

롯데관광개발 (032350)

도장깨기



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

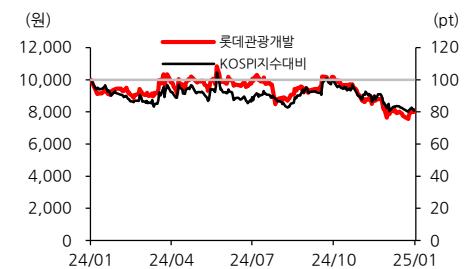
Buy (유지)

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 BEP를 맞출 수도 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 비즈니스석 공급이 가능한 비행편이 많아질수록 항공권 콤프라는 선택지도 생기기 때문에 회사 입장에서는 무조건적으로 연결 도시 수가 중요하다. 11-12월은 동계 비수기였으나 당장 1월부터는 1선도시인 광저우, 2선도시인 장친 연결 항공편이 재개된다. 이 외에도 아직 연결되지 않은 주요 2선 도시(ex. 대련, 시안, 우한, 하얼빈 등)도 여름 성수기를 전후로 하늘길이 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 15,000 원을 유지한다. 업종 내 최선호주로 제시한다.

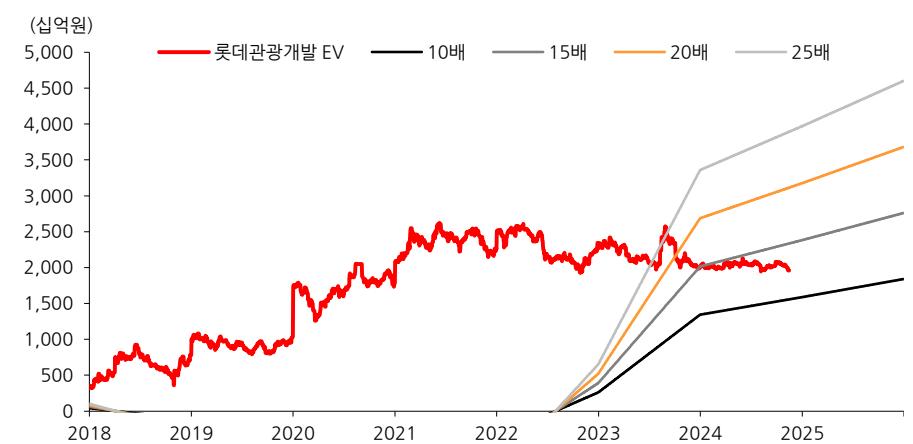
[표24] 롯데관광개발 목표주가 산출

(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			
신증자본증권				
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 종가
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: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터 추정

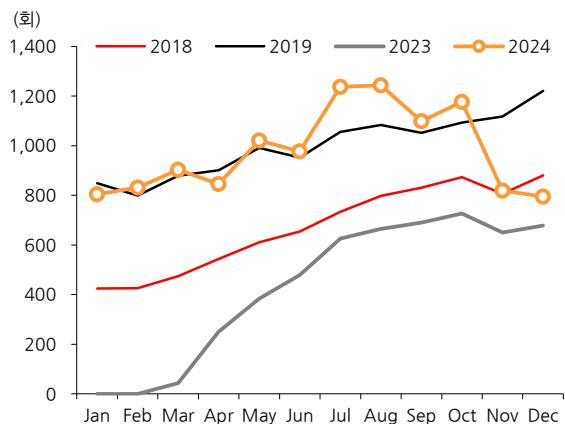
[표26] 롯데관광개발 실적 추이

(단위: 십억원, 백만원, 명, %)

	2023	2024E	2025E	2026E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
주요 가정												
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%
실적 추정												
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

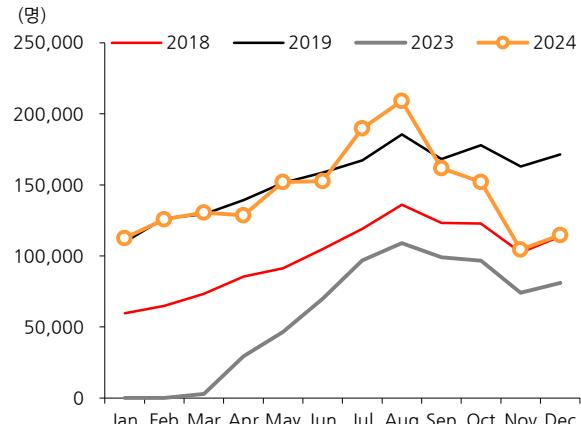
자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림56] 제주-중국 본토 노선 항공편 공급 회복세



