롯데관광개발 (032350)

제주의 랜드마크

더 많은 리포트 보기

2021년 6월 10일

음식료/엔터/레저 Analyst 이선화
02-6114-2939 leesunhwa@kbfg.com

투자의견 Buy, 목표주가 28,000원으로 커버리지 개시

KB증권은 롯데관광개발에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 28,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF방식 (현금흐름방식)으로 산출했으며, WACC 7.71% (COE 7.89%, 세후 COD 1.88%, 52주 조정 Beta 0.98), 영구성장률 (2027년 이후) 2.11%를 적용했다. 영구성장률은 국고채 30년물의 최근 3개월 평균 수익률을 사용했다. 12M Fwd. Implied P/E는 28.3배, P/B는 7.42배이다. 6월 8일 종가 기준 상승여력은 23.9%이다.

제주 드림타워 오픈으로 주가 호조, 2023E 지배주주순이익 성장률 +86.8%

롯데관광개발의 주가는 2020년 2월 14일부터 현재 (6/4)까지 55.3% 상승한 상태로, 이는 시장 (전체 종목 인덱스)이 같은 기간 54.4%의 수익률을 낸 데 비해 0.9%p 아웃퍼폼한 수준이다. 주가가 강세를 보인 이유는 롯데관광개발이 제주 드림타워를 오픈 (2020년 12월)하면서 2019~2021E 연평균 매출액 성장률이 +70.1%를 기록할 것으로 예상되면서 (컨센서스 기준), KOSPI -6.7%를 상회하는 가파른 성장세가 기대되기 때문이다. KB증권은 롯데관광개발이 2022년 흑자 전환에 성공, 2023년에는 지배주주순이익이 +86.8% YoY의 높은 성장세를 보일 것으로 예상하여 추가적인 상승 여력이 있다고 판단한다 (KOSPI 2023E 지배주주순이익 성장률 +8.5%).

6월 11일 외국인 카지노, 7월 타워 2 오픈으로 3분기 흑자전환 기대

제주 드림타워는 2020년 12월 개장 이후 현재 타워 1 (750객실)만 운영 중이다. 그러나 6월 11일에 외국인 카지노를 오픈하고, 7월에는 타워 2 (850객실)를 오픈하여 추가적인 매출 성장이 기대된다. 1Q21 타워 1 기준 OCC (Room Occupancy Ratio, 객실 가동률)는 34%로, 1월 19% → 2월 38% → 3월 44%로 꾸준히 상승하였으며, 4월 60% → 5월 80% → 6월 90%까지 상승한 것으로 추정된다. 3분기에는 여름 휴가 성수기에 타워 1, 타워 2를 모두 운영하여 1,600객실 대상 ADR (Average Daily Room Rate) 40만원, OCC 70%에 이를 것으로 전망, 흑자전환에 성공할 것으로 기대한다 (특급호텔 BEP OCC 70% 수준).

Buy 신규

목표주가 (원)	28,000
Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	23.9
현재가 (6/8, 원)	22,600
Consensus target price (원)	29,000
시가총액 (조원)	1.6

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

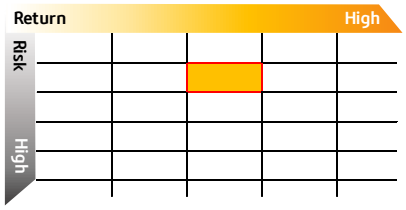
Trading Data

Free float (%)	43.3
거래대금 (3m, 십억원)	15.8
외국인 지분율 (%)	5.2
주요주주 지분율 (%)	김기병 외 5 인 55.9
	국민연금공단 10.5

Stock Price Performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	28.8	17.1	28.0	63.8
시장대비 상대수익률	26.8	8.0	6.5	10.1

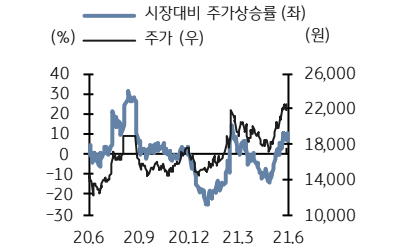
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	17	272	506	602
영업이익 (십억원)	-71	-19	132	171
지배주주순이익 (십억원)	-82	-74	48	89
EPS (원)	-1,183	-1,068	690	1,289
증감률 (%)	적지	적지	흑전	86.8
P/E (x)	N/A	N/A	32.8	17.5
EV/EBITDA (x)	N/A	52.8	11.9	9.6
P/B (x)	4.5	9.3	7.2	5.1
ROE (%)	-30.4	-37.1	24.8	34.2
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0

Stock Price & Relative Performance



자료: 롯데관광개발, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	36,000원 (Implied P/E 36.4배)
Base-case Scenario (목표주가)	28,000원 (Implied P/E 28.3배)
현재주가	22,600원
Bear-case Scenario	16,500원 (Implied P/E 16.7배)

Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 2023E 연결 매출액 성장률 +10.0%+25.0%
2) 2023E 연결 영업이익 성장률 +20.0~+40.0%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 2023E 연결 매출액 성장률 +25.0%를 상회
2) 2023E 연결 영업이익 성장률 +40.0%를 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 2023E 연결 매출액 성장률 +10.0%를 하회
2) 2023E 연결 영업이익 성장률 +20.0%를 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	-	-	272	506	-	-
영업이익	-	-	-19	132	-	-
지배주주순이익	-	-	-74	48	-	-

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	272	506	256	532	6.1	-4.9
영업이익	-19	132	-21	143	-5.8	-7.6
지배주주순이익	-74	48	-77	50	-4.4	-3.6

자료: FnGuide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

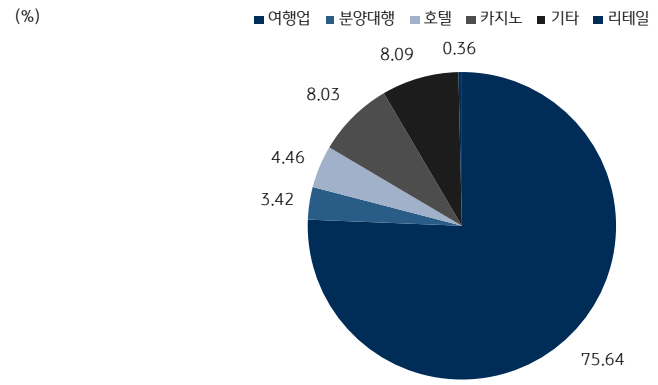
1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
DCF Valuation

