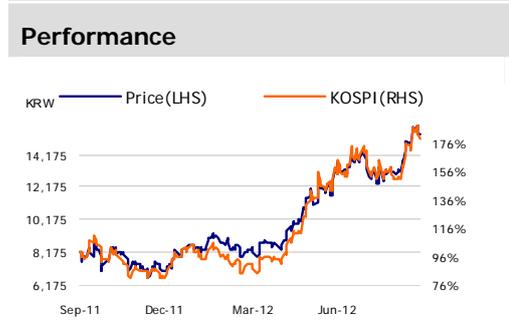


Target price raised

Korea / Hotel & Leisure	
11 September 2012	<b>BUY</b>
목표주가	<b>20,000</b>
현재주가 (7 Sep 12)	<b>15,350</b>
Upside/downside (%)	30.3
KOSPI	1929.58
시가총액 (십억원)	1,396
52 주 최저/최고	6,560 - 16,750
일평균거래대금 (십억원)	11
외국인 지분율 (%)	13.66

Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E	Dec-14E
매출액 (십억원)	358	438	517	573
영업이익 (십억원)	51	108	134	150
당기순이익 (십억원)	23	91	109	122
EPS (원)	257	999	1,198	1,337
EPS 성장률 (%)	(35.2)	289	19.9	11.6
P/E (x)	32.7	15.4	12.8	11.5
P/B (x)	1.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA (x)	9.3	10.1	7.7	6.4
DPS (원)	200	250	300	350
배당수익률 (%)	2.38	1.63	1.95	2.28
ROE (%)	4.3	15.3	16.1	15.8
순차입금/자기자본 (%)	3.17	2.41	2.12	1.88



<b>Performance</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
절대수익률 (%)	14.1	22.3	72.5
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	11.9	17.9	67.2

**정우철**, Analyst  
3774 6708 wc.jeong@miraeasset.com

**우윤철**  
3774 6934 davis.woo@miraeasset.com

## 파라다이스 (034230 KS)

### 풍부한 모멘텀을 즐기자

파라다이스에 대한 목표주가를 18,000 원에서 20,000 원으로 상향하며, 투자 의견 BUY를 유지함. 이는 동사가 글로벌 경기 우려에도 불구하고 중국 방문객 증가에 따른 성장성이 유지될 것으로 보이기 때문임. 특히 동사는 단기적으로 워커히 카지노 확장에 따른 성장 모멘텀이 기대되며, 장기적으로는 지배구조 변화에 따라 국내 최대 외국인 전용 카지노 업체로 부각될 것으로 기대됨. 특히 인천 국제 업무단지 개발사업자 선정에 따른 기대감도 확대될 것으로 전망됨. 동사의 EPS는 2011년부터 2013년까지 연평균 133% 성장할 것으로 기대되며, 2012년 영업이익률도 전년대비 10.5ppt 향상된 24.6%에 달할 전망이다. 반면에 2013년 엔터테인먼트 업종 PER은 13.8배에 달하고 있으나, 자회사 부산호텔 등을 고려한 동사의 PER은 10.8배에 불과함.

#### 〈투자포인트 1〉 2013년 워커히 카지노 면적 103.8% 확대될 전망

동사는 워커히 호텔의 일부분과 가야금홀 공연장을 이미 카지노 매장으로 사용하기로 결정했으며, 이에 따른 임대료 등 관련 협상을 시작함. 동사와 워커히 호텔과의 임대료 등 관련 협상은 늦어도 2012년까지 마무리될 것으로 보이며, 내부 인테리어 공사 등을 고려하면 2013년 하반기부터 카지노 영업을 시작할 것으로 기대됨. 동사의 기존 워커히 카지노의 면적은 3,178㎡이나, 향후 103.8% 확대된 6,478㎡로 기대됨. 따라서 동사의 테이블은 기존 89대에서 40%로 확대된 125대, 슬롯머신도 140대에서 64% 증가한 230대로 확대될 것으로 기대됨.

#### 〈투자포인트 2〉 카지노 매장 2개에서 5개로 확대될 전망

동사의 모회사와 관계회사의 지배구조 변화에 따른 수혜가 기대됨. 동사의 모회사인 파라다이스 글로벌은 부산과 인천에 2개의 카지노를 직접 보유 운영하고 있으며, 제주 롯데 카지노의 지분 100%를 보유하고 있음. 그러나 파라다이스 글로벌은 모든 카지노 사업을 향후 동사에 집중시킬 것으로 보임. 이는 카지노 사업을 통합함으로써 영업력과 운영측면에서 시너지가 기대되기 때문임. 동사는 2012년 6월 29일에 제주 그랜드 카지노와 이미 합병했으며, 2013년 부산 카지노, 2014년에 제주 롯데 카지노, 2016년에는 인천 카지노도 동사에 편입될 것으로 보임.

#### 〈투자포인트 3〉 중국 모멘텀은 장기간 지속될 전망

중국 경제의 고성장에 힘입어 국내 중국 방문객 증가는 장기간 지속될 전망. 특히 한국과 일본의 경협을 보면 인당 GDP가 2만 달러에 달할 때까지 해외 여행객은 큰 폭으로 증가해왔음. 중국 인당 GDP가 아직도 5,400달러 수준이라는 점에서 중국인들의 해외 여행은 당분간 고성장을 할 것으로 기대됨. 또한 마카오의 카지노 확장 등이 동사에 미치는 영향은 낮으며, 일본, 대만 카지노 증설도 단기기간에 이루어질 것으로 판단되지 않음. 마카오의 주요 중국 고객은 광둥성 지역인 반면에 국내 입국 중국 방문객들은 주로 동북지역이기 때문임.

