



2021년 2월 1일 | Equity Research

롯데관광개발 (032350)

카지노 개장까지 얼마 안 남았다. 잃을게 없는 주가 수준

주가는 싸고, 기회비용은 높지 않은 구간

올해 상반기에 관심 가져야 할 기업이다. 제주드림타워 완공 후 카지노 영업허가를 기다리고 있는데, 입지와 캐파(호텔 객실)를 바탕으로 포스트 코로나 시대에서 중국향 기대감이 반영되며 2014년 초반의 파라다이스(12MF P/B 4배)나 GKL(12MF P/E 20배 전후)과 같이 고 멀티플의 구간을 향유할 가능성이 높다. 현 주가는 건물 가치 수준이다.

이르면 3월 제주드림타워 카지노 개장 예정

작년 11월 복합리조트 제주드림타워 준공 후, 12월 그랜드 하얏트 호텔을 먼저 개장했다. 올해 초에는 카지노 입점 전 제조건인 5성급 호텔 등급을 취득했으며, 현재는 카지노 확장 이전 신청을 준비하고 있다. 허가의 전제조건은 1)카지노 산업 영향평가와 2)제주도의회 의견 청취인데, 전자는 작년 8월 심의위원 15명 중 14명이 적합, 1명이 조건부 적합 의견을 제시해 사실상 2월 도의회 의견 청취만을 남겨둔 상태다. 빠르면 3월, 늦어도 2분기 내 영업이 가능할 전망이다.

하반기 멀티플의 동반 상승 구간이 시작

코로나19 이후 온기 영업 가정 하에서 1,600실에 달하는 호텔 캐파와 마카오 원펠리스/갤럭시/멜코크라운 등의 출신 경영진들의 무형자산(네트워크/경험 등)이 시너지를 낸다면 연간 1) 카지노 매출은 6,000~8,000억원(각각 테이블 당 일 매출 165~223만원 가정), 2) 호텔은 1,200~1,400억원(투숙률 70~80% 및 ADR 30만원 가정), 3) F&B는 1,000억 원 내외(호텔 대비 0.8배)가 가능할 것으로 예상된다. 합산 실적은 매출은 8,000억원~1.05조원, 영업이익은 1,400~2,100억원 내외 수준이다. 현 시가총액은 보수적인 가정 하에서도 예상 P/E 10배 수준에 거래되고 있다.

카지노는 정부의 허가를 받아야 하는 규제 산업으로, 영종도를 제외하면 제주도의 드림타워가 유일한 신규 복합리조트다. 포스트 코로나 시대에 중국향 기대감이 확대되며 파라다이스/GKL 등과 함께 밸류에이션 상승 가능성이 높다.

Issue Comment

Not Rated

CP(1월29일): 15,550원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,976.21
52주 최고/최저(원)	18,950/7,490
시가총액(십억원)	1,077.2
시가총액비중(%)	0.05

Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	십억원	45	50	69	76	88
영업이익	십억원	2	3	5	3	(16)
세전이익	십억원	(50)	2	4	(102)	(12)
순이익	십억원	(50)	2	3	(108)	(14)
EPS	원	(1,170)	30	67	(2,131)	(206)
증감율	%	적전	흑전	123.3	적전	적지
PER	배	(6.6)	222.0	145.9	(6.8)	(69.4)
PBR	배	2.4	2.0	2.9	3.3	3.3
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.2)
ROE	%	(30.5)	0.9	2.0	(39.8)	(4.7)
BPS	원	3,257	3,275	3,401	4,353	4,348
DPS	원	0	0	0	0	0

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 1월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2021년 1월 31일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com

그림 1. 11월 준공된 제주드림타워



자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 2. 제주드림타워의 입지 - 제주시도 위치&공항/터미널 접근성



