



Overweight

Top Picks 및 관심종목

강원랜드(035250)

BUY | TP 22,000원 | CP 16,520원

파라다이스(034230)

BUY | TP 14,000원 | CP 9,930원

GKL(114090)

BUY | TP 14,000원 | CP 11,620원

롯데관광개발(032350)

Not Rated | CP 8,010원

*CP 2025년 01월 07일



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 01월 08일 | 산업분석_Earnings Preview

카지노

추가 규제 완화를 기대하며

주가는 거의 바닥인데, 증설 및 중국인 비자 규제 완화 모멘텀을 기대해야

규제 완화 및 밸류업에 대한 적극적인 의지를 보이는 강원랜드를 제외하면 외국인 카지노 주가는 대부분 부진했는데, 마카오의 지속된 디레이팅과 중국인 드랍액 성장이 예상보다 부진했기 때문이다. 다만, 올해부터 크루즈로 입국하는 중국 단체관광객의 무비자 입국이 시범적으로 허용된다. 시범 운영 후 결과에 따라 무비자 대상이 확대될 수도 있다. 강원랜드도 오사카 복합리조트 대응을 위한 추가 규제 완화 가능성을 기대하고 있다. 카지노 업종이 마카오에 연동하여 디레이팅이 지속되며 밸류에이션 매력은 충분한 편이다. 정책 관련 모멘텀에 따라 의외의 성과가 나타날 수 있어 관련 뉴스를 지켜볼 필요가 있겠다.

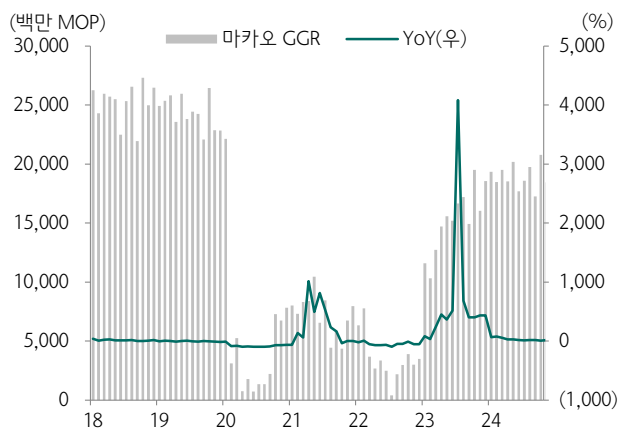
GKL/강원랜드 부합, 파라다이스/롯데관광개발 하회

강원랜드/파라다이스/GKL/롯데관광개발의 4분기 예상 영업이익은 각각 448억원(+16%)/287억원(+95%)/127억원(흑전)/89억원(흑전)으로 GKL/강원랜드 부합, 파라다이스/롯데관광개발은 하회할 것으로 예상된다. 파라다이스와 GKL은 드랍액이 모두 역성장했으나 지속 부진했던 홀드올이 연말에 가파르게 정상화 되면서 이익을 방어했으며, 롯데관광개발은 제주도의 국제선 도시 연결편 감소에도 선방했다. 강원랜드는 VIP 쪽 성장이 강화되고 있다는 점이 긍정적이다. 영업외적으로는 강원랜드는 4분기 승소 금액 478억원 포함 연간 1,300억원 이상의 승소 금액이 반영되며 역대 최대 수준의 배당이 예상되는데, 올해에도 2,250억원의 폐광기금 관련 소송의 마지막 결과를 앞두고 있어 결과에 따라 2025년 추가 배당재원으로 작용할 수 있다. 롯데관광개발은 7,800억원 규모의 리파이낸싱이 성공적으로 마무리 되면서 연간 금융 비용이 200억원이 절감된다.

중국의 비 카지노 매출 강화 기조 재차 확인

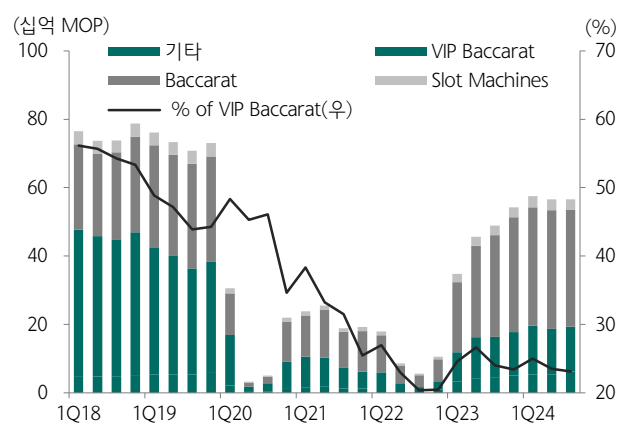
마카오의 12월 GGR 2% (YoY) 감소하면서 2년 내 첫 역성장을 기록했다. 2025년 GGR 성장 전망 역시 대부분 낮은 한 자릿수 수준으로 산업 매출액이 코로나 이전 수준에 가까워지면서 성장 동력은 약해지고 있다. 주가 측면에서 보면, 작년 하반기 중국 정부가 대규모 경기 부양책을 발표하며 단기에 50% 내외의 가파른 상승을 기록했으나, 최근 시진핑 주석이 마카오 방문 후 재차 비 카지노 확대 의지를 밝히면서 주가의 되돌림이 나타나고 있다. 마카오 카지노는 2025년 예상 평균 P/E 12배 내외에서 거래 중이다.

도표 1. 마카오 월별 GGR 추이: 12월 약 3.4조원 (YoY -2%)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 마카오 부문별 GGR 추이: 3Q24 VIP 비중 23%



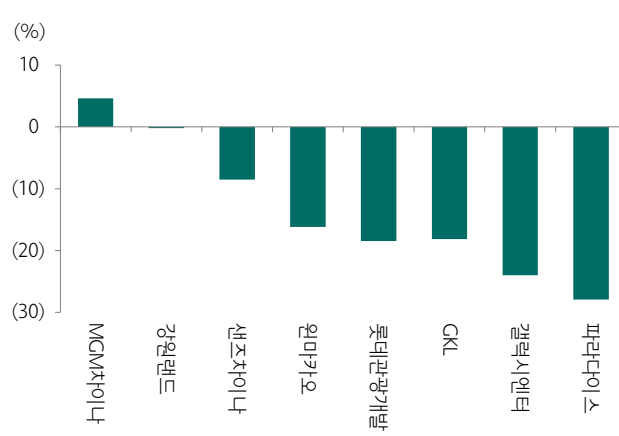
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 마카오 인덱스 주가 추이: 2024년 -11%



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 주요 카지노 업체 2024년 연간 주가 수익률 (평균 -14%)



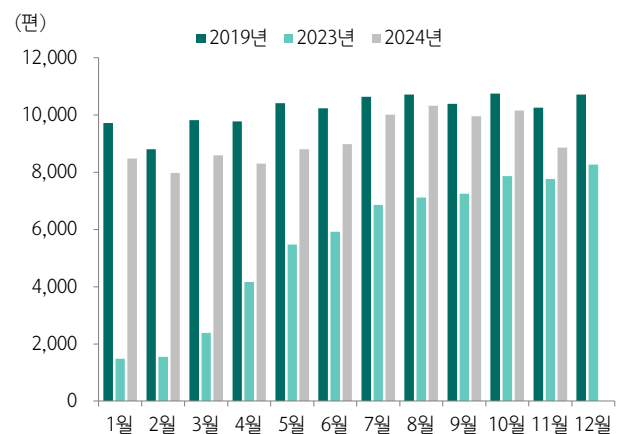
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 주요 마카오 카지노 업체 24F/25F 밸류에이션 및 실적 테이블

