

# 롯데관광개발 (032350)

## 호텔/레저



박성호

02 3770 5657  
sungho.park@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580  
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>Not Rated (I)</b>
목표주가	-
현재주가 (4/9)	<b>19,300원</b>
상승여력	-

시기총액	13,370억원
총발행주식수	69,275,662주
60일 평균 거래대금	163억원
60일 평균 거래량	872,662주
52주 고	21,750원
52주 저	9,920원
외인지분율	4.74%
주요주주	김기병 외 5 인 58.31%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.3	27.8	94.6
상대	(4.7)	28.6	14.1
절대(달러환산)	2.0	24.2	111.6

## 제주드림타워 손익구조 분석

**제주드림타워 카지노 개장 임박** 제주특별자치도청은 2021년 4월, 엘티엔터테인먼트(카지노; 롯데관광개발의 100% 자회사)가 신청했던 '카지노 영업장 소재지 및 면적 변경 허가 신청'에 대해 최종 승인 결정. 이로 인해, 엘티엔터테인먼트는 2021년 5월, 제주 롯데호텔(영업장 면적 1,176m<sup>2</sup>) → 제주드림타워(영업장 면적 5,368m<sup>2</sup>)로 카지노 영업장을 확장 이전해 재개장할 예정에 있음

롯데관광개발은 2020년 12월, 복합리조트 제주드림타워 개장. 제주드림타워 관련 투자비용은 1조 880억원으로 Peer 리조트인 파라다이스시티(P-씨티)의 투자비 1.2조원과 유사한 수준. 복합리조트형 카지노사업에 있어 모객 Capa로 간주되는 객실수는 1,600실로 제주도 최대 규모.(c.f. 제주신화월드 1,326실, 제주 롯데호텔 500실, 제주 신라호텔 429실) 현재 타워1(750실)이 운영 중인 상태이며, 2021년 5월 타워2(850실)의 오픈을 앞두고 있음.[표31 참조]

### 호텔 특수를 통한 초기 실적 방어 기대

P-씨티는 1-2단계 시설 개장 이후, 분기 리조트 매출액 1천억원 수준에서 BEP 시현. 제주드림타워의 연간 예상 감가상각비는 450억원으로 P-시티 대비 100~200억원 가량 낮음. 당사는 제주드림타워가 코로나 국면으로 인해 카지노 매출을 전혀 발생시키지 못하더라도, 분기 호텔 매출 750억원 수준에서 리조트 BEP를 시현할 수 있을 것으로 추정. 제주드림타워는 타워1~2 합산 기준으로, 1)OCC 80%, ADR 30만 원, 2)객실 및 부대시설간 매출비율 1對1을 가정하면, 분기당 700억원의 호텔 매출 달성이 가능

제주도 5성급 호텔 시장은 최근 수년간 연간 3천억원대 수준에서 형성 중.[그림50] 제주도 5성급 호텔 시장은 2021년 코로나 국면으로 인해 기존 해외여행 수요가 일부 이동하면서 역대 최대 호황을 누릴 것으로 보임. 마침, 2021년 5월의 제주드림타워 타워1 OCC가 90%대에 달하고 있는 것으로 파악. 당사는 타워2 오픈 이후에도 OCC 지표가 양호하게 형성될 경우, 롯데관광개발에 대해 긍정적 투자관점으로 접근해도 좋다는 의견 제시. 타워1~2 합산기준으로 OCC 70%대 이상을 달성할 경우, 카지노 매출 제로를 가정해도 분기당 영업적자 100~200억원 수준에서 실적 방어가 가능할 것으로 추정되기 때문

(다음 페이지에서 계속)

### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	141	9.3	580.5	388	-63.8
영업이익	-478	적지	적지	-103	-364.5
세전계속사업이익	-542	적지	적지		
지배순이익	-542	적지	적지		
영업이익률 (%)	-340.2	적지	적지	-26.5	-313.7 %pt
지배순이익률 (%)	-385.4	적지	적지		

자료: 유안타증권

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	168	2,277	5,207	6,121
영업이익	-714	-749	1,067	1,853
지배순이익	-819	-1,052	566	1,240
PER	-11.9	-12.7	23.6	10.8
PBR	4.3	7.8	5.7	3.7
EV/EBITDA	-32.0	-87.9	12.6	7.8
ROE	-30.4	-52.6	27.9	41.9

자료: 유안타증권

**코로나 종식 이후, 연간 카지노 순매출 최소 2천억원 추정** 시진핑 집권 이후 중국의 반부패 캠페인이 본격 전개됨에 따라, 마카오 정켓의 일부는 2010년대 중반 이후 동남아의 복합리조트 형 카지노로 영업지역을 본격 확장한 바 있음. 제주도는 중국 주요 도시들과의 비행시간이 3시간대 미만에 불과하고 중국인 무비자 입국제도를 운영하고 있어 동남아에 뒤지지 않는 정켓 영업조건을 갖추고 있음. 제주드림타워는 1)제주공항으로부터 4~5km 떨어진 지점에 위치해 있어 교통이 편리하고, 2)마카오 정켓에 최적화된 신규 카지노 영업장을 구축했으며, 3)마카오 출신 카지노 전문인력들을 대거 영입해 코로나 종식 이후 마카오 정켓 중심의 카지노 매출 성장이 기대되고 있음

