



카지노&중국인@제주도★최고※수익보장

25E EBITDA 195,381 백만원에 Target EV/EBITDA 12.3x를 적용한 목표주가 19,220 원, 투자 의견 BUY를 제시한다. 코로나와 중국의 불황 및 한국 규제는 카지노 기업들에게 날린 원투펀치와 같았다. 특히 제주도의 랜드마크, 제주드림타워를 소유하고 있는 동사의 어려움은 말로 형용할 수조차 없었다. 하지만 밤이 어두운만큼, 떠오를 태양은 더욱 밝다. 지금까지 설부른 기대와 실망만 가득했던 중국 경기의 회복이 드디어 가시화됐고, 제주도의 외국인 입도객 수는 코로나 이전 수준을 거의 회복했다. 동사의 실적 상승이 수치화되는 순간, 동사의 주가는 아무도 가보지 않은 길을 걷게 될 것이다. 중국 관광객과 VIP를 위주로 동사가 당첨될 로또의 크기를 가능해보자.

Point ① - CHINESE' Back

차이나 인바운드는 지속적으로 거론되어왔으나 길고 길었던 경기 불황은 불안으로 이어졌고, 중국인들은 좀처럼 지갑을 열지 않았다. 그러나 24년은 다르다. 소비여력이 충분하고, 부동산 경기 침체와 코로나로 위축되었던 경기가 활기를 되찾고 있다. 정부에서도 이구환신 정책, 대규모 특채, 금리 인하와 기준율 인하로 소비를 부추기고 있다. 24년은 이 모든 정책의 영향이 하나로 모이는 시기이다. 그 효과는 숫자로 증명되고 있다. 24년, 중국인들의 지갑은 활짝 열렸다.

Point ② - 카지노 칩 장전, 동사에게 배팅

소비 심리는 돌아왔는데, 돌아갈 카지노가 없다. 중국 지하 자금의 유통 경로이자 국부 유출의 블랙홀이 되어버린 마카오는 대대적인 규제에 들어갔고, 가득하던 중국 VIP는 빠져나갔다. 하지만 도박을 쉽게 끊을 수 있을 리 없다. 이제 사라진 수요의 행방을 제주도에서 찾을 수 있을 것이다. 이들에게 제주도는 가깝고, 시설 좋고, 심지어 무비자로 방문할 수 있는 완벽한 대체지다. 제주도 카지노를 독점하고 있는 동사의 문을 사방에서 두드린다. 카지노의 게임은 대수의 법칙에 의해 중국에는 카지노가 이길 수밖에 없도록 설계되어 있다. 이번 게임도 동사가 이길 수밖에 없다.

추정 연결손익계산서							
(단위 : 백만 원)							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업수익	88,449	16,769	107,072	183,671	313,548	502,375	618,223
YoY(%)	-	-81.0%	538.5%	71.5%	70.7%	60.2%	23.1%
영업비용	104,605	88,154	238,322	302,391	374,154	462,587	539,452
영업원가	65,648	16,499	-	-	-	-	-
판매일반관리비	38,956	71,655	238,322	302,391	374,154	462,587	539,452
영업이익	(16,155)	(71,385)	(131,250)	(118,720)	(60,606)	39,788	78,771
OPM(%)	-18.3%	-425.7%	-122.6%	-64.6%	-19.3%	7.9%	12.7%
EBITDA	(12,208)	(54,139)	(62,374)	(35,843)	26,117	155,503	195,381
감가상각비+무형자산상각비	3,948	17,246	68,876	82,877	86,723	115,715	116,610
금융손익	2,373	(8,384)	(71,263)	(104,938)	(118,206)	(114,079)	(84,413)
기타손익	(137)	(569)	(5,599)	(147)	(35,173)	(362)	(277)
관계기업투자손익	160	(1,203)	(279)	(233)	588	588	588
세전순이익	(13,760)	(81,541)	(208,391)	(224,038)	(213,398)	(74,065)	(5,331)
법인세비용	922	527	(7,695)	670	(11,067)	(2,118)	(152)
당기순이익	(14,682)	(82,069)	(200,696)	(224,708)	(202,331)	(71,947)	(5,179)
NPM(%)	-16.6%	-489.4%	-187.4%	-122.3%	-64.5%	-14.3%	-0.8%

Rating

Buy

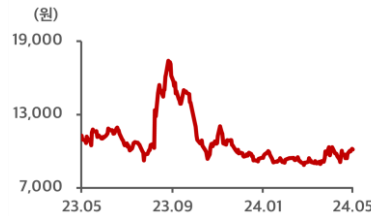
목표주가: 19,220 원

현재주가: 10,150 원

상승여력: 89.4%

12M 주가추이

시가총액 7,733 억원



B/S data (FY23)

자산 총계 1 조 7,641 억원

부채 총계 1 조 6,985 억원

자본 총계 655 억원

Earning data(24E)

EPS -1,073 원

EBITDA 155,503 백만원

ROE -52.9%

주요 주주

김기병 외 4인 39.95%

동화투자개발(주) 5.88%

SMIC 5 팀

팀장 48 기 김한솔

팀원 48 기 허정민

49 기 박상은

49 기 이효진

49 기 정예환

CONTENT

1. 가깝지만 먼 너, 외국인 전용 카지노 - 산업분석	3
2. ‘롯데’도, ‘관광’도, ‘개발’도 아닌 너는 누구? - 기업 분석	6
3. 투자포인트 Main Idea	8
4. CHINESE’ Back - Point ①	10
5. 카지노칩 장전, 동사에게 배팅 - Point ②	16
6. Issue & Risk	21
7. Valuation - EV/EBITDA Method	23
8. Appendix	31

1. 가깝지만 먼 너, 외국인 전용 카지노 - 산업분석

사람을 현혹시키는 화려한 불빛과 다양한 볼거리, 그리고 일확천금의 꿈. 인간 본성에 존재하는 무수히 많은 측면 중 도박과 돈을 향한 욕망은 분명 그 중 하나다. 한국 카지노 산업은 중국의 한한령, 코로나로 인한 국경 봉쇄 등으로 바람 잘 날 없었지만 이제는 기대해도 좋다. 밀려오는 중국인과 함께 실적 턴어라운드를 시작한 카지노들은 전례 없는 잭팟을 터트릴 것이다. 먼저 국내 카지노 산업의 특징부터 수익구조까지 알아보며 매력적인 카지노의 세계로 빠져보자.

1.1. 한국의 카지노 산업

진입장벽이 높은
카지노 산업

국내 카지노 산업은 정부의 허가를 받고 운영해야 하는 라이선스 산업이자, 신규 카지노를 만들기 위해 거쳐야 하는 엄격한 절차들로 인한 과점시장이다. 여행 및 레저 산업과 시너지 효과가 크고, 정부에게 납부하는 관광진흥기금 및 개별소비세 등의 세수 확보 기능에도 불구하고 신규 카지노의 진입장벽이 굉장히 높은 이유는 사실 한국 정서와 밀접하게 연관되어 있다. 카지노가 도박 중독을 조장하고 미풍양속을 해치는 악한 산업이라는 인식이 아직까지 퍼져있기 때문이다.

단 3곳 뿐인
외국인 전용 카지노

해당 인식은 해외 대부분의 나라와는 다른 한국만의 특이한 카지노 구조를 형성하는 데에도 일조했는데, 바로 내국인/외국인 전용 카지노다. 현재 한국에서 카지노업을 영위하고 있는 강원랜드, GKL, 파라다이스, 그리고 동사까지 총 4개의 상장사 중 내국인이 출입할 수 있는 카지노는 강원랜드가 유일하다. 동사와 파라다이스, GKL은 모두 외국인전용 카지노로 한국인은 동사를 방문할 수 없는 것이다. 외국인만이 카지노를 이용할 수 있는 만큼, 한국의 카지노가 외화획득 및 관광산업의 수출 역할까지 도맡아 하고있다고 해도 과언이 아니다.

대외적 변수에
영향을 많이 받음

그렇기에 외국인 전용 카지노 산업의 가장 중요한 투자 포인트는 외국인 관광객이 얼마나 한국을 많이 늘러오는지 여부다. 실제로 21년 6월 첫 카지노를 개장한 동사를 제외한 나머지 카지노들의 11년부터 성장률을 살펴보면 14년 중국의 반부패 정책, 16년 사드로 인한 한한령, 19년 코로나 등 대외적 변수와 그로인한 외국인 입국 변화에 영향을 굉장히 많이 받아온 것을 알 수 있다.

하지만 각기 다른
3사의 수혜 정도

그렇다면 외국인 관광객이 늘어나기만 하면 모든 카지노가 수혜를 입는 것일까? 반은 맞고 반은 틀린 말이다. 카지노가 상대적으로 특수한 성격의 소비자 편의시설인만큼 입지 조건과 내부 시설 수준, 그리고 무엇보다 관광객의 성격에 따라서 그 수혜의 정도가 카지노 별로 달라지기 때문이다. 국내 외국인 카지노 3사를 해당 관점에서 보다 면밀하게 비교해보자.

도표 1-1. 외국인 전용 카지노 산업의 투자포인트 : 대외적 변수로 인한 외국인 입국객 수 변화



출처: KRX, SMIC 5팀

1.2. 비슷하지만 다른 카지노 3사

파라다이스는
일본이 주력

국내 외국인 카지노 상장사는 총 3곳, **파라다이스, GKL, 그리고 동사**다. 세 카지노들은 중국, 일본, 홍콩 등 **아시아 국가를 주력 시장**으로 삼으며 특히 **중국과 일본 관광객의 비중이 가장 높다**. 하지만 각 **카지노의 위치와 시설에 따라 어느 나라의 관광객이 많이 오는지에 따른 수혜의 정도가 각기 다르다**. 먼저 가장 다양한 곳에 카지노가 입점해 있는 기업은 파라다이스다. 서울과 인천, 부산, 제주에 카지노가 있으며 주력 카지노인 **인천 파라다이스 시티**의 경우 일본의 엔터 그룹 세가사미홀딩스와 공동으로 소유하고 있어 **일본인 관광객의 수혜를 비교적 많이 받는다**.

안정성이 좋은 GKL
복합리조트는 부재

GKL의 경우 주력 업장 세 곳이 모두 서울 도심과 부산 시내에 있어 파라다이스와 동사만큼 일본인과 중국인 관광객 중 **한 국가로의 의존도가 크지 않으며**, 다양한 국적의 손님들이 실적을 견인한다. 호텔 및 복합시설을 모두 같이 운영하는 **복합리조트가 없고**, 카지노만 보유하고 있어 상대적으로 고객 서비스 제공을 통한 모객 측면에서 **차별화된 경쟁력이 부재하다는 단점**이 있다. 하지만 한국관광공사 산하의 공기업인 만큼 **안정성 측면에서는 이점이 존재한다**.

제주도에 입점한 동사
중국인의 NO.1 카지노

반면 동사의 경우 단 한 곳, **제주도에서 카지노와 호텔을 함께 운영** 중이다. 하지만 그렇다고 타 카지노보다 경쟁력이 떨어질 것이라 생각하면 오산이다. 제주도는 전통적으로 **중국인 관광객이 많이 오고**, 특히 중국 VIP는 타 국가 대비 더 많은 돈을 쓰는 **수익성 좋은 고객**이기 때문이다. 비록 동사의 현재 매출비중은 3사 카지노 대비 가장 작지만, **중국인 관광객의 회복에 따른 가장 큰 성장 여력을 보유하고** 있는 이유이기도 하다.

도표 1-2. 카지노 3사 비교

	롯데관광개발	파라다이스			GKL			
카지노 위치	제주	서울	인천	부산	제주	서울	서울	부산
호텔명	Grand Hyatt Jeju	Walkerhill	Paradise City	Paradise	Maison Glad	Inter-continental	Dragon City	Lotte
소유권	직접소유	임차	합작회사	직접소유	임차	임차	임차	임차
객실수	1600	426	769	532	513	656	1700	729
F&B 업장수	14	11	8	3	3	5	5	6
게임테이블	153	103	183	56	36	81	53	45

출처: 언론종합, KRX, SMIC 5팀

1.3. 카지노는 돈을 어떻게 벌까?

일반적인 산업과는
다른 카지노의 BM

카지노 산업은 '특정기구 등을 이용해 **우연의 결과에 따라 재산상의 이익과 손실을 주는 행위**를 하는 업'으로 정의할 수 있다. 카지노는 참가자와 **확률에 기반해 이득과 손실을 나눠 갖기**에, 재화나 서비스를 제공하고 그에 따른 금전적 가치를 수취하는 일반적인 산업 구조와는 **비즈니스 모델 자체가 다르다**. 그렇다면 도대체 카지노들은 **돈을 정확히 어떻게 버는 것일까?** 카지노 산업의 비즈니스 모델에서만 쓰이는 **용어들을 함께 알아보며 차근차근 이해**해보자.

카지노 매출 =
드랍액 X 홀드율

카지노의 매출은 **드랍액과 홀드율의 곱으로 결정**된다. 여기서 **드랍액**이란 카지노를 방문하는 손님들이 게임머니, 즉 **칩으로 교환한 금액**이고 **홀드율**은 **카지노의 승률**이다. 다시 말해 카지노와 손님은 손님이 가져온 돈으로 내기를 하고, 카지노가 이기면 카지노가, 손님이 이기면 손님이 가져가는 구조다. 그렇다면 자연스럽게 의문이 생긴다. **카지노의 홀드율은 어떻게 정해질까?**

매출에 중요한 것은
홀드올보다는 드랍액

카지노의 **홀드올은 확률에 의해 좌우된다**. 물론 카지노는 손님이 알 수 없는 각종 방식을 통해 **홀드올을 상승시키고자 하는 유인이 존재**하지만, 카지노의 게임 자체는 시행을 많이 할수록 **일정 기댓값에 수렴**하기에 **게임 횟수가 증가함에 따라 변동성은 낮아진다**. 일정 수준 이상의 게임 횟수와 드랍액이 가져오는 홀드올 수준은 보통 10% ~ 20% 사이로 수렴한다. 때문에 카지노 **매출 상승을 위한 가장 중요한 부분은 드랍액을 키우는 것이다**. 그리고 드랍액을 올리기 위해 카지노들이 집중하는 부분이 바로 **VIP, 카지노 큰손들에 대한 영업**이다.

VIP vs MASS
카지노는 VIP 선호

손님이라고 다 같은 손님이 아니다. 10만원만 쓰고 자리를 박차고 나가는 손님과 진득하게 앉아 **천만원 ~ 억원 대의 돈을 쓰는 손님**을 구분해야 함은 마땅하다. 각 기업마다 기준은 상이하지만 **큰 돈을 쓰는 손님을 VIP, 나머지는 매스로 구분**하며 카지노는 특히 VIP를 데려오기 위해 다양한 서비스를 제공한다. 실제로 VIP들이 전체 **드랍액에서 차지하는 비중은 코로나 이전 평균 70~80%에 이르며** 이 때문에 VIP를 잘 데려오는 카지노가 곧 **실적이 좋은 카지노**다.

VIP만을 위한
영업이자 투자, 콤프

큰손들에 대한 영업을 위한 **대표적인 서비스로는 콤프**가 있다. 콤프는 VIP가 호텔 내의 각종 서비스 및 F&B 등을 이용할 수 있도록 **돈처럼 쓰는 마일리지**를 지급하는 것이다. 쇼핑, 관광, 해외에서의 오는 VIP들을 위한 전세기까지 제공하는 만큼 카지노에게 **콤프는 실적을 위한 투자**임과 동시에 **유의미하게 발생하는 비용**이기도 하다. 동사와 파라다이스 대비 GKL의 **VIP 모객 경쟁력이 부족한 이유 또한 자체 운영하고 있는 호텔의 부재**로 콤프의 부담이 더 크기 때문이다.

VIP만을 위한 정켓,
이젠 커미션 지급이
대세

정켓이라 불리는 **VIP만을 위한 특별한 조직**도 존재한다. VIP를 해외에서 팀으로 데려오기 위해, 카지노의 **영업장 일부를 통째로 임대**해 게임을 진행하고, 카지노와 수익을 분배하는 정켓은 많은 카지노에서 시행하고 있는 **영업 전략**이다. 통상적으로 영업해온 **VIP가 쓴 돈의 40% 정도**를 정켓이 가져간다. 하지만 마카오 규제 이후 **정켓의 빠른 축소**와 함께 이익의 배분이 아닌 **개별 에이전트에게의 커미션 지급**으로 **VIP 모객 전략**이 바뀌고 있다.

영업 레버리지가
굉장히 큼

영업 레버리지 또한 카지노 수익구조의 큰 특징이다. 특히 호텔과 카지노를 동시에 운영하는 경우, 손님이 없어도 지출해야 하는 인건비 등 **고정비 부담이 크며** 최근 코로나로 인해 국내 카지노 기업들의 **재무 여력이 많이 악화**된 이유기도 하다. 하지만 그만큼 영업 레버리지 효과가 커 돈을 벌어들일 때는 **굉장한 속도로 버는만큼 산업의 흐름을 파악**하고 투자하는 것이 필요하다.

중국인 VIP의 드랍액
= 실적

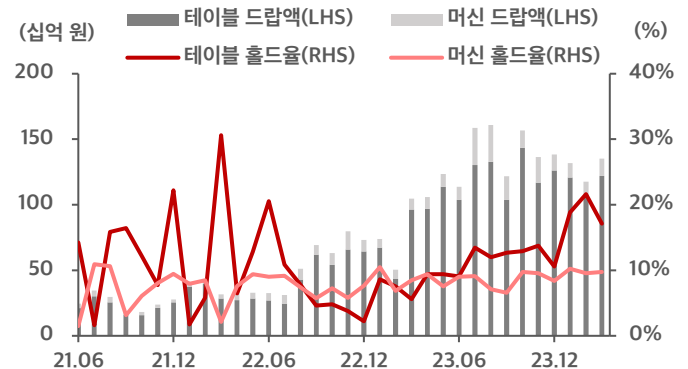
정리하자면 카지노 산업은 **외국인 관광객 의존도가 높고** 특히 어떤 **외국인이 어디로 들어오는지**에 따라 **수혜를 받는 카지노가 달라진다**. 홀드올이 **확률의 영역**에 존재하는 만큼 **드랍액이 곧 실적의 판단 지표**가 되며, 특히 **중국 VIP가 드랍액이 가장 높은 만큼 실적의 Key-Driver**다.

도표 1-3. 카지노 산업 용어 정리

용어	설명
드랍액	고객이 카지노 칩으로 교환한 금액
홀드올	드랍액 중 카지노가 회수한 금액(승률)
콤프(Comp)	VIP 영업을 위해 제공하는 객실 등 리조트 서비스
정켓(Junket)	VIP 모객 사업자로, 카지노와 수익 분배
VIP	배팅 금액이 큰 고객(카지노마다 기준 상이)
MASS	VIP를 제외한 일반 고객(Premium Mass 포함)

출처: SMIC 5팀

도표 1-4. 동사 홀드올 및 드랍액 추이



출처: DART, SMIC 5팀

2. '롯데'도, '관광'도, '개발'도 아닌 너는 누구? - 기업분석

카지노 산업의 성장은 외국인, 특히 **중국인 관광객의 증가**로부터 시작된다. 그리고 여기, 비록 이름은 '롯데', '관광', '개발' 이지만 이와 상관없이 중국인 특화 '**카지노**'를 더 잘하는 신기한 동사가 있다. 눈물없이 읽기 힘든 동사의 수난시대를 살펴보고 앞으로의 성장 가능성까지 점쳐보자

2.1. 롯데관광개발의 아픈 역사

동사에게 남은 것은
오직 카지노

먼저 알아두어야 할 점은 동사는 롯데그룹 계열사가 아니라는 것과 원래는 카지노 기업도 아니었다는 사실이다. 71년 아진관광으로 설립된 동사는 78년 롯데관광에 인수되어 롯데그룹 산하로 들어갔지만, 82년 계열분리된 뒤 이후로 롯데와는 아무런 접점이 없다. 91년 롯데관광개발로 사명을 변경하며 여행업과 개발업을 영위하며 06년 상장까지 진행한 동사는 08년 금융위기의 여파로 용산국제업무지구 사업이 부도를 맞으며 **상장폐지 및 기업 청산의 위기**까지 갔던, 그야말로 **파란만장한 역사**를 가지고 있다. 그 이후, 동사의 운명을 건 **마지막 사업**이 바로 카지노다.

