

롯데관광개발 (032350)

VIP 롤링 전략 유효

엔터/레저

Analyst 김민영

minyoung.kim02@meritz.co.kr

인바운드 증가세 지속, 마카오는 단기 둔화

7월 방한 외래객은 209.3만명(+20.8% YoY)으로 역대 최대치를 기록했다. 제주와 부산의 외국인 방문객도 1~7월 누적 각각 146.8만명(+15.1% YoY), 292.7만명(+46.1% YoY)을 기록하며 증가세가 이어지고 있다. 제주 국제선 공급 확대, 9월 추석과 10월 중국 국경절 연휴를 고려하면 카지노 고객 유입 기대감 유효하나, 연휴 전후 체류 일정 분산, 방문 시점 변동 등 월별 변동성이 확대될 수 있어 9~10월 방문객 및 드롭액 추이를 지속적으로 확인할 필요가 있다. 한편 마카오 8월 GGR은 218.9억MOP(-1.2% YoY)로 6월 이후 3개월 연속 감소했다. 6월에는 월드컵에 따른 수요 분산이 영향을 미쳤으며, 일부 운영사 실적에는 롤링 플레이어의 낮은 홀드율도 부담으로 작용했다. 다만, 1~8월 누적 GGR은 1,690.4억 MOP(+3.7% YoY)를 기록하며 완만한 증가세를 유지하고 있다.

8월 카지노: VIP 롤링 전략 유효

8월 카지노 방문객은 5.9만명(+3.5% YoY), 드롭액은 3,364억원(+19.7% YoY, +27.6% MoM)을 기록했다. 인당 드롭액은 전월 420만원에서 570만원으로 +35.6% MoM 증가했다. 순매출은 462억원(+7.5% YoY, -10.4% MoM)으로 전월 대비 감소했는데, VIP 고객의 베팅 기여도가 높아지면서 홀드율(14.8%) 변동성이 확대된 영향이다. 고액 베팅 비중이 확대되면 월별 홀드율 변동성이 커질 수 있다는 점을 고려하면, 순매출보다는 드롭액, 인당 드롭액이 동시에 증가했다는 점에 주목할 필요가 있다. 테이블별 최대 베팅 한도 조정(일반 테이블 1억원, 프리미엄 테이블 1.5억원), 롤링 전용 공간 운영 재개 등 동사의 롤링 고객 유치 전략 성과가 가시화되고 있다. 2Q26 카지노 고객 사용 객실 비중은 51.8%로 확대, 추가로 수용할 수 있는 여력도 충분한 상황으로, 롤링 고객 방문 반복될 경우 드롭액 추가 성장도 가능하다.

투자 의견 Buy 유지, 적정주가 25,000원으로 하향

실적 추정치와 Target Multiple을 조정해 적정주가를 25,000원으로 하향한다. 12M Fwd EBITDA 3,074억원에 동사의 최근 2개년 평균 EV/EBITDA 10.4배를 적용해 산출했다. 관광진흥개발기금 관련 비용 부담 우려로 주가가 조정되었으나, 주요 영업 지표의 개선 흐름이 이어지고 있어 3분기에도 역대 최대 실적을 기록할 전망이다. 현재 주가는 2027년 기준 PER 7.9배, EV/EBITDA 6.0배로 밸류에이션 매력도가 높은 구간이다. 향후 롤링 고객의 재방문과 드롭 성장 지속 여부, 2027년 리파이낸싱 조건, 관광진흥개발기금 개편안의 구체화 여부 등이 주요 변수로 작용할 전망이다. 영업 지표 개선이 실적 성장으로 이어지고 관련 불확실성이 완화될 경우 밸류에이션 리레이팅이 가능하다는 판단이다.

