엔터/레저/미디어 Analyst 임수진
RA 박정현

라스베이거스 샌즈 (LVS.US)

더 이상 '운'에만 맡겨서는 안될 때

- 견조한 매스 흐름에도 홀드율 부진으로 매출, 이익 모두 컨센서스 하회
- 향후 비용 하락 추세 속에서의 영업 레버리지 효과를 주시

고액 고객 방문 둔화와 매스 홀드 부진으로 컨센 하회

FY3Q26 매출액 32.2 억달러(YoY -3.5%), 조정 EBITDA 11.2 억달러(YoY -16.7%)를 기록, 시장 컨센서스를 하회했다. 마카오 매스 드롭액이 11% 증가했음에도 런더너 초고액 프리미엄 매스 고객 관련 홀드율 부진과 서비스 인력 확충에 따른 비용 부담이 수익성을 제약했다. 싱가포르 MBS 또한 매스 드롭액은 12.6% 증가했으나 홀드율이 18.7%(YoY -5.8%p)로 하락하며 전사 이익 감소를 주도했다. 마카오 GGR 이 6~9 월 네 달 연속 전년 동월 대비 감소했으며, Citi 의 7 월과 9 월 프리미엄 매스 현장조사에서도 관측 총 베팅액이 각각 19%, 45% 감소했다. 경영진은 사이드베팅·고액 베팅에 따른 홀드 변동성과 양 시장 최상위 고객 방문 약세를 설명했고, 중국 역외신탁 과세와 월드컵 등 개별 요인의 가능성도 존재한다.

경영진은 고객 기반과 상품 경쟁력에 대한 판단으로 부진이 일시적일 것이라는 자신감을 내비치며 자사주 매입 확대와 2027 년 배당 20% 인상(분기 0.36 달러)으로 주주환원 의지를 재확인했다. MBS 의 연 27~28 억달러 EBITDA 창출력에도 변화가 없다는 입장이다.

비용 증가 뒤 영업 레버리지 확인이 관건

인력 증원 비용이 2~3 분기에 모두 반영돼 향후 고정비는 전분기 대비 보합이고, 내년에는 물가 연동분만 오를 것이라고 밝혔다. 향후 드롭 증가가 실제 이익 증가로 이어지는 지가 첫 검증 지표가 될 전망이다. 다만 인력을 선제적으로 확보하는 등 단기 마진보다 장기 점유율 확보를 우선하고 있어, 시장 침체가 길어지면 마진에 대한 압박이 보다 이어질 리스크도 존재한다. 4 분기는 마카오 NBA 행사와 국경절 연휴로 계절적 성수기이며, MBS 추가 건축(2031 개장 목표)은 성수기 객실 부족을 해소할 중장기 성장 동력이다. 2025 년 스위트 확충(132 실→약 770 실)이 이익의 계단식 성장으로 이어졌다는 점과, 약 1.5 만석 규모 아레나를 통한 고액 관광·MICE 수요 확대가 증설의 근거로 제시된다.

3 분기 자사주 9.5 억달러(평균 45.31 달러)를 매입했으나, 연결 총 차입금 레버리지가 3.0 배(개발 차입 제외 2.8 배)로 목표 범위(2~3 배) 상단에 있다. 마카오 업황과 고액 고객 지출 회복 여부가 자사주 매입에 있어서도 주요 변수가 될 것으로 판단된다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.10.23): 35.68$
목표주가 컨센서스: 49.97$

▶ 투자의견 컨센서스

매수	보유
70%	30%

Stock Data

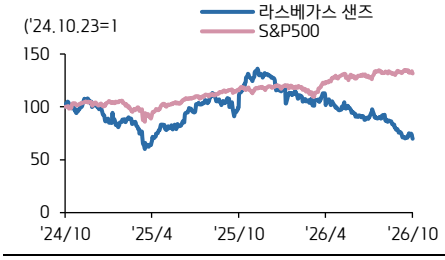
산업분류	호텔, 레스토랑 & 레저
S&P 500	7,623.68
현재주가/목표주가($)	35.68 / 49.97
52주 최고/최저($)	70.45 / 35.07
시가총액(백만$)	22,371
유통주식 수(백만주)	227
일평균거래량(3M)	1,672,899

Earnings & Valuation

(백만 $)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	11,298	13,017	13,518	14,071
영업이익	2,402	2,818	2,974	3,146
OPM(%)	21.3	21.6	22.0	22.4
순이익	1,673	2,083	1,829	1,904
EPS	2.3	3.0	2.8	3.1
증가율(%)	20.1	32.6	-6.4	9.6
PER(배)	25.3	24.7	12.7	11.6
PBR(배)	12.8	27.6	5.0	3.4
ROE(%)	47.8	93.1	202.4	101.8
배당수익률(%)	1.6	1.5	3.3	4.1

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-45.2	-9.0	-31.3	-37.3
S&P Index	11.4	-1.1	7.2	13.1



자료: Refinitiv 컨센서스, 키움증권 리서치

LVS 실적 추이 및 전망 (US GAAP 기준)