종목	PER		PBR	
	24F	25F	24F	25F
강원랜드	8.3	10.9	0.9	0.8
파라다이스	14.5	12.2	0.6	0.6
GKL	16.9	12.1	1.7	1.5
갤럭시엔터	15.2	12.9	1.9	1.7
MGM차이나	8.3	8.3	25.7	9.5
샌즈차이나	20.4	14.7	21.1	9.2
원마카오	10.5	9.6	N/A	N/A
(단위: 백만HKD)				
	매출액		영업이익	
	24F	25F	24F	25F
갤럭시엔터	43,812	48,363	8,797	10,436
MGM차이나	30,882	31,294	6,190	6,058
샌즈차이나	7,223	8,024	1,416	1,777
원마카오	28,680	29,671	5,258	5,374

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 한중 운항 편수 - 11월 2019년 대비 86% 회복



자료: 항공포탈, 하나증권

1) 강원랜드: 4Q 예상 OP 448억원(+16% YoY)

4분기 예상 매출액/영업이익은 각각 3,385억원(+4% YoY)/448억원(+16%)으로 컨센서스(502억원)에 부합할 것이다. 예상 방문객 수는 58만명(+1%), 드랍액은 약 1.4조원(+6%)으로, VIP 영업을 강화하면서 Mass보다는 VIP에 성장이 집중된 것으로 추정된다. 영업외적으로는 2분기 부가가치세 소송 승소에 이어 같은 내용으로 11월에 경정 청구액 478억원을 수령했다. 연간 소송 승소 금액만 약 1,300억원대로 2024년 순이익은 4,300억원(+27%) 내외가 예상되며, 모두 배당재원으로 포함될 시 배당성향 50%를 가정할 때 주당 배당금은 1,100원 내외, 현 주가 기준 시가 배당률은 약 6.7%이다.

2025년은 순이익 관점에서 1회성 승소 금액에 따른 역 기저효과가 예상되나, 폐광지역 개발기금 2,250억원(2014~2018년 1,887억원 및 2019년 363억원)에 대해서도 취소소송을 진행 중이다. 2023년 2심 결과는 강원랜드의 일부 승소 판결로 708억원 반환 결정이 나왔으며, 3심이 진행중인데 언론에 따르면 빠르면 상반기 내 결론이 날 가능성이 높다. 관련 비용을 선 반영했기에 결과에 따라 1회성 이익이 반영될 수 있다. 증설과 관련해서는 1,800억원 정도의 예산이 투입되며, 내년부터 확장 공사를 계획 중이다. 높은 배당 매력에 추가적인 규제 완화 기대감도 있는 만큼 중장기 관점에서 매력적인 가격대로 판단한다.

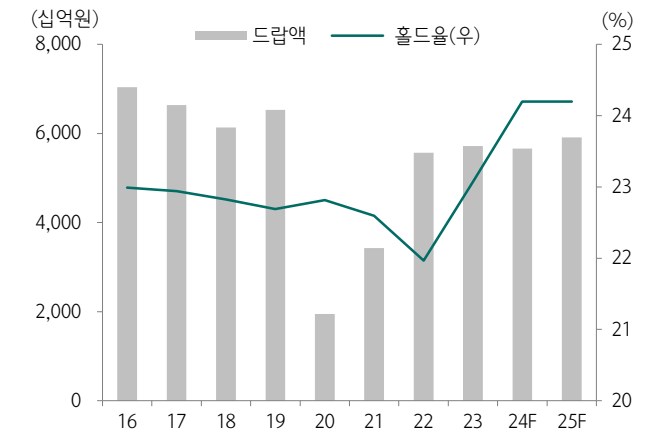
도표 7. 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	22	23	24F	25F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
드랍액	5,570	5,722	5,658	5,916	1,500	1,419	1,469	1,333	1,380	1,347	1,499	1,433
홀드올	22.0%	23.1%	24.2%	24.2%	22.4%	22.6%	23.8%	23.5%	25.1%	24.6%	23.6%	23.6%
매출액	1,271	1,389	1,421	1,474	358	331	374	325	368	338	376	339
Casino	1,110	1,206	1,239	1,296	306	294	320	286	316	305	320	297
Non-Casino	161	183	182	179	52	37	54	40	52	33	56	41
영업이익	218	282	288	327	70	82	92	39	76	74	93	45
OPM	17%	20%	20%	22%	19%	25%	25%	12%	21%	22%	25%	13%
당기순이익	116	341	432	357	102	91	74	74	93	161	91	88

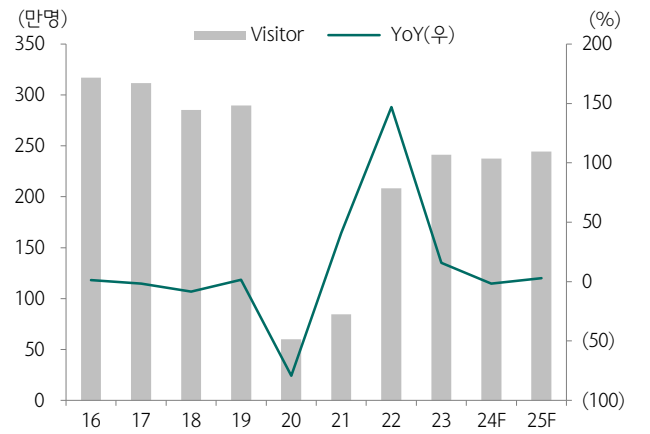
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 8. 강원랜드 카지노 드랍액 및 홀드올 추이



자료: 강원랜드, 하나증권

도표 9. 강원랜드 방문객 수 추이



자료: 강원랜드, 하나증권

도표 10. 강원랜드 카지노 규제 완화 주요 내용

	기존	향후
카지노 일반영업장 면적 변경	1만4512.68㎡	2만260.68㎡ (5748㎡ 증가)
카지노 게임기구 대수 변경	총 게임기구 대수 1,560대 - 테이블 200대 - 머신 1,360대	총 게임기구 대수 1,860대 - 테이블 250대 (50대 증가) - 머신 1,610대 (250대 증가)
외국인 전용존 이용대상 변경	외국인(시민권자)	외국인(시민권자) 및 영주권자
외국인 전용존 베팅한도 변경	최대 30만원	최대 3억원

주: 2024년 9월 4일 문화체육관광부로부터 카지노업 변경허가 통보
자료: 공시, 하나증권

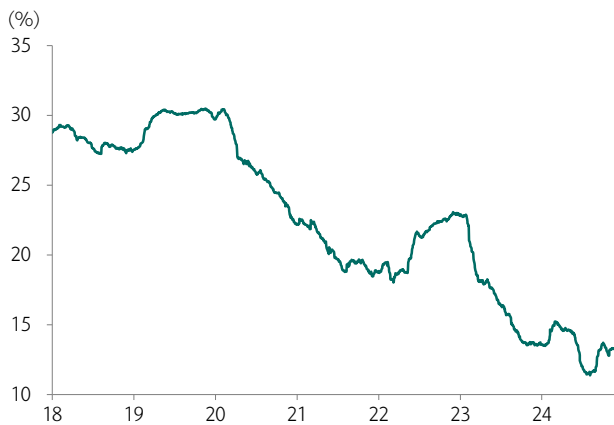
도표 11. 강원랜드 중장기 투자계획

(단위: 십억원)