#### 〈투자포인트 4〉 2012년 3/4분기부터 제주 그랜드 카지노 반영

동사의 2012년 3/4분기 매출액 및 영업이익은 각각 1,142억원(YoY +41.5%, QoQ +14.8%), 275억원(YoY +606.8%, QoQ +13.8%)에 달할 전망이다. 이는 방문객 증가에 따라 드롭액 등 주요 지표들의 향상 추세가 유지되고 있기 때문임. 특히 동사는 지난 6월 자회사 제주 그랜드 카지노와 합병했으며, 이에 따른 효과도 3/4분기부터 본격화될 전망이다. 제주도의 외국인 방문객이 증가 추세에 있다는 점에서 제주 그랜드 카지노의 실적 향상이 기대됨.

### 워커힐 카지노 확장에 따라 20~30% 추가 성장 전망

2013년 워커힐 카지노 매장 대폭 확대될 것으로 보이며, 이는 장기적인 경쟁력 강화로 작용할 것으로 기대

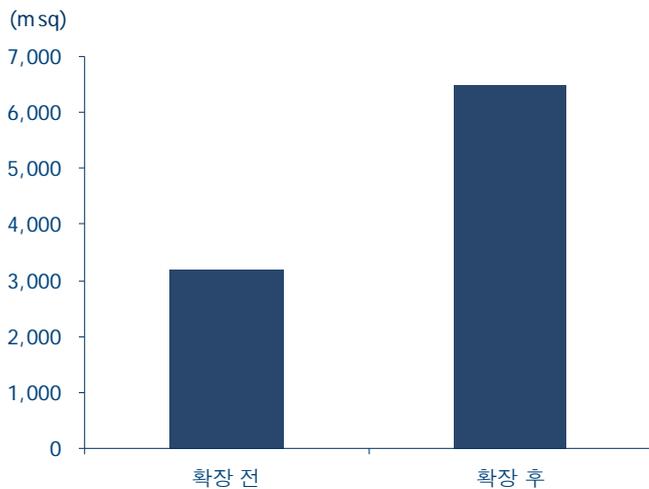
동사의 워커힐 카지노 확장에 따른 성장성이 부각될 것으로 전망된다. 동사는 워커힐 호텔과 가야금홀 공연장을 이미 카지노 매장으로 사용하기로 결정했으며, 이에 따른 임대료 등 관련 협상을 시작했다. 워커힐호텔의 가야금홀은 이미 영업을 더 이상 하지 않고 있다는 점에서 협상이 원점으로 돌아갈 가능성은 낮아 보인다. 동사와 워커힐호텔과의 임대료 등 관련 협상은 늦어도 2012년까지 마무리될 것으로 보이며, 내부 인테리어 공사 등을 고려하면 2013년 하반기부터 카지노 영업을 시작할 수 있을 것으로 기대된다.

동사의 기존 워커힐 카지노의 면적은 3,178㎡이나, 가야금홀까지 매장이 확대될 경우 103.8% 증가한 6,478㎡에 달할 것으로 기대된다. 따라서 동사의 기존 테이블은 89대에서 40%로 확대된 125대로 증가할 것으로 보이며, 슬롯머신도 140대에서 64% 증가한 230대로 확대될 것으로 기대된다.

동사의 2006년 매장 확장과 테이블 증설에 따른 과거 경험을 고려하면, 2013년 매장이 대폭 확대되면서 향후 동사의 매출액은 20~30% 정도의 추가 성장이 가능할 것으로 전망된다. 2006년 동사는 카지노 매장 소폭 확대를 통해 VIP 들이 주로 이용하는 테이블을 79대에서 89대로 증설했다. 반면에 슬롯머신은 168대에서 140대로 축소시켰다. 이러한 테이블 증설에 힘입어 동사의 2007년 중국 VIP 방문객은 전년대비 21.1% 증가했다.

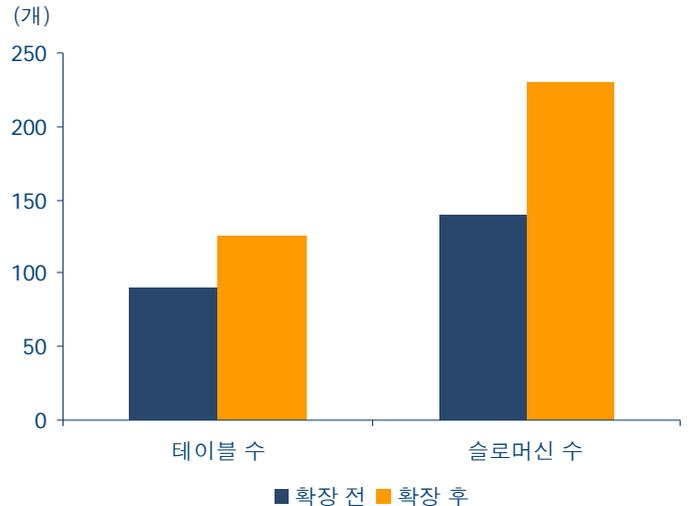
2013년 테이블 증설이 지난 2006년 대비 월등히 많다는 점과 최근 중국 VIP 들의 증가 속도 등을 고려하면 매장 확장과 테이블 증설 효과는 과거 대비 클 것으로 보인다. 특히 동사의 매장 확장은 장기적인 경쟁력 강화로 작용할 것으로 기대된다.

