

# 엔터/레저

## 1Q20 Preview: 3~4월 실적 저점 전망

### 비중 확대 (유지)

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

이해니 ☎ 02-3772-1506  
✉ hanny.lee@shinhan.com

- ◆ 출입국자 감소 및 면세점 매출 감소 흐름은 3~4월이 최저점으로 전망
- ◆ 1Q20 연결 영업이익: 호텔신라, 하나투어, 모두투어, 파라다이스 적자
- ◆ 실적 개선 속도: 호텔신라, 강원랜드 > 외국인 카지노 > 여행사

### 출입국자 감소 및 면세점 매출 감소 흐름은 3~4월이 최저점으로 전망

2020년 출입국자는 2,721만명(-41.3% YoY)으로 추정된다. 출국자는 4월이 -92% YoY로 가장 큰 감소세를 나타낸 이후부터 점진적인 회복이 기대된다. 입국자도 4월에 16.3만명(-90% YoY)으로 최저점이 전망된다. 중국인 입국자는 연간 426만명(-29.2% YoY)으로 3~4월에 저점 형성을 예상한다. 면세점은 매출이 가장 크게 역성장 하는 시기가 3월(-42.4% YoY)이고 4월부터 개선세가 나타날 가능성을 높게 본다.

### 1Q20 연결 영업이익: 호텔신라, 하나투어, 모두투어, 파라다이스 적자

1분기 연결 영업이익은 호텔신라 -287억원(적전), 하나투어 -149억원(적전), 모두투어 -79억원(적전), 파라다이스 -103억원(적지) 등으로 추정된다. 강원랜드는 419억원(-66.5% YoY), GKL은 83억원(-51.1% YoY)으로 흑자다.

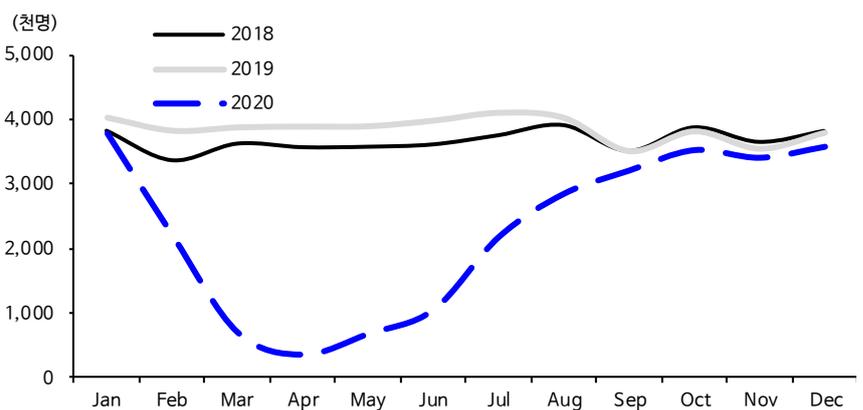
### 실적 개선 속도: 호텔신라, 강원랜드 > 외국인 카지노 > 여행사

향후 실적은 보파리상이 찾아오는 호텔신라와 내국인 매출이 대부분인 강원랜드부터 먼저 좋아질 가능성이 높다. GKL과 파라다이스의 중국인/일본인 VIP 고객은 5~6월에 찾아올 전망이다. 출국자는 7~9월부터 서서히 증가할 가능성이 높아서 가장 늦게 회복이 가능한 회사들은 하나투어와 모두투어다.

### Top Picks

종목명	투자 의견	현재주가 (3월 26 일, 원)	목표 주가 (원)	상승 여력 (%)
호텔신라 (008770)	매수	71,000	100,000	40.8
강원랜드 (035250)	매수	19,600	27,000	37.8
하나투어 (039130)	매수	36,400	50,000	37.4
파라다이스 (034230)	매수	12,800	17,500	36.7
GKL (114090)	매수	13,550	18,500	36.5
모두투어 (080160)	매수	9,750	13,000	33.3

### 월별 출입국자 합산 추이 및 전망 차트



자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

**2020년 증감률(% YoY): 출국자 -43%, 입국자 -38%, 중국인 입국자 -29%**

2020년 출입국자 합산 인원은 2,712만명(-41.3% YoY)으로 예상된다. 연간 출국자는 1,630만명(-43.2% YoY)으로 가정했다. 출국자는 4월 -92% YoY로 가장 큰 폭의 감소세를 보인 이후 5~6월에도 -80%대의 역성장세를 지속할 전망이다. 7월에는 50%(% YoY), 8월에는 30% 정도의 역성장 흐름을 이어가다가 추석이 있는 9~10월에는 10% 수준의 역성장으로 회복되는 모습을 기대한다.

2020년 연간 입국자는 1,081만명(-38.2% YoY)으로 가정했다. 월별 입국자는 4월에 가장 낮은 16.3만명(-90% YoY)을 저점으로 서서히 반등할 전망이다(5월 -76%, 6월 -64%, 7월 -42%). 11월 또는 12월에 플러스로 전환될 가능성이 높다. 2020년 중국인 입국자는 426만명(-29.2% YoY)로 예상된다. 3~4월이 최저점이고 5월부터 서서히 회복을 시작해서 11월에 플러스 전환을 기대한다. 2020년 일본인 입국자는 175만명(-46.5% YoY)로 4월에 1,160명(-99.6% YoY)으로 최저점을 만든 이후 점진적으로 증가하는 모습으로 추정된다.

