

| 레저 |

롯데관광개발(032350.KS)

‘25년 고생 많으셨고, ‘26년 베팅하시죠

3Q25 Review 동사는 3Q25 매출액 1,867억 원(YoY +34.2%), 영업이익 530억 원(YoY +139%)으로 컨센서스를 12% 상회하며 어닝 서프라이즈를 기록했다. 드랍액과 방문객의 증가로 카지노 매출이 1,393억 원(YoY +65.4%)에 달하며 사상 최대치를 경신했고, 이에 따라 월평균 순매출 464억 원(QoQ +26.4%), OPM 28.4%를 기록했다. 본격적인 이익 레버리지 구간 진입이 확인된 가운데, 인바운드 회복과 하이roller 유입 확대에 따른 고성장 및 수익성 개선세는 지속될 전망이다.

[Investment Point 1] MASS 묶고, 하이roller 더블로 가

‘26E 카지노 사업부 매출액 6,231억 원(YoY +52.2%)을 전망한다. 동사는 업계 최상위 수준의 콤프 제공 역량과 게임 인프라를 기반으로 하이roller Q 확대 전략을 가속화하고 있다. 특히 중국 하이roller 향 영업수익은 ‘26년 3,244억 원(YoY +77%)까지 급증하며 외형 성장과 수익성 개선을 동시에 견인할 전망이다. 동시에 승률 변동성이 낮은 MASS 고객의 압도적 비중은 홀드울 안정성과 실적의 하방을 지지하는 핵심 기제로 작용할 것으로 판단한다.

[Investment Point 2] CAPA 믿고, 콤프도 더블로 가

동사의 ‘26E 영업이익 2,043억 원(YoY +25.6%)을 전망한다. 동사는 1,600실 규모의 호텔 객실 CAPA 보유 및 복합리조트를 내재화를 통해 외부 임차료가 없어 고정비 부담을 최소화하는 비용 구조를 보유하고 있다. ‘26년 동사는 콤프 비중을 70%까지 확대할 것으로 전망됨에 따라, 본격적인 영업 레버리지를 실현할 것으로 판단한다.

[Check Point] 크루즈는 밀장으로

국내 1위 전세선 운영 노하우와 한·중·일 항로 재개 모멘텀에 힘입어, ‘26E 여행 사업부 매출액 857억 원(YoY +6.4%)을 전망한다. 7년 만의 한·중·일 정기 항로 재개와 운항 횟수 확대는 크루즈 부문의 가파른 외형 성장을 견인하고, 프리미엄 중심의 일반 여행 부문은 연간 510억 원 규모의 안정적 캐시카우로 전사 실적의 하방을 지지할 전망이다.

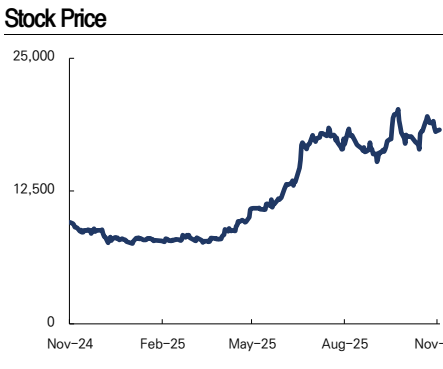
[Valuation]

동사의 Valuation 기법으로 Peer EV/EBITDA를 채택하였다. Target EV/EBITDA 10.9x배를 적용한 목표주가 30,300원, 상승여력 57.2%, 투자 의견 BUY를 제시한다.

Investment Fundamentals					
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
FYE Dec					
매출액	1,837	3,135	4,715	5,838	7,997
영업이익	-1,187	-606	390	1,063	2,043
순이익	-2,247	-2,023	-1,166	-391	515
EPS	-3,136	-2,721	-1,531	-149	860
PER	N/A	N/A	N/A	-118	20.6
PBR	4.48	10.27	1.84	3.9	3.3
OPM	-64.64	-19.33	8.27	18.2	25.6
ROE	-154.22	-132.87	-60.42	(2.1)	9.4

투자 의견	BUY
목표주가	30,300원
현재주가(11.28)	19,270원
상승여력	57.2%

Stock Data			
KOSPI(11/28)	3,926.59		
KOSDAQ	912.67		
시가총액	1조 5300억 원		
발행주식수(주)	79,539,484주		
52주 최고/최저(₩)	23,000원 / 7,060원		
외국인지분율(%)	17.75%		
주요주주(%)			
김기병	22.72%		
동화투자개발	11.09%		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
	+1.00%	+64.70%	+118.98%



Research Team 6		
팀장	40기 박세연	syeon00319@gmail.com
팀원	40기 심민주	hyug7960@naver.com
	40기 정한울	seol194@naver.com
	41기 김동은	dongeun419@naver.com
	41기 이승혁	seunghyeok0101@naver.com
	41기 이지성	jiseong1128@naver.com

CONTENTS

I . Industry Analysis	1
II . Company Overview	7
III . Investment Point	9
1. MASS 묶고, 하이roller 더블로 가	9
1-(1) 큰 손 1명이 불러올 나비효과를 기대하며	9
1-(2). 홀드울 지키는 I'm a MASS MASS MASS	11
2. CAPA 믿고, 콤프도 더블로 가	12
2-(1) 대규모 객실 CAPA를 보유한 자체 IR 구조	12
2-(2) 콤프 비중 확대에 따른 실적 레버리지 본격화	13
IV . Check Point	14
크루즈는 밑장으로	14
V . Risk	15
VI . Valuation	16
VII . Estimation Logic	17

I . Industry Analysis

카지노 업종은 1Q25 저평가 구간 이후 마카오 시장의 회복과 무비자 정책 기대감으로 리레이팅 국면에 진입했다. 그러나 이는 인바운드 회복세만을 반영한 수준이며, '26년은 인바운드 성장세가 가속화되며 카지노 산업의 본격적인 리레이팅이 시작될 전망이다. 이에, 본 리서치팀은 카지노 산업 내 성장 여력이 가장 큰 롯데관광개발(032350.KS)을 최선호주로 제시한다.

1-(1) 카지노, 이제 시작입니다.

현재까지의 주가 상승은
인바운드 회복세를 반영

현재까지의 카지노 업종 주가 상승은 회복에 대한 기대를 반영한 수준에 불과하다. 카지노 업종은 저평가 되었던 1Q25 이후 코스피 대비 초과 수익률을 기록하며 리레이팅 국면에 진입했다. '25년 카지노 업종의 YTD 주가 수익률은 롯데관광개발 +119%, 파라다이스 +70%, GKL +24%, 롯데관광개발과 파라다이스의 코스피 대비 초과수익률은 각 +62%, +13% 수준을 기록했다.

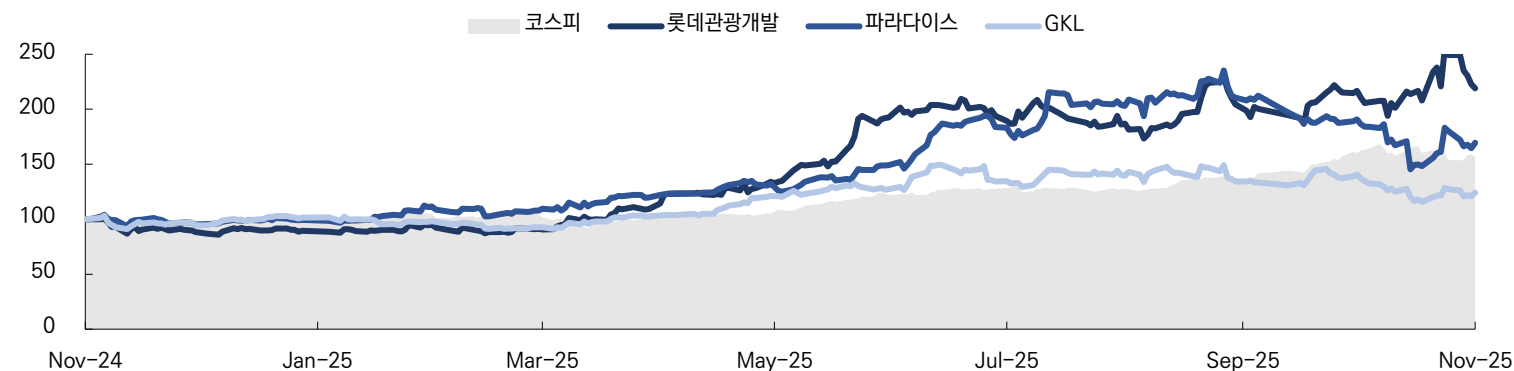
수요 회복은 끝나지 않았고,
카지노 산업의 추가적인 성장 여력 존재

중국 단체 무비자 입국 정책에 따른 인바운드 확대 기대감은 상반기 주가를 끌어올렸지만, 기대감이라는 단기 재료성 랠리는 소멸되었다. 그러나 주목할 점은 수요 회복이 아직 완결되지 않았다는 점이다. '24년 외래 관광객 수는 약 1,630만 명으로 코로나 이전 대비 94% 수준이나, 카지노 소비 성향이 높은 방한 중국인 관광객 수는 사드 사태 이전 대비 58% 수준에 머물러 있다. 여전히 중국인 인바운드 관광객의 정상화가 진행되고 있음에 따라 카지노 산업의 추가적인 성장 여력은 충분하다고 판단한다.

이에 본 리서치팀은 '26년 카지노 산업에 대한 시각을 회복이 아닌 성장에 주목할 것을 제안하며, 카지노 산업의 추가 인바운드 성장 동력으로 ①한일령 장기화에 따른 반사 수혜, ②원화 약세를 제시한다.

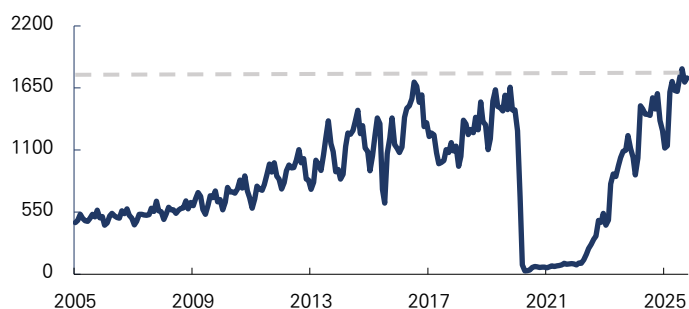
[자료 1-1] '24~'25 코스피 지수 수익률 대비 국내 카지노 3사 수익률 추이

('24년 11월=100)



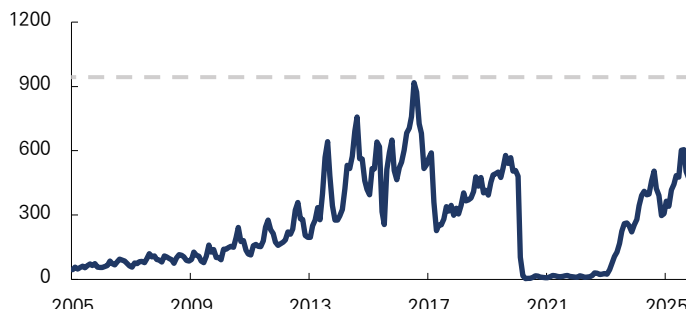
[자료 1-2] 과거 정점 수준으로 회복한 전체 방한 외국인 관광객

(단위: 천 명)



[자료 1-3] 과거 정점 대비 여전히 낮은 수준의 방한 중국인 관광객

(단위: 천 명)



중국 3대 국영 항공사는
일본행 항공권 약 49만 건을
취소하는 조치 단행

풍선효과: 한쪽의 수요나 문제가
억제되면 반작용으로
다른 쪽이 커지는 현상

① 중일 갈등, 한일령 장기화에 따른 반사수혜

본 리서치팀은 한일령이 단기 이벤트가 아닌 구조적 리스크로 장기화될 것으로 판단하며, 이에 따라 카지노 산업의 중장기적 업사이드를 전망한다. 일본 총리의 대만 유사시 무력 개입 가능성 시사 이후 중국 정부는 일본 여행 자제령을 공식화했다. 제재는 관광 영역을 넘어 일본산 수산물 수입 중단, 희토류 수출 제한 검토 등 무역·경제 분야로 확장되고 있으며, 이는 과거 센카쿠 분쟁·사드 사태처럼 관광 제재가 평균 1~2년 이상 지속되었던 역사적 패턴과 유사하다. 이번 한일령도 단기간에 해소되기보다는 중장기 변수로 작용할 가능성이 높을 것으로 전망한다.

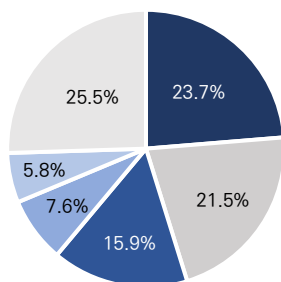
중국의 여행 제재는 수요 소멸이 아닌 대체 이동 형태로 나타나는 풍선효과가 존재한다는 점에서 반사 수혜가 예상된다. 코로나 이전 중국인의 해외여행 목적지 비중은 일본 32.7%, 한국 21.5%로 양국은 주된 대체 관계다. 방일 중국인 관광객 감소폭이 센카쿠 분쟁 때와 같이 -26% 수준일 경우, 단순 대체 수요만으로도 약 250만 명의 잠재 수요가 발생한다. 이 중 30%만 방한해도 방한 중국인 관광객은 약 16% 추가 성장 가능하여, 구조적 반사수혜가 전망된다.

이러한 인바운드 재배분은 카지노 산업에 가장 높은 영업 레버리지로 작용한다. 방한 중국인이 코로나 이전 대비 약 79%, 사드 이전 대비 약 55% 수준에 불과하다는 점을 감안하였을 때, 현 시점은 기저 회복 여력과 한일령 기반 대체 수요가 동시에 유입되는 구간이다. 따라서 한일령 장기화는 단순 트래픽 증가가 아닌, 카지노 업체의 매출 성장과 마진 구조 개선을 동시에 견인하는 업사이드 트리거로 작용할 전망이다.