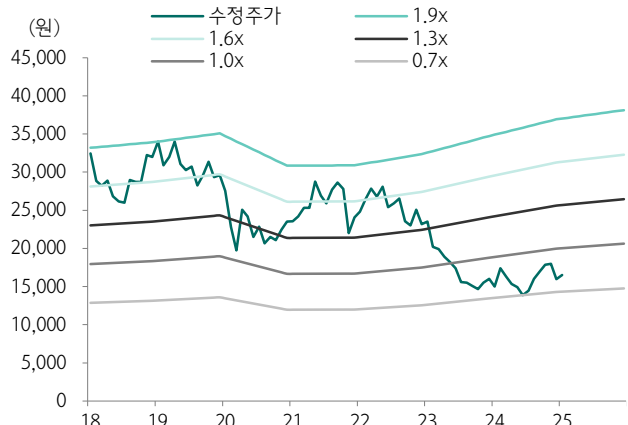
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 12. 강원랜드 외국인 지분을 추이



자료: Quantivise, 하나증권

도표 13. 강원랜드 12MF P/B 차트



자료: 하나증권

2) 파라다이스: 4Q 예상 OP 287억원(+95% YoY)

4분기 예상 매출액/영업이익은 각각 2,689억원(+11% YoY)/287억원(+95%)로 컨센서스(337억원)을 하회할 것이다. 드랍액은 1.66조원(-0%), 홀드올은 11.6%(+1.6%p)으로 6월부터 5개월 연속 이어진 10% 내외의 부진한 홀드올 흐름이 일단락 되었다. 인센티브 등 계절적인 비용 등을 제외하면 특이사항은 없다. 중국 VIP 드랍액은 2,980억원(-2%)으로, 작년 4분기부터 3,000억원 내외가 유지되고 있다.

2025년에는 연간 드랍액 10% 내외 상승, 홀드올 11.2%(유지)를 가정해 영업이익 1,684억원(+16%)을 전망한다. 이 중 중국인 VIP 드랍액은 연간 14% 상승을 가정했는데, 이를 달성하더라도 2019년 대비 여전히 81% 수준에 불과하다. 다만, 아직 시기가 확정되지는 않았으나 중국 크루즈 단체 관광객에 대한 무비자 입국 허용을 계획이며, 2026년 이후에는 개별 관광객에 대한 무비자도 검토할 것이라고 밝혔다. 해당 이슈들이 현실화된다면 현 주가 수준에서는 밸류에이션 상향 요소로 충분히 작용할 수 있다. 신규 호텔 착공은 상반기 내 이뤄질 것으로 예상된다.

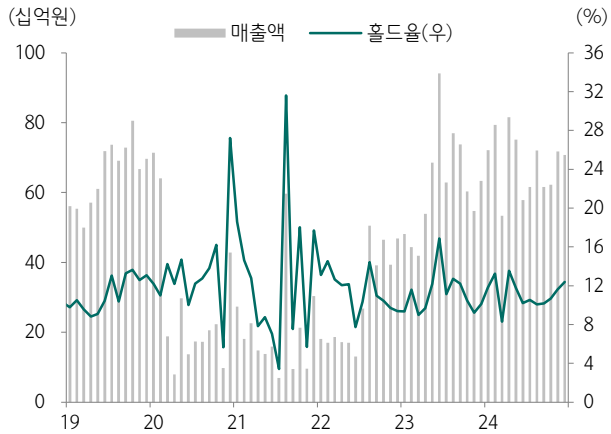
도표 14. 파라다이스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	22	23	24F	25F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
드랍액	2,882	6,173	6,868	7,549	1,264	1,575	1,668	1,666	1,730	1,704	1,773	1,662
홀드올	11.1%	11.3%	11.2%	11.2%	9.9%	12.9%	12.0%	9.9%	11.1%	11.9%	10.2%	11.6%
매출액	588	994	1,075	1,171	192	275	286	242	265	273	268	269
카지노	191	415	404	437	71	134	116	94	102	112	84	105
호텔	114	114	113	114	25	29	31	29	26	28	30	29
기타	13	16	17	18	4	3	6	3	4	2	8	3
복합리조트	271	449	542	602	91	109	133	115	132	131	147	132
영업이익	10	146	145	168	19	55	57	15	48	32	36	29
OPM	2%	15%	14%	14%	10%	20%	20%	6%	18%	12%	13%	11%
당기순이익	16	80	80	98	9	37	44	(10)	37	18	20	5
지배주주순이익	25	66	54	79	7	29	35	(5)	26	15	10	4

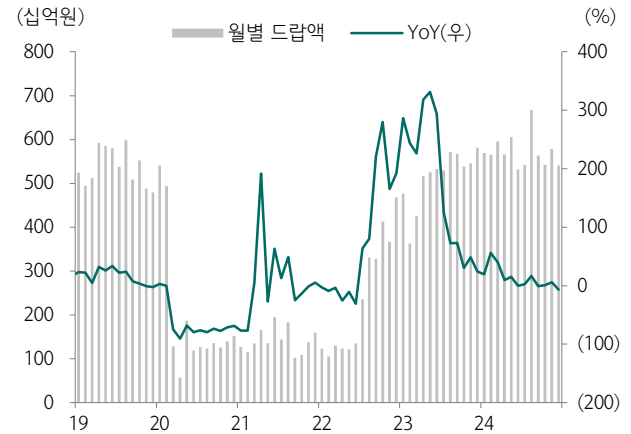
자료: 파라다이스, 하나증권

도표 15. 파라다이스 월별 매출액: 12월 707억원(+12% YoY)



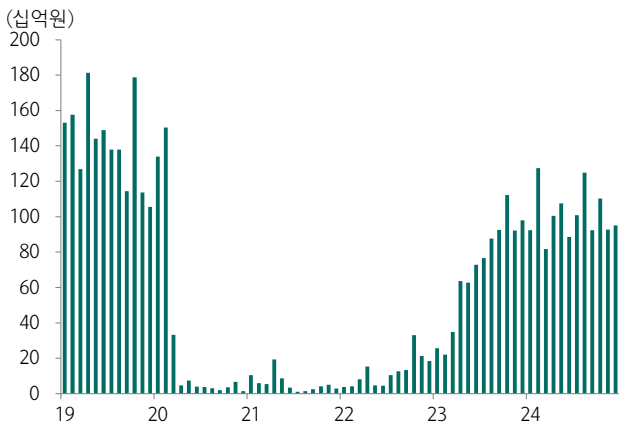
자료: 파라다이스, 하나증권

도표 16. 파라다이스 월별 드랍액: 12월 5,409억원(-7% YoY)



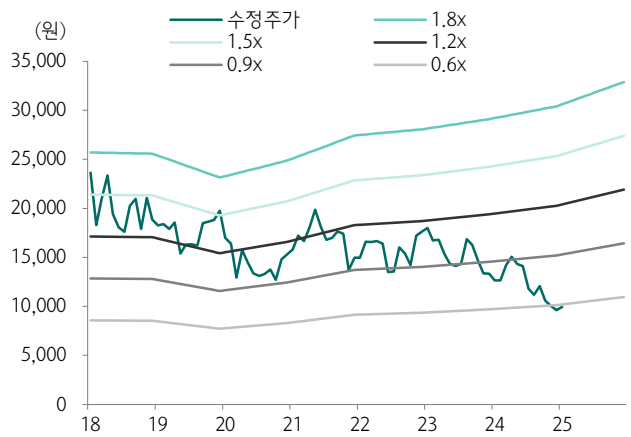
자료: 파라다이스, 하나증권

도표 17. 파라다이스 중국인 VIP 드랍액: 19년 12월 대비 90% 회복



자료: 파라다이스, 하나증권

도표 18. 파라다이스 12MF P/B 차트



자료: 하나증권

3) GKL: 4Q 예상 OP 127억원(흑전)

GKL의 4분기 예상 매출액/영업이익은 각각 1,075억원(+19% YoY)/127억원(흑전)으로 컨센서스(119억원)에 부합할 것이다. 드랍액은 8,787억원(-8%)으로 연중 가장 부진했지만 홀드올이 12.1%(+2.5%p)로 지난 1년간 이어져 오던 10% 내외의 부진한 흐름을 반전시키며 6개 분기 만에 분기 매출액 1,000억원을 상회했다. 2025년 연간 예상 드랍액은 약 4.0조원(+9%), 홀드올은 11.0% 수준으로 소폭 회복한다는 가정하에 매출액/영업이익은 각각 4,429억원(+11%)/667억원(+46%)으로 예상한다.

