

2017년 하반기 산업별 전망

호텔/레저



비중확대 (유지)

[Analyst]

성준원 ☎ 02) 3772-1538
연구위원 ✉ jwsung79@shinhan.com

김은혜 ☎ 02) 3772-1546
연구위원 ✉ eunhye.kim@shinhan.com

하반기에는 출입국자 리바운드 기대

‘비중확대’ 유지, Top Picks: 하나투어, GKL, 강원랜드, 호텔신라

투자 의견 ‘비중확대’를 유지한다. 2017년에도 출국자 및 대부분의 입국자는 성장세를 이어갈 전망이다. 입국자의 40%를 차지하는 중국인은 2분기에는 감소하겠지만 3분기와 4분기에는 감소폭을 크게 축소시킬 가능성이 높다. 출국자의 증가세는 하반기에도 지속되기 때문에 하나투어, 모두투어, 인터파크, 참좋은레저의 실적 개선세는 지속될 수 있다. 중국인 입국자의 영향을 많이 받는 호텔신라(면세점)는 3분기부터 실적 반등을 기대해본다. 카지노는 공급 과잉 우려에서 자유롭고 기부금 이슈 해결 가능성이 높은 강원랜드가 투자하기 좋다. 일본인 비중이 높고 배당이 많은 GKL도 눈여겨 볼 만 하다.

하반기 전망: 출국자 성장 지속, 중국인 3분기부터 하락폭 축소 예상

2017년 출국자는 2,490만명(+11.3% YoY), 입국자는 1,603만명(-7.0% YoY)으로 예상된다. 출국자는 상반기보다 하반기가 5.6% 많은 1,279만명으로, 입국자는 상반기보다 하반기가 19.7% 많은 860만명으로 추정된다. 중국인 입국자의 분기별 성장률은(% YoY) 1Q -9%, 2Q -57%, 3Q -20%, 그리고 4Q -7%로 전망된다. 중국인 입국자는 상반기보다 하반기가 48% 증가한 362만명은 가능해 보인다. 출국자 증가 수혜주인 여행주의 꾸준한 실적 개선은 가능하다. 면세점은 3분기부터 서서히 회복되는 모습이 기대된다. 새롭게 공급 과잉 우려가 발생한 외국인 카지노는 실적 확인이 필요하다.

중장기 전망: 출입국자 장기 성장 전망

2020년까지 출국자는 연평균 7.2%씩 성장, 중국인 출국자는 연평균 8.6%씩 늘어날 전망이다. 한국으로 오는 중국인은 전체 중국인 출국자의 5%~5.5%로 유지될 가능성이 높다. 2020년 한국 입국 중국인은 1,050만명으로 예상된다.

Top Picks

종목명	투자 의견	현재주가 (5월 8일, 원)	목표주가 (원)	상승여력 (%)
하나투어 (039130)	매수	88,200	115,000	30.4
GKL (114090)	매수	22,400	28,500	27.2
강원랜드 (035250)	매수	37,600	46,000	22.3
호텔신라 (008770)	매수	56,100	67,000	19.4

자료: 신한금융투자 추정

주: Top Picks의 순서는 상승여력 순

Contents

03 I. Investment Summary

‘비중확대’ 유지, Top Picks: 하나투어, GKL, 강원랜드, 호텔신라

05 II. Valuation

07 III. 하반기 전망: 출국자 성장 지속, 중국인 3분기부터 하락 축소

1. 주요 가정: 17년 출국자 2,490만명(+11% YoY), 입국자 1,603만명(-7% YoY)
2. 여행업: 출국자 증가세는 하반기에도 유지될 전망
3. 면세점: 2017년 국내 면세점 매출은 상반기보다 하반기에 개선
4. 카지노: 외인 전용은 공급과잉 이슈, 내국인 전용은 기부금 이슈

19 IV. 중장기 전망: 출국자, 중국인 입국자 증가 예상

- 1) 한국인 출국자는 향후 4년간 연평균 7.2%씩 성장
- 2) 중국인 출국자는 향후 4년간 연평균 8.6%씩 성장

20 V. 이슈 분석: 매력적인 배당수익률

카지노는 대체로 높은 배당 성향 및 배당수익률을 보임

21 VI. Company analysis

하나투어 (039130) - 매수 (유지), 목표주가: 115,000원 (유지)

GKL (114090) - 매수 (유지), 목표주가: 28,500 (유지)

강원랜드 (035250) - 매수 (유지), 목표주가: 46,000원 (유지)

호텔신라 (008770) - 매수 (유지), 목표주가: 67,000원 (상향)

모두투어 (080160) - 매수 (유지), 목표주가: 48,500원 (상향)

파라다이스 (034230) - 매수 (유지), 목표주가: 18,000원 (유지)

Investment summary

‘비중확대’ 유지, Top Picks: 하나투어, GKL, 강원랜드, 호텔신라

엔터투어리즘 ‘비중확대’:
중국인 하반기에 감소폭 축소
기대

<2017년 하반기 전망>

- 1) 주요 가정: 출국자 +11.3%,
입국자 -7.0%, 중국인 -24.9%
- 2) 여행업: 패키지 2사의 시장
점유율 확대 예상
- 3) 면세점: 경쟁심화, 연간 매출액
12.4조원(+1.1% YoY) 전망
- 4) 카지노: 파라디이스시티
오픈 후 공급과잉 우려,
일본 VIP 부각,
기부금 매수 전략 유효

투자자의견 ‘비중확대’를 유지한다. 2017년에도 출국자 및 대부분의 입국자는 성장세를 이어갈 전망이다. 입국자의 40%를 차지하는 중국인은 2분기에는 감소하겠지만 3분기와 4분기에는 감소폭을 크게 축소시킬 가능성이 높다. 출국자는 하반기에도 증가한다. 하나투어, 모두투어, 참좋은레저의 실적 개선세는 지속될 수 있다. 중국인 입국자의 영향을 받는 호텔신라(면세점)는 하반기 실적 반등을 기대해본다. 카지노는 공급 과잉 우려에서 자유롭고 기부금 이슈 해결 가능성 높은 강원랜드가 투자하기 좋다. 일본인 비중이 높고 배당이 많은 GKL도 눈여겨 볼 만 하다.

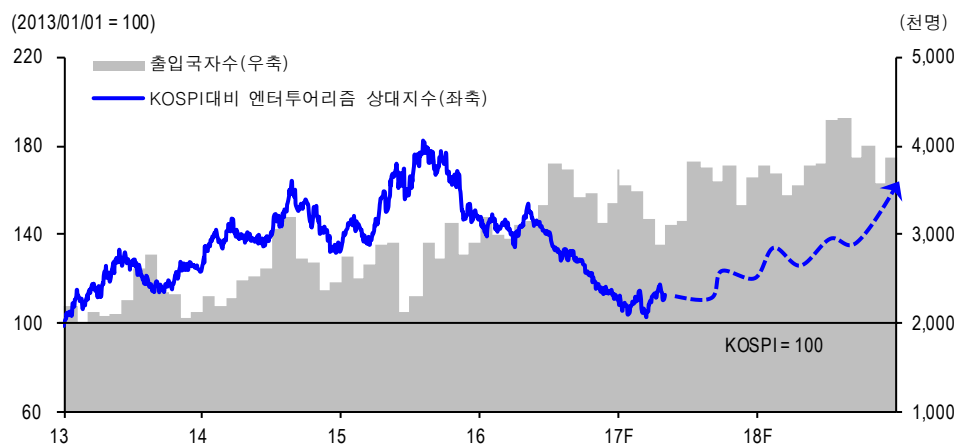
1) 주요 가정: 2017년 출국자는 2,490만명(+11.3% YoY), 입국자는 1,603만명(-7.0% YoY)으로 예상된다. 출국자는 상반기보다 하반기가 5.6% 많은 1,279만명으로, 입국자는 상반기보다 하반기가 19.7% 많은 860만명으로 추정된다. 중국인 입국자의 분기별 성장률은(% YoY) 1Q -9%, 2Q -57%, 3Q -20%, 그리고 4Q -7%로 전망된다. 중국인 입국자는 -24.9% 감소하지만 상반기보다 하반기가 48% 증가한 362만명은 가능해 보인다. 일본인 입국자는 262만명(+14.2% YoY)으로 작년보다 성장이 기대된다.

2) 여행업: 출국자는 2017년에도 연초 예상보다 더 늘어날 가능성이 높다. 2분기에는 황금연휴가 있고, 3분기에는 여행 성수기가 돌아오고, 4분기에는 또 다른 황금연휴가 기다리고 있다. 출국자 추정치인 2,490만명을 넘어설 가능성이 있다. 패키지 여행상품의 꾸준한 인기로 힘입어 하나투어의 시장점유율은 현재 24%(1등)로 10년 넘게 상승세다. 모두투어(2등)까지 합산한 시장점유율은 36% 가까이 된다. 패키지 여행사들의 실적은 2017년에 크게 개선될 전망이다.

3) 면세점: 2017년 5월 현재 서울 시내에는 10개의 면세점이 경쟁하고 있다. 연말까지 1~3개가 추가로 오픈하면 경쟁은 정점에 다다르게 된다. 상위권 회사들과 하위권 면세점 사이에 차별적인 성장이 나타나고 있다. 하위권 회사들은 규모 축소, 구조조정 등을 진행하기 시작했다. 면세점은 출입국자 합계가 중요하다. 하반기에는 출입국자가 증가할 가능성을 높게 보기 때문에 연간으로는 한국 전체 면세점 매출액은 +1.1%(12.4조원) 수준으로 소폭 성장할 전망이다.

4) 카지노: 파라디이스시티가 4월에 오픈하면서 공급과잉 우려감이 있다. 파라디이스의 2017년 연결 영업이익은 245억원(-62.5% YoY)으로 추정된다. 파라디이스시티 오픈 비용 및 오픈 이후 각종 비용 증가 때문이다. GKL의 2017년 연결 영업이익은 1,297억원(-14.2% YoY)으로 예상된다. 관광객 감소 및 파라디이스와의 고객 유치 경쟁 때문이다. 일본인 VIP 비중이 높은 GKL은 하반기에 투자하고, 파라디이스시티 정상화 직전인 2017년 4분기부터 파라디이스에 관심 가질 것을 제시한다. 강원랜드는 기부금 이슈 해소 전인 5월부터 분할 매수를 추천한다.

KOSPI 대비 엔터투어리즘 지수 상대 강도, 출입국자 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 각 사, 신한금융투자 추정

커버리지 회사의 분기별 실적 추이 및 전망

회사명	(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
하나투어 (IFRS 연결)	매출액	149.0	139.7	160.0	146.9	171.3	153.5	171.2	149.1	190.5	167.3	183.5	161.4	595.6	645.1	702.8
	영업이익	9.6	(2.8)	10.4	3.8	10.3	(1.7)	13.5	10.6	20.9	12.0	20.4	14.6	21.0	32.6	67.8
	순이익	3.8	(5.6)	6.6	2.7	4.9	(7.3)	8.4	8.7	17.4	9.6	15.8	12.1	7.5	14.8	55.0
	(% YoY)															
	매출액	26.1	27.9	49.4	17.6	15.0	9.9	7.0	1.5	11.2	9.0	7.2	8.2	29.6	8.3	8.9
	영업이익	(43.0)	적전	46.7	(58.0)	7.2	적지	29.8	176.9	102.6	흑전	51.6	37.8	(53.1)	55.5	108.0
GKL (IFRS 별도)	매출액	136.6	129.0	134.0	148.6	129.3	125.5	133.5	151.1	142.1	134.1	143.8	156.2	548.2	539.5	576.2
	영업이익	42.1	31.4	34.5	43.1	32.4	22.1	32.7	42.4	40.9	26.8	38.4	44.2	151.2	129.7	150.2
	순이익	26.8	26.6	27.7	34.1	19.3	19.4	26.3	33.0	25.7	23.0	30.6	34.4	115.3	97.9	113.7
	(% YoY)															
	매출액	(8.1)	5.4	20.5	20.5	(5.3)	(2.7)	(0.4)	1.7	9.9	6.9	7.7	3.3	8.4	(1.6)	6.8
	영업이익	(13.2)	44.8	30.4	99.0	(23.0)	(29.5)	(5.2)	(1.7)	26.0	20.9	17.3	4.3	27.7	(14.2)	15.8
강원랜드 (IFRS 연결)	매출액	436.6	411.8	438.1	410.0	433.4	426.9	449.3	425.5	460.3	443.1	496.7	470.3	1,696.5	1,735.1	1,870.4
	영업이익	177.9	160.3	161.7	118.8	171.1	166.3	169.4	124.1	183.7	173.2	190.9	142.6	618.6	630.8	690.4
	순이익	142.8	123.7	124.3	63.7	135.5	128.0	130.6	94.0	145.2	132.3	144.8	108.7	454.5	488.1	530.5
	(% YoY)															
	매출액	2.6	5.9	6.0	1.0	(0.7)	3.7	2.5	3.8	6.2	3.8	10.6	10.5	3.8	2.3	7.8
	영업이익	5.0	8.4	2.4	(1.1)	(3.8)	3.8	4.8	4.4	7.4	4.2	12.7	14.9	3.9	2.0	9.4
호텔신라 (IFRS 연결)	매출액	888.9	954.1	937.7	934.6	1,021.1	825.6	898.4	986.4	1,161.9	1,124.0	1,159.2	1,116.3	3,715.3	3,694.1	4,544.5
	영업이익	19.3	18.7	25.3	15.6	10.0	3.2	20.0	18.1	25.2	29.1	33.3	27.8	79.0	55.7	113.2
	순이익	12.6	2.8	10.8	1.6	2.7	(6.7)	7.7	6.2	12.8	14.9	17.7	13.7	27.8	15.7	62.8
	(% YoY)															
	매출액	7.3	13.0	28.3	10.3	14.9	(13.5)	(4.2)	5.6	13.8	36.1	29.0	13.2	14.3	0.4	22.2
	영업이익	(42.6)	(36.3)	793.4	38.5	(48.2)	(83.0)	(20.9)	16.2	152.2	814.9	66.4	53.5	2.3	(35.0)	124.9
모두투어 (IFRS 연결)	매출액	59.5	54.3	64.2	59.1	74.0	61.8	72.5	64.8	79.4	64.8	76.6	69.7	237.1	273.1	290.5
	영업이익	4.3	3.7	8.3	3.8	11.0	5.0	9.7	5.4	11.8	5.6	10.4	5.8	20.1	31.1	33.6
	순이익	3.3	3.3	6.6	2.7	8.1	2.8	7.6	4.2	8.4	3.4	8.3	4.8	15.9	22.6	25.0
	(% YoY)															
	매출액	18.2	9.4	24.8	11.6	24.3	13.9	12.9	9.7	7.4	4.8	5.7	7.5	16.0	15.2	6.4
	영업이익	(30.9)	(28.9)	149.5	123.3	154.8	36.8	16.1	42.1	7.5	11.4	7.8	6.3	22.2	54.7	8.0
파라다이스 (IFRS 연결)	매출액	157.0	189.0	175.2	173.6	144.0	206.1	222.7	216.2	227.4	248.7	253.2	239.0	694.9	789.0	968.3
	영업이익	15.3	32.8	10.9	6.4	(3.7)	6.2	12.3	9.8	16.4	21.4	22.8	17.8	65.4	24.5	78.3
	순이익	15.8	27.0	10.5	4.4	(8.0)	(2.2)	0.2	(1.5)	4.8	8.1	10.9	6.9	57.6	(11.5)	30.7
	(% YoY)															
	매출액	3.7	32.2	22.7	(2.6)	(8.3)	9.0	27.1	24.5	58.0	20.7	13.7	10.5	12.9	13.5	22.7
	영업이익	(32.2)	147.6	(4.6)	(41.9)	적전	(81.2)	12.8	52.5	흑전	247.3	85.0	81.9	12.2	(62.5)	218.9
참좋은레저 (IFRS 연결)	매출액	21.5	20.3	19.3	12.3	24.3	22.3	20.2	14.0	25.8	23.0	21.2	15.7	73.5	80.8	85.7
	영업이익	3.2	3.0	4.1	(1.8)	4.3	4.0	4.3	(0.5)	5.1	4.4	4.3	0.6	8.5	12.2	14.4
	순이익	2.6	2.7	3.6	(2.0)	3.5	3.1	3.6	(0.4)	4.1	3.4	3.4	0.7	6.9	9.9	11.6
	(% YoY)															
	매출액	3.8	(13.0)	(8.9)	(10.9)	12.9	9.6	4.5	13.8	6.2	3.1	5.1	11.6	(7.1)	9.9	6.0
	영업이익	4.1	158.8	35.0	적지	34.1	34.0	4.8	적지	18.7	9.5	(0.4)	흑전	31.4	43.3	18.7
	순이익	1.8	171.3	51.1	적지	36.1	16.0	(0.2)	적지	16.2	8.4	(6.0)	흑전	19.7	43.3	17.5

자료: 각 사, 신한금융투자 추정

주: 1) 상승여력 기준으로 배열

2) 5월 10일까지 실적 발표가 나온 회사는? 호텔신라, 하나투어, 모두투어

Valuation

<목표주가>

- 하나투어: 115,000원
- GKL: 28,500원
- 강원랜드: 46,000원
- 호텔신라: 67,000원
- 모두투어: 48,500원
- 파라다이스: 18,000원
- 참좋은레저: 13,000원

1) **하나투어:** 목표주가 115,000원은 12개월 Forward(3Q17~2Q18) 실적으로 계산했다. 서울 시내 면세점 축소 관련 일회성 비용이 1Q 17~2Q17까지 발생하기 때문이다. 12개월 Forward EPS 3,802원에 Target PER 30배(지난 10년 평균, 출국자 및 시장점유율 상승, 해외 자회사 성장 반영)를 적용했다.

2) **GKL:** 목표주가 28,500원은 2017년 예상 EPS 1,583원에 Target PER 18배(카지노가 성장세를 유지하던 지난 7년 평균인 20배에서 10% 할인, 향후 공급 과잉 우려 때문)를 적용했다.

3) **강원랜드:** 목표주가 46,000원은 2017년 예상 EPS 2,282원에 Target PER 20배(과거 5년 평균, 테이블 증설 및 안정적인 실적 개선 시기)를 적용했다.

4) **호텔신라:** 목표주가 67,000원은 12개월 Forward(3Q17~2Q18) EBITDA로 계산했다. 중국인 입국자가 급감하는 2분기 실적을 제외했다. 면세점은 multiple 18배(최근 5년 평균에서 5% 할인, 중국인 감소 때문), 호텔레저는 multiple 12배(Peer 평균)를 각각 적용했다.

5) **모두투어:** 목표주가 48,500원은 12개월 Forward(3Q17~2Q18) 실적으로 계산했다. 하반기로 갈수록 자회사의 실적이 개선될 가능성이 높다. 12개월 Forward EPS 1,921원에 Target PER 25배(지난 10년 평균, 출국자 증가 추세 및 실적 개선세 반영)를 적용했다.

6) **파라다이스:** 목표주가 18,000원은 12개월 Forward(3Q17~2Q18) EBITDA로 계산했다. 1Q17~2Q17에는 파라다이스시티 관련 일회성 비용이 들어가기 때문에 제외했다. Multiple은 15배(과거 평균 19배에서 20% 할인 중국인 VIP 고객이 줄어들었기 때문)를 적용했다.

7) **참좋은레저:** 목표주가 13,000원은 12개월 Forward(3Q17~2Q18) 실적으로 계산했다. 임대수익 증가 및 하반기 실적 개선에 대한 기대감을 고려했다. 12개월 Forward EPS 791원에 Target PER 17배(모두투어 대비 30% 할인, 시장점유율 차이 고려)를 적용했다.

커버리지 회사 실적 및 밸류에이션

(십억원, 배, %)		년도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	
하나투어	투자의견	매수	2016	595.5	20.9	8.0	692	16,312	95.6	16.3	4.1	4.2
	목표주가	115,000원	2017F	645.1	32.6	13.8	1,184	16,067	74.5	11.2	5.5	7.3
	상승여력	30.4%	2018F	702.8	67.8	51.1	4,399	18,751	20.0	8.7	4.7	25.3
GKL	투자의견	매수	2016	548.2	151.2	114.3	1,849	8,386	11.1	4.4	2.4	23.5
	목표주가	28,500원	2017F	539.5	129.7	97.9	1,583	9,082	14.1	5.2	2.5	18.1
	상승여력	27.2%	2018F	576.2	150.2	113.7	1,838	9,892	12.2	4.3	2.3	19.4
강원랜드	투자의견	매수	2016	1,696.5	618.6	454.6	2,125	15,203	16.8	8.5	2.4	14.5
	목표주가	46,000원	2017F	1,735.1	630.8	488.1	2,282	16,461	16.5	8.6	2.3	14.4
	상승여력	22.3%	2018F	1,870.4	690.4	530.6	2,480	17,832	15.2	7.5	2.1	14.5
호텔신라	투자의견	매수	2016	3,715.3	79.0	27.8	688	16,539	69.9	15.1	2.9	4.0
	목표주가	67,000원	2017F	3,731.5	51.4	9.9	245	16,769	229.3	17.6	3.3	1.5
	상승여력	19.4%	2018F	4,561.4	115.5	59.2	1,500	17,938	37.4	11.9	3.1	8.7
모두투어	투자의견	매수	2016	237.1	20.1	16.8	1,330	8,207	21.8	11.8	3.5	16.5
	목표주가	48,500원	2017F	273.1	31.1	23.0	1,828	9,303	22.3	10.6	4.4	20.9
	상승여력	19.0%	2018F	290.5	33.6	25.9	2,056	10,536	19.8	9.7	3.9	20.7
파라다이스	투자의견	매수	2016	694.9	65.8	55.1	606	11,481	20.0	16.6	1.1	5.3
	목표주가	18,000원	2017F	789.0	24.5	3.7	40	10,791	376.8	19.9	1.4	0.4
	상승여력	18.8%	2018F	968.3	78.3	33.3	366	10,918	41.4	12.0	1.4	3.4
참좋은레저	투자의견	매수	2016	73.5	8.5	6.9	493	4,515	17.0	12.9	1.9	11.3
	목표주가	13,000원	2017F	80.8	12.2	9.9	707	5,015	15.8	11.2	2.2	14.8
	상승여력	17.1%	2018F	85.7	14.4	11.6	830	5,600	13.4	9.2	2.0	15.6

자료: 각 사 자료, 신한금융투자 추정

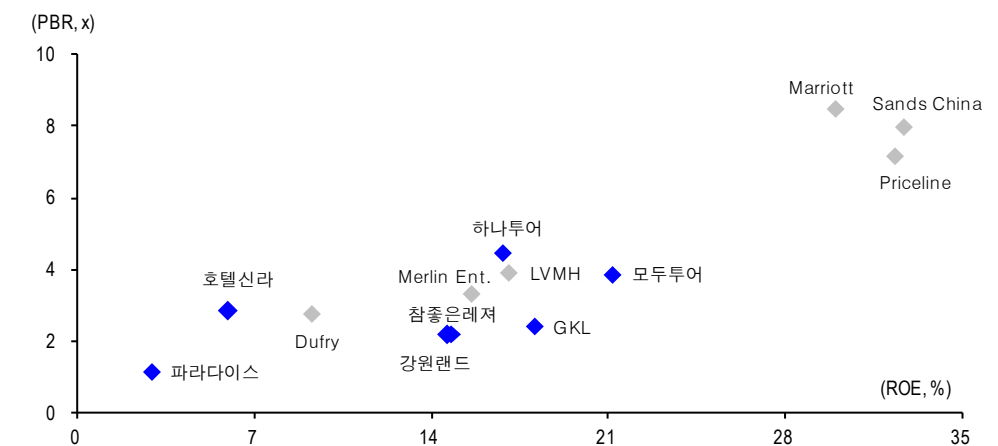
주: 상승여력 기준으로 배열

엔터투어리즘 Global Peers 비교

	Ticker	시가총액	매출액 성장률		순이익 성장률		PER (x)		PBR (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
	Bloomberg	(십억원)	17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F
<In/Out 평균>			8.2	11.4	59.8	49.6	29.7	18.6	2.8	2.5	12.5	9.4	13.3	15.7
강원랜드	035250 KS	8,044.2	3.6	7.3	8.1	10.2	16.2	14.7	2.2	2.1	8.8	8.1	14.6	14.7
호텔신라	008770 KS	2,201.8	(1.0)	14.8	26.7	144.7	65.9	25.5	3.1	2.8	18.1	12.6	5.1	11.8
GKL	114090 KS	1,385.6	(1.6)	6.8	(14.3)	16.1	13.7	11.8	2.4	2.2	4.9	4.1	18.1	19.4
파라다이스	034230 KS	1,377.8	16.9	24.1	(47.9)	90.1	44.6	27.1	1.2	1.2	17.8	10.5	2.9	4.8
하나투어	039130 KS	1,024.5	12.8	8.8	359.2	49.1	30.7	20.4	4.7	4.0	13.7	10.4	16.3	21.6
모두투어	080160 KS	513.5	17.0	12.0	43.5	19.5	20.9	17.3	4.0	3.5	12.8	10.9	21.2	21.7
참좋은레저	094850 KS	155.4	9.9	6.0	43.3	17.5	15.8	13.4	2.2	2.0	11.2	9.2	14.8	15.6
<면세점 평균>			5.5	5.3	49.5	9.2	19.1	16.6	2.7	2.6	12.2	11.2	9.2	11.2
Dufry	DUFN VX	9,801.7	5.5	5.3	49.5	9.2	19.1	16.6	2.7	2.6	12.2	11.2	9.2	11.2
<호텔 평균>			2.0	5.5	2.7	10.8	30.9	27.3	5.1	5.5	12.8	11.9	17.2	28.6
MARRIOTT	MAR US	41,884.3	29.8	5.4	40.5	9.6	24.4	21.2	7.5	8.3	14.2	13.3	30.0	42.6
Hilton Worldwide	HLT US	22,673.7	(23.1)	7.6	(34.9)	17.0	33.9	28.4	8.6	9.7	13.6	12.8	23.7	55.3
Accor	AC FP	14,892.7	(4.6)	4.9	28.6	14.0	22.8	19.9	2.2	2.1	12.6	11.4	10.6	11.3
Hyatt	H US	8,171.9	6.0	4.0	(23.2)	2.7	42.6	39.6	1.9	1.8	10.6	10.2	4.5	5.2
<카지노 평균>			27.0	3.9	58.3	15.9	27.6	23.6	18.4	14.0	13.7	12.8	81.7	67.4
Wynn Resort	LVS US	51,503.6	8.7	3.2	9.5	6.2	22.3	20.7	7.3	7.0	12.8	12.3	31.4	40.0
Genting Singapore	1928 HK	40,603.0	14.0	5.8	24.5	11.3	23.3	20.8	7.8	8.6	15.9	14.8	32.8	40.2
Wynn Macau	WYNN US	13,983.7	29.1	4.5	37.9	16.3	25.9	21.3	26.7	16.3	13.1	12.2	126.0	75.1
Sands China	GENS SP	10,681.3	6.4	2.6	14.0	7.1	31.4	28.9	1.5	1.5	12.5	12.1	5.4	5.3
Las Vegas Sands	1128 HK	12,167.2	45.4	4.7	122.9	24.3	25.5	20.6	27.0	24.3	15.5	13.9	113.7	121.8
<테마파크 & 리조트 & IR 평균>			7.3	5.7	36.2	18.3	25.6	21.6	33.4	26.4	11.7	10.6	46.1	43.3
Merlin Entertainments	MERL LN	7,566.0	12.8	9.8	7.5	15.3	22.8	19.8	3.3	3.0	12.4	11.1	15.6	16.5
Six Flags	SIX US	6,465.0	7.1	5.0	53.9	11.8	30.7	26.7	996.5	73.9	13.9	13.0	109.3	98.8
Seaworld Parks & Entertain	SEAS US	1,810.0	2.0	2.2	47.4	27.7	23.2	18.4	2.9	2.4	8.7	7.9	13.3	14.5
<명품 평균>			9.1	7.0	14.9	9.8	31.5	28.7	6.6	5.6	17.0	15.6	21.0	20.1
LVMH	MC FP	147,286.2	9.4	6.4	20.2	10.3	24.6	22.2	4.0	3.6	12.3	11.4	17.0	17.1
Hermes	RMS FP	58,156.7	8.9	7.7	9.7	9.2	38.4	35.3	9.1	7.6	21.6	19.8	25.0	23.1
<여행 평균>			22.8	19.2	38.4	39.8	35.8	24.8	4.8	4.1	22.8	18.1	17.3	18.3
Priceline	PCLN US	106,356.3	16.2	15.0	13.0	17.0	25.6	21.9	7.4	5.7	18.2	15.7	32.4	30.2
Ctrip	CTRP US	30,897.5	37.0	29.8	83.2	74.7	55.5	31.7	2.8	2.7	37.9	28.7	4.1	7.7
Expedia	EXPE US	23,943.4	15.1	12.7	18.8	27.8	26.4	20.7	4.3	3.9	12.2	10.0	15.4	17.0

자료: Bloomberg, 신한금융투자

Global Peer의 2017년 예상 P/B 및 ROE 비교



자료: Bloomberg, 신한금융투자

하반기 전망: 출국자 성장 지속, 중국인 3분기부터 하락 축소

1. 주요 가정: 17년 출국자 2,490만명(+11% YoY), 입국자 1,603만명(-7% YoY)

중국인 입국자 606만명

(-24.9% YoY) 예상.

7~8월(중국인 출국자 성수기)

부터 절대적인 숫자 MoM으로

증가 가능성 존재

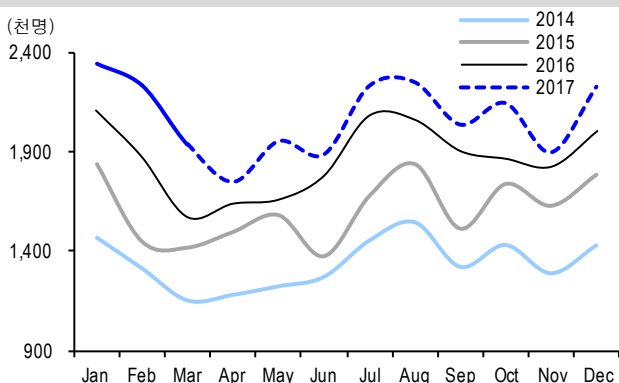
2017년 출국자는 2,490만명(+11.3% YoY), 입국자는 1,603만명(-7.0% YoY)으로 예상된다. 출국자는 상반기보다 하반기가 5.6% 많은 1,279만명으로, 입국자는 상반기보다 하반기가 19.7% 많은 860만명으로 추정된다.

중국인 입국자는 606만명(-24.9% YoY)으로 예상된다. 3월부터 중국 정부는 여행사의 '한국 여행 패키지 상품' 판매를 금지했다. 1) 한국 비자 발급 완화 조치, 2) 부정기편 전세기 증편, 3) 여행 상품 판매 시작 등의 3가지 항목에서 변화가 발생하면 다시 긍정적으로 볼 수 있다. 중국인 입국자 성장률을 3~6월까지의 큰 폭의 역성장으로 추정하고 있다. 중국인 출국자 성수기가 시작되는 7~8월부터 한국 입국 중국인의 절대적인 숫자는 월별(MoM)로 증가할 가능성도 있다. 중국인 입국자의 분기별 성장률은(% YoY) 1Q -9%, 2Q -57%, 3Q -20%, 그리고 4Q -7%로 전망된다. 일본인 입국자는 262만명(+14.2% YoY)으로 작년보다 성장이 기대된다.