(단위: USD 백만)	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	**3,331**	**3,649**	**3,585**	**3,154**	**3,216**	**3,585**	**13,017**	**13,613**	**14,197**
(YoY)	24.2%	26.0%	25.3%	-0.7%	-3.5%	-1.8%	15.2%	4.6%	4.3%
Macao Operations	1,906.0	2,058.0	2,114.0	1,790.0	1,940.0	2,094.1	7,470.0	7,948.4	8,445.9
(YoY)	7.6%	16.2%	23.7%	-0.4%	1.8%	1.8%	5.1%	6.4%	6.3%
The Venetian Macao	692.0	752.0	710.0	591.0	649.0	714.7	2,745.0	2,598.9	2,782.5
(YoY)	0.0%	10.3%	11.3%	-10.9%	-6.2%	-5.0%	-3.0%	-5.3%	7.1%
The Londoner Macao	686.0	699.0	754.0	710.0	685.0	758.4	2,556.0	2,862.9	3,134.6
(YoY)	49.1%	34.9%	42.5%	10.6%	-0.1%	8.5%	28.8%	12.0%	9.5%
The Parisian Macao	218.0	233.0	229.0	218.0	231.0	249.3	872.0	905.3	999.0
(YoY)	-12.8%	2.2%	0.9%	12.4%	6.0%	7.0%	-10.4%	3.8%	10.3%
The Plaza Macao & Four Seasons	206.0	264.0	290.0	137.0	238.0	243.1	872.0	866.1	981.0
(YoY)	-19.8%	18.4%	39.4%	-29.4%	15.5%	-7.9%	0.0%	-0.7%	13.3%
Sands Macao	72.0	76.0	93.0	95.0	99.0	95.2	294.0	363.2	404.0
(YoY)	-11.1%	-11.6%	24.0%	33.8%	37.5%	25.3%	-8.7%	23.5%	11.2%
Marina Bay Sands	1,436.0	1,603.0	1,487.0	1,380.0	1,294.0	1,511.8	5,590.0	5,741.1	5,891.9
(YoY)	56.3%	41.0%	27.9%	-0.6%	-9.9%	-5.7%	32.2%	2.7%	2.6%
조정 부동산 EBITDA	**1,344.0**	**1,414.0**	**1,421.0**	**1,119.0**	**1,119.0**	**1,300.9**	**5,232.0**	**5,039.7**	**5,277.1**
Macao Operations Adj. EBITDA	601.0	608.0	633.0	430.0	529.0	595.1	2,310.0	2,260.8	2,438.2
Adj. EBITDA Margin	31.5%	29.5%	29.9%	24.0%	27.3%	28.0%	30.9%	28.2%	28.8%
Marina Bay Sands Adj. EBITDA	743.0	806.0	788.0	689.0	590.0	717.2	2,922.0	2,835.6	2,885.3
Adj. EBITDA EBITDA Margin	51.7%	50.3%	53.0%	49.9%	45.6%	47.4%	52.3%	49.5%	49.0%
Net Income	419.0	395.0	567.0	346.0	304.0	466.3	1,627.0	1,760.3	1,841.1
조정 DEPS ($)	**0.78**	**0.85**	**0.91**	**0.59**	**0.54**	**0.77**	**3.01**	**2.89**	**3.13**
(YoY)	41.8%	93.2%	68.5%	-25.3%	-30.8%	-9.3%	32.6%	-4.0%	8.4%

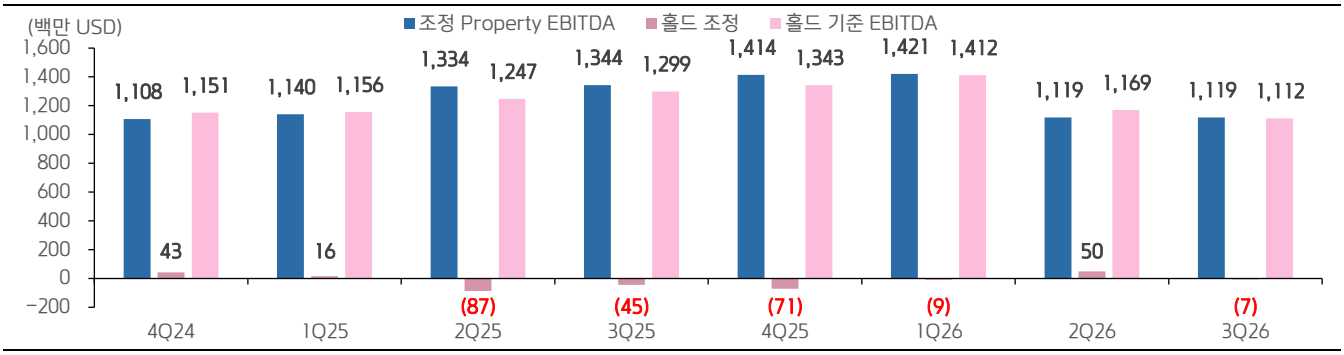
자료: LVS, Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

LVS 롤링 게임 주요 지표 추이

(단위: USD 백만)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26
Macao						
Actual Hold %	**3.56%**	**3.39%**	**3.92%**	**3.58%**	**1.35%**	**3.64%**
Expected Hold %	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%
Net Revenue	1,797	1,906	2,058	2,114	1,790	1,940
Expected Hold Impact	**-11**	**-4**	**-44**	**-25**	**147**	**-19**
Marina Bay Sands						
Actual Hold %	**5.26%**	**4.84%**	**4.36%**	**3.56%**	**4.74%**	**4.53%**
Expected Hold %	4.10%	4.20%	3.90%	3.60%	4.20%	4.60%
Net Revenue	1,388	1,436	1,603	1,487	1,380	1,294
Expected Hold Impact	**-102**	**-57**	**-60**	**7**	**-49**	**6**

