 인당 드롭액 추이



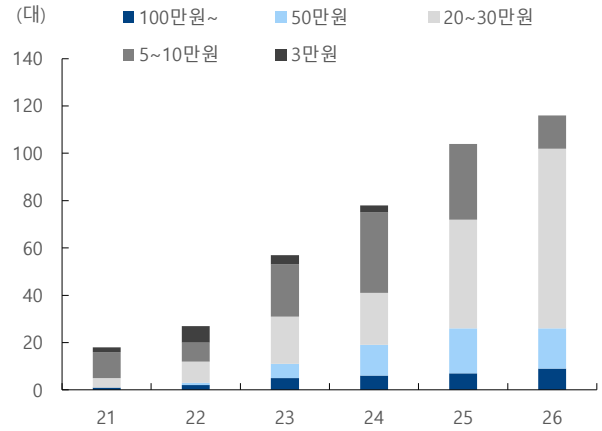
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림7. 롯데관광개발 카지노 테이블 증설 계획



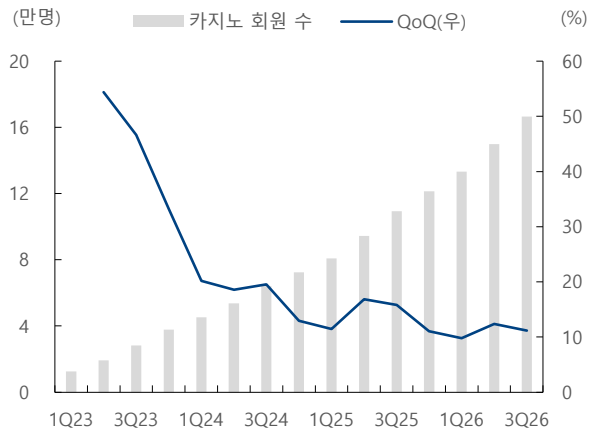
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림8. 미니멈 베팅 금액별 바카라 오픈 테이블 수



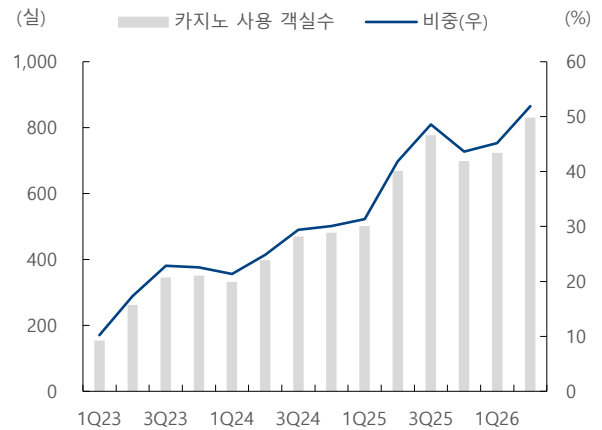
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림9. 롯데관광개발 카지노 회원 수 추이



자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림10. 롯데관광개발 카지노 콤프 객실 수: 1,600실 중 50% 이상



자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

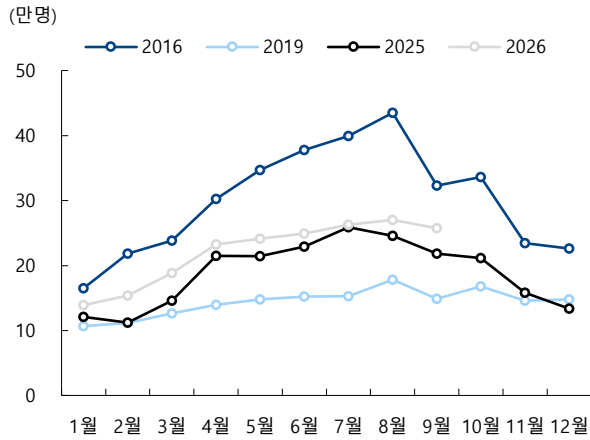
표4. 2025년 마카오 카지노 실적 비교

카지노명	Table GGR(십억원)	WPUPD(백만원)	테이블 수(개)	객실수(실)
Galaxy Macau	7,639	30	695	5,503
MGM Cotai	4,242	29	405	1,418
City of Dream	4,066	25	451	1,830
Venetian	3,450	14	658	2,841
SCC/Londoner	3,322	18	501	4,426
Wynn Cotai	3,293	31	292	1,706
MGM Macau	2,516	20	345	585
Wynn Macau	1,858	20	261	1,010
Studio City	1,800	20	253	2,495
Plaza	1,237	33	102	649
Parisian	985	11	254	2,500
Starworld	910	10	255	500
마카오 평균	2,943	22	373	2,122
JDT(제주도립타워)	502	8	167	1,600

