



# 라스베가스 샌즈 (LVS.US)

싱가포르의 독주와 마카오의 마진 방어 과제

- 싱가포르 최고 실적 달성했으나, 마카오 마진 하락으로 전사 수익성 둔화
- 마카오 일반 매스 회복 지연과 단기적 프로모션 경쟁 심화가 마진 압박에 기인
- 런더너 리노베이션 효과와 적극적 주주환원 정책은 중장기 긍정적인 뷰 유지

## 4분기 역대 최대 실적 달성했으나 수익성은 둔화

2025년 4분기 연결 기준 순매출액은 36억 5,000만달러(QoQ +19.9%, YoY +26.0%), 조정 프로퍼티 EBITDA는 14억 1,400만달러(QoQ +5.2%, YoY +27.6%)를 기록했다. 싱가포르 마리나베이샌즈(MBS)의 역대 최대 실적이 전사 외형 성장을 견인한 반면, 마카오 지역은 믹스 변화와 비용 증가로 수익성이 다소 둔화된 모습이다

## 싱가포르 MBS, MASS와 VIP 동반 고성장으로 긍정적

싱가포르 MBS의 4분기 조정 EBITDA는 8억 600만달러(QoQ +8.5%, YoY +50.1%)로 50.3%의 높은 마진율을 달성했다. Mass 게임 매출이 전년 동기 대비 27% 증가하며 사상 최고치를 경신했고, 하이엔드 고객 중심의 VIP 롤링 볼룸 역시 급증하며 실적 호조를 이끌었다. 훌륭한 인프라와 서비스 경쟁력을 바탕으로 아시아 전역의 고액 자산가 방문이 지속 확대되고 있는 영향으로 해석된다.

## 마카오 Sands China, 수익성 약세는 고객 믹스 변화에 기인

반면, 마카오 법인(샌즈 차이나)의 4분기 조정 EBITDA는 6억 800만달러(QoQ +1.2%, YoY +6.5%)를 기록하며 마진율 29.5%에 머물렀다. 롤링 부문 홀드업 호조에 따른 긍정적 효과 2,600만달러를 제외한 정상화 마진은 28.9%로, 전년 동기 대비 390bp 하락했다. 이는 상대적으로 마진이 높은 일반 MASS 고객의 인당 소비액 회복이 지연되는 가운데, 마진율이 낮은 프리미엄 매스와 VIP 롤링 부문으로 수요가 집중되는 고객 믹스 변화에 기인한다. 또한, 프리미엄 고객 유치를 위한 프로모션 인센티브 확대와 NBA 경기 유치 등 마케팅 관련 운영비 증가가 수익성 하락의 주요 원인으로 작용했다. 이는 장기적 관점에서 점유율 확대를 위한 전략적 투자이나, 단기적인 마진 압박 요인으로 작용하고 있는 것으로 판단된다.

## ▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.02.26): \$55.95  
 목표주가 컨센서스: \$69.95

## ▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
70%	30%

## Stock Data

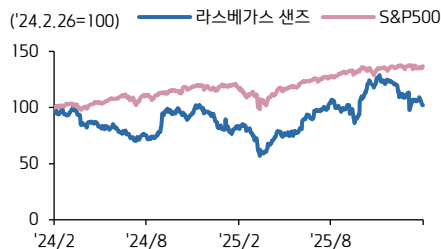
산업분류	호텔, 레스토랑 & 레저
S&P 500	6,946.13
현재주가/목표주가(\$)	55.95 / 69.95
52주 최고/최저(\$)	70.45 / 30.18
시가총액(백만\$)	37,002
유통주식 수(백만주)	284
일평균거래량(3M)	1,590,198

## Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	11,298	13,017	13,801	14,418
영업이익	2,402	2,818	3,424	3,690
OPM(%)	21.3	21.6	24.8	25.6
순이익	1,673	2,083	2,110	2,305
EPS	2.3	3.0	3.2	3.7
증가율(%)	20.1	32.6	7.5	14.3
PER(배)	25.3	24.0	17.0	14.9
PBR(배)	12.8	27.6	7.0	4.3
ROE(%)	47.8	93.1	118.0	116.6
배당수익률(%)	1.6	1.5	2.1	2.2

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-15.4	-8.1	-2.0	24.1
S&P Index	0.7	-0.4	6.5	15.2