제주도 카지노 시장의 성장 잠재력을 보여주는 사례로는 제주신화월드를 들 수 있음. 제주신화월드는 제주도 최초의 복합리조트로 2018년 2월 25일 랜딩카지노 개장. 동 카지노의 2018년 카지노 매출액은 정켓수수료 차감 기준의 순매출 기준으로 2,278억원에 달함. 동 매출의 대부분은 2018년 2~8월에 발생한 것으로 추정.(약 6개월치 매출) 당시 제주신화월드 카지노는 리조트 운영회사 램정제주개발을 지배하는 홍콩 상장사 랜딩인터내셔널의 최대주주 양즈후이 랜딩그룹 회장의 개인 네트워크로 중국 VIP 고객들을 모객할 수 있었던 것으로 알려졌는데, 중국 공안이 2018년 8월 캄보디아에서 양즈후이 회장을 긴급 체포하는 사건이 발생하면서 랜딩카지노의 매출 급감. 랜딩카지노의 카지노 순매출은 2019년 298억원으로 축소. 카지노 모객을 주도하는 다른 확실한 주체만 있었다면, 랜딩카지노의 매출은 순조롭게 성장했을 가능성이 높았다는 판단

엘티엔터테인먼트는 2021년 5월 제주드림타워에서 카지노를 재개장한 이후, 테이블 153대, ETG 및 머신 261대로 카지노 영업을 진행할 예정. 이는 P-씨티(테이블 173대, ETG/머신 299대)의 게임기기 수와 비슷한 수준. P-씨티의 2019년 게임기기당 매출액을 제주드림타워 게임기기수에 대입시 제주드림타워의 카지노 매출액은 정상 레벨에서 3,500억원대 도달 가능 기대.[표30] 제주신화월드의 사례를 참조해도, 코로나 종식 이후 연간 2천억원대 이상의 카지노 순매출은 무난할 것으로 전망

**카지노 공헌이익률 86% 추정 → 폭발적인 레버리지 효과에 주목 필요** 롯데관광개발은 코로나 구간엔 호텔특수를 통한 실적 방어, 코로나 종식 이후엔 카지노 매출 창출을 통해 강력한 실적모멘텀을 발생시킬 것. 제주드림타워의 호텔매출은 코로나 구간엔 내국인 → 코로나 종식 이후엔 내국인 및 정켓 중심으로 발생할 것. 제주드림타워 카지노 매출이 정켓으로부터 100% 발생한다고 가정시, 정켓이 카지노 콤프를 부담하는 관계로 정켓향 객실 및 F&B 매출이 별도로 발생하며 제주드림타워의 콤프는 제로가 되는 구조임

당사는 2022년 제주드림타워의 호텔 매출 2,547억원, 카지노 매출 2,000억원을 가정해 동사의 2022년 예상 EBITDA를 1,604억원으로 추정.[표24] 향후 리조트 BEP 매출 확인 및 호텔 영업성과에 따라 동 추정치는 변동 가능. 동 추정치를 기반으로, SOTP(Sum-of-the-parts) 방식을 통해 산출한 동사의 기업가치는 1조 7,451억원임.[표26] 당사는 제주드림타워의 카지노 공헌이익률을 86%로 추정. 카지노 매출이 1천억원씩 추가 발생할때마다, 영업이익과 EBITDA가 860억원씩 추가로 증가하는 구조로 판단.[표27] 당사는 롯데관광개발이 실제 정켓 영업을 통해 카지노 매출을 유의미하게 창출하는 것을 확인할 때까지 동사에 대해 투자의견 Not Rated 를 유지할 계획

