



하나금융그룹

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 심의위원회 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 윈팰리스/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 가능성성이 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 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 1월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 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


하나금융투자

그림 1. 11월 준공된 제주드림타워



자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 2. 제주드림타워의 입지 – 제주도심 위치&amp;공항/터미널 접근성



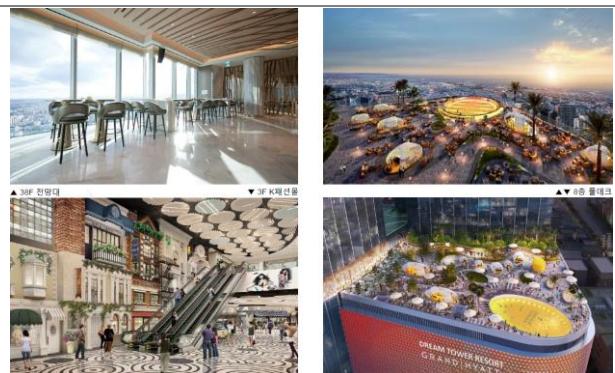
자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 3. 그랜드 하얏트 브랜드 올스위트 호텔(총 1,600실)



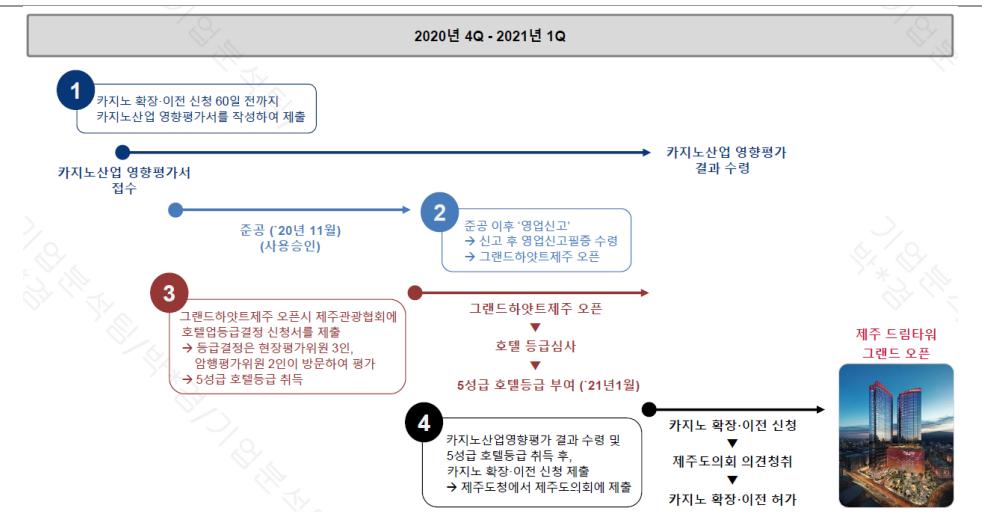
자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 4. 리테일, 전망대, 인피니티풀 및 스파 등 부대시설 확충



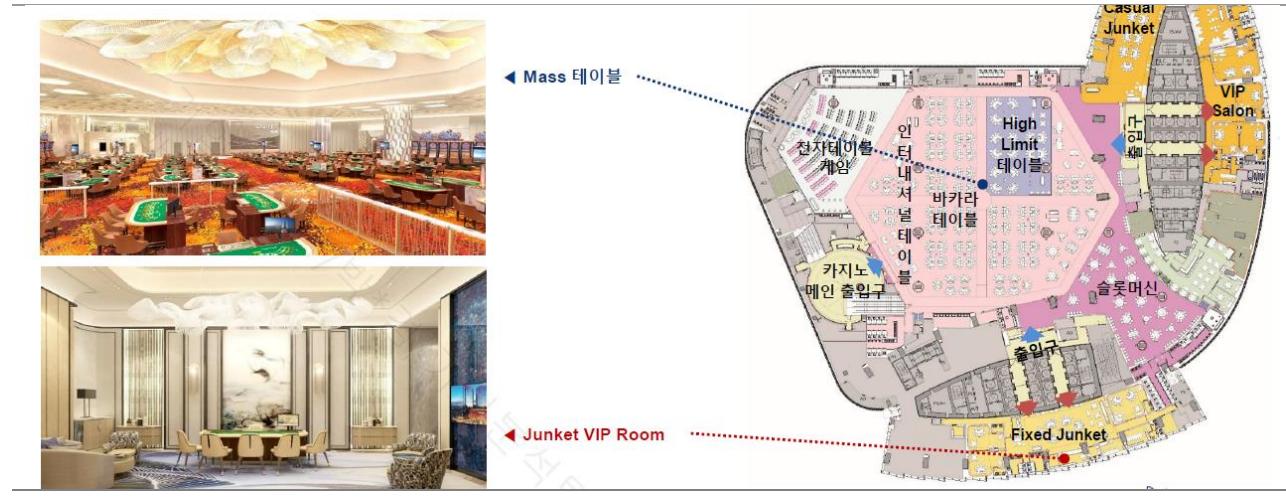
자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

