

COMPANY INITIATION

2026. 6. 15

금융/소비재팀

이혜인 Analyst

hyeining.lee@samsung.com

종목 정보

BUY

목표주가	23,000원	29.1%
현재주가	17,820원	
시가총액	1.4조원	
주식수 (유동주식 비중)	79,601,474주 (59.4%)	
52주 최저/최고	13,400원/26,550원	
60일-평균거래대금	137.0억원	

수익률

	1개월	6개월	12개월
롯데관광개발 (%)	-2.9	-23.8	32.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	-8.6	-60.9	-52.3

주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자 의견	BUY		
목표주가	23,000		
2026E EPS	851		
2027E EPS	1,719		

컨센서스

커버 증권사 수	12
목표주가	29,250
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

롯데관광개발 (032350)

드림타워가 만든 차별화된 성장 구조

- BUY 투자 의견과 목표주가 23,000원(Target PER 14배)로 커버리지 개시
- 방한 외국인 관광객 증가와 함께 제주 지역 외국인 관광객 확대에 따른 수혜 전망
- 입지+호텔+체류형 관광 중심 기반, 차별화된 성장세 지속될 것으로 기대

BUY 투자 의견 및 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시: 목표주가 23,000원 (Target PER 14배, 과거 마카오 카지노 산업 성장기의 평균 PER 밸류에이션 적용) 및 BUY 투자 의견으로 커버리지 개시. 한편 당사는 '26년 매출액 7,923억원 (+21% y-y), 영업이익 2,000억원 (+40% y-y) 및 '27년 매출액 8,970억원(+13%), 영업이익 2,440억원(+22%)를 기록하며, '24년과 '25년에 이어 가파른 실적 성장세를 이어갈 것으로 전망. 이에 대한 이유는 1) 제주도 외국인 관광객 증가에 따른 수혜와 2) 특히 당사는 카지노와 호텔, 엔터테인먼트를 결합한 복합리조트 경쟁력으로 차별화된 성장세 지속할 것으로 기대.

제주도 외국인 관광객 증가에 따른 수혜 기대: 내륙 외국인 관광객 증가에 더해 제주도 외국인 관광객 회복에 따른 동사 수혜 기대하며, '26년 제주도 외국인 방문객은 약 250만 명(+12% y-y)을 기록할 수 있을 것으로 전망. 한편 '25년 제주도 외국인 관광객은 약 224만 명으로 전년 대비 18% 증가, 코로나 직전인 '19년(172만 명) 수준 상회. 향후 제주국제공항의 취항 도시 수 확대에 따라 방한 외국인의 추가 성장 여력은 충분하다는 판단. (취항 도시 수: '16년 45개, '25년 27개, '26년은 추가 확장 논의)

복합리조트 경쟁력 기반 타 경쟁 업체 대비 성장세 차별화될 것: 당사는 타 카지노 업체 대비 차별화된 성장세를 시현할 것으로 전망. 이는 1) 제주국제공항과 여객터미널과 차량 10분 내 접근 가능한 입지 경쟁력과 2) 1,600개의 객실을 기반으로 한 VIP 모객 역량, 3) 체류형 관광 중심의 제주도 방문객 특성과 이에 따른 구조적으로 높은 홀드올에 기인. ('25년 동사 홀드올 17% vs. 내륙 카지노 평균 11%). 특히 높은 홀드올은 기구당 효율성 개선과 영업이익률 제고에 기여하며, 동사의 수익성 차별화를 뒷받침하는 핵심 요인으로 작용할 것으로 전망.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	653	792	897	975
영업이익 (십억원)	143	200	244	253
순이익 (십억원)	28	68	138	165
EPS (adj) (원)	356	851	1,719	2,050
EPS (adj) growth (%)	흑전	139.1	101.9	19.2
EBITDA margin (%)	35.5	36.0	36.1	33.7
ROE (%)	8.1	16.7	27.1	24.9
P/E (adj) (배)	65.3	20.9	10.4	8.7
P/B (배)	5.0	3.2	2.5	1.9
EV/EBITDA (배)	13.3	8.6	6.9	6.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

가파른 실적 개선은 멀티플 프리미엄으로 커지는 제주 관광, 가속화되는 드림타워의 차별화

BUY 투자 의견과 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시

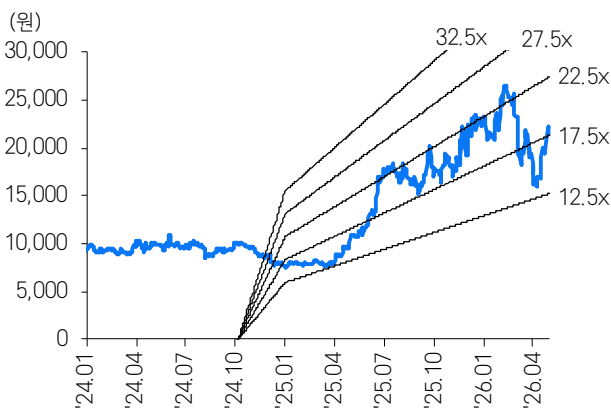
롯데관광개발에 대하여 목표주가 23,000원(Target PER 27E 13.5배) 및 BUY 투자 의견으로 커버리지를 개시한다. 목표 PER은 마카오 27E 평균 PER 10배에 35%의 프리미엄을 적용했다. 동사는 '24년 영업이익 흑자전환 이후 매출과 이익의 동시 개선 지속되며, 가파른 실적 개선이 가시화되고 있는 만큼 프리미엄을 적용했다. 현재 밸류에이션은 2026E PER 21배로 다소 높은 것으로 보일 수 있다. 하지만, 가파른 이익 성장으로 2027E PER은 12배 수준으로 낮아지는데, '26년 이후 멀티플 하단이 PER 12배인 점을 고려할 때, 단기적으로는 밸류에이션 부담은 낮다는 판단이다.

롯데관광개발: PER Valuation

		비고
EPS (원)	1,719	2027E EPS 평균
Target P/E (배)	13.5	2027년 마카오 평균 PER 10배에 35% 프리미엄 적용 동사는 '24년 영업이익 흑자 전환 이후, 매출과 이익의 동시 개선 지속
목표주가 (원)	23,000	

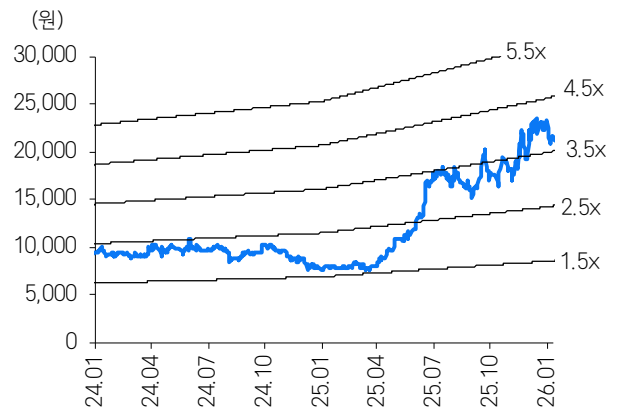
자료: 삼성증권 추정

롯데관광개발 12m FWD P/E band



자료: Bloomberg, 삼성증권

롯데관광개발 12m FWD P/B band



자료: Bloomberg, 삼성증권

카지노 사업 고성장 지속

동사는 '26년 매출액 7,920억원(+21% y-y), 영업이익 2,000억원 (+40% y-y) 및 '27년 매출액 8,970억원(+13%), 영업이익 2,440억원(+22%)를 기록하며, '24년과 '25년에 이어 가파른 실적 성장세를 이어갈 것으로 전망한다. 이에 대한 이유는 1) 제주도 외국인 관광객 증가에 따른 수혜가 예상되는 가운데, 2) 동사는 카지노와 호텔 등을 결합한 복합리조트 기반의 경쟁력으로 제주 지역 내 타 경쟁 업체 대비 관광객 증가에 따른 수혜가 상대적으로 클 것으로 전망하기 때문이다.