[자료 1-4] 방일 관광객 국적 비율

(단위: %)

■ 중국 ■ 한국 ■ 대만 ■ 미국 ■ 홍콩 ■ 기타

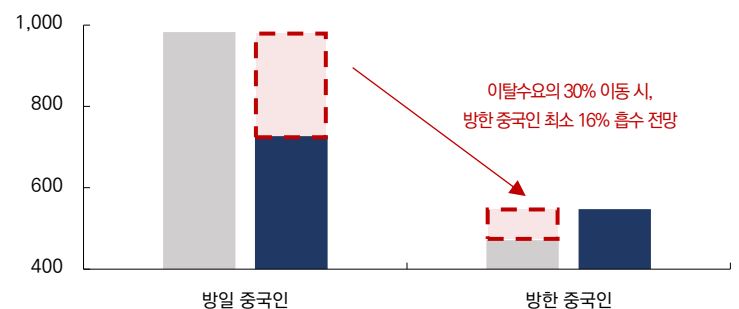


출처: 일본정보관광국, RFS Team 6

[자료 1-5] 방일 중국인 이월에 따른 방한 중국인 수요 증가 추정

(단위: 만 명)

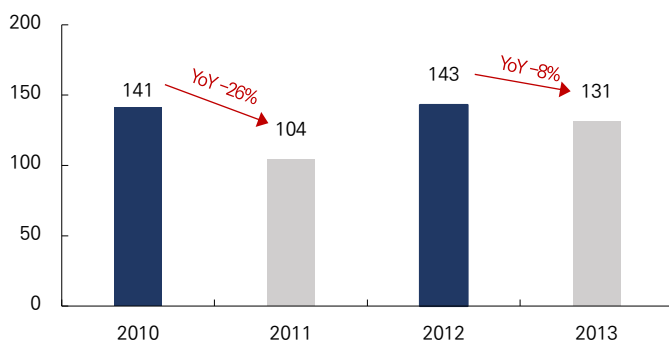
■ 2025E ■ 2026E



출처: 한국관광공사, JNTO, RFS Team 6

[자료 1-6] 센카쿠 분쟁 시기 방일 중국인 관광객 수

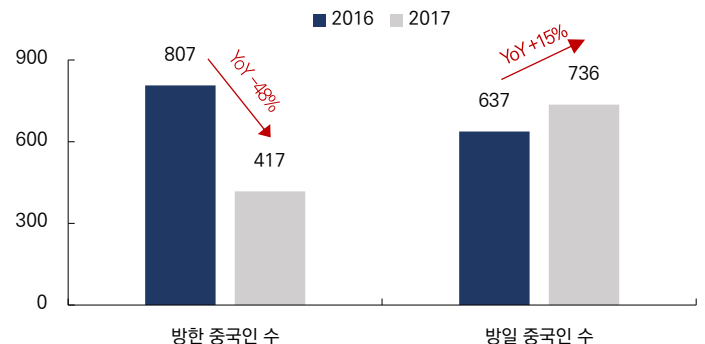
(단위: 만 명)



출처: JNTO, RFS Team 6

[자료 1-7] 한일령 시기 중국인 관광객 수

(단위: 만 명)



출처: 한국관광공사, JNTO, RFS Team 6

② 원화 약세는 외국인 인바운드 수요 성장의 핵심 동력

지정학적 반사 수혜뿐만 아니라, 통화 가치 역시 한국 인바운드 시장에 우호적인 환경을 조성하고 있다. 원 달러 환율의 점진적 하락이 예상되는 가운데, 환율 효과에 힘입어 카지노 산업의 핵심인 중화권 방문객의 구매력은 공고할 전망이다.

Purchasing Power: 위안화로 구매 시 매력적

가장 주목할 지표는 원/위안 환율이다. 위안화 환율은 '24년 하반기 들어 강세 흐름을 지속하며 '25년 11월 28일 기준 207원/위안(YoY +7.6%)에 도달했다. 이는 '23년 평균 환율과 비교 시 약 12% 증가, 현재의 방한 중국인 수와 유사한 '19년도 대비 19% 증가한 수치다. 즉, 중국인 입장에서 한국 여행의 체감 물가가 약 7~19% 감소하였음을 의미한다.

환율이 보증하는 Q의 성장

가격 매력도가 실제 방문 수요로 직결된다는 사실은 과거 일본의 사례에서 입증되었다. '23년부터 시작된 엔화 약세는 '24년 100엔당 800원 중반대까지 하락하였고, 엔화 가치 하락 구간마다 방일 외국인 수는 폭발적인 증가세를 보였다. 이는 중국인도 마찬가지다. 중국인의 구매력이 높아지는 구간과 방일 중국인 관광객 수는 뚜렷한 양의 상관관계를 나타냈다.

현재 원/위안 환율이 200원 대에 안착하며 중국인의 실질 구매력이 팬데믹 이전 대비 약 20% 가까이 확대된 지금, 과거 일본이 누렸던 '슈퍼 엔저 효과'는 이제 위안화 강세와 맞물려 한국 시장에서 재현될 개연성이 높다. 이는 비용 효율성을 중시하는 MASS 고객에게 즉각적이고 강력한 방한 유인으로 작용한다.

방한 중국인, 업사이드는 충분

환율 효과는 앞서 언급한 한일령 반사 수혜와 결합하여 '26년 인바운드 성장의 촉매제가 될 것이다. 일본으로의 이동이 제한된 상황에서 한국 여행의 가격 매력도가 극대화되는 현 구간은, 수요의 쏠림 현상이 발생할 수 있는 최적의 환경이다.

따라서 현재와 같은 환율 추이가 지속될 경우, 한국 여행 수요 추가적인 확대는 구조적 필연성을 지닌다. 현 시점은 과거 일본이 누렸던 환율 기반의 트래픽 급증 효과가 한국으로 전이되는 구간임을 감안할 때, 보수적으로 추산하더라도 '26년 외국인 관광객 수는 전년 대비 16% 이상의 초과 성장이 전망된다. 이는 단순한 회복을 넘어, 카지노 산업의 트래픽 레벨을 한 단계 높이는 기반으로 작용할 것이다.

MASS: 베틱 금액이 낮은
카지노 일반 방문객

환율효과와 한일령 반사 수혜가
맞물릴 '26년의 폭발적인 외형성장

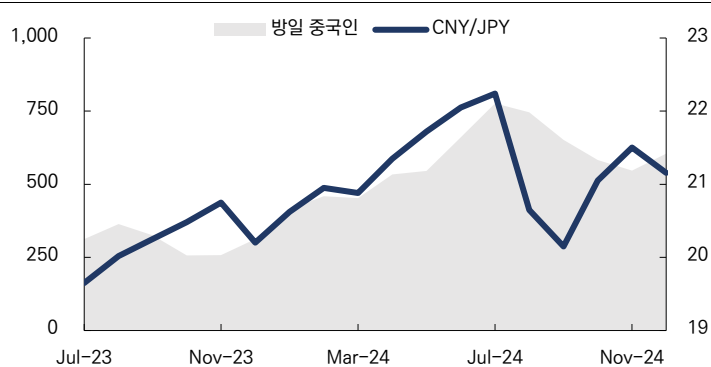
[자료 1-8] '23년~ 현재까지 환율 추이



출처: Bloomberg, RFS Team 6

[자료 1-9] 방일 중국인과 CNY/JPY 추이

(단위: 천 명)



출처: Bloomberg, JNTO, RFS Team 6

1-(2) 판돈은 제주도로 수렴한다

한일경과 원화 약세로 인해 인바운드 관광객 증가가 전망되는 가운데, 마카오 카지노의 회복세는 한국 카지노 산업의 활성화로 이어질 것으로 판단한다. **카지노 산업 활성화의 수혜는 접근성이 뛰어난 동시에 무비자 입국이 가능한 제주도로 집중될 전망이다.**

MACAU

마카오 카지노의 회복세는 곧 국내 카지노 산업의 회복으로 직결

마카오 카지노의 회복세는 카지노 산업 활성화의 신호탄이다. 마카오는 전통적으로 카지노 시장의 선행 지표로 평가되며, 국내 외국인 전용 카지노들 또한 마카오에 동행한다. '14년 반부패 정책을 기점으로 마카오 규제가 강화되며 마카오 카지노 산업은 침체기에 들어섰으며, 국내 카지노 산업에 미치는 영향 또한 분명했다. 반면 '17년부터 MASS 고객 성장을 기반으로 한 마카오의 회복세는 국내 카지노 산업의 반등으로 직결되었으며, 팬데믹 기간 재차 부진했던 마카오는 '23년 새로운 회복 국면에 진입했다.

제주도

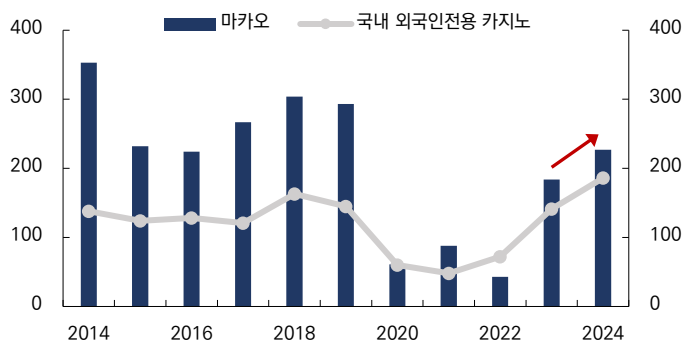
마카오의 회복세에 따라 국내 카지노의 성장이 가속화되는 가운데, ①가장 접근성이 좋고 ②가장 편리하고 ③중국인 방문객 비중이 높은 제주도로 수혜가 집중될 전망이다. 마카오 외에 아시아에서 카지노가 합법적으로 운영되는 국가 중, 제주도는 중국 주요 도시로부터 가장 뛰어난 접근성을 가진다. 상하이-베이징 등 중국의 핵심 지역으로부터 3시간 이상 소요되는 타 국가와 달리, 제주도는 2시간 내외에 도착 가능한 최단거리 도시이다.

무비자 입국이 전국으로 확대되어도 제주도의 이점은 여전히 존재

편의성 측면에서도 제주도의 우위는 압도적이다. 카지노 매출의 핵심 축은 하이롤러며, 하이롤러의 대부분은 개인 관광객이다. 제주도의 경우, '22년 6월부터 재개된 무사증 제도에 따라 개인 관광객과 단체 관광객에게 30일 동안 무비자 입국이 허용된 상태이다. '25년 9월부터 전국으로 확대된 무비자 입국은 단체 관광객에만 한정되었다는 점을 감안하였을 때, 수도권 카지노의 하이롤러 유입은 제한적일 것으로 판단한다.

제주도 외국인 입도객 중 중국인은 약 70%의 높은 비중을 차지하며, 이는 제주도의 높은 중국 노선 비중과 직결된다. '24년 제주국제공항의 국제선 노선 수는 26개이며, 중국 노선은 18개로 약 69%를 차지한다. 제주도 카지노의 외형성장이 이루어졌던 '16년 당시 중국 노선이 46개였다는 점을 고려할 시 **제주 국제공항의 중국 노선 확장 여력은 충분한 것으로 사료되며, 이를 통해 하이롤러 유입의 확대에 대응할 수 있을 것으로 전망된다.**

[자료 1-10] 마카오·국내 외국인전용 카지노 GGR 추이 (단위: 십억 MOP, 백억 원)



출처: STATISTA, 한국카지노업관광협회, RFS Team 6

[자료 1-11] 제주도 외국인 입도객 추이

(단위: 만 명)



출처: 제주관광협회, RFS Team 6

드랩액: 카지노 고객이
칩으로 바꾼 금액

홀드올: 드랩액 중 카지노가 회수한
금액 비율. 즉, 승률

카지노 매출 = 드랩액 * 홀드올

카지노 산업에서 주목해야 할 것은

- ①하이롤러 비중
- ②영업 레버리지 효과

1-(3) 카지노는 하이롤러가 핵심이다

카지노의 기업의 성장은 하이롤러 비중 확대에 있다. 홀드올은 확률에 의해 좌우되는 통제 불가능한 요인이다. 결국 카지노의 매출 상승을 위해 드랩액의 상승이 필연적이며, 하이롤러는 드랩액의 상승을 위한 카지노의 핵심 고객이다. 즉, 하이롤러 모객은 매출 상승을 위한 카지노의 핵심 전략이며 곧 경쟁력이다.

하이롤러 모객 비용의 절감은 카지노 영업 레버리지 극대화의 핵심 축이다. 카지노 산업은 높은 고정비 구조를 가지고 있으며, 손익 분기점을 넘어서 시점부터 영업 레버리지 효과의 극대화가 발생한다. 레버리지 효과 극대화의 핵심은 매출 증대와 함께 변동비의 효율적 통제에 있으며, 하이롤러 모객을 위한 콤프와 정 컷은 변동비의 핵심 요소이다.

그렇다면 어떤 기업에 주목해야 하는가?

한일령과 원화 약세에 따라 중국인 인바운드가 확대될 것으로 기대되며, 그 수혜가 제주도로 집중될 것으로 전망되는 시점이다. 본 리서치팀은 국내 카지노 기업 중 ①하이롤러 비중이 낮은 기업, ②복합 리조트를 운영하는 기업에 투자할 것을 제안한다.

