



중국 인바운드 그 후 2년

중국인 인바운드 관광객은 예상보다 가파른 속도로 증가하고 있음

이는 면세점과 화장품, 카지노, 호텔업종의 구조적 레벨업으로 이어질 전망

호텔신라(BUY TP 6.4만원)와 파라다이스(BUY TP 2.1만원), GKL(BUY TP 3.4만원)의 비중확대 유효

Analyst 박종대 02-3771-8544 • forsword@hanafn.com
Analyst 이기용 02-3771-7521 • jilong1121@hanafn.com
RA 이화영 02-3771-8009 • hy.lee@hanafn.com



CONTENTS

3	Summary
4	1. 중국 인바운드 지난 2년간의 변화
	1) 예상보다 더 가파른 증가.....4
	2) 중국인들의 소비행태 지속적인 관찰 필요4
	3) 파라다이스(BUY TP 2.1만원), GKL(BUY TP 3.4만원) 커버리지 개시4
6	2. 한국 소비시장에 영향 분석
	1) 쇼핑과 화장품 더 좋고, 관광은 별로, 오락/유흥 OK.....6
	2) 면세점과 화장품, 기대에 부응하다.....8
	3) 침체되었던 호텔시장의 흑기사가 되다.....10
	4) 외국인 카지노 시장의 레벨업12
	5) 마카오 카지노 시장: 마카오의 호시절은 멀지 않아 끝날 것14
	6) 중국인 인바운드 국내 소비시장 중장기 효과 전망16
18	3. 투자전략: 면세점/호텔/화장품/카지노 유망
	1) 면세점/호텔/화장품/카지노 유망18
	2) Top Picks: 호텔신라(TP 6.4만원), 파라다이스(TP 2.1만원), GKL(TP 3.4만원)19
20	4. 부록
23	Top Picks
	호텔신라 (008770).....24
	파라다이스 (034230)27
	GKL (114090)32

유통/카지노 Overweight

Top Picks 및 관심종목

종목명	투자의견	목표주가(12M)
호텔신라	BUY	64,000원
파라다이스	BUY	21,000원
GKL	BUY	34,000원



Analyst 박종대
☎ 02-3771-8544
✉ forsword@hanafn.com



Analyst 이기용
☎ 02-3771-7521
✉ jilong1121@hanafn.com

RA 이화영
☎ 02-3771-8009
✉ hy.lee@hanafn.com

중국 인바운드 그 후 2년

- 중국은 이미 미국에 이어 세계 2위의 관광대국으로 성장했다. 중국 국가여유국에서는 2015년까지 8,800만명의 아웃바운드를 예상하고 있는데, 지금과 같은 속도라면 그 이상일 가능성이 크다. 2009년 대비 지난해 주요 해외관광비 지출액을 비교해보면 독일 등 유럽국가들이 크게 부진한 가운데 중국만 홀로 가파른 증가세를 기록했다.
- 국내로 향하는 중국인 관광 역시 예상보다 가파른 속도로 증가하고 있다. 2010년 당시 필자는 2010년과 2011년 중국의 한국 인바운드 인구를 각각 166만명과 202만명으로 예상하면서 높은 증가세를 예상했다. 실제로는 188만명과 222만명으로 예상치를 크게 상회하면서 2년 내내 주식시장에 주요 화두로 자리매김하였다.
- 2009년에는 가까운 여행거리와 경제적인 여행경비가 높은 여행 동기요인으로 작용했지만, 2010년에는 그 비중이 크게 낮아졌다. 반면, 쇼핑과 패션문화, 오락의 동기 요인이 증가했다. 단순히 가까운 거리나 저렴한 경비가 아닌 점은 더욱 한국의 여행 매력도가 증가하고 있다는 반증이다. 숙박비는 오히려 (-)20%나 적게 지출하고 있다는 점이다. 서울 호텔시장의 과부족을 단적으로 보여주고 있다. 향후 비즈니스 호텔 시장의 높은 성장 여력을 기대할 수 있는 것이다.
- 면세점과 화장품, 카지노, 호텔업은 높은 소비 비중과 시장 점유율, 추세적인 비중 확대로 향후 중국인 인바운드 증가에 의한 실적모멘텀을 지속할 수 있을 것으로 판단한다. 호텔신라(BUY TP 6.4만원)의 면세점과 호텔 비즈니스의 레벨업이 예상되며, 중국 인바운드의 30%가 출입하는 카지노 시장 역시 복합 카지노 단지로 진화하면서 규모의 레벨업이 가능할 전망이다. 파라다이스(BUY TP 2.1만원)와 GKL(BUY TP 3.4만원)의 비중확대를 권고한다.

1

중국 인바운드 지난
2년간의 변화

1) 예상보다 더 가파른 증가

중국인들은 이미 미국에 이어 세계 2위의 관광대국으로 성장했다. 중국 국가여유국에서는 2015년까지 8,800만명의 아웃바운드를 예상하고 있는데, 지금과 같은 속도라면 그 이상일 가능성이 크다. 2009년 대비 지난해 주요 해외관광비 지출액을 비교해보면 독일 등 유럽국가들이 크게 부진한 가운데 중국만 홀로 가파른 증가세를 기록했다.

국내로 향하는 중국인 관광 역시 예상보다 가파른 속도로 증가하고 있다. 2010년 당시 필자는 2010년과 2011년 중국의 한국 인바운드 인구를 각각 166만명과 202만명으로 예상하면서 높은 증가세를 예상했다. 실제로는 188만명과 222만명으로 예상치를 크게 상회하면서 2년 내내 주식시장에 주요 화두로 자리매김하였다.

올해 역시 중국인들의 인바운드는 실 줄 모르고 있다. 중국의 자국내 경기 부진에도 불구하고 지난 7월에도 yoy 32% 높은 증가세를 보였으며, 여행수지 개선으로 국내 소비의 긍정적 모멘텀으로 작용하고 있다.

2) 중국인들의 소비행태 지속적인 관찰 필요

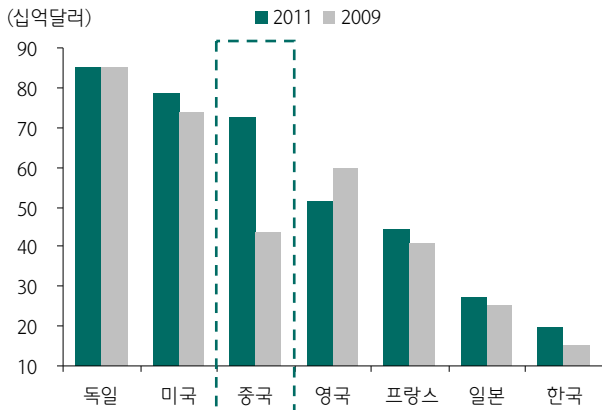
이 리포트는 지난 2010년 7월 필자가 발간한 〈중국 소비의 국경선은 황해가 아닌 동해, 2010.8.23〉의 개정판이라고 할 수 있다. 지난 2년 동안 중국인 인바운드 관광객 증가가 한국 소비시장에 미친 영향을 분석해보면서 당시 전망과의 차이점 또는 예상치 못했던 변화들을 살펴본다. 이를 기반으로 향후의 방향성과 그것의 함의, 국내 소비시장에 미치는 영향을 살펴보고, 관련 업종과 종목에 대한 투자 아이디어를 찾고자 한다. 이미 실적모멘텀으로 작용해온 업종이나 종목들에게는 향후 높은 성장여력에 대한 확신이 될 것이며, 새로 추가되는 산업이나 종목들에게는 중장기적인 비전으로 새로운 실적모멘텀이 될 것이다.

3) 파라다이스(BUY TP 2.1만원), GKL(BUY TP 3.4만원) 커버리지 개시

결론적으로 면세점과 화장품을 중심으로 한 쇼핑 수요는 더욱 강해질 것으로 예상된다. 호텔신라(BUY TP 6.4만원)와 중국인에게 높은 브랜드력을 보유하고 있는 아모레퍼시픽 등 주요 화장품 업체들의 수혜는 계속될 것으로 보인다. 최근 중국인들의 변화 가운데 하나는 오락에 관한 높은 관심이다. 중국 인바운드의 30%가 카지노를 출입한다. 한국은 마카오 대비 1/40에 불과한 외국인 카지노 시장이지만, 중국의 동북부 지역 카지노 수요증가에 최적지로서 높은 성장 여력을 갖고 있다.

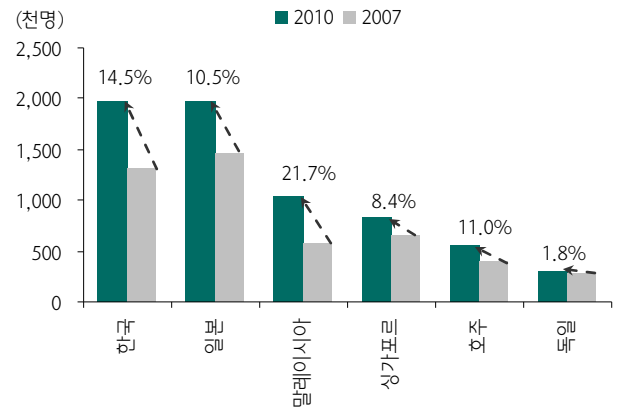
파라다이스와 GKL을 신규 커버리지 개시한다. 파라다이스는 1) 50%를 상회하는 높은 중국인 매출 비중을 기반으로 장단기 강한 실적모멘텀이 기대된다. 2) 내년도 워커힐 카지노 매장확대와 3) 2015년도 영종도 복합 리조트 단지 구성으로 사업규모의 구조적인 레벨업이 가능할 전망이다. GKL은 1) 단기적으로 하반기 펀더멘탈 회복에 의한 실적모멘텀, 2) 중장기적으로 아직 결정된 사항은 아니지만 중국을 오가는 선상크루즈와 제주 복합리조트형 카지노 사업 등 제주도를 중심으로 한 영업권역 확대, 3) 카지노와 연계한 외국인 전용 면세점을 통한 시너지도 가능성이 기대된다.

그림 1. 주요 국가 관광지급액 비교: 중국은 2009년 대비 66%나 증가



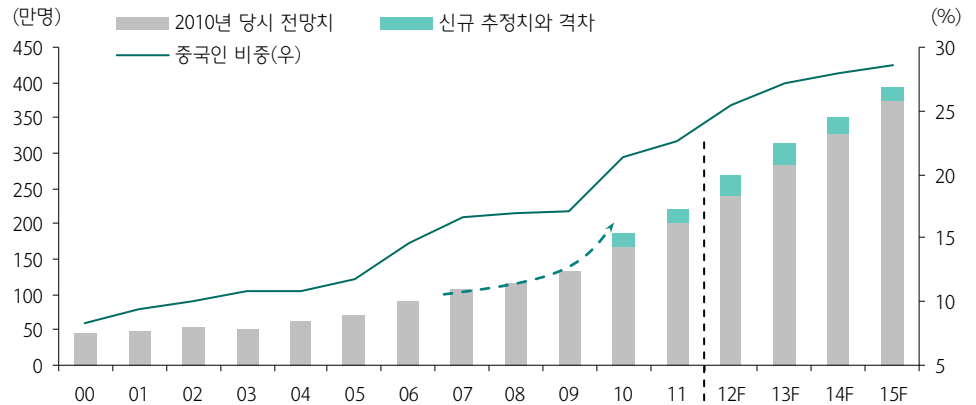
자료: Datastream, 하나대투증권

그림 2. 중국 주요 아웃바운드 방문지 가운데 홍콩/마카오를 제외하고 가장 많은 방문객수와 높은 증가율을 보이고 있음



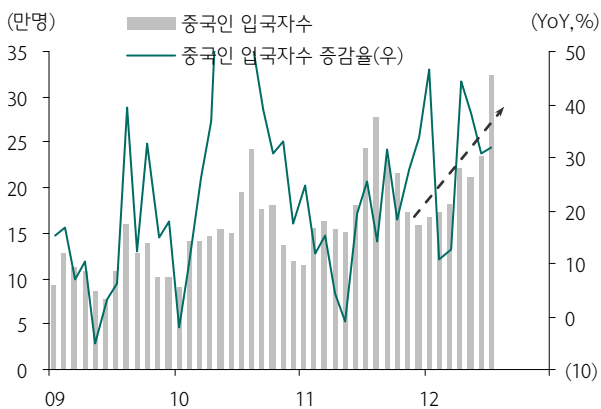
자료: CEIC, 하나대투증권

그림 3. 2010년 당시 전망치보다 10~11년은 연간 20만명이나 더 입국하였으며, 12년은 그 차이가 더 커질 것으로 예상되고 있음(기존 전망치 대비 +27만명의 241만명 예상)



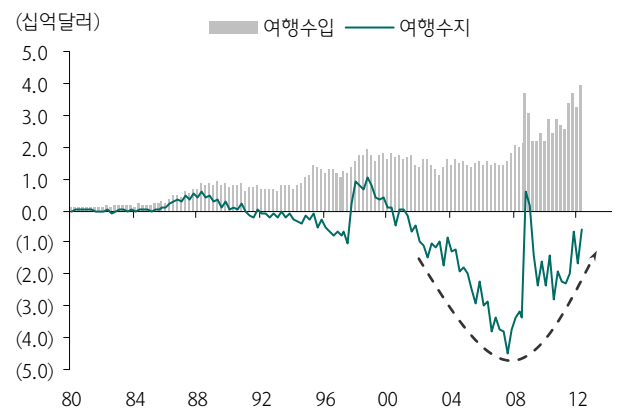
자료: 한국관광공사, 중국국가여유국, 하나대투증권

그림 4. 중국인 인바운드는 전년도 높은 베이스 불구하고 6~7월 역시 yoy 30%를 상회하는 높은 증가율을 보이고 있음



자료: 한국관광공사, 하나대투증권

그림 5. 중국 인바운드 관광객 증가는 여행수지 개선으로 국내 소비의 긍정적 모멘텀으로 작용하고 있음



자료: 한국은행, 하나대투증권

2

한국 소비시장에 영향
분석

1) 쇼핑과 화장품 더 좋고, 관광은 별로, 오락/유흥 OK

2011년 방한 중국인들을 대상으로 한 조사와 2009년 수치를 비교해보면 다음과 같은 변화를 알아볼 수 있다. 먼저, 여행동기를 살펴보면 인상적인 변화가 있다. 2009년에는 가까운 여행거리와 경제적인 여행경비가 높은 여행 동기요인으로 작용했지만, 2011년에는 그 비중이 크게 낮아졌다. 반면, 쇼핑과 패션문화, 오락의 동기 요인이 증가했다. 단순히 가까운 거리나 저렴한 경비가 아닌 점은 더욱 한국의 여행 매력도가 증가하고 있다는 반증이다.

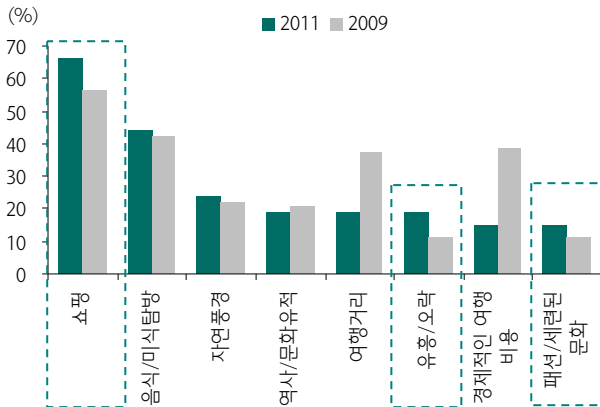
방한시 주요 활동을 살펴보면 그러한 변화는 더욱 확연하다. 자연이나 역사/유물 관광 활동을 크게 줄였고, 오락이나 미용관광의 활동 비중이 증가하고 있다. 아이돌의 공연을 보기 위해 1,000여명의 관광객이 한꺼번에 방문하기도 하고, 한류 스타의 화장품을 구매하며, 한류 스타처럼 되기 위한 성형관광이 급증하면서 의료관광수지가 지난해 처음으로 700만 달러의 흑자를 내는 모습을 조사에서 보여주고 있는 것이다. 오락 활동 증가에서 주목해야 할 산업은 국내 외국인 카지노 시장이다. 이미 방한 중국인의 30%가 카지노를 정도로 한국 여행의 필수 코스가 되었다. 지난해 처음으로 중국인 매출비중이 30%를 넘어서면서 한 단계 도약의 계기를 마련하고 있다.

방한 중국인의 여행 총지출 경비는 2년 동안 38%나 증가했는데, 특히 쇼핑(35%)과 식음료비(57%)가 컸다. 쇼핑 비중은 국내 여행 동기와 활동에서도 더 상승했다. 화장품에 대한 수요도 더 커졌다. 2009년에도 화장품은 품목에서 1순위였지만 지금은 2위인 의류와 격차가 더욱 확대되고 있다. 식도락 관광이 증가한 모습이다. 한국 식품의 품질과 안정성에 대한 높은 신뢰가 식료품 쇼핑 비중을 증가시키고 있는 것으로 보인다.