출입국자 추이 및 전망											
(천명)	09	10	11	12	13	14	15	16	17F	18F	19F
출입국자합계	17,312	21,286	22,489	24,877	27,022	30,282	32,542	39,625	40,933	45,946	49,226
출국자(승무원포함)	9,494	12,488	12,694	13,737	14,846	16,081	19,310	22,383	24,901	26,503	27,908
입국자	7,818	8,798	9,795	11,140	12,176	14,202	13,232	17,242	16,032	19,443	21,318
일본	3,053	3,023	3,289	3,519	2,748	2,280	1,838	2,298	2,625	2,966	3,263
중국	1,342	1,875	2,220	2,837	4,327	6,127	5,984	8,068	6,063	8,614	9,734
대만	381	406	428	548	545	644	518	833	892	972	1,035
홍콩	216	229	281	360	400	558	523	652	658	731	793
동남아	1,082	1,305	1,548	1,745	1,959	2,254	2,191	2,910	3,172	3,410	3,611
기타	1,743	1,959	2,029	2,131	2,197	2,338	2,177	2,481	2,622	2,750	2,882
(% YoY 증감률)											
출입국자합계	(8.3)	23.0	5.6	10.6	8.6	12.1	7.5	21.8	3.3	12.2	7.1
출국자(승무원포함)	(20.9)	31.5	1.6	8.2	8.1	8.3	20.1	15.9	11.3	6.4	5.3
입국자	13.4	12.5	11.3	13.7	9.3	16.6	(6.8)	30.3	(7.0)	21.3	9.6
일본	28.4	(1.0)	8.8	7.0	(21.9)	(17.0)	(19.4)	25.0	14.2	13.0	10.0
중국	14.9	39.7	18.4	27.8	52.5	41.6	(2.3)	34.8	(24.9)	42.1	13.0
대만	18.9	6.8	5.4	28.0	(0.7)	18.2	(19.5)	60.8	7.0	9.0	6.5
홍콩	34.6	5.9	22.9	28.2	11.2	39.4	(6.3)	24.5	1.0	11.0	8.5
동남아	1.6	20.6	18.6	12.8	12.2	15.1	(2.8)	32.8	9.0	7.5	5.9
기타	(3.1)	12.4	3.5	5.0	3.1	6.4	(6.9)	13.9	5.7	4.9	4.8

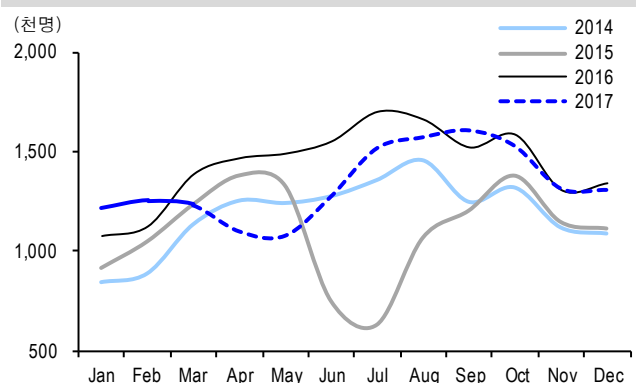
자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

월별 출국자 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 신한금융투자

월별 입국자 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 신한금융투자

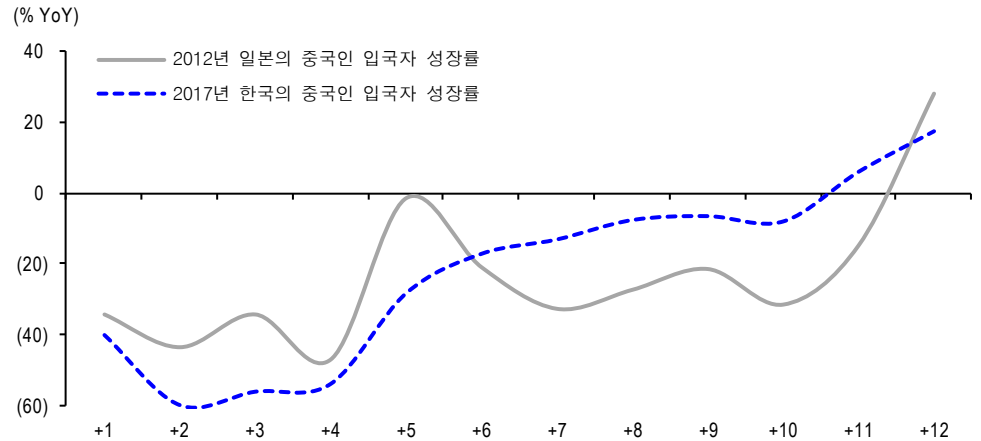
한국 입국 중국인:

3~6월 -50%~-60% YoY

7~8월 -20%~0% 감소폭 축소

2012년 일본 센카쿠 이슈와 비교해보면 첫 3~4개월은 방한 중국인 입국자가 큰 폭으로 감소하겠지만 그 이후 빠른 회복세를 보일 전망이다. 중국인의 한국 입국자 감소는 3~6월에는 월별로 -50%~-60%로 추정된다. 중국인 출국자 성수기가 시작되는 7~8월 부터는 -20%~0%로 감소폭이 축소될 가능성이 높다.

월별 중국인 입국자 성장률 비교(2012년 일본 센카쿠 이슈 vs. 2017년 한국 사드 이슈)



자료: JNTO, KTO, 신한금융투자 추정

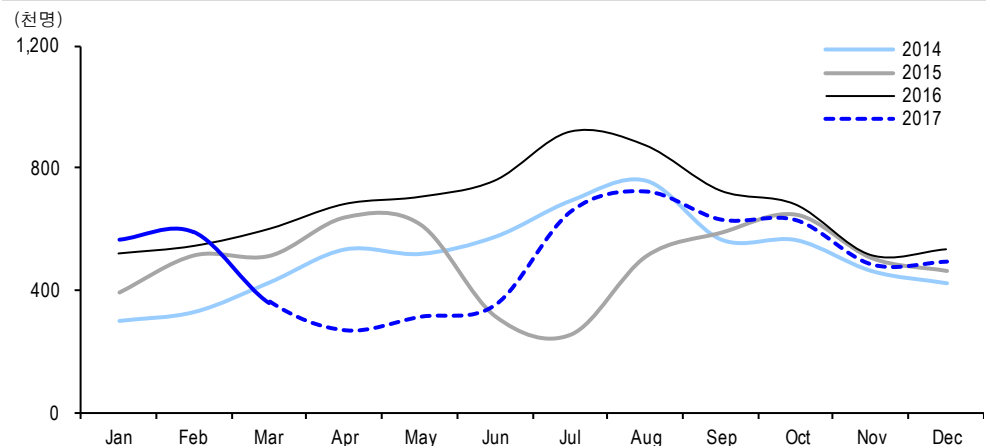
주: 1) +1~+12는 이슈 발생 시점부터 1개월~12개월을 표시했다. 2012년 8월 시작된 일본의 사례를 바탕으로 2017년 3월 한국의 상황에 대입해 보았다. 일본은 첫 3~4개월이 힘들었고, 그 이후에는 점진적으로 회복세를 이어가다가 11개월째부터 급격한 상승 구간이 나타났다. 한국도 비슷한 상황을 가정한 볼 수 있다

2) 사드(고고도미사일방어체계)

MERS 사태와 비교해봐도
힘든 시기(최장 1년) 지나면
급격한 실적 개선 구간 기대

2015년 5월 말부터 있었던 한국의 MERS(중동호흡기증후군) 사태와 비교해 볼 필요도 있다. MERS 직후 6월부터 급격한 입국자 하락이 시작되었다. 그 당시 중국인 입국자는 6월에 -45%, 7월에 -63%, 8월에 -32% 전년 동기 대비 하락했었다. 9월에 +5%로 반등에 성공했었다. 관련 기업들의 실적은 3분기에 저조했었지만 4분기를 지나고 2016년 1분기에는 완전히 정상화 되었었다. 이번 중국인 방한 제한 조치도 힘든 구간이 지나가면(최장 1년) 기업들의 급격한 실적 개선 구간이 다시 찾아올 수 있다.

월별 중국인 입국자 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

2. 여행업: 출국자 증가세는 하반기에도 유지될 전망

1) 2017년 출국자: 2,490만명(+11.3% YoY) 전망

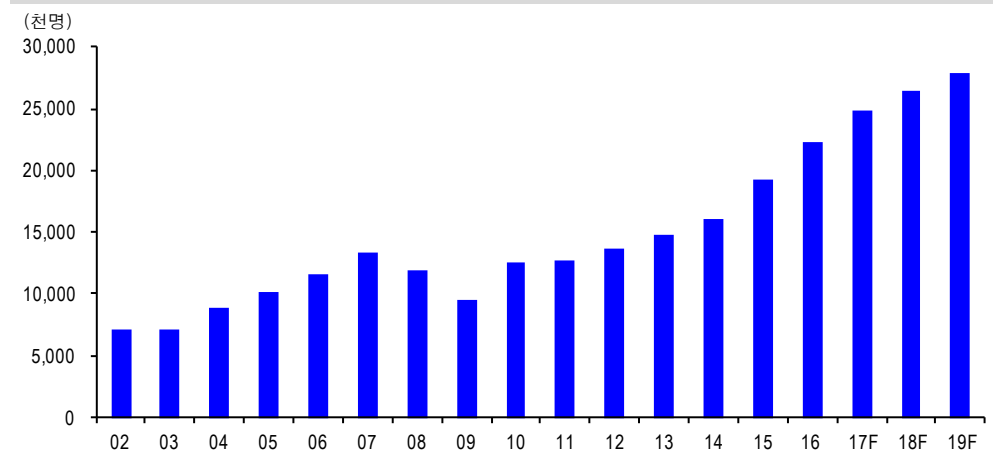
해외 여행 수요 증가 +
황금 연휴(2Q, 4Q) + LCC 성장
+ 일본 여행 증가 = 17년 출국자
+11% YoY 이상 성장 전망

2017년 전체 출국자는 2,490만명(+11.3% YoY)으로 전망된다. 승무원을 제외한 출국자는 2,328만명(+11.7% YoY)으로 추정된다. 2015년과 2016년에 매년 연초의 예상과는 다르게 실제로는 훨씬 많은 출국자가 나갔었다. 올해도 연초 예상보다 출국자 추정치가 올라가고 있다.

한가지 특이한점은 올해는 연휴가 많기 때문에 출국자가 당연히 많을 것이라는 선입견을 깨는 1Q17 출국자 수치가 나왔다는 점이다. 승무원을 제외한 출국자가 1분기에 611만명이었는데 전년 동기 대비 18% 증가했다. 1Q17에는 1Q16 대비 특별히 공휴일이 더 많이 있지는 않았다. 단순히 해외로 나간 사람이 많았다. 2분기에는 황금연휴가 있고, 3분기에는 여행 성수기가 돌아오고, 4분기에는 또 다른 황금연휴가 기다리고 있다. 출국자 추정치인 2,490만명을 넘어설 가능성이 높아 보인다.

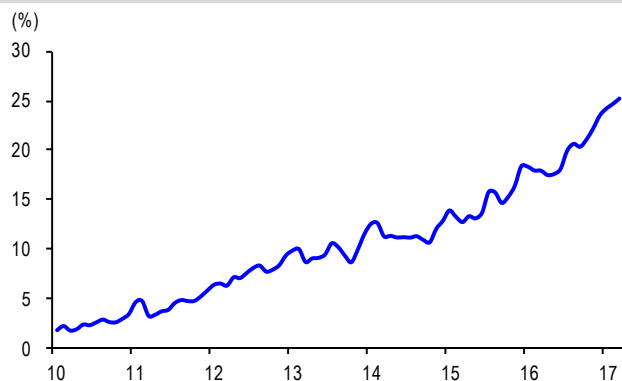
2009년 금융위기로부터의 리바운드 이후 2011년부터 출국자는 꾸준히 성장하고 있다. 특별히 LCC(저가항공사)의 성장과 '일본 여행 증가' 이렇게 두가지 점을 주목해 볼 필요가 있다. LCC가 2010년부터 빠르게 성장하면서 현재는 전체 출국자의 약 25%를 담당할 정도로 커졌다. LCC 노선은 대부분 한국에서 6시간 이내에 있는 지역인 동남아, 중국, 일본 등이다. 출장 수요보다는 여행 수요가 많은 곳들이다. LCC의 등장으로 한국의 각 지방 공항에서 출발하는 항공권이 많아졌다. 항공권 가격도 낮아졌다. 각 국가의 다양한 여행지로 노선이 확충되면서 갈 수 있는 곳이 늘어났다. 특히, 가까운 일본으로의 LCC 항공편이 많아지고 다양해지면서 일본으로 가는 한국인도 꾸준히 증가할 수 있었다. 향후에도 LCC의 역할은 더욱 중요해질 전망이다.

국내 전체 출국자 성장 추이 및 전망



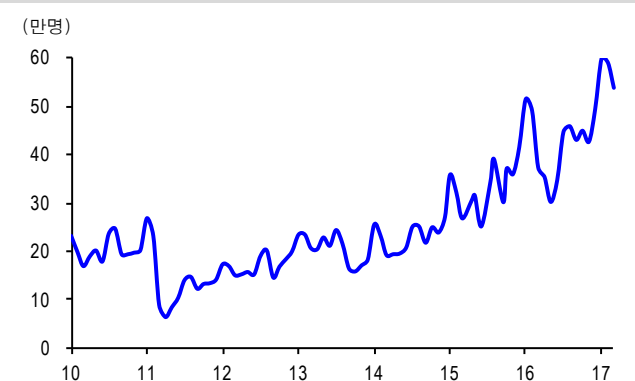
자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

LCC 점유율 성장 추이



자료: 한국항공공사, 인천항공공사, 신한금융투자

일본 방문 한국인 성장 추이



자료: JNTO, 신한금융투자

하나투어와 모두투어 합산 시장 점유율 36%로 지속 성장 기대

패키지 시장 성장 지속 전망

- 1) 상품 진화
- 2) 가격이 싸다
- 3) FIT와는 고객군이 다르다

2) 하나투어와 모두투어의 합산 시장점유율은 지속적으로 상승

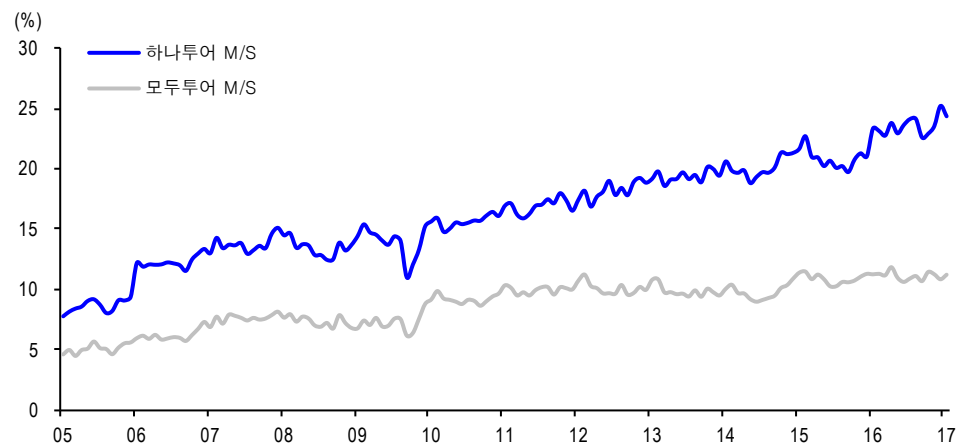
하나투어의 시장점유율은 24%(1등)로 10년 넘게 상승세다. 모두투어(2등)까지 합산한 시장점유율은 36% 가까이 된다. 두 회사의 시장점유율은 2017년에도 상승할 전망이다. 두 회사의 시장점유율이 늘어난다는 것은 패키지 시장이 지속적으로 성장하고 있기 때문이다.

패키지 여행의 반대편이 있는 것이 FIT(Free Individual Tour, 개별 자유여행)다. 언론을 통해서 또는 실생활에서 느끼기에는 FIT 시장은 성장하고 있는 것 처럼 보인다. 불과 2~3년 전에는 주식시장 참여자들 사이에서도 논란거리가 될 정도였다. 그렇다면 패키지 시장은 줄어들고 있는가? 실제로는 전혀 그렇지 않다. FIT와 패키지가 균형을 유지하면서 동시에 성장하고 있다. 이유는? 패키지 상품이 진화하고 있고, 가격이 싸고, 고객군이 다르기 때문이다.

패키지 여행상품의 진화는 실생활에서 쉽게 느낄 수 있다. 많은 사람들이 선택하고 있는 '부분 자유 상품'(Hybrid, 3박 4일 일정에서 3일은 자유 시간이고 마지막 하루만 옵션 쇼핑) 또는 '에어텔'(Airtel, 가이드는 없고 항공권과 호텔만 합쳐 놓은 패키지 상품)과 같은 상품으로 패키지가 진화하고 있기 때문이다. 패키지가 아닌듯 보이지만 사실은 패키지 상품이다. 최근에는 '몽쳐야 뜬다'와 같은 TV 프로그램을 통해서 패키지 상품의 가치가 재발견 되고 있다.

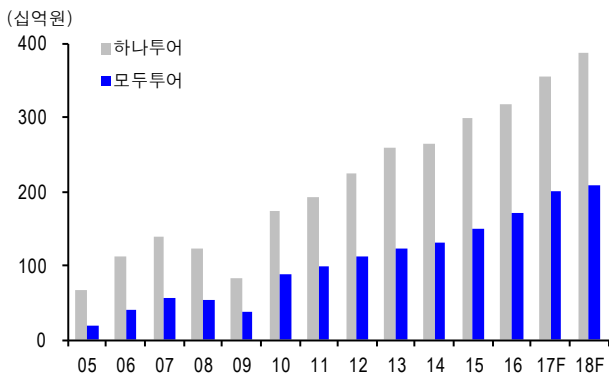
패키지가 잘 팔리는 다른 이유는 가격 경쟁력에 있다. 항공권과 호텔을 대량으로 확보하고 있는 하나투어와 모두투어의 패키지 상품이 FIT에 비해 저렴한 경우가 많기 때문이다. 고객군의 의사소통 이슈도 있다. 관광목적 출국자중에서 패키지를 이용해서 출국하는 사람의 70% 이상이 언어장벽이 있는 동남아시아, 중국, 그리고 일본으로 출국한다. 패키지 고객은 주로 40~70대가 많다. FIT 고객은 의사소통을 문제로 생각하지 않을 수 있는 20~30대가 많은 편이다.

하나투어와 모두투어의 시장점유율 추이



자료: 한국관광공사, 각 사, 신한금융투자

하나투어, 모두투어의 패키지 매출 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

몽쳐야 뜬다(패키지 여행 JTBC TV 프로그램)



자료: JTBC, 신한금융투자

연간 여행 영업이익 성장률(YoY)
 하나투어 +50%, 모두투어 +35%,
 인터파크 +500%, 참좋은레저 +47%
 로 추정

3) 커버리지 여행 4사 실적 추이 및 전망

커버리지 여행 4사(하나투어, 모두투어, 인터파크, 참좋은레저)의 2017년 여행(Outbound) 영업이익은 2016년 대비 대부분 성장이 예상된다. 2016년에는 일본 지진 및 마케팅 경쟁 때문에 영업이익이 줄어들거나 적자였던 분기가 있었다. 2017년은 여행사들의 실적 개선이 기대된다. 각 사의 연간 여행 영업이익 성장률(% YoY)은 하나투어 +50%, 모두투어 +35%, 인터파크 +500%, 참좋은레저 +47%로 추정된다.

하나투어 별도 매출액, 영업이익 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출액	103.8	86.3	104.1	91.5	125.6	99.8	118.5	97.2	136.7	109.1	126.4	106.3
영업이익	11.3	0.4	12.7	6.0	16.0	7.1	13.9	8.6	17.3	8.0	15.3	10.2
영업이익 증감률 (% YoY)	(15.9)	(95.5)	143.5	(25.1)	41.0	1,823	9.7	43.7	8.2	12.9	9.6	18.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

모두투어 별도 매출액, 영업이익 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출액	53.1	46.4	55.7	50.7	64.3	54.2	63.8	55.9	69.4	56.3	67.0	60.0
영업이익	6.3	4.8	9.0	5.4	11.9	5.9	10.3	6.4	12.8	6.1	10.7	6.5
영업이익 증감률 (% YoY)	(11.5)	(24.2)	62.1	61.4	89.1	23.4	13.6	17.8	7.5	4.6	4.5	1.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

인터파크 여행사업부 매출액, 영업이익 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출액	21.9	21.6	28.1	22.5	25.5	27.8	33.9	27.1	28.6	30.2	39.3	30.9
영업이익	3.7	(4.7)	5.3	(1.4)	4.4	4.4	5.5	3.1	5.5	4.8	6.4	3.7
영업이익 증감률 (% YoY)	40.0	적전	(17.4)	적전	16.7	흑전	4.4	흑전	26.0	10.3	15.6	16.9

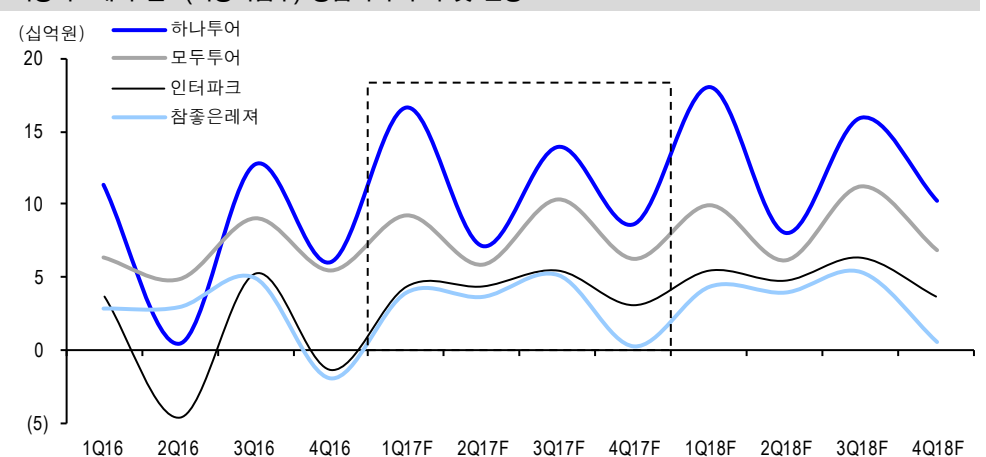
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

참좋은레저 여행사업부 매출액, 영업이익 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출액	9.7	10.5	13.3	8.3	13.4	12.1	14.0	9.6	15.0	13.4	15.3	11.3
영업이익	2.9	3.0	5.0	(1.9)	4.0	3.7	5.2	0.3	4.4	4.0	5.4	0.6
영업이익 증감률 (% YoY)	24.4	331.8	81.2	적전	36.8	24.3	4.3	흑전	11.3	7.9	2.2	87.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

여행사 4개의 별도(여행사업부) 영업이익 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

3. 면세점: 2017년 국내 면세점 매출은 상반기보다 하반기에 개선

1) 시내 면세점은 공급과잉 해소가 필요

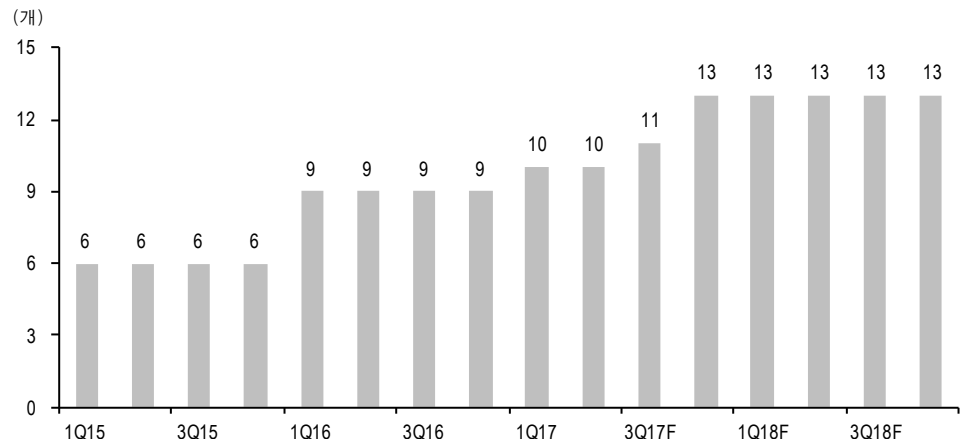
2017년 12월까지 서울 시내
면세점 최대 13개로 증가 예정

2015년에 관세청에서 시내 면세점 공급을 급격하게 늘리기 시작했다. 2016년에는 경쟁이 심해졌다. 2017년 5월 현재 서울 시내에는 10개의 면세점이 영업하고 있다. 2017년 12월까지 1~3개가 추가로 영업을 시작할 전망이다. 공급과잉 우려감이 여전한 이유다. 2016년에 중국인 입국자는 +35% YoY 성장했다. 하지만 대표적인 면세점인 호텔신라의 주가는 오히려 급격히 하락했다. 공급과잉에 의한 경쟁 심화 때문이었다. 중국인 입국자가 본격적으로 감소하기 시작한 2017년 3월 이전에 이미 주가는 바닥 구간까지 낮아져 있었던 상태다. 중국인 입국자 하락 폭이 축소되는 하반기에는 주가 반등에 대한 기대감이 있다. 하지만 공급과잉 상태를 고려해볼 때 제한적인 반등에 그칠 가능성도 있다.

중국인 입국자 증가하더라도
일부 면세점 적자 지속될 가능성
높음. 예상보다 빠르게 시장
재편(구조조정)되고 있음

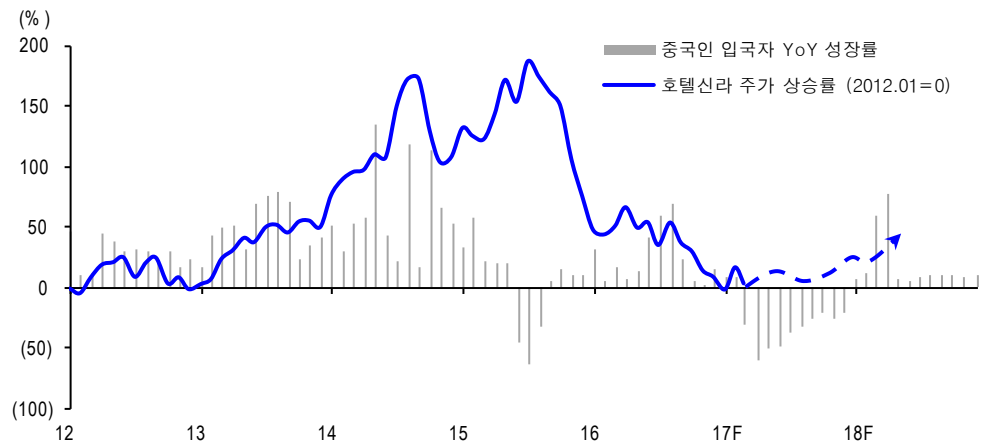
2017년 1월 중국인 입국자가 증가하면서 일부 면세점들의 실적이 좋았을 때 상대적으로 저조한 실적을 보였던 회사들에 대해서도 생각해 볼 점이 있다. 1월에는 롯데면세점(기존점), 신라면세점(기존점), HDC신라(신규점), 그리고 신세계 명동(신규점) 이렇게 4개만 이익을 냈다. 출입국자가 좋았던 상황인데도 불구하고 한화갤러리아타임월드, 두산, 에스엠 등의 신규 면세점은 여전히 손실 구간이었다. 만약 하반기에 중국인 입국자가 살아나더라도 3개의 신규 면세점은 적자를 지속할 가능성이 높다. 2018년에도 비슷한 상황이 나타날 가능성을 계산한 일부 면세점은 매장 규모를 축소(에스엠 면세점)하거나, 구조조정을 하거나(두산), 매각(동화면세점)을 하려고 하고 있다. 예상보다 빠르게 이미 시장은 재편(구조조정)되고 있기도 하다.

서울 시내 면세점 숫자 추이 및 전망



자료: 관세청, 신한금융투자 추정(영업 시작 시점)

중국인 입국자 성장률, 호텔신라 주가 상승률 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

출입국자 하반기에 상반기 대비 +12% 성장 예상

2) 하반기에 출입국자 증가를 기대: 면세점 성장도 가능할 전망

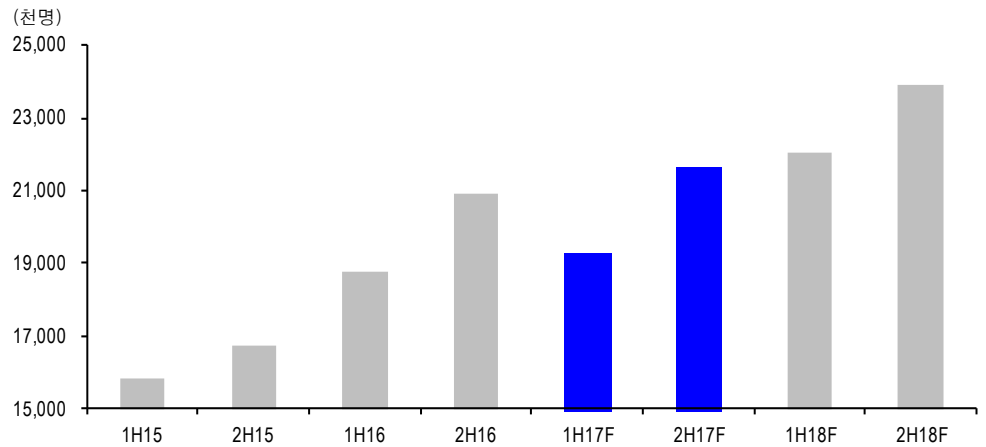
중국인 입국자의 급격한 하락 및 전쟁 관련 우려감 때문에 2분기 입국자는 예상보다 낮다. 3분기부터는 출입국자 성장률이 다시 회복세를 보일 것으로 예상된다. 출국자는 상반기와 하반기에 비슷한 증가율을 보일 전망이다. 상반기보다 하반기에 출입국자의 절대적인 숫자가 늘어날 가능성이 높다.

2017년 상반기 출입국자 합계는 1,928만명으로 추정된다. 전년 동기 대비 +3% 증가하지만 전 하반기 대비 -8% 감소한다. 2016년 상반기 출입국자가 2015년 하반기 대비 +12% 증가했던 것과 비교해 볼 만 하다. 2017년 하반기에는 출입국자가 상반기 대비 +12% 성장할 가능성이 높다. 중국인 입국자가 정상적이었던 2016년 하반기에 비해서도 출입국자가 +4% 성장하는 수준이다.