Figure 1 워커힐 카지노 면적 103.8% 증가전망



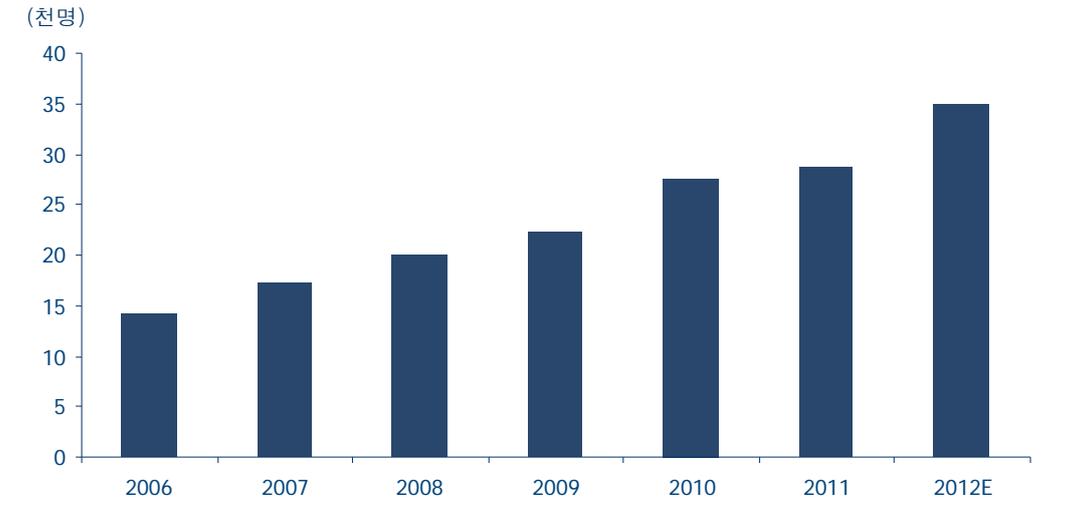
자료: 파라다이스

Figure 2 테이블과 슬롯머신 각각 40%, 64% 증가전망



자료: 파라다이스 추정

Figure 3 파라다이스의 중국 VIP 증가 추이



자료: 파라다이스

지배구조 변화에 따라 향후 5개의 카지노 매장 확보할 것으로 기대

지배구조 변화에 따른 수혜

동사의 모회사와 관계회사의 지배구조 변화에 따른 수혜가 기대된다. 동사의 모회사인 파라다이스 글로벌은 부산과 인천에 2 개의 카지노를 직접 보유 운영하고 있으며, 제주 롯데 카지노의 지분 100%를 보유하고 있다. 그러나 파라다이스 글로벌은 모든 카지노 사업을 향후 동사에 집중시킬 것으로 보인다. 이는 카지노 사업을 통합함으로써 영업력과 운영측면에서 사업 시너지가 발생할 것으로 기대되기 때문이다.

동사는 이미 지난 2012년 6월 29일에 제주 그랜드 카지노와 합병했으며, 향후 모회사가 보유하고 있는 3 개의 카지노와도 합병 및 영업 인수가 순차적으로 이루어질 것으로 기대된다. 동사는 2013 년에 모회사로부터 부산 카지노를 인수할 것으로 보이며, 제주 롯데 카지노는 2014 년에 합병이 이루어질 것으로 보인다. 또한 2016 년에는 영종도 카지노가 오픈될 것으로 보이며, 이에 따라 모회사가 보유하고 있던 기존의 인천카지노도 동사에 편입될 것으로 보인다.

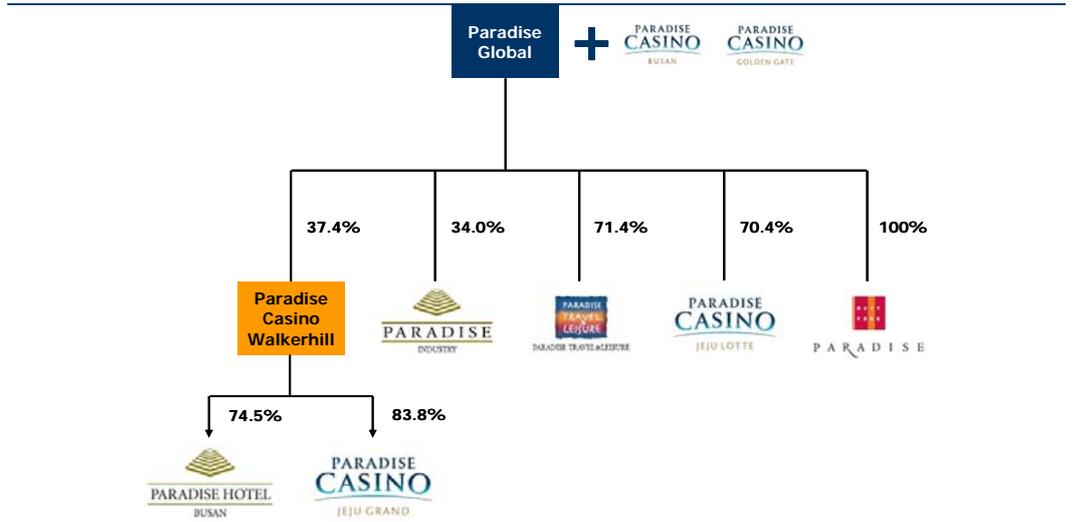
특히 외국 방문객들이 과거에는 서울에 집중되었으나, 최근에는 방문객이 증가하면서 제주, 부산 등 지방으로도 빠르게 확대되고 있는 추세에 있다. 따라서 최근 제주 등 지역 카지노 업체들의 성장성이 크게 부각되고 있다. 이러한 점에서 동사의 제주, 부산, 인천 등 주요 지방으로의 카지노 사업 확대는 장기적인 성장엔진으로 작용할 것으로 전망된다.

