

엔터/레저

송지원

02)739-5935

bd21312@heungkuksec.co.kr

(032350)

롯데관광개발

BUY(유지)

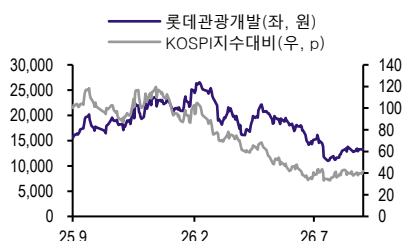
성장은 지속, 부담은 제한적

목표주가		20,000원(하향)			
현재주가(09/02)	13,390원				
상승여력	49.4%				
시가총액	1,068십억원				
발행주식수	79,725천주				
52주 최고가 / 최저가	26,550 / 10,990원				
3개월 일평균거래대금	7십억원				
외국인 지분율	20.7%				
주요주주					
김기병 (외 4인)	40.1%				
브이아이피자산운용	12.0%				
국민연금공단 (외 1인)	8.9%				
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월	
절대수익률	15.2	-25.8	-42.2	-12.3	
상대수익률(KOSPI)	15.7	-0.4	-47.3	-119.1	

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	471	653	773	835
영업이익	39	143	190	218
EBITDA	124	232	277	305
지배주주순이익	-117	28	59	105
EPS	-1,530	349	746	1,322
순차입금	1,254	1,237	1,116	930
PER	n/a	66.6	18.0	10.1
PBR	1.8	5.0	2.5	2.0
EV/EBITDA	14.8	13.3	7.9	6.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-60.4	8.1	14.8	21.7
컨센서스 영업이익	-	-	195	0
컨센서스 EPS	-	-	828	0

주가추이



생산성 개선이 확인되는 구간

'26년 2분기 매출액은 2,033억원(+28.9% YoY, +30.2% QoQ), 영업이익 519억원(+56.8% YoY, +80.4% QoQ, OPM 25.5%)로 시장 기대치에 부합하였다. 부문별로는 카지노의 성장(+33.7% YoY)이 가장 두드러졌는데, 높은 홀드율 및 신규 회원고객 영입의 영향이 컸다. 2분기 카지노 드롭액은 7,606억원(+13.8% YoY), 홀드율 19.3%(+2.9%p YoY), 방문수 182,872명(+23.2% YoY)을 기록하였다. 특히 인당 드롭액은 전년 대비 하락하고 있으나, 테이블당 일매출(WPUPD)은 1,163만원(+16.1% QoQ)으로 크게 성장하였다. 동사 테이블 수는 167개로 마카오 평균(373개)의 약 45%를 갖췄으나 25년 기준 연간 GGR은 아직 약 17%에 그친다. 이러한 테이블 수 대비 생산성 격차가 동사의 성장 여력이며, 1) 롤링사업('BLING') 재개, 2) 테이블 미니멈 베테팅 구간과 맥시멈 한도 상향이다.

7~8월 카지노 실적 또한 양호한 흐름을 이어갔다. 드롭액은 7월 2,635억원(-3.9%), 8월 3,364억원(+19.7%)을 기록하였고, 7월 순매출은 높은 홀드율(19.6%)로 인해 전년 대비 19% 성장하였다. 특히 8월 드롭액의 고성장으로 인당 드롭액은 역대 최대 570만원을 달성하였다.

하반기 실적 순항 전망

마카오 8월 GGR은 218.9억 MOP(-1.2% YoY)로, 3개월 연속 역성장을 기록 중이다. 반면, 제주 카지노 사업자 7월 누적 GGR은 4,081억원(+20.8% YoY), 그 중 드림타워는 3,312억원(+25.2% YoY)로 선진시장과의 디커플링이 극대화되고 있는 흐름이다. 하반기에도 공급 측 촉매는 우호적일 전망이다. 상반기 중 머신 추가도입(19대) 및 포커 테이블(13대→16대)이 확대되었으며, 제주 국제선 취항 도시 또한 3분기 중 청다오/창춘/우한/창사/청두 등 6개 노선이 추가되며 26개까지 확대될 전망이다. 관광기금의 경우, 개정이 사업장별 3,000억원 초과분에 5%p 인상 부과하는 방식이 채택된다면, 복수 사업장을 운영하는 타사 대비 단일 업장에 매출이 집중되는 동사에 불리하다. 그러나 개정이 시행되더라도 '27E 예상 영업이익 -7.6% 수준 감익으로 시장의 선제적 우려 대비 그 규모는 제한적일 것이다. 동사에 대해 투자 의견 BUY(매수), 목표주가는 20,000원으로 하향한다. '27E EPS 1,322원에 '26E 해외 Peer Group 평균 P/E 15.0배를 적용하였다.