①카지노 매출의 핵심은 하이롤러며, 카지노의 성장은 하이롤러의 유입에 따라 결정된다. 하이롤러의 비중이 낮은 기업의 경우 비중 확대를 통한 성장 여력이 크며, 국내 하이롤러 유입에 따른 수혜를 온전히 받을 것으로 전망된다. ②카지노는 높은 고정비를 기반으로 영업 레버리지 효과가 발생한다. 특히 호텔과 카지노가 결합된 복합 리조트의 경우 호텔의 고정비 구조가 더해지며 레버리지가 극대화된다. 이에 따라 복합 리조트의 형태로 운영하는 기업이 수혜를 받을 것으로 판단한다.

▶Top-Pick: 롯데관광개발(032350.KS)

본 리서치팀은 국내 외국인 카지노 Top-Pick으로 롯데관광개발(032350.KS)을 제시한다.

동사는 ①외국인 카지노 기업이며 이에 따라 인바운드 회복에 따른 제주도 관광 수요 확대의 수혜를 온전히 받을 것으로 전망되고, ②Peer 대비 하이롤러 비중이 낮아 하이롤러 비중 확대에 따른 매출 상승 여력이 가장 크며, ③호텔과 카지노가 결합된 복합 리조트 사업 모델을 영위하는 국내 유일 기업으로 영업 레버리지 효과를 가장 크게 받을 것으로 판단한다.

[자료 1-12] 롯데관광개발(032350.KS) 주가 분석

(단위: 원)



출처: 롯데관광개발, RFS Team 6

II. Company Overview

동사는 카지노 부문의 성장을 중심으로, '24년 매출액 4,715억 원(YoY +50.37%)을 달성하며 폭발적인 성장세를 보여주었다. 인바운드 확대 추세에 따른 수혜는 제주도로 집중되는 가운데, '26년 카지노 사업 부의 탑라인 성장 및 호텔·여행 사업부의 견조한 실적 흐름이 전망된다.

기업개요

동사는 '71년 설립된 후 '78년 롯데관광에 인수되었으나, '82년 계열분리를 거쳐 현재는 롯데그룹과 무관한 종합여행기업이다. '91년 롯데관광개발로 사명을 변경하며 여행업과 개발업을 영위해 왔으며, '20년 제주 드림타워 복합리조트의 오픈을 기점으로 호텔과 리테일로 사업을 확장하였다.

사업부별 분석

동사는 ①카지노, ②호텔, ③여행, ④리테일 및 기타 사업을 영위하고 있다.

카지노(74.6%): 외국인 전용 카지노 사업으로, 3Q25 매출 1,393억 원(YoY +65.4%)으로 동사 매출의 약 74.6%를 담당하는 핵심 수익원으로 자리매김하고 있다. 제주드림타워 내 테이블/머신 기반 게임 운영으로 수익이 발생하며 고정비 구조 특성상 드래프팅 증가 시 레버리지가 극대화된다. MASS와 하이롤러의 균형 구조, 리텐션 기반 CRM, 공간 확장 전략을 통해 성장세를 이어갈 전망이다.

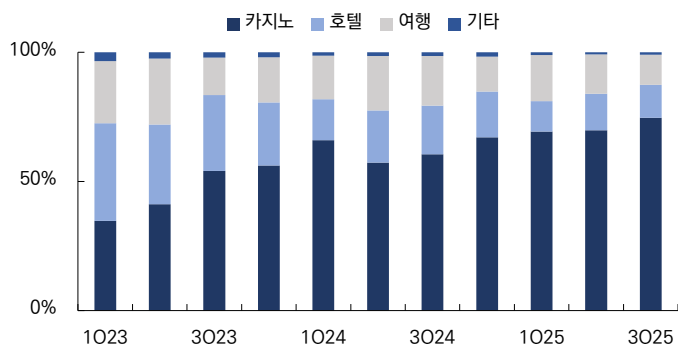
호텔(12.4%): 하얏트와 제휴한 1,600실 규모의 국내 최대 단일 리조트형 호텔로, 객실·F&B·임대 서비스 기반 수익구조를 가진다. 3Q25 매출은 232억 원(YoY -10.8%), OCC는 90% 수준을 유지하며 카지노 고객 증가에 따라 내부거래 매출이 확대되었다. 향후 카지노 체류형 고객 중심의 고가 숙박·레저 수익 모델로 고도화될 전망이다.

여행(11.6%): 여행사업은 인바운드 단체관광, MICE, 항공예약·발권, 카지노 연계 패키지가 중심이다. 3Q25 매출은 217억 원(YoY -18.9%)으로 감소했으나, 단순 패키지에서 체류형 고부가 리조트 패키지 중심으로 구조 전환이 진행 중이며, '26년 한·중·일 크루즈 재개에 따른 실적 개선이 전망된다.

리테일 및 기타(0.5%): 복합상업시설 임대 및 판매 수수료 기반 사업으로, 3Q25 매출은 10억 원(YoY -26.6%)으로 재편 과정에서 일시적 조정을 겪었다. 현재 럭셔리 브랜드 입점 및 카지노 하이롤러 소비 동선 중심으로 구조가 재편되고 있으며, 향후 체류형 고가소비 경험 플랫폼으로 역할이 강화될 전망이다.

[자료 2-1] 롯데관광개발 사업 부문별 매출 비중 추이

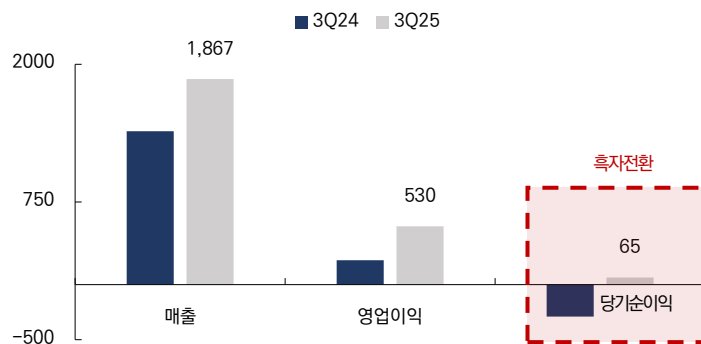
(단위: %)



출처: 롯데관광개발, RFS Team 6

[자료 2-2] 3Q24 대비 3Q25 롯데관광개발 실적

(단위: 억 원)



출처: DART, RFS Team 6

공항 바로 앞, 제주드림타워

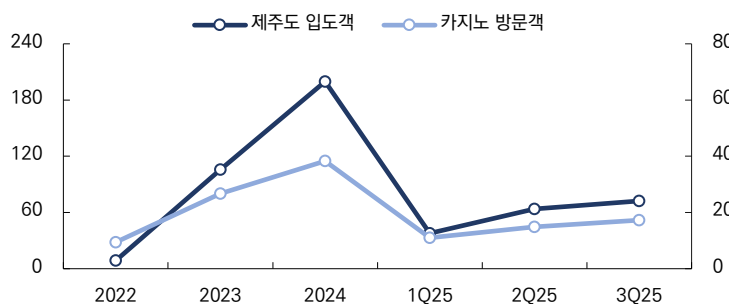
제주국제공항과 10분 내외 초근접 입지에 위치한 동사의 제주드림타워는 제주 입도객 증가를 직접적으로 흡수할 수 있는 지리적 요충지에 자리하고 있다. 회귀분석 결과 제주 외국인 입도객 수와 동사의 총 방문객 수 간 다중상관계수는 0.98로, 입도 트래픽 확대와 동사 방문객 증가는 높은 상관관계를 지님을 파악하였다. '26E 제주 입도객 수가 YoY +37%로 증가함에 따라 동사 방문객 수도 함께 확대될 전망이다.

동사의 호텔·리테일·F&B가 내재화된 복합리조트 형태는 이용 편의성을 극대화하며, 동사는 카지노 방문객들의 최적의 선택지가 될 것이라 판단한다. 카지노 방문객의 경우, 재방문이 잦고 방문 목적이 관광이 아니라는 점에서 공항과의 근접성이 더욱 중시된다. 이에 따라 '26E 제주드림타워 카지노 방문객은 YoY +45%로 81만까지 증가할 전망이다.

[자료 2-3] 제주 입도객 증가-롯데관광개발 카지노 방문객

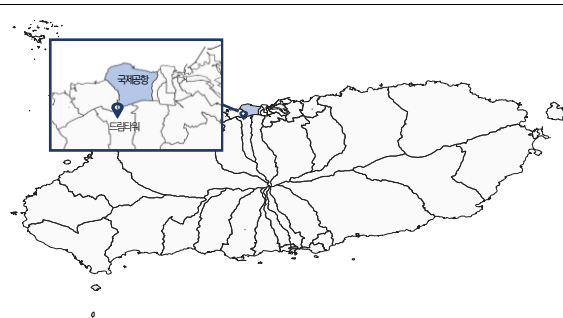
(단위: 만 명)

[자료 2-4] 제주 드림타워-제주국제공항 접근성



출처: 롯데관광개발, 제주관광공사, RFS Team 6

출처: Wikimedia, RFS Team 6



재무분석

동사의 부채비율은 '21년 2371.7%에서 3Q25 기준 528.6%까지 하락했으며, 재무 레버리지 부담은 점진적으로 완화될 전망이다. '17년 이후 동사는 제주 드림타워 복합리조트 개발 및 운영을 위한 대규모 차입과 '20년 카지노 업황 부진에 따른 적자가 맞물리며, 높은 부채비율이 지속되어 왔다. 그러나 '25년 본격화된 매출 확대에 따라 유동성 흐름이 회복되고 있으며, 실제로 3Q25 누적 영업현금흐름은 YoY +86.1%, 현금 및 현금성 자산 또한 YoY +65.3% 증가하였다.

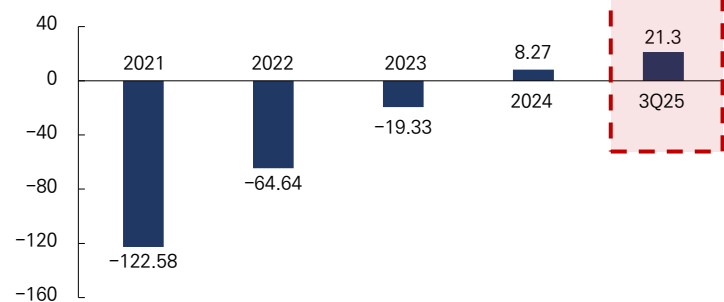
실적 개선 흐름은 차입 부담 완화 노력과 맞물려 재무구조 정상화 속도를 한층 높이는 요인으로 작용할 전망이다. 특히 금융비용 부담의 경우, '26년 리파이낸싱을 통해 일부 해소될 것으로 예상된다. '24년 약정한 금리 하향 조정(8~10%→6%) 및 중도상환 수수료 면제 조건이 2H26부터 발효되어, 연간 최소 200억가량의 이자비용 절감이 가능할 것으로 판단한다. 또한 동사의 적극적인 부채비율 완화 기조가 지속되면서, 재무 안정성은 중기적으로 정상화 국면에 진입할 것으로 전망된다.

[자료 2-5] 동사 영업이익률 추이

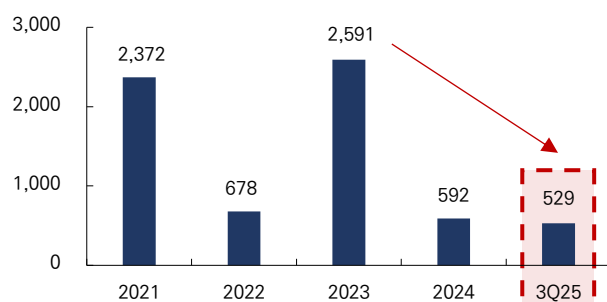
(단위: %)

[자료 2-6] 동사 부채비율 추이

(단위: %)



출처: DART, RFS Team 6



출처: DART, RFS Team 6

III. Investment Point

Investment Point 1. MASS 뭍고, 하이roller 더블로 가

동사의 '26년 카지노 총 매출액 6,230억 원(YoY +52.2%)을 전망한다. 이는 1)동사의 우수한 콤프 제공에 따른 중국일본 하이roller 확대와 2)견고한 MASS에 기인한다. '26E 하이roller 영업수익은 2,930억 원(YoY +62.2%), MASS 총 영업수익은 3,299억 원(YoY +44.3%)으로 견고한 성장세를 이룰 전망이다.

1-(1) 큰 손 1명이 불러올 나비효과를 기대하며

동사는 제주도 인바운드 증가세에 힘입어 적극적인 콤프 전략을 통해 '26년 하이roller 총 드랍액 1조 6,476억 원(YoY +74.5%)을 달성할 전망이다. 제주도 인바운드 관광객은 3Q24 59만 명에서 3Q25 72만 명(YoY +22%)으로 확대되고 있다. 제주도 카지노 방문객 수 확대는 확실하고, 동사는 공격적인 콤프 전략을 통해 중국일본 하이roller 고객 유치 및 락인 효과를 달성할 것으로 전망한다.

콤프는 준비됐고, 하이roller는 오기만 해

동사는 복합리조트 인프라와 모객 채널 확장을 기반으로 공격적인 콤프 전략을 활용하여, 하이roller의 트래픽 증가 효과를 본격화할 전망이다. 동사의 하이roller 총 방문객 수는 약 3.9만 명으로 MASS의 약 5%에 불과하나, 카지노 영업수익의 48%를 차지하고 있다. 이는 차별화된 콤프 전략을 통한 하이roller 모객이 카지노 사업 수익성 극대화의 핵심 요인임을 방증한다.

동사의 단일 복합 리조트 내 1,600실 규모의 All-Suite 호텔과 F&B 시설은 하이roller 고객들이 동사를 선택할 수밖에 없는 차별점으로 작용한다. 복합 리조트의 내재화된 인프라는 하이roller의 체류 편의성을 극대화하며, 하이roller 수요를 동사에 안정적으로 유입·정착시키는 구조적 강점으로 작용한다. 동사는 호텔 내 카지노 영업에 활용하는 객실 비중을 '25년 49%에서 향후 70% 수준까지 높이며 적극적으로 하이roller 모객을 이어나갈 것으로 전망된다.