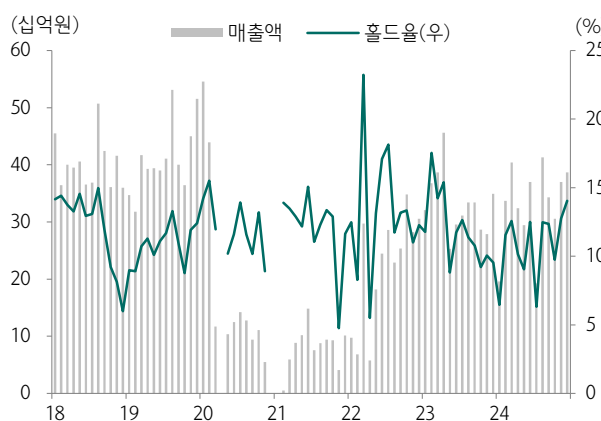
도표 19. GKL 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	22	23	24F	25F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
드랍액	1,987	3,394	3,648	3,961	754	836	850	955	916	941	912	879
홀드올	13.1%	11.6%	10.8%	11.0%	14.3%	12.0%	11.5%	9.6%	10.2%	10.5%	10.4%	12.1%
매출액	262	397	398	443	109	100	97	91	98	99	94	107
영업이익	(14)	51	46	67	27	11	14	(1)	14	13	6	13
OPM	-5%	13%	11%	15%	25%	11%	14%	-1%	14%	13%	6%	12%
당기순이익	(23)	44	39	56	22	9	12	2	10	11	6	11

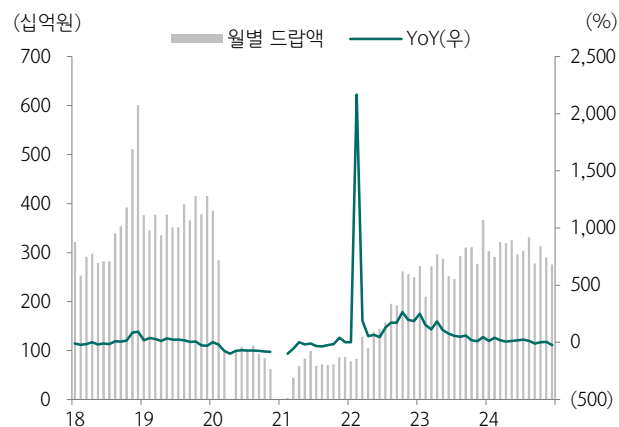
자료: GKL, 하나증권

도표 20. GKL 월별 매출액: 12월 387억원(11% YoY)



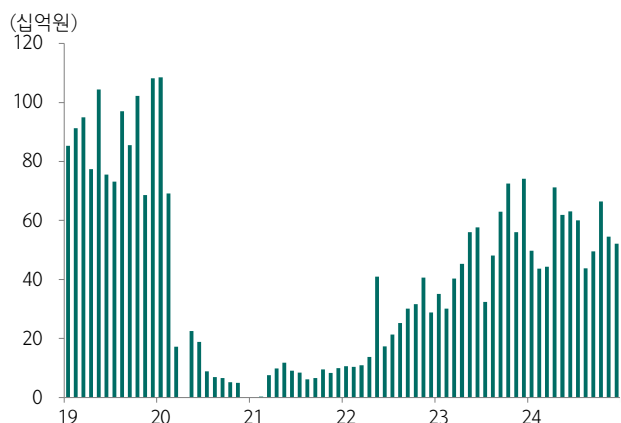
자료: GKL, 하나증권

도표 21. GKL 월별 드랍액: 12월 2,756억원(-25% YoY)



자료: GKL, 하나증권

도표 22. GKL 중국인 VIP 드랍액: 12월 2019년 대비 70% 회복



자료: GKL, 하나증권

도표 23. GKL 12MF P/B 차트



자료: GKL, 하나증권

4) 롯데관광개발: 4Q 예상 OP 89억원(흑전)

롯데관광개발의 4분기 예상 매출액/영업이익은 각각 1,126억원(+21% YoY)/89억원(흑전)으로 컨센서스(128억원)을 하회할 것이다. 호텔 부문 매출액은 OCC 66%(+2%p), ADR 30.1만원(+22%)으로 187억원(-18%), 카지노는 드랍액 4,559억원(+6%), 홀드올 16.2%(+4.1%p)으로 739억원(+42%)을 기록했다. VIP 영업을 강화하면서 홀드올이 다소 부진했지만 연간 16~17% 수준은 유지될 것으로 예상된다. 호텔이나 카지노 부문의 부진은 10월만 하더라도 국제 노선이 22개 도시에 연결되었는데, 계절성으로 인해 12월 중 12개 도시까지 편성이 감소한 영향이다. 그럼에도 불구하고 방문객 수가 8월부터 월 3.5만명을 지속 상회하고 있다는 점은 매우 긍정적이다. 1월에는 이미 16개 도시까지 연결이 재개되었으며, 여름 성수기까지 재차 확대 될 것이다. 이에 따라 2025년에는 매출액/영업이익 각각 5,349억원(+13%)/677억원(+67%)으로 또 한 번 사상 최대 실적을 전망한다.

11월에는 리파이낸싱도 성공적으로 마무리 했다. 규모는 590억원 증액되었지만 1) 금리 하락(선순위 8,000억원, 6%)으로 이자 및 제반 비용 등을 연간 200억원 절감했으며, 2) 1년이 아닌 30개월로 장기 계약을 맺었다는 점에서 긍정적으로 평가할 수 있다.

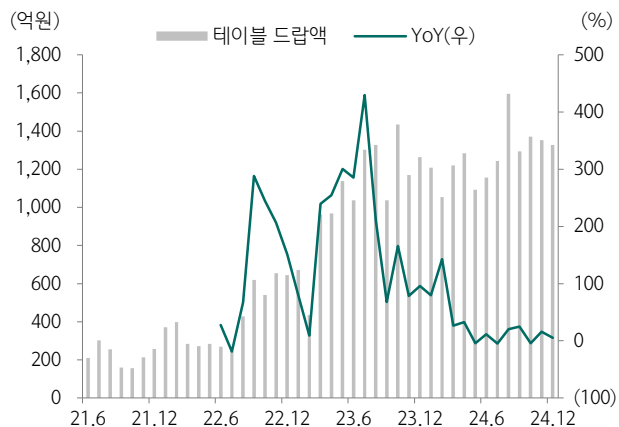
도표 24. 롯데관광개발 실적 테이블

(단위: 십억원)

	22	23	24F	25F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
드랍액	580	1,445	1,726	2,027	229	343	441	431	385	410	476	456
홀드올	7.5%	10.6%	17.1%	16.9%	7.1%	9.2%	11.9%	12.1%	18.2%	16.2%	17.7%	16.2%
매출액	184	314	474	535	47	77	97	93	106	116	139	113
여행	11	61	88	94	11	20	14	16	18	25	27	18
호텔	118	93	85	91	18	24	28	23	17	23	26	19
카지노	44	152	295	343	16	32	52	52	70	66	84	74
기타	11	7	7	7	2	2	2	1	1	2	2	2
영업이익	(119)	(61)	46	68	(33)	(18)	0	(9)	9	6	22	9
OPM(%)	(65)	(19)	10	13	(71)	(24)	0	(10)	8	5	16	8
당기순이익	(225)	(202)			(94)	(48)	(29)	(31)	(38)	(3)	(29)	

