

카지노

사드를 넘으면 부각될 복합 리조트

2017. 04. 04

Analyst
권윤구
02 369 3457
ygkwon84@dongbuhappy.com

Investment Points

언젠가는 끝날 사드 이슈 중국과 일본 사이에 센카쿠 열도 분쟁이 벌어졌던 2012년, 당시 10월부터 11개월간 방일 중국인 관광객은 역성장을 이어갔고 2011년 동기대비 28.1% 감소했다. 그러나 2013년 9월부터 급격하게 증가해 2016년 방일 중국인 관광객은 2013년 대비 4.8배 증가했다. 물론 당장의 부정적인 영향을 피할 순 없겠으나 현재 우리나라와 중국을 둘러싸고 있는 사드 이슈도 영원히 지속되지는 않을 것으로 보는 것이 합리적일 것이며 지금은 사드 이후를 위한 준비를 하는 것이 필요하다는 판단이다.

복합 리조트에 주목 우리는 장기적으로 복합 리조트를 보유한 기업의 실적과 주가 퍼포먼스가 가장 뛰어날 것으로 예상한다. 복합 리조트가 단순히 카지노 업종만 운영하는 것보다 많은 강점을 가지고 있기 때문인데 우선 복합 리조트는 카지노와 호텔뿐 아니라 컨벤션 센터, 엔터테인먼트 시설 등을 함께 보유함으로써 강력한 시너지 효과를 일으킨다. 복합 리조트를 통해 단순히 카지노 매출만 얻는 것이 아니라 호텔, 쇼핑몰, 엔터테인먼트 시설에서 추가적인 매출을 올리는 것은 이미 글로벌 카지노 기업들로부터 증명되고 있다. 또한, 높은 홀드율과 수익성을 자랑하는 Mass 고객을 확보함으로써 안정성과 성장성을 동시에 확보할 수 있다는 장점도 있다. 현재 필리핀, 베트남, 러시아 등 아시아 각국에서 복합 리조트를 경쟁적으로 건설하는 것도 이러한 이유에서 비롯된 현상으로 판단한다.

Action

Top-pick은 파라다이스 파라다이스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 19,000원으로 분석을 시작한다. 4/20 오픈하는 영종도 파라다이스 시티는 사드 이슈 영향으로 오픈 초기에는 VIP 중심으로 운영될 가능성이 높지만 점차 Mass 비중을 확대하며 복합 리조트의 진가를 보여줄 것으로 기대됨에 따라 업종 Top-pick으로 제시한다. GKL은 카지노 업종만 운영한다는 점에서 과거 이상의 Multiple을 부여하기는 힘들 것으로 판단한다. 투자의견 HOLD, 목표주가 24,000원으로 분석을 시작하며 주가 하락 시 밸류에이션 및 배당 매력 관점에서 접근하는 것을 추천한다.

카지노 업종 투자의견 및 목표주가

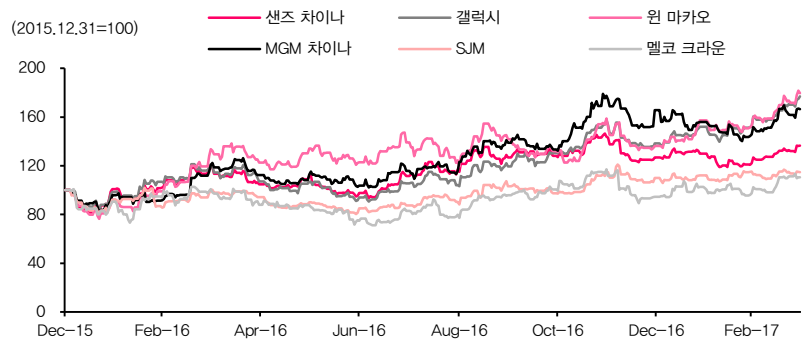
	투자의견	목표주가(원)	현재주가(원)	상승여력(%)
파라다이스	BUY(신규)	19,000(신규)	14,550	30.6
GKL	HOLD(신규)	24,000(신규)	22,150	8.4
강원랜드	HOLD(유지)	42,000(유지)	37,400	12.3

주목받고 있는 마카오

Mass 고객 중심의 성장을
보여주고 있는 마카오 카지노
기업의 주가 상승세

마카오 카지노 기업의 주가가 2016년부터 꾸준한 상승세를 보이고 있다. 2015년 중국의 반부패 정책 시행 이후 실적 부진과 함께 곤두박질 쳤던 주가가 Mass(VIP를 제외한 대다수의 일반 고객) 고객의 확대 및 중국인 방문객 회복으로 서서히 상승하고 있다. 중국을 중심으로 한 아시아 국가들의 소득 증가와 이로 인한 레저수요 확대가 지속적으로 이어지고 있는 상황에서 일시적인 이슈로 하락한 주가가 좋은 투자기회를 제공하고 있는 것이다.

도표 1. 2016년부터 지금까지 마카오 카지노의 주가 추이



자료: Bloomberg, 동부 리서치

아시아 국가들이 활발하게 복합
리조트 건설을 추진하면서
카지노에 대한 관심도 증가

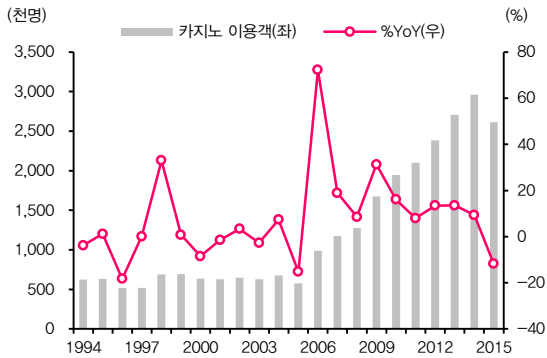
여기에 그동안 카지노를 법으로 금지하고 있던 일본이 2016년 12월 카지노 해금법(카지노 설치 허가를 포함한 리조트 시설 정비 추진 법안)을 통과시키며 카지노 시장 개방을 알렸고 필리핀, 베트남, 러시아 등에서 경쟁적으로 복합 리조트 건설에 나섬에 따라 카지노에 대한 관심은 아시아 전역으로 확산되는 분위기이다.

사드배치 영향, 언젠가는 사라지지 않을까

국내 외국인 전용 카지노는
2015년 부진을 딛고 재도약을
준비중

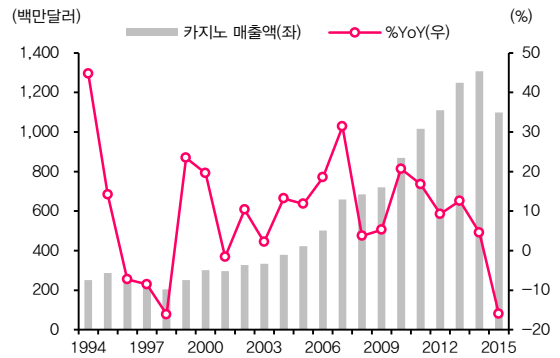
부진을 겪던 국내 카지노 업종도 2017년 들어 반등에 성공하는 분위기였다. 특히 외국인 전용 카지노는 중국 카지노 수요 확대와 함께 2014년 이용객 296만명(+20.9%YoY), 매출액 13억달러(+4.6%YoY)에 이르는 등 가파른 성장세를 이어오다 메르스 발병과 중국의 반부패 정책 시행, 중국 내 마케터 체포 등의 영향으로 2015년에는 이용객 261만명(-11.8%YoY), 매출액 11억달러(-16.0%YoY)에 그치며 큰 폭의 역성장을 경험한 뒤 1년여간의 재정비를 거쳐 재도약의 기대감이 커지고 있는 시점이었다.

도표 2. 국내 외국인 전용 카지노 이용객 현황



자료: 관광자식정보시스템, 동부 리서치

도표 3. 국내 외국인 전용 카지노 매출액 현황

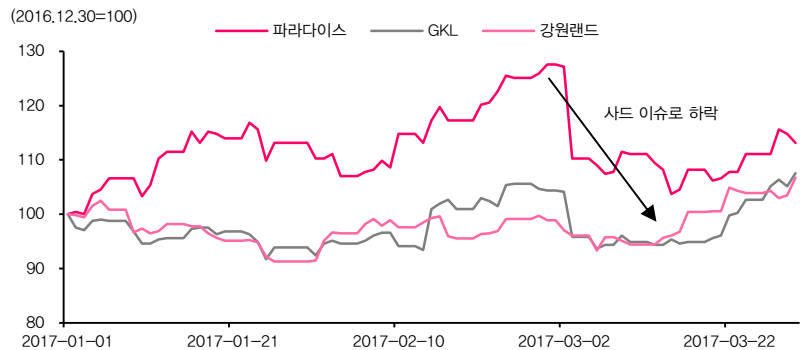


자료: 관광자식정보시스템, 동부 리서치

그러나 사드배치 결정 이후
중국의 보복조치에 대한 우려감이
커짐

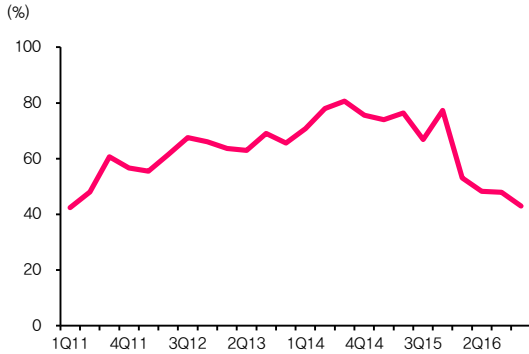
그러나 2월말 예상치 못한 사드 이슈가 발생했다. 중국의 반부패 정책이 본격화된 이후 전체 이용객 중 중국인이 차지하는 비중이 꾸준히 낮아졌으나 2016년말 기준 파라다이스 이용객의 43.0%, GKL 이용객의 46.4%가 중국인일 정도로 아직 국내 외국인 전용 카지노의 중국인에 대한 의존도는 여전히 높은 편이기 때문에 민감할 수밖에 없다. 특히, 파라다이스의 주가 하락이 GKL대비 큰데 파라다이스는 2016년 기준 총드롭액의 52.1%, VIP드롭액의 59.0%가 중국인으로부터 나오고 있으며 4/20에는 복합 리조트, 파라다이스 시티의 개장도 앞두고 있어 우려가 커지고 있기 때문인 것으로 판단된다.

도표 4. 국내 카지노 3개사 2017년 주가 추이



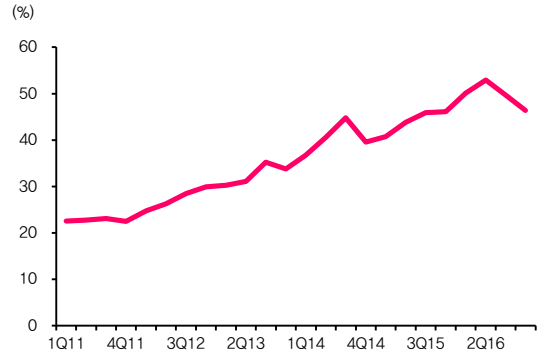
자료: Fnguide, 동부 리서치

도표 5. 파라다이스 이용객 중 중국인 비중



자료: 파라다이스, 동부 리서치

도표 6. GKL 이용객 중 중국인 비중

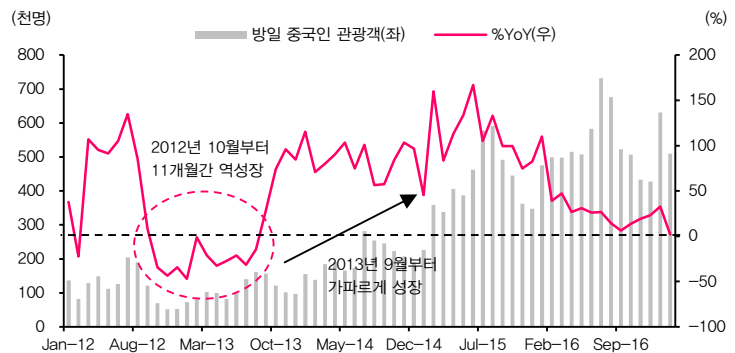


자료: GKL, 동부 리서치

과거 중국과 일본의 분쟁에
비추어봤을 때 사드 이슈도
언젠가는 해소될 것이라는 점에서
그 이후를 준비할 필요

그러나 과거 중국과 분쟁을 겪었던 일본의 사례를 살펴봤을 때 사드 이슈에 따른 부정적인 영향도 시간은 걸리겠지만 언젠가는 해소될 것으로 예상된다. 2012년 센카쿠 열도 분쟁이 발생했을 때 2012년 10월부터 11개월간 방일 중국인 관광객이 역성장을 이어갔고 2011년 동기대비 총 28.1% 감소한 바 있다. 그러나 이후 2013년 9월부터 방일 중국인 관광객은 급격하게 증가하기 시작해 2016년 637만명을 기록, 2013년대비 4.8배 증가했다. 따라서 사드 이슈로 국내 카지노 기업에 대한 우려가 커지고 있는 지금 오히려 반등의 기회를 포착할 준비가 필요하다는 판단이다.

도표 7. 센카쿠 열도 분쟁 당시 방일 중국인 관광객 급감했으나 시간이 지나면서 해소



자료: 일본정부관광국, 동부 리서치

원 마카오의 사례, 복합 리조트에 주목

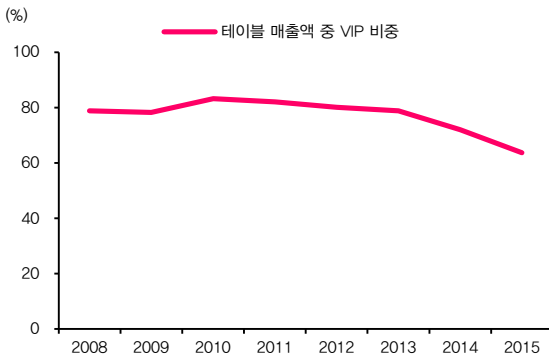
국내 카지노 기업의 실적과 주가가 반등할 때 그 폭이 가장 큰 것은 복합 리조트를 가지고 있는 기업이 될 것

우리는 국내 카지노 기업의 반등이 시작될 때 그 폭을 결정하는 것은 바로 복합 리조트 유무가 될 것으로 판단하며 그 이유는 원 마카오의 성공사례에서 찾아볼 수 있다. 앞서 살펴본 마카오 카지노의 반등, 그 중에서도 가장 눈에 띄는 것이 바로 원 마카오이다. 현재 원 마카오의 주가는 2016년초대비 79.7% 상승해 마카오 카지노 중 가장 높은 상승률을 보이고 있는데 과연 그 이유는 무엇일까?