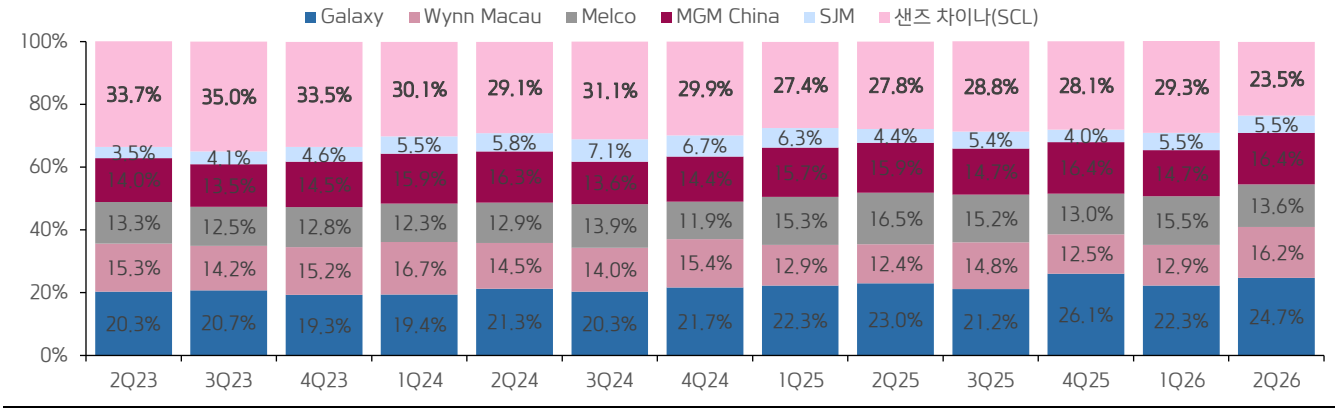
자료: LVS, 키움증권 리서치

LVS 조정 EBITA 추이



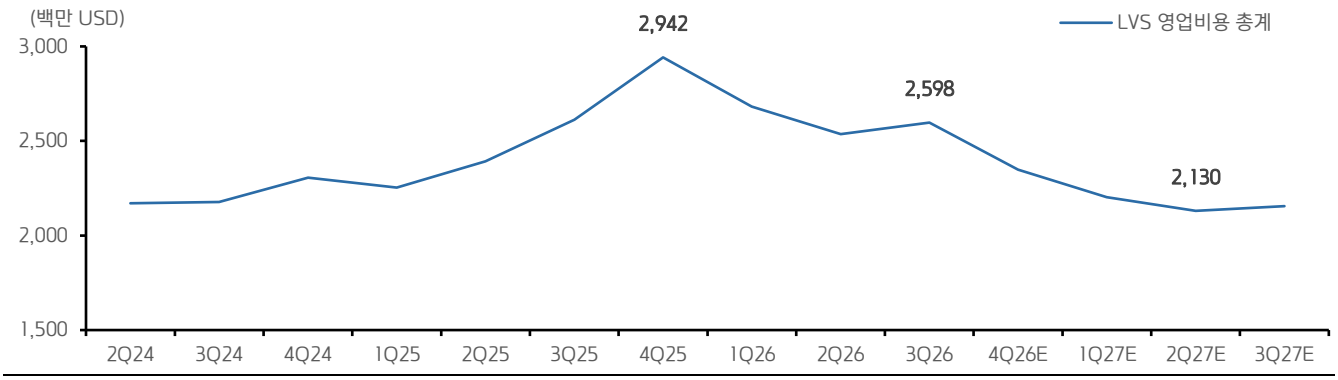
자료: LVS, 키움증권 리서치

마카오 시장 점유율 추이(Property EBITDA 기준)



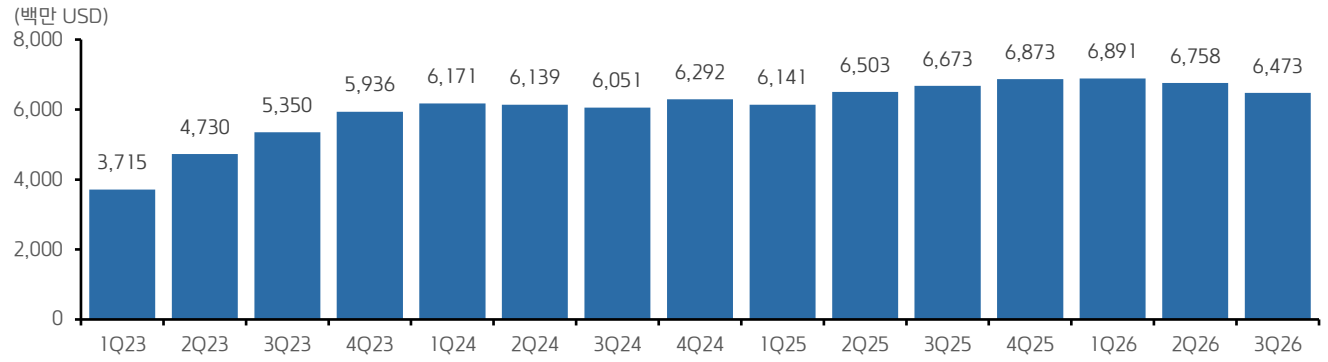
자료: LVS, 키움증권 리서치

LVS 영업비용 추이 및 향후 컨센서스



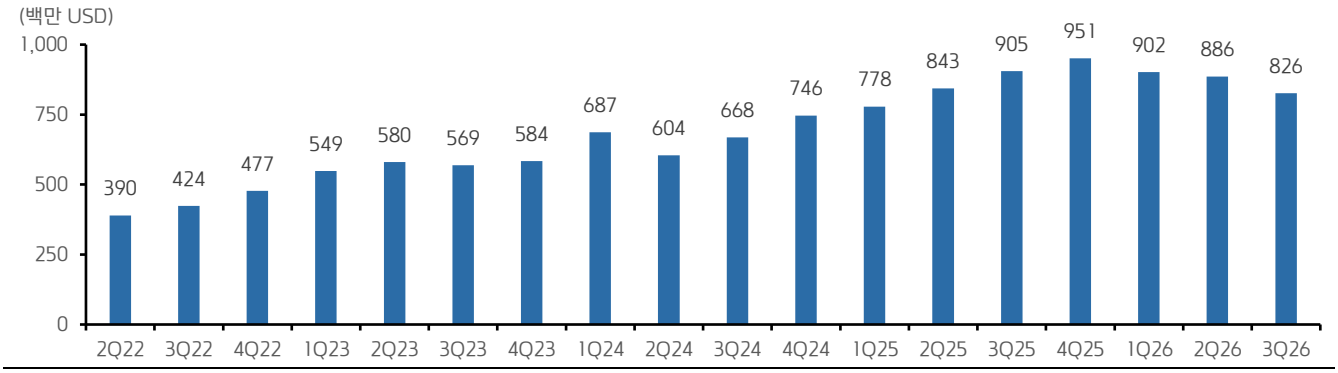
자료: LVS, Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