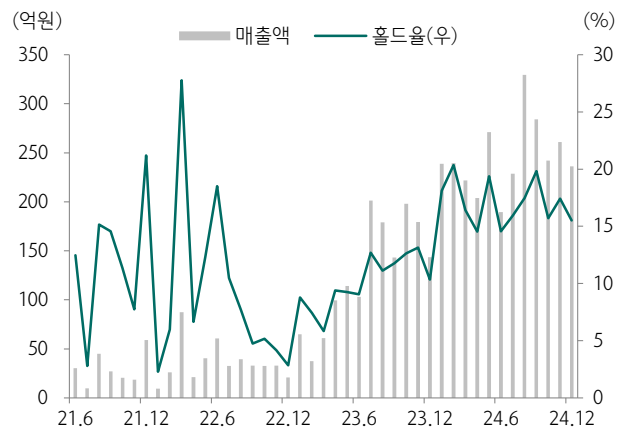
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 25. 제주드림타워 카지노 월별 드랍액 추이



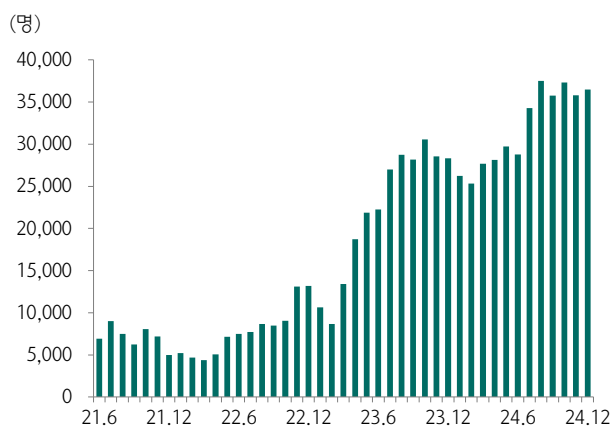
자료: 롯데관광개발, 하나증권. 주: 제주드림타워 카지노 2021년 6월 개장

도표 26. 제주드림타워 카지노 매출액 및 홀드율 추이



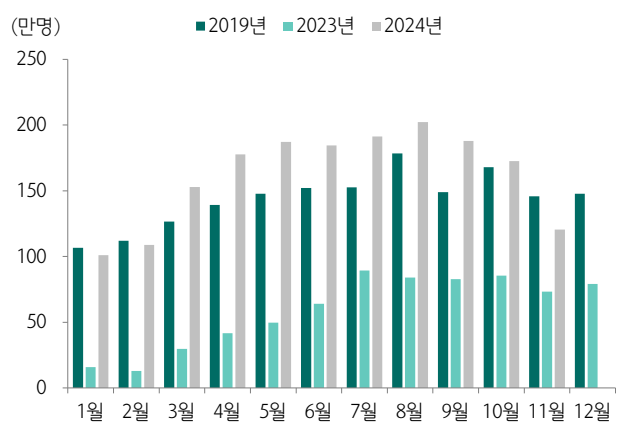
자료: 롯데관광개발, 하나증권. 주: 제주드림타워 카지노 2021년 6월 개장

도표 27. 제주드림타워 카지노 방문객 수



자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 28. 제주도 외국인 월별 방문객 수



자료: 제주국제공항, 롯데관광개발, 하나증권

추정 재무제표(강원랜드)

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,270.7	1,388.6	1,420.7	1,474.3	1,505.0
매출원가	921.8	979.4	1,002.5	1,012.2	1,030.8
매출총이익	348.9	409.2	418.2	462.1	474.2
판매비	131.3	126.9	130.4	135.5	139.1
영업이익	217.6	282.3	287.9	326.6	335.0
금융손익	(31.8)	208.2	162.3	170.8	179.8
종속/관계기업손익	0.2	(6.9)	0.5	0.5	0.5
기타영업외손익	(18.2)	(26.3)	93.0	(25.6)	(7.6)
세전이익	167.9	457.2	543.7	472.2	507.7
법인세	52.2	116.4	111.5	115.7	120.2
계속사업이익	115.6	340.9	432.3	356.5	387.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	115.6	340.9	432.3	356.5	387.4
비배주주지분 순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	115.6	340.9	432.3	356.6	387.5
지배주주지분포괄이익	162.6	333.5	432.3	356.6	387.5
NOPAT	149.9	210.4	228.9	246.6	255.7
EBITDA	295.8	362.7	362.4	395.5	398.9
성장성(%)					
매출액증가율	61.17	9.28	2.31	3.77	2.08
NOPAT증가율	흑전	40.36	8.79	7.73	3.69
EBITDA증가율	1,007.87	22.62	(0.08)	9.13	0.86
영업이익증가율	흑전	29.73	1.98	13.44	2.57
(지배주주)순이익증가율	흑전	194.90	26.81	(17.51)	8.67
EPS증가율	흑전	195.00	26.87	(17.52)	8.64
수익성(%)					
매출총이익률	27.46	29.47	29.44	31.34	31.51
EBITDA이익률	23.28	26.12	25.51	26.83	26.50
영업이익률	17.12	20.33	20.26	22.15	22.26
계속사업이익률	9.10	24.55	30.43	24.18	25.74

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	540	1,593	2,021	1,667	1,811
BPS	16,778	18,005	19,144	19,768	20,632
CFPS	1,423	1,675	2,889	2,529	2,671
EBITDAPS	1,382	1,696	1,694	1,849	1,864
SPS	5,939	6,490	6,641	6,891	7,034
DPS	350	930	1,100	1,000	1,100
주기지표(배)					
PER	42.96	10.04	7.90	9.91	9.12
PBR	1.38	0.89	0.83	0.84	0.80
PCFR	16.30	9.55	5.53	6.53	6.18
EV/EBITDA	12.61	5.87	5.31	4.37	3.81
PSR	3.91	2.47	2.40	2.40	2.35
재무비율(%)					
ROE	3.47	9.61	11.38	8.94	9.34
ROA	2.89	7.91	9.44	7.45	7.80
ROIC	18.67	29.03	33.84	40.11	44.96
부채비율	22.03	20.96	20.07	20.07	19.56
순부채비율	(36.13)	(35.15)	(40.64)	(44.08)	(47.13)
이자보상배율(배)	119.06	36.85	37.59	42.64	43.74