원 마카오의 경우 과거 VIP 비중이 높아 중국의 반부패 정책 시행 당시 가장 크게 타격

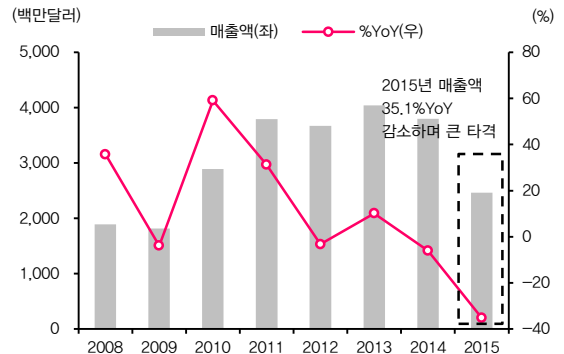
원 마카오는 2006년 9월부터 마카오 반도에 호텔과 카지노를 운영하고 있으며 테이블 매출액에서 VIP가 차지하는 비중이 2014년까지 72.0%에 이르며 마카오 카지노 중 가장 높은 수준을 기록하고 있었다. 이로 인해 2015년 매출액이 35.1%YoY 감소하며 중국의 반부패 정책 시행의 타격을 가장 크게 받았다.

도표 8. 매출에서 VIP 비중이 압도적으로 높았던 원 마카오



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 9. 중국 반부패 정책에 직격탄을 맞은 원 마카오

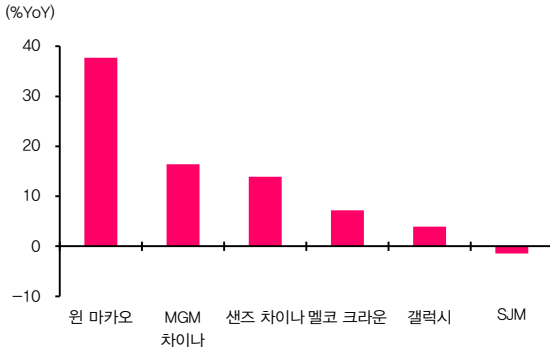


자료: Bloomberg, 동부 리서치

그러나 새로운 복합 리조트, 윈 팰리스 오픈으로 Mass 비중 확대하며 고성장 기대. 이것이 주가에 반영되고 있음

그러나 2016년 8월 베네시안 마카오, 갤럭시, 시티 오브 드림 등 마카오의 복합 리조트가 집중되어 있는 코타이에 새로운 복합 리조트, 윈 팰리스를 오픈하며 가파른 반등의 시작을 알렸다. 현재 시장에서는 윈 마카오가 윈 팰리스를 통해 그동안 경쟁사대비 상대적으로 낮은 Mass 비중을 끌어올리면서 고성장을 이어갈 것으로 기대하고 있다. 블룸버그 컨센서스 기준 2017년 예상 매출액 성장률은 윈 마카오가 37.7%YoY로 6개사 중 가장 높으며 이것이 최근 주가에 반영되고 있다는 판단이다.

도표 10. 마카오 카지노 2017년 예상 매출액 성장률 비교



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 11. 마카오 카지노 중 가장 큰 상승세의 원 마카오 주가



자료: Bloomberg, 동부 리서치

파라다이스, Top-pick으로 제시

영종도 복합 리조트인 파라다이스
시티를 통해 복합 리조트로
첫발을 내딛는 파라다이스를
Top-pick으로 제시

이를 국내에 적용해보면 답은 간단하다. 바로 파라다이스이다. 파라다이스는 외국인 전용 카지노 및 호텔을 운영하고 있는데 가운데 4/20 국내에서 처음으로 영종도에 파라다이스 시티라는 복합 리조트를 오픈하게 된다. 물론 초기에는 고정비 부담과 최근의 사드 이슈로 부진한 실적이 예상되지만 점차 안정화되며 가파른 실적 성장을 보여줄 것으로 기대된다는 점에서 원 마카오의 사례와 비교해봤을 때 카지노 업종 Top-pick으로 손색이 없으며 투자 의견 BUY, 목표주가 19,000원으로 분석을 시작한다. Target multiple은 복합 리조트를 운영하고 있는 마카오 카지노 6개사의 18E EV/EBITDA 평균 12.3배를 5% 할증한 것으로 복합 리조트 전략을 적극적으로 펴고 있는 샌즈 차이나, 갤럭시, 원 마카오가 각각 15.6배, 13.4배, 13.7배인 점을 감안하면 무리한 수준은 아니라는 판단이다.

GKL은 투자의견 HOLD,
목표주가 24,000원으로 분석 시작

GKL은 복합 리조트 추진 계획이 아직 없고 당분간 외국인 전용 카지노 업장만 계속해서 운영할 것이라는 점에서 과거 이상의 Multiple을 부여하기는 힘들 전망이다. 이에 따라 2009~2016년 평균 P/E 16.6배를 Target P/E로 적용하며 투자의견 HOLD, 목표주가 24,000원을 신규로 제시한다.

강원랜드는 글로벌 트렌드에서
벗어나 있고 국내 경제적, 정치적
규제 상황에 더 큰 영향
투자의견 HOLD, 목표주가
42,000원 유지

한편, 내국인 출입 허용 카지노를 운영하는 강원랜드는 내국인 비중이 90% 이상이기 때문에 글로벌 트렌드와는 거리가 있으며 국내의 규제에 훨씬 많은 영향을 받는다는 점에서 외국인 전용 카지노와는 성격이 다르다. 국내 규제 리스크, 새만금 특별법 개정안 리스크, 평창 올림픽 기부금 리스크 등 불확실성이 여전히 높아 투자의견 HOLD, 목표주가 42,000원을 유지하는 바이다.

도표 12. 카지노 업종 투자 의견 및 실적 전망

(단위: 원, 억원, %)

				2017E	%YoY	컨센서스	%차이
파라다이스 (신규)	투자 의견	BUY	매출액	8,346	20.1	8,411	-0.8
	목표주가	19,000	영업이익	509	-22.2	560	-9.0
	현재주가	14,550	영업이익률	6.1		6.7	
	상승여력	30.6	지배주주순이익	286	-48.1	364	-21.5
GKL (신규)	투자 의견	HOLD	매출액	5,212	-5.2	5,171	0.8
	목표주가	24,000	영업이익	1,179	-22.5	1,226	-3.8
	현재주가	22,150	영업이익률	22.6		23.7	
	상승여력	8.4	당기순이익	898	-22.0	941	-4.6
강원랜드 (유지)	투자 의견	HOLD	매출액	17,320	2.9	17,574	-1.4
	목표주가	42,000	영업이익	6,357	4.6	6,395	-0.6
	현재주가	37,400	영업이익률	36.7		36.4	
	상승여력	12.3	지배주주순이익	4,989	11.6	4,928	1.2

자료: Fnguide, 동부 리서치

도표 13. 마카오 6개사와 국내 카지노 3사 실적 및 주요 지표 비교

(단위: 백만달러, 배, %)

		센즈 차이나	갤럭시	원 마카오	MGM 차이나	SJM	멜코 크라운	파라다이스	GKL	강원랜드
시가총액		37,393	23,411	10,577	7,922	4,601	9,121	1,188	1,230	7,181
매출액	2014	9,505	9,253	3,797	3,282	10,308	4,802	642	513	1,421
	2015	6,820	6,577	2,463	2,215	6,342	3,975	544	447	1,444
	2016	6,653	6,805	2,847	1,920	5,385	4,519	599	472	1,462
	2017E	7,611	7,136	3,919	2,186	5,313	4,869	749	468	1,554
	2018E	8,036	7,423	4,176	3,006	6,057	5,048	942	476	1,662
영업이익	2014	2,626	1,317	898	744	842	685	75	140	487
	2015	1,518	550	391	423	285	98	52	105	526
	2016	1,351	790	292	399	282	363	56	130	533
	2017E	1,729	921	513	377	263	541	46	106	571
	2018E	1,881	982	622	533	263	619	81	110	623
순이익	2014	2,548	1,333	831	736	868	608	92	111	341
	2015	1,459	537	311	401	318	106	58	81	390
	2016	1,224	809	185	391	300	176	47	99	392
	2017E	1,575	902	369	288	214	286	26	81	448
	2018E	1,741	971	474	440	186	355	45	84	491
P/E	2014	15.6	17.9	17.6	13.1	10.3	21.6	22.3	17.1	18.1
	2015	18.9	25.0	19.7	11.8	12.7	65.1	24.6	16.3	18.6
	2016	28.6	22.9	44.1	20.1	14.8	39.9	20.0	11.1	16.8
6개사 평균 26.4배	2017E	23.3	26.2	28.0	26.3	21.6	33.1	46.2	15.3	16.0
6개사 평균 22.8배	2018E	21.3	24.2	21.8	18.4	24.4	26.5	26.3	14.7	14.6
P/B	2014	6.2	4.8	16.1	11.8	2.8	3.2	2.1	4.6	2.4
	2015	4.7	2.5	11.5	7.5	1.3	2.1	1.6	3.3	2.7
	2016	7.0	3.1	26.1	8.5	1.4	2.3	1.1	2.5	2.4
	2017E	8.1	3.6	26.1	7.5	1.4	2.8	1.2	2.5	2.3
	2018E	8.8	3.2	22.9	6.3	1.4	2.6	1.2	2.3	2.1
ROE	2014	39.6	29.2	79.3	88.9	27.9	14.3	11.1	28.2	13.8
	2015	23.8	10.5	43.3	55.3	10.3	2.5	6.4	20.7	15.5
	2016	22.6	14.4	43.8	50.1	9.7	4.6	5.3	23.7	14.6
	2017E	32.9	13.5	97.7	27.7	6.3	8.0	2.7	17.0	14.8
	2018E	39.6	13.3	108.7	34.6	4.9	10.3	4.6	16.4	14.9
EV/EBITDA	2014	12.8	14.6	15.3	11.4	6.3	16.1	17.3	9.3	8.8
	2015	14.5	13.4	17.8	10.6	4.8	20.4	19.3	7.8	9.7
	2016	19.5	13.5	24.3	18.7	6.9	11.4	17.0	4.5	8.1
6개사 평균 14.5배	2017E	16.8	14.6	15.6	17.2	12.3	10.4	18.2	4.8	7.3
6개사 평균 12.3배	2018E	15.6	13.4	13.7	11.6	10.6	9.1	11.3	4.3	6.4

자료: Bloomberg, 동부 리서치

주: 2014~2016년 각각 연평균 원/달러 환율 적용 2017~2018년 원/달러 환율 1,114원 적용

복합 리조트의 장점: 1) 뛰어난 시너지 효과

복합 리조트는 카지노, 호텔, 컨벤션, 쇼핑몰 등이 한 곳에 모여 있어 뛰어난 집객효과를 발휘

복합 리조트를 건설하게 되면 왜 실적 개선 효과를 기대할 수 있을까? 그 이유를 하나씩 짚어보자. 우선 집객효과가 뛰어나다. 복합 리조트는 호텔, 카지노, 컨벤션, 전시장, 쇼핑몰, 테마파크 등을 한 곳에 포함하고 있어 시너지 효과를 발휘하는데 예를 들어 국제 회의를 개최할 경우 개최 수입이 발생하고 회의 참석자들의 숙박에 따른 호텔 수입, 쇼핑몰 수입, 카지노 수입 등이 연이어 발생한다.

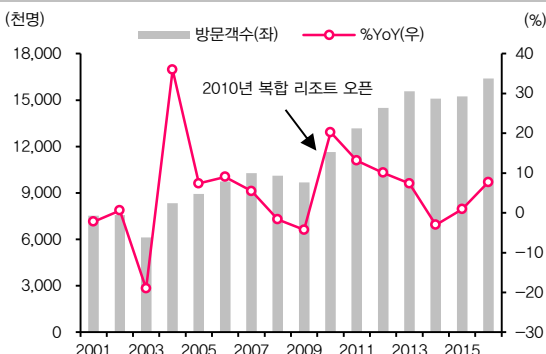
싱가포르의 마리나 베이 샌즈, 리조트 월드 센토사가 대표적인 사례

싱가포르의 사례를 보자. 싱가포르에는 2010년 마리나 베이 샌즈(라스베이가스 샌즈)와 리조트 월드 센토사(젠팅 싱가포르) 2개의 복합 리조트가 오픈했다. 마리나 베이 샌즈에는 호텔과 카지노는 물론 컨벤션센터, 수영장, 극장, 박물관, 고급 레스토랑 등이 운영되고 있고 리조트 월드 센토사에는 워터파크, 아쿠아리움, 쇼핑몰, 컨벤션센터, 그리고 유명 테마파크인 유니버설 스튜디오가 들어서 있다.

평일은 비즈니스 고객, 주말은 가족 단위 관광객을 유치해 높은 호텔 객실 점유율 유지

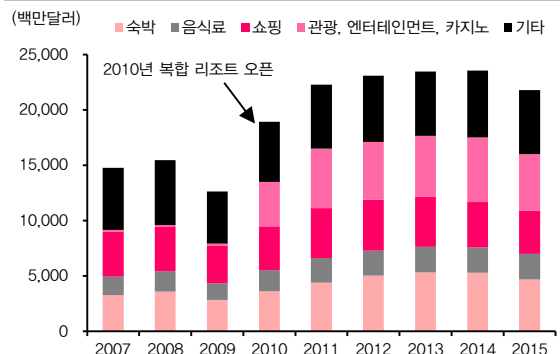
다양한 엔터테인먼트 시설을 갖추므로써 주말과 연휴 기간에는 가족 단위 관광객을 유치하고 국제 회의, 전시회를 유치함으로써 평일에는 비즈니스 고객을 유치한다. 이로 인해 주력 부문인 카지노에서 꾸준한 매출이 창출되는 가운데 엔터테인먼트, 컨벤션 관련 매출이 더해지고 호텔 객실의 평균 점유율은 90% 이상 유지되고 있다. 이처럼 복합 리조트는 하나의 목적으로 고객을 유치하더라도 그 외의 전 부문에서 연쇄적으로 매출이 발생하게 된다는 장점을 갖는다.