동사의 복합리조트
얼마나 대단한걸까?

용산 개발에 실패한 후 위기를 맞은 동사가 사활을 건 다음 사업이 바로 **제주도 개발 사업**이었다. 일찍이 낙찰받아 보유하고 있던 제주도의 노른자위 땅, 공항과 10분 거리의 제주 시내에 **대규모 숙박시설과 카지노**를 포함한 **복합 리조트**를 만들고자 한 것이다. 하지만 이 과정 또한 **순탄하지 않았는데**, 14년 건축 허가 이후 환경 단체와 제주도민의 반대로 첫 삽을 16년에야 들 수 있었고, **20년이 되어서야 완공**했기 때문이다. 그렇다면 이 복합 리조트, 얼마나 대단한 것일까?

제주도 랜드마크
제주 드림타워

동사의 야심작, **제주 드림타워 복합리조트**에 대해서 조금 더 알아보고 넘어가자. 제주 건축물 고도 제한선인 **55m보다 3배 높은 169m**, 38층의 크기를 자랑하는 2개 동의 이 웅장한 건물은 **제주도의 랜드마크**라 부르기 충분하다. 심지어 동사는 호텔 부문을 **하얏트 그룹에 위탁운영**을 맡겨 **그랜드 하얏트**라는 브랜드 파워까지 가져올 수 있었다. 단연 제주도 No.1 호텔이라 할 수 있는 드림타워와 함께 동사는 **이제는 진짜로 돈방석에 앉을 기대**를 했을 것이다.

악재에 악재만을
겪은 동사

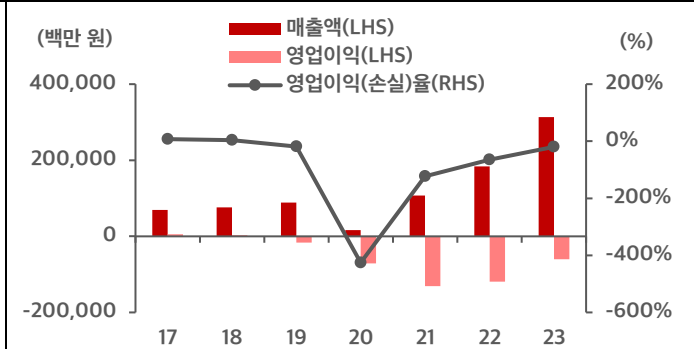
동사가 타워를 **완공한 년도 20**에 주목해보자. 20년도 전세계는 **전례없는 악재**를 맞이했다. 바로 **코로나**다. 아무리 좋은 호텔과 카지노를 만들어도 **관광객이 오지 않는다면 말짱 도루묵**이다. 제주도로의 해외 관광객에 걸었던 기대가 컸던 동사가 **맞이한 시련**은 이루말할 수 없었다. 심지어 20년에 카지노 영업허가가 나지 않아 **21년 6월까지 호텔만 영업**할 수 있었던 동사는 **기나긴 영업적자의 늪**으로 빠져들었다. 18년 30억 원이었던 영업이익은 21년과 22년 각각 **1300억 원과 1200억원의 영업손실**로 돌아섰으며 아직도 연도 기준 **영업흑자를 보지 못하고 있는 상황**이다.

도표 2-1. 동사 연혁

년도	내용
1970	아진관광 설립 롯데관광에 인수
1980	롯데 계열사 분리 제주 사업부지 입찰 성공
1990	롯데관광개발 사명 변경, 개발업 본격 진출
2000	코스피 상장, 용산국제지구 투자실패 상장폐지 및 기업청산 위기
2010	제주드림타워 착공, 롯데 카지노 인수
2020	제주드림타워 카지노 및 호텔 개장 코로나 19 유행

출처: 동사 IR, SMIC 5팀

도표 2-2. 동사 매출 및 영업이익



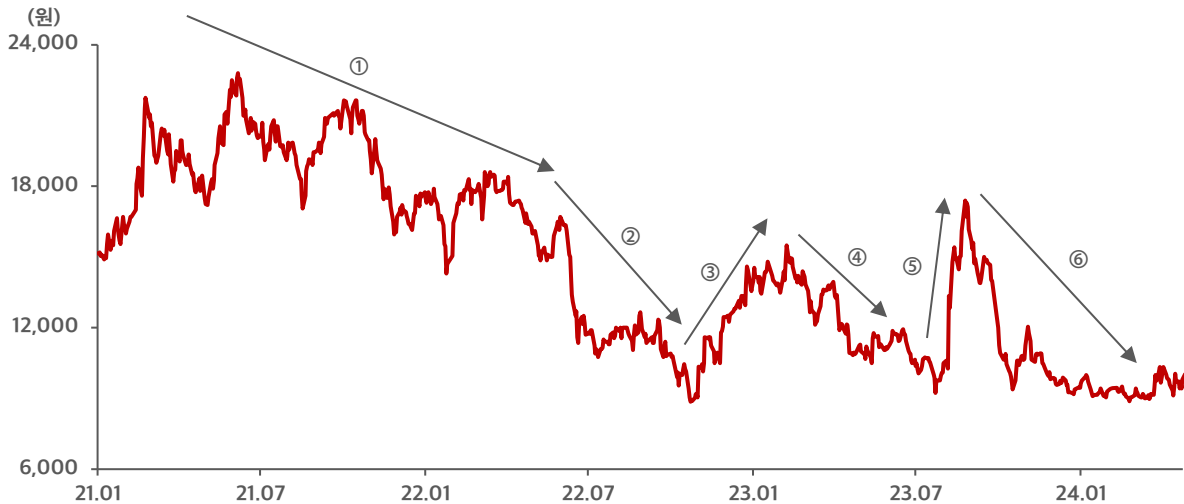
출처: DART, SMIC 5팀

별기 시작하면
무섭게 번다

그럼에도 동사에게 기회는 있다. 21년과 22년 카지노가 전체 매출에서 차지하는 비중은 불과 19%, 23%였다. 하지만 23년 카지노는 전체 매출의 50%를 책임지고 있다. 여기서 우리는 동사의 성장 경로를 예상해볼 수 있다. 언급했듯이 영업레버리지가 큰 동사의 수익구조 상 관광객 증가에 따라서 더욱 큰 수준의 이익 창출이 가능한 것이다. 동사의 미래는 중국인 관광객의 회복에 달렸다. 그리고 23년 8월 재개된 중국 단체관광의 효과가 숫자로 나타나고 있는 지금이 바로 동사가 길고 어두웠던 터널에서 나와 드라마틱한 실적 턴어라운드를 시작하는 순간이다.

2.2. 주가분석

도표 2-3. 동사 주가 추이



출처: KRX, SMIC 5T

기대감과 실적의
불일치로 주가 하락

① 20년 12월부터 운영을 시작한 그랜드 하얏트 호텔, 21년 6월에 개장한 카지노관련 기대가 주가 상승을 이끌 때마다 실적은 기대치를 하회하며 주가 하락을 불렀고 동사 주가는 등락을 반복했다. 20년 확산된 코로나19의 영향이 지속되며 주가는 전체적으로 우하향했다.

코로나와 중국 정책
으로 인한 등락 반복

②, ③ 중국의 코로나 정책 불확실성 및 제로 코로나로 인해 관광객 회복 및 주가의 부진이 지속되었다. 특히 동사의 높은 중국 관광객 의존도와 외국인 자가격리 정책 또한 하락을 가속화시켰다. 하지만 23년 초 중국이 한국을 제외한 해외 단체관광을 재개하고 해외 입국객 코로나 확진자 수가 안정되면서 한중 교류 재개 기대감이 확대, 동사 주가는 저점 대비 75% 상승했다.

중국관련 주가 변동
가장 큼

④, ⑤ 중국 관광객의 비자제한 이슈로 지속적인 실적의 기대치 하회와 23년 말 7,000억 원 규모의 유동부채 만기가 다가오며 이에 대한 우려로 주가는 고점 대비 40% 하락했다, 하지만 23년 8월 고대하던 중국의 단체관광이 재개되며 중국인의 제주도 관광 증가 기대와 함께 동사 주가는 다시 90% 상승, 동기간 파라다이스와 GKL의 주가는 41%, 37% 상승에 그친 만큼 동사의 주가가 중국 관광객의 유무에 가장 크게 영향을 받음을 알 수 있다.

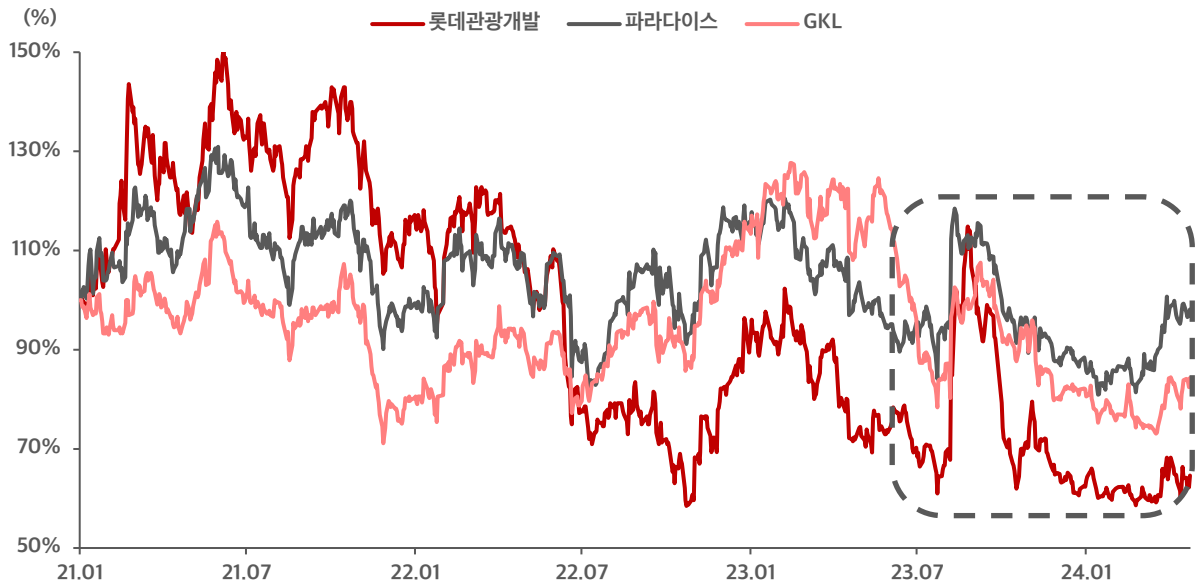
증가하는 관광객,
다시 커지는 기대감

⑥ 형성된 기대만큼 카지노의 실적이 나타나지 않아 2,3분기 실적 모두 기대치를 하회하여 주가 상승분을 다시 반납했다. 24년 상반기 중국 내수 회복 가능성과 함께 제주도 입도객 수가 증가하며 시장이 이에 반응하고 있는 상황이다.

3. 투자포인트 Main Idea

주식이 '싸다'라는 말의 의미는 과연 무엇일까? 더 이상 주가가 하락하지 않는다는 것일까? 단순히 많이 하락했다는 것일까? 본 보고서는 **싼 주식의 정의를 가격과 가치 사이의 간극에서 찾고자 한다.** **싼 주식은 현재 가격 대비 합리적인 투자자가 기대하는 미래 가치가 큼을 의미한다.** 단순히 주가의 **하락 정도와 기간만 보는 것이 아닌 기업의 성장 잠재력 대비 현재 주가가 저렴한 주식이 바로 싼 주식인 것이다.** 그리고 본 보고서는 바로 지금이, **동사가 제일 싸다고 주장한다.**

도표 3-1. 동사 주가 추이



출처: KRX, SMIC 5팀

경쟁사 대비 베타가 큰 동사의 주가

위 그래프에서 알 수 있듯이 국내 외국인 카지노 3사의 주가는 21년도부터 **지독한 하향 곡선**을 그리고 있다. 주가분석을 통해 살펴보면 그 이유는 **대외 변수로 인한 외국인 관광객의 국내 관광 변동 및 그로인한 실적 부진**에 있다. 하지만 그 안에서도 동사의 주가 움직임은 **사뭇 다른 모습을 보인다.** 파라다이스, GKL의 주가에 비해 **상승폭과 하락폭이 모두 크고**, 특히 24년 이후부터는 **저점 대비 회복률 측면에서 확연한 차이를 보인다.** 왜 그런 것일까?

중국 익스포저가 높은 동사 주가 변동

동사는 **복합리조트 및 카지노를 단 한 곳, 제주에 자체보유** 하고 있다. **중국인 관광객 비중이 높은 제주**이니 만큼 외국인 중 특히 **중국 관련 대외 변수에 취약**하며 기대감과 실적에 영향을 주는 변수가 **경쟁사 대비 적은 것이다.** 이는 곧 **높은 베타로 이어질 수밖에 없는데**, 타 기업이 중국에서 손해를 보고 일본에서 회복할 때 동사는 **오롯이 손해만 보는 구조기** 때문이다.

동사의 최대 약점이 곧 최대 강점

하지만 반대로 동사는 **중국이라는 변수가 긍정적으로 작용할 시, 누구보다 강한 주가 상승**을 보일 것이다. 실제로 23년 8월 **중국 단체관광 허용** 후 주가는 나머지 2사와 **비교할 수조차 없는 상승폭**을 보여줬다. 비록 기대만큼 증가하지 않은 중국인 관광객 수와 실적의 부진으로 **상승분을 반납**했지만, 동사 투자에 있어 **중국이라는 변수가 얼마나 중요한지** 가늠할 수 있게 해준다.

이미 경쟁사들은 턴어라운드

상대적으로 **일본인 관광객 비중이 높은 파라다이스와 GKL의 주가**는 이미 24년 초 증가한 일본인의 영향으로 **24% 가량 상승**했다. 동사의 주가가 **회복하지 못하고 있는 이유**는 오롯이 중국의 영향이며, 만약 해당 변수가 돌아선다면 **주가 상승의 업사이드가 매우 높을 것임은 확실하다.**

관광객도 중요,
VIP는 더 중요

물론 이게 다가 아니다. 아직 **점검해야 할 점**이 남았다. 과연 **중국인의 한국 관광 증가**가 정말 동사의 **실적으로 연결되는지**의 의문이다. 카지노의 수익구조는 **매스보단 VIP에 의해 좌우됨**을 확인했기에 단순히 중국의 관광객이 아닌 **중국 VIP가 늘어야 동사의 실적이 상승**한다고 생각하는 것이 **합리적이기** 때문이다. 실제로 지금까지 동사 주가는 **중국 관련 기대감에 상승**하고, 미진한 **실적 발표 후 하락**하는 모습을 자주 반복했다. 동사 주가의 **턴어라운드**를 논증하기 위해서 **중국 관광객의 증가 + 중국 VIP의 증가** 가능성까지 다뤄야 하는 이유다.

이를 모두 점검하기 위해 본 보고서의 투자 논리는 다음과 같은 구조를 갖는다.

① 코로나 및 한중 관계 완화 이후에도 **좀처럼 회복되지 않는 중국발 관광 감소의 이유**를 중국 경기에서 찾고, **부동산 침체로 인해** 신음하고 있던 중국 경기가 **이제는 돌아서고 있음**을 보인다.

② 세계 최대의 카지노, **마카오 카지노에 대한 중국 정부의 규제**를 살펴보고, 마카오에서 **이탈한 중국 VIP가 그 대안으로 제주도**, 그것도 **동사의 제주 드림타워로** 올것임을 논증한다.

중국 경기 → 매스
→ VIP 로의 이어짐

혹자는 중국 경기의 회복과 관광객의 증가, 그리고 VIP 증가 사이의 **논리적 연결고리**에 대해 **의문을 제기**할 수 있다. 하지만 경기의 회복과 관광객의 증가 사이에는 **분명한 인과관계**가 존재하며, 특히 **부동산 경기와 VIP 방문** 사이에는 더욱 **강한 인과관계**가 존재할 수밖에 없다. 대부분의 중국 VIP는 **정부 고위 관료**들로, 부동산 자산이 많아 **작금의 부동산 침체 상황에서의 민감도**가 크기 때문이다. 이에 더해 유의미한 수준의 **중국인 관광객 회복**은 결국 VIP의 한국, 그것도 제주도 **에 대한 추가적인 관심**으로 이어져 동사 카지노로의 **VIP 유입을 증가**시킬 것이다.

모든 모멘텀이
모이는 지금

즉 중국 경기의 회복은 관광객과 VIP 방문 모두에 **긍정적인 영향**을 미친다. 먼저 증가할 중국 관광객의 회복과 이에 더해질 **마카오 규제 반사수혜 모멘텀**이 가져올 VIP의 증가, **이어질 동사의 실적 상승**은 드디어 동사가 **길고 어두웠던 저성장의 터널**을 빠져나올 것이라는 확신을 준다.

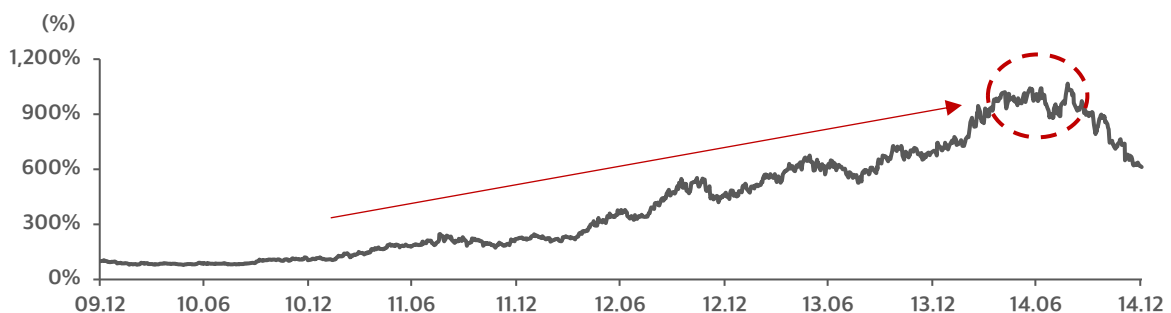
내러티브와 실적의 만남
= 주가 폭발

21년 6월 카지노 개장 이후부터 지금까지 동사의 **펀더멘탈은 바뀌지 않았다**. 바뀐 것은 **오직 대외 환경**이다. 그리고 지금까지 동사를 괴롭혀 왔던 **중국이라는 변수가 우호적으로 돌아서고 있다**. 이는 실제로 **24년 4월까지의 카지노 매출**을 보면 확인할 수 있다. 24년 4월까지의 누계 카지노 매출액은 **총 903억 원**으로 전년 동기의 **263억 원** 대비 무려 **243%나 증가**했기 때문이다. **내러티브가 숫자로 보여지기 시작한 지금 이 순간이 바로 동사가 제일 싼 순간**이다.

텐 배거의 향기가
솔솔...

카지노업을 영위하는 **기업 및 주가 움직임**에 대한 이해를 돕기 위해 **과거 국내 카지노 호황기인 2010년대 초반 파라다이스의 주가 수익률**을 첨부한다. 카지노 산업은 **높은 영업레버리지**를 바탕으로 **폭발적인 실적 성장**이 가능한 산업으로, **복합리조트 파라다이스 시티**를 통해 **파라다이스는 1,000% 수익률**, 즉 **텐배거에 등극**한 이력이 있다.

도표 3-2. 2010년대 파라다이스 주가 수익률



출처: KRX, SMIC 5팀

4. 24년, CHINESE' Back - 투자포인트 1

차이나 인바운드. 엔데믹을 기점으로 3년째 목 빠지게 기다리고 있으나, 경기침체의 늪에 빠진 중국인들은 좀처럼 돌아오지 않고 있다. 그러나 **24년은 다르다**. (1)충분한 소비여력 위에서, 지금까지 소비를 저해하고 있던 (2)중국 경기가 본격적으로 완화되고 있으며, (3)정책적으로도 소비를 장려하고 있기 때문이다. 각 이유들에 대해 살펴보고, 마지막으로 소비의 호황을 정량적으로 확인해보자. 그리고 명심하자. 중국 경기 회복으로 인한 수혜는 동사의 카지노가 받는다는 것을.