채널별로 공항면세점이 하락했으나 시내면세점의 상승으로 여전히 면세점은 가장 주요한 쇼핑 채널로 자리매김하고 있다. 명동과 소규모 상점이 증가한 것은 화장품 소비와 식도락 관광의 상승과 맥을 같이 한다. 반면, 할인점은 비중이 크게 줄었는데, 국내 생필품 위주의 소비에 중심을 두고 있기 때문에 당연한 결과다.

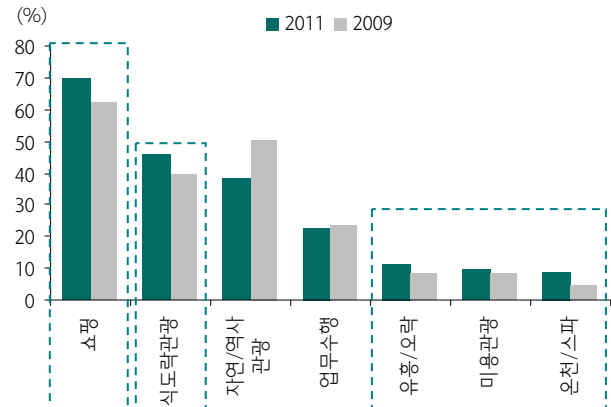
방한 중국인과 외래객 평균 여행지출 경비를 비교해보면 재미있는 사실을 발견할 수 있다. 쇼핑비는 2배나 더 지출하고 있으며, 오락비도 70% 이상 더 지출하고 있는데, 숙박비는 오히려 (-)20%나 적게 지출하고 있다는 점이다. 서울의 경우 호텔 객실이 추가적인 증가가 어려운 가운데, 이미 일본인들을 중심으로 예약이 완료된 경우가 많고, 상대적으로 국내 여행 역사가 짧은 중국인 관광객의 경우 서울 외곽의 숙박시설로 밀려나면서 지출 경비가 오히려 작은 것이다. 이는 국내, 특히 서울 호텔시장의 과부족을 단적으로 보여주고 있다. 향후 비즈니스 호텔 시장의 높은 성장 여력을 기대할 수 있는 것이다.

그림 6. 중국인의 한국 여행동기: 쇼핑과 패션문화, 오락은 주요 동기요인이 되고 있음, 단순히 가까운 거리나 저렴한 경비가 아닌 점은 더욱 한국의 여행 매력도가 증가하고 있다는 반증



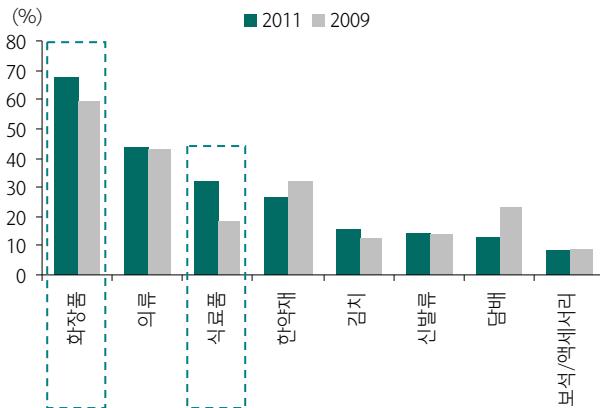
자료: 한국관광공사, 하나대투증권, 단, 복수응답

그림 7. 방한 중국인 국내 주요 활동: 관광보다는 쇼핑이나 미용, 오락에 더 많은 시간을 할애하고 있음



자료: 한국관광공사, 하나대투증권, 단, 복수응답

그림 8. 방한 중국인 국내 쇼핑 품목: 화장품과 식품에 대한 소비는 크게 증가하였음



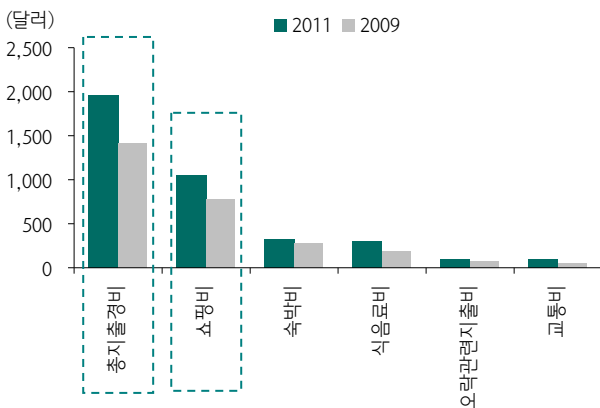
자료: 한국관광공사, 하나대투증권, 단, 복수응답

그림 9. 방한 중국인 국내 주요 쇼핑 채널: 공항면세점이 하락했으나 시내면세점과 함께 여전히 높은 비중을 유지하고 있고, 명동과 소규모 상점이 증가한 것은 화장품 소비와 맥을 같이 함



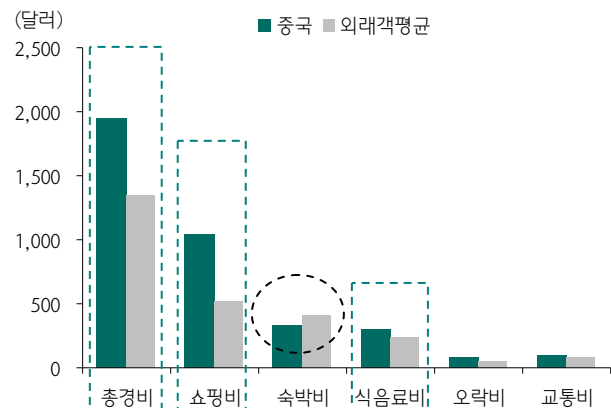
자료: 한국관광공사, 하나대투증권, 단, 복수응답

그림 10. 방한 중국인 여행 총지출경비는 2년동안 38% 증가했고, 쇼핑비(35%)와 식음료비(57%)가 높은 증가폭을 보였음



자료: 한국관광공사, 하나대투증권

그림 11. 방한 중국인과 외래객 평균 여행지출 경비 비교: 쇼핑비는 2배나 더 지출하고 있으며, 오락비도 70% 이상 더 지출, 숙박비는 오히려 (-)20% 덜 지출하는 특이점



자료: 한국관광공사, 하나대투증권

2) 면세점과 화장품, 기대에 부응하다

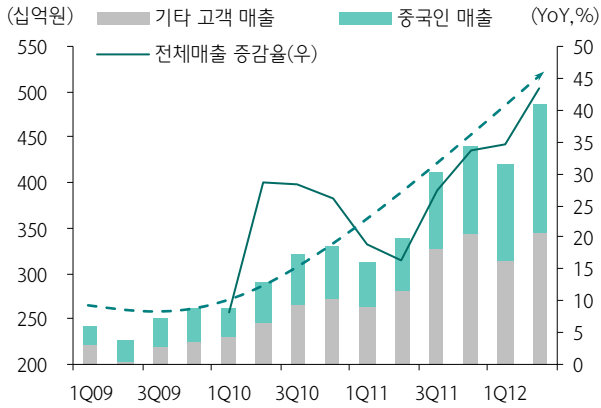
예상대로 면세점과 화장품 업종은 수혜폭이 컸다. 국내 유일한 면세점 상장 기업인 호텔신라의 2012년 상반기 면세점 매출은 2009년 상반기 대비 56% 증가했으며, 중국인 매출 비중은 2009년 11%에서 최근 29%까지 가파르게 상승했다. 올해 호텔신라 영업이익은 1,700억원 수준으로 2009년 대비 215%나 증가할 전망이다. 이에 따라 최근 2년 사이 주가 역시 2배 이상 급등했다. i) 중국인 인바운드가 예상보다 가파른 성장세를 구가하고 있고, ii) 인바운드 증가 여력이 충분한 가운데, iii) 면세점 쇼핑 비중이 계속 상승하고 있다는 점을 주목할 필요가 있다.

국내 면세점 시장은 중국인 매출 비중이 34%까지 상승하면서 2016년에는 2011년대비 87% 증가한 9조2천억에 이를 것으로 예측된다. 높은 진입장벽을 감안하면서 시장 성장의 수혜는 롯데면세점과 호텔신라에 집중될 가능성이 크다.

아모레퍼시픽의 올해 상반기 면세점 매출은 2009년 동기 대비 130% 이상 증가했으며, 면세점 매출 비중은 전체 화장품 매출의 5%에서 12%까지 상승했다. 아모레퍼시픽 올해 상반기 에뛰드하우스 매출은 2009년 동기대비 140% 증가했으며, 이니스프리 등 브랜드샵 매출이 급증하면서 주가 아모레G 주가는 3배 가까이 상승했다. 화장품이 브랜드 산업이라는 것을 명심할 필요가 있다. 면세점이나 백화점은 유통 채널이기 때문에 특별한 브랜드력이나 로열티가 존재하지 않는다. 그러나, 브랜드는 소비의 국경선이 존재하지 않는다. 따라서, 국내에서 중국인들에게 소비되는 화장품만으로 영향을 생각해서는 안 된다. 국내는 물론 중국 현지에서 생산 판매되는 국내 화장품 브랜드의 고성장과 성장 여력을 주목해야 한다.

아모레퍼시픽은 중국인 인바운드 관광객 증가와 지속적인 브랜드력 제고로 중국내에서 40% 이상의 고신장을 거듭하고 있다. 한국 화장품에 고무된 중국 로컬 화장품 기업은 한국 화장품처럼 제품을 내고 싶어 한다. 국내 화장품 ODM시장에서 30% 이상의 높은 MS와 네임밸류를 형성하고 있는 코스맥스가 중국 화장품 ODM시장에서 군계일학의 실적을 내고 있는 이유다. 중국인들의 한국 화장품에 대한 높은 수요에 대한 파생효과라고 할 수 있다.

그림 12. 호텔신라 면세점 매출 추이: 12년 상반기 면세점 매출은 09년 상반기 대비 56% 증가했으며, 중국인 매출 비중은 2009년 11%에서 최근 29%까지 가파르게 상승



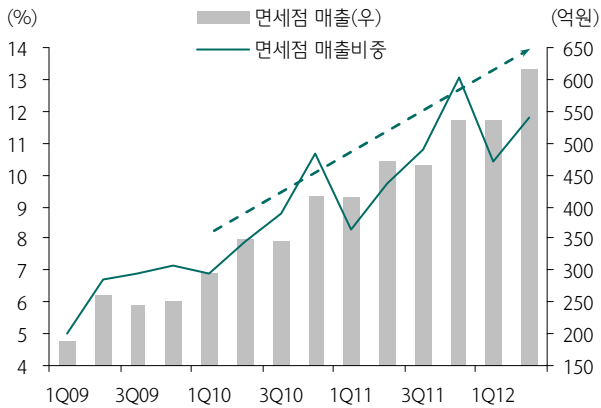
자료: 호텔신라, 하나대투증권

그림 13. 올해 호텔신라 영업이익은 1,700억원 수준으로 2009년 대비 215%나 증가할 전망



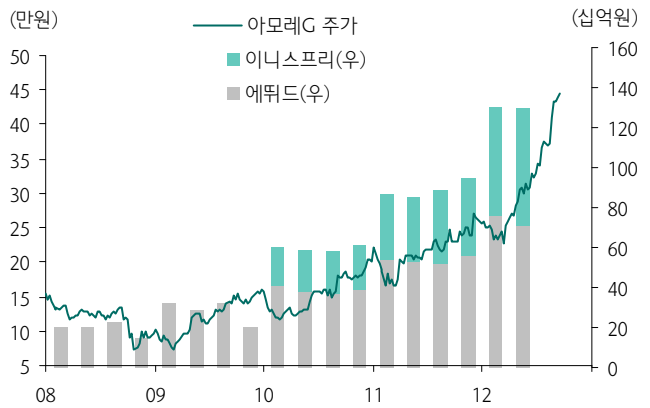
자료: 호텔신라, Bloomberg, 하나대투증권

그림 14. 아모레퍼시픽의 올해 상반기 면세점 매출은 2009년 동기 대비 130% 이상 증가했으며, 면세점 매출 비중은 전체 화장품 매출의 5%에서 12%까지 상승했음



자료: 아모레퍼시픽, 하나대투증권

그림 15. 아모레퍼시픽 올해 상반기 에뛰드하우스 매출은 2009년 동기 대비 140% 증가했으며, 이니스프리 등 브랜드샵 매출이 급증 하면서 주가 역시 3배 가까이 상승했음



자료: 아모레퍼시픽, 하나대투증권

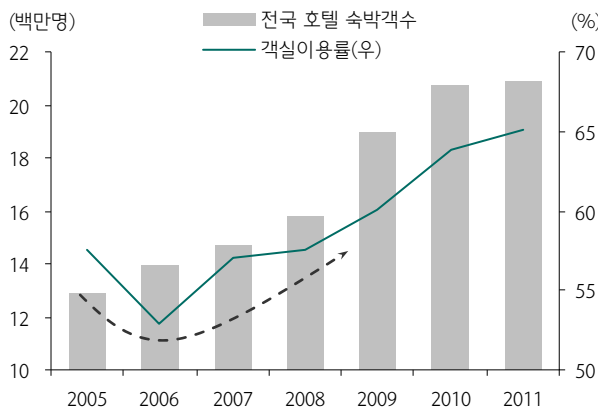
3) 침체되었던 호텔시장의 폭기사가 되다

내국인의 해외 여행이 증가하면서 국내 관광호텔 시장 경기는 하강 국면에 있었으나, 2006년을 기점으로 객실 이용률이 빠르게 상승하였다. 중국인 인바운드의 급격한 증가와 내국인의 국내 여행 비중이 상승하면서 2009년에는 숙박객수가 전년대비 20%나 증가했다. 아시아태평양 주요국 호텔1객실당 숙박외래관광객 추이를 살펴보면 유일하게 객실 효율이 상승하고 있는 나라가 한국이다. 서울시내 관광호텔의 등급별 객실가동률 추이를 보면 전반적으로 객실가동률이 상승하고 있지만, 특히 중국인 관광객 수요가 높은 특2등급의 경우 2011년 87.5%로 2008년 79.9%대비 7%p 이상 상승폭이 컸다.

이에 따라 호텔신라 호텔 사업부문은 객실이용률이 상승하면서 영업이익률이 2008년 2.6%에서 2011년 8.4%까지 큰 폭 개선되었고, 2008년~11년까지 영업이익은 연평균 63%나 증가하면서 큰 폭의 이익개선을 시현하였다. 한때 스크랩까지도 고민할 만큼 부진한 실적을 기록했던 제주호텔은 중국인 인바운드 증가와 내국인 여행증가로 현재 90% 이상의 객실가동률을 보이면서 매출비중 대비 높은 이익기여도를 보이고 있다.

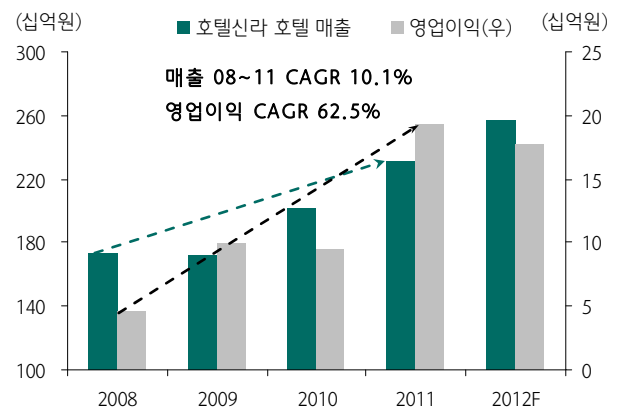
현재 국내 호텔은 심각한 과부족 상태다. 서울시가 발표한 관광숙박업 연도별 수급전망을 살펴보면 외래관광객수는 2015년까지 1,379만명으로 증가하면서 숙박수요가 73,200여실이나 되지만, 공급계획은 39,700여실에 그치고 있다. 33,500여실이나 부족한 상황이다. 4성급 이하 비즈니스 호텔시장 전망이 좋을 수밖에 없다. 롯데호텔과 호텔신라를 중심으로 국내 여행시장에 종사하고 있는 많은 업체들이 비즈니스 호텔 신축에 박차를 가하고 있다. 하나투어가 자회사를 통해 올해 11월 인사동에 250실 규모의 비즈니스 호텔을 오픈할 계획이며, 호텔신라도 내년 8월부터 영업을 시작한다.