도표 14. 복합 리조트 오픈 후 크게 증가한 싱가포르 방문객



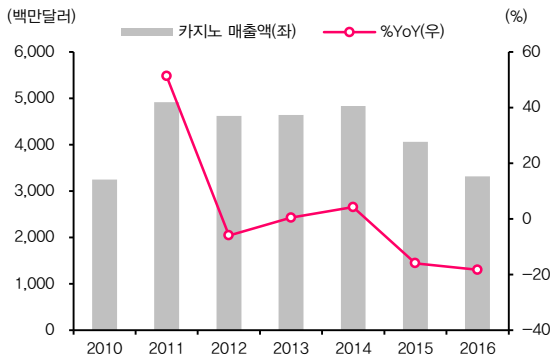
자료: 싱가포르 통계청, 동부 리서치

도표 15. 복합 리조트 오픈 후 크게 증가한 싱가포르 관광수입



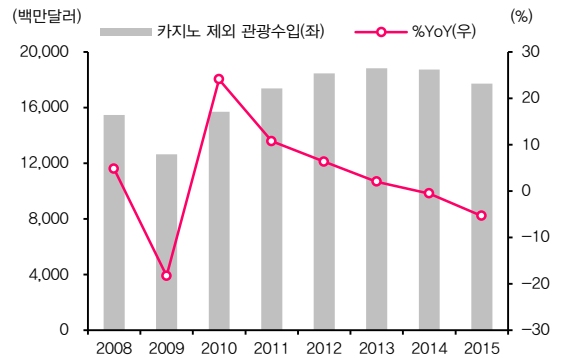
자료: 싱가포르 통계청, 동부 리서치

도표 16. 싱가포르 카지노 매출액 추이



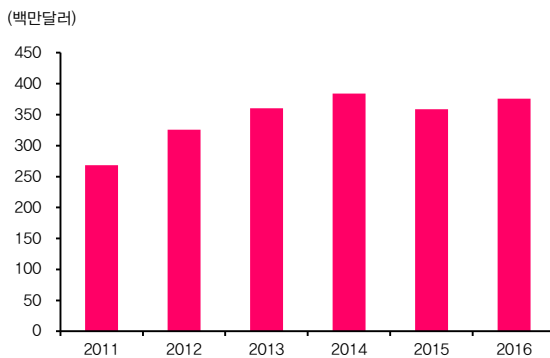
자료: Bloomberg, 동부 리서치
주: 2010년은 마리나 베이 샌즈와 겐팅 싱가포르 전체 매출을 합산한 것으로 카지노 외 다른 매출들이 포함

도표 17. 싱가포르 카지노 제외 관광수입 추이



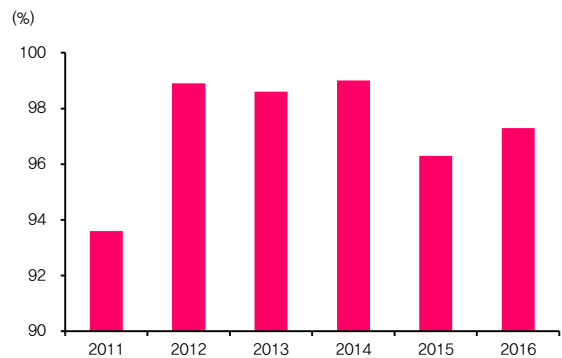
자료: 싱가포르 통계청, Bloomberg, 동부 리서치

도표 18. 마리나 베이 샌즈 호텔 객실 매출액



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 19. 마리나 베이 샌즈 호텔 객실 평균 점유율



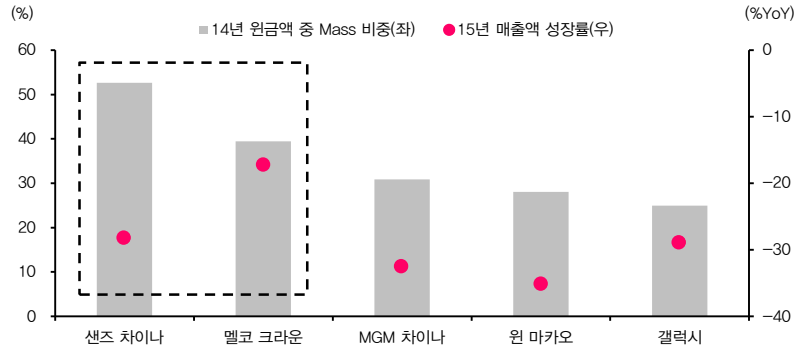
자료: Bloomberg, 동부 리서치

복합 리조트의 장점: 2) 실적의 변동성 축소

2015년 중국 반부패 정책 시행
당시 Mass 비중 높았던 샌즈
차이나와 멜코 크라운은
상대적으로 타격이 덜했음

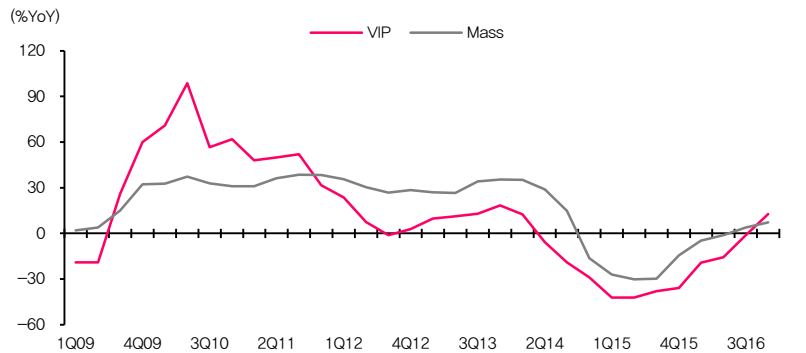
복합 리조트가 갖는 두번째 장점은 Mass 비중이 높아 외부 환경 변화에 따른 실적 변동 리스크를 낮출 수 있다는 것이다. 가까운 사례로 역시 마카오를 들 수 있는데 중국 정부의 반부패 정책 시행 이후 2015년 마카오의 카지노는 큰 폭의 매출 하락을 경험했다. 앞서 언급한 바와 같이 윈 마카오의 경우 2015년 매출액이 2014년대비 무려 35.1%나 감소했다. 샌즈 차이나와 멜코 크라운도 매출 감소를 피할 수 없었지만 마카오 내 다른 카지노 대비 그 폭은 상대적으로 작았다. 그 이유는 이 둘이 이전부터 높은 Mass 비중을 유지하고 있었기 때문이다. 2014년 기준 샌즈 차이나와 멜코 크라운의 원금액(드롭액 X 홀드율) 중 Mass 비중은 각각 52.6%, 39.5%였다. 반부패 정책의 대상은 고액을 베풀하는 VIP가 될 수밖에 없기 때문에 지속적으로 Mass 비중을 높여온 전략이 주효했던 것이다.

도표 20. Mass 비중이 높았던 곳의 2015년 매출액 감소폭이 상대적으로 작았음



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 21. 마카오 매출액 성장률 비교: Mass의 변동폭이 VIP대비 작음

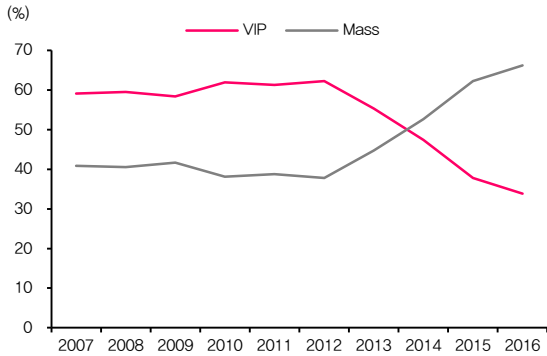


자료: Bloomberg, 동부 리서치

이제 대부분의 마카오 복합
리조트는 Mass 비중이 VIP에
근접한 수준까지 상승

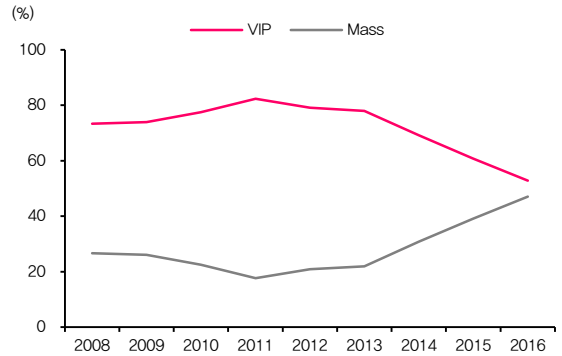
도표 22~25와 같이 이제 마카오 복합 리조트는 Mass의 비중이 VIP에 근접한 수준까지 상승했다. 원금액에서 Mass가 차지하는 비중이 대부분 40%를 상회하며 가장 높은 샌즈 차이나는 2016년 기준 66.2%에 이른다. 반면, 국내 파라다이스와 GKL의 경우 Mass 비중이 4Q16 기준 각각 14.7%, 31.0%에 불과한 것으로 추정돼 여전히 VIP에 대한 의존도가 높다. 그러나 파라다이스는 파라다이스 시티를 통해 점진적으로 Mass 비중을 확대해 실적의 변동성을 조금씩 축소시킬 수 있을 것으로 기대된다.

도표 22. 샌즈 차이나 원금액 비중



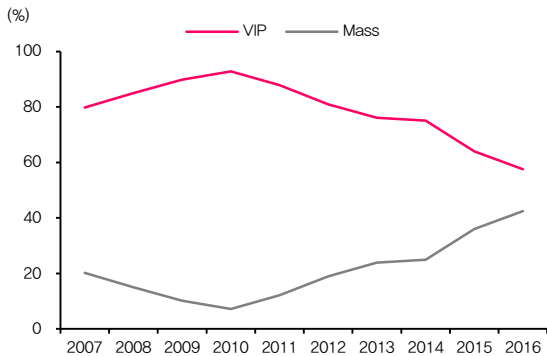
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 23. MGM 차이나 원금액 비중



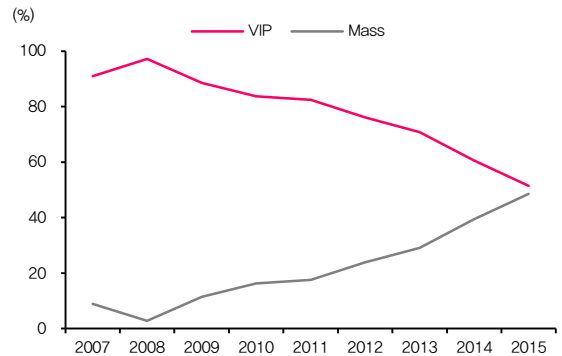
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 24. 갤럭시 원금액 비중



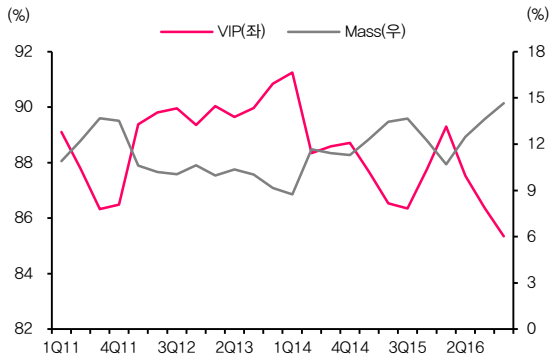
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 25. 멜코 크라운 원금액 비중



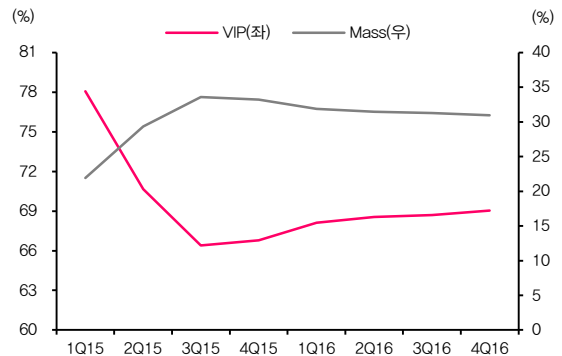
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 26. 파라다이스 원금액 비중



자료: 파라다이스, 동부 리서치

도표 27. GKL 원금액 비중

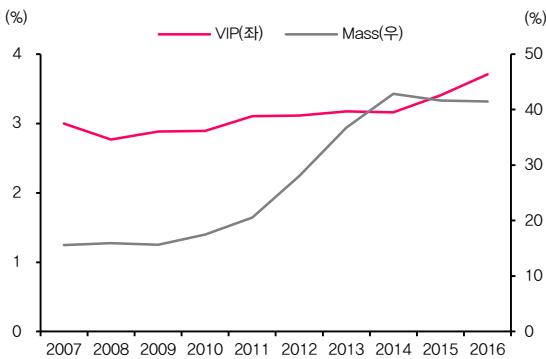


자료: GKL, 동부 리서치

Mass는 VIP대비 홀드율이
월등히 높다는 것도 장점

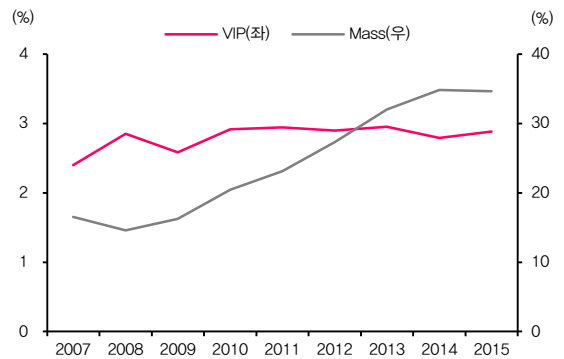
같은 맥락에서 복합 리조트를 건설해 Mass 비중이 높아지게 되면 전체 홀드율(윈/드롭, 카지노가 이길 확률), 즉 매출전환율이 상승하는 효과도 얻을 수 있게된다. 도표 28~32에 나타나듯 마카오 복합 리조트의 경우 VIP의 홀드율은 3% 수준인데 비해 Mass는 20~40% 수준으로 월등히 높은 것으로 알려져 있기 때문이다.