4.1. 충분한 소비여력

중국 소비여력, 충분하다

중국 경기가 기지개를 켜고 있음을 살펴보기에 앞서, 중국 국민의 소비여력을 점검해보자. 놀랍게도, 사실 중국 국민의 **소비여력은 충분하며 전혀 걱정할 필요가 없는 수준**이다.

왜 작년까지만 돈을 안썼을까?

먼저 개인의 소득과 저축을 동시에 나타내는 연간 가처분소득은 팬데믹 아래에서도 상승세를 지속했다. 특히 중국 총예금은 소비가 둔화된 **팬데믹 기간 가파르게 상승**하였으며, 가계저축은 22년에만 3,368조 원 증가하며 **매년 최고치를 기록** 중이다. 그러나 지금까지는 저축액이 소비로 이어지지 못했다. 하지만 올 해는 다르다. **코로나 시절 모아둔 초과 저축액까지 소진**하기 시작한 중국인들의 소비 증가세는 무서울 정도로 가파르다. 과연 24년이 과거와 어떤 점이 달라서일까?

4.2. 본격적으로 완화되는 경기

돈을 쓸 분위기가 아니었기 때문

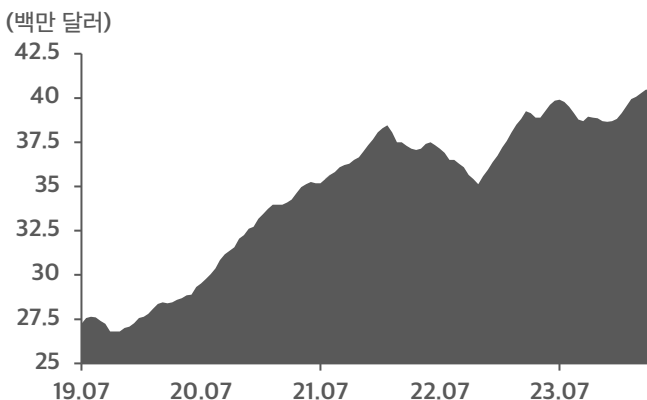
결론부터 말하자면, **돈을 쓸 분위기**가 달라졌기 때문이다. 지갑에 돈이 있다고 바로 지갑을 열진 않는다. **경기**에 대한 불안이 해소되고 **미래 현금 흐름에 대한 낙관이 있어야** 비로소 소비를 시작한다. 미래경기에 대한 소비자들의 낙관을 보여주는 소비자신뢰지수가 예금증가율과 디커플링되는 이유이다. 이에 중국 소비 증진의 확신을 위해서는 경기 상황에 대한 확인이 필수적이다.

올 해는 돈을 쓸 분위기!

실제로 21년 초 중국에서 시작된 **리오프닝**에도 불구하고 코로나 재확산과 그로 인한 사회 불안은 향후 경기

에 대한 부정적 인식을 불러와 **소비까지 이어지지 못했다**. 그러나 올 해는 다르다. 그간 소비 심리를 억눌러왔던 **경기 불황이 잠잠**해지고 있고, 수요 진작을 위해 실시한 **정책의 효과가 하나 둘 나타나**는 시기이기 때문이다. 24년, 중국의 소비는 되살아날 수밖에 없다. 그렇다면 어떤 요소들이 왜 중국 경기의 성장을 저해했고, 이제는 어떻게 해결되어가고 있는지 알아보자. 중국 경기 활황의 서막이 오르고 있다.

도표 4-1. 중국 총예금 추이



출처: CEIC, SMIC 5팀

도표 4-2. 소비자신뢰지수와 예금증가율 추이



출처: CEIC, SMIC 5팀

(1) 부동산, 극복 완료

중국 경제에
영향력이 큰 부동산

중국 경제는 그간 **인프라투자**와 **부동산 개발**에 크게 의존해왔다. 중국의 고정자산투자는 21년 GDP의 약 42%를 차지하며, 부동산 산업의 부가가치는 00년 4,142억 위안에서 21년 7.7조위안으로 상승하며 중국 경제와 가파른 성장을 견인했다. 따라서 부동산 경기가 고용과 소비에 갖는 의미는 매우 크다. 중국 가계자산에서 부동산이 차지하는 비중은 60%, 전체 고용 내 비중은 15%로, 부동산 부가가치 5.5% 하락 시 무려 487만명의 고용이 감소할 정도의 파급력을 지닌다.

부동산 침체는
곧 중국 경제의 침체

그렇기에 코로나가 불러온 부동산 침체는 중국 경기를 끝 모를 낭떠러지로 내몰았다. 특히 중국 부동산은 지속 가능성이 낮은 '고레버리지 고회전을 고부채' 모델을 바탕으로 급격히 성장했기 때문에 그 여파는 더욱 컸다. 해당 모델 위에서 고레버리지를 바탕으로 한 투기성 매매가 심해지자 정부는 대출을 규제했는데, 산업의 외형만 비대했던 탓에 부동산 경기가 도미노처럼 무너지기 시작한 것이다. 대형 개발업체의 파산을 시작으로, 세수의 40%를 부동산에 의존하던 지방 정부까지 타격을 받으며 **중국 경기 전반이 흔들렸다**.

작년 하반기 시작된
부동산 부양 정책,
효과는 바로 지금

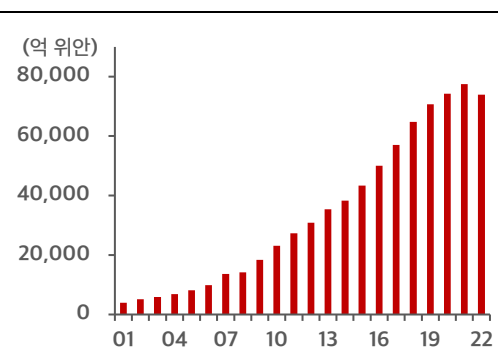
부동산 침체의 여파가 경기 전반에까지 영향을 미치자 규제 일변도로 부동산 정책에 임했던 정부는 **작년 하반기부터 부동산 부양 정책을 내놓기 시작했다**. 23년 7월 정치국 회의를 기점으로 8월 한 달에만 8번의 발표에 걸쳐 대출규제 완화, 주택구매자 혜택 등 파격적인 수요 증진 정책을 발표했다. 시장은 해당 정책을 통한 중국의 부동산 경기 턴어라운드를 기대했지만, 부동산 경기의 비탄력성으로 인해 정책의 효과는 곧바로 드러나지 못했다. 3~6개월의 시간차가 부동산 정책에 존재함을 고려해 볼 때, **정책의 효과가 드러나는 시점은 바로 지금, 24년이다**.

실제로 드러나는
정책의 효과

실제로 파격적인 혜택으로 인해 부동산 수요가 빠르게 증가하고 있다. 2월 100대 부동산 개발업체의 신규주택 판매액은 **20개월만에 증가세로 돌아섰으며**, 베이징과 상하이 등 주요 도시의 기존 주택 거래량도 전년동월 대비 **80~100% 증가했다**. 작년 9월에 부양정책이 적용된 베이징에서는 올해 3월 일주일 간 신규주택거래가 지난달 거래량을 넘어섰다. 지난 20년간 부동산 산업이 가파르게 성장해 한계에 도달했을 것이라 의문을 품을 수 있으나, 주요 선진국에 비해 도시화율이 30% 더 낮고, 평균 GDP 대비 주택 투자 비중도 낮아 **향후 성장 여력이 높다**.

부동산으로 드리워졌던 그림자가 서서히 걷히고 있음을 확인했다. 그러나 중국 경제를 침체에 빠뜨렸던 원흉이 하나 더 있다. 바로 중국에서 시작되어 전 세계를 강타한 코로나이다.

도표 4-3. 중국 부동산 산업의 부가가치 추이



출처: CEIC, SMIC 5팀

도표 4-4. 정치국회의 이후 8월 부동산정책

발표일	주요 내용
8월 1일	미완공주택 및 낙후지역 건설에 대한 금융지원 강화, 은행의 주택 대출금리 인하 유도
8월 3일	정저우 무주택자 생애 첫 주택구매자와 동등 혜택 제공, LTV 비율 상향 조정
8월 4일	간저우, 진화, 후이저우 등 3선도시 주택 구매보조금, 감세, 주택공적금 활용 등 발표
8월 5일	난징, 장수, 장시 등 주택 구매 보조금 지원
8월 18일	실물경제 지원 및 금융리스크 관리 관련 회의에서 부동산대출 정책 개선 언급
8월 21일	1년만기 LPR 금리를 3.45%로 10bp 인하
8월 25일	은행 및 자산관리회사의 부동산 통한 불량채권 상환 관련 감세 정책을 2027년까지 실시
8월 30일	베이징, 상하이, 광저우, 선전 무주택자에게 생애 첫 주택구매자와 동등 대출 혜택 제공

출처: 언론 종합, SMIC 5팀

(2) 코로나, 극복 완료

겁에 질린 중국,
3년간 전국을
봉쇄해버렸다

부동산에서의 피바람이 채 끝나기도 전에, 코로나가 창궐했다. 과거 사스의 트라우마와 함께, 정치적 안보 불안이 컸던 시기라 중국 정부는 '제로코로나' 정책으로 국가를 봉쇄해버렸다. 당연히 과도한 통제로 경기는 급속도로 침체했다. 봉쇄된 도시들은 중국 경제에 30%를 기여하던 곳으로, 월 손실 피해액만 GDP의 3.1%에 달했다. 최악의 경기에도 역병은 사라지지 않아 정책은 3년간 지속되었고 22년을 끝으로 해제되었지만, 이미 입어버린 경제적 손실은 돌이킬 수 없었다.

작년 초 풀린 봉쇄,
적응의 시간 후
올 해 본격적 활황

그러나 정책 해제 후 효과가 드러나기까지 시간이 필요했고, 그 효과는 올 해부터 가시화되고 있다. 3년 간의 압박에서 풀려나 경기가 적응할 시간을 충분히 가진 것이다. 23년 1월 정책의 해제 후 외출과 소비는 가파르게 상승했다. [도표 4-5]에서 볼 수 있듯, 중국의 최대 명절 춘절 기간 관광소비는 23년 대비 큰 폭으로 증가했다. 24년, 중국 경기는 오랜만의 봄을 맞이하고 있다.

(3) 주요 경제 지표로 확인하는 경기 회복세

모든 지표가
중국의 회복을
가리킨다

주요 경제 지표들도 올 해 중국의 경기가 회복되고 있음을 나타내고 있다. 24년 1분기 중국 GDP는 29조 6,299억 위안으로 전년 동기대비 5.3% 증가했다. 세계 2위 경제 대국임에도 GDP 성장률이 OECD 평균인 1.7%, G20 평균인 3.2%, 미국 2.5%를 크게 상회했다. 경기 호황의 지표인 차이신 제조업 PMI도 올 해 51.1로 기준점인 50을 상회하며 경제가 호황 국면에 접어들었음을 입증했다. 특히 건설업과 서비스업을 포괄하는 비제조업 PMI는 53.0으로 더욱 높은 확신을 주고 있다. 디플레이션의 양상을 띠어 하락세만 달렸던 소비자물가는 올 해 들어 2월 0.7% 상승해 6개월만에 상승세로 전환하며 경기 침체에 대한 우려를 불식시키고 있다.

경기 회복과 함께
고용 시장도 회복!

경기가 회복세에 돌아서며, 고용시장 역시 심상치 않다. 우선 정부가 소비를 일으키기 위해 고용 확대에 힘을 쓰고 있다. 24년 계획된 고용 목표는 96년도 이래 최고치로, 올해 3월 누적된 신규 고용은 이미 전년 동기 대비 15% 높다. 기업의 신규 채용 의지도 임금 인상으로 드러나고 있다. 지난 해 3분기 연속 역성장을 기록한 임금 증가율이 올해 1분기 들어 상승세로 돌아섰다. 정부에서 고용을 밀고, 기업이 당기면서 실업률은 5%대 후반에서 5.0%까지 하향 안정화되었다.

중국의 회복은
세계가 인정하는 사실

소위 중국이 발표하는 수치들은 의심의 여지가 많다고 한다. 그러나 중국의 경기 회복은 중국 혼자만의 외로운 외침이 아니다. 글로벌 IB 들도 중국의 경제성장 전망치를 0.2%p~0.6%p 가량씩 상향조정하며 중국 경제에 대한 긍정적인 시각을 보여주고 있다. 중국 GDP성장률 전망치를 경쟁적으로 하향 조정하던 이전과는 확연히 다른 분위기이다. 모든 수치들은 드디어, 중국이 경기침체에서 벗어나고 있음을 보여주고 있다.

도표 4-5. 춘절 기간 여행객 수, 관광소비 추이

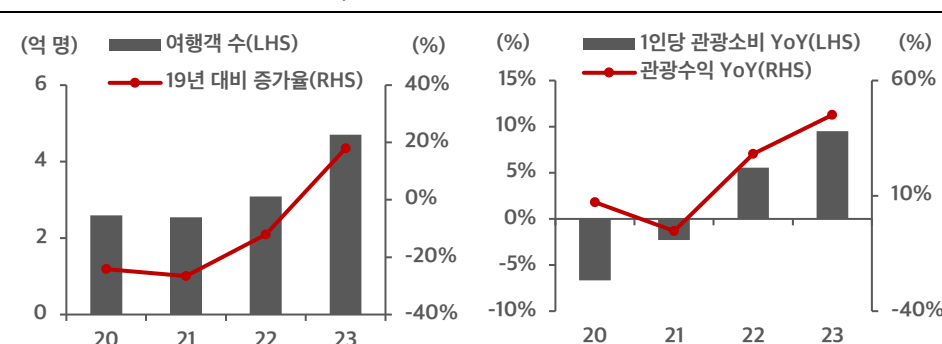
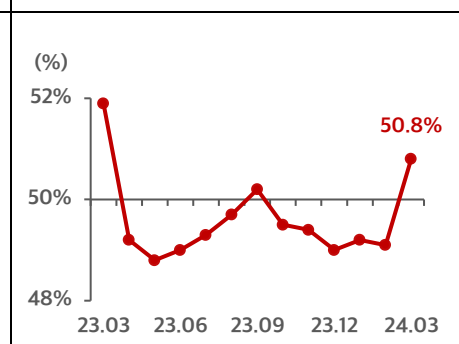


도표 4-6. 중국 제조업 PMI



출처: CEIC, SMIC 5팀

출처: 언론 종합, SMIC 5팀

구매력 & 경기 활황이 소비로 이어지도록 부추기는 정부

지금까지 경기 악화로 중국 가계가 소비를 하지 못했던 이유와 그 원인들을 규명하고, 어떻게 해결되어가고 있는지 알아보았다. 그러나 단순히 경기를 악화시킨 요소들의 정상화 만으로는 소비 진작이 이루어질 수 없다. 그리고 이를 누구보다 잘 알고 있는 중국 정부는 정책을 통해 적극적으로 소비를 부추기고 있다. 중국 정부가 어떻게 소비에 날개를 달아주고 있는지 살펴보자.

4.3. 소비 장려 정책

생각보다 중국의 소비는 매우 중요하다. 소비의 경제성장기여율은 73.7%에 이를 정도로 중국 성장의 원동력이기 때문이다. 수출과 투자보다 더 중국이 기댈 곳은, 기대야 할 곳은 소비뿐이다.

정책 기조까지 23년 '안정' → 24년 '안정 속 성장'

때문에 정부는 신규 소비 진작 정책을 통한 내수 회복에 총력을 다하고 있다. 중국 최대 정치행사로 한 해의 정책 방향성을 수립하는 '양회'에서 설정한 **24년의 정책기조는 '안정 속 성장'**이다. 23년 기조였던 '안정'과는 확연히 다른 분위기이다. 그리고 '성장'을 위해서 정부는 (1) 이구환신과 (2) 대규모 국채 발행 (3) 금리 및 지급준비율 인하를 통해 소비 촉진에 박차를 가하고 있다.

(1) 이구환신(以舊換新)

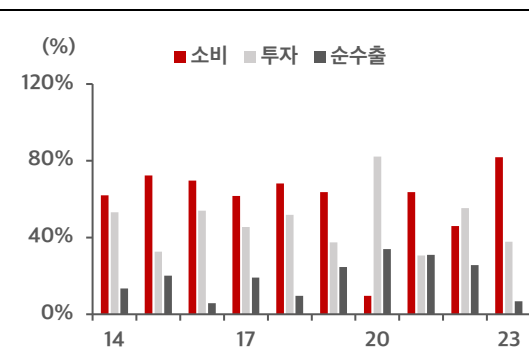
공급은 충분한데, 수요가 부족하다

앞서 부동산 사태에서 볼 수 있었던 양적 성장은 비단 부동산에만 국한되는 것이 아니다. 그간 중국은 넓은 국토와 14억 인구를 기반으로 대부분의 산업에서 **질보다는 양에 기반한 성장**을 지속했다. 그러나 영원한 것은 없듯 중국도 인구 감소와 고령화에 접어들었고 지속적인 성장을 위해서 체질 개선이 필요한 상황이다. 이에 중국 정부는 **전기차와 AI로 대표되는 첨단 산업을 강력히 지원**하고 있으나 공급이 계속 증가하는 데 반해 **소비가 받쳐주지 않는 상황**이다. 기업들은 가격 경쟁을 할 수밖에 없었고, 관련 기업들은 줄줄이 도산했다.

첫 번째 카드, 이구환신

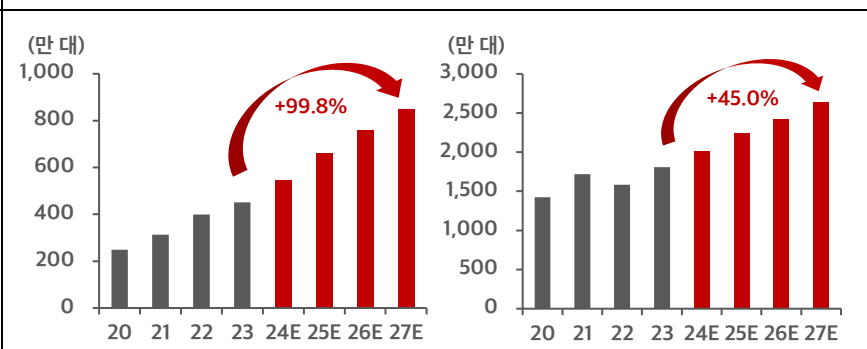
결국 소비가 문제임을 깨달은 정부는 '이구환신'이라는 가전제품 및 자동차 보조금 지급 정책을 통해 소비 활성화를 그리고 있다. '이구환신'은 옛 것을 새로운 것으로 교체한다는 의미로 13년만에 꺼내든 비장의 카드이며 정부는 이를 통해 제조업 고도화와 소비 증대라는 일석이조 효과를 겨냥하고 있다. 08년 금융위기 이후 시행되었던 **이구환신으로 10년 승용차 판매량의 4.0%에 해당하는 45.9만대의 교체 수요가 발생했음**을 고려한다면, 이번 정책에 포함된 자동차 보조금 지급 또한 유의미한 효과를 낼 수 있을 것이다. 실제로 23년 중국의 폐차 차량 550만 대 기준 보조금 지급액을 계산해보면, **연간 150만 대 수준의 신차 판매 증가 효과를 기대**해볼 수 있다.

도표 4-7. 중국 소비, 투자, 순수출의 성장기여율



출처: 중국국가통계국, SMIC 5팀

도표 4-8. 중국 노후 자동차 폐기 수요 전망



출처: 언론 종합, SMIC 5팀

(2) 대규모 국채 발행

두 번째 카드,
대규모 국채 발행

올해 중국 정부는 1조 위안, 한화 185조원의 **대규모 초장기 국채**를 발행했다. 그간의 특별 국채는 금융위기, 코로나 등 위기 극복 차원과 특별 국채 만기 도래시 상환용으로 발행했다. 최근 **30년간 총 5회 발행**에 그쳤던 만큼, 이번 국채 발행은 정부의 경기부양에 대한 강력한 의지를 보여준다. 이번에 발행된 특별 국채는 경기부양을 목적으로 인프라와 핵심 제조업에 투자된다. 실제로 국채 발행 이후 **1만 5,000개가 넘는 인프라 투자 프로젝트**가 즉시 가동되기 시작했다.