[표 24] 롯데관광개발 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>573</b>	<b>451</b>	<b>423</b>	<b>447</b>	<b>504</b>	<b>692</b>	<b>761</b>	<b>885</b>	<b>168</b>	<b>2,277</b>	<b>5,207</b>	<b>6,121</b>	<b>7,133</b>
여행	401	358	379	401	464	580	644	809	127	178	577	522	532
카지노	-	-	-	-	-	-	25	47	13	450	2,000	3,000	4,000
호텔	-	-	-	-	-	-	-	-	8	1,611	2,547	2,523	2,523
기타	172	93	44	46	40	112	98	29	19	39	84	77	78
영업비용	561	436	428	431	471	642	731	1,046	882	3,027	4,141	4,269	4,470
인건비	163	124	114	120	124	139	142	207	424	466	518	544	571
감가상각비	8	7	5	5	4	5	28	160	492	520	520	520	520
무형자산상각비	4	4	4	3	4	3	5	10	12	17	17	17	17
기타	386	300	306	304	338	495	579	801	285	2,052	3,086	3,188	3,362
<b>영업이익</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>-5</b>	<b>15</b>	<b>33</b>	<b>51</b>	<b>30</b>	<b>-162</b>	<b>-714</b>	<b>-749</b>	<b>1,067</b>	<b>1,853</b>	<b>2,663</b>
OPM	2%	3%	-1%	3%	7%	7%	4%	-18%	-426%	-33%	20%	30%	37%
세전이익	-805	-27	8	-500	16	40	-1,017	-138	-815	-1,053	747	1,638	2,483
RPM	-140%	-6%	2%	-112%	3%	6%	-134%	-16%	-486%	-46%	14%	27%	35%
<b>지배순이익</b>	<b>-806</b>	<b>-39</b>	<b>8</b>	<b>-500</b>	<b>15</b>	<b>33</b>	<b>-1,085</b>	<b>-145</b>	<b>-819</b>	<b>-1,052</b>	<b>566</b>	<b>1,240</b>	<b>1,880</b>
NIM	-141%	-9%	2%	-112%	3%	5%	-143%	-16%	-489%	-46%	11%	20%	26%
EBITDA	24	26	3	23	42	59	41	-115	-534	-240	1,604	2,390	3,200
Margin	4%	6%	1%	5%	8%	9%	5%	-13%	-319%	-11%	31%	39%	45%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 25] 롯데관광개발 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019년				2020년				2021년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>173</b>	<b>230</b>	<b>137</b>	<b>345</b>	<b>129</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>21</b>	<b>141</b>	<b>435</b>	<b>799</b>	<b>902</b>	<b>885</b>	<b>168</b>	<b>2,277</b>	<b>5,207</b>
여행	162	199	135	312	111	3	9	4	3	4	46	124	809	127	178	577
카지노	12	14	-3	24	13	0	0	0	0	50	100	300	47	13	450	2,000
호텔	0	0	0	0	0	0	0	8	132	376	641	462	0	8	1,611	2,547
기타	5	17	5	3	4	3	3	9	6	5	12	16	29	19	39	84
영업비용	184	219	223	421	205	129	140	408	619	653	822	932	1,046	882	3,027	4,141
인건비	38	47	60	63	68	60	71	225	104	110	115	137	207	424	466	518
감가상각비	1	7	6	14	14	16	18	112	115	117	130	130	28	160	492	520
무형자산상각비	3	3	2	3	3	3	3	4	4	4	4	4	10	12	17	17
기타	142	163	155	342	121	49	49	66	396	422	573	660	801	285	2,052	3,086
<b>영업이익</b>	<b>-11</b>	<b>11</b>	<b>-85</b>	<b>-76</b>	<b>-76</b>	<b>-123</b>	<b>-127</b>	<b>-388</b>	<b>-478</b>	<b>-218</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-162</b>	<b>-714</b>	<b>-749</b>	<b>1,067</b>
OPM	-7%	5%	-62%	-22%	-59%	-2007%	-1044%	-1875%	-340%	-50%	-3%	-3%	-18%	-426%	-33%	20%
세전이익	8	80	-95	-130	-127	-124	-110	-454	-542	-298	-103	-110	-138	-815	-1,053	747
RPM	4%	35%	-69%	-38%	-98%	-2037%	-902%	-2197%	-386%	-68%	-13%	-12%	-16%	-486%	-46%	14%
<b>지배순이익</b>	<b>0</b>	<b>75</b>	<b>-92</b>	<b>-128</b>	<b>-125</b>	<b>-117</b>	<b>-107</b>	<b>-470</b>	<b>-542</b>	<b>-298</b>	<b>-103</b>	<b>-110</b>	<b>-145</b>	<b>-819</b>	<b>-1,052</b>	<b>566</b>
NIM	0%	33%	-67%	-37%	-97%	-1915%	-879%	-2273%	-385%	-68%	-13%	-12%	-16%	-489%	-46%	11%
EBITDA	-7	24	-76	-56	-57	-100	-106	-271	-360	-97	111	104	-115	-534	-240	1,604
Margin	-4%	10%	-55%	-16%	-44%	-1644%	-864%	-1312%	-256%	-22%	14%	12%	-13%	-319%	-11%	31%

주: 2022년 감가상각비 520억원은 제주드림타워 450억원대로, 여행 사업 60억원대로 구성

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 26] 롯데관광개발(032350) 기업가치 산출 - 2022년 제주드림타워 카지노 매출액 2,000 억원 가정

구분	신규 (2021.4.12)	주요 내역					
(+) 영업자산가치	25,665억원	사업부문	2022E 영업이익	2022E 감가상각비	2022E EBITDA	적정배율	적정사업가치
		제주드림타워+여행	1,067억원	537억원	1,604억원	16.0x	25,665억원
		합계					25,665억원
(+) 투자자산가치	0억원	투자자산 구성	지분율	장부가액	PBR	적정가치	비고
		엘티크루즈홀리데이	100%	0억원	1.0x	0억원	-
		합계		0억원	-	0억원	
(-) 순차입금	8,214억원	* 4Q20 기준					
	순차입금	* 4Q20 전환사채 588억원 + 1Q21 신규발행 전환사채 1,000억원					
	전환사채						
보통주 주주가치(A)	17,451억원						
발행주식수(B)	6,928만주						
주당 주주가치(A/B)	26,000원						

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 27] 2022년 제주드림타워 카지노 매출액 시나리오별 적정 기업가치 산출

기본 가정	2022E 전망치						현 주가 기준
	카지노 매출액	2022E 전망치					
		EBITDA	적정배수	영업자산가치	기업가치	주당 주주가치	EPS
	(억원)	(억원)	(배)	(억원)	(억원)	(원)	(배)
1,000	744	16.0	11,905	3,691	6,000	-124	-156.1
1,500	1,174	16.0	18,785	10,571	16,000	346	55.7
2,000	1,604	16.0	25,665	17,451	26,000	817	23.6
2,500	2,034	16.0	32,545	24,331	36,000	1,287	15.0
3,000	2,464	16.0	39,425	31,211	46,000	1,757	11.0
3,500	2,894	16.0	46,305	38,091	55,000	2,227	8.7
4,000	3,324	16.0	53,185	44,971	65,000	2,697	7.2
4,500	3,754	16.0	60,065	51,851	75,000	3,167	6.1
5,000	4,184	16.0	66,945	58,731	85,000	3,637	5.3