Meritz Research 2026. 9. 21

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	25,000원
현재주가 (9.18)	11,720원
상승여력	113.3%

표1 롯데관광개발 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
카지노 드롭액	481.9	668.5	848.5	768.6	650.5	760.6	1,044.6	874.7	2,767.6	3,330.4	4,038.8
% YoY	25.3%	63.0%	78.4%	69.3%	35.0%	13.8%	23.1%	13.8%	60.5%	20.3%	21.3%
카지노 홀드율(%)	19.0%	17.5%	17.6%	18.8%	19.8%	22.1%	15.1%	16.5%	17.2%	17.1%	16.6%
매출액	121.9	157.7	186.7	187.1	156.2	203.3	206.5	189.2	653.4	755.1	848.5
% YoY	14.8%	35.8%	34.2%	70.1%	28.1%	28.9%	10.6%	1.1%	38.6%	15.6%	12.4%
카지노	84.5	110.0	139.3	142.7	118.6	147.1	157.7	144.7	476.7	568.2	670.7
호텔	14.3	22.2	23.8	21.6	18.2	22.9	25.9	24.4	81.9	91.4	93.4
여행	21.9	24.0	21.7	21.5	18.3	30.1	19.8	19.6	89.1	87.8	79.9
리테일	0.7	0.7	1.0	0.4	0.4	2.1	1.1	0.7	2.8	4.2	3.6
기타	0.6	1.7	1.8	-0.1	-2.8	1.8	1.9	-0.1	4.0	0.9	0.9
영업비용	108.9	124.6	133.7	142.9	127.4	151.3	151.6	140.2	510.1	570.5	616.7
% YoY	11.8%	13.0%	14.3%	32.5%	17.0%	21.5%	13.3%	-1.9%	18.0%	11.8%	8.1%
영업이익	13.0	33.1	53.0	44.2	28.8	51.9	54.9	49.0	143.3	184.6	231.8
% YoY	48.2%	462.5%	138.9%	1942.5%	121.0%	56.8%	3.7%	10.8%	267.4%	28.8%	25.6%
영업이익률(%)	10.7%	21.0%	28.4%	23.6%	18.4%	25.5%	26.6%	25.9%	21.9%	24.4%	27.3%
당기순이익	-23.7	5.9	6.5	38.9	-7.5	14.6	22.1	15.6	27.6	44.9	118.3
당기순이익률(%)	-19.4%	3.8%	3.5%	20.8%	-4.8%	7.2%	10.7%	8.3%	4.2%	5.9%	13.9%

자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

표2 롯데관광개발 적정주가 Valuation

(십억원)	내용	비고
12M Fwd EBITDA	307.4	
Target EV/EBITDA(배)	10.4	
영업가치(십억원)	3,196.7	최근 2개년 평균
순차입금(십억원)	1,226.0	
적정 기업가치(십억원)	1,970.7	
발행 주식수(천주)	79,725.5	
적정가치(원)	24,719	
적정주가(원)	25,000	

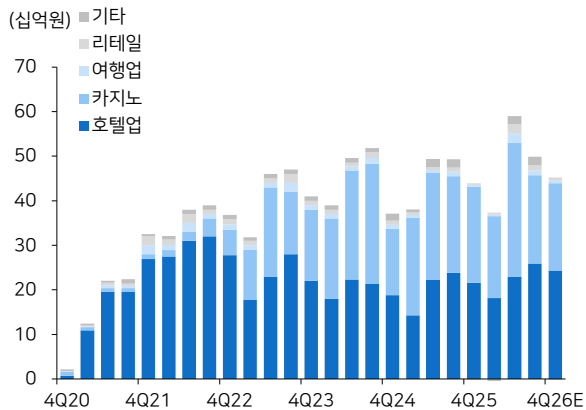
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 롯데관광개발 주요 지표

(명, 백만원, %)	25.01	25.02	25.03	25.04	25.05	25.06	25.07	25.08	25.09	25.1	25.11	25.12
제주도 외국인 입도객	121,132	112,113	145,914	214,783	214,517	229,116	259,183	245,508	218,198	211,624	158,167	133,510
% YoY	19.80%	3.00%	-4.50%	20.90%	14.60%	24.10%	42.70%	15.80%	16.10%	22.60%	31.20%	22.50%
카지노 방문객	33,863	35,087	40,681	45,753	51,207	51,515	56,691	57,042	59,050	58,166	50,620	50,657
% YoY	29.00%	38.50%	47.00%	62.60%	72.20%	78.90%	65.40%	52.10%	65.10%	55.90%	41.30%	38.80%
카지노 드롭액	137,787	165,269	178,894	210,482	216,334	241,709	274,191	281,083	293,267	284,443	262,796	221,316
테이블	121,091	140,624	157,969	188,836	194,191	219,213	240,563	251,495	265,801	256,841	235,785	192,083
머신	16,695	24,646	20,925	21,646	22,143	22,496	33,628	29,587	27,467	27,602	27,011	29,233
카지노 홀드율												
테이블	23.20%	14.70%	19.60%	16.50%	20.30%	15.70%	17.30%	16.40%	19.20%	18.80%	21.10%	20.20%
머신	7.70%	7.70%	7.50%	8.10%	8.90%	6.40%	5.60%	6.20%	6.70%	7.50%	5.40%	7.20%
카지노 순매출	29,423	22,617	32,505	32,880	41,360	35,801	43,440	42,988	52,948	50,387	51,330	41,006