카지노 주요 지표 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
드롭액	482	669	849	769	651	852	1,071	896	1,692	2,768	3,470	3,990
(% y-y)	25.3	63.0	92.3	68.6	35.0	27.5	26.3	16.5	17.1	63.6	25.4	15.0
테이블	420	602	758	685	574	767	964	806	1,473	2,464	3,111	3,578
머신	62	66	91	84	77	85	107	90	219	303	359	412
홀드율 (%)	17.5	16.5	16.4	18.6	18.2	16.8	16.5	18.7	17.1	17.2	17.5	17.5
테이블	19.0	17.4	17.7	20.0	19.7	17.8	17.7	20.0	18.2	18.5	18.7	18.7
머신	7.6	7.8	6.1	6.7	7.4	7.6	6.2	6.7	8.8	7.0	6.9	6.9
순매출	85	110	139	143	119	143	177	167	263	477	606	697
(% y-y)	20.8	65.4	166.4	93.2	40.3	30.1	26.9	17.3	72.4	81.4	27.1	15.0
테이블	80	105	134	137	113	137	170	161	245	456	581	669
머신	5	5	6	6	6	6	7	6	17	21	25	28
방문객	109,631	148,475	172,783	159,443	150,553	185,594	215,979	185,790	359,428	590,332	737,915	848,602
Drop/visitor	4.4	4.5	4.9	4.8	4.3	4.6	5.0	4.8	4.7	4.7	4.7	4.7

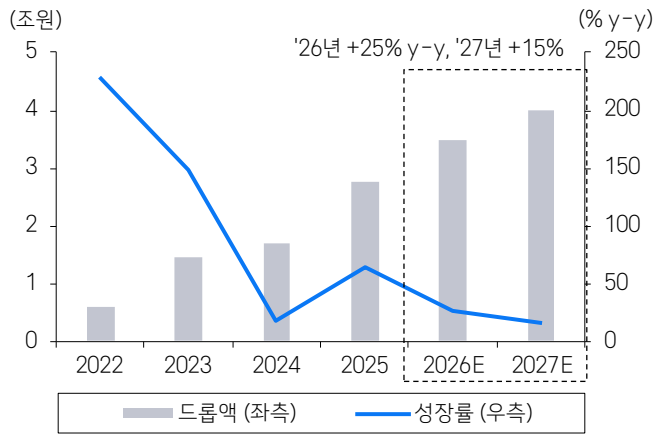
자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

롯데관광개발 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	122	158	187	187	156	193	227	216	471	653	792	897
카지노	85	110	139	143	119	143	177	167	263	477	606	697
호텔	14	22	24	21	18	25	27	22	86	82	91	100
여행	22	24	22	21	18	24	22	24	84	89	89	93
기타	1	1	2	2	1	1	2	2	39	6	6	6
영업이익	13	33	53	44	29	48	66	56	39	143	200	244
순이익	(24)	6	6	39	(7)	16	33	27	(117)	28	68	138
(% margin)												
영업이익	10.7	21.0	28.4	23.6	18.4	25.0	29.2	26.2	8.3	21.9	25.2	27.2
순이익	(19.4)	3.8	3.5	20.8	(4.7)	8.2	14.7	12.3	(24.7)	4.2	8.6	15.4
(% y-y)												
매출액	14.8	35.8	34.2	70.1	28.1	22.6	21.7	15.2	50.4	38.6	21.3	13.2
카지노	20.8	65.4	166.4	93.2	40.3	30.1	26.9	17.3	72.4	81.4	27.1	15.0
호텔	(15.7)	(5.0)	(9.2)	10.4	27.5	11.6	12.3	1.0	(7.2)	(4.9)	11.8	10.0
여행	22.1	(2.0)	(18.9)	40.5	(16.2)	0.0	0.0	17.0	37.4	5.3	0.0	5.0
기타	(8.4)	(14.2)	(94.7)	6.5	(18.3)	0.0	0.0	11.5	425.2	(83.4)	0.0	(0.0)
영업이익	48.2	462.5	138.9	1,942.5	121.0	46.1	25.3	27.7	nm	267.4	39.5	21.9
순이익	nm	nm	nm	nm	nm	167.9	414.7	(31.5)	nm	nm	147.9	101.9

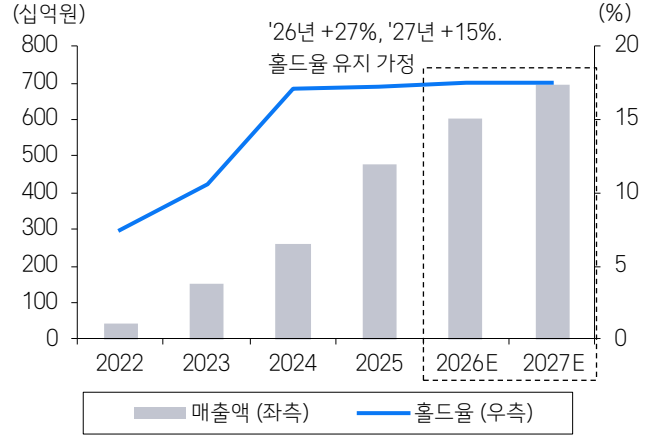
자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

카지노 드롭액 및 성장률 추이



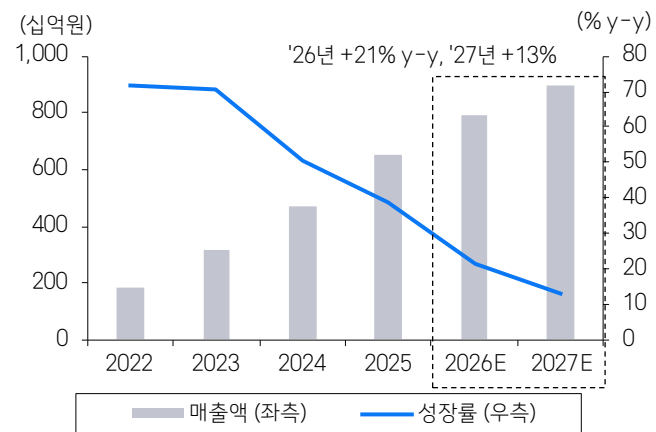
자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

카지노 순매출액 및 홀드율 추이



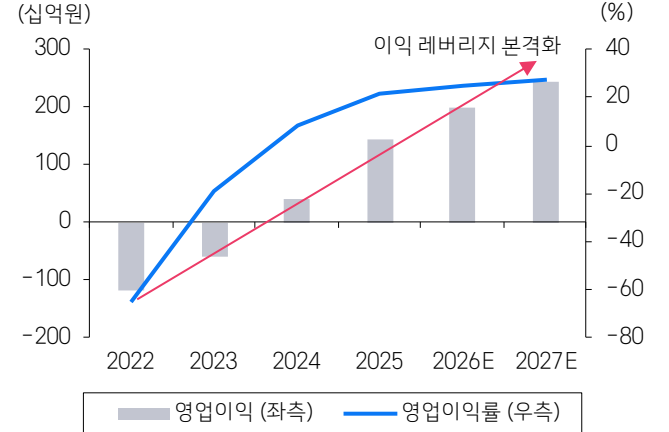
자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

전사 매출액 및 성장률 추이



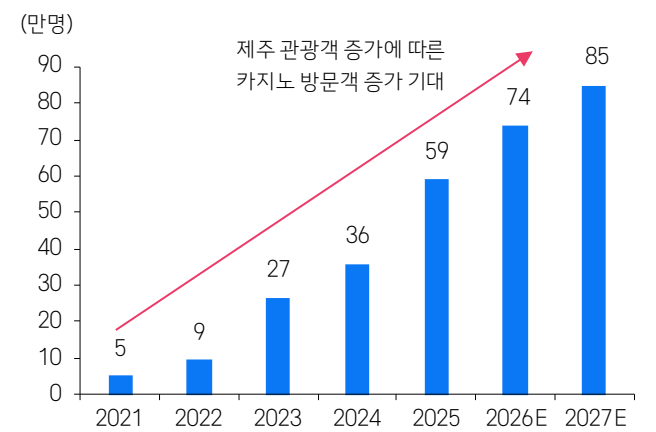
자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

전사 영업이익 및 영업이익률 추이



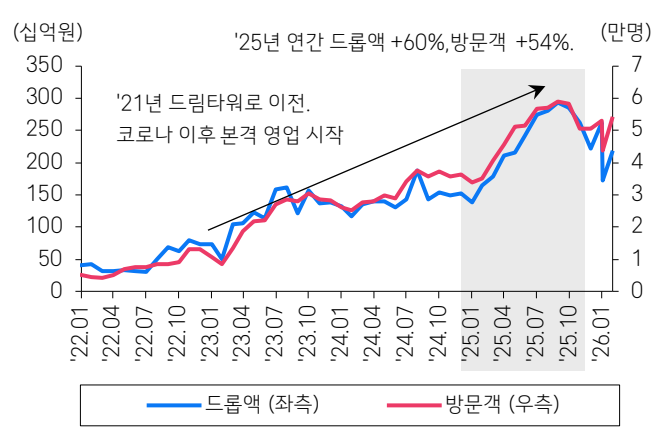
자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