2017년 한국 전체 면세점 매출 12.4조원(+1.1% YoY) 전망

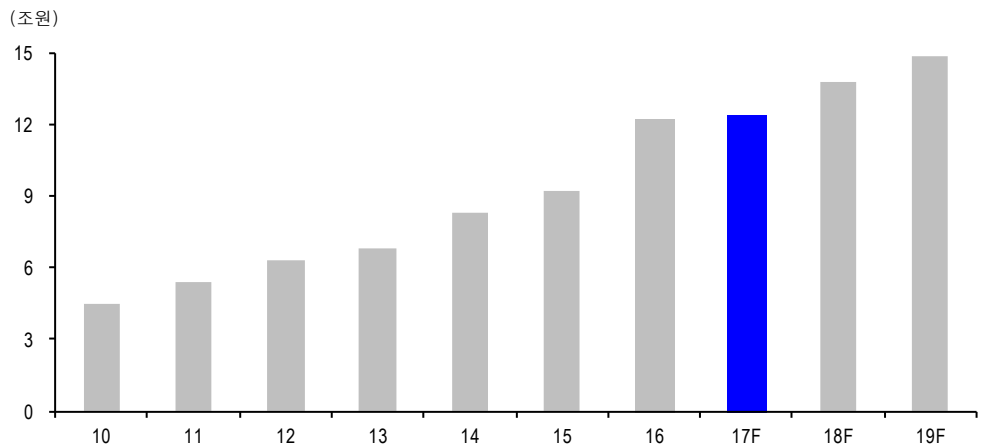
면세점은 출국자와 입국자가 동시에 이용하기 때문에 출입국자 합계가 중요하다. 하반기에는 출입국자가 증가할 가능성을 높게 보기 때문에 연간으로는 한국 전체 면세점 매출액은 +1.1% (12.4조원) 수준으로 소폭 성장할 전망이다. 한국 면세점 시장은 장기적으로 2018년에 13조원 중반, 2019년에는 15조원 가까이로 매출 성장세를 이어갈 가능성이 높다.

출입국자 합계 추이 및 전망(상반기 vs. 하반기)



자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

한국 면세점 전체 매출액 추이 및 전망



자료: 관세청, 호텔롯데, 호텔신라, 신한금융투자 추정

4. 카지노: 외인 전용은 공급과잉 이슈, 내국인 전용은 기부금 이슈

1) 파라다이스시티의 오픈으로 공급과잉 이슈 부각

2017년 연결 영업이익(YoY)

1) 파라다이스 245억원(-62.5%)

2) GKL 1,297억원(-14.2%)

영종도 파라다이스시티(기존 파라다이스 인천 카지노)가 2017년 4월에 오픈했다. 중국인 입국자가 줄어드는 상황에서 중국인 VIP 수요가 증가하기를 바라기는 힘들다. 현 시점에서 수요는 정체되어 있는데 공급만 증가해버렸다. 각 회사별 및 지역별 영향은 조금씩 다르다.

파라다이스 그룹은 2017년 전체 매출이 6,933억원(+8.5% YoY)으로 증가할 전망이다. 서울 워커힌 카지노, 부산 카지노, 제주 카지노 2곳은 매출 감소가 예상된다. 인천 파라다이스시티만 매출 증가로 추정된다. GKL은 2017년 전체 매출이 5,395억원(-1% YoY)으로 소폭 줄어들거나 유지될 가능성이 높다. 코엑스점 매출 감소, 힐튼점 매출 유지, 부산점 매출 증가로 가정해볼 수 있다. 강원랜드는 큰 영향 없이 +2% YoY 수준의 매출 성장이 기대된다.

파라다이스의 2017년 연결 영업이익은 245억원(-62.5% YoY)으로 추정된다. 파라다이스시티 오픈 비용 및 오픈 이후 각종 비용 증가 때문이다. GKL의 2017년 연결 영업이익은 1,297억원(-14.2% YoY)으로 예상된다. 관광객 감소 및 파라다이스와의 고객 유치 경쟁 때문이다.

한국 외국인 전용 카지노 18곳의 카지노 순매출액 추이 및 전망

(십억원)	2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
서울 파라다이스 워커힌*	424.8	415.8	355.5	345.8	308.7	318.1	299.0	269.1	201.8
서울 GKL 강남 코엑스#	285.0	258.4	215.3	234.6	225.9	236.9	244.0	248.9	236.4
서울 GKL 명동 힐튼#	182.8	200.2	196.2	220.1	211.8	222.5	229.2	236.1	233.7
영종도 파라다이스시티 인천*	88.4	108.6	72.3	94.9	200.4	329.8	362.8	301.1	262.0
영종도 리포&서비스 (해외 자본 카지노 1)								60.0	175.0
영종도 인스파이어(모히건선&KCC, 해외 자본 카지노 2)								40.0	250.0
부산 파라다이스 해운대*	75.3	80.5	73.2	101.6	99.7	104.4	107.5	109.7	111.9
부산 GKL 롯데#	79.0	75.7	85.2	86.2	101.8	116.7	121.3	126.2	130.0
강원 알펜시아	1.4	0.6	0.2	0.2	0.2	1.5	0.4	0.3	0.3
대구 호텔인터불고대구	14.9	12.5	13.1	13.5	13.9	14.4	14.8	15.2	15.7
제주도 파라다이스 그랜드*	56.2	62.7	49.5	54.9	47.1	58.4	60.2	62.0	63.8
제주도 파라다이스 제주 롯데*	50.1	37.3	36.7	41.5	37.4	39.6	40.8	42.0	42.4
제주도 더케이카지노	21.4	24.8	17.8	18.3	15.6	16.5	16.7	16.9	17.7
제주도 마제스타카지노(JB)	25.2	40.4	40.2	43.8	39.4	41.8	42.2	42.6	44.7
제주도 로얄팔레스카지노	13.3	19.6	16.3	18.6	16.7	17.7	18.1	18.3	19.2
제주도 호텔엘베가스제주(제주썬카지노)	13.3	13.8	4.1	5.4	4.8	5.1	5.2	5.2	5.5
제주도 하얏트호텔카지노(렌딩카지노)	16.5	7.9	32.2	35.1	31.6	33.5	34.6	35.9	37.7
제주도 골든비치카지노	20.8	18.4	12.7	13.7	12.4	13.1	13.2	13.4	14.0
서울 카지노 시장	892.6	874.5	766.9	800.5	746.4	777.5	772.2	754.1	672.0
인천 영종도 카지노 시장	88.4	108.6	72.3	94.9	200.4	329.8	362.8	401.1	687.0
제주 카지노 시장	216.9	224.9	209.6	231.3	205.0	225.8	230.9	236.2	245.1
파라다이스그룹 순매출액*	695.0	704.9	587.2	638.7	693.3	850.3	870.3	783.9	681.9
GKL 순매출액#	546.8	534.3	496.7	540.9	539.6	576.1	594.5	611.2	600.1
한국 외국인 카지노 전체 순매출액	1,368.6	1,377.2	1,243.2	1,328.3	1,367.5	1,570.0	1,609.9	1,642.8	1,861.9
강원랜드(내/외국인 출입 가능) 카지노 순매출	1,278.7	1,425.3	1,560.2	1,629.7	1,662.1	1,769.2	1,900.1	2,008.4	2,112.8
강원랜드 포함 전체 매출액	2,647.3	2,802.5	2,803.4	2,958.0	3,029.6	3,339.2	3,510.0	3,651.2	3,974.7
외국인 카지노 합산 매출 성장률(% YoY)	14.0	0.6	(9.7)	6.8	3.0	14.8	2.5	2.0	13.3
강원랜드 포함 전체 매출 성장률(% YoY)	9.7	5.9	0.0	5.5	2.4	10.2	5.1	4.0	8.9

자료: 문화체육관광부, 각 사, 신한금융투자 추정

주: 1) * 표시 카지노는 파라다이스 그룹의 5개 카지노

2) # 표시 카지노는 GKL 그룹의 3개 카지노

3) 카지노 순매출액은 카지노 세금을 계산할 때 사용되는 지표로서 금융감독원에 제출하는 Income Statement상의 매출액과는 미미한 차이가 있음

4) 2017년에 인천 영종도에 복합 카지노 리조트가 처음으로 오픈, 2020년에 영종도에 추가로 2개의 외국인 전용 카지노 오픈 예정

5) 2016년 카지노 순매출액 데이터는 2분기 말에 발표될 예정/ 파라다이스+GKL+강원랜드의 매출액이 전체의 95%이기 때문에 큰 틀에서는 수치의 변화가 거의 없음

2) 파라다이스시티 모멘텀은 2017년 말부터 시작될 전망

파라다이스시티 월/분기별 매출
연간 환산 시장 컨센서스
(2,000억원) 수준으로 나오기
전까지는 보수적 접근 유효

파라다이스 전체의 1분기 연결 영업이익은 -37억원 적자로 추정된다. 2분기도 전년 대비 -81% YoY 감소한 62억원의 영업이익이 예상된다. 파라다이스시티 오픈 비용 때문이다. 파라다이스 시티의 월별 또는 분기별 매출액이 시장의 연간 환산 컨센서스(약 2,000억원) 수준으로 나오는 모습을 확인할 필요가 있다. 2분기까지는 외형 성장에 집중하고 3분기부터는 이익에 초점을 맞추는 방법이 좋아 보인다. 실적의 가시성이 생기기 전까지는 다소 보수적인 접근이 좋겠다.

파라다이스시티는 2017년에는 -340억원 영업적자, 2018년에는 217억원 영업흑자로 추정된다. 2019년에는 250억원의 영업이익도 기대된다. 2018년~2019년이 기존 외국인 카지노(파라다이스, GKL)에게 투자하기 좋은 시점이다. 2020년이 되면 경쟁사인 '리포&시저스' 및 '인스파이어 IR'이 영종도에 복합리조트를 오픈할 계획이다. 복합리조트가 3개가 되면서 2020년~2022년에는 파라다이스시티 및 서울 카지노의 매출액은 일시적으로 하락할 가능성이 높다.

파라다이스의 분기별 영업 실적 추이 및 전망(K-IFRS 연결 기준), 2017년 4월에 인천 파라다이스시티 복합 리조트 오픈

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
Table Drop액	1,231.4	1,199.0	1,171.4	1,229.0	1,199.0	1,350.1	1,433.2	1,510.2	1,594.1	1,700.4	1,704.0	1,681.7	4,830.8	5,492.5	6,680.2
- 워커히	585.7	635.1	575.1	649.3	617.4	546.2	540.6	545.4	537.1	562.6	556.9	572.7	2,445.2	2,249.6	2,229.2
- 제주그랜드	149.4	152.4	146.3	121.2	110.6	121.9	131.7	115.2	144.9	155.5	155.1	127.3	569.3	479.4	582.7
- 인천	236.9	176.4	233.0	228.7	199.9	458.7	550.4	617.6	654.7	756.8	779.5	747.3	875.1	1,826.7	2,938.3
- 부산해운대	259.4	235.1	216.9	229.8	271.0	223.3	210.4	232.1	257.5	225.6	212.5	234.4	941.2	936.9	930.0
Hold Ratio (%)	10.5	12.7	11.9	11.5	9.7	11.9	11.5	10.9	11.0	11.4	11.2	10.9	11.6	11.0	11.1
매출액	157.0	189.0	175.2	173.6	144.0	206.1	222.7	216.2	227.4	248.7	253.2	239.0	694.9	789.0	968.3
카지노	138.0	166.7	147.8	151.0	124.1	174.2	178.9	178.8	191.5	211.4	207.8	200.1	603.4	656.0	810.7
- Table	128.9	152.3	139.8	141.4	116.4	161.2	165.2	165.2	175.6	194.0	190.6	183.0	562.4	608.1	743.3
- Slot	8.3	9.6	8.9	8.0	7.7	13.0	13.7	13.5	15.8	17.3	17.2	17.0	34.7	47.9	67.4
호텔	15.3	19.3	21.9	19.6	16.1	28.2	38.1	34.3	32.1	33.7	39.6	35.6	76.1	116.7	141.0
기타	3.7	3.1	5.5	3.1	3.7	3.6	5.7	3.2	3.8	3.7	5.8	3.3	15.4	16.3	16.6
매출원가	124.5	138.1	147.1	147.2	128.7	175.4	188.1	182.5	186.0	201.3	204.8	194.9	556.8	674.6	787.0
카지노	105.3	115.6	122.7	122.5	100.2	147.9	151.3	148.4	152.8	166.0	166.2	159.2	466.2	547.8	644.1
- 개별소비세	5.1	6.2	5.5	5.6	4.6	6.6	6.8	6.8	7.1	8.0	7.9	7.6	22.3	24.8	30.6
호텔	16.0	19.2	20.3	21.2	25.1	24.2	32.1	30.8	29.8	31.9	33.8	32.5	76.7	112.2	128.0
기타	3.2	3.2	4.0	3.5	3.4	3.3	4.7	3.2	3.4	3.3	4.8	3.3	13.9	14.6	14.9
매출총이익	32.5	51.0	28.1	26.5	15.3	30.7	34.6	33.8	41.4	47.5	48.4	44.0	138.1	114.3	181.3
판매비	17.2	18.2	17.2	20.1	19.0	24.5	22.3	24.0	25.0	26.1	25.6	26.3	72.6	89.8	103.0
영업이익	15.3	32.8	10.9	6.4	(3.7)	6.2	12.3	9.8	16.4	21.4	22.8	17.8	65.4	24.5	78.3
영업이익률 (%)	9.8	17.3	6.2	3.7	(2.6)	3.0	5.5	4.5	7.2	8.6	9.0	7.4	9.4	3.1	8.1
기타수익	7.9	6.0	4.8	5.2	6.2	6.2	5.3	6.0	6.3	5.9	5.9	5.9	24.0	23.7	24.0
기타비용	5.1	4.2	3.5	7.2	7.6	5.2	6.7	6.7	6.4	6.5	6.9	6.7	19.9	26.3	26.5
금융수익	2.7	2.5	2.3	2.0	3.3	3.5	3.2	2.9	3.2	3.0	3.1	3.1	9.5	12.9	12.4
금융비용	1.1	1.1	0.7	0.6	2.8	9.0	9.3	9.1	9.9	10.1	10.0	10.2	3.5	30.2	40.2
지분법손익	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.9)	(0.7)	(0.8)
세전이익	19.8	36.0	13.8	5.8	(4.8)	1.3	4.7	2.6	9.3	13.5	14.8	9.7	75.4	3.9	47.3
법인세	4.1	9.0	3.4	1.4	3.2	3.5	4.6	4.1	4.5	5.4	3.9	2.8	17.8	15.3	16.5
순이익	15.8	27.0	10.5	4.4	(8.0)	(2.2)	0.2	(1.5)	4.8	8.1	10.9	6.9	57.6	(11.5)	30.7
순이익률 (%)	10.0	14.3	6.0	2.5	(5.5)	(1.1)	0.1	(0.7)	2.1	3.2	4.3	2.9	8.3	(1.5)	3.2
- 지배순이익	14.6	25.5	9.6	5.4	(1.9)	2.0	3.0	0.5	6.7	9.1	10.4	7.0	55.1	3.7	33.3
- 비지배순이익	1.2	1.5	0.8	(1.0)	(6.1)	(4.2)	(2.8)	(2.0)	(1.9)	(1.0)	0.5	(0.1)	2.5	(15.1)	(2.6)
<% YoY growth>															
매출액	3.7	32.2	22.7	(2.6)	(8.3)	9.0	27.1	24.5	58.0	20.7	13.7	10.5	12.9	13.5	22.7
영업이익	(32.2)	147.6	(4.6)	(41.9)	적전	(81.2)	12.8	52.5	흑전	247.3	85.0	81.9	12.2	(62.5)	218.9
순이익	(61.1)	113.6	(14.8)	(50.7)	적전	적전	(98.2)	적전	흑전	흑전	5,625.9	흑전	(22.5)	적전	(367.6)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 1) Table Drop액은 고객이 카지노에서 칩으로 바뀐 게임에 투입한 금액을 말함

2) Hold Ratio는 게임이 끝난 후 고객의 Drop액 중에서 카지노가 딴 금액 비율. 평균 10~13% 사이

파라다이스시티의 분기별 영업 실적 추이 및 전망(1Q17까지는 인천 하얏트 호텔 카지노 운영, 2Q17부터는 복합 카지노 리조트 운영 시작)															
(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
Table Drop액	237.6	176.4	233.0	228.7	199.9	458.7	550.4	617.6	654.7	756.8	779.5	747.3	875.7	1,826.7	2,938.3
Table Hold Ratio (%)	8.7	13.3	9.4	10.6	10.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.3	10.1	10.0
Table 매출액	20.6	23.5	21.9	24.4	21.1	45.9	55.0	61.8	65.5	75.7	78.0	74.7	90.4	183.8	293.8
Slot 매출액	1.0	1.4	1.4	0.8	1.4	4.1	5.0	6.2	8.2	8.7	9.4	9.7	4.5	16.6	36.0
매출액	21.6	24.9	23.2	26.0	22.5	60.5	76.0	82.9	89.4	99.1	104.9	100.9	95.7	241.9	394.3
카지노	21.6	24.9	23.2	26.0	22.5	50.0	60.0	67.9	73.6	84.4	87.3	84.4	95.7	200.4	329.8
호텔&기타						10.5	16.0	15.0	15.8	14.7	17.6	16.5	0.0	41.5	64.6
매출원가	16.6	18.3	18.9	21.5	30.2	60.4	67.1	71.3	74.5	81.8	83.5	81.1	75.2	229.1	321.0
카지노	16.6	18.3	18.9	21.5	25.6	41.4	46.5	50.9	53.8	61.4	62.2	60.2	75.2	164.4	237.7
컴프	4.3	5.0	4.6	5.2	4.3	10.7	12.6	14.3	15.5	18.6	19.2	17.7	19.1	41.9	71.0
인건비	3.2	3.2	3.2	3.2	7.9	7.9	7.9	7.9	8.5	8.5	8.5	8.5	13.0	31.5	34.0
관광진흥기금	2.1	2.4	2.3	2.5	2.2	4.9	5.9	6.7	7.2	8.3	8.6	8.3	9.4	19.6	32.3
개별소비세	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	1.6	2.1	2.6	2.9	3.4	3.6	3.4	1.1	6.5	13.2
프로모션비용	0.9	1.0	0.9	1.6	0.9	3.2	3.6	4.1	3.7	5.1	4.4	3.8	4.3	11.8	16.9
임차료	2.0	2.0	2.0	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	8.0	12.0	12.0
감가상각비	1.0	1.0	1.0	1.0	2.0	3.0	3.0	3.0	2.8	2.8	2.8	2.8	4.0	11.0	11.2
기타	2.8	3.3	4.5	5.6	5.2	7.0	8.4	9.5	10.3	11.8	12.2	12.7	16.2	30.1	47.0
호텔&기타					4.6	19.0	20.7	20.4	20.7	20.4	21.3	20.9	0.0	64.6	83.3
인건비					4.6	4.6	4.6	4.6	4.8	4.8	4.8	4.8	0.0	18.5	19.0
감가상각비						11.2	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2	0.0	33.7	44.9
기타						3.2	4.8	4.5	4.7	4.4	5.3	5.0	0.0	12.5	19.4
매출총이익	5.0	6.7	4.3	4.6	(7.7)	0.1	8.8	11.6	14.9	17.3	21.4	19.8	20.5	12.9	73.4
(매출총이익률 %)	23.1	26.7	18.7	17.5	(34.2)	0.2	11.6	14.0	16.6	17.4	20.4	19.6	21.5	5.3	18.6
판매비	3.4	4.4	5.7	7.4	9.9	12.5	12.0	12.5	12.9	12.9	12.9	12.9	20.9	46.9	51.6
인건비	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	3.5	3.9	3.6
감가상각비	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	2.0	3.5	4.0
광고비	0.3	0.3	0.5	0.5	5.0	5.0	4.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	1.5	19.5	20.0
기타	1.8	2.8	3.8	5.5	3.5	5.5	5.5	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0	13.9	20.0	24.0
영업이익	1.6	2.2	(1.4)	(2.8)	(17.6)	(12.4)	(3.2)	(0.9)	2.0	4.4	8.5	6.9	(0.4)	(34.0)	21.7
(영업이익률 %)	7.2	9.0	(6.2)	(10.9)	(78.1)	(20.5)	(4.1)	(1.0)	2.2	4.4	8.1	6.8	(0.4)	(14.0)	5.5
EBITDA	2.6	3.2	(0.4)	(1.8)	(15.6)	1.8	11.1	13.4	16.0	18.4	22.6	21.0	3.6	10.7	77.9
(EBITDA마진율 %)	11.8	13.0	(1.9)	(7.0)	(69.2)	3.0	14.6	16.1	17.9	18.6	21.5	20.8	3.8	4.4	19.8
영업외수익	1.4	1.3	1.7	(1.0)	(0.8)	(7.5)	(7.5)	(7.5)	(8.6)	(8.6)	(8.6)	(8.6)	3.4	(23.4)	(34.4)
기타수익	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	3.5	7.0	8.0
기타비용	0.9	0.8	0.6	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	5.3	12.0	12.0
금융수익	2.0	1.9	1.7	1.2	1.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	6.9	7.5	8.0
금융비용	0.7	0.6	0.3	0.1	0.3	8.5	8.5	8.5	9.6	9.6	9.6	9.6	1.7	25.9	38.4
세전이익	2.9	3.6	0.3	(3.8)	(18.4)	(19.9)	(10.7)	(8.4)	(6.6)	(4.2)	(0.1)	(1.7)	3.1	(57.3)	(12.7)
법인세율 (%)	21.4	21.9	22.1	21.1	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	21.7	20.0	20.0
법인세	0.6	0.8	0.1	(0.8)	(3.7)	(4.0)	(2.1)	(1.7)	(1.3)	(0.8)	(0.0)	(0.3)	0.7	(11.5)	(2.5)
순이익	2.3	2.8	0.2	(3.0)	(14.7)	(15.9)	(8.5)	(6.7)	(5.3)	(3.4)	(0.1)	(1.3)	2.4	(45.9)	(10.1)
순이익률 (%)	10.7	11.1	1.0	(11.6)	(65.3)	(26.3)	(11.2)	(8.1)	(5.9)	(3.4)	(0.1)	(1.3)	2.5	(19.0)	(2.6)
지배순이익(55%)	1.3	1.5	0.1	(1.7)	(8.1)	(8.8)	(4.7)	(3.7)	(2.9)	(1.9)	(0.0)	(0.7)	1.3	(25.2)	(5.6)
비지배순이익(45%)	1.0	1.2	0.1	(1.4)	(6.6)	(7.2)	(3.8)	(3.0)	(2.4)	(1.5)	(0.0)	(0.6)	1.1	(20.6)	(4.6)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 1) 파라다이스시티 리조트는 2017년 4월 20일 오픈, 1월부터 관련 비용 발생 가정. 지분 55%는 파라다이스가, 지분 45%는 일본 세가세미(SegaSamy)가 가지고 있음

2) 2016년 매출액, 영업이익, 순이익을 제외한 대부분의 비용은 당사 추정치, 2017년과 2018년의 모든 수치는 당사 추정치임

3) 2017년, 2018년 Table Hold율은 편의상 10%로 가정했으나 실제로는 분기별로 차이가 생길 가능성 높음

4) 파라다이스시티의 매출액 합계는 2017년에 2,419억원, 2018년에 3,943억원으로 추정. EBITDA Margin은 2017년에 4.4%, 2018년에 19.8%로 추정

5) 파라다이스시티의 감가상각비 합계는 2017년에 482억원, 2018년에 602억원으로 추정. 이자비용 합계는 2017년에 259억원, 2018년에 384억원으로 추정

2015년 이후 파라다이스와
GKL 합산 일본인 VIP Drop액
빠르게 상승 중

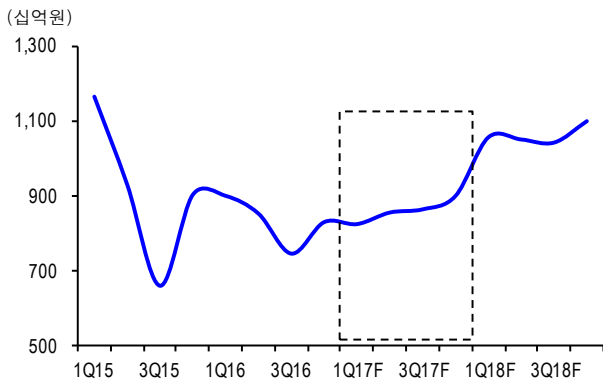
3) 일본인 VIP 성장에 주목

2015년 6월에 파라다이스와 GKL의 중국 영업 마케터들이 중국 공안에 체포되는 사건이 있었다. 그 이후 양 사의 중국 VIP Drop액(고객이 카지노에서 칩으로 바꿔서 게임에 투입한 금액)은 감소되거나 정체되는 현상이 반복되고 있다. 2017년 상반기에도 중국인 VIP Drop액은 2015년 분기 고점을 회복하지 못하고 있다. 2017년 하반기에는 파라다이스시티 개장과 맞물려서 중국인 VIP의 관심이 조금씩은 살아날 가능성이 높다. 하지만 성장 속도가 당분간 빠르게 나오기는 힘들어 보인다.

파라다이스와 GKL 합산 일본인 VIP Drop액은 2015년부터 빠르게 상승하고 있다. 최근에는 중국인 관광객 감소로 일본인 입국자 성장 속도가 가속화 될 가능성을 높게 보고 있다. 일본인 VIP Drop액 증가 추세도 꾸준히 이어질 전망이다.

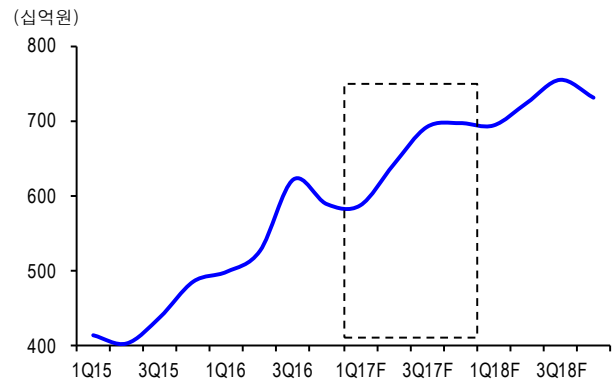
일본인 VIP가 상대적으로 중요한 회사는 GKL이다. 2Q17부터 일본인 Drop액이 중국인을 넘어설 가능성이 높다. 중국인 입국자 감소의 영향을 상대적으로 덜 받는 힐튼점(한국에 거주하는 중국인 고객이 대부분)까지 가지고 있기 때문에 GKL의 향후 실적은 건조할 전망이다.

중국인 VIP Drop액 추이 및 전망(파라다이스+GKL 합산)



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

일본인 VIP Drop액 추이 및 전망(파라다이스+GKL 합산)



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

GKL의 분기별 Drop, 영업 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017F	2018F
Total Drop: (3+4)	965.4	1,006.0	1,021.7	1,088.4	1,037.8	980.8	1,022.7	1,113.5	1,087.6	1,034.8	1,073.9	1,174.7	4,168.7	4,081.5	4,154.8	4,371.0
(1) VIP Table Drop	589.6	627.7	645.7	705.4	678.2	612.8	651.1	738.0	709.5	666.2	693.8	794.4	2,738.8	2,568.4	2,680.1	2,863.9
- Japan	202.4	239.2	289.9	281.6	263.3	263.1	318.9	304.1	271.2	281.5	328.4	310.2	795.9	1,013.1	1,149.4	1,191.4
- China	248.6	246.4	228.6	267.1	285.8	221.8	212.6	269.7	300.1	243.9	233.9	310.2	1,286.9	990.6	989.9	1,088.1
- Others	138.6	142.1	127.2	156.8	129.1	127.9	119.6	164.2	138.1	140.7	131.6	174.0	656.1	564.7	540.7	584.4
(2) Mass Table Drop	247.0	252.2	265.3	263.0	239.3	231.4	251.2	267.7	253.9	261.4	276.0	277.0	92.8	1,027.4	989.6	1,068.4
- Premium Japan	23.4	27.9	27.4	30.3	28.9	34.9	34.2	32.4	30.5	36.6	35.2	35.0	92.8	108.9	130.4	137.4
- Premium China	76.9	76.0	85.5	80.5	66.8	64.6	76.9	81.3	73.4	76.8	86.2	84.5	265.2	318.9	289.6	321.0
- Premium Others	31.2	30.4	32.0	32.9	28.8	25.9	31.6	33.5	31.7	32.3	33.2	34.5	105.7	126.5	119.8	131.8
- No-Name	115.5	117.9	120.5	119.3	114.9	106.1	108.4	120.5	118.3	115.6	121.4	122.9	425.1	473.1	449.9	478.3
(3) Total Table Drop(1+2)	836.6	879.9	911.0	968.4	917.5	844.2	902.3	1,005.8	963.3	927.6	969.9	1,071.4	3,627.6	3,595.8	3,669.7	3,932.2
- Japan	225.8	267.1	317.2	311.9	292.2	298.0	353.1	336.5	301.7	318.2	363.7	345.2	888.7	1,122.0	1,279.8	1,328.7
- China	325.5	322.4	314.1	347.6	352.6	286.3	289.5	351.0	373.6	320.8	320.0	394.7	1,552.1	1,309.5	1,279.5	1,409.1
- Others	169.8	172.5	159.2	189.6	157.9	153.7	151.2	197.7	169.8	173.0	164.8	208.5	761.7	691.2	660.6	716.1
- No-Name	115.5	117.9	120.5	119.3	114.9	106.1	108.4	120.5	118.3	115.6	121.4	122.9	425.1	473.1	449.9	478.3
(4) Slot machine Drop	128.8	126.1	110.8	120.0	120.3	136.7	120.5	107.7	124.3	107.2	104.0	103.3	541.1	485.7	485.1	438.8
Seoul Gangnam	480.8	506.4	487.1	537.5	478.6	491.8	464.4	529.2	507.7	516.4	478.3	555.8	2,242.1	2,011.8	1,964.0	2,058.1
Seoul Hilton	313.4	341.2	353.5	344.9	323.2	310.0	343.9	346.9	321.6	321.5	349.0	348.4	1,234.2	1,353.0	1,324.0	1,340.6
Busan Lotte	171.2	158.4	181.1	206.0	235.9	179.0	214.4	237.4	258.3	196.9	246.6	270.5	692.3	716.8	866.8	972.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

기부금 관련 우려감은
평창올림픽이 다가옴에 따라
서서히 해소될 전망
(17년 2~4분기에 기부금
400~500억원 납부 가정)

4) 강원랜드는 평창 올림픽 기부금 이슈 해결 필요

평창 동계올림픽 기부금 이슈가 본격적으로 시장에 알려졌던 작년 11월부터 현재까지 강원랜드의 주가 흐름은 좋지 않다. 평창 올림픽이 2018년 2월로 시기상 얼마 남지 않았기 때문에 기부금 관련 우려감은 지금부터 조금씩 사라져 갈 전망이다. 당사는 2~4분기에 강원랜드가 기부금 400~500억원을 납부하는 것을 기본 시나리오로 가정했다. 기부금을 납부하게 되면 주가는 바로 상승할 가능성이 높기 때문에 분할매수로 접근해보자.