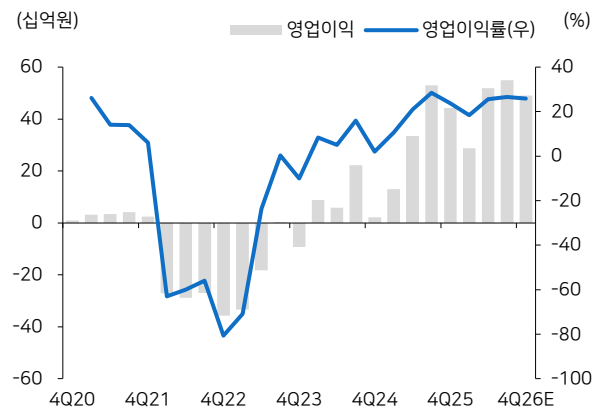
자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

그림1 롯데관광개발 매출액 추이 및 전망



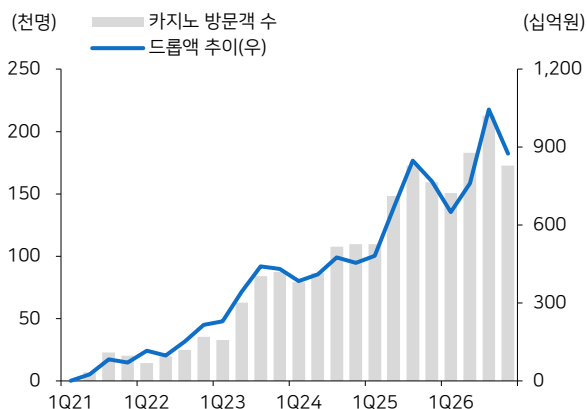
자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

그림2 롯데관광개발 영업이익 추이 및 전망



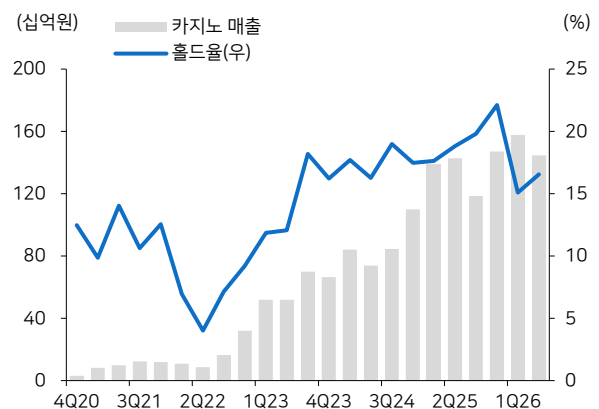
자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

그림3 롯데관광개발 카지노 방문객 수 및 드롭액 추이



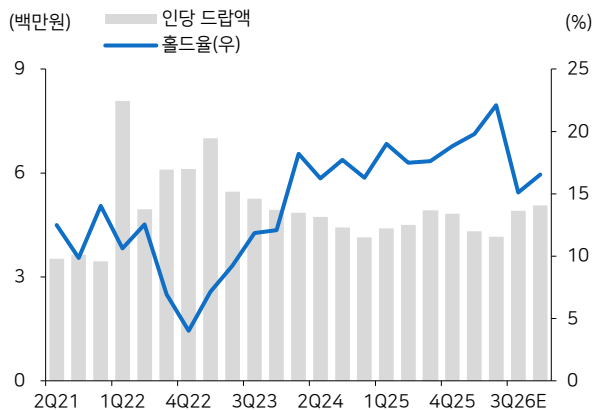
자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