(3) 금리 및 지급준비율 인하

세 번째 카드,
금리와 지급준비율 인하

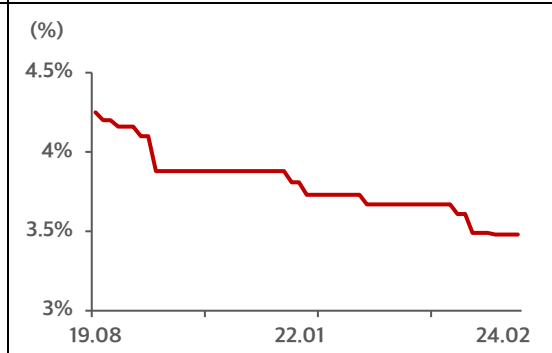
금융의 유동성 증가는 소비 활성화의 꽃이라 할 수 있다. 중국 정부는 **금리와 지급준비율을 인하여 시장에 돈이 더 빨리 돌도록** 촉진하고 있다. 고금리 기조를 유지하는 국제 정세와는 다소 상반된 모습인데, 인플레이션으로 신음하는 타 국가들과 다르게 중국은 디플레이션에도 소비가 살아나지 않고 있기 때문이다. 이에 정부는 19년도부터 기준금리의 역할을 하는 **1년만기 대출우대금리(LPR)를 지속적으로 인하하며 시장의 유동성을 확보**하고 있다. 위안화 약세를 부추길 수 있기에 경제와 환율 사이에서 조심스러운 줄타기를 해오고 있으며 현재는 2월 이후 동결을 유지하고 있다. **지급준비율도 지속적으로 인하**하고 있는데, 22 ~ 24년 총 1%p를 인하하며 올 해에만 한화 188조원을 시장에 풀며 유동성 확보에 심혈을 기울이고 있다.

도표 4-9. 중국 특별 국채 발행 내역

시기	목적	금액(억 위안)
98년	국유은행 자본금 확충, 금융위기 리스크 대응	2,700
07년	중국투자공사(CIC) 설립을 위한 외환투자 및 관리 능력 제고	15,500
17년	2007년 발행 특별 국채 만기 도래	6,000
20년	코로나 대응	10,000
22년	2007년 발행 특별 국채 만기 도래	7,500
24년	경기부양 차원	10,000

출처: 언론 종합, SMIC 5팀

도표 4-10. 중국 1년만기 대출우대금리(LPR) 변동



출처: 언론 종합, SMIC 5팀

4.4. 숫자로 드러나는 소비 활황

숫자로도 드러나는
중국의 기지개

금융 시장과 외국인은 중국 경기 부양책의 강도와 실제 효과에 대해 그간 의구심을 품고 있었다. 작년까지만 해도 뚜렷한 효과가 나타나지 않았기 때문이다. 그러나 올 해는 다르다. 앞서 살펴본 중국인의 소비여력 위에서, 수요 촉진을 이끌어낼 경기 회복과, 정부가 추가로 내세우는 수요 증진 정책이 맞물려 **실제 경기는 회복되고 있다**. 꿈틀거리기만 하던 중국 경기, 이번엔 진짜다.

24년 1분기,
이건 없는
소비의 호황기

수요 회복은 곧 이동이다. 24년 교통수단 고객수는 일일 5,700만명이라는 무서운 숫자를 기록하며 **봉쇄가 시작되기 전인 19년의 90%를 회복**했다. 중국교통부는 금년 노동절 연휴 닷새 간, 팬데믹 이전을 넘어선 13억 5,000만명이 교통을 이용할 것임을 전망하며 중국인들의 소비 증진을 예상했다. 돌아다니면서 실제로 돈도 많이 쓰고 있다. 외식은 대표적인 경제 활황의 지표인데, 올 해 **중국 요식업 소비는 코로나 이전 11년~19년 추세의 98%를 회복**했다. **소매판매액은 올해 1분기 최고치를 기록**하며 이견 없는 소비의 호황기에 들어섰음을 반증하고 있다.

서비스형 소비 ↑
소비 제품 고급화
= 소비 심리 개선

작년 말부터 올해 상반기까지 관측된 민간 소비에서 두드러지는 주요 특징은 **서비스형 소비가 증가했다는 점과 소비 제품이 고급화되었다는 점**이다. 작년 말부터 서비스형 소비가 재화형 소비를 추월했다는 사실은 소비심리가 점차 개선되면서 음식, 관광 등을 중심으로 한 **수요 회복이 9부 능선을 넘었음을** 방증한다. 또한, 고가 내구재는 경기 탄력적인 사치품으로 경기회복에 대한 시그널로 작용하는데, 작년 말부터 판매량이 무려 20% 증가했다. 중국 정부의 소비 증대 효과가 실제로 드러나고 있는 것이다.

기업 실적도
소비의 호황 속
파티 중

소비의 긍정적 신호는 공급자 지표에서도 확인할 수 있다. 중국 시장에 크게 노출도가 큰 LG생활건강, 아모레퍼시픽, F&F등의 **중국향 수출 업체들은 올해 1분기 시장 예상을 넘어선 실적**을 속속 발표하고 있다. 대표적으로 아모레퍼시픽은 면세 매출채널 YoY +36%, 중국 영업적자 100억 축소로 영업이익 YoY +12.9%를 달성했다. 소비가 살아나야 숨을 쉬는 **고가품 기업의 실적도 긍정적**이다. LVMH와 L'Oreal의 1분기 중국 매출은 길었던 하락세를 마감하고 전년 대비 10%, 6.2% 성장했다. 이를 반영하듯, 중국 증시에서도 소비 관련주 ETF, 레저와 여행 관련주가 상승세다.

빠져나간 외국 자본,
급속도로 돌아오는 중

하나 둘씩 발표되는 중국의 희소식은 과거 급격히 빠져나갔던 외국 자본마저 다시 들어오고 있다. 24년 5월까지 발생한 **중국, 홍콩 증시의 외국인투자자의 순매입금액은 이미 지난 해 전체 수준을 넘어섰고**, 홍콩 거래소 등을 통해 중국 본토 주식으로 들어가는 '북향자금(北向資金 외국인자금)'의 순매수 금액은 지난 **4월 26일 하루에만 224억 위안을 기록하며 외국인 매매채널 개통 이래 일일 최대 규모를 달성**했다. 이에 중국 증시인 상하이종합주가지수는 또한 23년의 하락세를 끝내고 올 해 2월을 기점으로 반등을 시작했다.

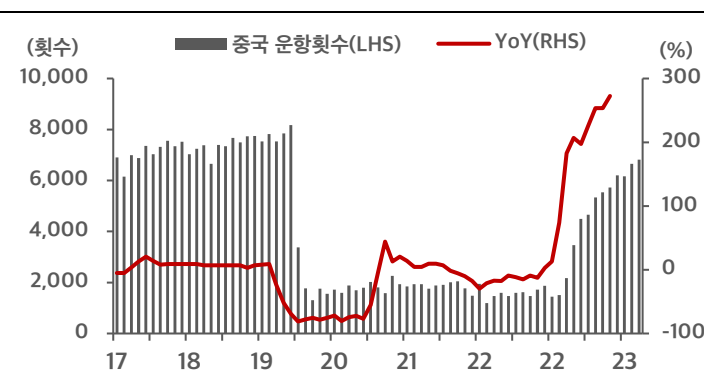
중국인들은
여행에 목말랐다

소비의 화룡점정은 여행이다. 특히 중국은 제로코로나 정책으로 외출 수요가 크게 억눌려 온 탓에 **여행에 대한 수요가 크다**. 물가상승률이 0%대였던 23년 7월에도 여행 부문 CPI의 경우 13.1%의 성장률을 기록했다. 다만 중국 정부가 내수 진작을 목표로 단체관광 금지 등 해외 여행에 규제를 두어, 주로 중국 내에서 발생한 여행 수요였다.

폭발적인 해외여행
그들이 향할 곳은

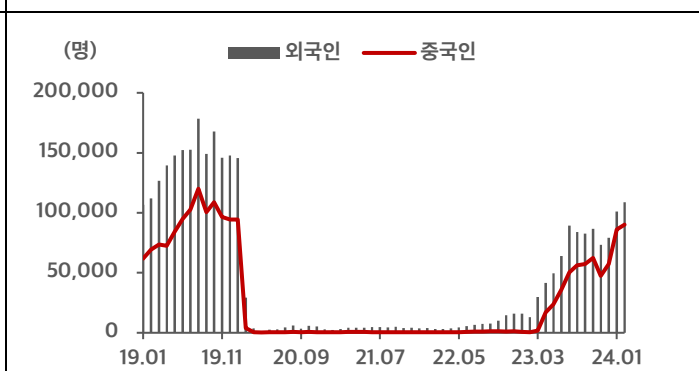
하지만 작년 하반기부터 규제가 모두 풀렸고, 경기 부양 정책의 효과가 나타남에 따라 소비 심리가 개선된 **유커들은 올 해 들어 빠르게 해외로 발걸음을 돌리고 있다**. 19년도 대비 중국의 항공 노선 회복률은 **작년 4분기 53%에서 24년 1분기 93%로 2배 가량 급증**했다. 폭발적인 여행의 수요는 이전보다 세계 한국으로 향하고 있다. **중국인들의 국내 항공권 예약은 19년보다 41% 상승**했다. 언제나 그래왔듯, 올해에도 방한 외국인 비중과 증가세 모두 중국인이 가장 높았다. 중국인들이 가장 사랑하는 한국 도시, 제주도의 입도객도 24년 큰 폭으로 상승했다. 이제 겨우 5월이다. 5일까지의 노동절 연휴, 6월 18일 징동데이 등 각종 연휴가 남아있는데다, 중국인들은 하반기 여행수요가 더 높다. **앞으로가 더욱 기대되는 중국인들의 여정을, 지금부터 따라가보자.**

도표 4-11. 국내-중국 국제선 운항 편수



출처: 인천공항공사, SMIC 5팀

도표 4-12. 제주도 입도객 추이



출처: 제주관광협회, SMIC 5팀

5. 카지노 칩 장전, 동사에게 배팅

동사의 매력포인트
는 지역적 입지

우리는 앞서 중국발 비행기가 수요를 싣고 이륙할 것임은 확인했다. 그렇다면 어디에 착륙할까? 이 시점에서 동사에게 주목해야 하는 이유는, 막연한 기대감만은 아니다. 바로 동사의 카지노가 위치한 **제주도**라는 지역적 특수성이 가진 매력적인 기회에 있다.

동사의 자랑 제주도,
제주도의 자랑 동사

- ① 세계 최대 카지노 시장이었던 **마카오의 규제**로 인한 반사효과의 최수혜지는 **제주도**이고,
- ② **제주도 카지노 시장은 동사의 제주드림타워가 사실상 독점한 것이나 다름없기 때문이다.**

글로벌 카지노 지형 변화의 관제탑이 안내하는 제주드림타워로의 항로를 따라가보자.

5.1 마카오는 카지노 왕국 그만 할게, 이제 누가할래?

카지노 산업의 Key
중국인 VIP

국내 카지노 산업은 **VIP가 이끈다**. 코로나 이전 매출액을 보면 국내 외국인 카지노 모두 **Mass 매출액을 VIP가 훌쩍 넘어선다**. 즉, 카지노 여행을 떠날 준비를 마친 **중국 VIP의 향방**이 국내 카지노 산업 투자의 열쇠이다. 그런데, 마침 지금까지 중국인 VIP 부동의 1위 행선지였던 마카오가 이제 카지노의 메카 자리에서 물러나려 한다. **중국 당국의 규제 철폐**를 맞았기 때문이다.

카지노는 마카오?
이제 옛말

이유는 크게 세 가지이다. ①마카오 카지노의 중심인 **정켓(Junket)**이 **자금 유출과 돈세탁**의 온상이었고, ②따라서 중국 정부는 **카지노에서 벗어나 마카오를 엔터테인먼트 허브로 전환**하고 싶어 하며, ③패권 경쟁으로 **미국 자본으로의 국부 유출**을 매우 경계하고 있기 때문이다.

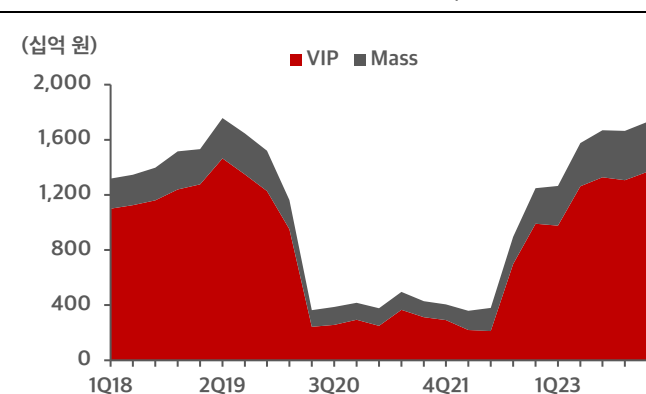
중국 정부가
싫어하는 정켓

먼저, ①마카오 카지노는 더 이상 **정켓을 통한 VIP 모객을 할 수 없다**. 마카오는 약 90%의 고객이 중국인으로, 마케터이자 중개인인 정켓을 통해 모객을 해왔다. 정켓은 카지노 안에 정켓룸을 운영하며 VIP모객부터 전세기, 호텔 스위트룸, 대출, 게임까지 책임지고 수행한다. 그러나 이 정켓이 고객에 대출해주는 돈은 자금 세탁과 자금 역외 반출 등의 문제로 당국의 눈엣가시였다.

정켓은 사실상
마카오 사업 불가능

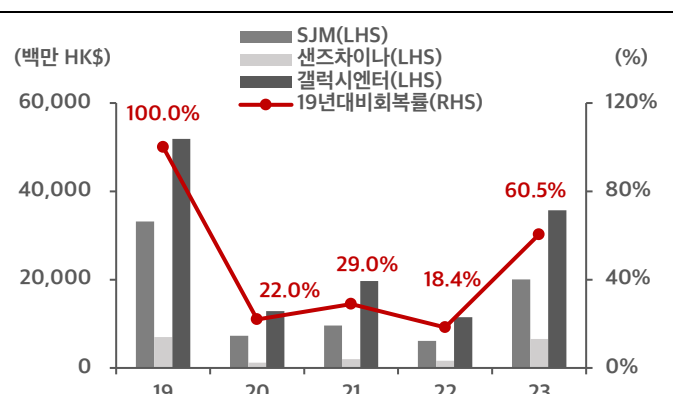
이에 당국이 칼을 빼들었다. 22년 6월 마카오 정부는 법률 No.16/2022를 통해 정켓 관련 법률을 20년만에 개정했다. 먼저 **도박 예치금 제한장치 도입**으로 도박자금 대출을 중단할 것을 지시했다. 뿐만 아니라 정켓은 더 이상 VIP 룸을 운영하거나 **카지노와 이익을 나눌 수도 없다**. 이는 정켓의 가장 큰 비즈니스 모델을 빼앗는 것으로, 단순 여행 대행사와 다를 바 없어진 셈이다. 심지어 여러 카지노와 계약을 맺을 수 있었던 과거와 달리 이제 **하나의 카지노 영업권자와만 계약**할 수 있다. 마카오의 카지노 영업권자는 6개 사, 카지노는 30개 뿐이므로 사실상 **정켓 사업에 종말**을 고한 것이나 다름없다.

도표 5-1. 파라다이스 전체 드랍액 중 VIP, Mass 비중



출처: 파라다이스 IR, SMIC 5팀

도표 5-2. 마카오 카지노 3사 매출액 추이와 코로나 이후 회복률



출처: 각 사 IR, SMIC 5팀

<p>난관에 처한 마카오의 VIP모객</p>	<p>이에 마카오 VIP 모객은 길을 잃었다. 정켓을 통한 영업은 마카오 카지노 산업의 3/4에 해당할 만큼 의존도가 높았다. 그러나 이제 정켓 수는 20년 95개에서 23년 36개로 대폭 축소되었고, 실질 운영 정켓은 12~13개에 불과해졌다. 이에 코로나 이전 매출액에서 50%를 차지하던 VIP 비중이 23년 20%까지 줄었다. 따라서 마카오 카지노는 자력으로, 지금까지와는 완전히 다른 방식과 규모의 모객을 시도해야 한다. 그러나, 마카오 카지노는 현재 그럴 여유가 없다.</p>
<p>마카오는 이제 Non-Gaming 기조</p>	<p>중국 정부는 마카오를 기술 및 엔터테인먼트 허브로 전환하고자 하기 때문이다. 당국은 마카오가 불법 자금 유통 채널 역할을 한 것으로 보고, Non-Gaming 기조를 강하게 적용하고 있다. 즉 카지노 중심에서 벗어나기를 원하고 있고, 본래 20년이었던 카지노 영업권을 22년 갱신하며 10년으로 대폭 축소했다. 조건도 더해졌다. 바로 논 게이밍 우선 육성 조건이다. 이에 따라 카지노 영업권자들은 32년까지 강제로 투자금의 90%를 카지노 이외 시설에 투자해야 한다.</p>
<p>마카오 카지노는 미국 자본으로의 국부 유출의 온상</p>	<p>마카오의 반 카지노 기조는 쉽게 무너지지 않을 예정이다. 중국 정부의 이해관계가 가리키는 방향이 명확하기 때문이다. 마카오에서 영업중인 대규모 사업장 6개 중 3개(Venetian Macau, Wynn, MGM Grand)가 미국 자본이다. 패권 경쟁이 심화되는 현재, 미국 자본으로 중국 큰 손들의 돈이 흘러 들어가는 것이 달가울 리 없다. 이러한 상황에서 정책에 따라 공안이 영업현장에 상주 감독함에 따라, 중국 VIP들이 마카오에서 칩을 굴리기는 더더욱 쉽지 않을 것이다. 실제로 마카오의 Mass 수요는 코로나 이전 수준을 넘어섰으나, 마카오 카지노 주요 3사의 이익은 코로나 이전 대비 60% 수준에 머물렀고, MGM의 VIP 수익은 코로나 이전 대비 절반으로 감소했다.</p>
<p>마카오를 떠난 VIP 대체 지역으로 향한다</p>	<p>하지만 중독성 높은 욕망산업은 규제가 막을 수 없다. 중국 리오프닝은 본격적으로 시작되었고, 마카오 규제의 반사 효과가 이제 빛을 발할 때다. 공안 옆에서 카지노를 할 수는 없는 노릇이니, 맘 편히 카지노 할 곳을 찾는 중국 VIP의 시선에서 최적의 카지노 장소를 함께 탐색해보자.</p>

5.2. 떠나요 제주도로

<p>대규모 카지노 + 지리적 근접성 + 입국 용이성 =제주도</p>	<p>반사 수혜지에 대한 힌트는 지금껏 마카오가 선택 받은 이유에서 찾을 수 있다. 바로 복합 리조트(IR) 카지노가 있고, 중국과 지리적으로 가까우며, 비자 발급이 간편하기 때문이다. 즉, 중국인 VIP 고객의 카지노 여행지 후보에 들기 위해서는 위에서 확인한 세 가지가 필요하다. ①대규모 카지노의 유무와, ②지리적 근접성, 그리고 ③입국의 용이성이다. 그리고 이 모든 요건에서 동사의 카지노가 위치한 제주도는 최적의 입지를 갖고 있다.</p> <p>먼저 아시아 주요 합법 카지노 보유국은 마카오, 싱가포르, 필리핀, 말레이시아, 한국 등이 있다. 이 중에서 ①대규모 복합 리조트를 보유한 국가는 마카오, 싱가포르, 한국이 유일하다.</p>
<p>VIP영업에는 복합 리조트의 컴프가 필수</p>	<p>복합 리조트가 필요한 이유는, VIP들이 카지노를 선택하는데 중요한 요소인 컴프(Comp) 제공이 용이하기 때문이다. 카지노 내 게임 콘텐츠는 모든 업장이 비슷하기 때문에, 전 세계 카지노들은 VIP에게 숙박, 식음료 등 컴프를 무료로 제공하며 방문을 유도한다. 복합 리조트는 단순 카지노 시설이 아닌 숙박, 쇼핑센터 등을 통합한 시설이다. 따라서 컴프를 활용해 VIP를 모객하기에 적합한 환경인 것이다. 우리나라의 영종도 P-City와 동사의 롯데드림타워가 여기에 해당한다.</p>
<p>시간이 금인 VIP 가까운 카지노 선호</p>	<p>②IR 보유국 중 마카오를 제외하면 한국이 중국에서 가장 가깝다. 카지노 VIP에게 근접성은 매우 중요하다. 마카오의 경우 가장 가까운 광둥성에서 방문객의 40%가 왔고, 가장 먼 베이징은 1%에 불과했다. VIP는 반복 방문의지가 강하고, 자주 가려면 가까워야 하기 때문이다. 실제로 중국 VIP 고객의 36%가 한국 카지노의 장점으로 근접성을 선택했다. 놀랍게도, 상하이 기준으로 제주도는 약 1시간 30분이 소요되어 2시간 40분이 걸리는 마카오보다도 가깝다.</p>

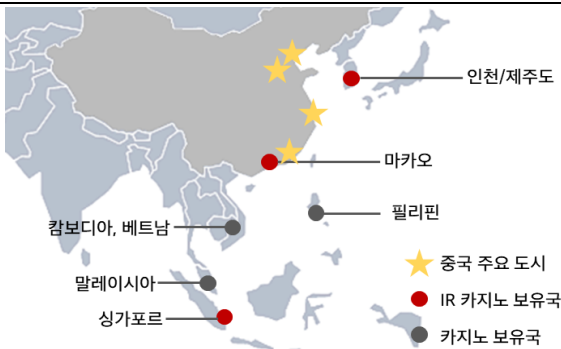
동남아는
치안걱정 비자걱정

동남아 국가는 한국과 비슷한 수준의 거리에 위치해있지만, **중국 당국의 영향력 측면이나 치안 측면에서 비교할 수 없는 수준**이다. 또한 온라인 카지노 운영을 하는 동남아 국가들에 대한 중국의 **비자발급 조건 강화**로, 중국 리오프닝이 이뤄지더라도 VIP 고객 확대는 제한적일 전망이다.