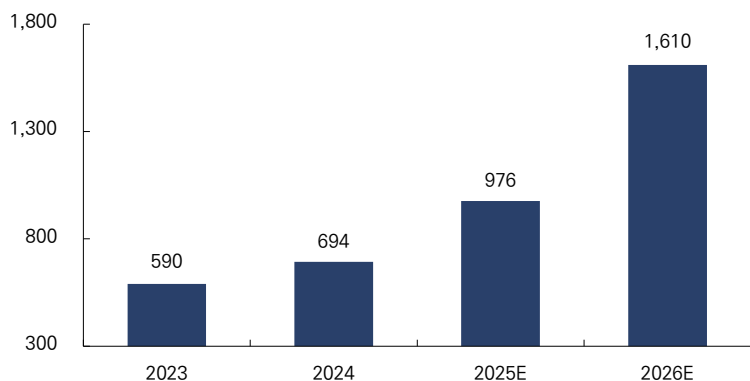
동사는 항공·크루즈 기반의 모객 채널을 지속적으로 확장하며, 하이roller 유입 전략을 한층 공고히 할 전망이다. 동사는 '22년 리오프닝 시기 업계 최초로 단독 전세기를 운항한 바 있으며, '24년 유치한 31척의 제주 입항 크루즈는 당시 월간 객실 판매량의 83% 고성장으로 이어지며 그 효과를 입증하였다. 동사의 하늘과 바다를 아우르는 모객 인프라는 하이roller 유입의 지속성을 뒷받침하는 구조적 우위로 작용할 전망이다.

콤프: 카지노가 하이roller에게 제공하는 서비스

공격적인 콤프 전략은 곧 하이roller 유치로 이어지는 구조

[자료 3-1] 동사의 카지노 하이roller 총 드랍액

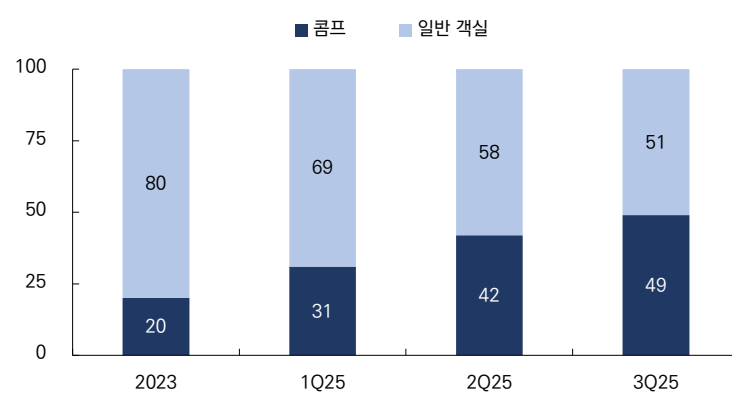
(단위: 십억 원)



출처: RFS Team 6

[자료 3-2] 전체 객실 중 콤프 비중

(단위: %)



출처: RFS Team 6

중국 하이롤러가 견인하는 매출 성장

동사의 중국 하이롤러는 '26년 30,231명으로 약 1.1만 명 증가할 것으로 예상되며, '26년 영업수익 2,739억 원(YoY +64.2%)을 전망한다. 이는 1)중국 하이롤러 라인전략, 2)중국 신규노선 취항에 기인한다.

1)중국 하이롤러 라인전략

중국 하이롤러의 1인당 드랍액은 약 5,100만원으로 동사의 타 하이롤러 대비 약 66% 높은 수준이며, 동사 카지노 영업수익의 약 42%를 기여하는 핵심 고객군이다. 즉, 중국 하이롤러의 충성도 확보는 동사의 외형 성장과 수익성 개선을 좌우하는 주요 지표로 평가되기에, 동사는 맞춤형 서비스와 고도화된 운영 프로세스를 통한 중국 하이롤러 충성도 강화 전략을 이어나갈 전망이다.

동사의 카지노 환경과 상위 수준의 콤포는 중국 하이롤러의 체류 만족도와 재방문율을 동시 개선시키는 핵심 요인으로 작용한다. 동사는 중국 하이롤러에 최적화된 서비스 제공을 위해 약 130여 명 규모의 마카오 B/D를 운영하고 있으며, 테이블-머신 운영 방식 또한 마카오식으로 구축하고 있다. 마카오와 동등한 수준의 카지노 환경과 더불어 제공되는 고품질의 콤포는 곧 중국 하이롤러 유입에 있어 안정적 선순환 구조 형성에 기여할 전망이다.

2)중국 신규노선 취항

제주 입도 중국인 수의 증가는 동사의 중국 방문객 확대와 높은 연동성을 지닌다. 회귀분석 결과, 제주도 입도 중국인 수와 동사의 중국인 방문객 수는 상관관계수 0.87로 높은 상관관계를 보였으며, 유의수준 1%내로 통계적으로 유의했다. 이는 입도객 증가가 동사 중국 하이롤러 유입을 직접적으로 견인하는 구조임을 시사한다. 즉, 제주 접근성 향상에 따른 입도객 증가는 동사 실적에 직접적 영향을 미치는 요소로 판단한다.

중국 노선 확충은 동사 하이롤러 매출의 기여도를 높이며, '26E 실적 개선 폭을 한층 키우는 요인으로 평가된다. 본 리서치팀의 추정치에 따르면 '26E 3개의 중국 노선이 순차적으로 취항할 경우 제주 입도 중국인은 약 19만 명 증가할 것으로 예상되며, 이 중 동사 向 중국 하이롤러는 약 2,000명으로 확대될 전망이다. 동사의 중국 하이롤러는 1인당 드랍액 규모가 높은 고객군인 만큼 신규 노선 확대에 따른 실적 레버리지가 더욱 크게 나타날 것으로 판단된다.

중국 하이롤러 충성도 확보

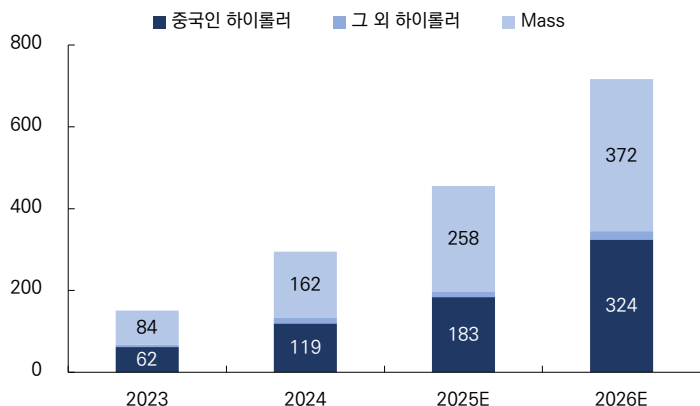
→ 동사의 외형성장 및 수익성 개선

제주 중국인 입도객 ↑

→ 동사의 카지노 중국 하이롤러 ↑

[자료 3-3] 동사의 영업수익 내 중국인 하이롤러 비중

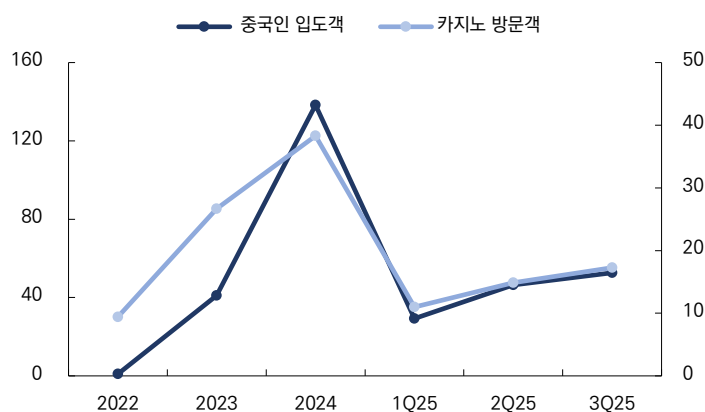
(단위: 십억 원)



출처: 롯데관광개발, RFS Team 6

[자료 3-4] 제주 입도 중국인 수-롯데관광개발 카지노 방문객 수

(단위: 십만 명)



출처: 롯데관광개발, 제주관광공사, RFS Team 6

새로운 수익원은 일본 하이roller

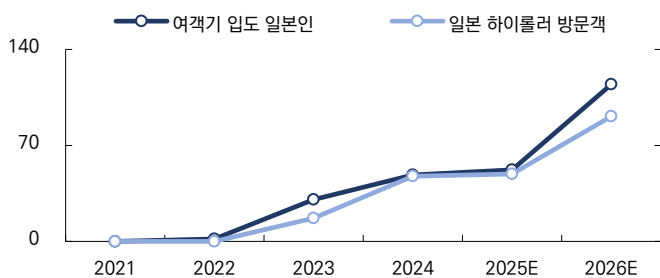
기존 중국 하이roller 중심 체제에서
일본 하이roller 비중 확대에 따른
이익 체력 개선

'26E 일본 하이roller 영업수익 122억 원(YoY +85.8%)을 전망한다. 동사의 핵심 고객 구조는 중국 중심에서 일본 하이roller까지 확장되며, 수요 다각화가 본격화되고 있다. '24년 취항된 제주-도쿄 직항 재개는 일본 입도객 YoY +47% 증가를 견인했으며, 전용 전세기 운영 효과가 더해지며 일본 하이roller 방문객은 YoY +180% 확대되었다. 이에 따라 일본 입도객 증가와 신규 노선 확대는 일본 하이roller 유입을 구조적으로 끌어올리는 동력으로 작용할 전망이다.

'25년 12월 제주-후쿠오카 노선이 신규 취항이 예정된 가운데, 본 리서치팀 추정에 따라 '26E 제주-나고야 노선까지 확대될 경우 '26E 일본인 여객기 입도객 수는 YoY +120% 증가할 것으로 예상된다. 이는 동사의 모객 기반을 강화하며, 일본 하이roller 부문 실적의 가파른 성장세로 이어질 전망이다.

[자료 3-5] 일본 여객기 입도객 수 전망

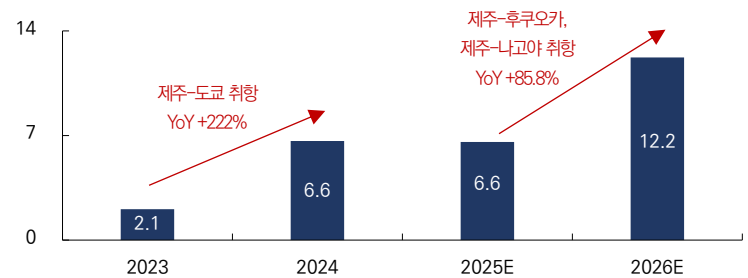
(단위: 천 명)



출처: 한국관광공사, RFS Team 6

[자료 3-6] 일본 하이roller 영업수익

(단위: 천억 원)



출처: RFS Team 6

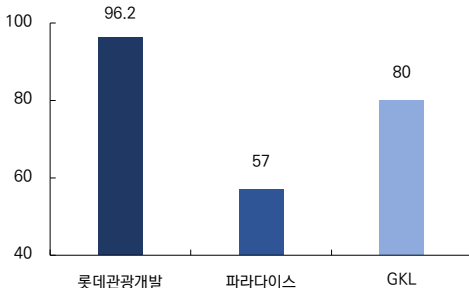
1-(2) 홀드를 지키는 I'm a MASS MASS MASS

MASS 홀드율 > 하이roller 홀드율
→ 동사의 높은 MASS 비중은
실적 변동성을 최소화

동사의 '26E MASS向 영업수익 3,230억 원(YoY +44.3%)을 전망한다. 동사의 견고한 MASS 기반은 국내 카지노 3사 중 가장 높은 홀드율을 유지하며, 실적 변동성 최소화를 통한 하방 지지대로 작용할 전망이다. 하이roller 대비 MASS 고객은 승률 변동성이 낮아 홀드율이 높게 유지되는 구조적 특성을 지니고 있다. 동사의 총 방문객 중 95%인 MASS는 파라다이스와 GKL의 홀드율 11.3%, 11.5% 대비 동사가 높은 홀드율 17.1%를 유지하는 핵심 기반으로 작용하며, 하방 경직적인 수익 구조 형성에 기여한다.

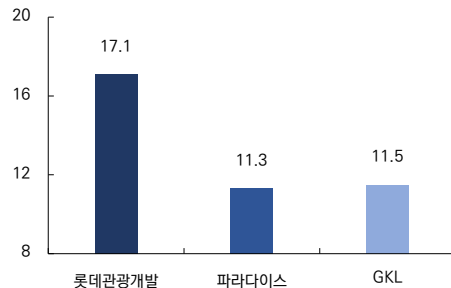
MASS 방문객 확대는 곧 테이블 수요 증가로 직결되며, 동사는 충분한 운영 여력과 유연한 테이블 운용 전략을 통해 이를 성장 모멘텀으로 전환할 전망이다. 동사는 국내 2위권 규모인 167대의 테이블과 206대의 슬롯머신을 갖추고 있으며, 운영 효율 극대화를 위한 추가적인 테이블 증설 및 가동률 조정을 이어나갈 것으로 예상된다. 이는 테이블 가동률 상승에 따른 레버리지 효과로 직결되어, 동사의 매출 성장 확대에 기여할 것으로 전망된다.