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

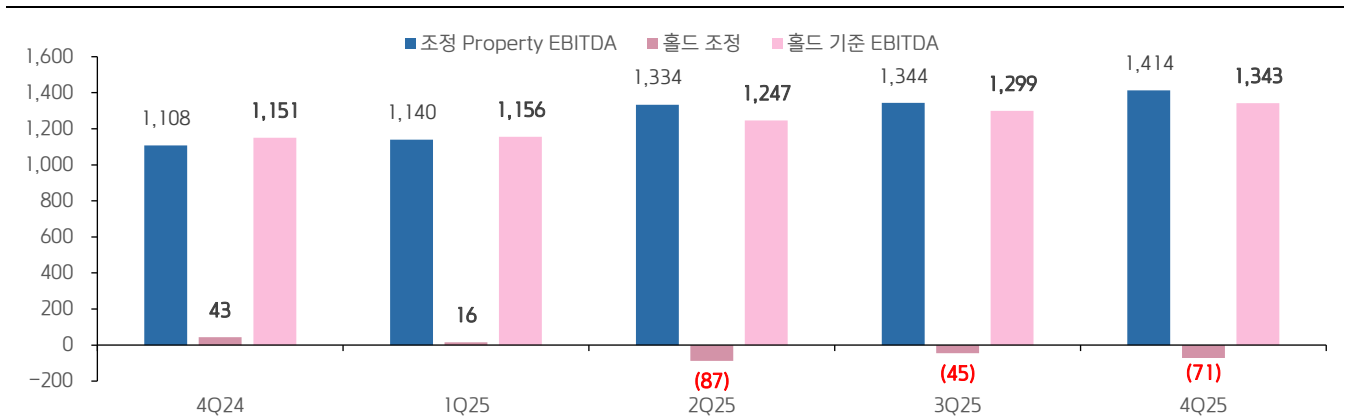
### 그럼에도 2026년 마카오 리노베이션 효과 기대

4분기 연결 매출액과 주당순이익(EPS)이 시장 기대치를 상회했음에도 실적 발표 직후 주가가 시간외 거래에서 큰 폭으로 하락한 원인은 마카오 지역의 구조적 수익성 훼손 우려가 실망 매물로 출회된 영향으로 해석된다. 점유율 방어 비용 증가와 고객 믹스 악화가 맞물리면서 마진을 하락이라는 부정적 결과가 부각되었다. 중국 경제의 성장을 둔화 및 K 자형 회복세가 이어지면서 대중적인 카지노 수요 정체 현상은 당분간 지속될 가능성이 높다.

다만 현재 시점에서는 2026년을 기점으로 한 수익성 개선 가시성에 주목할 필요가 있다. 4분기를 기점으로 마카오 시장의 프로모션 강도가 점차 안정화 단계에 진입한 것으로 파악되며, 향후 마케팅 비용 최적화를 통해 외형 성장을 실질적인 EBITDA 증가로 전환할 여력이 확대될 것으로 판단된다. 또한 2025년 초 오픈해 5월부터 본격적인 램프업을 진행 중인 런던 마카오 페이즈 2(Londoner Grand) 리노베이션 효과가 프리미엄 수요를 흡수하며 이익 기여도를 높일 것으로 예상된다.

주주환원 정책의 강화 기조 역시 긍정적 하방 경직성을 제공한다. 4분기 중 집행된 약 7,000억 원 규모의 자사주 매입은 잉여현금을 활용한 장기적인 주당순이익 확대 효과를 창출하며, 추가로 진행된 샌즈 차이나 주식 매입(지분율 74.8%로 확대)은 핵심 자회사에 대한 지배력을 한층 굳건히 하는 조치로 유의미하다.

#### LVS 조정 EBITA 추이



자료: LVS, 키움증권 리서치

LVS 실적 추이 및 전망 (US GAAP 기준)

