

## 롯데관광개발 (032350)

## 도장깨기



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

# Buy (유지)

목표주가(유지): 15,000원

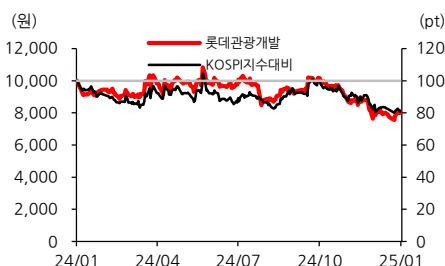
|                |                  |
|----------------|------------------|
| 현재 주가(1/9)     | 8,000 원          |
| 상승여력           | ▲ 87.5%          |
| 시가총액           | 6,096 억원         |
| 발행주식수          | 76,196 천주        |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 10,840 / 7,560 원 |
| 90 일 일평균 거래대금  | 27.04 억원         |
| 외국인 지분율        | 6.7%             |
| 주주 구성          |                  |
| 김기병 (외 5 인)    | 39.4%            |
| 국민연금공단 (외 1 인) | 5.0%             |
| 백현 (외 1 인)     | 0.0%             |

| 주가수익률(%)     | 1개월  | 3개월   | 6개월   | 12개월  |
|--------------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률        | 4.7  | -21.4 | -18.0 | -19.4 |
| 상대수익률(KOSPI) | -2.1 | -18.6 | -6.0  | -17.9 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보      | 2023   | 2024E  | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 매출액       | 314    | 483    | 588   | 710   |
| 영업이익      | -61    | 50     | 76    | 105   |
| EBITDA    | 26     | 134    | 159   | 184   |
| 지배주주순이익   | -202   | -88    | -52   | -18   |
| EPS       | -2,669 | -1,158 | -681  | -230  |
| 순차입금      | 1,290  | 1,302  | 1,250 | 1,181 |
| PER       | -3.5   | -8.5   | -11.8 | -34.8 |
| PBR       | 10.3   | 2.1    | 2.0   | 2.2   |
| EV/EBITDA | 76.6   | 15.2   | 11.7  | 9.7   |
| 배당수익률     | n/a    | n/a    | n/a   | n/a   |
| ROE       | -132.9 | -42.0  | -16.0 | -6.0  |

## 주가 추이



리파이낸싱 성공으로 연간 약 240 억원의 이자 부담이 줄어들었습니다. 성수기인 3 분기에는 세전이익 기준 BEP 를 맞출수도 있겠다는 판단입니다. 목표주가 15,000 원을 유지합니다.

## 4Q24 Preview: 영업이익 컨센서스 부합 추정

우리는 동사의 4분기 매출액과 영업이익을 각각 1,213억원, 133억원으로 추정한다. 영업이익 기준시장 컨센서스(128억원)에 부합했다는 판단이다. 4분기의 경우 10월 국경절이 있으나 11월부터 12월까지 급격히 제주도 국제선 항공편수가 줄어드는 비수기임을 감안하면, 나쁘지 않았던 실적이다. 제주도 외국인 입도객 수가 11월 이후 급격히 감소한 반면 드림타워 카지노 입장객 수 및 카지노 고객 DB 숫자는 유의미하게 증가했다.

## 중국 본토-제주도 직항 도시 늘어날수록 실적은 더 가파를 것

동사 실적에 가장 크게 연동되는 지표는 제주도와 직항 항공편으로 연결된 중국 본토 도시 수인 것으로 추정된다. 그럴수밖에 없는 것이, 카지노 비즈니스 자체가 도시 하나를 뚫을 때마다 초기 마케팅할 수 있는 고객군이 새로이 생성되며, 초기 마케팅 이후 고객 DB화가 되면 텔레마케팅의 대상이 늘어나는 구조이기 때문이다. 또한 비즈니스적 공급이 가능한 비행편이 많아질수록 항공권 콤프라는 선택지도 생기기 때문에 회사 입장에서는 무조건적으로 연결 도시 수가 중요하다. 11-12월은 동계 비수기였으나 당장 1월부터는 1선도시인 광주, 2선도시인 장천 연결 항공편이 재개된다. 이 외에도 아직 연결되지 않은 주요 2선 도시(ex. 대련, 시안, 우한, 하얼빈 등)도 여름 성수기를 전후로 하 늘길이 열릴 수 있을 것으로 보인다.

