

롯데관광개발 (032350)

호텔/레저

이진협



02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (I)
목표주가	- (I)
현재주가 (3/15)	18,100원
상승여력	-

시가총액	12,545억원
총발행주식수	69,307,816주
60일 평균 거래대금	89억원
60일 평균 거래량	520,548주
52주 고	22,800원
52주 저	14,300원
외인지분율	6.04%
주요주주	김기병 외 5 인 56.41%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.0	9.0	(10.6)
상대	6.2	24.3	3.8
절대(달러환산)	0.5	4.0	(18.2)

코로나19 이전과 이후가 완전히 다른 회사

완전히 달라진 롯데관광개발

롯데관광개발에 대해 Not Rated 의견을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 코로나19 기간 중에 영업을 개시한 제주드림타워의 실적 전망과 성과 평가에 있어 중요한 카지노의 영업 환경이 정상적이지 않아 정상적 영업 하에서의 동사의 체력을 평가하기가 어려운 점을 감안하여 Not Rated 의견을 제시하지만, 23년 카지노 매출액 2,000억원 수준을 기록할 경우, 동사의 적정 가치는 2.3조원 수준으로 평가할 수 있을 것이라 판단한다. 전환사채 등의 희석 감안 시, 주당 2.8만원 수준이다.

타워2 개장으로 호텔 사업 확장 본격화 전망

지난해 11월 29일부터 타워2를 개장함으로써 운영 객실 수는 기존 750실에서 1,600실로 확대되었다. 내국인 관광객의 입소문을 타면서 OCC가 꾸준히 우상향하고 있으며, ADR 역시 초기 프로모션에 따른 할인 판매가 점차 정상 판매로 비중이 높아지며 상향되는 추이를 보일 수 있을 것으로 기대된다. 지난 4Q21 기준 750실 기준 OCC는 91%에 육박하였으며, ADR은 29.2만원 수준이었다. 동사는 OCC 50% 이상 시, EBITDA 흑자, 70% 이상 시 영업이익 기준 흑자를 예상하고 있는 데, 현 추세 고려 시 OCC 70% 수준은 충분히 달성 가능할 것으로 예상된다.

제주 신공항 건설 논의 본격화 전망

제주도는 무비자 입국이 가능하고, 중국 동북부와 일본 등과 인접하다는 지리적 이점을 가지고 있다. 또한 동사는 제주공항과 매우 인접한 도심 지역에 자리잡고 있어, 카지노 VIP 영업을 하기에 여러 조건이 우호적이다. 다만, 제주 공항의 포화가 아쉬움이 남는다. 정킷 중심으로 운영을 하였던 랜딩 카지노의 경우, 2018년 3,848억원의 카지노 매출을 기록하기는 했지만, 중국 정부의 규제로 정킷에 대한 불확실성이 대두된 상황이다. 제주 신공항에 대한 논의가 본격화될 필요가 있는 데, 윤석열 당선인은 제주 신공항 건설을 조속히 추진하겠다는 입장이기 때문에 공항 CAPA 부담에 대한 해소가 가능할 수 있을 것이라 판단된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	599	391.4	48.4		
영업이익	-129	적지	적지		
세전계속사업이익	-288	적지	적지		
지배순이익	-275	적지	적지		
영업이익률 (%)	-21.4	적지	적지		
지배순이익률 (%)	-45.9	적지	적지		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	884	168	1,071	3,223
영업이익	-162	-714	-1,302	48
지배순이익	-145	-819	-1,972	-565
PER	-61.3	-11.9	-6.2	-22.2
PBR	2.9	4.3	25.6	-139.1
EV/EBITDA	-80.0	-32.0	-34.9	27.5
ROE	-4.9	-30.4	-142.4	-294.0

자료: 유안타증권

[표 1] 롯데관광개발 EV/EBITDA Valuation

(단위: 억원, x 배, 천주, 원)

	23년	Target EV/EBITDA	비고
EBITDA	1,969	14	P-City Multiple 대비 30% 할인
적정 EV	27,563		
순차입금	4,090		23년 추정
현금성자산	759		4Q21 기준
차입금	7,186		4Q21 기준, 전환사채 제외
적정 시가총액	23,473		
유통주식 수	84,855		전환가능주식 희석 감안 시
적정가치	27,663		