당국 눈치 볼
필요 없는
무비자 제주

그래서, **③제주의 무비자 입국은 무엇보다 큰 이점**이다. 상술했듯 중국 VIP는 당국의 감독 기조 속에서 눈치 보기 바쁘다. 카지노 여행을 위해 매번 비자 발급 절차를 거치는 것이 달가울 리 없다. 또한 중국은 기본적으로 여행 비자 발급이 매우 번거롭다. 심지어 해외여행이 막 시작된 시점에서는 사람이 몰려 발급까지 시간도 오래 걸린다. 싱가포르와 태국도 앞다투어 새롭게 중국과의 상호 비자 면제를 추진하는 작금의 모습은 **비자 면제가 그만큼 큰 강점이라는 방증**이다. 실제로 싱가포르는 24년 2월 무비자를 승인하자마자 중국인 방문객이 전년 대비 8배나 급증했다. **한국에서 유일하게 무비자로 방문 가능한 제주도는 카지노 여행에 그야말로 최적**이다.

도표 5-3. 아시아 카지노 보유국 지도



출처: SMIC 5팀

도표 5-4. 아시아 카지노 보유국 비교

국가	중국과의 거리*	복합카지노 여부	무비자 여부
제주도	1시간 30분	O	O
인천	1시간 50분	O	X
마카오	2시간 45분	O	X
필리핀	3시간 35분	X	X
베트남	3시간 40분	X	도착비자
캄보디아	4시간 15분	X	도착비자
말레이시아	5시간 30분	X	O
싱가포르	5시간 30분	O	O

*상하이/베이징 기준, 직항 최단 시간 기준

출처: 구글 항공권, SMIC 5팀

인천공항은
중국노선 증설
어려워

그렇다면, 수요를 감당할 준비는 되었나? 물론, 제주도는 여행지 선정을 마친 VIP의 입국을 두 팔 벌려 환영할 여력도 충분하다. 인천과 비교할 때, 제주공항은 **중국향 노선 증설 가능성이 훨씬 높다**. 각 공항은 슬롯(Slot)을 배정받아 운영하는 방식으로, 최대 운항횟수에 제한이 있다. 인천공항의 슬롯은 **약 80%가 이미 차 있다**. 그런데, 인천공항은 **전 세계 국가와 협의해** 노선을 배정받아야 한다. **노선 별로 슬롯 배정에 제한도 있다**. 인천공항에게 중국발 노선 증설은 쉬운 일이 아니다. 중국인이 많이 온다고 해서 많은 비행기를 받을 수 있는 구조가 아니라는 뜻이다.

제주공항은
중국비중 높지만
포화율 비슷

반면 제주공항은 남은 슬롯을 **중국 노선에 할당할 여유**가 있다. 제주공항의 도착 비행기 슬롯은 시간당 35개로, 6시부터 23시까지 운행한다고 가정할 때 한 달에 최대 9천편이 제주공항에 착륙할 수 있다. 현재 제주공항에 도착하는 항공편은 한 달에 국제선 600편, 국내 6500편으로 총 7200편 가량이다. 따라서 **슬롯 포화율은 인천공항과 비슷한 수준**이다.

제주는
슬롯 대부분을
중국에 할당 가능

하지만, 제주공항은 중국 수요 회복에 발맞춰 **제주 도착 노선을 집중 확장**할 수 있다. 제주공항은 노선 별 슬롯 제한이 없고, 코로나 이전부터 제주공항 노선의 대부분은 중국이 차지해왔다. 수요에 맞춰 **탄력적 증설이 가능한** 것이다. 이를 증명하듯 24년 하계에 배정된 제주도 도착 국제 스케줄은 단기 노선을 제외할 때 월 평균 약 800회로, 전년 대비 2.3배 증가했다. 중요한 것은, 이 중 **80%가 중국 노선**이고, **여전히 슬롯이 남았다**는 점이다.

드디어 대규모
국제 크루즈도 온다

크루즈도 입항을 앞두고 있다. 24년 제주도에 배정된 국제크루즈 운항횟수는 약 270여회에 달하며, **지난해 기항 횟수인 77회 대비 3.5배에 이른다**. 올해 예정된 국제크루즈의 승객 정원을 모두 더하면 약 100만명으로, 이는 코로나 이전인 19년 제주도 총 외국인 방문객의 절반에 달하는 숫자이다. 게다가 전체 운항 중 **중화권 국가에서 입항하는 횟수는 무려 202회로 약 75%에 달**한다. 중국인 VIP를 맞이하기 위해 하늘길과 바닷길 모두, 제주도는 준비되었다.

중국 VIP 최적
제주도

즉, 대규모 복합 리조트 카지노가 있고, 중국과 가까우며, 무사증 제도를 통해 무비자 입국이 가능한데다, 중국 턴어라운드를 맞이할 여력을 가진 최적의 장소는 바로 제주도인 것이다.

5.3. 경쟁자 없는 제주도, 동사가 점령

규모, 시설, 위치
도내 압도적 우위

제주도로 향하는 중국VIP 수요는 온전히 동사에게로 온다. 제주 카지노 방문객의 70%가 동사의 몫으로, 사실상 동사의 독점 체제 하에 있기 때문이다. 사실 제주도에겐 외국인 대상 카지노가 무려 8개나 있다. 그러나 ①규모, ②시설, ③위치 측면에서 동사는 압도적인 우위를 점하고 있다.

제주도에
복합 리조트 카지노
단 두 개

규모면에서 동사의 드림타워 카지노는 비교 불가 수준이다. 제주도 카지노 대부분은 영세 카지노이다. 동사, 파라다이스, 세븐스타, 랜딩카지노를 제외하면 제주 카지노 매출액의 1%도 차지하지 않는 소규모 업체들이다. 이 중 중국 VIP가 방문할 수준의 복합 리조트를 보유한 곳은 제주 드림타워와 신화월드 랜딩카지노 둘 뿐이다. 살아남은 영세 카지노의 매출액 격차도 점점 벌어지는 추세로, 23년 기준 제주 카지노 매출액의 총 85%가 복합 리조트에서 발생했다.

랜딩카지노도
사실상
경쟁자가 아니다

심지어 유일한 경쟁자였던 신화월드 랜딩카지노도 중국 VIP에게 외면당했다. 랜딩카지노는 홍콩에 본사를 둔 중국자본으로 중국 VIP 영업에 강점이 있었다. 그런데, 신화월드 설립자 양즈후이가 중국 금융업계 최대 스캔들에 연루되어 중국 공안에게 체포되었다. 이후, 랜딩카지노의 매출은 18년 상반기 3872억에서 하반기 -27억으로 급감했다.

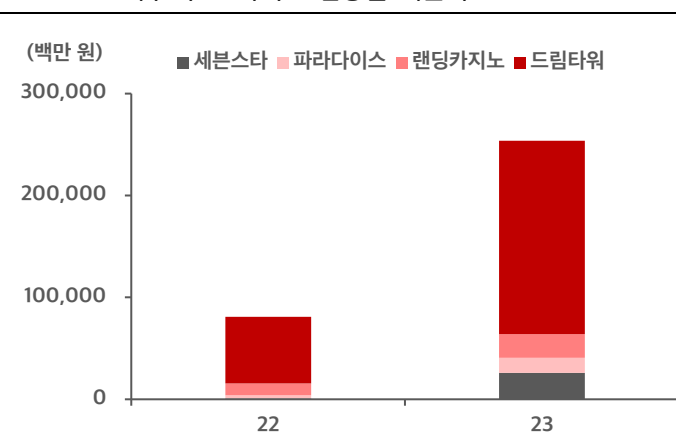
중국 파벌에 휘말린
랜딩카지노

단순히 중국인이 가지 않은 수준이 아니라, 고객 등록을 말소하고 보관한 돈까지 모두 찾아가버린 것이다. 중국 자본이라는 점이 양날의 검으로 작용한 것이다. 이는 이러한 추세가 단기 이슈가 아니라는 것을 의미한다. 현재는 시진핑 파벌로 신화월드가 넘어간 상태이다. 하지만 동사의 롯데드림타워가 신설되며 더 좋은 신축 카지노라는 완벽한 대체재가 등장했고, 중국 파벌암투의 한복판에 선 이상 중국 VIP가 당국 감시 아래 있는 랜딩카지노를 굳이 찾을 유인이 없다.

노형동 도심
유일한 카지노

마지막으로 동사의 카지노는 공항에서 10분거리인 노형동 도시에 위치해 8개 카지노 중 최적의 입지에 있다. 반면 랜딩카지노는 서귀포시에 위치해 약 1시간 가량이 소요된다. 이에 드림타워는 카지노 직원을 400명 추가 채용한 반면, 신화월드는 객실, 식음 등 접객부서 이외에는 채용을 중단한 상황이다. 게임기 또한 동사는 총 347대인 반면, 랜딩카지노는 18년 302대에서 240대로 줄었다. 이제 랜딩카지노의 사라진 중국VIP 수요가 드림타워에 흡수될 일만 남았다. 제주도 카지노 수요가 모두 동사의 롯데드림타워로 향하고 있다.

도표 5-5. 제주 주요 카지노 업장별 매출액



출처: 한국관광공사, SMIC 5팀

도표 5-6. 제주드림타워 위치



출처: SMIC 5팀

5.4. 그때는 맞고 지금은 다르다

동사의 상방은
무궁무진

동사는 코로나 이전의 호황기를 한 번도 겪어보지 못한 **새내기 카지노**다. 그래서 목표는 **‘회복’**이 아니라 **‘성장’**이고, 그 잠재력을 감히 단정지을 수도, 비교할 수도 없다. 상술했듯 제주도에 불어오는 모멘텀을 보면, 다른 국내 카지노와 비교하는 것은 실례일 것이다. 하지만 모든 드라마의 시작이 그렇듯, 설레는 예고편은 있다. 코로나 이전 제주도 카지노는 호황이었고, **다시 찾아올 호황** 앞에 지금까지 제주도에 있었던 카지노와는 **수준이 다른 펀더멘탈**을 가진 동사가 있다.

과거 제주도에
보여준
중국 VIP의 저력

예고편은 과거 **중국이 잘 살던 시절의 제주도로부터** 엿볼 수 있다. 코로나 이전, 제주 카지노는 18년에 최전성기를 누렸다. 전체 입장객은 총 36만명이었고, 이는 제주도 전체 입도 외국인의 30%에 달한다. 그 중 유일하게 중국 VIP를 맞이한 랜딩카지노는 18년 상반기에만 방문객 17만 명으로 약 4천억을 벌어들였다. **인당 약 2400만원**을 쓴 것이다. 전체 카지노 업장의 인당 지출액이 130만원 수준이었음을 고려하면, VIP의 위용을 느낄 수 있다.

과거 전성기를
뛰어넘는 점유율

이제 동사로 돌아가보자. 18년 제주에 도착한 국제선 항공편은 총 6천편이었다. 그런데 총 항공편이 4천편에 불과했던 23년 동사의 방문객은 무려 27만명이었다. 제주에 오는 **외국인 5명 중 2명이 동사에 방문**한 셈이다. 중국 수요가 아직 회복되지 않은 시점에서, 항공편 당 방문객과 총 관광객 대비 방문객 비율 모두 **랜딩카지노 전성기를 이미 뛰어넘는 수준**이다.

이제 VIP가
돈 쓸 일만 남았다

이런 상황에서 다시 중국의 시간이 왔다. 상술했듯 **제주 입도객 수는 급증**하는 추세에 있다. 이에 더해, **VIP가 돌아온다**. 압도적 점유율을 확보했지만 인당 매출액 560만원 수준이던 동사에게 **인당 2천만원을 쓰던 중국인들이 돌아오는 것이다**. 파라다이스를 방문한 중국 VIP의 경우 19년 **인당 3700만원**을 지출했고, 마카오 VIP는 회원비만 6억 수준이다. 게다가 제주 예정 항공편은 상술했듯 18년을 훌쩍 넘어설 예정이다. **펜트업 수요**도 무시할 수 없다. 일본 VIP 비중이 높은 파라다이스의 경우 막혔던 일본무비자 입국을 허용하자마자 한 달만에 드랍액이 130% 상승했다.

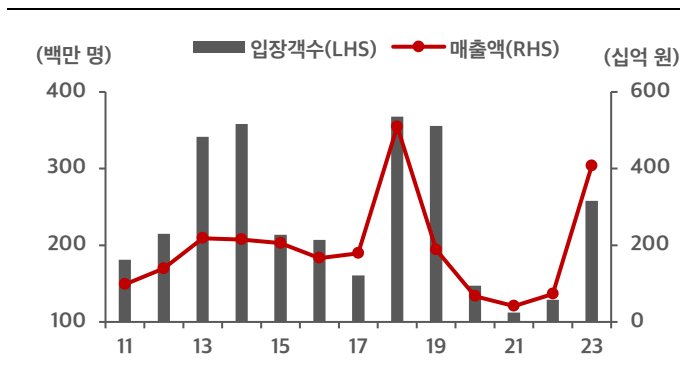
과거보다 더 잘할
준비된 New동사

그리고, 중국 수요 회복을 맞을 동사는 그때의 랜딩카지노와 상황도 차원도 다르다. 마카오 규제의 반사효과가 동사를 비추고, 이를 위해 **마카오 출신 실무진**을 영입했다. 중국에만 강한 것도 아니다. **일본 VIP모객**을 위해 오사카 사무소를 개설했고, 올해 도쿄 사무소도 개설 예정이다. 이에 따라 **호텔 사업**도 카지노와 시너지를 내며 **영업 레버리지** 효과를 등에 업고 성장할 전망이다.

끝난 하방
끝 없는 상방

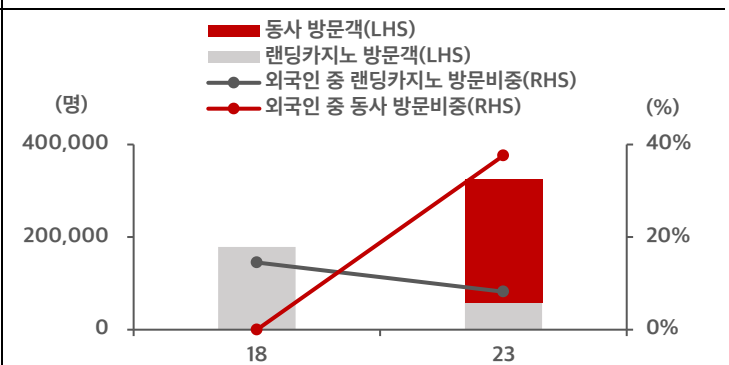
증명된 것은 하방 뿐이다. **중국 수요 회복**과 준비된 제주드림타워가 만날 때, 동사가 누릴 상방의 끝은 짐작조차 되지 않는다. 그리고 **24년은 실적 본격화의 원년**이다. 지금껏 누구도 본 적 없던 만남의 초입에서 우리는 포커의 패를 이미 확인한 셈이다. 하지만 로얄 스트레이트 플러시를 가졌더라도 패를 모두가 열어보면 늦다. **지금 바로 동사에게 배팅, 아니 투자할 때다**.

도표 5-7. 제주 카지노 총 입장객 및 매출액 추이



출처: 한국관광공사, SMIC 5팀

도표 5-8. 18년 랜딩카지노와 23년 동사 비교



출처: 한국관광공사, 제주관광협회, SMIC 5팀

6. Issue & Risk

부채 비율,
지나친 확대해석은
경계해야

동사에 투자함에 있어 마지막으로 확인해야 할 부분은 바로 높은 부채비율이다. 비정상적으로 높은 부채비율과 이로 인해 과도하게 발생한 이자 비용이 언제나 동사를 향한 투자 심리 증진에 있어 걸림돌로 작용해왔기 때문이다. 실제 20년 제주 드림타워 리조트의 건설/운영을 위한 대규모 차입 및 전환사채의 발행과 함께 시작된 부채 부담으로 인해 23년 기준 동사의 부채 비율은 2590.9%, 이자비용은 1,140억원에 달한다. 하지만 본 보고서는 본격적 실적 증가를 앞둔 현재, 동사의 부채 비율에 대한 과도한 확대 해석은 경계할 필요가 있음을 주장하고자 한다.

23년, 차입금
리파이낸싱 진행

우선, 드림타워 건설을 위한 대규모 차입금의 향방에 주목할 필요가 있다. 동사는 지난 20년 11월, 드림타워 리조트의 건설을 위해 신한은행 등을 포함한 은행권 대주단으로부터 7,000억원을 3년 만기로 차입했다. 이후 해당 차입금의 만기가 도래한 지난 23년 11월에는 차입금의 상환을 위해 다시 한번 자금을 조달하는 이른바 리파이낸싱(Re-Financing)을 진행하며 기존의 7,000억 원에 더해 추가 340억원을 1년 만기로 재차입한 바 있다. 실적 부진으로 인해 아직까지 현금 여력이 부족했던 상황 속에서, 대규모 차입금의 상환을 연기하며 급한 불은 끄겠다는 평가를 받았지만 만기가 짧고 기존 대출 대비 이자율이 상승했다는 불안감이 여전히 상존하고 있는 상황이다.

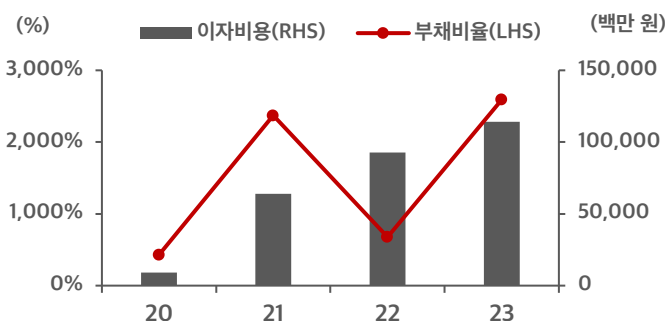
올해는
우호적 조건의
리파이낸싱 가능

다만, 금년에 다시 한번 진행될 리파이낸싱은 동사에게 보다 우호적인 조건으로 진행될 가능성이 높다. 7,340억원이라는 금액은 단기간 내 상환이 가능한 규모가 아니기에 동사는 금년 내 도래할 만기 시점(11월 30일) 이전에 다시 한번 리파이낸싱을 진행할 것이다. 다만 작년과는 확연히 달라질 동사의 실적 레벨을 통해 대주단 측은 동사의 상환 및 이자 지불 능력에 큰 확신을 가질 가능성이 농후하며 이는 단기 고리가 아닌 장기 저리의 리파이낸싱 가능성에 보다 힘을 불어넣어준다. 또한, 작년의 이자율 상승이 1차 차입 시기 대비 과도하게 상승한 금리의 영향임을 고려할 시 금리 인하의 가시성이 커져가는 24~25년에는 이자율의 하락도 동반될 전망이다.