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,328.8	1,391.1	1,692.9	1,888.1	2,099.7
금융자산	1,299.6	1,353.8	1,654.9	1,848.9	2,059.7
현금성자산	101.1	166.2	366.0	472.0	586.1
매출채권	4.6	6.0	6.1	6.4	6.5
재고자산	4.0	5.5	5.7	5.9	6.0
기타유동자산	20.6	25.8	26.2	26.9	27.5
비유동자산	2,838.9	3,057.6	3,015.7	2,981.0	2,969.6
투자자산	1,233.5	1,554.7	1,557.2	1,561.5	1,563.9
금융자산	1,178.9	1,507.1	1,508.6	1,510.9	1,512.3
유형자산	1,258.0	1,234.4	1,190.6	1,152.1	1,138.5
무형자산	2.8	1.8	1.1	0.7	0.5
기타비유동자산	344.6	266.7	266.8	266.7	266.7
자산총계	4,167.8	4,448.7	4,708.6	4,869.1	5,069.3
유동부채	687.7	701.1	717.0	743.4	758.5
금융부채	2.7	6.1	6.3	6.5	6.7
매입채무	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7
기타유동부채	681.7	691.6	707.2	733.3	748.1
비유동부채	64.7	69.6	70.0	70.5	70.9
금융부채	63.0	54.9	54.9	54.9	54.9
기타비유동부채	1.7	14.7	15.1	15.6	16.0
부채총계	752.4	770.8	787.0	814.0	829.4
지배주주지분	3,415.4	3,677.9	3,921.6	4,055.1	4,240.0
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
자본조정	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	3,353.2	3,615.7	3,859.4	3,993.0	4,177.7
비지배주주지분	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)
자본총계	3,415.4	3,677.9	3,921.6	4,055.1	4,239.9
순금융부채	(1,234.0)	(1,292.8)	(1,593.7)	(1,787.4)	(1,998.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	420.2	337.8	522.1	451.1	465.9
당기순이익	115.6	340.9	432.3	356.5	387.4
조정	185.8	3.9	74.4	69.0	63.9
감가상각비	78.2	80.5	74.4	68.9	63.8
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.2)	6.9	0.0	0.0	0.0
기타	107.8	(83.5)	0.0	0.1	0.1
영업활동 자산부채변동	118.8	(7.0)	15.4	25.6	14.6
투자활동 현금흐름	(524.2)	(202.7)	(133.8)	(122.2)	(149.2)
투자자산감소(증가)	(667.1)	(321.3)	(2.5)	(4.2)	(2.4)
자본증가(감소)	(29.1)	(70.8)	(30.0)	(30.0)	(50.0)
기타	172.0	189.4	(101.3)	(88.0)	(96.8)
재무활동 현금흐름	(1.3)	(75.5)	(188.4)	(222.8)	(202.6)
금융부채증가(감소)	(2.3)	(4.6)	0.1	0.2	0.1
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.0	0.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	(71.0)	(188.5)	(223.0)	(202.7)
현금의 증감	(105.3)	59.6	205.3	106.1	114.0
Unlevered CFO	304.5	358.4	618.2	541.1	571.5
Free Cash Flow	390.7	267.0	492.1	421.1	415.9

추정 재무제표(파라다이스)

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	587.6	994.2	1,075.2	1,171.4	1,249.0
매출원가	516.1	760.2	831.9	899.4	955.2
매출총이익	71.5	234.0	243.3	272.0	293.8
판매비	61.2	88.2	98.0	103.5	109.8
영업이익	10.4	145.8	145.3	168.4	184.1
금융손익	(55.0)	(41.7)	(51.8)	(47.0)	22.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	74.7	(12.6)	(0.9)	1.7	4.3
세전이익	30.1	91.5	92.7	123.1	210.9
법인세	14.3	11.3	13.0	24.6	32.1
계속사업이익	15.8	80.2	79.7	98.5	178.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	15.8	80.2	79.7	98.5	178.8
비지배주주지분 순이익	(9.5)	17.6	17.5	21.6	39.3
지배주주순이익	25.3	62.6	54.2	78.8	91.1
지배주주지분포괄이익	126.7	35.3	59.2	73.2	132.9
NOPAT	5.5	127.7	124.9	134.7	156.0
EBITDA	105.2	228.8	222.5	240.4	251.1
성장성(%)					
매출액증가율	41.76	69.20	8.15	8.95	6.62
NOPAT증가율	흑전	2,221.82	(2.19)	7.85	15.81
EBITDA증가율	145.79	117.49	(2.75)	8.04	4.45
영업이익증가율	흑전	1,301.92	(0.34)	15.90	9.32
(지배주주)순이익증가율	흑전	147.43	(13.42)	45.39	15.61
EPS증가율	흑전	144.80	(13.47)	45.18	15.73
수익성(%)					
매출총이익률	12.17	23.54	22.63	23.22	23.52
EBITDA이익률	17.90	23.01	20.69	20.52	20.10
영업이익률	1.77	14.67	13.51	14.38	14.74
계속사업이익률	2.69	8.07	7.41	8.41	14.32

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	279	683	591	858	993
BPS	15,239	15,585	16,167	16,891	18,270
CFPS	1,357	2,752	2,415	2,637	3,491
EBITDAPS	1,156	2,496	2,425	2,619	2,736
SPS	6,461	10,848	11,716	12,764	13,610
DPS	0	100	120	150	170
주기지표(배)					
PER	63.08	19.50	16.24	11.66	10.07
PBR	1.15	0.85	0.59	0.59	0.55
PCFR	12.97	4.84	3.98	3.79	2.86
EV/EBITDA	25.48	9.26	7.97	6.63	5.45
PSR	2.72	1.23	0.82	0.78	0.73
재무비율(%)					
ROE	1.95	4.52	3.78	5.28	5.74
ROA	0.73	1.75	1.48	2.08	2.30
ROIC	0.22	5.21	5.37	6.03	7.28
부채비율	108.38	102.65	100.29	98.19	92.29
순부채비율	44.83	28.87	18.55	7.42	(5.73)
이자보상배율(배)	0.16	2.07	1.98	2.42	2.78

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	694.5	862.8	1,038.0	1,243.2	1,512.6
금융자산	650.9	811.8	982.9	1,183.1	1,448.5
현금성자산	487.4	688.9	827.8	978.0	1,230.1
매출채권	19.9	26.6	28.8	31.4	33.5
재고자산	7.0	7.7	8.4	9.1	9.7
기타유동자산	16.7	16.7	17.9	19.6	20.9
비유동자산	2,817.0	2,755.5	2,680.3	2,610.8	2,545.8
투자자산	48.7	35.0	37.0	39.4	41.4
금융자산	48.7	35.0	37.0	39.4	41.4
유형자산	2,260.5	2,236.4	2,162.8	2,093.8	2,029.1
무형자산	171.4	165.1	161.5	158.6	156.3
기타비유동자산	336.4	319.0	319.0	319.0	319.0
자산총계	3,511.5	3,618.3	3,718.4	3,854.1	4,058.3
유동부채	1,174.1	690.7	707.5	733.9	755.2
금융부채	976.3	409.5	409.6	409.7	409.8
매입채무	3.5	4.5	4.8	5.3	5.6
기타유동부채	194.3	276.7	293.1	318.9	339.8
비유동부채	652.3	1,142.1	1,154.4	1,175.5	1,192.6
금융부채	430.1	917.7	917.7	917.7	917.7
기타비유동부채	222.2	224.4	236.7	257.8	274.9
부채총계	1,826.4	1,832.8	1,861.8	1,909.4	1,947.8
지배주주지분	1,362.4	1,405.6	1,459.0	1,525.5	1,652.1
자본금	47.1	47.4	47.4	47.4	47.4
자본잉여금	328.3	335.8	335.8	335.8	335.8
자본조정	(24.6)	(24.6)	(24.6)	(24.6)	(24.6)
기타포괄이익누계액	486.6	475.1	475.1	475.1	475.1
이익잉여금	524.9	571.8	625.3	691.8	818.3
비지배주주지분	322.8	379.9	397.5	419.1	458.4
자본총계	1,685.2	1,785.5	1,856.5	1,944.6	2,110.5
순금융부채	755.5	515.4	344.4	144.3	(121.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	63.8	287.6	183.5	215.1	281.9
당기순이익	15.8	80.2	79.7	98.5	178.8
조정	64.4	134.5	77.2	71.9	67.0
감가상각비	94.8	83.0	77.2	71.9	67.0
외환거래손익	1.8	(4.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(32.2)	55.5	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(16.4)	72.9	26.6	44.7	36.1
투자활동 현금흐름	509.1	(26.1)	(34.3)	(52.4)	(15.2)
투자자산감소(증가)	0.8	381.6	(2.1)	(2.4)	(2.0)
자본증가(감소)	(17.1)	(62.1)	0.0	0.0	0.0
기타	525.4	(345.6)	(32.2)	(50.0)	(13.2)
재무활동 현금흐름	(195.0)	(71.2)	(8.5)	(10.3)	(12.9)
금융부채증가(감소)	(193.2)	(79.1)	0.1	0.1	0.1
자본증가(감소)	4.0	7.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(5.8)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(8.6)	(10.4)	(13.0)
현금의 증감	377.9	190.3	151.6	150.3	252.2
Unlevered CFO	123.4	252.2	221.6	242.0	320.3
Free Cash Flow	46.7	225.5	183.5	215.1	281.9