기본 가정: 1) 공공기관 및 공기업 중에서 강원랜드를 비롯한 10~20개 기업이 후원자로 나설 가능성 높음, 2) 필요 금액은 2,000억원~4,000억원으로 추정, 3) 평창 동계올림픽 조직위원회에 현금으로만 지급, 4) 시기는 모르지만 일회성 기부금으로 보고 한 분기(2Q~4Q)에 전체 지급, 6) 영업외비용으로 회계처리 될 수도 있지만 3Q16 기부금처럼 판관비 반영을 가정함.

1) Base Case: 400억원을 2Q~4Q에 지급한다고 가정했다. 조직위원회에서 필요로 하는 금액 4,000억원의 10% 정도로 가장 가능성이 높다 시장에서 우려했던 1,000억원~2,000억원에 비해서는 훨씬 낮다. 2017년 정상 영업이익 6,308억원의 약 6.3%에 해당한다. 기부금 400억원으로 계산한 2017년 예상 PER은 16.7배, 배당수익률은 2.85%, 목표주가는 43,000원이다.

2) Best Case: 200억원을 2Q~4Q에 한꺼번에 지급한다고 가정했다. 필요 금액 4,000억원의 5% 정도이고 회사에는 큰 부담 없는 시나리오다. 기부금 200억원으로 계산한 2017년 예상 PER은 16.3배, 배당수익률은 2.92%, 목표주가는 44,500원이다.

3) Worst Case: 800억원을 2Q~4Q에 한꺼번에 지급한다고 가정했다. 극단적으로 1,000~2,000억원의 기부금이 책정되지 않는 한 조직위원회 필요 금액 4,000억원의 20%도 가능성이 그리 높지는 않다. 기부금 800억원으로 계산한 2017년 예상 PER은 17.6배, 배당수익률은 2.70%, 목표주가는 41,000원이다.

강원랜드의 평창 동계올림픽 관련 기부금 시나리오(2017년 실적에 반영: 0억원~800억원 규모로 추정, Base Case는 400억원으로 가정함)									
(십억원)	0.0	10.0	20.0	30.0	40.0	50.0	60.0	70.0	80.0
매출액	1,735.1	1,735.1	1,735.1	1,735.1	1,735.1	1,735.1	1,735.1	1,735.1	1,735.1
매출원가	807.2	807.2	807.2	807.2	807.2	807.2	807.2	807.2	807.2
매출총이익	927.9	927.9	927.9	927.9	927.9	927.9	927.9	927.9	927.9
판관비	297.1	305.0	312.9	320.8	328.7	336.6	344.4	352.3	360.2
- 기부금	0.0	10.0	20.0	30.0	40.0	50.0	60.0	70.0	80.0
- 임금	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1
- 감가상각비	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5
- 기타	59.6	59.6	59.6	59.6	59.6	59.6	59.6	59.6	59.6
- 폐광기금	171.9	169.8	167.7	165.5	163.4	161.3	159.2	157.1	155.0
- 자회사비용	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
영업이익	630.8	622.9	615.1	607.2	599.3	591.4	583.5	575.6	567.7
- 기타수익	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
- 기타비용	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9
- 금융수익	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3
- 금융비용	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- 기타 영업외비용	(21.2)	(21.2)	(21.2)	(21.2)	(21.2)	(21.2)	(21.2)	(21.2)	(21.2)
세전이익	635.2	627.3	619.5	611.6	603.7	595.8	587.9	580.0	572.1
세금	147.2	145.4	143.7	141.9	140.1	140.1	136.5	134.7	133.0
순이익	488.1	481.9	475.8	469.7	463.6	455.7	451.4	445.3	439.1
EPS (원)	2,281	2,253	2,224	2,195	2,167	2,130	2,110	2,082	2,053
DPS (원)	1,080	1,045	1,056	1,043	1,029	1,011	1,002	988	975
현주가 17년 PER (배)	15.8	16.0	16.3	16.5	16.7	17.0	17.1	17.4	17.6
현주가 17년 예상 배당수익률 (%)	2.99	2.89	2.92	2.88	2.85	2.80	2.77	2.73	2.70
목표가 17년 예상순이익 X 20배 (원)	45,625	45,053	44,477	43,908	43,338	42,601	42,200	41,631	41,052

자료: 신한금융투자 추정

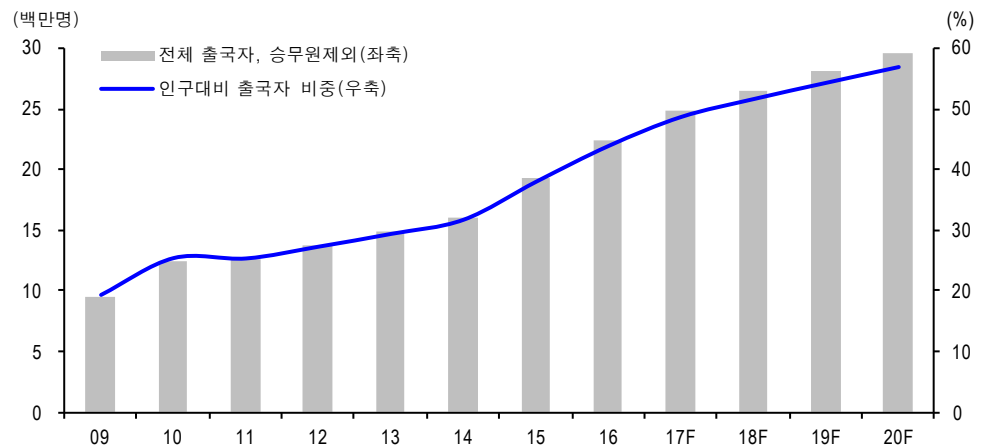
중장기 전망: 출국자, 중국인 입국자 증가 예상

1) 한국인 출국자는 향후 4년간 연평균 7.2%씩 성장

한국인 출국자 장기 성장
-4년 CAGR 7.2%

한국인 출국자는 향후 4년간 연평균 7.2%씩 성장할 전망이다. 2017년에는 +11.3% YoY 성장하지만 향후에는 성장 속도는 서서히 둔화될 가능성이 높다. 전체 인구 중에서 승무원 제외 출국자 비중은 2017년에 49% → 2020년에 57%로 꾸준한 우상향이 예상된다. 2016년에 한국인의 여권 발급률은 약 70%이기 때문에 출국자의 장기적인 성장 가능성은 2020년 이후에도 여전히 열려있다.

한국인 전체 출국자, 인구대비 출국자 비중 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

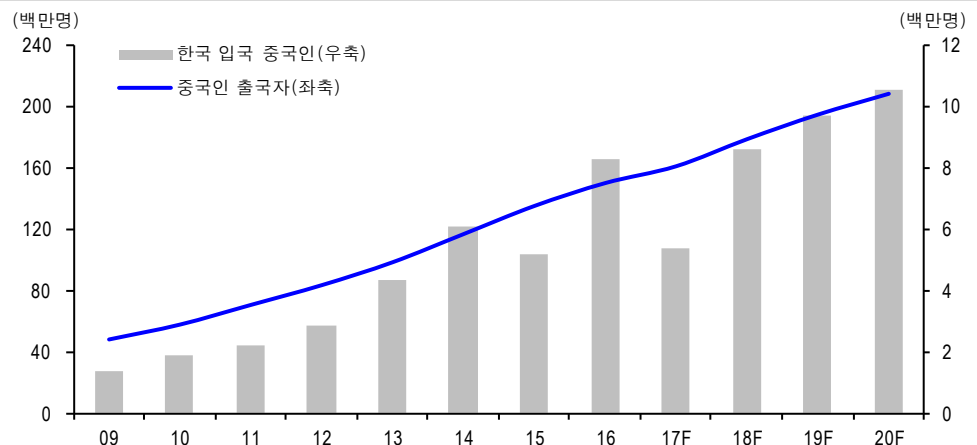
2) 중국인 출국자는 향후 4년간 연평균 8.6%씩 성장

중국인 출국자 장기 성장
-4년 CAGR 8.6%
-2020년 방한 중국인 1,050만명

중국인 출국자는 향후 4년간 연평균 8.6%씩 성장할 전망이다. 2017년에는 한국으로의 여행객제 때문에 전체 출국자는 7~9% YoY 성장이 예상되지만 2018년 이후에는 훨씬 높은 성장세가 기대된다. 중국인의 여권 발급률은 10% 미만으로 알려져있다. 출국자의 성장 가능성은 높다.

전체 중국인 출국자 중에서 한국으로 오는 중국인 입국자의 비중은 2016년에 약 5.5%였다. 2017년에는 3.4%로 낮아지겠지만 2018년에는 다시 5%로 올라가고 2020년에는 5%~5.5% 사이를 유지할 가능성이 높다. 2020년에 한국으로 오는 중국인 입국자는 1,050만명 수준으로 예상된다.

중국인 출국자, 한국 입국 중국인 추이 및 전망



자료: CEIC, 한국관광공사, 신한금융투자 추정

이슈 분석: 매력적인 배당수익률

2017년 배당수익률: 강원랜드, GKL, 모두투어는 상향 가능성 존재

- GKL 3.96%
- 강원랜드 2.87%
- 모두투어 1.96%
- 하나투어 1.70%
- 파라다이스 1.32%
- 호텔신라 0.62%

카지노는 대체로 높은 배당 성향 및 배당수익률을 보임

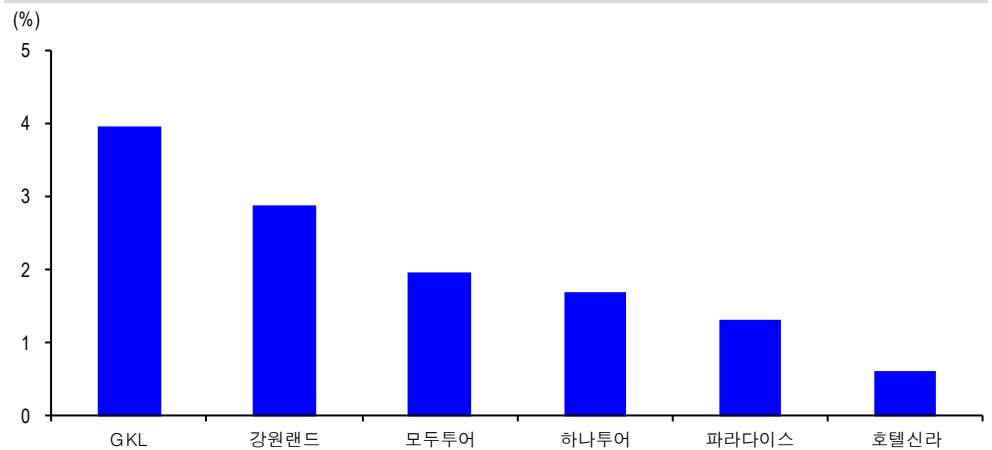
2017년을 기준으로 GKL이 현재 주가 수준에서는 가장 높은 예상 배당수익률(3.96%)을 기록하고 있다. 배당수익률 순위를 보면 GKL, 강원랜드, 모두투어, 하나투어, 파라다이스, 그리고 호텔신라의 순서다. 2017년 배당성향이 상승하고 DPS(주당배당금)가 증가할 가능성이 높은 회사는 강원랜드, GKL, 모두투어 이렇게 세개를 꼽을 수 있다. 하나투어, 파라다이스, 호텔신라는 실적의 불확실성이 크기 때문에 배당이 당장 증가하기가 쉽지는 않다.

2017년 예상 배당성향, DPS, 배당수익률

2017년	GKL	강원랜드	모두투어	하나투어	파라다이스	호텔신라
현재 주가 (원)	22,400	37,600	40,750	88,200	15,150	56,100
배당성향 (%)	56.0	45.0	42.0	40.0	50.0	25.0
중간 DPS (원)	130			700	0	
기말 DPS (원)	757	1080	800	800	200	350
연간 DPS (원)	887	1080	800	1500	200	350
배당수익률 (%)	3.96	2.87	1.96	1.70	1.32	0.62

자료: 신한금융투자 추정

2017년 예상 배당수익률



자료: 신한금융투자 추정

하나투어

GKL

강원랜드

호텔신라

모두투어

파라다이스

하나투어 (039130)

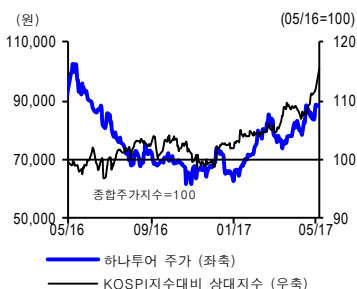
매수 (유지)

현재주가 (5월 8일) **88,200 원**
 목표주가 **115,000 원 (유지)**
 상승여력 **30.4%**

성준원 김은혜
 (02) 3772-1538 (02) 3772-1546
 jwsung79@shinhan.com eunhye.kim@shinhan.com

KOSPI	2,292.76p
KOSDAQ	643.39p
시가총액	1,024.5 십억원
액면가	500 원
발행주식수	11.6 백만주
유동주식수	9.3 백만주(80.4%)
52 주 최고가/최저가	102,500 원/61,800 원
일평균 거래량 (60 일)	118,603 주
일평균 거래액 (60 일)	9,567 백만원
외국인 지분율	23.85%
주요주주	박상환 외 23 인 14.86%
	국민연금 8.09%
절대수익률	3 개월 10.4%
	6 개월 33.4%
	12 개월 -5.7%
KOSPI 대비	3 개월 -0.6%
상대수익률	6 개월 16.6%
	12 개월 -18.7%

주가차트



본사는 실적 개선세, 면세점은 적자 축소

본사는 실적 개선 지속, 연결 실적은 3분기부터 턴어라운드 기대

출국자 증가 덕분에 1Q17 별도 영업이익은 약 160억원(+41% YoY) 이었다. 일본 자회사(42억원)까지 포함해서 별도 실적으로 계산하면 202억원으로 서프라이즈 수준이다. 본사 실적 개선은 2분기(일본 지진 기저효과), 3분기, 그리고 4분기까지 지속된다. 2017년 별도 영업이익은 456억원(+50% YoY), 일본 자회사 합산(별도+일본) 영업이익은 622억원(+40% YoY)으로 예상된다. 연휴가 많고 해외여행에 대한 수요가 강하기 때문이다.

면세점 축소 이후 3Q17부터 연결 실적은 턴어라운드 기대된다. 향후 분기별 예상 연결 영업이익은(% YoY) 1Q 103억원 기록, 2Q -17억원(적자지속), 3Q 135억원(+29.8%), 4Q 106억원(+176.9%), 1Q18 209억원(+102.6%), 2Q18 120억원(흑전) 이다.

시내 면세점은 1~2분기에 축소 시작, 3분기부터 적자폭 감소

서울 인사동 에스엠 시내 면세점의 축소는 4월부터 시작되었다. 원래는 지하 1층~지상 6층까지가 면세점 공간인데 지상 1층~4층까지로 바뀌게 된다. 3월 말부터 이미 재고자산 할인 판매가 시작되었다. 상반기 실적에는 일회성 비용 반영될 수 있다. 2017년 분기별 면세점 영업이익은 1Q -83억원, 2Q -119억원, 3Q -46억원, 4Q -27억원으로 추정된다. 3분기부터 적자폭은 꾸준히 감소할 전망이다. 연간 면세점 영업이익은 16년에 -279억원, 17년에 -276억원(순이익 -317억원), 18년에 -52억원으로 예상된다.

목표주가 115,000원, 투자의견 '매수' 유지

목표주가 115,000원은 12개월 Forward 4개(3Q17~2Q18)분기 합산 실적으로 계산했다(1H17 면세점 축소 관련 일회성 비용 제외). Forward EPS 3,802원에 Target PER 30배(10년 평균, 출국자 및 점유율 상승, 해외 자회사 성장)를 적용했다. 1) 17년 별도 영업이익 +50% YoY 성장, 2) 17년 일본 자회사 실적 +15% 개선, 3) 면세점 축소 본격화로 3Q17부터 연결 실적의 빠른 턴어라운드 기대 등의 이유로 '매수'의견을 유지한다. 여행업 최선호주로 추천한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	459.4	44.7	46.9	31.7	2,732	(5.1)	16,952	42.1	21.4	6.8	16.8	(86.9)
2016	595.5	20.9	23.9	8.0	692	(74.7)	16,312	95.6	16.3	4.1	4.2	(77.9)
2017F	645.1	32.6	33.4	13.8	1,184	71.1	16,067	74.5	11.2	5.5	7.3	(99.1)
2018F	702.8	67.8	72.9	51.1	4,399	271.7	18,751	20.0	8.7	4.7	25.3	(108.7)
2019F	740.9	74.1	79.3	56.2	4,835	9.9	21,681	18.2	8.6	4.1	23.9	(112.4)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

하나투어의 분기별 영업 실적 추이 및 전망(K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
매출액(연결)	149.0	139.7	160.0	146.9	171.3	153.5	171.2	149.1	190.5	167.3	183.5	161.4	595.6	645.1	702.8
-국내(별도)	103.8	86.3	104.1	91.5	125.6	99.8	118.5	97.2	136.7	109.1	126.4	106.3	385.8	441.2	478.6
-면세점	19.1	25.5	26.5	23.0	21.8	18.6	20.2	20.7	21.6	21.8	23.1	21.9	94.1	81.3	88.4
-일본	16.1	11.5	15.8	17.0	19.2	18.0	18.4	20.2	21.1	19.4	20.0	22.2	60.5	75.8	82.7
영업비용(판관비)	139.4	142.5	149.7	143.1	161.0	155.2	157.8	138.5	169.6	155.4	163.2	146.8	574.6	612.4	634.9
영업이익(연결)	9.6	(2.8)	10.4	3.8	10.3	(1.7)	13.5	10.6	20.9	12.0	20.4	14.6	21.0	32.6	67.8
-국내(별도)	11.3	0.4	12.7	6.0	16.0	7.1	13.9	8.6	17.3	8.0	15.3	10.2	30.4	45.6	50.7
-면세점	(6.7)	(7.5)	(6.6)	(7.1)	(8.3)	(11.9)	(4.6)	(2.7)	(1.8)	(1.5)	(0.8)	(1.1)	(27.9)	(27.6)	(5.2)
-일본	4.5	2.8	4.0	3.2	4.2	4.1	4.6	3.7	4.9	4.5	4.9	4.1	14.5	16.6	18.4
세전이익	9.4	(4.6)	12.0	7.1	11.4	(3.7)	14.0	11.6	22.0	13.0	21.4	16.6	23.9	33.3	72.9
법인세비용	5.6	1.0	5.4	4.4	6.5	3.6	5.5	2.9	4.5	3.4	5.6	4.5	16.4	18.5	18.0
순이익(연결)	3.8	(5.6)	6.6	2.7	4.9	(7.3)	8.4	8.7	17.4	9.6	15.8	12.1	7.5	14.8	55.0
-국내(별도)	8.9	0.7	9.9	(10.0)	13.7	4.0	10.9	6.8	14.8	6.6	12.0	8.4	9.5	35.3	41.8
-면세점	(6.7)	(7.4)	(6.8)	(8.3)	(9.6)	(13.6)	(5.4)	(3.1)	(1.9)	(1.6)	(0.9)	(1.2)	(29.1)	(31.7)	(5.5)
-일본	2.5	0.1	3.1	4.2	2.3	2.9	3.5	3.5	3.0	3.1	3.7	3.9	9.8	12.2	13.7
(% YoY)															
매출액	26.1	27.9	49.4	17.6	15.0	9.9	7.0	1.5	11.2	9.0	7.2	8.2	29.6	8.3	8.9
영업이익	(43.0)	적전	46.7	(58.0)	7.2	적지	29.8	176.9	102.6	흑전	51.6	37.8	(53.1)	55.5	108.0
순이익	(70.0)	적전	94.4	(63.3)	28.2	적지	28.1	222.1	254.3	흑전	88.2	38.6	(78.0)	96.4	271.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 1) 1Q17 연결 실적은 공식 발표 수치 사용, 국내 별도, 면세점, 일본 실적은 당사 추정치 사용

2) 연결 영업이익에는 국내, 면세, 일본 이외에도 약 30개의 자회사 실적이 포함

하나투어의 분기별 영업 실적 추이 및 전망(K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
출租车수 (승무원제외, 천명)	5,178	4,695	5,659	5,312	6,114	5,215	6,095	5,857	6,484	5,586	6,466	6,238	20,844	23,281	24,775
하나투어 송출객(PKG+AIR, 천명)	1,198	1,103	1,340	1,195	1,478	1,262	1,487	1,382	1,589	1,402	1,668	1,503	4,837	5,609	6,162
하나투어 송출객(PKG, 천명)	775	697	806	766	972	824	908	843	1,083	905	1,009	930	3,043	3,548	3,926
M/S (PKG+AIR, %)	23.1	23.5	23.7	22.5	24.2	24.2	24.4	23.6	24.5	25.1	25.8	24.1	22.5	23.6	24.1
M/S (PKG, %)	15.0	14.8	14.2	13.5	15.9	15.8	14.9	14.4	16.7	16.2	15.6	14.9	13.5	14.4	14.9
여행알선 PKG 수탁금	556.2	475.1	551.3	489.0	663.2	545.1	602.7	511.4	716.6	592.8	662.7	557.9	2,071.6	2,322.4	2,530.0
항공권 AIR 수탁금	237.9	213.5	303.1	251.2	275.2	223.2	321.8	269.1	272.6	250.8	362.8	286.6	1,005.8	1,089.3	1,172.8
영업수익(매출액)	103.8	86.3	104.1	91.5	125.6	99.8	118.5	97.2	136.7	109.1	126.4	106.3	385.8	441.2	478.6
해외여행알선매출	86.7	67.8	88.8	73.7	104.1	77.9	96.4	77.2	113.2	84.8	106.7	84.2	317.1	355.7	388.9
항공권매출	2.7	3.0	2.8	3.5	3.6	3.3	3.2	4.0	3.8	3.8	4.0	4.3	12.0	14.2	15.9
기타수입	14.4	15.5	12.5	14.4	17.9	18.5	18.9	16.0	19.7	20.6	15.8	17.8	56.7	71.3	73.8
영업비용(판관비)	92.5	86.0	91.4	85.5	109.6	92.8	104.6	88.6	119.5	101.1	111.2	96.1	355.4	395.6	427.9
급여	22.9	19.6	23.2	20.2	24.9	21.7	26.2	21.0	27.4	24.0	27.4	22.5	85.9	93.9	101.3
지급수수료	38.1	31.6	36.9	32.2	45.1	35.8	41.7	33.2	48.6	38.9	43.1	35.2	138.8	155.7	165.9
광고선전비	3.4	10.1	5.8	6.7	6.6	8.0	7.6	6.1	6.4	8.3	7.6	6.2	26.0	28.3	28.6
영업이익	11.3	0.4	12.7	6.0	16.0	7.1	13.9	8.6	17.3	8.0	15.3	10.2	30.4	45.6	50.7
순이익	8.9	0.7	9.9	(10.0)	13.7	4.0	10.9	6.8	14.8	6.6	12.0	8.4	9.5	35.3	41.8
(% YoY growth)															
영업수익	7.1	(0.1)	21.2	0.8	20.9	15.6	13.9	6.2	8.9	9.3	6.7	9.4	7.2	14.4	8.5
영업이익	(15.9)	(95.5)	143.5	(25.1)	41.0	1,822.7	9.7	43.7	8.2	12.9	9.6	18.3	(12.7)	50.0	11.3
순이익	(25.2)	(90.0)	242.8	적전	53.6	450.7	9.4	흑전	8.3	65.3	10.3	24.7	(66.9)	271.5	18.5
(이익률 %)															
영업이익률	10.9	0.4	12.2	6.5	12.7	7.1	11.8	8.9	12.6	7.3	12.1	9.6	7.9	10.3	10.6
순이익률	8.6	0.8	9.5	(11.0)	10.9	4.0	9.2	7.0	10.8	6.0	9.5	7.9	2.5	8.0	8.7

자료: 한국관광공사, 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 1Q17 별도 실적은 당사 추정치(분기보고서가 나오면 확인 가능)

하나투어의 연결 순이익 PER Valuation: 목표주가 115,000원

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2016년 연결 순이익	7.5	2017년 연결 순이익	14.8	4개 분기 Forward 순이익	44.2	2018년 연결 순이익	55.0
EPS (원)	692	EPS (원)	1,273	EPS (원)	3,802	EPS (원)	4,731
목표주가 (원)	20,760	목표주가 (원)	38,190	목표주가 (원)	114,074	목표주가 (원)	141,930
Target PER (x)	30.0	Target PER (x)	30.0	Target PER (x)	30.0	Target PER (x)	30.0
현재주가 (원)	88,200	현재주가 (원)	88,200	현재주가 (원)	88,200	현재주가 (원)	88,200
현재주가 PER (x)	127.5	현재주가 PER (x)	69.3	현재주가 PER (x)	23.2	현재주가 PER (x)	18.6

자료: 신한금융투자 추정

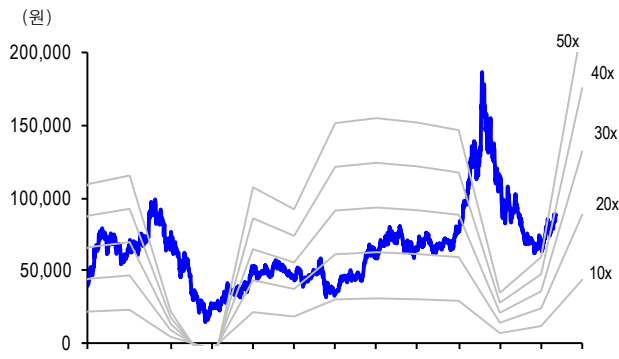
하나투어의 Historical Valuation & Target PER

(X, %)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	평균(2008년과 2009년 제외)
PER(End)	32.3	33.1	53.8	(120.6)	20.7	18.9	20.1	22.1	27.1	42.1	27.0
PER(High)	37.0	43.7	170.7	(127.3)	27.3	32.6	22.7	27.9	28.2	75.0	36.8
PER(Low)	20.5	25.1	27.0	(50.0)	20.2	17.1	10.0	19.8	21.3	28.1	20.3
PER(Avg)	33.1	37.3	93.4	(82.7)	23.4	24.2	18.3	23.6	26.5	50.2	29.6
Premium (%)											0.0
PER(Target)											29.6

자료: 신한금융투자

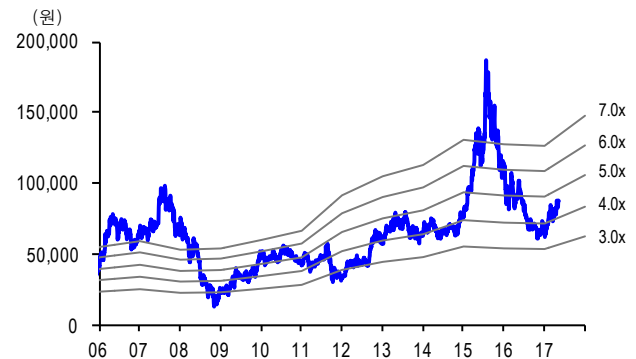
주: Target PER 계산법. 2006~2015년 Band의 평균으로 정했다. 현재 출국자가 사상 최대일 정도로 여행업이 호조이고, 호텔과 면세업 시너지까지 고려하면 실적 개선이 향후 빠르게 진행될 가능성이 매우 높은 상황. 면세점업에 대한 정부의 잘못된 규제 정책 및 신규 특허 증가에 따른 경쟁 심화(영업 적자) 우려 때문에 Premium은 없음. 일본 및 기타 자회사들의 실적 개선도 기대

하나투어의 PER Band (12M FWD)



자료: 신한금융투자

하나투어의 PBR Band (12M FWD)



자료: 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	504.4	520.2	540.3	603.3	660.1
유동자산	340.2	345.7	400.0	474.0	536.4
현금및현금성자산	146.5	156.0	194.6	250.2	300.5
매출채권	57.4	80.4	87.1	94.9	100.0
재고자산	9.3	24.3	26.4	28.7	30.3
비유동자산	164.1	174.6	140.3	129.3	123.6
유형자산	59.3	91.8	56.5	42.6	35.5
무형자산	16.9	15.9	12.5	10.3	8.4
투자자산	74.3	52.7	57.1	62.2	65.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	287.1	308.2	330.0	358.0	376.5
유동부채	275.4	286.7	307.8	334.9	352.9
단기차입금	19.2	3.4	3.4	3.4	3.4
매입채무	75.5	77.1	83.5	91.0	95.9
유동성장기부채	2.4	2.2	0.0	0.0	0.0
비유동부채	11.6	21.5	22.2	23.1	23.6
사채	0.0	3.2	3.2	3.2	3.2
장기차입금(장기금융부채 포함)	8.2	9.7	9.7	9.7	9.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	217.3	212.1	210.3	245.3	283.6
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	91.0	92.0	92.0	92.0	92.0
기타자본	(33.7)	(33.9)	(33.9)	(33.9)	(33.9)
기타포괄이익누계액	(1.2)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
이익잉여금	134.9	126.4	123.6	154.7	188.8
지배주주지분	196.9	189.5	186.7	217.8	251.9
비지배주주지분	20.4	22.6	23.6	27.5	31.7
*총차입금	30.7	20.7	18.6	18.7	18.8
*순차입금(순현금)	(188.8)	(165.2)	(208.3)	(266.7)	(318.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	35.0	27.5	70.8	87.1	79.7
당기순이익	34.2	7.5	14.8	55.0	60.4
유형자산상각비	6.1	13.1	37.7	19.1	9.1
무형자산상각비	3.7	4.3	4.5	3.6	2.9
외화환산손실(이익)	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.9	(0.0)	(0.1)	0.9	1.9
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.5	0.2	(1.5)	(1.5)	(1.5)
운전자본변동	(19.7)	(7.3)	10.6	10.2	7.1
(법인세납부)	(11.7)	(18.5)	(18.6)	(18.0)	(18.9)
기타	20.8	27.9	23.4	17.8	18.7
투자활동으로인한현금흐름	(0.9)	6.7	(13.7)	(13.0)	(6.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(16.4)	(48.0)	(6.5)	(6.2)	(2.0)
유형자산의감소	0.4	0.8	4.0	1.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(8.1)	(4.1)	(1.0)	(1.5)	(1.0)
투자자산의감소(증가)	2.3	21.6	(7.9)	(3.6)	(1.9)
기타	20.9	36.4	(2.3)	(2.7)	(1.7)
FCF	19.2	(36.9)	59.9	79.0	74.0
재무활동으로인한현금흐름	(2.4)	(25.5)	(18.7)	(17.6)	(20.9)
차입금의증가(감소)	10.1	(11.4)	(2.1)	0.1	0.1
자기주식의처분(취득)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(16.1)	(16.9)	(16.6)	(17.7)	(21.0)
기타	3.3	2.8	0.0	(0.0)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.1	(0.9)	(1.9)
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.9	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	32.6	9.6	38.5	55.6	50.3
기초현금	113.9	146.5	156.0	194.6	250.2
기말현금	146.5	156.0	194.6	250.2	300.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	459.4	595.5	645.1	702.8	740.9
증가율 (%)	19.2	29.6	8.3	8.9	5.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	459.4	595.5	645.1	702.8	740.9
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	414.7	574.6	612.4	634.9	666.8
영업이익	44.7	20.9	32.6	67.8	74.1
증가율 (%)	10.6	(53.2)	55.9	107.8	9.2
영업이익률 (%)	9.7	3.5	5.1	9.7	10.0
영업외손익	2.2	3.0	0.7	5.1	5.2
금융손익	3.3	1.8	2.0	2.6	3.3
기타영업외손익	(0.6)	1.4	(1.1)	2.7	2.1
종속 및 관계기업관련손익	(0.5)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
세전계속사업이익	46.9	23.9	33.4	72.9	79.3
법인세비용	12.8	16.4	18.6	18.0	18.9
계속사업이익	34.2	7.5	14.8	55.0	60.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	34.2	7.5	14.8	55.0	60.4
증가율 (%)	(3.5)	(78.0)	96.4	271.7	9.9
순이익률 (%)	7.4	1.3	2.3	7.8	8.2
(지배주주)당기순이익	31.7	8.0	13.8	51.1	56.2
(비지배주주)당기순이익	2.4	(0.5)	1.0	3.8	4.2
총포괄이익	34.7	8.0	14.8	55.0	60.4
(지배주주)총포괄이익	32.1	8.4	15.5	57.4	63.1
(비지배주주)총포괄이익	2.6	(0.4)	(0.7)	(2.5)	(2.7)
EBITDA	54.6	38.4	74.8	90.6	86.1
증가율 (%)	14.8	(29.7)	94.8	21.1	(4.9)
EBITDA 이익률 (%)	11.9	6.5	11.6	12.9	11.6