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 28] 한국 외인 카지노 시장 매출액 추이

(단위: 억원)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
수도권 카지노	7,159	7,773	8,807	9,314	9,809	9,839	8,622	8,954	8,535	9,437	9,734
제주 카지노	889	1,007	1,015	1,443	2,169	2,249	2,110	1,769	1,303	3,244	1,290
제주그랜드	165	209	239	371	562	627	495	552	325	244	402
엘티	205	215	227	364	501	373	367	242	150	43	26
랜딩카지노	69	54	55	76	165	80	322	316	331	2,278	298
공즈	112	127	124	164	214	248	178	54	120	279	234
마제스타	0	44	95	94	252	404	402	254	71	104	56
로얄팰리스	129	106	136	159	133	196	163	206	101	80	105
제주썬	192	116	52	131	133	138	56	34	79	83	66
메가럭	17	136	87	83	208	184	127	110	125	133	104
전체 외인카지노	9,212	10,052	11,289	12,532	13,685	13,786	12,455	12,767	11,592	14,387	13,880

자료: 한국카지노업관광협회

[표 29] 한국 외인 카지노 업체별 게임기기수 및 면적 비교 (2020년 4월 기준)

		테이블(대)	ETG + 머신(대)	허가증 면적(m <sup>2</sup> )
파라다이스	워커힐	103	124	2,686
	부산	53	65	1,584
	제주그랜드	36	43	1,233
	P-씨티	173	299	8,727
GKL	강남점	78	111	2,158
	힐튼점	50	148	1,728
	부산점	42	107	1,584
기타	알펜시아	23	30	633
	인터불고대구	30	87	1,485
	엘티	153	261	5,368
	랜딩카지노	151	109	5,646
	공즈	44	24	1,605
	마제스타	35	0	1,366
	로얄팰리스	35	20	865
	제주썬	46	56	1,544
	메가럭	29	24	800

주: 엘티카지노는 제주드림타워 확장 이후 기준으로 표기

자료: 한국카지노업관광협회

P-씨티의 2019년 게임기기당  
매출액을 제주드림타워  
게임기기수에 대입시,

카지노 매출액 3,584억원  
산출

[표 30] 국내 외국인 카지노, 게임기기당 매출액 비교 (2019년 기준)

		2019년 테이블			2019년 머신		
		매출액(억원)	테이블수(대)	테이블당 매출액(억원)	매출액(억원)	머신수(대)	머신당 매출액(억원)
파라다이스	워커힐	2,690	105	25.6	216	126	1.7
	부산	712	55	13.0	43	78	0.6
	제주그랜드	392	39	10.1	12	44	0.3
	인천	3,379	151	22.4	177	289	0.6
GKL	강남점	1,664	81	20.5	216	108	2.0
	힐튼점	1,923	52	37.0	291	146	2.0
	부산점	753	46	16.4	84	105	0.8
외인카지노 합계		11,514	529	21.8	1,038	896	1.2

자료: 각사, 유안티증권 리서치센터

[그림 45] 동북아 주요 도시와 제주도간의 항공 이동시간



자료: 롯데관광개발

[그림 46] 제주도 드림타워 위치



자료: 롯데관광개발

[표 31] 제주 드림타워 개요

공동시행사	롯데관광개발, 녹지그룹
규모	<ul style="list-style-type: none"> <li>부지면적 25,454 m<sup>2</sup> (7,700 평)</li> <li>연면적 303,737 m<sup>2</sup> (91,880 평)</li> </ul>
층수/높이	지상 38 층, 지하 6 층 / 169m (제주 최대높이 랜드마크)
호텔	스위트룸 Grade 1,600 객실
카지노	<ul style="list-style-type: none"> <li>테이블 153 대 / 슬롯머신 &amp; ETG 261 대</li> <li>(Junket VIP 테이블 25 개, 전체 테이블 대비 16% 수준)</li> </ul>
부대시설	Mice 10 개, F&B 14 개, 수영장(인피니티풀 포함), 스파, 시우나
투자비용	토지 1,133 억원 + 건축비 4,779 억원 + 인테리어 2,815 억원 등 + Opex = 총 1 조 880 억원
유형자산 가치	2 조원 규모 (지가 상승분 감안)

자료: 롯데관광개발

[표 32] 롯데관광개발의 마카오 출신 카지노 전문인력

성명	카지노 담당업무	주요 경력
Lawrence Teo 부사장	최고운영책임자(COO)	마카오 멜코크리운 부시장, 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	마카오 갤럭시 데이터베이스 마케팅 전무, 마카오 갤럭시 데이터베이스 매니지먼트 총괄
Elisha Zhin 이사	VIP 서비스 총괄	마카오 윈팰리스 VIP 서비스 총괄, 시드니 더 스타 호텔 총지배인
Susan Chan 이사	카지노 재경 총괄	MGM 마카오 재경 부사장, MGM 라스베가스 재경 이사