추정 재무제표(GKL)

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	262.1	396.7	398.0	442.9	475.5
매출원가	251.1	317.4	321.0	343.0	362.7
매출총이익	11.0	79.3	77.0	99.9	112.8
판매비	25.8	28.4	31.4	33.1	34.8
영업이익	(14.8)	50.9	45.6	66.7	78.0
금융손익	(10.4)	4.9	6.4	7.3	8.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.8)	(1.2)	(1.4)	(1.3)	(1.3)
세전이익	(26.1)	54.6	50.6	72.7	84.9
법인세	(2.5)	10.9	11.6	16.7	19.5
계속사업이익	(23.5)	43.6	39.0	56.0	65.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(23.5)	43.6	39.0	56.0	65.4
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(23.5)	43.6	39.0	56.0	65.4
지배주주지분포괄이익	(1.6)	29.4	39.0	56.0	65.4
NOPAT	(13.4)	40.7	35.1	51.4	60.1
EBITDA	18.0	81.3	62.3	76.0	83.2
성장성(%)					
매출액증가율	207.99	51.35	0.33	11.28	7.36
NOPAT증가율	적지	흑전	(13.76)	46.44	16.93
EBITDA증가율	흑전	351.67	(23.37)	21.99	9.47
영업이익증가율	적지	흑전	(10.41)	46.27	16.94
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	(10.55)	43.59	16.79
EPS증가율	적지	흑전	(10.64)	43.65	16.80
수익성(%)					
매출총이익률	4.20	19.99	19.35	22.56	23.72
EBITDA이익률	6.87	20.49	15.65	17.16	17.50
영업이익률	(5.65)	12.83	11.46	15.06	16.40
계속사업이익률	(8.97)	10.99	9.80	12.64	13.75

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(381)	705	630	905	1,057
BPS	6,142	6,617	6,834	7,209	7,636
CFPS	413	1,360	1,118	1,363	1,495
EBITDAPS	291	1,315	1,007	1,228	1,345
SPS	4,237	6,413	6,435	7,160	7,687
DPS	0	353	460	630	730
주가지표(배)					
PER	(49.61)	19.13	17.52	12.96	11.10
PBR	3.08	2.04	1.62	1.63	1.54
PCFR	45.76	9.92	9.87	8.61	7.85
EV/EBITDA	56.28	7.22	7.24	5.64	4.70
PSR	4.46	2.10	1.72	1.64	1.53
재무비율(%)					
ROE	(6.18)	11.06	9.37	12.89	14.25
ROA	(4.17)	7.06	6.15	8.69	9.71
ROIC	(22.87)	70.06	74.92	119.07	176.90
부채비율	58.85	54.77	49.88	46.82	46.59
순부채비율	(41.52)	(60.45)	(62.46)	(64.31)	(68.62)
이자보상배율(배)	(5.40)	13.46	12.55	18.07	20.56

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	257.3	338.9	355.7	382.6	423.0
금융자산	241.1	324.2	340.9	366.1	405.4
현금성자산	165.6	179.9	171.7	188.0	224.4
매출채권	11.5	10.0	10.0	11.1	11.9
재고자산	2.9	2.1	2.1	2.3	2.5
기타유동자산	1.8	2.6	2.7	3.1	3.2
비유동자산	346.2	294.5	277.9	272.1	269.4
투자자산	65.1	30.4	30.5	34.0	36.5
금융자산	64.2	29.5	29.6	33.0	35.4
유형자산	74.0	69.2	52.8	43.9	39.0
무형자산	6.5	6.5	6.1	5.8	5.5
기타비유동자산	200.6	188.4	188.5	188.4	188.4
자산총계	603.5	633.4	633.6	654.7	692.4
유동부채	157.6	169.7	156.4	154.3	165.6
금융부채	17.4	22.3	22.4	24.9	26.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	140.2	147.4	134.0	129.4	138.9
비유동부채	66.0	54.5	54.5	54.5	54.5
금융부채	66.0	54.5	54.5	54.5	54.5
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	223.6	224.1	210.8	208.8	220.1
지배주주지분	379.9	409.3	422.7	445.9	472.4
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	327.7	357.1	370.5	393.7	420.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	379.9	409.3	422.7	445.9	472.4
순금융부채	(157.7)	(247.4)	(264.0)	(286.8)	(324.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	45.9	84.3	42.3	60.1	79.7
당기순이익	(23.5)	43.6	39.0	56.0	65.4
조정	49.0	42.3	16.7	9.2	5.2
감가상각비	32.8	30.4	16.7	9.2	5.2
외환거래손익	0.3	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.9	12.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	20.4	(1.6)	(13.4)	(5.1)	9.1
투자활동 현금흐름	48.7	(49.1)	(24.9)	(12.4)	(5.4)
투자자산감소(증가)	26.9	34.6	(0.1)	(3.4)	(2.5)
자본증가(감소)	(18.5)	(15.5)	0.0	0.0	0.0
기타	40.3	(68.2)	(24.8)	(9.0)	(2.9)
재무활동 현금흐름	(21.4)	(6.5)	(25.5)	(30.3)	(37.1)
금융부채증가(감소)	25.4	(6.5)	0.1	2.5	1.8
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(46.8)	0.0	(0.1)	0.0	0.1
배당지급	0.0	0.0	(25.5)	(32.8)	(39.0)
현금의 증감	73.1	28.6	(23.0)	16.2	36.3
Unlevered CFO	25.5	84.1	69.1	84.3	92.5
Free Cash Flow	27.3	68.8	42.3	60.1	79.7

추정 재무제표(롯데관광개발)

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	88	17	107	184	314
매출원가	66	0	0	0	0
매출총이익	22	17	107	184	314
판매비	39	88	238	302	374
영업이익	(16)	(71)	(131)	(119)	(61)
금융손익	2	(8)	(71)	(105)	(118)
종속/관계기업손익	0	(1)	(0)	(0)	1
기타영업외손익	(0)	(1)	(6)	(0)	(35)
세전이익	(14)	(82)	(208)	(224)	(213)
법인세	1	1	(8)	1	(11)
계속사업이익	(15)	(82)	(201)	(225)	(202)
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	(15)	(82)	(201)	(225)	(202)
비배주주지분 순이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
지배주주순이익	(15)	(82)	(201)	(225)	(202)
지배주주지분포괄이익	(17)	(79)	(197)	126	(211)
NOPAT	(17)	(72)	(126)	(119)	(57)
EBITDA	(12)	(53)	(62)	(36)	26
성장성(%)					
매출액증가율	15.8	(80.7)	529.4	72.0	70.7
NOPAT증가율	적전	적지	적지	적지	적지
EBITDA증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
영업이익증가율	적전	적지	적지	적지	적지
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	적지	적지
EPS증가율	적지	적지	적지	적지	적지
수익성(%)					
매출총이익률	25.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	(13.6)	(311.8)	(57.9)	(19.6)	8.3
영업이익률	(18.2)	(417.6)	(122.4)	(64.7)	(19.4)
계속사업이익률	(17.0)	(482.4)	(187.9)	(122.3)	(64.3)