그림 16. 내국인의 해외여행 등으로 부진하던 국내 호텔 산업은 2009년 이후 객실이용률이 크게 상승하면서 가파른 회복세



자료: 문화체육관광부, 하나대투증권

그림 17. 호텔신라 호텔 사업부문은 객실이용률이 상승하면서 영업이익이 08년 2.6%에서 2011년 8.4%까지 큰 폭 개선



자료: 호텔신라, 하나대투증권

표 1. 서울시내 관광호텔 등급별 객실가동률 추이

	평균	특1등급	특2등급	1등급	2등급	3등급	등급미정	가족호텔
2011	80.7	79.3	87.5	82.2	67.6	56.7	80.5	86.6
2010	79.0	80.5	75.8	83.9	62.0	61.6	86.7	91.8
2009	71.7	69.3	80.1	70.6	55.0	48.5	80.8	84.8
2008	71.8	69.3	79.9	75.6	50.4	40.8	77.4	89.7

자료: 문화체육관광부, 한국관광호텔업협회, 하나대투증권

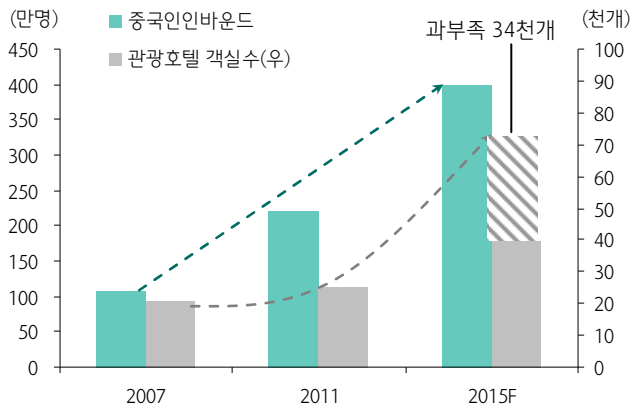
표 2. 서울시 발표 관광숙박업 연도별 수급전망

(단위: 만명, 실)

	2011	2012F	2013F	2014F	2015F
외래관광객수	962	1,053	1,152	1,260	1,379
숙박수요(A)	51,087	55,919	61,176	66,912	73,231
숙박공급(B)	26,507	29,009	30,448	35,301	39,721
과부족(B-A)	-24,580	-26,910	-30,728	-31,611	-33,510

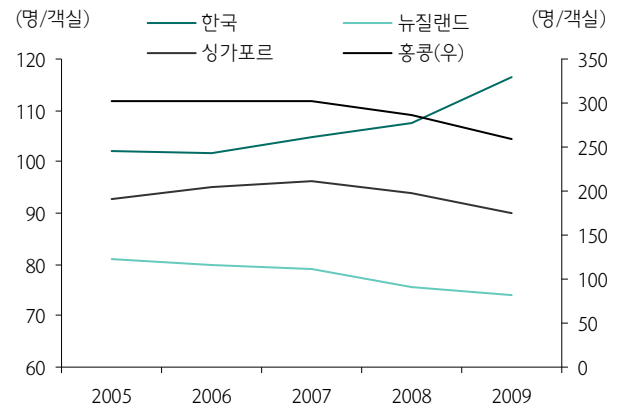
자료: KIS, 하나대투증권

그림 18. 2015년까지 중국인 인바운드는 400만명에 이를 전망인데, 서울시 호텔 객실수는 3.4만실이나 부족한 상황



자료: 서울특별시, 하나대투증권

그림 19. 아시아태평양 주요국 호텔1객실당 숙박외래관광객 추이: 한국만 유일하게 객실 효율이 상승하고 있음



자료: 한국관광호텔업협회, 하나대투증권

표 3. 주요 상장 업체별 비즈니스 호텔 진출 계획

운영주체	시기	위치	객실수	비고
롯데호텔	2014년 2월	제주시 연동	262실	* 향후 4년 안에 전국 각지에 2200실 규모의 프리미엄 비즈니스 호텔 신축 계획 - 운영방식 1) 직접운영 소유, 2) 합작투자, 3) 마스터리스(master lease), 4) 위탁운영 등 - '롯데시티호텔' 브랜드 사용
	2014년 3월	대전시 유성구		
	2014년 6월	서울 구로구		
	2014년 10월	울산시 달동		
	2015년	서울 장교동	270실	
호텔신라	2015년	서울 충무로	430실	- KT에스테이트 소유 - 호텔신라 위탁운영 - 시공사 코오롱글로벌 - 아시아자산운용 호텔펀드 소유 - 호텔신라 15년간 임차계약 체결 - 퍼스티지개발리츠 소유 - 호텔신라 위탁운영 - 신영자산개발 & 하나투어ITC - 센터마크호텔 - 특2급 비즈니스
	2014년	서울 역삼동 (옛 영동전화국 주차장)	308실	
	2013년 8월	경기 화성시(동탄)	294실	
하나투어	2014년 10월	서울 신대방동	300실	- 아벤트리자기관리리츠 건립 - 아벤트리 종로 관광호텔
	2012년 11월	서울 인사동	250실	
	2013년	서울 충무로	320실	
모두투어	2014년	서울 동대문	200실	
	2012년 8월	서울 견지동	155실	

자료: 언론, 하나대투증권

4) 외국인 카지노 시장의 레벨업

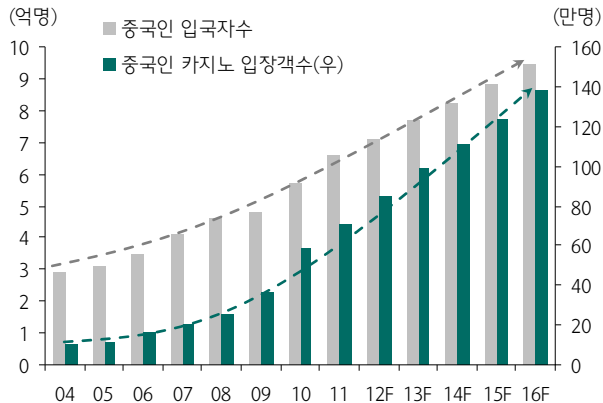
중국인 인바운드 증가와 함께 국내 카지노 중국인 입장객수는 2008년 24.6만명에서 2011년 70만명으로 180% 증가했으며, 2016년까지 연평균 14.5%(11~15년) 증가할 전망이다. 국내 카지노시장 중국인 드랍액은 2008년 8,800억원에서 2011년 약 2조4천억원 규모로 180% 증가한 것으로 추정되고 있으며, 이는 파라다이스 중국인 매출비중을 50% 이상까지 상승시키면서 강한 주가 모멘텀으로 작용하고 있다. 더구나 매력적인 것은 중국인들의 일인당 드랍액은 일본인의 두배 이상이라는 점이다. 중국인 카지노 입장객의 VIP 1인당 드랍액은 2011년 기준 3,400만원(파라다이스)으로 일본인의 2.5배나 되어 국내 중국인 카지노 인구 증가는 카지노 업체들의 강한 실적모멘텀이 되고 있다. 국내 외국인 카지노 시장은 2011년 기준 약 1조 1,290억원 규모로 중국인 매출이 2008년 대비 3배 이상 증가하면서 시장 성장을 견인하고 있다.

한국의 카지노 기반은 매우 열악하다. 만족도도 그다지 높지 않다. 한국에 관광왔다가 호기심에 한두번, 또는 패키지 포함되어 있기 때문에 무심코 객장문을 여는 경우가 많다. 한국의 외국인 카지노 시장 규모는 마카오의 1/40밖에 되지 않는다. 대체로 한국 카지노를 경험한 중국인들은 협소한 규모와 제한된 서비스와 연관시설에 실망한다. 마카오와는 여러 면에서 비교가 되지 않기 때문이다. 라스베이거스나 마카오 등 주요 카지노 시장은 숙박과 놀이시설을 겸비한 가족단위 복합 리조트 형태를 띠고 있다. 카지노 사업자가 부대시설을 같이 운영하면서 트래픽을 유도할 수 있다. 반면 국내는 소자본으로 남의 호텔 건물 일부를 임대해서 소규모로 운영되고 있다.

이는 다른 말로 하면 국내 카지노 시장 성장 여력이 매우 크다는 반증이기도 하다. 국내 카지노 시장이 매력적인 이유는 첫째, 중국 동북부 주요 카지노 수요를 흡수할 수 있는 지리적 요충지라는 점이다. 이는 광둥성을 중심으로 중국 남부 카지노 수요를 흡수하고 있는 마카오와 시장이 중첩되지 않음을 의미한다. 둘째, 한류와 쇼핑 수요 등 높은 여행 수요를 동시에 구비하고 있다는 점이다. 이는 마카오와 차별화된 경쟁력이다. 한국 외국인 카지노 시장은 이제 막 성장의 초기단계라고 할 수 있다. 파라다이스나 GKL의 경우 높은 시장점유율과 자금력을 바탕으로 단기적인 영업면적 확대뿐 만 아니라 중장기적으로 영종도와 제주도 등 주요 중국인바운드 지역에 복합 카지노 리조트와 선상카지노 등을 준비하고 있다. 국내 외국인 카지노 시장의 구조적인 레벨업 시기가 될 것으로 기대한다.

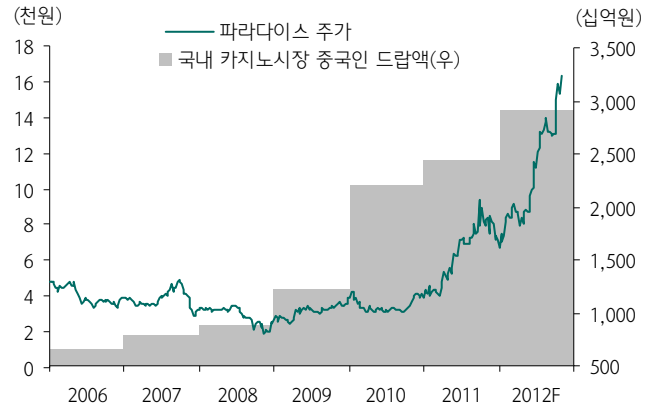
중국인 인바운드 관광객에 의한 국내 카지노 드랍액은 2011년 2조 4천억원 규모로 추정되며 이는 2016년까지 두배 가까이 증가하면서 국내 외국인 카지노 시장 성장을 견인할 것으로 예상된다. 중국인의 국내 카지노 시장 매출 비중은 2009년 21%, 2011년 32%에 이어 2016년에는 43%까지 상승할 전망이다.

그림 20. 중국인 인바운드 증가와 함께 국내 카지노 중국인 입장객수는 2008년 24.6만명에서 2011년 70만명으로 180% 증가



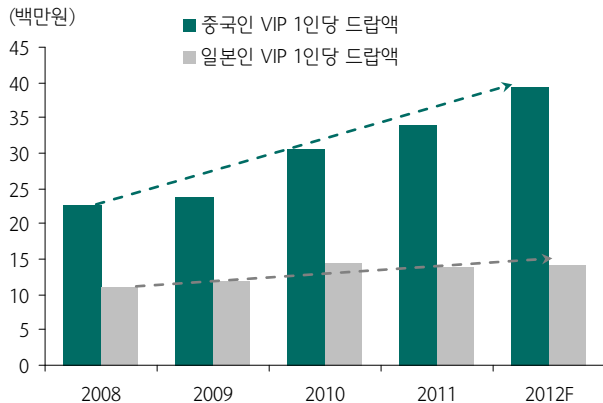
자료: 한국관광공사, 갠블백서2012, 하나대투증권

그림 21. 국내 카지노시장 중국인 드랍액 증가는 카지노 업체의 강한 추가모멘텀이 되고 있음



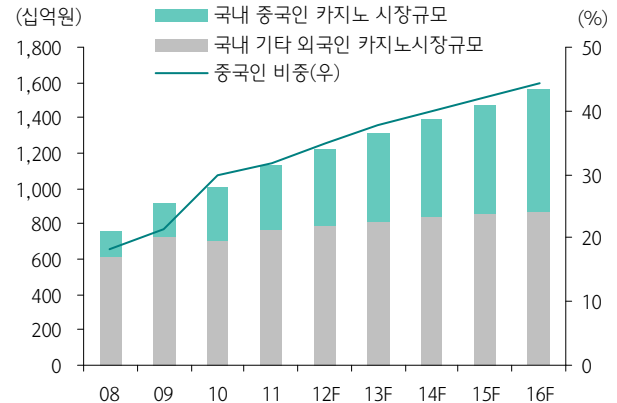
자료: 각사 자료, 갠블백서 2012, 하나대투증권, 단, 각 연도 드랍액은 추정치

그림 22. 중국인 카지노 입장객의 1인당 드랍액은 2011년 기준 3400만 원(파라다이스)으로 일본인의 2.5배



자료: 파라다이스, 하나대투증권

그림 23. 국내 외국인 카지노 시장은 2011년 기준 약 1조 1,290억원 규모로 중국인 매출이 08년 대비 3배 이상 증가



자료: 각사 자료, 갠블백서 2012, 하나대투증권,

표 4. 중국인 인바운드 관광객 증가에 따른 국내 외국인 카지노 시장 영향 분석

	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
중국인 입국자수	117	134	188	222	269	313	352	394	440
중국인 카지노 입장객수	25	37	59	70	84	98	110	124	138
yoy	19.5	48.6	59.7	19.7	20.4	16.6	12.3	12.0	11.8
중국인 카지노 입장비율(%)	21.1	27.3	31.2	31.6	31.4	31.4	31.4	31.4	31.4
VIP 입장객수	2.9	4.0	5.8	6.5	7.7	8.8	9.6	10.6	11.6
yoy	17.5	38.2	43.8	12.2	18.0	14.3	10.0	9.8	9.6
Mass 입장객수	21.7	32.6	52.7	63.6	76.7	89.6	100.8	113.1	126.7
yoy	19.8	50.0	61.7	20.6	20.7	16.8	12.5	12.2	12.0
1인당 평균 드랍액(백만원)	3.6	3.3	3.8	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
yoy	-6.4	-6.7	13.7	-7.7	-1.0	-0.8	-0.6	-0.5	-0.4
중국인 총 드랍액	877	1,215	2,207	2,438	2,907	3,362	3,750	4,179	4,653
yoy	11.8	38.7	81.6	10.5	19.2	15.7	11.5	11.4	11.3
중국인 홀드율(%)	15.8	16.2	13.6	14.7	14.6	14.5	14.4	14.4	14.3
중국인 카지노 매출액	138	197	300	358	424	488	542	601	665
yoy	7.4	42.7	52.4	19.1	18.6	15.1	11.0	10.9	10.8
총 외국인 입장객수	128	168	195	210	234	252	267	282	298
yoy	8.5	31.3	16.1	8.0	11.4	7.9	5.7	5.6	5.7
외국인카지노시장 규모	753	920	1,006	1,129	1,217	1,308	1,381	1,457	1,539
yoy	22.8	22.1	9.4	12.2	7.8	7.4	5.6	5.5	5.6
외국인 카지노시장대비 비중	18.3	21.4	29.9	31.7	34.8	37.3	39.2	41.2	43.2

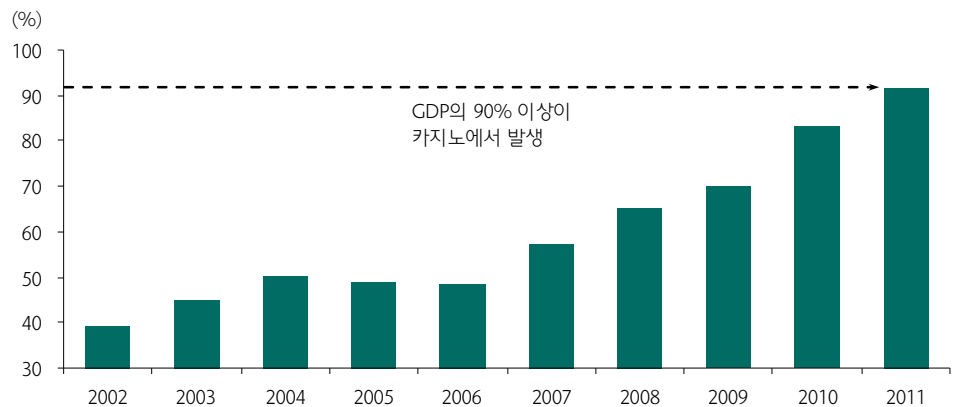
자료: 한국관광공사, 갠블백서 2012, 파라다이스, GKL, 하나대투증권

5) 마카오 카지노 시장: 마카오의 호시절은 멀지 않아 끝날 것

마카오는 카지노의 도시다. 마카오 전체 입국자수의 50%이상이 카지노 객장을 찾고 있으며, GDP의 90%가 카지노에서 발생하고 있다. 그러나, 마카오 카지노 산업 성장을 견인했던 중국인 관광객의 증가세가 2009년 이후 현저하게 둔화되고 있다. 특히, 2012년 들어 마카오 전체 입국자수 및 카지노 매출액이 모두 보합세를 보이고 있다. 1) 중국 경기 불황과 2) 마카오 카지노 산업 자체의 포화 때문으로 분석된다.

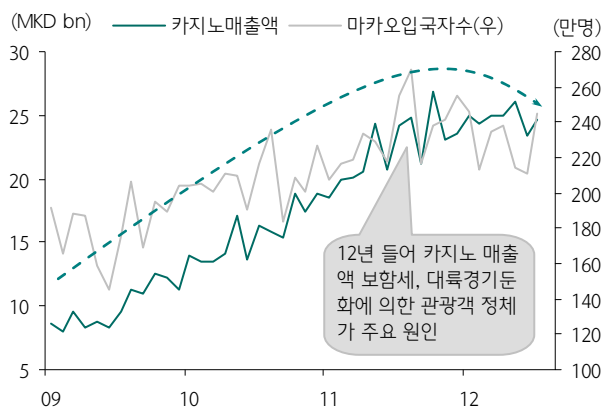
2005~08년 사이 마카오 카지노 매장 수는 14개가 증가했지만, 2009~2Q12 기간에는 4개 증가하는데 그쳤다. 2009~11년간 카지노 매출액이 높은 성장세를 보였음에도 불구하고 카지노 매장이 4개밖에 증가하지 않은 것은 마카오 카지노산업 자체가 이미 포화단계에 이르렀다는 것을 보여준다.