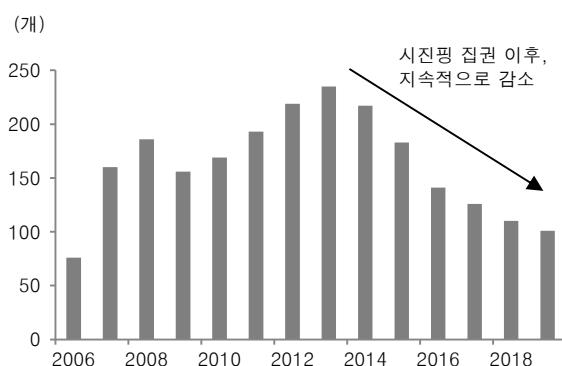
자료: 롯데관광개발

[그림 47] 제주드림타워 카지노 영업장 도면



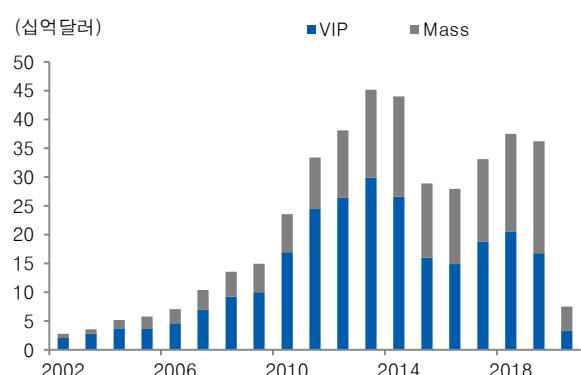
자료: 롯데관광개발

[그림 48] 마카오 정켓 사업자수 추이



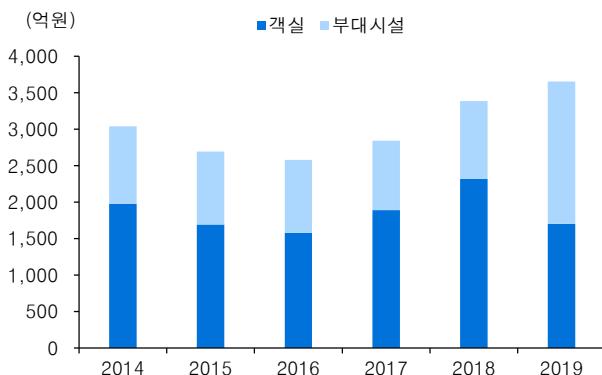
자료: DICJ, 유인타증권 리서치센터

[그림 49] 마카오 카지노 연간 매출액 추이



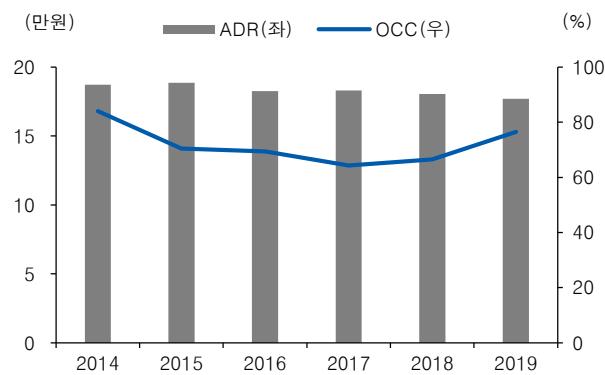
자료: DICJ, 유인타증권 리서치센터

[그림 50] 제주 5성급 호텔 매출액 추이



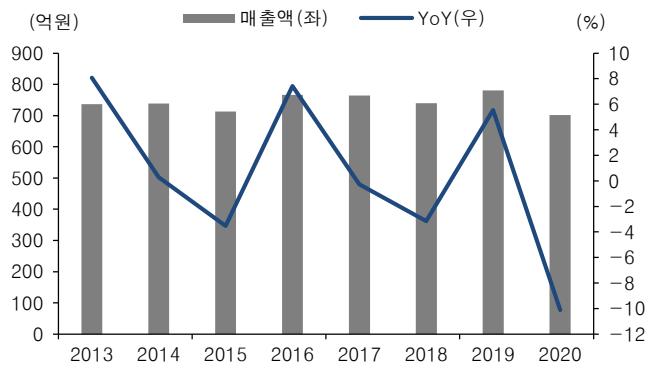
주: 조사 대상 호텔수는 연도별로 11~15 개로 상이. 대략적인 시장규모 파악 목적으로만 사용할 것  
자료: 한국호텔업협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 51] 제주 5성급 호텔 ADR 및 OCC 추이



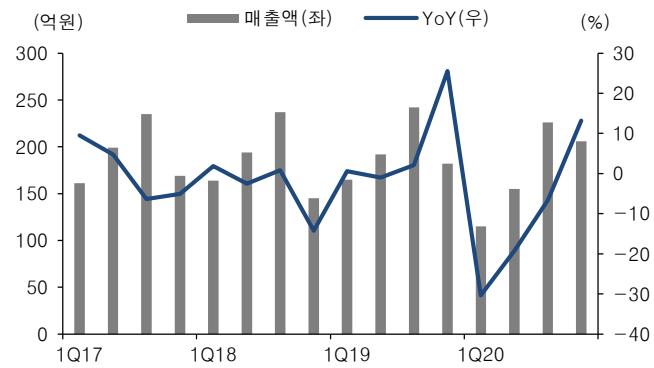
주: 조사 대상 호텔수는 연도별로 11~15 개로 상이. 대략적인 시장규모 파악 목적으로만 사용할 것  
자료: 한국호텔업협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 52] 제주 신라호텔 연간 매출액 추이 (2020년 객실수 429개)