[자료 3-7] '24년 카지노 국내 3사 MASS 비중 (단위: %)



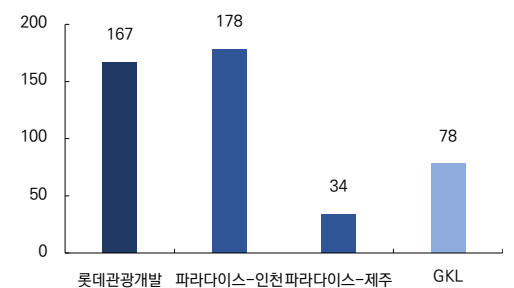
출처: 각사, RFS Team 6

[자료 3-8] '24년 카지노 국내 3사 홀드율 (단위: %)



출처: 각사, RFS Team 6

[자료 3-9] 카지노 국내 3사 테이블 보유 현황 (단위: 개)



출처: 각사, RFS Team 6

Investment Point 2. CAPA 믿고, 콤프도 더블로 가

동사는 1,600실 규모의 그랜드하얏트 제주와 F&B 인프라를 기반으로 '26년 영업이익 2,043억 원(YoY +25.6%)를 달성하며 영업 레버리지를 본격화할 전망이다. 이는 동사의 1)대규모 객실 CAPA를 보유한 내재형 IR 구조와 2)충분한 콤프 확대 여력에 따른 콤프 비중 상승에 기인한다.

2-(1) 대규모 객실 CAPA를 보유한 자체 IR 구조

하이롤러의 견조한 상승세로 콤프 제공 역량의 중요성이 증가한 가운데, 동사는 **대규모 객실 수를 보유한 복합리조트 내재화에 따라 실적 개선을 가속화할 것으로 전망**한다. 이는 1)1,600실 규모의 차별화된 객실 CAPA와 2)객실 CAPA를 자체 보유한 IR 구조에 기인한다.

객실 CAPA 충분합니다

호텔 객실 수는 카지노 기업의 성장을 뒷받침하는 동시에 **향후 성장 여력을 결정짓는 요인으로 작용**한다. 인바운드 성장이 전망되는 가운데, 카지노 산업의 핵심은 호텔 객실을 활용한 하이롤러 모객이다. 객실 CAPA가 부족할 경우 추가적인 카지노 방문객 수용과 콤프 제공이 제한된다는 점에서, 하이롤러 유입을 위한 호텔 객실 CAPA의 중요성은 확대될 것으로 판단한다.

동사는 **1,600실의 압도적인 객실 CAPA를 활용한 콤프 제공을 통해 시장 내 지배력을 확대할 것으로 전망**한다. 동사의 그랜드하얏트 제주의 객실 수는 1,600실로, 인천 파라다이스 시티 대비 2배 수준의 객실 CAPA를 보유하고 있다. 이에 따라 파라다이스 시티는 769실의 제한된 객실 수로 콤프 전략 확대에 한계가 있는 반면, 동사는 대규모 객실 CAPA 기반으로 콤프 비중 확대 여력을 보유하고 있다.

자체 IR 단일 구조에 따른 고정비 부담 완화

동사는 **1,600실 규모의 그랜드하얏트 제주 호텔과 F&B 인프라를 자체 보유하고 있으며, 이에 따라 영업 레버리지를 극대화할 수 있는 기반을 확보하고 있다.** 이러한 자산 내재형 IR 구조는 **외부 임차료 및 위탁 수수료가 발생하지 않아 고정비 부담을 최소화**한다.

호텔 및 부대시설 임차를 통해 콤프를 제공하는 타 카지노 기업의 경우, **고객 유입이 없어도 외부 임차료를 지출해야 하는 높은 고정비 부담이 존재**한다. 실제로 외형 성장이 본격화된 3Q25에 동사의 영업이익률은 28.4%(YoY +12.5%)를 달성한 반면, 파라다이스와 GKL은 각 13.7%, 15.8%를 기록했다. 동사는 향후 콤프 비중 확대 구간에서도 낮은 외부 유출 비용을 통해 영업 레버리지 효과를 가속화할 것으로 전망한다.

IR(Integrated Resort): 복합 리조트

그랜드 하얏트 제주 객실 1600실
VS
워커힐 객실 426실
P-city 객실 769실

호텔 · F&B 인프라 내재화로
외부 임차료 및 위탁 수수료 부담 최소화

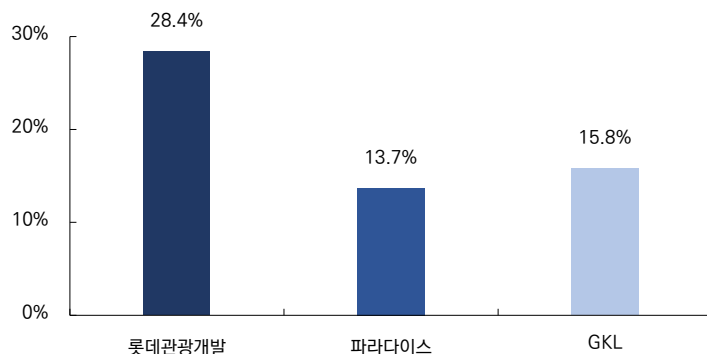
[자료 3-10] 국내 카지노 3사 호텔 및 부대시설 운용 현황

	롯데관광개발	파라다이스				GKL		
소재지	제주	서울	인천	부산	제주	서울	서울	부산
호텔명	그랜드 하얏트 제주	워커힐	파라다이스 시티	파라다이스	메종 글래드	인터 컨티넨탈	드래곤 시티	롯데
소유권	직접 소유	임차	JV	직접 소유	임차	임차	임차	임차
객실수	1,600	426	769	532	513	656	700	729
F&B 수	14	11	8	3	3	5	5	6

출처: 각사, RFS Team 6

[자료 3-11] 3Q25 국내 와인 카지노 3사 OPM 비교

(단위: %)



출처: DART, RFS Team 6

2-(2) 콤프 비중 확대에 따른 실적 레버리지 본격화

충분한 콤프 비중 확대 여력

하이roller 수요의 견조한 상승에 힘입어 동사의 콤프 비중은 4Q26까지 70%로 확대될 전망이다. 이는 1)OCC 증가에 따른 콤프 비중 확대 흐름과 2)대규모 객실 CAPA 기반의 콤프 비중 확대 여력에 기인한다.

동사는 90.2% 수준의 최대 OCC를 달성한 가운데, 하이roller 모객을 위해 콤프 확대 전략을 선택하고 있는 것으로 판단된다. 콤프 비중 확대 흐름은 객실 판매에 따른 ADR보다 콤프 제고를 통해 하이roller가 카지노에 기여할 매출이 크다는 점을 의미한다. 동사는 하이roller의 견고한 성장세에 힘입어, 드랍액 증가를 위해 콤프 비중을 지속적으로 확대할 것으로 전망된다.

동사의 충분한 콤프 비중 확대 여력을 고려할 때, 콤프 비중 확대 흐름은 지속되어 4Q26 70%까지 확대될 것으로 전망한다. 동사는 1,600실의 객실 CAPA를 통해 외부 임차료 없이 콤프 확대가 가능하며, 3Q25 기준 콤프 비중은 49%로, 콤프로 제공 가능한 객실 여력이 충분한 상황이다. 이에 따라 콤프 비중이 70%까지 확대될 경우 일평균 336실 규모의 추가 하이roller를 수용할 수 있을 것으로 전망된다.

콤프 비중 상승에 따른 실적 레버리지

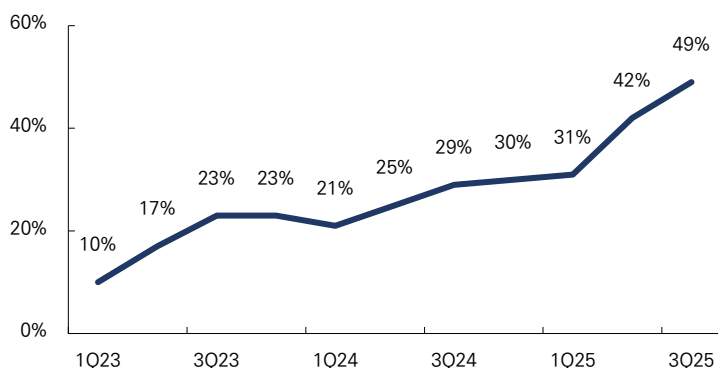
동사는 콤프 비중 상승에 따라 '26년 영업이익의 2,043억 원(YoY +25.6%)을 기록하며 실적 레버리지 효과가 극대화될 것으로 전망한다. 이는 콤프 비중 상승이 카지노 드랍액과 매출액 상승으로 이어지는 반면, IR 내재화에 따른 낮은 콤프 비용으로 고정비가 완화된 매출의 대부분이 이익으로 전환되는 구조에 기인한다.

동사는 지속적인 콤프 비중 확대에 따라 실적 레버리지를 가시화하고 있다. 동사의 콤프 비중은 1Q25 31%에서 3Q25 49%로 증가, 카지노 순 매출액은 동기간 356억 원에서 488억 원으로 동반 성장하며 실적 레버리지를 실현했다. 향후 콤프 비중이 70% 수준까지 증가할 것으로 전망되며, 이에 따라 동사는 이익 레버리지가 본격화되는 구간의 초입에 있다고 판단한다.

'26년 동사는 IR 내재화에 기반한 고정비 구조 및 콤프 비중 상승으로 본격적인 영업이익 상승 사이클에 진입할 것으로 전망한다. 4Q26 콤프 비중은 70%로 확대될 것으로 전망됨에 따라, '26년 카지노 영업수익은 6,230억 원(YoY +52.2%), 호텔 영업수익 846억 원(YoY -3.9%), 총 영업이익은 2,043억 원(YoY +25.6%)을 달성할 것으로 판단한다.

[자료 3-12] 제주드림타워 분기별 콤프 비중

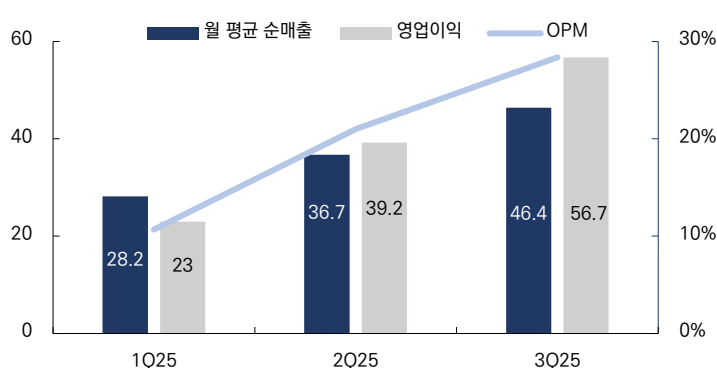
(단위: %)



출처: 롯데관광개발, RFS Team 6

[자료 3-13] 롯데관광개발 레버리지 효과 추이

(단위: 십억 원 %)



출처: 롯데관광개발, RFS Team 6

IV. Check Point

동사의 여행 사업 부문은 '26E 매출액 857억 원(YoY+6.4%)을 달성하며 견고한 흐름을 유지할 전망이다. 이는 ①국내 1위 전세선 운영 노하우를 통한 크루즈 사업의 구조적 성장과 ②7년 만의 한·중·일 항로 재개에 따른 상품 포트폴리오 완성에 기인한다. '26E 매출액 857억 원이 탑승률 80%를 가정한 보수적 추정치임을 감안할 때, 향후 실제 모객률에 따른 추가적인 실적 업사이드 또한 유효하다.

크루즈는 밑장으로

우리 원래 여행 기업이고, 사실 우리 크루즈도 잘해

'26년 7년 만의 한·중·일 크루즈 항로가 재개됨에 따라, 그간 정체되었던 여행 사업부의 매출 성장세가 회복될 전망이다. 동사는 지난 16년간 Costa 등 대형 선사와 전세선 계약을 체결해 온 국내 1위 크루즈 운송사다. 전세선 비즈니스는 여행사가 선박을 통째로 빌려 운항하는 방식으로, 항공권 판매 대행과 달리 독자적인 노선 구성과 가격 결정권을 가진다는 점에서 수익성이 높다.

동사는 '23년 전세선 사업 재개 이후, 운항 횟수를 '23년 2항차에서 '24년 4항차로 확대하며 가파른 외형 성장을 시현해 왔다. 전세선 특성상 1항차당 약 70억 원 내외의 대규모 매출이 일시에 인식되는 점을 감안할 때, 이러한 운항 횟수의 증가는 곧 실적 레벨업의 핵심 동력이다. 특히 '26년에는 2분기에만 3항차 운항이 집중되어 있어 가파른 매출 인식이 기대되며, 투입되는 선박인 '코스타 세레나호' 또한 올해 11월 대규모 리모델링을 완료해 하드웨어 경쟁력까지 확보한 상태다.

일반 여행: 견조한 아웃바운드 수요와 이익 가시성

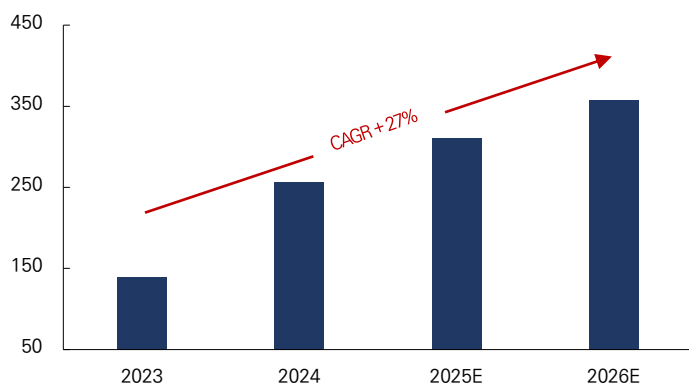
크루즈를 제외한 일반 패키지 및 항공권 부문은 국내 아웃바운드 시장의 흐름에 발맞춰 연간 510억 원 내외의 견고한 매출을 유지할 전망이다. 엔데믹 직후의 폭발적인 성장세는 안정화 단계에 접어들었으나, 해외여행 수요의 절대적인 레벨은 여전히 높다. 동사는 저가 물량 공세보다는 프리미엄 패키지 위주의 판매 전략을 고수하며 경기 변동에 대한 민감도를 낮추고 있다. 결과적으로 일반 여행 부문은 크루즈 사업의 계절적 변동성을 완충하고, 안정적인 현금 흐름을 창출하는 버팀목 역할을 지속할 전망이다.