(단위: USD 백만)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	2025
<b>매출액</b>	<b>2,862.0</b>	<b>3,175.0</b>	<b>3,331.0</b>	<b>3,649.0</b>	<b>3,312.0</b>	<b>3,346.5</b>	<b>13,017</b>
(YoY)	-3.3%	15.0%	24.2%	26.0%	15.7%	5.4%	15.2%
Macao Operations	1,709.0	1,797.0	1,906.0	2,058.0	1,989.3	2,020.1	7,470
(YoY)	-5.6%	2.5%	7.6%	16.2%	16.4%	12.4%	5.1%
The Venetian Macao	638.0	663.0	692.0	752.0	740.7	735.3	2,745
(YoY)	-17.3%	-3.4%	0.0%	10.3%	16.1%	10.9%	-3.0%
The Londoner Macao	529.0	642.0	686.0	699.0	678.2	732.9	2,556
(YoY)	-5.9%	44.6%	49.1%	34.9%	28.2%	14.2%	28.8%
The Parisian Macao	227.0	194.0	218.0	233.0	226.4	216.7	872
(YoY)	-1.3%	-26.8%	-12.8%	2.2%	-0.3%	11.7%	-10.4%
The Plaza Macao & Four Seasons	208.0	194.0	206.0	264.0	244.0	229.0	872
(YoY)	46.5%	-22.4%	-19.8%	18.4%	17.3%	18.0%	0.0%
Sands Macao	75.0	71.0	72.0	76.0	85.9	86.2	294
(YoY)	-1.3%	-10.1%	-11.1%	-11.6%	14.5%	21.5%	-8.7%
Marina Bay Sands	1,163.0	1,388.0	1,436.0	1,603.0	1,369.1	1,372.6	5,590
(YoY)	0.4%	36.6%	56.3%	41.0%	17.7%	-1.1%	32.2%
<b>Adjusted Property EBITDA</b>	<b>1,140</b>	<b>1,334</b>	<b>1,344</b>	<b>1,414</b>	<b>1,316.4</b>	<b>1,321.5</b>	<b>5,232</b>
Macao Operations	535.0	566.0	601.0	608.0	603.0	604.7	2,310
Adjusted Property EBITDA Margin	31.3%	31.5%	31.5%	29.5%	29.5%	30.5%	30.9%
Marina Bay Sands	605.0	768.0	743.0	806.0	714.7	716.9	2,922
Adjusted Property EBITDA Margin	52.0%	55.3%	51.7%	50.3%	52.6%	52.6%	52.3%
<b>Net Income</b>	<b>352.0</b>	<b>461.0</b>	<b>419.0</b>	<b>395.0</b>	<b>462.6</b>	<b>465.7</b>	<b>1,627</b>
<b>조정 Diluted EPS(\$)</b>	<b>0.59</b>	<b>0.79</b>	<b>0.78</b>	<b>0.85</b>	<b>0.74</b>	<b>0.75</b>	<b>3.01</b>

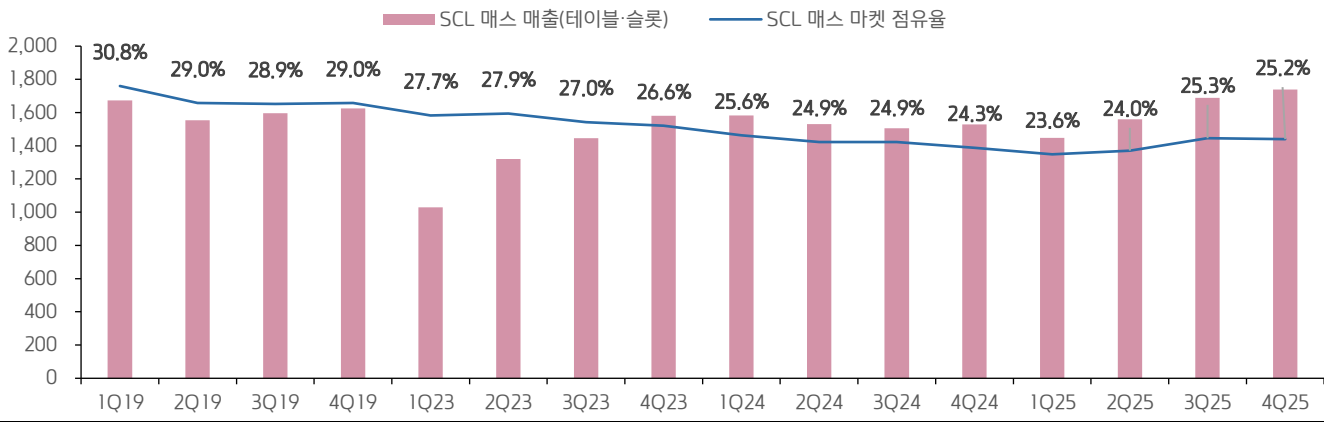
자료: LVS, 추정은 Bloomberg 기준, 키움증권 리서치

LVS 주요 지표 추이

(단위: USD 백만)	4Q25	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
<b>Macao</b>					
<b>Actual Hold %</b>	<b>2.45%</b>	<b>2.99%</b>	<b>3.56%</b>	<b>3.39%</b>	<b>3.92%</b>
Expected Hold %	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%
Net Revenue	1771	1709	1797	1906	2058
<b>Expected Hold Impact</b>	<b>38</b>	<b>17</b>	<b>-11</b>	<b>-4</b>	<b>-44</b>
<b>Marina Bay Sands</b>					
<b>Actual Hold %</b>	<b>3.34%</b>	<b>3.70%</b>	<b>5.26%</b>	<b>4.84%</b>	<b>4.36%</b>
Expected Hold %	3.70%	3.80%	4.10%	4.20%	3.90%
Net Revenue	1137	1163	1388	1436	1603
<b>Expected Hold Impact</b>	<b>22</b>	<b>10</b>	<b>-7</b>	<b>-2</b>	<b>-26</b>