2) 목표주가 산정:
WACC 7.71%, 영구성장률 2.11% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
36,000원 ~ 16,500원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12M Fwd. Implied P/E 28.3배, P/B 7.42배

매출액 구성 (2020년 기준)



자료: 롯데관광개발, KB증권

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2021E	2022E
환율 1% 상승 시	적자축소	0.5
금리 1%p 상승 시	적자확대	-11.7

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
롯데관광개발	1,579	N/A	33.0	9.0	6.8	57.1	10.8	N/A	20.8	N/A	N/A
Galaxy Entertainment Group	39,461	55.7	21.5	3.9	3.4	34.8	16.4	6.9	15.8	0.4	1.4
Sands China	39,713	95.7	18.8	16.1	10.1	28.7	13.9	16.8	53.8	1.0	5.0
Wynn Macau	9,815	N/A	22.1	N/A	N/A	25.9	12.3	N/A	N/A	0.0	4.3

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권
주: 2021년 6월 9일 기준

I. Valuation

롯데관광개발 투자의견 Buy, 목표주가 28,000원으로 커버리지 개시

롯데관광개발에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 28,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF방식 (현금흐름방식)으로 산출했으며, WACC 7.71% (COE 7.89%, 세후 COD 1.88%, 52주 조정 Beta 0.98), 영구성장률 (2027년 이후) 2.11%를 적용했다. 영구성장률은 국고채 30년물의 최근 3개월 평균 수익률을 사용했다. 12M Fwd. Implied P/E는 28.3배, P/B는 7.42배이다. 6월 8일 종가 기준 상승여력은 23.9%이다.

6월 11일 외국인 카지노, 7월 타워 2 오픈으로 3분기 흑자전환 기대

제주 드림타워는 2020년 12월 개장 이후 현재 타워 1 (750객실)만 운영 중이다. 그러나 6월 11일에 외국인 카지노를 오픈하고, 7월에는 타워 2 (850객실)를 오픈하여 추가적인 매출 성장이 기대된다. 3분기에는 여름 휴가 성수기에 타워 1, 타워 2를 모두 운영하여 1,600객실 대상 OCC가 70%에 이를 것으로 전망, 흑자전환에 성공할 것으로 기대한다 (특급호텔 BEP OCC 70% 수준).

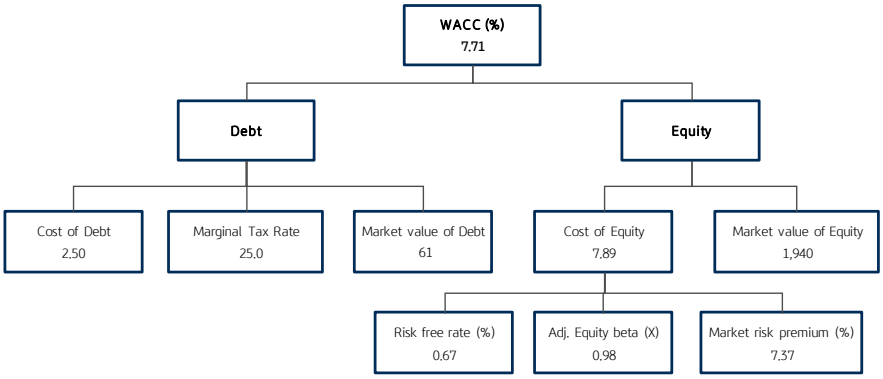
표 1. 롯데관광개발 목표주가 산출 내역 (DCF)

(십억원)		2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Terminal Value
현금흐름추정										
영업이익	a	-71	-19	132	171	212	251	284	305	
한계법인세율(%)	b	25	25	25	25	25	25	25	25	
NOPLAT	c=a*(1-b)	-54	-14	99	128	159	188	213	229	
감가상각비	d	18	65	65	66	51	41	33	28	
총 현금흐름	e=c+d	-36	50	164	194	210	229	246	257	
운전자본 증감	f	-50	14	18	3	5	6	7	6	
설비투자 (Capex)	g	-552	-114	-70	-80	-78	-77	-75	-74	
총투자	h=f+g	-602	-101	-52	-77	-74	-71	-69	-68	
FCFF	i=e+h	-638	-50	112	116	136	158	177	189	
Adjusted FCF				18	114	125	145	166	182	3,320
현금흐름의 현재 가치										
WACC				7.71%						
영구성장률				2.11%						
할인율				0.0%	7.7%	16.0%	24.9%	34.6%	44.9%	56.1%
PV of Terminal Value				11	106	107	116	123	126	2,126
Valuation										
현금흐름 합산 (현재 가치)	j			2,716						
순현금	k			-781						
비연결 관계기업투자	l			1						
비지배주주지분	m			-3						
적정 기업가치	n=j+k+l-m			1,940						
유통주식수 (천 주)	o			69,276						
목표주가 (원)	p=n/o			28,000						
현재주가 (6/8, 원)				22,600						
상승여력 (%)				23.9%						
12m Fwd. EPS				989						
12m Fwd. BVPS				3,772						
목표주가의 12m Fwd. P/E (X)				28.3						
목표주가의 12m Fwd. P/B (X)				7.42						

자료: 롯데관광개발, KB증권 추정

타인자본비용은 롯데관광개발이 발행한 전환사채 표면이율을 사용. 차입금 가치는 2020년 말 총차입금 자본비용. 자기자본비용은 CAPM으로 산출.
무위험수익률은 통안채 1년물 금리의 최근 3개월 평균치. 조정 주식베타는 롯데관광개발의 52주 베타와 시장베타의 가중평균. 시장위험프리미엄은 WMI500과 통안채 1년물의 과거 평균 수익률의 차. 자본가치는 현재 목표주가 기준의 유통주식 가치로 산출