카지노 방문객 추이 및 전망



자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

카지노 월별 드롭액 및 방문객 추이



자료: 롯데관광개발, 삼성증권

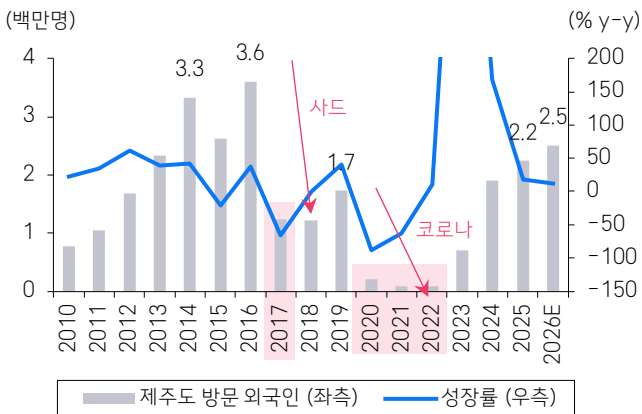
1. 제주도 관광객: 이제는 '16년 고점을 향해

코로나19 직전 수준을 크게 넘어선 제주도 외국인 방문객 - '26년 12%의 견조한 성장 기대

코로나19 직전 수준을 넘어 고성장 지속

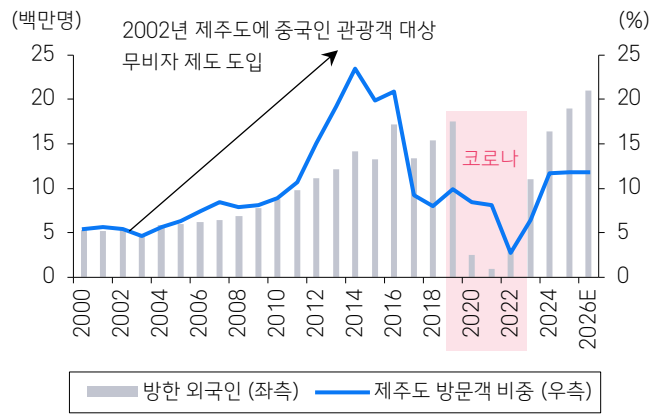
동사 실적 개선의 핵심은 제주도 외국인 관광객의 견조한 성장에 있다. '25년 제주도 외국인 관광객은 약 224만 명으로 전년 대비 18% 증가하며, 코로나 직전인 '19년(172만 명) 수준을 이미 상회하고 있다. 하지만, 제주도 외국인 방문객 수는 '26년에도 전년대비 12% 증가한 250만명을 기록하며 증가세를 이어갈 것으로 예상된다. 이는 '24~'25년 기준 전체 방한 외국인 중 약 12%가 제주도를 방문한 점을 고려하여, '26년 전체 외국인 입국자 수 2,100만 명 추정치에 동일 비중을 적용한 수치이다. 실제로 '26년 1분기 중 제주도를 방문한 외국인 관광객은 약 48만 명으로 27% y-y의 높은 성장세를 유지하고 있다.

제주도 외국인 관광객 추이 및 전망



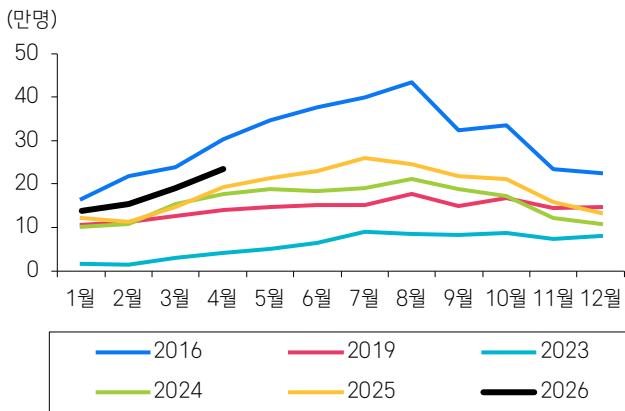
자료: 제주관광협회, 삼성증권 추정

전체 방한 외국인 대비 제주도 방문객 비중



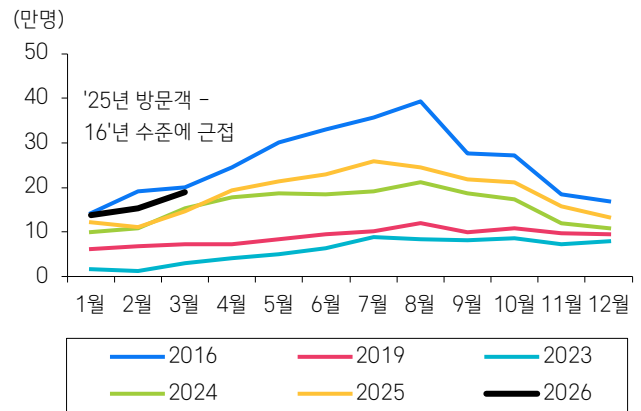
자료: 한국관광데이터랩, 제주관광협회, 삼성증권 추정

월별 제주도 방문 외국인 추이



자료: 제주관광협회, 삼성증권

월별 제주도 방문 중국인 추이



자료: 제주관광협회, 삼성증권

여전히 높은 성장 여력 - '16년 최대 관광객이 그 다음 Target

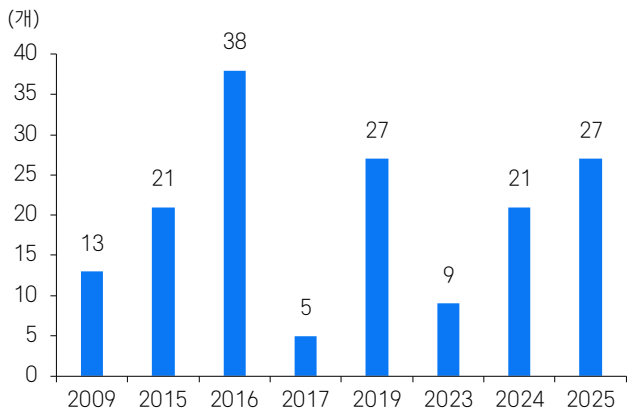
제주도를 방문한 외국인 관광객 수가 코로나19 직전 수준을 회복하였음에도 불구하고, 여전히 추가적인 성장 여력은 높다. '25년 제주도 외국인 관광객 224만 명은 코로나19 직전보다는 높지만, '16년 기록한 역대 최고 수준(360만 명)에는 미치지 못하고 있는 만큼, 추가 성장 여력은 충분하다.

이와 관련된 일차적 관건은 제주 국제 공항의 향후 취항 도시 수 확대에 판단한다. '16년의 외국인 관광객을 견인했던 대표적 계기는 중국인 단체 관광객 수요 급증으로 인해 정기 노선뿐 아니라 3~6개월 단기 전세편이 대거 확대되며 공급이 빠르게 증가한 점을 들 수 있다. 실제로 '16년 제주도 국제선 취항 도시는 약 38개 중 90%가 중국 도시로 구성되어 있었으며, 중국인 관광객 비중 역시 약 85% 수준으로 전체 제주도 관광객 성장을 견인했다.

물론, '25년 기준 제주도 국제선 운항 편수는 약 1.8만 회로 '16년 대비 약 97% 수준까지 회복되었다. 하지만, 취항 도시는 약 27개로 '16년 대비 약 60% 수준에 머물러 있는 만큼, 노선 증가 가능성은 여전히 높다. 실제로 현재 약 20여 개의 신규 취항 도시 후보가 논의되고 있는 만큼, 향후 노선 확대에 따른 외국인 관광객의 점진적인 증가가 가능할 것으로 전망한다.

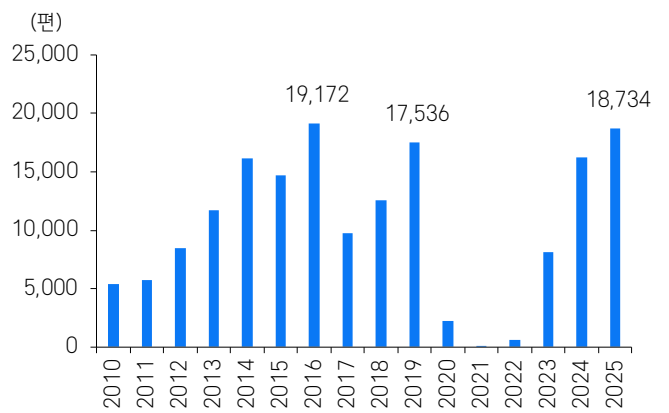
더 나아가, 한국을 방문한 후 추가 일정으로 제주를 찾는 외국인 관광객의 증가도 고려할 필요가 있다. '16년의 제주 방문 관광객의 주요 구성이 중국인 관광객이었던 반면, 최근에는 K-컬처를 접한 다양한 국적의 외국인 관광객들이 한국 방문을 늘리고 있다. 특히, 이들이 서울에서만 관광 콘텐츠를 소모하는 것이 아니라, 대표적 관광지인 제주와 부산 등으로 관광 범위를 넓혀가고 있다는 점에 초점이 필요하다. 일례로, 제주도는 넷플릭스에서 인기를 끌었던 '폭삭 속았수다'의 촬영지들은 물론 BTS의 뮤직비디오 촬영지와 BTS 지민이 휴가로 방문한 곳 등이 새로운 관광 자원으로 부각되고 있는 것을 들 수 있다.