그림4 롯데관광개발 카지노 매출 및 홀드율 추이



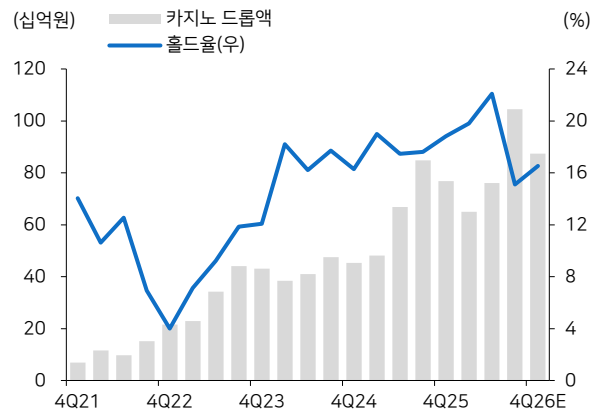
자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

그림5 롯데관광개발 인당 드롭액 및 홀드율 추이



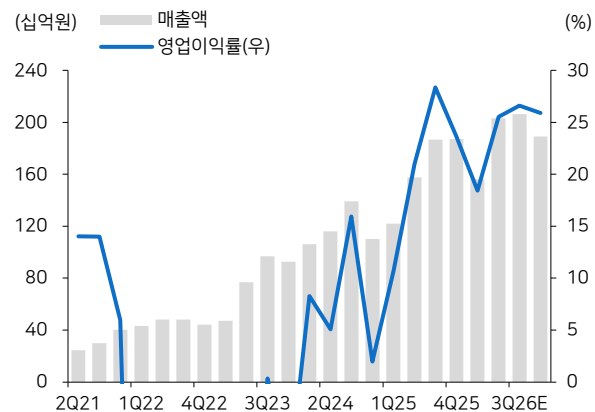
자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

그림6 롯데관광개발 카지노 드롭액 및 홀드율 추이



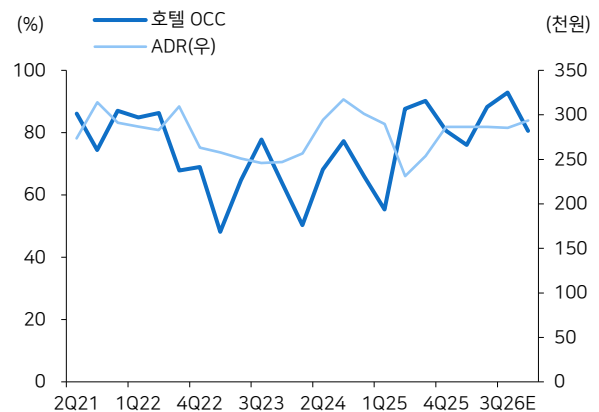
자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

그림7 롯데관광개발 매출액 및 영업이익률 추이



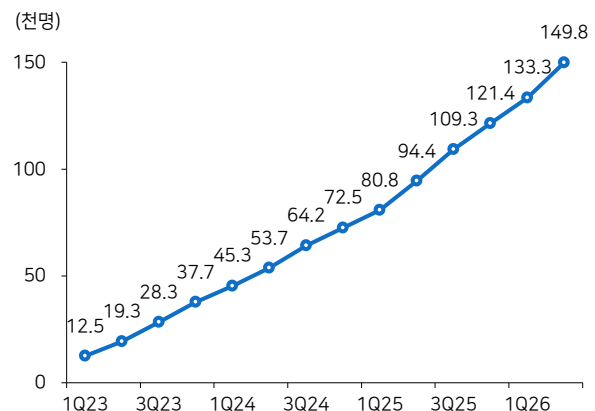
자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