투자지표	2019	2020	2021	2022	2023
주당지표(원)					
EPS	(213)	(1,183)	(2,895)	(3,136)	(2,721)
BPS	4,460	3,313	811	3,223	913
CFPS	(136)	(744)	(820)	(412)	438
EBITDAPS	(169)	(771)	(900)	(500)	351
SPS	1,295	242	1,546	2,564	4,220
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(67.1)	(12.7)	(6.1)	(4.6)	(3.4)
PBR	3.2	4.5	21.6	4.5	10.3
PCR	(105.1)	(20.2)	(21.4)	(35.1)	21.4
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	76.4
PSR	11.0	62.0	11.4	5.6	2.2
재무비율(%)					
ROE	(4.7)	(35.7)	(356.9)	(95.5)	(292.3)
ROA	(2.5)	(6.8)	(15.4)	(12.5)	(11.5)
ROIC	(5.1)	(7.5)	(11.6)	(7.3)	(3.8)
부채비율	88.1	430.1	2,372.0	678.1	2,590.9
순부채비율	14.0	328.1	1,980.5	548.8	1,967.1
이자보상배율(배)	(14.5)	(7.8)	(2.1)	(1.3)	(0.5)

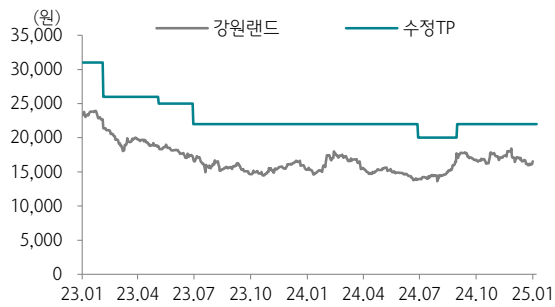
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	53	125	91	61	81
금융자산	27	82	76	38	59
현금성자산	16	58	61	29	34
매출채권	0	1	3	4	5
재고자산	4	4	7	7	4
기타유동자산	22	38	5	12	13
비유동자산	522	1,074	1,211	1,742	1,683
투자자산	22	31	36	27	21
금융자산	19	30	33	23	16
유형자산	446	965	935	1,342	1,289
무형자산	47	50	51	49	47
기타비유동자산	7	28	189	324	326
자산총계	575	1,198	1,302	1,803	1,764
유동부채	251	212	240	1,027	1,209
금융부채	66	87	135	909	1,007
매입채무	0	1	8	7	7
기타유동부채	185	124	97	111	195
비유동부채	19	760	1,009	544	490
금융부채	3	737	985	400	342
기타비유동부채	16	23	24	144	148
부채총계	269	972	1,250	1,571	1,699
지배주주지분	309	229	57	236	70
자본금	35	35	35	36	38
자본잉여금	526	526	550	601	644
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	12	14	17	366	360
이익잉여금	(264)	(345)	(545)	(768)	(973)
비지배주주지분	(3)	(3)	(4)	(4)	(4)
자본총계	306	226	53	232	66
순금융부채	43	742	1,043	1,272	1,290

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	(23)	(114)	(51)	(63)	(13)
당기순이익	(15)	(82)	(201)	(225)	(202)
조정	6	18	107	144	150
감가상각비	5	18	69	83	87
외환거래손익	2	4	5	20	10
지분법손익	(0)	0	0	(0)	(1)
기타	(1)	(4)	33	41	54
영업활동 자산부채변동	(14)	(50)	43	18	39
투자활동 현금흐름	(38)	(579)	(74)	(4)	(20)
투자자산감소(증가)	(10)	(9)	(5)	9	6
자본증가(감소)	(212)	(552)	(87)	(14)	(9)
기타	184	(18)	18	1	(17)
재무활동 현금흐름	65	735	127	34	38
금융부채증가(감소)	28	739	252	87	(71)
자본증가(감소)	36	0	23	53	45
기타재무활동	1	(4)	(148)	(106)	64
배당지급	0	0	0	0	0
현금의 증감	3	42	3	(32)	5
Unlevered CFO	(9)	(52)	(57)	(30)	33
Free Cash Flow	(235)	(667)	(138)	(76)	(22)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

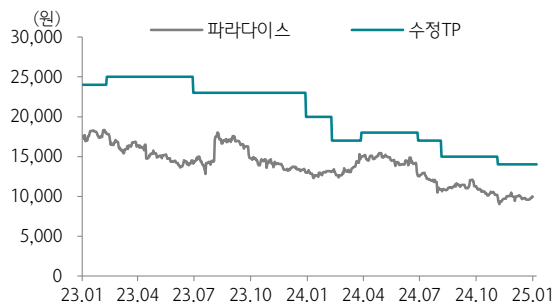
강원랜드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.9.6	BUY	22,000		
24.7.5	BUY	20,000	-26.48%	-11.35%
23.7.6	BUY	22,000	-28.94%	-18.09%
23.5.11	BUY	25,000	-28.10%	-24.08%
23.2.10	BUY	26,000	-24.58%	-17.69%
22.11.11	BUY	31,000	-23.23%	-19.19%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

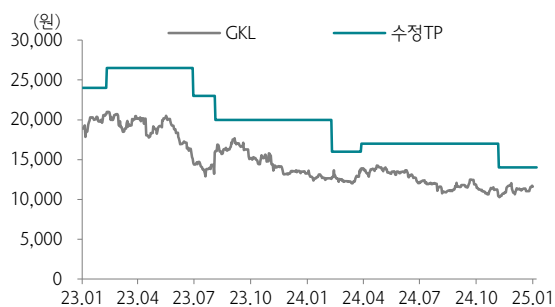
파라다이스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.11	BUY	14,000		
24.8.12	BUY	15,000	-27.10%	-19.53%
24.7.5	BUY	17,000	-29.08%	-23.71%
24.4.4	BUY	18,000	-19.43%	-14.39%
24.2.16	BUY	17,000	-21.04%	-9.94%
24.1.5	BUY	20,000	-35.74%	-33.45%
23.7.6	BUY	23,000	-35.30%	-21.70%
23.2.16	BUY	25,000	-38.21%	-28.84%
23.1.6	BUY	24,000	-26.08%	-23.67%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

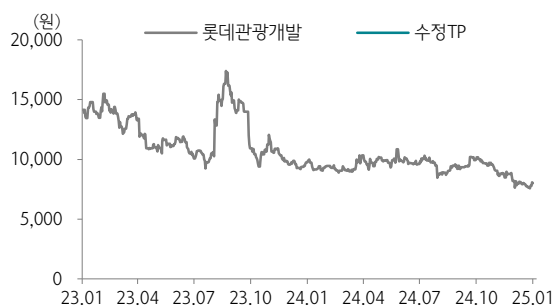
GKL



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.13	BUY	14,000		
24.4.4	BUY	17,000	-27.73%	-16.12%
24.2.16	BUY	16,000	-21.20%	-13.38%
23.8.11	BUY	20,000	-27.28%	-11.55%
23.7.6	BUY	23,000	-38.69%	-30.87%
23.2.16	BUY	26,500	-28.35%	-20.75%
23.1.6	BUY	24,000	-17.45%	-13.75%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

롯데관광개발



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.2.11	Not Rated	-		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 1월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2025년 1월 7일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.57%	4.98%	0.45%	100%

* 기준일: 2025년 01월 04일