유리한 차입계약
: 장기 리파이낸싱의
강력한 근거

실제로 작년 차입 계약의 세부 조건 일부는 위의 우호적 리파이낸싱 가능성에 확신을 가해준다. 동사는 작년 리파이낸싱을 진행하는 과정에서 계약 체결 6개월 이후부터는 일체의 수수료 없이 조기 상환을 진행할 수 있는 조건을 포함시켰다. 높아진 이익 체력과 금리 인하의 동반 효과를 통해 24년 2~3분기 이후로 훨씬 유리한 조건의 장기 리파이낸싱을 확신하고 있기에 단기 고리의 리파이낸싱을 선제적으로 진행하되 대신 2차 리파이낸싱을 통해 기존 금액의 상환이 이뤄질 시기에는 조기상환수수료를 일체 지불하지 않겠다는 판단이다. 만약 위 시나리오대로 장기 저리의 리파이낸싱이 실현될 경우 낮아질 이자 비용과 함께 재무적 불안정성 역시 해소할 수 있다.

도표 6-1. 동사 부채비율 및 이자비용 추이



출처: 롯데관광개발, SMIC 5팀

도표 6-2. 드림타워 리조트 건설을 위한 차입금 변동 현황

구분	차입일	만기일	구분	이자율	차입처
제주 드림타워 복합리조트 건설	2020-11-30	2023-11-30	Tranchae A	4.05%	신한은행 외
			Tranchae B	5.90%	금융기관
제주 드림타워 복합리조트 건설비 1차 리파이낸싱	2023-11-29	2024-11-30	Tranchae A	7.10%	새마을금고
			Tranchae B	9.20%	중앙회 외
			Tranchae C	1.00%	39개 금융기

출처: 롯데관광개발, SMIC 5팀

<p>전환사채 우려도 과도하다</p>	<p>동사가 보유한 대규모 전환사채(CB)에도 주목해야한다. 현재 동사는 19년 발행한 제6회 기명식 해외 전환사채부터 23년 발행한 제10회 무기명식 전환사채까지, 재무제표 기준 약 2,230억원의 CB를 보유중이다. CB의 규모가 크고 현재 동사 주가가 대부분 CB의 전환가액보다 낮아 조기상환청구권 행사에 따른 상환 비용과 상환 금액 조달을 위한 유상증자의 가능성이 재무적 위험으로 평가되어왔다. 다만 CB로 인한 재무적 위험에 대한 지적 역시 일부 과도한 지점이 존재한다.</p>
<p>채권자들은 상환보다 전환을 선호</p>	<p>우선 조기상환청구권의 행사 가능성은 상당히 낮다. 현재 동사 CB 중 조기상환청구권 행사 기간이 시작된 CB는 19년 발행된 제6회 CB와 21년 발행된 제 7회 CB이다. 다만 제 6회 CB의 경우 발행 이후 아직까지 상환 청구가 진행된 바가 없으며, 7회 CB는 금년 초, 기존 24년 1월이었던 조기상환청구권 개시일을 24년 4월로 연기한 바 있다. 이는 금년 주가 부양을 확신한 동사가 이자율 상승을 조건으로 개시일 연기를 제시한 결과이며 CB 보유자 입장에서도 주가 상승에 따른 차익 실현의 상방이 더 크므로 상환보다 전환을 선호하고 있다는 방증이기도 하다. 이에 25년 4월 이후로 조기상환청구권이 개시되는 여타 CB 역시 전환에 무게를 두고 있을 가능성이 높다.</p>
<p>유상증자 실현 가능성도 낮다</p>	<p>유상증자 및 대규모 물량 출회에 따른 위험성도 비교적 높지 않다. 23년 기준 이자발생부 부채의 절반 가량인 5,500억원만을 조달하기 위해 현 주가 수준에서 유상 증자를 진행할 시 약 5,600백만 주의 신주가 발행된다. 이 경우, 부채의 완전한 상환 없이 현재 지분 40%를 보유한 최대주주 및 특수관계인의 주식은 무려 21%까지 하락하게 된다. 즉 유상 증자를 통한 부채의 상환의 실현 가능성은 상당히 낮다고 할수 있다. 또한 현재 전환 가능한 미상환 CB 주식수는 발행 주식 총수의 21.5%에 해당하는데 이 중 자회사 동화투자개발과의 대차계약으로 인해, 전환하더라도 시장에 출회되지 않는 6차 CB 460만주를 제외 시 해당 비중 역시 15.3%까지 감소한다.</p>
<p>경영진과 주주의 이해관계가 일치 = 부채비율 완화</p>	<p>현재의 재무적 부담을 최대한으로 완화하고자 하는 동사 측의 노력도 주목해야 한다. 동사는 지난 24년 1월, 제주 드림타워의 토지와 건물 일부에 대한 자산 재평가를 실시해 총 6,275억원의 재평가 차익을 발생시켰다. 이 중 5,037억원이 자기자본으로 반영되며 23년말 기준 2,591%에 달하던 부채비율이 320%로 급락했다. 또한 현재 동사의 차입금 및 사채에 대해 담보, 환매조건부, 주식대차 계약 등으로 제공된 최대주주 및 특수관계자 지분은 무려 50.87%에 달한다. 동사 경영진 역시 부채비율의 지속적 완화와 가치제고에 사활을 걸 수 밖에 없음을 유추할 수 있다.</p>
<p>시장은 취약점보다 잠재력에 집중</p>	<p>위의 논의를 반영하듯, 현재 시장은 약한 재무체력에도 불구하고, 동사에게 점차 우호적인 평가를 내리고 있다. 동사는 높은 부채비율과 외부 변수 변동성에 대한 취약함으로 인해 공매도 비중이 매우 높은 대표적인 기업이었다. 하지만 최근 동사 실적에 대한 기대감과 함께 공매도 수량과 대차잔고 모두 점진적인 개선세를 보여주고 있다. 이는 곧 동사의 높은 부채비율이 동사의 투자 매력도 저하에 기존의 우려만큼 영향을 미치지 않음을 보증하는 좋은 근거라 자신한다.</p>

도표 6-3. 동사 미상환 전환사채 현황

회차	발행일	만기일	미상환사채		조기상환일
			전환가액	전환가능주식수	
6회	19.09.20	25.09.20	13,850	5,129,241	22.09.20
7-1회	21.01.15	25.01.14	13,250	452,830	24.04.15
7-2회	21.03.11	25.01.14	13,250	415,094	24.04.15
8-1회	21.11.29	25.11.29	12,762	5,485,033	24.11.29
9-1회	23.02.23	27.02.23	10,090	2,477,700	25.04.27
9-2회	23.04.27	27.04.27	9,695	618,876	25.04.27
10-1회	23.08.29	27.08.29	11,292	1,443,499	25.08.29
10-2회	23.09.13	27.08.29	11,292	354,233	25.08.29

출처: 롯데관광개발, SMIC 5팀

도표 6-4. 동사 공매도 수량 및 대차잔고 잔액 추이



출처: KRX, 증권정보포털, SMIC 5팀

7. Valuation - EV/EBITDA Method

7.1 영업수익 추정

동사 영업수익은 카지노, 호텔, 여행서비스 및 인터넷 정보제공 사업 등의 기타 수익으로 구분된다. 이중 전사 수익의 80% 가량을 차지하는 카지노 및 호텔 부문 위주로 엄밀하게 추정하였다.

(1) 카지노 부문

카지노 부문 영업수익 추정							
(단위: 백만 원, 명)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
카지노 부문 영업수익	4,659	1,346	21,029	43,679	152,419	314,408	404,788
YoY(%)	-	-71.1%	1462.3%	107.7%	249.0%	106.3%	28.7%
중국 VIP 영업수익	-	-	-	-	53,641	165,460	253,107
YoY(%)	-	-	-	-	-	208.5%	53.0%
중국인 VIP Q					14,596	45,023	68,873
중국인 제주도 입도객					404,330	1,077,106	1,449,951
중국인 카지노 방문율(%)					19.0%	19.0%	19.0%
고객 중 VIP 비중(%)					19.0%	22.0%	25.0%
중국인 VIP P					3.7	3.7	3.7
중국인 VIP 드랍액					25.0	25.0	25.0
홀드율(%)					14.7%	14.7%	14.7%
기타 VIP 영업수익	-	-	-	-	80,336	80,015	72,741
YoY(%)	-	-	-	-	-	-0.4%	-9.1%
기타 VIP Q					23,761	23,666	21,515
기타 외국인 제주도 입도객					305,021	303,799	276,181
기타 카지노 방문율(%)					41.0%	41.0%	41.0%
고객 중 VIP 비중(%)					19.0%	19.0%	19.0%
기타 VIP P					3.4	3.4	3.4
기타 VIP 드랍액					23.0	23.0	23.0
홀드율(%)					14.7%	14.7%	14.7%
MASS 영업수익	-	-	-	-	43,268	68,933	78,940
YoY(%)	-	-	-	-	-	59.3%	14.5%
MASS Q					163,524	260,519	298,338
중국인 MASS					62,226	159,627	206,618
기타 MASS					101,297	100,892	91,720
MASS P					0.3	0.3	0.3
MASS 드랍액					1.8	1.8	1.8
홀드율(%)					14.7%	14.7%	14.7%

* 위 논리 과정을 통해 역산한 23년 카지노 영업수익과 실제 23년 영업수익 간 괴리를 16.2%

카지노 부문의 영업수익은 $P(\text{홀드율} * \text{인당 드랍액}) * Q(\text{방문객수})$ 로 계산된다. 본 매출 추정에서 언급하는 인당 드랍액은 카지노의 고객이 카지노를 한번 방문할 때 사용하는 평균적인 드랍액으로, Q가 곱해져 있는 총 드랍액과는 다른 것을 의미함에 유념해야한다.

중국 경기 회복과 마카오 규제 그리고 제주도를 중심으로 한 투자포인트의 논리를 반영하기 위해서는 중국 VIP를 중심으로 한 고객별 P, Q 추정이 필수적이다. 그러나 동사는 국적별 구분과 VIP에 대한 구분을 하지 않고 있다. 따라서 후술할 논리에 따라 카지노 방문객을 크게 중국인 VIP, 기타 외국인 VIP, MASS(일반 대중)로 나눠 아래 식을 토대로 영업수익 추정을 진행하였다.

$$\text{카지노 매출} = \sum (\text{홀드율} \times \text{고객 종류별 인당 드랍액}) \times (\text{고객 종류별 방문객수})$$

① P(홀드율 × 인당 드랍액) 추정:

홀드율은 23년 9월 이후 동사 홀드율의 평균값을 활용하였다. 상술했듯, 정켓은 VIP 고객 유치에 대한 수수료를 총 게임액에서 떼어 가기 때문에 정켓에 의존할수록 홀드율은 낮아지게 된다.

또한 방문객이 많을수록 대수의 법칙에 따라 홀드윌의 변동성이 낮아진다. 위 두 요인을 고려했을 때, 동사가 정켓과의 거래를 중지한 시점 이후이면서 중국과 일본 관광객의 방문이 시작되며 충분한 Q가 확보되기 시작한 23년 9월 이후의 수치를 활용하는 게 타당하다고 판단하였다.

중국 VIP와 MASS의 인당 드랍액은 파라다이스와 GKL의 평균을 proxy로 연동하였다. 동사의 Mixed 인당 드랍액(전체 고객)은 22년도 50만원 수준에서 23년도에 540만원까지 상승하였는데, 이는 국내 카지노 업체들과 비슷한 수치이다. 따라서 국내 카지노 업체의 평균을 활용하여 중국 VIP와 MASS의 인당 드랍액을 각각 2500만원, 180만원으로 도출하였다. 기타 VIP의 경우 국내 카지노 업체의 편차가 컸기 때문에 동사 인당 드랍액(전체 고객)을 역산하여 산출하였다.

② Q (방문객수) 추정:

카지노 방문 고객별 Q에 대해 상세한 추정을 진행하였다. Q 추정에 대한 주요 논리는 다음과 같다. ① 제주도 방문 외국인 관광객수를 추정하여 ② 중국인과 기타 외국인으로 구분, ③ 이들의 동사 카지노 방문율을 토대로 중국인과 기타 외국인의 동사 카지노 방문 횟수를 추정한 뒤, ④ 이들을 다시 VIP와 MASS로 구분해 최종 고객별(중국 VIP, 기타 VIP, MASS)의 Q를 추정하였다.

- ① 24년도는 19년도 대비 제주도 외국인 입도객수가 80%에 달할 것이라 추정하였다. 24년도 1,2월에 19년도 동월 대비 입도객수 회복률이 약 90%까지 상승했음과 연내 비수기/성수기 추이를 감안 시 이는 충분히 보수적이라 판단된다. 이후 25년도에는 코로나 이전인 19년도와 같은 수준의 외국인 관광객이 제주를 방문해 방문객 수의 완전한 회복을 가정하였다.
- ② 24년 1,2월 제주도 입도객 중 중국인의 비율을 활용해 연도별 중국인 입도객 수를 추정하였다. 24년 1,2월 전체 제주도 입도객 중 중국인의 비율은 84%이다. 다만 연내 중국 연휴를 고려한 비수기 고려 시, 1,2월과 같은 수준의 연도별 중국인 비율은 25년에 반영될 것이라 가정, 24년의 중국인 비율은 23년의 57%로부터 25년까지의 증가세를 반영해주었다.
- ③ 동사가 카지노를 오픈한 21년 6월 이후부터 현재까지의 국적별 제주도 입도객 및 동사 카지노 방문 고객 자료를 활용해 회귀분석을 진행한 결과 제주 입도 외국인 중 중국인은 19%, 기타 외국인은 41%가 동사 카지노를 방문함을 알 수 있었다. 해당 회귀분석의 결정계수는 0.96 으로 유의미하여 추정에 반영하기에 큰 무리가 없다고 판단한다.
- ④ 중국 VIP와 MASS의 비중은 고객별 인당 드랍액과 함께 파라다이스와 GKL의 평균치를 연동하였다. 투자 포인트에서 상술했듯 마카오 규제로 인해 중국인 VIP가 동사 카지노를 방문하게 되면서 동사 고객 중 중국 VIP의 비중은 상승할 가능성이 높다. 이에 19년도에서 23년도까지의 마카오 VIP 매출액 비중 하락세를 동사 중국인 VIP 비중 상승세와 연동하였다.

상기 논의를 종합하여 중국 VIP, 기타 VIP 및 MASS 전체의 P, Q를 곱해 고객 그룹별 영업수익을 추정하였으며 이를 모두 합하여 동사의 최종 카지노 부분 영업 수익을 추정하였다.

(2) 호텔 부문

호텔 부문의 영업 수익은 다시 세부적으로 호텔 객실 판매(객실), 리테일, 기타 영업 수익으로 구분된다. 이중 금액적 중요성을 띄는 호텔 객실 판매 위주로 엄밀하게 추정하였다.

호텔 부문 영업 수익 추정							
(단위 : 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
호텔 부문 영업 수익	-	752	77,731	117,750	92,563	114,651	130,138
YoY(%)	-	-	10236.6%	51.5%	-21.4%	23.9%	13.5%
객실 부문 매출					93,238	108,083	122,683
% of 호텔 부문 영업 수익					94.8%	94.3%	94.3%
판매 가능 객실 수					1,576	1,600	1,600
OCC(%)					64.0%	69.3%	74.7%
내국인 객실수					545	545	545
외국인 객실수					464	565	650
ADR(원)					253,258	266,934	281,348
리테일 부문 매출					5,029	6,486	7,362
% of 호텔 부문 영업 수익					5.1%	5.7%	5.7%
기타 부문 매출					63	81	92
% of 호텔 부문 영업 수익					0.1%	0.1%	0.1%

* 위 논리 과정을 통해 역산한 23년 호텔 영업수익과 실제 23년 영업수익 간 괴리를 6.23%

호텔 객실 판매 매출은 $ADR(\text{객실 단가}) * OCC(\text{판매 가능 객실수 점유율}) * \text{판매 가능 객실 수}(1,600\text{호}) * 365(\text{일})$ 로 계산된다. 내국인 수요가 견조할 것이라는 판단 하에 향후에도 23년에 내국인이 구입한 객실수가 동일한 수준으로 판매될 것이라고 가정하였다. 또한, 동사 호텔의 OCC는 코로나 이전 18~19년 통상적으로 75% 수준이었으므로, 중국을 중심으로 한 인바운드 수요가 완전히 회복될 25년의 OCC를 80%로 가정, 24년은 증가세를 반영하였다. 증가하는 객실 수요에 맞춰 ADR 역시 전년 대비 OCC 증가율을 반영하여 점진적 상승을 가정하였다.

리테일 영업 수익은 호텔 내 F&B 및 부대 시설의 수익, 기타 수익은 호텔 용역 + 객실 임대 수익이다. 금액적 중요성이 크지 않고 전체 객실 판매 매출의 경향성과 연동됨이 자명하므로 연도 별 호텔 객실 수익의 증가세를 연동하여 리테일 및 호텔 기타 영업 수익을 추정하였다.

(3) 여행 서비스 및 기타 부문

여행 서비스는 내국인을 대상으로 한 항공권 및 여행 패키지 상품 제공 사업이다. 여행 서비스의 수익의 경우, 내국인의 여행 수요에 의해 변동되므로, 19년도의 여행 서비스 매출액 규모를 엔데믹 이후 활발해진 국내 여행 수요를 반영, 25년도에는 회복할 것이라 가정하였다. 이후 24년은 25년까지의 상승분을 반영하였다. 기타 부문은 여행 플랫폼 사업으로, 19년 이후의 추이는 상승 후 23년도에 하락이다. 매출이 안정화된 21년 이후를 기준으로 이동평균 삼아 매출을 도출했다.

상기 논의를 종합한 최종 매출 Table은 아래와 같다.

롯데관광개발 연결매출 추정							
(단위 : 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업 수익	88,449	16,769	107,072	183,671	313,548	502,375	618,223
YoY(%)	-	-81.0%	538.5%	71.5%	70.7%	60.2%	23.1%
호텔 부문	1,309	1,386	81,311	124,012	97,655	114,651	130,138
YoY(%)	-	5.9%	5766.6%	52.5%	-21.3%	17.4%	13.5%
호텔	-	752	77,731	117,750	92,563	108,083	122,683
% of 호텔 sales	0.0%	54.3%	95.6%	95.0%	94.8%	94.3%	94.3%
리테일	-	60	3,491	5,280	5,029	6,486	7,362
% of 호텔 sales	0.0%	4.3%	4.3%	4.3%	5.1%	5.7%	5.7%
기타 매출	1,309	574	89	982	63	81	92
% of 호텔 sales	100.0%	41.4%	0.1%	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%
카지노 부문	4,659	1,346	21,029	43,679	152,419	314,408	404,788
YoY(%)	-	-71.1%	1462.3%	107.7%	249.0%	106.3%	28.7%
여행서비스 부문	80,887	12,680	2,869	13,298	61,198	71,043	80,887
YoY(%)	-	-84.3%	-77.4%	363.5%	360.2%	16.1%	13.9%
기타 부문	1,594	1,357	1,862	2,682	2,277	2,274	2,411
YoY(%)	-	-14.9%	37.2%	44.0%	-15.1%	-0.1%	6.0%

7.2. 비용 추정

(1) 영업비용 추정

영업비용 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업수익	88,449	16,769	107,072	183,671	313,548	502,375	618,223
YoY(%)	-	-81.0%	538.5%	71.5%	70.7%	60.2%	23.1%
영업비용	104,605	88,154	238,322	302,391	374,154	462,587	539,452
OPM(%)	-18.3%	-425.7%	-122.6%	-64.6%	-19.3%	7.9%	12.7%
종업원급여	28,694	42,376	70,193	79,587	93,227	99,327	114,732
% of sales	32.4%	252.7%	65.6%	43.3%	29.7%	19.8%	18.6%
감가상각비	2,946	16,008	66,587	80,349	84,192	113,257	113,952
% of sales	3.3%	95.5%	62.2%	43.7%	26.9%	22.5%	18.4%
지급수수료	4,450	9,482	33,516	45,667	58,909	68,511	77,861
% of sales	5.0%	56.5%	31.3%	24.9%	18.8%	13.6%	12.6%
여행경비	50,109	5,661	1,113	4,708	20,640	25,557	29,099
% of sales	56.7%	33.8%	1.0%	2.6%	6.6%	5.1%	4.7%
광고선전비	5,755	963	4,249	8,554	14,561	22,220	27,344
% of sales	6.5%	5.7%	4.0%	4.7%	4.6%	4.4%	4.4%
재고자산의 변동	-	207	12,630	16,480	13,889	16,302	18,504
% of sales	0.0%	1.2%	11.8%	9.0%	4.4%	3.2%	3.0%
보험료	2,045	3,269	6,154	7,005	7,351	6,837	7,064
% of sales	2.3%	19.5%	5.7%	3.8%	2.3%	1.4%	1.1%
무형자산상각비	1,002	1,238	2,290	2,528	2,530	2,458	2,658
% of sales	1.1%	7.4%	2.1%	1.4%	0.8%	0.5%	0.4%
기타비용	9,604	8,950	41,591	57,513	78,855	108,117	148,239
% of sales	10.9%	53.4%	38.8%	31.3%	25.1%	21.5%	24.0%

금액적 중요성을 띠는 종업원급여, 지급수수료, 여행경비 및 감가상각비와 무형자산상각비 위주로 엄밀히 추정하였다. 이외 광고선전비, 재고자산의 변동, 보험료 등의 비용은 변동비 및 고정비로 분류한 후 영업수익과 연동 혹은 Average Flat 및 3개년 이동평균을 적용하였다. 또한 동사는 21년 제주 드림타워 리조트 개장 이후 영업원가와 일반판매관리비를 별도 구분하지 않기에, 본 보고서 역시 추정을 진행한 각 계정별 비용을 별도 안분 없이 전액 영업비용에 반영해주었다.