그림 24. 마카오 카지노 매출액의 GDP 비중



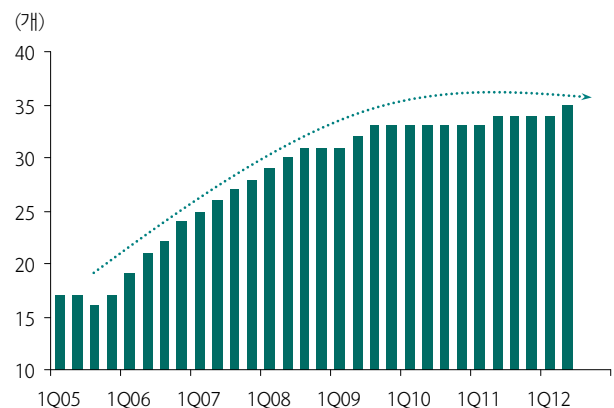
자료: 마카오통계국, 마카오카지노감독국, 하나대투증권

그림 25. 마카오 월간 카지노 매출 추이



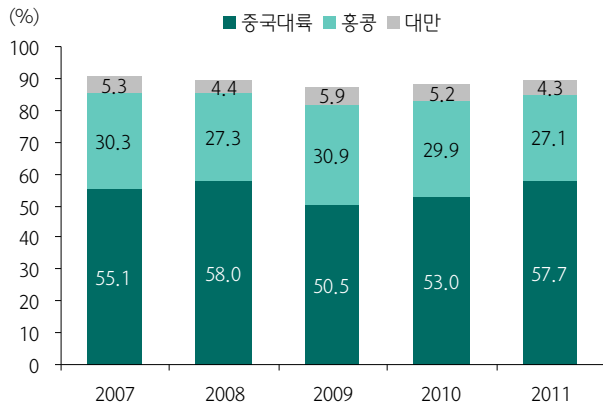
자료: 마카오카지노감독국, 하나대투증권

그림 26. 마카오 카지노 매장수: 3Q09 이후 마카오 카지노 매장 증가 거의 정체됨



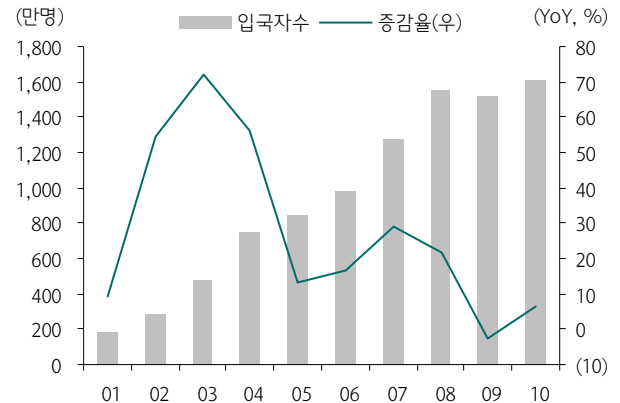
자료: 마카오카지노감독국, 하나대투증권

그림 27. 마카오 관광 중국인 비중 추이: 중국인이 90%의 절대적 비중



자료: 마카오통계국, 하나대투증권

그림 28. 마카오 중국인 입국자수 추이: 09년 이후 마카오 관광 중국인 점차 증가세 둔화

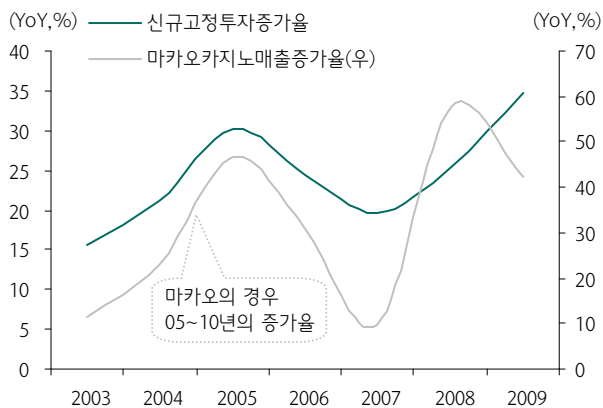


자료: CBIC, 하나대투증권

중국의 고정자산투자는 2년을 간격으로 마카오 카지노 산업 성장률과 높은 상관관계를 보이고 있다. 주요 원인은 중국의 고정자산투자에 따른 비용 집행 투명성이 높지 않아 예산의 상당부분이 실제 투자에 사용되지 않고 다른 부분으로 흘러가기 때문으로 추정된다. 매년 중국에서 수도 없이 불거지는 부실공사사건(철도, 교량, 고속도로, 체육관 등)이 이러한 추정을 뒷받침해준다.

2010년 이후 중국의 고정자산 투자증가율이 지속적으로 하락하면서 최소 2014년까지 마카오 카지노 산업은 성장률이 둔화하거나 역성장을 할 가능성도 배제할 수 없다는 판단이다. 장기적으로 인프라투자를 통한 중국의 성장모델이 한계에 봉착하면서, 전반적으로 중국의 고정자산투자 증가율이 점차 하락할 것을 가정한다면, 중국 대륙 VIP들의 카지노 관광에 의존해 성장해온 마카오 모델도 고성장 시대가 막을 내리고 저성장 시대로 접어들 수 밖에 없을 것으로 판단한다.

그림 29. 중국 고정투자증가율과 마카오 카지노 성장률 상관관계



자료: 마카오카지노감독국, CBIC, 하나대투증권

그림 30. 중국 고정투자 증가율 추이(월간 누적 기준)



자료: CBIC, 하나대투증권

6) 중국인 인바운드 국내 소비시장 중장기 효과 전망

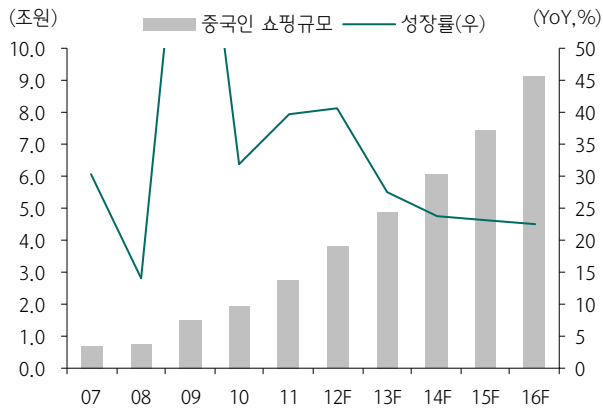
표 5. 중국인 인바운드 관광객 증가에 따른 국내 소비시장 효과 분석

(단위: 만명, 십억원, %)

	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
중국인 외래 출국자	4,584	4,765	5,739	6,600	7,128	7,698	8,237	8,814	9,431
yoy	12.0	3.9	20.4	15.0	8.0	8.0	7.0	7.0	7.0
한국비중	2.5	2.8	3.3	3.4	3.8	4.1	4.3	4.5	4.7
중국인 입국자수	117	134	188	222	269	313	352	394	440
yoy	9.3	14.9	39.7	18.4	21.0	16.6	12.3	12.0	11.8
1인당여행지출(위안화)	8,780	10,566	11,017	12,591	13,321	13,986	14,634	15,258	15,851
yoy	-20.2	20.3	4.3	14.3	5.8	5.0	4.6	4.3	3.9
중국GDP 성장률	9.6	9.1	10.2	9.2	8.2	7.8	7.3	6.8	6.3
중국소비지출 성장률	8.6	9.9	13.2	12.5	11.2	10.5	9.8	9.1	8.3
1인당여행지출(달러)	1,264	1,547	1,627	1,949	2,171	2,399	2,642	2,900	3,171
평균환율(원/달러)	1,103	1,276	1,156	1,108	1,143	1,120	1,110	1,100	1,090
1인당여행지출(천원)	1,394	1,974	1,881	2,160	2,481	2,687	2,933	3,190	3,456
yoy	3.8	41.6	-4.7	14.8	14.9	8.3	9.2	8.8	8.4
쇼핑비 비중	47.3	55.7	55.3	56.9	57.5	58.1	58.7	59.4	60.0
1인당쇼핑지출(천원)	659	1,100	1,040	1,228	1,426	1,561	1,723	1,894	2,074
yoy	4.3	66.9	-5.5	18.1	16.2	9.5	10.3	9.9	9.5
중국인 총쇼핑 규모	770	1,477	1,949	2,726	3,831	4,891	6,058	7,459	9,131
yoy	14.0	91.8	32.0	39.8	40.6	27.6	23.9	23.1	22.4
국내 소비시장 규모	174,805	184,433	200,474	215,996	222,508	236,140	249,883	263,700	277,551
yoy	5.6	5.5	8.7	7.7	3.0	6.1	5.8	5.5	5.3
국내 소비시장대비 비중	0.4	0.8	1.0	1.3	1.7	2.1	2.4	2.8	3.3
면세점쇼핑비중	34.8	35.3	32.3	33.3	33.5	33.7	33.9	34.1	34.3
면세점쇼핑규모	268	522	630	909	1,285	1,650	2,056	2,547	3,136
yoy	6.5	94.5	20.7	44.3	41.4	28.4	24.6	23.9	23.1
국내 면세점 시장규모	2,895	3,557	4,167	4,936	6,212	6,881	7,598	8,364	9,209
yoy	19.3	22.9	17.1	18.5	25.8	10.8	10.4	10.1	10.1
면세점 시장대비 비중	9.3	14.7	15.1	18.4	20.7	24.0	27.1	30.5	34.1
백화점쇼핑비중	10.9	11.7	14.8	12.4	12.3	12.3	12.2	12.1	12.0
백화점쇼핑규모	84	173	288	339	473	600	738	902	1,096
yoy	-5.3	106.4	66.9	17.6	39.6	26.7	23.0	22.2	21.5
국내 백화점 시장규모	19,800	21,784	24,317	27,088	27,768	30,296	32,226	34,074	35,833
yoy	4.2	10.0	11.6	11.4	2.5	9.1	6.4	5.7	5.2
백화점시장대비 비중	0.4	0.8	1.2	1.3	1.7	2.0	2.3	2.6	3.1
할인점쇼핑비중	10.3	7.1	5.1	4.4	4.3	4.3	4.2	4.1	4.0
할인점쇼핑규모	79	104	99	121	166	208	253	305	365
yoy	41.9	31.3	-5.4	22.2	37.9	25.2	21.4	20.6	19.9
국내 할인점 시장규모	30,114	31,213	33,748	36,797	36,245	37,780	38,899	39,936	40,895
yoy	6.1	3.6	8.1	9.0	-1.5	4.2	3.0	2.7	2.4
할인점시장대비 비중	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6	0.8	0.9
화장품쇼핑비중	21.0	28.1	25.5	30.6	31.0	31.3	31.7	32.1	32.5
화장품쇼핑규모	162	415	498	834	1,186	1,533	1,922	2,396	2,968
yoy	22.5	156.5	20.0	67.5	42.3	29.2	25.4	24.6	23.9
국내 화장품 시장규모	65,600	73,310	79,564	89,360	97,470	107,201	116,833	126,280	135,470
yoy	10.3	11.8	8.5	12.3	9.1	10.0	9.0	8.1	7.3
화장품시장대비 비중	0.2	0.6	0.6	0.9	1.2	1.4	1.6	1.9	2.2
의류쇼핑비중	18.8	20.5	23.2	19.8	19.8	19.9	19.9	20.0	20.0
의류쇼핑규모	145	302	452	540	760	972	1,207	1,489	1,826
yoy	30.7	108.9	49.7	19.3	40.8	27.9	24.1	23.4	22.7
국내 의류시장 규모	220,245	220,869	231,567	242,475	230,527	246,817	254,221	261,848	269,703
yoy	3.0	0.3	4.8	4.7	-4.9	7.1	3.0	3.0	3.0
의류시장대비 비중	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7

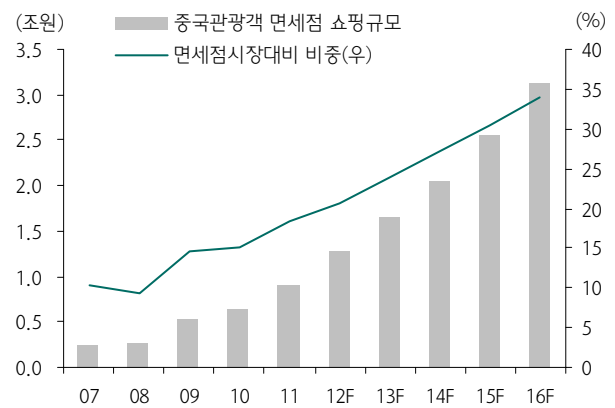
자료: 한국관광공사, 중국국가여유국, UNWTO, 통계청, IMF, 하나대투증권

그림 31. 중국인 인바운드 관광객의 총쇼핑 규모는 2016년 9조 1천억 원규모로 국내 소비시장의 3.3%비중을 차지할 전망



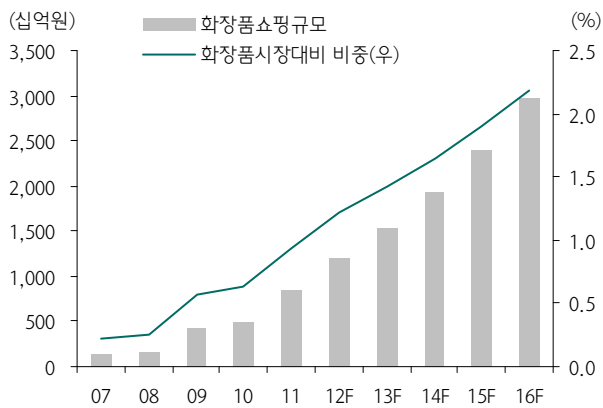
자료: 한국관광공사, 하나대투증권

그림 32. 면세점 쇼핑 규모는 2016년 3조 1천억원 규모로 국내 면세점 시장의 34%비중을 차지할 전망



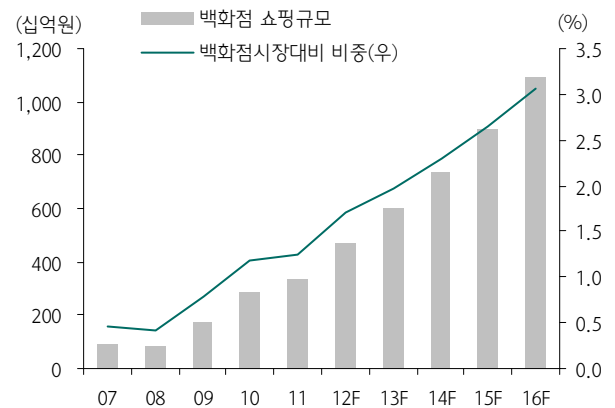
자료: 한국관광공사, 하나대투증권

그림 33. 화장품 쇼핑 규모는 2016년 3조원 규모로 국내 화장품 시장의 2.2%비중을 차지할 전망



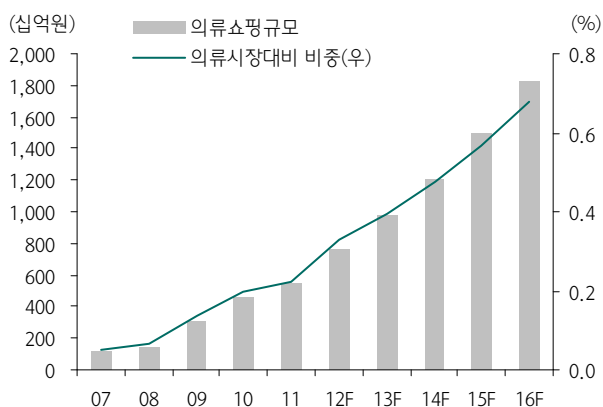
자료: 한국관광공사, 아모레퍼시픽, 하나대투증권

그림 34. 백화점 쇼핑 규모는 2016년 11조원 규모로 국내 백화점 시장의 3.1%비중을 차지할 전망



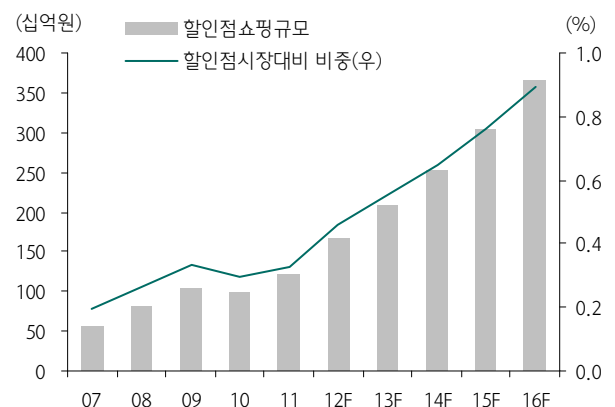
자료: 한국관광공사, 통계청, 하나대투증권,

그림 35. 의류 쇼핑 규모는 2016년 1.8조원 규모로 국내 의류소비 시장의 0.7%비중을 차지할 전망



자료: 한국관광공사, 통계청, 하나대투증권

그림 36. 할인점 쇼핑 규모는 2016년 3,600억원 규모로 국내 할인점 시장의 0.9%비중을 차지할 전망



자료: 한국관광공사, 통계청, 하나대투증권

3

투자전략: 면세점/호텔
/화장품/카지노 유망

1) 면세점/호텔/화장품/카지노 유망

중국 인바운드 관광객 증가는 국내 내수 소비시장에 새로운 성장 모멘텀으로 작용하고 있다. 그러나, 모든 관련 업체들에 수혜가 골고루 돌아갈 것으로 보이지 않는다. 2010년 이후 업체별 중국 인바운드 소비의 수혜의 영향 정도는 다소 차별적으로 나타나고 있다. 수혜의 정도를 파악하는데는 다음과 같은 네가지 요소가 기준이 될 수 있다. i) 중국 관광객들의 채널이나 품목에 대한 소비비중, ii) 채널/품목 쇼핑 비중의 증가 추이, iii) 해당 채널과 품목에서 관련 업체의 시장 점유율, iv) 품목의 중국인에 대한 브랜드 인지도(유통채널은 관계없음)다. 이를 통해서 각 채널 및 품목별 향후 수혜 정도를 진단해보면 아래와 같다.