그림 1. 롯데관광개발 WACC 산출 과정



자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

표 2. 롯데관광개발 WACC 산출 과정

(십억원, %)		비고
COE (A) = a + b x c	**7.89**	
Risk Free Rate (a)	0.67	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	0.98	52주 주간 Adj. Beta
Risk Premium (c = d - e)	7.37	
Market (d)	10.97	2001년~2020년 WMI500 연평균 Total Return
Risk Free Rate (e)	3.61	2001년~2020년 통안채 1년물 연평균 Total Return
세후 COD (B)	**1.88**	
적정주주가치	1,939	
차입금	61	
주식가치 가중치 (f)	96.93	
차입금 가중치 (g)	3.07	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	**7.71**	

자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

표 3. 롯데관광개발 WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

(원)	WACC →										
Terminal Growth ↓	7.2%	7.3%	7.4%	7.5%	7.6%	7.7%	7.8%	7.9%	8.0%	8.1%	8.2%
1.9%	29,974	29,333	28,705	28,090	27,489	26,900	26,062	25,249	24,462	23,700	22,961
2.0%	30,531	29,878	29,238	28,612	27,999	27,400	26,546	25,719	24,917	24,140	23,388
2.1%	31,200	28,613	28,000	28,000	28,000	28,000	27,127	26,282	25,463	24,669	23,900
2.2%	31,869	31,186	30,519	29,865	29,226	28,600	27,709	26,845	26,008	25,198	24,412
2.3%	32,537	31,841	31,159	30,492	29,839	29,200	28,290	27,408	26,554	25,726	24,924

자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

표 4. 롯데관광개발 WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 상승 여력 변화

(%)	WACC →										
Terminal Growth ↓	7.2%	7.3%	7.4%	7.5%	7.6%	7.7%	7.8%	7.9%	8.0%	8.1%	8.2%
1.9%	32.6	29.8	27.0	24.3	21.6	19.0	15.3	11.7	8.2	4.9	1.6
2.0%	35.1	32.2	29.4	26.6	23.9	21.2	17.5	13.8	10.3	6.8	3.5
2.1%	38.1	26.6	23.9	23.9	23.9	23.9	20.0	16.3	12.7	9.2	5.8
2.2%	41.0	38.0	35.0	32.1	29.3	26.5	22.6	18.8	15.1	11.5	8.0
2.3%	44.0	40.9	37.9	34.9	32.0	29.2	25.2	21.3	17.5	13.8	10.3

자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

II. 투자포인트

투자포인트 1. 외국인 카지노 그랜드 오픈

롯데관광개발은 지난 2018년 8월 파라다이스 제주 롯데 카지노를 인수하여 LT카지노로 이름을 변경하고 롯데호텔 제주에서 외국인 카지노 사업을 영위해왔다. 이후 2020년 7월 LT카지노를 제주 드림타워로 확장 이전하기 위해 카지노산업 영향평가서를 제출하고 8월에 적합 판정을 받았다. 이후 12월에 제주 드림타워가 오픈을 하고 2021년 1월에 LT카지노 확장 이전 신청을 완료했다. 3월에는 LT카지노 확장 이전 안건이 제주도의회 상임위원회를 통과하고 4월 조건부 허가를 받아내 드림타워 카지노로 이름을 변경, 6월 11일 오픈을 앞두고 있다. 테이블 135대, 슬롯 머신 & ETG 261대 운영을 계획 중으로, 이는 제주신화월드 및 파라다이스시티 카지노와 유사한 규모이다. 복합리조트 경험이 풍부한 마카오 출신 전문가들을 영입하여 VIP 정킷 영업 및 Mass 고객 확보에 주력한다는 전략이다.

표 5. 롯데관광개발 제주 드림타워 카지노 주요 타임라인

일자	내용	비고
2018-08-17	파라다이스 제주 롯데 카지노 인수 및 LT카지노로 이름 변경	인수 금액 149억원
2020-07-28	카지노산업 영향평가서 제출	롯데호텔 제주에서 운영 중인 LT카지노를 드림타워로 확장 이전 목적 (1,176㎡ → 5,367㎡) 영업장 면적 2배 이상 초과해 확대할 경우 카지노산업 영향평가 심의 필요 ('19년 12월 조례 개정)
2020-08-13	카지노산업 영향평가 실시	
2020-08-14	카지노산업 영향평가 적합 판정	참석 위원 15명 중 적합 판정 14명, 조건부 적합 판정 1명
2020-12-18	제주 드림타워 그랜드 오픈	
2021-01-07	그랜드 하얏트 제주 5성급 호텔 등급 결정	호텔 내 카지노 운영을 위해 5성급 획득 필수
2021-01-29	LT카지노 확장 이전 신청	롯데호텔 제주에서 운영 중인 LT카지노를 드림타워로 확장 이전 신청 (1,176㎡ → 5,367㎡)
2021-03-03	코로나19로 제주도의회 임시회 자동 산회	제392회 임시회
2021-03-24	LT카지노 확장 이전 안건 제주도의회 상임위원회 통과	제393회 임시회 3차 회의
2021-04-02	제주도 카지노업감독위원회 의견 수렴	제5차 회의
2021-04-08	LT카지노 확장 이전 신청 조건부 허가	지역사회 공헌계획 및 제주도의회 제시 의견을 성실히 이행하는 조건
2021-04-08	드림타워 카지노로 이름 변경	
현재	2021년 6월 11일 오픈 예정	카지노 기구 검사 완료, CCTV 처리 승인 절차 마무리 단계 카지노 COO 및 서비스 임직원 채용 완료