종업원급여 추정							
(단위: 백만 원, 명)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
총 급여(A)	28,694	42,376	70,193	79,587	93,227	99,327	114,732
YoY(%)	-	47.7%	65.6%	13.4%	17.1%	6.5%	15.5%
종업원 수 * 평균 급여 (B)	22,341	32,402	51,623	48,476	48,603	56,142	64,849
종업원 수(명)	478	1416	1294	1107	1058	1,166	1,285
평균 급여(천 원)	46,739	22,883	39,894	43,790	45,939	48,151	50,470
과리율(1-(B/A), %)	22.1%	23.5%	26.5%	39.1%	47.9%	43.5%	43.5%

급여의 경우 사업보고서에 공시된 1인당 급여와 직원수를 활용해 추정하였다. 동사는 카지노업을 개시한 20년 이후에도 사업보고서 상에 여행업 및 호텔업 부문의 직원수만을 공시하고 있다. 이에 미등기임원 등의 보수를 고려하더라도 손익계산서 상 급여 총액과 공시 직원수 기반 연간 급여 간 괴리가 일정 수준 발생하며 특히 카지노업의 매출이 본격적으로 시작된 21년 이후로는 해당 괴리폭이 증가한다. 이에 공시된 직원수와 평균 급여에 대한 별도 추정을 통해 평균 연간 급여 총액을 추정한 후, 과리율의 역산을 통해 손익계산서 상 종업원급여 총액을 추정하였다.

동사는 3Q23 실적 발표를 통해 엔데믹과 해외여행 본격화에 따른 여행업 및 호텔업 부문 직원의 본격적 충원을 발표하였다. 이에 26년까지는 제주 드림타워 개장에 대비해 직원수를 크게 충원한 20년 수준까지의 증원이 이뤄질 것이라 가정하였으며, 증가세를 24~25년에 반영하여 연도별 종업원 수를 추정하였다. 인당 평균 급여는 카지노 개장에 따른 외형 성장과 함께 꾸준히 증가하는 모습을 보였다. 이에 23년의 수치에 21~23년 CAGR 4.8%를 적용해 추정을 진행하였다. 과리율의 경우 카지노의 매출 비중이 본격적으로 증가한 21년 이후의 과리율 평균을 반영하였다.

여행경비 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
여행 부문 매출액	80,887	12,680	2,869	13,298	61,198	71,043	80,887
YoY(%)	-	-84.3%	-77.4%	363.5%	360.2%	16.1%	13.9%
여행 경비	50,109	5,661	1,113	4,708	20,640	25,557	29,099
% of 여행 부문 매출액	61.9%	44.6%	38.8%	35.4%	33.7%	36.0%	36.0%
지급수수료 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
여행 + 호텔 부문 매출액	80,887	13,432	80,600	131,048	153,761	179,126	203,570
YoY(%)	-	-83.4%	500.1%	62.6%	17.3%	16.5%	13.6%
여행 부문 매출액	80,887	12,680	2,869	13,298	61,198	71,043	80,887
호텔 부문 매출액	-	752	77,731	117,750	92,563	108,083	122,683
지급수수료	4,450	9,482	33,516	45,667	58,909	68,511	77,861
% of 여행 + 호텔 부문 매출액	5.5%	70.6%	41.6%	34.8%	38.3%	38.2%	38.2%

여행경비 및 지급수수료는 여행, 호텔 부문 매출액과 연동하여 추정하였다. 동사 여행경비는 관광 상품 구성을 위한 항공권 원가 등으로 구성되며 지급수수료의 경우 호텔 부문 객실 판매와 운영에 따른 용역 및 지급수수료와 기타 여행수수료로 구성된다. 이에 해당 금액들이 각 부문의 매출액과 강하게 연동됨은 자명하며 실제 여행경비와 지급수수료의 여행 부문, 여행+호텔 부문 매출액 대비 비중은 과거 3개년 간 각 36.0%, 38.2% 수준으로 일정하다. 이에 해당 수치를 활용, 매출 추정을 통해 추정된 각 부문별 매출액에 반영해 여행경비 및 지급수수료를 추정하였다.

감가상각비와 무형자산상각비의 경우 기보유자산의 상각비 및 신규 CapEx에 주의하여 추정하였다. 동사는 지난 3월 제주 드림타워 토지 및 건물 중 일부에 대한 자산재평가를 실시해 약 6,275억원 규모의 재평가차익을 발생시켰다. 이에 건물에 대한 재평가차익 5,072억원을 23년 기말 장부가액에 반영하여 상각비를 추정하였다. 이외, 동사는 21년 제주 드림타워 개장 이후 별도의 CapEx 확장 계획을 발표하지 않고 있기에 과거 3개년 각 자산별 취득 평균액을 통해 신규 CapEx에 대한 감가상각비를 추정하였다. 자세한 추정 Table은 [Appendix 8.2]에 수록하였다.

(2) 금융손익 추정

금융손익 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
금융손익	2,373	(8,384)	(71,263)	(104,938)	(118,206)	(114,079)	(84,413)
금융수익	3,932	4,685	534	11,034	9,695	6,894	8,971
이자수익	1,410	534	389	435	788	481	469
외환차익	306	127	77	689	1,867	878	1,145
외화환산이익	1,984	4,008	67	8,346	4,294	4,236	5,625
당기손익-공정가치 측정 금융부채 평가이익	183	-	-	1,565	2,334	1,300	1,733
기타금융수익	48	16	-	-	412	-	-
금융비용	1,559	13,070	71,796	115,972	127,902	120,973	93,384
이자비용	1,114	9,201	63,966	92,762	114,045	102,826	74,620
외환차손	331	256	432	12,805	7,076	6,771	8,884
외화환산손실	16	50	5,356	111	29	1,832	657
당기손익-공정가치 측정 금융부채 평가손실	-	1,407	1,888	725	-	1,306	1,016
사채상환손실	-	-	-	9,569	6,717	8,143	8,143
기타지급수수료	98	2,155	155	-	34	94	64

금융손익은 이자비용을 중심으로 엄밀하게 추정하였다. 동사는 20년, 제주 드림타워 건설 및 운영을 위한 대규모 차입금과 전환사채 발행 이후 지금까지 높은 수준의 이자비용이 매년 발생 중이다. 동사의 순이익 흑자 전환에 큰 영향을 미치는 것이 해당 이자비용이기에 장,단기차입금 및 전환사채의 규모, 그리고 유효이자율에 대한 논리적 가정을 통한 이자비용 추정이 필수적이다.

차입금의 경우 드림타워용 리파이낸싱 금액(7,340억원)과 통상적 운영을 위한 단기차입금 규모를 구분하여 추정하였다. 우선 리파이낸싱 금액의 경우 [Issue&Risk]에서 상술하였듯, 금년 11월에 진행될 리파이낸싱이 장기 저리의, 동사에게 유리한 조건으로 진행될 가능성이 높다는 논리를 통해 24~25년의 장기차입금에 반영하였다. 리파이낸싱 차입금에 대한 현재가치할인차금 발생 비율은 24, 25년 각각 3년, 2년 만기를 앞뒀던 2021년의 수치를 반영해 장부가액을 산정해주었다.

이외, 동사는 전체 차입금 중 리파이낸싱 금액을 제외 시, 20년부터 매년 자회사 동화투자개발 및 은행권으로부터 일정 수준의 금액을 차입해왔다. 이에 **20~23년의 은행권 차입금 평균 약 360억원을 단기차입금에 할당해주었다**. 마지막으로 유동성 사채의 경우 23년 말 기준 장부금액 146억원의 24년 2월 15일 상환 계획을 반영해 24~25년에는 존재하지 않는다 가정했다.

전환사채의 경우 미상환전환사채 전량의 24년 내 전환을 가정하였다. 앞서 [Issue & Risk]에서 상술하였듯, 동사 잔여 미상환 전환사채의 전환가액은 대부분 10,000~13,850원으로 금년 내 주가 상승이 발생한다면 전환권의 행사가 가시적이다. 이에 미상환전환사채 전량의 전환을 가정하고 리파이낸싱의 결과에 따라 추가 발행이 가능할 수도 있지만 이는 오히려 추정의 합리성을 저해하므로 24~25년 내 전환 사채의 장부가액은 합리적 추정이 어려워 0 Flat 처리하였다.

기타 이자발생부자산 및 이자발생부부채의 경우 0 Flat 또는 3Yr Moving Avg을 통해 추정하였으며 금융손익에 관련된 자세한 추정 Table은 [Appendix 8.3]에 수록하였다.

(3) 영업외손익 추정

영업외손익 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업외손익	2,787	(10,156)	(77,141)	(105,318)	(152,792)	(125,470)	(103,774)
금융손익	2,373	(8,384)	(71,263)	(104,938)	(118,206)	(125,696)	(104,086)
기타손익	255	(569)	(5,599)	(147)	(35,173)	(362)	(277)
관계기업투자손익	160	(1,203)	(279)	(233)	588	588	588

기타손익은 합리적 추정이 불가한 계정의 경우 0 Flat 처리하였으며 매년 유사 수준의 금액이 발생하는 유형자산처분이익, 잡이익, 기부금 등은 3Yr Avg 처리하였다. 자세한 추정 Table은 [Appendix 8.4]에 수록하였다. 관계기업투자손익의 경우 동사가 지분 39.2%를 보유한 코레일관광개발의 손익과 연동되나 보수적인 추정을 위해 23년도의 값을 Flat 처리해주었다.

(4) 법인세비용 추정

법인세비용 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
세전순이익	(13,760)	(81,541)	(208,391)	(224,038)	(213,398)	(85,682)	(25,004)
법인세비용	922	527	(7,695)	670	(11,067)	(2,450)	(715)
유효법인세율(%)	-6.7%	-0.6%	3.7%	-0.3%	5.2%	2.9%	2.9%

유효법인세율은 세전순이익 흑,적자에 무관하게 이연법인세미인식분 발생 등으로 인해 법인세비용 및 환급액이 달라진다. 이에 합리적 추정이 어려워 직전 3개년 Average로 Flat 처리하였다.

(5) 최종 손익계산서 Table.

상기 논의를 종합한 최종 손익계산서 Table은 아래와 같다.

추정 연결손익계산서							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업수익	88,449	16,769	107,072	183,671	313,548	502,375	618,223
YoY(%)	-	-81.0%	538.5%	71.5%	70.7%	60.2%	23.1%
영업비용	104,605	88,154	238,322	302,391	374,154	462,587	539,452
영업원가	65,648	16,499	-	-	-	-	-
판매일반관리비	38,956	71,655	238,322	302,391	374,154	462,587	539,452
영업이익	(16,155)	(71,385)	(131,250)	(118,720)	(60,606)	39,788	78,771
OPM(%)	-18.3%	-425.7%	-122.6%	-64.6%	-19.3%	7.9%	12.7%
EBITDA	(12,208)	(54,139)	(62,374)	(35,843)	26,117	155,503	195,381
감가상각비+무형자산상각비	3,948	17,246	68,876	82,877	86,723	115,715	116,610
금융손익	2,373	(8,384)	(71,263)	(104,938)	(118,206)	(114,079)	(84,413)
기타손익	(137)	(569)	(5,599)	(147)	(35,173)	(362)	(277)
관계기업투자손익	160	(1,203)	(279)	(233)	588	588	588
세전순이익	(13,760)	(81,541)	(208,391)	(224,038)	(213,398)	(74,065)	(5,331)
법인세비용	922	527	(7,695)	670	(11,067)	(2,118)	(152)
당기순이익	(14,682)	(82,069)	(200,696)	(224,708)	(202,331)	(71,947)	(5,179)
NPM(%)	-16.6%	-489.4%	-187.4%	-122.3%	-64.5%	-14.3%	-0.8%

7.3. Valuation - Peer EV/EBITDA Method

(1) Why EV/EBITDA?

PER Method에
대한 의구심

동사의 Valuation Method로 EV/EBITDA Method를 제시한다. 본 보고서의 투자포인트 논리에 따라 동사는 이제 “진짜” 이뤄질 중국 경기 회복과 소비력 상승에, 마카오 규제까지 더해져 아시아 카지노의 중심으로 거듭날 제주도를 기반으로 본격적인 실적 증대를 경험할 것이다. 이에 직관적으로는 동사의 Valuation을 위해 이익의 성장성을 반영하는 PER Method를 떠올릴 수 있다.

동사에게는
EV/EBITDA가 적합

하지만 동사는 토지 및 건물 기반의 사업을 영위하는 본질적인 특성 상 감가상각비 등 높은 고정비용이 발생하며, 대규모 이자 비용으로 인해 순이익의 수준이 매우 낮다. 그렇다면 동사가 영업을 통해 창출하는 기업 가치는 과연 해당 낮은 수준의 순이익으로 평가받음이 적절한 것일까? 본 보고서는 해당 의문에 대해 “아니다”라고 대답하며, 동사의 기업가치 평가를 위해 EV/EBITDA Method가 가장 적절함을 아래 몇 가지 이유를 통해 주장하고자 한다.

(2) 동사에게 특히 적절한 EV/EBITDA Method

부채 레버리지까지
가치 평가

가장 먼저, EV/EBITDA는 동사 재무 구조에 의한 가치 평가 왜곡을 최소화한다. EV, 즉 Enterprise Value는 순차입금과 자본 총액을 더한 값으로, 단순히 채권자와 주주 지분의 총합이라는 표면적인 의미를 넘어, 동사가 영위하는 영업활동의 가치를 측정함에 있어 자기자본 뿐만 아니라 부채 레버리지의 가치까지 반영할 수 있다는 내재적 의미까지 보유한다.

동사 부채는 곧
카지노업을 위한
레버리지

동사 순이익 적자의 가장 큰 원인이 이자 비용임을 고려할 때, 위 EV의 의미는 더욱 빛을 발한다. 동사 이자발생부 부채의 대부분을 차지하는 것은 드림타워 리조트의 건설과 운영을 위한 차입금이다. 동사의 영업 가치가 결국 드림타워 리조트 내 카지노에서 발생함을 고려하면, 동사의 이자 비용 및 부채 레버리지는 영업 활동을 통해 벌어들인 실적의 가치를 평가함에 있어 반드시 함께 포함되어야함이 마땅하다. 이에 순이익을 통해 자기 자본을 계산하는 PER이 아닌, EBITDA를 통해 전체 EV를 계산하는 EV/EBITDA가 동사에게 보다 적합한 Valuation Method이다.

감가상각비에 의한
왜곡 최소화

두번째로, EV/EBITDA Method는 감가상각비에 의한 가치 왜곡을 최소화할 수 있다. EBITDA는 EBIT에 감가상각비를 가산하여 계산하기에 비현금성 비용인 감가상각비의 영향을 제거된다. 이에 건설 등 시설투자가 높은 산업군의 경우 영업활동 자체의 가치 평가를 위해 EV/EBITDA를 사용하는 것이 유용하다. 동사 역시 사업의 본질 상 건물을 기반으로 한 감가상각비가 발생하기에 가치 평가에 있어 해당 비용에 의한 왜곡을 최소화할 필요성이 있다. 또한 EBITDA의 가치를 보다 명확하게 평가하기 위한 조건이 추가적 CapEx의 부재임을 고려 시, 완공한 드림타워를 기반으로 영업 가치를 창출해나갈 동사에게는 특히나 EBITDA를 통한 평가가 적절하다고 판단된다.

(3) Target Peer & Target Multiple 선정

동사의 Target Peer로 파라다이스를, Target Multiple로는 파라다이스의 2H19 12MF EV/EBITDA 멀티플 평균 12.3x를 제시한다. Target Peer 및 Multiple 선정 논리는 아래와 같다.

마카오, 라스베가스
서로 다른 BM

우선 라스베가스, 마카오 등 해외 기업의 경우 사업의 BM 차이로 인해 Peer 선정에서 제외하였다. 라스베가스의 경우 특정 국가 고객 비중이 편중되지 않은 다국적 고객 중심의 사업을 영위하며, 마카오의 경우 카지노 운영 기업 중심이 아닌 정켓 외부 사업자와의 적극적 계약을 통해 사업장이 운영된다. 이에, 동사와 같이 특정 국가(중국)에 대한 익스포져가 높고 정켓 중심의 운영이 이뤄지지 않는 기업과의 직접적 비교에는 한계가 존재한다고 판단했다.

GKL과 강원랜드 제외	국내 카지노 사업자인 강원랜드와 GKL 역시 Peer 선정에서 제외하였다. 강원랜드의 경우 동사와 다르게 국내 유일의 내국인 전용 카지노이며, GKL은 제주 드림타워 복합리조트를 통해 카지노뿐 아니라 호텔과의 시너지를 창출하는 동사와 달리 오로지 카지노 단일 사업장만을 운영한다.
동사와 유사한 파라다이스	반면 파라다이스의 경우 복합리조트인 파라다이스 P-City를 통해 카지노 및 호텔 사업을 함께 영위하며 콤팩트를 통해 VIP 모객에 나서는 동사와 유사한 BM을 보유한다. 또한, 파라다이스 카지노가 일본 세가사미 홀딩스와의 합작을 통해 설립됨으로 인해 중국 VIP 외 일본 VIP에 대한 익스포저가 높은 것 역시 특정 국가 고객에 대한 의존도 측면에서 동사와 유사성을 지닌다.
정치적 문제 완화 조짐, 인바운드 상황	2H19는 파라다이스를 둘러싼 대내외적 환경이 현재의 동사와 매우 유사한 시기이다. 우선, 2H19는 정치 및 경제적 문제의 해결 가능성이 비치며 파라다이스로의 인바운드 수요 회복이 강하게 기대된 시기였다. 14년 한한령 및 사드 사태로 인한 외교 관계 악화로 중단된 한중항공회담이 19년 초 무려 4년만에 개최되며 중국 항공 편수 회복에 대한 강한 기대감이 형성됐다. 또한, 19년 9월에는 중국 베이징 다싱 국제공항이 개항되며 인바운드 수요 회복에 대한 기대감 역시 증폭됐다. 이는, 중국 경기의 확실한 회복 지표 및 제주 입도객 수의 빠른 증가 추이를 통해 중국 인바운드 수요 증가에 대한 확신이 더해져만 가고 있는 현재와 상황 상 유사성을 지닌다.
내부적으로도 유사	당시 파라다이스의 상황 역시 동사와 유사하다. 파라다이스는 17년 4월 복합리조트 파라다이스 P-City의 1차 개장을 통해 호텔을 기반으로 한 카지노업 사업 규모 확장에 본격적 시동을 걸었다. 하지만 당시는 사드 사태로 인한 중국 관광객 감소와 신규 투자의 부족으로 인해 국내 카지노 산업의 전반적인 멀티플 디레이팅이 발생한 시기였다. 반면 18년 9월 2차 개장을 시장으로 외국인 인바운드가 회복되기 시작할 19년 하반기부터는 P-City의 본격적 실적 증가와 이를 통한 레버리지 효과의 발생이 전망됐다. 현재의 동사 역시 코로나로 인해 외국인 관광객 수요가 일체 전무했던 21년, 드림타워 카지노 사업을 시작해 현재 중국 카지노 고객의 본격적 회복 수혜를 받을 것으로 기대되는 바 당시의 파라다이스와 현재 동사 간 유사성이 매우 짙다고 판단된다.
	순차입금 추정 시 24년부터 전망되는 동사의 영업수익 증가세를 현금 및 현금성자산과 단기금융상품 총합 추이에 반영하였다. 마지막으로, 동사는 카지노 사업이 개장한 이후 현재와 같은 대내외적 수혜 환경에 아직 처한적이 없다. 이에 투자포인트의 논리에 따라 동사가 카지노업을 기반으로 실적의 폭발적 상방을 마주할 경우, Peer인 파라다이스의 과거 멀티플을 차용한 Valuation 보다도 더 높은 Upside가 존재할 수 있음을 주장하며 Valuation 서술을 마친다.