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	2,941	648	1,273	4,731	5,199
EPS (지배순이익, 원)	2,732	692	1,184	4,399	4,835
BPS (자본총계, 원)	18,706	18,257	18,101	21,116	24,410
BPS (지배지분, 원)	16,952	16,312	16,067	18,751	21,681
DPS (원)	1,500	1,500	1,500	1,800	2,000
PER (당기순이익, 배)	39.1	102.0	69.3	18.6	17.0
PER (지배순이익, 배)	42.1	95.6	74.5	20.0	18.2
PBR (자본총계, 배)	6.1	3.6	4.9	4.2	3.6
PBR (지배지분, 배)	6.8	4.1	5.5	4.7	4.1
EV/EBITDA (배)	21.4	16.3	11.2	8.7	8.6
배당성향 (%)	52.2	206.6	120.7	39.0	39.4
배당수익률 (%)	1.3	2.3	1.7	2.0	2.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	11.9	6.5	11.6	12.9	11.6
영업이익률 (%)	9.7	3.5	5.1	9.7	10.0
순이익률 (%)	7.4	1.3	2.3	7.8	8.2
ROA (%)	7.3	1.5	2.8	9.6	9.6
ROE (지배순이익, %)	16.8	4.2	7.3	25.3	23.9
ROIC (%)	(45.7)	(21.7)	(43.2)	(71.6)	(60.5)
안정성					
부채비율 (%)	132.1	145.3	157.0	145.9	132.8
순차입금비율 (%)	(86.9)	(77.9)	(99.1)	(108.7)	(112.4)
현금비율 (%)	53.2	54.4	63.2	74.7	85.2
이자보상배율 (배)	110.4	33.5	68.3	149.4	162.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(3.4)	(4.8)	(5.3)	(5.3)	(5.2)
재고자산회수기간 (일)	4.1	10.3	14.4	14.3	14.5
매출채권회수기간 (일)	42.6	42.2	47.4	47.2	48.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

GKL (114090)

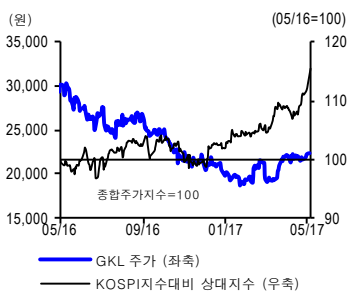
매수 (유지)

현재주가 (5월 8일) 22,400 원
 목표주가 28,500 원 (유지)
 상승여력 27.2%

성준원 김은혜
 (02) 3772-1538 (02) 3772-1546
 jwsung79@shinhan.com eunhyekim@shinhan.com

KOSPI	2,292.76p
KOSDAQ	643.39p
시가총액	1,385.6 십억원
액면가	500 원
발행주식수	61.9 백만주
유통주식수	30.3 백만주(48.9%)
52 주 최고가/최저가	30,300 원/18,750 원
일평균 거래량 (60 일)	281.675 주
일평균 거래액 (60 일)	5,873 백만원
외국인 지분율	11.34%
주요주주	한국관광공사 51.00%
	국민연금 8.71%
절대수익률	3개월 13.4%
	6개월 3.9%
	12개월 -25.6%
KOSPI 대비	3개월 2.2%
상대수익률	6개월 -9.2%
	12개월 -35.8%

주가차트



하반기를 기대하는 이유: 일본 VIP, 배당

2017년 고객 Drop액: 일본인 비중이 중국인과 동일

2017년 일본인 입국자는 +14.2% YoY, 중국인 입국자는 -24.9% YoY로 추정된다. 일본인 고객에 강점이 있는 GKL의 Drop(고객이 카지노에서 칩으로 바뀐 게임에 투입한 금액)은 17년에 성장할 가능성이 높다. 일본인이 많이 찾는 부산점 Drop은 +20.9% YoY, 국내 거주 중국인이 방문하기 좋은 서울 사이트 2개 합산 Drop은 -2.3% YoY로 추정된다. 17년 Drop액 4.15조원의 비중을 나누어 보면 일본인이 35%(1.3조원, +14% YoY), 중국인이 35%(1.3조원, -2.3% YoY)로 추정된다.

2017년 영업이익은 1,297억원(-14.2% YoY)으로 추정

2017년 영업이익은 1,297억원(-14.2% YoY)으로 추정된다. 분기별 영업이익 성장률(% YoY)은 1Q -23.0%(324억원), 2Q -29.5%(221억원), 3Q -5.2%(327억원), 4Q -1.7%(424억원)로 전망된다. 상반기보다 하반기에 실적 기대감이 올라올 수 있다. 4월부터 경쟁을 시작한 파라다이스시티(북함리조트) 및 중국의 한국 여행 제한 때문에 기존 추정치는 많이 낮아져 있었다. 파라다이스시티의 4월 매출이 발표되는 5월 초, 5월 매출이 발표되는 6월초가 GKL과 파라다이스의 단기 주가 흐름에 큰 영향을 미칠 수 있다. 7월 이후부터는 중국인의 회복과 일본인의 중장기 성장 방향이 중요하다. 지금부터는 오히려 하반기에 예상치 못한 실적 개선을 기대해보자.

목표주가 28,500원, 투자의견 '매수' 유지

목표주가 28,500원은 2017년 예상 EPS 1,583원에 Target PER 18배(카지노가 성장세를 유지하던 지난 7년 평균인 20배에서 10% 할인, 향후 공급 과잉 및 경쟁에 따른 실적 하락 우려감 때문)를 적용했다. '매수' 의견을 유지한다. 1) 경쟁 심화를 가정해도 17년 예상 PER이 14.1배로 낮고, 2) 17년 배당수익률이 3.96%(DPS 추정: 전세 887원, 중간배당 130원, 기말배당 757원)로 높고, 3) 시가총액의 44% 정도 되는 높은 순현금(17년에 5,912억원 추정) 비중 때문이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	505.7	118.4	121.0	91.7	1,483	(21.3)	7,376	16.3	7.8	3.3	20.7	(105.0)
2016	548.2	151.2	150.2	114.3	1,849	24.6	8,386	11.1	4.4	2.4	23.5	(104.1)
2017F	539.5	129.7	128.5	97.9	1,583	(14.3)	9,082	14.1	5.2	2.5	18.1	(105.2)
2018F	576.2	150.2	149.2	113.7	1,838	16.1	9,892	12.2	4.3	2.3	19.4	(105.1)
2019F	599.8	160.2	159.3	121.2	1,959	6.6	10,734	11.4	3.8	2.1	19.0	(106.1)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

GKL의 분기별 Drop, 영업 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
Total Drop: (3+4)	965.4	1,006.0	1,021.7	1,088.4	1,037.8	980.8	1,022.7	1,113.5	1,087.6	1,034.8	1,073.9	1,174.7	4,081.5	4,154.8	4,371.0
(1) VIP Table Drop	589.6	627.7	645.7	705.4	678.2	612.8	651.1	738.0	709.5	666.2	693.8	794.4	2,568.4	2,680.1	2,863.9
-Japan	202.4	239.2	289.9	281.6	263.3	263.1	318.9	304.1	271.2	281.5	328.4	310.2	1,013.1	1,149.4	1,191.4
-China	248.6	246.4	228.6	267.1	285.8	221.8	212.6	269.7	300.1	243.9	233.9	310.2	990.6	989.9	1,088.1
-Others	138.6	142.1	127.2	156.8	129.1	127.9	119.6	164.2	138.1	140.7	131.6	174.0	564.7	540.7	584.4
(2) Mass Table Drop	247.0	252.2	265.3	263.0	239.3	231.4	251.2	267.7	253.9	261.4	276.0	277.0	1,027.4	989.6	1,068.4
-Premium Japan	23.4	27.9	27.4	30.3	28.9	34.9	34.2	32.4	30.5	36.6	35.2	35.0	108.9	130.4	137.4
-Premium China	76.9	76.0	85.5	80.5	66.8	64.6	76.9	81.3	73.4	76.8	86.2	84.5	318.9	289.6	321.0
-Premium Others	31.2	30.4	32.0	32.9	28.8	25.9	31.6	33.5	31.7	32.3	33.2	34.5	126.5	119.8	131.8
-No-Name	115.5	117.9	120.5	119.3	114.9	106.1	108.4	120.5	118.3	115.6	121.4	122.9	473.1	449.9	478.3
(3) Total Table Drop(1+2)	836.6	879.9	911.0	968.4	917.5	844.2	902.3	1,005.8	963.3	927.6	969.9	1,071.4	3,595.8	3,669.7	3,932.2
-Japan	225.8	267.1	317.2	311.9	292.2	298.0	353.1	336.5	301.7	318.2	363.7	345.2	1,122.0	1,279.8	1,328.7
-China	325.5	322.4	314.1	347.6	352.6	286.3	289.5	351.0	373.6	320.8	320.0	394.7	1,309.5	1,279.5	1,409.1
-Others	169.8	172.5	159.2	189.6	157.9	153.7	151.2	197.7	169.8	173.0	164.8	208.5	691.2	660.6	716.1
-No-Name	115.5	117.9	120.5	119.3	114.9	106.1	108.4	120.5	118.3	115.6	121.4	122.9	473.1	449.9	478.3
(4) Slot machine Drop	128.8	126.1	110.8	120.0	120.3	136.7	120.5	107.7	124.3	107.2	104.0	103.3	485.7	485.1	438.8
Seoul Gangnam	480.8	506.4	487.1	537.5	478.6	491.8	464.4	529.2	507.7	516.4	478.3	555.8	2,011.8	1,964.0	2,058.1
Seoul Hilton	313.4	341.2	353.5	344.9	323.2	310.0	343.9	346.9	321.6	321.5	349.0	348.4	1,353.0	1,324.0	1,340.6
Busan Lotte	171.2	158.4	181.1	206.0	235.9	179.0	214.4	237.4	258.3	196.9	246.6	270.5	716.8	866.8	972.3
Hold율 (%)	13.6	12.7	13.0	13.7	12.5	12.7	13.0	13.5	13.0	12.7	13.0	13.2	13.2	12.9	13.0
순매출액	131.5	127.5	133.3	148.6	129.7	124.6	133.0	150.3	141.4	131.4	139.6	155.1	540.4	537.0	567.1
매출액	136.6	129.0	134.0	148.6	129.3	125.5	133.5	151.1	142.1	134.1	143.8	156.2	548.2	539.5	576.2
매출원가	86.3	90.6	91.0	97.0	88.4	91.6	91.9	99.8	92.5	96.0	96.4	103.0	364.9	371.8	387.8
컴프비용	17.6	18.0	18.7	19.2	18.4	17.9	18.7	20.4	19.3	18.8	19.5	21.1	73.5	75.3	78.8
인건비	28.2	29.4	29.1	30.3	28.9	30.3	29.5	32.1	29.6	31.2	30.8	33.2	117.0	120.7	124.8
관광기금	12.8	12.4	12.9	14.4	12.2	11.9	12.7	14.3	13.4	12.7	13.7	14.8	52.5	51.2	54.7
감가상각	1.8	1.8	1.8	2.0	1.8	1.8	1.8	2.1	1.8	1.8	1.9	2.2	7.4	7.5	7.7
개별소비세	4.2	4.0	4.2	4.5	4.0	3.9	4.1	4.7	4.4	4.2	4.5	4.8	16.8	16.7	17.9
기타비용	21.8	25.1	24.3	26.5	23.2	25.9	25.0	26.2	24.0	27.2	25.9	26.7	97.7	100.3	104.0
판관비	8.2	6.9	8.5	8.5	8.5	11.7	8.8	8.9	8.8	11.4	9.0	9.0	32.1	38.0	38.1
복리후생비	0.3	0.3	0.7	0.4	0.3	4.8	0.7	0.4	0.3	4.2	0.7	0.4	1.7	6.2	5.6
영업이익	42.1	31.4	34.5	43.1	32.4	22.1	32.7	42.4	40.9	26.8	38.4	44.2	151.2	129.7	150.2
(영업이익률 %)	30.8	24.3	25.8	29.0	25.1	17.6	24.5	28.1	28.8	20.0	26.7	28.3	27.6	24.0	26.1
세전이익	35.3	34.8	36.5	44.6	25.4	25.5	34.4	43.2	33.8	30.3	40.1	45.0	151.2	128.5	149.2
순이익	26.8	26.6	27.7	34.1	19.3	19.4	26.3	33.0	25.7	23.0	30.6	34.4	115.3	97.9	113.7
(순이익률 %)	19.6	20.6	20.7	23.0	14.9	15.4	19.7	21.8	18.1	17.1	21.3	22.0	21.0	18.2	19.7
(% YoY growth)															
매출액	(8.1)	5.4	20.5	20.5	(5.3)	(2.7)	(0.4)	1.7	9.9	6.9	7.7	3.3	8.4	(1.6)	6.8
영업이익	(13.2)	44.8	30.4	99.0	(23.0)	(29.5)	(5.2)	(1.7)	26.0	20.9	17.3	4.3	27.7	(14.2)	15.8
순이익	(16.5)	43.5	22.9	85.0	(28.1)	(27.2)	(5.4)	(3.3)	33.0	18.8	16.7	4.2	25.7	(15.1)	16.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

GKL의 PER Valuation: 목표주가 28,500원

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2016년 순이익	115.3	2017년 순이익	97.9	12개월 Forward 순이익	105.8	2018년 순이익	113.7
EPS (원)	1,865	EPS (원)	1,583	12개월 Forward EPS (원)	1,711	EPS (원)	1,838
목표주가 (원)	33,564	목표주가 (원)	28,500	목표주가 (원)	30,793	목표주가 (원)	33,087
Target PER (x)	18.0	Target PER (x)	18.0	Target PER (x)	18.0	Target PER (x)	18.0
현재주가 (원)	22,400	현재주가 (원)	22,400	현재주가 (원)	22,400	현재주가 (원)	22,400
현재주가 PER (x)	12.01	현재주가 PER (x)	14.1	현재주가 PER (x)	13.1	현재주가 PER (x)	12.2

자료: 신한금융투자 추정

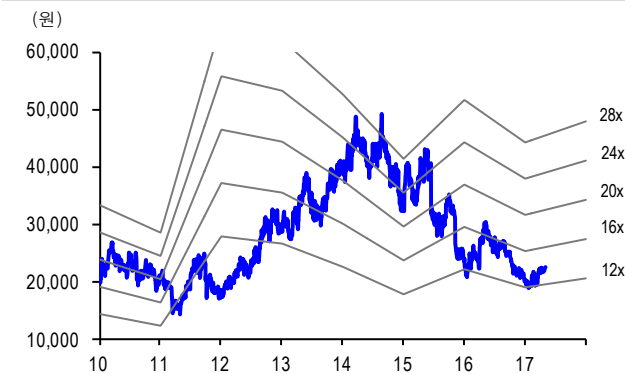
GKL의 Historical Valuation & Target PER

(X, %)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	(평균)
PER(High)	22.5	25.0	14.1	18.6	26.3	29.7	16.5	21.8
PER(Avg)	20.6	20.8	13.7	17.5	24.1	24.9	16.6	19.7
Premium (%)								(10.0)
PER(Target)								17.8

자료: 신한금융투자

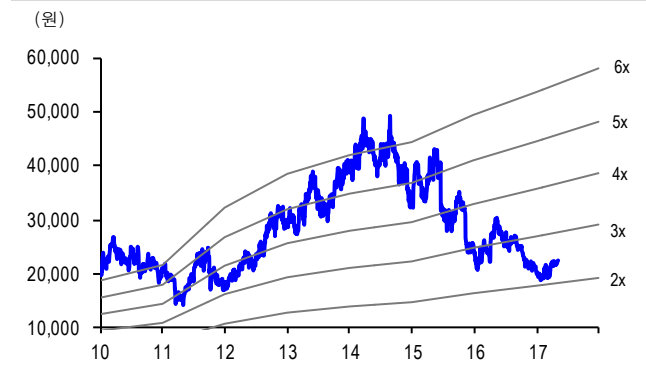
주: 기존에는 Premium이 있었으나 2015년 여름 이후로는 중국인 VIP 영업이 중단되면서 Premium 요인이 사라짐. 2017년에는 4월 파라다이스시티 개장에 따른 경쟁 심화 우려감 때문에 PER 할인이 추가로 적용됨. 과거 7년(외국인 카지노 산업 부각)의 평균 대비 10% 할인을 적용해줌

GKL의 PER Band(12M FWD)



자료: 신한금융투자 추정

GKL의 PBR Band(12M FWD)



자료: 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	650.5	730.2	774.7	828.4	883.5
유동자산	494.0	557.6	608.6	661.6	723.5
현금및현금성자산	194.8	191.3	248.2	276.7	322.8
매출채권	6.5	9.7	9.5	10.2	10.6
재고자산	1.8	2.0	2.0	2.1	2.2
비유동자산	156.5	172.6	166.1	166.7	160.0
유형자산	78.0	98.6	93.1	92.2	84.6
무형자산	9.8	9.4	9.0	8.6	8.2
투자자산	35.2	28.1	27.6	29.5	30.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	194.3	211.5	212.9	216.5	219.5
유동부채	168.8	185.9	187.8	189.7	191.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	25.5	25.5	25.1	26.8	27.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	456.2	518.7	561.8	611.9	664.0
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	403.8	466.3	509.4	559.4	611.6
지배주주지분	456.2	518.7	561.8	611.9	664.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
*순차입금(순현금)	(479.1)	(540.0)	(591.2)	(643.1)	(704.2)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	86.5	137.8	129.9	129.9	137.2
당기순이익	91.7	114.3	97.9	113.7	121.2
유형자산상각비	12.3	12.4	22.6	21.9	18.6
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
외화환산손실(이익)	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	1.4	1.4	1.4	1.4
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(20.4)	(2.7)	8.7	(6.4)	(3.2)
(법인세납부)	(31.6)	(31.3)	(30.5)	(35.5)	(38.1)
기타	34.2	43.4	29.4	34.4	36.9
투자활동으로인한현금흐름	(17.9)	(89.8)	(9.9)	(45.1)	(26.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(53.1)	(33.8)	(17.0)	(21.0)	(11.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	(0.0)
투자자산의감소(증가)	488.9	559.5	0.4	(1.9)	(1.2)
기타	(453.7)	(615.5)	6.7	(22.2)	(13.9)
FCF	20.0	108.5	107.0	116.5	131.0
재무활동으로인한현금흐름	(62.3)	(51.6)	(61.9)	(54.9)	(63.6)
차입금의증가(감소)	(0.3)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(62.0)	(51.4)	(61.9)	(54.9)	(63.6)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(1.4)	(1.4)	(1.4)
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	6.4	(3.5)	56.8	28.5	46.1
기초현금	188.5	194.8	191.3	248.2	276.7
기말현금	194.8	191.3	248.2	276.7	322.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	505.7	548.2	539.5	576.2	599.8
증가율 (%)	(6.5)	8.4	(1.6)	6.8	4.1
매출원가	350.7	364.9	371.8	387.8	400.1
매출총이익	155.0	183.3	167.7	188.4	199.6
매출총이익률 (%)	30.6	33.4	31.1	32.7	33.3
판매관리비	36.6	32.1	38.0	38.1	39.5
영업이익	118.4	151.2	129.7	150.2	160.2
증가율 (%)	(19.9)	27.7	(14.2)	15.8	6.6
영업이익률 (%)	23.4	27.6	24.0	26.1	26.7
영업외손익	2.6	(1.0)	(1.2)	(1.0)	(0.9)
금융손익	8.8	9.8	10.6	11.4	12.3
기타영업외손익	(6.2)	(10.8)	(11.8)	(12.5)	(13.2)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	121.0	150.2	128.5	149.2	159.3
법인세비용	29.3	35.8	30.5	35.5	38.1
계속사업이익	91.7	114.3	97.9	113.7	121.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	91.7	114.3	97.9	113.7	121.2
증가율 (%)	(21.3)	24.6	(14.3)	16.1	6.6
순이익률 (%)	18.1	20.9	18.2	19.7	20.2
(지배주주)당기순이익	91.7	114.3	97.9	113.7	121.2
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	86.8	113.9	97.9	113.7	121.2
(지배주주)총포괄이익	86.8	113.9	97.9	113.7	121.2
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	131.1	164.0	152.7	172.5	179.1
증가율 (%)	(17.6)	25.1	(6.9)	13.0	3.8
EBITDA 이익률 (%)	25.9	29.9	28.3	29.9	29.9

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	1,483	1,849	1,583	1,838	1,959
EPS (지배순이익, 원)	1,483	1,849	1,583	1,838	1,959
BPS (자본총계, 원)	7,376	8,386	9,082	9,892	10,734
BPS (지배지분, 원)	7,376	8,386	9,082	9,892	10,734
DPS (원)	831	1,000	887	1,029	1,117
PER (당기순이익, 배)	16.3	11.1	14.1	12.2	11.4
PER (지배순이익, 배)	16.3	11.1	14.1	12.2	11.4
PBR (자본총계, 배)	3.3	2.4	2.5	2.3	2.1
PBR (지배지분, 배)	3.3	2.4	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA (배)	7.8	4.4	5.2	4.3	3.8
배당성향 (%)	56.0	54.1	56.0	56.0	57.0
배당수익률 (%)	3.4	4.9	4.0	4.6	5.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	25.9	29.9	28.3	29.9	29.9
영업이익률 (%)	23.4	27.6	24.0	26.1	26.7
순이익률 (%)	18.1	20.9	18.2	19.7	20.2
ROA (%)	14.1	16.6	13.0	14.2	14.2
ROE (지배순이익, %)	20.7	23.5	18.1	19.4	19.0
ROIC (%)	(92.3)	(179.8)	(153.7)	(165.0)	(162.7)
안정성					
부채비율 (%)	42.6	40.8	37.9	35.4	33.1
순차입금비율 (%)	(105.0)	(104.1)	(105.2)	(105.1)	(106.1)
현금비율 (%)	115.4	102.9	132.1	145.9	168.5
이자보상배율 (배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(3.0)	(3.4)	(3.2)	(3.4)	(3.5)
재고자산회수기간 (일)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
매출채권회수기간 (일)	7.7	5.4	6.5	6.2	6.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

강원랜드 (035250)

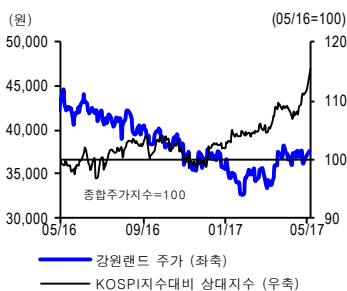
매수 (유지)

현재주가 (5월 8일) 37,600 원
 목표주가 46,000 원 (유지)
 상승여력 22.3%

성준원 김은혜
 (02) 3772-1538 (02) 3772-1546
 jwsung79@shinhan.com eunhye.kim@shinhan.com

KOSPI	2,292.76p
KOSDAQ	643.39p
시가총액	8,044.2 십억원
액면가	500 원
발행주식수	213.9 백만주
유통주식수	112.6 백만주(52.6%)
52 주 최고가/최저가	44,600 원/32,650 원
일평균 거래량 (60 일)	331,499 주
일평균 거래액 (60 일)	11,877 백만원
외국인 지분율	30.23%
주요주주	한국관광관리공단 36.27%
	국민연금 6.61%
절대수익률	3개월 7.4%
	6개월 2.7%
	12개월 -12.7%
KOSPI 대비	3개월 -3.2%
상대수익률	6개월 -10.2%
	12개월 -24.7%

주가차트



기부금 지급을 고려한 분할 매수 추천

기부금 지급을 가정한 현실적인 분할 매수 구간: 35,000원~38,000원

평창 동계올림픽에서 추가로 필요한 금액(4,000억원으로 가정)의 10%인 400억원을 2Q~4Q에 일회성으로 지급한다고 가정했다. 아직까지 정확한 지급 시점과 금액은 알려지지 않았다. 지난 6개월 동안 기부금 우려감 때문에 주가는 하락세였다. 불확실성만 해소되면 언제든지 반등 가능하다. 시장에서는 2018년의 정상적인 실적(18년 목표가 50,000원, 올림픽 개최 및 워터파크 오픈)을 바라보면서 주식을 빠르게 매수할 가능성이 높다.

현 시점에서 가장 현실적인 투자전략은 '분할 매수'다. 발표 시점에 매수하면 늦는다. 35,000원~38,000원 가격대에서는 분할 매수를 하면서 2018년의 실적 정상화를 기다리는 전략을 추천한다. 기부금 400억원을 반영해서 계산한 12개월 Forward PER Band의 15배~16배 구간에 해당한다.

기부금 없는 경우 2017년 연결 영업이익은 6,308억원(+2.0% YoY) 예상

기부금이 없는 경우(보고서의 기본 재무제표 추정치) 2017년 연결 매출액은 1.74조원(+2.3% YoY), 영업이익은 6,308억원(+2.0% YoY), 순이익은 4,881억원(+7.4% YoY)으로 예상된다. 2018년에는 평창 동계올림픽 개최 및 워터파크(하이원 워터월드) 덕분에 방문객이 증가할 가능성이 높다. 18년 연결 영업이익은 6,904억원(+15.2% YoY, 17년의 기부금 기저효과)으로 전망된다.