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 롯데관광개발 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
영업수익	122	245	300	404	599	701	906	1,017	1,071	3,223	5,072
YoY	-5.2%	3916.6%	2356.3%	1854.5%	391.4%	185.5%	202.1%	151.7%	538.8%	200.9%	57.4%
여행	2	6	8	20	4	16	73	79	35	173	627
호텔	109	199	197	269	429	518	581	566	774	2,094	2,247
객실	58	131	144	183	281	336	371	325	516	1,313	1,379
F&B 등	52	78	78	109	168	202	230	260	317	861	948
리테일	7	8	9	11	15	15	15	15	35	60	60
카지노	0	31	81	98	146	146	232	353	210	877	2,118
기타 및 내부거래	5	2	4	6	5	5	5	5	17	20	20
영업비용	500	541	637	694	728	757	824	866	2,373	3,175	3,790
영업이익	-378	-296	-337	-290	-129	-56	82	151	-1,302	48	1,282
OPM	-310.2%	-120.5%	-112.5%	-71.8%	-21.4%	-8.0%	9.0%	14.8%	-121.5%	1.5%	25.3%
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	흑전	2575.4%

자료: 롯데관광개발, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 제주드림타워 개요

■ 연면적 기준 국내 1위의 제주도 최고층 랜드마크 복합리조트

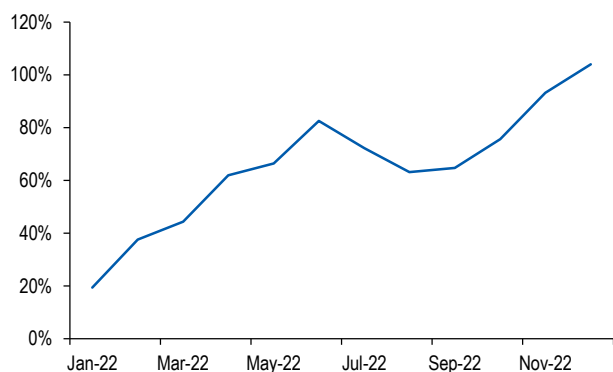
공동시행사	롯데관광개발, 녹지그룹
규모	- 부지면적 23,300㎡ (7,048평) - 연면적 303,737㎡ (91,880평)
층수 / 높이	지상38층, 지하6층 / 169m (제주 최대높이 랜드마크)
호텔	스위트룸 Grade 1,600객실
카지노	- 테이블 148대 / 슬롯머신 & ETG 261대 (Junket VIP 테이블 25개, 전체 테이블 대비 16% 수준) - 카지노 면적 : 5,367.67㎡ (1,624평)
부대시설	MICE 10개, F&B 14개, 수영장(인피니티풀 포함), 스파, 사우나
투자비용	토지 1,133억원 + 건축비 4,779억원 + 인테리어 2,815억원 등 + Opex* = 총 1조 7천억원



*1. Opex: 호텔 영업과 관련 비용, 집기, 자동차 등

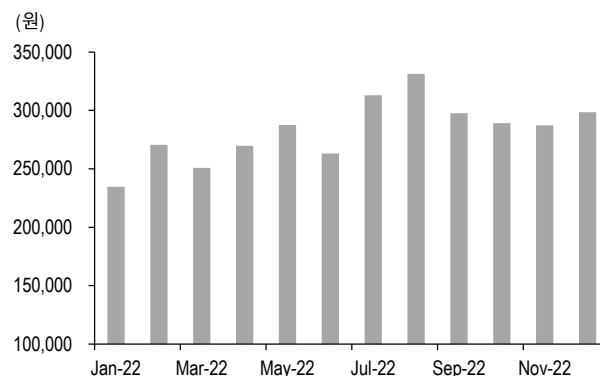
자료: 롯데관광개발, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 그랜드하얏트 제주 OCC 추이



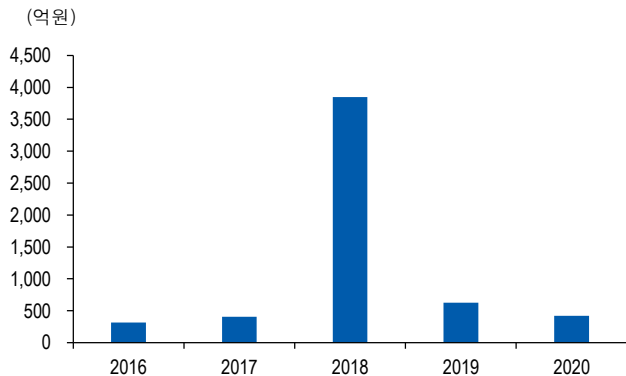
자료: 롯데관광개발, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 그랜드하얏트 제주 ADR 추이