도표 28. 갤럭시 홀드율



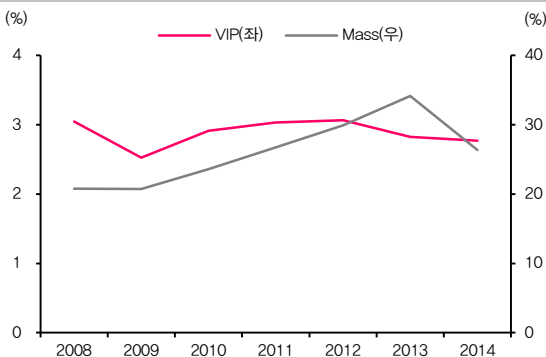
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 29. 멜코 크라운 홀드율



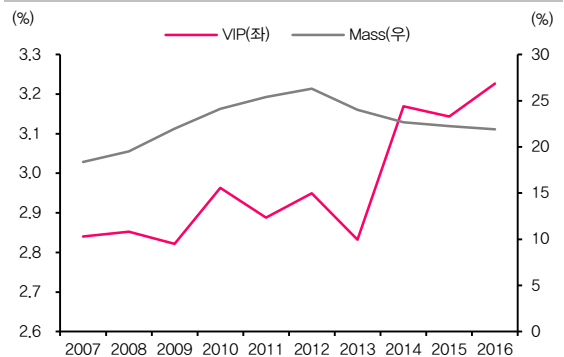
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 30. MGM 차이나 홀드율



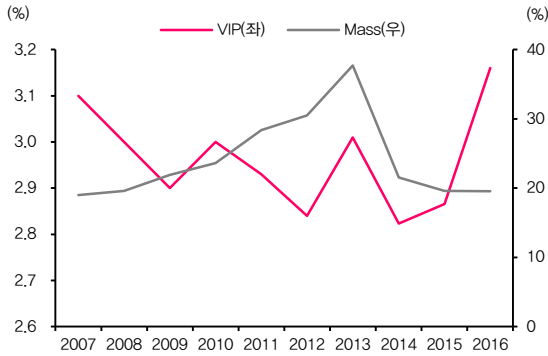
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 31. 샌즈 차이나 홀드율



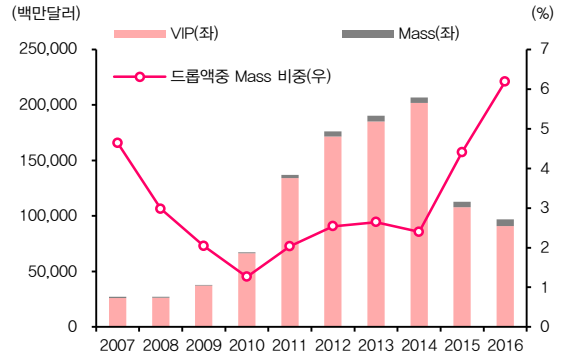
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 32. 윈 마카오 홀드윙



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 33. 갤럭시 드롭액 및 Mass 비중

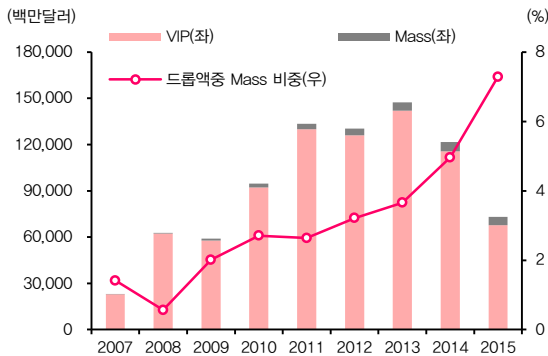


자료: Bloomberg, 동부 리서치

Mass는 VIP대비 드롭액은 작음

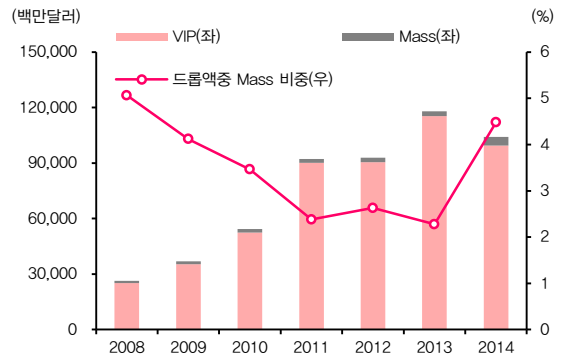
이로 인해 Mass는 VIP대비 드롭액은 비교가 안될 정도로 작지만 매출 기여도 측면에서는 오히려 훨씬 높다. 도표 33~37까지는 각 카지노의 드롭액과 그 중 Mass가 차지하는 비중을 나타낸 것이다. 모든 카지노에서 VIP의 드롭액이 압도적으로 많은 것을 알 수 있다. 샌즈 차이나를 제외하면 모두 드롭액에서 VIP가 차지하는 비중이 90% 이상이며 Mass는 10%를 채 넘지 못하고 있다.

도표 34. 멜코 크라운 드롭액 및 Mass 비중



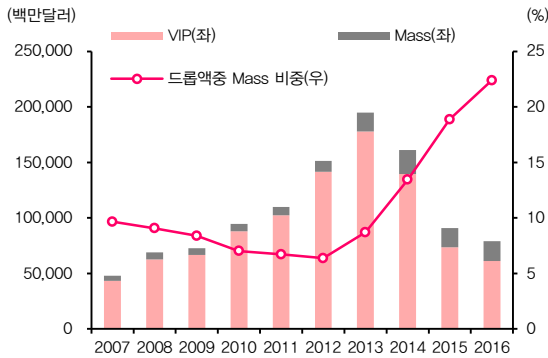
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 35. MGM 차이나 드롭액 및 Mass 비중



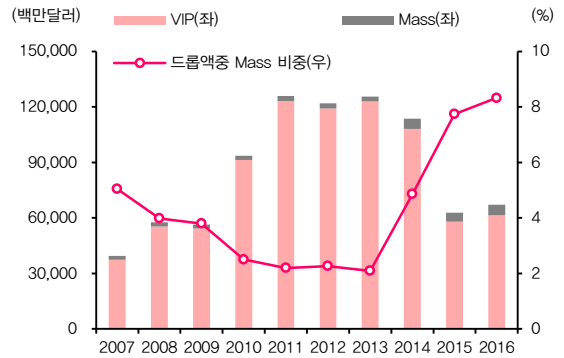
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 36. 샌즈 차이나 드롭액 및 Mass 비중



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 37. 윈 마카오 드롭액 및 Mass 비중

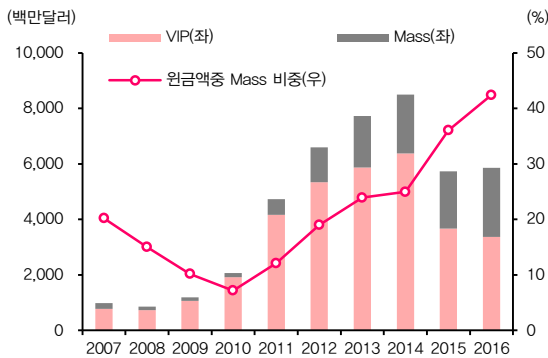


자료: Bloomberg, 동부 리서치

그러나 실제 매출로 이어지는
원금액의 경우 Mass가 전체의
40% 이상으로 높게 나타남

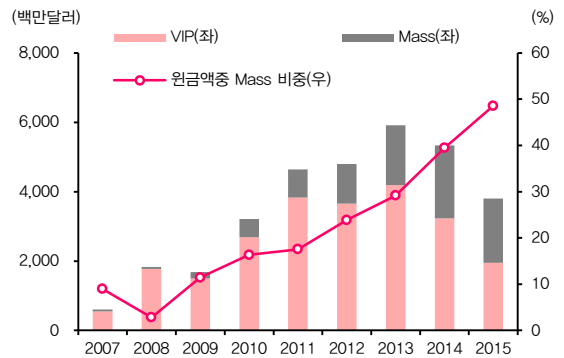
그러나 도표 38~47에서 보듯 원금액비중은 드롭액의 그것과 다르게 나타나고 있다. 원금
액, 실제로 카지노의 매출로 인식되는 금액에서 Mass가 차지하는 비중은 2016년 기준으
로 대부분 40% 이상이며 가장 높은 샌즈 차이나의 경우 무려 66.2%에 달한다. 그만큼
Mass는 VIP대비 드롭액은 작을지라도 월등히 높은 홀드율로 인해 매출에 기여하는 바가
훨씬 크다는 것을 의미한다.

도표 38. 갤럭시 원금액 및 Mass 비중



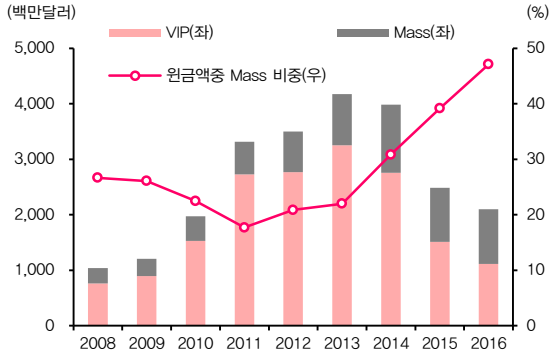
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 39. 멜코 크라운 원금액 및 Mass 비중



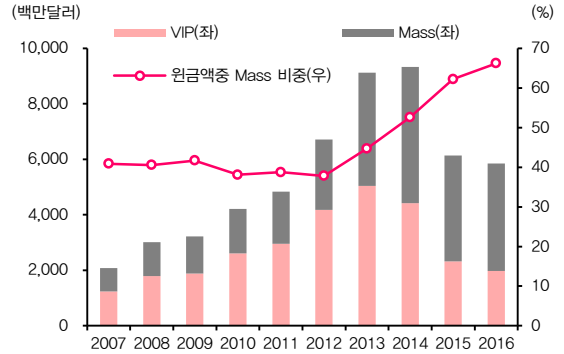
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 40. MGM 차이나 원금액 및 Mass 비중



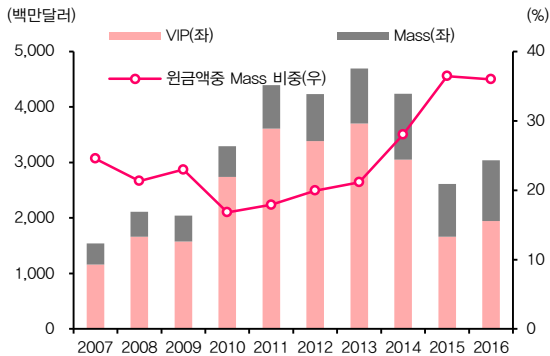
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 41. 샌즈 차이나 원금액 및 Mass 비중



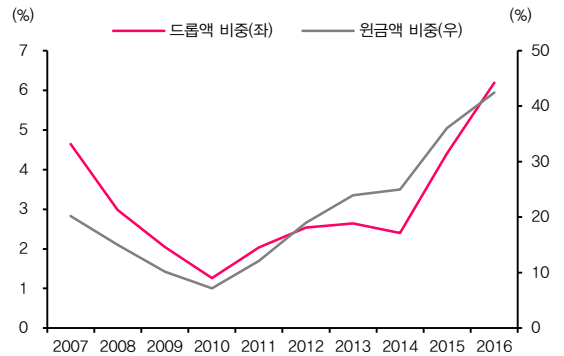
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 42. 윈 마카오 원금액 및 Mass 비중



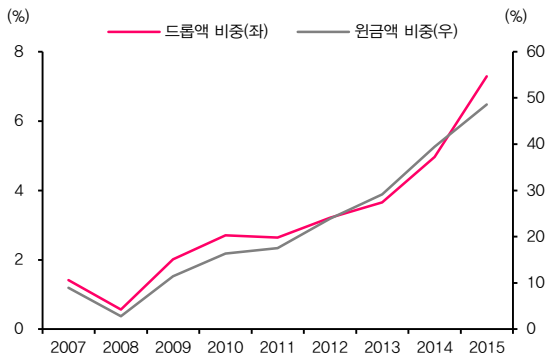
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 43. 갤럭시 드롭액과 원금액에서 Mass가 차지하는 비중



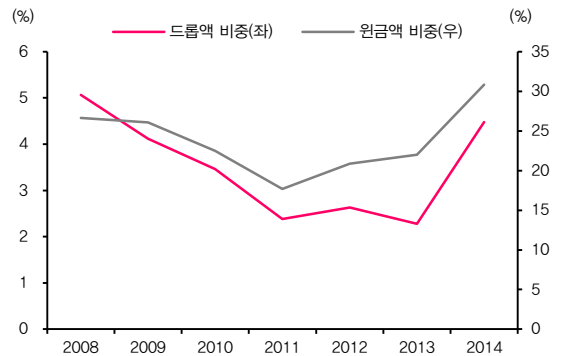
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 44. 멜코 크라운 드롭액과 원금액에서 Mass가 차지하는 비중



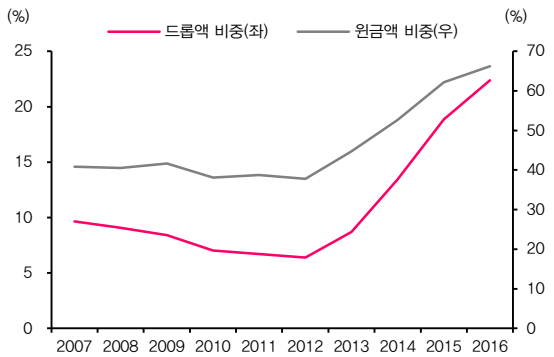
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 45. MGM 차이나 드롭액과 원금액에서 Mass가 차지하는 비중



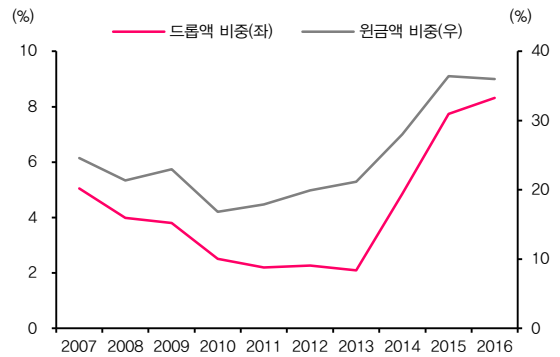
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 46. 샌즈 차이나 드롭액과 원금액에서 Mass가 차지하는 비중



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 47. 윈 마카오 드롭액과 원금액에서 Mass가 차지하는 비중



자료: Bloomberg, 동부 리서치

복합 리조트의 장점: 3) 높은 수익성

테이블 게임의 수익성을 비교해볼 때 Mass는 VIP의 최소 4배

뿐만 아니라 복합 리조트는 Mass 비중을 확대해나감으로써 전사 영업이익률의 상승도 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 라스베이거스 샌즈에 따르면 복합 리조트의 카지노 부문에서 Mass의 매출총이익률은 40~50%에 이르지만 VIP는 10% 이하에 불과해 Mass가 압도적으로 높은 수익성을 자랑한다. 또한, 부가적으로 발생하는 쇼핑물 매출의 경우 매출총이익률이 85%가 넘는다는 것도 복합 리조트가 갖는 장점이라고 할 수 있다.