목표주가 46,000원, 투자의견 '매수' 유지

목표주가는 2017년 예상 EPS 2,282원(기부금 지급 반영되지 않음)에 Target PER 20배(과거 5년 PER 평균, 테이블 증설 및 안정적인 실적 개선 시기)를 적용했다. 1) 2017년 순이익 +7.4% YoY 성장(기부금 반영 안함)이 예상되고, 2) 기부금은 17년 예상 영업이익의 3.2%(200억원)~12.7%(800억원)으로 금액이 크지 않을 가능성이 높고, 3) 기부금 지급시 2018년 정상적인 실적을 기대하며 주가가 오를 가능성이 높기 때문에 현 시점에서는 '매수' 의견을 유지한다. 현 주가의 2017년 예상 배당수익률(기부금 반영 안함)은 2.87%(DPS 1,080원)다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	1,633.7	595.4	593.9	441.6	2,064	22.9	14,011	18.6	9.7	2.7	15.5	(56.9)
2016	1,696.5	618.6	596.9	454.6	2,125	2.9	15,203	16.8	8.5	2.4	14.5	(54.4)
2017F	1,735.1	630.8	635.2	488.1	2,282	7.4	16,461	16.5	8.6	2.3	14.4	(54.3)
2018F	1,870.4	690.4	694.0	530.6	2,480	8.7	17,832	15.2	7.5	2.1	14.5	(54.8)
2019F	2,018.0	773.1	778.8	592.0	2,767	11.6	19,358	13.6	6.5	1.9	14.9	(56.1)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

강원랜드의 영업 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
방문객 (천명)	817	732	867	754	806	740	876	770	838	752	934	826	3,170	3,192	3,351
(% YoY)	2.0	1.2	1.8	(0.5)	(1.3)	1.1	1.0	2.2	4.0	1.7	6.6	7.3	1.2	0.7	5.0
카지노 Drop액	1,776.1	1,762.0	1,822.3	1,682.0	1,773.2	1,824.1	1,875.5	1,746.5	1,874.7	1,884.8	2,041.9	1,909.7	7,042.4	7,219.3	7,711.2
(% YoY)	4.3	7.7	5.1	1.0	(0.2)	3.5	2.9	3.8	5.7	3.3	8.9	9.3	4.5	2.5	6.8
Hold율 (%)	23.1	22.9	23.0	23.4	23.1	23.0	23.1	23.4	23.2	23.1	23.2	23.5	23.1	23.2	23.3
매출액	436.6	411.8	438.1	410.0	433.4	426.9	449.3	425.5	460.3	443.1	496.7	470.3	1,696.5	1,735.1	1,870.4
일반 테이블	188.6	184.9	191.1	187.0	192.8	196.8	201.7	191.9	205.3	204.3	226.0	214.0	751.6	783.3	849.6
VIP 테이블	69.9	68.4	71.5	63.6	67.2	71.7	72.3	68.1	66.8	71.8	64.6	63.5	273.3	279.3	266.6
Slot 머신게임	152.8	150.3	157.3	144.3	147.3	149.4	155.0	147.7	161.1	156.0	171.4	164.6	604.7	599.4	653.1
호텔&리조트	25.3	8.2	18.1	15.2	26.0	9.0	20.2	17.9	27.2	11.1	34.8	28.2	66.9	73.1	101.2
매출원가	185.0	182.6	195.3	222.3	188.3	190.4	201.1	227.5	198.3	197.1	219.9	246.9	785.2	807.2	862.2
쿠폰	37.0	38.2	39.7	40.7	37.4	39.3	40.1	42.2	40.1	39.7	42.7	44.5	155.7	159.0	167.0
관광진흥기금	41.1	39.8	41.9	39.4	40.7	41.5	42.9	40.5	43.1	43.1	46.5	44.0	162.2	165.6	176.8
개별소비세	17.5	21.0	21.8	20.5	18.3	21.4	21.9	21.1	19.4	22.1	24.4	22.9	80.7	82.6	88.8
기타	89.5	83.7	91.8	121.6	91.9	88.2	96.2	123.6	95.7	92.1	106.3	135.5	386.5	399.9	429.6
매출총이익	251.5	229.2	242.8	187.8	245.1	236.5	248.2	198.1	262.0	246.0	276.8	223.4	911.4	927.9	1,008.2
판관비	73.7	69.0	81.2	68.9	74.0	70.2	78.8	74.0	78.3	72.7	85.9	80.8	292.7	297.1	317.8
기타비용(광고, 기부금)	11.2	10.7	20.6	20.8	11.6	11.7	16.5	19.7	12.1	12.0	17.3	20.1	63.2	59.6	61.5
폐광기금	49.1	45.5	45.6	26.3	48.5	44.8	46.8	31.8	51.7	46.7	52.2	36.9	166.5	171.9	187.6
영업이익	177.9	160.3	161.7	118.8	171.1	166.3	169.4	124.1	183.7	173.2	190.9	142.6	618.6	630.8	690.4
세전이익	189.1	164.1	166.6	77.1	179.0	167.3	170.7	118.2	191.0	174.1	191.8	137.7	596.9	635.2	694.0
법인세	46.3	40.4	42.3	13.4	43.5	39.3	40.1	24.2	45.8	41.8	47.0	28.9	142.3	147.2	163.5
순이익	142.8	123.7	124.3	63.7	135.5	128.0	130.6	94.0	145.2	132.3	144.8	108.7	454.5	488.1	530.5
매출비중 (%)															
일반 테이블	43.2	44.9	43.6	45.6	44.5	46.1	44.9	45.1	44.6	46.1	45.5	45.5	44.3	45.1	45.4
VIP 테이블	16.0	16.6	16.3	15.5	15.5	16.8	16.1	16.0	14.5	16.2	13.0	13.5	16.1	16.1	14.3
Slot 머신게임	35.0	36.5	35.9	35.2	34.0	35.0	34.5	34.7	35.0	35.2	34.5	35.0	35.6	34.5	34.9
호텔&리조트	5.8	2.0	4.1	3.7	6.0	2.1	4.5	4.2	5.9	2.5	7.0	6.0	3.9	4.2	5.4
매출 대비 세금 비율 (%)															
관광진흥기금(국세)	9.4	9.7	9.6	9.6	9.4	9.7	9.6	9.5	9.4	9.7	9.4	9.4	9.6	9.5	9.4
개별소비세(국세)	4.0	5.1	5.0	5.0	4.2	5.0	4.9	4.9	4.2	5.0	4.9	4.9	4.8	4.8	4.8
폐광기금(지방세)	11.3	11.0	10.4	6.4	11.2	10.5	10.4	7.5	11.2	10.5	10.5	7.9	9.8	9.9	10.0
법인세(국세)	10.6	9.8	9.7	3.3	10.0	9.2	8.9	5.7	10.0	9.4	9.5	6.1	8.4	8.5	8.7
(% YoY growth)															
매출액	2.6	5.9	6.0	1.0	(0.7)	3.7	2.5	3.8	6.2	3.8	10.6	10.5	3.8	2.3	7.8
영업이익	5.0	8.4	2.4	(1.1)	(3.8)	3.8	4.8	4.4	7.4	4.2	12.7	14.9	3.9	2.0	9.4
순이익	7.9	27.1	4.5	(31.5)	(5.1)	3.5	5.0	47.5	7.1	3.4	10.9	15.7	2.9	7.4	8.7
이익률 (%)															
영업이익률	40.7	38.9	36.9	29.0	39.5	39.0	37.7	29.2	39.9	39.1	38.4	30.3	36.5	36.4	36.9
순이익률	32.7	30.0	28.4	15.5	31.3	30.0	29.1	22.1	31.5	29.9	29.1	23.1	26.8	28.1	28.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 1) K-IFR 연결 기준

2) Drop액: 고객이 게임을 하기 위해 Chip(칩)으로 바꿔서 투입한 금액

3) Hold율: 카지노가 게임에 이겨서 따낸 금액 비율

강원랜드의 PER Valuation: 목표주가 46,000원(기부금 지급을 고려하지 않은 목표주가 사용)

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2016년 연결 순이익	454.5	2017년 연결 순이익	488.1	12개월 Forward 순이익	503.0	2018년 연결 순이익	530.5
EPS (원)	2,125	EPS (원)	2,282	Forward EPS (원)	2,351	EPS (원)	2,480
목표주가 (원)	42,492	목표주가 (원)	45,647	목표주가 (원)	47,027	목표주가 (원)	49,594
Target PER (x)	20.0	Target PER (x)	20.0	Target PER (x)	20.0	Target PER (x)	20.0
현재주가 (원)	37,600	현재주가 (원)	37,600	현재주가 (원)	37,600	현재주가 (원)	37,600
현재주가 PER (x)	17.7	현재주가 PER (x)	16.5	현재주가 PER (x)	16.0	현재주가 PER (x)	15.2

자료: 신한금융투자 추정

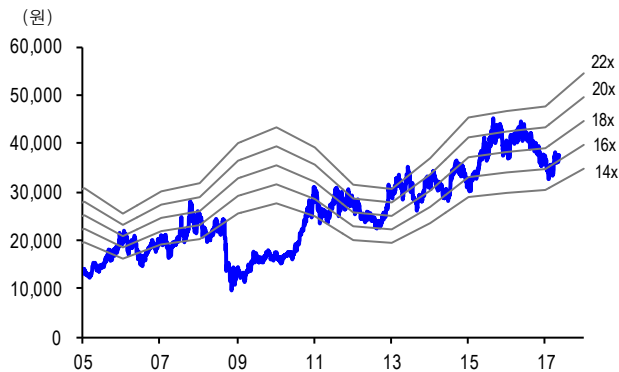
강원랜드의 Historical Valuation & Target PER

(X, %)	2012	2013	2014	2015	2016	최근 5년 평균
PER(End)	20.4	22.2	18.1	18.6	16.8	19.2
PER(High)	22.3	26.6	21.9	22.2	21.0	22.8
PER(Low)	15.6	18.5	16.6	14.4	16.6	16.4
PER(Avg)	19.8	22.0	19.3	18.5	18.9	19.8
Premium (%)						0
PER(Target)	PER(Average)의 평균을 적용함					19.8

자료: 신한금융투자 추정

주: 과거 5년 평균 PER을 Target으로 적용하는 이유? 2013년에 10년만의 대규모 테이블 증설이 있었음. 외형 성장 및 실적 개선 기대감 때문에 지난 5년간의 평균 주가는 Historical Valuation의 상단 부근인 16~20배 수준에서 지속적으로 유지되었음. 2017년과 2018년에도 테이블 증설에 따른 외형 성장은 지속될 전망. 20배는 과거 10년 평균의 상단 부근이고 과거 5년의 평균치임. 평창 올림픽 및 워터파크 개장으로 실적이 꾸준한 개선세를 보일 가능성이 높기 때문에 향후에도 20배 적용은 가능해보임. Peer Group에서는 마카오 평균이 25~30배, 파라디스는 20배, GKL은 18배를 Target PER로 적용해주고 있는 상황임

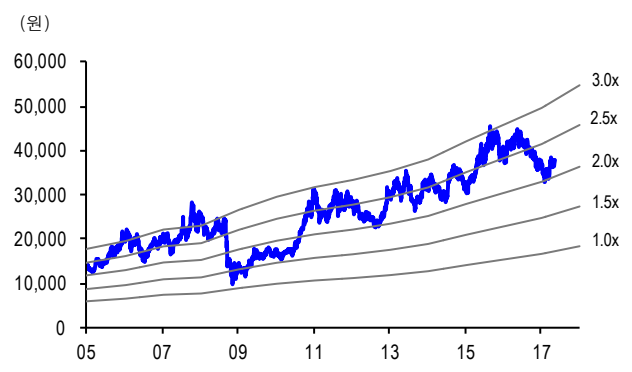
강원랜드의 PER Band (12M Fwd)



자료: 신한금융투자 추정

주: 기부금 반영 안함

강원랜드의 PBR Band (12M Fwd)



자료: 신한금융투자 추정

주: 기부금 반영 안함

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	3,690.8	3,979.0	4,284.1	4,623.3	5,013.2
유동자산	1,750.4	1,809.5	1,956.4	2,136.7	2,371.4
현금및현금성자산	105.7	93.0	137.5	208.8	327.0
매출채권	4.9	4.2	4.3	4.8	5.2
재고자산	1.6	1.3	1.3	1.4	1.5
비유동자산	1,940.4	2,169.5	2,327.6	2,486.6	2,641.9
유형자산	1,353.6	1,315.7	1,408.8	1,449.2	1,459.7
무형자산	2.5	1.9	3.6	6.1	10.3
투자자산	411.2	670.3	733.2	839.2	999.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	693.0	726.3	762.3	808.1	871.8
유동부채	664.6	718.9	754.8	800.1	863.2
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	3.6	3.1	3.2	3.4	3.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	28.4	7.4	7.5	8.0	8.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.9	0.9	0.9	0.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,997.8	3,252.7	3,521.8	3,815.1	4,141.5
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
기타자본	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	2,935.3	3,190.3	3,459.4	3,752.8	4,079.2
지배주주지분	2,997.5	3,252.5	3,521.7	3,815.0	4,141.5
비지배주주지분	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0
*총차입금	0.0	0.9	0.9	0.9	0.9
*순차입금(순현금)	(1,705.3)	(1,768.3)	(1,913.3)	(2,091.3)	(2,322.4)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	575.0	596.5	580.9	655.6	723.8
당기순이익	441.6	454.5	488.1	530.5	591.9
유형자산상각비	73.6	74.8	77.9	100.6	100.5
무형자산상각비	0.7	0.2	0.3	0.5	0.8
외화환산손실(이익)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	21.8	10.3	15.9	25.3	31.8
(법인세납부)	(156.1)	(151.7)	(147.2)	(163.5)	(186.9)
기타	193.4	208.5	146.0	162.3	185.8
투자활동으로인한현금흐름	(398.9)	(411.5)	(335.8)	(365.4)	(368.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(40.4)	(74.6)	(171.0)	(141.0)	(111.0)
유형자산의감소	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.0)	(0.0)	(2.0)	(3.0)	(5.0)
투자자산의감소(증가)	9.9	187.9	(62.9)	(106.0)	(160.6)
기타	(368.4)	(525.4)	(99.9)	(115.4)	(91.9)
FCF	515.9	530.6	425.9	530.8	637.5
재무활동으로인한현금흐름	(172.3)	(197.7)	(200.7)	(219.0)	(237.2)
차입금의증가(감소)	0.0	0.9	0.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(172.3)	(198.7)	(200.7)	(219.0)	(237.2)
기타	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	3.7	(12.7)	44.6	71.2	118.2
기초현금	102.0	105.7	93.0	137.6	208.8
기말현금	105.7	93.0	137.6	208.8	327.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,633.7	1,696.5	1,735.1	1,870.4	2,018.0
증가율 (%)	9.2	3.8	2.3	7.8	7.9
매출원가	759.6	785.2	807.2	862.2	912.8
매출총이익	874.1	911.4	927.9	1,008.2	1,105.2
매출총이익률 (%)	53.5	53.7	53.5	53.9	54.8
판매관리비	278.7	292.7	297.1	317.8	332.1
영업이익	595.4	618.6	630.8	690.4	773.1
증가율 (%)	16.0	3.9	2.0	9.4	12.0
영업이익률 (%)	36.4	36.5	36.4	36.9	38.3
영업외손익	(1.5)	(21.8)	4.4	3.6	5.8
금융손익	42.5	40.5	42.2	45.8	50.5
기타영업외손익	(44.3)	(62.3)	(37.8)	(42.3)	(44.8)
종속 및 관계기업관련손익	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	593.9	596.9	635.2	694.0	778.8
법인세비용	152.3	142.3	147.2	163.5	186.9
계속사업이익	441.6	454.5	488.1	530.5	591.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	441.6	454.5	488.1	530.5	591.9
증가율 (%)	22.9	2.9	7.4	8.7	11.6
순이익률 (%)	27.0	26.8	28.1	28.4	29.3
(지배주주)당기순이익	441.6	454.6	488.1	530.6	592.0
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
총포괄이익	464.7	453.7	488.1	530.5	591.9
(지배주주)총포괄이익	464.7	453.7	488.1	530.6	592.0
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
EBITDA	669.7	693.6	709.1	791.5	874.4
증가율 (%)	13.7	3.6	2.2	11.6	10.5
EBITDA 이익률 (%)	41.0	40.9	40.9	42.3	43.3

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	2,064	2,125	2,281	2,480	2,767
EPS (지배순이익, 원)	2,064	2,125	2,282	2,480	2,767
BPS (자본총계, 원)	14,012	15,204	16,462	17,833	19,358
BPS (지배지분, 원)	14,011	15,203	16,461	17,832	19,358
DPS (원)	980	990	1,080	1,170	1,310
PER (당기순이익, 배)	18.6	16.8	16.5	15.2	13.6
PER (지배순이익, 배)	18.6	16.8	16.5	15.2	13.6
PBR (자본총계, 배)	2.7	2.4	2.3	2.1	1.9
PBR (지배지분, 배)	2.7	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA (배)	9.7	8.5	8.6	7.5	6.5
배당성향 (%)	45.0	44.2	44.9	44.7	44.9
배당수익률 (%)	2.6	2.8	2.9	3.1	3.5
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	41.0	40.9	40.9	42.3	43.3
영업이익률 (%)	36.4	36.5	36.4	36.9	38.3
순이익률 (%)	27.0	26.8	28.1	28.4	29.3
ROA (%)	12.5	11.9	11.8	11.9	12.3
ROE (지배순이익, %)	15.5	14.5	14.4	14.5	14.9
ROIC (%)	57.5	67.0	72.3	74.0	89.7
안정성					
부채비율 (%)	23.1	22.3	21.6	21.2	21.1
순차입금비율 (%)	(56.9)	(54.4)	(54.3)	(54.8)	(56.1)
현금비율 (%)	15.9	12.9	18.2	26.1	37.9
이자보상배율 (배)	2,623.8	836.0	426.3	466.5	522.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(2.7)	(2.6)	(2.5)	(2.5)	(2.6)
재고자산회수기간 (일)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회수기간 (일)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

호텔신라 (008770)

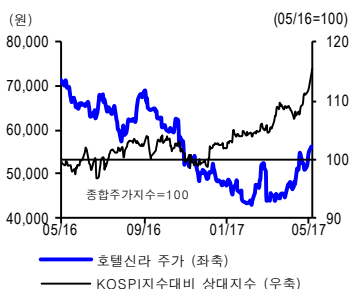
매수 (유지)

현재주가 (5월 8일) 56,100 원
 목표주가 67,000 원 (상향)
 상승여력 19.4%

성준원 김은혜
 (02) 3772-1538 (02) 3772-1546
 jwsung79@shinhan.com eunhye.kim@shinhan.com

KOSPI	2,292.76p
KOSDAQ	643.39p
시가총액	2,201.8 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	39.2 백만주
유동주식수	30.4 백만주(77.6%)
52 주 최고가/최저가	71,300 원/42,800 원
일평균 거래량 (60 일)	676,846 주
일평균 거래액 (60 일)	32,578 백만원
외국인 지분율	13.19%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 16.98%
	국민연금 10.87%
절대수익률	3 개월 29.6%
	6 개월 6.0%
	12 개월 -21.3%
KOSPI 대비	3 개월 16.7%
상대수익률	6 개월 -7.3%
	12 개월 -32.2%

주가차트



하반기 실적은 상반기보다 개선

실적은 상반기가 바닥, 하반기에 개선 전망

1분기 연결 매출액은 1.02조원(+14.9% YoY), 영업이익은 100억원(-48.2% YoY)을 기록했다. 사업부별 영업이익은 국내 면세점 169억원, 창이공항 -38억원, 그리고 호텔&레저 -69억원(호텔 -109억원, 레저 +40억원)이다. HDC신라 지분법이익은 -5억원이다. 2분기 연결 영업이익은 32억원(-82.8% YoY)으로 추정된다. 중국인 입국자 감소는 3~6월에는 월별로 -40%~-50% 감소하겠지만 중국인 출국자 성수기가 시작되는 7~8월 부터는 -20~0%로 감소폭이 축소될 가능성이 높다. 하반기 연결 영업이익은 3Q에 201억원(-20.7% YoY), 4Q에 181억원(+16.0% YoY)로 개선될 전망이다.

연결 영업이익은 17년 514억원(-34.9% YoY), 18년 1,155억원(+124.6% YoY) 예상

시내 면세점 매출액은 2Q17에 -23% YoY 감소하겠지만 3Q17부터는 -9%~0%로 빠르게 회복되는 모습을 기대한다. 국내 뿐만 아니라 해외(싱가포르) 면세점도 분기별로 적자 축소가 예상된다(영업이익 16년 -356억원, 2017년 -187억원). 2017년에는 푸켓 및 일본 시내점의 영업이 본격화 되고, 2018년에는 홍콩 공항 면세점과 인천공항 2터미널의 화장품 매장이 오픈하면서 외형 성장도 본격화 될 전망이다. 17년 1월에는 새롭게 오픈했던 HDC신라 면세점이 흑자전환 했다. 면세점 영업이익은 2분기를 저점으로 3분기 소폭 역성장 한 이후에 4분기 턴어라운드 예상된다.

목표주가 67,000원으로 4.7% 상향, 투자 의견 '매수' 유지

목표주가 67,000원은 12개월 Forward(3Q17~2Q18) 4개 분기 EBITDA로 계산했다. 12개월 Forward EV/EBITDA multiple을 면세점에 18배(최근 5년 평균에서 5% 할인, 중국인 감소 때문)를 적용했다. 목표주가는 multiple을 17배에서 18배로 높이면서(기존 할인을 10%에서 5%로 축소, 하반기에 실적 개선 기대감, 해외 확장, 인천 확장 반영) 4.7% 올라갔다. 목표 기업가치는 2.6조원이다. 1) 시내 면세점 매출 감소폭 축소(2Q -23%, 3Q부터 -9%~0%) 기대, 2) 홍콩 및 인천공항에서 적극적인 면세점 확장, 3) 2018년 영업이익 +124.6% YoY 개선 전망 등으로 '매수' 의견을 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	3,251.7	77.2	44.0	18.5	455	(75.6)	18,599	170.0	23.8	4.2	2.5	71.5
2016	3,715.3	79.0	52.4	27.8	688	51.4	16,539	69.9	15.1	2.9	4.0	61.1
2017F	3,731.5	51.4	22.8	9.9	245	(64.5)	16,769	229.3	17.6	3.3	1.5	71.5
2018F	4,561.4	115.5	85.1	59.2	1,500	513.2	17,938	37.4	11.9	3.1	8.7	54.8
2019F	4,894.3	137.0	109.5	76.6	1,909	27.3	19,185	29.4	10.7	2.9	10.4	44.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

호텔신라의 영업 실적 추이 및 전망[K-IFRS 연결 기준]

(십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017F	2018F
전체 매출액	888.9	954.1	937.7	934.6	1,021.1	825.6	898.4	986.4	1,161.9	1,124.0	1,159.2	1,116.3	3,251.7	3,715.3	3,731.5	4,561.4
(% YoY growth)	7.3	13.0	28.3	10.3	14.9	(13.5)	(4.2)	5.6	13.8	36.1	29.0	13.2	11.8	14.3	0.4	22.2
1. 면세	803.1	857.7	829.3	835.6	925.2	726.0	787.0	882.4	1,056.9	1,011.2	1,037.9	1,002.8	2,918.2	3,325.7	3,320.6	4,108.7
(% YoY growth)	6.7	11.9	29.2	10.4	15.2	(15.4)	(5.1)	5.6	14.2	39.3	31.9	13.6	11.9	14.0	(0.2)	23.7
2. 호텔	67.2	78.9	89.5	82.5	69.1	81.8	92.3	85.4	76.4	94.0	100.5	92.3	262.3	318.1	328.6	363.2
3. 생활레저	18.6	17.5	19.0	16.5	26.8	17.7	19.1	18.7	28.6	18.9	20.9	21.2	71.2	71.6	82.4	89.5
전체 영업이익	19.3	18.7	25.3	15.6	10.0	3.2	20.1	18.1	25.2	29.2	33.3	27.8	77.2	79.0	51.4	115.5
(% YoY growth)	(42.6)	(36.3)	793.4	38.5	(48.1)	(82.8)	(20.7)	16.0	152.1	804.0	65.8	53.4	(44.5)	2.3	(34.9)	124.6
1. 면세	27.8	15.4	18.5	17.3	16.9	4.4	14.1	18.4	29.0	24.8	27.4	26.8	91.0	79.0	53.8	108.0
(% YoY growth)	(35.3)	(51.4)	949.3	19.3	(39.2)	(71.7)	(23.6)	6.6	71.7	468.3	94.1	45.1	(38.9)	(13.1)	(31.9)	100.6
- 국내(별도실적)	35.0	27.7	27.9	25.2	21.4	11.0	19.6	24.7	34.7	31.2	33.6	30.4	146.4	115.9	76.7	129.9
- 해외(싱가폴 + 홍콩)	(7.2)	(12.3)	(9.4)	(7.9)	(4.5)	(6.6)	(5.5)	(6.3)	(5.7)	(6.3)	(6.2)	(3.6)	(55.4)	(36.8)	(22.9)	(21.9)
2. 호텔	(11.3)	1.6	3.5	(5.4)	(10.9)	(3.3)	2.6	(3.5)	(8.3)	1.6	2.4	(2.5)	(27.0)	(11.6)	(15.1)	(6.7)
3. 생활레저	2.8	1.7	3.3	3.6	4.0	2.2	3.3	3.2	4.5	2.8	3.5	3.5	13.1	11.4	12.7	14.2
전체 영업이익률	2.2	2.0	2.7	1.7	1.0	0.4	2.2	1.8	2.2	2.6	2.9	2.5	2.4	2.1	1.4	2.5
1. 면세	3.5	1.8	2.2	2.1	1.8	0.6	1.8	2.1	2.7	2.5	2.6	2.7	3.1	2.4	1.6	2.6
2. 호텔	(16.8)	2.0	4.0	(6.5)	(15.8)	(4.0)	2.8	(4.1)	(10.8)	1.7	2.4	(2.7)	(10.3)	(3.6)	(4.6)	(1.9)
3. 생활레저	15.1	9.9	17.2	21.8	14.9	12.2	17.5	17.1	15.7	14.8	16.6	16.5	18.4	15.9	15.4	15.9
지분법(HDC신라 등)	(3.0)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(0.9)	(1.9)	(1.6)	(1.4)	(1.5)	(1.2)	(0.9)	(1.2)	(7.6)	(8.7)	(5.8)	(4.8)
세전이익	19.5	9.0	18.1	5.8	5.3	(4.2)	12.0	9.6	19.2	21.9	24.9	19.1	44.0	52.5	22.8	85.1
순이익	12.6	2.8	10.8	1.6	2.7	(6.7)	7.7	6.2	12.8	14.9	17.7	13.7	18.5	27.8	9.9	59.2
(% YoY growth)	(18.8)	(81.4)	흑전	흑전	(78.6)	(336.1)	(28.8)	293.6	375.1	(323.0)	130.4	120.0	(74.8)	50.6	(64.3)	494.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

호텔신라의 영업 실적 추이 및 전망[K-IFRS 별도 기준]

(십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017F	2018F
전체 매출액	752.0	821.3	795.4	786.5	867.3	677.5	745.7	795.6	906.6	869.6	897.4	849.4	2,785.8	3,155.2	3,086.1	3,523.0
(% YoY growth)	3.7	11.2	31.5	9.6	15.3	(17.5)	(6.3)	1.2	4.5	28.4	20.3	6.8	(0.3)	13.3	(2.2)	14.2
1. 면세	675.2	736.4	702.2	703.4	787.6	594.6	653.7	710.2	821.5	778.5	800.8	760.6	2,475.1	2,817.2	2,746.1	3,161.4
(% YoY growth)	3.1	11.2	34.7	10.5	16.6	(19.3)	(6.9)	1.0	4.3	30.9	22.5	7.1	(1.0)	13.8	(2.5)	15.1
- 시내점	487.0	538.2	518.3	524.8	602.5	414.4	471.7	532.7	629.6	587.6	604.3	564.6	1,604.4	2,068.3	2,021.2	2,386.2
(% YoY growth)	23.5	29.1	58.5	12.6	23.7	(23.0)	(9.0)	1.5	4.5	41.8	28.1	6.0	6.1	28.9	(2.3)	18.1
- 공항점	188.2	198.2	183.9	178.6	185.1	180.2	182.1	177.5	191.8	190.9	196.5	196.0	870.7	748.9	724.9	775.2
(% YoY growth)	(27.8)	(19.2)	(5.4)	4.9	(1.6)	(9.1)	(1.0)	(0.6)	3.6	5.9	7.9	10.4	(11.8)	(14.0)	(3.2)	6.9
2. 호텔	59.3	69.4	77.9	66.6	54.4	66.7	76.4	68.7	58.0	73.8	79.3	70.0	248.7	273.2	266.2	281.1
- 서울점	30.2	38.4	36.6	38.3	30.1	37.6	35.5	39.4	31.3	40.3	36.6	40.2	137.6	143.5	142.7	148.4
- 제주점	14.7	19.0	25.1	17.8	16.1	17.7	24.6	18.2	17.7	20.9	25.6	18.6	71.3	76.6	76.6	82.7
- 기타(위탁)	14.4	12.0	16.2	10.5	8.2	11.4	16.3	11.0	9.0	12.7	17.1	11.2	39.8	53.1	46.9	50.1
3. 생활레저	17.5	15.5	15.4	16.5	25.3	16.2	15.5	16.7	27.1	17.4	17.3	18.7	62.0	64.8	73.8	80.4
전체 영업이익	27.2	30.4	33.9	21.7	13.9	8.8	24.7	23.5	29.9	34.4	38.4	30.4	133.5	113.2	70.9	133.1
(% YoY growth)	(45.3)	(29.3)	97.4	(8.0)	(49.1)	(71.0)	(27.0)	8.3	115.8	290.1	55.3	29.6	(23.6)	(15.2)	(37.4)	87.8
1. 면세	35.0	27.7	27.9	25.2	21.4	11.0	19.6	24.7	34.7	31.2	33.6	30.4	146.4	115.9	76.7	129.9
(% YoY growth)	(39.6)	(38.9)	75.3	(6.9)	(39.0)	(60.4)	(29.5)	(2.0)	62.4	184.2	71.3	22.9	(21.3)	(20.9)	(33.8)	69.4
2. 호텔	(10.1)	1.5	3.4	(5.5)	(10.8)	(3.6)	2.4	(3.8)	(8.6)	1.2	2.0	(2.8)	(23.8)	(10.7)	(15.7)	(8.2)
3. 생활레저	2.3	1.2	2.5	1.9	3.3	1.5	2.6	2.5	3.8	2.1	2.8	2.8	11.0	7.9	9.9	11.4
전체 영업이익률	3.6	3.7	4.3	2.8	1.6	1.3	3.3	2.9	3.3	4.0	4.3	3.6	4.8	3.6	2.3	3.8
1. 면세	5.2	3.8	4.0	3.6	2.7	1.8	3.0	3.5	4.2	4.0	4.2	4.0	5.9	4.1	2.8	4.1
2. 호텔	(17.0)	2.1	4.4	(8.3)	(19.8)	(5.4)	3.2	(5.5)	(14.8)	1.6	2.5	(4.0)	(9.6)	(3.9)	(5.9)	(2.9)
3. 생활레저	13.0	8.0	16.0	11.8	13.0	9.0	17.0	15.0	14.0	12.0	16.0	15.0	17.7	12.2	13.4	14.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

호텔신라의 EV/EBITDA Valuation: 12개월 Forward 기준 목표주가 67,000원

(십억원)	2017년 기준	2018년 기준	12개월 Forward 기준	설명
면세점 EBITDA	87.9	153.9	125.7	국내외 면세점 실적(HDC는 제외)
적용 Multiple (x)	18.0	18.0	18.0	최근 5년 평균치(입국자가 증가하던 시기)에서 5% 할인 (입국자 정체 또는 일시적인 감소 예상 때문)
영업가치	1,578.6	2,763.7	2,257.5	
호텔 + 레저 EBITDA	41.3	52.4	50.3	국내 호텔, 생활레저 사업부
적용 Multiple(x)	12.0	12.0	12.0	전세계 호텔 2017년 Peer 평균치
영업가치	496.0	629.0	604.2	
전체 영업가치(1)	2,074.7	3,392.7	2,861.7	면세점+호텔+생활레저
비영업가치(2)	170.5	170.5	170.5	장부가에서 20% 할인
순차입금(3)	410.4	410.4	410.4	2016년 말 기준
기업가치, 목표 시가총액(1+2-3)	1,834.8	3,152.8	2,621.8	목표 시가총액
주식수 (천주)	39,248	39,248	39,248	
목표주가 (원)	46,749	80,330	67,000	목표주가(2H17+1H18 기준으로 계산)
현재주가 (원)	56,100	56,100	56,100	
상승여력 (%)	-16.7	43.2	19.4	
목표주가 Implied PER (x)	189.7	53.6	63.1	목표주가에 해당하는 Target PER 표시
현재가 PER (x)	79.9	37.4	52.9	

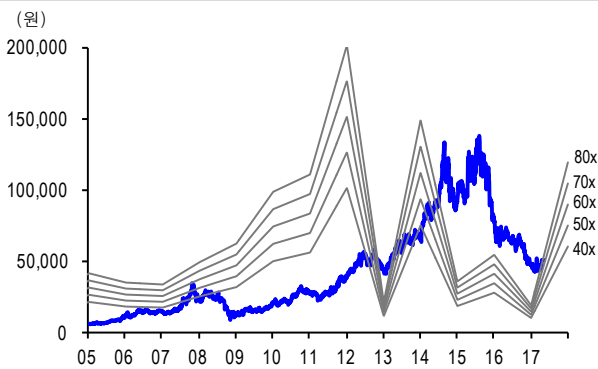
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

Historical EV/EBITDA Valuation

(x, 원)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	최근 5년 평균
EV/EBITDA(End)	17.9	15.6	16.1	21.7	21.9	23.8	20.0
EV/EBITDA(Avg)	16.8	11.2	12.3	19.8	20.6	27.0	19.1

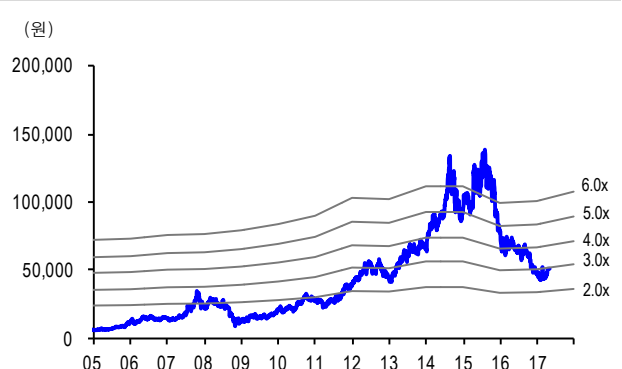
자료: 신한금융투자 추정

호텔신라의 PER Band (12Fwd)



자료: 신한금융투자

호텔신라의 PBR Band (12Fwd)