한중일 크루즈 재개로
여행 사업부 매출 성장세 회복

저가 물량 공세보다는
프리미엄 패키지 위주 전략 추진

[자료 4-1] 전세선 크루즈향 매출액 추이

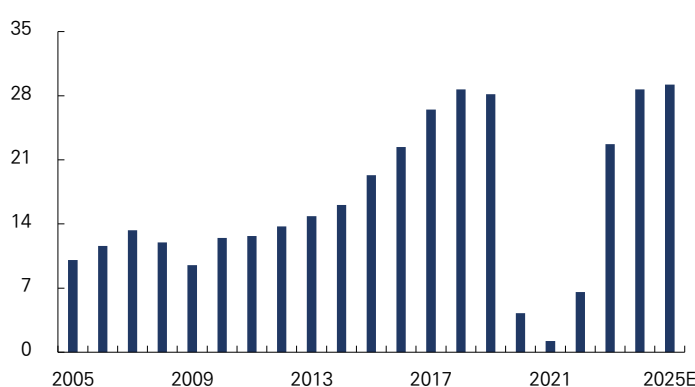
(단위: 억 원)



출처: RFS Team 6

[자료 4-2] 연도별 내국인 출국자 수 추이

(단위: 백만 명)



출처: 관광지식정보시스템, RFS Team 6

V. Risk

Q. 전환사채 오버행 리스크는 없는가?

A. 당사는 대규모 전환사채 상환과 만기 조정을 통해, 장기간 주가 디스카운트 요인이었던 오버행 리스크의 구조적 해소 구간에 진입했다. '25년 9월 당사는 해외투자자 대상 6회차 전환사채 물량을 전액 일시 상환하였다. 이에 따라 연간 150억 원 수준의 이자비용이 절감되었으며, 이는 유동성 완화에 따른 체질 개선에 기여하였다. 또한 10월 국내 투자자 대상 8회차의 만기를 '26년 11월로 연장하며 단기 상환 부담도 해소된 상태이다.

제주 드림타워 개발 과정에서 '13년 이후 발행된 총 3,366억 원 규모의 전환사채 중, 78%가 상환 또는 주식 전환 완료된 상태이다. 잔존 물량은 만기가 연장된 8회차 700억 원과 '27년 8월 만기의 10회차 55억 원이 전부이며, 10회차까지 상환이 마무리될 경우 드림타워 관련 오버행 리스크는 사실상 모두 소멸할 것으로 전망한다.

Q. 향후 오버행 우려는 없는가?

A. 향후 추가 희석 가능성도 낮을 것으로 예상되며 이에 따라 오버행 부담을 벗어나 실적 모멘텀이 주가에 온전히 반영될 수 있는 구간에 진입한 것으로 판단한다. 당사는 '25년 한 해에만 약 1,200억 원 규모의 전환사채를 모두 현금 상환하며 핵심 디스카운트 요인의 상당 부분을 제거했다. 잔존 8·10회차 물량 약 750억 원은 현 주가의 괴리를 감안하면, 희석이 아닌 동사의 상환으로 해소될 전망이다.

[자료 5-1] 롯데관광개발 주요 잔여 CB현황

(단위: %, 백만원, 원, 주)

구분	제 8-1 회 무기명식 무보증무담보 사모전환사채	제 10-1 회 무기명식 사모전환사채	제 10-2 회 무기명식 사모전환사채
발행일	2021-11-29	2023-08-29	2023-09-13
만기일	2025-11-29	2027-08-29	2027-08-29
이자율	0%	8%	8%
명목금액	70,000,000	8,599,984	2,000,000
상환할증금(가산)	12,551,000	0	0
전환권조정(차감)	-1,695,132	-80,970	-19,486
사채할인발행차금(차감)	-1,298	-16,440	-4,041
전환사채	80,854,570	8,502,574	1,976,473
전환가액	12,762	11,292	11,292
전환청구기일	2026-11-24(변경)	2027.08.23	2027-08-23
잔여 전환가능 주식 수	5,485,033	216,968	123,984

출처: 롯데관광개발, RFS Team 6

VI. Valuation

Peer EV/EBITDA

Target EV/EBITDA 10.9배, 목표주가 30,300원, 상승여력 57.2%, 투자 의견 BUY를 제시한다.

▶ Why EV/EBITDA?

동사의 가치평가 방식으로 Peer EV/EBITDA 기법을 채택하였다. 동사는 제주드림타워를 기반으로 하는 카지노 및 호텔 사업을 영위하고 있어, 감가상각비·이자비용 등 고정비 비중이 매우 높은 구조를 지닌다. 영업가치 또한 궁극적으로 드림타워 내 카지노 및 호텔에서 창출되고 있으며, 이 과정에서 발생한 대규모 부채 레버리지는 단순한 재무 부담이 아닌 성장을 위한 투자의 결과이다. 제주드림타워에 기반한 영업 레버리지의 본격화와 카지노 산업의 성장세가 전망되는 현 시점에서, 감가상각비에 따른 순이익 왜곡을 최소화하는 EV/EBITDA 방식이 가장 합리적인 가치평가 방식이라고 판단한다.

▶ 실적이 견인할 리레이팅 구간

Target EV/EBITDA로 '23~'24년 마카오 카지노 3사(SANDS CHINA, GALAXY, WYNN)의 평균 EV/EBITDA에 15% 디스카운트를 적용한 10.9배를 제시한다. 멀티플 선정 논리의 근거는 다음과 같다.

①Why Macau?: 전술하였듯 국내 Peer인 GKL·파라다이스의 경우, 호텔 자산을 직접 보유하지 않고 임차에 기반한 구조를 갖고 있어, 영업 레버리지가 본격화될 동사와의 직접 비교에 한계가 있다. 마카오 3사는 카지노·호텔·관광을 결합한 복합 리조트 모델을 영위하며, 동사와 가장 유사한 사업 구조를 보인다. 다만, 사업 규모 상에서의 차이가 있으므로 디스카운트 15%를 적용하였다.

②Why '23~'24년?: 해당 시기는 마카오 3사가 팬데믹 이후의 회복 구간을 지나고, 인바운드 회복 및 카지노 규제 완화에 따른 하이롤러·MASS의 동반 성장 구간에 진입했던 시기이다. '26년 동사가 직면할 본격적인 하이롤러 비중 확대·MASS의 견조한 수요, 이에 기반한 영업 레버리지 실현이 전망된다는 점에서 유사하다고 판단했다.

[자료 6-1] Peer EV/EBITDA Valuation

롯데관광개발 Peer EV/EBITDA Valuation		
26E EBITDA	313,432 (백만 원)	(A)
Target EV/EBITDA	10.9 (배)	(B)
EV	3,431,740 (백만 원)	(A)*(B)
순차입금	858,635 (백만 원)	(C) 3Q25 기준
주주가치	2,573,105 (백만 원)	(A)*(B)-(C)
발행주식수	84,915,469 (주)	
목표주가	30,302 (원)	
적정주가	30,300 (원)	
현재주가	19,270 (원)	25.11.30 기준 종가
상승여력	57.2% (%)	

출처: RFS Team 6

주) 전환사채 희석수량 전망 반영

VII. Estimation Logic

매출추정

동사의 영업수익은 ①카지노 ②호텔 ③여행 ④기타로 구분하여 공시되며, 전체 매출액의 약 80%를 차지하는 카지노 및 호텔 사업부를 중심으로 매출 추정을 진행하였다. 최종 매출추정 Table은 다음과 같다.

[자료 7-1] 총 매출추정 Table

(단위: 백만 원)

매출추정 종합				
(단위: 백만 원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출	313,548	471,468	619,785	845,222
YoY(%)		50.37%	31.46%	36.37%
카지노	152,419	294,631	438,281	664,853
YoY(%)		93.30%	48.76%	51.70%
of Revenue(%)	48.6%	62.5%	70.7%	78.7%
호텔	92,563	85,924	88,056	84,386
YoY(%)		-7.17%	2.48%	-4.17%
of Revenue(%)	29.5%	18.2%	14.2%	10.0%
여행	61,198	84,091	87,527	89,695
YoY(%)		37.41%	4.09%	2.48%
of Revenue(%)	19.5%	17.8%	14.1%	10.6%
기타	7,368	6,822	5,921	6,288
YoY(%)		-7.41%	-13.20%	6.19%
of Revenue(%)	2.3%	1.4%	1.0%	0.7%

출처: RFS Team 6

①카지노 사업부

카지노 사업부 매출추정은 크게 1)하이롤러向과 2)MASS向으로 구분하였고, 하이롤러 고객의 경우 중국인 하이롤러, 일본인 하이롤러, 기타 하이롤러로 나누어 추정을 진행하였다. 최종 카지노 사업부 매출추정 Table과 최종 카지노 총 방문객 추정 Table은 다음과 같다.

[자료 7-2] 카지노 매출추정 Table

(단위: 백만 원)

카지노 매출추정 종합				
(단위: 백만 원)	2023A	2024A	2025E	2026E
카지노 영업수익	152,419	294,631	409,324	623,066
YoY(%)		93.3%	38.9%	52.2%
하이롤러向 영업수익	68,589	132,584	180,658	293,093
YoY(%)		93.3%	36.3%	62.2%
of 카지노 Revenue(%)	45%	45%	44%	47%
MASS 向 영업수익	83,830	162,047	228,666	329,974
YoY(%)		93.3%	41.1%	44.3%
of 카지노 Revenue(%)	55%	55%	56%	53%

출처: RFS Team 6

[자료 7-3] 카지노 총 방문객 추정 Table

(단위: 명)

연도별 하이롤러/MASS Table				
(단위: 명)	2023A	2024A	2025E	2026E
카지노 총 방문객	266,869	383,073	552,882	801,169
YoY(%)		43.5%	44.3%	44.9%
하이롤러向	11,460	14,508	21,028	33,684
of 카지노 총 방문객(%)	4.3%	3.8%	3.8%	4.2%
MASS 向	255,409	368,565	531,853	767,485
of 카지노 총 방문객(%)	95.7%	96.2%	96.2%	95.8%

출처: RFS Team 6

1) 하이roller向 영업수익 추정: 하이roller의 유의미한 증가세가 예상되는 중국인과 일본인을 중점적으로 추정하였다. 동사는 하이roller向 드랍액을 국가별로 나누어 공시하지 않고 있어, 컨퍼런스 콜 자료를 참고하여 중국인, 일본인, 기타로 영업수익을 분배하였으며, P*Q 논리를 적용하여 추정하였다.

▶P 추정: (1)국가별 1인당 하이roller 드랍액 * (2)홀드율

(1)하이roller의 베팅 규모는 특정 카지노의 서비스에 좌우되기보다는 플레이어의 자금력 및 성향에 의해 결정되는 경향이 강하다. 동일 하이roller 고객은 어느 카지노를 방문하더라도 유사한 수준의 드랍액을 집행한다는 점에 기인하여, 국내 카지노 산업 Peer인 GKL과 파라다이스의 국가별 1인당 드랍액 평균치를 Proxy로 활용하였다.

(2)홀드율의 경우 '23~'25년은 공시된 수치를 적용하였고, '26년은 '25년 수치를 flat하게 반영하였다. 홀드율은 게임의 승률로, 합리적 추정이 불가능하며 사측에서의 인위적인 통제도 불가능하다. 또한, 동사는 약 90% 이상의 높은 MASS 비중을 보유한다는 점을 고려하였을 때, '26년 flat 가정은 합리적인 추정이라고 판단한다.

[자료 7-4] 국가별 1인당 하이roller 드랍액 추정치

(단위: 백만 원)

드랍액 추정치			
(단위: 백만 원)	2023A	2024A	3Q25
중국 1인당 하이roller 드랍액	57.0	54.2	50.9
일본 1인당 하이roller 드랍액	52.4	35.8	35.1
기타 1인당 하이roller 드랍액	28.7	26.3	26.2

출처: RFS Team 6

[자료 7-5] 카지노 홀드율

(단위: %)

홀드율 Raw data			
(단위: 백만 원)	2023A	2024A	3Q25
홀드율	10.8%	18.2%	17.8%

출처: RFS Team 6

▶Q 추정: (1)국가별 제주도 입도객 * (2)국가별 카지노 방문율 * (3)방문객 중 하이roller 비중

(1)국가별 제주도 입도객은 여객기 입도객과 비여객기 입도객으로 나누어 추정하였다. 합리적인 추정이 가능한 여객기 입도객을 핵심 추정 지표로 활용하였으며, 비여객기 입도객은 근거 자료가 제한적이므로 전년 대비 증감세를 반영하여 보수적으로 산정하였다.