자료: 언론 보도, 롯데관광개발, KB증권

표 6. 롯데관광개발 외국인 카지노 담당 핵심 인력

성명	담당업무	주요 경력
Lawrence Teo	부사장 최고운영책임자(COO)	마카오 멜코크라운 부사장, 마카오 ALTIRA 총지배인
Paul Kwok 부사장	그랜드 하얏트 제주 총지배인	그랜드 하얏트 마카오 총지배인, 그랜드 하얏트 상하이 객실 총괄
Oliver Weber 상무	그랜드 하얏트 제주 조리 총괄	MGM 마카오 & MGM 코타이 식음 총괄, MGM 마카오 총주방장
Ken Qian 상무	카지노 마케팅(Mass)총괄	마카오 갤럭시 마케팅 총괄
Alan Wong 상무	인터내셔널 마케팅(Junket)총괄	마카오 더 스타 인터내셔널 마케팅 부사장, 마카오 나가월드 마케팅 총괄 이사
Kelvin Lau 이사	테이블게임 운영 총괄	임페리얼 퍼시픽 테이블게임 부사장, 갤럭시 마카오 테이블게임 총괄
Kengy Yong 이사	Business Development 총괄	마카오 윈팰리스 Business Development 상무
Betty Wong 이사 로열티 클럽 총괄	로열티 클럽 총괄	마카오 갤럭시 데이터베이스 마케팅 전무, 마카오 갤럭시 데이터베이스 매니지먼트 총괄
Lorenzo Danis 이사	서베일런스 총괄	마카오 갤럭시 서베일런스 부사장, 카지노 뉴 브런스윅 캐나다 서베일런스 매니저
Elisha Zhin 이사	VIP서비스 총괄	마카오 윈팰리스 VIP서비스 총괄, 시드니 더 스타 호텔 총지배인
Susan Chan 이사	카지노 재경 총괄	MGM 마카오 재경 부사장, MGM 라스베가스 재경 이사

자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

드림타워 카지노는 지리적으로 굉장히 유리한 위치에 있다. 제주는 항공편으로 중국 베이징에서 2시간 30분, 상하이에서 1시간 30분 거리에 있다. 이는 베이징-마카오 (3시간 45분), 상하이-마카오 (2시간 45분)보다 비행 시간이 짧고, 제주 국제공항에서 드림타워 카지노까지는 3km 거리 (차량 10분 이내)에 있어 게임을 즐기는 VIP 고객의 이동시간을 단축할 수 있다는 장점이 있다. 또한 제주는 코로나19 이전에 제주특별법의 특례에 따라 무사증 (무비자) 입국을 허용하던 곳으로, 중국인 관광객이 선호하는 관광지이다. 마카오를 방문하는 대부분의 중국인이 광저우 출신으로, 제주는 지리적 이점을 바탕으로 베이징과 상하이의 카지노 관광객 수요를 유치할 수 있다.

그림 2. 제주 – 주요 도시 간 항공편 소요 시간

자료: KB증권

표 7. 마카오 방문 중국인 지역별 비중

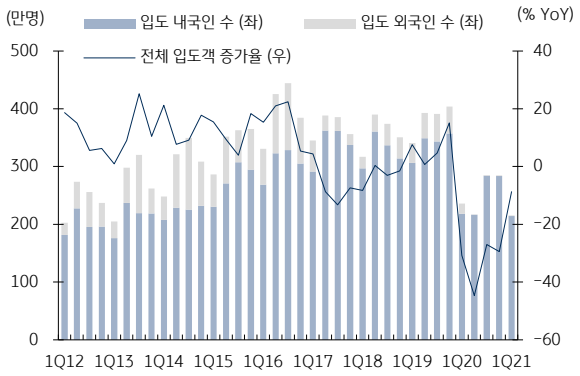
(천명)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
중국인 마카오 방문객	5,076	4,738	5,527	6,002	6,320	5,763	5,928	5,365	1,849	32	642	1,662	1,508
광저우	2,645	2,267	2,713	2,891	3,175	2,852	3,365	3,424	1,266	23	453	1,005	985
베이징	113	80	83	106	132	90	80	89	34	1	4	28	20
상하이	190	153	164	180	228	181	162	151	60	0	5	49	56
비중 (%)													
광저우	52.1	47.9	49.1	48.2	50.2	49.5	56.8	63.8	68.5	73.9	70.5	60.5	65.3
베이징	2.2	1.7	1.5	1.8	2.1	1.6	1.4	1.7	1.8	4.0	0.6	1.7	1.3
상하이	3.7	3.2	3.0	3.0	3.6	3.1	2.7	2.8	3.2	0.8	0.7	3.0	3.7

자료: DSEC, KB증권

투자포인트 2. 제주 최고 높이, 최대 규모의 제주 드림타워

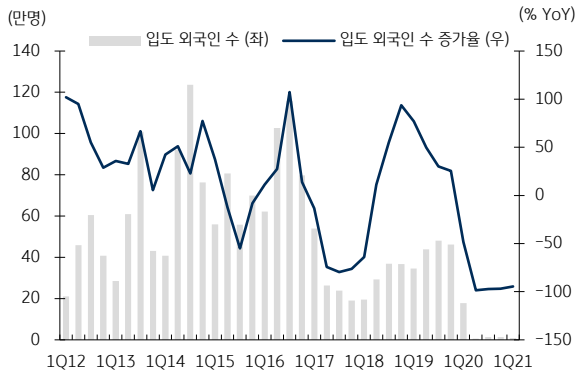
제주 드림타워는 2020년 12월 개장 이후 현재 타워 1 (750객실)을 운영 중이다. 타워 1 운영이 온기 반영된 1분기 호텔 매출액은 109억원으로, 객실 매출 비중 53%, F&B 매출 비중 47%로 발생했다 (ADR 254,524원). 7월에는 타워 2 (850객실)를 오픈하여 추가적인 매출 성장이 기대된다. 1Q21 타워 1 기준 OCC는 34%로, 1월 19% → 2월 38% → 3월 44%로 꾸준한 상승세를 보였으며, 4월 60%→ 5월 80% → 6월 90%까지 상승한 것으로 추정된다. 3분기에는 여름 휴가 성수기에 타워 1, 타워 2를 모두 운영하여 1,600객실 대상 OCC가 70%에 이를 것으로 전망, 외국인 카지노 매출 없이도 흑자전환에 성공할 것으로 기대한다 (특급호텔 BEP OCC 70% 수준).