도표 48. 복합 리조트 부문별 매출총이익률

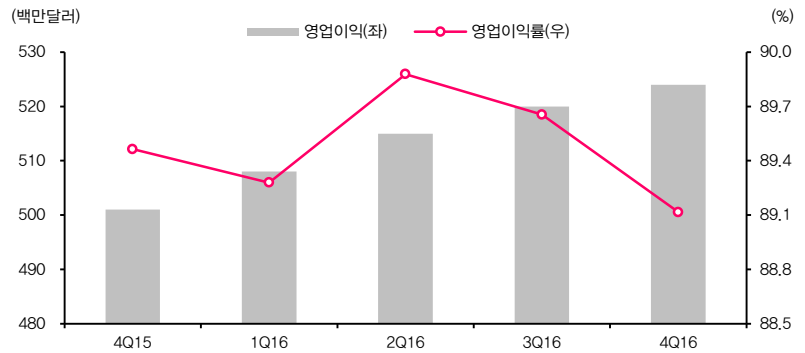
	부문	매출총이익률
비게임	쇼핑물	85% 이상
	호텔	75~80%
	컨벤션, F&B, 엔터테인먼트	N/A
게임	Mass	40~50%
	슬롯머신	40~50%
	Premium Mass	25~40%
	VIP	10% 이하

자료: 라스베이거스 샌즈, Bloomberg, 동부 리서치

라스베이거스 샌즈의 마카오, 싱가포르의 경우 사업부별 이익비중을 살펴보면 Mass 테이블이 40% 이상

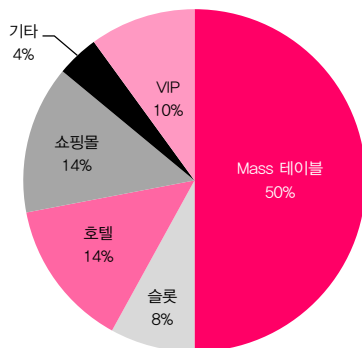
실제 라스베이거스 샌즈의 마카오 부문(베네시안 마카오, 포시즌스 마카오, 샌즈 코타이 센트럴, 파리지앵 마카오)의 사업부별 이익비중을 살펴보면 Mass 테이블이 50%를 차지하고 있고 VIP는 10%에 불과한 상황이다. 싱가포르 부문(마리나 베이 샌즈) 역시 40%가 Mass에서 창출되며 슬롯, 호텔, 쇼핑물 등을 제외하면 VIP에서 창출되는 영업이익은 8% 남짓이다.

도표 49. 라스베가스 샌즈 아시아 쇼핑몰 부문 영업이익 및 영업이익률 추이



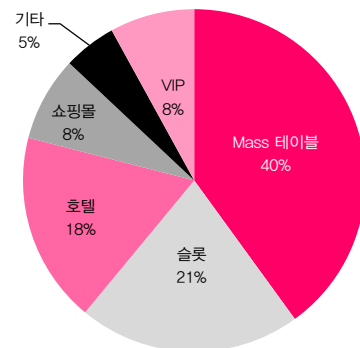
자료: 라스베가스 샌즈, 동부 리서치
주: 베네치안 마카오, 포시즌 마카오, 샌즈 코타이 센트럴, 파리자영 마카오, 마리나 베이 샌즈 합산

도표 50. 라스베가스 샌즈 마카오의 사업부문별 이익 비중



자료: 라스베가스 샌즈, 동부 리서치
주: 2016년 실적 기준

도표 51. 라스베가스 샌즈 싱가포르의 사업부문별 이익 비중



자료: 라스베가스 샌즈, 동부 리서치
주: 2016년 실적 기준

아시아 카지노 확장, 당장 경쟁 심화를 걱정할 필요는 없다

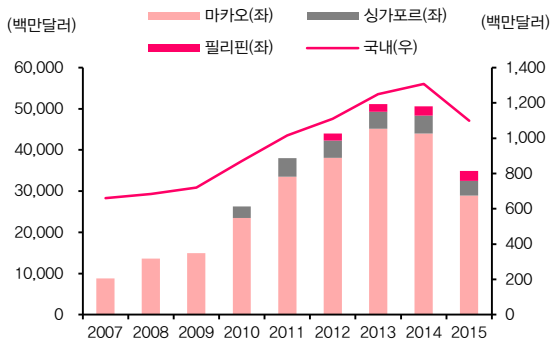
일본, 필리핀, 베트남, 러시아 등
아시아 지역에서 엄청난 규모의
카지노 투자가 이뤄질 전망

복합 리조트가 가지고 있는 이러한 장점들 때문에 카지노 산업을 육성하고자 하는 아시아 국가들은 앞다퉈 복합 리조트 건설을 추진하고 있다. 국내만 해도 영종도에 파라다이스 시티, LOCZ 복합 리조트, 인스파이어 복합 리조트가 건설되고 있고 2016년 12월 일본이 카지노 해금법안을 통과시켰으며 필리핀은 마닐라 해안 매립지에 라스베가스를 모방한 엔터테인먼트 시티를 건설하고 있다. 베트남은 40억달러 규모의 호이아나 리조트가 1Q19 1차 오픈을 목표로 지난해 착공에 들어갔고 러시아는 2022년까지 8개의 복합 리조트를 오픈할 예정이다.

그러나 과거 추이를 볼 때
경쟁보다 시장 성장에 따른
긍정적 효과가 더 컸던 경험

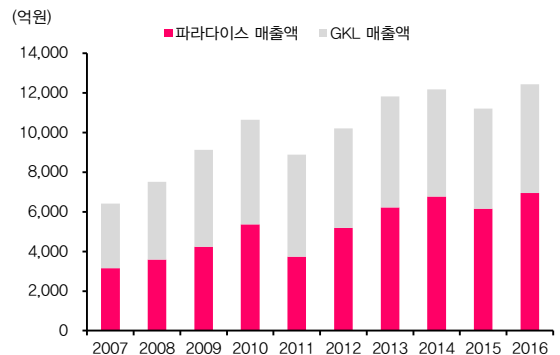
이에 따라 아시아 카지노 시장에 대한 경쟁 심화 우려가 생겨날 수 있다. 그러나 과거 추이를 살펴보면 복합 리조트 건설에 따른 경쟁 심화보다 시장 자체의 성장 효과가 더 컸던 것을 알 수 있다. 마카오에는 2007년 베네시안 마카오, 2009년 시티 오브 드림, 2011년 갤럭시 마카오, 2015년 스튜디오 시티, 2016년 윈 팰리스와 파리자영 마카오가 오픈하는 등 지속적으로 복합 리조트가 오픈하고 있다. 싱가포르에는 2010년 마리나 베이 샌즈와 리조트 월드 센토사가 오픈했다. 그러나 경쟁에 따른 매출 하락이 발생하지는 않았으며 2015년 중국의 반부패 정책 시행 이전까지 시장의 성장을 참여자 모두가 향유하는 모습이 나타났다.

도표 52. 아시아 카지노 매출액 추이



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 53. 주변국가 카지노 오픈에 타격이 없었던 국내 카지노



자료: 각 사 동부 리서치

또한 대부분이 2019년 이후 오픈 예정이기 때문에 당장의 경쟁을 걱정할 필요 없음

또한, 건설되고 있는 복합 리조트 대부분이 2019년부터 오픈하기 때문에 벌써부터 치열한 경쟁을 걱정할 필요는 없다는 판단이다. 따라서 파라다이스에게 파라다이스 시티는 Multiple 상향 요인이지만 하향 요인이 아니다. 물론 오픈 초기 사드 영향이 없진 않았으나 인천국제공항과의 거리가 1.1km에 불과해 모노레일로 5분밖에 걸리지 않는다는 지리적 이점, 엔터테인먼트 시설을 강화하는 2차 오픈이 2018년에 예정되어 있다는 점, 2020년 나머지 2개 리조트가 오픈해 하나의 관광단지를 형성한다는 점 등 시간이 지나면서 파라다이스 시티의 장점은 더욱 부각될 것이다.

따라서 앞서 언급한 바와 같이 파라다이스 매수, GKL과 강원랜드는 주가 하락 시 밸류에이션 매력 관점에서 접근하는 전략이 유효할 것으로 예상된다. 아래에는 관심을 갖고 지켜봐야 할 아시아 주요국의 복합 리조트 추진 상황을 정리했다. 투자에 참고가 되길 바란다.

복합 리조트 추진 현황: 1) 깨어나는 거인, 일본

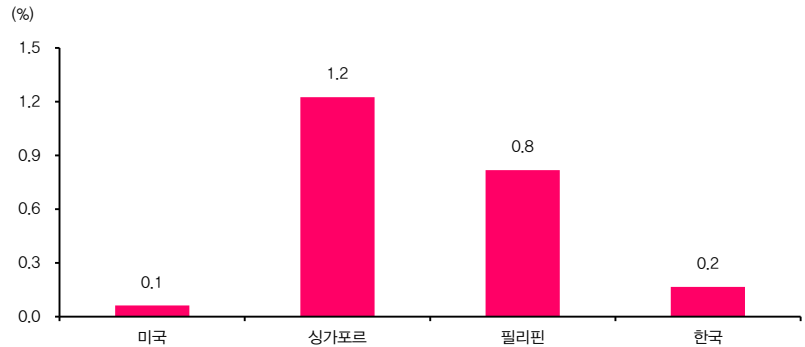
2016년 12월 카지노 해금법안 통과

먼저 일본부터 살펴보자. 일본은 경마, 경륜, 경정, 자동차 경주, 스포츠진흥 복권이 특별법에 의해 허용되고 있으며 카지노는 형법에 의해 금지되어 있다. 그러나 내수 진작 및 2020 도쿄 올림픽 개최를 이유로 카지노 설치의 필요성이 점차 커졌고 2016년 12월, 마침내 카지노 해금법안이 통과됐다. 도쿄와 오사카가 주요 후보지로 떠오르고 있으며 구체적인 시행안이 마련되고 사업자 공모 후 착공에 들어가면 2020년 이후 카지노를 포함한 복합 리조트가 운영을 시작할 수 있을 것으로 예상된다. 카지노 해금법안 통과 이후 이미 MGM, 라스베이거스 샌즈, 멜코 크라운 등 글로벌 기업이 새롭게 열릴 일본 카지노 시장에 적극 투자하겠다는 의사를 밝힌 상태다.

일본의 GDP 및 파칭코 시장규모를 감안할 때 마카오에 육박하는 잠재력 보유

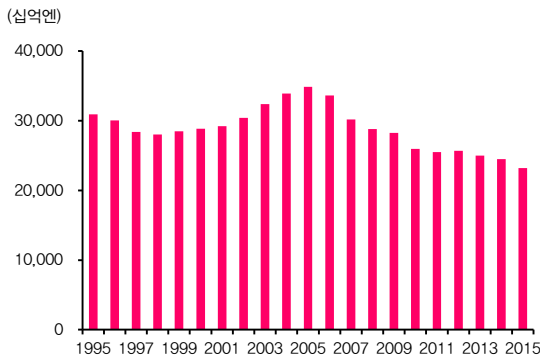
일본에 관심이 집중되는 이유는 그 시장규모가 마카오에 육박할 가능성이 충분하기 때문이다. 2015년 기준 미국, 싱가포르, 필리핀, 한국의 명목 GDP 대비 카지노 매출액의 비율은 평균 0.6%(60%가 넘는 마카오 제외)이다. 이를 일본의 2015년 명목 GDP 4.1조달러에 적용할 경우 일본 카지노 시장은 궁극적으로 234억달러로 마카오에 근접한 수준(2015~2016년 마카오 카지노 매출액 각각 289억달러, 279억달러)까지 성장할 수 있을 것으로 기대된다. 뿐만 아니라 2015년 기준 일본의 파칭코 시장규모가 23조엔, 미화로는 2,086억달러, 한화로는 234조원에 달한다는 점에 비추어보더라도 잠재력은 무궁무진할 것으로 예상된다.

도표 54. 2015년 기준 주요국 명목 GDP대비 카지노 매출액



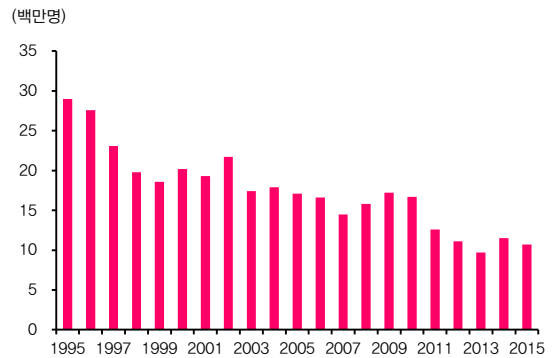
자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 55. 일본 파칭코 시장규모



자료: 일본 생산성본부, 동부 리서치

도표 56. 일본 파칭코 참가인구

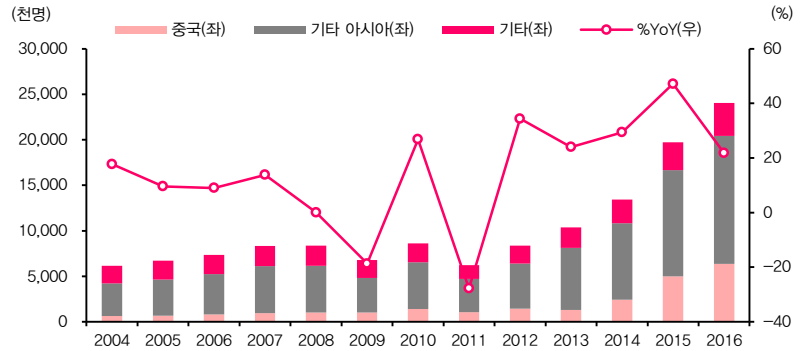


자료: 일본 생산성본부, 동부 리서치

방일 관광객이 빠르게 증가하고 있다는 것도 일본 시장을 긍정적으로 전망하는 이유

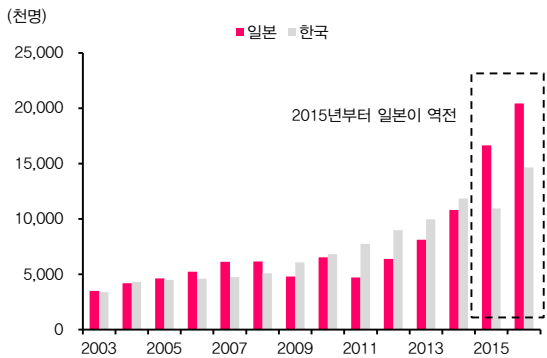
가파르게 증가하고 있는 방일 관광객도 일본 카지노 시장을 긍정적으로 전망하게 하는 요인이다. 2016년 방일 관광객은 2,404만명(+21.8%YoY)을 기록했는데 아시아 국가가 2,043만명(+22.7%YoY)으로 성장을 이끌었으며 아시아 지역에서도 특히 중국인 관광객이 637만명으로 27.6%YoY 증가한 것이 두드러졌다. 물론, 방일 중국인 관광객이 빠르게 증가하고 있는 것은 우리나라 카지노 기업에 분명 위협이 될 수 있는 부분이다. 그러나 일본에서 카지노가 본격적으로 운영을 시작하는 것은 아무리 빨라도 2020년 이후라는 점을 명심하자. 벌써부터 걱정할 필요는 없다.