주: WPUPD(Win Per Unit Per Day)는 카지노 테이블 1대당 하루 평균 매출액을 의미

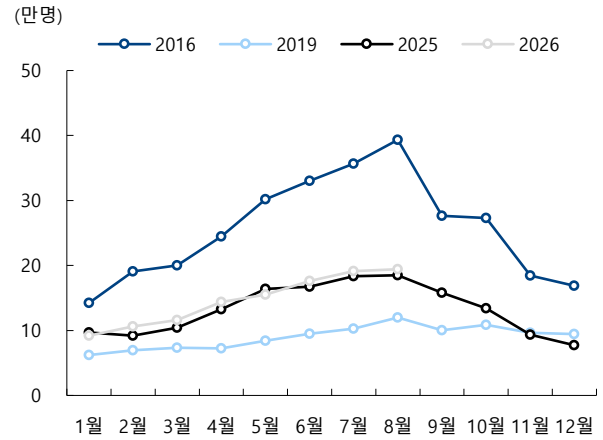
자료: 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

그림11. 제주도 월별 외국인 입도객 추이



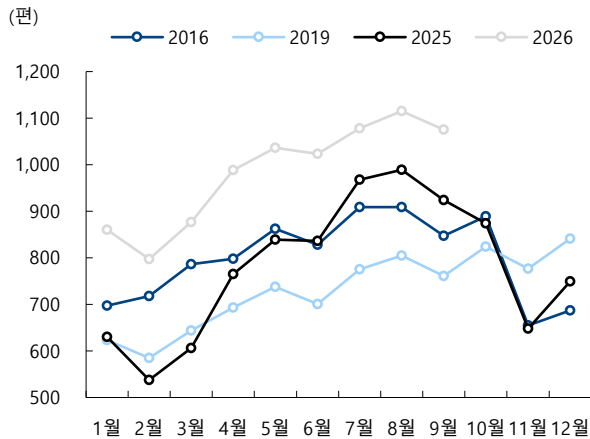
자료: 제주관광협회, iM증권 리서치본부

그림12. 제주도 월별 중국인 입도객 추이



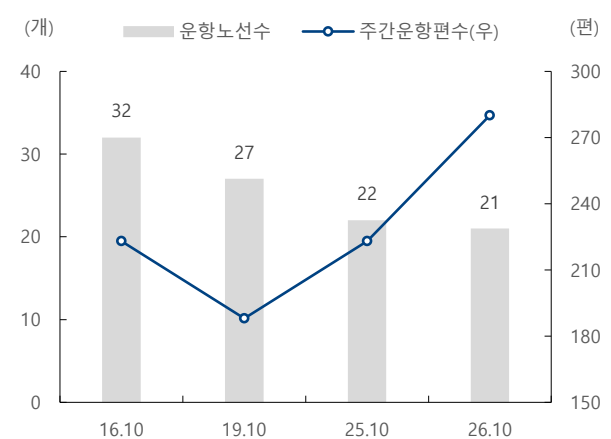
자료: 제주관광협회, iM증권 리서치본부

그림13. 제주공항 도착 국제선 월별 운항편수 추이



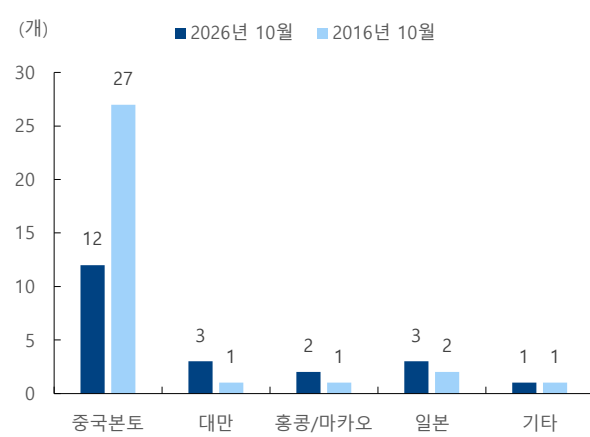
자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부

그림14. 제주공항 도착 국제선 운항 노선 및 주간 운항 편수 비교



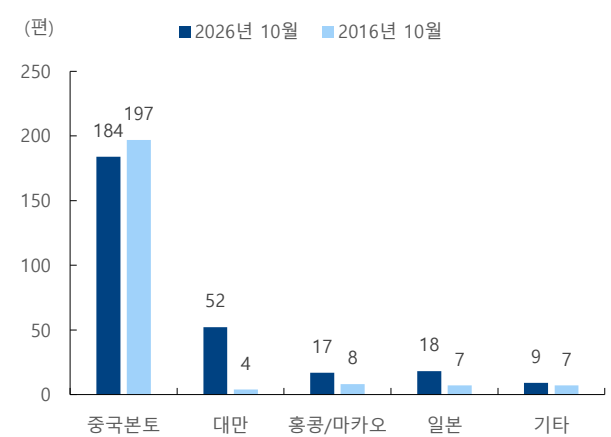
자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부