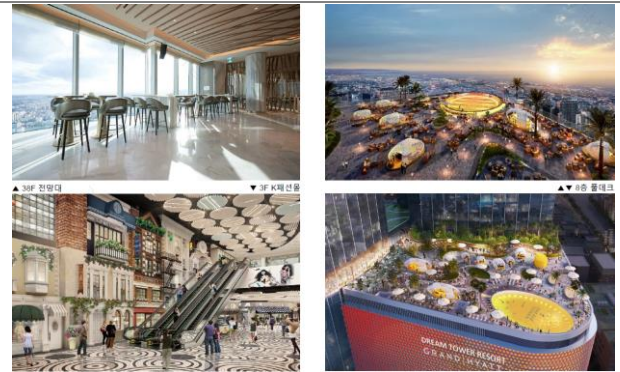
자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 3. 그랜드 하얏트 브랜드 올스위트 호텔(총 1,600실)



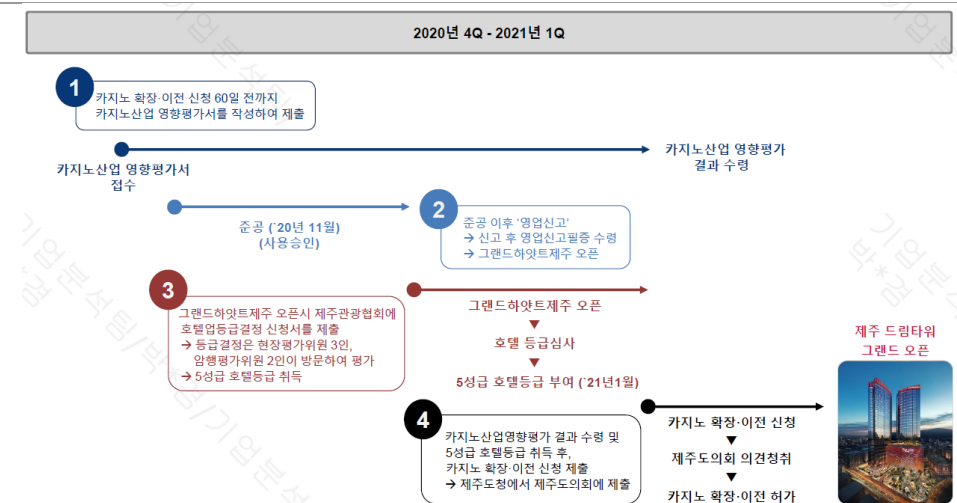
자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 4. 리테일, 전망대, 인피니티풀 및 스파 등 부대시설 확충



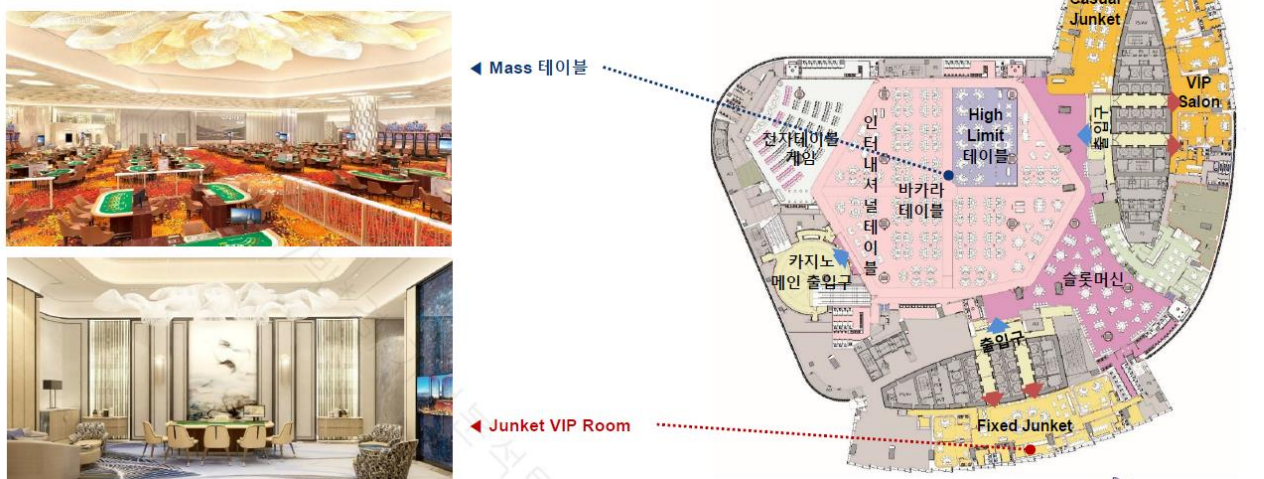
자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 5. 롯데관광개발 타임라인 - 작년 12월 호텔 오픈, 2월 확장 허가 시 3월 카지노 개장 예정