표 6. 중국 인바운드 관광객 증가의 수혜 업종 및 품목 개요

업태	수혜구분				내용	관련업체
	소비 비중	추세성	시장점유율	인지도		
백화점	○	○	○		- 롯데쇼핑 등 주요 업체들의 높은 MS와 - 소비비중의 추세적인 상승은 긍정적이나 - 전체 매출에서 차지하는 비중이 미미하다는 점이 한계 - 유통업체는 인지도와는 다소 무관	롯데쇼핑 현대백화점 신세계
할인점			○		- 이마트 등 주요 업체들의 높은 MS와 - 전체 매출에서 차지하는 비중이 미미할 뿐만 아니라 - 추세적으로도 할인점 채널 이용 비중이 줄고 있음	이마트 롯데쇼핑
면세점	○	○	○		- 호텔신라의 높은 MS와 높은 채널 이용률 - 추세적인 비중 증가 국면 긍정적 - 높은 가격 경쟁력 진입장벽으로 차별적인 성장세 가능	호텔신라
화장품	○	○	○	○	- 소비비중 확대와 추세적인 비중 확대 국면 긍정적 - 아모레퍼시픽 등 주요 업체들의 높은 MS로 수혜 집중 - 높은 브랜드 인지도 형성으로 중국 현지 진출 및 성공 가능성 높음 - 높은 한국 화장품 수요로 코스맥스와 같은 ODM 업체로 수혜 영역 확대	아모레퍼시픽 아모레G LG생활건강 에이블씨엔씨 코스맥스 한국콜마 제닉
의류	○	○			- 한국 패션 문화에 대한 높은 관심 긍정적 - 상위업체 낮은 시장 점유율과 브랜드력 한계 - 전반적인 의류시장에는 긍정적이나 특정 업체 수혜로 이어질 가능성은 제한적	LG패션 한성 윌라코리아 신세계인터내셔널 베이직하우스
카지노	○	○	○		- 중국 인바운드의 30%가 입장하는 높은 비중 긍정적 - 중국 동북부 카지노 수요의 중심에 설 가능성 - 주요 업체들 높은 시장 점유율로 수혜폭 집중 - 아직 초기 단계로 대형화에 따른 사업 규모 레벨업 기대	파라다이스 GKL
호텔	○	○	○	○	- 지속적인 호텔공급 과부족 상황 - 4성급 이하 비즈니스 호텔 시장 확대 예상 - 호텔신라 등 상위업체의 호텔 경영 노하우를 기반으로 한 MS 확대 주목 필요	호텔신라 하나투어

자료: 하나대투증권

2) Top Picks: 호텔신라(TP 6.4만원), 파라다이스(TP 2.1만원), GKL(TP 3.4만원)

면세점과 화장품, 카지노, 호텔업은 높은 소비 비중과 시장 점유율, 추세적인 비중 확대로 향후 중국인 인바운드 증가에 의한 실적모멘텀을 지속할 수 있을 것으로 판단한다. 반면, 백화점은 높은 시장 점유율과 소비 비중의 추세적인 개선세에도 불구하고 전체 매출에서 차지하는 비중이 2%가 채 되지 않은 만큼 개별 업체들의 실적에 미치는 영향은 제한적이다. 의류는 중국인들 쇼핑의 주요 품목이지만 개별 업체들의 낮은 시장 점유율과 브랜드력으로 개별 업체들의 수혜로 이어질 가능성은 매우 낮다.

호텔신라(BUY TP 6.4만원)는 면세점 매출 비중이 85%에 달하며, 중국인 매출 비중이 30%까지 상승했다. 면세점의 높은 진입장벽과 가격경쟁력으로 중국인 인바운드 관광객에 의한 실적모멘텀을 지속할 것으로 예상한다. 아울러, 호텔의 과부족 현상이 심화되면서 내년부터 본격화될 비즈니스 호텔 사업에 대한 전망 역시 밝다. 싱가포르를 시작으로 해외 면세점 시장 진출은 중장기적으로 이머징 국가 진출의 토대를 마련하면서 국내 성장의 한계를 극복할 수 있다는 점에서 긍정적이다. 단기적으로는 3분기 양호한 실적모멘텀이 긍정적이며, 10월 인천공항 한국공항공사면세점 매장 낙찰 가능성에 주목할 필요가 있다. 중국과 일본의 대립구도 확대는 대일본 중국인 인바운드 수요를 국내로 이전시킬 수 있다는 측면에서 긍정적이다.

파라다이스(BUY TP 2.1만원)는 50%를 상회하는 높은 중국인 매출 비중을 기반으로 중국인 카지노 수요 확대에 최대 수혜가 예상된다. 단기적으로 3분기 견조한 드롭액 증가와 수익성 개선, 전년도 추징금(52억원)에 대한 기저효과로 실적모멘텀이 크게 확대될 전망이다. 중기적으로 내년도 워커힌 카지노 매장확대와 장기적으로 2015년도 영종도 복합 리조트 단지 구성으로 사업규모의 구조적인 레벨업이 기대된다.

GKL(TP 3.4만원)은 단기적으로 펀더멘탈 회복에 의한 실적모멘텀 확대가 가능할 전망이다. 전년도 하반기부터 이어진 중국인에 대한 신용공여 및 정켓 이슈가 마무리 되면서 3분기부터 이익모멘텀 회복이 가능할 전망이다. 4분기에는 전년도 기저효과로 영업이익이 70% 내외 증가하면서 실적모멘텀을 확대할 것으로 예상된다. 아직 결정된 바는 없으나, 중장기적으로 i) 중국을 오가는 선상크루즈와 ii) 제주 복합리조트형 카지노 사업 등 제주도를 중심으로 한 영업권역 확대, iii) 카지노와 연계한 외국인 전용 면세점을 통한 시너지도 가능성이 기대된다.

4 부록

표 1. 글로벌 카지노업체 밸류에이션

(기준일자: 2012.9.14, 단위: 배, %)

		SJM Holdings	Sands China	Wynn Macau	Galaxy Ent.	Las Vegas Sands	Wynn Resorts	Penn National Gaming	Genting Singapore	Genting Malaysia
Ticker		880 HK	1928 HK	1128 HK	27 HK	LVS US	WYNN US	PENN US	GENS SP	GENM MK
국가		홍콩	홍콩	홍콩	홍콩	미국	미국	미국	싱가포르	말레이시아
주가(USD)		2.1	3.8	2.3	3.0	43.4	103.1	39.7	1.1	1.1
시가총액(백만USD)		11573.3	30577.2	12108.6	12516.4	35723.1	10362.8	3041.6	13664.9	6739.3
P/E	2010	25.3	45.9	21.3	108.2	59.6	64.7	-51.1	492.7	17.0
	2011	17.0	27.0	15.9	32.4	22.9	16.9	12.6	16.8	14.4
	2012F	13.9	22.9	14.1	14.9	19.2	17.5	11.6	22.0	13.0
	2013F	12.5	15.9	12.6	12.7	16.0	15.7	10.1	19.3	12.0
P/S	2010	1.6	7.4	4.2	5.0	5.2	2.5	1.2	6.8	4.1
	2011	1.2	6.3	3.2	2.4	3.8	2.0	1.1	5.3	2.4
	2012F	1.1	4.6	3.1	1.7	3.2	2.0	1.0	5.4	2.6
	2013F	1.0	3.6	2.9	1.6	2.8	1.9	0.9	5.0	2.5
P/B	2010	6.7	7.0	21.9	10.0	4.8	5.7	1.8	3.4	1.7
	2011	5.2	5.5	23.3	6.8	4.1	6.2	1.5	2.9	1.7
	2012F	4.6	5.1	14.7	4.8	3.3	16.6	1.8	2.2	1.6
	2013F	4.1	4.4	10.1	3.5	2.8	9.2	1.6	2.0	1.4
EV/EBITDA	2010	18.7	25.5	16.5	54.1	18.5	9.8	5.2	12.3	10.7
	2011	13.9	20.0	13.5	21.0	11.2	6.7	4.3	10.3	9.6
	2012F	9.6	16.7	11.3	11.1	11.5	9.7	6.5	10.4	7.3
	2013F	8.7	12.8	10.3	9.8	10.1	9.1	5.6	9.4	6.8
영업이익률	2010	6.4%	20.3%	21.0%	6.7%	18.0%	15.5%	15.4%	43.8%	33.1%
	2011	7.1%	24.6%	20.3%	8.2%	25.5%	21.6%	17.7%	41.3%	21.0%
	2012F	8.0%	22.4%	23.1%	12.5%	23.8%	20.6%	17.5%	33.8%	26.7%
	2013F	8.2%	23.6%	23.5%	13.0%	26.1%	21.4%	18.0%	34.9%	27.2%
EBITDA이익률	2010	8.4%	29.0%	25.4%	9.3%	28.2%	25.2%	24.0%	55.5%	38.3%
	2011	8.6%	31.3%	23.7%	11.3%	33.9%	29.2%	25.8%	51.8%	25.3%
	2012F	9.4%	29.1%	26.7%	15.6%	33.4%	28.2%	26.4%	45.4%	32.2%
	2013F	9.5%	30.0%	26.7%	16.1%	33.7%	28.2%	26.8%	46.6%	32.7%
ROE	2010	26.7%	15.3%	102.9%	9.2%	8.0%	8.9%	-3.4%	0.7%	10.1%
	2011	30.6%	20.5%	146.6%	21.0%	17.7%	36.5%	12.2%	17.2%	11.9%
	2012F	33.2%	22.1%	103.8%	31.9%	17.1%	94.8%	15.8%	9.9%	12.0%
	2013F	32.9%	27.8%	80.1%	27.6%	17.7%	58.3%	15.8%	10.2%	11.8%

자료: Bloomberg, 하나대투증권

표 2. 글로벌 지역별 카지노산업 규모

(단위: 백만달러, %)

Region	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
미국	57,470	60,440	59,433	57,368	57,488	59,500	62,315	65,497	69,110	73,320
증감율	8.4	5.2	-1.7	-3.5	0.2	3.5	4.7	5.1	5.5	6.1
EMEA	20,783	20,894	19,959	17,567	16,307	16,175	16,250	16,751	17,350	18,343
증감율	2.8	0.5	-4.5	-12.0	-7.2	-0.8	0.5	3.1	3.6	5.7
아시아태평양	13,687	17,714	21,379	22,898	34,280	47,042	58,124	66,961	73,429	79,266
증감율	16.3	29.4	20.7	7.1	49.7	37.2	23.6	15.2	9.7	7.9
라틴아메리카	2,584	2,959	3,269	3,601	3,800	4,096	4,370	4,757	5,165	5,614
증감율	25.6	14.5	10.5	10.2	5.5	7.8	6.7	8.9	8.6	8.7
캐나다	5,354	5,685	5,694	5,874	5,704	5,597	5,621	5,743	5,986	6,230
증감율	10.7	6.2	0.2	3.2	-2.9	-1.9	0.4	2.2	4.2	4.1
합계	99,878	107,692	109,734	107,308	117,579	132,410	146,680	159,709	171,040	182,773
증감율	8.7	7.8	1.9	-2.2	9.6	12.6	10.8	8.9	7.1	6.9

자료: PWC, 하나대투증권

표 3. 아시아태평양 지역별 카지노산업 규모

(단위: 백만달러)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
호주	2,801	3,125	3,316	3,388	3,429	3,429	3,439	3,478	3,576	3,698
일본	-	-	-	-	-	-	-	-	327	784
마카오	7,049	10,335	13,541	14,860	23,447	34,608	44,862	52,553	57,680	62,167
말레이시아	847	885	933	980	948	940	942	964	1,012	1,059
뉴질랜드	383	364	373	373	365	350	353	369	388	408
필리핀	515	565	602	593	558	618	719	941	1,102	1,217
싱가포르	-	-	-	-	2,827	4,396	5,090	5,784	6,516	7,172
한국	2,044	2,388	2,555	2,639	2,637	2,628	2,641	2,770	2,706	2,620
베트남	48	52	59	65	69	73	78	102	122	141
합계	13,687	17,714	21,379	22,898	34,280	47,042	58,124	66,961	73,429	79,266

자료: PWC, 하나대투증권

주: 홍콩, 인도, 인도네시아, 파키스탄, 대만, 태국은 카지노시장 부재로 자료 없음

표 4. 국내 외국인전용 카지노 업체 현황

지역	업소명	법인명	허가일	전용영업장면적(m ²)
서울	파라다이스 위커힐	(주)파라다이스	'68.03.05	3178.4
서울	세븐럭 강남	CKL	'05.01.28	5380.01
서울	세븐럭 힐튼	CKL	'05.01.28	2811.9
부산	세븐럭 롯데	CKL	'05.01.28	2234.3
부산	파라다이스 부산	(주)파라다이스 글로벌	'78.10.29	2283.5
인천	파라다이스 골든게이트	(주)파라다이스 글로벌	'67.08.10	1311.57
강원	알펜시아	(주)코자나	'80.12.09	689.51
대구	인터볼고	(주)골든크라운	'79.04.11	3473.37
제주	더케이 (구 라마다)	(주)에이스통상	'75.10.15	2359.1
제주	파라다이스 제주그랜드	(주)파라다이스 제주	'90.09.01	2756.7
제주	신라호텔카지노	벨루가(주)	'91.07.31	1953.6
제주	로얄팔레스카지노 (오리엔탈)	(주)풍화	'90.11.06	1353.18
제주	파라다이스 제주롯데	(주)두성(파라다이스 글로벌 자회사)	'85.04.11	1205.4
제주	엘베가스카지노	티엘시레저(주)	'90.09.01	1026.6
제주	하얏트호텔카지노	(주)유니콘	'90.09.01	803.3
제주	골든비치카지노	(주)골든비치	'95.12.28	823.9

자료: 문화체육관광부, 하나대투증권

표 5. 국내 외국인전용 카지노 업체 매출액 추이

(단위: 백만원)

지역	업소명	2007	2008	2009	2010	2011
서울	세븐럭 강남	154,876	185,459	221,985	250,842	269,191
서울	세븐럭 힐튼	96,056	134,416	178,116	166,437	188,912
부산	세븐럭 롯데	40,634	43,754	56,235	56,159	64,017
서울	파라다이스 워커힐	205,799	222,708	264,332	295,881	348,106
부산	파라다이스 부산	32,422	43,475	59,906	70,452	75,909
인천	파라다이스 골든게이트	17,322	33,462	50,534	63,838	74,504
강원	알펜시아	67	33	51	294	245
대구	인터볼고	3,177	4,221	-8	60	6,546
제주	더케이(구 라마다)	2,900	3,053	11,167	12,673	12,411
제주	파라다이스 제주그랜드	11,355	20,517	16,310	20,972	23,865
제주	신라호텔	4,337	1,050	16	4,376	9,459
제주	로얄팔레스	3,841	10,184	12,917	10,620	13,599
제주	파라다이스 제주롯데	24,229	24,098	20,248	20,744	22,707
제주	엘베가스	7,469	19,328	19,247	13,404	5,229
제주	하얏트호텔	0	4,836	6,900	5,424	5,549
제주	골든비치	8,506	2,272	1,664	13,558	8,674
합계		612,990	752,866	919,620	1,005,734	1,128,923
증감률(%)		27.8	22.8	22.1	9.4	12.2

자료: 캠블백서 2012, 하나대투증권

표 6. 국내 외국인전용 카지노 이용객수 추이

(단위: 명)

지역	업소명	2007	2008	2009	2010	2011
서울	세븐럭 강남	219,715	220,866	283,364	343,537	381,336
서울	세븐럭 힐튼	440,727	523,722	709,225	774,734	847,260
부산	세븐럭 롯데	115,183	132,158	161,112	180,020	199,499
서울	파라다이스 워커힐	206,700	198,617	291,538	368,419	339,114
부산	파라다이스 부산	64,300	70,000	85,071	83,947	92,454
인천	파라다이스 골든게이트	16,469	19,802	24,016	29,186	37,880
강원	알펜시아	409	294	278	4,334	4,145
대구	인터볼고	4,404	4,901	21	569	18,021
제주	더케이(구 라마다)	9,772	15,875	17,912	19,903	31,334
제주	파라다이스 제주그랜드	21,762	22,118	23,617	30,522	36,311
제주	신라호텔	8,928	4,122	215	13,848	21,309
제주	로얄팔레스	8,514	12,206	10,978	9,174	14,612
제주	파라다이스 제주롯데	32,409	27,380	34,576	33,322	31,841
제주	엘베가스	12,261	15,176	24,199	23,091	11,274
제주	하얏트호텔	0	4,619	6,784	5,640	10,295
제주	골든비치	14,785	4,916	3,301	25,573	23,913
합계		1,176,338	1,276,772	1,676,207	1,945,819	2,100,598
증감률(%)		19.0	8.5	31.3	16.1	8.0