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



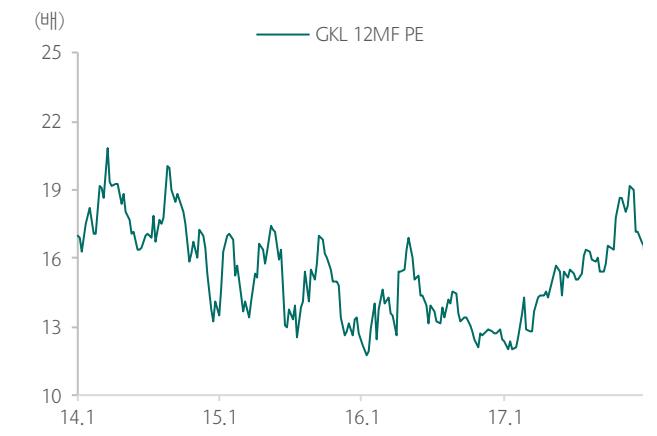
자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 6. 롯데관광개발 카지노 배치 예정도



자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

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



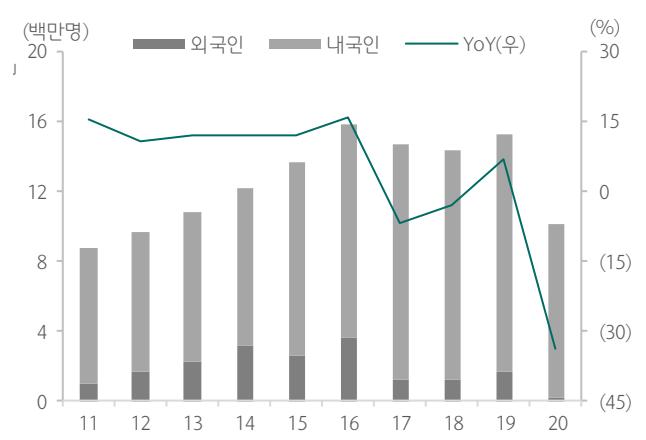
자료: Quantiwize, 하나금융투자

그림 8. 중국향 기대감에 맞춰 움직인 파라다이스의 12MF P/B



자료: Quantiwize, 하나금융투자

그림 9. 제주도 입도객 수 추이



자료: 제주특별자치도, 하나금융투자

그림 10. 제주드림타워 수익가치평가 테이블

|        | 2019년 | 2020년<br>(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

자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

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

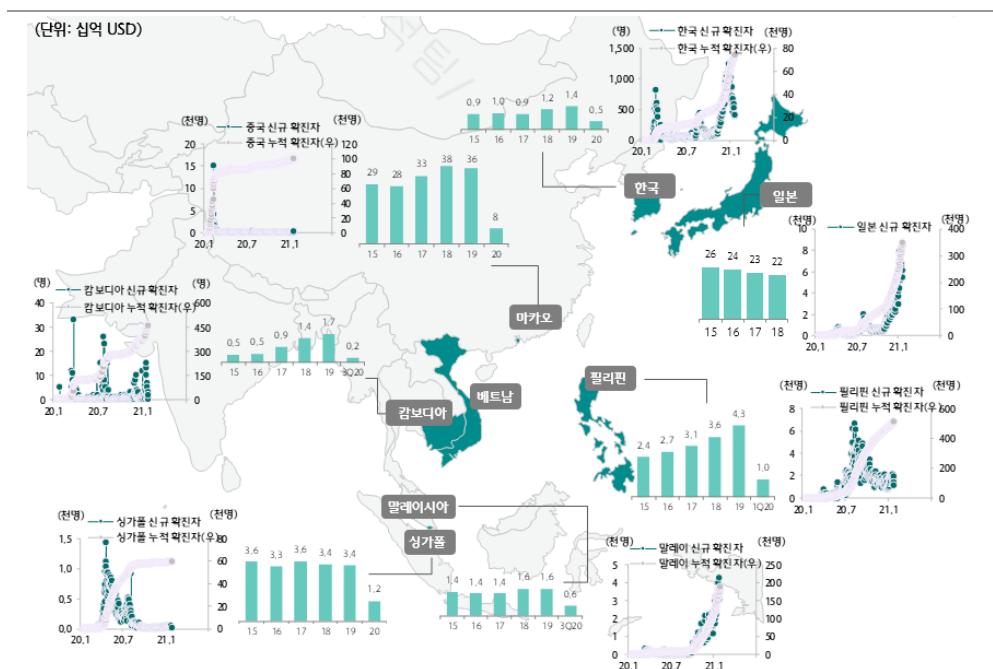
표 1. 롯데관광개발 예상 실적 시나리오(온기 영업 가정)