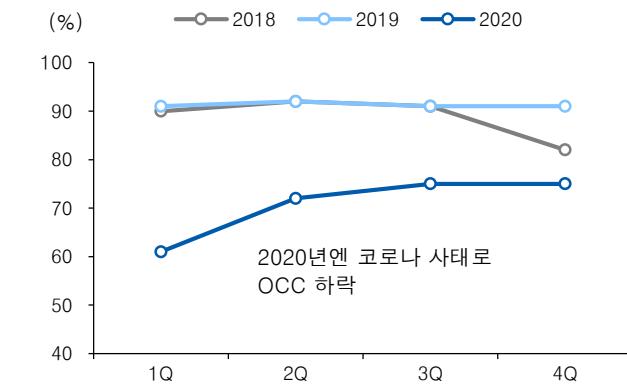
자료: 호텔신라, 유안타증권 리서치센터

[그림 53] 제주 신라호텔 분기별 매출액 추이 (2020년 객실수 429개)



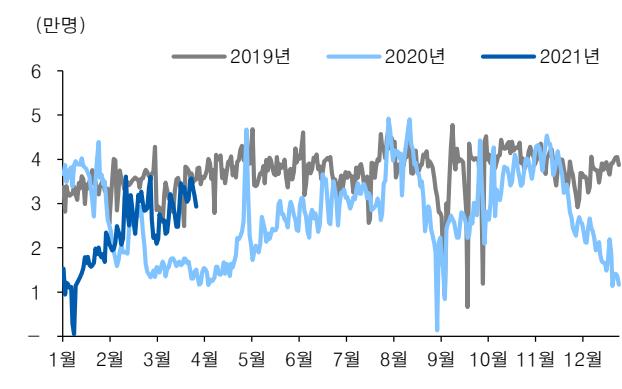
자료: 호텔신라, 유안타증권 리서치센터

[그림 54] 제주 신라호텔, 분기별 OCC 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 55] 내국인 제주 일간 입도객 추이



자료: 제주도특별자치도관광협회, 유안타증권 리서치센터

[표 33] 아시아 카지노 Peer Valuation

(단위: 억원, 백만달러, 배, %)

