true friend 한국투자증권

Carnival (CCL US)

파도 탈 타이밍

- 3분기 역대 최대 실적 달성하며 조정 EPS는 컨센서스를 8% 상회
- 미국 경기둔화 및 크루즈 수요 지속 우려로 연초와 비슷한 조정 반복
- 우려가 과도하다는 것은 매번 숫자로 증명. 매력적인 밸류 구간

3분기 역대 최대 실적 달성하며 컨센 상회

카니발은 3분기 매출부터 조정 EBITDA, 순이익까지 모두 분기 역대 최대치를 기록했다. 조정 EPS는 1.43달러로 전년대비 12.6% 증가하며 컨센서스를 8.3% 상회했다. 특히 선상 부문 매출이 전년대비 10% 성장하며 두 자릿수 성장률을 유지했는데, 이는 선상 시설 확충과 신규 기착지 개장 효과에 기인한다. 대표적으로 7월 개장한 Celebration Key에는 3분기에만 약 50만명이 방문했고, 2026년에는 300만명 이상으로 확대될 전망이다. 이를 포함한 카니발의 전체 기착지 포트폴리오[그림 5] 방문객 전망치는 800만명으로, 주요 경쟁사(로얄 캐리비안, 노르웨이지안 크루즈, MSC, 디즈니 등)의 합산 수준과 비슷하다. 한편, 2025년 연간 가이던스는 최초 가이던스 대비 조정 EBITDA 7.6%, 조정 EPS 25.9% 상향 조정되며 기초체력 확장이 지속될 전망이다.

조정은 매수 기회

컨센서스를 지속적으로 상회하는 실적과 매 분기 상향되는 가이던스에도 불구하고, 미국 경기둔화 및 크루즈의 장기적인 수요 지속 가능성에 대한 우려로 연초와 비슷한 주가 조정이 반복되고 있다. 그러나 이러한 우려는 과도하며, 크루즈 업종은 매번 견조한 수요 지표를 통해 이를 숫자로 입증하고 있다. 실제로 2026년 출항 티켓은 이미 50% 이상 예약이 완료되었으며, 3분기 오픈된 2027년 티켓 역시 역대 최고 수준의 선제 예약률을 기록 중이다.

특히 북미와 유럽 지역에서의 ASP는 역사적 고점을 유지하고 있으며, 유럽 크루즈 업황 회복에 따라 카니발의 수혜가 기대된다. 카니발은 독일 크루즈 시장 점유율 60%, 영국 57%를 확보하며 유럽 내 독보적 지위를 공고히 하고 있다. 이러한 성장세를 바탕으로 동사는 2026년 1분기 중 신규 중장기 목표를 발표할 가능성이 높다. 단기적인 조정으로 인해 현재 밸류에이션은 8.9배(vs. 로얄 캐리비안 14.0배)로 매력적인 구간이다[그림 6]. 실적 모멘텀과 구조적 수요 증가를 감안할 때 조정을 매수 기회로 활용하길 추천한다.

글로벌기업 Note

2025. 10. 16

Stock Data

S&P500(10/14)	6,644
주가(10/14, 달러)	29.0
시가총액(십억달러)	37.6
52주 최고/최저가(달러)	32.8/15.1
일평균거래대금(6개월, 백만달러)	584
유동주식비율(%)	89.3

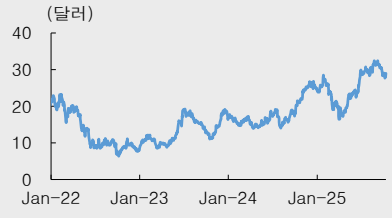
Valuation 지표

	FY2024A	FY2025F	FY2026F
PER(x)	17.9	13.5	12.0
PBR(x)	3.6	3.2	2.6
ROE(%)	23.8	27.1	25.0
DY(%)	0.0	0.0	0.2
EV/EBITDA(x)	9.8	8.8	8.3
EPS(달러)	1.4	2.1	2.4
BPS(달러)	7.1	9.2	11.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.1)	62.5	43.3
S&P500 대비(%p)	(8.6)	39.3	32.1