(단위: 십억원)

|        | 시나리오 1(Normal) | 시나리오 2(Bull) | 비고   |
|--------|----------------|--------------|--|
| 매출     | 823            | 1,066        |  |
| 카지노    | 603            | 813          | 각각 일매출 165만원/223만원 가정                      |
| 호텔     | 123            | 140          | 각각 투숙률 70%/80% 가정                          |
| F&B    | 98             | 112          | 호텔의 약 80% 가정                               |
| 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

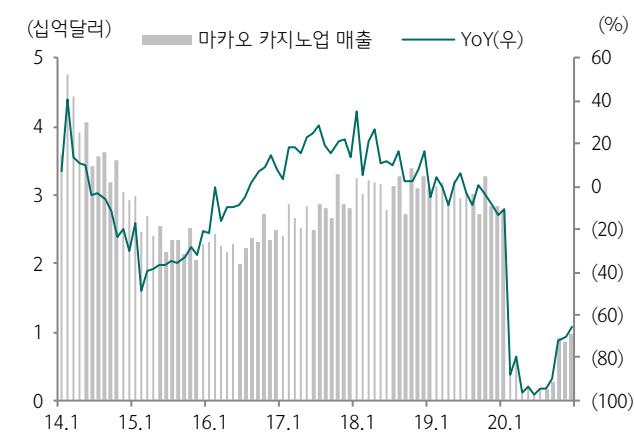
그림 12. 아시아 국가별 카지노 GGR



자료: 각사 정보 취합, Bloomberg, 하나금융투자

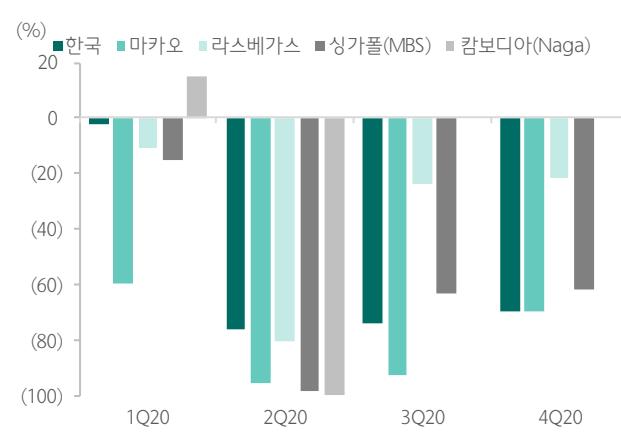
주: 단위는 \$십억, 캄보디아는 프놈펜의 Naga Corp 규모만 반영되었으며 필리핀은 PAGCOR와 IR 합산 금액

그림 13. 마카오 카지노 월별 매출 및 성장률 추이



자료: 블룸버그, 하나금융투자

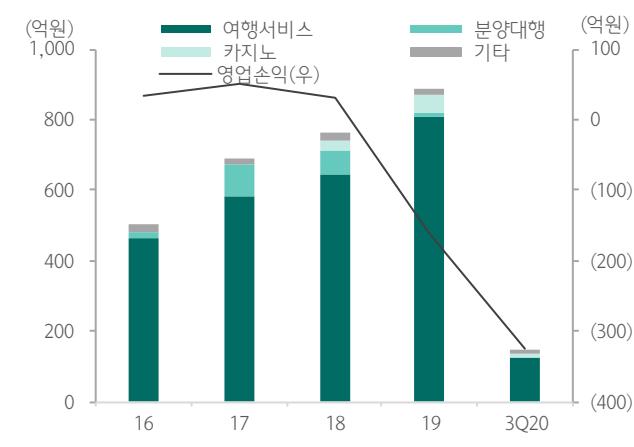
그림 14. 2020년 분기별 글로벌 카지노 매출 증감률 추이



자료: 각사 공시 및 블룸버그, 하나금융투자

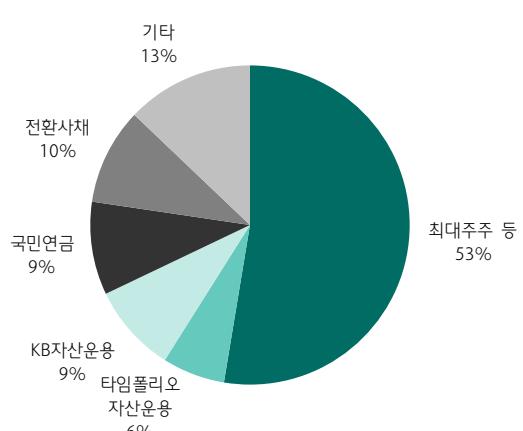
주: Naga는 1H20 이후 분기 실적 공시X

그림 15. 롯데관광 개발 실적 추이



자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 16. 주요 주주 지분율



자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

주: 기발행 전환사채 회석 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(%) | 50  | 53  | 54  | 45  | 42  | 26    | 19      |
| 영업이익   | 215 | 222 | 239 | 260 | 289 | 390   | 354     |
| OPM(%) | (5) | 15  | 33  | 51  | 30  | (162) | (326)   |
| 당기순이익  | (1) | 3   | 7   | 7   | 4   | (18)  | (222)   |

자료: 롯데관광개발, 하나금융투자