표 1 롯데관광개발 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 명)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
연결 매출액	122	158	187	187	156	203	218	196	654	773	835
YoY	14.8%	35.8%	34.2%	70.2%	28%	29%	17%	5%	39%	18%	8%
QoQ	10.9%	29.3%	18.4%	0.3%	-17%	30%	7%	-10%			
부문별 매출											
카지노	85	110	139	143	119	147	166	155	477	586	634
드롭액	482	669	849	769	651	761	853	771	2,768	3,035	3,289
홀드율	18%	16%	16%	19%	20%	22%	19%	20%	17.2%	19.3%	19.3%
호텔	15	23	25	21	18	23	25	19	84	85	99
여행	22	24	22	21	18	30	25	20	89	94	92
기타	1	1	1	2	1	3	2	2	4	8	10
영업이익	13	33	53	44	29	52	64	45	143	190	218
영업이익률	10.7%	21.0%	28.4%	23.6%	18.4%	25.5%	29.2%	23.1%	21.9%	24.5%	26.2%
지배기업순이익	-24	6	7	39	-7	15	32	20	28	59	105
지배기업순이익률	-19.3%	3.8%	3.5%	20.8%	-4.7%	7.2%	14.7%	10.1%	3.6%	7.1%	12.6%

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 롯데관광개발 목표주가 산정 P/E Multiple Valuation

	2026E	2027E	비고
EPS (원)	746	1,322	'27E EPS: 1,322
목표 PER (배)		15.0	'26E 해외 Peer Group 평균 P/E (국내 제외)
목표주가 (원)		20,000	
현재주가(원)		13,390	
상승여력 (%)		49.4%	

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

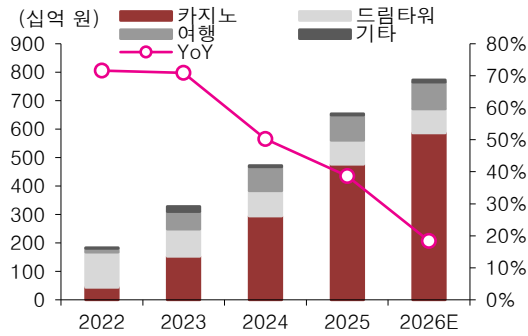
표 3 롯데관광개발 Global Peer Group Valuation

회사	시가총액 (백만달러)	주가수익률(%)				P/E(배)		P/B(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
		1M	3M	6M	12M	26E	2E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
국내													
강원랜드	2,189	0.8	-9.5	-23.5	-20.1	10.9	10.5	0.7	0.7	0.9	0.9	7.1	7.2
파라다이스	630	-5.5	-33.8	-53.1	-53.5	10.9	8.4	0.5	0.5	8.0	7.1	4.6	5.8
GKL	407	0.1	-23.9	-30.3	-43.5	9.1	8.2	1.2	1.0	2.0	1.9	13.2	12.4
해외													
Las Vegas Sands	29,425	0.2	-9.5	-22.8	-14.0	14.8	13.0	26.9	22.4	8.6	8.0	151.8	80.0
Galaxy Entertainment	19,473	10.0	4.9	-19.0	-11.8	13.7	12.8	1.8	1.7	9.3	8.7	12.8	13.1
Sands China	14,827	9.9	-8.6	-24.4	-28.1	15.1	12.5	10.0	9.6	9.3	8.6	67.8	76.8
MGM China Holdings	976	3.9	-11.9	-28.9	-30.5	12.0	6.1	2.8	2.0	7.0	6.5	12.9	16.1
Wynn Macau	3,890	7.3	2.2	-2.4	-5.9	10.9	9.9	-	-	8.1	7.8	-21.1	-26.1
SJM Holdings	1,349	-1.3	-22.0	-38.9	-54.6	-	25.6	0.8	0.7	10.5	9.4	1.1	4.7
Medo International Development	976	3.9	-11.9	-28.9	-30.5	12.0	6.1	2.8	2.0	7.0	6.5	12.9	16.1
Genting Singapore	6,231	4.8	11.9	-14.3	-10.8	20.0	17.2	1.0	1.0	6.2	5.6	4.8	5.6