Figure 4 파라다이스 및 관계사 소유의 5개 카지노 현황

카지노	라이선스 허가 날짜	매출액	카지노 면적	테이블 수	슬롯 머신 수
서울 워커히	1968.03.05	348	3,178	89	140
부산	1978.10.29	76	1,111	34	42
인천 골든게이트	1967.08.10	75	1,312	32	32
제주 그랜드	1990.09.01	24	1,256	26	53
제주 롯데	1985.04.11	23	1,205	33	48
합계		545	8,062	214	315

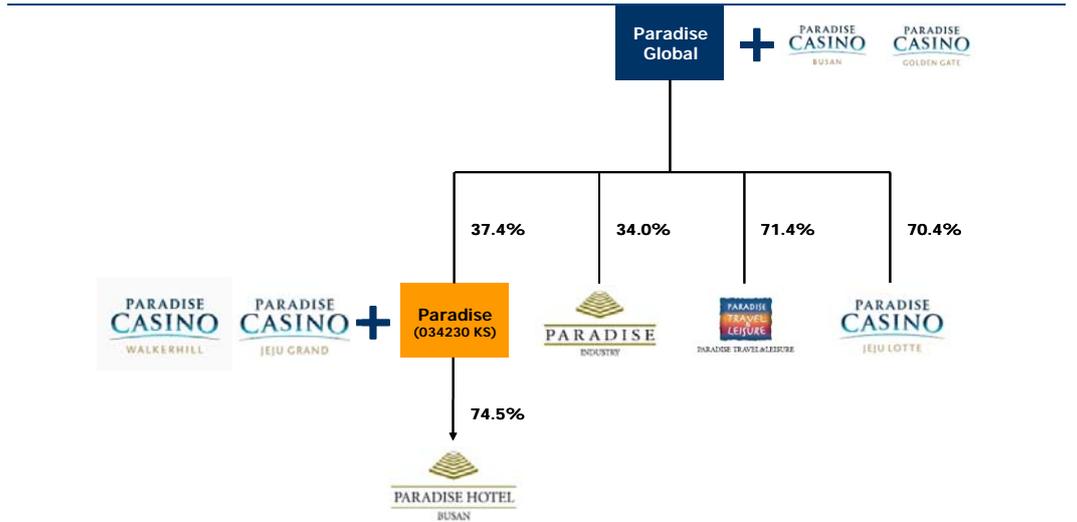
자료: 파라다이스, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 (주)파라다이스의 2012년 6월 29일 이전 지분구조



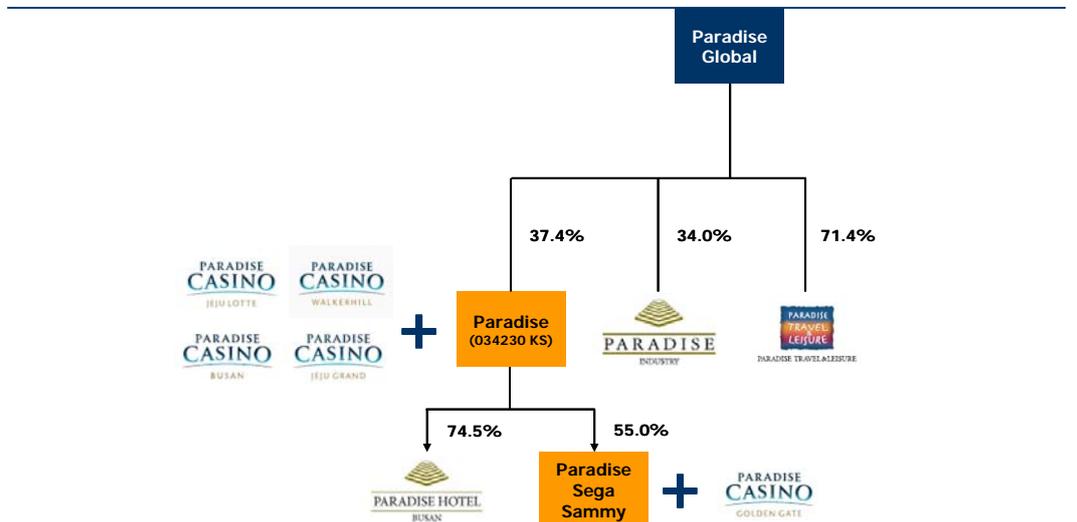
자료: 파라다이스, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 (주)파라다이스의 현재 지분구조



자료: 파라다이스, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 (주)파라다이스의 향후 지배구조 전망



자료: 파라다이스, 미래에셋증권 리서치센터

### 중국 방문객 증가세 장기간 지속 전망, 마카오와는 다른 시장

#### 중국의 고성장에 따라 중국 방문객 증가 추세 유지될 전망

중국 경제의 고성장에 힘입어 국내 중국 방문객도 빠른 증가 추세에 있다. 중국은 지난 2005년부터 2011년까지 연평균 경제 성장률이 10.9%에 달했으며, 동기간 국내 방문객도 연평균 21.3% 증가했다. 중국의 높은 경제 성장이 당분간 유지될 것으로 보인다는 점에서 국내 입국 중국 방문객은 향후에도 증가할 것으로 기대된다. 특히 한국과 일본의 경험을 보면 인당 GDP가 2만 달러에 달할 때까지 해외 여행객은 큰 폭으로 증가해 왔다. 이러한 점에서 중국 인당 GDP가 아직도 5,400 달러 수준이라는 점에서 중국인들의 해외 여행은 당분간 큰 폭으로 증가할 것으로 기대된다.

또한 마카오의 카지노 확장 등이 동시에 미치는 영향은 낮을 것으로 보이며, 일본, 대만 카지노 증설도 단기간에 이루어질 것으로 판단되지 않는다. 마카오의 주요 중국 고객은 광둥성 지역인 반면에 국내 입국 중국 방문객들은 주로 동북지역이기 때문이다. 카지노의 가장 중요한 경쟁력이 접근성이라는 점에서 중국 동북지역의 한국 방문객들은 향후에도 유지될 것으로 기대된다.