주가추이



자료: Bloomberg

블룸버그 투자의견 컨센서스

	매수	보유	매도
비중(%)	77.8	22.2	0.0

자료: Bloomberg

이승연

vsylee@koreainvestment.com

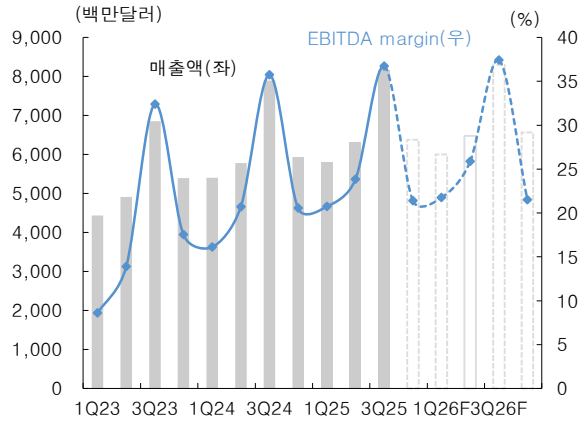
<표 1> FY3Q25 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 백만달러, 달러, %, %p)

	FY3Q24	FY4Q24	FY1Q25	FY2Q25	FY3Q25P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	7,896	5,938	5,810	6,328	8,153	28.8	3.3	8,105
EBITDA	2,822	1,220	1,205	1,508	2,993	98.5	6.1	2,896
EBITDA margin	35.7	20.5	20.7	23.8	36.7	12.9	1.0	35.7
순이익	1,751	186	174	470	1,982	321.7	13.2	1,844
EPS	1.27	0.14	0.13	0.35	1.43	308.6	12.6	1.32

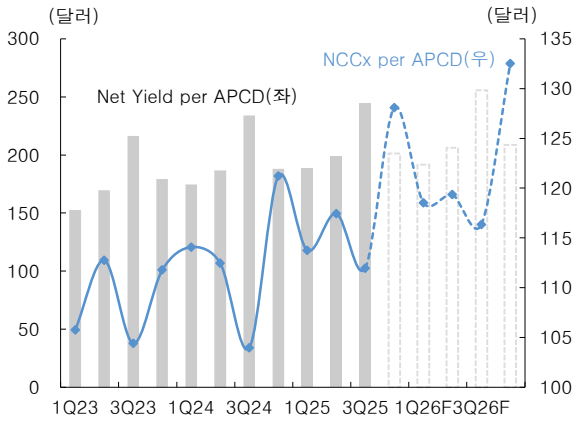
주: CCL은 11월 결산, 조정 EBITDA, 비교 조정 지배지분순이익, 조정 희석 EPS 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] 매출액 및 EBITDA 마진 추이 및 전망



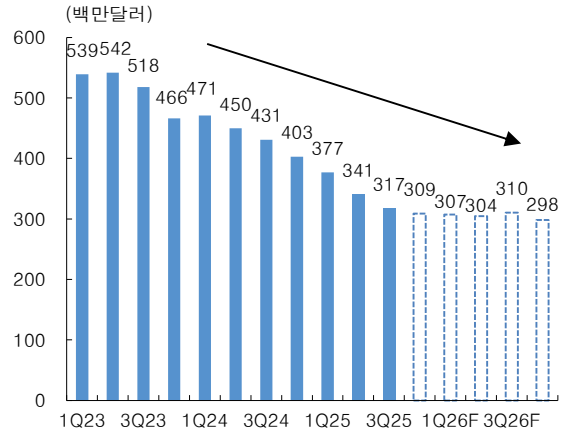
주: 조정 EBITDA 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 크루즈 운항 일수당 순수익률 추이 및 전망