지난 4분기 리파이낸싱으로 연간 이자 부담은 약 240억원가량 줄어들었다. 연결 도시수가 늘어남에 따라 카지노 매출액 성장시 영업이익 및 순이익 모두에서 레버리지가 날 수 있는 구조다. 성수기인 3분기에는 세전이익 기준 BEP까지도 기대해볼 수 있겠다. 투자의견 Buy, 목표주가 15,000원을 유지한다. 업종 내 최선호주로 제시한다.

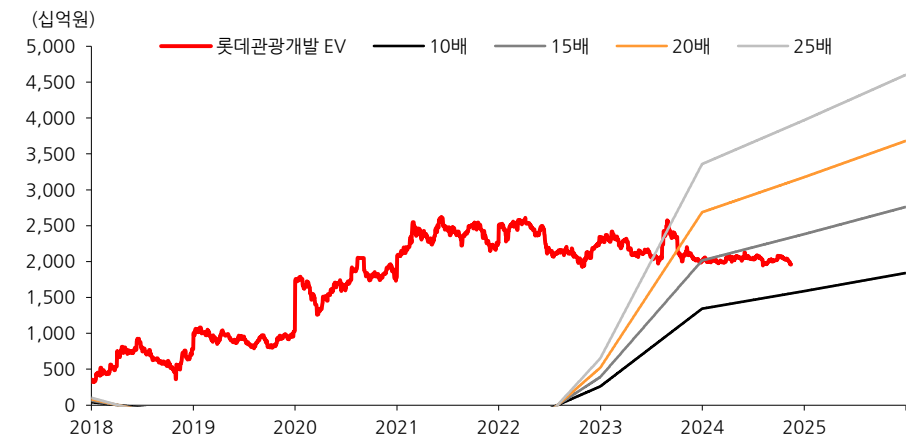
[표24] 롯데관광개발 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

|                  | 12mth Fwd | 2025   | 2026   | 비고             |
|------------------|-----------|--------|--------|----------------|
| EBITDA           | 161       | 159    | 184    |                |
| Target EV/EBITDA | 15        |        |        | '14 마카오 카지노 평균 |
| 적정 EV            | 2,365     |        |        |                |
| 신종자본증권           |           |        |        |                |
| 순차입금             | 1,245     | 1,250  | 1,181  |                |
| 우선주 시가총액         |           |        |        |                |
| 보통주 적정 시가총액      | 1,121     |        |        |                |
| 보통주 발행주식수(천주)    | 76,196    | 76,196 | 76,196 |                |
| 적정주가             | 14,706    |        |        |                |
| 최종 목표주가          | 15,000    |        |        |                |
| 현재주가             | 8,000     |        |        | 1/9 일 증가       |
| 상승여력             | 87.5%     |        |        |                |

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림55] 롯데관광개발 12mth Fwd EV/EBITDA Band



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표25] 롯데관광개발 실적 추정치 비교

(단위: 십억원, %, %pt)

|       | 한화추정치 |       |       | 컨센서스  |       |       | 차이     |        |         |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|
|       | 4Q24E | 2024E | 2025E | 4Q24E | 2024E | 2025E | 4Q24E  | 2024E  | 2025E   |
| 매출액   | 121   | 483   | 588   | 123   | 484   | 562   | -1.2%  | -0.2%  | 4.7%    |
| 영업이익  | 13    | 50    | 76    | 13    | 49    | 85    | 4.3%   | 2.4%   | -10.5%  |
| 영업이익률 | 11.0% | 10.4% | 13.0% | 10.4% | 10.1% | 15.2% | 0.6%pt | 0.3%pt | -2.2%pt |
| 지배순이익 | -18   | -88   | -52   | -18   | -83   | -30   |        |        |         |

자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

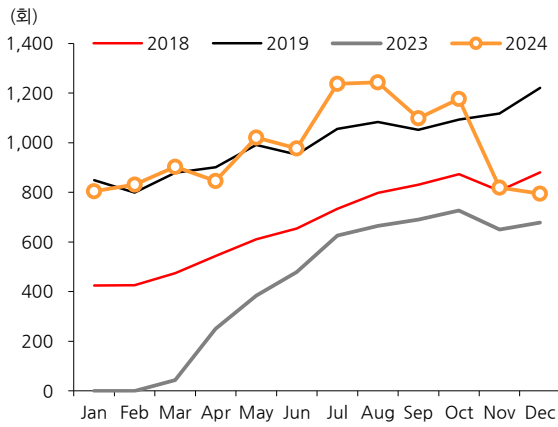
[표26] 롯데관광개발 실적 추이

(단위: 십억원, 백만원, 명, %)