자료: 캠블백서 2012, 하나대투증권



Top Picks 및 관심종목

| 호텔신라 (008770) ▶ 24

| 파라다이스 (034230) ▶ 27

| GKL (114090) ▶ 32

호텔신라(008770) | BUY

목표주가(12M): 64,000원
현재주가(9월14일): 55,000원

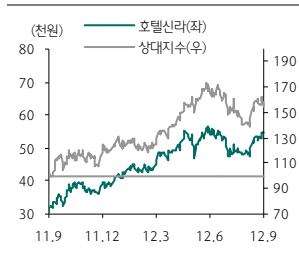
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,007.58
52주최고/최저(원)	56,500/30,850
시가총액(십억원)	2,158.6
시가총액비중(%)	0.19
발행주식수(천주)	39,248.1
60일 평균거래량(천주)	377.0
60일 평균거래대금(십억원)	19.1
11년 배당금(원)	300
12년 배당금(예상, 원)	300
외국인 지분율(%)	24.50
가상승률	1M 6M 12M
절대	12.4 21.8 78.3
상대	9.8 23.6 63.5

Consensus Data

	2012	2013
매출액(십억원)	2,163.9	2,404.9
영업이익(십억원)	146.9	168.0
순이익(십억원)	109.9	128.6
EPS(원)	2,816	3,295
BPS(원)	18,241	21,941

Stock Price



Analyst 박종대
☎ 02-3771-8544
✉ forsword@hanafn.com
RA 이화영
☎ 02-3771-8009
✉ hy.lee@hanafn.com

3분기 강한 실적모멘텀 지속

3분기 영업이익 yoy 53% 증가 예상

3분기 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 21%, 53% 증가한 5,810억원, 500억원 수준이 가능할 전망이다. yoy 30%를 상회하는 중국인 인바운드의 지속적인 증가, 내국인 출국자와 일본인 관광객의 견조한 증가가 외형성장을 견인할 것으로 예상된다. 인천공항임대료와 판촉비 등 비용 안정화에 의한 영업레버리지로 영업이익 증가폭이 크게 확대될 것으로 추정한다. 호텔사업부문은 투숙률이 90% 이상을 상회하면서 10% 이상의 영업이익률을 지속할 것으로 보인다.

중국 인바운드 30% 이상 증가세 지속

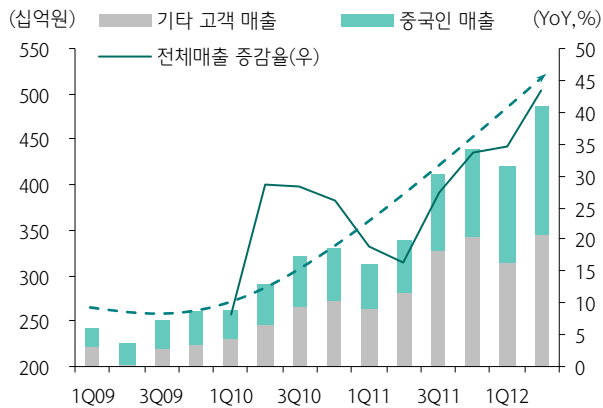
전년도 높은 베이스 불구 7월 중국인 인바운드 관광객은 yoy 32% 증가하는 고신장세를 지속하고 있고, 올해 연간 규모는 전년대비 21% 증가한 269만명에 달할 것으로 추정한다. 동사는 면세점 매출 비중이 85%에 달하며, 중국인 매출 비중이 30%까지 상승했다. 면세점의 높은 진입장벽과 가격경쟁력으로 중국인 인바운드 관광객에 의한 실적모멘텀을 지속할 것으로 예상된다. 아울러, 호텔의 과부족 현상이 심화되면서 내년부터 본격화될 비즈니스 호텔 사업에 대한 전망 역시 밝다. 싱가포르를 시작으로 해외 면세점 시장 진출은 중장기적으로 이머징 국가 진출의 토대를 마련하면서 국내 성장의 한계를 극복할 수 있다는 점에서 긍정적이다. 단기적으로 10월 인천공항 한국공항공사면세점 매장 낙찰 가능성에 주목할 필요가 있다. 중국과 일본의 대립구도 확대는 대일본 중국인 인바운드 수요를 국내로 이전시킬 수 있다는 측면에서 긍정적이다. 현재주가는 12MF PER 13.1배로 중국 인바운드 관광객의 구조적인 증가와 면세점 시장 확대, 그에 따른 2011~14년 EPS CAGR 59%의 고신장세를 감안하면 주가 상승여력은 충분하다.

Financial Data (K-IFRS 별도)

투자지표	단위	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	십억원	1,439.6	1,764.4	2,225.2	2,508.8	2,809.9
영업이익	십억원	81.3	96.0	170.7	224.9	275.7
세전이익	십억원	65.7	73.5	175.3	236.0	293.3
순이익	십억원	49.4	56.0	133.4	180.1	224.6
EPS	원	1,235	1,401	3,334	4,503	5,614
증감율	%	55.9	13.4	138.1	35.0	24.7
PER	배	22.5	27.5	16.5	12.2	9.8
PBR	배	1.9	2.6	3.0	2.5	2.0
EV/EBITDA	배	10.2	13.5	10.1	7.6	6.0
ROE	%	9.0	9.5	20.1	22.3	22.5
BPS	원	14,285	15,056	18,094	22,301	27,619
Net DER	%	2.1	18.0	10.9	(1.7)	(12.9)

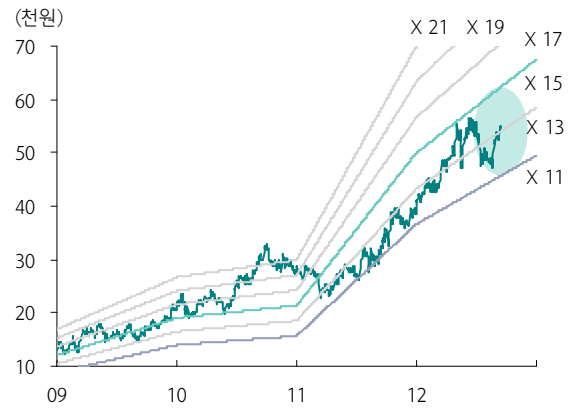
자료: 호텔신라, 하나대투증권

그림 1. 호텔신라 면세점 매출 추이: 12년 상반기 면세점 매출은 09년 상반기 대비 56% 증가했으며, 중국인 매출 비중은 2009년 11%에서 최근 29%까지 가파르게 상승



자료: 호텔신라, 하나대투증권

그림 2. 호텔신라 12MF PER 밴드: 현재주가는 13.2배로 11~14년 CAGR 59%의 높은 EPS 성장률을 감안하면 주가 상승 여력은 충분



자료: Bloomberg, 하나대투증권

표 1. 호텔신라 분기실적 전망

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011년	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	2012년
매출	369	403	482	511	1,764	487	556	581	601	2,225
면세점	312	339	410	440	1,501	420	486	504	525	1,935
호텔	49	55	64	63	231	58	61	70	68	257
영업이익	15	12	33	36	96	31	41	50	49	171
세전이익	14	9	21	29	74	28	51	50	47	175
순이익	12	6	16	22	56	21	39	38	36	133
영업이익률(%)	4.0	3.1	6.8	7.0	5.4	6.3	7.4	8.7	8.1	7.7
세전이익률(%)	3.8	2.2	4.4	5.8	4.2	5.7	9.2	8.5	7.8	7.9
순이익률(%)	3.2	1.4	3.4	4.3	3.2	4.3	7.0	6.5	5.9	6.0

자료: 호텔신라, 하나대투증권

표 2. 호텔신라 연간실적 전망 및 Valuation

	2011	2012F	2013F	2014F	2015F
매출	1,764	2,225	2,509	2,810	3,135
면세점	1,467	1,935	2,192	2,466	2,764
호텔	231	257	283	309	334
생활레저	324	334	344	354	365
영업이익	96	171	225	276	333
세전이익	74	175	236	293	357
순이익	56	133	180	225	275
적정시가총액	1,008	2,267	2,702	3,144	3,569
주식수(천주)	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
적정주가(원)	25,211	56,684	67,540	78,594	89,228
적정PER	18.0	17.0	15.0	14.0	13.0
EPS(원)	1,401	3,334	4,503	5,614	6,864
영업이익률(%)	5.4	7.7	9.0	9.8	10.6
매출 (YoY,%)	21.5	26.1	12.7	12.0	11.6
영업이익 (YoY,%)	18.2	77.8	31.8	22.6	20.8
순이익 (YoY,%)	12.7	138.1	35.0	24.7	22.3

자료: 호텔신라, 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	1,439.6	1,764.4	2,225.2	2,508.8	2,809.9
매출원가	794.8	974.7	1,250.2	1,412.9	1,586.7
매출총이익	644.8	789.6	974.9	1,095.9	1,223.2
판매비	563.6	693.6	804.2	871.0	947.4
조정영업이익	81.3	96.0	170.7	224.9	275.7
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	81.3	96.0	170.7	224.9	275.7
금융손익	(12.4)	(13.1)	(8.5)	(2.8)	2.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(3.2)	(9.5)	13.0	13.8	14.6
세전이익	65.7	73.5	175.3	236.0	293.3
법인세	16.3	17.5	41.9	55.8	68.7
계속사업이익	49.4	56.0	133.4	180.1	224.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	49.4	56.0	133.4	180.1	224.6
포괄이익	61.6	43.8	133.4	180.1	224.6
(지분법제외)순이익	49.4	56.0	133.4	180.1	224.6
NOPAT	58.7	66.0	139.8	182.3	222.3
EBITDA	108.8	120.9	223.0	282.1	338.9
성장성(%)					
매출액증가율	18.7	22.6	26.1	12.7	12.0
EBITDA증가율	20.3	11.1	84.5	26.5	20.1
(조정)영업이익증가율	50.1	18.2	77.8	31.8	22.6
(지분법제외)순이익증가율	55.9	13.4	138.1	35.0	24.7
(지분법제외)EPS증가율	55.9	13.4	138.1	35.0	24.7
수익성(%)					
매출총이익률	44.8	44.8	43.8	43.7	43.5
EBITDA이익률	7.6	6.9	10.0	11.2	12.1
(조정)영업이익률	5.6	5.4	7.7	9.0	9.8
계속사업이익률	3.4	3.2	6.0	7.2	8.0

투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	1,235	1,401	3,334	4,503	5,614
BPS	14,285	15,056	18,094	22,301	27,619
CFPS	1,634	174	2,504	4,480	5,758
EBITDAPS	2,720	3,022	5,574	7,053	8,472
SPS	35,991	44,109	55,629	62,721	70,247
DPS	300	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	22.5	27.5	16.5	12.2	9.8
PBR	1.9	2.6	3.0	2.5	2.0
PCFR	17.0	221.6	22.0	12.3	9.6
EV/EBITDA	10.2	13.5	10.1	7.6	6.0
PSR	0.8	0.9	1.0	0.9	0.8
재무비율(%)					
ROE	9.0	9.5	20.1	22.3	22.5
ROA	4.4	4.4	9.0	10.9	12.4
ROIC	9.4	10.3	18.6	21.8	24.3
부채비율	108.0	130.0	119.9	94.7	72.9
순부채비율	2.1	18.0	10.9	(1.7)	(12.9)
이자보상배율(배)	3.6	3.7	5.7	7.9	11.3

자료: 하나대투증권

Country Aggregates					
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	9.8	8.3	8.8	35.4	17.5
Emerging Market	10.8	9.5	9.9	7.5	12.7
World	12.7	11.3	11.7	6.6	12.5

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	418.3	570.6	741.7	847.3	971.1
금융자산	121.7	124.6	172.0	203.8	249.0
현금성자산	96.0	124.0	156.4	176.4	197.6
매출채권 등	50.2	77.0	97.2	109.5	122.7
재고자산	216.0	334.9	429.5	485.4	545.1
기타유동자산	30.4	34.1	43.0	48.5	54.3
비유동자산	760.8	805.0	840.9	881.2	931.5
투자자산	284.0	303.3	303.3	303.3	303.3
금융자산	260.0	278.8	278.8	278.8	278.8
유형자산	461.9	474.7	510.8	550.8	600.4
무형자산	10.1	26.9	26.8	27.1	27.8
기타비유동자산	4.8	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	1,179.1	1,375.6	1,582.6	1,728.4	1,902.6
유동부채	360.1	292.4	417.5	484.5	508.6
금융부채	174.6	52.0	112.5	141.3	124.5
매입채무 등	131.5	185.4	237.8	268.7	301.8
기타유동부채	54.0	54.9	67.2	74.5	82.3
비유동부채	252.2	485.2	445.5	356.1	293.5
금융부채	219.2	458.8	417.0	325.9	261.6
기타비유동부채	32.9	26.4	28.5	30.1	31.8
부채총계	612.3	777.6	863.0	840.6	802.1
지배주주지분	566.9	598.0	719.6	887.8	1,100.5
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	197.3	196.3	196.3	196.3	196.3
자본조정	(4.2)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
기타포괄이익누계	12.7	4.8	4.8	4.8	4.8
이익잉여금	161.1	201.0	322.5	490.8	703.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	566.9	598.0	719.6	887.8	1,100.5
순금융부채	12.2	107.4	78.6	(15.5)	(141.7)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	74.7	16.9	106.6	181.3	228.1
당기순이익	49.4	56.0	133.4	180.1	224.6
조정	69.6	71.1	107.3	122.7	136.2
감가상각비	30.8	34.3	39.2	43.4	48.5
외환거래손익	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	39.1	36.8	68.1	79.3	87.7
자산/부채의 변동	(34.1)	(94.2)	(76.4)	(52.3)	(56.0)
투자활동현금흐름	(69.9)	(70.6)	(82.4)	(88.1)	(114.9)
투자자산감소(증가)	(30.2)	(5.7)	(15.0)	(11.9)	(24.0)
유형자산감소(증가)	(40.1)	(65.8)	(73.9)	(81.9)	(96.7)
기타투자활동	0.4	0.9	6.5	5.7	5.8
재무활동현금흐름	(13.6)	81.7	8.2	(73.3)	(92.0)
금융부채증가(감소)	14.7	114.2	18.6	(62.3)	(81.1)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(18.5)	(20.6)	1.4	0.8	0.9
배당지급	(9.8)	(11.8)	(11.8)	(11.8)	(11.8)
현금의 증감	(8.9)	28.0	32.4	19.9	21.2
Unlevered CFO	65.3	7.0	100.1	179.2	230.3
Free Cash Flow	155.0	(60.4)	47.0	108.1	135.9

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	12.1	10.4	10.9	(0.2)	15.4
Emerging Market	13.1	11.9	12.2	1.7	10.3
World	17.6	15.6	16.2	4.6	12.8

* MSCI Hotels Restaurants & Leisure Industry

파라다이스(034230) | BUY

목표주가(12M): 21,000원
현재주가(9월14일): 16,350원

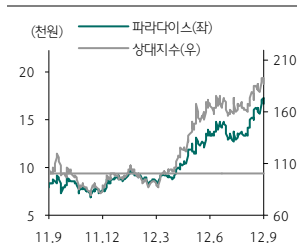
Key Data

KOSDAQ 지수(pt)	519.14
52주최고/최저(원)	16,900/6,590
시가총액(십억원)	1,486.9
시가총액비중(%)	1.31
발행주식수(천주)	90,942.7
60일 평균거래량(천주)	956.0
60일 평균거래대금(십억원)	13.5
11년 배당금(원)	150
12년 배당금(예상, 원)	150
외국인 지분율(%)	13.63
주가상승률	1M 6M 12M
절대	25.3 98.9 115.1
상대	17.3 102.6 100.4

Consensus Data

	2012	2013
매출액(십억원)	469.0	519.6
영업이익(십억원)	93.1	103.4
순이익(십억원)	85.3	95.8
EPS(원)	968	1,104
BPS(원)	7,386	8,162

Stock Price



Analyst 박중대
☎ 02-3771-8544
✉ forsword@hanafn.com
RA 이화영
☎ 02-3771-8009
✉ hy.lee@hanafn.com

한국의 마카오를 꿈꾸다

국내 카지노 시장 중장기 사업규모의 레벨업 기대

국내 외국인 카지노 시장은 중국 인바운드의 30%가 입장하고 있는 만큼 중국 인바운드 관광객 증가에 수혜폭이 크다. i) 중국 동북부 카지노 수요의 중심에 설 가능성이 크며, ii) 파라다이스 등 주요 업체들 높은 시장 점유율로 수혜폭이 집중될 수 있다. iii) 반면 국내 외국인 카지노 시장은 규모나 편의시설 등에서 아직 초기 단계로 대형화에 따른 사업 규모의 레벨업이 가능할 전망이다.