마카오 매스 게임 매출(테이블&슬롯)



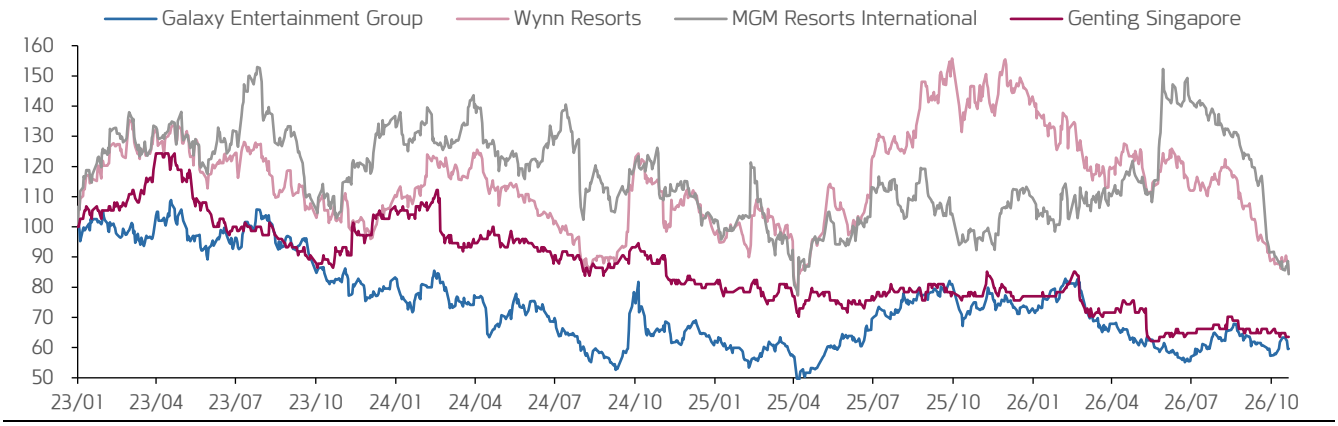
자료: LVS, 키움증권 리서치

마리나 베이 샌즈(MBS) 매스 게임 매출(테이블&슬롯)



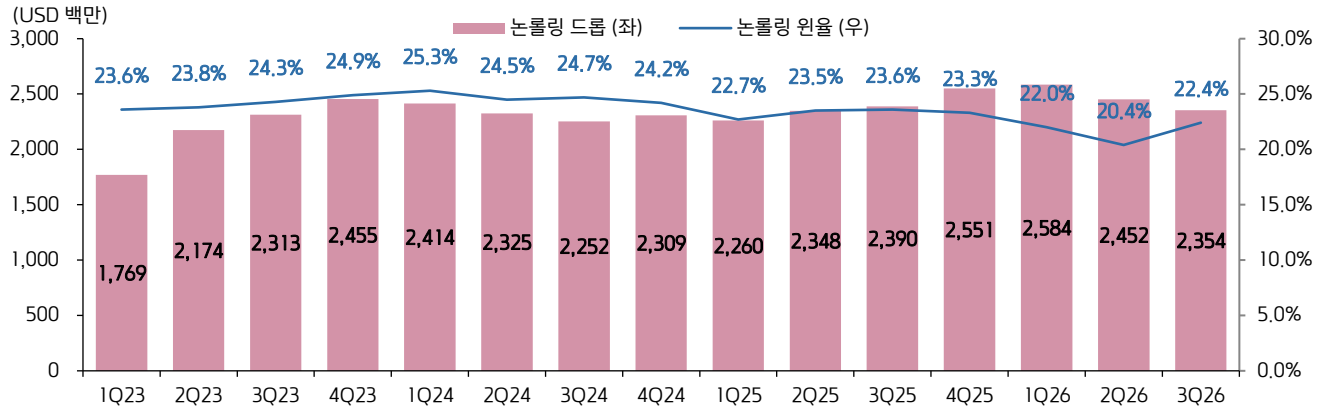
자료: LVS, 키움증권 리서치

글로벌 카지노 기업 주식 주가 추이(2023 년 1 월 2 일 = 100)



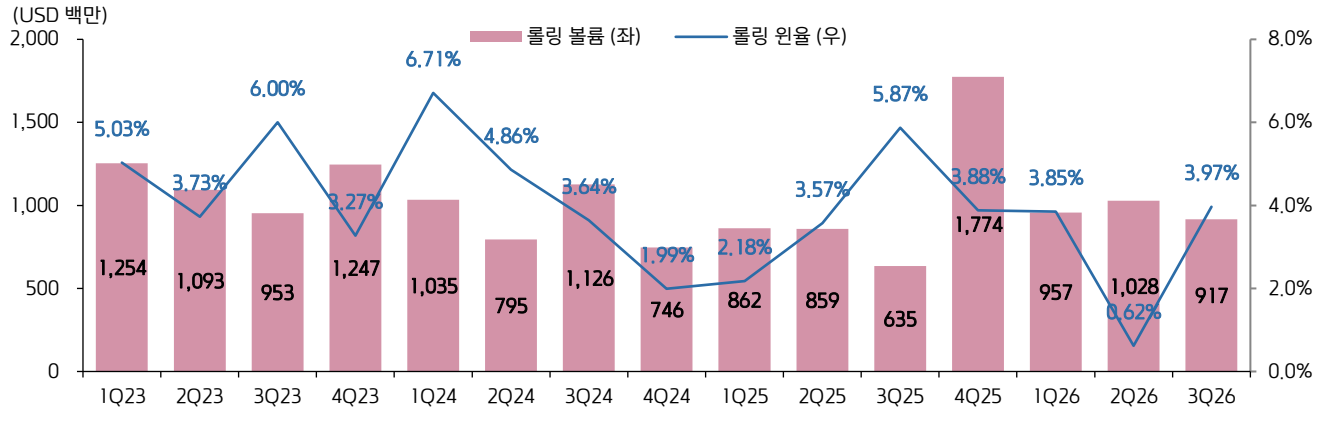
자료: 퀀티와이즈, 키움증권 리서치

베네시안 마카오 논롤링 드롭 & 윈율(win %)