자료: 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	2,176.7	2,041.0	2,140.3	2,346.4	2,476.1
유동자산	1,023.6	1,079.1	1,175.7	1,375.0	1,488.5
현금및현금성자산	325.8	346.7	380.6	484.8	540.6
매출채권	64.5	117.9	126.2	154.2	165.5
재고자산	470.6	471.3	504.3	554.7	588.0
비유동자산	1,153.2	961.8	964.6	971.4	987.5
유형자산	735.6	706.9	714.6	723.6	730.9
무형자산	30.0	48.2	33.0	22.4	15.0
투자자산	383.0	203.5	213.7	222.2	238.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,432.8	1,379.4	1,482.2	1,642.4	1,708.7
유동부채	582.8	739.9	792.5	943.7	1,006.3
단기차입금	9.9	52.6	102.6	102.6	102.6
매입채무	196.1	205.7	206.6	252.5	270.9
유동성장기부채	149.9	100.0	100.0	120.0	130.0
비유동부채	849.9	639.5	689.7	698.7	702.4
사채	698.4	598.9	648.9	648.9	648.9
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	743.9	661.5	658.2	704.0	767.4
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타자본	(3.9)	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)
기타포괄이익누계액	(4.0)	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
이익잉여금	355.4	371.3	367.9	413.8	477.2
지배주주지분	743.9	661.5	658.2	704.0	767.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	858.2	751.5	851.5	871.5	881.5
*순차입금(순현금)	531.7	404.3	470.3	386.0	340.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	122.0	120.8	90.5	247.7	208.4
당기순이익	18.5	27.8	9.9	59.2	76.6
유형자산상각비	63.2	60.5	88.3	96.0	96.7
무형자산상각비	10.8	14.0	14.2	9.6	6.4
외화환산손실(이익)	(0.1)	0.8	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	4.1	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	5.4	11.1	13.0	10.0	5.0
운전자본변동	4.5	(22.7)	(59.9)	45.3	(1.4)
(법인세납부)	(44.9)	(28.0)	(12.9)	(25.9)	(32.8)
기타	60.5	57.6	38.2	53.8	58.2
투자활동으로인한현금흐름	(204.0)	148.1	(98.2)	(105.6)	(109.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(111.0)	(66.8)	(96.0)	(105.0)	(104.0)
유형자산의감소	4.8	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0
투자자산의감소(증가)	(41.0)	248.1	(10.2)	(8.5)	(16.2)
기타	(57.5)	(34.1)	7.0	6.9	9.9
FCF	(76.4)	176.6	(31.4)	116.0	89.4
재무활동으로인한현금흐름	220.2	(245.0)	54.4	(28.1)	(38.7)
차입금의증가(감소)	259.0	(107.1)	100.0	20.0	10.0
자기주식의처분(취득)	0.0	100.5	0.0	0.0	0.0
배당금	(13.8)	(13.8)	(13.3)	(13.3)	(13.3)
기타	(25.0)	(224.6)	(32.3)	(34.8)	(35.4)
기타현금흐름	0.0	0.0	(12.7)	(9.8)	(4.7)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.0	(3.1)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	139.1	20.8	34.0	104.2	55.8
기초현금	186.7	325.8	346.7	380.7	484.9
기말현금	325.8	346.7	380.7	484.9	540.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	3,251.7	3,715.3	3,731.5	4,561.4	4,894.3
증가율 (%)	11.8	14.3	0.4	22.2	7.3
매출원가	1,762.1	2,039.5	2,003.7	2,446.2	2,618.5
매출총이익	1,489.5	1,675.8	1,727.8	2,115.2	2,275.9
매출총이익률 (%)	45.8	45.1	46.3	46.4	46.5
판매관리비	1,412.4	1,596.8	1,676.4	1,999.7	2,138.8
영업이익	77.2	79.0	51.4	115.5	137.0
증가율 (%)	(44.5)	2.4	(35.0)	124.9	18.6
영업이익률 (%)	2.4	2.1	1.4	2.5	2.8
영업외손익	(33.2)	(26.5)	(28.6)	(30.4)	(27.5)
금융손익	(18.5)	(10.7)	(11.3)	(13.7)	(8.8)
기타영업외손익	(14.6)	(15.8)	(17.2)	(16.7)	(18.7)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	44.0	52.4	22.8	85.1	109.5
법인세비용	25.5	24.6	12.9	25.9	32.8
계속사업이익	18.5	27.8	9.9	59.2	76.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	18.5	27.8	9.9	59.2	76.6
증가율 (%)	(74.8)	50.6	(64.4)	497.9	29.5
순이익률 (%)	0.6	0.7	0.3	1.3	1.6
(지배주주)당기순이익	18.5	27.8	9.9	59.2	76.6
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	27.8	31.9	9.9	59.2	76.6
(지배주주)총포괄이익	27.8	31.9	9.9	59.2	76.6
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	151.2	153.5	153.8	221.2	240.1
증가율 (%)	(25.5)	1.5	0.2	43.8	8.6
EBITDA 이익률 (%)	4.6	4.1	4.1	4.8	4.9

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	455	688	245	1,500	1,909
EPS (지배순이익, 원)	455	688	245	1,500	1,909
BPS (자본총계, 원)	18,599	16,539	16,769	17,938	19,185
BPS (지배지분, 원)	18,599	16,539	16,769	17,938	19,185
DPS (원)	350	350	350	350	350
PER (당기순이익, 배)	170.0	69.9	229.3	37.4	29.4
PER (지배순이익, 배)	170.0	69.9	229.3	37.4	29.4
PBR (자본총계, 배)	4.2	2.9	3.3	3.1	2.9
PBR (지배지분, 배)	4.2	2.9	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA (배)	23.8	15.1	17.6	11.9	10.7
배당성향 (%)	74.7	47.7	134.2	22.5	17.3
배당수익률 (%)	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	4.6	4.1	4.1	4.8	4.9
영업이익률 (%)	2.4	2.1	1.4	2.5	2.8
순이익률 (%)	0.6	0.7	0.3	1.3	1.6
ROA (%)	0.9	1.3	0.5	2.6	3.2
ROE (지배순이익, %)	2.5	4.0	1.5	8.7	10.4
ROIC (%)	3.0	4.4	2.4	8.5	10.4
안정성					
부채비율 (%)	192.6	208.5	225.2	233.3	222.7
순차입금비율 (%)	71.5	61.1	71.5	54.8	44.3
현금비율 (%)	55.9	46.8	48.0	51.4	53.7
이자보상배율 (배)	2.5	2.4	1.6	3.3	3.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	13.5	17.4	20.7	23.7	27.5
재고자산회수기간 (일)	54.1	46.3	47.7	42.4	42.6
매출채권회수기간 (일)	6.5	9.0	11.9	11.2	11.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

모두투어 (080160)

매수 (유지)

현재주가 (5월 8일) **40,750 원**

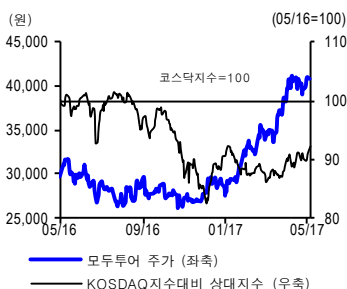
목표주가 **48,500 원 (상향)**

상승여력 **19.0%**

성준원 김은혜
(02) 3772-1538 (02) 3772-1546
jwsung79@shinhan.com eunhye.kim@shinhan.com

KOSPI	2,292.76p
KOSDAQ	643.39p
시가총액	513.5 십억원
액면가	500 원
발행주식수	12.6 백만주
유통주식수	9.3 백만주 (73.5%)
52 주 최고가/최저가	41,100 원/26,200 원
일평균 거래량 (60 일)	98,577 주
일평균 거래액 (60 일)	3,628 백만원
외국인 지분율	34.24%
주요주주	우종웅 외 6 인 17.06%
	국민연금 9.90%
절대수익률	3개월 22.9%
	6개월 46.6%
	12개월 36.3%
KOSDAQ 대비	3개월 16.3%
상대수익률	6개월 42.2%
	12개월 47.0%

주가차트



출국자 증가 수혜주

분기별 영업이익 성장 지속

1분기 영업이익은 별도 119억원(+89.1% YoY), 연결 110억원(+154.8% YoY)을 기록했다. 출국자 증가 덕분에 별도 실적과 연결 자회사인 자유투어 실적이 예상을 상회했다. 2분기 이후에도 출국자 증가세는 지속될 가능성이 높기 때문에 2017년 연간 실적 개선에 대한 기대감이 높다. 분기별 연결 영업이익은(% YoY) 2Q 50억원(+36.8%), 3Q 97억원(+16.1%), 4Q 54억원(+42.1%)로 추정된다.

본사 실적 개선 지속, 자회사 적자 축소

2017년 연간 연결 영업이익은 311억원(+54.7% YoY)으로 예상된다. 출국자가 꽤 좋다.

1) 본사 별도 실적 개선: 2017년 전체 출국자는 +11.7% YoY 성장이 기대된다. 별도 매출액은 2,383억원(+15.8% YoY), 영업이익은 344억원(+35.0% YoY)으로 기존 추정보다 소폭 상향되었다.

2) 자회사 적자 축소: 2017년 연결 자회사 6개의 합산 영업이익은 -32억원(2015년 -69억원, 2016년 -54억원, 단순 합산 기준)으로 전망된다. 모두투어인터내셔널(인바운드회사), 모두관광개발(호텔), 모두스테이(호텔), 그리고 서울호텔학교(호텔) 등 중국인 인바운드 관련 회사가 많다. 중국인 관광객 감소 우려가 있어서 적자폭은 다소 유동적이다. 다만, 매출이 가장 큰 자유투어의 적자가 줄어들면서(16년 -33억원, 17년 -3억원) 전체 적자 축소가 가능하다.

목표주가 48,500원으로 7.8% 상향, 투자의견 '매수' 유지

본문 목표주가를 45,000원에서 48,500원으로 7.8% 상향했다. 실적 추정치를 높였다. 목표주가는 12개월 Forward EPS 1,941원에 Target PER 25배(지난 10년 평균치 사용, 출국자 증가 추세 유지 반영함)를 적용했다. 1) 11% 이상의 출국자 성장세 유지, 2) 본사 영업이익 35% YoY 개선, 3) 자회사 적자 -54억원에서 -32억원으로 축소 때문에 '매수' 의견을 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	204.3	16.5	18.0	13.2	1,051	(13.7)	7,906	32.1	18.5	4.3	13.4	(64.0)
2016	237.1	20.1	22.9	16.8	1,330	26.6	8,207	21.8	11.8	3.5	16.5	(90.6)
2017F	273.1	31.1	30.3	23.0	1,828	37.4	9,303	22.3	10.6	4.4	20.9	(98.9)
2018F	290.5	33.6	33.4	25.9	2,056	12.5	10,536	19.8	9.7	3.9	20.7	(102.0)
2019F	306.3	38.5	40.1	31.3	2,482	20.8	12,104	16.4	8.2	3.4	21.9	(103.4)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

모두투어의 분기별 영업 실적 추이 및 전망(K-IFRS 연결 기준)

(십억원, 지분율)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
매출액(연결)	59.5	54.3	64.2	59.1	74.0	61.8	72.5	64.8	79.4	64.8	76.6	69.7	237.1	273.1	290.5
- 본사(별도)	53.1	46.4	55.7	50.7	64.3	54.2	63.8	55.9	69.4	56.3	67.0	60.0	205.8	238.3	252.7
- 자회사 합산	6.6	8.2	8.9	9.0	10.0	8.0	9.0	9.4	10.4	8.8	10.0	10.2	32.7	36.4	39.4
- 연결조정	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.6)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(1.4)	(1.5)	(1.5)
1) 모두투어인터내셔널(68%)	0.7	0.5	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	2.0	1.5	1.8
2) 모두스테이(100%)	2.3	2.8	2.9	3.1	2.7	2.2	2.6	2.9	2.9	2.5	3.2	3.4	11.1	10.5	11.8
3) 크루즈인터내셔널(90%)	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2
4) 서울호텔관광전문학교(100%)	0.5	1.4	0.7	1.0	0.4	1.5	0.8	1.1	0.4	1.4	0.7	1.0	3.6	3.8	3.5
5) 모두관광개발(100%)	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	2.8	2.3	3.0
6) 자유투어(80%)	2.5	2.8	3.9	3.7	5.5	3.4	4.5	4.2	6.1	3.7	4.8	4.5	13.0	17.6	19.1
영업이익(연결)	4.3	3.7	8.3	3.8	11.0	5.0	9.7	5.4	11.8	5.6	10.4	5.8	20.1	31.1	33.6
- 본사(별도)	6.3	4.8	9.0	5.4	11.9	5.9	10.3	6.4	12.8	6.1	10.7	6.5	25.5	34.4	36.2
- 자회사 합산	(2.0)	(1.1)	(0.7)	(1.6)	(0.7)	(0.9)	(0.7)	(0.8)	(0.9)	(0.7)	(0.3)	(0.6)	(5.4)	(3.2)	(2.6)
- 연결조정	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.1)	0.1	0.1	(0.1)	(0.1)	0.2	0.0	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
1) 모두투어인터내셔널(68%)	0.0	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	0.1	(0.1)	(0.1)	0.0	(0.3)	(0.7)	(0.1)
2) 모두스테이(100%)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.6)	(0.4)
3) 크루즈인터내셔널(90%)	(0.0)	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.1)	0.1	(0.1)
4) 서울호텔관광전문학교(100%)	(0.7)	0.1	(0.4)	(0.2)	(0.6)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.5)	0.1	(0.2)	(0.1)	(1.2)	(1.3)	(0.7)
5) 모두관광개발(100%)	(0.1)	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.5)	(0.2)
6) 자유투어(80%)	(1.0)	(0.8)	(0.2)	(1.2)	0.2	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.6)	0.1	(0.4)	(3.3)	(0.3)	(1.1)
세전이익(연결)	4.9	4.7	9.1	4.3	10.9	3.9	10.2	5.4	11.7	4.8	10.9	6.0	22.9	30.3	33.4
순이익(연결)	3.3	3.3	6.6	2.7	8.1	2.8	7.6	4.2	8.4	3.4	8.3	4.8	15.9	22.6	25.0
지배순이익(연결)	3.5	3.5	6.7	3.0	8.1	2.9	7.7	4.4	8.8	3.6	8.4	5.0	16.8	23.0	25.9
- 본사(별도)	5.2	4.3	7.4	2.5	8.9	3.6	8.1	4.6	9.4	4.1	8.4	5.0	19.4	25.3	26.9
- 자회사 합산	(2.0)	(1.2)	(0.8)	(2.3)	(0.9)	(0.9)	(0.7)	(0.9)	(1.0)	(0.8)	(0.2)	(0.7)	(6.2)	(3.4)	(2.7)
- 연결조정	0.1	0.1	0.1	2.4	0.1	0.1	0.2	0.4	0.0	0.1	0.2	0.4	2.7	0.7	0.8
(% YoY growth)															
매출액	18.2	9.4	24.8	11.6	24.3	13.9	12.9	9.7	7.4	4.8	5.7	7.5	16.0	15.2	6.4
영업이익	(30.9)	(28.9)	149.5	123.3	154.8	36.8	16.1	42.1	7.5	11.4	7.8	6.3	22.2	54.7	8.0
순이익	(40.9)	(18.4)	119.3	1,337.4	145.6	(16.5)	15.6	54.6	3.6	24.6	9.6	15.4	23.8	42.6	10.3
(이익률 %)															
영업이익	7.3	6.8	13.0	6.5	14.9	8.1	13.3	8.4	14.9	8.6	13.6	8.3	8.5	11.4	11.6
순이익	5.6	6.1	10.3	4.6	11.0	4.5	10.5	6.4	10.6	5.3	10.9	6.9	6.7	8.3	8.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 5월 10일 오전에 1Q17 실적 발표됨. 전망 산업 보고서의 증가 기준은 5월 8일에 맞춰져 있으나 보고서 발간은 5월 11일이라서 1Q17 실적은 공식 수치가 포함되어있음

모두투어의 분기별 영업 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원, 천명)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
영업수익(매출액)	53.1	46.4	55.7	50.7	64.3	54.2	63.8	55.9	69.4	56.3	67.0	60.0	205.8	238.3	252.7
해외여행알선매출	43.8	38.3	48.2	41.2	55.1	45.4	54.5	46.0	57.6	47.0	56.7	49.2	171.5	201.0	210.5
항공권매출	4.4	3.4	3.6	4.0	3.4	3.6	3.7	4.2	5.2	3.8	4.1	4.5	15.3	14.8	17.6
기타수입	4.9	4.7	4.0	5.5	5.8	5.2	5.7	5.7	6.6	5.5	6.1	6.3	19.0	22.4	24.6
영업비용(판관비)	46.8	41.6	46.6	45.3	52.4	48.3	53.6	49.6	56.6	50.2	56.2	53.5	180.3	203.8	216.5
급여	14.6	13.3	14.1	14.0	15.9	15.8	16.8	15.2	17.1	16.3	17.5	16.1	56.1	63.7	67.0
지급수수료	22.8	19.4	23.6	21.3	27.1	22.2	27.2	24.0	29.3	23.1	28.8	26.5	87.1	100.5	107.6
광고선전비	3.6	3.5	3.1	4.0	3.7	4.0	3.3	4.2	4.2	4.2	3.4	4.5	14.3	15.1	16.4
영업이익	6.3	4.8	9.0	5.4	11.9	5.9	10.3	6.4	12.8	6.1	10.7	6.5	25.5	34.4	36.2
순이익	5.2	4.3	7.4	2.5	8.9	3.6	8.1	4.6	9.4	4.1	8.4	5.0	19.4	25.3	26.9
(% YoY growth)															
영업수익	13.4	5.9	22.5	9.8	21.1	16.9	14.6	10.4	8.0	3.9	4.9	7.2	12.9	15.8	6.0
영업이익	(11.5)	(24.2)	62.1	61.4	89.1	23.4	13.6	17.8	7.5	4.6	4.5	1.9	14.2	35.0	5.1

자료: 한국관광공사, 회사 자료, 신한금융투자 추정

모두투어의 연결 순이익 PER Valuation: 목표주가 48,500원

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2016년 연결 순이익	16.8	2017년 연결 순이익	23.0	12개월 FWD 연결 순이익	24.5	2018년 연결 순이익	25.9
EPS (원)	1,330	EPS (원)	1,828	EPS (원)	1,942	EPS (원)	2,056
목표주가 (원)	33,250	목표주가 (원)	45,700	목표주가 (원)	48,550	목표주가 (원)	51,400
Target PER (x)	25.0	Target PER (x)	25.0	Target PER (x)	25.0	Target PER (x)	25.0
현재주가 (원)	40,750	현재주가 (원)	40,750	현재주가 (원)	40,750	현재주가 (원)	40,750
현재주가 PER (x)	30.6	현재주가 PER (x)	22.3	현재주가 PER (x)	21.0	현재주가 PER (x)	19.8

자료: 신한금융투자 추정

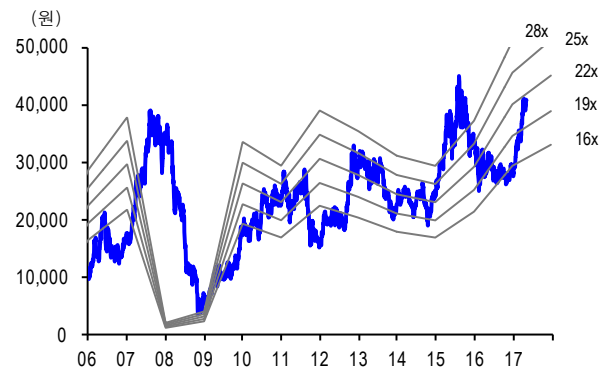
모두투어의 Historical Valuation & Target PER

(X, %)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	평균(2008년, 2009년 제외)
PER(End)	39.1	139.9	193.3	20.0	14.7	21.5	18.9	21.7	33.1	23.0	24.2
PER(High)	43.9	746.9	201.9	22.0	26.9	24.0	26.9	23.9	44.7	26.9	30.2
PER(Low)	17.0	62.5	54.1	12.9	12.9	11.0	16.3	16.9	24.0	19.8	16.1
PER(Avg)	33.3	319.5	114.2	20.9	20.5	16.0	22.1	21.1	34.2	22.8	24.7
Premium (%)											0.0
PER(Target)											24.7

자료: 신한금융투자

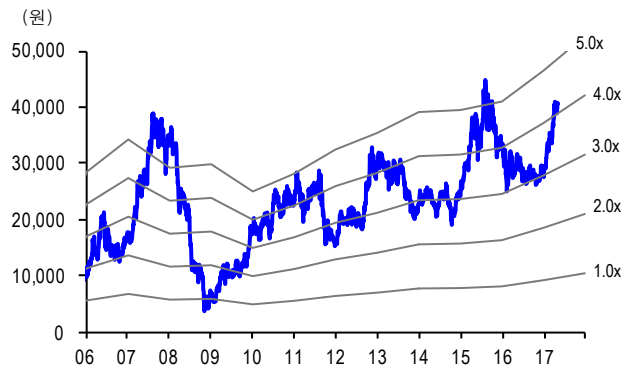
주: PER(Avg)는 지난 10년간의 평균 PER 수준인 25배임. PER 25배는 하나투어 대비 20% 할인한 수준과 동일. 매출과 이익의 차이를 고려했음. 하나투어는 시장점유율이 지속적으로 상승하지만 모두투어는 수년간 정체되어 있다는 점도 하나투어 대비 할인되는 이유

모두투어의 PER Band (12FWD)



자료: 신한금융투자

모두투어의 PBR Band (12FWD)



자료: 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	182.5	210.4	239.6	259.6	285.1
유동자산	114.5	151.1	181.2	201.5	226.1
현금및현금성자산	44.6	58.3	74.3	87.8	106.2
매출채권	23.6	31.0	35.7	37.9	40.0
재고자산	4.1	0.1	0.1	0.1	0.2
비유동자산	68.0	59.2	58.3	58.0	59.0
유형자산	14.7	21.9	19.0	17.8	17.7
무형자산	4.9	5.6	4.2	3.5	3.2
투자자산	40.9	21.7	25.0	26.6	28.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	82.8	107.7	123.5	128.8	135.5
유동부채	75.7	103.1	118.8	124.1	130.8
단기차입금	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0
비유동부채	7.1	4.6	4.7	4.7	4.7
사채	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	3.6	4.2	4.2	4.2	4.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	99.7	102.7	116.1	130.7	149.5
자본금	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
자본잉여금	28.0	27.9	27.9	27.9	27.9
기타자본	(20.6)	(28.6)	(28.6)	(28.6)	(28.6)
기타포괄이익누계액	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	85.4	97.6	111.4	127.0	146.7
지배주주지분	99.7	103.5	117.2	132.8	152.5
비지배주주지분	0.0	(0.8)	(1.1)	(2.1)	(3.0)
*총차입금	6.9	7.4	7.9	5.9	5.9
*순차입금(순현금)	(63.8)	(93.0)	(114.8)	(133.4)	(154.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	(3.0)	31.7	34.9	33.4	38.0
당기순이익	12.8	15.9	22.6	25.0	30.4
유형자산상각비	2.4	2.2	4.8	4.2	4.1
무형자산상각비	0.7	0.6	1.7	1.2	0.9
외화환산손실(이익)	(0.1)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.1)	0.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.2)	(2.1)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(19.1)	11.6	5.9	3.1	2.8
(법인세납부)	(5.9)	(5.5)	(7.6)	(8.4)	(9.8)
기타	6.5	9.3	7.6	8.4	9.7
투자활동으로인한현금흐름	(5.5)	(6.1)	(12.0)	(8.2)	(8.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(2.5)	(1.2)	(2.0)	(3.0)	(4.0)
유형자산의감소	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.5)	(0.7)	(0.3)	(0.5)	(0.5)
투자자산의감소(증가)	0.6	7.4	(3.3)	(1.6)	(1.4)
기타	(3.2)	(11.7)	(6.4)	(3.1)	(2.8)
FCF	(0.2)	34.2	35.2	31.1	33.4
재무활동으로인한현금흐름	(2.1)	(11.9)	(6.4)	(11.2)	(10.4)
차입금의증가(감소)	1.8	0.7	0.5	(2.0)	0.0
자기주식의처분(취득)	6.5	8.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(6.1)	(4.6)	(6.9)	(9.2)	(10.4)
기타	(4.3)	(16.0)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.5)	(0.5)	(0.5)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(10.6)	13.7	16.0	13.4	18.4
기초현금	55.3	44.6	58.3	74.4	87.8
기말현금	44.6	58.3	74.4	87.8	106.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	204.3	237.1	273.1	290.5	306.3
증가율 (%)	24.1	16.0	15.2	6.4	5.4
매출원가	8.2	11.2	11.7	12.1	12.5
매출총이익	196.1	225.9	261.5	278.4	293.8
매출총이익률 (%)	96.0	95.3	95.7	95.8	95.9
판매관리비	179.7	205.8	230.4	244.8	255.2
영업이익	16.5	20.1	31.1	33.6	38.5
증가율 (%)	(0.9)	22.3	54.6	8.0	14.6
영업이익률 (%)	8.1	8.5	11.4	11.6	12.6
영업외손익	1.5	2.8	(0.8)	(0.2)	1.6
금융손익	0.6	1.2	1.6	2.0	2.4
기타영업외손익	0.7	(0.6)	(4.6)	(4.4)	(3.0)
종속 및 관계기업관련손익	0.2	2.2	2.2	2.2	2.2
세전계속사업이익	18.0	22.9	30.3	33.4	40.1
법인세비용	5.1	7.0	7.6	8.4	9.8
계속사업이익	12.8	15.9	22.6	25.0	30.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	12.8	15.9	22.6	25.0	30.4
증가율 (%)	(8.7)	23.8	42.6	10.3	21.5
순이익률 (%)	6.3	6.7	8.3	8.6	9.9
(지배주주)당기순이익	13.2	16.8	23.0	25.9	31.3
(비지배주주)당기순이익	(0.4)	(0.9)	(0.4)	(0.9)	(0.9)
총포괄이익	13.3	15.6	22.6	25.0	30.4
(지배주주)총포괄이익	13.7	16.5	23.9	26.4	32.1
(비지배주주)총포괄이익	(0.4)	(0.9)	(1.3)	(1.4)	(1.7)
EBITDA	19.5	22.9	37.6	39.0	43.6
증가율 (%)	4.2	17.4	64.1	3.6	11.8
EBITDA 이익률 (%)	9.6	9.7	13.8	13.4	14.2

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	1,018	1,260	1,797	1,983	2,410
EPS (지배순이익, 원)	1,051	1,330	1,828	2,056	2,482
BPS (자본총계, 원)	7,910	8,147	9,213	10,373	11,869
BPS (지배지분, 원)	7,906	8,207	9,303	10,536	12,104
DPS (원)	390	600	800	900	1,000
PER (당기순이익, 배)	33.1	23.0	22.7	20.5	16.9
PER (지배순이익, 배)	32.1	21.8	22.3	19.8	16.4
PBR (자본총계, 배)	4.3	3.6	4.4	3.9	3.4
PBR (지배지분, 배)	4.3	3.5	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA (배)	18.5	11.8	10.6	9.7	8.2
배당성향 (%)	34.8	41.2	40.0	40.0	36.8
배당수익률 (%)	1.2	2.1	2.0	2.2	2.5
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.6	9.7	13.8	13.4	14.2
영업이익률 (%)	8.1	8.5	11.4	11.6	12.6
순이익률 (%)	6.3	6.7	8.3	8.6	9.9
ROA (%)	6.3	8.1	10.1	10.0	11.2
ROE (지배순이익, %)	13.4	16.5	20.9	20.7	21.9
ROIC (%)	(62.6)	(86.8)	(84.5)	(69.6)	(71.6)
안정성					
부채비율 (%)	83.1	104.9	106.4	98.6	90.6
순차입금비율 (%)	(64.0)	(90.6)	(98.9)	(102.0)	(103.4)
현금비율 (%)	59.0	56.6	62.6	70.7	81.2
이자보상배율 (배)	37.0	46.2	66.6	79.8	106.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(5.6)	(6.0)	(5.2)	(5.0)	(5.0)
재고자산회수기간 (일)	3.7	3.3	0.2	0.2	0.2
매출채권회수기간 (일)	38.2	42.0	44.5	46.2	46.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자

파라다이스 (034230)

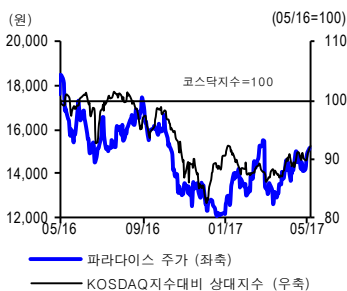
매수 (유지)

현재주가 (5월 8일) **15,150 원**
 목표주가 **18,000 원 (유지)**
 상승여력 **18.8%**

성준원 김은혜
 (02) 3772-1538 (02) 3772-1546
 jwsung79@shinhan.com eunhye.kim@shinhan.com

KOSPI	2,292.76p
KOSDAQ	643.39p
시가총액	1,377.8 십억원
액면가	500 원
발행주식수	90.9 백만주
유통주식수	42.7 백만주(47.0%)
52 주 최고가/최저가	18,450 원/12,050 원
일평균 거래량 (60 일)	859,214 주
일평균 거래액 (60 일)	12,046 백만원
외국인 지분율	3.24%
주요주주	파라다이스글로벌 외 10 인 46.67%
절대수익률	3개월 13.5%
	6개월 13.1%
	12개월 -17.9%
KOSDAQ 대비	3개월 7.4%
상대수익률	6개월 9.7%
	12개월 -11.4%

주가차트



파라다이스시티 실적 가시성이 중요

2분기까지 외형 성장이 중요

4월 20일에 개장한 파라다이스시티의 Drop액(카지노 고객이 게임에 투입한 금액)의 80% 이상은 VIP 고객에 의존할 수 밖에는 없는 상황이다. VIP 고객은 그 수요가 지난 3년간 정체되어 있다. 파라다이스시티의 초기 Drop액 증가는 파라다이스 계열의 다른 카지노들의 Drop액 감소로 이어질 가능성이 높다. 경쟁사의 Drop액도 일시적으로 영향을 받을 수 있다. 첫 3개월은 매출액 성장에 관심을 가질 수 밖에는 없다. 4월 매출이 나오는 5월 초, 5월 매출이 나오는 6월 초에 외형 성장 확인이 중요하다.

파라다이스시티 실적 가시성 높아지는 3Q17부터 본격 승부

파라다이스시티 개장에 따른 일회성 비용이 반영되는 1분기와 2분기 실적이 끝나면 3분기부터는 이익에 관심을 가지게 될 전망이다. 실적 추정이 가능해지고 가시성이 높아지기 시작하면 주가는 본격적으로 실적과의 연관성이 높아지게 된다. 보수적인 관점에서 이익 가시성이 높아지는 3분기~4분기에 서서히 매수로 접근해도 괜찮아 보인다. 2017년 파라다이스 전체 분기별 영업이익(% YoY)은 1Q -37억원(적자전환), 2Q 62억원(-81.2%), 3Q 123억원(+12.8%), 4Q 98억원(+52.5%)으로 추정된다. 연간 전사 연결 영업이익은 2017년에 245억원(-62.5% YoY), 2018년에 783억원(+218.9% YoY)으로 예상된다. 파라다이스시티의 연간 영업이익은 2017년에 -340억원, 2018년에 217억원으로 가정했다.