제주국제공항: 취항 도시 수 추이



자료: 언론보도, 삼성증권

제주국제공항: 운항 편수 추이



자료: 한국공항공사, 삼성증권

제주국제공항: 연결 도시 수 현황

25년 연결도시			26년 후보도시		
국가	개수	도시	국가	개수	도시
중국	12	상하이, 베이징, 닝보, 선전, 선양, 난징, 광저우, 푸저우, 항저우, 칭다오, 우시, 시안	중국	20	천진, 우르무치, 은주, 우한, 장사, 충칭, 샤먼, 양주, 성도, 허페이, 제남, 옌지, 온천, 하이라얼, 연태, 대련, 하얼빈, 취안저우, 난창, 장춘
대만	3	타이페이, 타이중, 가오슝	일본	2	나고야, 후쿠오카
홍콩	1	홍콩			
마카오	1	마카오			
싱가폴	1	싱가폴			
일본	4	오사카, 도쿄, 삿포로, 오키나와			
태국	1	방콕			
베트남	1	다낭			
필리핀	1	마닐라			
라오스	1	비엔티안			
몽골	1	울란바토르			
합계	27		합계	22	

자료: 롯데관광개발, 언론보도, 삼성증권 정리

넷플릭스 시리즈, '폭삭 속았수다' 제주도 촬영지



자료: 언론보도, 삼성증권

BTS 지민 제주 여행 이후, 제주 관광 관심도 증가



자료: 언론보도, 삼성증권

2. 복합리조트 경쟁력으로 실적 차별화 지속될 것

제주도 카지노의 실적 차별화 가시화

제주도 내 외국인 관광객 증가와 함께 제주도 외국인 카지노의 총매출액 역시 증가하고 있다. 실제로 '24년 기준 제주도 외국인 카지노 GGR은 4,589억원으로 '19년 대비 140% 증가했으며, '25년 GGR 역시 6,466억원을 기록하며 전년 동기 대비 41% 성장했다.

복합 카지노 중심 시장 재편

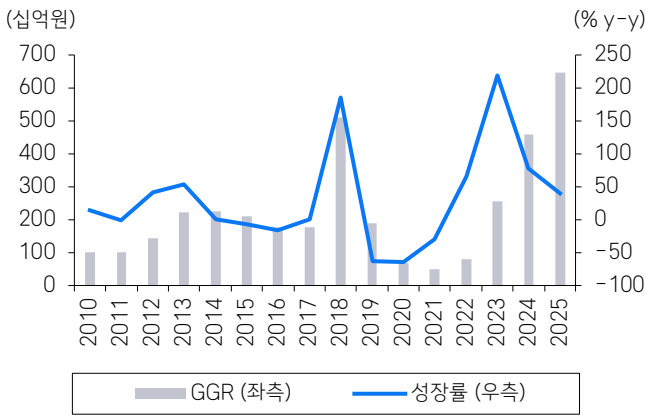
다만 업체별 성장세는 뚜렷하게 차별화되었는데, 특히 복합리조트 내 위치한 카지노 업체들의 성장세가 일반 카지노 업체 대비 더욱 가팔랐다. (1) 드림타워 카지노는 '24년 GGR 3,203억원(+69% y-y)을 기록하며 높은 성장세를 나타냈고, (2) 제주신화월드 내 위치한 랜딩카지노의 '24년 GGR 역시 198% 증가했다. 이는 일반 도심형 카지노인 파라다이스 제주 +11%, 제주썬카지노 +21%, 메가력카지노 +22%를 크게 상회하는 수준으로, 제주 지역 외국인 카지노 시장 성장의 중심이 복합리조트였음을 보여준다.

이는 시장점유율로의 차별화로도 이어지고 있다. '24년 기준 시장점유율의 경우, 드림타워 카지노가 70%, 랜딩카지노가 15%를 차지했으며, 나머지 6개 카지노 업체의 합산 점유율은 15%에 불과했다. 즉, 복합리조트를 중심으로 시장 집중도가 빠르게 확대되는 모습이 확인된다.

복합 리조트 내에서도 추가적인 차별화 확인

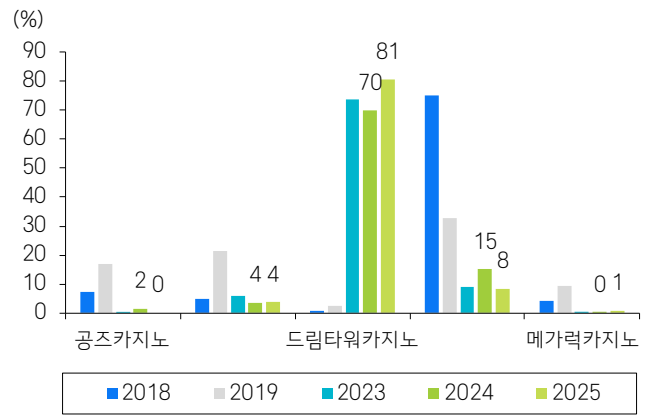
더 나아가, '25년에는 복합리조트 내에서도 다시 한 번 성장세 차별화가 나타나고 있다. 드림타워 카지노는 GGR 5,227억원(+63% y-y), 시장 점유율 81%로 시장 점유율이 10%p 증가한 반면, 랜딩카지노는 오히려 20% 역성장을 기록했다. 이는 단순히 복합리조트 여부에서 나아가 동사가 확보한 (1) 공항 및 시내 접근성 기반의 지리적 이점, (2) 대규모 객실 공급 능력, (3) 체류형 고객 유인 역량 등이 실적 차별화를 결정짓는 핵심 경쟁력으로 작용하며, 향후에도 독보적인 경쟁력 기반 차별화된 성장세를 시현할 것으로 전망된다.

제주도 내 카지노 GGR 및 성장률 추이



자료: 한국카지노협회, 삼성증권

제주도 카지노 업체별 시장 점유율 추이



자료: 한국카지노협회, 삼성증권

1. 공항 인접 입지 기반 우수한 집객력 확보

동사는 제주도 내 총 8개의 외국인 전용 카지노 중에서도 입지 측면에서 우위에 있는 것으로 판단된다. 특히 동사의 드림타워가 위치한 제주 노형오거리는 제주국제공항 및 제주국제여객터미널에서 차량 기준 약 10분 내외 거리에 위치해 접근성이 매우 우수하다. 또한 신라면세 제주점, 롯데면세 제주점 등 주요 쇼핑시설과 애월, 이호테우 해변, 용두암 등 주요 관광지 역시 30분 내 접근이 가능해 체류 및 소비 동선 측면에서도 강점을 보유하고 있다.

반면, 동사를 제외한 제주도 내 유일한 복합리조트인 제주신화월드가 '25년 역성장을 보인 이유 또한 입지에 기인한다고 판단한다. 제주신화월드는 실제로, 제주신화월드는 공항에서 약 40~50분 거리로 접근성이 상대적으로 제한적이다. 이와 더불어 서귀포 지역에 위치한 메가력카지노(호텔신라), 세븐스타카지노(롯데호텔) 역시 공항에서 약 1시간 내외가 소요되어 접근성 측면에서 열위에 있는 상황이다.

특히 카지노 방문 목적이 명확한 고객의 경우, 이동 시간은 중요한 선택 요인으로 작용하는 만큼, 공항 및 여객터미널과 인접한 동사의 입지는 타 경쟁사 대비 높은 모객 역량을 확보할 수 있는 핵심 경쟁력으로 판단된다.

제주도 내 외국인 카지노 위치



자료: 롯데관광개발, 삼성증권 정리

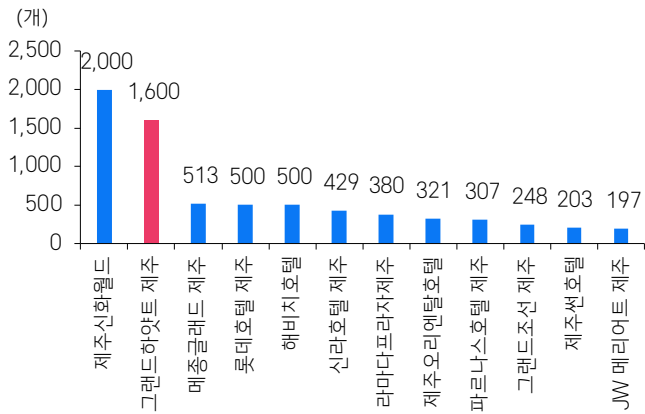
2. 객실 공급 능력 기반 VIP 유치 경쟁력 확보

또한 주목할 점은 동사가 제주 지역 내 카지노가 위치한 주요 호텔 대비해서 경쟁력 있는 객실 규모를 확보하고 있다는 점이다. 카지노 사업에서 호텔 객실 수는 단순한 숙박 인프라를 넘어 고객 유치 경쟁력을 결정짓는 핵심 요소로 작용한다. (1) 호텔 객실은 VIP 고객에게 제공되는 대표적인 콤피트 항목으로, 가용 객실 수가 많을수록 보다 공격적인 VIP 마케팅이 가능하다. 또한 (2) VIP뿐 아니라 일반 매스 고객 역시 카지노와 호텔을 동시에 이용하는 과정에서 체류시간 증가 및 소비 확대 효과가 발생하는 만큼, 객실 규모는 카지노 사업자의 핵심 경쟁력으로 자리잡고 있다.

동사는 드림타워 내 객실 1,600실을 보유하고 있으며, 이는 제주신화월드(약 2,000실)를 제외할 경우 제주도 호텔 평균 객실 수인 600실을 상회하는 수준이다. 또한 메종 글래드 제주(513실), 롯데호텔 제주(500실), 신라호텔 제주(429실) 등 카지노가 위치한 주요 호텔 대비해서도 약 2배 이상의 객실을 확보한 상황이다.