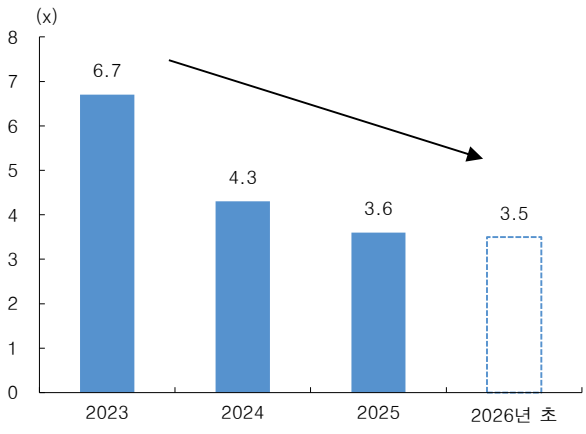
주: APCD(Available Passenger Cruise Days)는 이용 가능한 크루즈 일수.
Net Yield per APCD는 크루즈 일수당 순수익률
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 이자비용 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 레버리지 비율(Net debt-to-EBITDA) 추이



자료: Carnival, 한국투자증권

<표 2> FY2025 가이던스 조정 내역

항목	FY 2025 가이던스 (4Q24 실적발표 당시)	FY 2025 가이던스 (1Q25 실적발표 당시)	FY 2025 가이던스 (2Q25 실적발표 당시)	FY 2025 가이던스 (3Q25 실적발표 당시)
Net Yields YoY	4.2%	4.7%	5.0%	**5.3%**
NCCx YoY	3.7%	3.8%	3.6%	**3.3%**
Adj. EBITDA	66억달러	67억달러	69억달러	**71억달러**
Adj. Net income	23.0억달러	24.9억달러	26.9억달러	**29억달러**
Adjusted EPS	1.70달러	1.83달러	1.97달러	**2.14달러**

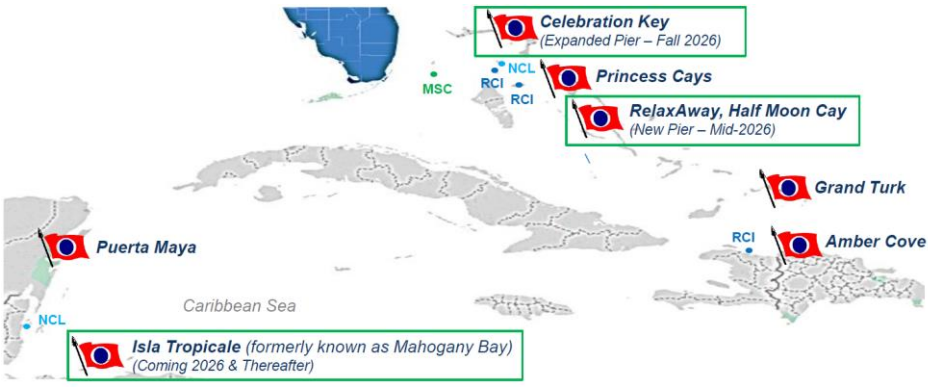
주: 컨센서스는 Bloomberg 기준. Net Yield는 크루즈 일수당 순수익률. NCCx(Net Cruise Cost ex. fuel)은 연료비 제외 순 크루즈 비용
자료: Bloomberg, Carnival, 한국투자증권

<표 3> 신규 크루즈 선박 론칭 일정(2025~2033년)

크루즈선	운영 크루즈 라인	론칭 일정	규모(Berths)	추정 선가
Star Princess	**Princess Cruises**	**2025년 4분기**	**4,314**	**10억달러**
미정	Carnival	2027년 5월	5,374	11억달러
미정	Carnival	2028년 3월	5,374	11억달러
미정	Carnival	2029년 7월	6,160	16억달러
미정	AIDA Cruises	2030년 미정	4,200	10억달러
미정	Carnival	2031년 7월	6,160	16억달러
미정	AIDA Cruises	2032년 미정	4,200	10억달러
미정	Carnival	2033년 6월	6,160	16억달러