주: 2026년 9월 03일 종가 기준 컨센서스

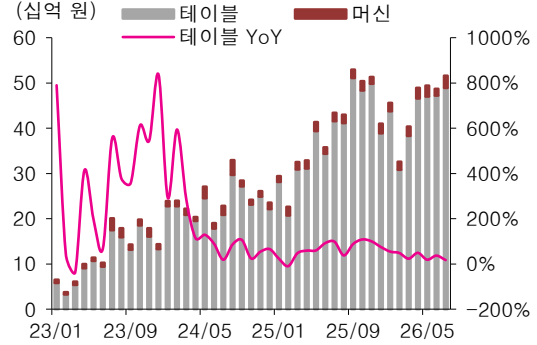
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 1 롯데관광개발 부문별 연간 매출 추이 및 전망



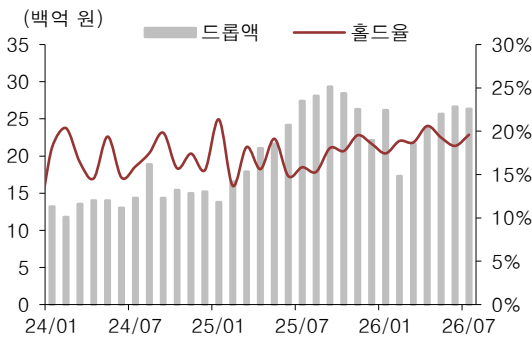
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 2 롯데관광개발 순매출 추이



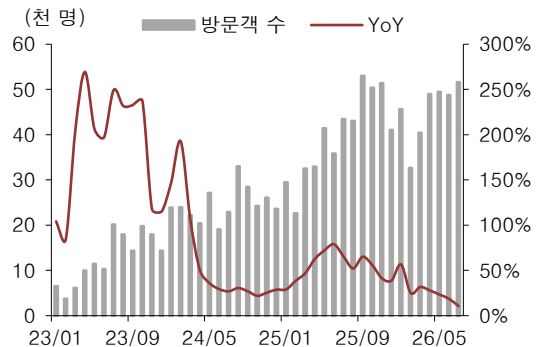
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 3 롯데관광개발 드롭액 및 홀드율 추이



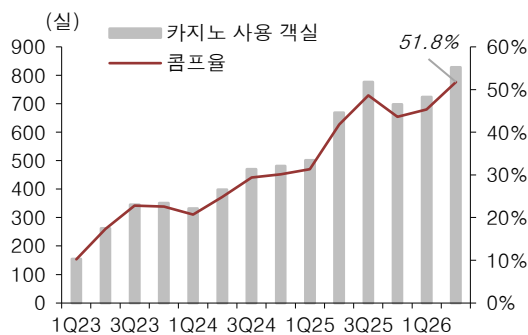
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 4 롯데관광개발 카지노 방문객 수 추이 및 전망



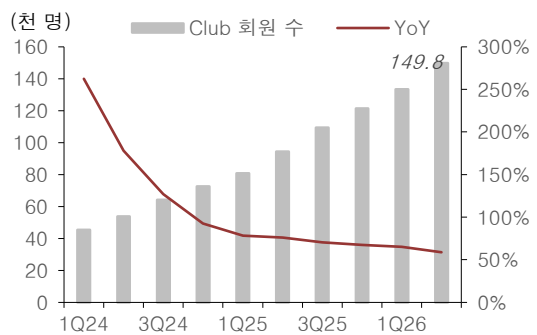
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 5 콤프 객실 수 및 비중 추이 (1H26 평균 48.6%)



자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 6 롯데관광개발 카지노 회원 수 현황 (+약 5.5만 명 YoY)