|              | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24    | 4Q24E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| <b>주요 가정</b> |         |         |         |         |        |        |        |        |        |        |         |         |
| 방문객          | 266,869 | 383,073 | 496,035 | 612,465 | 32,690 | 62,834 | 83,888 | 87,457 | 79,252 | 86,673 | 107,533 | 109,615 |
| 드롭액          | 1,445   | 1,724   | 2,388   | 3,067   | 229    | 343    | 441    | 431    | 385    | 410    | 476     | 454     |
| 객당 드롭        | 5.4     | 4.5     | 4.8     | 5.0     | 7.0    | 5.5    | 5.3    | 4.9    | 4.9    | 4.7    | 4.4     | 4.1     |
| 홀드율          | 10.6%   | 17.1%   | 16.7%   | 16.7%   | 7.1%   | 9.2%   | 11.9%  | 12.1%  | 18.2%  | 16.2%  | 17.7%   | 16.3%   |
| <b>실적 추정</b> |         |         |         |         |        |        |        |        |        |        |         |         |
| 매출액          | 314     | 483     | 588     | 710     | 47     | 77     | 97     | 93     | 106    | 116    | 139     | 121     |
| 카지노          | 152     | 295     | 400     | 513     | 16     | 32     | 52     | 52     | 70     | 67     | 84      | 74      |
| 호텔           | 93      | 88      | 65      | 44      | 18     | 24     | 28     | 23     | 17     | 23     | 26      | 22      |
| 여행           | 61      | 93      | 117     | 146     | 11     | 20     | 14     | 16     | 18     | 25     | 27      | 24      |
| 기타           | 7       | 7       | 7       | 7       | 2      | 2      | 2      | 2      | 1      | 2      | 2       | 2       |
| 영업비용         | 374     | 433     | 512     | 604     | 81     | 95     | 96     | 102    | 97     | 110    | 117     | 108     |
| 영업이익         | -61     | 50      | 76      | 105     | -33    | -18    | 0      | -9     | 9      | 6      | 22      | 13      |
| OPM          | -19.3%  | 10.4%   | 13.0%   | 14.8%   | -70.9% | -23.7% | 0.4%   | -10.0% | 8.3%   | 5.1%   | 15.9%   | 11.0%   |
| 지배순이익        | -202    | -88     | -52     | -18     | -94    | -48    | -29    | -31    | -38    | -2     | -29     | -18     |

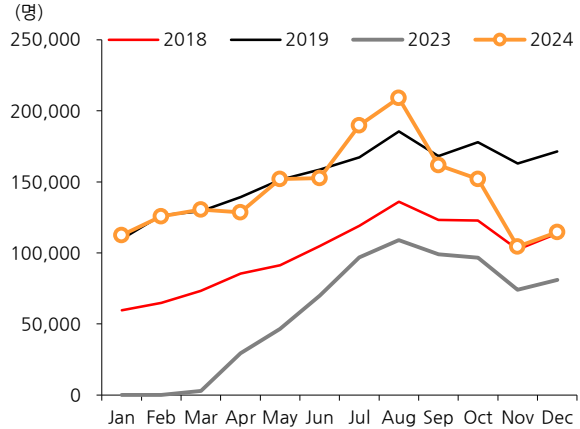
자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림56] 제주-중국 본토 노선 항공편 공급 회복세



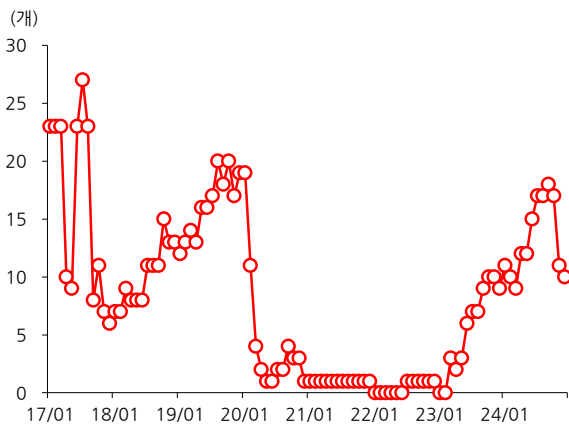
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 제주-중국 본토 노선 수요 회복세