도표 57. 방일 관광객의 가파른 증가세



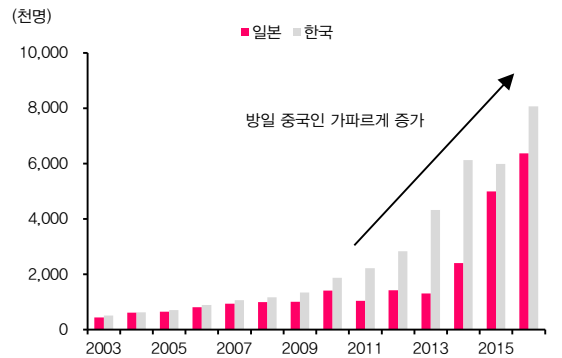
자료: 일본정부관광국, 동부 리서치

도표 58. 일본과 한국을 찾는 아시아 국가 관광객 추이



자료: 일본정부관광국, 한국관광공사, 동부 리서치

도표 59. 일본과 한국을 찾는 중국인 관광객 추이



자료: 일본정부관광국, 한국관광공사, 동부 리서치

복합 리조트 추진 현황: 2) 투자를 확대하고 있는 동남아

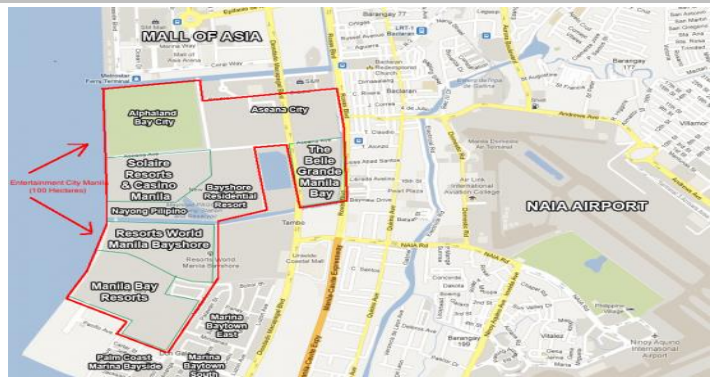
필리핀은 엔터테인먼트 시티를 조성하며 가장 적극적으로 복합 리조트 타운에 투자

동남아에서 가장 적극적으로 복합 리조트 투자에 나서고 있는 국가는 필리핀이다. 필리핀은 정부 주도하에 마닐라 베이에 엔터테인먼트 시티라는 거대 복합 리조트 타운을 건설하고 있다. 솔레어 리조트가 2013년에 오픈했고 뒤이어 2015년과 2016년에 각각 시티 오브 드림 마닐라와 오카다 마닐라(마닐라 베이 리조트)가 오픈했다. 이후 2019~2020년 사이에 웨스트사이드 시티(리조트 월드 베이쇼)가 오픈할 예정이다.

필리핀 정부는 싱가포르에
버금가는 아시아 3위권 시장으로
육성한다는 목표

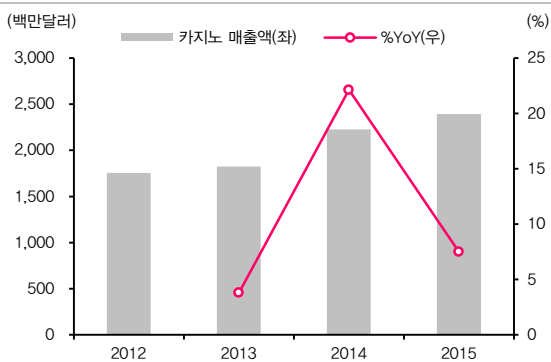
2015년 기준 필리핀 카지노 시장규모는 23.9억달러인데 이는 국영 카지노 포함 10개의 카지노에서 창출된 것이다. 올해는 2016년말 오픈한 오카다 마닐라의 매출이 더해지고 마닐라 공항과 엔터테인먼트 시티를 연결시켜주는 NAIIA 고속도로가 전구간 개통을 앞두고 있어 접근성도 개선될 것이기 때문에 높은 성장이 기대되며 웨스트사이드 시티까지 개장할 경우 필리핀 정부가 목표로하는 싱가포르에 버금가는 아시아 3위권 시장으로 발돋움할 잠재력도 갖추고 있다는 판단이다.

도표 60. 필리핀 마닐라 엔터테인먼트 시티



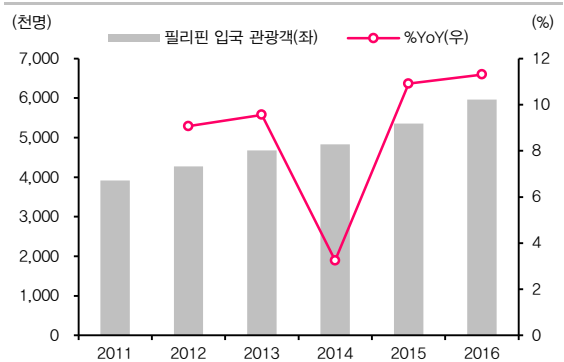
자료: 동부 리서치
주: 리조트 월드 베이쇼가 웨스트사이드 시티로 명칭 변경

도표 61. 필리핀 카지노 매출액 추이



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 62. 필리핀 입국 관광객 추이



자료: Bloomberg, 동부 리서치

베트남은 두번째 복합 리조트가
착공에 들어간 가운데 세번째
복합 리조트도 허가. 내국인
카지노 입장을 허용하는 등 시장
개방에 적극적인 모습

베트남은 현재 8개의 외국인 전용 카지노가 운영되고 있다. 베트남 재무부에 따르면 2014년말 기준 카지노 매출액은 3.4조동(약 1.5억달러, 1,685억원)이며 복합 리조트로는 2013년 오픈한 그랜드 호캄 스트립이 유일하다. 이처럼 베트남 카지노 시장은 아직까지 규모가 크지 않지만 2016년 4월, 베트남 두번째 복합 리조트인 호이아나 리조트가 1Q19 오픈을 목표로 착공에 들어갔고 2017년 3월에는 팜닌 지방에 20억달러 규모의 새로운 복합 리조트 건설이 허가를 받음에 따라 인프라 확장을 통한 시장 성장이 예상된다. 또한, 21세 이상, 월소득 1,000만동 이상의 내국인에 대해 지정된 2개 카지노 출입을 허용하는 파일럿 프로그램을 3년간 시행함에 따라 베트남 카지노 시장은 한층 성장에 탄력을 받을 것으로 기대된다.

도표 63. 그랜드 호캄 스트립 카지노



자료: 그랜드 호캄 스트립, 동부 리서치

도표 64. 2019년 완공 목표인 호이아나 리조트 조감도



자료: 언론보도, 동부 리서치

복합 리조트 추진 현황: 3) 다크호스, 러시아

러시아는 블라디보스토크
프리모리에 프로젝트를 중심으로
대규모 복합 리조트를 건설할
예정

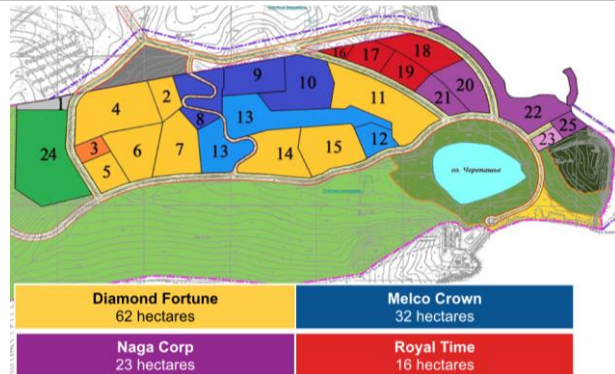
러시아는 2009년 연해주, 크라스노다르, 알타이, 칼리닌그라드 등 4개 지역에 카지노를 설치할 수 있도록 특별법을 제정했다. 이후 2015년 10월 연해주에 티그르 드 크리스탈이 오픈하며 러시아 복합 리조트의 출발을 알렸고 다이아몬드 포춘 홀딩스가 주도하는 프리모리에 프로젝트는 블라디보스토크 인근 프리모리에 지역에 4개 복합 리조트를 오픈할 예정이다. 2018년 셀레나 월드 리조트, 2019년 선 카지노 앤 리조트가 운영을 시작할 것으로 예상되며 골든 게이트와 문 게이트는 2018년 착공에 들어갈 전망이다.

도표 65. 프리모리에 프로젝트 조감도



자료: 다이아몬드 포춘, 동부 리서치

도표 66. 프리모리에 프로젝트 사업자별 구분



자료: 다이아몬드 포춘, 동부 리서치

도표 67. 비행시간 3시간 내 3억명의 인구가 있다는 것을 강조

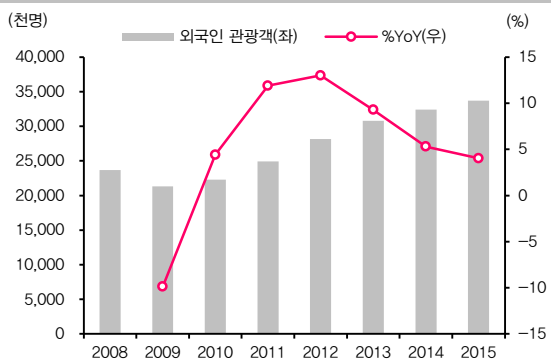


자료: 다이아몬드 포춘, 동부 리서치

복합 리조트를 건설함은 물론
외국인 입국절차 간소화 등을
시행함에 따라 러시아, 특히
연해주 지방을 찾는 관광객
늘어날 전망

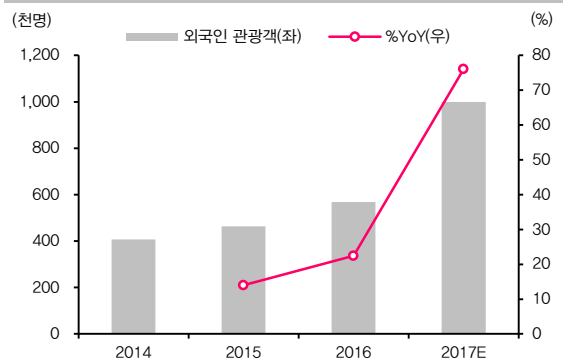
연해주는 이미 복합 리조트 건설의 효과를 경험하고 있는데 2016년 연해주 방문 외국인
관광객이 2015년대비 22.4% 증가한 56.8만명을 기록한 것이다. 여기에 지난 3/7 푸틴 대
통령이 극동지역 외국인 입국절차 간소화 연방법에 서명함에 따라 연해주를 찾는 외국인
관광객 증가세는 더욱 탄력을 받게될 것으로 예상된다. 콘스탄틴 쉘스타코프 연해주정부
관광국장은 2017년 연해주를 찾는 외국인 관광객이 100만명에 이를 것이라고 전망하기도
했다.

도표 68. 러시아 방문 외국인 관광객 추이



자료: 관광지식정보시스템, 동부 리서치

도표 69. 러시아 연해주 방문 외국인 관광객 추이



자료: 언론보도, 동부 리서치

BUY

목표주가: 19,000원(신규)
현재주가: 14,550원(04/03)

파라다이스(034230)

복합 리조트로 첫 발

Target multiple 12.9배 적용해
투자 의견 BUY, 목표주가
19,000원으로 분석 시작

파라다이스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 19,000원으로 분석을 시작한다. 복합 리조트 건설의 효과가 온전히 드러나기 시작할 18E EBITDA 1,634억원에 Target Multiple 12.9배를 적용했다. 12.9배는 마카오 6개사(샌즈 차이나, MGM 차이나, 갤럭시, 윈 마카오, SJM, 멜코 크라운) 18E EV/EBITDA 평균을 5% 할증한 것이다. 4/20 영종도 복합 리조트인 파라다이스 시티가 오픈함에 따라 마케팅비, 감가상각비 등이 증가하며 초기 비용부담은 커질 것이다. 이에 따라 1H17은 큰 폭의 역성장이 불가피하겠지만 이는 이미 알려진 사실이기에 때문에 더 이상 네거티브 요인이 아니다. 또한, 오픈 초기에는 VIP 중심의 운영이 이뤄지겠지만 궁극적으로 복합 리조트로서 장기 성장이 시작되는 초입에 투자할 수 있는 시점이라는 점에 주목할 때이다.