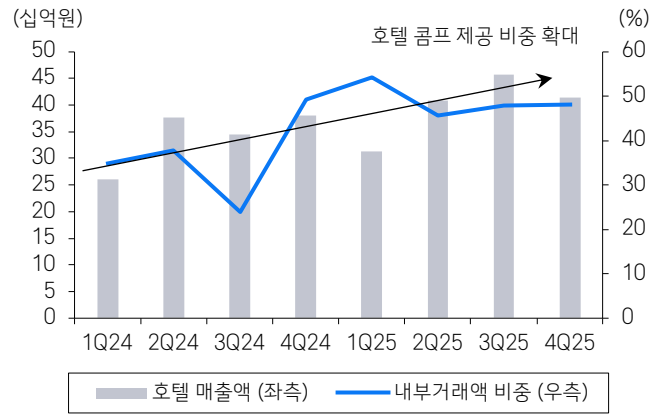
한편 '25년 기준 동사의 전체 객실의 약 40~50%가 카지노 VIP 고객에게 콤피트로 제공되고 있는 것으로 추정된다는 점에 주목할 필요가 있다. 이는 1) 동사의 적극적인 VIP 유치 전략이 실행되고 있다는 것을 의미하는 것은 물론, 2) 여전히 50% 이상의 객실 제공 여력을 확보하고 있는 만큼, VIP 영업 확대 여력이 충분히 남아 있음을 시사하기 때문이다. 단순 계산으로 VIP 고객에게 제공되는 객실 비 5% 증가 시, 약 1,000억원 수준의 매출액 확보가 가능할 것으로 추정된다. ('25년 전체 매출액 대비 15%)

제주도: 주요 호텔 객실 수 현황



자료: 각 사, 삼성증권 정리

롯데관광개발: 호텔 전체 매출액 및 내부 거래액 비중



자료: 각 사, 삼성증권 정리

VIP 확대에 따른 추가 매출액 전망

드림타워 객실 수 (실)	VIP 고객 제공 비중 (%)	VIP 제공 객실 수 (실)	*Drop/visiting day (백만원)	드롭액 증가분 (십억원)	25년 기준 홀드율 (%)	매출액 증가분 (십억원)	'25년 매출액 대비 비중 (%)
	5	80		584		101	15
1,600	10	160	20.0	1,168	17	201	31
	15	240		1,752		302	46

참고: VIP 인당 드롭액 2천만원 가정

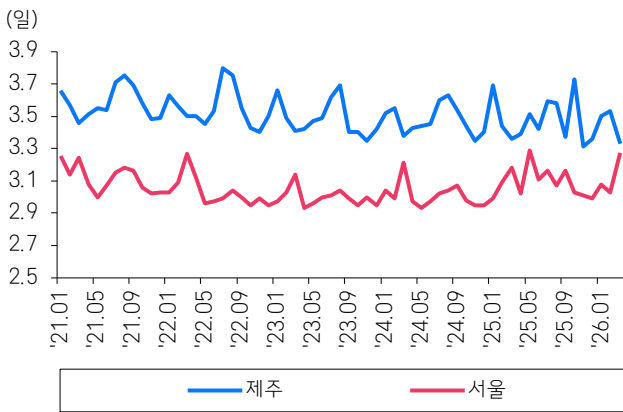
자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

3. 체류형 관광 성격이 더욱 짙은 제주 방문객, 구조적 홀드율 우위 확보

동사는 체류형 관광 특성이 짙은 제주 지역 관광객 비중이 높은 만큼, 내륙 카지노 대비 구조적으로 높은 홀드율을 확보하고 있다. 실제로 제주 지역 외국인 방문객은 숙박일수와 체류시간을 확인하면, '26년 3월 기준 제주 지역 평균 숙박일수는 3.34일로 서울 3.26일 대비 높았으며, 체류시간 역시 4,836분으로 서울(2,275분) 대비 2배 이상 길다. 이는 제주 관광객들이 제주 지역내에서 오랫동안 체류하는 관광 패턴을 보이고 있음을 의미한다.

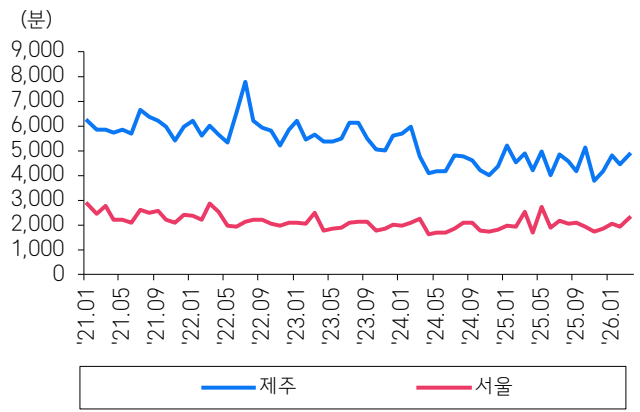
이에 따라 동사의 '25년 홀드율은 17%로 국내 외국인 전용 카지노 사업자 평균 홀드율 11%을 크게 상회하고 있다. 이는 체류시간 증가에 따른 게임 참여 확대 효과가 반영된 결과로 판단되며, 향후 드롭액 증가 시 매출과 이익이 경쟁사 대비 더욱 빠르게 확대될 수 있다는 점에서 의미가 크다.

제주 vs. 서울: 평균 숙박 일수



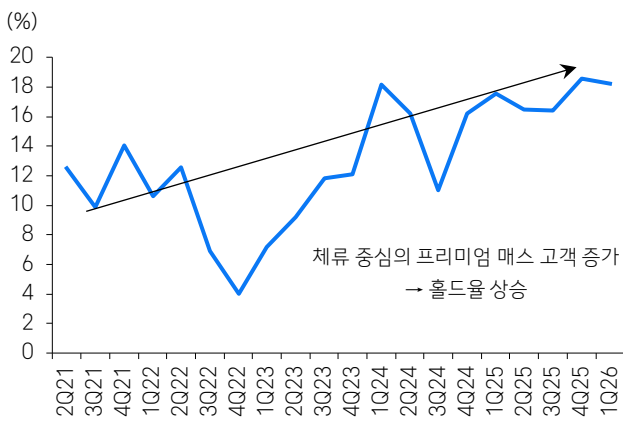
자료: 한국관광데이터랩, 삼성증권

제주 vs. 서울: 평균 체류 시간



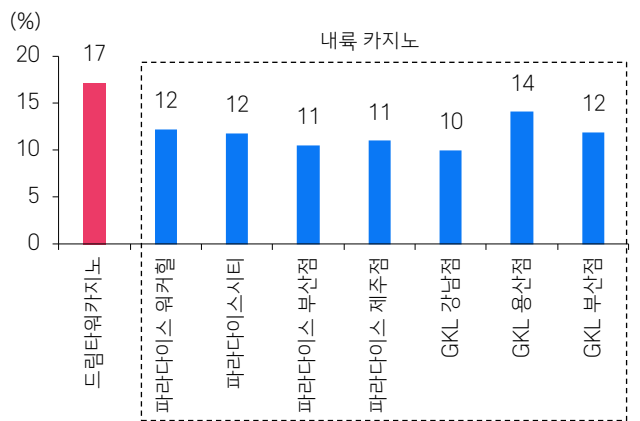
자료: 한국관광데이터랩, 삼성증권

롯데관광개발: 홀드율 추이



자료: 롯데관광개발, 삼성증권

국내 외국인 카지노 홀드율 비교



자료: 각 사, 삼성증권

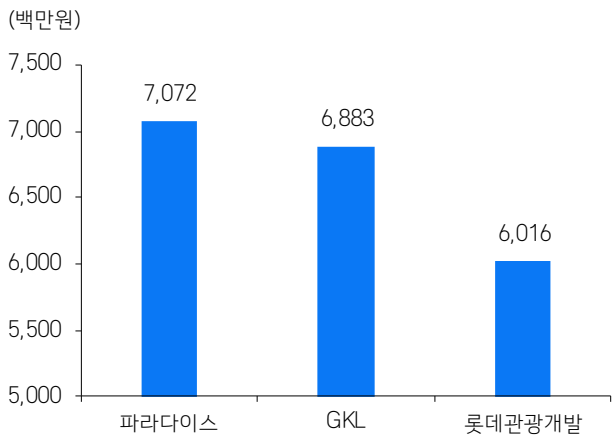
높은 홀드올은 기구당 효율성 개선과 높은 영업이익률로 이어져

실제로 동사의 높은 홀드올은 기구당 매출 효율성 개선으로 이어지며, 이익률 제고에도 긍정적으로 작용하고 있다. '25년 기준 국내 상장 카지노 업체의 기구당 드롭액을 비교하면 파라다이스가 70억원, GKL 69억원, 드림타워 60억원으로 드림타워가 상대적으로 낮은 수준이다. 다만 홀드올이 반영된 기구당 총매출액을 기준으로 살펴보면 드림타워 11억원, 파라다이스 9억원, GKL 7.9억원으로 오히려 드림타워의 기구당 수익 효율성이 가장 높다.