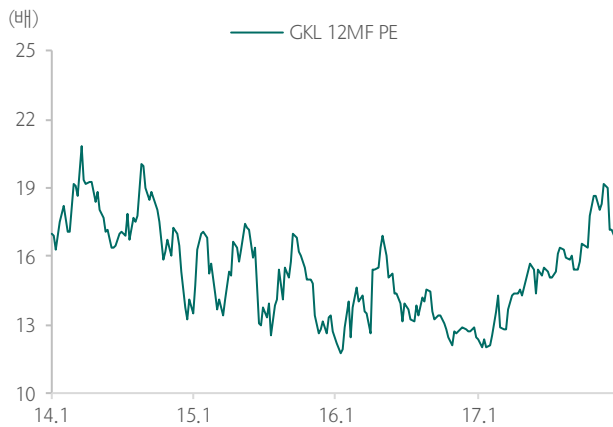
자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 6. 롯데관광개발 카지노 배치 예정도



자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 7. 중국향 기대감에 따라 20배까지 올라갔던 GKL의 12MF P/E



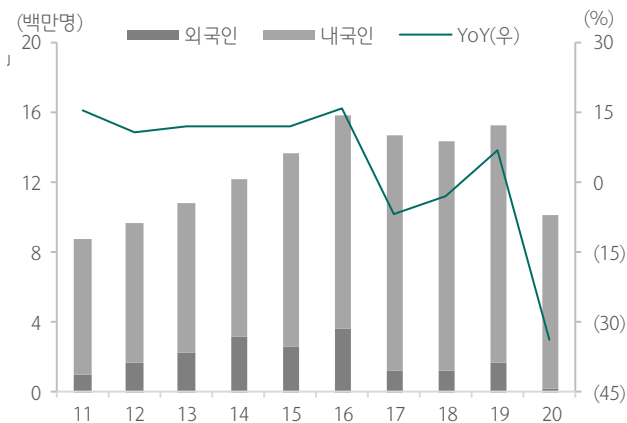
자료: Quantivize, 하나금융투자

그림 8. 중국향 기대감에 맞춰 움직인 파라다이스의 12MF P/B



자료: Quantivize, 하나금융투자

그림 9. 제주도 입도객 수 추이



자료: 제주특별자치도, 하나금융투자

그림 10. 제주드림타워 수익가치평가 테이블

	2019년	2020년 (5~12월)	2021년	2022년	2023년	2024년
매출		453,252	784,668	827,621	874,413	918,311
카지노		291,901	542,934	579,700	615,419	653,046
호텔		133,773	198,393	202,436	211,370	215,449
리테일		27,578	43,341	45,485	47,624	49,816
EBITDA		98,928	182,898	198,031	218,674	236,147
카지노		77,370	156,532	171,562	187,569	203,223
호텔		17,443	19,719	19,298	23,426	24,734
리테일		4,114	6,647	7,171	7,679	8,190

자료: 한국기업평가, 하나금융투자
주: 단위는 백만원

그림 11. 롯데관광개발 자금 조달 현황: 2020년말 현금 900억원+ 1Q21 전환사채 1,000억원 조달 예정

✓ 자금 조달 현황

구분	합계	(단위: 억 원)									
		2015 4Q	2017 3Q	2018		2019			2020 4Q 종료 및 오픈	2021 1Q	
기조달 자금	현물출자	1,000	1,000								
	국내 CB	400	400								
	유상증자	2,158			2,158						
	해외 CB	710						710			
	소계	4,268	1,000	400	2,158			710			
	담보대출 ¹	7,000							7,000		
추가 조달	전환사채 ²	1,000								1,000	