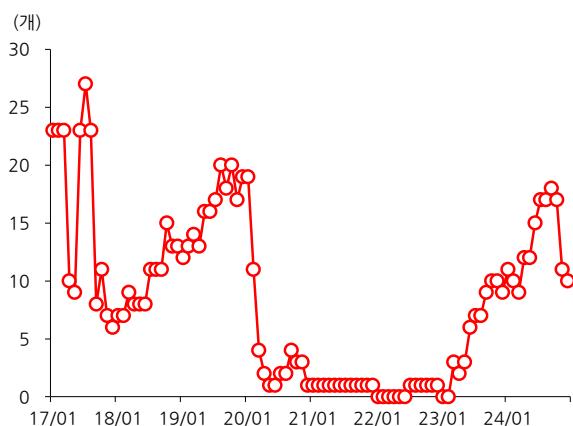
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 제주-중국 본토 노선 수요 회복세



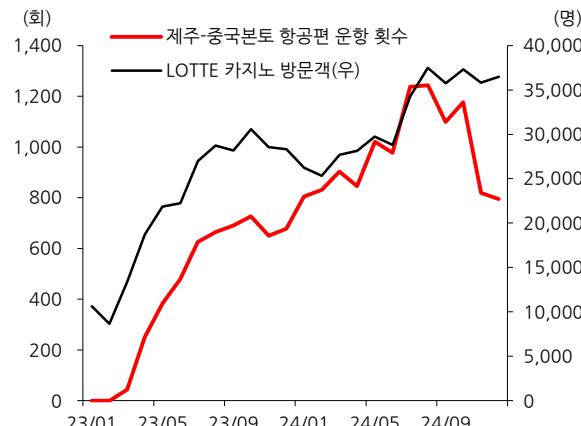
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 제주도와 직항편으로 연결된 중국 도시 수



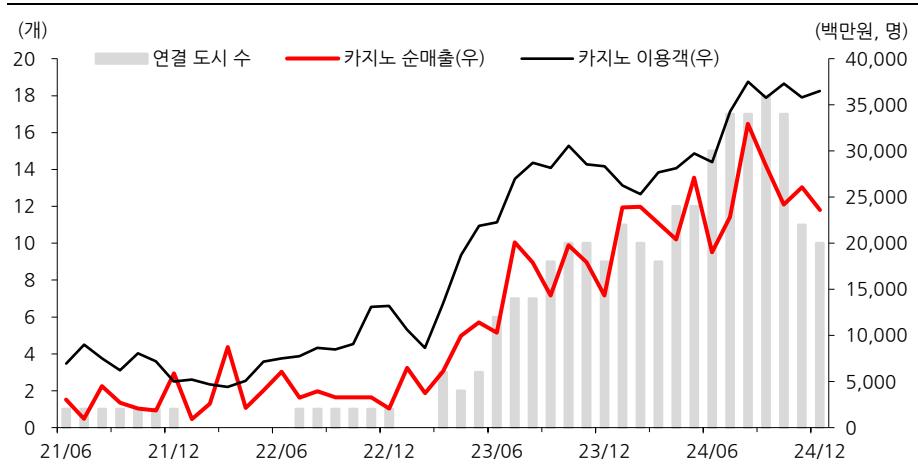
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[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



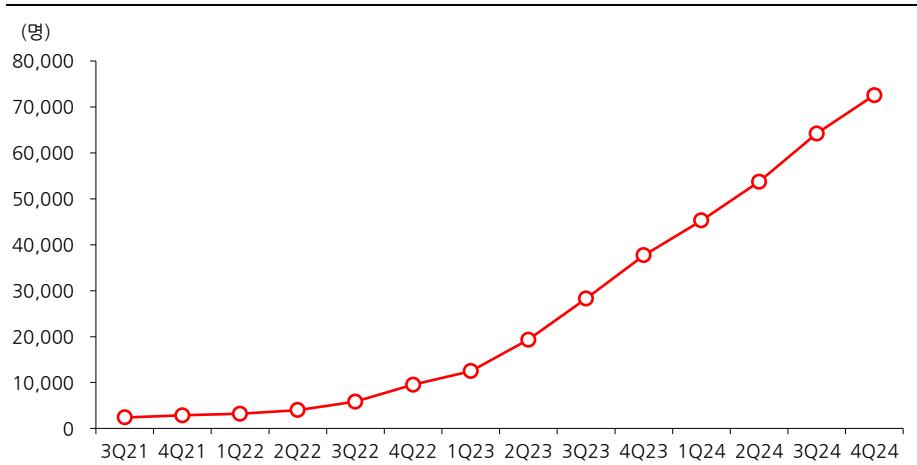
자료: 에어포탈, 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[표27] '24년 12월 제주도 직항 노선 운항된 중국 본토 도시

도시	항공사	왕복 운항 편수	왕복 수송객 수
1선도시	베이징	대한항공	36
		제주항공	26
		에어차이나	10
		춘추항공	62
	상하이	진에어	33
		중국동방항공	108
		춘추항공	183
		하이난항공	106
	선전	심천항공	12
2선도시	항저우	중국베이항공	16
		사천항공	50
		춘추항공	26
	난징	춘추항공	35
		하이난항공	30
	닝보	춘추항공	18
	청도	청도항공	22
	푸저우	샤먼항공	6
	심양	춘추항공	16

자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 카지노 회원 수(고객 DB)