[자료 7-6] 제주 입도객 추정 종합

(단위: 명)

제주 입도객 추정 종합 Table										
(단위: 명)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E
제주 입도객 총합	76,762	86,444	1,059,218	1,997,451	379,159	636,838	722,889	828,831	2,567,717	3,517,692
YoY(%) or QoQ(%)		12.6%	1125.3%	88.6%		68.0%	13.5%	14.7%	28.5%	37.0%
여객기 입도객	370	47,419	605,100	1,227,127	280,642	400,432	480,227	579,370	1,740,671	2,588,736
비여객기 입도객	76,392	39,025	454,118	770,324	98,517	236,406	242,662	249,461	827,046	928,956
중국인	6,399	9,891	410,535	1,383,013	293,457	463,929	526,522	600,793	1,884,701	2,804,177
of 입도객(%)	8.3%	11.4%	38.8%	69.2%	77.4%	72.8%	72.8%	72.5%	73.4%	79.7%
여객기 입도객	31	5,426	234,527	849,649	217,208	291,710	349,777	419,403	1,278,098	2,114,279
비여객기 입도객	6,368	4,465	176,008	533,364	76,249	172,219	176,745	181,390	606,602	689,898
일본인	970	3,213	53,482	78,734	6,290	24,306	22,507	23,528	76,631	134,418
of 입도객(%)	1.3%	3.7%	5.0%	3.9%	1.7%	3.8%	3.1%	2.8%	6.0%	6.4%
여객기 입도객	5	1,762	30,553	48,370	4,656	15,283	14,952	17,202	52,092	114,587
비여객기 입도객	965	1,451	22,929	30,364	1,634	9,023	7,555	6,326	24,539	19,831
기타	69,393	73,340	595,201	535,704	79,412	148,603	173,860	204,510	606,385	579,097
of 입도객(%)	90.4%	84.8%	56.2%	26.8%	20.9%	23.3%	24.1%	869.2%	791.3%	430.8%
여객기 입도객	334	40,231	340,021	329,108	58,778	93,439	115,498	142,765	410,480	359,870
비여객기 입도객	69,059	33,109	255,180	206,596	20,634	55,164	58,362	61,745	195,905	219,227

출처: RFS Team 6

여객기 입도객 추정은 기존 노선 기반 입도객 증가세에, '26년 신규 취항될 제주向 노선에 따른 입도객 증가분을 가산하는 방식으로 산출하였다. 신규 노선은 제주관광공사가 공시한 중국(18개)·일본(3개) 취항 후보 노선 중, 인천공항 운항 여부와 직항 편수를 기준으로 현실적으로 취항 가능성이 높은 노선만을 선별해 중국에 3개, 일본에 2개가 신규 취항되는 것으로 산정하였다.

최근 1년 간 총 여객기 입도객 수에서 총 운항편수를 나누어 운항편수 1회 당 입도객 수를, '25년 9월 기준 제주도 노선 수인 23개를 나누어 노선 1개 당 운항편수를 산출하였다. 두 값에 신규 취항될 노선 수를 고려하여, '26년 예상 제주 일본인 입도객과 중국인 입도객 수를 추정하였다.

[자료 7-7] 카지노 하이roller向 영업수익 추정

(단위: 백만 원)

하이roller向 영업수익 Table				
(단위: 백만 원)	2023A	2024A	2025E	2026E
하이roller向 영업수익	68,589	132,584	180,658	293,093
YoY(%)		93.3%	36.3%	62.2%
중국인 하이roller向 영업수익	61,730	119,326	166,783	273,904
YoY(%)		93.3%	39.8%	64.2%
중국인 하이roller Q	9,995	12,106	18,408	30,231
중국인 제주도 입도객	410,535	1,383,013	1,884,701	2,804,177
중국인 카지노 방문율	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%
고객 중 하이roller 비중	12.0%	4.3%	4.8%	5.3%
중국인 하이roller P	6.18	9.86	9.06	9.06
중국인 하이roller 1인당 드랍액	57.0	54.2	50.9	50.9
홀드율	10.8%	18.2%	17.8%	17.8%
일본인 하이roller向 영업수익	2,058	6,629	6,576	12,218
YoY(%)		222.2%	-0.8%	85.8%
일본인 하이roller Q	362	1,017	1,052	1,955
일본인 제주도 입도객	53,482	78,734	76,631	134,418
일본인 카지노 방문율	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%
고객 중 하이roller 비중	4%	8%	8.4%	8.9%
일본인 하이roller P	5.68	6.52	6.25	6.25
일본인 하이roller 1인당 드랍액	52.4	35.8	35.1	35.1
홀드율	10.8%	18.2%	17.8%	17.8%
기타 외국인 하이roller向 영업수익	3,429	6,629	7,298	6,970
기타 하이roller Q	1,103	1,385	1,568	1,497
기타 외국인 제주도 입도객	595,201	535,704	606,385	579,097
기타 카지노 방문율	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%
고객 중 하이roller 비중	1.1%	1.6%	1.6%	1.6%
기타 하이roller P	3.1	4.8	4.7	4.7
기타 하이roller 1인당 드랍액	28.7	26.3	26.2	26.2
홀드율	10.8%	18.2%	17.8%	17.8%

출처: RFS Team 6

(2)국가별 카지노 방문율은 중국·일본·기타로 구분하여 추정하였다. 중국인은 동사 매출의 약 90% 이상을 차지하는 핵심 매출원으로, 총 제주 중국인 입도객과 동사의 카지노 총 방문객 간의 높은 상관성이 관찰되었다. 이에, 1Q23~3Q25 동사의 카지노 총 방문객과 제주 중국인 입도객 간 회귀분석을 통해, 중국인이 동사의 카지노를 방문할 확률을 약 20.3%로 산출하였다.

일본인·기타의 경우, 동사의 매출 기여도가 최근 확대되고 있어 추정을 진행할 과거 지표가 부재하므로, 동사의 총 카지노 방문객과 총 제주 입도객 간 회귀분석을 통해 도출한 약 16.3%를 공통적으로 반영하였다.

(3)'23~'24년 고객 중 하이roller 비중은 드랍액*홀드율로 산출한 P 추정치에서 역산하여 도출하였으며, '25~'26년의 경우 해당 값에서 연 0.5%p씩 증가하도록 적용하였다. 팬데믹 사태 이후 회복 기간을 거치고 안정적인 성장세를 보였던 '24년 시기, 파라다이스의 중국인 하이roller 비중이 약 0.5%p 증가하였다는 점을 감안하였을 때, 더욱 가파른 성장세가 기대되는 동사에 적용하기에 무리가 없다고 판단한다.

2) MASS向 영업수익 추정: MASS向 영업수익 또한 하이roller와 동일한 P*Q 논리를 적용하였다.

▶Q 추정: '23~'24년 MASS Q는 동사의 총 카지노 방문객 수에서 하이roller 방문객 수 추정치를 역산하여 산출하였다. '25~'26년의 경우, 카지노 산업 성장과 동사의 안정적인 MASS 기반 수익 체제가 맞물린 성장세가 전망됨에 따라, 직전 년도 성장률을 적용하여 추정하였다.

▶P 추정: (1)MASS 1인당 드랍액 * 홀드율

(1)'23~'24년 MASS 1인당 드랍액은 MASS向 영업수익에서 Q를 역산하여 총 MASS P를 역산하였고, 여기에 홀드율을 나누어 1인당 드랍액을 추정하였다. 해당 과정을 거쳐 도출한 '23~'24년의 드랍액이 유사한 규모를 보인다는 점을 감안하였을 때, 합리적인 추정이라 판단하였다. '25~'26년 드랍액의 경우 '24년 수치를 flat 적용하였고, 해당 값에 홀드율을 곱하여 최종 P를 추정하였다.

[자료 7-8] MASS向 영업수익 추정

(단위: 백만 원)

MASS 向 영업수익 Table				
(단위: 백만 원)	2023A	2024A	2025E	2026E
MASS 向 영업수익	83,830	162,047	228,666	329,974
YoY(%)		93.3%	41.1%	44.3%
MASS Q	255,409	368,565	531,853	767,485
MASS P	0.33	0.44	0.43	0.43
MASS 1 인당 드랍액	3.0	2.4	2.4	2.4
홀드율	10.8%	18.2%	17.8%	17.8%

출처: RFS Team 6

②호텔 사업부

호텔 사업부는 객실 판매와 F&B 및 기타 판매를 통해 수익이 발생하며, 내부 연결 거래에 따른 내부 매출이 제외된다. 이에 1)객실 판매 영업수익과 2)F&B 및 기타 판매 영업수익을 합산한 후, 3)내부 연결 거래에 따른 내부 매출을 차감하는 방식으로 추정을 진행하였다. 최종 호텔 사업부 영업수익 Table은 다음과 같다.

[자료 7-9] 호텔 사업부 영업수익 추정 Table

(단위: 백만 원)

호텔 사업부 영업수익 Table																
(단위: 백만 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
호텔	17,819	23,726	28,362	22,656	16,921	23,403	26,223	19,377	14,261	22,228	23,809	27,758	18,278	20,551	18,754	27,049
YoY(%) or QoQ(%)		33.2%	19.5%	-20.1%	-25.3%	38.3%	12.0%	-26.1%	-26.4%	55.9%	7.1%	16.6%	-34.2%	12.4%	-8.7%	44.2%
전체 객실	14,026	21,199	26,634	22,603	18,281	28,405	35,092	28,437	23,081	29,506	33,680	28,172	28,034	34,418	38,155	39,383
F&B 및 기타	8,200	9,900	10,800	10,400	7,800	9,000	9,800	9,600	8,300	11,200	12,000	10,453	10,401	12,770	12,911	12,911
내부거래(쿠폰)	4,407	7,373	9,072	10,347	9,160	14,002	18,669	18,660	17,120	18,478	21,871	10,867	20,157	26,637	32,312	25,244

출처: RFS Team 6

1)호텔 객실 매출: (1)ADR*(2)OCC*판매 가능 객실 수*분기별 일 수

(1)ADR의 경우 수요가 포화된 이후 상승하는 흐름과 콤프 비중 확대에 따라 하락하는 흐름이 동시에 나타난다는 점을 고려하여, OCC가 점진적으로 상승하는 4Q25~2Q26의 ADR은 3Q25의 값을 Flat하게 적용하였다. 이후, OCC가 높은 수준에서 유지되는 3Q26 이후는 단가 상승 흐름을 반영하기 위하여, 비슷한 OCC를 기록했던 3Q25 시기의 증가율을 반영하였다.

(2)OCC와 카지노 총 방문객 수 간 선형회귀분석을 통해 도출한 $OCC = 0.40197 + 0.000002845 \times \text{총 카지노 방문객 수}$ 의 회귀식에 기반하여, OCC를 추정하였다. OCC는 높은 수준에 도달한 후 ADR로 수요를 조절하는 경향을 반영하여 2Q26 이후 Flat한 값을 유지하도록 추정하였다.

[자료 7-10] 호텔 사업부 내 객실 영업수익 추정

(단위: 백만 원)

객실 영업수익 Table																
(단위: 백만 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
객실 영업수익	14,026	21,199	26,634	22,603	18,281	28,405	35,092	28,437	23,081	29,506	33,680	28,172	28,034	34,418	38,155	39,383
ADR	0.258	0.251	0.246	0.247	0.257	0.294	0.317	0.301	0.290	0.231	0.254	0.254	0.254	0.254	0.278	0.287
QoQ(%)		-2.6%	-2.0%	0.4%	3.9%	14.7%	7.8%	-5.0%	-3.9%	-20.1%	9.7%	0.0%	0.0%	0.0%	9.7%	3.2%
OCC	48.2%	64.8%	77.8%	64.0%	50.3%	68.2%	77.3%	66.0%	55.3%	87.6%	90.2%	75.4%	76.7%	93.2%	93.2%	93.2%
판매 가능 객실 수	1,256	1,433	1,512	1,555	1,555	1,555	1,555	1,555	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
일 수	90	91	92	92	91	91	92	92	90	91	92	92	90	91	92	92

출처: RFS Team 6

2) F&B 및 기타 판매 매출: OCC*판매 가능 객실 수*일 수*객실 당 F&B 소비액

F&B 및 기타 판매 매출은 호텔 사업부 내 객실 매출과 연동성을 보이지 않아, 총 F&B 및 기타 매출액에 실제 판매된 객실 수를 역산하여 객실 당 F&B액을 추정하였다. 2Q24 이후로 유사한 추이를 유지하므로 합리적인 추정이라 판단하였고, 해당 값이 과거 2개년 분기별 추이가 유사한 흐름을 보임에 따라 3Q average를 적용하여 추정하였다.

3) 내부 매출은 카지노 사업부의 호텔 객실 매입 등의 내부 거래로 발생함에 따라, 하이롤러 방문객 수와 연동하여 추정하였다.

[자료 7-11] 호텔 사업부 내 F&B 영업수익 추정 Table

(단위: 백만 원)

F&B 영업수익 Table																
(단위: 백만 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
F&B 및 기타 영업수익	8,200	9,900	10,800	10,400	7,800	9,000	9,800	9,600	8,300	11,200	12,000	10,453	10,401	12,770	12,911	12,911
OCC	48.2%	64.8%	77.8%	64.0%	50.3%	68.2%	77.3%	66.0%	55.3%	87.6%	90.2%	75.4%	76.7%	93.2%	93.2%	93.2%
판매 가능 객실 수	1,256	1,433	1,512	1,555	1,555	1,555	1,555	1,555	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
일 수	90	91	92	92	91	91	92	92	90	91	92	92	90	91	92	92
객실 당 F&B 소비액	0.15	0.12	0.10	0.11	0.11	0.09	0.09	0.10	0.10	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09

출처: RFS Team 6

③여행 및 기타 사업부

동사의 여행 사업부 매출은 대규모 모객이 동반되는 1)전세선 크루즈向 매출과 상시 모객이 이루어지는 2)기타 여행상품 매출로 구분하여 추정하였다. 전세선 크루즈는 운항 스케줄이 확정된 경우에만 매출이 발생하는 특성을 감안하여 개별 건별에 기반하여 추정하였고, 기타 여행상품 부문은 과거 추이를 반영하여 추정 후 합산하였다. 최종 여행 및 기타 사업부 영업수익 Table은 다음과 같다.