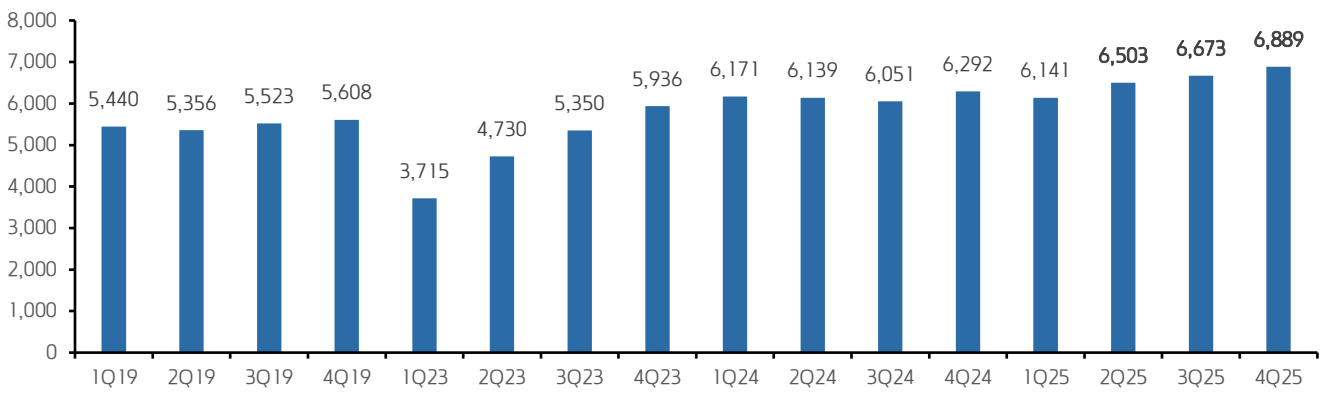
자료: LVS, 키움증권 리서치

샌즈 차이나(SCL) 매스 게임 매출 추이



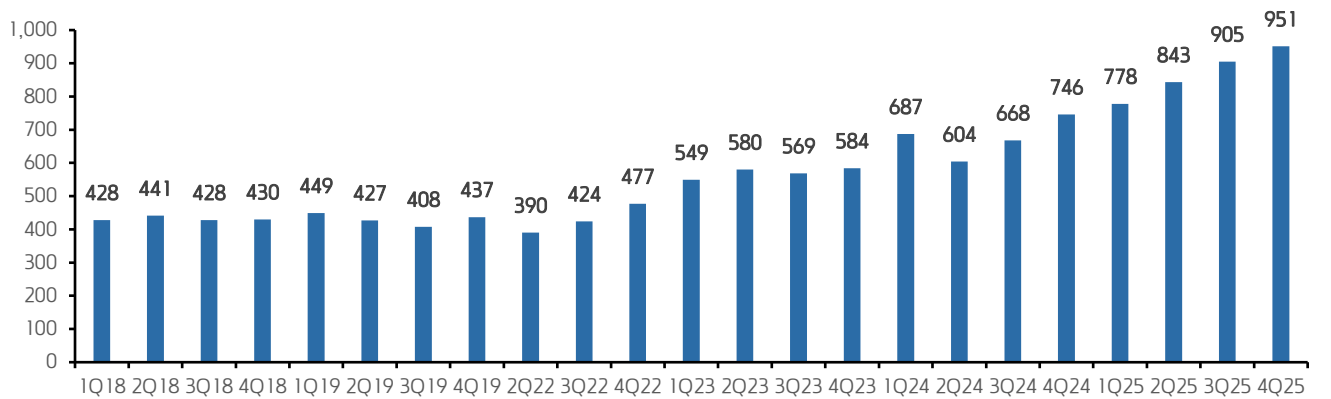
자료: LVS, 키움증권 리서치

마카오 매스 게임 매출(테이블&슬롯)



자료: LVS, 키움증권 리서치

마리나 베이 샌즈(MBS) 매스 게임 매출(테이블&슬롯)



자료: LVS, 키움증권 리서치

#### 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.