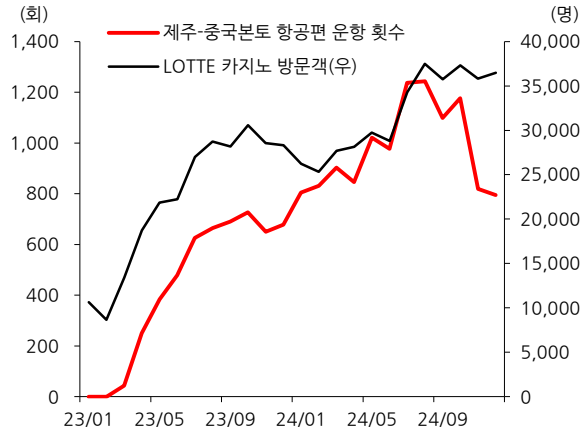
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 제주도와 직항편으로 연결된 중국 도시 수



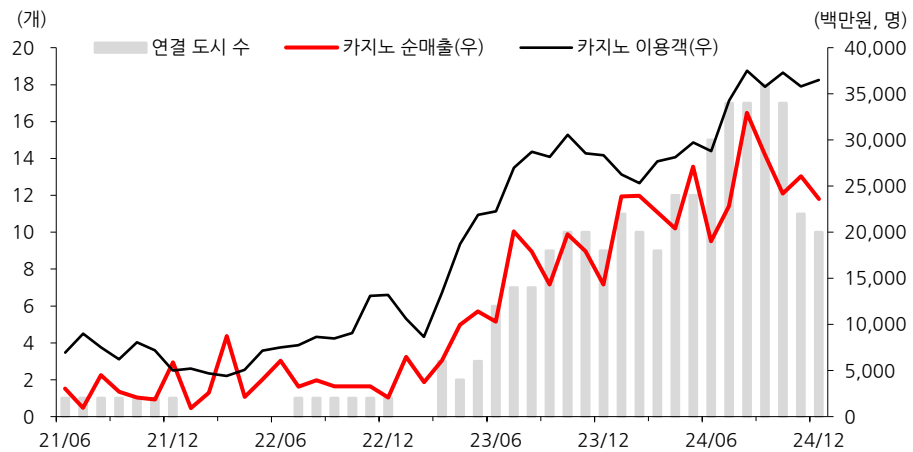
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 제주-중국 노선 운항 횟수와 드림타워 카지노 방문객 수



자료: 에어포탈, 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 중국 연결 도시 수와 드림타워 카지노 순매출 및 카지노 이용객 수 추이



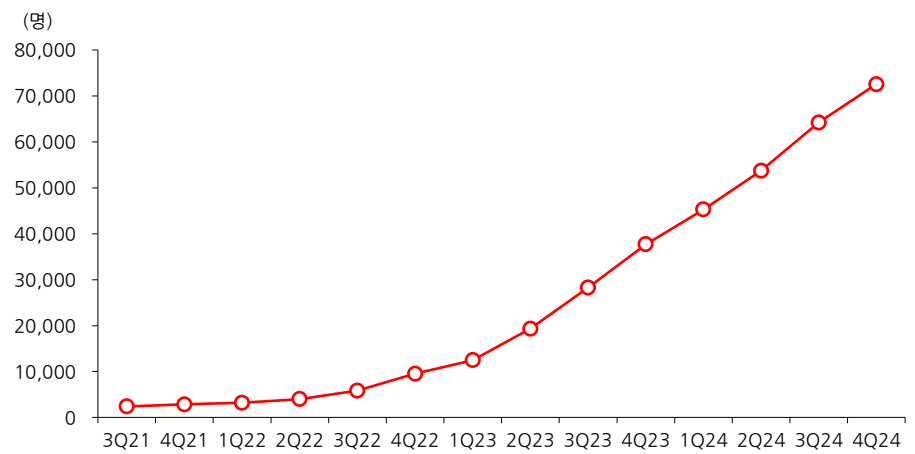
자료: 에어포탈, 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[표27] '24년 12월 제주도 직항 노선 운항된 중국 본토 도시