투자 의견 '매수', 목표주가 2.1만원 커버리지 개시

동사는 50%를 상회하는 높은 중국인 매출 비중을 기반으로 중국인 카지노 수요 확대에 최대 수혜가 예상된다. 단기적으로 3분기 견조한 드롭액 증가와 수익성 개선, 전년도 추징금(52억원)에 대한 기저효과로 실적모멘텀이 크게 확대될 전망이다. 중기적으로 내년도 워커 힐 카지노 매장확대와 장기적으로 2015년도 영종도 복합 리조트 단지 구성으로 사업규모의 구조적인 레벨업이 기대된다.

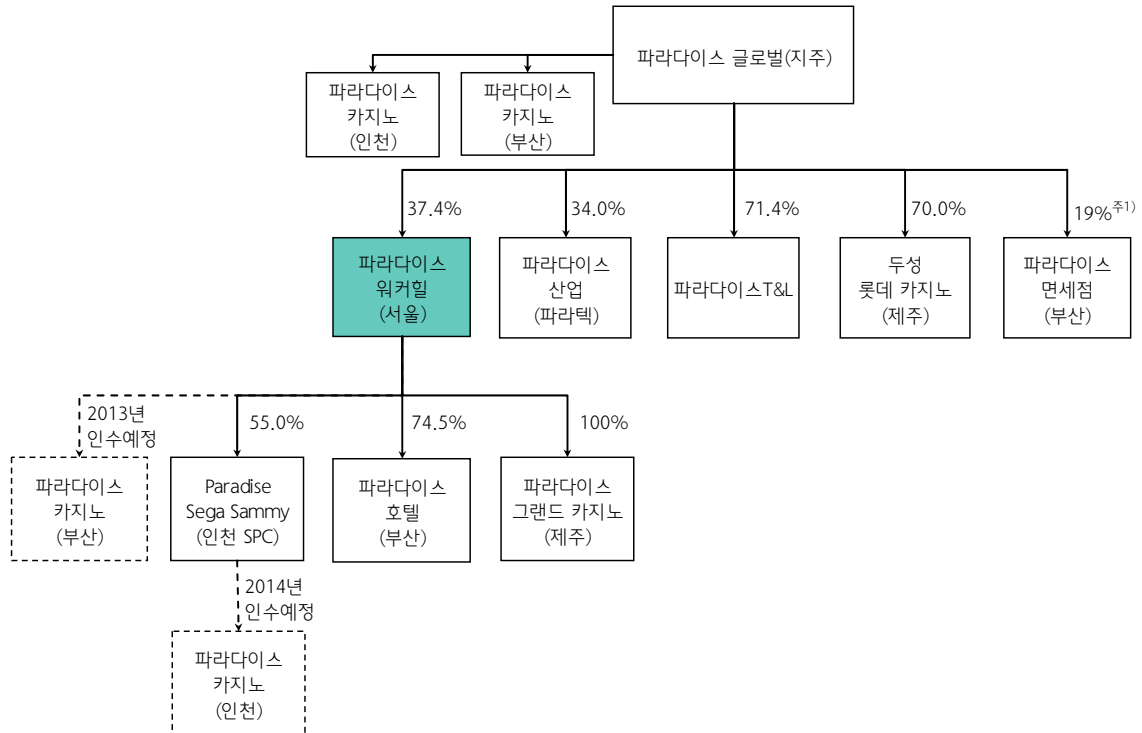
3분기 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 36%, 450% 증가한 1,100억원과 210억원 규모가 가능할 전망이다. 견조한 드롭 성장세와 파라다이스 제주 합병 효과(약 90억원)로 높은 외형성장이 가능할 전망이며, 전년도 추징금(52억원)에 대한 기저효과로 이익증가폭이 클 것으로 예측한다. 목표주가 2.1만원은 본사 영업가치(별도기준 EPS*PER 20배)와 자회사 지분가치(파라다이스 호텔 부산(지분율 74.5%) EPS *PER 10배)를 합한 후 시간에 대해 가중평균한 값이다.

Financial Data (K-IFRS 별도)

투자지표	단위	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	십억원	306.6	358.3	433.3	513.4	567.2
영업이익	십억원	42.4	50.5	94.7	116.4	131.3
세전이익	십억원	48.0	57.3	101.4	124.9	140.5
순이익	십억원	36.0	23.3	76.5	94.3	106.1
EPS	원	396	257	841	1,037	1,166
증감율	%	4.9	(35.2)	227.8	23.2	12.5
PER	배	10.1	32.7	19.4	15.8	14.0
PBR	배	0.6	1.3	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	배	3.0	9.1	9.7	7.3	5.9
ROE	%	6.9	4.0	12.3	13.5	13.5
BPS	원	6,480	6,514	7,219	8,119	9,149
Net DER	%	(38.3)	(42.0)	(73.9)	(76.9)	(78.4)

자료: 파라다이스, 하나대투증권

그림 1. 파라다이스 지분구조



자료: 파라다이스, 하나대투증권

주1) 2012년 9월 5일, 조선호텔에 부산파라다이스 면세점 지분 81% 매각 계약 체결

표 1. 파라다이스 사업 및 영업면적 확장 계획

시기	확장 내용	영업면적 증가 효과
2013년 하반기	파라다이스 워커힐 확장	- 테이블 수 기준 40~50% 증설 - 영업면적은 100%
2014년 초	파라다이스 부산 카지노 영업권 이전	- 영업면적 2,533m ² 추가
2016년	인천공항 국제업무단지 내 복합 카지노 리조트 조성 (영종도) - 336,000m ² - Sega Sammy와 SPC 설립 파라다이스 : Sega Sammy = 55 : 45 파라다이스 1000억원 Sega Sammy 1400억원 투자 자기자본 2000억원 포함한 6621억원 투자 - 파라다이스 인천 카지노를 이전·확장	- 영업면적 1,312m ² + α 추가

자료: 파라다이스, 언론, 하나대투증권

표 2. 파라다이스 분기실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011년	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	2012년
매출	91	80	81	106	358	99	99	110	124	433
매출총이익	28	18	15	29	90	33	28	28	38	127
영업이익	22	14	4	12	51	26	24	21	23	95
세전이익	23	15	6	13	57	28	26	22	26	101
순이익	17	12	-12	7	23	21	20	17	19	77
영업이익률(%)	23.8	16.8	4.8	10.9	14.1	26.1	24.3	19.5	18.7	21.9
세전이익률(%)	25.3	19.2	6.9	12.5	16.0	27.6	26.0	20.4	20.5	23.4
순이익률(%)	18.6	14.7	-15.4	6.6	6.5	20.9	19.6	15.4	15.5	17.7

자료: 파라다이스, 하나대투증권

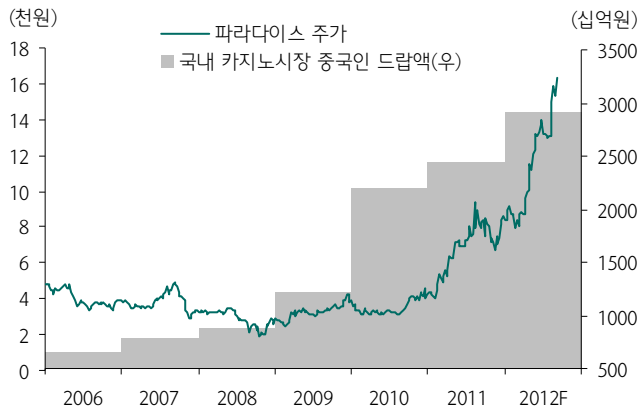
표 3. 파라다이스 Valuation

(단위: 십억원)

구분	2012F	2013F	비 고
매출액	433	513	2013년 매장(워커힐) 확대 미반영
영업이익	95	116	
세전이익	101	125	
당기순익	77	94	
적정PER	20	20	1) 높은 진입장벽과 실적가시성 2) 중국인 인바운드 카지노 시장 성장 여력 3) 워커힐, 영정도 매장확대 여력
영업가치(A)	1,531	1,885	
자회사 기업가치(B)	100	105	
파라다이스호텔 부산(74.5%)	100	105	호텔수급 과부족과 안정된 매출 성장
당기순익	10	11	
적정PER	10	10	
총기업가치(A+B)	1,631	1,991	
주식수	90,943	90,943	
적정주가(원)	17,930	21,890	
적정주가II(원)	20,900		

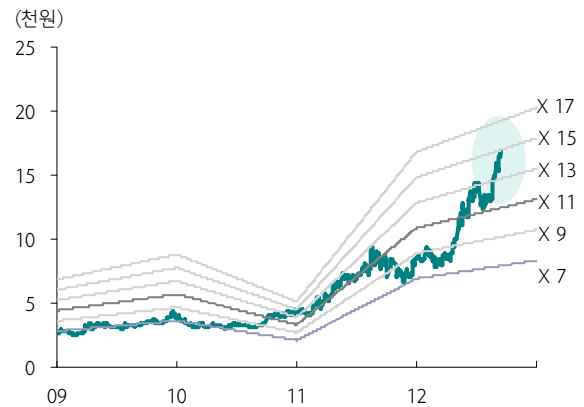
자료: 하나대투증권

그림 1. 국내 카지노시장 중국인 드랍액과 파라다이스 주가 추이



자료: 각사 자료, 갬블백서 2012, 하나대투증권, 단, 각 연도 드랍액은 추정치

그림 2. 파라다이스 12MF PER 밴드



자료: Bloomberg, 하나대투증권

표 4. 파라다이스 연간실적 전망 및 Valuation

(단위: 십억원)

	2011	2012F	2013F	2014F	2015F
매출액	358	433	513	567	621
매출총이익	90	127	152	169	186
영업이익	51	95	116	131	146
세전이익	57	101	125	140	156
당기순이익	23	77	94	106	118
호텔부산(74.5%)	7	10	11	11	12
수정순이익	30	87	105	117	129
적정시가총액	5,766	16,440	19,914	22,264	24,582
주식수(천주)	90,943	90,943	90,943	90,943	90,943
적정주가(원)	6.3	18.1	21.9	24.5	27.0
적정PER	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
EPS(원)	334	951	1,152	1,288	1,423
매출총이익률(%)	25.1	29.4	29.5	29.8	29.9
영업이익률(%)	14.1	21.9	22.7	23.2	23.5
매출액 (YoY,%)	16.8	20.9	18.5	10.5	9.4
영업이익 (YoY,%)	17.4	87.4	22.9	12.8	11.2
순이익 (YoY,%)	-34.8	227.8	23.2	12.5	10.9

자료: 파라다이스, 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	306.6	358.3	433.3	513.4	567.2
매출원가	243.7	268.5	305.9	361.7	398.5
매출총이익	62.9	89.8	127.4	151.7	168.8
판매비	30.1	40.5	37.5	40.6	43.1
조정영업이익	32.8	49.2	89.8	111.1	125.6
기타영업손익	9.6	1.3	4.9	5.3	5.7
영업이익	42.4	50.5	94.7	116.4	131.3
금융손익	5.6	6.7	5.8	6.6	7.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.0	0.9	1.8	1.8
세전이익	48.0	57.3	101.4	124.9	140.5
법인세	11.9	33.9	24.8	30.6	34.4
계속사업이익	36.0	23.3	76.5	94.3	106.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	36.0	23.3	76.5	94.3	106.1
포괄이익	34.9	22.6	75.8	93.6	105.4
(지분법제외)순이익	36.0	23.3	76.5	94.3	106.1
NOPAT	31.8	20.6	72.2	89.3	100.5
EBITDA	51.0	58.7	106.6	131.0	148.3
성장성(%)					
매출액증가율	(10.0)	16.8	20.9	18.5	10.5
EBITDA증가율	32.7	15.1	81.6	22.9	13.3
(조정)영업이익증가율	15.5	50.2	82.5	23.7	13.1
(지분법제외)순이익증가율	4.9	(35.2)	227.8	23.2	12.5
(지분법제외)EPS증가율	4.9	(35.2)	227.8	23.2	12.5
수익성(%)					
매출총이익률	20.5	25.1	29.4	29.5	29.8
EBITDA이익률	16.6	16.4	24.6	25.5	26.2
(조정)영업이익률	10.7	13.7	20.7	21.6	22.1
계속사업이익률	11.7	6.5	17.7	18.4	18.7

투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	396	257	841	1,037	1,166
BPS	6,480	6,514	7,219	8,119	9,149
CFPS	673	639	1,117	1,411	1,550
EBITDAPS	560	645	1,172	1,440	1,631
SPS	3,372	3,939	4,764	5,645	6,237
DPS	250	150	150	150	150
주가지표(배)					
PER	10.1	32.7	19.4	15.8	14.0
PBR	0.6	1.3	2.3	2.0	1.8
PCFR	5.9	13.1	14.6	11.6	10.5
EV/EBITDA	3.0	9.1	9.7	7.3	5.9
PSR	1.2	2.1	3.4	2.9	2.6
재무비율(%)					
ROE	6.9	4.0	12.3	13.5	13.5
ROA	6.0	3.3	10.2	11.3	11.3
ROIC	11.2	6.4	30.1	55.7	60.8
부채비율	27.2	28.9	28.1	27.0	25.2
순부채비율	(38.3)	(42.0)	(73.9)	(76.9)	(78.4)
이자보상배율(배)	39.0	50.4	94.1	111.3	128.9

자료: 하나대투증권

Country Aggregates					
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	9.8	8.3	8.8	35.4	17.5
Emerging Market	10.8	9.5	9.9	7.5	12.7
World	12.7	11.3	11.7	6.6	12.5

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	206.4	245.3	472.9	556.2	641.4
금융자산	195.5	233.9	459.1	539.9	623.4
현금성자산	121.3	159.0	192.3	227.8	251.7
매출채권 등	8.3	10.4	12.6	14.9	16.4
재고자산	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
기타유동자산	2.1	0.7	0.9	1.0	1.1
비유동자산	480.0	463.4	313.4	327.4	346.6
투자자산	105.8	89.7	89.7	89.7	89.7
금융자산	32.9	14.4	14.4	14.4	14.4
유형자산	186.1	184.7	204.0	216.5	234.3
무형자산	15.5	15.9	16.7	17.7	18.7
기타비유동자산	172.6	173.1	3.0	3.5	3.9
자산총계	686.4	708.7	786.2	883.6	988.0
유동부채	86.4	103.9	115.7	129.1	138.3
금융부채	19.5	17.4	19.6	18.8	18.6
매입채무 등	22.2	26.5	30.2	35.7	39.3
기타유동부채	44.7	60.0	65.8	74.6	80.4
비유동부채	61.9	55.1	56.6	58.7	60.3
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	61.9	55.1	56.6	58.7	60.3
부채총계	148.3	159.0	172.3	187.8	198.6
자본총계	545.7	549.7	613.9	695.8	789.4
지배주주지분	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본금	69.8	69.6	69.6	69.6	69.6
자본잉여금	(43.6)	(42.6)	(42.6)	(42.6)	(42.6)
자본조정	(43.6)	(42.6)	(42.6)	(42.6)	(42.6)
기타포괄이익누계	(0.1)	1.4	0.6	(0.1)	(0.8)
이익잉여금	472.6	474.4	539.3	621.8	716.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	545.7	549.7	613.9	695.8	789.4
순금융부채	(208.9)	(230.9)	(453.8)	(535.4)	(619.1)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	57.0	55.4	97.3	123.3	135.4
당기순이익	36.0	23.3	76.5	94.3	106.1
조정	20.4	50.2	38.7	44.9	51.5
감가상각비	8.6	8.1	11.0	12.7	15.2
외환거래손익	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
기타	12.1	41.7	27.7	32.2	36.4
자산/부채의 변동	5.0	6.3	(2.0)	1.8	(2.8)
투자활동현금흐름	(12.5)	2.9	(55.6)	(76.8)	(100.6)
투자자산감소(증가)	(2.4)	12.9	(191.9)	(45.2)	(59.6)
유형자산감소(증가)	(2.0)	(8.9)	(29.6)	(24.6)	(32.2)
기타투자활동	(8.2)	(1.1)	165.9	(6.9)	(8.8)
재무활동현금흐름	(18.0)	(20.8)	(8.4)	(11.0)	(10.9)
금융부채증가(감소)	(2.5)	(2.1)	2.2	(0.8)	(0.2)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.7	1.0	1.5	1.0
배당지급	(15.5)	(19.4)	(11.7)	(11.7)	(11.7)
현금의 증감	26.7	37.7	33.3	35.6	23.9
Unlevered CFO	61.2	58.1	101.6	128.3	141.0
Free Cash Flow	(58.7)	31.0	230.9	89.0	90.6

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	12.1	10.4	10.9	(0.2)	15.4
Emerging Market	13.1	11.9	12.2	1.7	10.3
World	17.6	15.6	16.2	4.6	12.8

* MSCI Hotels Restaurants & Leisure Industry

목표주가(12M): 34,000원

현재주가(9월14일): 28,100원

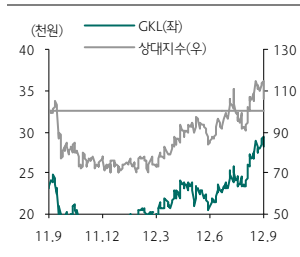
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,007.58
52주최고/최저(원)	29,400/16,900
시가총액(십억원)	1,738.1
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	61,855.7
60일 평균거래량(천주)	411.3
60일 평균거래대금(십억원)	10.3
11년 배당금(원)	512
12년 배당금(예상, 원)	512
외국인 지분율(%)	25.25
주가상승률	1M 6M 12M
절대	20.6 42.3 21.9
상대	18.0 44.1 7.1

Consensus Data

	2012	2013
매출액(십억원)	573.8	628.8
영업이익(십억원)	165.8	192.1
순이익(십억원)	131.3	153.3
EPS(원)	2,112	2,410
BPS(원)	4,602	5,818

Stock Price



Analyst 박중대

☎ 02-3771-8544

✉ forsword@hanafn.com

RA 이화영

☎ 02-3771-8009

✉ hy.lee@hanafn.com

하반기 펀더멘탈 회복에 주목

중국인 대상 영업 정상화에 의한 하반기 실적모멘텀 회복 기대

단기적으로 펀더멘탈 회복에 의한 실적모멘텀 확대가 예상된다. 전년도 하반기부터 이어진 중국인에 대한 신용공여 및 정켓 이슈가 마무리 되면서 3분기부터 이익모멘텀 회복이 가능할 전망이다. 4분기에는 전년도 기저효과로 영업이익이 70% 내외 증가하면서 실적모멘텀을 확대할 것으로 예상된다. 아직 결정된 바는 없으나, 중장기적으로 i) 중국을 오가는 선상 크루즈와 ii) 제주 복합리조트형 카지노 사업 등 제주도를 중심으로 한 영업권역 확대, iii) 카지노와 연계한 외국인 전용 면세점을 통한 시너지도 가능성이 기대된다.