그림8 그랜드 하얏트 제주 OCC 및 ADR 추이



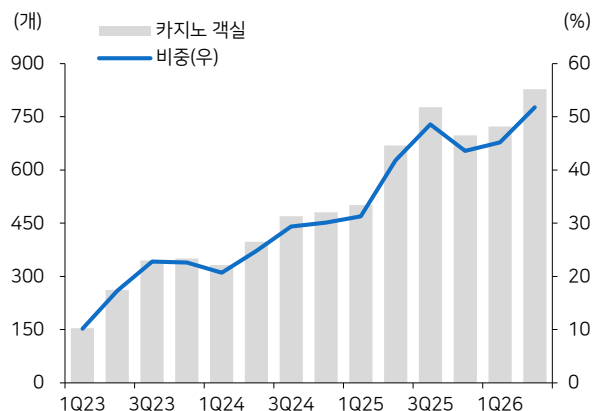
자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

그림9 카지노 클럽 멤버 수 증가 추이



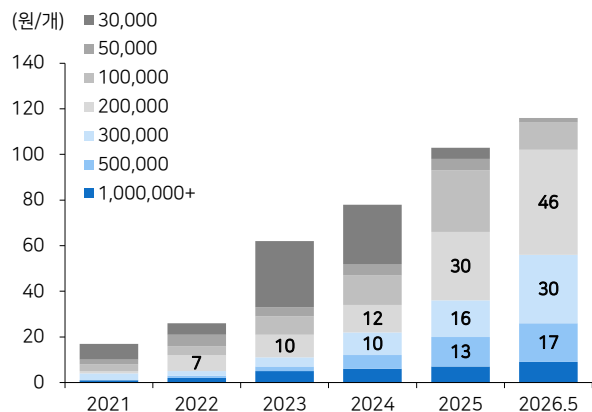
자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

그림10 그랜드 하얏트 제주 카지노 고객 객실 이용 추세



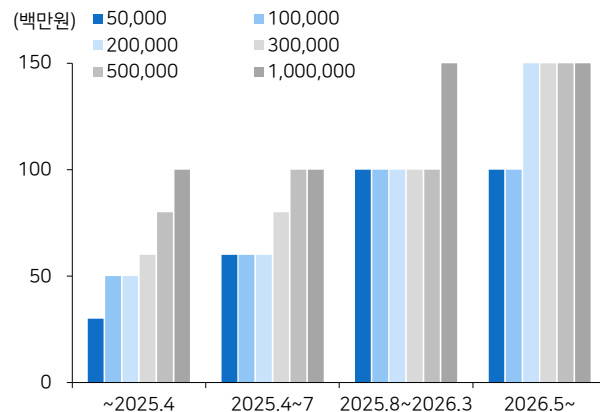
자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미니멈 베팅 금액별 바카라 오픈 테이블



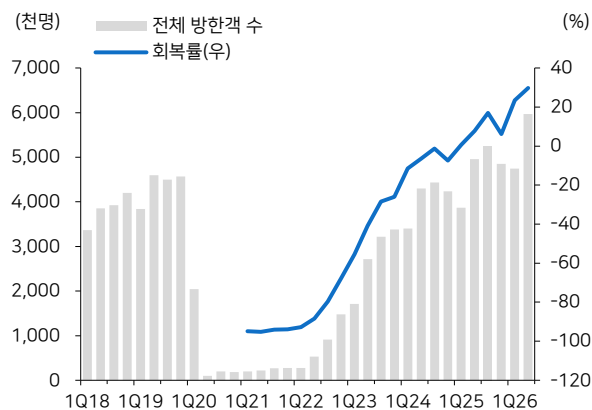
자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