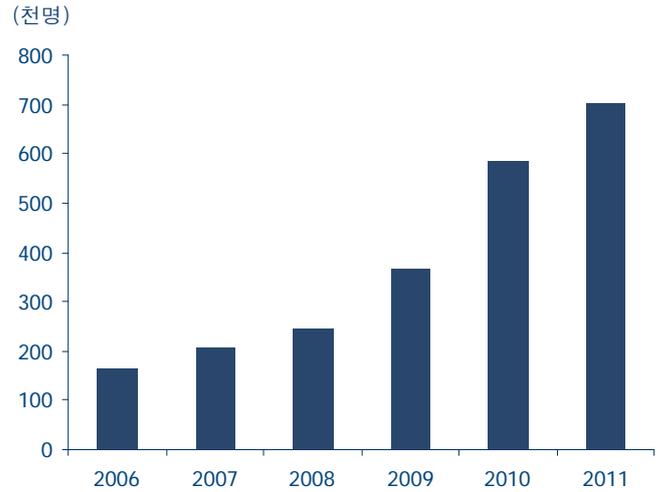
중국 상하이 지역과 베이징에서 인천까지의 비행 시간은 각 2시간 정도이나, 마카오로의 비행 시간은 각각 2.7시간, 3.5시간이다. 또한 청도(칭다오)와 선양에서 인천까지의 비행시간도 각각 1.5시간, 1.7시간에 불과하다. 특히 상하이와 베이징에서의 인천공항으로의 비행기는 주에 각 259편, 112편에 달하고 있으며, 청도와 선양도 각각 133편, 39편에 달하고 있다. 그러나 상하이와 베이징에서 마카오로의 비행기는 주에 52편, 14편에 불과하며, 청도와 선양에서의 마카오 직항 항공편은 없다.

Figure 8 중국의 경제 성장률과 국내 중국 방문객 증가율 추이



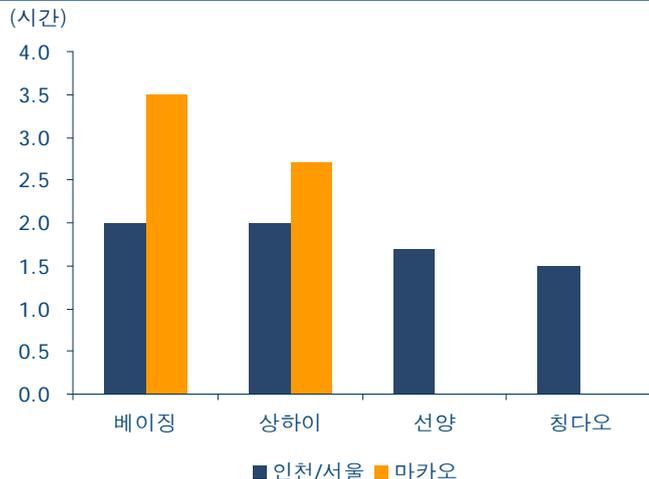
자료: IMF, 문화체육관광부, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 동사의 중국 방문객 추이



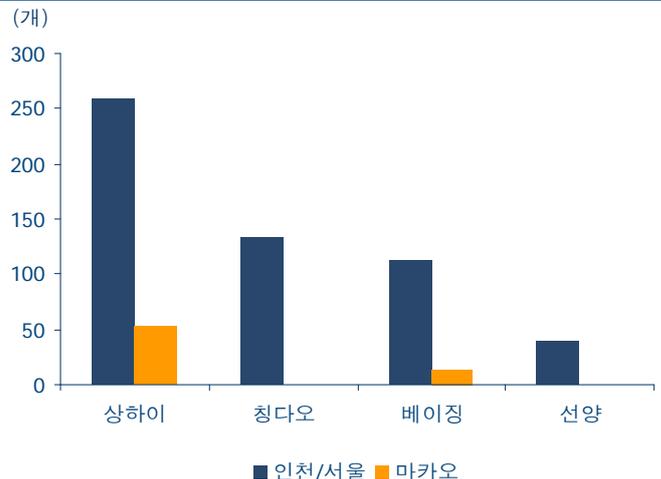
자료: 파라다이스, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 중국 주요 도시에서 인천과 마카오까지의 비행시간 비교



자료: 파라다이스, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 중국 주요 도시에서 인천과 마카오까지의 비행횟수 비교



자료: 파라다이스, 미래에셋증권 리서치센터

2012년 3/4분기 매출액 및 영업이익  
 전년동기 대비 각각 34.2%, 606.8%  
 증가 전망

### 제주 그랜드 카지노 합병으로 3/4분기부터 실적 대폭 향상

동사의 2012년 3/4분기 매출액 및 영업이익은 각각 1,142 억원(YoY +41.5%, QoQ +14.8%), 275 억원(YoY +606.8%, QoQ +13.8%)에 달할 것으로 전망된다. 이처럼 영업실적이 대폭 향상될 것으로 보는 것은 해외 방문객 증가에 따라 동사의 드롭액 등 주요 지표들의 향상 추세가 유지되고 있기 때문이다. 지난 7월 국내 입국 해외 방문객은 전년동월 대비 14.4% 증가했으며, 이러한 해외 방문객 증가세에 힘입어 동사의 7월 드롭액은 전년동월 대비 35% 증가한 2,500 억원 수준에 달한 것으로 추정된다. 이러한 방문객 및 동사의 드롭액 증가 추세는 최근에도 유지되고 있는 것으로 보이며, 이에 따라 동사 워커힐 카지노의 7~8월 매출액은 620 억원 수준으로 추정된다.

특히 동사는 지난 6월 29일에 자회사 제주 그랜드 카지노와 합병했으며, 이에 따른 효과도 3/4분기부터 본격화될 것으로 보인다. 동사의 회계 기준은 아직 IFRS 개별이라는 점에서 자회사 제주 그랜드 카지노의 실적은 지난 2/4분기까지 반영되지 않았다. 제주 그랜드 카지노의 지난 2/4분기 매출액은 전년동기 대비 79.9% 증가한 88 억원이었으며, 영업이익도 대폭 증가한 18 억원을 기록했다. 최근 제주도의 외국인 방문객이 증가 추세에 있다는 점에서 제주 카지노의 실적 향상은 당분간 지속될 것으로 보인다.