투자의견 '매수', 목표주가 3.4만원 커버리지 개시

목표주가 3.4만원은 12MF PER 15배로 국내 외국인 카지노 시장의 높은 진입장벽과 중국 인바운드에 의한 중장기 성장기 성장 여력, 카지노 시장 규모화에 의한 레벨업 가능성을 감안하였다. 3분기 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 3.4%, 5.7% 증가한 1,420억원과 440억원이 가능할 전망이다. 7~8월 드랍액은 각각 10%, 15%, 매출액은 4~6% 성장세를 지속하고 있는 것으로 파악된다. 9월 국경절 연휴를 감안하면 당사 예상치는 충분히 달성 가능할 것으로 기대한다.

올해 연간 매출과 영업이익은 전년대비 각각 6.3%, 21% 증가한 5,580억원과 1,640억원 수준이 가능할 전망이다. 당기순이익은 전년도 추정금액에 대한 환급금(최소 140억원, 추정금의 50%) 효과로 yoy 110% 증가한 1,330억원으로 추정한다.

Financial Data (K-IFRS 별도)

투자지표	단위	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	십억원	482.4	524.9	558.1	612.5	653.6
영업이익	십억원	97.7	135.2	163.7	187.0	195.5
세전이익	십억원	97.6	135.0	184.1	195.0	204.4
순이익	십억원	73.8	63.3	132.6	142.3	151.3
EPS	원	1,194	1,023	2,143	2,301	2,445
증감율	%	(28.8)	(14.3)	109.4	7.4	6.3
PER	배	17.3	17.8	13.1	12.2	11.5
PBR	배	6.7	5.1	5.4	4.0	3.1
EV/EBITDA	배	9.5	44.0	7.1	6.2	5.3
ROE	%	38.6	30.7	48.8	37.7	30.7
BPS	원	3,098	3,578	5,209	6,998	8,932
Net DER	%	(98.2)	(124.5)	(118.1)	(115.3)	(113.7)

자료: GKL, 하나대투증권

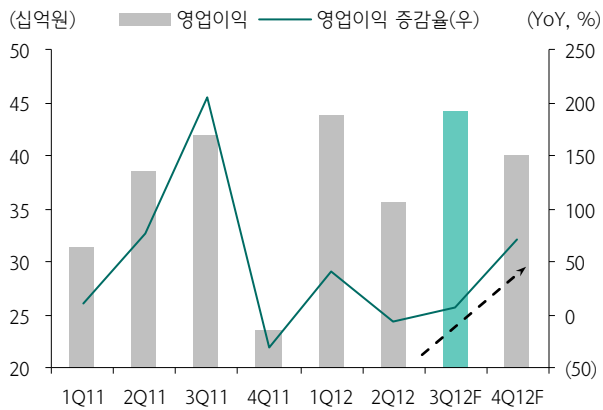
표 1. GKL 분기실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011년	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	2012년
매출	131	137	138	118	525	145	129	142	142	558
매출총이익	42	45	48	33	168	56	43	50	48	196
영업이익	31	38	42	24	135	44	36	44	40	164
세전이익	29	37	43	25	135	46	36	44	58	184
순이익	-9	24	31	18	63	35	24	32	41	133
영업이익률(%)	23.9	28.0	30.4	19.9	25.8	30.2	27.7	31.0	28.2	29.3
세전이익률(%)	22.1	27.2	31.4	21.4	25.7	32.0	27.8	31.2	40.5	33.0
순이익률(%)	-6.7	17.2	22.4	14.8	12.1	24.3	18.9	22.4	28.8	23.8

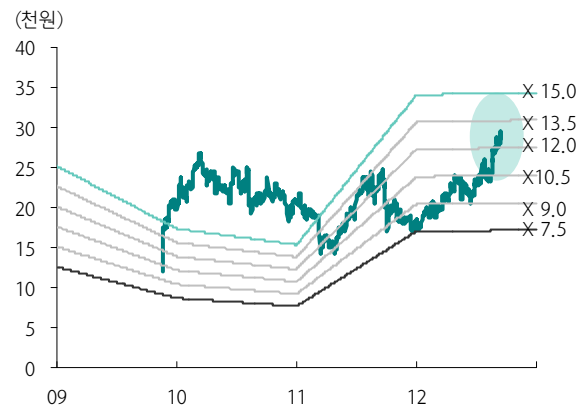
자료: GKL, 하나대투증권

그림 1. 2분기를 저점으로 중국인 VIP영업 정상화와 전년도 기저효과로 하반기 이익모멘텀 회복 가능할 전망



자료: GKL, 하나대투증권

그림 2. GKL 12MF PER 밴드



자료: Bloomberg, 하나대투증권

표 2. GKL 연간실적 전망 및 Valuation

(단위: 십억원)

	2011	2012F	2013F	2014F	2015F
매출액	525	558	613	654	701
매출총이익	168	196	221	230	246
영업이익	135	164	187	195	210
세전이익	135	184	195	204	220
당기순이익	63	133	142	151	165
적정시가총액	9,496	19,886	21,349	22,688	24,781
주식수(천주)	61856	61856	61856	61856	61856
적정주가(원)	15.4	32.1	34.5	36.7	40.1
적정PER	15	15	15	15	15
EPS(원)	1,023	2,143	2,301	2,445	2,671
매출총이익률(%)	32.0	35.2	36.0	35.2	35.1
영업이익률(%)	25.8	29.3	30.5	29.9	30.0
매출액 (YoY,%)	8.8	6.3	9.7	6.7	7.2
영업이익 (YoY,%)	38.4	21.1	14.2	4.5	7.5
순이익 (YoY,%)	-14.3	109.4	7.4	6.3	9.2

자료: GKL, 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	482.4	524.9	558.1	612.5	653.6
매출원가	349.7	356.8	361.9	392.0	423.4
매출총이익	132.7	168.1	196.2	220.5	230.2
판매비	33.5	30.6	32.5	33.5	34.7
조정영업이익	99.2	137.5	163.7	187.0	195.5
기타영업손익	(1.5)	(2.2)	0.0	0.0	0.0
영업이익	97.7	135.2	163.7	187.0	195.5
금융손익	2.5	135.2	11.8	13.1	14.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(2.6)	(5.4)	8.6	(5.2)	(5.2)
세전이익	97.6	135.0	184.1	195.0	204.4
법인세	23.8	71.7	51.6	52.6	53.1
계속사업이익	73.8	63.3	132.6	142.3	151.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	73.8	63.3	132.6	142.3	151.3
포괄이익	71.1	61.9	132.6	142.3	151.3
(지분법제외)순이익	73.8	63.3	132.6	142.3	151.3
NOPAT	72.0	129.9	124.0	132.7	140.8
EBITDA	114.5	19.3	190.6	200.3	208.4
성장성(%)					
매출액증가율	(1.3)	8.8	6.3	9.7	6.7
EBITDA증가율	(20.7)	(83.1)	885.7	5.1	4.1
(조정)영업이익증가율	(23.3)	38.5	19.1	14.2	4.5
(지분법제외)순이익증가율	(26.8)	(14.3)	109.4	7.4	6.3
(지분법제외)EPS증가율	(28.8)	(14.3)	109.4	7.4	6.3
수익성(%)					
매출총이익률	27.5	32.0	35.2	36.0	35.2
EBITDA이익률	23.7	3.7	34.1	32.7	31.9
(조정)영업이익률	20.6	26.2	29.3	30.5	29.9
계속사업이익률	15.3	12.1	23.8	23.2	23.1

투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	1,194	1,023	2,143	2,301	2,445
BPS	3,098	3,578	5,209	6,998	8,932
CFPS	1,363	2,906	2,592	2,879	3,050
EBITDAPS	1,851	313	3,081	3,238	3,370
SPS	7,799	8,486	9,023	9,903	10,566
DPS	620	512	512	512	512
주가지표(배)					
PER	17.3	17.8	13.1	12.2	11.5
PBR	6.7	5.1	5.4	4.0	3.1
PCFR	15.2	6.3	10.8	9.8	9.2
EV/EBITDA	9.5	44.0	7.1	6.2	5.3
PSR	2.6	2.1	3.1	2.8	2.7
재무비율(%)					
ROE	38.6	30.7	48.8	37.7	30.7
ROA	21.8	17.7	31.2	26.8	23.1
ROIC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율	83.1	70.1	46.5	36.6	30.4
순부채비율	(98.2)	(124.5)	(118.1)	(115.3)	(113.7)
이자보상배율(배)	63.1	152.6	687.4	1,635.5	2,136.6

자료: 하나대투증권

Country Aggregates					
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	9.8	8.3	8.8	35.4	17.5
Emerging Market	10.8	9.5	9.9	7.5	12.7
World	12.7	11.3	11.7	6.6	12.5

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	237.6	274.9	373.8	492.7	622.2
금융자산	215.8	262.1	360.3	478.0	606.4
현금성자산	202.6	134.9	143.5	157.5	168.0
매출채권 등	14.6	8.6	9.2	10.1	10.8
재고자산	6.1	3.0	3.1	3.3	3.6
기타유동자산	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
비유동자산	100.7	101.4	98.4	98.7	98.1
투자자산	16.6	24.2	24.2	24.2	24.2
금융자산	16.6	24.2	24.2	24.2	24.2
유형자산	45.3	35.4	33.3	34.1	33.9
무형자산	16.1	13.9	12.4	11.0	10.0
기타비유동자산	22.7	28.0	28.5	29.4	30.0
자산총계	338.2	376.4	472.1	591.5	720.3
유동부채	140.6	146.2	141.6	150.7	160.2
금융부채	25.2	6.9	0.8	0.6	0.5
매입채무 등	103.3	98.9	100.3	108.7	117.4
기타유동부채	12.2	40.4	40.5	41.4	42.3
비유동부채	18.6	8.8	8.3	7.9	7.7
금융부채	19.1	4.0	3.2	2.5	2.0
기타비유동부채	(0.5)	4.9	5.1	5.4	5.6
부채총계	159.2	155.0	149.9	158.6	167.8
자본총계	191.6	221.3	322.2	432.9	552.5
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계	0.1	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	139.3	169.3	270.2	380.9	500.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	191.6	221.3	322.2	432.9	552.5
순금융부채	(188.1)	(275.4)	(380.5)	(499.0)	(628.1)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	82.4	116.3	151.8	168.5	178.2
당기순이익	73.8	63.3	132.6	142.3	151.3
조정	90.8	144.2	66.3	64.7	62.6
감가상각비	19.4	19.5	18.3	18.5	18.2
외환거래손익	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	71.5	124.8	48.0	46.2	44.4
자산/부채의 변동	(46.5)	(47.0)	(3.2)	3.8	4.2
투자활동현금흐름	32.3	(131.1)	(104.7)	(122.1)	(135.4)
투자자산감소(증가)	50.5	(122.8)	(89.6)	(103.7)	(117.9)
유형자산감소(증가)	(15.1)	(7.6)	(14.1)	(17.5)	(16.2)
기타투자활동	(3.0)	(0.6)	(0.9)	(0.9)	(1.2)
재무활동현금흐름	(70.6)	(53.0)	(38.6)	(32.5)	(32.3)
금융부채증가(감소)	(12.6)	(20.8)	(6.9)	(0.8)	(0.6)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당지급	(58.0)	(32.2)	(31.7)	(31.7)	(31.7)
현금의 증감	44.2	(67.6)	8.5	14.0	10.6
Unlevered CFO	84.3	179.7	160.3	178.1	188.7
Free Cash Flow	80.2	174.9	128.2	140.6	150.3

Sector Aggregates

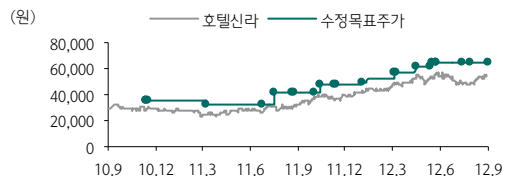
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	12.1	10.4	10.9	(0.2)	15.4
Emerging Market	13.1	11.9	12.2	1.7	10.3
World	17.6	15.6	16.2	4.6	12.8

* MSCI Hotels Restaurants & Leisure Industry

투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이

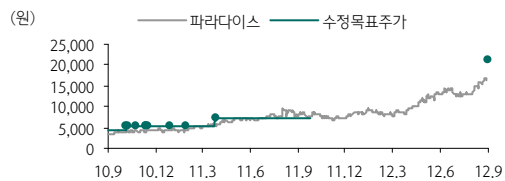
▶ 호텔신라

날짜	투자이전	수정목표주가
12.9.17	BUY	64,000 원
12.8.13	BUY	64,000 원
12.7.30	BUY	64,000 원
12.6.11	BUY	64,000 원
12.6.8	BUY	64,000 원
12.6.1	BUY	64,000 원
12.5.29	BUY	61,000 원
12.5.28	BUY	61,000 원
12.4.30	BUY	61,000 원
12.3.26	BUY	57,000 원
12.3.20	BUY	57,000 원
12.1.29	BUY	53,000 원
12.1.17	BUY	50,000 원
	섹터 애널리스트 변경	
11.11.28	BUY	47,000 원
11.11.25	BUY	47,000 원
11.10.31	BUY	47,000 원
11.10.17	BUY	42,000 원
11.9.8	BUY	42,000 원
11.9.7	BUY	42,000 원
11.8.2	BUY	42,000 원
11.7.12	BUY	33,000 원
11.5.1	BUY	33,000 원
11.3.25	BUY	33,000 원
10.12.2	BUY	36,000 원
10.11.30	BUY	36,000 원
10.11.29	BUY	36,000 원



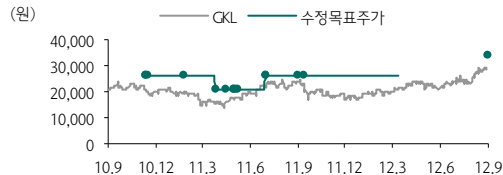
▶ 파라다이스

날짜	투자이전	수정목표주가
12.9.17	BUY	21,000 원
	섹터 애널리스트 변경	
11.4.11	BUY	7,100 원
11.2.15	BUY	5,500 원
11.1.13	BUY	5,500 원
10.12.3	BUY	5,500 원
10.11.30	BUY	5,500 원
10.11.29	BUY	5,500 원
10.11.8	BUY	5,500 원
10.10.25	BUY	5,100 원
10.10.22	BUY	5,100 원



▶ GKL

날짜	투자이견	수정목표주가
12.9.17	BUY	34,000 원
	섹터 애널리스트 변경	
11.9.30	BUY	26,000 원
11.9.16	BUY	26,000 원
11.7.19	BUY	26,000 원
11.7.18	BUY	26,000 원
11.5.23	BUY	21,000 원
11.5.20	BUY	21,000 원
11.5.19	BUY	21,000 원
11.5.17	BUY	21,000 원
11.5.2	BUY	21,000 원
11.5.1	BUY	21,000 원
11.4.11	BUY	21,000 원
11.2.11	BUY	26,000 원
10.12.3	BUY	26,000 원
10.11.30	BUY	26,000 원
10.11.29	BUY	26,000 원



투자이견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류

BUY(매수)
Neutral(중립)
Reduce(비중축소)

적용기준

목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석

분류

Overweight(비중확대)
Neutral(중립)
Underweight(비중축소)

적용기준

업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자이견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2012년 9월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2012년 9월 17일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.