영종도에 3개의 복합 리조트가
온전히 운영을 시작하면 시너지
효과는 더욱 커질 전망이다

앞으로 영종도에는 파라다이스의 파라다이스 시티 외에도 2개의 복합 리조트가 더 건설될 예정이다. 미단시티에 지어질 LOCZ 복합 리조트는 지난 3월 미단시티개발에 부지매매대금 일부를 납부했고 2020년 오픈을 목표로 올 상반기 중 착공에 들어갈 계획이다. 또 다른

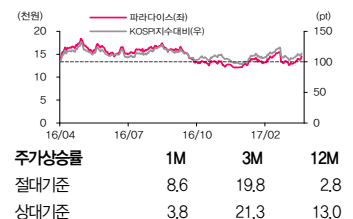
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

FYE Dec	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	615	695	835	1,050	1,216
(증가율)	-9.0	12.9	20.1	25.8	15.8
영업이익	58	65	51	90	118
(증가율)	-26.2	12.2	-22.2	76.3	31.1
지배주주순이익	65	55	29	50	56
EPS	717	606	315	554	615
PER (H/L)	45.7/23.9	20.0	46.2	26.3	23.6
PBR (H/L)	2.9/1.5	1.1	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA (H/L)	34.8/19.0	17.0	19.4	12.1	8.8
영업이익률	9.5	9.4	6.1	8.5	9.7
ROE	6.4	5.3	2.7	4.6	5.0

Stock Data

52주 최저/최고	12,050/18,450원
KOSDAQ / KOSPI	629/2,168pt
시가총액	13,232억원
60일-평균거래량	802,372
외국인지분율	3.5%
60일-외국인지분율변동추이	-2.5%p
주요주주	파라다이스글로벌 외 10 인 46.7%



복합 리조트, 인스파이어 복합 리조트도 2020년경 운영을 시작할 것으로 예상된다. 이렇게 되면 영종도는 하나의 관광타운을 형성하게 돼 마카오 사례에서 보듯 관광객 집계 효과가 파라다이스 시티 단독으로 운영될 때보다 훨씬 더 커질 것으로 기대된다.

사드배치에 따른 영향을 감안해
방한 중국인 관광객 보수적으로
추정

한편, 사드배치에 따른 중국의 보복 조치가 현실화된 것을 반영해 파라다이스의 2017년 실적을 추정함에 있어 방한 중국인 관광객(승무원 제외)은 26.4%YoY 감소한 571만명을 가정했다. 이는 과거 중국과 일본간 센카쿠 열도 분쟁 발생 당시 2012년 10월부터 11개월간 방일 중국인 관광객이 역성장을 기록하며 동기간 28.1%YoY 감소한 것을 감안한 것이다. 일시적인 부침은 있을 수 있겠으나 방향성은 확실하다는 점을 주목하자.

도표 70. 파라다이스 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,570	1,890	1,752	1,736	1,677	1,991	2,346	2,333	6,154	6,949	8,346	10,498
%YoY	3.7	32.2	22.7	-2.6	6.8	5.3	33.9	34.3	-11.5	12.9	20.1	25.8
카지노	1,380	1,667	1,478	1,510	1,481	1,503	1,753	1,816	5,282	6,034	6,553	8,246
%YoY	5.1	35.9	25.8	-3.7	7.3	-9.9	18.7	20.3	-10.2	14.2	8.6	25.8
호텔	153	193	219	196	157	454	530	473	737	761	1,615	2,045
%YoY	-10.9	6.7	9.2	6.3	2.8	135.6	142.0	141.5	-21.3	3.2	112.2	26.7
기타	37	31	55	31	38	34	62	43	134	154	178	206
%YoY	24.0	34.7	6.0	4.0	3.4	12.0	12.7	40.3	3.9	14.4	15.9	15.9
매출원가	1,245	1,381	1,471	1,472	1,361	1,664	1,940	1,926	4,927	5,568	6,891	8,478
%YoY	9.0	22.5	25.8	-1.2	9.3	20.5	31.9	30.9	-8.3	13.0	23.8	23.0
카지노	1,053	1,156	1,227	1,225	1,147	1,180	1,399	1,420	4,146	4,662	5,145	6,290
%YoY	9.8	23.1	27.0	-4.4	8.9	2.0	13.9	15.9	-9.1	12.4	10.4	22.2
호텔	160	192	203	212	181	449	496	461	654	767	1,587	2,005
%YoY	3.5	20.4	23.1	21.2	13.1	133.3	144.4	117.3	-4.3	17.3	106.8	26.4
기타	32	32	40	35	33	36	45	45	127	139	159	183
%YoY	12.9	14.1	8.1	4.4	2.9	11.5	12.2	30.4	1.7	9.5	14.4	15.1
판매비	172	182	172	201	211	228	253	254	643	726	946	1,123
%YoY	17.6	6.9	19.0	10.3	23.0	25.2	47.0	26.6	-15.0	13.0	30.2	18.7
영업이익	153	328	109	64	105	99	153	152	583	654	509	897
%YoY	-32.2	147.6	-4.6	-41.9	-31.7	-69.9	40.2	137.7	-29.1	12.2	-22.2	76.3
영업이익률	9.8	17.3	6.2	3.7	6.2	5.0	6.5	6.5	9.5	9.4	6.1	8.5
지배주주순이익	146	255	96	54	93	31	81	81	652	551	286	504
%YoY	-62.1	135.8	-21.9	49.1	-36.1	-87.7	-16.3	49.7	-32.3	-15.5	-48.1	76.1

자료: 파라다이스, 동부 리서치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	698	493	447	521	624
현금및현금성자산	339	187	126	190	276
매출채권및기타채권	28	29	32	33	40
재고자산	3	2	3	3	4
비유동자산	1,296	1,813	1,994	2,031	2,002
유형자산	831	1,353	1,539	1,582	1,557
무형자산	280	274	269	265	261
투자자산	50	50	50	50	50
자산총계	1,994	2,305	2,441	2,552	2,627
유동부채	240	289	310	315	341
매입채무및기타채무	177	204	227	244	271
단기차입금및단기차대	36	59	59	49	49
유동성장기부채	10	10	8	6	5
비유동부채	468	698	798	878	878
사채및장기차입금	395	625	725	805	805
부채총계	707	987	1,108	1,193	1,219
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	295	295	295	295	295
이익잉여금	706	736	755	784	819
비지배주주지분	264	266	261	259	273
자본총계	1,287	1,319	1,332	1,359	1,408

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-1	113	132	156	203
당기순이익	72	58	23	48	70
현금유출이없는비용및수익	70	51	88	127	144
유형및무형자산상각비	28	29	51	74	83
영업관련자산부채변동	-25	32	35	4	19
매출채권및기타채권의감소	11	-1	-3	0	-7
재고자산의감소	0	0	0	0	-1
매입채무및기타채무의증가	-19	27	23	17	27
투자활동현금흐름	-398	-482	-235	-114	-54
CAPEX	-296	-546	-232	-111	-54
투자자산의순증	-12	0	0	0	0
재무활동현금흐름	399	218	43	21	-62
사채및차입금의 증가	363	253	98	68	-1
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-43	-32	-26	-9	-21
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	0	-152	-60	63	87
기초현금	339	339	187	126	190
기말현금	339	187	126	190	276

자료: 파라다이스, 동부 리서치 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	615	695	835	1,050	1,216
매출원가	493	557	689	848	967
매출총이익	123	138	146	202	249
판매비	64	73	95	112	131
영업이익	58	65	51	90	118
EBITDA	86	95	102	163	201
영업외손익	21	10	-20	-27	-26
금융손익	9	6	-23	-31	-31
투자손익	-1	0	0	0	0
기타영업외손익	13	4	2	4	4
세전이익	79	75	30	63	92
중단사업이익	16	0	0	0	0
당기순이익	72	58	23	48	70
지배주주지분순이익	65	55	29	50	56
비지배주주지분순이익	7	2	-5	-2	14
총포괄이익	70	58	23	48	70
증감률(%YoY)					
매출액	-9.0	12.9	20.1	25.8	15.8
영업이익	-26.2	12.2	-22.2	76.3	31.5
EPS	-32.3	-15.5	-48.1	76.1	11.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	717	606	315	554	615
BPS	11,245	11,571	11,782	12,102	12,483
DPS	375	300	110	250	250
Multiple(배)					
P/E	24.6	20.0	46.2	26.3	23.6
P/B	1.6	1.1	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	19.3	17.0	18.2	11.3	8.8
수익성(%)					
영업이익률	9.5	9.4	6.1	8.5	9.7
EBITDA마진	14.0	13.6	12.2	15.6	16.5
순이익률	11.7	8.3	2.8	4.6	5.8
ROE	6.4	5.3	2.7	4.6	5.0
ROA	4.0	2.7	1.0	1.9	2.7
ROIC	5.5	4.1	2.5	4.2	5.6
안정성및기타					
부채비율(%)	55.0	74.8	83.2	87.8	86.6
이자보상배율(배)	19.5	18.6	1.7	2.4	3.0
배당성향(배)	44.5	44.3	40.3	44.4	30.4

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

1년간 투자의견 비율 (2017-03-31 기준) - 매수(71.5%) 중립(28.5%) 매도(0.0%)

- 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

파라다이스 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
17/04/04	BUY	19,000			

HOLD

목표주가: 24,000원(신규)
현재주가: 22,150원(04/03)

GKL(114090)

디스카운트를 해소시켜줄 모멘텀 필요

투자의견 HOLD, 목표주가
24,000원으로 분석 시작

GKL에 대해 투자의견 HOLD, 목표주가 24,000원으로 분석을 시작한다. 목표주가는 17E EPS 1,451원에 Target P/E 16.6배를 적용하여 산출했다. 16.6배는 GKL의 09~16년 평균 P/E로 국내는 물론 아시아 각지에서 복합 리조트가 건설되고 있는 상황에서 카지노 업장만 운영해서는 과거 이상의 높은 Multiple을 부여하기는 힘들다는 판단이다. 더군다나 2017년은 파라다이스 시티의 개장에 따른 방문객수 감소로 역성장이 불가피할 것으로 예상되기 때문에 추가 하락 시 밸류에이션 및 배당 매력(배당수익률 3.57%) 관점에서 접근하는 것이 유효할 것으로 전망한다.

2017년 방문객수 6.4%YoY,
드롭액 1.8%YoY 감소할 것으로
전망

최근 GKL의 영업환경은 녹록치 않은 상황이다. 중국의 사드배치 보복 조치가 현실화 되고 있는 가운데 4/20에는 영종도에 복합 리조트 파라다이스 시티의 오픈이 예정되어 있기 때문이다. 이에 따라 GKL의 2017년 실적 추정을 함에 있어 방문객수는 6.4%YoY 감소한 142만명, 드롭액은 1.8%YoY 감소한 4조62억원을 가정했다. 또한, 매출 부진을 최소화하기 위한 노력이 나타난다면 콤프를 비롯한 비용 통제도 한계에 부딪힐 가능성이 높다. 우리는 GKL의 올해 영업이익률을 22.6%(vs. 2016년 27.6%)로 추정하고 있다.

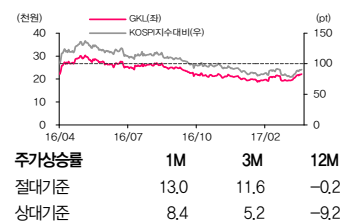
Investment Fundamentals (IFRS기준)

(단위: 십억원 원 배 %)

FYE Dec	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	506	548	521	531	576
(증가율)	-6.5	8.4	-4.9	1.8	8.4
영업이익	118	151	118	122	144
(증가율)	-19.9	27.7	-22.0	3.5	17.8
순이익	92	114	90	94	111
EPS	1,483	1,849	1,451	1,512	1,789
PER (H/L)	29.7/15.6	11.1	15.3	14.7	12.4
PBR (H/L)	6.0/3.1	2.5	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA (H/L)	16.6/7.6	4.5	6.2	5.7	3.3
영업이익률	23.4	27.6	22.6	23.0	25.0
ROE	20.7	23.7	17.0	16.4	17.9

Stock Data

52주 최저/최고	18,750/30,300원
KOSDAQ /KOSPI	629/2,168pt
시가총액	13,701억원
60일-평균거래량	284,322
외국인지분율	10.8%
60일-외국인지분율변동추이	+1.2%p
주요주주	한국관광공사 51.0%



중국인 비중이 상대적으로 낮다는 것은 장점이지만 향후 방문객수 및 드롭액 추이를 지켜보며 대응하는 것이 유효할 것

다만, 중국인 비중이 상대적으로 낮다는 것은 장점이다. 2016년 기준 GKL의 테이블 드롭액 중 중국인 VIP가 차지하는 비중은 전체 드롭액의 27.5%, VIP 드롭액의 38.6%로 파라다이스의 52.1%, 59.0%보다 낮다. 대신 일본인 VIP 비중이 28.2%, 39.4%로 높아 사드 보복 조치 영향이 파라다이스보다는 작을 것으로 예상되나 파라다이스 시티 오픈에 따른 불확실성이 아직은 더 크다는 판단이다. 향후 방문객수 및 드롭액 추이를 지켜보며 대응하는 것이 유효할 전망이다.