자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

주: 1분기 조달 예정 금액 1,000억원 중 현재 370억원만 조달, 3월 추가 조달 예정

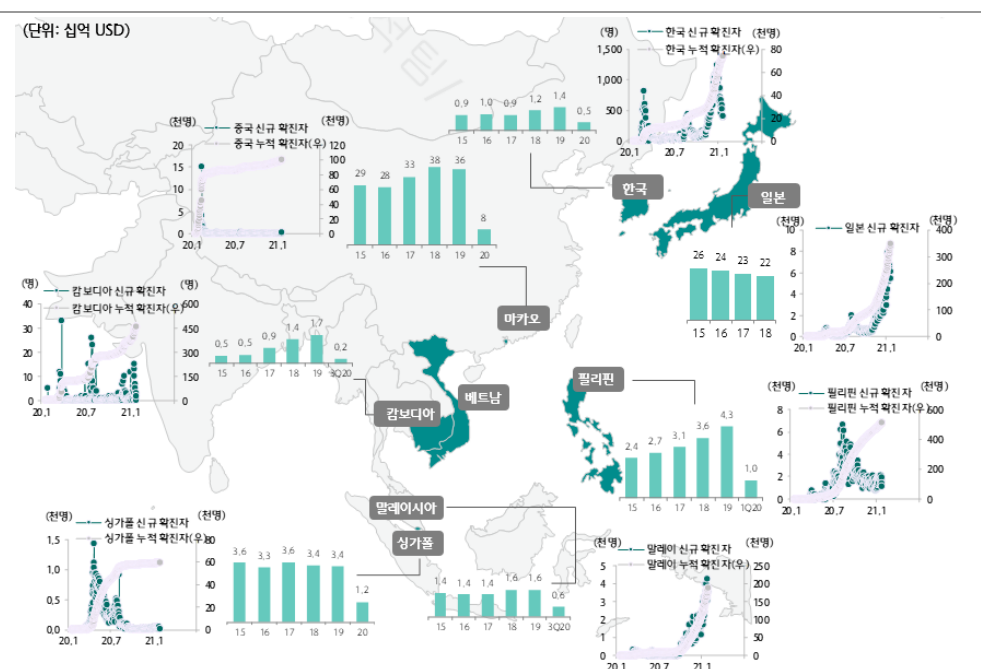
표 1. 롯데관광개발 예상 실적 시나리오(온기 영업 가정)

(단위: 십억원)

	시나리오 1(Normal)	시나리오 2(Bull)	비고
매출	823	1,066	각각 일매출 165만원/223만원 가정 각각 투숙률 70%/80% 가정 호텔의 약 80% 가정
카지노	603	813	
호텔	123	140	
F&B	98	112	
매출원가	545	712	
매출총이익	278	354	
GPM(%)	34%	33%	
판관비	119	119	편의상 인건비와 감가비만 반영
영업이익	159	234	
OPM(%)	19%	22%	
영업외비용	33	33	담보대출 7,000억원 이자(4.3%), CB 1,000억원 이자(2.5%)
당기순이익	99	157	법인세율 22% 가정