		한국 카지노			아시아 카지노 Peer									9개사 평균
		강원랜드	파라다이스	GKL	Sands	Galaxy	Wynn	Melco	MGM	SJM	Genting	NagaCorp	Bloomberg	
시가총액		53,378	15,233	9,990	38,596	39,068	10,335	9,963	6,518	7,451	8,318	5,185	1,557	
2017	매출액	15,478	6,680	5,013	7,586	6,242	4,367	5,285	1,858	4,077	1,734	956	655	
	영업이익	5,309	-300	1,082	1,784	1,252	689	608	337	231	752	263	157	
	순이익	4,376	-190	805	1,603	1,348	475	347	298	252	497	255	120	
	PER	17.4	-77.0	18.1	26.0	25.6	34.9	32.3	38.7	20.2	26.2	9.8	19.8	25.9
	PBR	2.1	1.4	2.7	9.2	4.9	42.9	4.9	10.6	1.6	2.1	2.4	4.0	9.2
	ROE	13.0	-1.9	15.3	33.6	20.6	135.7	11.1	29.5	7.8	8.2	19.4	22.3	32.0
	EV/EBITDA	8.9	57.1	11.0	18.2	20.1	18.6	14.8	29.9	10.6	10.0	10.4	10.6	15.9
	PSR	4.9	2.2	2.9	5.5	5.5	3.8	2.7	6.2	1.2	6.6	2.6	3.6	4.2
	매출액	14,381	7,876	4,803	8,665	7,044	5,052	5,189	2,450	4,390	1,883	1,474	726	
	영업이익	4,307	24	1,051	2,150	1,573	982	613	183	336	673	435	211	
2018	순이익	2,973	-210	777	1,875	1,723	797	340	136	364	560	391	137	
	PER	20.9	-87.9	20.3	18.9	15.9	14.2	21.0	46.8	14.5	15.6	11.9	14.4	19.2
	PBR	1.6	1.4	2.8	8.0	3.5	58.5	3.7	5.6	1.5	1.5	3.0	2.8	9.8
	ROE	8.4	-1.9		41.9	22.9	276.4	13.1	12.2	10.8	9.9	26.7	21.5	48.4
	EV/EBITDA	11.9	42.1	10.1	13.6	13.4	10.8	9.9	18.1	10.1	7.0	8.8	9.4	11.2
	PSR	4.3	2.4	3.3	4.1	3.9	2.2	1.7	2.6	1.2	4.6	3.2	2.7	2.9
	매출액	15,201	9,794	4,908	8,808	6,624	4,615	5,737	2,906	4,323	1,818	1,755	895	
	영업이익	5,012	519	968	2,240	1,493	812	748	378	392	577	599	306	
	순이익	3,347	151	724	2,033	1,665	645	373	246	409	505	521	192	
	PER	19.8	107.1	18.3	21.3	19.1	19.6	28.8	25.0	15.7	16.1	14.5	12.5	19.2
2019	PBR	1.7	1.2	2.3	9.7	3.4	50.2	4.7	4.6	1.7	1.4	4.2	2.8	9.2
	ROE	9.2	1.2	12.6	45.9	19.2	288.5	15.8	19.9	11.3	8.7	31.3	24.7	51.7
	EV/EBITDA	8.8	15.5	6.9	15.7	15.4	13.4	10.7	11.2	12.6	6.3	11.0	7.8	11.6
	PSR	4.4	1.7	2.7	4.9	4.8	2.8	2.0	2.1	1.5	4.5	4.3	2.7	3.3
	매출액	4,786	4,539	1,845	1,687	1,660	1,062	1,728	672	968	772	879	356	
	영업이익	-4,316	-862	-888	-1,256	-669	-686	-941	-534	-420	52	164	-60	
	순이익	-2,759	-1,181	-643	-1,523	-512	-899	-1,263	-619	-390	50	102	-168	
	PER	-18.1	-11.5	-14.3	-	-	-	-	-	-	149.1	55.5	-	102.3
	PBR	1.5	1.1	1.9	18.4	3.9	-	8.0	10.3	2.0	1.3	3.4	2.7	6.3
	ROE	-7.9	-9.8	-12.0	-47.8	-5.6	444.2	-71.4	-63.6	-11.3	0.9	5.9	-21.6	25.5
2020	EV/EBITDA	-10.3	-102.6	-17.6	-	-	-	-	-	-	17.5	22.5	380.2	140.1
	PSR	10.5	3.0	5.0	21.1	20.3	9.8	5.1	9.7	6.5	9.6	6.5	5.1	10.4
	매출액	11,278	5,928	2,233	6,293	4,818	2,918	3,995	1,922	3,332	1,260	1,242	635	
	영업이익	1,520	-412	-745	1,414	737	212	223	96	-38	295	366	105	
	순이익	1,115	-519	-794	779	897	-12	-142	25	-96	273	288	23	
	PER	50.5	-29.5	-12.7	48.7	38.2	-	-	-	-	29.8	18.7	127.6	52.6
	PBR	1.6	1.3	2.4	15.7	4.2	-	10.4	12.3	2.5	1.4	2.9	2.1	6.5
	ROE	3.4	-4.5	-17.4	37.6	10.6	-4.5	-22.9	-9.5	-2.5	4.8	16.7	-1.1	3.3
	EV/EBITDA	18.1	18.0	-19.1	24.2	26.4	22.0	16.3	20.4	28.7	10.2	12.6	13.1	19.3
	PSR	5.0	2.6	4.5	6.1	8.1	3.5	2.5	3.4	2.2	6.6	4.2	2.4	4.3
2021E	매출액	16,932	11,370	5,761	8,938	7,064	3,990	5,306	2,628	5,322	1,608	1,660	883	
	영업이익	5,742	1,717	1,483	2,456	1,495	660	825	372	461	464	537	271	
	순이익	4,191	731	1,078	2,064	1,650	406	347	238	380	415	459	130	
	PER	13.4	20.9	9.4	18.7	22.7	26.1	30.3	27.8	19.3	19.7	11.7	13.9	21.1
	PBR	1.5	1.2	2.0	9.5	3.7	-	10.2	10.0	2.2	1.4	2.6	1.9	5.2
	ROE	12.5	6.2	23.1	69.6	16.5	-53.3	38.0	35.9	12.6	6.8	22.9	16.9	18.4
	EV/EBITDA	6.0	6.9	3.8	14.0	16.3	12.8	9.8	13.8	11.9	7.5	9.0	7.8	11.4
	PSR	3.3	1.3	1.8	4.3	5.5	2.6	1.9	2.5	1.4	5.2	3.1	1.8	3.1

주: 국내 기업은 당시 추정치. 해외 Peer 기업들은 컨센서스 기준.

자료: Bloomberg, 유인타증권 리서치센터

## 롯데관광개발 (032350) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액	168	2,277	5,207	6,121	7,133	
매출원가	165	1,816	2,484	2,561	2,682	
매출총이익	3	461	2,723	3,560	4,451	
판관비	717	1,211	1,656	1,707	1,788	
영업이익	-714	-749	1,067	1,853	2,663	
EBITDA	-534	-240	1,604	2,390	3,200	
영업외손익	-102	-304	-320	-215	-180	
외환관련손익	38	0	0	0	0	
이자손익	-87	-304	-320	-215	-180	
관계기업관련손익	-12	0	0	0	0	
기타	-41	0	0	0	0	
법인세비용차감전순손익	-815	-1,053	747	1,638	2,483	
법인세비용	5	0	181	396	601	
계속사업순손익	-821	-1,053	566	1,241	1,882	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	-821	-1,053	566	1,241	1,882	
지배지분순이익	-819	-1,052	566	1,240	1,880	
포괄순이익	-796	-988	632	1,307	1,947	
지배지분포괄이익	-795	-985	630	1,303	1,942	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	-1,145	-652	1,071	1,803	2,431	
당기순이익	-821	-1,053	566	1,241	1,882	
감가상각비	167	492	520	520	520	
외환손익	-40	0	0	0	0	
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-500	-200	-131	-74	-86	
기타현금흐름	48	110	115	115	115	
투자활동 현금흐름	-5,789	-318	-326	-326	-326	
투자자산	0	0	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-5,525	-200	-200	-200	-200	
유형자산 감소	1	0	0	0	0	
기타현금흐름	-265	-118	-126	-126	-126	
재무활동 현금흐름	7,353	923	-81	-3,081	-1,081	
단기차입금	795	0	0	0	0	
사채 및 장기차입금	6,620	1,000	0	-3,000	-1,000	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-63	-77	-81	-81	-81	
연결범위변동 등 기타	0	624	196	138	137	
현금의 증감	419	577	860	-1,466	1,161	
기초 현금	163	582	1,159	2,019	552	
기말 현금	582	1,159	2,019	552	1,713	
NOPLAT	-718	-749	1,067	1,853	2,663	
FCF	-6,670	-852	871	1,603	2,231	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