| 도시   |      | 항공사    | 왕복 운항 편수 | 왕복 수송객 수 |
|------|------|--------|----------|----------|
| 1선도시 | 베이징  | 대한항공   | 36       | 3,187    |
|      |      | 제주항공   | 26       | 2,778    |
|      |      | 에어차이나  | 10       | 778      |
|      |      | 춘추항공   | 62       | 9,798    |
|      | 상하이  | 진에어    | 33       | 5,687    |
|      |      | 중국동방항공 | 108      | 13,339   |
|      |      | 춘추항공   | 183      | 30,896   |
|      |      | 하이난항공  | 106      | 15,911   |
| 선전   | 심천항공 | 12     | 1,414    |          |
| 2선도시 | 항저우  | 중국베이항공 | 16       | 2,458    |
|      |      | 사천항공   | 50       | 7,549    |
|      |      | 춘추항공   | 26       | 4,267    |
|      | 난징   | 춘추항공   | 35       | 5,780    |
|      |      | 하이난항공  | 30       | 3,784    |
|      | 닝보   | 춘추항공   | 18       | 2,845    |
|      | 청도   | 청도항공   | 22       | 953      |
|      | 푸저우  | 사면항공   | 6        | 616      |
|      | 심양   | 춘추항공   | 16       | 2,716    |

자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 카지노 회원 수(고객 DB)



자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산    | 2022   | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 184    | 314   | 483   | 588   | 710   |
| 매출총이익      | 184    | 314   | 483   | 588   | 710   |
| 영업이익       | -119   | -61   | 50    | 76    | 105   |
| EBITDA     | -36    | 26    | 134   | 159   | 184   |
| 순이자손익      | -92    | -113  | -142  | -118  | -110  |
| 외화관련손익     | -4     | -1    | -1    | 0     | 0     |
| 지분법손익      | 0      | 1     | 1     | 0     | 0     |
| 세전계속사업손익   | -224   | -213  | -99   | -55   | -18   |
| 당기순이익      | -225   | -202  | -88   | -52   | -18   |
| 지배주주순이익    | -225   | -202  | -88   | -52   | -18   |
| 증가율(%)     |        |       |       |       |       |
| 매출액        | 334.0  | 70.7  | 54.0  | 21.8  | 20.6  |
| 영업이익       | 적지     | 적지    | 흑전    | 52.4  | 37.4  |
| EBITDA     | 적전     | 흑전    | 414.4 | 18.2  | 15.9  |
| 순이익        | 적전     | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    |
| 이익률(%)     |        |       |       |       |       |
| 매출총이익률     | 100.0  | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 영업이익률      | -64.6  | -19.3 | 10.4  | 13.0  | 14.8  |
| EBITDA 이익률 | -19.5  | 8.3   | 27.8  | 27.0  | 25.9  |
| 세전이익률      | -122.0 | -68.1 | -20.4 | -9.3  | -2.6  |
| 순이익률       | -122.3 | -64.5 | -18.3 | -8.8  | -2.5  |

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산        | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업현금흐름         | -63  | -13  | 45    | 59    | -771  |
| 당기순이익          | -225 | -202 | -88   | -52   | -18   |
| 자산상각비          | 83   | 87   | 84    | 82    | 79    |
| 운전자본증감         | 18   | 39   | 14    | 38    | 24    |
| 매출채권 감소(증가)    | -5   | 25   | 3     | -4    | -2    |
| 재고자산 감소(증가)    | 0    | 3    | 0     | -1    | -1    |
| 매입채무 증가(감소)    | 3    | -29  | -10   | 40    | 24    |
| 투자현금흐름         | -4   | -20  | -11   | -9    | -9    |
| 유형자산처분(취득)     | -14  | -9   | -5    | -9    | -9    |
| 무형자산 감소(증가)    | -1   | -1   | -2    | -2    | -2    |
| 투자자산 감소(증가)    | 6    | -15  | -5    | -1    | -1    |
| 재무현금흐름         | 34   | 38   | 29    | -9    | 831   |
| 차입금의 증가(감소)    | 34   | 38   | 29    | -9    | 831   |
| 자본의 증가(감소)     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 배당금의 지급        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 총현금흐름          | -30  | 33   | 109   | 21    | -795  |
| (-)운전자본증가(감소)  | 12   | -102 | -2    | -38   | -24   |
| (-)설비투자        | 14   | 9    | 5     | 9     | 9     |
| (+)자산매각        | -1   | -1   | -2    | -2    | -2    |
| Free Cash Flow | -56  | 125  | 105   | 48    | -782  |
| (-)기타투자        | -35  | 57   | -12   | -3    | -3    |
| 잉여현금           | -21  | 68   | 117   | 51    | -779  |
| NOPLAT         | -86  | -44  | 36    | 55    | 76    |
| (+) Dep        | 83   | 87   | 84    | 82    | 79    |
| (-)운전자본투자      | 12   | -102 | -2    | -38   | -24   |
| (-)Capex       | 14   | 9    | 5     | 9     | 9     |
| OpFCF          | -29  | 136  | 118   | 166   | 170   |