Figure 12 파라다이스의 3Q12 영업실적 전망 (K-IFRS 개별 기준)

(십억 원, %, ppt)	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	q-q	y-y
매출액	80.7	106.3	99.5	99.5	114.2	14.8	41.5
(워커힐 카지노)	76.9	105.0	97.5	97.8	101.0	3.3	31.5
(제주 카지노)	6.9	8.2	8.4	8.8	9.3	-	-
(기타)	3.8	1.3	2.0	1.7	3.9	130.8	1.5
영업이익	3.9	11.6	25.9	24.2	27.5	13.8	606.8
순이익	(12.4)	7.0	20.7	19.5	22.4	14.7	흑전
영업이익률	4.8	10.9	26.1	24.3	24.1	(0.2)	19.2
순이익률	(15.4)	6.6	20.9	19.6	19.6	(0.0)	35.0

자료: 파라다이스, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 파라다이스의 두 자회사 파라다이스 호텔 부산과 파라다이스 제주 그랜드의 분기별 실적 추이

Paradise Hotel Busan							
(백만원, %, ppt)	2Q 11	3Q 11	4Q 11	1Q 12	2Q12	q-q	y-y
매출액	19,060	23,194	22,193	17,834	21,325	19.6	11.9
영업이익	5,179	6,749	3,802	3,666	5,532	50.9	6.8
순이익	2,980	4,370	1,080	2,404	3,403	41.6	14.2
영업이익률	27.2	29.1	17.1	20.6	25.9	5.4	(1.2)
순이익률	15.6	18.8	4.9	13.5	16.0	2.5	0.3

Paradise Jeju Grand							
(백만원, %, ppt)	2Q 11	3Q 11	4Q 11	1Q 12	2Q12	q-q	y-y
매출액	4,875	6,872	8,151	8,359	8,772	4.9	79.9
영업이익	53	668	701	1,992	1,821	(8.6)	3,335.8
순이익	505	1,212	941	2,358	2,422	2.7	379.6
영업이익률	1.1	9.7	8.6	23.8	20.8	(3.1)	19.7
순이익률	10.4	17.6	11.5	28.2	27.6	(0.6)	17.3

자료: 파라다이스, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 18,000 원에서 20,000 원으로  
 상향조정, 투자 의견 BUY 유지

목표주가 20,000 만원으로 상향조정, 투자 의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 18,000 원에서 20,000 원으로 상향하며 투자 의견 BUY 를 유지한다. 이는 동사가 글로벌 경기 우려에도 불구하고 중국 관광객 증가에 따른 성장 모멘텀이 장기간 유지될 것으로 보이기 때문이다. 특히 동사는 단기적으로 워커히 카지노 매장 확장에 따른 성장 모멘텀이 부각될 것으로 보이며, 장기적으로는 지배구조 변화에 따라 국내 최대 외국인 전용 카지노 업체로 부각될 것으로 기대된다. 특히 인천 국제 업무단지 개발사업자 선정에 따른 기대감도 확대될 것으로 보인다.

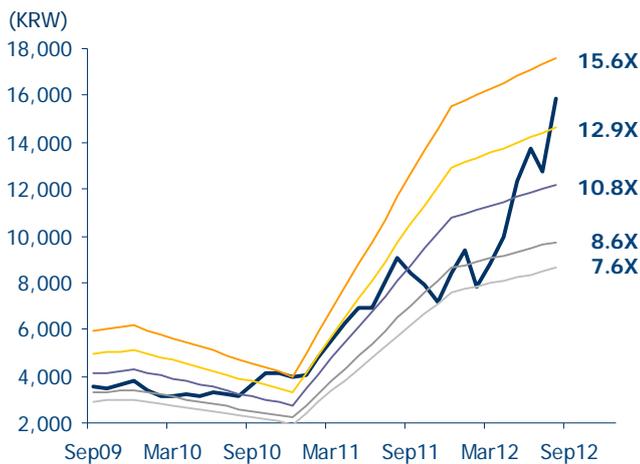
또한 동사의 2012년, 2013년 매출 성장성은 각각 22.4%, 17.9%에 달할 것으로 보이며, 영업이익은 각각 113.7%, 24.2%의 성장이 전망된다. 또한 동사의 EPS는 2011년부터 2013년까지 연평균 133% 성장할 것으로 기대되며, 2012년 영업이익률도 전년대비 10.5ppt 향상된 24.6%에 달할 것으로 전망된다. 동사의 목표주가는 부산호텔 등 자회사 영업실적을 반영했으며, 국내 엔터테인먼트 2013년 업종 PER 13.8 배를 적용하여 산출하였다.

Figure 14 파라다이스의 연간 영업실적 전망 (K-IFRS 개별 기준)

(십억 원, %, ppt)	영업 실적				증가율		
	2010	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
드롭액	22.2	25.0	27.9	31.8	12.4	11.6	13.8
홀드업	12.5	13.5	15.0	13.8	1.0	1.5	(1.2)
매출액	306.6	358.3	438.4	516.9	(20.7)	22.4	17.9
(워커히 카지노)	296.1	347.8	410.6	460.7	(21.1)	18.1	12.2
(제주 카지노)	-	-	18.4	46.3	-	-	152.0
(기타)	10.5	10.4	9.4	9.9	(1.1)	(9.4)	5.0
영업이익	42.4	50.5	108.0	134.2	51.6	113.7	24.2
순이익	36.0	23.3	90.9	109.0	(41.9)	289.1	19.9
영업이익률	13.8	14.1	24.6	26.0	6.7	10.5	1.3
순이익률	11.7	6.5	20.7	21.1	(2.4)	14.2	0.4