방문객당 지표에서도 유사한 흐름이 확인된다. '25년 기준 방문객당 드롭액은 드림타워 470만원으로 파라다이스 640만원 대비 낮은 수준이나, 홀드올을 반영한 방문객당 총매출액은 드림타워 88만원으로 파라다이스 82만원을 상회한다. 나아가 체류 시간이 긴 제주 방문객 특성이 강해지며, 방문객당 총매출액은 '22년 65만원에서 '25년 88만원으로 꾸준히 개선되고 있다.

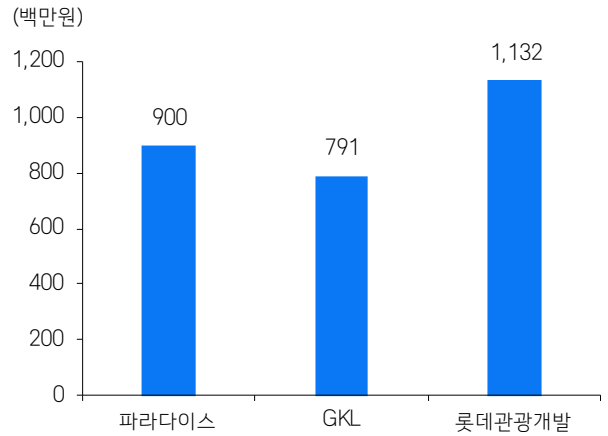
결국 이러한 높은 홀드올 기반의 수익 구조는 높은 영업이익률 ('25년 OPM: 롯데관광개발 22% vs GKL 15% vs 파라다이스 14%)로 이어지며, 향후에도 동사의 수익성 차별화를 뒷받침하는 핵심 요인으로 작용할 것으로 전망한다.

'25년 기구당 드롭액: 파라다이스 vs. GKL vs. 롯데관광개발



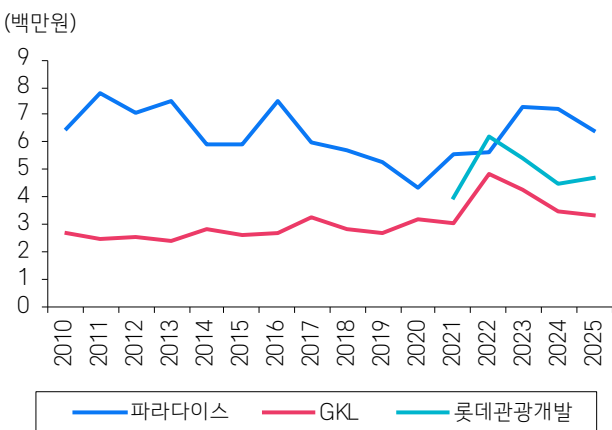
자료: 각 사, 한국카지노협회, 삼성증권 정리

'25년 기구당 총매출액: 파라다이스 vs. GKL vs. 롯데관광개발



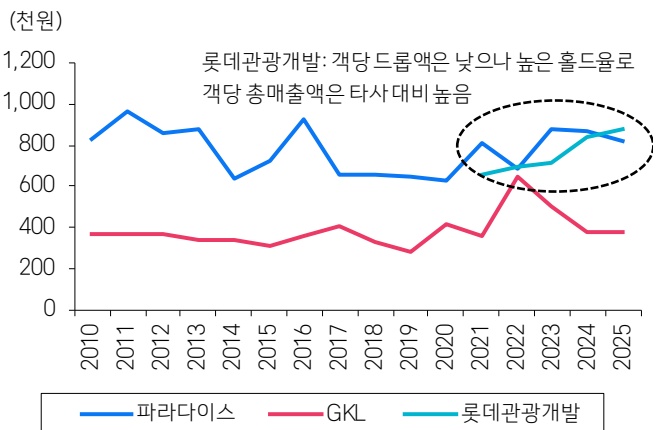
자료: 각 사, 한국카지노협회, 삼성증권 정리

방문객당 드롭액: 파라다이스 vs. GKL vs. 롯데관광개발



자료: 각 사, 한국카지노협회, 삼성증권 정리

방문객당 총매출액: 파라다이스 vs. GKL vs. 롯데관광개발



자료: 각 사, 한국카지노협회, 삼성증권 정리

마카오 코타이 역시 유사한 흐름

한편 이와 같은 흐름은 글로벌 최대 카지노 시장인 마카오에서도 확인된다. 전통적인 도심 지역인 마카오 반도는 단기 체류 및 당일 방문객 비중이 높은 반면, 공항 인접 매립지에 조성된 코타이 지역은 복합 리조트 중심의 체류형 관광객 비중이 높다.

이에 따라 코타이 지역 카지노의 '25년 평균 홀드율 26%로 (1) 반도 지역의 '25년 평균 홀드율 18% 대비 8%p 더 높다. 또한 (2) 코타이 지역의 구조적으로 높은 홀드율은 '18년 이후부터 계속해서 지속되고 있는 만큼, 동사 역시 내륙 카지노 대비해서 향후에도 높은 홀드율을 유지할 가능성이 높다는 판단이다.

마카오 코타이와 반도 관광객 차이

	반도	코타이
당일치기 여행객 비중	높음	낮음
마카오 로컬 고객 비중	높음	낮음
고객의 카지노 로열티	낮음	높음
호텔 숙박 고객 비중	낮음	높음

자료: 롯데관광개발, 삼성증권

반도 vs. 코타이 매스 테이블 홀드율

(%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
반도 평균	18.7	19.7	19.0	18.5	18.7	18.2	18.6	18.1
Wynn Macau	20.1	20.3	18.7	18.5	16.2	17.7	18.4	17.9
MGM Macau	17.8	21.6	20.4	20.3	22	20.4	21.7	22.5
Sands Macau	18.4	18.3	18.7	17.1	17.9	17.1	16.6	15.3
Starworld	18.5	18.7	18.1	18.2	18.7	17.7	17.8	16.6
코타이 평균	24.5	26.2	25.9	27.5	25.5	24.8	26.1	25.9
Wynn Palace	24.5	24.4	24.1	22.4	21.5	22.4	24.5	22.8
MGM Cotai	20.6	25.2	26.3	43.5	24.1	24.9	28.1	28.1
Venetian	24.7	26.2	25.4	27.4	25.7	24.2	24.7	23.2
Londoner	21.4	22.7	22.6	21.6	21.7	21.3	21.5	22.7
Parisian	21.1	23.1	23.1	22.3	24.9	21.4	20.9	21.2
The Plaza	24.9	24.4	24.6	23.5	23.8	23.6	24.3	22.2
Galaxy macau	26.7	28	28	28.1	29	27	28.3	29.1
City of Dream	30.3	32.3	32.1	30.6	30.5	30.9	32.1	30.4
Studio City	26.5	29.1	26.7	27.7	28.5	27.3	30.6	33.4

자료: 각 사, Bloomberg, 삼성증권

리스크 요인: 높은 재무 레버리지 부담

현재 시장에서는 동사에 대해 높은 재무 레버리지 부담과 전환사채로 인한 오버행 우려가 상존하고 있다. 동사는 제주 드림타워 복합리조트 개발 과정에서 약 1.6조원 규모의 투자를 집행하며 차입금이 큰 폭으로 확대되었고, 이에 따라 높은 레버리지 구조가 지속되어 왔다.

다만, 이러한 우려는 점진적으로 해소될 것으로 판단한다. 이에 대한 이유는 (1) 동사는 '24년 8,400억원 규모의 차입금에 대한 리파이낸싱을 완료했고, (2) '25년 전환사채 상황에 따른 오버행 리스크 일부 해소 및 이자 부담 경감이 이루어진 바 있다. 그 결과 '26년 이자비용은 약 1,350억원 수준으로, '25년 1,480억원 대비 약 10% 감소할 것으로 전망된다. 이러한 차입 구조 재편 및 전환사채 해소 노력에 더해, 현재 동사는 이익 증가(영업이익: '24년 390억원 → '25년 1,430억원 → '26E 2,000억원)에 따른 차입 상환 여력이 확대되고 있는 만큼, 중장기적으로 재무 부담이 완화 흐름은 이어질 것으로 전망한다.

높은 부채비율과 고금리 대출 - 하지만, 재무구조는 개선 중

'23년 부채비율은 2,500% 이상까지 확대되며, 재무 건정성에 대한 우려가 제기되었다. 동사는 '20년 11월 약 7,000억원 규모의 건물 담보대출을 조달했으나, 팬데믹 기간 동안 영업 차질로 현금창출 능력이 제한되며 자체 상환 여력이 충분히 확보되지 못했다. 이에 따라 동사는 '23년 말 기존 차입금의 만기를 1년 연장했으며, 해당 차입은 1·2·3순위 트랜치 구조로 조달되었다. 이 과정에서 조달 금리는 기존 4~6% 수준에서 7~10% 수준까지 상승하며, 동사의 이자상환능력에 대한 채권 시장 내 우려를 시사하는 것은 물론, 동사의 이자 비용 부담 증가에 따른 우려를 가중시켰다.