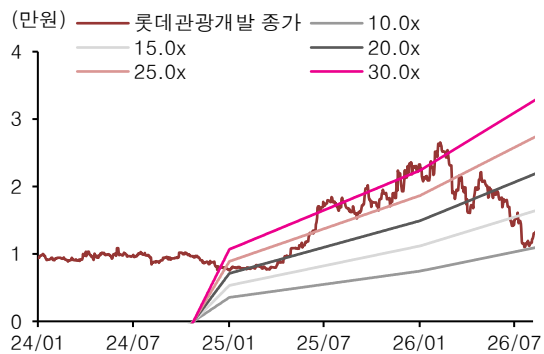
자료: 롯데관광개발, 흥국증권 리서치센터

그림 7 카지노 단기 성장 전략

성장 전략	주요 내용	기대 효과
게임 개파 확대	슬롯 12대·ETG 7대 추가	머신 게임 수용력 확대
슬롯 프리미엄화	Diamond Private Slot 19대 → 24대	고액 머신 고객 수요 대응
포커 확대	테이블 13대 → 16대	포커 기반 신규 고객 및 바카라 고객 유입
롤링 사업 강화	BLING 시설 고도화 및 동북아 VIP 공략	프리미엄 고객 확대·롤링 볼륨 증가
VIP 서비스 강화	롤스로이스 리무진 2대 도입	고액 고객 서비스 경쟁력 강화
베팅 한도 상향	일반 바카라 1억원, 프리미엄 1.5억원	고액 베팅 수요 흡수 및 테이블 생산성 제고

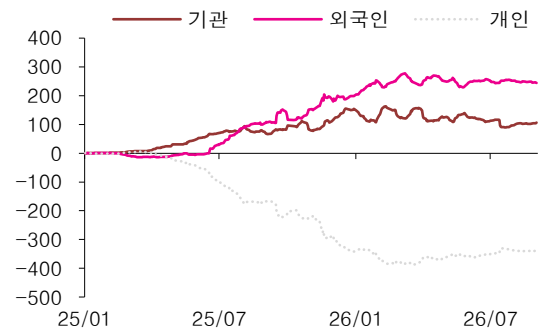
자료: 롯데관광개발, 홍국증권 리서치센터

그림 8 롯데관광개발 12M Fwd PER Band Chart



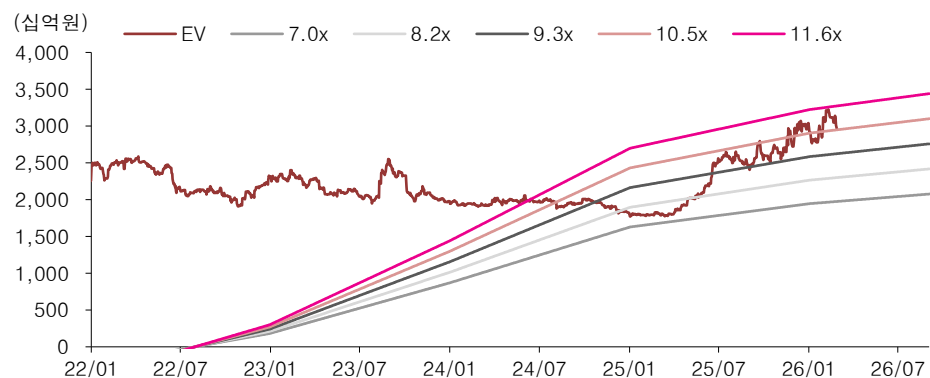
자료: Quantiwise, 홍국증권 리서치센터

그림 9 롯데관광개발 수급 동향



자료: Quantiwise, 홍국증권 리서치센터

롯데관광개발 12M Fwd EV/EBITDA Band Chart



자료: Quantiwise, 홍국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	471	653	773	835	908
증가율 (Y-Y,%)	50.4	38.6	18.4	7.9	8.8
영업이익	39	143	190	218	255
증가율 (Y-Y,%)	흑전	267.4	32.4	15.1	16.8
EBITDA	124	232	277	305	341
영업외손익	(162)	(148)	(129)	(108)	(92)
순이자수익	(151)	(146)	(131)	(132)	(133)
외화관련손익	(13)	6	1	0	0
지분법손익	2	0	(1)	(1)	(1)
세전계속사업손익	(123)	(4)	61	110	163
당기순이익	(117)	28	59	105	155
지배기업당기순이익	(117)	28	59	105	155
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	113.7	77.3	47.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	63.9	52.7	35.1	21.0	11.6
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	77.6	21.2
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	119.8	35.0	13.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	77.8
영업이익률(%)	8.3	21.9	24.5	26.2	28.1
EBITDA마진(%)	26.3	35.5	35.9	36.6	37.5
순이익률 (%)	(24.7)	4.2	7.6	12.6	17.1
NOPLAT	28	104	185	208	243
(+) Dep	85	88	88	87	86
(-) 운전자본투자	(86)	49	3	(13)	(13)
(-) Capex	7	10	20	11	12
OpFCF	192	133	251	296	329