자료: 파라다이스, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 15 파라다이스의 12M Forward P/E band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 16 파라다이스의 12M Forward P/B band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 17 글로벌 카지노사 Peer valuation

Company		Kangwon Land	GKL	Paradise	MGM China	Sands China	Wynn Macau
Target price		KRW28,000	KRW33,000	KRW20,000	-	-	-
Rating		HOLD	BUY	BUY	-	-	-
Code		035250 KS	114090 KS	034230 KS	2282 HK	1928 HK	1128 HK
Price change (YTD,%)		(16.9)	29.9	54.2	32.0	30.8	(10.3)
Share price (KRW, US\$)		23,050	28,000	15,350	1.63	3.70	2.26
Market cap. (KRW tn, US\$ bn)		4.9	1.7	1.4	6.2	29.8	11.7
Revenue (KRW bn, US\$ m)	FY11	1,265.7	524.9	358.3	2,576.0	4,860.5	3,814.2
	FY12E	1,345.2	582.2	438.4	2,777.8	6,705.5	3,867.1
	FY13E	1,398.9	644.0	516.9	3,018.4	8,453.9	4,239.6
Operating profit (KRW bn, US\$ m)	FY11	488.5	135.2	50.5	524.2	1,194.8	851.9
	FY12E	451.3	165.9	108.0	561.1	1,501.2	894.8
	FY13E	477.3	180.9	134.2	617.9	1,992.8	997.1
OP margin (%)	FY11	38.6	25.8	14.1	20.3	24.6	22.3
	FY12E	33.5	28.5	24.6	20.2	22.4	23.1
	FY13E	34.1	28.1	26.0	20.5	23.6	23.5
Net profit (KRW bn, US\$ m)	FY11	381.2	63.3	23.3	484.0	1,096.1	797.6
	FY12E	353.8	124.5	90.9	554.5	1,337.5	857.0
	FY13E	372.6	135.9	109.0	596.7	1,923.4	959.1
NP margin (%)	FY11	30.1	12.1	6.5	18.8	22.6	20.9
	FY12E	26.3	21.4	20.7	20.0	19.9	22.2
	FY13E	26.6	21.1	21.1	19.8	22.8	22.6
EPS	FY11	1,782	1,023	257	0.13	0.14	0.14
	FY12E	1,654	2,013	999	0.15	0.17	0.16
	FY13E	1,742	2,196	1,198	0.16	0.24	0.18
BPS	FY11	10,542	3,354	6,045	0.16	0.66	0.13
	FY12E	11,320	5,026	6,982	0.20	0.75	0.16
	FY13E	12,232	6,246	7,930	0.31	0.86	0.23
PER (x)	FY11	12.9	27.4	32.7	12.8	26.8	15.7
	FY12E	13.9	13.9	15.4	11.1	21.8	13.7
	FY13E	13.2	12.7	12.8	10.2	15.5	12.3
PBR (x)	FY11	2.2	8.3	2.5	10.0	5.6	16.8
	FY12E	2.0	5.6	2.2	8.0	4.9	14.2
	FY13E	1.9	4.5	1.9	5.4	4.3	9.7
EV/EBITDA (x)	FY11	8.5	5.7	9.3	9.7	20.7	11.0
	FY12E	8.0	5.9	10.1	9.0	16.3	10.8
	FY13E	7.4	5.1	7.7	8.3	12.5	9.9
ROE (%)	FY11	17.5	30.7	4.3	117.4	22.2	130.0
	FY12E	15.1	45.8	15.3	80.0	23.1	124.2
	FY13E	14.7	37.8	16.1	59.5	29.4	95.3
ROA (%)	FY11	14.3	17.7	3.3	31.5	11.9	37.7
	FY12E	12.6	29.1	12.1	33.5	12.6	32.3
	FY13E	12.4	26.3	12.9	30.5	16.2	29.4

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

주: 강원랜드, GKL, 파라다이스는 미래에셋증권 리서치센터 추정치임

## Summary financial statements

### Profit & loss (십억원)

	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E	Dec-14E
<b>매출액</b>	<b>307</b>	<b>358</b>	<b>438</b>	<b>517</b>	<b>573</b>
매출원가	(244)	(269)	(303)	(346)	(384)
매출총이익	62.9	89.8	135	171	189
판매비와관리비	(20.5)	(39.2)	(27.5)	(36.4)	(39.3)
<b>EBITDA</b>	<b>51.0</b>	<b>58.7</b>	<b>116</b>	<b>143</b>	<b>159</b>
유형자산감가상각비 & 무형자산상각비	(8.62)	(8.14)	(7.62)	(8.64)	(8.89)
<b>영업이익</b>	<b>42.4</b>	<b>50.5</b>	<b>108</b>	<b>134</b>	<b>150</b>
순금융비용	5.30	5.65	7.58	9.21	10.3
관계기업등 투자손익	2.48	(0.54)	0.00	0.00	0.00
기타손익	(0.62)	(0.61)	5.07	0.00	0.00
<b>세전계속사업이익</b>	<b>48.0</b>	<b>57.3</b>	<b>117</b>	<b>144</b>	<b>161</b>
법인세비용	(11.9)	(33.9)	(26.6)	(35.4)	(39.4)
Minorities	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>당기순이익</b>	<b>36.0</b>	<b>23.3</b>	<b>90.9</b>	<b>109</b>	<b>122</b>
지배주주지분 순이익	36.0	23.3	90.9	109	122
배당금	(15.5)	(19.4)	(11.7)	(22.7)	(27.3)
<b>이익잉여금</b>	<b>20.5</b>	<b>3.96</b>	<b>79.2</b>	<b>86.2</b>	<b>94.3</b>

자료: 파라다이스, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

### Cash flow (십억원)

	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E	Dec-14E
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>57.0</b>	<b>55.4</b>	<b>87.9</b>	<b>121</b>	<b>134</b>
당기순이익	36.0	23.3	90.9	109	122
유형자산감가상각비 & 무형자산상각비	8.62	8.14	7.62	8.64	8.89
Other non-cash items	11.8	42.0	13.8	2.41	2.50
운전자본의 감소(증가)	5.03	6.34	(18.6)	0.88	0.87
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	(0.32)	(4.46)	(9.32)	(2.31)	(2.16)
재고자산 감소(증가)	(0.05)	0.01	(0.02)	(0.05)	(0.05)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	15.4	10.2	0.17	2.57	2.39
기타	(9.99)	0.60	(9.43)	0.68	0.69
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(12.5)</b>	<b>2.93</b>	<b>(81.0)</b>	<b>(31.1)</b>	<b>(33.2)</b>
단기금융자산의 감소(증가)	12.6	8.80	(13.0)	(4.03)	(4.19)
장기금융자산의 감소(증가)	(15.1)	11.0	(4.46)	(5.04)	(5.25)
무형자산투자	(4.63)	(9.00)	(10.1)	(13.0)	(14.4)
무형자산처분	1.50	(1.00)	(0.85)	(1.13)	(1.13)
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(18.0)</b>	<b>(20.8)</b>	<b>(13.8)</b>	<b>(22.7)</b>	<b>(27.3)</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	(2.50)	(2.10)	(2.10)	0.00	0.00
자본의 증가(감소)	(15.5)	(19.4)	(11.7)	(22.7)	(27.3)
배당금의 지급	15.5	19.4	11.7	22.7	27.3
현금의증가	26.7	37.7	(6.75)	67.0	73.3
<b>Gross cash flow</b>	<b>56.5</b>	<b>73.5</b>	<b>112</b>	<b>120</b>	<b>133</b>
(-) 순운전자본 증가(감소)	(12.4)	(19.0)	5.45	(0.88)	(0.87)
(-) 설비투자	4.63	9.00	10.1	13.0	14.4
(-) Disposal of asset	1.50	(1.00)	(0.85)	(1.13)	(1.13)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>65.8</b>	<b>82.6</b>	<b>96.0</b>	<b>106.8</b>	<b>118.3</b>

자료: 파라다이스, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

## Balance sheet (십억원)

	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E	Dec-14E
<b>유동자산</b>	<b>206</b>	<b>245</b>	<b>272</b>	<b>345</b>	<b>425</b>
현금 및 현금성자산	196	234	251	323	400
Operating Assets	7.4	9.1	17.7	20.1	22.2
기타	0.5	0.3	0.4	0.5	0.5
<b>비유동자산</b>	<b>480</b>	<b>463</b>	<b>528</b>	<b>546</b>	<b>566</b>
Operating fixed assets	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
유형자산	186	185	189	194	200
무형자산	15.5	15.9	19.5	19.9	20.3
지분법증권	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
기타	122	100	339	352	366
<b>자산총계</b>	<b>686</b>	<b>709</b>	<b>799</b>	<b>891</b>	<b>991</b>
<b>유동부채</b>	<b>86.4</b>	<b>104</b>	<b>105</b>	<b>108</b>	<b>111</b>
단기금융부채	19.5	17.4	15.3	15.3	15.3
기타유동부채	66.9	86.5	89.8	93.1	96.2
<b>비유동부채</b>	<b>54.2</b>	<b>55.1</b>	<b>59.2</b>	<b>61.6</b>	<b>64.1</b>
장기금융부채	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
기타비유동부채	54.2	55.1	59.2	61.6	64.1
<b>부채총계</b>	<b>141</b>	<b>159</b>	<b>164</b>	<b>170</b>	<b>176</b>
Issued Capital	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
Reserve	542	544	629	715	809
Minorities	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>자본총계</b>	<b>546</b>	<b>550</b>	<b>635</b>	<b>721</b>	<b>815</b>

자료: 파라다이스, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

## Key ratios

	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E	Dec-14E
Turnover growth (%)	(10.0)	16.8	22.4	17.9	10.8
매출총이익증가율	7.9	42.7	50.9	25.9	10.8
영업이익증가율	49.3	19.3	114	24.2	11.6
EBITDA 증가율	33.5	16.5	96.6	22.3	11.0
매출총이익율	20.5	25.1	30.9	33.0	33.0
영업이익율	13.8	14.1	24.6	26.0	26.1
EBITDA 이익율	16.7	16.7	26.8	27.8	27.9
EBIT 이익율	13.8	14.1	24.6	26.0	26.1
당기순이익율	11.7	6.5	20.7	21.1	21.2
ROE (%)	7.5	4.3	15.3	16.1	15.8
ROA (%)	6.0	3.3	12.1	12.9	12.9
순차입금/자기자본	3.6	3.2	2.4	2.1	1.9
영업이익/금융비용	39.0	50.4	178	166	185
배당성향	43.1	83.0	12.8	20.9	22.4
재고자산 보유기간 (일)	0.68	0.42	0.49	0.48	0.48
매출채권 회수기간 (일)	8.77	9.26	14.8	14.2	14.2
매입채무 결제기간 (일)	20.6	23.2	23.7	23.5	23.5
EV/EBITDA (x)	0.38	0.29	0.13	0.11	0.10
EV/영업활동현금흐름	0.34	0.31	0.17	0.13	0.11
EV/매출액	0.06	0.05	0.03	0.03	0.03
배당수익률	4.27	2.54	0.84	1.63	1.95

자료: 파라다이스, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

**Recommendations**

**종목별 투자 의견 (2개월 기준)**

Buy : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과

Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내

Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과

단, 업종 투자 의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

**업종별 투자 의견**

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과

Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내

Underweight : 현 업종지수 대비 -10% 초과

**Compliance Notice**

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.

작성자 : 정우철, 우윤철

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수 수량	취득가	취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
<b>REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.</b>									

**Target Price and Recommendation Chart**