[자료 7-12] 여행 및 기타 사업부 영업수익 Table

(단위: 백만 원)

여행 및 기타 사업부 영업수익 Table																
(단위: 백만 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
여행	11,316	19,630	14,057	16,195	17,920	24,529	26,765	14,877	21,881	24,041	21,707	12,865	12,362	33,942	26,823	12,547
YoY(%) or QoQ(%)		73.5%	-28.4%	15.2%	10.7%	36.9%	9.1%	-44.4%	47.1%	9.9%	-9.7%	-40.7%	-3.9%	174.6%	-21.0%	-53.2%
기타 사업부	1,616	1,909	2,030	1,813	1,378	1,607	1,936	1,901	1,261	1,374	1,806	1,480	1,553	1,613	1,549	1,572
YoY(%) or QoQ(%)		18.1%	6.3%	-10.7%	-24.0%	16.6%	20.5%	-1.8%	-33.7%	9.0%	31.4%	-18.0%	4.9%	3.9%	-4.0%	1.5%

출처: RFS Team 6

1)전세선 크루즈向 매출 추정

전세선 크루즈向 매출은 예약 시점이 아닌 실제 출항 시점에 일괄적으로 인식하는 것으로 가정하였으며, P*Q 논리를 적용하였다.

▶P 추정: 크루즈 상품의 경우 상품 구성, 객실 등급에 따라 가격 스프레드가 확대되는 특성이 있으나, 외부에서 구체적인 등급별 판매 Mix를 파악하기에는 한계가 존재한다. 이에 동사 공식 채널을 통해 파악된 항차별 상품의 최저가와 최고가를 단순 평균하여 적용하였다. 이는 고가 객실 판매 비중을 보수적으로 평탄화한 수치로, 추정의 안정성을 확보하기 위함이다. 통상적인 크루즈 여행객의 부가 소비 성향을 고려하지 않은 단순 티켓 가격의 평균값 적용이라는 점을 감안했을 때, 이는 충분히 보수적인 추정이라 사료된다.

▶ Q 추정: 코스타 세레나호의 총 탑승 정원에서 승무원을 제외한 유효 탑승 정원을 기준으로 산출하였다. 동사가 '24년 5월 운항한 전세선 2개 항차가 전량 만선을 기록하는 등, 실질적인 크루즈 수요는 유효 정원의 100%에 근접한 상황이다. 그러나 실제 값을 확인할 수 없고, 기사별 제공되는 수치가 다르다는 점에서, 보수적인 추정을 위해 엔데믹 이후의 가파른 수요 회복세와 한 중 일 신규 항로 효과를 배제하고 유효 정원의 80% 수준인 2,144명만이 탑승한다고 가정하였다. 실제 운항 항차의 완판 행진이 이어지고 있다는 점을 고려하였을 때, 이는 안전마진을 확보한 합리적인 추정이라 판단한다.

[자료 7-13] 여행 사업부 영업수익 추정

(단위: 백만 원)

여행 사업부 영업수익 추정 Table																
(단위: 백만 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
여행	11,316	19,630	14,057	16,195	17,920	24,529	26,765	14,877	21,881	24,041	21,707	12,865	12,362	33,942	26,823	12,547
YoY(%) or QoQ(%)		73.5%	-28.4%	15.2%	10.7%	36.9%	9.1%	-44.4%	47.1%	9.9%	-9.7%	-40.7%	-3.9%	174.6%	-21.0%	-53.2%
전세선 크루즈向	0	13,893	0	0	0	12,928	12,714	0	8,876	14,065	8,104	0	0	21,740	14,065	0
YoY(%) or QoQ(%)							-1.7%			58.5%	-42.4%	#####			-35.3%	
기타 여행 상품	11,316	5,737	14,057	16,195	17,920	11,601	14,051	14,877	13,005	9,976	13,603	12,865	12,362	12,202	12,758	12,547

출처: RFS Team 6

2)기타 여행상품 영업수익 추정

기타 여행상품의 경우, 상품 종류가 방대하고 변동성이 커 개별 P와 Q의 합리적 추정이 불가능하다. 이에 엔데믹 이후 매출 정상화 궤적을 그리는 '23년 이후의 분기별 실적에 이동평균을 적용하여, 향후 영업수익을 산출하였다. 분기별로 등락이 심한 계절적 변동성을 그대로 반영할 경우 실적이 과대 계상될 리스크가 있어, 최근 관찰된 전반적인 매출 회복 추세를 연간 실적의 평균적인 레벨로 반영하였다.

비용추정

비용추정은 금액적 중요성이 높고, 합리적 추정이 가능한 ①인건비 ②광고선전비 ③항공권원가를 중심으로 진행하였다. 그 외의 비용 계정은 일정한 추세를 유지하는 항목의 경우 of sales(%)의 3Q Average 값을 적용하였고, 이상치가 존재하거나 뚜렷한 추세가 관찰되지 않은 항목은 0 flat 처리하였다. 최종 IS Table은 다음과 같다.

[자료 7-14] Expected IS

(단위: 백만 원)

Expected IS				
(단위: 백만 원)	2023A	2024A	2025E	2026E
영업수익	313,548	471,468	583,795	799,659
YoY(%)		50.37%	23.83%	36.98%
영업비용	374,154	432,461	477,461	595,329
(%)	119.3%	91.7%	81.8%	74.4%
영업이익	-60,606	39,007	106,334	204,330
OPM(%)	-19.3%	8.3%	18.2%	25.6%
금융수익	9,695	8,354	13,956	13,325
금융원가	127,902	167,259	155,418	156,178
기타수익	1,462	186	285	262
기타비용	36,635	4,397	5,422	5,779
총속기업관련손익	588	1,590	(1,254)	(1,730)
법인세차감전순이익	(213,398)	(122,520)	(41,519)	54,231
법인세비용	(11,067)	(5,947)	(2,441)	2,722
당기순이익	(202,331)	(116,573)	(39,078)	51,508
(%)	-64.5%	-24.7%	-6.7%	6.4%

출처: RFS Team 6

①인건비

인건비는 $Q(\text{직원 수}) \times P(\text{역산한 1인 당 인건비} \times \text{임금 상승률})$ 을 반영하였다. 직원 수의 경우 3Q25 기준 직전 분기 대비 약 5.2% 증가하였으며, 이후 CAPA 증설 관련 계획이 부재하고 정킷 및 B/D 추가 영업 계획이 없으므로 3Q25 기준 flat 적용하였다.

임금 상승률의 경우, 국회예산정책처에서 발 표한 연간 명목임금상승률 전망치를 반영하여, '26년 YoY +3.9%로 각 분기 상승분을 가산하였다.

[자료 7-15] 인건비 추정

(단위: 백만 원)

인건비 추정 Table																
(단위: 백만 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
'	20,580	22,005	22,962	23,546	24,270	24,855	25,906	26,080	25,613	27,347	28,412	27,917	28,305	28,430	28,652	28,630
직원수	1,047	1,030	1,027	1,043	1,041	1,001	978	974	969	983	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034
1 인당 인건비	19.7	21.4	22.4	22.6	23.3	24.8	26.5	26.8	26.4	27.8	27.5	27.0	27.4	27.5	27.7	27.7

출처: RFS Team 6

②광고선전비

광고선전비의 경우, 카지노 하이roller 방문객이 확대됨에 따라 증가하는 경향성을 보인다. 이에, 광고선전비 총액에 하이roller 방문객 수를 역산하여, 하이roller 1명 당 광고선전비를 산출하였다. '25~'26년의 하이roller 1명 당 광고선전비는 직전 2개 년도 평균치를 flat 적용하였으며, 하이roller 방문객 수 증가율을 가산하여 추정하였다.

[자료 7-16] 광고선전비 추정

(단위: 백만 원)

광고선전비 추정 Table																
(단위: 백만 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
광고선전비	3,031	3,463	3,976	4,091	3,433	4,510	5,145	5,833	5,355	7,090	8,484	4,439	8,234	10,881	13,199	10,312
하이roller 방문객 수	2,206	2,937	3,511	2,805	2,857	3,952	4,428	3,272	4,467	6,061	7,015	3,485	6,465	8,544	10,364	8,097
하이roller 1명 당 광고선전비	1.37	1.18	1.13	1.46	1.20	1.14	1.16	1.78	1.20	1.17	1.21	1.27				

출처: RFS Team 6

③항공권원가

항공권원가 역시 카지노 하이roller 방문객이 확대됨에 따라 연동되는 계정이다. 이에, 항공권원가 총액에 하이roller 방문객 수를 역산하여, 하이roller 1명 당 항공권원가를 산출하였다. '25년~'26년 하이roller 1명 당 항공권원가는 직전 2개 년도 평균치를 flat 적용하였으며, 하이roller 방문객 수 증가율을 가산하여 추정했다.

[자료 7-17] 항공권원가 추정

(단위: 백만 원)

항공권원가 추정 Table																
(단위: 백만 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
항공권원가	2,093	5,228	1,575	1,651	1,886	6,708	8,003	0	3,623	7,147	6,274	3,612	6,701	8,855	10,741	8,392
하이roller 방문객 수	2,206	2,937	3,511	2,805	2,857	3,952	4,428	3,272	4,467	6,061	7,015	3,485	6,465	8,544	10,364	8,097
하이roller 1명 당 항공권원가	1.05	0.56	2.23	1.70	1.52	0.59	0.55	0.00	1.23	0.85	1.12	1.04				

출처: RFS Team 6

예상 포괄손익계산서 (요약) (단위:십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	314	471	625	895
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	314	471	625	895
판매비와관리비	374	432	477	595
조정영업이익	-	-	-	-
영업이익	(61)	39	106	204
비영업손익	(35)	(4.2)	(5.1)	(5.5)
금융손익	(118)	(159)	(141)	(143)
관계기업등 투자손익	1	1.6	(1.3)	(1.7)
세전계속사업손익	(213)	(123)	(42)	54
법인세 비용	(11)	(6)	(2.4)	2.7
계속사업이익	(202)	(117)	3	
중단사업이익	-	-	-	-
당기순이익	(202)	(117)	(39)	51
지배주주	(202)	(117)	(39)	51
비지배주주	-	-	-	-
총포괄이익	(210)	243	(5.3)	
지배주주	(202)	243	(5)	
비지배주주	-	-	(0.2)	-
EBITDA	26	124	227	272
FCF	8.3	26.3	35.2	36.7
EBITDA 마진율 (%)	21.4	24.7		
영업이익률 (%)	(19.4)	8.3	18.2	25.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-	-	-	-

예상 현금흐름표 (요약) (십억원)	2023	2024	2025	2026E
영업활동으로 인한 현금흐름	(13)	122	165	173
당기순이익	(202)	(117)	(39)	51
감가상각비	87	85	102	109
외화환산손실(이익)	(1)	(13)	8.5	6.9
자산처분손실(이익)	1	-	-	-
지분법, 관계기업손실(이익)	0.5	1.6	(1.3)	(1.7)
운전자본변동	39	88	45	5
법인세납부	-	-	-	-
기타	(86)	(98)	(38)	
투자활동으로 인한 현금흐름	(20)	(28)	(70)	(53)
유형자산처분(취득)	(9)	(7)	(25)	(52)
무형자산감소(증가)	(1)	(1)	(1)	(1)
장단기금융자산의 감소(증가)	-	-	(3)	-
기타투자활동	(10)	(20)	(41)	-
재무활동으로 인한 현금흐름	38	(83)	14	-
장기차입금의 증가		737.6	-	-
단기차입금 상환	729.4	800.2	-	-
배당금의 지급	-	-	-	-
기타재무활동	38	(621)	(16)	-
현금의 증가	5	11	109	120
기초현금	29	34	44	154
기말현금	34	44	154	274

예상 재무상태표 (요약)	2023	2024	2025	2026E
유동자산(허	81	114	272	394
현금 및 현금성자산	34	44	154	274
매출채권 및 기타채권	4.6	2.8	3.9	4.8
재고자산	4	6	8.7	9.8
기타유동자산	3	6.4	6.8	7
비유동자산	1,683	2,052	2,010	1,969
투자자산	21	20	31	31
유형자산	1,289	1,690	1,851	2,122
무형자산	47	46	46	45
자산총계	1,764	2,167	2,272	2,363
유동부채	489	1,243	1,361	?
매입채무 및 기타채무	7	8.7	9	10
유동성장기부채	-	239,189	82,871	70
기타유동부채		2,204	-	-
비유동부채	490	1,244	1,361	1,361
장기금융부채	48	-	1	1
기타비유동부채	0	0	0	-
부채총계	1,699	1,854	1,918	1,925
지배주주지분	69	317	358	441
자본금	38	38	40	40
자본잉여금	644	648	682	682
이익잉여금	(973)	(1,091)	(1,102)	(1,102)
비지배주주지분	(3.6)	(3.6)	(3.7)	(3.7)
자본총계	65.6	313	344	424

예상 주당가치 및 valuation (요약)	2023	2024	2025	2026E
P/E (x)	(3.4)	(5)	(118)	20.6
P/B (x)	110.3	1.8	3.9	3.3
EV/EBITDA (x)	67.1	12.4	8.8	10.9
EPS(지배주주) (원)	(2,721)	(1,531)	(149)	860
BPS (원)	913	4,156	4,525	5,389
DPS (원)	-	-	-	-
배당성향 (%)	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-
매출액증가율 (%)	-	50.4	23.8	37
EBITDA증가율 (%)	(172.9)	374.8	67	50
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	-
EPS증가율 (%)	(13.2)	(43.7)	(96)	(14)
매출채권 회전일수	4.84	2.86	3	3
재고자산 회전일수	6.27	4.05	5	5
매입채무 회전일수	8.25	6.21	7	7
ROA (%)	(11.3)	(5.9)	0.1	3.6
ROE (%)	(132.9)	(60.4)	(2.1)	9.4
ROIC (%)	(19.9)	(11.3)	0.3	7.7
부채비율 (%)	2,590.9	592.1	542.2	440.1
유동비율 (%)	6.7	18.8	36.2	49.9
이자보상배율(%)	(0.5)	0.3	1	1.4
자기자본비율 (%)	4.6	18.9	20.5	25.1