그림12 바카라 테이블 엑시멈 베팅 금액 변화



자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

그림13 방한 외래객 추이 및 회복률



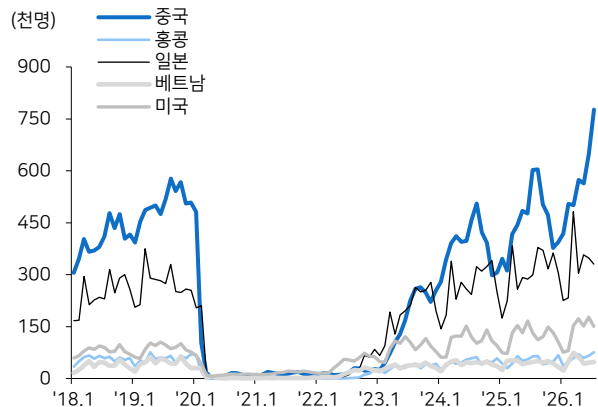
자료: 한국관광데이터랩, 메리츠증권 리서치센터

그림14 방한 외국인 관광객 수 추이



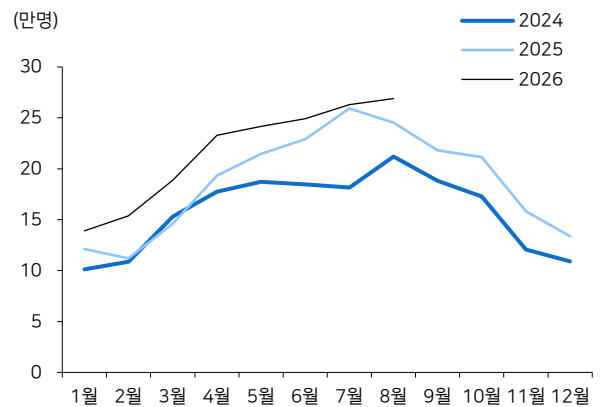
자료: 한국관광데이터랩, 메리츠증권 리서치센터

그림15 국가별 방한 외국인 추이



자료: 한국관광데이터랩, 메리츠증권 리서치센터

그림16 월별 제주 외국인 입도객 추이



자료: 제주특별자치도관광협회, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

롯데관광개발 (032350)

KOSPI	6,894.23pt
시가총액	9,344억원
발행주식수	7,973만주
유동주식비율	59.88%
외국인비중	20.41%
52주 최고/최저가	26,550원/10,990원
평균거래대금	60.0억원

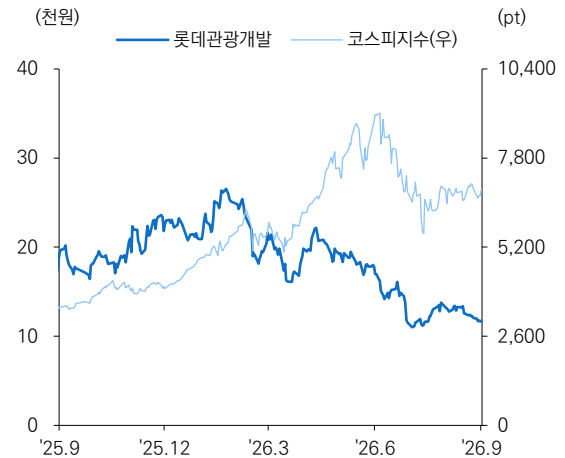
주요주주(%)

김기병 외 3 인	40.12
브이아이피자산운용	12.02
국민연금공단	8.89

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.5	-43.8	-39.6
상대주가	-11.8	-51.7	-69.7

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	471.5	39.0	-116.6	-1,531	-43.7	4,156	-5.0	1.84	14.8	-60.4	592.1
2025	653.5	143.3	27.8	356	-123.3	4,677	65.3	4.97	13.3	8.1	488.7
2026E	755.1	184.6	45.0	565	58.8	5,201	20.7	2.25	7.3	11.5	447.4
2027E	848.5	231.8	118.5	1,487	163.0	6,688	7.9	1.75	6.0	25.0	345.5
2028E	987.1	304.9	206.2	2,586	73.9	9,274	4.5	1.26	3.9	32.4	251.2