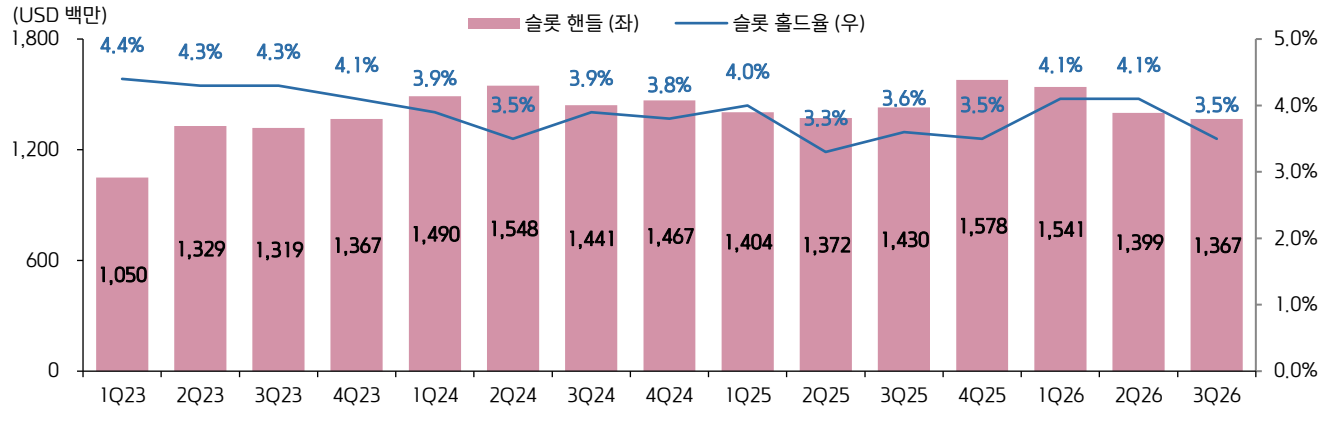
자료: LVS, 키움증권 리서치

베네시안 마카오 롤링 볼륨 & 윈율(win %)



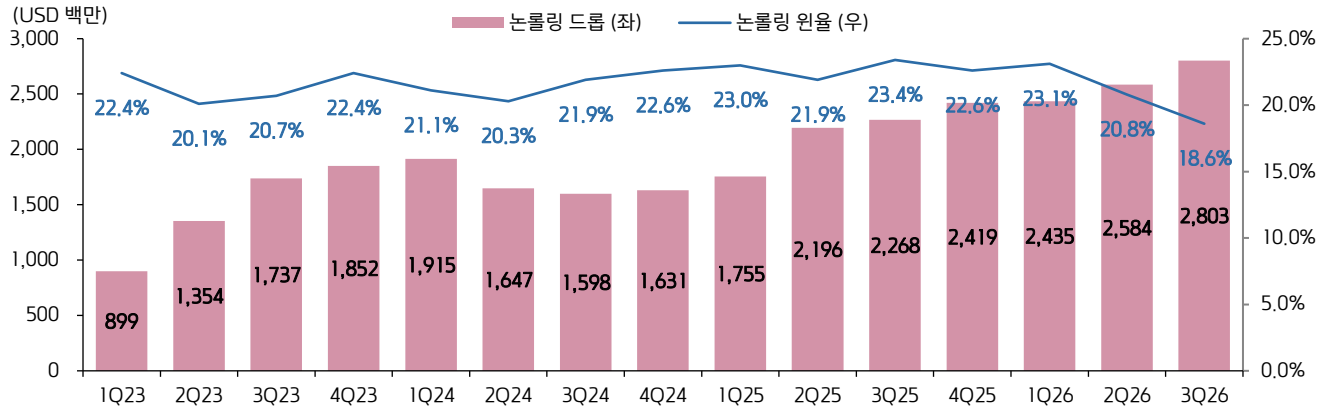
자료: LVS, 키움증권 리서치

베네시안 마카오 슬롯 핸들 & 홀드율



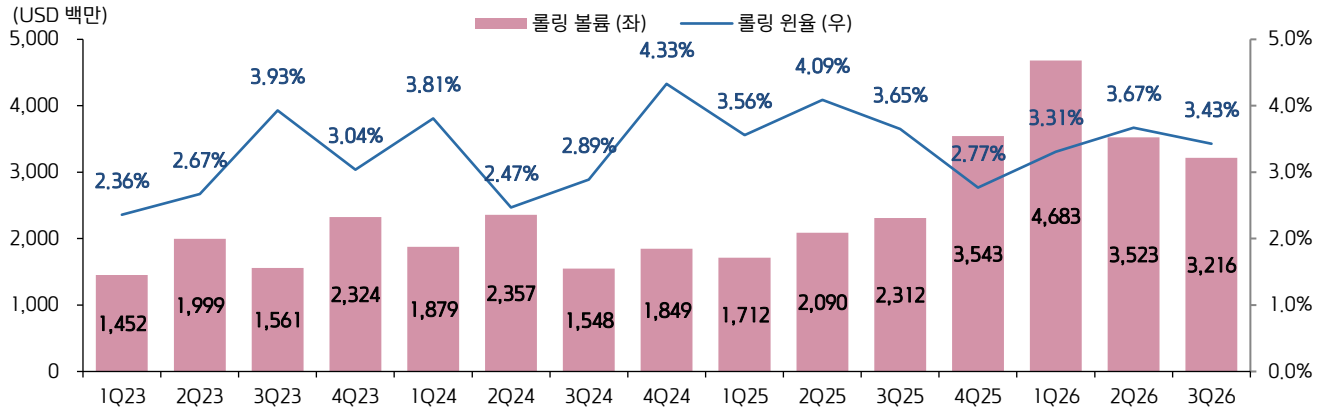
자료: LVS, 키움증권 리서치

런더너 마카오 논롤링 드롭 & 윈율(win %)