그림15. 지역별 제주공항 도착 노선 수 비교



자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부

그림16. 지역별 제주공항 운항 편수 비교



자료: 제주국제공항, iM증권 리서치본부

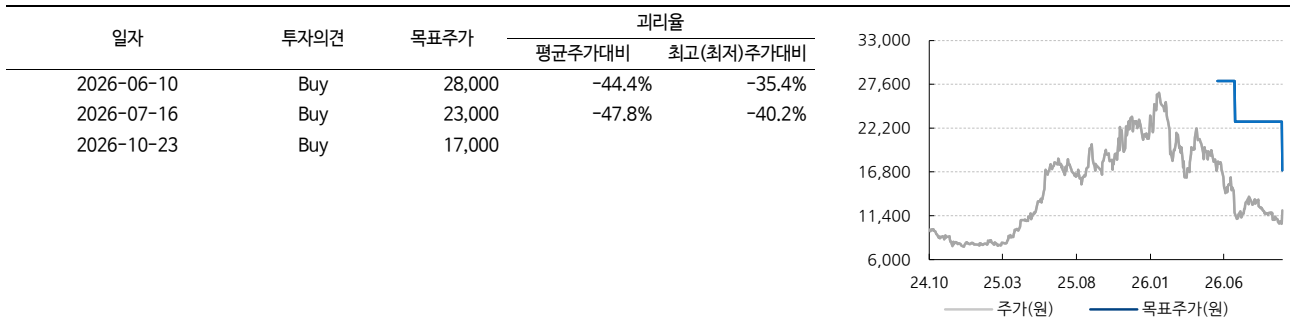
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	133	111	93	118	매출액	653	736	827	888
현금 및 현금성자산	62	39	21	48	증가율(%)	38.6	12.6	12.4	7.4
단기금융자산	42	40	36	33	매출원가	-	-	-	-
매출채권	18	20	22	23	매출총이익	653	736	827	888
재고자산	6	7	8	9	판매비와관리비	510	571	627	665
비유동자산	2,035	1,950	1,874	1,804	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	1,634	1,552	1,477	1,408	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	46	44	43	43	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,168	2,062	1,967	1,922	영업이익	143	165	200	223
유동부채	413	392	372	382	증가율(%)	267.4	15.2	21.0	11.5
매입채무	9	10	12	12	영업이익률(%)	21.9	22.4	24.2	25.1
단기차입금	1	1	1	1	이자수익	2	2	1	2
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	148	134	114	96
비유동부채	1,387	1,287	1,137	977	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	5	5	5	5	기타영업외손익	-6	-5	-5	-4
장기차입금	883	783	633	473	세전계속사업이익	-4	27	103	141
부채총계	1,799	1,679	1,509	1,359	법인세비용	-32	5	21	28
지배주주지분	372	387	462	569	세전계속이익률(%)	-0.7	3.7	12.4	15.9
자본금	40	40	40	40	당기순이익	28	22	82	113
자본잉여금	681	681	681	681	순이익률(%)	4.2	3.0	10.0	12.7
이익잉여금	-1,065	-1,043	-961	-847	지배주주귀속 순이익	28	22	83	114
기타자본항목	717	709	702	695	기타포괄이익	-7	-7	-7	-7
비지배주주지분	-4	-4	-4	-5	총포괄이익	20	15	75	106
자본총계	368	383	458	564	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	100	91	144	169	주당지표 (원)				
당기순이익	28	22	82	113	EPS	356	275	1,041	1,431
유형자산감가상각비	87	82	75	69	BPS	4,677	4,861	5,811	7,150
무형자산상각비	2	2	1	0	CFPS	1,491	1,332	2,001	2,307
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-40	14	16	16	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-10	-	-	-	PER	65.3	43.8	11.6	8.4
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-	PBR	5.0	2.5	2.1	1.7
금융상품의 증감	-42	-	-	-	PCR	15.6	9.0	6.0	5.2
재무활동 현금흐름	-43	-142	-192	-172	EV/EBITDA	11.4	6.7	5.6	4.6
단기금융부채의증감	-2	-30	-30	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-29	-100	-150	-160	ROE	8.1	5.8	19.5	22.1
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	35.5	33.9	33.4	32.9
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	488.7	438.6	329.6	241.1
현금및현금성자산의증감	18	-23	-18	27	순부채비율	213.1	185.4	127.1	70.7
기초현금및현금성자산	44	62	39	21	매출채권회전율(x)	41.0	39.4	40.2	39.9
기말현금및현금성자산	62	39	21	48	재고자산회전율(x)	103.2	109.1	109.0	106.6

자료 : 롯데관광개발, iM증권 리서치본부

롯데관광개발 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-