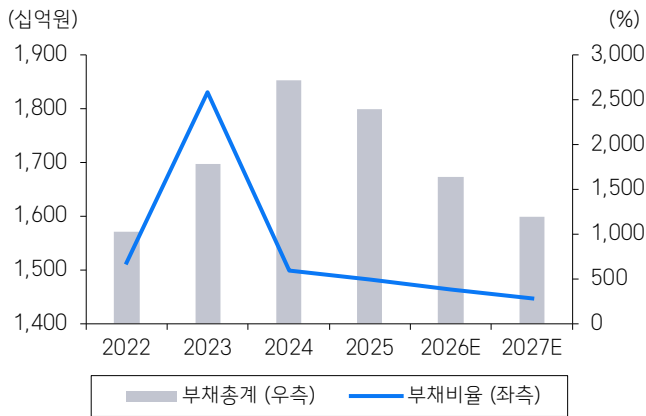
하지만 '24년 이후 제주 드림타워의 실적 개선이 본격화되며 재무구조는 점진적으로 개선되는 흐름을 보이고 있다. 동사는 '24년 11월 만기가 도래하는 약 8,400억원 규모의 차입금에 대해 리파이낸싱을 진행했으며, 이 중 약 8,000억원을 선순위 중심의 구조로 재편하고 금리를 6% 수준으로 하향 조정했다. 또한 만기를 기존 1년에서 '27년 5월까지 30개월 만기로 연장하며 단기 유동성 리스크를 완화했다. 이에 따라 전체 차입금 금리는 기존 7~10% 수준에서 6%대로 낮아졌고, 연간 약 70억원 수준의 이자비용 절감한 상황이다.

롯데관광개발: 차입금 현황

(십억원)	금액	이자율	이자
20년 11월	700	4.31%	30
Tranche A	600	4.05%	24
Tranche B	100	5.90%	6
23년 11월	775	7.5%	58
Tranche A	600	7%	42
Tranche B	100	9%	9
Tranche C	75	10%	8
24년 11월	839	6.1%	51
Tranche A	800	6%	48
Tranche B	39	9%	4

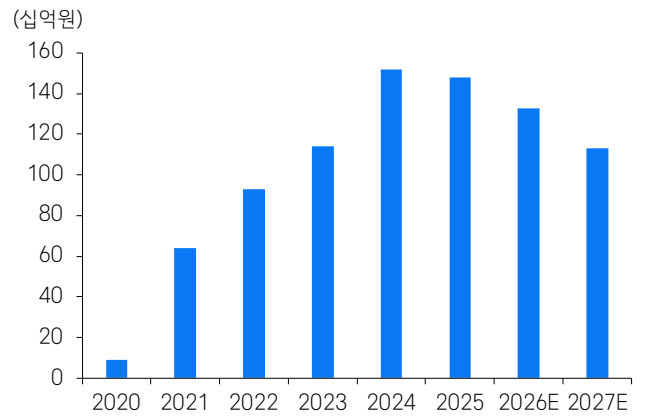
자료: 롯데관광개발, 언론보도, 삼성증권

롯데관광개발: 부채 비율 추이 및 전망



자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

롯데관광개발: 이자비용 추이 및 전망



자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

전환 사채 관련 오버행 리스크도 점진적으로 해소 중

동사의 전환사채와 관련된 오버행 리스크 역시 점진적으로 완화되고 있다. 동사는 '25년 9월에 '24년 말 남아있던 전환사채 2,097억원 중 1,342억원을 상환했으며, 이는 '13년 이후 제주 드림타워 개발 과정에서 발행했던 총 3,366억원 규모의 전환 사채 중 78%를 상환 및 주식 전환을 완료한 것을 의미한다.

'25년 말 기준 약 755억원(유통 주식 수 기준 6.4%) 규모의 전환 사채가 잔존하나, 전체적인 규모는 과거 3,366억원 대비 78% 감소한 상황이다. 특히 전환사채 상환에 따라 연간 이자비용 역시 약 190억원에서 45억원 수준으로 감소하며 약 150억원 내외의 금융비용 절감 효과가 기대된다.

롯데관광개발: 전환사채 현황

	이자율	금액 (십억원)	연이자 (십억원)
2024년 합계		239.2	19.3
제 6회	15%	110.2	16.52
제 7-2회	2.5%	5.3	0.13
제 8-1회	0%	75.9	-
제 9-1회	4%	22.3	0.89
제 9-2회	4%	6.2	0.25
제 10-1회	8%	15.6	1.25
제 10-2회	8%	3.8	0.31
2025년 합계		90.1	0.4
제 8-1회	0%	84.6	-
제 10-1회	8%	3.5	0.28
제 10-2회	8%	2.0	0.16

자료: 롯데관광개발, 삼성증권

현재 기준 전환사채 현황

	제8-1회 무기명식 사모전환사채	제10-1회 무기명식 사모전환사채	제10-2회 무기명식 사모전환사채
액면금액	70,000	16,300	4,000
발행가액	70,000	16,300	4,000
발행일	2021-11-29	2023-08-29	2023-09-13
만기일	2026년 11월 29일	2027년 08월 29일	2027년 08월 29일
이자율	0	0.08	0.08
만기보장수익률	0.047	0.08	0.08
전환가액	18,231	16,131	16,131
전환가액의 조정	주식병합, 주식분할, 자본감소, 합병 등	주식병합, 주식분할, 자본감소, 합병 등	주식병합, 주식분할, 자본감소, 합병 등
전환청구기간	2022년 11월 29일부터 2026년 11월 23일까지	2024년 8월 29일부터 2027년 8월 23일까지	2024년 9월 13일부터 2027년 8월 23일까지
조기상환청구기간	2026년 6월 30일부터 2026년 7월 30일까지	2025년 6월 30일부터 2025년 7월 30일까지	2025년 6월 30일부터 2025년 7월 30일까지
전환주식 수	3,839,614	1,010,477	247,970
전체 유통 주식 수 대비 (%)	4.8	1.3	0.3

자료: 롯데관광개발, 삼성증권

Appendix. 기업개요

복합리조트 전환 이후 카지노 중심 성장 본격화

롯데관광개발은 1971년 설립된 관광·레저 기업으로, 기존 여행업을 기반으로 성장해 현재는 카지노·호텔·리테일을 결합한 복합리조트 사업자로 사업 포트폴리오를 확장하였다.

동사는 2020년 12월 제주 지역에 국내 최대 규모의 도심형 복합리조트인 제주 드림타워를 개장하며 사업 구조의 전환을 이루었다. 드림타워 내에는 외국인 전용 카지노와 약 1,600개 객실 규모의 그랜드 하얏트 제주 호텔이 운영되고 있다.

카지노 사업은 종속회사인 엘티엔터테인먼트를 통해 영위하고 있다. 동사는 2014년 카지노업을 사업목적으로 추가한 이후, 2018년 8월 파라다이스그룹이 운영하던 '파라다이스 제주 롯데 카지노'를 149억원에 인수하며 사업에 진출하였다. 이후 기존 롯데호텔 제주 내에서 운영되던 카지노를 2021년 제주 드림타워로 이전·확장(1,176㎡ → 5,367㎡)하며 본격적인 성장 기반을 확보하였다.

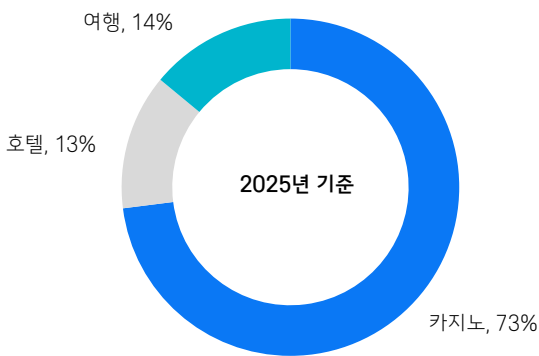
롯데관광개발: '21년 롯데호텔에서 그랜드 하얏트로 이전



자료: 롯데관광개발, 삼성증권

현재 동사의 사업 구조는 1) 카지노(25년 기준 매출 비중 73%) 2) 호텔(13%) 3) 여행 및 기타(14%)로 구분된다. 특히 제주 드림타워 카지노 오픈 이후 카지노 부문이 실적 성장을 견인하는 핵심 사업으로 자리잡았다. 외국인 관광객 증가에 따른 트립액 확대와 함께 카지노 매출이 빠르게 성장하며, 2024년을 기점으로 영업이익 흑자전환에 성공했다. 이후 2025년에는 역대 최고 매출을 기록하며 영업 레버리지 효과에 기반한 수익성 개선 흐름을 이어가고 있다.