목표주가 18,000원, 투자조건 '매수' 유지

목표주가 18,000원을 유지한다. 목표 기업가치는 12개월 FWD EBITDA로 계산해서 1.62조원(1주당 약 18,000원)이다. 1) 연결 매출액 17년에 13.5%, 18년에 22.7% 성장, 2) 연결 영업이익은 3Q17부터 분기별로 개선 시작, 3) 17년 PBR 1.4배(중국 VIP 성장 시작하던 2012년 중순 수준)까지 낮아진 점을 이유로 '매수' 의견을 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	615.4	58.3	79.1	65.2	717	(32.1)	11,245	24.6	19.3	1.6	6.4	(16.7)
2016	694.9	65.8	75.4	55.1	606	(19.8)	11,481	20.0	16.6	1.1	5.3	19.9
2017F	789.0	24.5	3.9	3.7	40	적전	10,791	376.8	19.9	1.4	0.4	28.4
2018F	968.3	78.3	47.3	33.3	366	흑전	10,918	41.4	12.0	1.4	3.4	30.9
2019F	1,075.0	103.2	65.1	47.3	520	58.7	11,157	29.1	10.4	1.4	4.7	36.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자

파라다이스의 분기별 영업 실적 추이 및 전망(K-IFRS 연결 기준), 2017년 4월에 인천 파라다이스시티 복합 리조트 오픈

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
Table Drop액	1,231.4	1,199.0	1,171.4	1,229.0	1,199.0	1,350.1	1,433.2	1,510.2	1,594.1	1,700.4	1,704.0	1,681.7	4,830.8	5,492.5	6,680.2
- 위커힐	585.7	635.1	575.1	649.3	617.4	546.2	540.6	545.4	537.1	562.6	556.9	572.7	2,445.2	2,249.6	2,229.2
- 제주그랜드	149.4	152.4	146.3	121.2	110.6	121.9	131.7	115.2	144.9	155.5	155.1	127.3	569.3	479.4	582.7
- 인천	236.9	176.4	233.0	228.7	199.9	458.7	550.4	617.6	654.7	756.8	779.5	747.3	875.1	1,826.7	2,938.3
- 부산해운대	259.4	235.1	216.9	229.8	271.0	223.3	210.4	232.1	257.5	225.6	212.5	234.4	941.2	936.9	930.0
Hold Ratio (%)	10.5	12.7	11.9	11.5	9.7	11.9	11.5	10.9	11.0	11.4	11.2	10.9	11.6	11.0	11.1
매출액	157.0	189.0	175.2	173.6	144.0	206.1	222.7	216.2	227.4	248.7	253.2	239.0	694.9	789.0	968.3
카지노	138.0	166.7	147.8	151.0	124.1	174.2	178.9	178.8	191.5	211.4	207.8	200.1	603.4	656.0	810.7
- Table	128.9	152.3	139.8	141.4	116.4	161.2	165.2	165.2	175.6	194.0	190.6	183.0	562.4	608.1	743.3
- Slot	8.3	9.6	8.9	8.0	7.7	13.0	13.7	13.5	15.8	17.3	17.2	17.0	34.7	47.9	67.4
호텔	15.3	19.3	21.9	19.6	16.1	28.2	38.1	34.3	32.1	33.7	39.6	35.6	76.1	116.7	141.0
기타	3.7	3.1	5.5	3.1	3.7	3.6	5.7	3.2	3.8	3.7	5.8	3.3	15.4	16.3	16.6
매출원가	124.5	138.1	147.1	147.2	128.7	175.4	188.1	182.5	186.0	201.3	204.8	194.9	556.8	674.6	787.0
카지노	105.3	115.6	122.7	122.5	100.2	147.9	151.3	148.4	152.8	166.0	166.2	159.2	466.2	547.8	644.1
- 개별소비세	5.1	6.2	5.5	5.6	4.6	6.6	6.8	6.8	7.1	8.0	7.9	7.6	22.3	24.8	30.6
호텔	16.0	19.2	20.3	21.2	25.1	24.2	32.1	30.8	29.8	31.9	33.8	32.5	76.7	112.2	128.0
기타	3.2	3.2	4.0	3.5	3.4	3.3	4.7	3.2	3.4	3.3	4.8	3.3	13.9	14.6	14.9
매출총이익	32.5	51.0	28.1	26.5	15.3	30.7	34.6	33.8	41.4	47.5	48.4	44.0	138.1	114.3	181.3
판관비	17.2	18.2	17.2	20.1	19.0	24.5	22.3	24.0	25.0	26.1	25.6	26.3	72.6	89.8	103.0
영업이익	15.3	32.8	10.9	6.4	(3.7)	6.2	12.3	9.8	16.4	21.4	22.8	17.8	65.4	24.5	78.3
영업이익률 (%)	9.8	17.3	6.2	3.7	(2.6)	3.0	5.5	4.5	7.2	8.6	9.0	7.4	9.4	3.1	8.1
기타수익	7.9	6.0	4.8	5.2	6.2	6.2	5.3	6.0	6.3	5.9	5.9	5.9	24.0	23.7	24.0
기타비용	5.1	4.2	3.5	7.2	7.6	5.2	6.7	6.7	6.4	6.5	6.9	6.7	19.9	26.3	26.5
금융수익	2.7	2.5	2.3	2.0	3.3	3.5	3.2	2.9	3.2	3.0	3.1	3.1	9.5	12.9	12.4
금융비용	1.1	1.1	0.7	0.6	2.8	9.0	9.3	9.1	9.9	10.1	10.0	10.2	3.5	30.2	40.2
지분법손익	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.9)	(0.7)	(0.8)
세전이익	19.8	36.0	13.8	5.8	(4.8)	1.3	4.7	2.6	9.3	13.5	14.8	9.7	75.4	3.9	47.3
법인세	4.1	9.0	3.4	1.4	3.2	3.5	4.6	4.1	4.5	5.4	3.9	2.8	17.8	15.3	16.5
순이익	15.8	27.0	10.5	4.4	(8.0)	(2.2)	0.2	(1.5)	4.8	8.1	10.9	6.9	57.6	(11.5)	30.7
순이익률 (%)	10.0	14.3	6.0	2.5	(5.5)	(1.1)	0.1	(0.7)	2.1	3.2	4.3	2.9	8.3	(1.5)	3.2
- 지배순이익	14.6	25.5	9.6	5.4	(1.9)	2.0	3.0	0.5	6.7	9.1	10.4	7.0	55.1	3.7	33.3
- 비지배순이익	1.2	1.5	0.8	(1.0)	(6.1)	(4.2)	(2.8)	(2.0)	(1.9)	(1.0)	0.5	(0.1)	2.5	(15.1)	(2.6)
<% YoY growth>															
매출액	3.7	32.2	22.7	(2.6)	(8.3)	9.0	27.1	24.5	58.0	20.7	13.7	10.5	12.9	13.5	22.7
영업이익	(32.2)	147.6	(4.6)	(41.9)	적전	(81.2)	12.8	52.5	흑전	247.3	85.0	81.9	12.2	(62.5)	218.9
순이익	(61.1)	113.6	(14.8)	(50.7)	적전	적전	(98.2)	적전	흑전	흑전	5,625.9	흑전	(22.5)	적전	(367.6)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 1) Table Drop액은 고객이 카지노에서 칩으로 바뀐 게임에 투입한 금액을 말함

2) Hold Ratio는 게임이 끝난 후 고객의 Drop액 중에서 카지노가 탄 금액 비율. 평균 10~13% 사이

파라다이스의 목표주가 EV/EBITDA Valuation: 18,000원

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
12개월 FWD EBITDA	132.1	12개월 FWD 자본총계	1,285.1	12개월 FWD 순이익	16.0
적용 Multiple(x)	15.0	BPS (원)	14,130.3	EPS (원)	175.8
영업가치	1,985.2	적용 PBR (x)	1.3	적용 PER (x)	102.4
순차입금(-)	364.4	현재주가	15,150	현재주가	15,150
기업가치	1,620.8	목표주가	18,000	목표주가	18,000
주식수 (주)	90,942,672	상승여력 (%)	18.8	상승여력 (%)	18.8
현재주가 (원)	15,150				
목표주가 (원)	18,000				
상승여력 (%)	18.8				

자료: 신한금융투자 추정

주: 1) 목표주가 계산에는 EV/EBITDA 15배를 기준으로 사용 했음

2) PBR, PER 계산에는 목표주가를 기준으로 적용된 Multiple을 거꾸로 계산해 놓았음, 참고사항으로 볼 것

파라다이스의 Multiple 계산

(X)	현재 주가 수준 Multiple			회사 과거 평균 (X)	Premium (%)	목표 Multiple (X)
	과거 16	당사추정17F	해외평균 16F~17F			
EV/EBITDA	19.4	19.9	16.7	18.8	(20)	15.0
PBR	1.4	1.4	8.2	1.8	(20)	1.4
PER	376.8	41.4	24.2	22.7	351	102.4

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

주: 1) EV/EBITDA 15.0배를 기준으로 목표주가 계산(회사의 과거 평균은 19.0배로 현재 적용 받는 수준 및 목표 Multiple보다 높았다. 과거에는 중국인 및 일본인 VIP고객 성장률이 높았기 때문임. 실적 감소 우려 때문에 과거 대비 20% 할인 적용하게 되었음. 마카오 Peer 평균은 17.0배로 높다. 마카오는 확장해도 이익이 성장하는데 파라다이스는 이익이 역성장하기 때문에 10% 할인 적용하게 되었음)

2) 마카오에 비해서 수요가 한정적이기 때문에 EBITDA 및 PBR에서 할인 받게 됨

3) PER이 높은 이유는 이자비용이 많이 나가서 순이익이 낮기 때문임

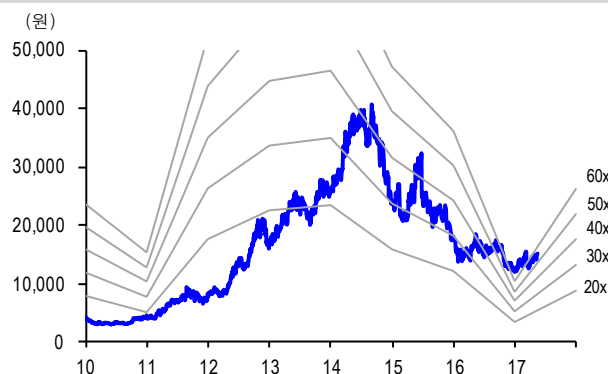
파라다이스의 Historical Valuation & Target EV/EBITDA

(x, %)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	(2012~2016년)평균
EV/EBITDA (High)	12.9	9.3	8.3	7.0	10.5	17.3	16.2	32.5	34.8	23.3	24.8
EV/EBITDA (Low)	8.2	5.3	5.1	4.6	2.2	5.6	9.5	17.3	19.0	17.4	13.7
EV/EBITDA (Avg)	10.4	7.8	6.4	5.4	6.3	10.4	13.2	25.4	25.0	20.2	19.0
Discount (%)											-20.0
EV/EBITDA (Target)						EV/EBITDA(Avg)의 평균치에서 -20% 할인 적용					15.2

자료: 신한금융투자

주: 최근 5년 동안 중국인 고객 증가 구간의 평균치를 사용 하는 것이 적절함. 지난 1년간 중국인 VIP 영업이 중단되면서 Valuation 낮아짐. 파라다이스시티 개장 이후에는 실적 감소로 최근 5년 평균 대비 할인을 20% 적용 가능

파라다이스의 PER Band(12M FWD)



자료: 신한금융투자

파라다이스의 PBR Band(12M FWD)



자료: 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	1,993.9	2,308.0	2,530.1	2,749.7	2,979.6
유동자산	698.1	492.0	619.1	765.1	856.9
현금및현금성자산	338.8	182.3	175.2	200.6	230.2
매출채권	24.4	18.9	19.0	19.1	21.2
재고자산	2.7	2.4	2.7	2.8	3.1
비유동자산	1,295.8	1,816.0	1,911.0	1,984.6	2,122.7
유형자산	830.9	1,337.0	1,425.3	1,490.9	1,621.1
무형자산	279.9	285.1	288.6	290.1	292.2
투자자산	49.9	43.5	46.7	53.2	59.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	707.4	998.4	1,249.0	1,459.1	1,665.8
유동부채	239.6	289.9	411.2	503.3	549.2
단기차입금	36.4	59.6	139.6	189.6	199.6
매입채무	1.5	1.7	1.9	2.3	2.6
유동성장기부채	10.1	10.8	40.8	70.8	80.0
비유동부채	467.8	708.4	837.8	955.8	1,116.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	396.8	638.7	758.7	858.7	1,008.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,286.5	1,309.7	1,281.1	1,290.6	1,313.8
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	295.0	295.0	295.0	295.0	295.0
기타자본	(26.1)	(26.1)	(26.1)	(26.1)	(26.1)
기타포괄이익누계액	0.7	1.2	1.2	1.2	1.2
이익잉여금	706.1	726.9	664.2	675.7	697.5
지배주주지분	1,022.7	1,044.1	981.3	992.9	1,014.7
비지배주주지분	263.8	265.6	299.8	297.7	299.1
*총차입금	443.3	710.2	940.3	1,120.6	1,290.0
*순차입금(순현금)	(215.4)	260.7	364.4	399.0	481.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	(0.7)	112.2	94.4	150.0	181.0
당기순이익	71.8	57.6	(11.5)	30.7	48.8
유형자산상각비	22.1	25.7	66.7	80.4	89.8
무형자산상각비	5.5	6.7	11.5	14.5	15.0
외화환산손실(이익)	(0.4)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(3.7)	(0.0)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(16.7)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
운전자본변동	(25.2)	(0.6)	28.4	25.2	28.3
(법인세납부)	(92.5)	(14.6)	(15.3)	(16.5)	(16.3)
기타	38.4	37.8	15.4	16.5	16.2
투자활동으로인한현금흐름	(398.1)	(499.1)	(306.8)	(288.7)	(300.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(295.6)	(489.8)	(155.0)	(146.0)	(220.0)
유형자산의감소	7.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.4)	(1.8)	(15.0)	(16.0)	(17.0)
투자자산의감소(증가)	215.3	13.8	(3.2)	(6.4)	(5.9)
기타	(324.5)	(21.3)	(133.6)	(120.3)	(57.4)
FCF	(289.9)	(384.8)	(139.4)	11.2	(16.0)
재무활동으로인한현금흐름	398.6	230.2	204.6	163.2	148.1
차입금의증가(감소)	360.6	262.1	230.1	180.3	169.4
자기주식의처분(취득)	8.7	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(42.8)	(31.9)	(25.6)	(17.0)	(21.3)
기타	72.1	(0.0)	0.1	(0.1)	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.8	0.8	0.8
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	0.2	(156.5)	(7.1)	25.4	29.6
기초현금	338.6	338.8	182.3	175.2	200.6
기말현금	338.8	182.3	175.2	200.6	230.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	615.4	694.9	789.0	968.3	1,075.0
증가율 (%)	(9.0)	12.9	13.5	22.7	11.0
매출원가	492.7	556.4	674.6	787.0	864.3
매출총이익	122.6	138.4	114.3	181.3	210.7
매출총이익률 (%)	19.9	19.9	14.5	18.7	19.6
판매관리비	64.3	72.6	89.8	103.0	107.5
영업이익	58.3	65.8	24.5	78.3	103.2
증가율 (%)	(26.2)	12.8	(62.7)	218.9	31.8
영업이익률 (%)	9.5	9.5	3.1	8.1	9.6
영업외손익	20.8	9.7	(20.7)	(31.0)	(38.1)
금융손익	9.3	6.0	(22.6)	(31.1)	(36.3)
기타영업외손익	12.6	3.7	1.9	0.1	(1.8)
종속 및 관계기업관련손익	(1.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
세전계속사업이익	79.1	75.4	3.9	47.3	65.1
법인세비용	23.8	17.8	15.3	16.5	16.3
계속사업이익	55.4	57.6	(11.5)	30.7	48.8
중단사업이익	16.5	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	71.8	57.6	(11.5)	30.7	48.8
증가율 (%)	(32.1)	(19.8)	적전	흑전	58.7
순이익률 (%)	11.7	8.3	(1.5)	3.2	4.5
(지배주주)당기순이익	65.2	55.1	3.7	33.3	47.3
(비지배주주)당기순이익	6.6	2.5	34.2	(2.1)	1.4
총포괄이익	70.0	55.1	(11.5)	30.7	48.8
(지배주주)총포괄이익	63.8	53.4	(11.1)	29.8	47.3
(비지배주주)총포괄이익	6.2	1.7	(0.4)	1.0	1.5
EBITDA	85.9	98.2	102.8	173.1	207.9
증가율 (%)	(15.4)	14.3	4.6	68.5	20.1
EBITDA 이익률 (%)	14.0	14.1	13.0	17.9	19.3

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

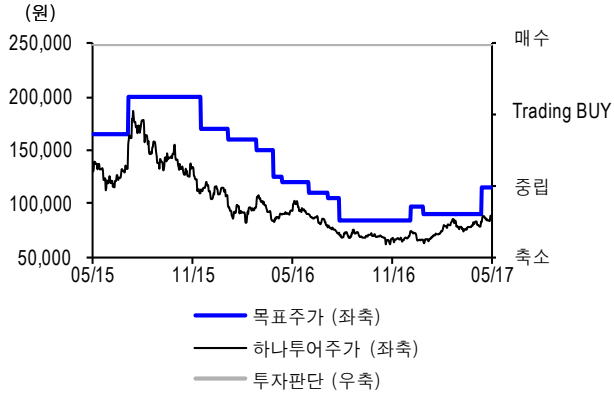
주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	790	634	(126)	338	536
EPS (지배순이익, 원)	717	606	40	366	520
BPS (자본총계, 원)	14,146	14,401	14,087	14,191	14,447
BPS (지배지분, 원)	11,245	11,481	10,791	10,918	11,157
DPS (원)	375	300	200	250	300
PER (당기순이익, 배)	22.3	19.2	(119.9)	44.8	28.2
PER (지배순이익, 배)	24.6	20.0	376.8	41.4	29.1
PBR (자본총계, 배)	1.2	0.8	1.1	1.1	1.0
PBR (지배지분, 배)	1.6	1.1	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA (배)	19.3	16.6	19.9	12.0	10.4
배당성향 (%)	49.0	46.4	465.9	64.0	54.0
배당수익률 (%)	2.1	2.5	1.3	1.7	2.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	14.0	14.1	13.0	17.9	19.3
영업이익률 (%)	9.5	9.5	3.1	8.1	9.6
순이익률 (%)	11.7	8.3	(1.5)	3.2	4.5
ROA (%)	4.0	2.7	(0.5)	1.2	1.7
ROE (지배순이익, %)	6.4	5.3	0.4	3.4	4.7
ROIC (%)	6.2	4.0	(4.5)	4.0	5.1
안정성					
부채비율 (%)	55.0	76.2	97.5	113.1	126.8
순차입금비율 (%)	(16.7)	19.9	28.4	30.9	36.6
현금비율 (%)	141.4	62.9	42.6	39.9	41.9
이자보상배율 (배)	19.5	18.7	0.8	1.9	2.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(3.3)	(4.2)	(4.4)	(5.0)	(5.1)
재고자산회수기간 (일)	1.5	1.3	1.2	1.0	1.0
매출채권회수기간 (일)	17.2	11.4	8.8	7.2	6.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

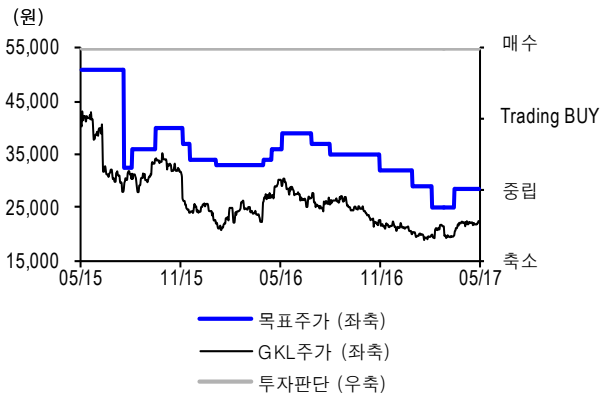
투자의견 및 목표주가 추이

하나투어 (039130)



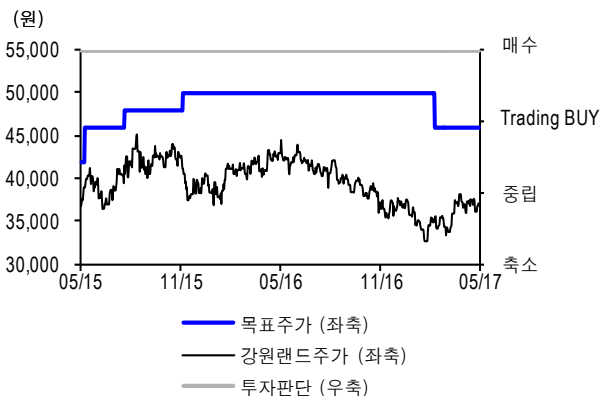
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 09일	매수	165,000
2015년 07월 12일	매수	200,000
2015년 11월 22일	매수	170,000
2016년 01월 11일	매수	160,000
2016년 03월 03일	매수	150,000
2016년 04월 03일	매수	125,000
2016년 04월 19일	매수	120,000
2016년 06월 07일	매수	110,000
2016년 07월 12일	매수	105,000
2016년 08월 02일	매수	84,000
2016년 12월 11일	매수	97,000
2017년 01월 03일	매수	90,000
2017년 04월 20일	매수	115,000

GKL (114090)



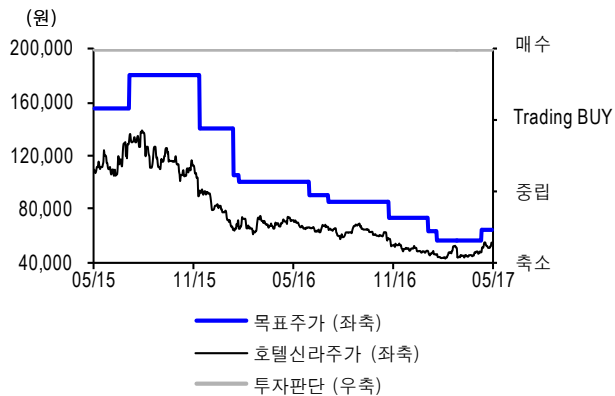
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 09일	매수	51,000
2015년 07월 26일	매수	32,500
2015년 08월 10일	매수	36,000
2015년 09월 22일	매수	40,000
2015년 11월 11일	매수	37,000
2015년 11월 24일	매수	34,000
2016년 01월 11일	매수	33,000
2016년 04월 07일	매수	34,000
2016년 04월 22일	매수	36,000
2016년 05월 11일	매수	39,000
2016년 07월 04일	매수	37,000
2016년 08월 07일	매수	35,000
2016년 11월 06일	매수	32,000
2017년 01월 05일	매수	29,000
2017년 02월 10일	매수	25,000
2017년 03월 23일	매수	28,500

강원랜드 (035250)



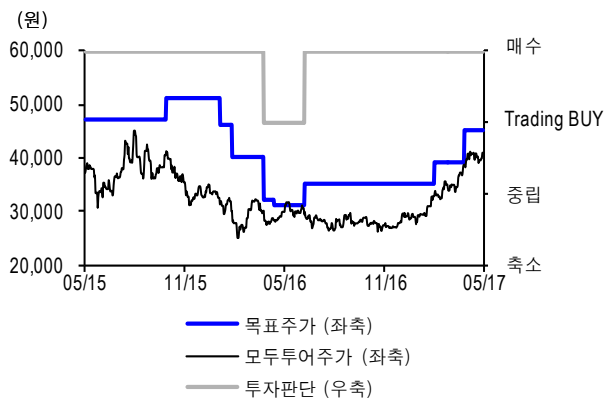
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 04월 30일	매수	42,000
2015년 05월 15일	매수	46,000
2015년 07월 27일	매수	48,000
2015년 11월 11일	매수	50,000
2017년 02월 15일	매수	46,000

호텔신라 (008770)



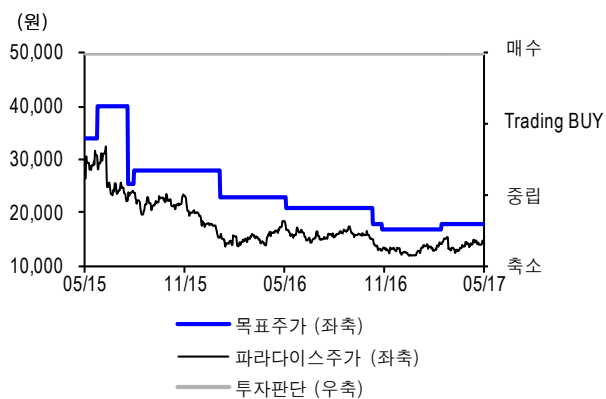
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 09일	매수	155,000
2015년 07월 12일	매수	180,000
2015년 11월 18일	매수	140,000
2016년 01월 19일	매수	105,000
2016년 01월 29일	매수	100,000
2016년 06월 06일	매수	90,000
2016년 07월 11일	매수	85,000
2016년 10월 30일	매수	73,000
2017년 01월 10일	매수	63,000
2017년 01월 26일	매수	56,000
2017년 04월 18일	매수	64,000

모두투어 (080160)



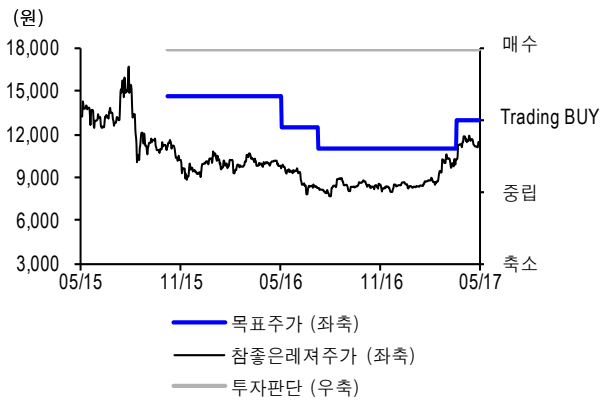
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 09일	매수	47,000
2015년 10월 04일	매수	51,000
2016년 01월 11일	매수	46,000
2016년 02월 02일	매수	40,000
2016년 03월 31일	Trading BUY	32,000
2016년 04월 19일	Trading BUY	31,000
2016년 06월 14일	매수	35,000
2017년 02월 07일	매수	39,000
2017년 04월 03일	매수	45,000

파라다이스 (034230)



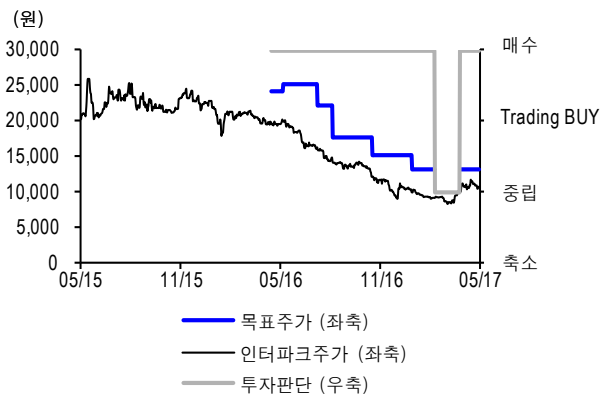
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 09일	매수	34,000
2015년 05월 31일	매수	40,000
2015년 07월 26일	매수	25,500
2015년 08월 06일	매수	28,000
2016년 01월 11일	매수	23,000
2016년 05월 11일	매수	21,000
2016년 10월 17일	매수	18,000
2016년 11월 03일	매수	17,000
2017년 02월 20일	매수	18,000

참좋은레저 (094850)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 10월 15일	매수	14,700
2016년 05월 11일	매수	12,500
2016년 07월 17일	매수	11,000
2017년 03월 27일	매수	13,000

인터파크 (108790)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2016년 04월 20일	매수	24,000
2016년 05월 12일	매수	25,000
2016년 07월 14일	매수	22,000
2016년 08월 11일	매수	17,500
2016년 10월 23일	매수	15,000
2017년 01월 04일	매수	13,000
2017년 02월 15일	중립	-
2017년 04월 02일	매수	13,000

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 성준원, 김은혜)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기회사(강원랜드, 호텔신라)를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다.
- ◆ 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

주 가	세 터	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
		Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
		중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
		축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 5일 기준)

매수 (매수)	89.57%	Trading BUY (중립)	6.64%	중립 (중립)	3.79%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----

고객지원센터 : 1588-0365

서울특별시 영등포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com



신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	구로	02) 857-8600	대치센트레빌	02) 554-2878	보라매	02) 820-2000	여의도	02) 3775-4270
강남중앙	02) 6354-5300	남대문	02) 757-0707	도곡	02) 2057-0707	삼성역	02) 563-3770	연희동	02) 3142-6363
관악	02) 887-0809	노원역	02) 937-0707	마포	02) 718-0900	삼풍	02) 3477-4567	영업부	02) 3772-1200
광교	02) 739-7155	논현	02) 518-2222	명동	02) 752-6655	송파	02) 449-0808	잠실신천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	답십리	02) 2217-2114	목동	02) 2653-0844	신당	02) 2254-4090	중부	02) 2270-6500
종로영업소	02) 722-4388	성수동영업소	02) 466-4228	반포	02) 533-1851	압구정	02) 511-0005		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	수원	031) 246-0606	의정부	031) 848-9100	판교	031) 8016-0266		
분당	031) 712-0109	안산	031) 485-4481	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010		
산본	031) 392-1141	인천	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600	평촌	031) 381-8686		
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777		
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500		
대구·경북지역									
구미	054) 451-0707	대구수성	053) 642-0606	안동	054) 855-0606				
대구	053) 423-7700	시지	053) 793-8282	포항	054) 252-0370				
대전·충북지역									
대전	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600				
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911				
군산	063) 442-9171	여수	061) 682-5262	수완	062) 956-0707				
PWM Lounge									
경희궁	02) 2196-4655	명동	02) 718-0149	성수동	02) 466-4227	울산	052) 261-6127	종로중앙	02) 712-7106
과천	02) 3679-1410	부산서면	051) 243-3070	신제주	064) 743-0752	의정부	031) 848-0125	평촌	031) 386-0583
광교영업부	02) 777-1559	산본중앙	031) 396-5094	영업부	02) 3783-1025	종로	02) 722-4388	평택	031) 657-0136
마포중앙	02) 718-5029	서여의도	02) 3775-1458						
PWM센터									
강남	02) 508-2210	목동	02) 2649-0101	서울FC	02) 778-9600	이촌동	02) 3785-2536	부산	051) 819-9011
강남대로	02) 523-7471	반포	02) 3478-2400	서초	02) 532-6181	인천	032) 464-0707	PVG강남	02) 559-3399
광주	062) 524-8452	방배	02) 537-0885	스타	02) 2052-5511	일산	031) 906-3891	PVG서울	02) 6050-8100
대구	053) 252-3560	분당	031) 717-0280	압구정	02) 541-5566	잠실	02) 2143-0800		
대전	042) 489-7904	분당중앙	031) 718-5015	압구정중앙	02) 547-0202	태평로	02) 317-9100		
도곡	02) 554-6556	서교	02) 335-6600	여의도	02) 782-8331	해운대	051) 701-2200		
해외현지법인/사무소									
뉴욕	(1-212) 397-4000	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356	호치민	(84-8) 6299-8000	호치민 사무소	(84-8) 3824-6445
인도네시아	(62-21) 5140-1133								