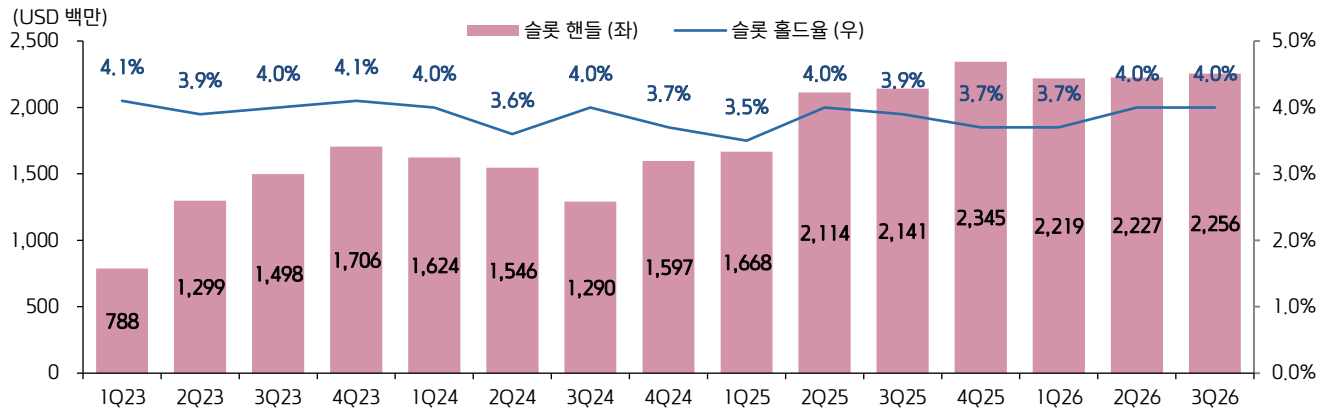
자료: LVS, 키움증권 리서치

런더너 마카오 롤링 볼륨 & 윈율(win %)



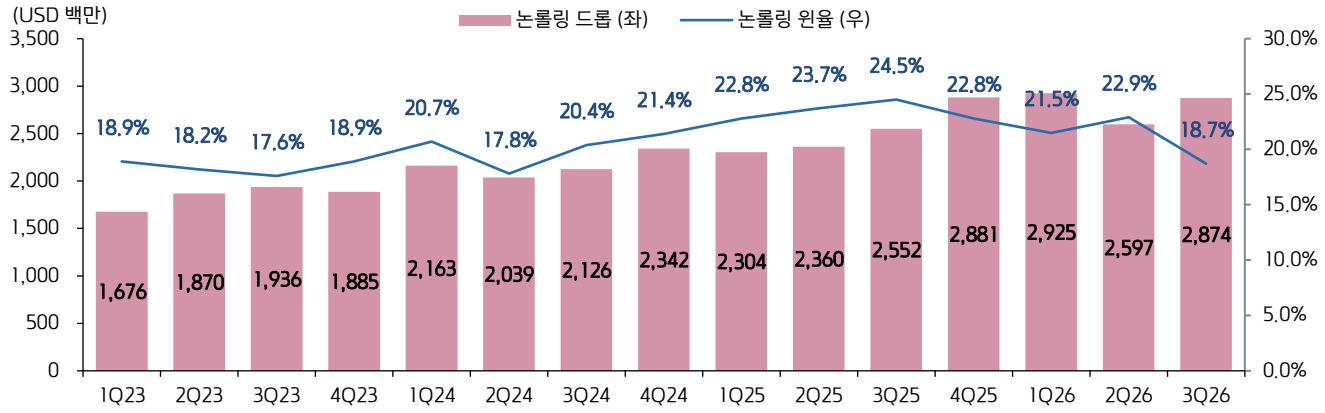
자료: LVS, 키움증권 리서치

런더너 마카오: 슬롯 핸들 & 홀드율



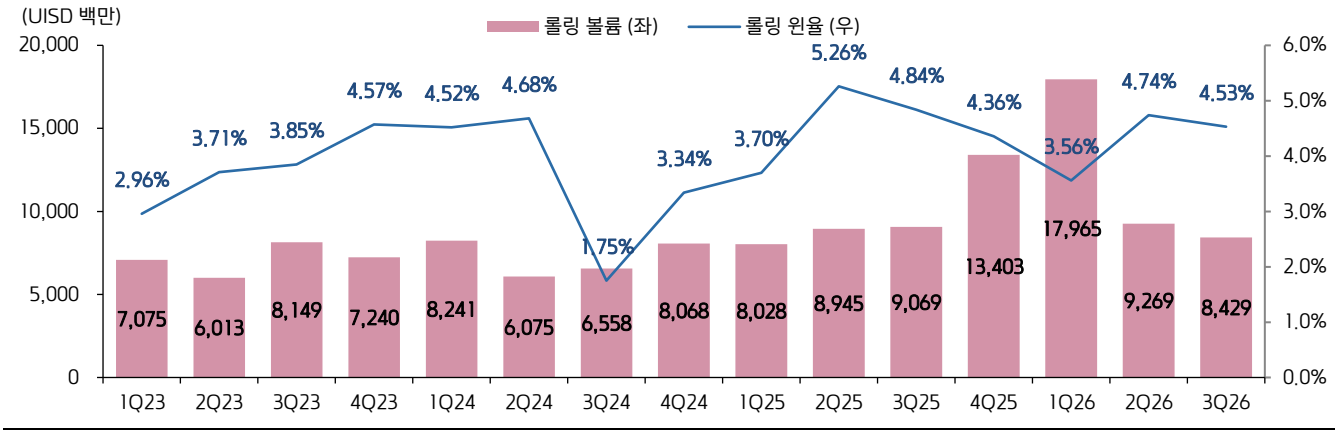
자료: LVS, 키움증권 리서치

마리나 베이 샌즈: 논롤링 드롭 & 윈율(win %)