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	114	133	264	462	707
현금성자산	89	105	231	431	678
매출채권	10	14	14	12	11
재고자산	6	6	9	8	7
비유동자산	2,052	2,035	1,979	1,920	1,864
투자자산	316	354	356	370	385
유형자산	1,690	1,634	1,577	1,504	1,433
무형자산	46	46	46	46	46
자산총계	2,167	2,168	2,243	2,382	2,570
유동부채	610	413	403	412	422
매입채무	191	175	177	184	192
유동성이자부채	318	167	155	154	154
비유동부채	1,244	1,387	1,412	1,436	1,460
비유동이자부채	1,025	1,175	1,192	1,207	1,221
부채총계	1,854	1,799	1,815	1,848	1,881
자본금	38	40	40	40	40
자본잉여금	648	681	91	91	91
이익잉여금	(1,091)	(1,065)	(415)	(310)	(155)
자본조정	722	717	717	717	717
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	313	368	429	534	689
투자자본	1,548	1,575	1,517	1,435	1,355
순차입금	1,254	1,237	1,116	930	696
ROA	(5.9)	1.3	2.7	4.6	6.3
ROE	(60.4)	8.1	14.8	21.7	25.3
ROIC	2.0	6.7	12.0	14.1	17.4

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	(1,530)	349	746	1,322	1,951
BPS	4,156	4,677	5,427	6,749	8,700
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	n/a	66.6	18.0	10.1	6.9
PBR	1.8	5.0	2.5	2.0	1.5
EV/ EBITDA	14.8	13.3	7.9	6.5	5.2
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	4.4	7.6	5.5	5.3	4.2
PSR	1.2	2.8	1.4	1.3	1.2
재무건전성 (%)					
부채비율	592.1	488.7	423.5	346.2	273.0
Net debt/Equity	400.4	336.0	260.4	174.2	101.0
Net debt/EBITDA	1,010.8	533.8	402.2	304.6	204.2
유동비율	18.8	32.3	65.6	112.0	167.5
이자보상배율	0.3	1.0	1.5	1.7	1.9
이자비용/매출액	32.2	22.6	17.2	16.0	14.9
자산구조					
투자자산(%)	79.3	77.5	72.1	64.2	56.0
현금+투자자산(%)	20.7	22.5	27.9	35.8	44.0
자본구조					
차입금(%)	81.1	78.5	75.9	71.8	66.6
자기자본(%)	18.9	21.5	24.1	28.2	33.4

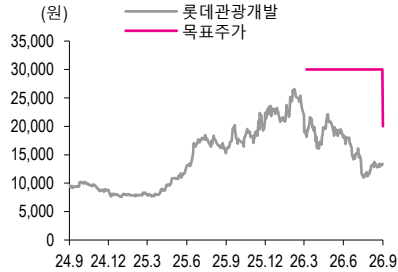
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	122	100	161	214	263
당기순이익	(117)	28	59	105	155
자산상각비	85	88	88	87	86
운전자본증감	88	(48)	(19)	13	13
매출채권감소(증가)	5	(26)	(4)	2	1
재고자산감소(증가)	(2)	(0)	(3)	1	1
매입채무증감(감소)	11	(1)	7	7	7
투자현금	(28)	(40)	(35)	(30)	(32)
단기투자자산감소	(19)	(13)	(1)	(2)	(2)
장기투자증권감소	0	0	(1)	(2)	(2)
설비투자	(7)	(10)	(20)	(11)	(12)
유무형자산감소	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)
재무현금	(83)	(43)	(1)	14	13
차입금증가	(83)	(43)	(1)	14	13
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	11	18	125	199	245
총현금흐름(Gross CF)	133	244	195	201	251
(-) 운전자본증감(감소)	(86)	49	3	(13)	(13)
(-) 설비투자	7	10	20	11	12
(+) 자산매각	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)
Free Cash Flow	211	184	171	201	249
(-) 기타투자	0	(0)	1	2	2
잉여현금	211	184	170	200	248

강원랜드 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2026-03-09	단타자변경			
2026-03-09	Buy	30,000	(44.8)	(26.2)
2026-09-04	Buy	20,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
----	---	----	---

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2026년 06월 30일 기준)

Buy (96.6%)	Hold (3.4%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앤티체

흥국씨앤티체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앤티체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 14층
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 6층
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286