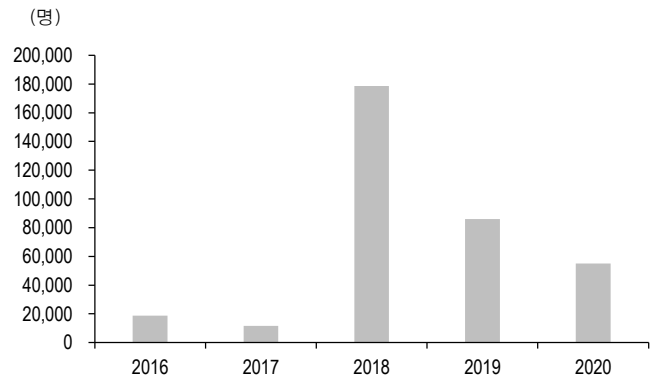
자료: 롯데관광개발, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 랜딩카지노 카지노 매출액 추이



자료: 제주도청, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 랜딩카지노 카지노 입장객 추이



자료: 제주도청, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 윤석열 당선인 제주 제2공항 추진 공약

4

제주 제2공항 조속 착공

제주 제2공항을 조속히 건설하여 항공 수요를 분산하고 추가 수요를 확보하며 항공 안전을 강화하겠습니다. 제주공항공사를 설립하여 공항 운영수익은 도민을 위해 활용하고, 공항복합도시를 조성하여 제2공항 건설의 시너지를 극대화하겠습니다.

국민의힘이 약속합니다

- ▶ 제주 제2공항 조속 건설
- ▶ 제주공항공사 설립, 공항 운영 수익 도민을 위해 활용
- ▶ 에어시티 지구, 스마트혁신 지구, 항공물류 지구 등 공항복합도시 조성

자료: 국민의힘, 유안타증권 리서치센터

롯데관광개발 (032350) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	884	168	1,071	3,223	5,072
매출원가	656	165	0	0	0
매출총이익	228	3	1,071	3,223	5,072
판매비	390	717	2,373	3,175	3,790
영업이익	-162	-714	-1,302	48	1,282
EBITDA	-115	-534	-610	789	1,984
영업외손익	24	-102	-771	-640	-627
외환관련손익	19	38	-55	0	0
이자손익	3	-87	-605	-652	-640
관계기업관련손익	2	-12	-13	0	0
기타	0	-41	-97	12	12
법인세비용차감전순이익	-138	-815	-2,072	-592	655
법인세비용	9	5	-79	-20	157
계속사업순이익	-147	-821	-1,994	-572	498
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-147	-821	-1,994	-572	498
지배지분순이익	-145	-819	-1,972	-565	489
포괄순이익	-176	-796	-1,948	-572	498
지배지분포괄이익	-174	-795	-1,946	-572	497

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-233	-1,145	-604	428	1,460
당기순이익	-147	-821	-1,994	-572	498
감가상각비	36	167	669	722	687
외환손익	-20	-40	53	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	13	0	0
자산부채의 증감	-143	-500	409	168	170
기타현금흐름	40	48	246	111	106
투자활동 현금흐름	-381	-5,789	-1,140	-211	-213
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,117	-5,525	-1,351	-200	-200
유형자산 감소	0	1	1	0	0
기타현금흐름	1,735	-265	210	-11	-13
재무활동 현금흐름	646	7,353	1,216	-39	-539
단기차입금	2	795	-314	0	0
사채 및 장기차입금	688	6,620	1,568	0	-500
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-44	-63	-38	-39	-39
연결범위변동 등 기타	0	0	331	-199	-237
현금의 증감	32	419	-197	-21	471
기초 현금	131	163	582	385	364
기말 현금	163	582	385	364	835
NOPLAT	-172	-718	-1,302	48	1,282
FCF	-2,350	-6,670	-1,954	228	1,260