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2022  | 2023  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산    | 61    | 81    | 152    | 201    | 256    |
| 현금성자산   | 38    | 59    | 128    | 170    | 222    |
| 매출채권    | 11    | 12    | 11     | 15     | 17     |
| 재고자산    | 7     | 4     | 4      | 6      | 6      |
| 비유동자산   | 1,742 | 1,683 | 2,058  | 2,001  | 1,948  |
| 투자자산    | 350   | 347   | 323    | 319    | 316    |
| 유형자산    | 1,342 | 1,289 | 1,688  | 1,636  | 1,586  |
| 무형자산    | 49    | 47    | 47     | 46     | 46     |
| 자산총계    | 1,803 | 1,764 | 2,210  | 2,202  | 2,204  |
| 유동부채    | 1,027 | 1,209 | 501    | 544    | 1,408  |
| 매입채무    | 88    | 115   | 116    | 156    | 179    |
| 유동성이자부채 | 927   | 1,007 | 294    | 293    | 1,130  |
| 비유동부채   | 544   | 490   | 1,362  | 1,363  | 518    |
| 비유동이자부채 | 400   | 342   | 1,135  | 1,128  | 273    |
| 부채총계    | 1,571 | 1,699 | 1,863  | 1,907  | 1,927  |
| 자본금     | 36    | 38    | 38     | 38     | 38     |
| 자본잉여금   | 601   | 644   | 648    | 648    | 648    |
| 이익잉여금   | -768  | -973  | -1,061 | -1,113 | -1,131 |
| 자본조정    | 366   | 360   | 726    | 726    | 726    |
| 자기주식    | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 자본총계    | 232   | 66    | 347    | 295    | 278    |

## 주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산         | 2022     | 2023    | 2024E  | 2025E | 2026E   |
|-----------------|----------|---------|--------|-------|---------|
| 주당지표            |          |         |        |       |         |
| EPS             | -3,080   | -2,669  | -1,158 | -681  | -230    |
| BPS             | 3,223    | 913     | 4,604  | 3,923 | 3,693   |
| DPS             | 0        | 0       | 0      | 0     | 0       |
| CFPS            | -405     | 429     | 1,436  | 279   | -10,428 |
| ROA(%)          | -14.5    | -11.3   | -4.4   | -2.4  | -0.8    |
| ROE(%)          | -154.2   | -132.9  | -42.0  | -16.0 | -6.0    |
| ROIC(%)         | -6.7     | -3.1    | 2.5    | 3.5   | 5.1     |
| Multiples(x, %) |          |         |        |       |         |
| PER             | -4.7     | -3.5    | -8.5   | -11.8 | -34.8   |
| PBR             | 4.5      | 10.3    | 2.1    | 2.0   | 2.2     |
| PSR             | 5.7      | 2.3     | 1.5    | 1.0   | 0.9     |
| PCR             | -35.7    | 21.8    | 6.8    | 28.7  | -0.8    |
| EV/EBITDA       | -65.1    | 76.6    | 15.2   | 11.7  | 9.7     |
| 배당수익률           | n/a      | n/a     | n/a    | n/a   | n/a     |
| 안정성(%)          |          |         |        |       |         |
| 부채비율            | 678.1    | 2,590.9 | 536.8  | 645.9 | 693.9   |
| Net debt/Equity | 556.3    | 1,967.1 | 375.1  | 423.6 | 425.5   |
| Net debt/EBITDA | -3,595.8 | 4,937.8 | 968.9  | 787.4 | 641.8   |
| 유동비율            | 6.0      | 6.7     | 30.4   | 36.9  | 18.2    |
| 이자보상배율(배)       | n/a      | n/a     | 0.4    | 0.6   | 0.9     |
| 자산구조(%)         |          |         |        |       |         |
| 투자자본            | 79.4     | 76.7    | 78.3   | 75.7  | 72.8    |
| 현금+투자자산         | 20.6     | 23.3    | 21.7   | 24.3  | 27.2    |
| 자본구조(%)         |          |         |        |       |         |
| 차입금             | 85.1     | 95.4    | 80.5   | 82.8  | 83.5    |
| 자기자본            | 14.9     | 4.6     | 19.5   | 17.2  | 16.5    |