그림 3. 제주도 입도객 추이



자료: 제주관광공사, KB증권

그림 4. 제주도 입도 외국인 추이



자료: 제주관광공사, KB증권

그림 5. 제주 드림타워 전경

자료: 롯데관광개발, KB증권

그림 6. 하얏트 그룹 기준 세계 2위 규모의 그랜드 하얏트 호텔

자료: 롯데관광개발, KB증권

롯데관광개발은 호텔 및 부대시설을 100% 직접 소유하여 객실 임대료 등 고정비 지출이 없다는 것이 장점이다. 호텔 및 부대시설을 직접 소유하지 않은 카지노의 경우, 일정 수의 객실을 임차하여 고객 유입이 없어도 비용을 지출해야 하는 높은 고정비 부담이 있다. 그러나 제주 드림타워는 이를 절감할 수 있어 콤프 비용이 타사 대비 낮다. 또한 VIP에게 제공하는 항공권의 경우 여행사 롯데관광을 운영하고 있어 저가에 항공권을 확보하기 용이하다.

표 8. 제주 드림타워 객실 홈쇼핑 판매 내역

일자	홈쇼핑	객실 수	1박 가격	이용 기간	비고
2021-02-14	CJ오쇼핑	9,725	주중 31만원 (2박 59만원) 금토일 38만원 (2박 73만원)	2월 21일 ~ 5월 23일	첫 홈쇼핑 판매로 60분 만에 완판 2박 구매 비중 83%
2021-03-06	CJ오쇼핑	6,015	주중 31만원 (2박 59만원) 금토일 38만원 (2박 73만원)	3월 10일 ~ 6월 20일	지난 2월 14일 방송 인기에 힘입은 앵콜 방송
2021-03-28	현대홈쇼핑	9,048	주중 33만원 (2박 62만원) 금토일 39만원 (2박 68만원)	4월 4일 ~ 7월 11일	70분 만에 완판
2021-04-20	GS홈쇼핑	3,810*	주중 35만원 선	5월 6일 ~ 8월 6일	
2021-05-09	현대홈쇼핑	10,024	주중 38~48만원 (2박 70~90만원) 금토일 44~54만원 (2박 76~102만원)	5월 23일 ~ 8월 23일	70분 만에 완판
2021-05-30	CJ온스타일	8,478	주중 39~49만원 (2박 72~92만원) 금토일 45~55만원 (2박 78~104만원)	6월 14일 ~ 9월 14일	65분 만에 완판 (방송 전후 판매 포함)

자료: 언론 보도, GS SHOP, KB증권
주: GS홈쇼핑 판매 객실 수는 추정치

표 9. 주요 외국인 카지노사 호텔 및 부대시설 운용 현황

항목		제주 드림타워	파라다이스				GKL		
소재지		제주 도심	서울	인천	부산	제주	서울 강남	서울 강북	부산
호텔명		그랜드하얏트제주	워커힐	파라다이스시티	파라다이스 글로벌	메종글래드	인터컨티넨탈	밀레니엄 힐튼	롯데
객실수		1,600	426	769	532	513	656	700	729
F&B 업장 수[1]		14	11	8	3	3	5	5	6
소유권		100% 직접 소유	임차	55%[2] 직접 소유	직접 소유	임차	임차	임차	임차
카지노	테이블	153	105	151	55	39	108	146	105
	슬롯 머신/ETG	261	126	289	78	44	45	71	29

자료: 각 사, KB증권
주1: F&B 업장 중 프랜차이즈 브랜드 업장은 제외
주2: 파라다이스시티 지분구조: 파라다이스 55%, 세가사미홀딩스 45%

III. 실적 전망

2021E 매출액 +1,520.3% YoY
2022E 매출액 +86.4% YoY

2019년 롯데관광개발의 연결기준 매출액은 885억원이다. 이후 코로나19로 인해 2020년 매출액은 81.0% YoY 감소한 168억원에 그쳤으나, 2020년 말 제주 드림타워 복합리조트와 외국인 전용 카지노를 오픈하면서 2021년 매출액은 2,717억원 (+1,520.3% YoY)에 이를 것으로 전망한다. 2022년에는 외국인 VIP의 방문이 증가하면서 매출액이 5,064억원 (+86.4% YoY)에 달할 것으로 추정한다.

2021E 영업이익 적자 지속
2022E 영업이익 흑자 전환

2019년 영업이익은 -162억원으로 영업적자를 기록했다. 제주 드림타워 준공을 앞두고 인력을 충원하여 인건비가 47.7% YoY 증가했기 때문이다. 2020년에는 코로나19로 인한 외형성장 부진 및 지속적인 인력 충원으로 영업이익 적자가 이어졌으며, 2021년에도 적자폭은 축소되겠으나 여전히 영업적자를 이어갈 것으로 예상한다. 그러나 2022년에는 외국인 VIP의 카지노 수요 및 제주 여행객의 증가로 흑자전환에 성공, 영업이익이 1,320억원 (영업이익률 26.1%)을 기록할 것으로 전망한다.

2023E 매출액성장률 +18.8% YoY
2023E 영업이익성장률 +29.4% YoY
2023E 지배순이익성장률 +86.8% YoY

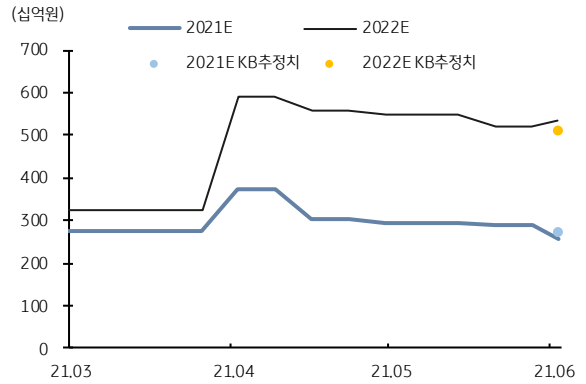
2023년에는 시장 성장을 상회하는 높은 성장률을 이어갈 전망이다. 2023년 매출액과 영업이익, 지배주주순이익은 각각 전년동기대비 18.8%, 29.4%, 86.8% 증가할 것으로 예상한다. 이는 KOSPI의 5.4%, 7.3%, 8.5%를 상회하는 수치이다.