상기 논의를 모두 종합하여, 25E EBITDA 195,381백만 원에 Target EV/EBITDA 12.3x를 곱해 산출된 목표주가 19,220원, 투자의견 BUY를 제시한다.

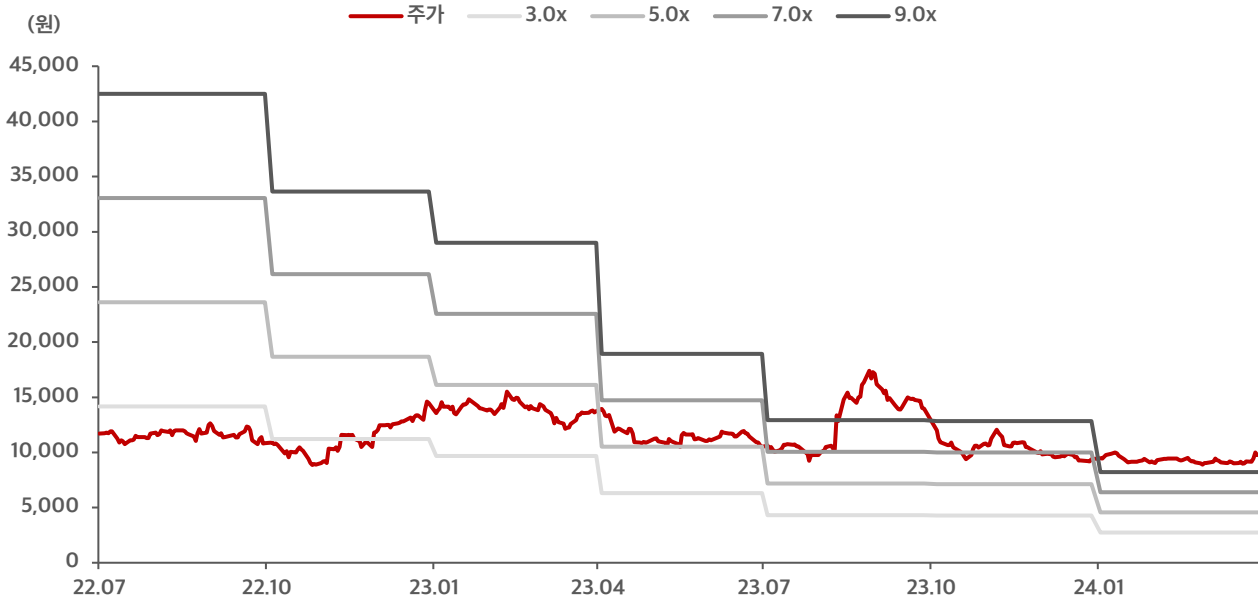
EV/EBITDA Method(2025E)	
2025E EBITDA(단위 : 백만 원)	195,381
Target EV/EBITDA	12.3x
Target EV	2,409,046
순차입금	718,643
목표시가총액	1,690,403
발행주식총수(단위 : 주)	87,962,376
목표주가 (원)	19,220
현재주가 (원)	10,150
상승여력	89.4%

*발행가능주식 총수 계산 시 미상환전환사채 전량 전환 가정.

*단 6회 CB 물량 460만주는 동화투자개발과의 대차계약으로 인해 전환시에도 시장 내 유통 불가능함 역시 반영.

8. Appendix

8.1. 롯데관광개발 PBR Band(TTM)



8.2. 감가상각비 추정

유형자산 감가상각비 - CapEx 반영 전								
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
건물(50년)	76,813	76,813	76,813	76,813	76,813	76,813	76,813	76,813
구축물(25년)	889	889	889	889	889	889	889	889
기계장치(20년)	2,766	2,766	2,766	2,766	2,766	2,766	2,766	-
차량운반구(6년)	643	643	643	-	-	-	-	-
기타유형자산(10년)	9,350	9,350	9,350	9,350	-	-	-	-
건설중인자산	-	-	-	-	-	-	-	-
합계	90,462	90,462	90,462	89,819	80,469	80,469	77,703	77,703

*장부가와 상각비를 고려하여 잔여내용연수 산출. 신규 CapEx 투자를 가칭하여 상각비 추정함.
*건물의 경우 24년 1월 진행된 제주도 드림타워 부지에 대한 재평가차의 5,072억원을 반영해 장부가를 산정. 이를 기반으로 상각비를 계산.

건설중인자산 대채(건물, 기계장치)								
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
기초	4,487	2,938	2,861	2,857	2,857	2,857	2,857	2,857
취득	2,714	2,714	2,714	2,714	2,714	2,714	2,714	2,714
대체	4,263	2,791	2,718	2,714	2,714	2,714	2,714	2,714
건물(70%)	2,984	1,954	1,902	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900
기계장치(30%)	1,279	837	815	814	814	814	814	814
기타	2,938	2,861	2,857	2,857	2,857	2,857	2,857	2,857

*건설중인 자산 중 건물: 기계장치 대채 인분 비율은 과거 3개년 평균치인 7:3을 사용
*건설중인 자산 기초 장부가격 중 대체 비율은 3개년 평균치인 95%를 사용

유형자산 Capex 추정								
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
건물(50년)	134	134	134	134	134	134	134	134
차량운반구(6년)	990	990	990	990	990	990	990	990
기타유형자산(10년)	4,468	4,468	4,468	4,468	4,468	4,468	4,468	4,468
건설중인자산	2,714	2,714	2,714	2,714	2,714	2,714	2,714	2,714
합계	8,306	8,306	8,306	8,306	8,306	8,306	8,306	8,306

*유형자산 Capex는 과거 3~5개년 취득 계정의 평균. 동사는 21년 제주 드림타워 개장 이후 별도의 확장 CapEx 계획 발표 X
*동사는 21년 제주 드림타워 개장 이후 별도의 확장 CapEx 계획 발표 X. 이에 신규 Capex는 과거 3~5개년 취득 계정의 평균을 활용
*건물의 경우 21년 약 219억원의 제주 드림타워 부대시설의 일시적 취득이 발생했기에 제외 후, 22~23년의 취득 금액 평균을 활용

사용권자산								
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
부동산	6,594	6,594	6,594	6,594	6,594	6,594	6,594	6,594
시설장비	34	34	34	34	34	34	34	34
차량운반구	241	241	241	241	241	241	241	241
레이저스카워	15,239	15,239	15,239	15,239	15,239	15,239	15,239	15,239
합계	22,107	22,107	22,107	22,107	22,107	22,107	22,107	22,107

*레이저스카워의 경우 22~23년 2개년 평균(21년 발생 X), 타 사용권 자산의 경우 과거 3개년 평균 감가상각비 금액 활용

감가상각비 - CAPEX 및 사용권자산 반영 후								
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
유형자산	91,150	91,845	92,539	92,589	83,933	84,626	82,388	82,916
건물(50년)	76,826	76,867	76,908	76,949	76,990	77,030	77,071	77,112
구축물(25년)	889	889	889	889	889	889	889	889
기계장치(20년)	2,830	2,872	2,913	2,954	2,994	3,035	3,076	3,117
차량운반구(6년)	808	973	1,138	660	825	990	990	990
기타유형자산(10년)	9,797	10,244	10,690	11,137	2,234	2,681	3,128	3,575
사용권자산	22,107	22,107	22,107	22,107	22,107	22,107	22,107	22,107
합계	113,257	113,952	114,646	114,696	106,040	106,733	104,495	105,023

*건물의 경우 과거 3개년 평균으로 발생한 5,000만원의 보조금 상계금액까지 반영

무형자산상각비 - 개별취득 반영 전								
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
소프트웨어(5년)	2,242	2,242	2,242	-	-	-	-	-
기타무형자산(10년)	17	17	17	17	17	17	17	17
합계	2,259	2,259	2,259	17	17	17	17	17

무형자산상각비 - 개별취득								
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
소프트웨어(5년)	947	947	947	947	947	947	947	947
기타무형자산(10년)	100	100	100	100	100	100	100	100
합계	1,047	1,047	1,047	1,047	1,047	1,047	1,047	1,047

*소프트웨어와 기타무형자산의 과거 3개년 취득 금액 평균을 반영

무형자산상각비 - 개별취득 반영 후								
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
소프트웨어(5년)	2,431	2,620	2,810	757	947	947	947	947
기타무형자산(10년)	27	37	47	57	67	77	87	97
합계	2,458	2,657	2,857	815	1,014	1,024	1,034	1,044

8.3. 금융손익 추정

이자부자산 유효이자율							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
기말 이자부자산	29,364	52,835	48,638	32,524	39,288	40,150	37,321
단기금융상품	10,230	22,745	15,179	9,453	22,944	15,859	16,085
장기금융상품	305	9,055	9,053	1,503	1,503	4,019	2,341
기타포괄손익-공정가치측정금융자산	18,830	21,035	24,406	21,569	14,841	20,272	18,894
평균 이자부자산	125,195	41,099	50,736	40,581	43,963	39,719	38,735
이자수익	1,410	534	389	435	788	481	469
<i>유효이자율(%)</i>	<i>1.1%</i>	<i>1.3%</i>	<i>0.8%</i>	<i>1.1%</i>	<i>1.8%</i>	<i>1.2%</i>	<i>1.2%</i>

이자부부채 유효이자율							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
기말 이자부부채	77,391	819,698	959,670	1,004,701	1,047,839	802,780	777,410
단기차입금	1,037	80,586	43,714	734,007	760,586	757,899	36,848
유동성사채	-	-	-	38,733	14,605	-	-
유동성전환사채	60,355	-	66,437	81,868	175,047	-	-
당기손익-공정가치측정금융부채	527	-	3,705	2,893	317	2,305	1,838
기타유동금융부채	-	-	3,922	17,275	23,006	20,141	20,141
장기차입금	-	663,030	674,935	-	-	-	695,235
전환사채	-	58,750	147,258	108,647	47,948	-	-
비유동_당기손익-공정가치측정금융부채	-	1,817	-	-	-	-	-
순확정급여부채	15,472	15,515	19,699	21,277	26,330	22,436	23,348
평균 이자부부채	60,528	448,545	889,684	982,186	1,026,270	925,310	790,095
이자비용	1,114	9,201	63,966	92,762	114,045	102,826	74,620
<i>유효이자율(%)</i>	<i>1.4%</i>	<i>1.1%</i>	<i>7.2%</i>	<i>9.4%</i>	<i>11.1%</i>	<i>11.1%</i>	<i>9.4%</i>

8.4. 기타손익 추정

기타손익 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
기타손익	255	(569)	(5,599)	(147)	(35,173)	(362)	(277)
기타수익	255	377	120	440	1,462	376	465
유형자산처분이익	13	283	39	9	12	20	14
무형자산처분이익	-	24	-	-	-	-	-
사용권자산처분이익	-	-	11	0	855	-	-
협찬금	153	21	-	-	-	-	-
잡이익	48	49	71	431	565	356	451
교육사업수익	42	-	-	-	9	-	-
유형자산손상차손환입	-	-	-	-	20	-	-
기타비용	392	946	5,719	588	36,635	738	741
유형자산손상차손실	-	1	57	22	61	46	43
기부금	106	55	569	335	579	494	469
유형자산손상차손	-	-	4,993	-	-	-	-
무형자산손상차손	-	157	-	-	-	-	-
사용권자산손상차손실	-	-	-	40	0	-	-
재고자산감모손실	-	-	2	0	2	1	1
손해배상금	-	-	-	-	34,125	-	-
기타의지급수수료	279	730	-	-	1,570	-	-
잡손실	7	3	99	190	298	196	228

8.5. 롯데관광개발 재무상태표 및 현금흐름표

연결재무상태표				
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023
자산	1,198,450	1,302,425	1,802,777	1,764,111
유동자산	124,777	91,480	61,154	80,887
현금및현금성자산	58,185	60,687	28,601	33,640
단기금융상품	22,745	15,179	9,453	22,944
매출채권	624	2,552	3,923	4,560
단기대여금	998	209	166	2,233
미수금	34,749	963	3,351	6,352
선급금	329	2,726	1,626	3,238
선급비용	1,466	1,608	3,599	1,973
기타유동자산	1,715	919	3,789	1,812
재고자산	3,965	6,636	6,646	4,135
비유동자산	1,073,674	1,210,945	1,741,623	1,683,224
장기금융상품	9,055	9,053	1,503	1,503
기타포괄손익-공정가치측정금융자산	21,035	24,406	21,569	14,841
관계기업투자	1,365	2,597	3,777	4,203
유형자산	988,069	935,382	1,342,192	1,289,380
사용권자산	-	184,876	316,646	305,503
무형자산	50,187	50,900	49,100	47,212
장기대여금	-	-	-	5
장기미수금	-	-	2,800	2,800
보증금	3,899	3,669	3,974	1,060
이연법인세자산	63	63	63	16,718
부채	972,350	1,249,737	1,571,088	1,698,551
유동부채	212,394	240,448	1,027,341	1,208,747
매입채무	693	8,335	7,129	7,050
단기차입금	80,586	43,714	734,007	760,586
리스부채	6,558	17,251	34,625	33,177
미지급금	107,454	54,985	52,958	52,785
유동성사채	-	-	38,733	14,605
유동성전환사채	-	66,437	81,868	175,047
당기손익-공정가치측정금융부채	-	3,705	2,893	317
선수금	7,352	13,133	10,219	9,510
기타부채	1,404	2,804	2,727	5,509
미지급비용	7,685	24,288	27,858	55,476
유동성충당부채	94	257	544	34,801
수탁금	569	1,619	16,503	36,878
기타유동금융부채	-	3,922	17,275	23,006
비유동부채	759,956	1,009,289	543,748	489,805
장기차입금	663,030	674,935	-	-
장기리스부채	13,121	162,330	291,721	293,728
장기계약부채	-	4,422	9,133	8,980
장기미지급금	2,988	79	275	414
전환사채	58,750	147,258	108,647	47,948
충당부채	311	564	566	275
기타충당부채	-	-	-	-
당기손익-공정가치측정금융부채	1,817	-	-	-
장기미지급비용	4,423	-	-	-
순환정금여부채	15,515	19,699	21,277	26,330
이연법인세부채	-	-	112,129	112,129
자본	226,101	52,688	231,688	65,560
지배기업소유주지분	229,497	56,195	235,202	69,184
자본금	34,638	34,638	36,483	37,887
자본잉여금	526,345	549,676	600,590	643,783
기타자본	-	-	-	-
기타포괄손익누계액	13,973	16,601	365,806	360,484
이익잉여금(결손금)	(345,458)	(544,721)	(767,677)	(972,971)
비지배지분	(3,396)	(3,507)	(3,514)	(3,624)
자본과부채총계	1,198,450	1,302,425	1,802,777	1,764,111

연결현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023
영업활동현금흐름	(114,490)	(50,901)	(62,857)	(13,077)
영업으로부터 창출된 현금흐름	(101,569)	(13,479)	(11,462)	71,912
당기손익	(82,069)	(200,696)	(224,708)	(202,331)
당기손익에 대한 조정	30,521	143,907	195,182	234,875
영업활동으로 인한 자산, 부채의 변동	(50,021)	43,309	18,065	39,368
이자 수익	363	135	1,458	1,834
이자의 지급	(13,586)	(37,639)	(53,622)	(86,918)
법인세환급액	302	82	768	94
투자활동현금흐름	(578,890)	(74,051)	(3,654)	(19,567)
투자활동으로 인한 현금유입액	30,936	16,932	15,821	8,643
단기금융상품의 감소	20,730	7,565	7,727	2,000
단기대여금의 감소	9,552	920	176	263
장기금융상품의 감소	-	2	7,550	-
유형자산의 처분	108	74	9	23
무형자산의 감소	372	-	-	-
보증금의 감소	174	1,868	359	6,357
보증금의 수취	-	500	-	-
유형자산의 취득세 환급액	-	6,004	-	-
투자활동으로 인한 현금유출액	(609,826)	(90,983)	(19,475)	(28,210)
단기금융상품의 증가	(33,245)	-	(2,000)	(15,492)
단기대여금의 증가	(10,490)	(131)	(133)	(2,079)
장기대여금의 증가	(8,750)	-	-	(255)
보증금의 증가	(955)	(828)	(3,105)	(299)
유형자산의 취득세 환급액	(552,521)	(87,533)	(13,622)	(9,111)
무형자산의 취득	(3,865)	(2,491)	(615)	(974)
재무활동현금흐름	735,305	127,394	34,423	37,644
재무활동으로 인한 현금유입액	899,162	224,368	77,659	806,324
단기차입금의 증가	237,149	53,608	38,057	755,980
장기차입금의 증가	662,013	-	-	-
유상증자	-	-	-	-
사채의 발행	-	-	39,602	-
전환사채의 발행	-	170,760	-	50,344
당기손익-공정가치측정금융부채의 증가	-	-	-	-
재무활동으로 인한 현금유출액	(163,857)	(96,974)	(43,236)	(768,680)
단기차입금의 상환	(157,600)	(90,480)	(35,660)	(729,401)
리스부채의 상환	(6,257)	(6,494)	(7,535)	(11,279)
신주발행비	-	-	(41)	-
사채의 상환	-	-	-	(28,000)
현금 및 현금성자산에 대한 환율변동효과	(50)	59	2	39
현금 및 현금성자산의 순증가	41,876	2,501	(32,085)	5,038
기초현금 및 현금성 자산	16,310	58,185	60,687	28,601
기말현금 및 현금성 자산	58,185	60,687	28,601	33,640

8.6. 순차입금 및 EBITDA 추정

순차입금 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
순차입금	50,851	738,768	883,804	966,647	991,255	718,643	777,410
기말 이자부부채	77,391	819,698	959,670	1,004,701	1,047,839	802,780	777,410
단기차입금	1,037	80,586	43,714	734,007	760,586	757,899	36,848
유동성사채	-	-	-	38,733	14,605	-	-
유동성전환사채	60,355	-	66,437	81,868	175,047	-	-
당기손익-공정가치측정금융부채	527	-	3,705	2,893	317	2,305	1,838
기타유동금융부채	-	-	3,922	17,275	23,006	20,141	20,141
장기차입금	-	663,030	674,935	-	-	-	695,235
전환사채	-	58,750	147,258	108,647	47,948	-	-
비유동_당기손익-공정가치측정금융부채	-	1,817	-	-	-	-	-
순확정급여부채	15,472	15,515	19,699	21,277	26,330	22,436	23,348
현금 및 현금성자산 + 단기금융상품	26,540	80,930	75,866	38,054	56,584	84,138	-

EBITDA 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
EBITDA	(12,208)	(54,139)	(62,374)	(35,843)	26,117	155,503	195,381
영업이익	(16,155)	(71,385)	(131,250)	(118,720)	(60,606)	39,788	78,771
감가상각비 + 무형자산상각비	3,948	17,246	68,876	82,877	86,723	115,715	116,610

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.