자료: 하나금융투자

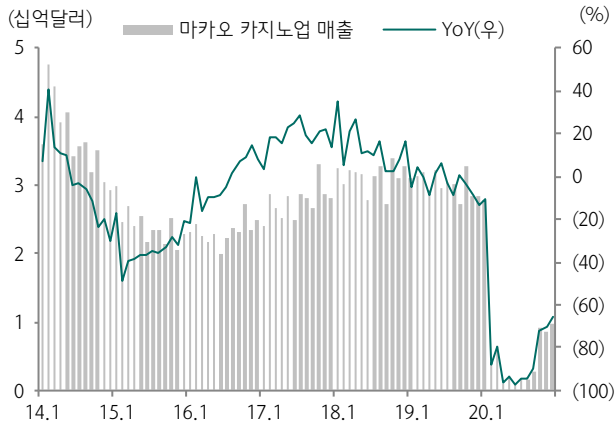
그림 12. 아시아 국가별 카지노 GGR



자료: 각사 정보 취합, Bloomberg, 하나금융투자

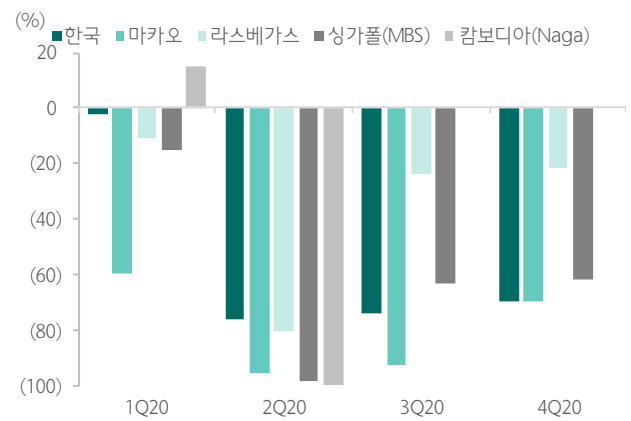
주: 단위는 \$십억, 캄보디아는 프놈펜의 Naga Corp 규모만 반영되었으며 필리핀은 PAGCOR와 IR 합산 금액

그림 13. 마카오 카지노 월별 매출 및 성장률 추이



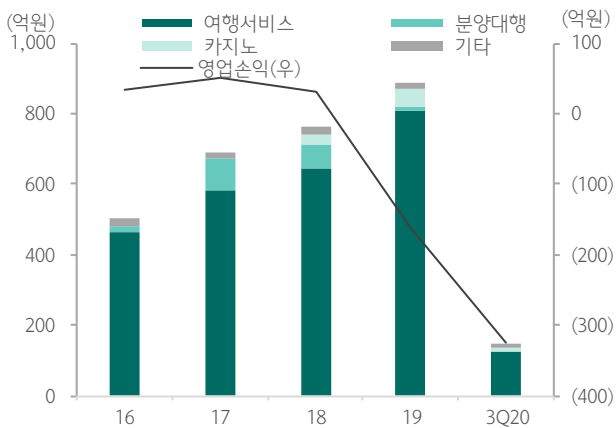
자료: 블룸버그, 하나금융투자

그림 14. 2020년 분기별 글로벌 카지노 매출 증감율 추이



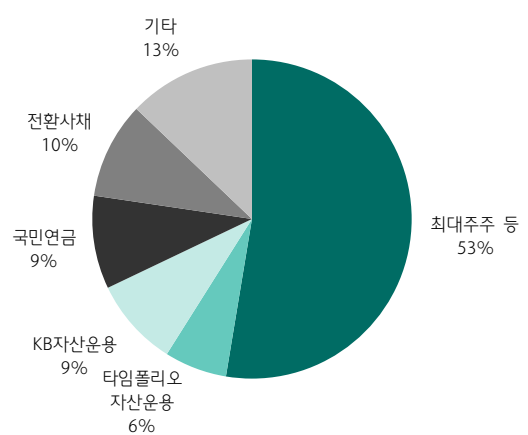
자료: 각사 공시 및 블룸버그, 하나금융투자
주: Naga는 1H20 이후 분기 실적 공시X

그림 15. 롯데관광 개발 실적 추이



자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 16. 주요 주주 지분율



자료: 롯데관광개발, 하나금융투자
주: 기발행 전환사채 희석 가정 기준

표 2. 롯데관광개발 실적 테이블

(단위: 억원)

	14	15	16	17	18	19	3Q20 누적
매출액	423	447	504	692	761	884	147
여행서비스	379	401	464	580	644	809	123
분양대행	20	22	17	91	70	13	0
카지노	0	0	0	0	25	47	13
기타	24	24	23	22	22	16	10
매출총이익	210	237	272	311	319	228	28
GPM(우)	50	53	54	45	42	26	19
영업이익	215	222	239	260	289	390	354
OPM(우)	(5)	15	33	51	30	(162)	(326)
당기순이익	(1)	3	7	7	4	(18)	(222)

자료: 롯데관광개발, 하나금융투자