표 10. KB 추정치와 컨센서스 비교

(십억원, %, %p)	KB 추정치		컨센서스		차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	272	506	256	532	6.1	-4.9
영업이익	-19	132	-21	143	n/a	-7.6
세전이익	-79	63	-75	66	n/a	-4.6
지배주주순이익	-74	48	-77	50	n/a	-3.6
영업이익률	-7.1	26.1	-8.0	26.8	0.9	-0.8
세전이익률	-29.1	12.4	-29.5	12.4	0.4	0.0
지배주주순이익률	-27.2	9.4	-30.2	9.3	3.0	0.1

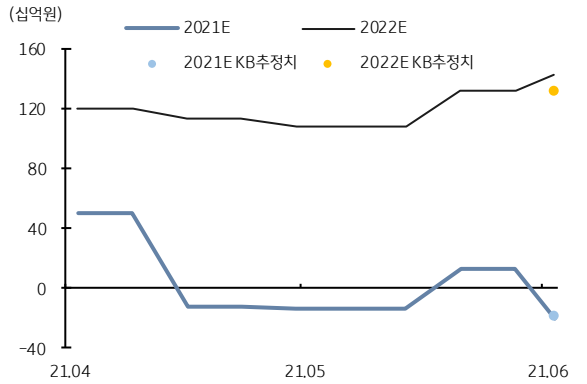
자료: FnGuide, KB증권 추정

그림 7. 매출액 컨센서스 추이 및 KB 전망



자료: FnGuide, KB증권 추정

그림 8. 영업이익 컨센서스 추이 및 KB 전망



자료: FnGuide, KB증권 추정

표 11. 롯데관광개발 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	17	23	14	34	13	1	1	2	12	67	91	102	88	17	272	506
% YoY	2.8	1.2	-31.3	107.7	-25.4	-97.3	-91.1	-94.0	-5.2	10,881	7,348	4,812	16.3	-81.0	1,520.3	86.4
카지노										9	14	26			48	237
호텔									11	57	77	73			218	261
영업이익	-1	1	-9	-8	-8	-12	-13	-39	-38	-13	11	20	-16	-71	-19	132
영업이익률 (%)	-6.6	4.7	-62.2	-22.0	-59.1	-2,009	-1,045	-1,872	-310.1	-19.0	12.0	20.0	-18.3	-425.6	-7.1	26.1
% YoY	적전	-74.8	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	적지	흑전
세전이익	1	8	-10	-13	-13	-12	-11	-45	-58	-24	-4	7	-14	-82	-79	63
세전이익률 (%)	4.5	34.7	-69.3	-37.7	-98.4	-2,039	-902.5	-2,193	-477.5	-36.1	-4.3	7.3	-15.6	-486.2	-29.1	12.4
% YoY	133.3	흑전	적전	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	흑전
지배주주순이익	0	7	-9	-13	-13	-12	-11	-47	-54	-23	-4	7	-15	-82	-74	48
지배순이익률 (%)	-0.2	32.6	-66.8	-37.2	-97.2	-1,918	-880.3	-2,269	-446.1	-34.3	-4.2	7.1	-16.4	-488.6	-27.2	9.4
% YoY	적전	흑전	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	흑전

자료: 롯데관광개발, KB증권 추정

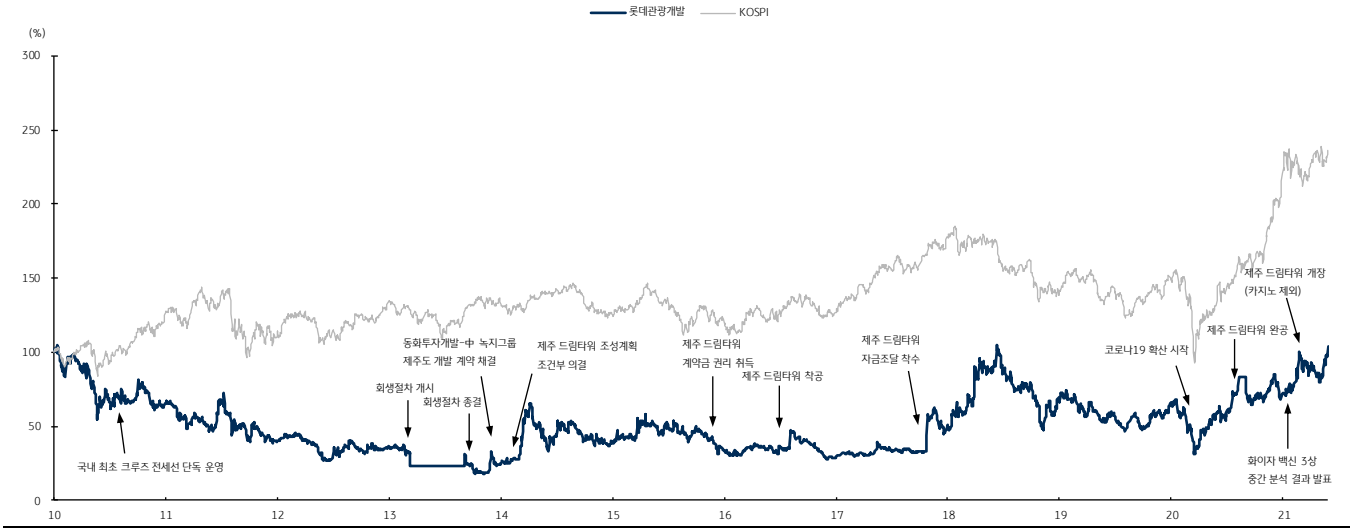
IV. Share Performance Trends

2010년을 기준으로 배당수익을 고려한 Total Return 측면에서 롯데관광개발과 KOSPI의 수익률을 비교해보면, KOSPI는 236.1%의 수익률을 보인 반면, 롯데관광개발은 104.0% 수익률을 기록하면서 시장을 크게 언더퍼폼했다 (2021.5.31 기준).