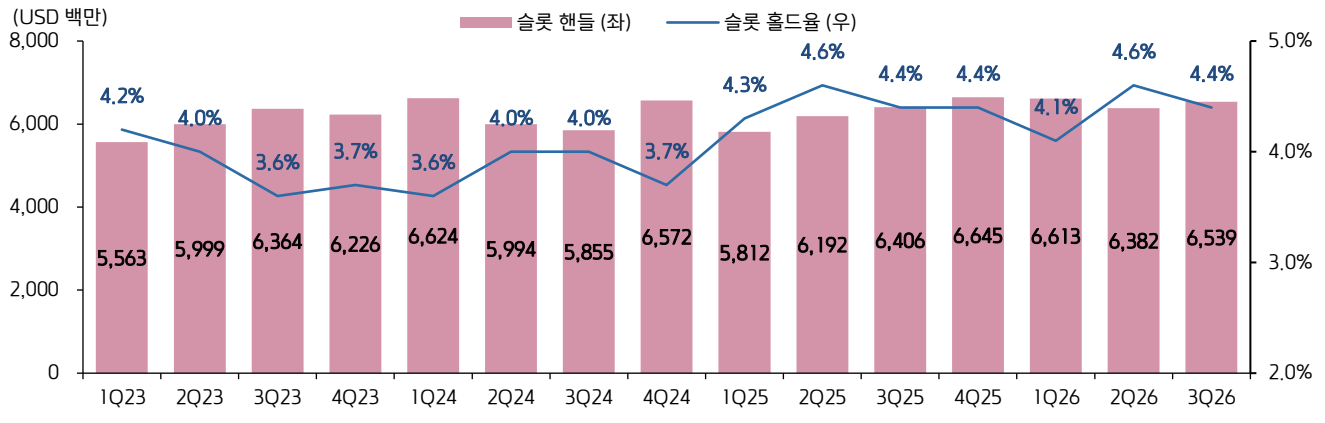
자료: LVS, 키움증권 리서치

마리나 베이 샌즈: 롤링 볼륨 & 윈율(win %)