## 재무상태표

결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,248	1,980	2,941	1,528	2,748
현금및현금성자산	582	1,159	2,019	552	1,713
매출채권 및 기타채권	369	368	379	385	391
재고자산	40	180	271	319	371
비유동자산	10,737	10,428	10,091	9,753	9,416
유형자산	9,881	9,589	9,269	8,949	8,629
관계기업등 지분관련자산	14	14	14	14	14
기타투자자산	301	301	301	301	301
자산총계	11,985	12,408	13,032	11,281	12,164
유동부채	2,124	2,123	2,123	2,132	2,135
매입채무 및 기타채무	1,172	1,171	1,171	1,180	1,183
단기차입금	806	806	806	806	806
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7,600	8,600	8,600	5,600	4,600
장기차입금	6,630	6,630	6,630	3,630	2,630
사채	588	1,588	1,588	1,588	1,588
부채총계	9,723	10,722	10,723	7,732	6,734
지배지분	2,295	1,709	2,340	3,580	5,460
자본금	346	346	346	346	346
자본잉여금	5,263	5,263	5,263	5,263	5,263
이익잉여금	-3,455	-4,106	-3,541	-2,300	-420
비지배지분	-34	-23	-31	-31	-31
자본총계	2,261	1,686	2,309	3,550	5,430
순차입금	7,354	7,777	6,917	5,384	3,222
총차입금	8,173	9,173	9,173	6,173	5,173

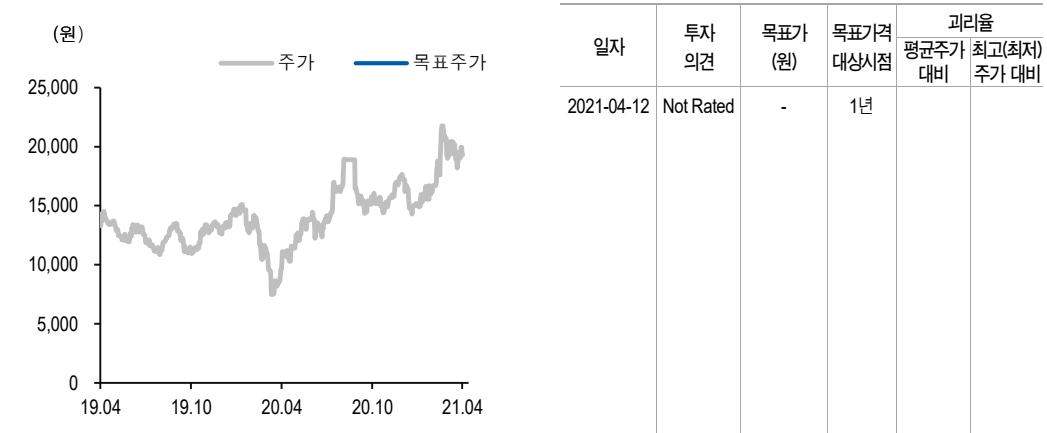
## Valuation 지표

결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
EPS	-1,183	-1,519	817	1,790	2,714
BPS	3,313	2,466	3,377	5,168	7,882
EBITDAPS	-771	-347	2,316	3,450	4,619
SPS	242	3,287	7,517	8,836	10,296
DPS	0	0	0	0	0
PER	-11.9	-12.7	23.6	10.8	7.1
PBR	4.3	7.8	5.7	3.7	2.4
EV/EBITDA	-32.0	-87.9	12.6	7.8	5.2
PSR	58.4	5.9	2.6	2.2	1.9

## 재무비율

결산 (12월)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	-81.0	1,258.1	128.7	17.6	16.5
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	흑전	73.7	43.7
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	흑전	119.3	51.6
매출총이익률 (%)	1.6	20.3	52.3	58.2	62.4
영업이익률 (%)	-425.7	-32.9	20.5	30.3	37.3
지배순이익률 (%)	-488.5	-46.2	10.9	20.3	26.4
EBITDA 마진 (%)	-318.5	-10.6	30.8	39.0	44.9
ROIC	-11.1	-7.9	8.7	15.6	23.1
ROA	-9.2	-8.6	4.4	10.2	16.0
ROE	-30.4	-52.6	27.9	41.9	41.6
부채비율 (%)	430.1	636.0	464.3	217.8	124.0
순차입금/자기자본 (%)	320.4	455.1	295.6	150.4	59.0
영업이익/금융비용 (배)	-7.8	-2.5	3.3	8.6	14.8

## 롯데관광개발 (032350) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	92.0
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-04-07

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률을 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.