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

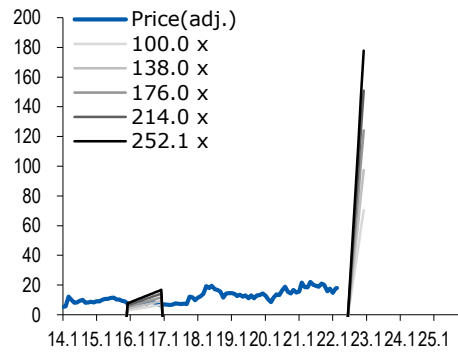
재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	531	1,248	532	644	1,193
현금및현금성자산	163	582	385	364	835
매출채권 및 기타채권	147	369	33	64	83
재고자산	42	40	67	169	229
비유동자산	5,219	10,737	10,937	10,396	9,894
유형자산	4,461	9,881	9,809	9,287	8,800
관계기업 등 지분관련자산	33	14	1	1	1
기타투자자산	191	301	360	360	360
자산총계	5,750	11,985	11,468	11,040	11,087
유동부채	2,507	2,124	2,462	2,585	2,656
매입채무 및 기타채무	1,584	1,172	708	830	901
단기차입금	10	806	492	492	492
유동성장기부채	0	0	658	658	658
비유동부채	186	7,600	8,543	8,543	8,043
장기차입금	0	6,630	6,718	6,718	6,218
사채	0	588	1,473	1,473	1,473
부채총계	2,693	9,723	11,005	11,128	10,699
지배지분	3,089	2,295	474	-90	399
자본금	346	346	346	347	347
자본잉여금	5,263	5,263	5,369	5,369	5,369
이익잉여금	-2,643	-3,455	-5,426	-5,991	-5,502
비지배지분	-33	-34	-11	2	-11
자본총계	3,057	2,261	463	-88	388
순차입금	379	7,354	9,141	9,162	8,191
총차입금	645	8,173	9,530	9,530	9,030

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-213	-1,183	-2,846	-815	705
BPS	4,460	3,313	684	-130	575
EBITDAPS	-169	-771	-880	1,138	2,862
SPS	1,295	242	1,546	4,650	7,318
DPS	0	0	0	0	0
PER	-61.3	-11.9	-6.2	-22.2	25.7
PBR	2.9	4.3	25.6	-139.1	31.5
EV/EBITDA	-80.0	-32.0	-34.9	27.5	10.4
PSR	10.1	58.4	11.3	3.9	2.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	16.3	-81.0	538.8	200.9	57.4
영업이익 증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	2,575.4
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	-186.6
매출총이익률 (%)	25.8	1.6	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	-18.3	-425.7	-121.5	1.5	25.3
지배순이익률 (%)	-16.4	-488.5	-184.0	-17.5	9.6
EBITDA 마진 (%)	-13.0	-318.5	-56.9	24.5	39.1
ROIC	-6.0	-11.1	-13.1	0.5	11.0
ROA	-2.7	-9.2	-16.8	-5.0	4.4
ROE	-4.9	-30.4	-142.4	-294.0	316.9
부채비율 (%)	88.1	430.1	2,377.4	-12,678.4	2,759.2
순차입금/자기자본 (%)	12.3	320.4	1,927.6	-10,160.8	2,054.8
영업이익/금융비용 (배)	-14.5	-7.8	-2.1	0.1	2.0

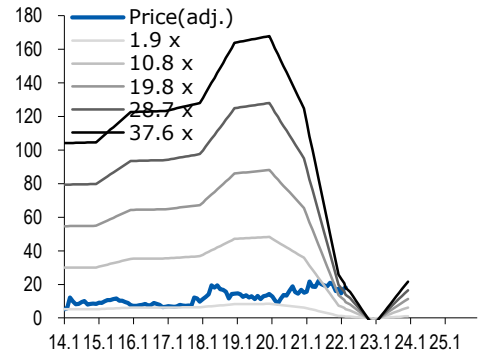
P/E band chart

(천원)

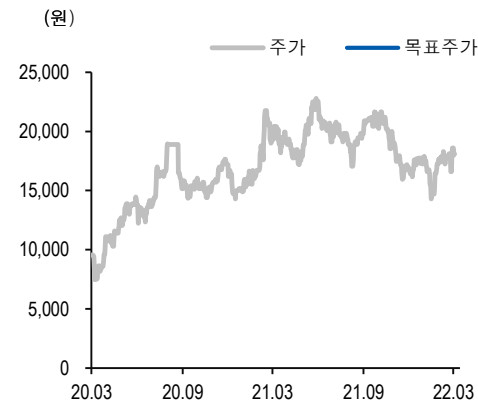


P/B band chart

(천원)



롯데관광개발 (032350) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-03-16	Not Rated 담당자변경	-	1년		
2021-04-12	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.1
Hold(중립)	7.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-03-13

※ 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: 이진협)
- 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, 절대수익률 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 투자결정은 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.