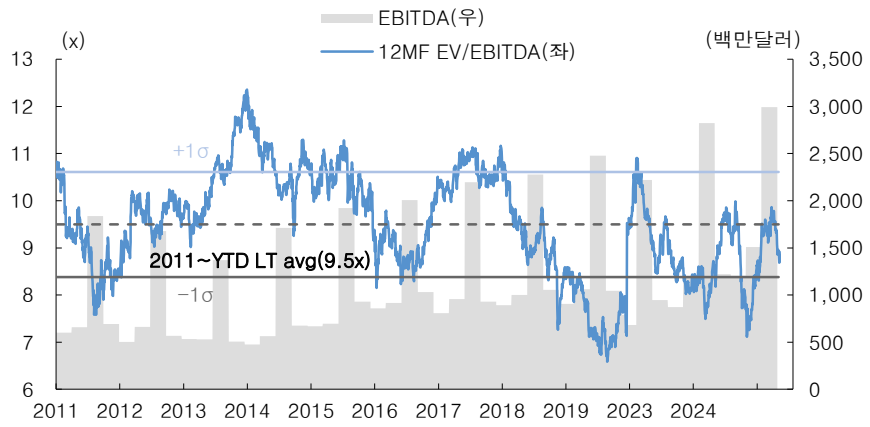
자료: 언론보도, 한국투자증권

[그림 5] 카리브해 내 단독 기착지 포트폴리오 – 2026년 총 800만명 방문 예상



자료: Carnival, 한국투자증권

[그림 6] 12MF EV/EBITDA 추이 - 현재 8.9배(vs. RCL 14.0배)



주: 세계보건기구(WHO) 기준 코로나19 팬데믹 기간 2020/1/30~2023/5/5 시기는 제외
자료: Factset, 한국투자증권

<표 4> 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 백만달러, 달러, %, x)

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
매출액	5,595	1,908	12,168	21,593	25,021	26,655	27,505
영업이익	(8,865)	(7,089)	(4,379)	1,861	3,574	4,358	4,561
영업이익률	(158.4)	(371.5)	(36.0)	8.6	14.3	16.4	16.6
세전이익	(5,810)	(9,522)	(5,494)	14	1,890	2,882	3,385
순이익	(5,793)	(7,931)	(5,507)	1	1,891	2,917	3,355
순이익률	(103.5)	(415.7)	(45.3)	0.0	7.6	10.9	12.2
EBITDA	(2,181)	(3,955)	(1,684)	4,231	6,110	7,070	7,491
EBITDA margin	(39.0)	(207.3)	(13.8)	19.6	24.4	26.5	27.2
EPS	(7.5)	(7.1)	(4.7)	0.0	1.4	2.1	2.4
EPS 증가율	NM	NM	NM	NM	NM	51.1	12.4
BPS	18.9	10.7	5.6	5.4	7.1	9.2	11.2
DPS	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
ROA	(20.8)	(17.8)	(11.6)	(0.1)	3.9	6.0	7.4
ROE	(44.6)	(58.1)	(63.4)	(1.1)	23.8	27.1	25.0
배당수익률	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
배당성향	NM	NM	NM	NM	0.0	0.0	2.4
순차입금	17,443	24,087	30,517	28,157	26,264	24,480	21,000
PER	NM	NM	NM	NM	17.9	13.5	12.0
PBR	1.1	1.6	1.8	2.8	3.6	3.2	2.6
EV/EBITDA	NM	NM	NM	10.8	9.8	8.8	8.3

주: Non-GAAP 기준 비교 실질
자료: Bloomberg, 한국투자증권

■ Compliance notice

- 당사는 2025년 10월 15일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.