롯데관광개발이 제주 드림타워 사업을 시작하기 전에는 주가가 부진한 모습을 보였다. 2010년 본격적으로 뛰어들었던 용산국제업무지구 개발사업이 2013년에 중단되면서, 4월 경영상황 악화로 인한 회생절차를 개시하였고 8월 회생절차가 종결되었다. 2015년 계열회사인 동화투자개발로부터 제주 드림타워 사업권을 실질적으로 취득하며 주가 반등에 성공하였다.

지지부진한 사업 진행으로 주가는 보합권에 머무르다 2018년 파라다이스 제주 롯데 카지노를 인수 (LT카지노로 변경)하여 사업이 가시화되면서 주가가 급등했다. 2020년 초 코로나19가 확산되며 주가에 타격을 받았으나 2020년 12월 드림타워 공식 개장 이후 첫 홈쇼핑에서 9,800개 객실이 완판되는 등 높은 수요를 보이고 있고 6월 11일 카지노 개장 기대감과 함께 현재 주가는 상승세를 보이고 있다.

그림 9. 롯데관광개발과 KOSPI Total Return 추이



자료: Bloomberg, KB증권

V. 기업 개요

제주 최고 높이, 최대 규모의 제주 드림타워 복합리조트 운영사

롯데관광개발은 1971년에 설립되어 크루즈선 운항, 국내외 여행알선업 등 관광개발업을 주요 사업으로 영위해왔다. 2006년 6월 유가증권시장에 상장하였다. 2015년 계열사인 동화투자개발로부터 제주 드림타워 복합리조트의 사업권을 실질적으로 취득하였고 2020년 12월 제주 최고 높이, 최대 규모의 제주 드림타워 복합리조트를 개장하였다.

외국인 전용 카지노인 드림타워 카지노 6월 11일 개장 예정

2018년 롯데관광개발은 파라다이스로부터 제주 롯데 카지노 지분 100%를 434억에 인수하고 이름을 LT카지노로 변경하며 카지노업으로 사업 영역을 확대했다. 드림타워로 이전하면서 드림타워 카지노로 이름을 변경했다. 기존 LT카지노 대비 4.5배 확장된 규모로 2021년 6월 11일 개장 예정이다.

제주 드림타워는 제주도의 도심에 위치하여 5성급 호텔인 그랜드 하얏트 호텔, 스파, 쇼핑몰 등 복합 시설을 보유하고 있다. 드림타워 카지노는 파라다이스시티, 랜딩 카지노에 이어 세 번째로 큰 외국인 전용 카지노로 테이블 148대, 슬롯 머신 190대, 전자테이블 71대를 보유하여 운영할 예정이다.

최대주주 김기병 대표이사 지분 28.54%

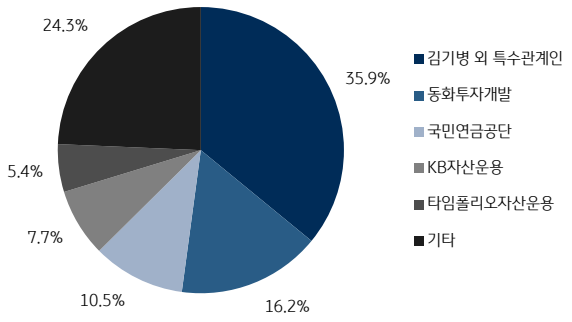
2021년 1분기 말 기준 최대주주는 대표이사 김기병으로 지분 28.54%를 보유하고 있다. 계열사인 동화투자개발과 특수관계 3인이 16.20%, 7.39%를 보유하고 있으며, 국민연금이 10.45%, KB자산운용이 7.70%, 타임폴리오자산운용이 5.39%를 보유하고 있다.

표 12. 롯데관광개발 주요 연혁

연혁	내용
1971	롯데관광 설립
1974	2천만달러 관광진흥탑 수상
2004	철도청과 합작회사 '코레일관광개발' 설립
2006	유가증권시장 상장
2010	대한민국 최초 크루즈 전세선 운항
2013	동화투자개발-녹지그룹 제주도 개발 계약 채결
2014	정관 개정 - 카지노업 추가
2015	제주 드림타워 계약금 권리 취득
2016	제주 드림타워 착공
2017	그랜드 하얏트 호텔 운영위탁계약 체결
2018	파라다이스 제주 롯데 카지노 인수 및 LT카지노 출범
2020	제주 드림타워 복합리조트 개장

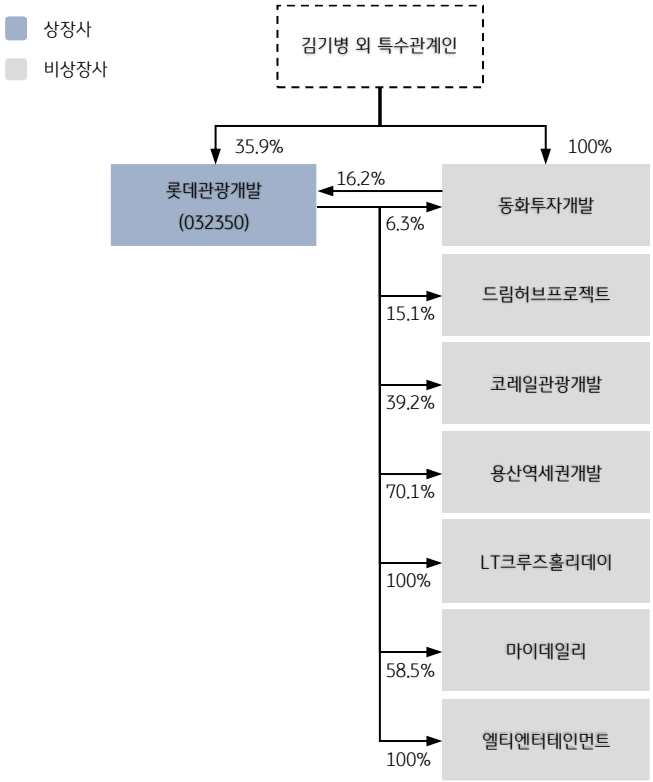
자료: 롯데관광개발, KB증권

그림 10. 롯데관광개발 주주 현황 (1Q21 말 기준)