롯데관광개발 (032350)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	471.5	653.5	755.1	848.5	987.1
매출액증가율(%)	50.4	38.6	15.6	12.4	16.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	471.5	653.5	755.1	848.5	987.1
판매관리비	432.5	510.1	570.5	616.7	682.2
영업이익	39.0	143.3	184.6	231.8	304.9
영업이익률(%)	8.3	21.9	24.4	27.3	30.9
금융손익	-158.9	-141.9	-129.0	-102.0	-83.3
종속/관계기업손익	1.6	0.1	0.8	0.3	0.7
기타영업외손익	-4.2	-6.0	-4.8	-5.6	-5.8
세전계속사업이익	-122.5	-4.5	51.6	124.5	216.6
법인세비용	-6.0	-32.1	6.7	6.2	10.8
당기순이익	-116.6	27.6	44.9	118.3	205.7
지배주주지분 순이익	-116.6	27.8	45.0	118.5	206.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	121.7	100.1	184.4	260.9	339.0
당기순이익(손실)	-116.6	27.6	44.9	118.3	205.7
유형자산상각비	82.9	86.6	106.0	103.9	119.5
무형자산상각비	2.1	1.9	0.7	0.1	0.1
운전자본의 증감	87.6	-48.5	-11.7	38.7	13.7
투자활동 현금흐름	-28.1	-39.8	-132.5	-128.3	-2.8
유형자산의증가(CAPEX)	-7.3	-9.9	-123.7	-120.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-42.4	-1.0	-4.3	-1.4
재무활동 현금흐름	-83.2	-42.6	10.1	-52.3	2.6
차입금의 증감	-5.9	-0.5	35.0	-52.3	2.6
자본의 증가	4.2	34.9	-588.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	10.7	17.8	62.7	80.4	338.8
기초현금	33.6	44.3	62.1	124.8	205.2
기말현금	44.3	62.1	124.8	205.2	544.0

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	114.4	133.1	197.7	285.7	626.8
현금및현금성자산	44.3	62.1	124.8	205.2	544.0
매출채권	2.8	4.9	6.1	7.5	7.7
재고자산	6.3	6.4	6.4	7.0	7.2
비유동자산	2,052.3	2,034.5	2,052.5	2,072.8	1,954.6
유형자산	1,690.3	1,634.5	1,662.8	1,678.9	1,559.4
무형자산	46.4	46.3	46.1	46.0	45.9
투자자산	20.4	62.8	63.8	68.1	69.5
자산총계	2,166.6	2,167.7	2,250.2	2,358.4	2,581.5
유동부채	609.7	412.7	1,326.9	1,397.8	1,408.3
매입채무	8.8	9.1	9.2	10.1	10.4
단기차입금	2.8	0.9	0.9	0.9	0.9
유동성장기부채	0.0	0.0	905.4	905.4	905.4
비유동부채	1,243.9	1,386.8	512.2	431.3	438.0
사채	0.0	5.5	2.5	2.5	2.5
장기차입금	740.8	883.0	0.0	-100.0	-100.0
부채총계	1,853.6	1,799.4	1,839.1	1,829.1	1,846.3
자본금	38.1	39.8	39.9	39.9	39.9
자본잉여금	647.7	681.0	92.8	92.8	92.8
기타포괄이익누계액	722.0	716.6	711.5	711.5	711.5
이익잉여금	-1,091.1	-1,065.3	-429.5	-311.0	-104.8
비지배주주지분	-3.6	-3.8	-3.6	-3.8	-4.2
자본총계	313.1	368.2	411.1	529.4	735.1

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	6,193	8,381	9,478	10,642	12,381
EPS(지배주주)	-1,531	356	565	1,487	2,586
CFPS	1,746	3,133	3,734	4,475	5,735
EBITDAPS	1,629	2,973	3,656	4,212	5,325
BPS	4,156	4,677	5,201	6,688	9,274
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-5.0	65.3	20.7	7.9	4.5
PCR	4.4	7.4	3.1	2.6	2.0
PSR	1.2	2.8	1.2	1.1	0.9
PBR	1.84	4.97	2.25	1.75	1.26
EBITDA(십억원)	124.0	231.8	291.3	335.8	424.5
EV/EBITDA	14.8	13.3	7.3	6.0	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-60.4	8.1	11.5	25.0	32.4
EBITDA 이익률	26.3	35.5	38.6	39.6	43.0
부채비율	592.1	488.7	447.4	345.5	251.2
금융비용부담률	32.2	22.6	18.0	15.9	13.6
이자보상배율(x)	0.3	1.0	1.4	1.7	2.3
매출채권회전율(x)	127.5	168.3	137.5	125.6	130.5
재고자산회전율(x)	90.2	103.2	118.3	126.4	138.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

롯데관광개발 (032350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	주가 및 적정주가 변동추이	
					평균	최고(최저)	
2025.10.23	산업분석	Buy	30,000	김민영	-38.6	-11.5	롯데관광개발 적정주가
2026.09.21	기업브리프	Buy	25,000	김민영	-	-	