도표 75. GKL 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,366	1,290	1,340	1,486	1,381	1,191	1,293	1,347	5,057	5,482	5,212	5,308
%YoY	-8.1	5.4	20.5	20.5	1.1	-7.6	-3.5	-9.4	-6.5	8.4	-4.9	1.8
매출원가	863	906	910	970	921	889	913	955	3,507	3,649	3,678	3,728
%YoY	-7.0	1.6	17.6	6.2	6.7	-1.9	0.3	-1.5	-2.2	4.1	0.8	1.3
컴프비용	176	180	187	192	185	182	186	198	746	735	751	741
인건비	282	294	291	303	290	302	299	312	1,159	1,170	1,204	1,238
관광진흥개발기금	128	124	129	144	132	115	125	130	480	525	501	511
개별소비세	42	40	42	45	42	37	40	41	145	168	160	162
기타	236	269	260	286	271	253	264	275	976	1,051	1,063	1,076
판관비	82	69	85	85	77	106	86	85	366	321	355	359
%YoY	11.3	-39.7	14.6	-17.3	-5.8	52.7	1.1	0.5	6.7	-12.1	10.3	1.3
영업이익	421	314	345	431	383	196	294	306	1,184	1,512	1,179	1,221
%YoY	-13.2	44.8	30.4	99.0	-9.1	-37.5	-14.9	-29.1	-19.9	27.7	-22.0	3.5
영업이익률	30.8	24.3	25.8	29.0	27.7	16.5	22.7	22.7	23.4	27.6	22.6	23.0
당기순이익	268	256	277	341	292	150	223	233	917	1,143	898	935
%YoY	-16.5	38.1	22.9	85.0	8.8	-41.6	-19.6	-31.8	-21.3	24.6	-21.5	4.2

자료: GKL, 동부 리서치

도표 76. GKL 목표주가 산출 요약

17E EPS	1,451	원
Target P/E	16.6	배
목표주가	24,000	원
현재주가	22,150	원
상승여력	8.4	%

자료: 동부 리서치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	494	540	576	617	679
현금및현금성자산	195	174	194	216	233
매출채권및기타채권	12	15	16	16	18
재고자산	2	2	2	2	2
비유동자산	157	173	178	175	173
유형자산	78	99	104	102	100
무형자산	10	9	9	9	8
투자자산	35	30	30	30	30
자산총계	651	713	754	792	852
유동부채	169	178	178	174	177
매입채무및기타채무	141	150	150	146	149
단기차입금및단기차대	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	25	26	26	27	27
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	194	204	204	200	204
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	404	456	497	540	595
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	456	509	550	592	647

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	86	115	108	92	112
당기순이익	92	114	90	94	111
현금유출이없는비용및수익	51	51	44	45	50
유형및무형자산상각비	13	13	14	15	16
영업관련자산부채변동	-20	-4	12	-7	-4
매출채권및기타채권의감소	9	-2	-1	0	-2
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-27	10	0	-4	4
투자활동현금흐름	-18	-85	-25	-22	-43
CAPEX	-53	-34	-19	-12	-13
투자자산의순증	-1	5	0	0	0
재무활동현금흐름	-62	-52	-62	-49	-51
사채및차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-62	-51	-62	-49	-51
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	6	-21	21	21	18
기초현금	188	195	174	194	216
기말현금	195	174	194	216	233

자료: GKL, 동부 리서치 주: IFRS 개별기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	506	548	521	531	576
매출원가	351	365	368	373	395
매출총이익	155	183	153	158	181
판매비	37	32	35	36	38
영업이익	118	151	118	122	144
EBITDA	131	165	132	137	159
영업외손익	3	-1	0	1	2
금융손익	9	10	10	11	11
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-6	-11	-10	-10	-10
세전이익	121	150	118	123	145
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	92	114	90	94	111
지배주주지분순이익	92	114	90	94	111
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	87	114	90	94	111
증감률(%YoY)					
매출액	-6.5	8.4	-4.9	1.8	8.5
영업이익	-19.9	27.7	-22.0	3.5	17.8
EPS	-21.3	24.6	-21.5	4.2	18.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,483	1,849	1,451	1,512	1,789
BPS	7,376	8,224	8,884	9,572	10,467
DPS	831	1,000	791	824	894
Multiple(배)					
P/E	16.3	11.1	15.3	14.7	12.4
P/B	3.3	2.5	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	7.8	4.5	4.8	4.3	3.3
수익성(%)					
영업이익률	23.4	27.6	22.6	23.0	25.0
EBITDA마진	25.9	30.0	25.3	25.8	27.7
순이익률	18.1	20.9	17.2	17.6	19.2
ROE	20.7	23.7	17.0	16.4	17.9
ROA	14.1	16.8	12.2	12.1	13.5
ROIC	-98.9	-225.9	-219.1	-254.8	-299.8
안정성및기타					
부채비율(%)	42.6	40.1	37.2	33.8	31.5
이자보상배율(배)	11,252.6	57,483.9			
배당성향(배)	56.0	54.1	54.5	54.5	50.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

1년간 투자이전 비율 (2017-03-31 기준) - 매수(71.5%) 중립(28.5%) 매도(0.0%)

- 기업 투자이전율은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자이전율은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

GKL 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	일자	투자이전	목표주가
17/04/04	HOLD	24,000			

HOLD

목표주가: 42,000원(유지)
현재주가: 37,400원(04/03)

강원랜드(035250)

컨센서스 부합, 그 이상이 필요

1Q17 실적은 컨센서스 부합 예상

강원랜드의 1Q17 실적은 매출액 4,369억원(+0.1%YoY), 영업이익 1,721억원(-3.2%YoY)으로 컨센서스(영업이익 1,761억원)에 부합할 것으로 예상된다. 4Q16에 이어 기후, 정치적 이슈로 방문자수의 감소세(-0.4%YoY)가 이어지면서 드롭액이 1조7,788억원(+0.2%YoY)에 그칠 것으로 예상된다. 이에 따라 카지노 매출액은 4,087억원(+0.1%YoY)으로 정체현상(4Q16 +0.9%YoY)이 이어질 전망이다.

평창 올림픽 기부금 납부 관련 불확실성은 여전

한편, 평창 동계 올림픽 기부금 리스크는 여전히 해소되지 않고 있다. 언론보도에 따르면 올림픽 조직위원회는 부족한 예산 4,000억원 중 2,000억원을 강원랜드를 포함한 5개 공공기관 지원에 의지하기로 한 것으로 알려져 있다. 균일하게 400억원씩 지원한다고 가정하면 이는 강원랜드의 17E 영업이익 추정치의 6.3%에 해당하는 것으로 결코 작은 규모가 아니다. 1Q17 실적에 영향을 미치진 않으나 아직 납부 여부와 금액, 시기 등이 결정된 바 없어 당분간 강원랜드 실적의 불확실성을 키우는 요인으로 작용할 전망이다.

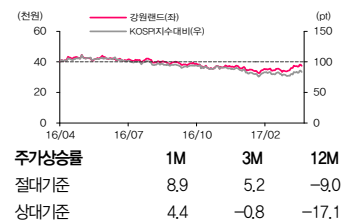
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배. %)

FYE Dec	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,634	1,697	1,732	1,852	1,913
(증가율)	9.2	3.8	2.1	6.9	3.3
영업이익	595	619	636	695	709
(증가율)	16.0	3.9	2.8	9.3	2.0
순이익	442	455	499	547	561
EPS	2,064	2,125	2,332	2,556	2,621
PER (H/L)	22.2/14.4	16.8	16.0	14.6	14.3
PBR (H/L)	3.3/2.1	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA (H/L)	11.9/7.1	8.1	8.1	7.2	6.0
영업이익률	36.4	36.5	36.7	37.5	37.1
ROE	15.5	14.6	14.8	14.9	14.2

Stock Data

52주 최저/최고	32,650/44,600원
KOSDAQ /KOSPI	629/2,168pt
시가총액	80,014억원
60일-평균거래량	402,294
외국인지분율	30.2%
60일-외국인지분율변동추이	+1.1%p
주요주주	한국광해관리공단 36.3%



본업인 카지노의 매출 성장을 위한
적극적인 움직임이 힘든 상황.
투자의견 HOLD, 목표주가
42,000원 유지

또한 그 동안 지속적으로 주장해온 바와 같이 올해 강원랜드의 카지노 부문 매출성장은 제한적일 것(카지노 매출액 +2.1%YoY 증가 전망)으로 판단한다. 2013년부터 4년 연속으로 시행산업통합감독위원회가 정하는 매출총량을 초과했기 때문에 현재 가동하고 있지 않은 테이블 33대를 추가로 가동하기 힘들 것으로 예상되기 때문이다. 따라서 제한적인 본업의 성장, 기부금 등 여전한 불확실성을 감안할 때 2018년 워터파크 개장을 통한 비카지노 부문의 성장이 가시화되기 전까지 보수적인 관점을 견지하는 것이 옳다는 판단이다. 투자의견 HOLD, 목표주가 42,000원을 유지한다.

도표 77. 강원랜드 실적 전망

(단위: 천명, %, 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
방문자수	817.1	731.7	867.2	753.6	813.8	743.4	875.0	763.7	3,133.4	3,169.7	3,195.8	3,354.0
%YoY	2.0	1.2	1.8	-0.5	-0.4	1.6	0.9	1.3	4.2	1.2	0.8	4.9
드롭액	1,776.1	1,762.0	1,822.3	1,682.0	1,778.8	1,821.2	1,867.2	1,727.9	6,739.2	7,042.4	7,195.1	7,661.6
%YoY	4.3	7.7	5.1	1.0	0.2	3.4	2.5	2.7	8.3	4.5	2.2	6.5
홀드율	23.1	22.9	23.0	23.4	23.0	22.9	23.1	23.1	23.2	23.1	23.0	23.1
매출액	436.6	411.8	438.1	410.0	436.9	426.8	449.6	418.7	1,633.7	1,696.5	1,732.0	1,851.6
%YoY	2.6	5.9	6.0	1.0	0.1	3.6	2.6	2.1	9.2	3.8	2.1	6.9
카지노	408.5	401.0	419.4	390.2	408.7	415.7	430.4	398.4	1,556.1	1,619.0	1,653.2	1,768.0
%YoY	3.2	5.9	6.2	0.9	0.1	3.7	2.6	2.1	9.7	4.0	2.1	6.9
카지노 외	28.1	10.8	18.7	19.9	28.2	11.2	19.2	20.3	77.6	77.5	78.8	83.5
%YoY	-5.4	5.8	1.4	3.5	0.2	3.0	2.5	2.3	-0.3	-0.1	1.7	6.0
매출원가	185.0	182.6	195.3	222.3	190.8	190.3	202.3	219.9	759.6	785.2	803.4	849.8
%YoY	-0.3	2.9	7.5	3.4	3.1	4.2	3.6	-1.1	5.2	3.4	2.3	5.8
쿠폰	37.0	38.2	39.7	40.7	38.9	38.7	40.2	43.7	152.3	155.7	161.6	174.1
관광진흥개발기금	41.1	39.8	41.9	39.4	41.3	42.0	43.5	40.3	155.6	162.2	167.1	178.7
개별소비세	17.5	21.0	21.8	20.5	17.5	21.7	22.4	20.9	77.2	80.7	82.5	88.3
기타	89.5	83.7	91.8	121.6	93.2	87.8	96.2	115.0	374.5	386.5	392.2	408.6
판관비	73.7	69.0	81.2	68.9	73.9	72.6	77.5	68.9	278.7	292.7	292.9	307.1
%YoY	4.6	8.7	9.7	-2.6	0.3	5.2	-4.5	0.0	6.7	5.0	0.1	4.8
폐광지역개발기금	49.1	45.5	45.6	26.3	47.8	44.7	46.0	29.3	161.7	166.5	167.7	177.6
기타	24.5	23.5	35.6	42.6	26.1	27.9	31.5	39.6	117.0	126.2	125.1	129.5
영업이익	177.9	160.3	161.7	118.8	172.1	164.0	169.7	129.9	595.4	618.6	635.7	694.7
%YoY	5.0	8.4	2.4	-1.1	-3.2	2.3	5.0	9.3	16.0	3.9	2.8	9.3
영업이익률	40.7	38.9	36.9	29.0	39.4	38.4	37.8	31.0	36.4	36.5	36.7	37.5
지배주주순이익	142.8	123.7	124.3	63.8	133.7	127.3	130.3	107.7	441.6	454.6	498.9	546.9
%YoY	7.9	27.1	4.5	-31.4	-6.4	2.9	4.8	69.0	22.9	2.9	9.8	9.6

자료: 강원랜드, 동부 리서치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,750	2,041	2,231	2,442	2,704
현금및현금성자산	106	245	245	221	248
매출채권및기타채권	28	30	32	34	37
재고자산	2	2	2	2	2
비유동자산	1,940	1,963	2,101	2,247	2,360
유형자산	1,354	1,377	1,515	1,661	1,775
무형자산	3	2	1	1	1
투자자산	411	411	411	411	411
자산총계	3,691	4,004	4,332	4,689	5,064
유동부채	665	727	785	849	923
매입채무및기타채무	540	600	659	723	797
단기차입금및단기차대	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	28	29	29	29	29
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	693	757	815	878	952
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
이익잉여금	2,935	3,185	3,455	3,748	4,050
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,998	3,248	3,517	3,811	4,112

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	575	545	566	614	659
당기순이익	442	455	499	547	561
현금유출이없는비용및수익	266	220	237	254	265
유형및무형자산상각비	74	77	80	83	89
영업관련자산부채변동	22	51	30	32	62
매출채권및기타채권의감소	1	-2	-2	-3	-3
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-4	61	59	64	74
투자활동현금흐름	-399	-210	-361	-408	-378
CAPEX	-40	-100	-218	-228	-203
투자자산의순증	25	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-172	-196	-206	-229	-254
사채및차입금의 증가	0	3	-1	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-172	-199	-205	-229	-253
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	4	139	0	-23	27
기초현금	102	106	245	245	221
기말현금	106	245	245	221	248

자료: 강원랜드, 동부 리서치 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,634	1,697	1,732	1,852	1,913
매출원가	760	785	803	850	883
매출총이익	874	911	929	1,002	1,030
판매비	279	293	293	307	321
영업이익	595	619	636	695	709
EBITDA	670	696	716	777	798
영업외손익	-2	-22	19	23	27
금융손익	42	41	45	49	53
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-44	-62	-26	-26	-25
세전이익	594	597	655	718	736
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	442	455	499	547	561
지배주주지분순이익	442	455	499	547	561
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총괄이익	465	455	499	547	561
증감률(%YoY)					
매출액	9.2	3.8	2.1	6.9	3.3
영업이익	16.0	3.9	2.8	9.3	2.1
EPS	22.9	2.9	9.8	9.6	2.5

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,064	2,125	2,332	2,556	2,621
BPS	14,011	15,179	16,440	17,812	19,219
DPS	980	1,010	1,130	1,250	1,280
Multiple(배)					
P/E	18.6	16.8	16.0	14.6	14.3
P/B	2.7	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.7	8.1	7.3	6.4	6.0
수익성(%)					
영업이익률	36.4	36.5	36.7	37.5	37.1
EBITDA마진	41.0	41.0	41.3	42.0	41.7
순이익률	27.0	26.8	28.8	29.5	29.3
ROE	15.5	14.6	14.8	14.9	14.2
ROA	12.5	11.8	12.0	12.1	11.5
ROIC	56.2	64.3	63.9	62.7	59.3
안정성및기타					
부채비율(%)	23.1	23.3	23.2	23.0	23.2
이자보상배율(배)	2,623.8	2,786.6	2,542.8	3,473.3	3,545.6
배당성향(배)	45.0	45.0	45.9	46.3	46.3

Compliance Notice

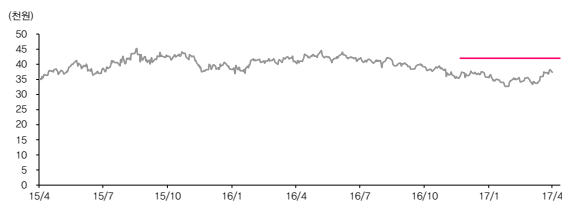
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

1년간 투자이익 비율 (2017-03-31 기준) - 매수(71.5%) 중립(28.5%) 매도(0.0%)

- 기업 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

강원랜드 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	일자	투자이익	목표주가
16/11/23	HOLD	42,000			