자료: 롯데관광개발, KB증권

그림 11. 롯데관광개발 지배구조 계통도



자료: DART, KB증권
주: 1Q21 말 기준

표 13. 롯데관광개발: 카지노 운영 현황 (예정)

운영 카지노	호텔	호텔 입점 형태	호텔 운영 회사	객실 수	평균 1박 요금 (원)	카지노 매출 (억원)
드림타워 카지노	제주 드림타워 복합 리조트	운영위탁계약 체결	롯데관광개발	1,600	227,040	6/11 개장 예정

자료: 롯데관광개발, KB증권
주1: 매출액은 2020년 관광진흥개발기금 납부 기준
주2: 평균 1박 요금은 네이버호텔 기준

포괄손익계산서

(십억원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	88	17	272	506	602
매출원가	66	17	138	228	262
매출총이익	23	0	133	279	340
판매비와관리비	39	72	153	147	169
영업이익	-16	-71	-19	132	171
EBITDA	-12	-53	46	197	237
영업외손익	2	-10	-60	-69	-65
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	1	9	59	60	60
지분법손익	0	-1	-2	-2	-2
기타영업외손익	2	0	1	-8	-3
세전이익	-14	-82	-79	63	106
법인세비용	1	1	-5	15	17
당기순이익	-15	-82	-74	48	89
지배주주순이익	-15	-82	-74	48	89
수정순이익	-15	-82	-74	48	89

성장성 및 수익성 비율

(%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 성장률	16.3	-81.0	1,520.3	86.4	18.8
영업이익 성장률	적전	적지	적지	흑전	29.4
EBITDA 성장률	적전	적지	흑전	332.7	20.0
지배기업순이익 성장률	적지	적지	적지	흑전	86.8
매출총이익률	25.8	1.6	49.1	55.0	56.4
영업이익률	-18.3	-425.6	-7.1	26.1	28.4
EBITDA이익률	-13.0	-318.5	16.8	38.9	39.3
세전이익률	-15.6	-486.2	-29.1	12.4	17.7
지배기업순이익률	-16.4	-488.6	-27.2	9.4	14.8

현금흐름표

(십억원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-23	-114	14	133	160
당기순이익	-15	-82	-74	48	89
유무형자산상각비	5	18	65	65	66
기타비현금손익 조정	1	13	18	17	19
운전자본증감	-14	-50	14	18	3
매출채권감소 (증가)	-6	-21	26	3	1
재고자산감소 (증가)	-4	0	-16	19	0
매입채무증가 (감소)	-9	-17	9	7	6
기타운전자본증감	5	-11	-5	-10	-5
기타영업현금흐름	0	-13	-9	-15	-17
투자활동 현금흐름	-38	-579	-108	-71	-81
유형자산투자감소 (증가)	-212	-552	-114	-70	-80
무형자산투자감소 (증가)	0	-3	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	0	-9	0	0	0
기타투자현금흐름	174	-14	8	0	0
재무활동 현금흐름	65	735	42	-15	-15
금융부채 증감	64	735	44	-14	-13
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	1	0	-2	-1	-1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	3	42	-52	47	64
기말현금	16	58	6	53	117
잉여현금흐름 (FCF)	-235	-667	-101	63	80
순현금흐름	-213	-700	-100	61	77
순현금 (순차입금)	-42	-742	-842	-781	-703

자료: 롯데관광개발, KB증권 추정

재무상태표

(십억원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	575	1,198	1,136	1,178	1,261
유동자산	53	125	65	101	169
현금 및 현금성자산	16	58	6	53	117
단기금융자산	10	24	16	16	16
매출채권	0	1	7	4	3
재고자산	4	4	20	2	2
기타유동자산	22	38	16	26	31
비유동자산	522	1,074	1,071	1,077	1,092
투자자산	22	31	35	35	35
유형자산	446	988	962	969	985
무형자산	47	50	49	49	48
기타비유동자산	7	4	25	25	25
부채총계	269	972	971	964	958
유동부채	251	212	143	144	145
매입채무	0	1	17	24	30
단기금융부채	66	87	59	54	48
기타유동부채	185	125	67	67	67
비유동부채	19	760	828	821	813
장기금융부채	3	737	804	796	788
기타비유동부채	15	23	24	25	25
자본총계	306	226	165	213	303
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	526	526	537	537	537
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	12	14	17	17	17
이익잉여금	-264	-345	-419	-372	-282
지배지분 계	309	230	169	217	306
비지배지분	-3	-3	-3	-3	-3

주요투자지표

(X, %, 원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Multiples					
P/E	N/A	N/A	N/A	32.8	17.5
P/B	3.2	4.5	9.3	7.2	5.1
P/S	11.0	62.0	5.8	3.1	2.6
EV/EBITDA	N/A	N/A	52.8	11.9	9.6
EV/EBIT	N/A	N/A	N/A	17.8	13.3
배당수익률	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
EPS	-213	-1,183	-1,068	690	1,289
BVPS	4,460	3,313	2,437	3,127	4,416
SPS (주당매출액)	1,295	242	3,922	7,310	8,687
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	-4.9	-30.4	-37.1	24.8	34.2
ROA	-2.7	-9.3	-6.4	4.1	7.3
ROIC	-7.4	-11.5	-3.0	10.2	14.1
안정성지표					
부채비율	88.1	430.1	586.9	452.3	316.7
순차입비율	13.9	328.1	508.9	366.1	232.4
유동비율	0.2	0.6	0.5	0.7	1.2
이자보상배율 (배)	-14.5	-7.8	-0.3	2.2	2.9
활동성지표					
총자산회전율	0.2	0.0	0.2	0.4	0.5
매출채권회전율	167.7	33.0	75.7	96.1	171.0
매입채무회전율	482.2	37.6	31.4	25.2	22.4
재고자산회전율	41.4	4.1	22.4	46.1	381.9

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)

롯데관광개발 (032350)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
21-06-10	Buy	28,000		

투자등급 비율 (2021. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
79.9	20.1	-

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.