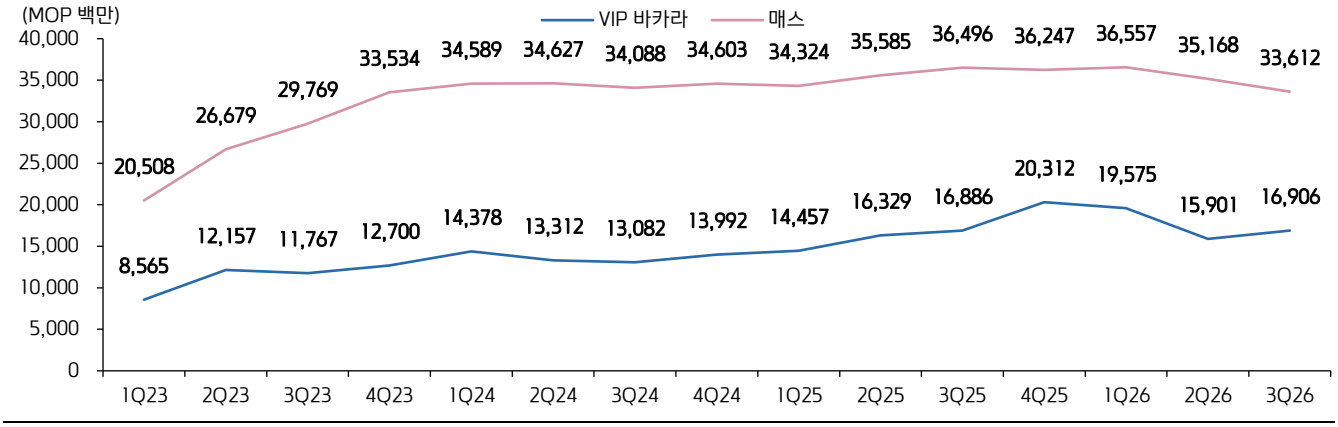
자료: LVS, 키움증권 리서치

마리나 베이 샌즈: 슬롯 핸들 & 홀드율



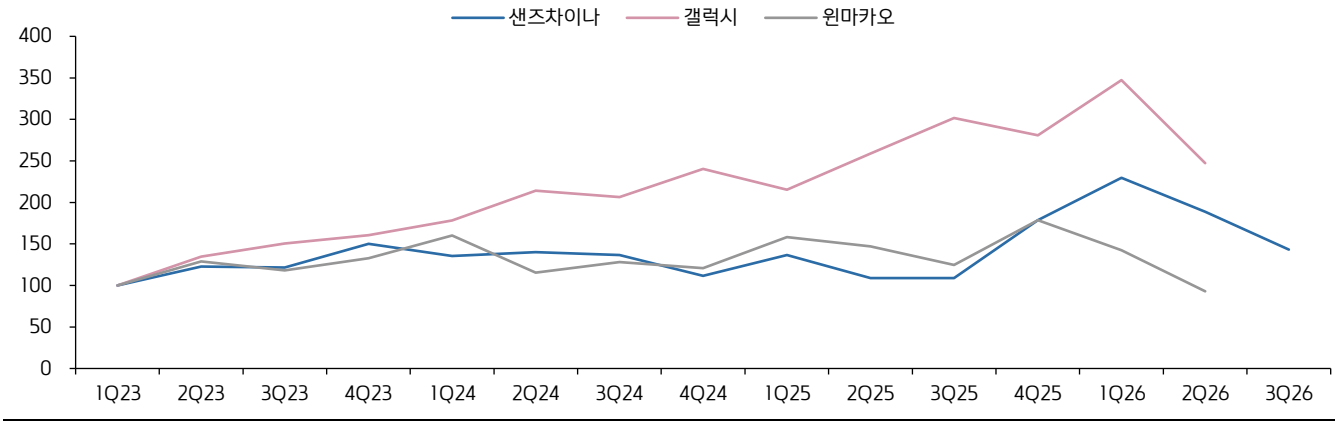
자료: LVS, 키움증권 리서치

DICJ 시장 GGR: VIP 바카라 vs 매스(일반 바카라)



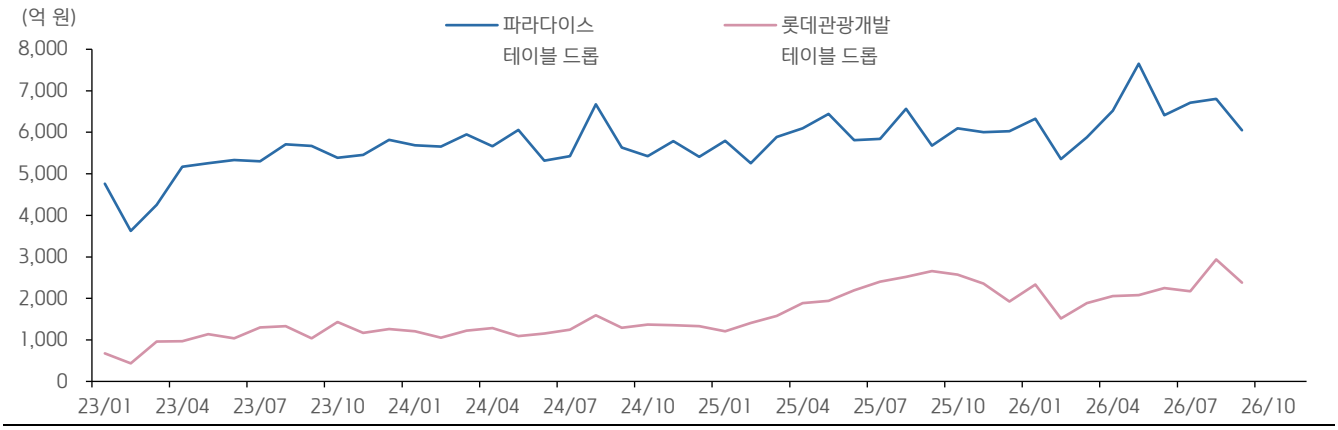
자료: DICJ, 키움증권 리서치

마카오 3사 VIP 롤링 볼륨 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치, 주: 1Q23 볼륨을 100으로 설정

파라다이스, 롯데관광개발 월간 테이블 드롭액 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치

카지노 산업 관련 용어

용어	정의
GGR (Gross Gaming Revenue)	고객 베팅 중 카지노가 이긴 금액(=고객의 순손실). 리베이트·커미션 차감 전 총 게이밍 매출
Drop	매스 테이블에서 현금을 칩으로 교환한 금액. 실제 베팅액이 아님.
Handle (베팅총액)	실제로 걸린 베팅 금액 합계. 같은 칩이 반복 베팅되므로 일반적으로 Drop 보다 큼
Rolling Chip	VIP(롤링) 프로그램에서 비환전 칩으로 베팅된 총액
하우스 엣지	베팅 1 회당 카지노의 기대 수익률
Theo Win	운을 제거한 기대 수익. 고객 가치, 컴프 산정 기준
Churn	같은 칩이 몇 번 재베팅되는지. 플레이 시간이 길수록 상승
Hold% (Win/Drop)	실제 Win ÷ Drop. 매스 테이블 핵심 지표
Hold-normalized	실제 홀드율을 기대 홀드율로 보정해 운 효과를 제거한 실적
Comp(콤프)	객실·식음·무료 플레이·리베이트 등 고객 유치 비용
매스 고객군	비 VIP 고객. 프리미엄 매스=고액 회원, 베이스 매스=일반·관광객

자료: 키움증권 리서치센터

장시간 플레이 VS 단시간 플레이

항목	장시간 플레이	단시간 플레이	차이	비고
방문 횟수	1	1		
플레이 시간(시간)	4	1		가정
시간당 게임 수	60	60		바카라 가정
평균 베팅액($)	1,000	1,000		가정
하우스 엣지	1.1%	1.1%		뱅커/플레이어 혼합 가정
Drop($)	10,000	10,000		칩 구매액 동일 가정
재투자(컴프, $/방문)	300	300		방문당 고정 제공 가정
Handle($)	**240,000**	**60,000**	-75.0%	방문 × 시간 × 게임수 × 베팅액
Theo Win($)	**2,640**	**660**	-75.0%	Handle × 하우스 엣지
Churn(배)	**24.0x**	**6.0x**	-75.0%	Handle ÷ Drop
Hold%(Win/Drop)	**26.4%**	**6.6%**	-19.8%p	Theo Win ÷ Drop
순수익(Theo-컴프, $)	**2,340**	**360**	-84.6%	재투자 차감 후
재투자율	**11.4%**	**45.5%**	+34.1%p	컴프 ÷ Theo Win

자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.