자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서						재무상태표					
12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E	12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	184	314	483	588	710	유동자산	61	81	152	201	256
매출총이익	184	314	483	588	710	현금성자산	38	59	128	170	222
영업이익	-119	-61	50	76	105	매출채권	11	12	11	15	17
EBITDA	-36	26	134	159	184	재고자산	7	4	4	6	6
순이자손익	-92	-113	-142	-118	-110	비유동자산	1,742	1,683	2,058	2,001	1,948
외화관련손익	-4	-1	-1	0	0	투자자산	350	347	323	319	316
지분법손익	0	1	1	0	0	유형자산	1,342	1,289	1,688	1,636	1,586
세전계속사업손익	-224	-213	-99	-55	-18	무형자산	49	47	47	46	46
당기순이익	-225	-202	-88	-52	-18	자산총계	1,803	1,764	2,210	2,202	2,204
지배주주순이익	-225	-202	-88	-52	-18	유동부채	1,027	1,209	501	544	1,408
증가율(%)						매입채무	88	115	116	156	179
매출액	334.0	70.7	54.0	21.8	20.6	유동성이자부채	927	1,007	294	293	1,130
영업이익	적지	적지	흑전	52.4	37.4	비유동부채	544	490	1,362	1,363	518
EBITDA	적전	흑전	414.4	18.2	15.9	비유동이자부채	400	342	1,135	1,128	273
순이익	적전	적지	적지	적지	부채총계	1,571	1,699	1,863	1,907	1,927	
이익률(%)						자본금	36	38	38	38	38
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	자본잉여금	601	644	648	648	648
영업이익률	-64.6	-19.3	10.4	13.0	14.8	이익잉여금	-768	-973	-1,061	-1,113	-1,131
EBITDA 이익률	-19.5	8.3	27.8	27.0	25.9	자본조정	366	360	726	726	726
세전이익률	-122.0	-68.1	-20.4	-9.3	-2.6	자기주식	0	0	0	0	0
순이익률	-122.3	-64.5	-18.3	-8.8	-2.5	자본총계	232	66	347	295	278
현금흐름표						주요지표					
12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E	12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	-63	-13	45	59	-771	주당지표					
당기순이익	-225	-202	-88	-52	-18	EPS	-3,080	-2,669	-1,158	-681	-230
자산상각비	83	87	84	82	79	BPS	3,223	913	4,604	3,923	3,693
운전자본증감	18	39	14	38	24	DPS	0	0	0	0	0
매출채권 감소(증가)	-5	25	3	-4	-2	CFPS	-405	429	1,436	279	-10,428
재고자산 감소(증가)	0	3	0	-1	-1	ROA(%)	-14.5	-11.3	-4.4	-2.4	-0.8
매입채무 증가(감소)	3	-29	-10	40	24	ROE(%)	-154.2	-132.9	-42.0	-16.0	-6.0
투자현금흐름	-4	-20	-11	-9	-9	ROIC(%)	-6.7	-3.1	2.5	3.5	5.1
유형자산처분(취득)	-14	-9	-5	-9	-9	Multiples(x, %)					
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-2	-2	-2	PER	-4.7	-3.5	-8.5	-11.8	-34.8
투자자산 감소(증가)	6	-15	-5	-1	-1	PBR	4.5	10.3	2.1	2.0	2.2
재무현금흐름	34	38	29	-9	831	PSR	5.7	2.3	1.5	1.0	0.9
차입금의 증가(감소)	34	38	29	-9	831	PCR	-35.7	21.8	6.8	28.7	-0.8
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	-65.1	76.6	15.2	11.7	9.7
배당금의 지급	0	0	0	0	0	배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총현금흐름	-30	33	109	21	-795	안정성(%)					
(-)운전자본증가(감소)	12	-102	-2	-38	-24	부채비율	678.1	2,590.9	536.8	645.9	693.9
(-)설비투자	14	9	5	9	9	Net debt/Equity	556.3	1,967.1	375.1	423.6	425.5
(+)자산매각	-1	-1	-2	-2	-2	Net debt/EBITDA	-3,595.8	4,937.8	968.9	787.4	641.8
Free Cash Flow	-56	125	105	48	-782	유동비율	6.0	6.7	30.4	36.9	18.2
(-)기타투자	-35	57	-12	-3	-3	이자보상배율(배)	n/a	n/a	0.4	0.6	0.9
잉여현금	-21	68	117	51	-779	자산구조(%)					
NOPLAT	-86	-44	36	55	76	투하자본	79.4	76.7	78.3	75.7	72.8
(+) Dep	83	87	84	82	79	현금+투자자산	20.6	23.3	21.7	24.3	27.2
(-)운전자본투자	12	-102	-2	-38	-24	자본구조(%)					
(-)Capex	14	9	5	9	9	차입금	85.1	95.4	80.5	82.8	83.5
OpFCF	-29	136	118	166	170	자기자본	14.9	4.6	19.5	17.2	16.5

주: IFRS 연결 기준