롯데관광개발: 사업부별 매출액 비중



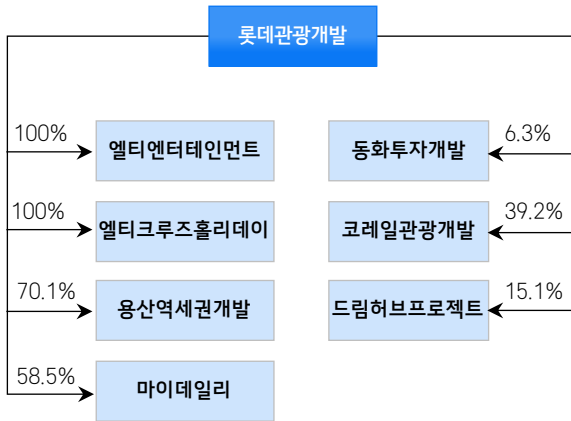
자료: 롯데관광개발, 삼성증권

롯데관광개발: 주요 연혁

년도	주요 내용
2006.06	코스피 상장
2009.05	제주 드림타워 건축허가 (218m, 62층)
2013.12	녹지그룹과 제주 드림타워 공동개발 계약 체결
2017.08	하얏트 그룹과 호텔운영위탁계약 체결 (그랜드 하얏트 제주)
2018.08	파라디이스 제주 롯데 카지노 인수(엘티카지노로 변경)
2020.12	그랜드 하얏트 제주 오픈
2021.01	5성급 호텔등급 결정
2021.04	엘티카지노 소재지 이전 및 면적 확장 허가 (소재지: 롯데호텔제주 → 드림타워 / 영업장 면적 1,175㎡ → 5,367.67㎡)
2021.06	제주 드림타워 카지노 오픈
2021.12	그랜드하얏트 제주 두번째 타워 오픈 (1,600객실 가동)

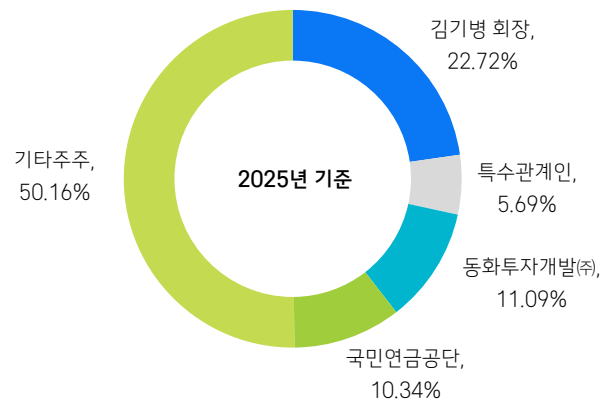
자료: 롯데관광개발, 언론보도, 삼성증권 정리

롯데관광개발: 사업부별 매출액 비중



자료: 롯데관광개발, 삼성증권

롯데관광개발: 주주현황



자료: 롯데관광개발, 삼성증권

2026. 6. 15

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	471	653	792	897	975
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	471	653	792	897	975
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	432	510	592	653	722
영업이익	39	143	200	244	253
(영업이익률, %)	8.3	21.9	25.2	27.2	26.0
영업외손익	-162	-148	-130	-106	-88
금융수익	8	11	9	12	16
금융비용	167	153	135	113	99
지분법손익	2	0	1	1	0
기타	-4	-6	-5	-5	-5
세전이익	-123	-4	70	138	165
법인세	-6	-32	1	0	0
(법인세율, %)	4.9	717.6	1.8	0.0	0.0
계속사업이익	-117	28	68	138	165
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-117	28	68	138	165
(순이익률, %)	-24.7	4.2	8.6	15.4	16.9
지배주주순이익	-117	28	68	137	163
비지배주주순이익	0	-0	1	1	2
EBITDA	124	232	285	324	329
(EBITDA 이익률, %)	26.3	35.5	36.0	36.1	33.7
EPS (지배주주)	-1,531	356	851	1,719	2,050
EPS (연결기준)	-1,531	354	860	1,735	2,070
수정 EPS (원)*	-1,531	356	851	1,719	2,050

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	122	100	223	282	240
당기순이익	-117	28	68	138	165
현금유출입이없는 비용 및 수익	249	217	217	186	163
유형자산 감가상각비	83	87	84	79	75
무형자산 상각비	2	2	1	1	1
기타	164	128	132	106	87
영업활동 자산부채 변동	88	-48	47	64	0
투자활동에서의 현금흐름	-28	-40	-37	-41	-20
유형자산 증감	-7	-10	-25	-30	-20
장단기금융자산의 증감	-19	-28	-11	-11	0
기타	-1	-2	-0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	-83	-43	-196	-143	-150
차입금의 증가(감소)	-6	-2	-192	-143	-150
자본금의 증가(감소)	4	35	-590	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-82	-76	586	0	0
현금증감	11	18	-10	97	70
기초현금	34	44	62	52	149
기말현금	44	62	52	149	220
Gross cash flow	133	244	285	324	328
Free cash flow	114	90	198	252	220

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 롯데관광개발, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	114	133	134	242	312
현금 및 현금등가물	44	62	52	149	219
매출채권	3	5	6	6	6
재고자산	6	6	7	8	8
기타	61	60	69	78	78
비유동자산	2,052	2,035	1,980	1,935	1,880
투자자산	20	63	64	70	70
유형자산	1,690	1,634	1,584	1,535	1,480
무형자산	46	46	45	45	44
기타	295	291	285	285	285
자산총계	2,167	2,168	2,114	2,177	2,192
유동부채	610	413	394	437	437
매입채무	9	9	11	12	12
단기차입금	3	1	1	1	1
기타 유동부채	598	403	382	424	424
비유동부채	1,244	1,387	1,286	1,167	1,017
사채 및 장기차입금	741	889	748	598	448
기타 비유동부채	503	498	537	569	569
부채총계	1,854	1,799	1,679	1,605	1,455
지배주주지분	317	372	437	574	737
자본금	38	40	40	40	40
자본잉여금	648	681	91	91	91
이익잉여금	-1,091	-1,065	-407	-270	-107
기타	722	717	713	713	713
비지배주주지분	-4	-4	-3	-1	0
자본총계	313	368	434	572	737
순부채	1,254	1,236	1,048	801	581

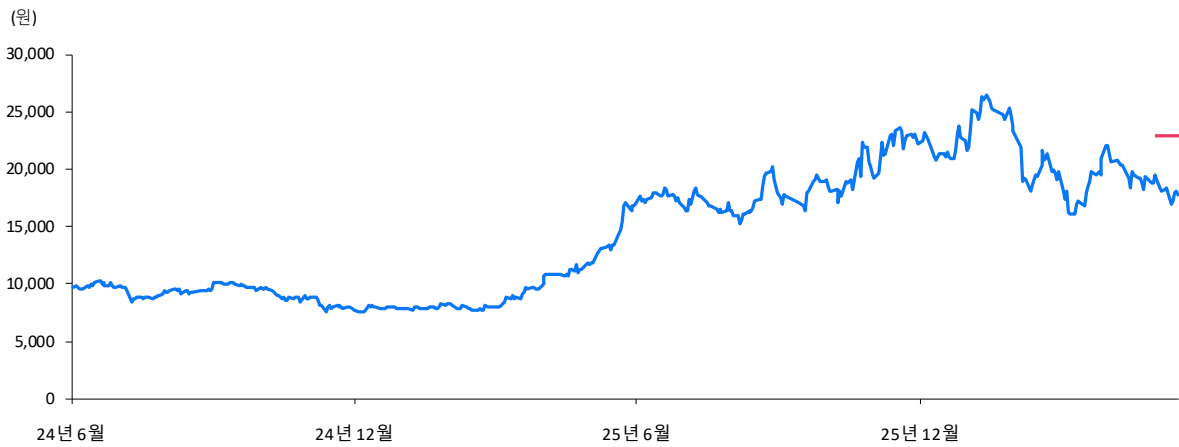
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	50.4	38.6	21.3	13.2	8.7
영업이익	흑전	267.4	39.5	21.9	3.9
순이익	적지	흑전	147.9	101.9	19.2
수정 EPS**	적지	흑전	139.1	101.9	19.2
주당지표					
EPS (지배주주)	-1,531	356	851	1,719	2,050
EPS (연결기준)	-1,531	354	860	1,735	2,070
수정 EPS**	-1,531	356	851	1,719	2,050
BPS	4,156	4,677	5,491	7,210	9,260
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	65.3	20.9	10.4	8.7
P/B***	1.8	5.0	3.2	2.5	1.9
EV/EBITDA	14.8	13.3	8.6	6.9	6.1
비율					
ROE (%)	-60.4	8.1	16.7	27.1	24.9
ROA (%)	-5.9	1.3	3.2	6.4	7.5
ROIC (%)	2.2	-49.9	11.5	15.1	16.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	400.4	335.7	241.3	140.0	78.8
이자보상배율 (배)	0.3	1.0	1.5	2.2	2.6

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 6월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 6월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2026/6/15
투자의견	BUY
TP (원)	23000
괴리율 (평균)	
괴리율 (최대/최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업		산업	
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외	NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2026.03.31 기준
매수(85.2%)·중립(14.8%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA