



호텔, 레저 애널리스트 박성호입니다.

(02)3770-3476

sungho.park@tongyang.co.kr



2014년 호텔/레저 전망

갑오년에 달릴 말(靑馬)을 찾아라



Why This Report

2014년 호텔/레저 업종에서는 어떤 종목이 유망할까요? 당사는 중국인 모멘텀이 있는 외국인 카지노주와 호텔신라를 선호하고 있지만, 외국인 카지노주는 2014년 개별소비세의 영업비용 반영에 따른 EPS 제로성장 구간에 진입할 예정인 관계로 호텔신라를 최우선 추천종목으로 제시합니다. GKL은 복합리조트형 카지노 사업에 대한 로드맵이 제시되면 Re-rating이 가능해 관심종목으로 추천드립니다.

종목	투자의견	목표주가 (원)
강원랜드	HOLD (M)	35,000 (M)
파라다이스	BUY (M)	33,000 (U)
GKL	BUY (M)	49,000 (U)
호텔신라	BUY (M)	89,000 (U)
하나투어	BUY (M)	72,000 (D)
모두투어	HOLD (D)	25,000 (D)

Investment Point

호텔/레저 업종 투자의견 : Neutral 제시

▶ 2014년 호텔/레저업종에 대한 업종 투자의견은 Neutral 제시

▶ **카지노** : 내국인카지노(강원랜드)는 테이블 부족현상이 여전히 실적성장의 속도가 생각보다 느릴 것으로 보이고 미래 카지노 포화시점(2017년 예상)의 EBITDA 가치로 평가해도 이미 주가가 적정가치에 근접했다는 판단. 외국인 전용카지노는 중국의 카지노 업황 강세로 인해 견조한 외형성장 달성이 가능할 것으로 판단되지만, 2014년의 경우 개별소비세의 영업비용 반영에 따른 EPS 제로성장 구간인 관계로 주가의 상승탄력은 떨어질 것

▶ **면세점** : 중국의 한강해 외 여행객은 2014년 513만명(+20.0% YoY)을 기록해 2013년 대비 완만한 성장세가 나타날 것으로 예상되지만, Low-end 세그먼트 여행객 성장의 정체현상에 불과해 질적으로는 여전히 고성장세가 유지될 전망

▶ **여행** : 50대의 여행수요 성장이 타 연령대 대비 약세를 보이면서, 전통 패키지 여행사에 비우호적인 영업환경으로 작용할 전망. 2014년 상반기까지는 일본향 출국자 성장이 약세를 보일 것이며, 중국 여유법 시행으로 인해 인바운드 영업도 당분간 약세 전망

Top-pick 은 호텔신라, 관심종목은 GKL 제시

▶ 2014년 호텔/레저업종 Top Pick 으로는 **호텔신라(Buy, TP 89,000원)**를 제시. 호텔신라는 방한 중국인 증가로 인한 면세점사업부 매출성장에 더해 시내점 중심의 믹스개선으로 수익성 개선이 지속적으로 진행될 것으로 전망. 2014년 8월 제주점 영업점 확장으로 인해 동 점포의 중국인 객단가 상승도 예상. 2015년의 경우, 인천공항 임차료 상승에 따른 단기 이익성장둔화 국면이 예상되지만, 장기 영업이익 증가율은 2012~17E CAGR 21.0%를 기록할 것으로 추정되어 큰 부담은 아니라는 생각. 2014년 방한 중국인 증가율이 우리의 가정치(20%)를 상회할 경우, 추가적인 이익개선의 여지도 있음. 또한, 동사의 해외면세점 진출이 확정될 경우 주가의 Upside Potential 은 더욱 확대될 것

▶ 2014년 관심종목으로는 **GKL(Buy, TP 49,000원)**을 제시. GKL 도 중국인 카지노 드롭액 성장에 따른 Top-line 성장이 예상되지만, 2014년 외국인 전용카지노에 대한 개별소비세 영업비용 반영으로 인해 단기적으로 EPS 제로성장 국면에 진입할 예정. 따라서, 주가의 상승탄력은 둔화될 것으로 판단되지만, 영종도 또는 제주도 복합리조트에 대한 구체적인 추진계획이 발표될 경우 Re-rating 이 발생하면서 주가상승이 가능해질 것. 마카오 카지노 Peer 6개사와 파라다이스의 경우 2015~17년 복합리조트 건설이 예정되어 있지만, GKL 만이 이러한 성장계획이 부재해 카지노 Peer 가운데 가장 낮은 수준의 Valuation 으로 거래되고 있음

2014년 호텔/레저 업종 투자의견 Neutral 제시

- Top-Pick은 호텔신라, 관심종목은 GKL 제시
- 2014년 하반기부터 파라다이스와 GKL 모두 유망할 것으로 예상

Contents

Summary / 5

카지노산업 : 상반기는 쉬어 가는 구간 / 7

내국인 카지노 (강원랜드) : 단기 테이블 증가효과 크지 않음 / 8

외국인 전용카지노 : Valuation 부담으로 상승탄력 약화 / 19

면세점산업 : 중국인 방한 쇼핑 모멘텀 지속 / 33

여행산업 : 패키지 여행사에 불리한 환경조성 / 45

기업분석 / 63

강원랜드(035250) - 설비능력으로 평가하자

파라다이스(034230) - 천천히 길게 보자

GKL(114090) - 호시탐탐(虎視眈眈)

호텔신라(008770) - 말(靑馬) 달리자! (Top Pick)

하나투어(039130) - 그래도 1등

모두투어(080160) - M/S 정체현상 지속 우려

I. Summary

[표1] 동양 호텔/레저 유니버스 투자의견 및 상대 매력도 비교

(단위: 억원, %, 배)

종목명	투자의견	목표주가	2013(e) 실적			2014(e) 실적			2015(e) 실적			증가 (11/28)	과리율	선호도
			매출액	영업이익	당기순이익	매출액	영업이익	당기순이익	매출액	영업이익	당기순이익			
강원랜드	HOLD	35,000	13,889	4,510	3,491	15,478	5,016	3,830	16,824	5,277	4,077	32,500	7.7	★
파라다이스	BUY	33,000	6,386	1,390	1,109	7,873	1,392	1,065	9,824	1,881	1,372	27,100	21.8	★★★★
GKL	BUY	49,000	5,585	1,954	1,496	6,111	1,943	1,493	6,748	2,186	1,702	39,600	23.7	★★★★
호텔신라	BUY	89,000	23,297	1,080	312	27,977	2,235	1,634	31,838	2,377	1,784	68,800	29.4	★★★★★
하나투어	BUY	72,000	3,529	408	338	3,900	514	417	4,363	665	535	62,300	15.6	★★
모두투어	HOLD	25,000	1,440	204	174	1,584	249	207	1,685	268	225	21,900	14.2	★
종목명	코드	시가총액	2013(e) 실적증가율(YoY)			2014(e) 실적증가율(YoY)			2015(e) 실적증가율(YoY)			2014(e) Valuation		
			매출액	영업이익	당기순이익	매출액	영업이익	당기순이익	매출액	영업이익	당기순이익	PER	PBR	ROE
강원랜드	(035250)	69,531	7.2	11.4	14.0	11.4	11.2	9.7	8.7	5.2	6.5	18.2	2.4	14.4
파라다이스	(034230)	24,645	23.2	54.8	48.5	23.3	0.2	-4.1	24.8	35.1	28.9	23.2	2.8	13.6
GKL	(114090)	24,495	11.2	33.5	3.9	9.4	-0.6	-0.2	10.4	12.5	14.0	16.4	5.2	34.2
호텔신라	(008770)	27,003	5.0	-16.4	-69.1	20.1	106.9	424.3	13.8	6.4	9.2	16.6	3.3	21.7
하나투어	(039130)	7,237	14.6	3.1	-4.3	10.5	26.0	23.3	11.9	29.4	28.3	17.4	3.1	20.1
모두투어	(080160)	2,759	8.5	-3.4	0.8	9.9	21.8	19.1	6.4	7.8	8.4	13.3	2.3	21.3

주: 모두투어는 IFRS-별도기준으로 실적 및 Valuation에 자회사 손익이 미반영된 상태라는 점에 유의

자료: 동양증권 리서치센터

업종 투자의견 Neutral
제시

2014년 호텔/레저업종에 대한 업종 투자의견은 Neutral 을 제시한다. 카지노주는 Valuation 부담이 존재하고, 여행주는 장년층의 여행수요 성장이 상대적으로 약화되면서 전통 패키지 여행사에게 비우호적인 영업환경이 조성되고 있기 때문이다. 다만, 면세점은 중국인 중심의 성장이 2014년에도 유효하고 장기성장에 대한 그림도 확실해 Upside Potential 이 여전히 크다는 판단이다.

Top-Pick : 호텔신라
관심종목 : GKL

2014년 호텔/레저업종 Top Pick 으로는 호텔신라(Buy, TP 89,000원)를 제시한다. 호텔신라는 방한 중국인 증가로 인한 면세점사업부 매출성장에 더해 시내점 중심의 믹스개편으로 수익성 개선이 이뤄질 것으로 전망된다. 2014년 8월 제주점 영업점 확장으로 인해 동 점포의 중국인 객단가 상승도 예상된다. 2015년의 경우, 인천공항 임차료 상승에 따른 단기 이익성장둔화 국면이 예상되지만, 장기 영업이익 증가율은 2012~17E CAGR 21.0%를 기록할 것으로 추정되어 큰 부담은 아니라고 생각된다. 2014년 방한 중국인 증가율에 대한 우리의 가정치는 20%이다. 동 증가율이 우리의 예상치를 상회할 경우, 추가적인 이익개선의 여지도 있다. 또한, 동사의 해외면세점 진출이 확정될 경우 Upside Potential 은 더욱 확대될 것이다.

그 밖에 2014년 관심종목으로는 GKL(Buy, TP 49,000원)을 제시한다. GKL 도 중국인 카지노 트러픽 성장에 따른 Top-line 성장이 예상되지만, 2014년 외국인 전용카지노에 대한 개별소비세 영업비용 반영으로 인해 단기적으로 EPS 제로성장 국면에 진입하게 된다. 따라서, 주가의 상승탄력은 둔화될 것으로 판단되지만, 영종도 또는 제주도 복합리조트에 대한 구체적인 추진계획이 발표될 경우 Re-rating 이 발생하면서 주가상승이 가능해질 것이다. 마카오 카지노 Peer 6개사와 파라다이스의 경우 2015~17년 복합리조트 건설이 예정되어 있지만, GKL 만이 이러한 성장계획이 부재해 카지노 Peer 가운데 가장 낮은 수준의 Valuation 으로 거래되고 있다.

나머지 3개사의 상대 투자매력도는 『파라다이스 > 하나투어 > 강원랜드 = 모두투어』의 순이다. 파라다이스와 하나투어에 대해서는 Buy 의견이지만, 강원랜드와 모두투어에 대해서는 Hold 의견을 제시한다.

파라다이스(Buy, TP 33,000원)는 2014~15년 인천점 및 제주롯데점 통합이 예정되어 있고, 2017년 복합리조트형 카지노 『파라다이스 시티』의 개장이 예정되어 있어 장기 성장성은 호텔/레저 업종 중에 가장 좋다. 다만, 2014년 개별소비세 영업비용 반영으로 인해 단기적으로 EPS 체로 성장 국면에 진입하게 되는 가운데, 마카오 Peer 들은 2015~16년 복합리조트 추가 개장으로 인해 중단기적으로 보다 높은 성장이 이뤄질 것으로 예상되기 때문에 상대적으로 Valuation 부담이 높아지게 된다. 단기적으로 비중을 축소했다가, 2014년 하반기에 다시 확대를 모색하는 전략이 바람직해 보인다.

하나투어(Buy, TP 72,000원)는 아웃바운드 여행업 내에서의 M/S 확대가 지속되고 있는 점이 매력적이다. 2013년 50대 여행수요 성장이 상대적으로 부진하게 나타나면서 전통 패키지 여행업체에게 불리한 영업환경이 나타났지만, 동사는 전 연령층의 고른 성장에 힘입어 시장 지배력을 더욱 강화시키고 있다. 다만, 부동산 경기약세와 베이비붐 세대의 은퇴 진행, 그리고 인터파크의 패키지 시장진입 등이 맞물리면서 Valuation 에 Premium 을 부여하기는 어렵다는 판단이다.

강원랜드(Hold, TP 35,000원)는 단기 실적개선의 속도보다는 설비능력으로 평가하는 것이 적절하다고 판단된다. 2014년에도 정부의 사행산업 정책은 現 수준의 규제 유지 가능성이 높다고 판단되어 신규 카지노테이블 가동률 상승에 따른 카지노 방문객의 빠른 성장은 없을 것으로 보인다. 다만, 증설면적을 고려시 강원랜드 연간 입장객이 500만명에 육박하게 되면 카지노 영업장 포화현상이 재현될 것으로 보인다. 우리는 2017년에 카지노 입장객이 475만명을 기록하면서 동 현상이 재차 나타날 것으로 추정하고 있다. 따라서, 2017년의 EBITDA 가치를 고려해 Valuation 을 실시할 경우 동사의 적정가치를 계산할 수 있다. 결론적으로, 강원랜드 카지노 설비능력을 고려시 현 주가는 적정가치에 근접한 수준이라고 판단된다.

모두투어(Hold, TP 25,000원)는 M/S 정체현상이 지속되고 있는 점이 아쉬운 점이다. 구체적으로, 동사의 M/S 는 2012년 9.1% → 2013년(10월 누적) 9.0%로 소폭 하락했는데, 동사의 20~30대 송객수가 (-)성장을 기록했기 때문에 나타난 현상이다. 향후 여행수요는 젊은층의 성장속도가 장년층의 성장속도 보다 빠르게 나타날 것으로 예상된다. 젊은층에 대한 효과적인 공략 방안이 나오기 전까지는 동사의 장기성장에 대해 확신하기 어렵다.

II. 내국인 카지노 (강원랜드) : 단기 테이블 증가효과 크지 않음

강원랜드는 2013년 6월 신규 카지노동 오픈으로 2003~04년 이후 최초의 증설을 단행했다. 구체적으로, 테이블수는 132대 → 200대(+51.5%), 머신은 960대 → 1,360대(+41.7%), 영업장 면적은 6,354m² → 11,824m²(+86.1%)로 확대됐다.[표2] 증설테이블 중에는 좌석수가 무려 48석에 달하며 테이블 회전율도 좋은 전자테이블이 2대(롤렛 1대, 다이사이 1대)가 포함되어 있다.

강원랜드
테이블 부족현상 여전

→ 입장객 증가속도
기대보다 느림

하지만, 우리는 10여년만의 증설에도 불구하고 강원랜드의 단기 테이블 증가효과가 크지 않다고 생각한다. 테이블 부족현상의 지속은 한국의 잠재 카지노수요를 수면 위로 끌어내기에 역부족이다. 또한, 정부의 증설 허용도 사행산업에 대한 규제완화를 의미하는 것이 아니다. 증설허용은 화재 발생시 대규모 인명피해가 우려될 정도로 혼잡했던 일반영업장 포화현상을 개선하기 위한 조치였다. 강원랜드가 2012년 사행산업통합감독위원회(이하 사감위)의 카지노 매출총량을 준수했음에도 불구하고 2013년 매출총량을 1.26조원(-4.3% YoY)으로 오히려 하향한 것은 사행산업에 대한 정부의 통제 의지를 잘 보여주는 점이다.

테이블 부족현상은 증설 이후의 입장객 증가율에서 확인이 가능하다. 동 증가율은 7월 3.6% YoY → 8월 7.0% YoY → 9월 8.0% YoY 를 기록해 여름 휴가시즌 및 추석연휴 효과에도 불구하고 한 자릿수 증가율에 그쳤으며, 10월에는 -3.7% YoY 로 오히려 전년대비 역성장을 기록했다.[그림1] 우리는 10월 영업장 탐방을 통해 카지노 일반영업장 혼잡도는 개선되었지만 테이블 부족현상은 여전하다는 점을 확인했다. 일반테이블은 예약대기시간이 너무도 길어 사이드베팅 외에는 사실상 참여가 매우 어려운 수준이었다.

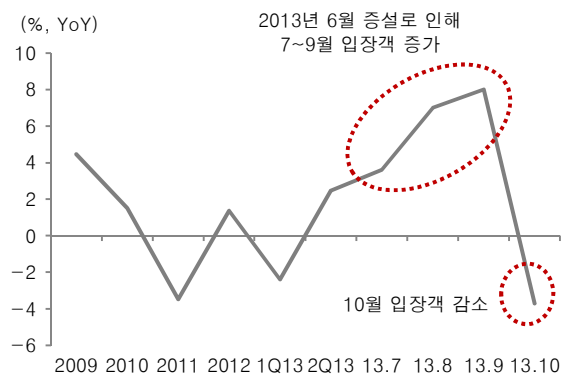
테이블 부족현상의 지속은 2가지 이유 때문이다. 첫째, 강원랜드는 증설 이후, 사감위 매출총량을 준수하기 위해 신규 테이블 68대 중에 약 절반 수준만 가동시키고 있다. 둘째, 기존의 최대베팅가 농금액 30만원 테이블(56대)의 사이드베팅을 금지했다. 결국, 카지노 입장객들의 체감 테이블공급량은 그다지 증가하지 않은 셈이 된다.[그림2~4, 표3]

[표2] 강원랜드 증설 게임기기 및 면적

		증전	증설후	증설률
테이블	대	132	200	51.5
(일반테이블)	(대)	(112)	(180)	(60.7)
(VIP 테이블)	(대)	(20)	(20)	-
머신	대	960	1,360	41.7
면적	m ²	6,354	11,824	86.1

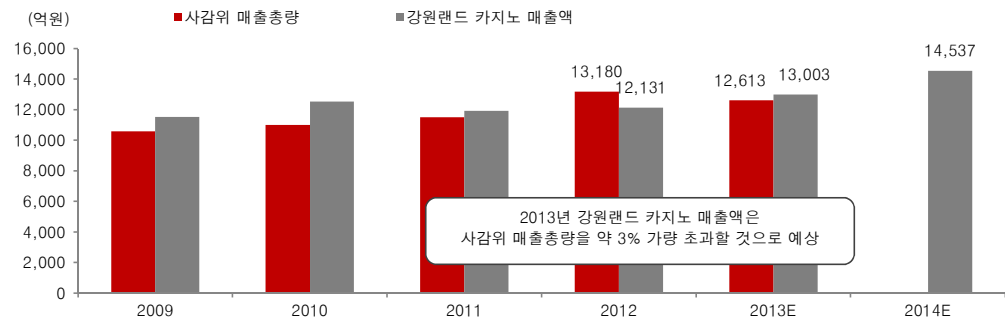
자료: 강원랜드

[그림1] 강원랜드 입장객수 증가율 추이



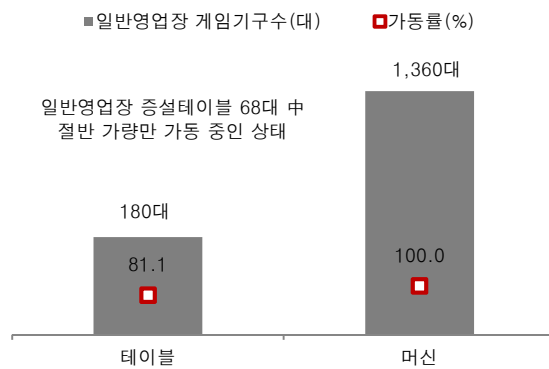
자료: 강원랜드

[그림2] 강원랜드에 대한 사감위 매출총량과 실제 카지노 매출액 추이 및 전망



자료: 사행산업통합감독위원회, 동양증권 리서치센터

[그림3] 일반영업장 게임기구 가동률 상황 (2013년 6월 이후 기준)



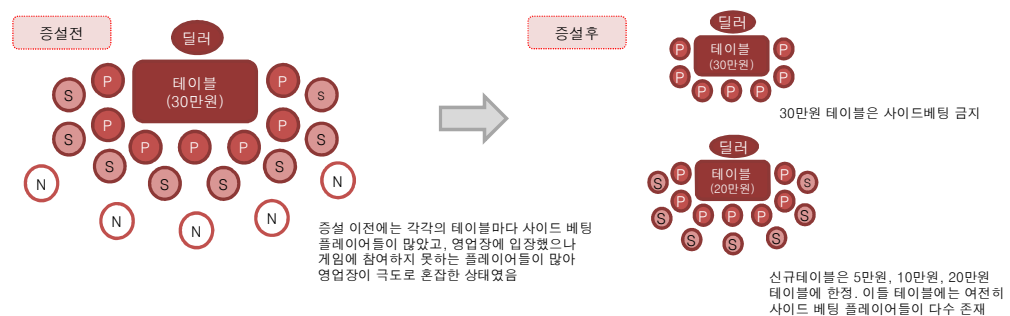
자료: 동양증권 리서치센터

[표3] 일반영업장 최대베팅가능금액별 테이블수 변화

	증설전(대)	증설후(대)	테이블증가수(대)
5만원 테이블	-	17	+17
10만원 테이블	56	73	+17
20만원 테이블	-	34	+34
30만원 테이블	56	56(사이드베팅금지)	0
일반영업장 계	112	180	+68

주: 증설 이후 최대베팅가능금액별 테이블수는 10월 12일 영업장 탐방을 통해 확인
 자료: 동양증권 리서치센터

[그림4] 강원랜드 증설효과 - 최대베팅금액 30만원 테이블은 사이드베팅 금지, 기타 테이블은 여전히 사이드베팅 상황



주: P는 테이블 플레이어, S는 사이드베팅 플레이어, N은 영업장에 입장했으나 게임에 참여하지 못하는 Non-Player를 의미.
 테이블의 괄호금액은 최대베팅금액을 의미함

자료: 동양증권 리서치센터

2014년 정부 사행산업 정책,
現 수준의 규제 유지 예상

우리는 2014년 정부의 사행산업 정책이 現 수준의 규제를 유지하는 방향으로 예상한다. 2013년 新정부의 출범과 함께 지하경제양성화가 화두가 됐음에도 불구하고 사행산업 정책의 규제 강도가 높았던 점을 고려하면, 2014년에도 동 정책의 방향성이 달라지진 않을 것이라 판단이다. 정부의 세수부족 문제가 심각하긴 하지만, 강원랜드의 2012년 국세(법인세+개별소비세)는 2,050억원에 불과해 강원랜드 카지노 매출을 키우더라도 국가적인 차원의 세수확대에 크게 보탬이 되지 않는 구조이기 때문이다. 따라서, 2014년 사감위의 강원랜드 카지노 매출총량은 2013년 대비 큰 폭으로 증가하진 않을 것으로 전망된다. 따라서, 현재의 신규테이블 가동률도 당분간 큰 변동이 없을 것으로 보인다.

우리는 보수적인 관점에서 2014년 강원랜드의 카지노 입장객 증가율에 대한 가정치를 기존의 20%(2013년 10월 14일 기준) → 14%로 하향 조정했다. 이를 반영한 동사의 2014년 예상 실적은 매출액 1,553억원(+11% YoY), 영업이익 5,016억원(+11% YoY), 당기순이익 3,829억원(+10% YoY)이다. 이는 영업이익 기준으로 시장 컨센서스 대비 5.5% 낮은 수치이다. 동사의 단기 실적모멘텀에 대한 기대치는 조금 낮추는 것이 바람직할 것으로 판단된다.

강원랜드의 기업가치는
설비능력을 가지고
평가하는 것이 적합

하지만, 동사의 기업가치는 2014년 실적으로 평가하는 방법보다는 설비능력을 가지고 평가하는 방법이 보다 적합할 것이다. 강원랜드가 한국의 내국인 카지노 시장을 독점하는 상황에서 잠재 카지노 수요는 충분하기 때문에 시간이 지나면 과거와 같은 영업장 포화상태가 재현될 것이기 때문이다. 사감위의 2012년 연구결과에 의하면, 국내 불법도박 시장은 75.1조원 수준이며 이 중에서 사설카지노 시장만 2.45조원에 달했다. 한국의 불법 카지노 시장이 강원랜드 카지노 매출의 약 1.9배에 달하는 것이다. 또한, 사감위의 2011년 연구결과에 의하면, 한국의 해외 원정도박금액은 마카오, 필리핀, 라스베이거스를 합쳐 2.2조원에 달한다.[표5, 그림5] 성숙기 카지노시장인 미국과 비교해 봐도, 2012년 한국의 성인인구 대비 카지노입장객수 비율(강원랜드)은 8.2%에 그쳐 미국 시장의 1/21 수준에 불과한 것으로 나타난 점도 의미있게 봐야 한다.[그림6]

우리는 강원랜드의 카지노 영업장 포화현상이 2017년 정도에 나타날 것으로 전망한다. 면적기준 증설규모를 고려하면, 강원랜드의 카지노 연간 입장객이 500만명 수준에 도달하면 영업장 포화현상이 재현될 수 있다. 강원랜드의 2017년 카지노 입장객은 475만명으로 추정된다. 따라서, 우리는 2017년의 EBITDA 가치를 고려해 EV/EBITDA 로 동사의 기업가치를 평가하는 것이 적절한 평가방법이라고 생각한다. 이를 감안시, 동사의 現 주가는 적정가치(Hold, TP 35,000원)에 근접한 수준으로 판단된다. 강원랜드 기업가치에 대한 평가방식은 page 65를 참조하길 바란다.

[표4] 강원랜드 2013~14E 예상 실적 컨센서스 및 당사 추정치

(단위: 억원, %)

	확정치	실적				증가율(YoY)			
		시장컨센서스		당사		시장컨센서스		당사	
	2012	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
매출액	12,962	13,832	15,893	13,889	15,478	6.7	14.9	7.2	11.4
영업이익	4,068	4,437	5,306	4,510	5,016	9.1	19.6	10.9	11.2
당기순이익	3,062	3,423	4,072	3,491	3,829	11.8	18.9	14.0	9.7

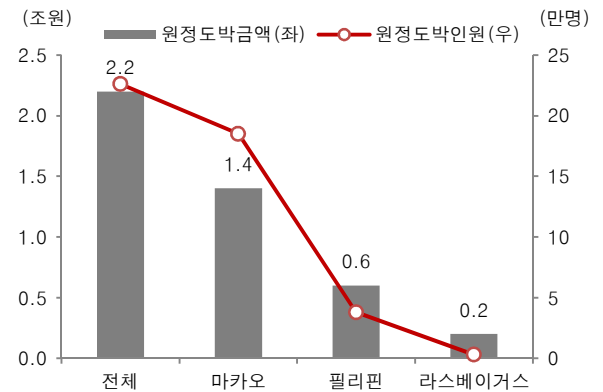
자료: 동양증권 리서치센터

[표5] 한국 불법도박시장 규모 추정치 (2012년 연구기준) (단위: 억원)

불법도박 종류		시장규모 추정치
불법인터넷도박	인벤테라티브	56,995
	웹보드게임	85,493
	인터넷릴게임	28,498
사설스포츠토토		76,103
불법하우스도박		193,165
불법시행성게임장		187,488
사설경마/경륜/경정		99,250
사설카지노		24,484
총계		751,474

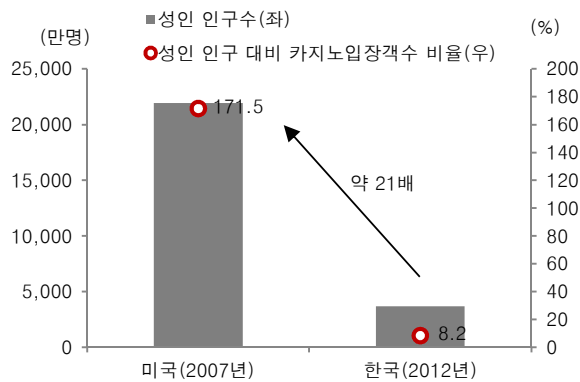
자료: 사행산업통합감독위원회

[그림5] 한국의 해외원정도박, 연간 2.2조원 수준 (2011년 연구기준)



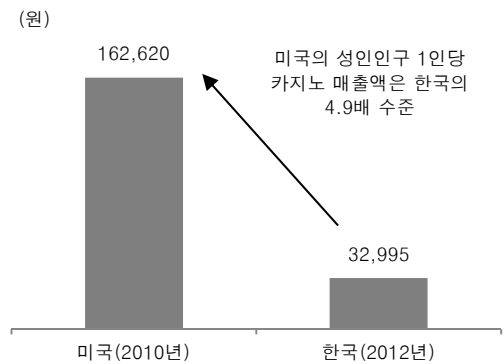
자료: 사행산업통합감독위원회

[그림6] 한-미 성인인구 대비 카지노 이용객 비율 비교



주: X축 하단의 수치는 카지노 이용인구를 의미
 자료: AGA, 동양증권 리서치센터

[그림7] 한-미 인구당 카지노 매출액 비교



자료: 사행산업통합감독위원회

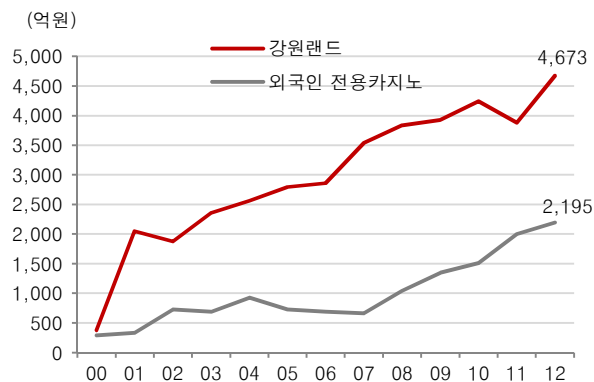
카지노 레저세 : 당분간 재논의 없을 듯

2014년은 지방선거 실시로
인해 카지노 레저세 논의
없을 듯

카지노 레저세는 2013년 7~8월, 집권 새누리당, 안전행정부 및 강원도 지방정부의 공조를 통해 추진된 관계로 실제 도입 가능성이 높게 평가되었으나, 폐광지역 주민들의 거센 반발로 인해 2013년 9월 강원도지사의 사과 표명과 함께 도입이 무산된 분위기이다. 우리는 2014년의 경우 지방선거(6월)가 있기 때문에 카지노 레저세 문제가 재논의되긴 어려울 것으로 보고 있다. 한국의 조세구조와 지방정부들의 약한 재정기반을 고려할때, 레저세 문제가 추후 재차 부각될 수 있지만, 궁극적으로는 또 다시 도입이 무산될 가능성이 커 보인다.

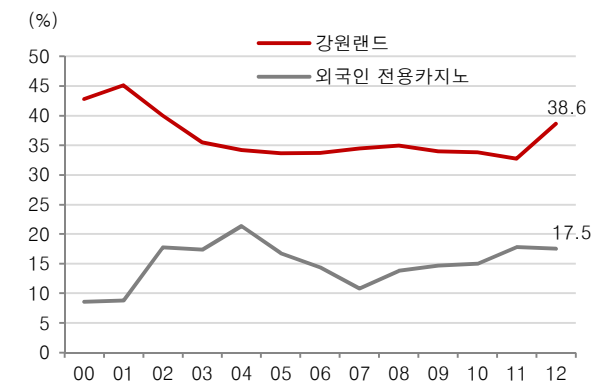
강원랜드 카지노 매출액 대비 조세기금 비중은 개별소비세의 영업비용 반영 및 폐광기금 요율인상으로 인해 2012년 38.6%로 상승한 상태이다. 참고로, 오픈 카지노인 마카오 카지노의 매출액 대비 조세 비중은 2012년 37.2%로 강원랜드와 유사한 수준이다. 절대적인 수치로만 놓고 보면, 강원랜드의 조세부담률도 결코 낮지 않은 수준이다. 다만, 국세와 기금과 비교하면, 전체 조세에서 지방세가 차지하는 비중이 매우 낮다. 지방세 중에서도 시/도세인 레저세 부과문제가 대두되는 배경이 여기에 있다.[그림8~11]

[그림8] 한국 카지노의 조세기금 금액 추이



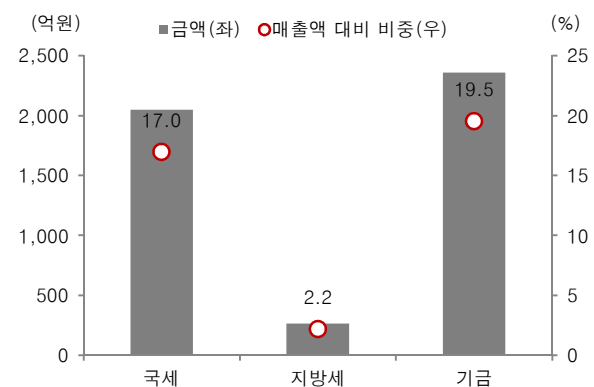
자료: 시행산업통합감독위원회

[그림9] 한국 카지노 매출액 대비 조세기금 비중 추이



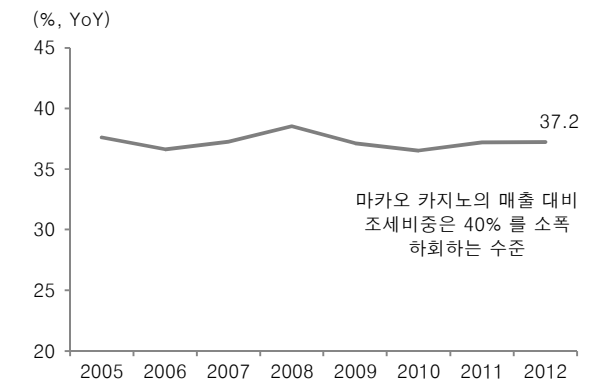
자료: 시행산업통합감독위원회

[그림10] 강원랜드 조세기금 금액 및 매출액 대비 비중 (2012년 기준)



자료: 시행산업통합감독위원회

[그림11] 마카오 카지노 매출액 대비 조세 비중 추이



자료: DSEC

우리는 강원랜드에 대한 투자에 앞서, 카지노 레저세 도입 논의가 발생하는 근본적인 이유를 이해할 필요가 있다고 생각한다. 근본적인 이유는 전체 조세에서 국세와 지방세가 차지하는 비율이 8對2 수준인 관계로 중앙정부에 대한 지방정부들의 재정 의존도가 높기 때문이다. 지방정부의 높은 재정 의존도는 향후 복지정책 등의 국가사업 추진에 있어 중앙정부의 부담 가중으로 이어지게 된다.

레저세 도입은 지방교부세
감소로 직결되므로
지방정부 세입효과 크지
않음

그렇다면, 2010년과 2013년의 카지노 레저세 도입 논의가 법제화로 이어지는데 궁극적으로 실패한 이유는 무엇일까? 레저세의 도입은 지방세수 확대로 이어지는 동시에 지방교부세의 감소로도 직결되기 때문에 지방정부의 입장에서 세입확대의 효과가 크지 않았기 때문으로 분석된다. 카지노 업계 및 폐광지역 주민 등의 이해관계자들이 거세게 반발하는 상황에서 즉각적인 실익이 크지 않은 세금도입은 정치적 부담으로 작용할 뿐인 것이다.

우리는 2010년과 2013년의 레저세 도입 논의에 대해 좀 더 구체적으로 살펴보고자 한다. 2010년의 경우, 한나라당 김정권 의원(김해갑)이 지방세법 개정안을 통해 카지노 레저세 도입을 추진하면서 레저세 논란이 발생했다. 2010년 레저세 도입 시도는 2009년 국세 세입이 이명박 정부의 감세 정책으로 인해 감소하면서 지방교부세의 총량이 동반 감소했고 2009년 지방세 세입도 경기불안으로 인해 감소해 지방정부의 재정부담이 심화됐었던 점이 원인으로 작용했다. [표6, 그림12~15]

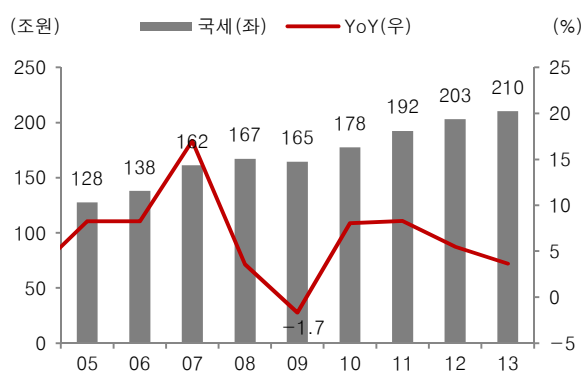
여기서, 지방자치단체의 세입구조에 대해 좀 더 살펴보자. 지자체의 세입은 1)지방세, 2)세외수입, 3)지방교부세, 4)국고보조금 등으로 구성된다.[그림16] 이 중에서 자체수입은 지방세와 세외수입이며, 중앙정부로부터의 의존수입은 지방교부세와 국고보조금 등이 있다. 지자체들의 자체수입과 의존수입간의 비중이 5對5 수준이기 때문에, 의존수입은 지방재정에서 매우 중요한 위치를 차지한다. 지방교부세는 지자체의 행정수요 재원부족시, 중앙정부가 배정하는 금액으로 국세 수입의 19.24%가 지방교부세의 총액으로 고정되어 있다. 따라서, 지방교부세는 1)국세 수입이 감소하거나, 2)지자체 재원부족현상이 완화될 경우 감소할 수 있다. 마침, 2010년은 지방소비세(국세인 부가가치세의 5%)가 지방세목으로 신규 추가되면서 지자체 자체수입이 일부 증가한 해였다. 2010년의 카지노 레저세 도입안이 2011년 초에 집권 한나라당 당론으로 폐기된 이유는 2010년 지방소비세의 도입으로 인해 지방재정 문제가 일부 완화된 상태에서 카지노 레저세 도입의 강행 처리 필요성이 낮았기 때문으로 해석된다.

[표6] 2008년 세제 개편안 주요내용 정리

- (1) 소득세율 인하
 - 1,200만원 이하 : 8% → 6%
 - 4,600만원 이하 : 17% → 15%
 - 8,800만원 이하 : 26% → 24%
 - 8,800만원 초과 : 35% → 33%
- (2) 법인세율 인하
 - 낮은 세율 : 13% → 11% → 10%
 - 높은 세율 : 25% → 22% → 20%
- (3) 종합부동산세 과세제도 합리화
 - 1세대 1주택자 기초공제 3억원 인정
 - 1세대 1주택 장기보유자 세액공제 신설
 - 비수도권 1주택에 대한 비과세

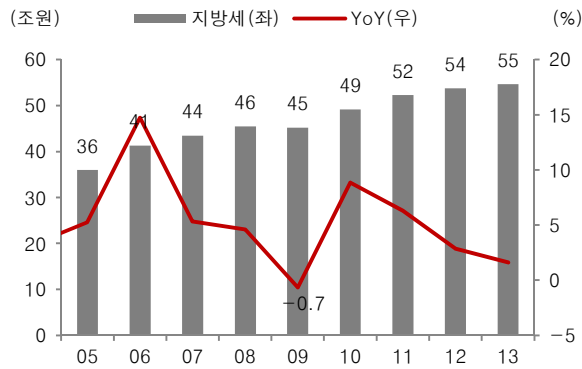
자료: 기획재정부, 동양증권 리서치센터

[그림12] 국세 추이 - 2009년 감세조치로 역성장



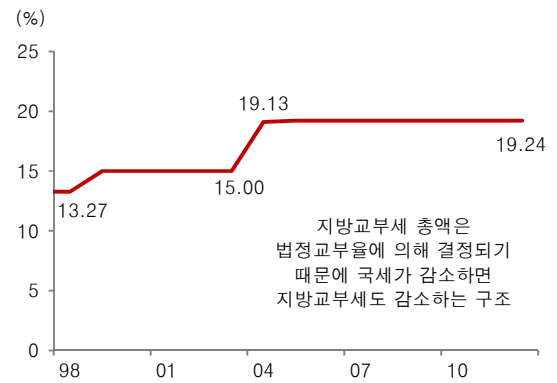
자료: 기획재정부

[그림13] 지방세 추이 - 2009년 감세조치로 역성장



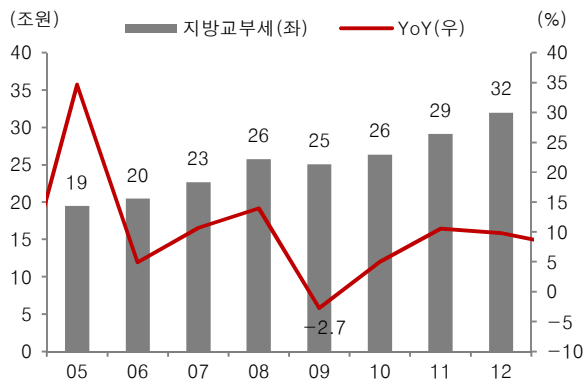
자료: 안전행정부

[그림14] 지방교부세 법정교부율 추이



자료: 안전행정부

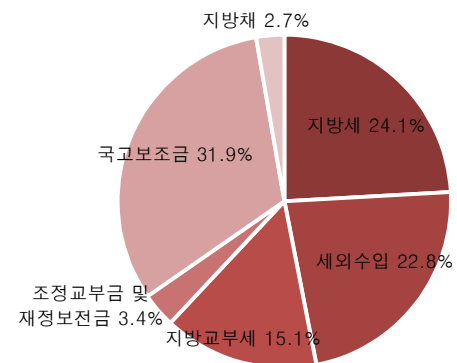
[그림15] 지방교부세 추이 - 2009년 국세감소로 역성장



주: 매년 최종예산 기준

자료: 안전행정부

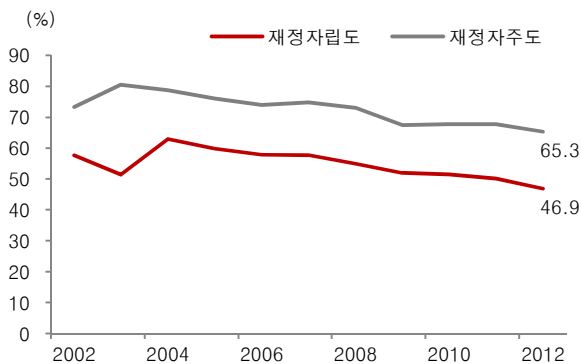
[그림16] 전국 지자체 세입예산 항목별 비중 (2012년 기준)



주: 세입 최종예산 기준

자료: 안전행정부

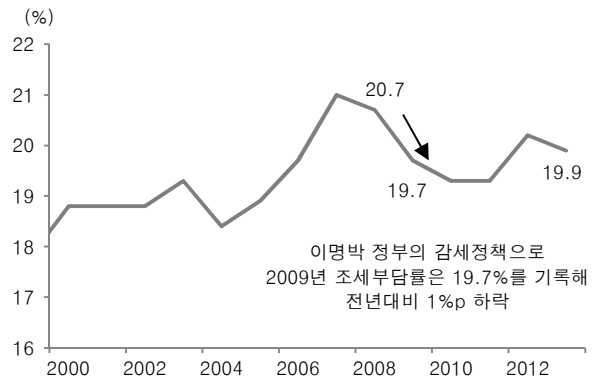
[그림17] 전국 지자체 재정자립도 및 재정자주도 추이



주: 세입결산기준. 재정자립도=자체수입/총예산. 재정자주도=(자체수입+지방교부세)/총예산

자료: 안전행정부

[그림18] 한국 조세부담률 추이



자료: 기획재정부

2013년 레저세 도입 문제가 재논의된 이유는 무엇일까? **강원도 지방정부가 2018년 평창동계올림픽의 개최와 관련해 재원을 원활하게 마련하려는 의도가 크게 작용했던 것으로 판단된다.** 강원도 지방정부는 2013년 기준으로 재정자립도가 28%에 불과해 전국적으로 재정건전성이 가장 취약한 지자체 중에 하나이다.

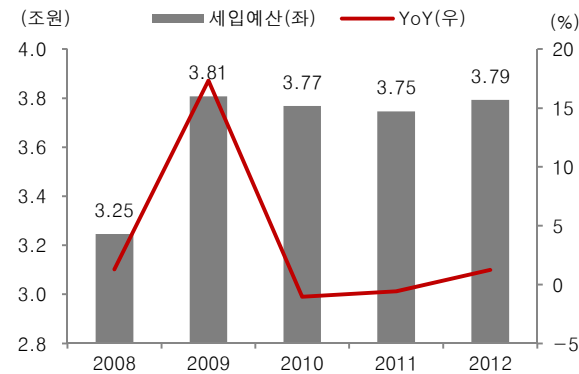
강원도 지방정부의 중기 지방재정계획(2012~16E)에 의하면, 강원도 지방정부의 세출에서 중기적으로 가장 크게 증가하는 부문이 『문화 및 관광』 분야이다. 동계올림픽 경기장 및 진입도로의 건설과 관련한 비용이 증가하기 때문이다. 여기서, 부족 예산은 지방채 발행을 통해 조달할 수 있지만, 동계올림픽 재원조달을 명분으로 취약한 재정건전성을 개선하려는 시도가 2013년 레저세 도입 시도였던 것으로 보인다.[표8~10] 반면, 안전행정부가 강원도 지방정부의 계획에 동조한 이유는 카지노 레저세 도입으로 강원도 지방정부에 대한 지방교부세 배정액이 감소할 경우 동 재원을 타 지자체의 복지재원으로 활용할 수 있기 때문으로 추정된다.

2013년 카지노 레저세 법제화가 무산된 이유도 실질적인 세입증가 효과에 비해 정치적 부담이 더 컸기 때문으로 해석된다. 카지노 레저세(매출액의 10% 가정시)가 도입될 경우, 강원도 지방정부는 강원랜드로부터 연간 1,300억원 수준의 레저세를 거둘 수 있다. 그러나, 레저세를 통해 확보된 강원도 세원의 64% 정도(약 832억원)는 지방교부세 감소로 이어질 것으로 추정된다. 결국, 강원도 지방정부 입장에서는 실질적인 세입증가 효과가 약 468억원 수준에 불과한 것이다. 마침, 2014~15년 지방소비세율의 인상(부가가치세의 5% → 2014년 8% → 2015년 11%)이 예정되어 있는 점도 즉각적인 레저세 도입 필요성을 희석시킨 것으로 보인다.

추후 카지노 레저세 재논의가 진행되더라도 무산 가능성 높아 보임

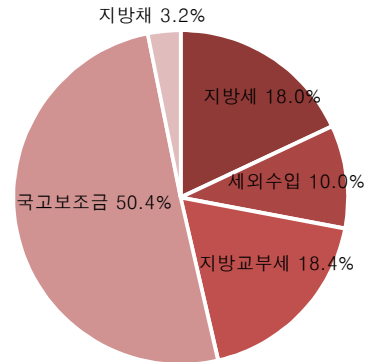
향후 레저세 도입 문제가 다시 논의될 수 있는 시점은 2014년 6월의 지방선거 이후일 것으로 보인다. 강원도 지방정부의 중기 지방재정계획(2012~16E)에 의하면, 사회복지 비용은 2012년 9,096억원 → 2016년(e) 1.02조원으로 연평균 3% 증가에 그칠 전망이다. 우리는 동 계획이 2013년 상반기에 수립된 관계로 박근혜 정부의 복지확대 정책기조가 온전하게 반영되지 않았을 가능성이 크다고 보고 있다. **2014년에는 강원도 지방정부의 중기 지방재정계획이 수정되면서 추가적인 세수 확보에 대한 필요성이 대두될 가능성이 있다.** 다만, 세수확보라는 정책적 목표 달성을 위한 수단이 레저세만 있는 것은 아니기 때문에, 동 이슈는 중앙정부와 차기 강원도 지사의 정책적 선택에 의해 재논의 여부가 결정되게 될 것이다. 다만, **2010년과 2013년의 사례를 보면, 세입증가 효과에 비해 정치적 진통이 크기 때문에 카지노 레저세에 대한 재논의가 진행되더라도 무산될 가능성이 높아 보인다.**

[그림19] 강원도청 세입예산 추이



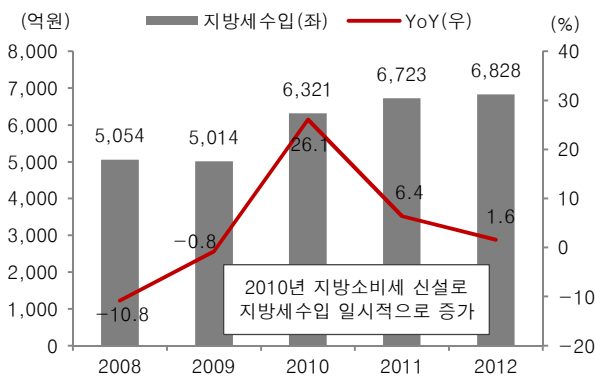
주: 2008~11 년은 세입결산 기준, 2012 년은 세입 최종예산 기준
자료: 안전행정부

[그림20] 강원도청 세입예산 항목별 비중 (2012년 기준)



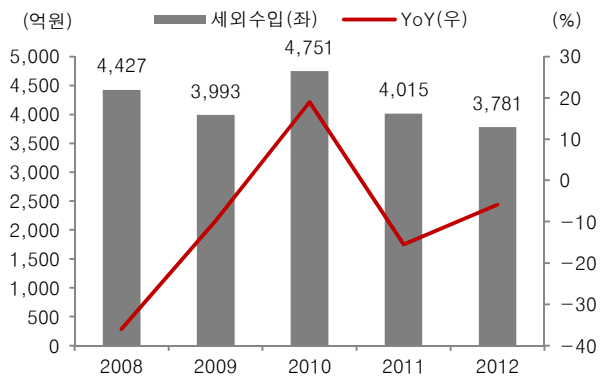
주: 세입 최종예산 기준
자료: 안전행정부

[그림21] 강원도청 지방세수입 추이



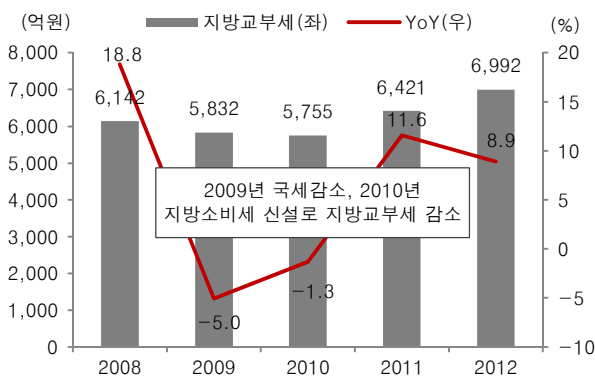
주: 2008~11 년은 세입결산 기준, 2012 년은 세입 최종예산 기준
자료: 안전행정부

[그림22] 강원도청 세외수입 추이



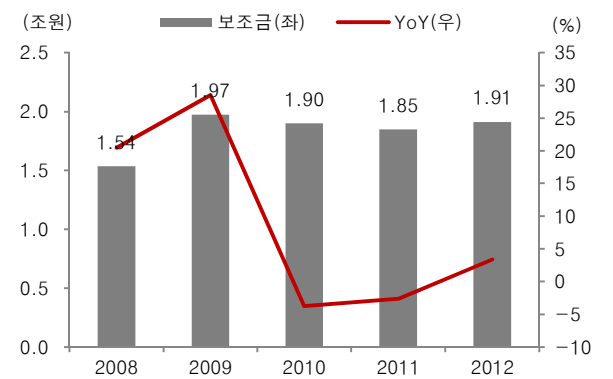
주: 2008~11 년은 세입결산 기준, 2012 년은 세입 최종예산 기준
자료: 안전행정부

[그림23] 강원도청 지방교부세 수입 추이



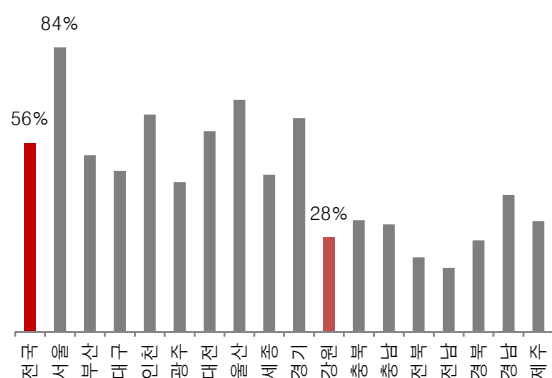
주: 2008~11 년은 세입결산 기준, 2012 년은 세입 최종예산 기준
자료: 안전행정부

[그림24] 강원도청 보조금 수입 추이



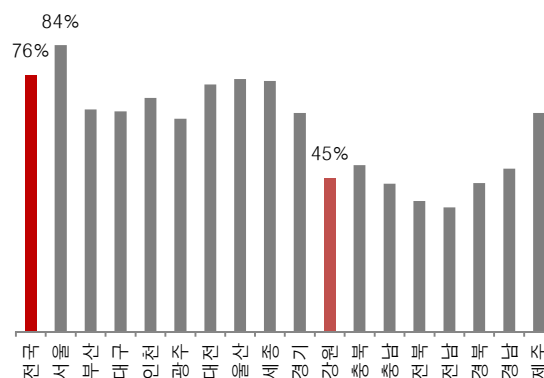
주: 2008~11 년은 세입결산 기준, 2012 년은 세입 최종예산 기준
자료: 안전행정부

[그림25] 지자체별 재정자립도 비교 (2013년 기준)



주: 당초 예산 총액 기준. 재정자립도=(지방세+세외수입)/총예산
 자료: 안전행정부, 동양증권 리서치센터

[그림26] 지자체별 재정자주도 비교 (2013년 기준)



주: 당초 예산 총액 기준. 재정자주도=(지방세+세외수입+지방교부세)/총예산
 자료: 안전행정부, 동양증권 리서치센터

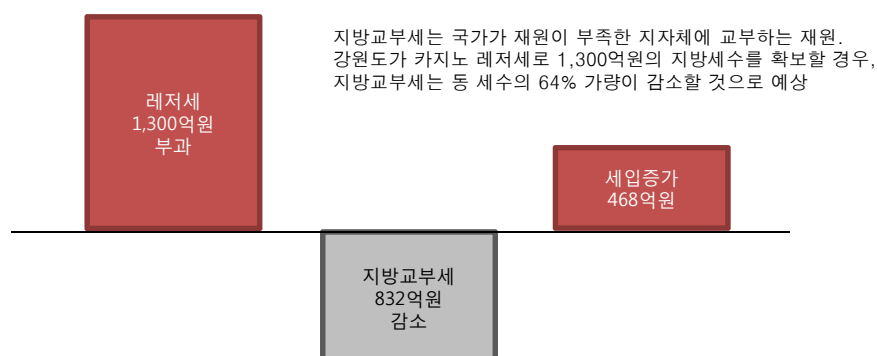
[표 7] 강원도 본청의 지방세 세목별 세수규모

(단위: 억원)

구분	강원도 지방세									계
	취득세	등록세	면허세	레저세	지역개발세	공동시설세	지방교육세	지방소비세	과년도수입	
2008	1,898	1,690	20	-	61	141	1,212	-	32	5,054
2009	1,766	1,638	20	-	62	142	1,230	-	156	5,014
2010	1,823	1,706	20	-	62	157	1,257	1,192	104	6,321
2011	3,546	257	-	-	235	-	1,274	1,318	93	6,723
2012	3,607	266	-	-	243	-	1,321	1,357	349	7,143

주: 2010년 지방소비세 도입, 2011년부터 지방세 세목 변경. 1)취득세와 취득관련분 등록세가 취득세로 통합,
 2)면허세와 취득무관분 등록세가 등록면허세로 통합, 3)공동시설세와 지역개발세는 지역자원시설세로 통합
 자료: 강원도청

[그림27] 카지노 레저세 도입이 강원도청 세입에 미치는 영향



자료: 강원발전연구원, 동양증권 리서치센터

[표 8] 강원도청의 세출 결산금액 및 비중								(단위: 억원)	
	강원도 세출 결산금액			강원도 세출 결산비중			CAGR	CAGR	
	2008	2012	2016E	2008	2012	2016E	2008~12	2012~16E	
일반공공행정	3,455	4,665	4,881	11%	12%	11%	8%	1%	
공공질서 및 안전	830	1,374	1,679	3%	4%	4%	13%	5%	
교육	1,661	1,761	1,830	5%	5%	4%	1%	1%	
문화 및 관광	1,987	2,066	4,351	7%	5%	10%	1%	20%	
환경보호	2,152	3,322	3,926	7%	9%	9%	11%	4%	
사회복지	6,973	9,096	10,183	23%	24%	24%	7%	3%	
보건	490	547	562	2%	1%	1%	3%	1%	
농림해양수산	4,280	4,898	5,306	14%	13%	12%	3%	2%	
산업/중소기업	1,092	1,059	815	4%	3%	2%	-1%	-6%	
수송 및 교통	2,415	2,597	2,144	8%	7%	5%	2%	-5%	
국토 및 지역개발	2,703	3,028	3,652	9%	8%	9%	3%	5%	
과학기술	31	22	18	0%	0%	0%	-8%	-6%	
기타	2,139	3,424	3,596	7%	9%	8%	12%	1%	
총괄	30,209	37,858	42,942	100%	100%	100%	6%	3%	

자료: 안전행정부, 동양증권 리서치센터

[표 9] 강원도청 중기 지방재정계획 (2012~16E) (단위: 억원)					
구 분	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
세입(A)	36,658	37,970	38,779	40,107	41,442
지방세	6,796	6,850	6,927	7,103	7,385
세외수입	3,589	3,442	3,387	3,526	3,617
의존재원	26,273	27,678	28,465	29,478	30,440
경상지출(B)	6,334	6,190	6,052	6,424	6,588
투자기용재원(C=A-B)	30,324	31,780	32,727	33,683	34,854
사업수요(D)	31,524	33,069	34,227	35,183	36,354
부족재원(D-C)	1,200	1,289	1,500	1,500	1,500
지방채 발행	1,200	1,289	1,500	1,500	1,500

자료: 강원도청, 동양증권 리서치센터

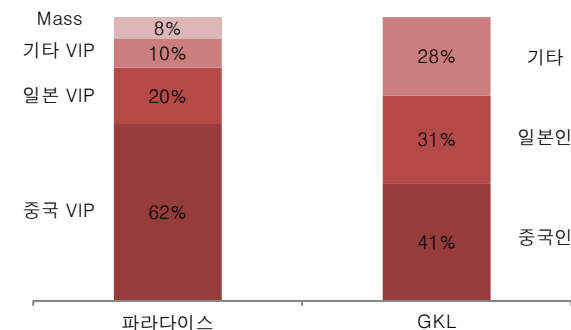
[표 10] 평창동계올림픽 관련 강원도청의 중기 지출계획 (2012~16E) (단위: 억원)						
	총사업비	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
동계올림픽 비용	8,720	293	1,137	2,455	2,196	2,639
동계올림픽 개최기반 조성	108	33	20	15	15	15
대회관련시설 조성	8,622	260	1,117	2,440	2,181	2,624
경기장 인프라 확충	5,064	211	623	1,256	1,269	1,705
경기장 진입도로 확충	3,558	49	494	1,184	912	919

자료: 강원도청, 동양증권 리서치센터

III. 외국인 전용카지노 : Valuation 부담으로 상승탄력 약화

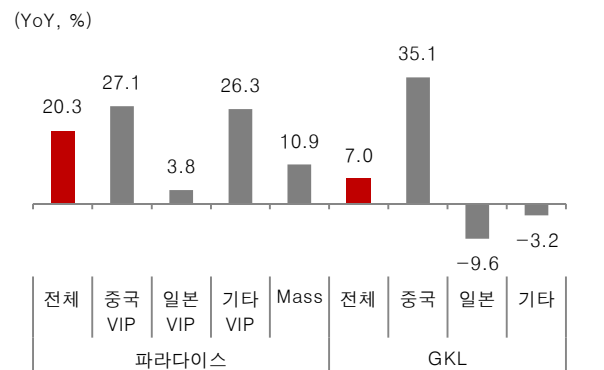
2014년 외국인 전용카지노는 2013년 엔저효과로 인한 일본인 드롭액 정체/감소구간이 해소되는 관계로 중국인 드롭액 성장을 중심으로 견조한 외형성장을 달성할 수 있을 것으로 예상된다. 파라다이스와 GKL 의 중국인 드롭액 비중은 3Q13 누적으로 각각 62%, 41%를 달해 중국인 카지노 시장에 대한 Exposure 가 더욱 높아졌다. 성장시장에 대한 Exposure 확대는 외국인 전용카지노에 대한 중장기 성장성을 더욱 강화시킬 수 있다. 하지만, 2014년은 EPS 제로성장 구간인 관계로 단기적으로 Valuation 부담이 존재해 주가의 상승탄력은 떨어질 것으로 판단된다.

[그림28] 외국인 전용카지노의 3Q13 누적 국적별 드롭액 비중



주: 파라다이스는 5개 점포 합산 기준
자료: 각사 자료

[그림29] 외국인 전용카지노의 3Q13 누적 국적별 드롭액 증가율



주: 파라다이스는 5개 점포 합산 기준
자료: 각사 자료

중국 카지노 업황 : 적어도 2014년 상반기까지는 업황 강세 예상

중국인의 카지노 수요는 그동안 지속적인 상승추세를 시현해왔지만, 역사적으로 부동산 경기강세기에 보다 가파른 성장을 달성한 바 있다. 마카오의 중국인 방문객은 2007년과 2010년의 부동산 경기강세기에 각각 24.0%, 20.4% 증가했으며, 마카오 카지노 매출도 동 기간 각각 46.6%, 57.8% 증가해 2000년대 이후 가장 높은 성장을 기록한 바 있다. 세그먼트별로 살펴봐도, VIP 와 Mass 시장 모두 부동산 경기강세기에 공통적으로 고성장이 나타났다.[그림30~34]

2014년 중국 카지노 수요
긍정적 예상

2013년 중국 부동산 시장은 2012년 바닥권 형성을 뒤로 하고 회복국면에 진입한 상태이다. 베이징, 상하이, 선전, 광저우 등 중국 4대 도시의 부동산 가격은 2013년 하반기 들어 두자릿수 상승률을 시현하고 있다. 이로 인해 마카오의 중국인 방문객은 증가추세에 있으며 마카오 카지노 매출성장율도 빠르게 상승하고 있다. 이는 2013년 하반기 마카오 카지노주의 강세 원인으로 작용하기도 했다.

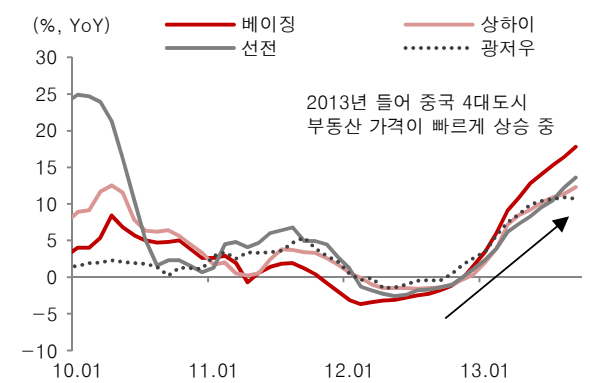
결국, 2014년에도 중국 카지노 수요는 상승추세를 지속하겠지만, 그 증가폭은 중국 부동산경기에 의해 증폭될 수 있다. 한 가지 유념할 점은 중국의 부동산 가격이 현 수준만 유지되더라도 2014년 상반기까지 부동산경기 상승국면이 지속될 수 있다는 점이다. 당분간은 카지노 산업에 있어 업황 강세국면이 지속될 수 있다는 의미이다.

[그림30] 중국 부동산 경기지수



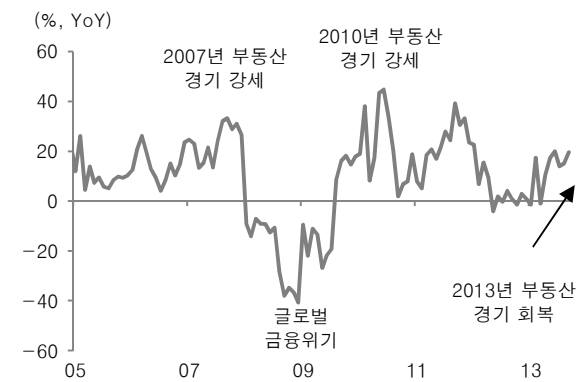
자료: CEIC

[그림31] 중국 기존 주거용건물 매매가격 증가율 추이



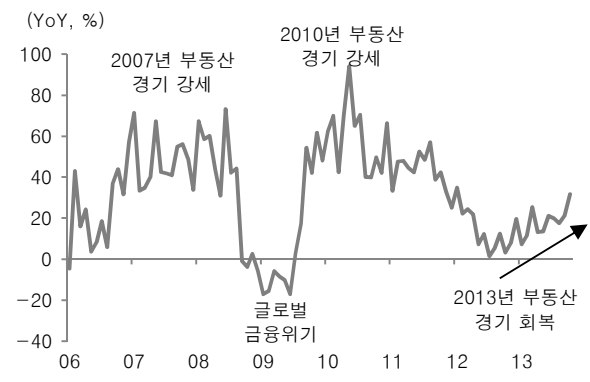
자료: Bloomberg

[그림32] 마카오의 중국인 방문객 증가율 추이



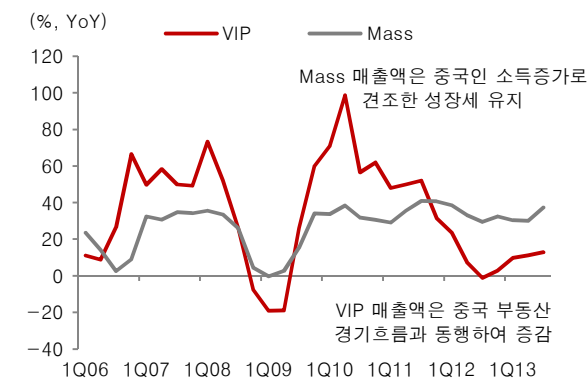
자료: DSEC

[그림33] 마카오의 카지노 매출액 증가율 추이



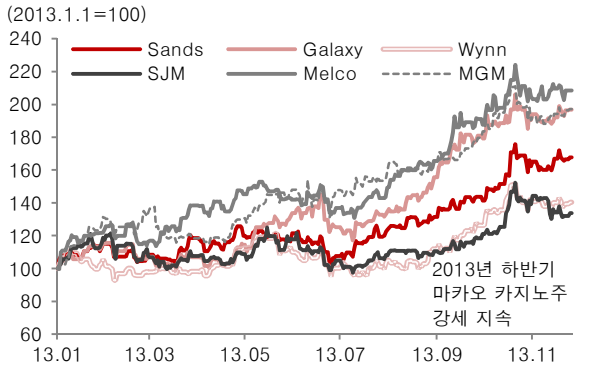
자료: DSEC

[그림34] 마카오 카지노 매출액 증가율 추이 (VIP vs Mass)



자료: Gaming Inspection and Coordination Bureau Macau

[그림35] 마카오 카지노 6개사 주가 추이



자료: Bloomberg

중국 카지노 수요, 非광동성 지역에서 더욱 강화되는 모습

중국의 카지노 인구가 광동성 중심에서 非광동성 지역으로 확대되는 추세이다. 이는 한국 외국인 전용카지노에 있어 더욱 우호적인 영업환경으로 작용할 수 있다.

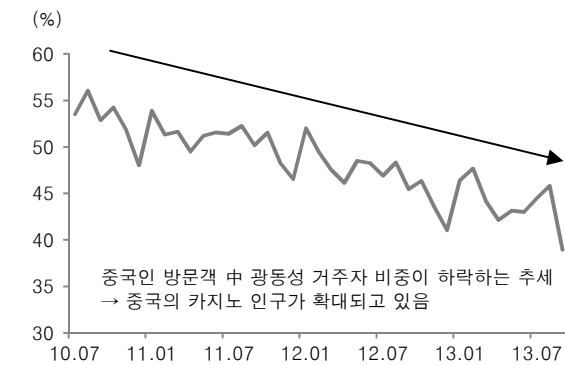
구체적으로, 마카오의 중국인 방문객 중에서 광동성 거주자가 차지하는 비중은 3Q10 54.3% → 3Q13 43.3% 로 3년만에 11%p 하락한 상황이다.[그림36] 마카오와 인접한 광동성의 경우, 카지노 시장이 상당부분 개척된 상태이지만 중국의 기타 지역들은 여전히 성장 초기단계이기 때문에 당연한 결과라고 할 수 있다.

2013년 9월 누적기준 중국인 거주지별 마카오 방문객 증가율을 살펴보면, 광동성 거주민은 +2.5% 증가에 그쳤지만 베이징 거주민은 +15.0%, 상하이 거주민은 +12.0%, 동북 3성 거주민은 +16.0% 증가를 기록했다.[그림37] 중국인의 여행수요는 소득이 증가할수록 『국내여행 → 홍콩/마카오 여행 → 한국, 일본 등 주변국 여행 → 장거리 여행』의 순으로 이동하는 것으로 판단된다. 중국의 고속철 건설, 광동성-마카오간 철도 건설, 마카오 육상 출입국 관리소 설비 증축 등의 교통 인프라 발전은 중국인들의 평균소득 증가와 결합하면서 전국적으로 마카오향 여행수요를 확대시키고 있는 것으로 분석된다.

중국 카지노 인구증가는
한국 외국인 전용카지노에
긍정적으로 작용할 것

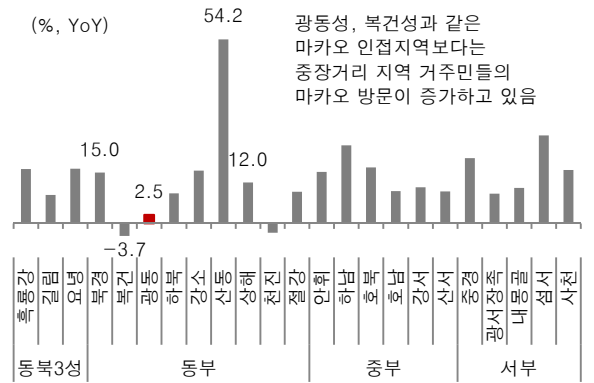
이렇듯, 중국 각지의 마카오 방문객이 증가하고 있는 것은 중국의 카지노 이용인구 증가로 이어지면서 향후 한국 외국인 전용카지노에도 긍정적인 영향을 미치게 될 것으로 기대된다. 한국 외국인 전용카지노는 마카오의 Premium Mass 세그먼트 고객들도 VIP 세그먼트 고객으로 대우받을 수 있는 카지노이며 베이징, 장춘 등에 거주하는 중국인들 입장에서 지리적으로 가깝다는 이점이 있기 때문이다. 특히, 마카오 방문을 계기로 카지노 게임이 친숙해진 중국 동북부 지역 중국인들은 추후 한국 외국인 전용카지노의 잠재고객이 될 것으로 여겨진다.

[그림36] 마카오의 중국인 방문객 중 광동성 거주자 비중 추이



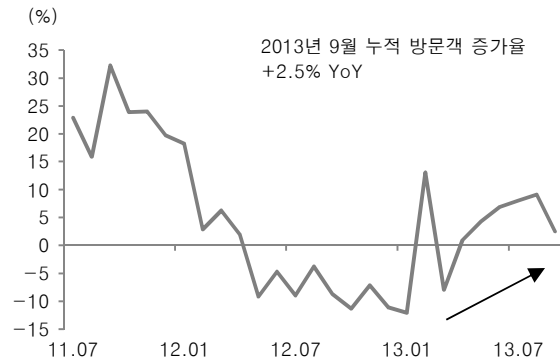
자료: DSEC

[그림37] 마카오의 중국인 방문객, 거주지별 증가율 비교 (3Q13 누적)



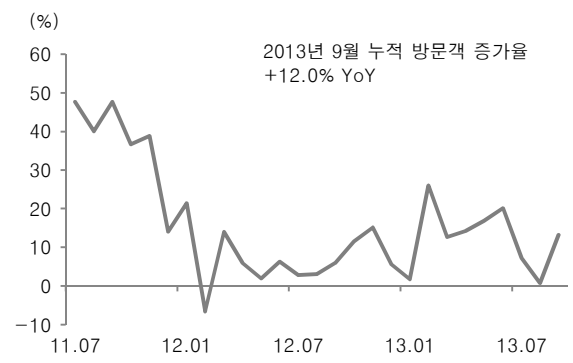
자료: DSEC

[그림38] 마카오의 광둥성 거주 중국인 방문객 증가율 추이



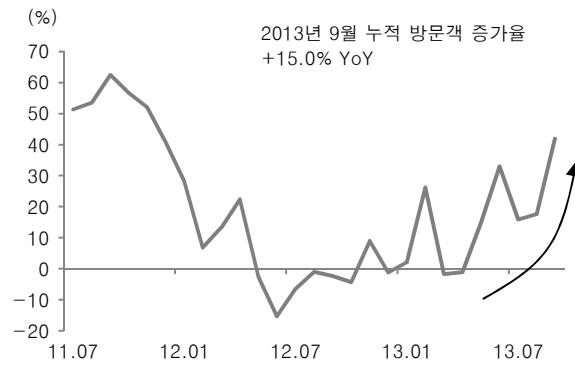
자료: DSEC

[그림39] 마카오의 상하이 거주 중국인 방문객 증가율 추이



자료: DSEC

[그림40] 마카오의 베이징 거주 중국인 방문객 증가율 추이



자료: DSEC

[그림41] 마카오의 동북3성 거주 중국인 방문객 증가율 추이



자료: DSEC

2014년 외국인 전용 카지노는 일시적으로 EPS 제로 성장구간 진입

2014년 외국인 전용 카지노의 영업비용에는 개별소비세(카지노 매출액 대비 4%)가 반영되기 시작한다. 이에 더해, 개별소비세의 30%가 교육세로 부과되기 때문에 실질적으로는 세율이 최대 5.2%에 달한다. 다만, 동 세금은 카지노 영업장별로 매출액 사이즈에 따라 차등요율 및 공제금액이 적용된다. 이를 감안하면, 파라다이스와 GKL의 2014년 실질 개별소비세율은 각각 매출액 대비 3.5%, 3.2%에 달할 것으로 예상된다.[표11, 그림42]

외국인 전용카지노는
2014년 EPS 제로성장
국면 진입

따라서, 파라다이스와 GKL의 2014년 실적은 중국인 드롭액 증가에 따른 Top-line 성장에도 불구하고 개별소비세 신규반영에 따른 영업이익률 하락으로 인해 영업이익과 순이익 모두 제로 성장을 기록할 것으로 예상된다. 구체적으로, 파라다이스의 2014년 연결실적은 매출액 7,873억원(+23% YoY), 영업이익 1,392억원(+0% YoY), 지배주주귀속 당기순이익 1,065억원(-4% YoY)로 추정된다. GKL의 2014년 실적은 매출액 6,111억원(+9% YoY), 영업이익 1,943억원(-1% YoY), 당기순이익 1,497억원(-0% YoY)으로 추정된다.[표12]

[표11] 개별소비세법의 카지노 관련 사항 정리

[입장행위에 대한 개별소비세]

내국인 : 1명 1회 입장에 대해 3,500원 (현행) → 7,000원 (2014년부터)
외국인 : 1명 1회 입장에 대해 2,000원

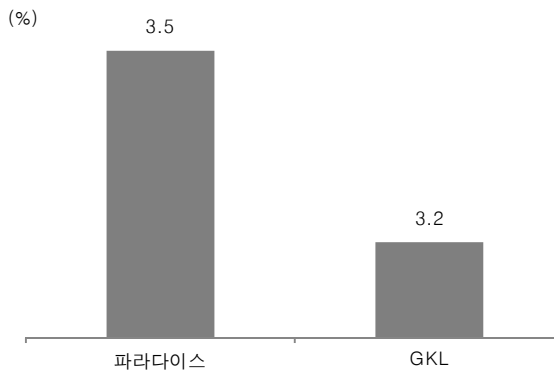
[영업행위에 대한 개별소비세]

카지노 영업장 연간 매출액	세율
500억원 이하	0%
500억원 초과, 1천억원 이하	500억원 초과금액 x 2%
1천억원 초과	10억원 + (1천억원 초과금액 x 4%)

** 영업행위에 대한 개별소비세는 강원랜드 2012년, 외국인 전용카지노 2014년부터 적용

자료: 동양증권 리서치센터

[그림42] 외국인 전용카지노의 실질 개별소비세율 추정치 (2014년)



자료: 동양증권 리서치센터

[표12] 외국인 전용카지노 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

			2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
파라다이스 (IFRS-연결)	실적	매출액	3,740	5,063	6,386	7,873	9,824	11,673
		영업이익	509	852	1,390	1,392	1,881	2,506
		당기순이익	326	722	1,109	1,065	1,372	1,784
	증가율 (YoY)	매출액	-30%	35%	26%	23%	25%	19%
GKL (IFRS-별도)	실적	매출액	5,147	5,024	5,585	6,111	6,748	7,703
		영업이익	1,375	1,464	1,954	1,943	2,186	2,699
		당기순이익	633	1,441	1,498	1,497	1,697	2,109
	증가율 (YoY)	매출액	-3%	-2%	11%	9%	10%	14%
		영업이익	44%	7%	33%	-1%	12%	24%
		당기순이익	-11%	128%	4%	0%	13%	24%

주: 파라다이스는 3Q14 부산카지노 합병, 3Q15 제주롯데카지노 합병 가정

자료: 동양증권 리서치센터

따라서, 파라다이스와 GKL 의 2014년 주가는 상당 기간 정체되면서 마카오 카지노 Peer 들과 차별적인 흐름을 보이게 될 가능성이 높다. 마카오 Peer 들이 실적 강세로 Re-rating 되더라도 파라다이스와 GKL 의 Multiple 이 동반 상승하긴 어려울 것이라는 의미이다.

앞서 2012년에 개별소비세가 영업비용으로 반영된 강원랜드의 주가는 1Q12부터 주가가 하락하기 시작해 2012년 8월 초까지 약세를 지속한 바 있다.[그림43] 2012년 강원랜드의 경우, 카지노 포화현상으로 인해 Top-line 성장이 미미한 수준이었고, 실질 개별소비세율이 4.9%로 높았으며, 폐광기금 요율도 동반 인상된 관계로 두자릿수 감익 구간에 있었다.[표13] 따라서, 2012년 강원랜드와 2014년 외국인 전용카지노의 상황에는 차이가 있다. 그러나, 외국인 전용카지노의 주가상승탄력이 1Q14부터 둔화될 수 밖에 없다는 점은 분명해 보인다.

[그림43] 2012년 개별소비세 적용 및 폐광기금 요율인상 당시의 강원랜드 주가흐름



자료: 동양증권 리서치센터

[표13] 강원랜드 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E
실적	매출액	3,470	3,058	3,326	3,108	3,420	3,093	3,744	3,633
	영업이익	1,239	1,020	1,058	751	1,183	930	1,352	1,045
	순이익	933	809	818	503	889	762	1,046	800
증가율 (YoY)	매출액	4%	3%	2%	0%	-1%	1%	13%	17%
	영업이익	-15%	-10%	-21%	-22%	-4%	-9%	28%	39%
	순이익	-9%	-15%	-22%	-37%	-5%	-6%	28%	59%

자료: 동양증권 리서치센터

외국인 전용카지노의 2014년 주가상승탄력이 둔화될 것으로 보는 큰 이유는 **마카오 Peer 들의 대규모 증설이 2015~16년에 집중되어 있어 마카오 Peer 들의 중기 실적개선이 보다 가파르게 나타날 수 있기 때문이다.** 마카오 Peer 들의 합산 게임설비는 증설전 테이블 5,534대, 슬롯머신 16,728대 → 증설후 테이블 9,634대(+74%), 슬롯머신 29,228대(+75%)로 증가할 예정이다. [표14, 그림44~45]

반면, 파라다이스는 2014년 EPS 제로성장 국면을 지나게 되고 2017년이 되어야 영종도 복합리조트 『파라다이스시티』를 개장하게 된다. GKL도 2014년 EPS 제로성장 국면을 지나게 되지만, 신규사업에 대한 발표가 아직 미정인 관계로 마카오 수준의 Valuation을 부여받긴 이른 상황이다.

외국인 전용카지노는
2014년 하반기 비중확대가
비랍적

→ 다만, GKL은 복합리조트
건설 발표시, Re-rating 가능해
2014년 상반기에도 관심 필요

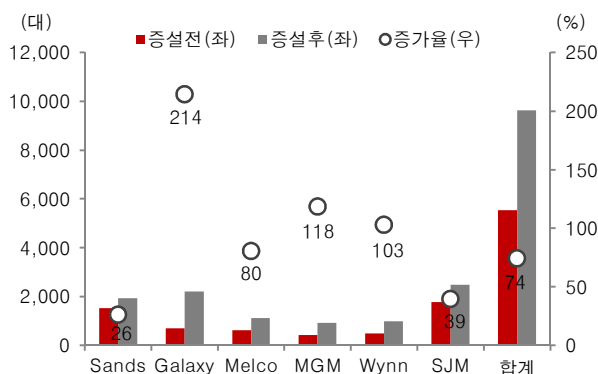
따라서, **2014년 외국인 전용카지노에 대한 투자전략은 상반기 비중축소, 하반기 비중확대이다.** [그림46]는 카지노주 Peer 들의 2014E PER vs EPS 성장률(13~15E) 차트이다. 파라다이스(Buy, TP 33,000원)의 경우, Valuation 부담이 분명히 존재함을 볼 수 있다. 파라다이스의 주가는 2014년 하반기가 되어야 2015년 예상실적을 바탕으로 상승탄력을 얻게 될 수 있다. 반면, GKL(Buy TP 49,000원)은 여전히 저가매력이 있지만, Peer 들과 달리 장기성장에 대한 로드맵이 미제시된 점이 부담이다. **GKL은 향후 복합리조트 건설추진에 대한 발표가 나올 경우, 파라다이스와의 Valuation Gap 축소가 일어나면서 주가가 상승할 수 있는 여력이 남아있다.** 따라서, GKL의 경우 **2014년 상반기에도 관심의 대상으로 삼아야 할 것으로 판단된다.**

[표14] 마카오 코타이 간척지의 신규 복합리조트형 카지노 건설계획

기업명	카지노명	완공시점	투자금	비고
Sands China	Parisian Macau	2015년 말	약 27억달러	테이블 400개, 슬롯머신 2,500개, 객실 3,300실
Galaxy Entertainment	Galaxy Macau (2단계) Galaxy Macau (3~4단계)	2015년 중순 2018년	약 25억달러 약 75억달러	테이블 500개, 슬롯머신 1,000개, 객실 1,400실 테이블 1,000대, 슬롯머신 3,000개, 객실 5,500실
Melco Crown	Studio City	2015년 중순	약 20억달러	테이블 500개, 슬롯머신 1,500개, 객실 1,600실
Wynn Macau	Wynn Palace	2016년 초	약 40억달러	객실 2,000개 (게임기구수 미상)
MGM	MGM Cotai	2016년 초	약 25억달러	테이블 500개, 슬롯머신 2,500개, 객실 1,600실
Louis XIII	-	2016년 초	약 10억달러	테이블 66개, 객실 236실
SJM	SJM Cotai	2017년	32억달러 + α	테이블 700개, 슬롯머신 1,000개, 객실 2,000실

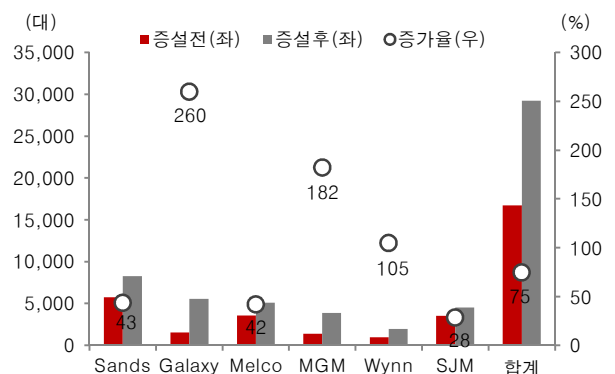
자료: 각사자료, 동양증권 리서치센터

[그림44] 2015~17년 마카오 증설 이후, 테이블수 변화



자료: 동양증권 리서치센터

[그림45] 2015~17년 마카오 증설 이후, 슬롯머신수 변화



자료: 동양증권 리서치센터

[표15] 카지노주 Peer 비교 (11/28 기준)

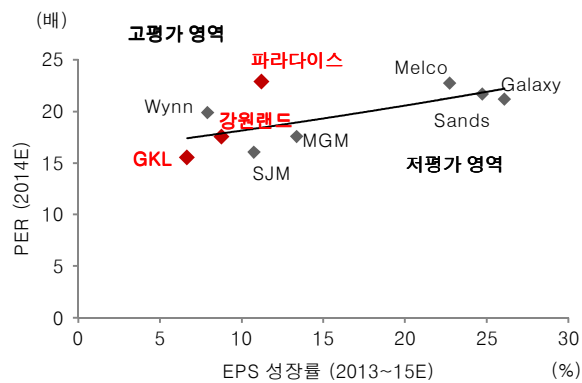
(단위: 억원, 백만달러, 배, %)

종목명		파라다이스	GKL	강원랜드	Sands	Galaxy	Wynn	SJM	Melco	MGM
통화		KRW	KRW	KRW	USD	USD	USD	USD	USD	USD
2012	매출	5,185	5,024	12,962	6,479	7,339	3,814	10,196	4,023	2,796
	영업이익	898	1,464	4,049	1,396	1,028	852	851	514	567
	순이익	747	1,441	3,062	1,220	961	798	857	431	589
	PER	20.9	12.3	20.4	28.9	17.1	17.6	15.0	21.6	11.7
	PBR	2.1	5.4	2.5	7.6	6.3	19.8	5.6	3.7	11.1
	ROE	12.5	52.1	13.2	22.1	39.7	130.0	35.8	13.1	87.3
	EV/EBITDA	13.9	9.1	10.8	23.2	13.5	13.0	11.6	16.0	11.4
2013(e)	매출	6,386	5,585	13,889	8,823	8,276	3,952	11,156	4,956	3,307
	영업이익	1,390	1,954	4,510	2,233	1,310	961	957	811	703
	순이익	1,109	1,496	3,491	2,176	1,263	934	971	644	672
	PER	22.2	16.4	19.9	28.2	26.2	21.5	17.9	30.5	20.3
	PBR	3.1	6.0	2.5	9.9	8.2	16.3	6.1	4.8	15.2
	ROE	16.1	40.6	14.1	36.0	35.9	72.0	35.5	16.2	78.4
	EV/EBITDA	15.4	10.2	11.0	22.9	20.3	17.8	13.3	16.4	16.4
2014(e)	매출	7,873	6,111	15,478	10,522	9,330	4,272	12,214	5,523	3,713
	영업이익	1,392	1,943	5,016	2,821	1,609	1,059	1,069	964	819
	순이익	1,065	1,493	3,830	2,829	1,564	1,010	1,082	864	778
	PER	23.2	16.4	18.2	21.7	21.2	19.9	16.0	22.7	17.5
	PBR	2.8	5.2	2.4	8.5	5.9	13.4	5.4	4.0	11.6
	ROE	13.6	34.2	14.4	41.5	31.9	73.9	35.6	19.0	73.5
	EV/EBITDA	16.2	10.0	9.8	18.3	17.0	16.3	11.9	14.5	14.4

주: 국내 카지노 3 사는 당사 추정치. 마카오 6 사는 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

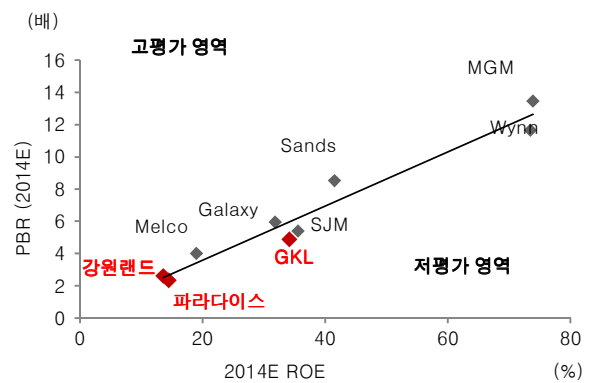
[그림46] 카지노주 PER vs EPS 성장률 차트



주: 국내 카지노 3 사는 당사 추정치. 마카오 6 사는 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

[그림47] 카지노주 PBR-ROE 차트



주: 국내 카지노 3 사는 당사 추정치. 마카오 6 사는 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

[이슈] 블라디보스토크 카지노 복합단지

2014년 하반기,
블라디보스토크 최초의
카지노 개장

2014년 하반기에는 러시아 블라디보스토크 카지노단지(IEZ : Integrated Entertainment Zone)에 최초의 카지노가 들어설 예정이다. 결론적으로, 우리는 동 카지노 단지가 한국 외국인 전용카지노에 큰 위협요인으로 작용하지 않을 것으로 보고 있다. 하지만, 현 시점에서 동 카지노 단지에 대해 살펴볼 필요성은 있다.

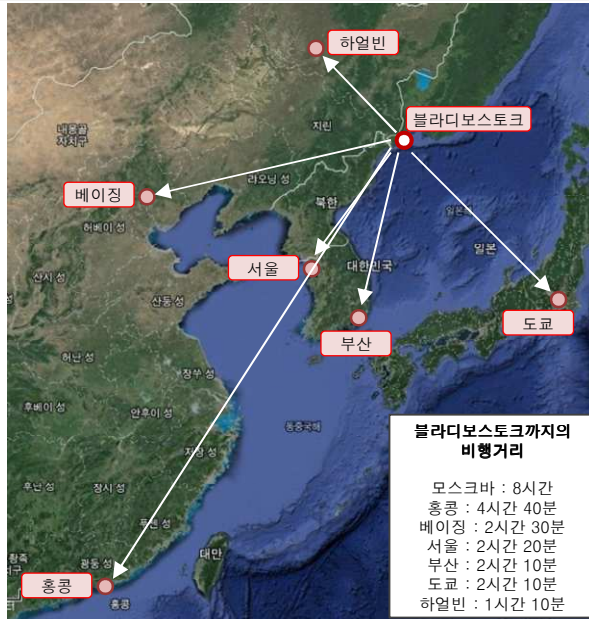
2007년 러시아는 전국의 4개 지역에만 카지노 영업권을 부여하는 내용의 연방법을 통과시켰으며 2009년부터 이들 4개 지역 밖에서의 카지노 영업을 금지했다. 카지노 영업이 허가된 4개 지역은 러시아 서부지역의 1)Kaliningrad 와 2)Sea of Azov, 중국, 몽골 및 카자흐스탄과의 인접지역인 3)Altai, 러시아 극동지역의 4)Primorsky Krai(연해주) 지역 등이다. 이들 지역 중에서 Primorsky Krai 의 카지노는 블라디보스토크 인근 지역에 대규모 복합단지의 형태로 건설되고 있다. 블라디보스토크는 비행시간 기준으로 2시간 반 거리에 베이징, 서울, 부산, 도쿄 등을 포함하고 있는 도시이다. 블라디보스토크 카지노단지는 블라디보스토크 공항으로부터 차로 15~20분 거리에 위치하고 있다.[그림48~49]

2014년에는 동 카지노단지에 최초의 카지노가 개장하게 된다. 최초의 카지노는 마카오의 카지노계 별 로렌스 호(Lawrence Ho)가 지분 참여하는 카지노로 2014년 9월에 1단계 개장(테이블 65대, 슬롯머신 800대, 객실 120실)을 하고, 추후에 2단계 개장(테이블 170개, 슬롯머신 500대, 객실 500실)을 통해 설비 확장을 실시할 예정이다. 블라디보스토크 카지노단지에는 총 12개의 카지노가 건설될 것이며, 동 단지의 완공시점은 2022년으로 예정되어 있다. 블라디보스토크 카지노단지는 마카오 코타이 간척지처럼 대규모 복합리조트형 카지노들이 집결된다는 점에서 매력적이라고 할 수 있다. 내국인이 출입 가능한 오픈 카지노로써 한-중-일 3개국의 인구 밀집지역과 가깝다는 점도 긍정적이다.

블라디보스토크
카지노단지는 공항 인프라
열세로 인해 한국 카지노에
큰 영향 못 미칠 듯

다만, 블라디보스토크 카지노단지가 한국의 외국인 전용카지노에 미칠 영향은 매우 미미한 수준일 것으로 판단된다. 초기 카지노 공급량이 크지 않은 이유도 있지만, 핵심적인 이유는 블라디보스토크 공항이 다수의 국제선 항공기가 취항할만큼 충분한 국제선 Traffic 을 확보하기 어려운 조건에 있기 때문이다. 따라서, 동 공항은 글로벌 허브공항으로 도약할 수 없으며, 공항 인프라의 열세는 카지노 모객에 있어 결정적인 약점으로 작용할 것이다. 먼저, 블라디보스토크 공항의 현 위치를 살펴보면, 여객처리능력은 구공항과 신공항을 합쳐 연간 450만명에 불과하며, 2012년 Traffic 도 162만명에 그치고 있다.[표16, 그림52] 블라디보스토크는 주변 인구가 Primorsky Krai 인구 기준으로 196만명, 극동러시아 기준으로 629만명에 불과하며, 극동러시아의 인구밀도도 km^2 당 인구수 기준으로 1명에 그쳐 내국인 항공수요가 매우 적다.[표18] 반면, 한국 외국인 전용카지노는 글로벌 허브공항인 인천국제공항을 인프라 자원으로 보유하고 있어 한-일 양국 카지노 고객에 대한 모객이 용이하다. 인천국제공항의 여객처리능력은 현재 4,000만명이며 오는 2018년에 제2여객터미널이 운영을 개시하면 6,200만명으로 도약하게 된다. 인천국제공항의 2012년 국제선 Traffic 은 3,897만명에 달해 블라디보스토크 공항 Traffic 의 24배에 달한다.[표17, 그림53] 무엇보다, 한국의 인구는 5,000만명을 상회해 풍부한 자국민 해외여행 여객수요를 확보하고 있고 인구밀도도 km^2 당 491명으로 높아 허브공항이 들어설 입지조건이 뛰어나다고 할 수 있다.

[그림48] 동북아 주요도시 및 블라디보스토크간의 비행시간



자료: 동양증권 리서치센터

[그림49] 러시아 연해주 지역지도 (북합리조트 단지 위치)



자료: 동양증권 리서치센터

[그림50] 블라디보스토크 북합리조트 단지 개발계획



자료: Primorye IEZ

[그림51] 러시아 연해주 지역인구 및 공항까지의 거리



자료: 동양증권 리서치센터

[표16] 블라디보스토크공항 신공항 건설 전후 여객처리능력 비교

		구공항	신공항	합
활주로	개	2	2	4
	km	1.6	6.2	7.8
여객처리능력	만명	100	350	450

** 구공항은 2012년 신공항 개항 이후, 국내선 전용으로 용도가 바뀜

자료: 블라디보스토크국제공항, 동양증권 리서치센터

[표17] 인천국제공항 시설 및 수용능력

			1 단계	2 단계	3 단계	총계
시설	부지규모	만m ²	1,172	957	111	2,240
	활주로	개	2	1	-	3
	여객계류장	만m ²	127	117	79	323
	탑승동	만m ²	127	17	-	143
	화터미널	만m ²	127	13	41	181
수용능력	여객	만명	3,000	1,000	2,200	6,200
	화물	만t	270	180	130	580

주: 인천국제공항 3 단계(제2 여객터미널)는 2017년 12월에 완공되어 2018년부터 운영을 시작할 예정

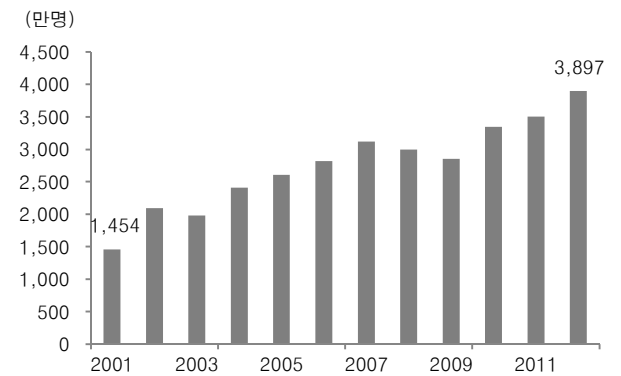
자료: 인천국제공항공사, 국토교통부

[그림52] 블라디보스토크공항 이용객수 추이



자료: 블라디보스토크국제공항

[그림53] 인천국제공항 이용객수 추이



자료: 인천국제공항공사

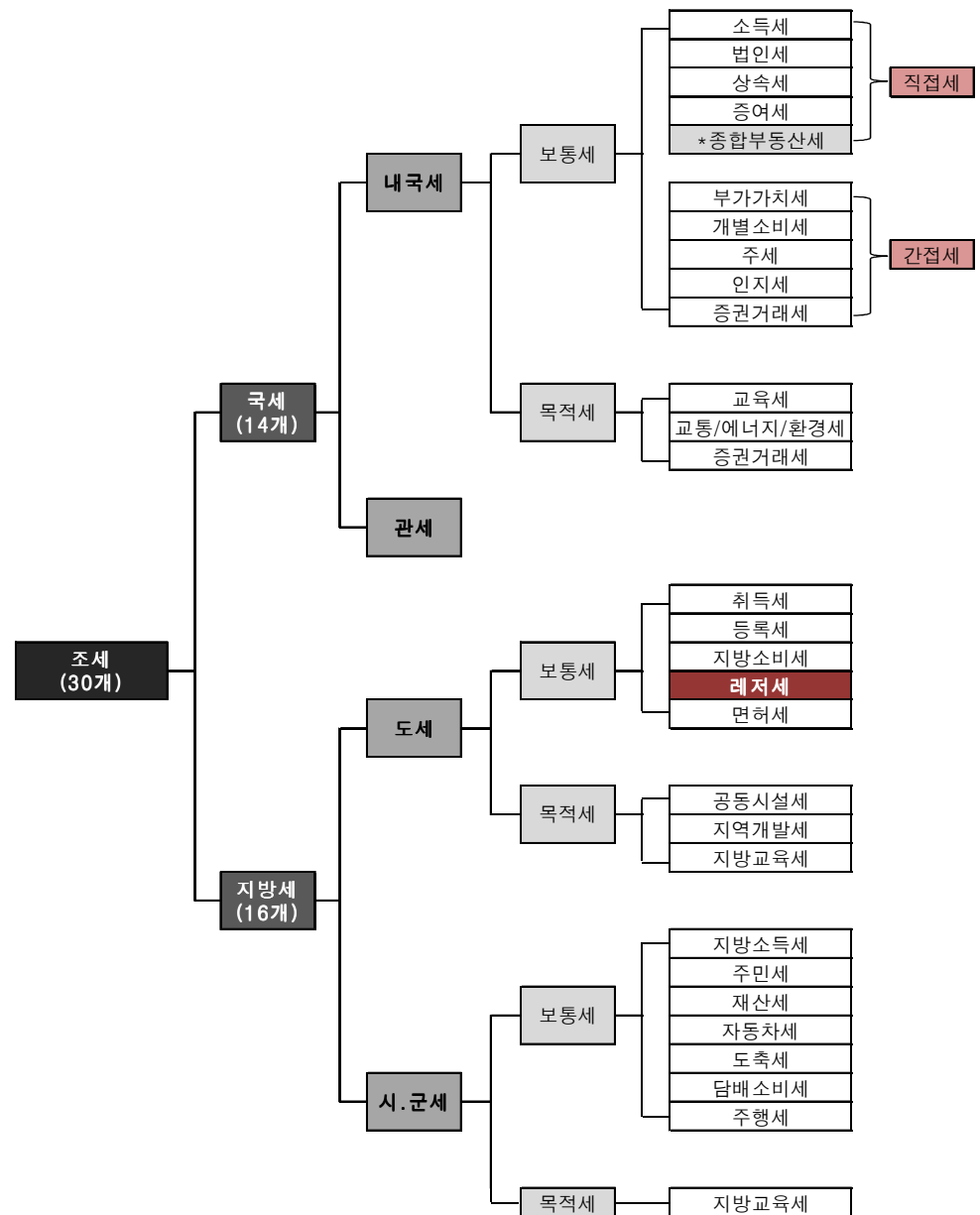
[표 18] 글로벌 허브공항들과 블라디보스토크공항간의 비교 (2011년 기준)

	국제선여객(만명)	인구(만명)	인구밀도(인구/km2)
런던 히드로 국제공항	6,469	6,340	260
파리 샤를드골 국제공항	5,567	6,595	102
홍콩국제공항	5,275	718	6,506
두바이국제공항	5,019	547	65
암스테르담 스키폴국제공항	4,968	1,681	405
프랑크푸르트 국제공항	4,948	8,115	227
싱가포르 창이국제공항	4,543	546	7,834
방콕 스완나품 국제공항	3,501	6,745	131
인천국제공항	3,454	4,896	491
블라디보스토크 국제공항	146	629	1

주: 인구와 인구밀도는 해당 허브공항이 위치한 국가의 인구와 인구밀도 기준. 블라디보스토크의 경우, 극동러시아 전체인구와 인구밀도를 채택
자료: ACI, 동양증권 리서치센터

[Appendix I] 한국의 세제 구조

[표54] 한국의 국세 및 지방세 체계도



주: 2014년부터 종합부동산세는 국세에서 지방세로 전환될 예정
 자료: 동양증권 리서치센터

[Appendix II] 한국 카지노 업체 현황

[표19] 한국 카지노업체 현황 (2013년 5월 기준)

시/도	업 소 명 (법 인 명)	허가일	운영형태 (등급)	대표자	종사원수 (명)	'12매출액 (억원)	'12입장객 (명)	전용영업장면적(m ²)
서울	파라디이스카지노워커히 【(주)파라디이스】	'68.3.5	임대 (특1)	이혁병	942	3,728	430,275	3,178
	세븐럭카지노 강남점 【그랜드코리아레저(주)】	'05.1.28	임대 (컨벤션)	신경수	1,363	2,667	396,832	5,380
	세븐럭카지노 강북점 【그랜드코리아레저(주)】	'05.1.28	임대 (특1)	신경수	472	2,128	912,288	2,812
부산	세븐럭카지노 부산점 【그랜드코리아레저(주)】	'05.1.28	임대 (특1)	신경수	262	805	207,562	2,234
	파라디이스카지노 부산 【(주)파라디이스글로벌】	'78.10.29	직영 (특1)	이혁병	307	812	104,208	2,284
인천	파라디이스 인천 카지노 【(주)파라디이스글로벌】	'67.8.10	임대 (특1)	이혁병	343	775	44,566	1,312
강원	알펜시아카지노 【(주)코자나】	'80.12.9	임대 (특1)	심양보	39	7	9,831	690
대구	호텔인터볼고대구 카지노 【(주)골든크라온】	'79.4.11	임대 (특1)	김영철	203	151	51,548	3,473
제주	리미프리카카지노 【(주)에이스통상】	'75.10.15	임대 (특1)	박성호	149	164	27,190	2,359
	파라디이스그랜드카지노 【(주)파라디이스제주】	'90.9.1	임대 (특1)	이혁병	130	371	46,748	2,757
	신라호텔카지노 【벨루가(주)】	'91.7.31	임대 (특1)	최 철	109	98	18,382	1,954
	로얄펠레스카지노 【(주)풍화】	'90.11.6	임대 (특1)	윤 온	98	159	20,319	1,353
	파라디이스롯데카지노 【(주)파라디이스】	'85.4.11	임대 (특1)	이혁병	148	357	35,486	1,205
	엘베가스카지노 【티엘시레저(주)】	'90.9.1	직영 (특1)	이용식	158	131	37,357	1,027
	하얏트호텔카지노 【(주)유니콘】	'90.9.1	임대 (특1)	여운관	74	76	17,389	803
	골든비치카지노 【(주)골든비치】	'95.12.28	임대 (특1)	정희태	131	83	23,606	824
16개 업체(외국인대상)			직영:2 임대:14		4,928	12,510	2,383,587	33,644
강원 (내 외국인대상)	강원랜드카지노 【(주)강원랜드】	00.10.12	직영 (특1)	최홍집	1,697	12,093	3,024,511	12,793
17개 업체(내/외국인대상)			직영:4 임대:13		6,625	24,604	5,408,098	46,437

자료: 한국카지노업관광협회

[표20] 한국 카지노업체 게임시설 현황 (2013년 6월 기준)

시/도	업 소 명 (법 인 명)												총계
		블랙잭	룰렛	바카라	빅휠	다이사이	포커	카지노워	마작	소계	슬롯머신	비디오게임	
서울	파라다이스카지노워커힐 [(주)파라다이스]	19	7	52	1	1	9	1		90	29	101	9중220대
	세븐럭카지노 강남점 [그랜드크리에이저(주)]	16	5	43		1	4			69	26	95	7중190대
	세븐럭카지노 강북점 [그랜드크리에이저(주)]	12	9	30		2	4	2		59	42	89	8중190대
부산	세븐럭카지노 부산점 [그랜드크리에이저(주)]	9	6	15	1	1	3			35	25	55	8중105대
	파라다이스카지노 부산 [(주)파라다이스글로벌]	5	3	23	1		2	1		35	10	32	8중77대
인천	파라다이스 인천 카지노 [(주)파라다이스글로벌]	4	1	24		1	3			33	15	18	7중66대
강원	엘펜시아카지노 [(주)코자나]	3	1	10	1	1	1			17	10	30	8중57대
대구	호텔인터볼고대구 카지노 [(주)골든크라운]	8	4	21		1	9		20	63	10	40	8중113대
제주	리미프리카카지노 [(주)에이스통상]	4	2	31	1	1				39	13	9	7중61대
	파라다이스그랜드카지노 [(주)파라다이스제주]	3	2	21		1	1			28	52	10	7중90대
	신라호텔카지노 [벨루기(주)]	4	2	12		2	1			21			5중21대
	로얄팔레스카지노 [(주)중화]	4	2	11		1				18	13	2	6중33대
	파라다이스롯데카지노 [(주)파라다이스]	4	3	31		1	1	1		41	46	2	8중89대
	엘베가스카지노 [터엘시레저(주)]	2	1	22		1	1			27	12	4	7중43대
	하얏트호텔카지노 [(주)유니콘]	2	2	13	1	1				19	10		6중29대
	골든비치카지노 [(주)골든비치]	2	1	22		1				26	24		5중50대
16개 업체(외국인대상)		101	51	381	6	17	39	5	20	620	337	487	9중1,369대
강원 (내 외국인대상)	강원랜드카지노 [(주)강원랜드]	71	17	85	2	6	16	3		200	400	960	9중1,560대
17개 업체(내/외국인대상)		172	68	466	8	23	55	8	20	820	737	1447	9중2,929대

자료: 한국카지노업관광협회, 동양증권 리서치센터

IV. 면세점 산업 : 중국인 방한 쇼핑 모멘텀 지속

우리는 중국의 카지노 수요와 마찬가지로 중국인들의 쇼핑/여행도 중국 부동산 경기와 밀접한 관련성을 갖는 것으로 보고 있다. 이는 중국인들의 쇼핑여행지인 한국의 중국인 입국자 지표로도 확인할 수 있다. 역사적으로, 중국의 부동산 경기가 강세였던 2007년과 2010년에는 중국인들의 한국 방문도 폭발적으로 증가하는 모습을 보였다.[그림55~56] 2013년에는 중국 부동산 경기가 다시 강세를 나타내는 가운데, 중국인들의 한국 방문도 2013년 6~9월 지속적으로 70%대 증가율을 기록했다. 동 기간의 폭발적인 중국인 방문 증가는 2012년 8월의 중국인 복수비자 발급대상 및 유효기간 확대, 비자신청서류 간소화 조치와도 맞물리면서 부동산 경기효과를 증폭시켰기 때문으로 해석된다.

중국 부동산 경기의
안정적 상승기조 유지시,
중국의 소비경기 호조 유지
예상

2013년 중국의 소비경기는 2010~11년 수준에는 미치지 못하더라도 상당히 건조한 수준을 유지하고 있다. 중국 도시가구당 가처분 소득은 2013년에도 두자릿수 증가율을 기록하고 있고, 홍콩의 백화점 판매도 20%대 성장을 달성 중이다.[그림57~58] 중국은 지방재정 건전화, 금융시스템 개선, 과잉투자부문 구조개혁 등의 시스템 개혁을 앞두고 있지만, 민간소비 중심의 성장을 유지하기 위해서는 부동산 경기의 안정적인 상승기조가 당분간 유지될 필요가 있어 2014년에도 중국의 소비경기는 현 수준으로 지속될 가능성이 높다고 판단된다.

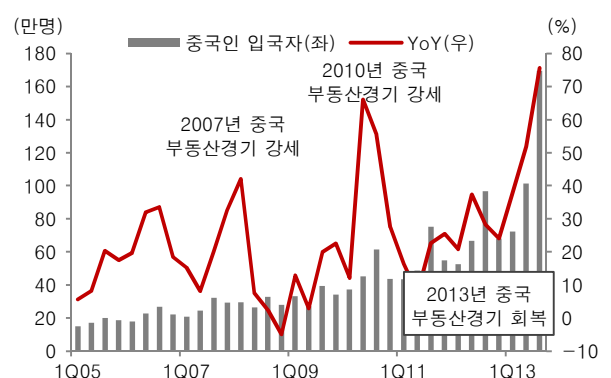
참고로, 중국의 명품소비는 사치성 제품에 대한 자국의 증과세 정책으로 인해 전체의 약 60% 정도가 중국 본토 밖에서 이뤄진다. 후진타오와 시진핑 정부의 경제정책이 균형발전과 소득의 재분배를 강조하고 있어 사치성 제품에 대한 징벌적 과세 정책은 지속될 수 밖에 없으며, 이로 인해 중국인들의 해외 원정쇼핑 수요는 2014년에도 건조한 증가세를 보일 것이다. Euromonitor에 의하면, 중국의 경우 명품업체들의 타겟 고객층인 연간 가처분소득 20만달러 이상 가구가 2013E 174만가구 → 2014E 191만가구(+9.7% YoY)로 증가할 것으로 전망되고 있다. 장기적으로도, 중국의 동 가구수는 2012~17E CAGR 8.4% 성장을 기록할 것으로 예상되어 인접국인 한국의 면세점들은 중국인 구매수요 증가의 수혜를 지속적으로 누릴 것으로 보인다.[표21, 그림59~60]

[그림55] 중국 부동산 경기지수



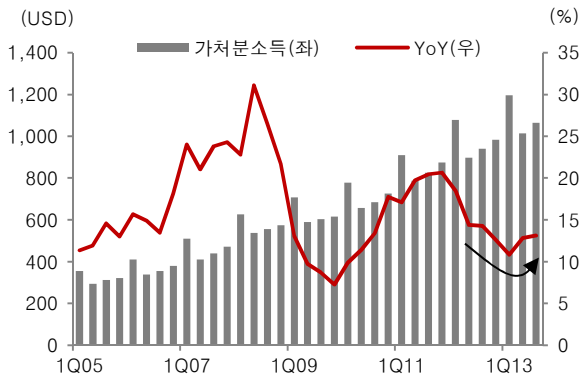
자료: CEIC

[그림56] 중국인 한국 방문객 추이



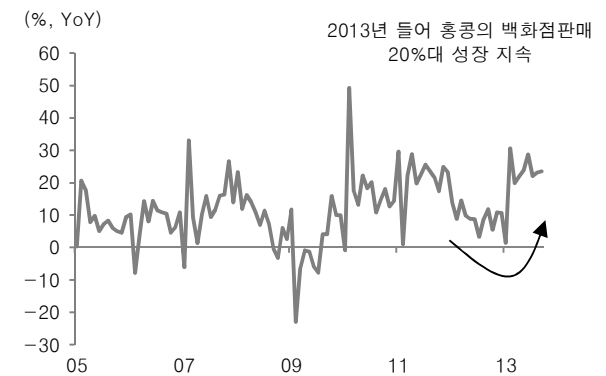
자료: 한국관광공사

[그림57] 중국 도시가구당 가처분소득 추이



자료: 중국 통계청

[그림58] 홍콩 리테일 판매증가율 추이



자료: 홍콩 통계청

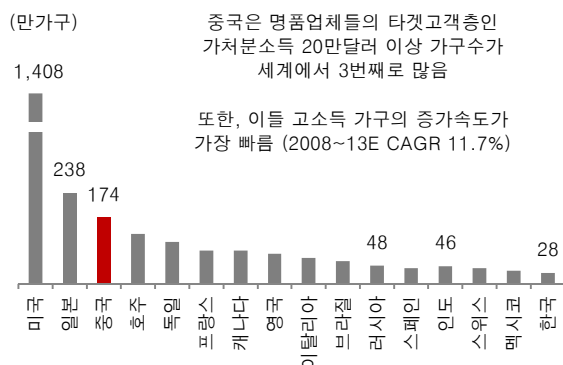
[표21] 연간 가처분소득 20만달러 이상 가구수 (상위 16개국)

(단위: 만가구)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	CAGR (08~12)	CAGR (12~17E)
미국	1,362	1,273	1,345	1,353	1,376	1,408	1,462	1,515	1,566	1,626	0.3%	3.4%
일본	225	229	229	231	236	238	240	242	244	245	1.2%	0.8%
중국	100	115	129	145	158	174	191	206	223	240	12.2%	8.7%
호주	97	110	111	119	126	130	135	141	146	151	6.7%	3.8%
독일	106	104	107	108	108	110	111	112	113	114	0.6%	1.1%
프랑스	86	86	86	87	85	87	88	90	91	93	-0.2%	1.7%
캐나다	72	73	78	81	83	87	91	95	98	102	3.5%	4.2%
영국	77	78	78	77	77	79	80	82	83	85	0.0%	2.0%
이탈리아	81	76	75	74	67	67	67	67	67	67	-4.5%	-0.1%
브라질	42	46	50	53	55	59	63	68	72	76	6.9%	6.6%
러시아	35	35	38	41	44	48	52	56	59	62	5.7%	7.0%
스페인	47	47	44	42	41	41	41	42	42	42	-3.6%	0.8%
인도	36	37	38	41	43	46	50	54	59	63	4.4%	8.2%
스위스	36	37	38	38	40	41	42	43	44	46	2.3%	2.7%
멕시코	31	28	29	31	32	34	35	37	38	40	1.3%	4.2%
한국	25	25	26	27	27	28	29	30	31	33	2.3%	3.6%

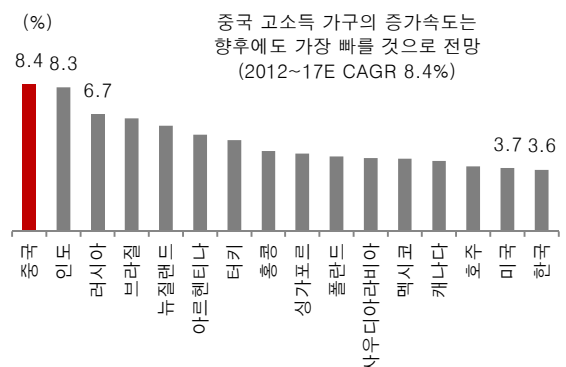
자료: Euromonitor

[그림59] 연간 가처분소득 20만달러 이상 가구수 비교 (2012년 기준)



자료: Euromonitor

[그림60] 연간 가처분소득 20만달러 이상 가구수 증가 전망



자료: Euromonitor

2014년 중국의 해외여행객 1억명 돌파 예상

2013년 11월, 중국 인민은행장은 정부의 외환시장 개입중단 및 위안화 환율 변동폭 확대에 대한 의지를 천명했다. 장기적으로 위안화의 기축통화 도약 가능성을 염두에 둔 발언으로 해석할 수 있다. 중국의 외환 자유화가 진행되게 될 경우, 중국 정부는 위안화의 절상압력을 통제하기 위해 자국민들의 해외여행을 장려하게 될 것이다.

중국의 해외여행 장려정책 징후에 주목

중국의 해외여행 장려정책의 징후는 2013년 10월의 중국 국가여유국 샤오치웨이 국장의 발언에서 찾을 수 있다. 샤오치웨이 국장은 중국의 아웃바운드 해외여행객수가 2013년 9천만명 → 2014년 1억명 → 2018년 4억명을 각각 상회할 것으로 전망했다. 2013년 10월부터 시행되는 중국 여유법은 본격적인 해외여행 확대정책을 내놓기 앞서, 불합리한 저가여행상품들을 근절하기 위한 조치로 분석된다. 12.5 규획기간의 대규모 공항건설 및 지역허브공항 육성, 민영항공사 설립허가 등을 살펴보면, 중국의 해외여행객 증가속도가 기대 이상으로 빨라질 가능성도 존재한다.(2013. 8. 26. 당사 산업자료 『면세점과 여행』 pp. 24~28 참조)

2014년 중국인 방한객 513만명(+20% YoY) 예상

우리는 2014년 중국의 아웃바운드 해외여행객수를 1.09억명(+14.0% YoY)으로 예상한다. 중국의 한국향 해외여행객은 513만명(+20.0% YoY)을 기록해 2013년 대비 상대적으로 완만한 성장세가 나타날 것으로 추정된다. 중국 여유법 시행으로 인해 중국 Low-end 세그먼트 여행객 성장이 위축되면서 양적으로는 성장둔화가 나타나겠지만, 질적으로는 여전히 고성장세가 유지될 것으로 전망된다. 또한, 중국의 아웃바운드 해외여행객 중에서 한국향이 차지하는 비중은 2014년 4.7%를 기록해 전년대비 0.2%p 상승할 것으로 예상된다. 홍콩과 마카오에 편중된 여행객들이 점차 한국을 비롯한 주변국으로 분산되는 모습이 나타날 것이다. 장기적으로, 2018년 중국의 아웃바운드 해외여행객수는 1.66억명, 중국의 한국향 해외여행객은 998만명으로 각각 증가할 것으로 추정된다. 동추정치에는 중국의 1인당 명목 GDP 성장만을 반영했으며, 중국의 여행정책 변화와 같은 변수는 고려하지 않았다.[표22~23, 그림61~64]

[표22] 중국 출국자 추이 및 전망

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
출국자 (만명)	923	1,047	1,213	1,660	2,022	2,885	3,103	3,452	4,095	4,584
YoY (%)	9.6	13.4	15.9	36.8	21.8	42.7	7.5	11.3	18.6	11.9
인구대비 출국자 비율(%)	0.7	0.8	1.0	1.3	1.6	2.2	2.4	2.6	3.1	3.5
1인당 명목 GDP (USD)	861	946	1,038	1,132	1,270	1,486	1,726	2,064	2,645	3,404
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
출국자 (만명)	4,766	5,739	7,025	8,318	9,566	10,902	12,048	13,351	14,890	16,648
YoY (%)	4.0	20.4	22.4	18.4	15.0	14.0	10.5	10.8	11.5	11.8
인구대비 출국자 비율(%)	3.6	4.3	5.2	6.1	7.1	8.1	8.9	9.9	11.0	12.3
1인당 명목 GDP (USD)	3,740	4,423	5,434	6,071	6,569	7,138	7,743	8,388	9,102	9,865

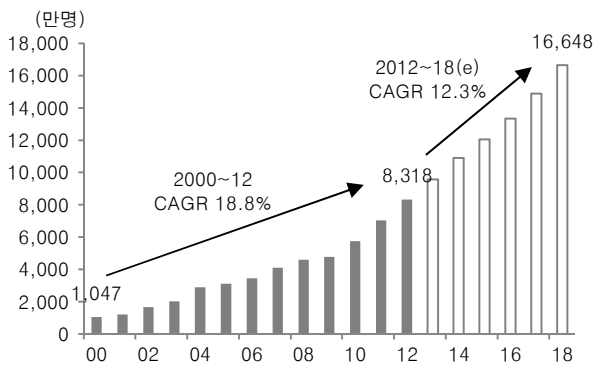
자료: CNTA, IMF, 동양증권 리서치센터

[표23] 중국인 한국 방문객 추이 및 전망

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
한국향 출국객 (만명)	32	44	48	54	51	63	71	90	107	117
YoY (%)	50.3	39.8	8.9	11.9	-4.9	22.3	13.2	26.3	19.2	9.3
한국향 출국객 비중(%)	3.4	4.2	4.0	3.2	2.5	2.2	2.3	2.6	2.6	2.5
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
중국인 입국객 (만명)	134	188	222	284	427	513	627	748	864	998
YoY (%)	14.9	39.7	18.4	27.8	50.7	20.0	22.1	19.3	15.5	15.7
한국향 출국객 비중(%)	2.8	3.3	3.2	3.4	4.5	4.7	5.2	5.6	5.8	6.0

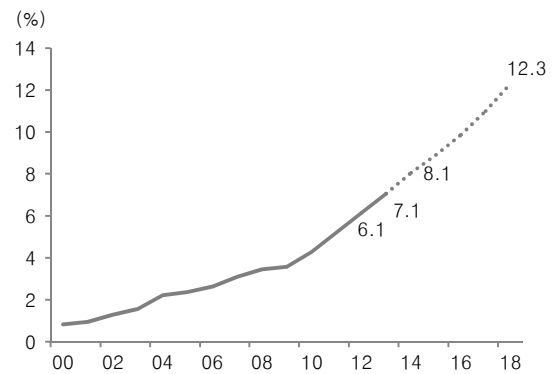
자료: 한국관광공사, 동양증권 리서치센터

[그림61] 중국인 출국자수 추이 및 전망



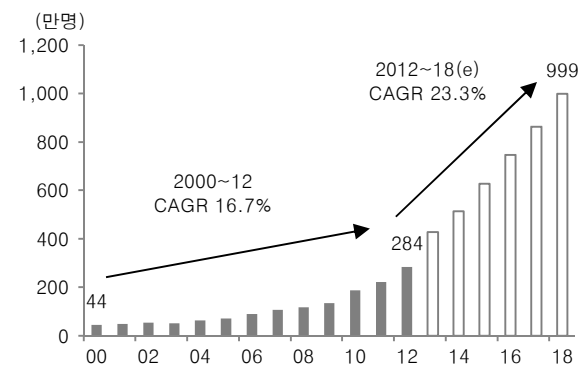
자료: CNTA, 동양증권 리서치센터

[그림62] 중국의 인구대비 출국자수 비율 추이 및 전망



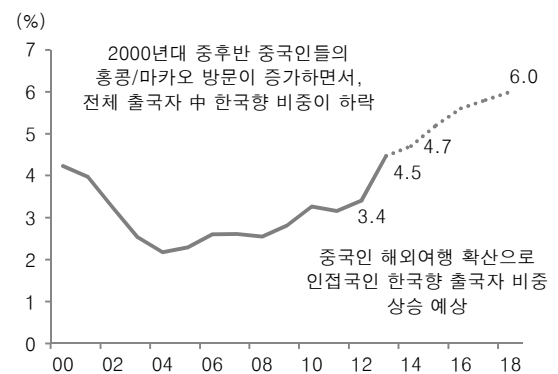
자료: 동양증권 리서치센터

[그림63] 중국인 한국 방문객수 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 동양증권 리서치센터

[그림64] 중국의 한국향 출국자 비중 추이 및 전망



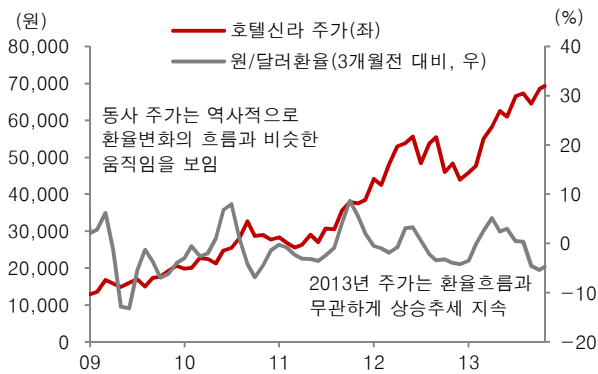
자료: 동양증권 리서치센터

호텔신라, 영업레버리지와 믹스개선의 2중주 효과 기대

2013년 호텔신라의 주가는 장충동호텔 리모델링으로 인한 7개월간의 영업중단, 하반기 비우호적인 환율효과 등에 관계없이 지속적인 우상향 추세를 시현해왔다. 특히, 동사의 4Q13 주가는 이례적으로 견조한 모습이다. 역사적으로, 동사의 면세점사업부 수익성은 원/달러환율이 상승하는 구간에 개선되고, 반대의 구간에 악화되는 모습이 반복됐다. 이로 인해 주가도 단기환율의 등락에 맞춰 움직이는 모습들이 다수 관찰된 바 있다.[그림65~66] 4Q13은 환율하락에 따른 면세점 사업부 수익성 하락이 예상되고 2013년 10월 여유법 시행으로 인해 중국인 입국객 증가율도 둔화되는 구간이다. 원/100엔 환율도 4Q13까지는 전년대비 낮은 구간인 관계로 일본인 입국객도 여전히 소폭의 역성장이다.

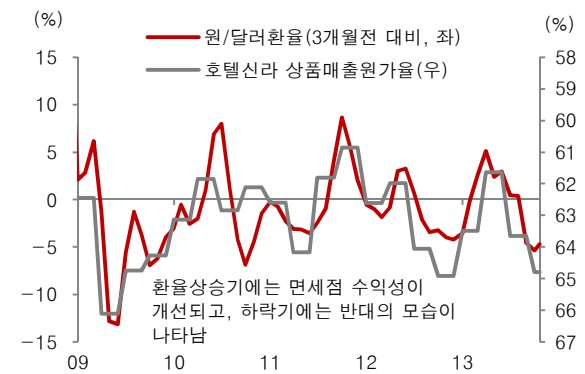
결국, 동사 주가는 2013년 실적보다는 2014년 실적에 대한 기대감으로 상승하고 있는 것이다. 동사의 2014년 순이익에 대한 컨센서스는 2013년 2월부터 2012년 대비 40~50%의 성장으로 유지되어 왔다.[그림67, 표24]

[그림65] 호텔신라 주가와 원/달러환율 변화율 추이



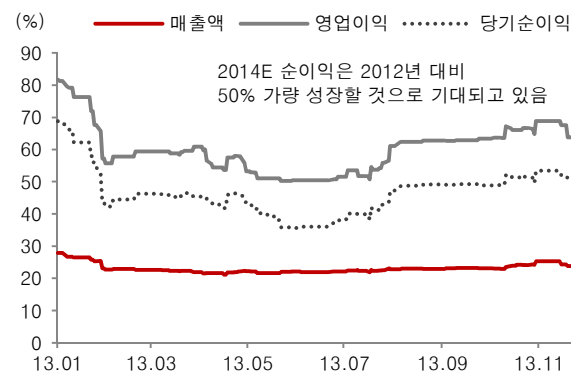
자료: 동양증권 리서치센터

[그림66] 원/달러환율과 호텔신라 상품매출원가율 추이



자료: 동양증권 리서치센터

[그림67] 호텔신라 2014E 컨센서스 실적, 2012년 대비 증가율 추이



자료: Quantwise, 동양증권 리서치센터

[표24] 호텔신라 2014E 당사 추정치 및 컨센서스 (단위: 억원, %, %p)

	2014E (당사)	2012	변화율	2014E (컨센서스)	2012	변화율
매출액	27,977	22,196	26.0	27,474	22,196	23.8
영업이익	2,235	1,293	72.8	2,118	1,293	63.8
당기순이익	1,634	1,010	61.8	1,525	1,010	51.0
OPM	7.9	5.8	2.1	7.7	5.8	1.9
NIM	5.8	4.5	1.3	5.6	4.5	1.0

자료: Quantwise, 동양증권 리서치센터

2014년 이익성장에 대한 기대치가 높은 이유는 1)2013~14년 인천공항 임차료 동결에 따른 공항 면세점 영업레버리지 효과와 2)중국인 방문객 급증에 따른 시내점 매출비중 확대 때문이다.

2014년 이익급증이유 (1):
→ 인천공항
영업레버리지 효과

첫째, 인천공항 영업레버리지 효과는 [그림69]를 통해 설명할 수 있다. 공항면세점과 시내면세점간의 판매품목 차이는 있지만, 양대면세점의 상품매출원가율이 동일하다고 가정하면, [공항면세점 매출액 - 상품매출원가 - 임차료]의 식을 통해 2013~14년 이익이 증가하는 것을 알 수 있다. 여기서 이익은 판매관리비가 차감되지 않은 상태이기 때문에 영업이익의 개념은 아니다. 다만, 영업이익률 개선에 기여하는 것은 분명하다.

2014년 이익급증이유 (2):
→ 시내점 중심 믹스개선

둘째, 중국인 방문객 급증은 고마진의 시내면세점 매출비중 확대에 이어지면서 믹스개선에 따른 영업이익률 상승으로 이어지게 된다. 시내면세점의 영업이익률은 10%대 중반, 공항면세점의 영업이익률은 소폭의 적자 수준인 관계로, 환율효과가 없는 상태에서 양대 면세점의 매출비중이 50對 50일 경우 면세점 사업부의 정상 영업이익률은 대략 5~7% 수준으로 추정된다. 동사의 시내면세점 매출은 중국인 방문객 증가효과로 2012~18E CAGR 17.2% 증가하는 반면, 공항면세점 매출은 동효과가 내국인 및 일본인 저성장 효과에 희석되면서 2012~18E CAGR 8.3% 증가할 것으로 예상된다. 이로 인해, **동사의 시내면세점 매출비중은 2012년 52% → 2013년(e) 55% → 2014년(e) 59% → 2015년(e) 60%로 상승할 것으로 전망된다. 결국, 영업이익률도 추세적인 상승이 가능한 구조이다.** 다만, 2015년 영업이익률은 인천공항 임차료 상승으로 인해 일시적으로 하락할 수 있다.

[표25] 신라면세점 실적 추이 및 전망 [별도기준]

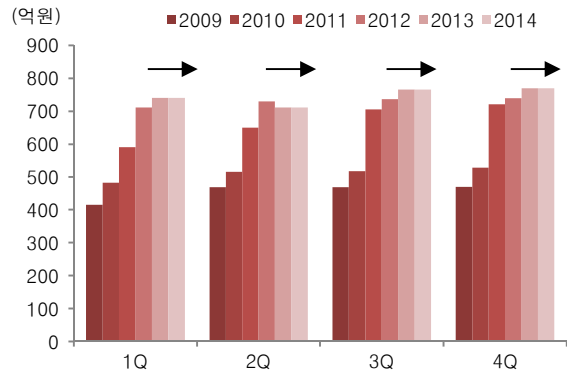
(단위: 억원)

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
매출	9,812	12,135	15,012	18,985	20,998	24,815	26,691	31,566	35,072	39,084
시내점	5,208	6,296	7,995	9,858	11,643	14,672	16,143	19,915	22,525	25,542
공항점	4,604	5,839	7,017	9,127	9,355	10,143	10,883	12,365	13,494	14,767
매출원가	6,315	7,581	9,342	12,041	13,316	15,606	16,762	19,729	21,815	24,193
COGS Ratio(%)	64.4%	62.5%	62.2%	63.4%	63.4%	62.9%	62.8%	62.5%	62.2%	61.9%
매출총이익	3,497	4,554	5,670	6,944	7,682	9,209	9,929	11,837	13,257	14,891
GPM(%)	35.6%	37.5%	37.8%	36.6%	36.6%	37.1%	37.2%	37.5%	37.8%	38.1%
판매비	3,109	3,920	5,017	5,905	6,544	7,193	8,004	9,304	10,259	11,346
SG&A Ratio(%)	31.7%	32.3%	33.4%	31.1%	31.2%	29.0%	30.0%	29.5%	29.3%	29.0%
임차료	1,822	2,042	2,668	2,919	2,989	2,989	3,483	3,957	4,318	4,725
기타	1,287	1,878	2,349	2,987	3,537	4,203	4,521	5,347	5,941	6,620
Rent Ratio(%)	18.6%	16.8%	17.8%	15.4%	14.2%	12.0%	13.0%	12.5%	12.3%	12.1%
Other Ratio(%)	13.1%	15.5%	15.6%	15.7%	16.8%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%
영업이익	388	634	653	1,039	1,137	2,016	1,925	2,534	2,999	3,545
OPM(%)	4.0%	5.2%	4.3%	5.5%	5.4%	8.1%	7.2%	8.0%	8.5%	9.1%
성장성(YoY)										
매출액	49%	24%	24%	26%	11%	18%	8%	18%	11%	11%
영업이익	-20%	63%	3%	59%	9%	77%	-5%	32%	18%	18%

주: 호텔사업을 포함한 연결실적은 기업보고서 참조

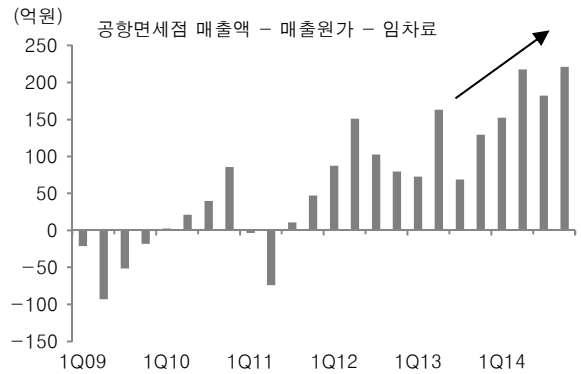
자료: 동양증권 리서치센터

[그림68] 공항면세점 임차료 추이 및 전망



자료: 호텔신라, 동양증권 리서치센터

[그림69] 공항면세점 영업레버리지 효과

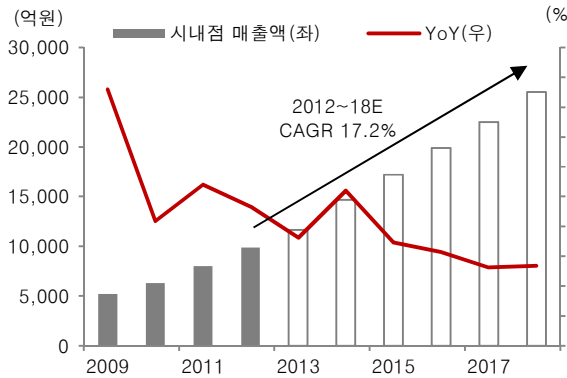


주: 기타관공비를 차감할 경우, 2012년 공항면세점 실적은 소폭의 영업적자.

2013~14년은 영업레버리지 효과로 흑자영업 가능

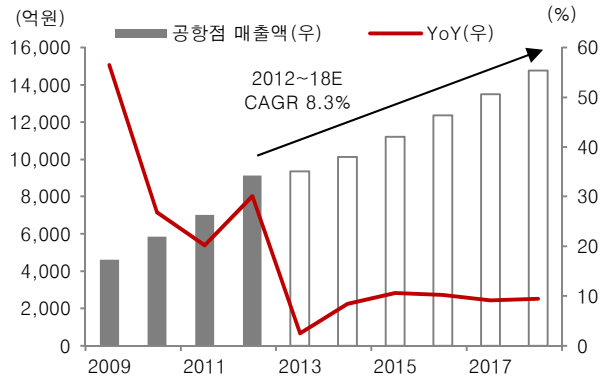
자료: 동양증권 리서치센터

[그림70] 시내면세점 시내점 매출 추이 및 전망



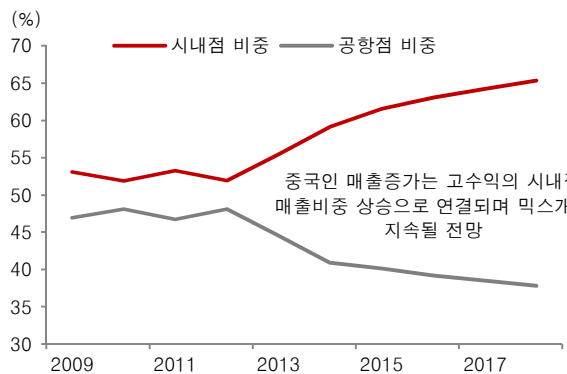
자료: 동양증권 리서치센터

[그림71] 시내면세점 공항점 매출 추이 및 전망



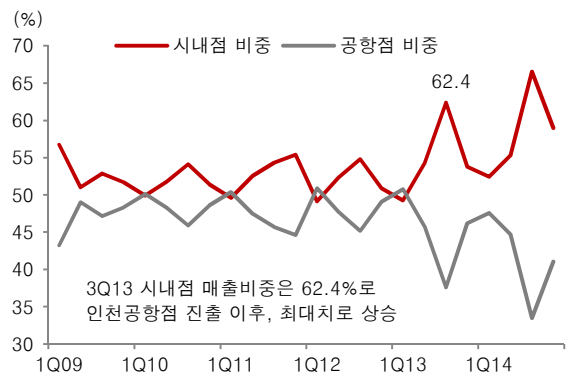
자료: 동양증권 리서치센터

[그림72] 면세점 점포별 매출 비중 추이 및 전망 (연간)



자료: 동양증권 리서치센터

[그림73] 면세점 점포별 매출 비중 추이 및 전망 (분기)



자료: 동양증권 리서치센터

우리는 2014년 호텔/레저업종 Top-Pick 으로 호텔신라(Buy, TP 89,000원)를 제시한다. 호텔신라는 방한 중국인 증가로 인한 면세점사업부 매출성장에 더해 시내점 중심의 믹스개선으로 수익성 개선 추세가 장기간 지속될 것으로 전망된다. 또한, 2014년 8월 제주점 영업점 확장으로 인해 동점포의 중국인 객단가 상승도 예상된다.

호텔신라 Top-Pick

단, 2Q14에는 트레이딩이 필요할 것으로 판단

다만, 2014년 6~7월 인천공항 제3기 면세점사업자 입찰 진행은 단기적인 불확실성의 시기로 작용할 수 있다. 인천공항 면세점 사업자 선정은 임차료 요율 및 최소보장금액이라는 정량적 평가 외에도 사업계획에 대한 정성적 평가가 병행된다. 신라면세점의 영업권 재획득 가능성이 높아보이지만, 최근 신세계그룹의 면세점 사업참여로 인해 입찰탈락 또는 큰 폭의 임차료 상승이라는 리스크를 완전히 배제할 수 없다. 따라서, 호텔신라는 1Q14 비중확대 → 2Q14 비중축소 → 3Q14 비중확대를 통해 리스크를 관리하는 매매전략이 유효해 보인다.

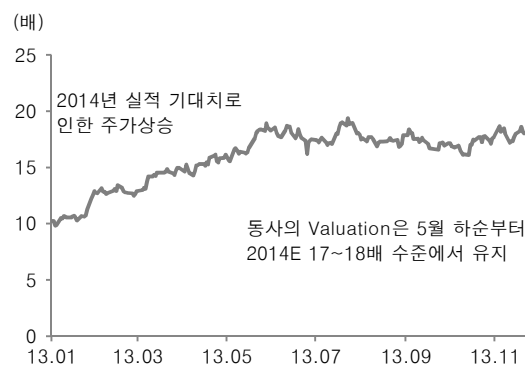
앞서 언급했던 것처럼, 2014년 중국인 방문객 증가율에 대한 우리의 예상치는 20%이다. 동 예상치는 2013년 10월의 중국인 방문객 증가율 +22.8% YoY 을 감안해 설정한 보수적인 예상치이다. 2013년 10월은 중국 여유법 시행 첫번째 달인 관계로 중국인 방문객 증가율이 크게 둔화된 시점이다. 2013년 9월의 중국인 복수비자 발급대상 확대조치를 고려하면, 향후 중국인 자유여행객은 갈수록 빠르게 증가할 것이다. 북경/상해지역 호구자 전체에 대한 복수비자 발급이 허용됐기 때문이다. 또한, 패키지 여행시장에 대한 충격은 일시적인 현상인 관계로 중국인 전체 방문객은 시간이 지남에 따라 과거의 고성장 추세로 회복할 가능성이 높다. 따라서, 2014년 동사의 실적은 중국인 방문객 증가율이 우리의 예상을 의미있게 상회할 경우 추가적인 Upside 여력이 생기게 된다. 이에 더해, 동사의 해외면세점 진출(동남아 시내면세점, 창이공항 면세점 화장품/향수 섹션)까지 더해질 경우 주가의 Upside Potential 은 더욱 확대될 것이다.

[그림74] 호텔신라, 12M Fwd PER 추이



자료: Quantiwise, 동양증권 리서치센터

[그림75] 호텔신라 2014E PER 추이 (컨센서스 기준)



자료: Quantiwise, 동양증권 리서치센터

[Appendix III] 중국인 비자규제 완화

[표26] 한국의 중국인 대상 비자규제 완화 일지

구 분	중국인 대상 비자규제 완화의 주요 내용
단체관광비자 발급 실시 (1998. 05)	▶ 중국정부, 한국을 자국민 단체관광 목적지로 지정. ▶ 5인 이상 구성인원에 대하여 단체관광 비자발급 실시 (실행 당시 베이징, 상하이 등 9개 성, 시. 2000년 6월 중국 전역으로 확대)
복수비자 발급요건완화 (2007. 04)	▶ 중국 초·중·고교생 5인 이상 수학여행단의 경우, 주중 한국공관으로부터 영사 확인만 있으면 무비자 한국입국 가능 ▶ 무역 등 상용목적으로 입국하는 중국인에 대한 복수비자 발급 요건 : 연간 교역액 5만 달러 이상 → 3만 달러 이상으로 완화 ▶ 국제회의·국제행사·문화예술 등 목적도 복수비자 발급
복수비자 대상확대 (2008. 07)	▶ 수시 방문 기업인과 그 배우자/자녀, 일정 횟수 이상 방한한 항공사나 선사의 임직원, 소규모 상인 등으로 확대 ▶ 단체 관광객 입국신고서 작성 생략 ▶ 현행 단체관광객 최소 구성 단위를 5인 이상에서 3인 이상으로 완화 ▶ 개별관광비자 체류기간, 기존 15일에서 30일로 확대
복수비자 대상확대 (2010. 08)	▶ 중국 500대기업, 교사, 연금수령자, 각종 전문자격증 보유자 및 명문대 졸업생으로 대상 확대 ▶ 비자 유효기간 1년 → 3년 연장 ▶ 제출 서류 2종으로 축소
더블비자 도입 (2010. 08)	▶ 유효기간(3개월) 내에 한국을 두 번 방문할 수 있는 더블비자 제도 도입
복수비자 및 신청 추가규제완화 (2012. 08)	▶ 복수비자 발급대상 확대: 의사, 대학강사, 연금대상자 → 의료관광객, 외국투자기업 임직원, 공기업 직원 등 ▶ 복수비자 유효기간 확대: 최초 발급 시 1년 유효기간의 복수비자, 발급 경력자에게는 3년 유효기간의 비자를 발급 → 최초 발급 시 3년 유효기간의 복수비자, 발급 경력자에게는 5년 유효한 복수비자를 발급 ▶ 비자신청 서류 간소화: 과거 의료관광비자와 복수비자를 발급받았던 사람으로서 불법체류 등 범죄경력 없는 중국인이 재차 비자를 신청할 때에는 신청서 이외 모든 추가 서류 면제
복수비자 대상확대 (2013. 09)	▶ 복수비자 발급 대상: 기소지자의 배우자 및 미성년 자녀, 중국 유수대학 재학생 및 베이징, 상하이 거주자에게로 확대

자료: 동양증권 리서치센터

[표27] 중국인 복수비자 발급대상 확대 (2013년 9월 1일 시행인)

▶ 기존 복수비자 발급 대상

- ① 의사변호사·회계사 등 국가 공인자격을 요하는 전문 직업인
- ② 대학(전문대학 포함) 전임강사 이상의 교원 및 초·중·고교 교사
- ③ 공관장이 인정한 유명 예술가, 연예인 및 운동선수
- ④ 단체 여행객 인솔 전문 여행사의 가이드로 입국한 적이 있는 자로서 불법체류 등 범죄경력 없는 자
- ⑤ 우리나라 또는 OECD 국가를 방문경력이 있는 자로서 불법체류 등 범죄경력 없는 자
- ⑥ 의료관광비자로 입국한 적이 있는 자로서 불법체류 등 범죄경력 없는 자
- ⑦ 부동산, 금융재산, 사업체 등 개인재산 500만 위안 이상 보유한 것을 입증한 자
- ⑧ 중국 공무원 또는 공기업 직원
- ⑨ 100만불(10억원) 이상 우리나라에 투자한 기업의 임직원
- ⑩ 우리나라에 취항하는 정기 항공사/선사의 임직원
- ⑪ 국제적으로 통용되는 신용카드 중 골드 카드 등급 이상의 우수 고객
- ⑫ 월 5,000 위안(연 60,000 위안) 이상 소득이 있는 사람
- ⑬ 퇴직 후 연금을 수령하는 55세 이상인 사람
- ⑭ 「211 공정」 대학을 졸업한 사람
- ⑮ 중국기업연합회에서 선정한 500대 기업의 과장급 이상 또는 6개월 이상 재직 중인 사람

▶ 신규 복수비자 발급 대상

- ① 「211 공정」 대학에 재학 중인 사람
- ② 국내 소재의 콘도미니엄 회원권(3,000만원 이상) 구매자
- ③ 유효한 단기방문(C-3) 복수비자 소지자의 배우자, 미성년 자녀, 부모 및 배우자의 부모
- ④ 북경/상해지역 호구자
- ⑤ 우리나라와의 연간 교역액이 미화 3만불 이상인 사기업의 관리자 이상의 직위에 있거나 2년 이상 정규 직원으로 고용되어 근무한 자

주: 「211 공정」 대학 : 중국 정부가 지정한 우수대학 112개교. 「211 공정」은 21세기를 대비하여 100개 정도의 일류대학을 육성한다는 의미

자료: 법무부

[Appendix IV] 한국 면세점 현황

[표 28] 한국 면세점 현황 (2013년 기준)

구분	업체명	주 소
외교관(1개)	한국보훈복지의료공단	서울 서초구 반포동 723-26
시내(10개)	동화면세점	서울 종로구 세종로 1가 211-1
	호텔롯데	서울 중구 소공동 1
	호텔신라	서울 중구 장충동 2가 202
	롯데월드	서울 송파구 잠실동 40-1
	SK 네트웍스워커힐	서울 광진구 아차성길 175
	롯데디에프글로벌	서울 강남구 삼성동 159 코엑스
	호텔롯데 부산	부산 부산진구 부전동 503-1
	신세계 부산	부산 해운대구 중동 1128-78
	호텔롯데 제주	제주 서귀포시 색달동 2812
	호텔신라 신제주	제주 제주시 연동 252-20
출국장(18개)	한국관광공사 인천공항	인천 중구 운서동 2851
	호텔신라 인천공항	인천 중구 운서동 2851
	호텔롯데 인천공항	인천 중구 운서동 2851
	롯데디에프글로벌 인천공항	인천 중구 운서동 2851
	호텔롯데 김포공항	서울 강서구 방화동 886
	호텔신라 김포공항	서울 강서구 방화동 886
	한국관광공사 인천항1	인천 중구 항동 7가 85-72
	한국관광공사 인천항2	인천 중구 항동 7가 1-2
	한국관광공사 부산항	부산 중구 중앙동 4가 15-4
	신세계 김해공항	부산 강서구 대저 2동 2350
	듀프리 김해공항	부산 강서구 대저 2동 2350
	호텔롯데 제주공항	제주 제주시 용담 2동 2002
	호텔롯데 대구공항	대구 동구 지저동 400-1
	한국관광공사 평택항	경기도 평택시 포승읍 만호리 570
	호텔신라 청주공항	충북 청원군 내수읍 입상리 산 5-1
	한국관광공사 군산항	전북 군산시 소룡동 1-8 번지
	전남개발공사 무안공항	전남 무안군 망운면 피서리 71 번지
	현대아산 양양공항	강원도 양양군 손양면 동호리 545
내국인(4개)	JDC 제주공항	제주 제주시 용담 2동 2001
	JDC 제주항1	제주 제주시 건입동 918-30
	JDC 제주항2	제주 제주시 건입동 918-1
	JTO 국제컨벤션센터(ICC)	제주 서귀포시 중문동 2700
신규사업자 (7개)	그랜드관광호텔	대구광역시 수성구 범어 1동 그랜드관광호텔 內
	신우산업	대전광역시 유성구 봉명동 441 아드리아호텔 內
	진산선무	울산광역시 중구 변영로 363
	호텔양곡	수원시 팔달구 인계동 1132-12 양곡호텔 內
	중원산업	청주시 상당구 충청대로 114 라마다호텔 內
	케이원전자	충남 아산시 배방읍 장재리 1767 Y 물 1 층
	대동백화점	창원시 의창구 대원동 121 창원디시티세븐 內
계	40개	

주: 신규사업자는 2012년 12월 신규 면세점 사업권 획득 기업 중에서 사업권 반납 기업 제외

자료: 관세청

V. 여행 산업 : 패키지 여행사에 불리한 환경조성

여행산업은 소득의 증가와 여가시간의 확대가 이뤄졌을 때 활성화되는 특성을 갖고 있다. 한국의 GDP 성장률은 2013년(e) 2.8% → 2014년(e) 3.8%, 민간소비 증가율은 2013년(e) 1.9% → 2014년(e) 3.5%로 상승할 것으로 전망되어 2012~13년 대비 2014년 경기의 개선이 예상된다. 또한, 대체휴일제의 도입으로 2014년 추석연휴에 대체휴일이 1일 추가되는 점도 일부 긍정적으로 작용할 수 있다.

2014년 예상 출국자수
1,606만명
(+7.9% YoY)

2014년 전체 출국자수는 1,606만명으로 전년대비 7.9% 증가할 것으로 추정된다.[표29] 2014년 소득증가효과와 휴일증가 효과가 기대됨에도 불구하고 전년도 예상 증가율 8.4% 대비 소폭 낮은 증가율을 예상하는 이유는 1)일본 방사능 효과에 따른 2014년 상반기 일본향 출국객 수요 위축 가능성, 2)베이비붐 세대의 퇴직 지속에 따른 50대 여행수요 약세, 3)부동산 경기약세효과 등을 감안했기 때문이다.

다만, 도매여행사에 대한
투자는 보수적인 관점 권고

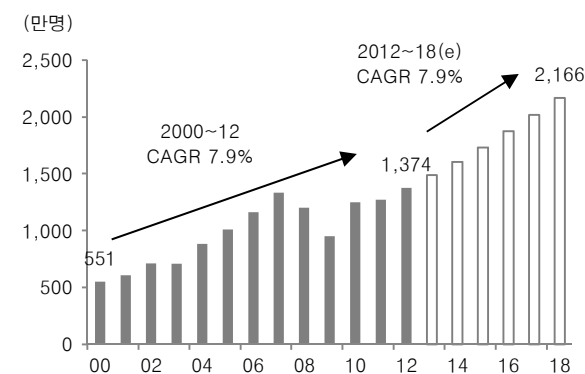
한편, 2013년에 관찰된 50대 여행수요 성장률의 상대적 약세현상을 감안하면 전통 패키지 여행사들은 2014년 비우호적인 영업환경에 직면할 가능성이 있다.(동 산업자료 pp. 51~54 『부동산 경기침체와 베이비붐 세대의 퇴직』 참조) **우리는 이러한 여행시장의 구조변화 가능성에 주목해 하나 투어(Buy, TP 72,000원)와 모두투어(Hold, TP 25,000원)에 대한 목표주가를 각각 하향한다.**

[표30] 한국 출국자 추이 및 전망

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
출국자 (만명)	434	551	608	712	709	883	1,008	1,161	1,332	1,200
YoY (%)	41.6	26.9	10.5	17.1	-0.5	24.5	14.2	15.2	14.8	-10.0
인구대비 출국자 비율(%)	9.3	11.7	12.8	15.0	14.8	18.4	20.9	24.0	27.4	24.5
1인당 명목 GDP (USD)	9,906	11,347	10,655	12,094	13,451	15,029	17,551	19,676	21,590	19,028
	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
출국자 (만명)	949	1,249	1,269	1,374	1,489	1,606	1,731	1,875	2,019	2,166
YoY (%)	-20.9	31.5	1.6	8.2	8.4	7.9	7.8	8.3	7.7	7.3
인구대비 출국자 비율(%)	19.3	25.3	25.5	27.5	29.6	31.9	34.2	36.9	39.6	42.4
1인당 명목 GDP (USD)	16,959	20,540	22,388	22,589	23,838	25,189	26,914	28,814	30,875	33,108

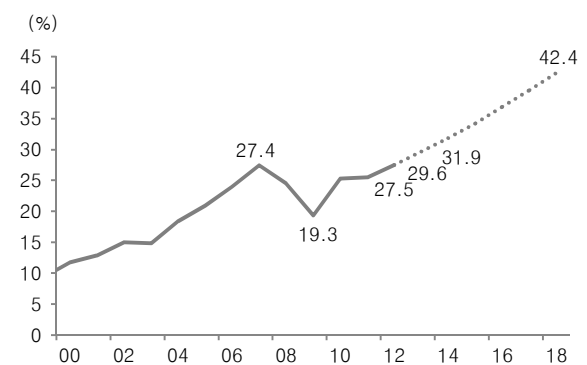
자료: 한국관광공사, IMF, 동양증권 리서치센터

[그림76] 한국인 출국자수 추이 및 전망



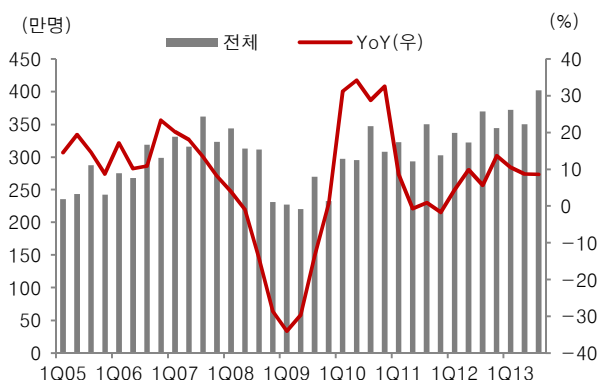
자료: 동양증권 리서치센터

[그림77] 한국인 인구 대비 출국자 비율 추이 및 전망



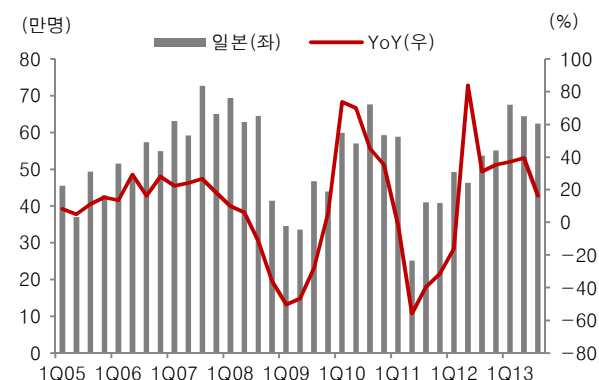
자료: 동양증권 리서치센터

[그림78] 한국인 전체 출국객 추이 (3Q13 누적 +9% YoY)



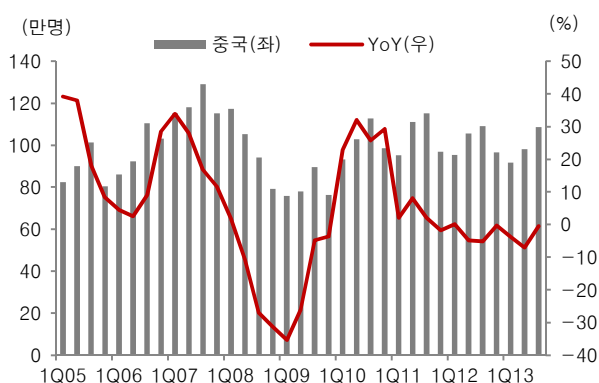
자료: 한국관광공사

[그림79] 한국인 일본향 출국객 추이 (3Q13 누적 +30% YoY)



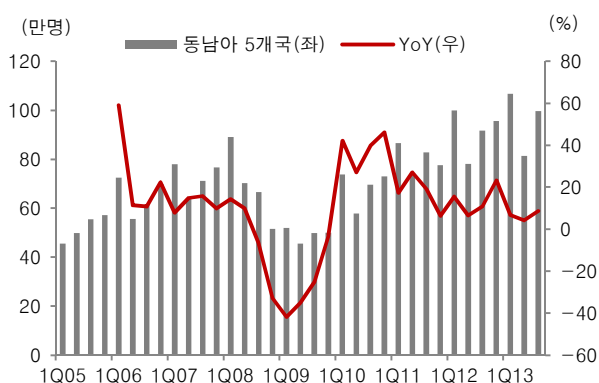
자료: JNTO

[그림80] 한국인 중국향 출국객 추이 (3Q13 누적 -4% YoY)

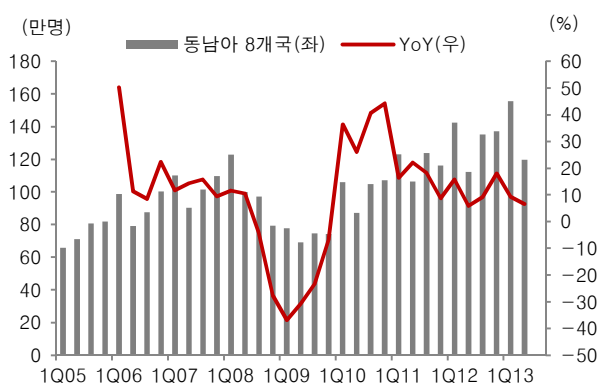


자료: 중국 국가관광국

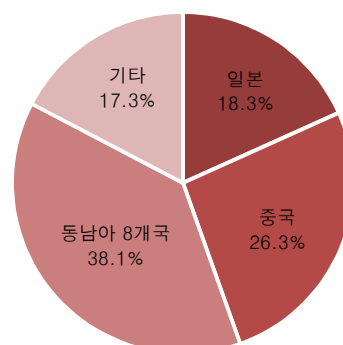
[그림81] 한국인 동남아 5개국향 출국객 추이 (3Q13 누적 +7% YoY)

주: 동남아 5 개국은 홍콩, 마카오, 대만, 태국, 베트남을 의미
자료: 각국 관광청

[그림82] 한국인 동남아 8개국향 출국객 추이 (2Q13 누적 +8% YoY)

주: 동남아 5 개국은 홍콩, 마카오, 대만, 태국, 베트남, 필리핀, 인도네시아, 말레이시아
필리핀, 인도네시아, 말레이시아는 데이터 공개 시점이 2~3 개월 가량 늦게 공개됨
자료: 각국 관광청

[그림83] 한국인 출국자 중 10개국향 비중 (1H13 기준)



자료: 동양증권 리서치센터

2013년 Review (1) : B2C 소매여행사와 인터넷 여행사의 약진

2013년은 저가여행상품을 공급하는 여행사들이 약진했던 한해로 평가할 수 있다. 하나투어와 모두투어는 여전히 여행시장의 최강자로 군림했지만, 케이알티, 투어이전, 여행박사와 같은 B2C 소매여행사의 성장이 빠르게 나타났고, 온라인 1위 여행사인 인터파크의 대약진(항공권 기준 +35% YoY)도 특징적이었다.[그림84~88]

B2C 소매여행사의 강세는
단기적 현상으로 평가

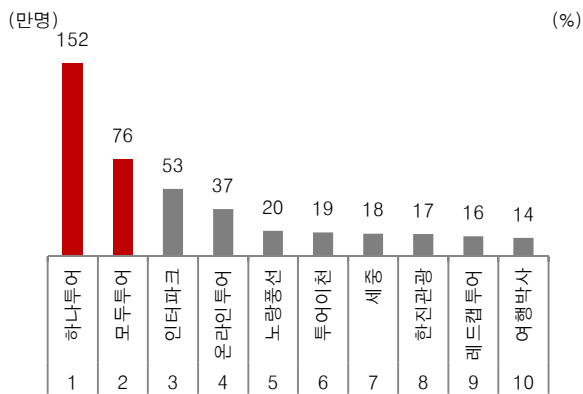
먼저, B2C 소매여행사들의 강세는 2013년 상반기 엔저현상에 따른 일본향 출국자 증가의 영향이 크게 작용한 것으로 판단된다. 이에 더해, 이들의 저가 패키지상품들은 20~30대 신규 여행수요를 잡는 데도 일정 부분 성공한 것으로 보인다. Apple to Apple 로 비교하면, 이들의 상품가격 경쟁력은 하나투어/모두투어 대비 열세인 것이 분명하지만, 상품의 상세내역을 배제한 절대 가격으로 평가할 경우 저가 메리트가 존재하기 때문이다. **우리는 B2C 소매여행사들의 강세에 대해 단기적인 현상이라고 평가한다.** 이유는 다음과 같다. 1) 이들의 높은 성장률은 판매가격이 낮기 때문에 상대적으로 부각되는 측면이 있다. 2) 대부분의 B2C 소매여행사가 취급하는 패키지 상품은 중단거리노선에 편중되어 상품다양성이 떨어진다. 3) 일본향 여행수요가 위축되는 시기에는 어려움을 겪을 가능성이 높다. 4) 여행상품의 질보다 가격에 중점을 뒀기 때문에 무한경쟁의 반복일 뿐이며, 신규 유치고객의 2차구매를 유도하기 어렵다.

인터파크의 약진은
도매여행사의 M/S 확대와
비슷한 구조로 판단

반면, **인터파크의 대약진은 매우 의미있는 현상으로 평가된다.** 경기불황 현상으로 인해 중장년층의 여행수요는 약화되고 있지만, 20~30대 젊은층의 여행수요는 상대적으로 견조한 상황이다. 동 연령층에선 패키지 여행보다 자유여행의 인기도가 훨씬 높다. 통계에 잡히는 4대 온라인 여행사(인터파크, 온라인투어, 투어익스프레스, 웹투어) 기준으로 보면, 온라인 여행사의 항공권 대행판매는 2013년 7월 누적으로 113만건을 기록해 전년대비 20.3% 증가했다. 여기서, 인터파크의 M/S(4개 여행사 기준)는 2013년 7월 누적으로 46.7%를 기록해 전년대비 5.2%p 급등했다. 동사는 인터넷 기반의 쇼핑 비즈니스에서 확보한 Traffic 을 바탕으로 볼륨경쟁력을 갖게 되어 항공사 볼륨인센티브를 통한 수익모델을 얻게 되었다. 수익기반이 약한 기타 온라인여행사들 대비 절대적으로 유리한 영업구조인 관계로 인터파크는 온라인여행사 내에서의 M/S 확충 추세를 지속할 수 있을 전망이다. 이렇듯, 인터파크가 압도적인 볼륨경쟁력을 바탕으로 온라인여행사 내에서의 M/S 확대를 이뤄가는 과정은 하나투어와 모두투어가 오프라인 여행업에서의 M/S 확대를 이뤄가는 과정과 거의 유사한 구조라고 볼 수 있다.

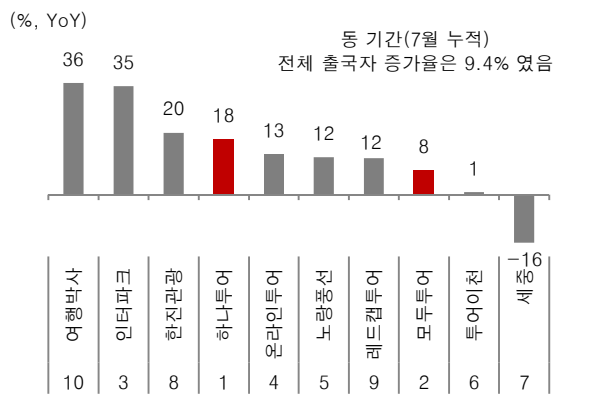
한편, 인터파크가 2013년 자체설계 패키지상품의 판매를 선언한 점도 주목해야 할 변화로 보인다. 동사는 그동안 항공권 및 호텔객실의 온라인 판매대행과 도매여행사의 패키지 상품판매만을 사업영역으로 두고 있었다. **이러한 동사가 패키지상품 시장에 도전하게 된 계기는 항공권 취급물량이 도매여행사에 근접하는 수준까지 증가하면서 국적 항공사들이 동사에 하드블록 티켓 판매를 제안한 것에서 비롯됐다.** 실제로, 인터파크의 여행시장 M/S(항공권 취급량 기준)는 2013년 7월 누적 기준으로 6.1%를 달성해 하나투어(M/S 17.6%), 모두투어(M/S 9.1%)에 이어 업계 3위이다. 하나투어와 모두투어는 2011년 호텔앤에어닷컴(주) 설립을 통해 전세기 공동사업을 개시하면서 외항사와 LCC 중심의 전세기 사업모델을 만든 바 있다. 국적 항공사들이 인터파크에 하드블록 티켓판매를 제안한 것은 도매여행사들에 대한 견제 및 판매채널 다양화의 시도로 해석할 수 있다.

[그림84] 여행사별 항공권 판매실적 (2013년 7월 누적)



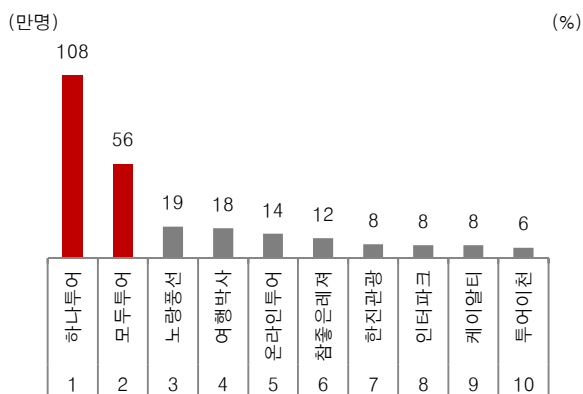
주: 하단의 숫자는 판매실적 순위임. 자료: KATA, 동양증권 리서치센터

[그림85] 여행사별 항공권 판매증가율 (2013년 7월 누적)



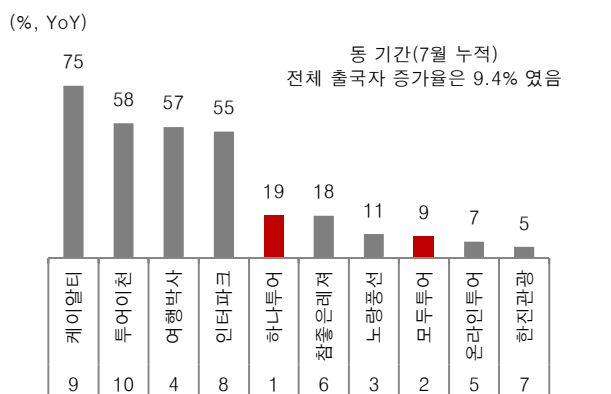
주: 하단의 숫자는 판매실적 순위임. 자료: KATA, 동양증권 리서치센터

[그림86] 여행사별 패키지 여행상품 판매실적 (2013년 7월 누적)



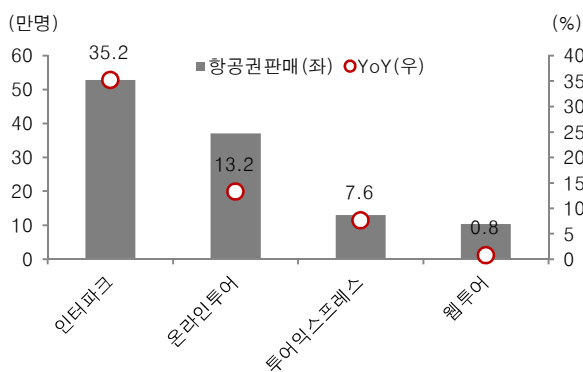
주: 하단의 숫자는 판매실적 순위임. 자료: KATA, 동양증권 리서치센터

[그림87] 여행사별 패키지 여행상품 판매증가율 (2013년 7월 누적)



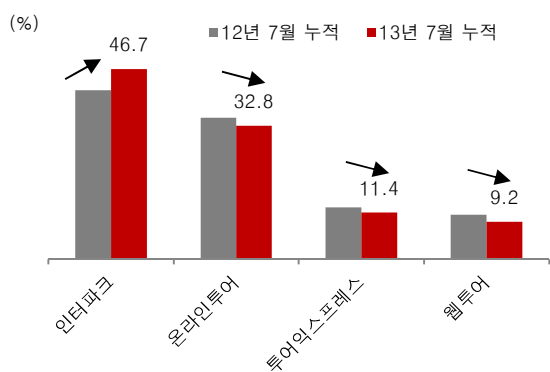
주: 하단의 숫자는 판매실적 순위임. 자료: KATA, 동양증권 리서치센터

[그림88] 온라인 여행사별 항공권 판매실적 (2013년 7월 누적)



자료: KATA, 동양증권 리서치센터

[그림89] 온라인 여행사별 M/S 변화 (2013년 7월 누적)

주: 온라인 항공사 M/S는 통계에 잡히는 상위 4개사 기준으로 산출
자료: KATA, 동양증권 리서치센터

2013년 Review (2) : 주가흐름 차별화 현상 (도매여행사 약세 + 인터파크 강세)

2013년 하반기 여행업종 주가는 ‘도매여행사 약세 + 인터파크 강세’로 확인한 차별화 흐름이 나타나고 있다. 도매여행사는 4Q13 비우호적 여행업황(일본향 아웃바운드 약세 + 중국인 인바운드 약세)으로 인해 실적 약세가 예상되지만, 적어도 일본향 아웃바운드 약세 영향은 인터파크도 동일하게 받는 구조이다. 인터파크의 패키지 시장진출이 도매여행사의 주가약세에 영향을 미쳤을 수도 있겠지만, 인터파크는 검증된 패키지 여행사가 아니다. 주가차별화의 이유는 과연 무엇일까?

먼저, 우리는 인터파크가 자체설계 패키지상품을 판매하는 것에 대해 저마진사업에서 고마진사업으로의 사업다각화라는 점에서 긍정적으로 보지만, 하나투어와 모두투어의 패키지시장을 잠식할만한 수준은 아니라고 평가한다. 실제로, 인터파크가 2013년 하반기에 판매하고 있는 패키지 여행상품은 자유여행성 요소를 가미한 니치마켓 상품들이다. 주력 고객층인 20~30대 젊은층의 취향을 반영한 조치로 평가된다. 동사는 향후 전통패키지 시장으로의 사업영역 확대를 계획하고 있지만, 40대 이상 장년층에 대한 영업은 대리점 영업이 여전히 효과적인 관계로 큰 과급력을 일으키긴 어려울 것이다.

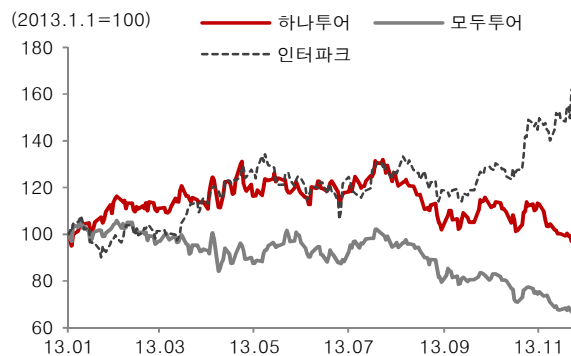
반대로, 도매여행사의 자유여행 시장공략은 어떻게 봐야 할까? 하나투어가 2013년 들어 신규브랜드 『하나프리』를 앞세워 자유여행 시장개척에 적극적인 모습을 보이고 있지만, 아직까진 큰 성과를 내지 못하고 있다. 비록 도매여행사들이 항공권 가격경쟁력을 확보하고는 있지만, 인터파크는 총가입자수가 약 1,900만명에 달하는 인터넷 전문기업으로 도매여행사와 달리 대리점수수료 지급이 없고 볼륨경쟁력도 높다. 따라서, 도매여행사의 자유여행 시장침투도 제한적일 것이란 판단이다.

인터파크의 패키지시장
진출영향은 제한적

다만, 패키지 여행시장의
장기적 성장속도 둔화 우려

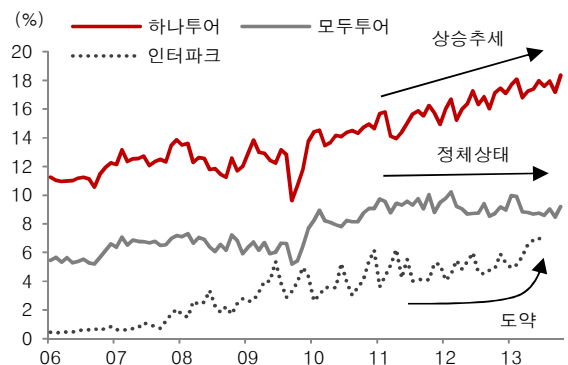
결론적으로, 인터파크와 도매여행사들은 서로의 주력시장에 대한 침투를 시도하고 있지만, 그 시도의 영향은 제한적일 것으로 예상된다. 앞으로 상당 기간은 자유여행과 패키지 여행시장이 동시에 성장하면서, 인터파크와 도매여행사 모두 각자의 영역에서 고성장을 지속하게 될 것이다. 다만, **장기적으로 자유여행 시장의 성장속도는 더욱 빨라질 가능성이 커 보이지만, 패키지여행시장의 성장속도는 그렇지 않다는 점에서 차이는 존재한다.** 이러한 속도의 차이는 도매여행사의 M/S 확대추세가 둔화될 가능성이 있다는 점을 시사한다. **우리는 2013년 하반기 여행업종 주가의 차별화 현상 이유가 ‘인터파크의 M/S 상승추세 지속 + 도매여행사의 M/S 상승추세 약화’ 가능성에서 비롯된 것으로 생각하고 있다.**

[그림90] 주요 여행사 주가 추이



자료: 동양증권 리서치센터

[그림91] 주요 여행사 M/S 추이



주: 항공권 판매물량 기준. 자료: KATA, 동양증권 리서치센터

부동산 경기침체와 베이비붐 세대의 퇴직 → 장년층 여행수요 위축 가능성으로 연결

2013년 20~30대 젊은층의 여행수요가 장년층의 여행수요보다 높게 나타난 점은 향후 도매여행사의 M/S 상승추세 악화 가능성을 뒷받침하는 증거이다.[그림92] 실제로, 모두투어는 2013년 M/S 정체현상에 직면한 바 있는데, 핵심이유는 20~30대 젊은층에 대한 영업이 부진했기 때문이다. 반면, 하나투어는 M/S 상승추세를 이어가고 있지만, 장년층 중심의 영업구조를 갖고 있기 때문에 향후 장년층 여행수요 자체가 위축될 경우 동사의 M/S 상승추세도 악화될 수 밖에 없을 것이다.

구체적으로, 2013년 연령대별 출국자 증가율을 살펴보면, 20~30대 출국자 증가율은 2013년 10월 누적기준으로 9.4%에 달하는 반면, 40대 이상 출국자 증가율은 8.7%로 다소 낮은 수준이었다. 이는 도매여행사보다 인터파크에 유리한 영업환경이었다고 볼 수 있다. 2012년 기준으로, 하나투어의 40대 이상 장년층 및 자녀 연령층(20세 미만)의 매출비중은 72.4%였고, 동 연령층에 대한 모두투어의 공헌이익 비중은 66.5%에 달했다. 반면, 인터파크는 20~30대 연령층이 주력 고객이다.

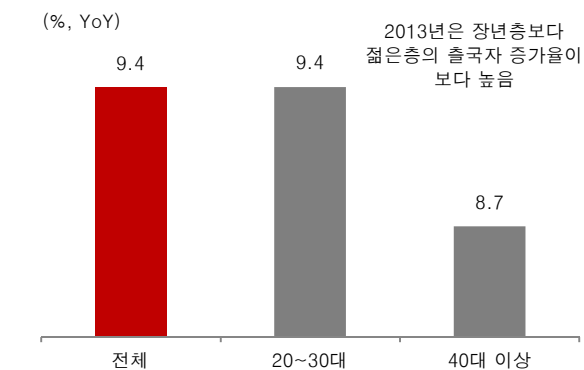
50대는 역사적으로
해외여행 수요가 강했던
연령층임

→ 동 연령층의 해외여행
수요증가 상대적 약세는
장년층 여행수요 위축
징후로 우려의 대상

물론, 20~30대 출국자 증가율과 40대 이상 출국자 증가율간의 차이는 0.7%p 에 불과했다. 얼핏 보면, 큰 차이가 아닐 수도 있어 보인다. 그러나, **우리는 2013년 들어 50대 출국자 증가율(+7.8% YoY)이 타 연령층 대비 낮았다는 점에 주목하고 있다.**[그림93] **역사적으로, 50대의 출국자 증가율은 타 연령층을 크게 상회해왔기 때문이다.**

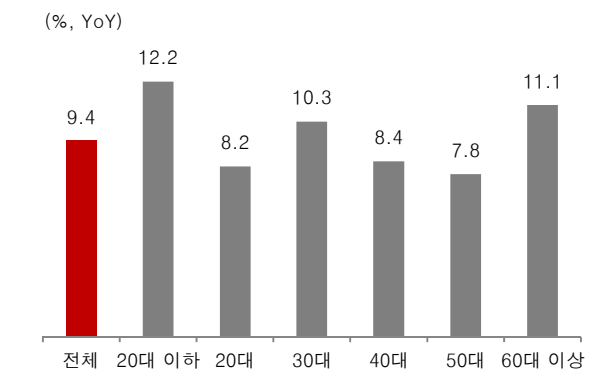
[그림94~98]는 연령대별 출국자 증가율에서 전체 출국자 증가율을 차감한 스프레드를 시계열화한 그림이다. 여기서, 우리는 50대의 역사적 출국자 스프레드가 타 연령층을 압도한다는 점을 발견할 수 있다. 2004년 이후, 50대의 출국자 스프레드는 평균 3.5%p 에 달했지만 동 기간 20~40대의 출국자 스프레드는 모두 (-)였다. 20~30대의 출국자 스프레드가 (-)를 기록하는 이유는 각각 경제적 여유부족 및 시간적 여유부족 때문인 것으로 분석된다. 40대의 출국자 스프레드가 (-)를 기록하는 이유는 시간적 여유부족에 교육비 지출부담이 가중됐기 때문으로 보인다. 반면, **50대는 교육비 부담이 해소되면서 여윚소득이 증가하고 동시에 여가시간이 확대되는 시기인 관계로 해외여행이 증가할 수 있는 여건이 좋다.**

[그림92] 연령대별 출국자 증가율 (2013년 10월 누적)



주: 20대 이하 출국자는 자체 경제력이 없는 관계로 비교대상에서 제외
자료: 한국관광공사

[그림93] 연령대별 출국자 증가율 (2013년 10월 누적)



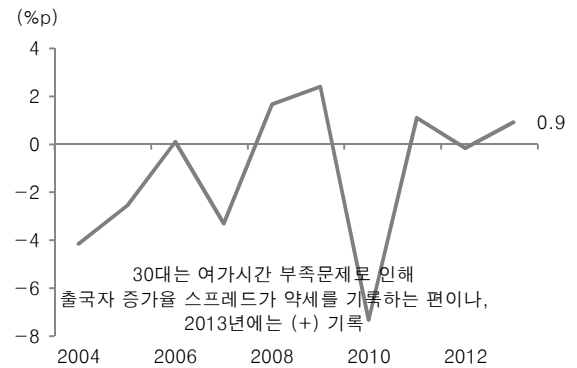
자료: 한국관광공사

[그림94] 20대 출국자 증가율 스프레드 추이



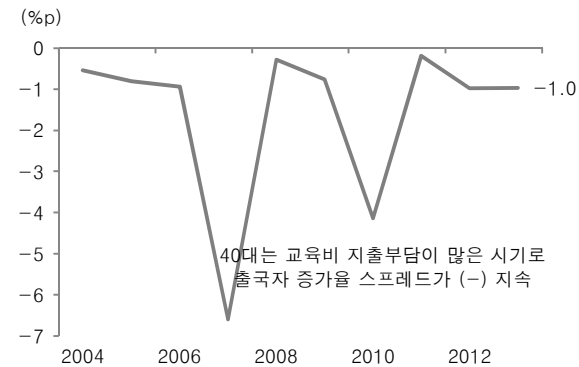
주: 20대 출국자 증가율 스프레드=20대 출국자 증가율 - 전체 출국자 증가율
자료: 한국관광공사, 동양증권 리서치센터

[그림95] 30대 출국자 증가율 스프레드 추이



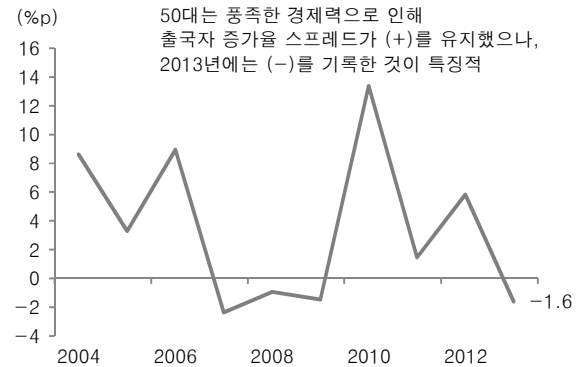
주: 30대 출국자 증가율 스프레드=30대 출국자 증가율 - 전체 출국자 증가율
자료: 한국관광공사, 동양증권 리서치센터

[그림96] 40대 출국자 증가율 스프레드 추이



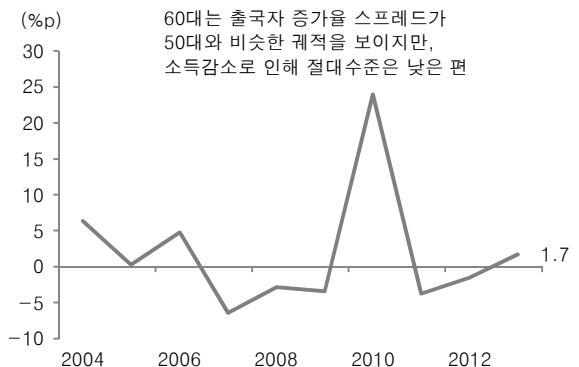
주: 30대 출국자 증가율 스프레드=40대 출국자 증가율 - 전체 출국자 증가율
자료: 한국관광공사, 동양증권 리서치센터

[그림97] 50대 출국자 증가율 스프레드 추이



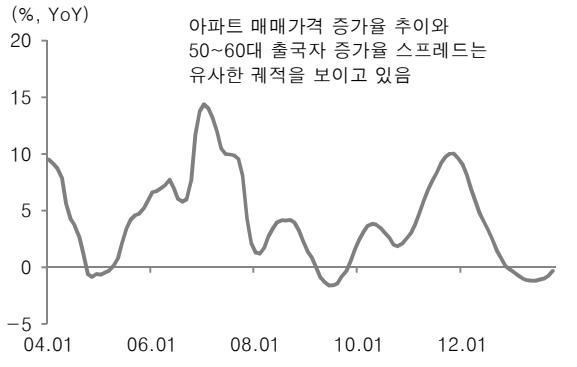
주: 50대 출국자 증가율 스프레드=50대 출국자 증가율 - 전체 출국자 증가율
자료: 한국관광공사, 동양증권 리서치센터

[그림98] 60대 이상 출국자 증가율 스프레드 추이



주: 60대 출국자 증가율 스프레드=60대 출국자 증가율 - 전체 출국자 증가율
자료: 한국관광공사, 동양증권 리서치센터

[그림99] 전국 아파트매매 경기동향



자료: 국민은행, 동양증권 리서치센터

50대 이상 연령층의
여행수요 성장 추이는
부동산 경기흐름과 유사함

→ 부동산 경기약세시,
장년층 여행수요 약세

베이비붐 세대들의 퇴직도
50대 여행수요 상대적
약세에 영향을 미친 것으로
추정

50대 출국자 증가율 스프레드와 60대 이상 출국자 증가율 스프레드를 보면, 국내 부동산 경기흐름과 동일한 방향성을 갖는다는 점을 알 수 있다.[그림99] 이는 한국인들의 전체 자산에서 부동산이 차지하는 비중이 절대적인 수준이기 때문이다.

가구주 연령별 자산 및 부채 현황을 보면, 50대 이상 장년층의 여행수요가 부동산 경기에 민감할 수 밖에 없다는 사실을 명확히 알 수 있다.[표30~31] 2013년 기준으로, 50대 가구주들의 평균 가구 자산은 4.2억원으로 전 연령층 중에서 가장 높지만, 여기서 부동산이 차지하는 비중은 무려 69%에 달한다. 50대 가구주들의 부채/가처분소득 비율은 177%에 달하며, 채무상환비율(원리금상환액/가처분소득)도 19%로 높다.

베이비붐 세대들의 퇴직(1955~63년생)도 2013년 50대 여행수요 약세에 영향을 미쳤을 것으로 추정된다. 통계청에 의하면, 한국인들의 평균 퇴직연령은 53세이다. 이를 대입해보면, 베이비붐 세대의 퇴직은 2008년에 시작되어 2016년까지 지속된다.[그림100] 2013년은 베이비붐 세대의 퇴직이 절반 정도 진행된 시점이다. 퇴직 이후에는 재취업 또는 자영업 창업이 가능하지만, 50대 초반 대비 구매력 약화는 피할 수 없다. **이들 입장에서는 근로소득의 감소에 더해 부동산 가치의 하락까지 더해질 경우 과거처럼 해외여행에 대한 지출을 확대하기 어려울 수 있다고 판단된다.** 정부의 부동산 경기부양 노력에도 불구하고 부동산 가격의 하향 안정화가 인구 구조상 불가피한 방향성이라고 한다면, 앞으로는 젊은층의 여행수요 증가가 장년층 대비 빠른 모습이 고착화될 것으로 전망된다. 이는 하나투어와 모두투어에 불리하게 작용할 수 있는 변화이다.

[표30] 가구주 연령별 자산 및 부채 현황 (2013년 기준)

(단위: 만원)

	30 세 미만	30~39 세	40~49 세	50~59 세	60 세 이상
경상소득	3,074	4,793	5,395	5,576	2,560
가처분소득	2,643	3,924	4,326	4,490	2,166
자산	8,479	23,028	33,115	42,479	32,587
금융자산비중	61%	40%	30%	25%	17%
부동산자산비중	33%	54%	63%	69%	79%
기타자산비중	7%	7%	6%	6%	4%
부채	1,393	4,859	6,864	7,939	4,112
원리금상환액	268	755	955	865	351
부채/가처분소득	53%	124%	159%	177%	190%
채무상환비율(원리금상환액/가처분소득)	10%	19%	22%	19%	16%

자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

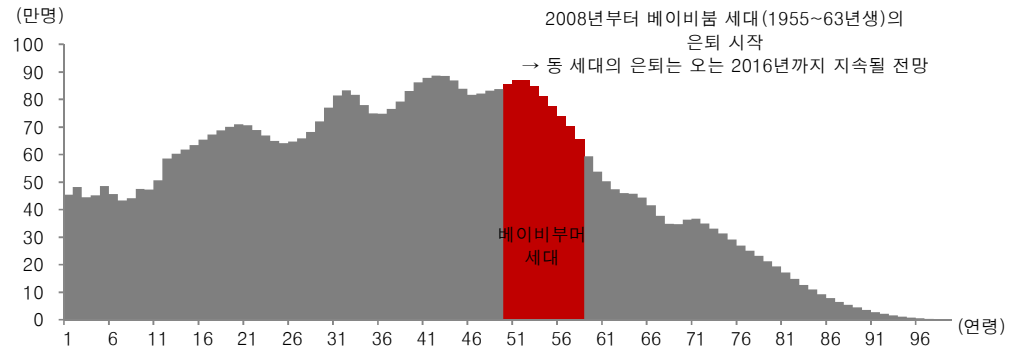
[표31] 가구주 연령별 월평균 가계수지 (2012년 기준)

(단위: 만원)

	근로자가구				비근로자가구			
	39 세 이하	40~49 세	50~59 세	60 세 이상	39 세 이하	40~49 세	50~59 세	60 세 이상
소득	415	482	485	327	350	404	412	254
경상소득	400	471	471	307	337	392	399	235
근로소득	363	429	422	224	59	60	114	70
사업소득	13	18	25	27	215	286	253	82
재산소득	1	1	2	4	2	1	1	6
이전소득	23	23	23	52	61	45	30	77
비경상소득	16	10	14	19	13	12	13	19
가계지출	326	388	362	233	285	347	318	204
소비지출	249	292	264	178	235	279	243	159
비소비지출	77	96	97	55	49	68	75	46

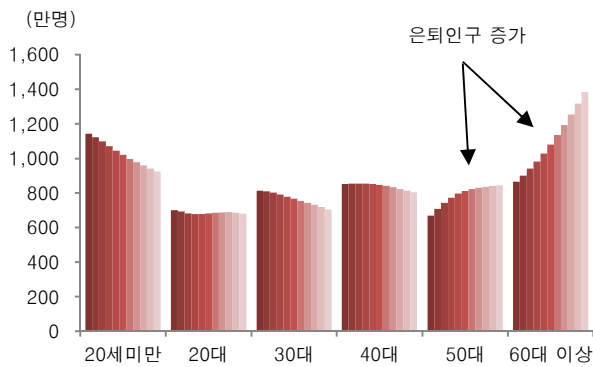
자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

[그림100] 베이비붐 세대의 은퇴, 2008~16년까지 지속



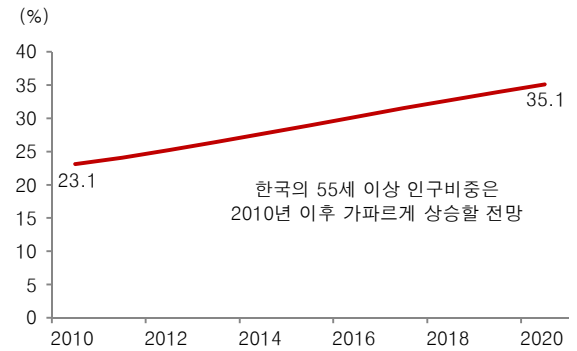
주: X 축의 연령은 2013년 기준의 연령임. 은퇴연령은 평균 53세
자료: 통계청

[그림101] 한국의 인구구조 변화 (2010~20E)



자료: 통계청

[그림102] 한국의 은퇴인구 비중 변화 (2010~20E)



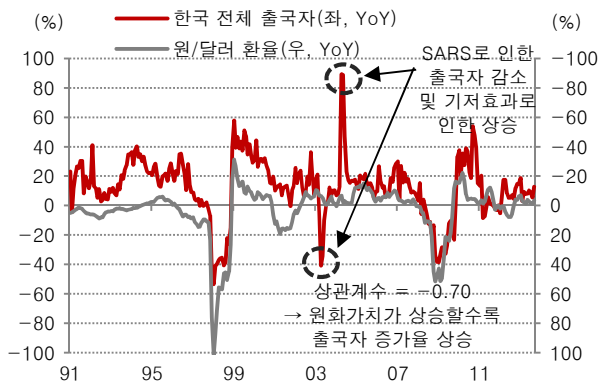
자료: 통계청

[이슈 1] 원화강세 수혜 가능성 → 크지 않음

여행주는 원화강세 현상의 대표적인 수혜주로 인식되고 있다. 실제로, 한국의 전체 출국자 증가율(YoY)과 원/달러 환율 증감율(YoY) 간의 상관관계를 살펴보면, 1991년 이후 현재까지의 상관관계수가 -0.7에 달한다. 이는 원화 가치가 상승할수록(i.e. 원/달러 환율하락), 출국자 증가율이 상승한다는 의미이다.

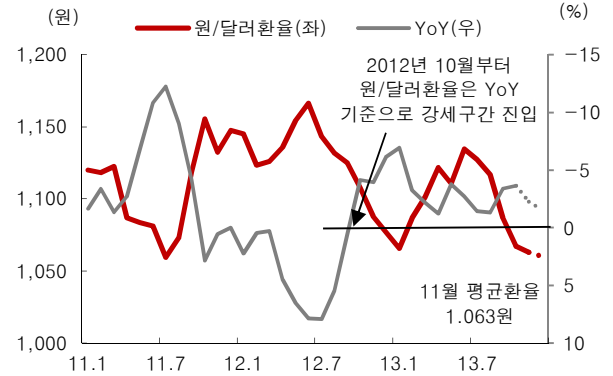
2013년 11월의 원/달러 평균환율은 1,063원이다. 원/달러 평균환율이 1,050원에 근접할수록 환율 효과에 대한 관심이 생겨날 수 있다. 그러나, 원/달러 환율은 2012년 10월부터 YoY 기준으로 이미 강세구간에 진입한 관계로 환율효과에 의한 추가적인 여행수요 확대는 크게 기대하기 어렵다고 판단된다.

[그림103] 한국 전체 출국자 및 환율 추이 비교 (YoY 기준)



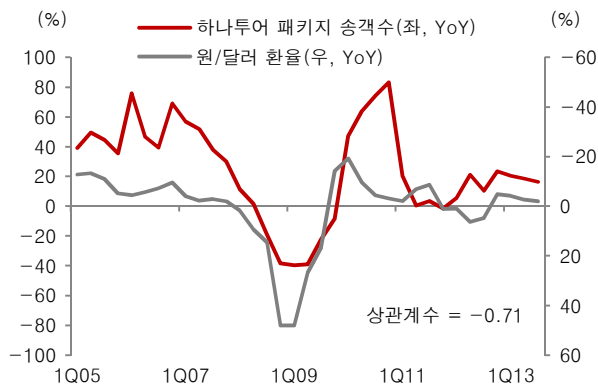
자료: 동양증권 리서치센터

[그림104] 원/달러 환율 추이



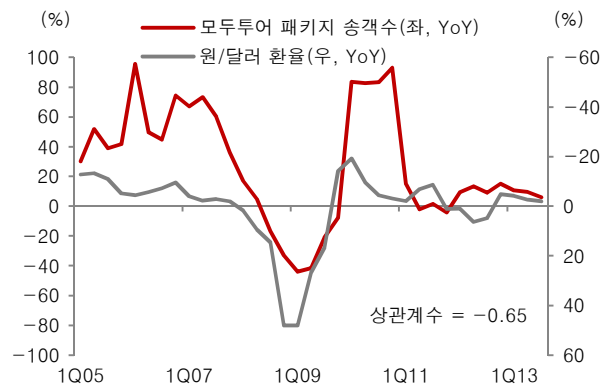
자료: 동양증권 리서치센터

[그림105] 하나투어 패키지 송객수 및 환율 추이 비교 (YoY 기준)



자료: 하나투어, 동양증권 리서치센터

[그림106] 모두투어 패키지 송객수 및 환율 추이 비교 (YoY 기준)



자료: 모두투어, 동양증권 리서치센터

[이슈 2] 근로시간 단축 수혜 → 장기적으로 가능

박근혜 정부의 경제정책 중에는 『고용률 70%』 달성이 매우 중요한 과제로 포함되어 있다. 이는 근로시간 축소에 따른 여가시간 확대효과로 이어질 수 있기 때문에 중기적으로 여행업종에 있어 중요한 화두로 부각될 전망이다.

박근혜 정부의 고용률 70%
정책은 여행수요에 긍정적
영향 기대

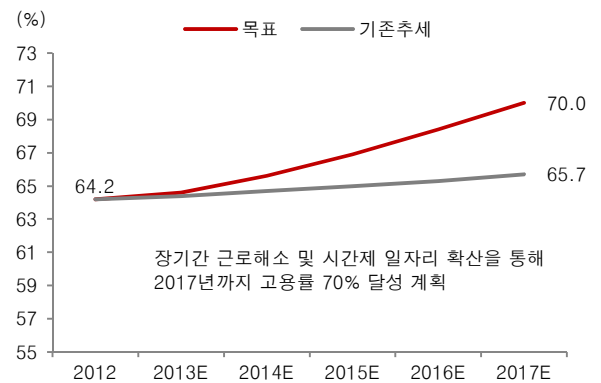
한국의 고용률은 2003년 이후, 63~64% 수준에서 정체되고 있다. 고용없는 성장의 지속은 내수경기 약세로 이어질 수 밖에 없다. 박근혜 정부는 오는 2017년까지 고용률을 70%까지 상승시키는 것을 핵심 정책과제로 제시하고 있다.[그림107~108] 동 정책은 1)서비스업 육성을 통한 일자리 확대(창조경제), 2)근로시간 단축 및 시간제 일자리 확대를 통한 고용 증가로 요약된다. 現 정부의 의도는 한국의 고용률 정체현상이 낮은 여성 고용률에 기인하기 때문에 보육에 대한 재정지원을 확대하고 양질의 시간제 고용기회를 증가시킴으로써 여성 고용률을 상승시켜 전체 고용률 상승을 견인하겠다는 것에 있다. 구체적으로, 現 정부는 여성 고용률을 2012년 53.5% → 2017년 61.9%로 올릴 계획이다. 이러한 정책은 네덜란드(1994~99년), 독일(2003~08년), 영국(1984~89년) 등이 시간제 근로제 활성화로 인해 고용률을 60%대 중반에서 5년만에 70%로 도약시킨 사례를 모델로 삼고 있다.(그림113, 표32, 동 산업자료 page 60. Appendix IV 참조)

[그림107] 한국의 고용률 추이



자료: OECD

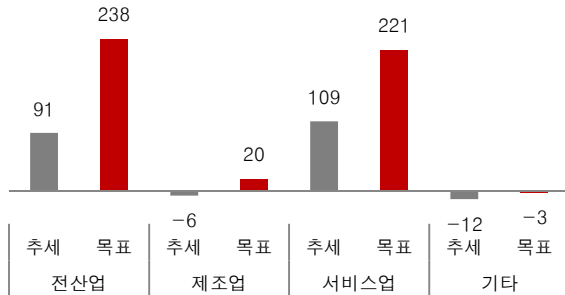
[그림108] 박근혜 정부의 고용률 70% 달성 목표



자료: 기획재정부

[그림109] 2017년까지 5년간 신규 취업자수 증감 (기존추세 vs 목표)

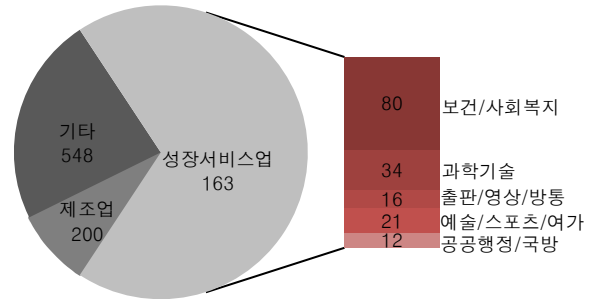
(만명)



자료: 기획재정부

[그림110] 박근혜 정부의 신규 일자리 창출 계획

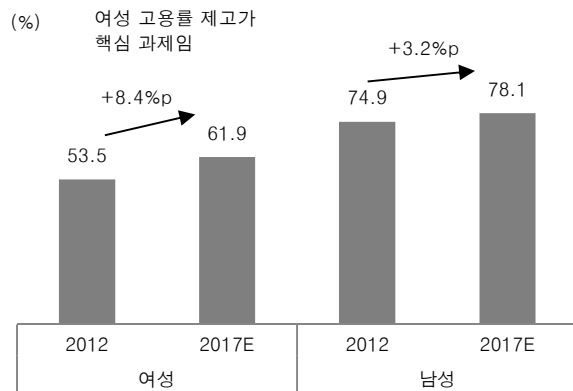
(만개)

신규 일자리 238만개 중
시간제 일자리는 38.7% 예상

자료: 기획재정부

[그림111] 박근혜 정부의 고용률 증가 성별 목표

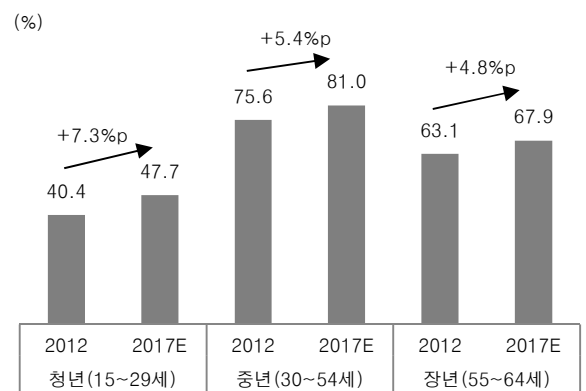
(%)



자료: 기획재정부

[그림112] 박근혜 정부의 고용률 증가 연령대별 목표

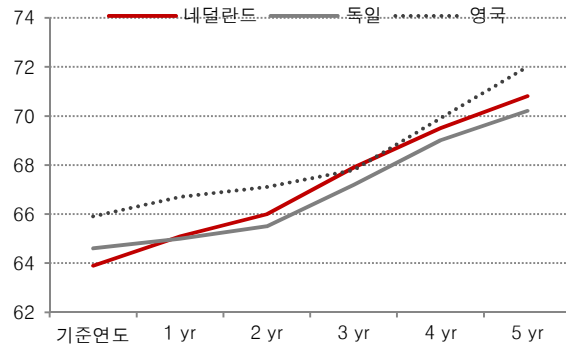
(%)



자료: 기획재정부

[그림113] 선진국들은 시간제 근로제 활성화 이후, 고용률 상승

(%)



자료: OECD, 기획재정부

[표32] 선진국 고용률 70% 진입 기간의 고용지표 비교

	네덜란드 (1994~99)	독일 (2003~08)	영국 (1984~89)
총 고용 증가량 중 시간제 일자리 비중	41.5%	50.2%	24.6%
연평균 총고용증가율	2.6%	1.5%	2.1%
연평균 시간제 근로증가율	3.7%	3.7%	2.8%

자료: OECD, 기획재정부

여기서 우리가 주목해야 할 점은 연간 근로시간의 축소이다. 한국인의 연간근로시간은 2011년 기준으로 2,090시간으로 OECD 평균 대비 약 300시간 가량 많다. 現 정부는 연간근로시간을 2017년 1,900시간 → 2020년 1,800시간으로 축소해 일자리 나누기(Job Sharing) 또는 시간제 일자리 증가를 통한 고용률 상상을 모색하고 있다. 『여행수요 = f(소득증가, 여가시간증가)』라는 점을 고려하면, 매우 의미있는 정책인 것이다.[그림114~115]

연간근로시간 단축의 방법은 주5일 근무제의 실효성 확립이 될 것으로 전망된다. 한국의 연간 근로시간은 2004년 주5일 근무제가 1,000인 이상 사업장에서부터 도입되기 시작해 2011년 5인 이상 사업장으로 확대될 때까지 단계적으로 축소된 바 있다. 그러나, 한국의 근로기준법은 1)주40시간 근무에 연장근로 12시간을 허용하고 있고, 2)휴일근무를 연장근로에 포함시키지 않고 있어 1주에 최대 68시간의 근무가 가능하도록 하며, 3)주5일제 근무제의 적용을 받지 않는 특례업종을 26개나 인정하고 있다.[그림116]

연장근로 정의 수정,
특례업종 축소는 연간 근로시간
단축으로 이어질 것

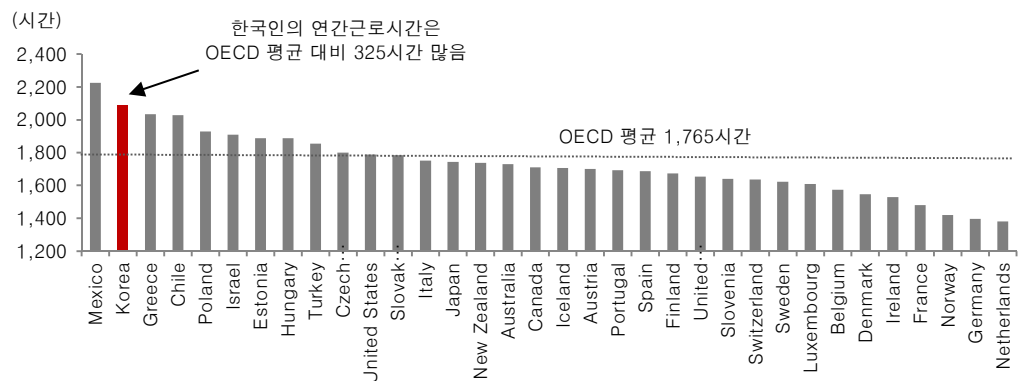
現 정부의 노동정책은 근로기준법 개정을 통해 연장근로의 정의에 휴일근무를 포함시켜 1주에 최대 52시간의 근무만 허용하고, 특례업종도 기존의 26개 → 10개로 축소시키는 내용을 담고 있다. 2008년 기준으로 특례업종 종사 근로자수는 400만명에 달해 전체 근로자의 37.9%에 달한다. 특례업종이 10개로 축소될 경우, 특례업종 종사 근로자수는 139만명으로 축소되어 전체 근로자의 13.2%로 하락하게 된다.[표33, 그림117]

특례업종 축소적용은 주5일 근무제의 도입 때와 같이 점진적으로 진행될 것이다. 새누리당과 고용노동부가 2013년 10월에 잠정 합의한 사항에 의하면, 특례업종 축소적용은 오는 2016년부터 1천인 이상 사업장을 대상으로 시작되어 오는 2018년 100인 이상 사업장으로 확대되게 된다. 물론, 정확한 시행시기 및 대상 사업장의 범위는 여야 협의를 거쳐 일부 조정될 수 있으며, 근로기준법 개정안을 통해 확정되게 된다.

중기적으로,
근로시간 단축효과가
도매여행사에도 긍정적
작용 판단

따라서, 2016~17년부터는 노동시간 단축에 따른 여행수요의 확대효과가 나타나기 시작할 것으로 예상된다. 특히, 대상 사업장의 범위가 확대될수록 중소기업 근로자들의 수혜로 이어질 것이다. 이들의 경우, 평균 소득이 크지 않을 것으로 보이기 때문에 연령대와 관계없이 저가 여행상품에 대한 수요가 증가할 가능성이 높다. 따라서, 20~30대 수혜층도 반드시 자유여행 상품을 구매하기 보다는 하나투어/모두투어의 패키지 상품이나 B2C 여행사들의 저가상품을 구매할 수 있다. 40대 이상 수혜층은 패키지 상품 중심의 구매로 집중될 것이다. 부동산 경기침체와 베이비붐 세대의 은퇴에도 불구하고 중기적으로 보면 하나투어/모두투어의 성장여력은 여전히 남아있다는 판단이다.

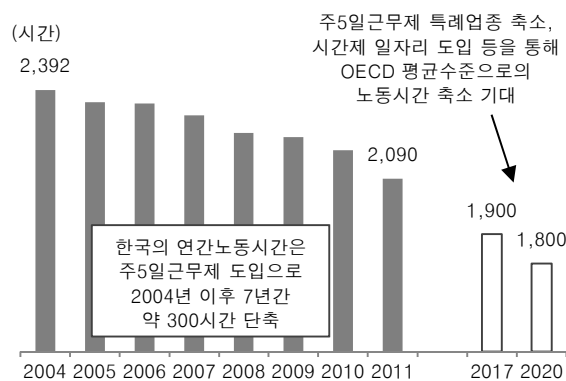
[그림114] OECD 국가들의 연간 노동시간 비교 (2012년 기준)



주: 한국과 스위스는 2011년 기준

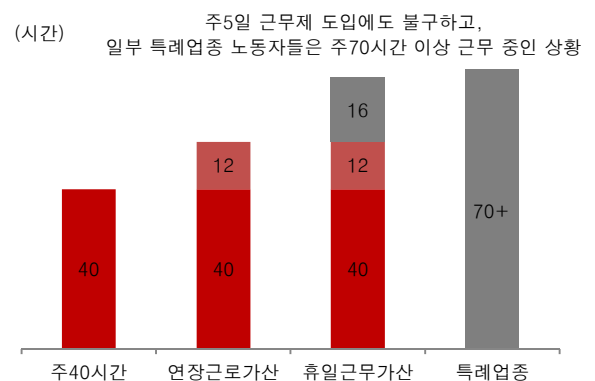
자료: OECD

[그림115] 2020년 OECD 평균수준으로의 노동시간 축소 기대



자료: OECD, 동양증권 리서치센터

[그림116] 주5일 근무제의 실효성은 아직 낮은 상황



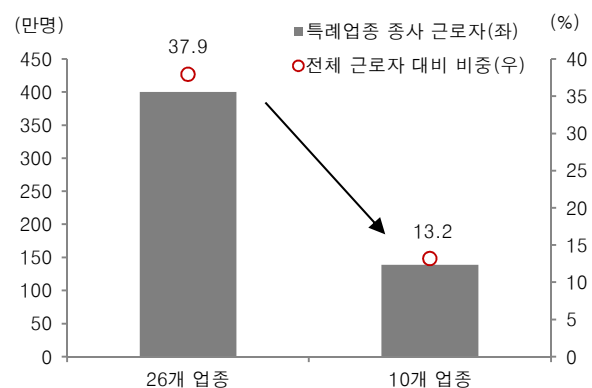
자료: 동양증권 리서치센터

[표33] 특례업종 범위 축소 (26개 → 10개)

특례인정업종(10개)
육상운송업, 수상운송업, 항공운송업, 기타 운송관련 서비스업, 영상/오디오 기록물 제작 및 배급업, 방송업, 전기통신업, 보건업, 하수/폐수 및 분뇨처리업, 사회복지서비스업
특례제외업종(16개)
보관 및 창고업, 자동차 및 부품판매업, 도매 및 상품중개업, 소매업, 금융업, 보험 및 연금업, 금융 및 보험 관련 서비스업, 우편업, 교육서비스업, 연구개발업, 시장조사 및 여론조사업, 광고업, 숙박업, 음식점 및 주점업, 건물/산업설비 청소 및 방제서비스업, 미용/욕탕 및 유사서비스업

자료: 동양증권 리서치센터

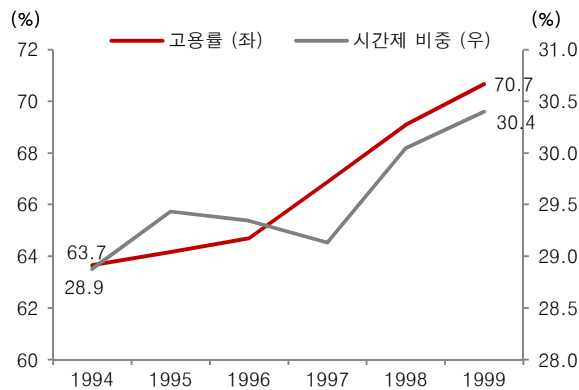
[그림117] 특례업종 종사 근로자수 변화 (2008년 기준)



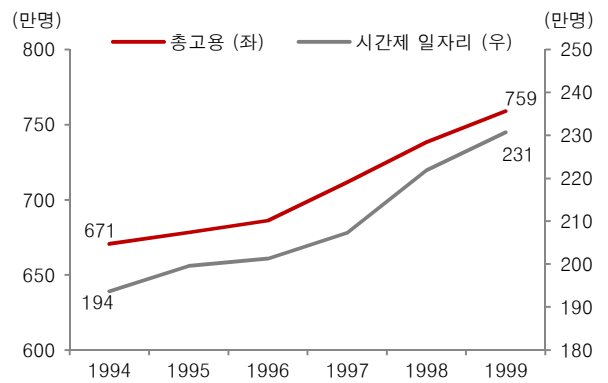
자료: 고용노동부, 동양증권 리서치센터

[Appendix IV] 선진 3개국 Case Study (시간제 일자리 확대를 통한 고용률 제고)

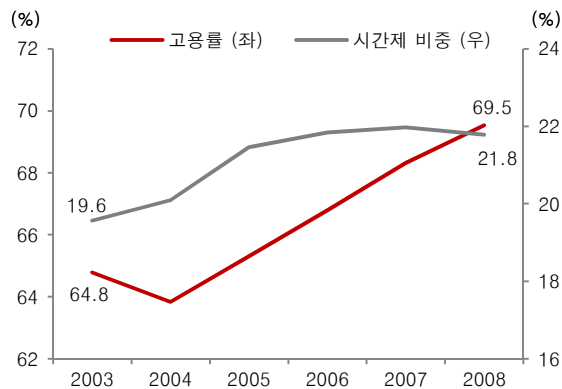
[그림118] 네덜란드 고용률 및 시간제 일자리 비중 추이(1994~99년)



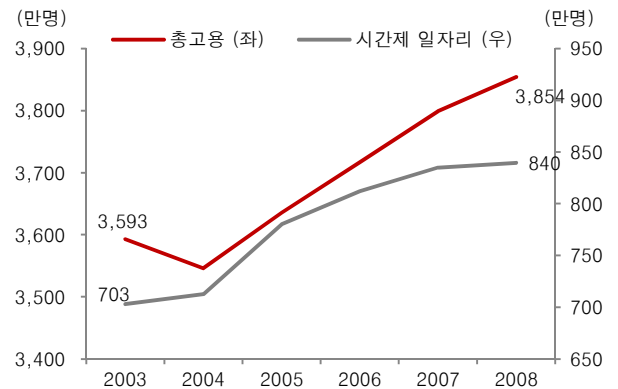
[그림119] 네덜란드 시간제 일자리수 추이(1994~99년)



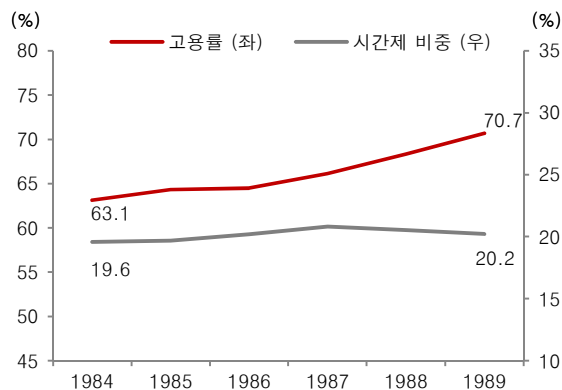
[그림120] 독일 고용률 및 시간제 일자리 비중 추이(2003~08년)



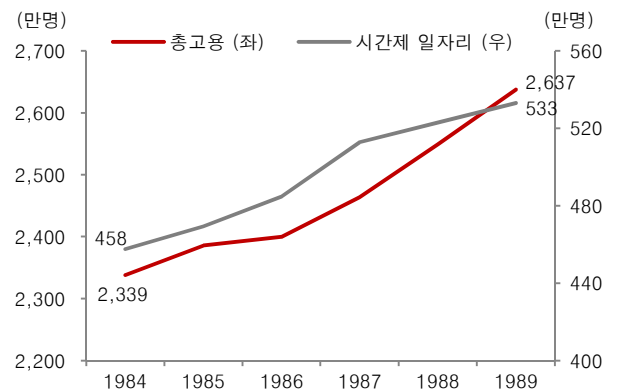
[그림121] 독일 시간제 일자리수 추이(2003~08년)



[그림122] 영국 고용률 및 시간제 일자리 비중 추이(1984~89년)



[그림123] 영국 시간제 일자리수 추이(1984~89년)



자료: OECD

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -100이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



호텔, 레저 애널리스트 박성호입니다.

(02)3770-3476

sungho.park@tongyang.co.kr

동양증권

강원랜드 (035250)

설비능력으로 평가하자



Why This Report

사행산업에 대한 정부 정책의 방향성이 불확실한 상태에서 강원랜드의 실적에 대한 추정은 사실 어렵습니다. 특히, 카지노 입장객수에 대한 가정치가 애널리스트별로 크게 차이가 날 것 같은데요. 그렇다면, 동사의 기업가치는 어떻게 평가해야 할까요? 당사는 동사 카지노의 영업장 포화현상이 재현되는 시점의 EBITDA 예상치를 이용하는 방법을 제시합니다. 즉, 설비능력에 초점을 맞추자는 의미인데요. 이를 감안하면 동사 주가는 적정수준에 근접했다는 판단입니다.

투자의견: HOLD (M)

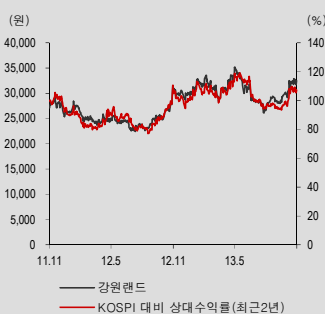
목표주가: 35,000원 (M)

호텔/레저

주가	32,500원
자본금	1,070억원
시가총액	69,531억원
주당순자산	12,795원
부채비율	16.20%
총발행주식수	213,940,500주
60일 평균 거래대금	134억원
60일 평균 거래량	444,668주
52주 고	35,200원
52주 저	26,100원
외인지분율	29.08%
주요주주	한국광해관리공단 외 2인
	36.27%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	9.4	22.0	6.6
상대	9.6	12.3	(0.4)
절대(달러환산)	9.4	28.2	9.1



자료: Datastream

Investment Point

카지노 입장객수, 완만한 증가 예상

- ▶ 2013년 사감위의 강원랜드 카지노 매출총량은 1.26조원(-4.3% YoY)으로 증설허용에도 불구하고 전년 대비 하향 조정. 2013년 정부의 사행산업 정책이 규제강화였다는 점을 고려시, 2014년 사감위 매출총량의 상승폭도 제한적인 수준일 것으로 예상
- ▶ 동사의 2014년 카지노 입장객수는 357만명으로 전년 대비 14% 증가 예상. 사감위 매출총량 규제로 인해 강원랜드의 신규 테이블 가동률이 당분간 현 수준을 유지하면서 테이블부족현상이 지속될 것으로 전망되기 때문. 따라서, 실적개선의 속도도 당초 기대치보다는 완만한 수준일 가능성이 높다는 판단

결론 : 동사의 설비능력 고려시, 적정주가 수준 근접

- ▶ 동사의 기업가치는 단기적인 실적개선 속도보다는 설비능력에 의해 좌우될 수 있음. 동사가 국내 내국인 카지노시장을 독점하고 있고, 한국의 잠재 카지노 수요도 충분하기 때문
- ▶ 우리는 동사의 카지노 포화현상이 2017년 정도에 재현될 것으로 추정. 따라서, 동사의 기업가치는 2017년 예상 EBITDA에 적정 EV/EBITDA 배율을 적용해 산출이 가능하다고 판단. Sum-of-the-parts 방식을 통해 산출한 동사의 적정주가는 3.5만원에 해당.[표34 참조] 기존의 투자의견 Hold, 목표주가 3.5만원 유지

투자의견 Hold, 목표주가 35,000원 유지

- 2014년 실적개선속도는 시장 기대치보다 완만한 수준일 것으로 예상
- 동사 설비능력을 고려시, 현 주가는 적정주가 수준에 근접

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

계산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	12,657	12,962	13,889	15,478	16,824
매출액증가율	-3.7	2.4	7.2	11.4	8.7
영업이익	4,896	4,049	4,510	5,016	5,277
영업이익률	38.7	31.2	32.5	32.4	31.4
지배주주귀속 순이익	3,812	3,062	3,491	3,830	4,077
지배주주 귀속 EPS	1,782	1,431	1,632	1,790	1,906
증가율	-9.5	-19.7	14.0	9.7	6.5
PER	15.3	17.8	19.9	18.2	17.1
PBR	2.4	2.1	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	8.5	9.1	11.0	9.8	9.1
ROA	14.3	10.9	11.9	12.4	12.4
ROE	17.5	13.2	14.1	14.4	14.1

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

[표34] 강원랜드(주) 연결실적 : 2014년 연결 영업이익 5,016억원으로 전년 대비 11% 증가 예상

(단위: 억원, 만명, %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
[카지노지표]										
방문객(만명)	291	304	309	298	302	314	357	392	432	475
(YoY)	19%	4%	2%	-3%	1%	4%	14%	10%	10%	10%
드롭액(억원)	62,514	65,314	63,140	57,657	57,505	59,689	67,155	73,870	81,257	89,383
(YoY)	3%	4%	-3%	-9%	0%	4%	13%	10%	10%	10%
홀드율	17.0%	17.7%	19.9%	20.6%	21.1%	21.8%	21.6%	21.4%	21.2%	21.2%
매출액	11,493	12,067	13,137	12,657	12,962	13,889	15,478	16,824	18,287	20,056
카지노	10,976	11,516	12,550	11,918	12,131	13,003	14,537	15,808	17,226	18,949
비카지노	517	550	587	739	831	886	941	1,016	1,061	1,107
영업비용	6,785	7,416	7,426	7,771	8,894	9,380	10,462	11,547	12,496	13,570
컴프	1,345	1,133	1,021	1,146	1,280	1,343	1,545	1,699	1,869	2,056
인건비	1,484	1,945	1,480	1,602	1,881	2,015	2,333	2,566	2,720	2,883
감가상각비	367	483	523	520	530	596	628	643	687	687
관광진흥개발기금	1,061	1,156	1,251	1,181	1,204	1,295	1,454	1,581	1,723	1,895
개별소비세	-	-	-	-	590	585	548	822	896	985
폐광지역개발기금	994	1,114	1,247	1,157	1,155	1,290	1,324	1,376	1,493	1,654
기타	1,535	1,584	1,904	2,165	2,254	2,254	2,631	2,860	3,109	3,410
영업이익	4,708	4,650	5,711	4,885	4,068	4,510	5,016	5,277	5,791	6,486
OPM	41%	39%	43%	39%	31%	32%	32%	31%	32%	32%
순이익	3,093	3,900	4,224	3,812	3,062	3,491	3,829	4,077	4,523	5,117
NIM	27%	32%	32%	30%	24%	25%	25%	24%	25%	26%
성장성(YoY)										
매출액	8%	5%	9%	-4%	2%	7%	11%	9%	9%	10%
영업이익	13%	-1%	23%	-14%	-17%	11%	11%	5%	10%	12%
당기순이익	6%	26%	8%	-10%	-20%	14%	10%	6%	11%	13%

자료: 동양증권 리서치센터

[표35] 강원랜드(주) 목표주가 3.5만원 유지

구분	신규 (2013. 11. 28)	주요 내역					
(+) 영업자산가치	58,226 억원	사업부문	2017년 영업이익	2017년 감가상각비	2017년 EBITDA	적정배율	적정사업가치
		▶ 카지노 등	6,486 억원	687 억원	7,173 억원	8.1x	58,226 억원
		합계	6,486 억원	687 억원	7,173 억원	8.1x	58,226 억원
		* 적정 EV/EBITDA 배율 : 카지노 적정 EV/EBITDA 배수 / (1+k) ^t = 10.8 배 / (1+0.074) ^t = 8.1 배					
		* Cost of Equity = Rf + β(Rm - Rf) = 2.9% + 0.59 x (10.5%-2.9%) = 7.4%					
(+) 투자자산가치	246 억원	투자자산 구성	지분율	장부가액	PBR	적정가치	
		블랙밸리컨트리클럽(주)	16.55%	149 억원	0.3x	45 억원	
		(주)문경레저타운	27.27%	181 억원	0.3x	54 억원	
		(주)동강시스타	24.71%	154 억원	0.3x	46 억원	
		(주)대천리조트	28.57%	138 억원	0.3x	41 억원	
		(주)화산리조트	31.40%	200 억원	0.3x	60 억원	
		합계	-	821 억원	-	246 억원	
		(+) 순현금	11,478 억원				
현금성자산	11,478 억원						
총차입금	-						
보통주 주주가치(A)	69,951 억원						
발행주식수(B)	20,274 만주						
주당 주주가치(A/B)	34,503 원	* 총 발행주식수 21.394 만주 - 자사주 1,120 만주					

자료: 동양증권 리서치센터

강원랜드 (035250) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	12,657	12,962	13,889	15,478	16,824
매출원가	5,384	6,478	6,745	7,428	8,198
매출총이익	7,273	6,483	7,145	8,050	8,625
판매비	2,377	2,435	2,635	3,034	3,349
영업이익	4,896	4,049	4,510	5,016	5,277
EBITDA	5,548	4,744	5,253	5,719	5,963
영업외손익	100	22	78	37	102
외환관련손익	0	0	1	1	0
이자손익	394	460	430	471	538
관계기업관련손익	-16	-38	-40	-40	-40
기타	-278	-400	-313	-396	-396
법인세비용차감전순이익	4,997	4,071	4,588	5,052	5,379
법인세비용	1,185	1,009	1,096	1,223	1,302
계속사업순이익	3,812	3,062	3,491	3,830	4,077
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,812	3,062	3,491	3,830	4,077
지배지분순이익	3,812	3,062	3,491	3,830	4,077
포괄순이익	3,769	3,052	3,442	3,795	4,042
지배지분포괄이익	3,769	3,052	3,442	3,795	4,042

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	11,638	11,655	12,304	13,907	15,743
현금및현금성자산	535	886	1,547	3,147	4,979
매출채권 및 기타채권	254	292	30	33	36
재고자산	22	12	12	14	15
비유동자산	15,476	17,412	17,483	17,951	18,396
유형자산	13,123	13,577	13,970	14,438	14,923
관계기업등 지분관련자산	685	847	0	0	-40
기타투자자산	513	1,558	2,171	2,171	2,171
자산총계	27,114	29,067	29,786	31,858	34,139
유동부채	4,409	5,184	3,828	3,830	3,863
매입채무 및 기타채무	3,039	3,908	3,182	3,185	3,218
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	132	162	325	325	325
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	4,540	5,346	4,153	4,155	4,188
자본총계	22,574	23,720	25,632	27,700	29,949
자본금	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
자본잉여금	1,279	1,293	1,293	1,293	1,293
이익잉여금	21,893	23,098	25,030	27,132	29,381
비지배지분	0	0	2	2	2
자본총계	22,574	23,720	25,634	27,703	29,951
순차입금	-11,228	-11,208	-11,915	-13,514	-15,347
총차입금	7	6	0	0	0

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	4,178	4,465	3,257	4,048	4,310
당기순이익	3,812	3,062	3,491	3,830	4,077
감가상각비	646	687	738	703	686
외환손익	0	1	-1	-1	0
총속, 관계기업관련손익	16	38	14	40	40
자산부채의 증감	-518	704	-900	-849	-819
기타현금흐름	222	-27	-85	326	326
투자활동 현금흐름	-1,878	-2,170	-1,073	-1,207	-1,207
투자자산	263	-2,393	-305	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,553	-1,186	-1,131	-1,172	-1,172
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-588	1,409	363	-36	-36
재무활동 현금흐름	-2,188	-1,944	-1,527	-1,723	-1,825
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,977	-1,847	-1,531	-1,727	-1,828
기타현금흐름	-211	-96	4	4	4
연결범위변동 등 기타	0	-1	3	481	555
현금의 증감	113	351	661	1,599	1,832
기초 현금	423	535	886	1,547	3,147
기말 현금	535	886	1,547	3,147	4,979
NOPLAT	4,896	4,049	4,510	5,016	5,277
FCF	2,316	3,259	2,143	2,484	2,695

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

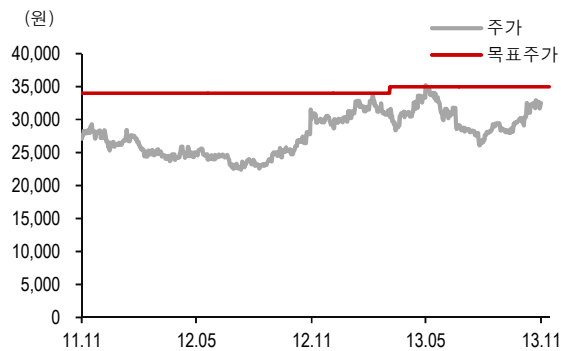
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	1,782	1,431	1,632	1,790	1,906
BPS	11,331	11,901	12,795	13,761	14,812
EBITDAPS	2,593	2,217	2,455	2,673	2,787
SPS	5,916	6,059	6,492	7,235	7,864
DPS	910	755	850	900	1,000
PER	15.3	17.8	19.9	18.2	17.1
PBR	2.4	2.1	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	8.5	9.1	11.0	9.8	9.1
PSR	4.6	4.2	5.0	4.5	4.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	-3.7	2.4	7.2	11.4	8.7
영업이익 증가율 (%)	-13.5	-17.3	11.4	11.2	5.2
지배순이익 증가율 (%)	-9.5	-19.7	14.0	9.7	6.5
매출총이익률 (%)	57.5	50.0	51.4	52.0	51.3
영업이익률 (%)	38.7	31.2	32.5	32.4	31.4
지배순이익률 (%)	30.1	23.6	25.1	24.7	24.2
EBITDA 마진 (%)	43.8	36.6	37.8	36.9	35.4
ROIC	41.6	33.6	35.2	35.2	35.5
ROA	14.3	10.9	11.9	12.4	12.4
ROE	17.5	13.2	14.1	14.4	14.1
부채비율 (%)	20.1	22.5	16.2	15.0	14.0
순차입금/자기자본 (%)	-49.7	-47.2	-46.5	-48.8	-51.2
영업이익/금융비용 (배)	1,145.2	565.7	2,217.5	0.0	0.0

강원랜드 (035250) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-11-29	HOLD	35,000
2013-11-11	HOLD	35,000
2013-10-14	HOLD	35,000
2013-08-12	HOLD	35,000
2013-05-13	HOLD	35,000
2013-04-01	HOLD	35,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



호텔, 레저 애널리스트 박성호입니다.

(02)3770-3476

sungho.park@tongyang.co.kr



파라다이스 (034230)

천천히 길게 보자



Why This Report

호텔/레저업종에서 파라다이스는 독보적인 장기 성장성을 기반으로 각광받는 주식입니다. 2011년 이후, 약 6.5 배의 주가상승을 시현했기도 했구요. 그러나, 2014년은 개별소비세의 영업비용 반영으로 인해 EPS 제로성장 국면으로 진입합니다. 2014년에도 중국인 카지노 수요는 견조하겠지만, 당분간 Valuation 부담이 존재하는 점을 감안하면 동사의 주가는 당분간 쉬어가는 흐름이 나타날 것으로 예상됩니다.

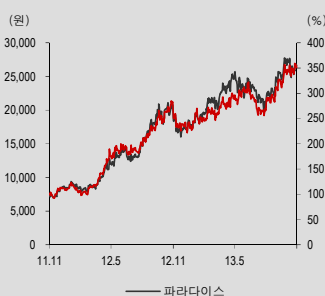
투자의견: BUY (M)
목표주가: 33,000원 (U)

호텔/레저

주가	27,100원
자본금	470억원
시가총액	24,645억원
주당순자산	8,620원
부채비율	35.19%
총발행주식수	90,942,672주
60일 평균 거래대금	88억원
60일 평균 거래량	355,666주
52주 고	27,750원
52주 저	16,000원
외인지분율	17.11%
주요주주	파라다이스글로벌 외 17인
	47.32%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(0.4)	33.2	46.9
상대	3.4	33.7	40.9
절대(달러환산)	(0.4)	40.0	50.4



자료: Datastream

Investment Point

확고한 장기 성장성은 매력적 요인

- ▶ 동사는 2014~15년 인천점 및 제주롯데점 통합이 예정되어 있고, 2017년 복합리조트형 카지노 『파라다이스 시티』의 개장이 예정되어 있어 장기 성장에 대한 로드맵이 이미 제시되어 있음
- ▶ 2017년 동사의 실적은 1.47조원, 영업이익 2,963억원, 지배주주 귀속 순이익 2,121억원을 기록할 것으로 예상. 지배주주 귀속 순이익 기준으로 2013~17년 CAGR 18%에 달해 확고한 장기 성장성이 매력적이라고 판단. 2017년 이후로도 중국의 카지노 수요증가 및 『파라다이스 시티』의 성장 지속으로 고성장 추세가 유지될 것으로 전망

결론 : 2014년 하반기 이후, 비중 확대 권고

- ▶ 2014년 외국인 전용카지노에 대한 개별소비세 적용은 단기적으로 주가상승을 압박하는 요인이 될 수 있음. 개별소비세의 영업비용 반영으로 EPS 제로성장 국면에 진입하면서 Valuation 부담을 안게 되기 때문. 마카오 Peer들은 2015~16년 대규모 증설이 예정되어 있어 중기적으로 이익성장의 속도가 동사보다 빠를 것으로 예상. 따라서, 동사의 2014년 주가는 마카오 Peer들의 주가상승과 동행하지 않고 일정 기간 쉬어가는 흐름이 나타날 전망. 2014년 하반기, 비중확대 시기를 모색하는 전략 권고

투자의견 Buy 유지, 목표주가 33,000원으로 소폭 상향

- 장기성장은 매력적이나, 2014년 EPS 제로성장 국면 진입으로 Valuation 부담 존재
- 2014년 하반기, 비중확대 시기를 모색하는 전략 권고

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	3,740	5,185	6,386	7,873	9,824
매출액증가율	-30.2	38.6	23.2	23.3	24.8
영업이익	509	898	1,390	1,392	1,881
영업이익률	13.6	17.3	21.8	17.7	19.1
지배주주귀속 순이익	326	747	1,109	1,065	1,372
지배주주 귀속 EPS	358	822	1,220	1,171	1,509
증가율	-19.0	129.6	48.4	-4.0	28.9
PER	18.7	16.2	22.2	23.2	18.0
PBR	1.0	1.8	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	6.3	10.4	15.4	16.2	12.7
ROA	4.3	8.4	9.9	8.5	9.6
ROE	6.5	12.5	16.1	13.6	15.5

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

[표36] 파라다이스(주) 연결실적 : 2014년 연결 영업이익 1,392억원으로 전년수준 유지 예상

(단위: 억원)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	3,592	4,230	5,359	3,740	5,063	6,386	7,873	9,824	11,673	14,669
카지노	2,728	3,296	4,411	3,482	3,935	5,263	6,730	8,676	10,511	12,687
호텔	783	823	843	134	1,025	998	1,013	1,028	1,042	1,858
기타	81	111	105	123	103	126	130	120	120	124
매출총이익(억원)	1,062	1,275	1,344	988	1,306	1,963	2,100	2,765	3,556	4,283
카지노	452	596	624	891	960	1,607	1,731	2,420	3,204	3,733
호텔	615	692	717	107	348	342	353	341	344	540
기타	85	125	102	133	105	111	114	116	111	113
영업이익(억원)	253	389	467	509	852	1,390	1,392	1,881	2,506	2,963
OPM(%)	7.0%	9.2%	8.7%	13.6%	16.8%	21.8%	17.7%	19.1%	21.5%	20.2%
지배주주순이익(억원)	235	318	402	326	722	1,109	1,065	1,372	1,784	2,121
NIM(%)	6.6%	7.5%	7.5%	8.7%	14.3%	17.4%	13.5%	14.0%	15.3%	14.5%
성장성(YoY)										
매출액		18%	27%	-30%	35%	26%	23%	25%	19%	26%
영업이익		54%	20%	9%	67%	63%	0%	35%	33%	18%
지배주주순이익		35%	26%	-19%	122%	54%	-4%	29%	30%	19%

주: 2012년 6월말 제주그랜드점 합병, 2013년 7월초 연결자회사 파라다이스세가미(주)를 통해 인천점 사업양수. 3Q14 부산카지노 양수 및 3Q15 제주롯데점 양수 가정
 자료: 파라다이스, 동양증권 리서치센터

[표37] 파라다이스(주) 점포별 카지노 매출 전망

(단위: 억원)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
드럼액(5개점 합계)	22,986	28,404	37,087	43,984	50,821	60,750	70,223	81,218	92,411	108,002
워커힐	14,900	17,119	22,243	24,264	26,874	28,659	30,161	34,686	39,889	45,872
제주그랜드	1,063	1,639	2,022	2,835	4,592	6,701	8,951	10,741	12,352	14,205
인천	2,060	3,467	5,931	8,089	8,163	10,610	12,732	14,642	16,545	21,509
부산	3,614	4,286	5,376	6,556	7,063	7,872	9,053	9,958	10,755	11,615
제주롯데	1,349	1,893	1,514	2,240	4,128	6,908	9,326	11,191	12,870	14,800
드럼액(% YoY)	30.7	23.6	30.6	18.6	15.5	19.5	15.6	15.7	13.8	16.9
워커힐	20.4	14.9	29.9	9.1	10.8	6.6	5.2	15.0	15.0	15.0
제주그랜드	58.6	54.1	23.4	40.2	62.0	45.9	33.6	20.0	15.0	15.0
인천	89.2	68.3	71.1	36.4	0.9	30.0	20.0	15.0	13.0	30.0
부산	55.6	18.6	25.4	21.9	7.7	11.4	15.0	10.0	8.0	8.0
제주롯데	18.9	40.4	(20.0)	48.0	84.3	67.4	35.0	20.0	15.0	15.0
홀드율(%)	14.5	14.1	12.4	11.8	11.3	11.1	10.8	10.8	10.8	11.2
워커힐	14.3	15.0	12.8	13.5	13.0	14.7	13.9	13.0	13.0	13.0
제주그랜드	18.9	9.9	10.2	8.3	7.9	8.2	9.2	9.0	9.0	9.0
인천	16.2	14.6	10.7	9.1	9.1	8.9	9.3	9.0	9.0	11.0
부산	11.8	13.4	12.6	11.1	10.9	10.6	11.2	10.5	10.5	10.5
제주롯데	17.7	10.6	14.0	10.0	8.7	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5
카지노매출(5개점 합계)	3,473	4,205	4,801	5,448	6,059	7,087	8,010	9,157	10,511	12,687
워커힐	2,247	2,726	3,032	3,478	3,732	4,209	4,184	4,788	5,528	6,361
제주그랜드	205	165	209	239	371	551	828	983	1,130	1,312
인천	337	508	638	745	780	942	1,183	1,338	1,557	2,443
부산	440	601	707	759	813	834	1,015	1,086	1,193	1,301
제주롯데	243	205	215	227	364	552	801	962	1,103	1,271
카지노매출(YoY)	-4.6	16.1	21.1	14.2	13.5	11.2	17.0	13.0	14.3	14.8
워커힐	-5.6	9.6	21.3	11.2	14.7	7.3	12.8	-0.6	14.4	15.5
제주그랜드	-14.1	80.7	-19.4	26.6	14.0	55.4	48.6	50.2	18.7	15.0
인천	27.9	91.5	50.6	25.6	16.7	4.7	20.6	25.6	13.1	16.4
부산	-17.4	7.9	36.5	17.6	7.4	7.1	2.6	21.7	7.1	9.8
제주롯데	21.3	-0.1	-15.7	5.1	5.6	60.2	51.6	45.1	20.1	14.7

주: 홀드율은 테이블매출 기준으로 산출 (슬롯머신 제외). 2015년 워커힐점 확장이 이뤄진다는 기정이 포함되어 있음

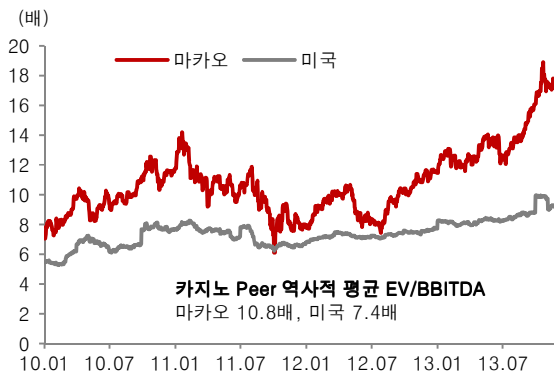
자료: 파라다이스, 동양증권 리서치센터

[표38] 파라다이스(주) 목표주가 3.2만원 → 3.3만원으로 상향

구분	이전 (2013. 11. 7)	신규 (2013. 11. 28)	주요 내역				
(+) 영업자산가치	23,607억원	23,433억원	사업부문	5년 평균 영업이익(13~17E)	5년 평균 감가상각비(13~17E)	5년 평균 EBITDA(13~17E)	적정배율
			▶ 카지노+호텔	2,026억원	143억원	2,170억원	10.8x
			합계	2,026억원	143억원	2,170억원	10.8x
			* 적정 EV/EBITDA 배율 : 마카오 Peer의 2010년 이후 평균 EV/EBITDA 배수 적용				
(+) 투자자산가치	152억원	152억원	투자자산 구성	지분율	장부가액	PBR	적정가치
			주베이스명동	19.90%	12억원	0.8x	9억원
			유가증권		286억원	0.5x	143억원
			합계		298억원	0.5x	152억원
(+) 순현금	5,635억원	2,110억원	* 자사주 가치평가방식은 시가평가 → 발행주식수로부터의 차감방식으로 변경				
현금성자산	2,950억원	2,950억원					
자사주	3,525억원	-					
총차입금	840억원	840억원					
보통주 주주가치(A)	29,394억원	25,696억원	* 총 발행주식수 9,094만주 - 자사주 1,291만주				
발행주식수(B)	9,094만주	7,803만주					
주당 주주가치(A/B)	32,321원	32,929원					

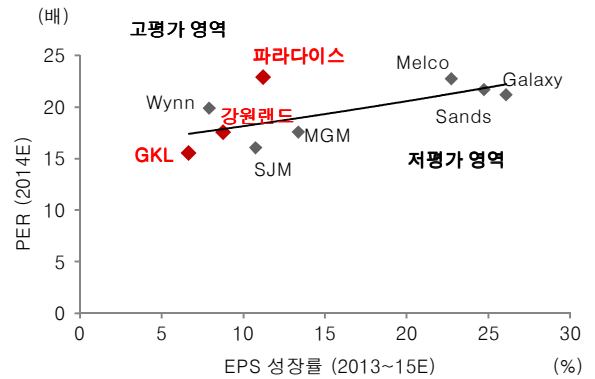
자료: 동양증권 리서치센터

[그림124] 카지노 Peer 역사적 EV/EBITDA 배수 추이



자료: 동양증권 리서치센터

[그림125] 카지노주 PER vs EPS 성장률 차트



주: 국내 카지노 3사는 당사 추정치. 마카오 6사는 컨센서스 기준

자료: 동양증권 리서치센터

파라다이스 (034230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	3,740	5,185	6,386	7,873	9,824
매출원가	2,752	3,829	4,423	5,773	7,058
매출총이익	988	1,356	1,963	2,100	2,765
판매비	479	458	573	708	884
영업이익	509	898	1,390	1,392	1,881
EBITDA	595	1,031	1,532	1,536	2,025
영업외손익	151	167	189	195	164
외환관련손익	-10	29	13	0	0
이자손익	64	41	51	37	6
관계기업관련손익	40	4	-20	0	0
기타	56	92	145	158	158
법인세비용차감전순이익	660	1,064	1,579	1,587	2,045
법인세비용	334	266	383	384	495
계속사업순이익	325	798	1,195	1,203	1,550
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	325	798	1,195	1,203	1,550
지배지분순이익	326	747	1,109	1,065	1,372
포괄순이익	314	761	1,202	1,217	1,564
지배지분포괄이익	315	710	928	832	1,070

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	2,764	3,486	3,912	2,719	3,167
현금및현금성자산	1,759	1,433	2,727	1,461	2,005
매출채권 및 기타채권	148	217	266	331	388
재고자산	7	24	33	41	52
비유동자산	4,656	6,880	8,213	10,323	12,352
유형자산	1,988	4,835	4,851	6,888	8,925
관계기업등 지분관련자산	556	31	12	13	13
기타투자자산	146	322	321	321	321
자산총계	7,420	10,366	12,125	13,042	15,519
유동부채	1,203	2,169	2,217	2,290	2,416
매입채무 및 기타채무	358	517	401	426	505
단기차입금	214	811	705	753	800
유동성장기부채	9	26	12	12	12
비유동부채	615	918	939	939	1,939
장기차입금	35	63	63	63	1,063
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,818	3,087	3,156	3,229	4,355
지배지분	5,587	6,331	7,423	8,267	9,405
자본금	470	470	470	470	470
자본잉여금	696	860	992	992	992
이익잉여금	4,815	5,421	6,375	7,205	8,343
비지배지분	16	949	1,546	1,546	1,759
자본총계	5,602	7,280	8,969	9,813	11,164
순차입금	-2,341	-2,305	-2,605	-1,292	-624
총차입금	258	909	787	834	1,882

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	568	992	1,347	1,353	1,741
당기순이익	325	798	1,195	1,203	1,550
감가상각비	80	125	134	136	136
외환손익	-2	-35	-12	0	0
총속, 관계기업 관련손익	-40	-4	20	0	0
자산부채의 증감	81	-57	-80	-49	-9
기타현금흐름	124	166	89	63	63
투자활동 현금흐름	101	-1,655	-385	-2,243	-1,999
투자자산	154	-623	-39	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-91	-170	-152	-2,173	-2,173
유형자산 감소	1	1	3	0	0
기타현금흐름	38	-862	-197	-71	173
재무활동 현금흐름	-206	334	436	-186	814
단기차입금	-18	-239	-106	48	48
사채 및 장기차입금	-1	-24	-14	0	1,000
자본	0	0	712	0	0
현금배당	-194	-117	-156	-234	-234
기타현금흐름	7	713	0	0	0
연결범위변동 등 기타	2	3	-104	-189	-11
현금의 증감	465	-326	1,294	-1,266	543
기초 현금	1,294	1,759	0	2,727	1,461
기말 현금	1,759	1,433	2,727	1,461	2,005
NOPLAT	509	898	1,390	1,392	1,881
FCF	327	579	963	-1,023	-612

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

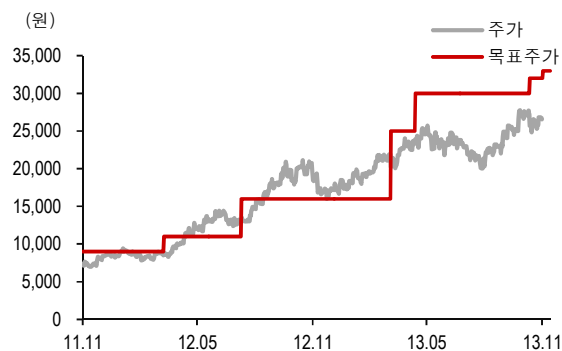
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	358	822	1,220	1,171	1,509
BPS	6,612	7,419	8,620	9,548	10,800
EBITDAPS	655	1,134	1,685	1,688	2,226
SPS	4,112	5,702	7,022	8,658	10,802
DPS	150	200	300	300	400
PER	18.7	16.2	22.2	23.2	18.0
PBR	1.0	1.8	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	6.3	10.4	15.4	16.2	12.7
PSR	1.6	2.3	3.9	3.1	2.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	-30.2	38.6	23.2	23.3	24.8
영업이익 증가율 (%)	8.9	76.4	54.8	0.2	35.1
지배순이익 증가율 (%)	-19.0	129.4	48.5	-4.0	28.9
매출총이익률 (%)	26.4	26.2	30.7	26.7	28.1
영업이익률 (%)	13.6	17.3	21.8	17.7	19.1
지배순이익률 (%)	8.7	14.4	17.4	13.5	14.0
EBITDA 마진 (%)	15.9	19.9	24.0	19.5	20.6
ROIC	9.0	25.1	22.3	16.2	16.6
ROA	4.3	8.4	9.9	8.5	9.6
ROE	6.5	12.5	16.1	13.6	15.5
부채비율 (%)	32.5	42.4	35.2	32.9	39.0
순차입금/자기자본 (%)	-41.9	-36.4	-35.1	-15.6	-6.6
영업이익/금융비용 (배)	37.7	18.4	38.3	41.3	24.6

파라다이스 (034230) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



호텔, 레저 애널리스트 박성호입니다.

(02)3770-3476

sungho.park@tongyang.co.kr

동양증권

GKL (114090)

호시탐탐(虎視眈眈)

투자의견: BUY (M)

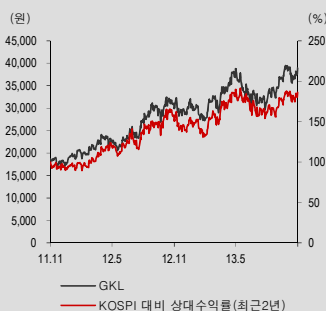
목표주가: 49,000원 (U)

호텔/레저

주가	39,600원
자본금	309억원
시가총액	24,495억원
주당순자산	6,555원
부채비율	48.81%
총발행주식수	61,855,670주
60일 평균 거래대금	84억원
60일 평균 거래량	233,111주
52주 고	39,600원
52주 저	27,250원
외인지분율	28.36%
주요주주	한국관광공사 51.00%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	0.4	26.5	31.6
상대	0.5	16.5	23.0
절대(달러환산)	0.4	33.0	34.7



자료: Datastream



Why This Report

다수의 카지노 애널리스트들은 GKL 보다는 파라다이스를 추천하는 경향이 있습니다. 파라다이스가 장기성장에 대한 로드맵을 잘 제시하고 있기 때문이지요. 하지만, GKL 도 이러한 로드맵을 제시해준다면, 앞으로의 주가상승 여력은 GKL 쪽이 더 크지 않을까요? 2014년 EPS 제로성장 구간 진입이 부담이지만, Re-rating의 가능성은 충분히 관심을 갖고 지켜볼 필요가 있다는 판단입니다.

Investment Point

공기업은 더 이상 Discount 요인이 아님

- ▶ 동사는 2011년 하반기 전임 CEO의 크레딧 지원중단 조치로 인해 약 1년간 중국인 대상 영업부진 구간을 지나면서 공기업 Discount 를 받은 바 있고, 경쟁사와 달리 장기성장에 대한 로드맵 제시가 지연되면서 동 아시아 카지노 중에서 가장 낮은 Valuation을 부여받고 있음
- ▶ 그러나, 국적크루즈선 외국인 카지노 도입, 복합리조트 개발 지원체계 마련 등 박근혜 정부의 관광산업 진흥정책은 카지노 공기업인 동사의 수혜로 이어질 가능성이 매우 높아 지속적인 관심이 필요하다는 판단. 특히, 동사의 신규사업 중에서 기업가치 상승을 견인할 수 있는 사업은 영종도 또는 제주도 복합리조트형 카지노 건설임

결론 : 복합리조트형 카지노 사업 추진시, Re-rating 예상

- ▶ 2014년은 중국의 견조한 카지노 수요로 인해 투자릿수에 가까운 매출성장기 예상되지만, 외국인 전용카지노에 대한 개별소비세 적용으로 인해 EPS 성장은 제로에 가까울 것으로 예상. 그러나, 복합리조트형 카지노 건설에 대한 공식 발표가 이뤄질 경우, Peer 그룹과의 Valuation Gap 이 좁혀지면서 Re-rating 이 발생할 가능성이 존재

투자의견 Buy 유지, 목표주가 49,000원으로 상향

- 2014년은 개별소비세 이슈로 인해 EPS 성장은 제로에 가까울 전망
- 그러나, 복합리조트형 카지노 건설 발표시 Re-rating 에 따른 주가상승 가능

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	5,147	5,024	5,585	6,111	6,748
매출액증가율	-2.6	-2.4	11.2	9.4	10.4
영업이익	1,375	1,464	1,954	1,943	2,186
영업이익률	26.7	29.1	35.0	31.8	32.4
지배주주귀속 순이익	633	1,441	1,496	1,493	1,702
지배주주 귀속 EPS	1,023	2,329	2,419	2,414	2,752
증가율	-11.5	127.7	3.9	-0.2	14.0
PER	18.9	10.5	16.4	16.4	14.4
PBR	5.4	4.6	6.0	5.2	4.4
EV/EBITDA	6.0	7.5	10.2	10.0	8.6
ROA	17.8	33.3	27.4	23.4	23.9
ROE	29.7	52.1	40.6	34.2	33.4

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

[표39] GKL(주) 실적 : 2014년 영업이익 1,943억원으로 전년수준 유지 예상

(단위: 억원)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
카지노지표										
드롭액(억원)	23,065	28,149	34,796	34,944	38,590	40,108	45,164	51,003	58,222	67,165
홀드율	15.8%	16.2%	13.6%	14.9%	12.8%	13.7%	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%
매출액(억원)	3,914	4,888	5,285	5,147	5,024	5,585	6,111	6,748	7,703	8,886
카지노	3,847	4,812	5,210	5,067	4,937	5,505	6,007	6,630	7,569	8,731
기타	67	76	75	80	88	79	104	117	134	154
영업비용(억원)	3,071	3,595	4,329	3,773	3,560	3,630	4,168	4,562	5,003	5,532
컴프	852	1,054	1,177	1,102	635	751	813	918	1,048	1,209
인건비	710	717	897	918	1,009	917	1,058	1,167	1,202	1,238
복리후생비	129	167	209	212	253	277	291	306	321	337
임차료	156	189	205	215	228	253	261	269	277	285
관광진흥개발기금	347	440	457	506	544	534	601	663	757	873
개별소비세	-	-	-	-	-	-	198	212	258	308
판매촉진비	193	268	335	250	301	333	367	405	462	533
광고선전비	72	78	72	52	46	52	67	74	85	98
감가상각비	127	134	160	179	123	80	84	84	84	84
지급수수료	87	94	107	112	116	129	141	141	141	141
기타	182	205	234	225	306	303	287	324	370	427
영업이익(억원)	843	1,293	956	1,375	1,464	1,954	1,943	2,186	2,699	3,354
OPM	22%	26%	18%	27%	29%	35%	32%	32%	35%	38%
순이익(억원)	602	1,009	715	633	1,441	1,498	1,497	1,697	2,109	2,636
NIM	15%	21%	14%	12%	29%	27%	25%	25%	27%	30%
성장성(YoY)										
드롭액	33%	22%	24%	0%	10%	4%	13%	13%	14%	15%
매출액	20%	25%	8%	-3%	-2%	11%	9%	10%	14%	15%
영업이익	49%	53%	-26%	44%	7%	33%	-1%	12%	24%	24%
당기순이익	46%	68%	-29%	-11%	128%	4%	0%	13%	24%	25%

주: 2012년 카지노 매출액 및 홀드율은 콤프칩 회계처리 방식 변경을 반영하여 조정

자료: 동양증권 리서치센터

[표40] GKL(주) 목표주가 4.6만원 → 4.5만원으로 하향

구분	기존 (2013. 5. 3)	신규 (2013. 11. 28)	주요 내역				
(+) 영업자산가치	24,366 억원	27,113 억원	사업부문	5년 평균 영업이익(13~17E)	5년 평균 감가상각비(13~17E)	5년 평균 EBITDA(13~17E)	적정배율
			▶ 카지노	2,427 억원	83 억원	2,510 억원	10.8x
			합계	2,427 억원	83 억원	2,510 억원	10.8x
			* 적정 EV/EBITDA 배율: 마카오 Peer의 2010년 이후 평균 EV/EBITDA 배수 적용				
(+) 투자자산가치	411 억원	557 억원	투자자산 구성	지분율	장부가액	PBR	적정가치
			유가증권	-	1,113 억원	0.5x	557 억원
			합계	-	1,113 억원	0.5x	557 억원
(+) 순현금	3,770 억원	2,940 억원					
현금성자산	3,795 억원	2,949 억원					
총차입금	25 억원	9 억원					
보통주 주주가치(A)	28,548 억원	30,610 억원					
발행주식수(B)	6,186 만주	6,186 만주					
주당 주주가치(A/B)	46,153 원	49,486 원					

자료: 동양증권 리서치센터

GKL (114090) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	5,147	5,024	5,585	6,111	6,748
매출원가	3,466	3,159	3,311	3,834	4,197
매출총이익	1,681	1,865	2,274	2,277	2,551
판매비	306	401	320	333	365
영업이익	1,375	1,464	1,954	1,943	2,186
EBITDA	1,570	1,606	2,049	2,028	2,270
영업외손익	-24	48	26	27	60
외환관련손익	3	-12	-6	-14	-14
이자손익	52	99	97	105	128
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-80	-40	-65	-64	-54
법인세비용차감전순이익	1,350	1,512	1,980	1,970	2,246
법인세비용	717	71	484	477	543
계속사업순이익	633	1,441	1,496	1,493	1,702
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	633	1,441	1,496	1,493	1,702
지배지분순이익	633	1,441	1,496	1,493	1,702
포괄순이익	619	1,412	1,493	1,487	1,696
지배지분포괄이익	619	1,412	1,493	1,487	1,696

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	2,749	3,460	3,797	4,422	5,223
현금및현금성자산	1,349	908	1,898	2,512	3,303
매출채권 및 기타채권	86	146	81	88	94
재고자산	30	27	30	34	37
비유동자산	1,014	1,425	2,237	2,285	2,343
유형자산	354	369	411	467	524
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	242	631	1,387	1,387	1,387
자산총계	3,764	4,885	6,034	6,707	7,565
유동부채	1,462	1,490	1,845	1,845	1,845
매입채무 및 기타채무	989	982	1,474	1,474	1,474
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	69	39	3	3	3
비유동부채	88	81	134	174	214
장기차입금	40	0	27	67	107
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,550	1,571	1,979	2,019	2,059
지배지분	2,213	3,314	4,055	4,688	5,506
자본금	309	309	309	309	309
자본잉여금	213	213	213	213	213
이익잉여금	1,693	2,791	3,534	4,174	4,991
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,213	3,314	4,055	4,688	5,506
순차입금	-2,512	-3,057	-3,628	-4,202	-4,963
총차입금	109	39	30	70	110

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	1,163	1,388	2,076	1,581	1,791
당기순이익	633	1,441	1,496	1,493	1,702
감가상각비	172	120	93	84	84
외환손익	-1	2	8	14	14
총속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-470	-504	204	-11	-10
기타현금흐름	830	330	275	0	0
투자활동 현금흐름	-1,311	-1,447	-442	-141	-141
투자자산	-522	230	-300	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-76	-148	-134	-141	-141
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-713	-1,529	-8	0	0
재무활동 현금흐름	-530	-380	-762	-814	-845
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-208	-69	-9	40	40
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-322	-311	-753	-854	-885
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	1	-2	-24	-12	-14
현금의 증감	-676	-442	848	614	791
기초 현금	2,026	1,349	908	1,897	2,512
기말 현금	1,349	908	1,897	2,512	3,303
NOPLAT	1,375	1,464	1,954	1,943	2,186
FCF	293	885	1,642	1,405	1,590

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

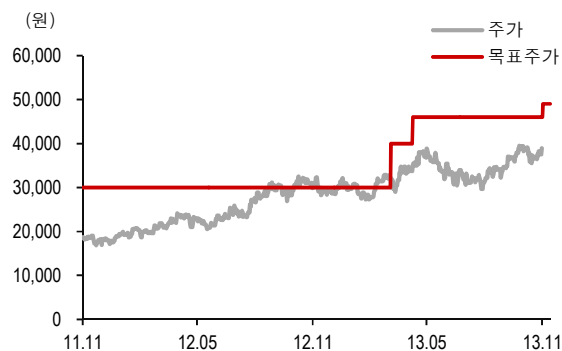
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	1,023	2,329	2,419	2,414	2,752
BPS	3,578	5,358	6,555	7,579	8,901
EBITDAPS	2,538	2,597	3,313	3,278	3,669
SPS	8,321	8,122	9,029	9,879	10,909
DPS	512	1,217	1,380	1,430	1,630
PER	18.9	10.5	16.4	16.4	14.4
PBR	5.4	4.6	6.0	5.2	4.4
EV/EBITDA	6.0	7.5	10.2	10.0	8.6
PSR	2.3	3.0	4.4	4.0	3.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	-2.6	-2.4	11.2	9.4	10.4
영업이익 증가율 (%)	43.8	6.5	33.5	-0.6	12.5
지배순이익 증가율 (%)	-11.5	127.6	3.9	-0.2	14.0
매출총이익률 (%)	32.7	37.1	40.7	37.3	37.8
영업이익률 (%)	26.7	29.1	35.0	31.8	32.4
지배순이익률 (%)	12.3	28.7	26.8	24.4	25.2
EBITDA 마진 (%)	30.5	32.0	36.7	33.2	33.6
ROIC	-144.6	-201.4	-163.5	-126.6	-150.5
ROA	17.8	33.3	27.4	23.4	23.9
ROE	29.7	52.1	40.6	34.2	33.4
부채비율 (%)	70.1	47.4	48.8	43.1	37.4
순차입금/자기자본 (%)	-113.5	-92.2	-89.5	-89.6	-90.0
영업이익/금융비용 (배)	155.1	517.0	1,879.5	841.7	602.4

GKL (114090) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



호텔, 레저 애널리스트 박성호입니다.

(02)3770-3476

sungho.park@tongyang.co.kr



호텔신라 (008770)

말(靑馬) 달리자!



Why This Report

중국의 인구대비 출국자 비중은 2013년 추정치 기준으로 여전히 7.1%에 불과하며, 출국자의 약 70%가 홍콩/마카오에 편중되어 있습니다. 향후 중국의 해외여행 모멘텀이 가속화될 때, 수혜국은 우선적으로 한국이 될 수 밖에 없습니다. 2014년만 해도, 중국인 입국자 증가율은 보수적으로 추정해도 20% 정도 나올 것으로 예상됩니다. 호텔신라 면세점의 중국인 비중은 3Q13 기준으로 60%를 상회해 2014년에 대한 기대치를 더욱 높이고 있습니다.

투자의견: BUY (M)

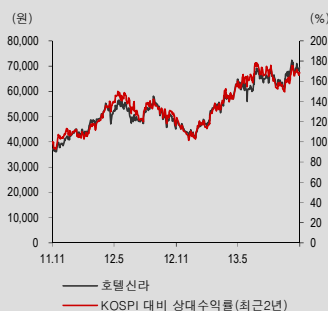
목표주가: 89,000원 (U)

호텔/레저

주가	68,800원
자본금	2,000억원
시가총액	27,232억원
주당순자산	17,337원
부채비율	152.73%
총발행주식수	40,000,000주
60일 평균 거래대금	239억원
60일 평균 거래량	358,259주
52주 고	72,300원
52주 저	41,450원
외인지분율	39.97%
주요주주	삼성생명보험 외 4인 16.88%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	4.7	8.0	45.8
상대	4.8	(0.5)	36.3
절대(달러환산)	4.7	13.5	49.3



자료: Datastream

Investment Point

중국인 쇼핑객 증가로 시내점 중심의 면세점 믹스 개선 예상

- ▶ 2014년 중국인 입국자는 513만명으로 전년대비 20% 증가 예상. 중국의 여유법 시행으로 인해 저가 패키지 여행객의 입국은 감소하겠지만, 질적으로는 여전히 고성장세가 유지될 것으로 전망. 또한, 2013년 9월의 중국인 복수비자 확대 대상자에 베이징/상하이 호구자들이 포함된 관계로 당사의 입국자 증가 전망치는 충분히 보수적인 수준이라고 판단. 베이징과 상하이의 합산 인구는 4,400만명에 달하며 1인당 GDP(2012년 기준)는 베이징 14,030달러, 상하이 13,693달러에 달하기 때문
- ▶ 당사는 중국인 쇼핑객 증가로 인해 전체 면세점 매출에서 시내점이 차지하는 비중이 2013년(e) 55% → 2014년(e) 59% → 2015년(e) 62%로 상승하며 시내점 중심의 믹스개선 효과가 지속될 것으로 예상. 따라서, 면세점 사업부의 영업이익률은 추세적인 상승이 가능한 구조로 판단

결론 : 2014년 호텔/레저업종 Top Pick 제시

- ▶ 동사의 2014년 영업이익은 2,235억원(+107% YoY)으로 가파른 증가세를 나타낼 전망. 2015년은 인천공항 임차료 상승으로 단기 이익정체 구간에 진입할 수 있으나, 장기 영업이익 증가율은 2012~17E CAGR 21.0%로 추정되어 높은 Multiple 부여가 가능하다고 판단

투자의견 Buy 유지, 목표주가 89,000원으로 상향

- 목표주가는 2014E EPS 4,157원에 Target PER 21.5배(리서치 Peer 평균) 적용
- 해외면세점 진출시, 추가적인 주가상승 여력도 존재

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	17,984	22,196	23,297	27,977	31,838
매출액증가율	21.9	23.4	5.0	20.1	13.8
영업이익	975	1,293	1,080	2,235	2,377
영업이익률	5.4	5.8	4.6	8.0	7.5
지배주주귀속 순이익	561	1,010	312	1,634	1,784
지배주주 귀속 EPS	1,423	2,567	788	4,157	4,539
증가율	13.0	80.4	-69.3	427.5	9.2
PER	21.4	19.1	87.4	16.6	15.2
PBR	2.0	2.8	4.0	3.3	2.8
EV/EBITDA	11.2	12.2	19.8	11.2	9.8
ROA	4.4	6.9	1.9	9.4	9.3
ROE	9.5	15.6	4.5	21.7	19.8

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

[표41] 호텔신라(주) 연결실적 : 2014년 연결 영업이익 2,235억원으로 전년 대비 107% 증가 예상

(단위: 억원)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
연결매출액	8,748	12,132	14,614	17,984	22,196	23,298	27,977	30,564	35,768	39,274
면세점	6,583	9,812	12,019	15,018	19,018	21,132	24,815	26,691	31,566	35,072
호텔	1,622	1,727	2,021	2,307	2,553	1,747	2,713	3,424	3,753	3,753
기타	543	593	606	673	642	449	449	449	449	449
연결영업이익	531	541	845	975	1,293	1,081	2,235	2,227	2,894	3,359
면세점	486	388	642	651	1,036	1,113	2,016	1,925	2,534	2,999
호텔	45	103	97	192	166	-137	114	211	271	271
기타	0	50	104	133	91	105	105	105	105	105
OPM	6.1%	4.5%	5.8%	5.4%	5.8%	4.6%	8.0%	7.3%	8.1%	8.6%
면세점	7.4%	4.0%	5.3%	4.3%	5.4%	5.3%	8.1%	7.2%	8.0%	8.5%
호텔	2.8%	6.0%	4.8%	8.3%	6.5%	-7.9%	4.2%	6.2%	7.2%	7.2%
연결순이익	249	315	514	561	1,010	312	1,634	1,670	2,243	2,674
NIM	2.9%	2.6%	3.5%	3.1%	4.5%	1.3%	5.8%	5.5%	6.3%	6.8%
성장성(YoY)										
매출액	-	39%	20%	23%	23%	5%	20%	9%	17%	10%
영업이익	-	2%	56%	15%	33%	-16%	107%	0%	30%	16%
순이익	-	26%	63%	9%	80%	-69%	424%	2%	34%	19%

자료: 동양증권 리서치센터

[표42] 럭셔리/면세점 및 호텔업 Peer Valuation

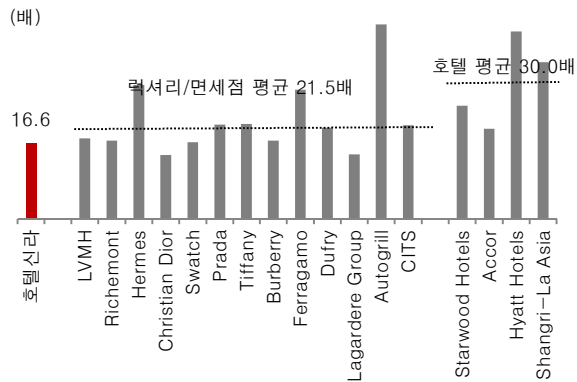
(단위: 억원)

	2012			2013E			2014E		
	PER	PBR	ROE	PER	PBR	ROE	PER	PBR	ROE
호텔신라	19.1	2.8	15.6	87.4	4.0	4.5	16.6	3.3	21.7
[럭셔리/면세점]									
LVMH	20.8	2.7	13.5	19.9	2.7	13.8	17.6	2.5	14.4
Richemont	20.6	4.1	21.4	19.1	3.5	20.1	17.1	3.0	19.4
Hermes	36.2	11.4	31.8	32.7	9.2	31.0	29.4	7.7	28.8
Christian Dior	-	2.4	-	15.4	2.3	16.0	14.0	2.1	11.8
Swatch	18.6	3.6	11.3	18.9	3.2	17.9	16.9	2.8	17.7
Prada	31.0	8.4	30.2	24.8	6.5	28.0	20.6	5.4	27.7
Tiffany	24.6	3.9	16.6	23.4	3.9	17.2	20.8	3.5	17.8
Burberry	26.9	6.8	27.0	19.5	5.4	30.3	17.2	4.6	28.9
Ferragamo	40.4	16.0	44.1	32.8	12.9	44.6	28.3	10.4	39.9
Dufry	38.8	2.9	9.9	26.3	3.3	10.3	20.0	3.0	12.6
Lagardere Group	34.4	1.1	3.0	16.2	1.0	12.3	14.2	1.0	7.6
Autogrill	52.0	3.9	11.8	48.3	3.1	7.0	42.6	3.0	7.9
CITS	25.4	4.9	21.0	24.4	4.0	19.0	20.5	3.3	18.3
[호텔]									
Starwood Hotels	22.9	3.7	19.7	23.8	2.5	9.8	19.8	2.5	12.8
Accor	84.5	2.4	-	51.1	1.6	3.9	41.1	1.5	4.2
Hyatt Hotels	11.0	1.5	3.3	48.0	1.0	2.4	34.3	0.9	2.6
Shangri-La Asia	12.8	0.8	6.2	47.3	0.9	2.4	33.8	0.9	2.6

주: 호텔신라는 당사 추정치. 기타 Peer 들은 Bloomberg 컨센서스 기준

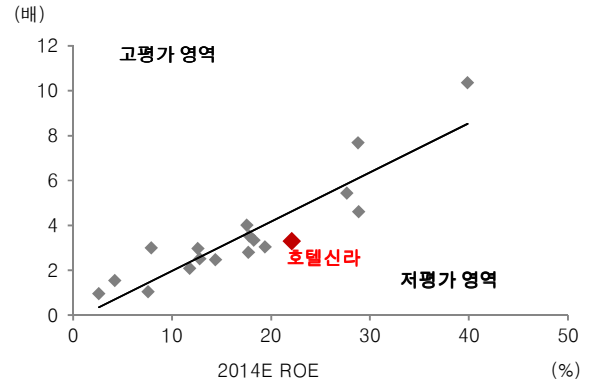
자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

[그림126] 2014E PER (럭셔리/면세점 및 호텔 Peer)



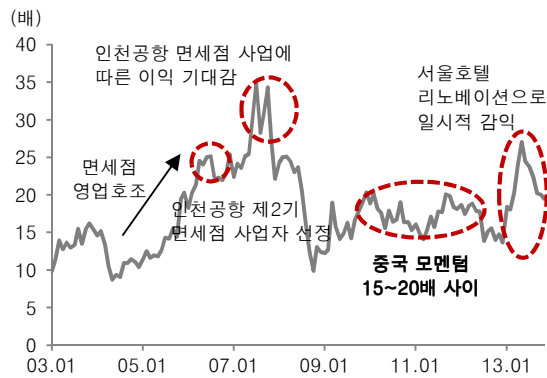
자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

[그림127] 2014E PBR-ROE 차트 (럭셔리/면세점 및 호텔 Peer)



자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

[그림128] 호텔신라, 12M Fwd PER 추이 (컨센서스 기준)



자료: Quantiwise, 동양증권 리서치센터

[그림129] 럭셔리 업종의 12M Fwd PER 추이



자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

호텔신라 (008770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	17,984	22,196	23,297	27,977	31,838
매출원가	9,832	12,546	13,538	15,703	17,971
매출총이익	8,152	9,651	9,760	12,274	13,867
판매비	7,177	8,358	8,679	10,039	11,490
영업이익	975	1,293	1,080	2,235	2,377
EBITDA	1,337	1,742	1,581	2,727	2,827
영업외손익	-230	42	-659	-79	-23
외환관련손익	-6	24	-23	0	0
이자손익	-123	-95	-92	-79	-23
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-100	112	-544	0	0
법인세비용차감전순이익	746	1,335	422	2,156	2,354
법인세비용	184	325	110	522	570
계속사업순이익	561	1,010	312	1,634	1,784
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	561	1,010	312	1,634	1,784
지배지분순이익	561	1,010	312	1,634	1,784
포괄순이익	440	992	122	1,402	1,551
지배지분포괄이익	440	992	8	979	1,084

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	5,824	7,471	8,210	8,516	11,858
현금및현금성자산	1,297	2,736	2,727	2,236	4,831
매출채권 및 기타채권	783	950	1,149	1,263	1,370
재고자산	3,357	3,551	3,962	4,645	5,286
비유동자산	8,029	8,005	9,217	8,961	8,844
유형자산	4,836	4,821	5,526	5,137	4,868
관계기업등 지분관련자산	45	13	158	353	547
기타투자자산	2,875	2,909	3,303	3,303	3,303
자산총계	13,853	15,476	17,427	17,476	20,702
유동부채	2,974	3,485	4,091	4,257	5,817
매입채무 및 기타채무	1,879	1,927	2,692	2,858	4,418
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	518	800	699	699	699
비유동부채	4,865	5,100	6,441	5,041	5,041
장기차입금	800	0	0	0	0
사채	2,888	3,888	5,184	3,784	3,784
부채총계	7,838	8,584	10,531	9,298	10,858
지배지분	6,015	6,892	6,895	8,178	9,844
자본금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	1,963	1,966	1,966	1,966	1,966
이익잉여금	2,042	2,908	3,100	4,615	6,281
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,015	6,892	6,895	8,178	9,844
순차입금	2,893	1,947	4,107	3,197	603
총차입금	4,226	4,688	6,854	5,454	5,454

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	210	1,453	577	1,499	3,049
당기순이익	561	1,010	312	1,634	1,784
감가상각비	346	385	416	429	409
외환손익	0	-2	1	0	0
총속, 관계기업 관련손익	-6	-3	2	0	0
자산부채의 증감	-926	-263	-402	-755	687
기타현금흐름	235	325	248	191	170
투자활동 현금흐름	-841	-165	-1,774	-1,211	-1,311
투자자산	-106	283	-128	-193	-193
유형자산 증가 (CAPEX)	-727	-439	-658	-40	-140
유형자산 감소	4	9	2	0	0
기타현금흐름	-12	-18	-990	-978	-978
재무활동 현금흐름	817	156	963	-1,518	-118
단기차입금	-500	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	1,642	478	1,193	-1,400	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-118	-118	-118	-118	-118
기타현금흐름	-206	-204	-111	0	0
연결범위변동 등 기타	2	-4	225	740	975
현금의 증감	188	1,439	-10	-491	2,595
기초 현금	1,109	1,297	0	2,727	2,236
기말 현금	1,297	2,736	2,727	2,236	4,831
NOPLAT	975	1,293	1,080	2,235	2,377
FCF	-558	725	239	1,391	2,799

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

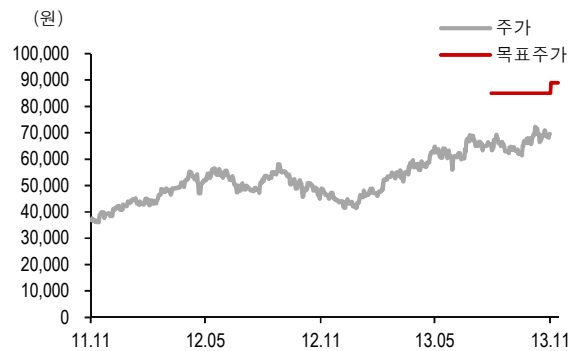
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	1,423	2,567	788	4,157	4,539
BPS	15,141	17,328	17,337	20,545	24,709
EBITDAPS	3,343	4,354	3,952	6,818	7,068
SPS	44,959	55,491	58,243	69,943	79,596
DPS	300	300	300	300	300
PER	21.4	19.1	87.4	16.6	15.2
PBR	2.0	2.8	4.0	3.3	2.8
EV/EBITDA	11.2	12.2	19.8	11.2	9.8
PSR	0.7	0.9	1.2	1.0	0.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	21.9	23.4	5.0	20.1	13.8
영업이익 증가율 (%)	20.6	32.5	-16.4	106.9	6.3
지배순이익 증가율 (%)	12.9	80.0	-69.1	424.3	9.2
매출총이익률 (%)	45.3	43.5	41.9	43.9	43.6
영업이익률 (%)	5.4	5.8	4.6	8.0	7.5
지배순이익률 (%)	3.1	4.5	1.3	5.8	5.6
EBITDA 마진 (%)	7.4	7.8	6.8	9.7	8.9
ROIC	11.5	13.7	10.6	21.3	24.1
ROA	4.4	6.9	1.9	9.4	9.3
ROE	9.5	15.6	4.5	21.7	19.8
부채비율 (%)	130.3	124.6	152.7	113.7	110.3
순차입금/자기자본 (%)	48.1	28.2	59.6	39.1	6.1
영업이익/금융비용 (배)	3.8	5.1	4.0	9.3	9.9

호텔신라 (008770) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-11-29	BUY	89,000
2013-11-05	BUY	85,000
2013-10-28	BUY	85,000
2013-10-14	BUY	85,000
2013-08-26	BUY	85,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



호텔, 레저 애널리스트 박성호입니다.

(02)3770-3476

sungho.park@tongyang.co.kr



하나투어 (039130)

그래도 1등



Why This Report

하나투어는 불리한 영업환경 속에서도 M/S 확대를 시현하는 1등 여행사입니다. 하지만, 인터파크가 패키지 시장에 진입해 경쟁구도 심화우려가 존재하고, 장기적으로 보면 인구구조가 패키지 여행사에 불리한 방향으로 변화하고 있기 때문에 동사에 대한 투자자들의 시각도 과거만큼 낙관적이진 않은 것 같습니다. 당분간은 일본 방사능 및 중국 여유법이 라는 악재도 있어 목표주가를 하향합니다.

투자의견: BUY (M)

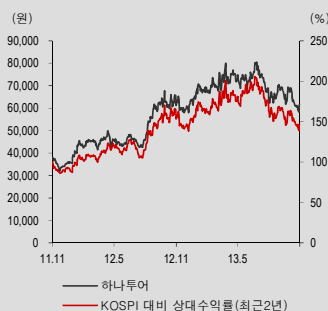
목표주가: 72,000원 (D)

호텔/레저

주가	62,300원
자본금	58억원
시가총액	7,237억원
주당순자산	17,126원
부채비율	90.36%
총발행주식수	11,616,185주
60일 평균 거래대금	64억원
60일 평균 거래량	99,163주
52주 고	80,500원
52주 저	58,000원
외인지분율	14.75%
주요주주	박상환 외 14인 20.45%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(9.6)	(3.0)	1.0
상대	(9.5)	(10.6)	(5.6)
절대(달러환산)	(9.6)	2.0	3.4



자료: Datastream

Investment Point

국내 1등 여행사로써의 저력이 있다

- ▶ 2013년은 부동산 경기약세 및 베이비붐 세대의 은퇴로 인해 50대 출국자 스프레드(50대 출국자 증가율 - 전체 출국자 증가율)가 이례적으로 (-)1.6%p를 기록한 반면, 30대 출국자 스프레드는 0.9%p로 상대적 강세를 나타남
- ▶ 이는 B2C 소매여행사의 저가 패키지 상품과 인터파크의 자유여행 상품 강세로 이어져 동사의 입장에서 불리한 영업환경이었지만, 동사의 M/S도 2012년 16.6% → 2013년(10월 누적) 17.6%로 상승해 국내 1등 여행사로써의 영업력을 증명. 이러한 영업력은 인터파크의 패키지 시장진입에 따른 경쟁심화 국면에서도 강점으로 작용할 것으로 예상

결론 : 일본 방사능 + 중국 여유법 이슈로 당분간 주가 약세 예상

- ▶ 2013년 8월부터 재차 부각되고 있는 일본 방사능 이슈는 기고효과로 인해 2014년 상반기까지 일본향 출국자 역성장으로 이어질 것으로 예상. 2013년 10월부터 시행되는 중국 여유법도 동사의 연결 자회사 하나투어ITC의 중국 인바운드 모객에 불리하게 작용하고 있어 주가에 부담으로 작용

투자의견 Buy 유지, 목표주가 72,000원으로 하향

- 목표주가는 2014E EPS 3,586원에 Target PER 20배(역사적 12MF PER 상단) 적용
- 비우호적 영업환경, 경쟁구도 심화로 Valuation에 Premium을 부과한 어려운 구간 판단

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	2,682	3,079	3,529	3,900	4,363
매출액증가율	19.3	14.8	14.6	10.5	11.9
영업이익	240	396	408	514	665
영업이익률	8.9	12.9	11.6	13.2	15.2
지배주주귀속 순이익	211	353	338	417	535
지배주주 귀속 EPS	1,812	3,039	2,909	3,586	4,602
증가율	-13.8	67.7	-4.3	23.3	28.3
PER	24.2	16.2	21.4	17.4	13.5
PBR	3.6	3.3	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	12.3	8.9	11.3	8.7	6.2
ROA	8.0	10.9	9.0	9.9	11.5
ROE	18.5	25.3	19.1	20.1	21.9

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

[표43] 하나투어(주) 연결실적 : 2014년 연결 영업이익 514억원으로 전년대비 26% 증가 예상

(단위: 억원)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
연결매출액	1,819	1,287	2,580	2,682	3,079	3,529	3,900	4,363	4,821	5,313
본사	1,728	1,239	2,181	2,264	2,592	2,993	3,389	3,791	4,189	4,616
자회사	91	48	399	418	487	536	511	572	632	697
연결영업이익	139	-25	316	240	396	408	514	665	807	961
본사	98	4	272	217	347	374	468	591	705	827
자회사	41	-29	44	23	49	35	46	74	102	134
OPM	8%	-2%	12%	9%	13%	12%	13%	15%	17%	18%
본사	6%	0%	12%	10%	13%	12%	14%	16%	17%	18%
자회사	45%	-61%	11%	6%	10%	6%	9%	13%	16%	19%
연결순이익(지배주주)	50	-51	247	212	353	338	417	535	648	774
NIM	3%	-4%	10%	8%	11%	10%	11%	12%	13%	15%
성장성(YoY)										
연결매출액	-	-29%	101%	4%	15%	15%	11%	12%	11%	10%
연결영업이익	-	적전	흑전	-24%	65%	3%	26%	29%	21%	19%
연결순이익	-	적전	흑전	-14%	66%	-4%	23%	28%	21%	19%

자료: 동양증권 리서치센터

[표44] 하나투어(주) 별도실적 : 2014년 영업이익 468억원으로 전년대비 25% 증가 예상

(단위: 억원)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
[여행객 지표]										
한국 출국자(만명)	1,200	949	1,249	1,269	1,374	1,489	1,606	1,751	1,852	1,959
하나 패키지승객(만명)	113	79	132	139	160	185	214	242	271	303
하나 항공권승객(만명)	35	40	47	55	68	78	89	99	104	109
[여행객 증가율]										
한국 출국자(YoY)	-10%	-21%	32%	2%	8%	8%	8%	9%	6%	6%
하나 패키지승객(YoY)	-12%	-30%	67%	5%	15%	16%	16%	13%	12%	12%
하나 항공권승객(YoY)	-13%	12%	18%	17%	23%	15%	14%	11%	5%	5%
하나투어 M/S	12.3%	12.5%	14.3%	15.3%	16.6%	17.7%	18.9%	19.5%	20.3%	21.0%
본사 수탁금	12,187	8,883	16,448	19,154	21,895	24,133	27,801	31,006	33,873	36,941
매출전환율(패키지)	12.0%	12.9%	13.7%	13.3%	13.9%	14.2%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
매출전환율(발권)	20.2%	12.7%	6.5%	3.4%	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
본사 영업수익	1,728	1,239	2,181	2,264	2,592	2,993	3,389	3,791	4,189	4,616
항공권대매수익	396	302	244	156	120	109	127	137	143	149
국제관광알선수익	1,228	836	1,741	1,927	2,256	2,629	2,983	3,341	3,700	4,086
기타알선수익	77	75	135	137	166	201	228	255	283	312
기타수익	28	26	61	45	50	54	51	57	63	70
본사 영업비용	1,630	1,235	1,909	2,047	2,245	2,620	2,920	3,200	3,484	3,789
급여 및 성과급	382	341	470	490	560	653	682	751	824	904
광고선전비	57	27	86	96	99	146	139	145	160	177
여행비지급수수료	689	481	828	870	927	1,096	1,271	1,424	1,577	1,741
주식보상비용	67	43	26	29	30	24	28	30	30	30
기타	435	343	500	563	629	700	800	850	893	937
본사 영업이익	98	4	272	217	347	374	468	591	705	827
OPM	6%	0%	12%	10%	13%	12%	14%	16%	17%	18%
성장성(YoY)										
본사 수탁금	-6%	-27%	85%	16%	14%	10%	15%	12%	9%	9%
본사 매출액	-13%	-28%	76%	4%	14%	15%	13%	12%	11%	10%
본사 영업이익	-73%	-96%	6,278%	-20%	60%	8%	25%	26%	19%	17%

자료: 동양증권 리서치센터

[표45] 여행업 Peer Valuation

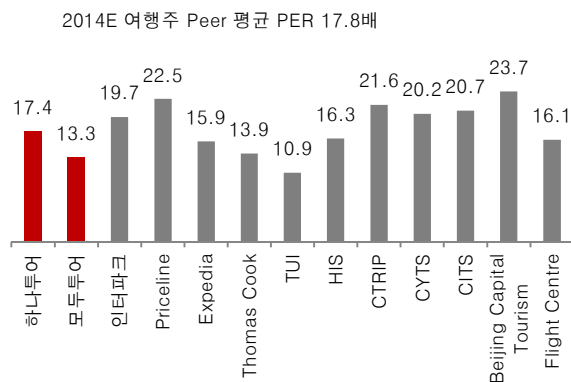
(단위: 억원)

	2012			2013E			2014E		
	PER	PBR	ROE	PER	PBR	ROE	PER	PBR	ROE
하나투어	16.2	3.3	25.3	21.4	3.6	19.1	17.4	3.1	20.1
모두투어	19.3	3.6	22.6	15.9	2.7	20.2	13.3	2.3	21.3
인터파크	34.0	1.0	3.5	36.3	1.6	4.9	19.7	1.5	8.5
[해외 Peer]									
Priceline	21.8	11.1	44.2	28.3	9.2	37.5	22.5	6.8	33.0
Expedia	29.8	4.0	8.5	18.5	3.7	17.1	15.9	3.8	20.0
Thomas Cook Group	-	5.9	-	35.0	2.8	11.7	13.9	2.5	22.1
TUI Travel	23.6	3.1	12.0	11.9	2.4	20.6	10.9	2.1	20.9
HIS	9.9	2.0	14.3	18.3	2.1	13.6	16.3	1.9	12.2
CTrip	28.4	3.8	9.4	28.4	5.4	15.4	21.6	4.6	17.4
China CYTS Tours	22.7	1.9	11.3	23.9	2.6	10.7	20.2	2.2	11.1
China International Travel Service	24.3	4.5	21.0	24.9	4.0	19.0	20.7	3.3	18.3
Beijing Capital Tourism	23.7	3.2	11.0	27.5	3.1	10.6	23.7	2.9	11.7
Flight Centre	13.6	5.1	25.4	17.9	4.3	24.8	16.1	3.8	24.6

주: 하나투어, 모두투어는 당사 추정치. 하나투어는 연결기준, 모두투어는 별도기준, 기타 Peer 들은 Bloomberg 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

[그림130] 2014E 글로벌 여행주 Peer PER 비교



자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

[그림131] 하나투어, 12M Fwd PER 추이 (컨센서스 기준)



자료: Quantwise, 동양증권 리서치센터

하나투어 (039130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	2,682	3,079	3,529	3,900	4,363
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,682	3,079	3,529	3,900	4,363
판매비	2,442	2,683	3,121	3,386	3,698
영업이익	240	396	408	514	665
EBITDA	306	460	456	553	696
영업외손익	30	103	69	67	80
외환관련손익	-7	10	-5	-9	-9
이자손익	40	51	61	73	87
관계기업관련손익	-3	-10	1	2	2
기타	0	53	12	0	0
법인세비용차감전순이익	270	499	477	581	746
법인세비용	55	125	120	141	181
계속사업순이익	215	374	357	439	564
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	215	374	357	439	564
지배지분순이익	211	353	338	417	535
포괄순이익	216	368	364	447	572
지배지분포괄이익	212	348	266	298	381

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	2,379	2,814	3,278	3,711	4,288
현금및현금성자산	912	930	1,102	1,484	1,990
매출채권 및 기타채권	433	543	610	661	730
재고자산	4	4	5	6	6
비유동자산	585	711	719	680	649
유형자산	283	286	303	281	263
관계기업등 지분관련자산	10	50	48	48	47
기타투자자산	102	155	179	179	179
자산총계	2,963	3,524	3,997	4,391	4,937
유동부채	1,618	1,696	1,870	1,932	2,018
매입채무 및 기타채무	823	710	890	952	1,038
단기차입금	144	116	96	96	96
유동성장기부채	5	4	4	4	4
비유동부채	30	31	27	27	27
장기차입금	25	16	13	13	13
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,648	1,726	1,897	1,959	2,045
지배지분	1,163	1,625	1,916	2,227	2,648
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	863	921	940	940	940
이익잉여금	506	760	986	1,289	1,710
비지배지분	153	173	183	205	244
자본총계	1,315	1,798	2,100	2,432	2,892
순차입금	-1,498	-1,803	-2,254	-2,636	-3,142
총차입금	174	137	114	114	114

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	347	392	614	623	742
당기순이익	215	374	357	439	564
감가상각비	35	34	27	22	18
외환손익	4	-7	5	9	9
총속, 관계기업 관련손익	-1	9	0	0	-2
자산부채의 증감	71	-185	217	91	96
기타현금흐름	23	167	8	62	58
투자활동 현금흐름	-302	-441	-314	-3	-3
투자자산	-10	-106	-22	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-10	-40	-20	0	0
유형자산 감소	2	6	0	0	0
기타현금흐름	-283	-300	-272	-3	-3
재무활동 현금흐름	61	76	-22	-61	-61
단기차입금	112	-17	-15	0	0
사채 및 장기차입금	19	-5	-2	0	0
자본	0	0	56	0	0
현금배당	-111	-99	-62	-61	-61
기타현금흐름	40	196	0	0	0
연결범위변동 등 기타	3	-8	-106	-177	-171
현금의 증감	109	18	172	382	506
기초 현금	803	912	0	1,103	1,484
기말 현금	912	930	1,103	1,484	1,990
NOPLAT	240	396	408	514	665
FCF	318	136	552	519	629

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

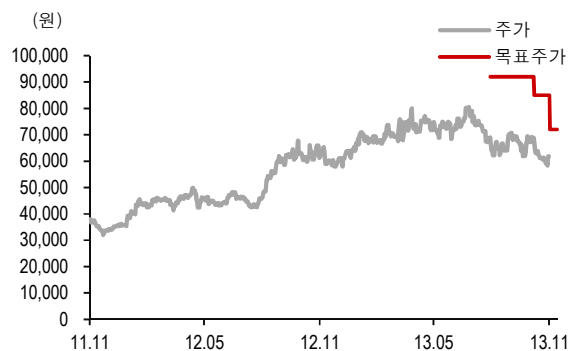
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	1,812	3,039	2,909	3,586	4,602
BPS	12,304	14,962	17,126	19,801	23,427
EBITDAPS	2,632	3,962	3,927	4,756	5,989
SPS	23,088	26,502	30,383	33,574	37,558
DPS	900	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	24.2	16.2	21.4	17.4	13.5
PBR	3.6	3.3	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	12.3	8.9	11.3	8.7	6.2
PSR	1.9	1.9	2.1	1.9	1.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	19.3	14.8	14.6	10.5	11.9
영업이익 증가율 (%)	-14.3	65.0	3.1	26.0	29.4
지배순이익 증가율 (%)	-13.8	67.7	-4.3	23.3	28.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	8.9	12.9	11.6	13.2	15.2
지배순이익률 (%)	7.8	11.5	9.6	10.7	12.3
EBITDA 마진 (%)	11.4	14.9	12.9	14.2	15.9
ROIC	-58.2	-85.2	-79.7	-80.5	-94.8
ROA	8.0	10.9	9.0	9.9	11.5
ROE	18.5	25.3	19.1	20.1	21.9
부채비율 (%)	125.3	96.0	90.4	80.6	70.7
순차입금/자기자본 (%)	-128.8	-110.9	-117.6	-118.4	-118.6
영업이익/금융비용 (배)	184.5	164.2	214.0	264.5	342.1

하나투어 (039130) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



호텔, 레저 애널리스트 박성호입니다.

(02)3770-3476

sungho.park@tongyang.co.kr



모두투어 (080160)

M/S 정체현상 지속 우려

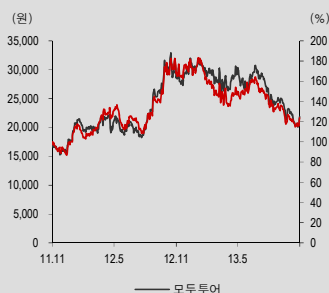
투자의견: HOLD (D)
목표주가: 25,000원 (D)

호텔/레저

주가	21,900원
자본금	63억원
시가총액	2,759억원
주당순자산	8,218원
부채비율	73.92%
총발행주식수	12,600,000주
60일 평균 거래대금	29억원
60일 평균 거래량	129,320주
52주 고	32,000원
52주 저	20,100원
외인지분율	16.99%
주요주주	우증웅 외 7인 17.88%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(5.2)	(10.8)	(23.6)
상대	(1.6)	(10.5)	(26.7)
절대(달러환산)	(5.2)	(6.2)	(21.7)



자료: Datastream



Why This Report

2009~10년 국적 항공사의 제로커미션 도입은 도매여행사의 M/S 상승스토리를 만들어냈습니다. 전체 여행시장 성장이 둔화되더라도 도매여행사는 고성장을 지속할 수 있다는 것이 핵심이었습니다. 그런데, 막상 M/S가 상승하지 못하게 되면 어떻게 될까요? 동사의 경우, M/S 정체현상이 뚜렷하게 나타나면서 주가도 부진한 모습을 보여주고 있습니다. 동 문제가 해소될 때까지는 당분간 반등이 어려울 것 같다는 생각입니다.

Investment Point

M/S 정체현상은 우려의 대상

- ▶ 동사는 1989년에 설립된 도매여행사로 해외여행 1세대인 50~60대 세대들의 호감도가 높은 여행사임. 동사가 직면하고 있는 문제는 2013년 50대 출국자 스프레드(50대 출국자 증가율 - 전체 출국자 증가율)의 이례적인 (-) 기록으로 성장의 속도가 느려지기 시작했다는 점
- ▶ 동사의 M/S는 2012년 9.1% → 2013년(10월 누적) 9.0%로 정체되는 모습을 보여 우려의 대상이 되고 있음. 부동산 경기약세 및 베이비붐 세대의 은퇴로 인해 향후 젊은층의 여행수요가 보다 견조할 것으로 예상되는 상황에서 동사의 20~30대 송객수가 (-)성장을 기록했기 때문

결론 : 미래세대에 대한 영업력 입증 확인 필요

- ▶ 2014년에도 M/S 정체현상이 지속될 경우, 2014년 매출 성장률은 한자릿수 후반에 머물 것이나 영업이익은 대리점수수료 요율정상화로 인해 20% 수준의 성장 가능 예상. 다만, 장기성장에 대한 확신을 갖기 위해서는 미래세대에 대한 동사의 영업력이 확인되어야 한다고 판단. 자회사 모두투어 인터내셔널(주)의 중국 인바운드 여행부문도 수익성 확보 시점까지는 주가상승의 Catalyst로 작용하기 어렵다는 판단

투자의견 Hold, 목표주가 25,000원으로 하향

- 목표주가는 2014E EPS 1,645원에 Target PER 15배(역사적 12MF PER 중간값) 적용
- M/S 정체현상 해소 여부가 주가 반등 여부를 좌우할 지표로 작용할 것

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,210	1,328	1,440	1,584	1,685
매출액증가율	3.4	9.7	8.5	9.9	6.4
영업이익	166	212	204	249	268
영업이익률	13.7	16.0	14.2	15.7	15.9
지배주주귀속 순이익	133	173	174	207	225
지배주주 귀속 EPS	1,578	1,370	1,381	1,645	1,783
증가율	-17.2	-13.2	0.8	19.1	8.4
PER	21.3	19.3	15.9	13.3	12.3
PBR	3.6	3.6	2.7	2.3	2.1
EV/EBITDA	11.7	8.8	9.0	7.0	6.0
ROA	10.5	12.7	11.6	12.6	12.5
ROE	19.4	22.6	20.2	21.3	19.9

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

[표46] 모두투어(주) 별도기준 실적 : 2014년 영업이익 249억원으로 전년 대비 22% 증가 예상

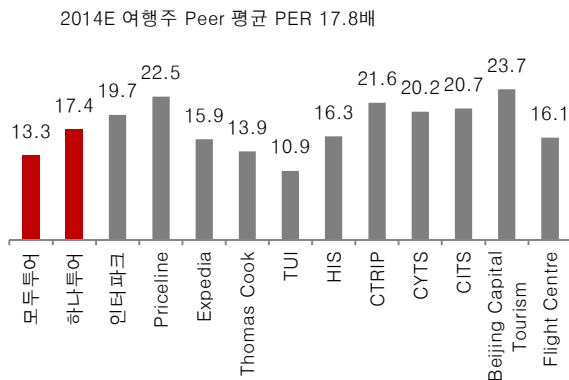
(단위: 억원)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
한국 출국자(만명)	1,200	949	1,249	1,269	1,374	1,489	1,606	1,721	1,852	1,994
모두 패키지승객(만명)	85	67	110	120	134	134	147	159	173	188
모두 항공권승객(만명)	60	41	77	84	93	95	106	116	126	138
모두투어 M/S	7%	7%	9%	9%	9.7%	9.0%	9.1%	9.2%	9.3%	9.4%
수탁금	7,638	5,040	9,848	11,135	11,948	12,474	13,568	14,421	15,397	16,436
매출전환율(패키지)	9.3%	10.9%	11.7%	11.7%	12.2%	12.7%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
매출전환율(발권)	14.0%	12.9%	10.2%	5.3%	4.5%	3.7%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
영업수익	833	614	1,171	1,222	1,334	1,440	1,584	1,685	1,801	1,924
항공권대매수익	260	194	229	142	119	96	112	117	124	131
국제관광알선수익	538	388	889	995	1,132	1,252	1,372	1,463	1,566	1,676
기타알선수익	35	32	53	74	69	72	79	85	91	97
기타수익	0	0	0	12	14	28	20	20	20	20
영업비용	823	611	977	1,062	1,122	1,236	1,335	1,417	1,504	1,600
급여 및 성과급	258	221	337	354	385	414	445	472	501	531
광고선전비	60	20	40	43	47	63	76	84	90	96
여행비지급수수료	315	217	391	403	445	507	531	564	600	641
지급수수료	75	54	93	28	31	111	122	126	135	144
기타	115	99	116	235	214	141	162	170	178	187
영업이익	9	2	194	160	212	204	249	268	297	324
OPM	1%	0%	17%	13%	15.9%	14.2%	15.7%	16%	16%	17%
순이익	6	12	160	133	173	177	207	225	249	274
NIM	0.7%	2.0%	13.7%	10.8%	12.9%	12.3%	13.1%	13%	14%	14%
성장성(YoY)										
수탁금	4%	-34%	95%	13%	7%	4%	9%	6%	7%	7%
매출액	-12%	-26%	91%	4%	9%	8%	10%	6%	7%	7%
영업이익	-94%	-74%	8128%	-18%	32%	-3%	22%	8%	11%	9%
순이익	-95%	96%	1219%	-17%	30%	2%	17%	8%	11%	10%

주: 동 추정치는 IFRS-별도재무제표 기준

자료: 동양증권 리서치센터

[그림132] 2014E 글로벌 여행주 Peer PER 비교



주: 모두투어와 하나투어는 당사 추정치. 기타 Peer는 컨센서스 기준

모두투어의 Valuation은 IFRS-별도기준으로 자회사 손익 미반영 기준

자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

[그림133] 모두투어, 12M Fwd PER 추이 (컨센서스 기준)



자료: Quantwise, 동양증권 리서치센터

모두투어 (080160) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,210	1,328	1,440	1,584	1,685
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,210	1,328	1,440	1,584	1,685
판매비	1,044	1,116	1,236	1,335	1,417
영업이익	166	212	204	249	268
EBITDA	177	223	215	259	279
영업외손익	17	13	24	25	28
외환관련손익	0	0	1	4	4
이자손익	23	21	10	20	24
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-6	-9	13	0	0
법인세비용차감전순이익	183	224	228	273	296
법인세비용	50	52	54	66	72
계속사업순이익	133	173	174	207	225
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	133	173	174	207	225
지배지분순이익	133	173	174	207	225
포괄순이익	128	175	163	193	210
지배지분포괄이익	128	175	163	193	210

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,043	1,081	1,226	1,375	1,556
현금및현금성자산	273	405	381	501	662
매출채권 및 기타채권	133	202	318	347	368
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	247	352	346	336	325
유형자산	11	96	90	82	74
관계기업등 지분관련자산	171	163	163	163	163
기타투자자산	8	30	28	28	28
자산총계	1,290	1,433	1,572	1,711	1,881
유동부채	484	518	553	553	553
매입채무 및 기타채무	324	319	379	379	379
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	95	96	115	115	115
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	579	614	668	668	668
지배지분	711	819	904	1,043	1,213
자본금	42	63	63	63	63
자본잉여금	300	279	279	279	279
이익잉여금	450	585	700	854	1,024
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	711	819	904	1,043	1,213
순차입금	-760	-794	-817	-937	-1,098
총차입금	8	9	0	0	0

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	155	215	144	259	286
당기순이익	133	173	174	207	225
감가상각비	9	10	8	8	8
외환손익	0	0	-2	-4	-4
총속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-9	-8	-52	12	21
기타현금흐름	22	41	16	36	36
투자활동 현금흐름	-113	-16	-40	-1	-1
투자자산	-144	-16	-2	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-7	-94	-2	0	0
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	36	94	-37	-1	-1
재무활동 현금흐름	-48	-67	-79	-54	-54
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-48	-40	-55	-54	-54
기타현금흐름	0	-27	-25	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	-48	-84	-70
현금의 증감	-7	132	-24	120	161
기초 현금	280	273	405	381	501
기말 현금	273	405	381	501	662
NOPLAT	166	212	204	249	268
FCF	115	72	112	211	235

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

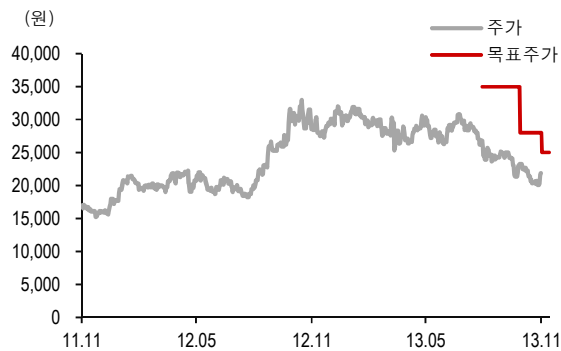
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	1,578	1,370	1,381	1,645	1,783
BPS	9,430	7,356	8,218	9,321	10,674
EBITDAPS	2,104	1,772	1,703	2,057	2,211
SPS	14,410	10,539	11,432	12,568	13,372
DPS	500	450	450	450	450
PER	21.3	19.3	15.9	13.3	12.3
PBR	3.6	3.6	2.7	2.3	2.1
EV/EBITDA	11.7	8.8	9.0	7.0	6.0
PSR	2.3	2.5	1.9	1.7	1.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	3.4	9.7	8.5	9.9	6.4
영업이익 증가율 (%)	-14.4	27.1	-3.4	21.7	7.8
지배순이익 증가율 (%)	-17.2	30.2	0.8	19.1	8.4
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	13.7	15.9	14.2	15.7	15.9
지배순이익률 (%)	11.0	13.0	12.1	13.1	13.3
EBITDA 마진 (%)	14.6	16.8	14.9	16.4	16.5
ROIC	-95.4	-581.6	-846.3	-458.6	-758.5
ROA	10.5	12.7	11.6	12.6	12.5
ROE	19.4	22.6	20.2	21.3	19.9
부채비율 (%)	81.4	74.9	73.9	64.1	55.1
순차입금/자기자본 (%)	-106.9	-96.9	-90.4	-89.9	-90.5
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

모두투어 (080160) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-11-29	HOLD	25,000
2013-10-25	BUY	28,000
2013-08-26	BUY	35,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