(천명)	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20F
출입국자합계	21,286	22,489	24,877	27,022	30,282	32,542	39,625	39,832	44,043	46,206	27,116
출국자(승무원포함)	12,488	12,694	13,737	14,846	16,081	19,310	22,383	26,496	28,696	28,714	16,301
입국자	8,798	9,795	11,140	12,176	14,202	13,232	17,242	13,336	15,347	17,492	10,815
일본	3,023	3,289	3,519	2,748	2,280	1,838	2,298	2,311	2,949	3,272	1,750
<b>중국</b>	<b>1,875</b>	<b>2,220</b>	<b>2,837</b>	<b>4,327</b>	<b>6,127</b>	<b>5,984</b>	<b>8,068</b>	<b>4,169</b>	<b>4,790</b>	<b>6,023</b>	<b>4,262</b>
대만	406	428	548	545	644	518	833	926	1,115	1,255	695
홍콩	229	281	360	400	558	523	651	658	684	687	383
동남아	1,305	1,548	1,745	1,959	2,254	1,782	2,419	2,369	2,570	2,686	1,638
기타	1,959	2,029	2,131	2,197	2,338	2,586	2,973	2,903	3,240	3,570	2,086

자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

(명)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	합계
2019	2,912,331	2,617,946	2,334,153	2,246,417	2,401,204	2,495,798	2,642,585	2,427,634	2,049,830	2,153,847	2,090,192	2,342,314	28,714,251
2020F	2,513,030	1,452,960	466,831	179,713	312,157	499,160	1,321,293	1,699,344	1,844,847	1,960,001	1,943,879	2,108,083	16,301,295
(% YoY)													
2019	1.6	13.3	3.6	0.7	3.0	7.4	5.9	(3.7)	(7.9)	(8.3)	(9.0)	(6.1)	0.1
2020F	(13.7)	(44.5)	(80.0)	(92.0)	(87.0)	(80.0)	(50.0)	(30.0)	(10.0)	(9.0)	(7.0)	(10.0)	(43.2)

자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

(명)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	합계
2017	565,243	590,790	360,782	227,811	253,359	254,930	281,263	339,388	318,682	345,384	299,247	332,474	4,169,353
2018	305,127	345,341	403,413	366,604	370,222	379,891	410,337	478,140	434,595	475,307	404,256	416,279	4,789,512
2019	392,814	453,379	487,623	493,250	500,413	475,007	519,132	578,112	541,350	567,695	505,369	508,877	6,023,021
2020F	481,681	207,501	107,277	120,156	175,145	261,254	311,479	433,584	503,456	539,310	555,906	564,853	4,261,601
(% YoY)													
2017	8.3	8.1	(40.0)	(66.6)	(64.1)	(66.4)	(69.3)	(61.2)	(56.1)	(49.3)	(42.1)	(37.9)	(48.3)
2018	(46.0)	(41.5)	11.8	60.9	46.1	49.0	45.9	40.9	36.4	37.6	35.1	25.2	14.9
2019	28.7	31.3	20.9	34.5	35.2	25.0	26.5	20.9	24.6	19.4	25.0	22.2	25.8
2020F	22.6	(54.2)	(78.0)	(75.6)	(65.0)	(45.0)	(40.0)	(25.0)	(7.0)	(5.0)	10.0	11.0	(29.2)

자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

**2020년 증감률(% YoY): 전체 면세 매출 -1.9%, 외국인 면세 매출 +4.6%**

2020년 국내 면세점 매출액은 US\$209억(-1.9% YoY, 25.1조원), 외국인 면세 매출액은 US\$187억(+4.6% YoY, 22.4조원)으로 추정된다. 절대적인 매출 금액은 2월(US\$9.2억, -40.5% YoY)이, 매출 증감률은 3월(US\$11억, -42.4% YoY)이 가장 낮을 것으로 전망된다. 4월에는 -29.7%로 조금 개선되는 모습이 기대된다.

현재는 국내 면세점을 방문하는 일반 관광객은 거의 없다. 다만, 중국인 보따리상들은 여전히 왕래가 있는 편이다. 보따리상의 인원수는 줄었지만 1인당 구매 금액은 최근 큰 폭으로 증가하고 있는 것으로 알려져있다. 3월부터 중국에서 내수시장이 서서히 살아나면서 '보복적 소비(Revenge Spending)'라는 단어까지 등장했다. 중국 내수 화장품 시장의 회복과 한국 면세점의 보따리상 매출은 흐름을 같이 할 가능성이 높다. 시차를 두고 한국의 면세점 매출도 회복 국면에 진입할 전망이다.

국내 전체 면세점 매출액 추이 및 전망(월별)									
(백만달러, 천명)	내국인 매출	외국인 매출	전체 매출	내국인 고객	외국인 고객	전체 고객	전체 매출 증감률(% YoY)	전체 고객 증감률(% YoY)	
Jan.18	311	1,069	1,380	2,681	1,346	4,027	42.4	(3.9)	
Feb.18	276	911	1,187	2,252	1,292	3,544	4.1	(13.9)	
Mar.18	295	1,265	1,560	2,511	1,578	4,089	67.4	8.5	
Apr.18	315	1,209	1,524	2,522	1,626	4,148	71.4	12.0	
May.18	323	1,167	1,491	2,584	1,583	4,168	59.2	15.7	
Jun.18	302	1,115	1,417	2,560	1,599	4,159	46.7	12.6	
Jul.18	313	1,030	1,343	2,529	1,484	4,013	36.7	8.6	
Aug.18	304	1,192	1,496	2,553	1,510	4,062	26.9	4.6	
Sep.18	298	1,221	1,519	2,462	1,520	3,982	23.3	2.1	
Oct.18	288	1,150	1,438	2,486	1,596	4,082	28.6	10.6	
Nov.18	286	1,173	1,459	2,437	1,534	3,971	19.0	3.4	
Dec.18	290	1,133	1,423	2,361	1,532	3,892	15.5	(0.2)	
Jan.19	316	1,210	1,525	2,577	1,455	4,032	10.5	0.1	
Feb.19	299	1,254	1,552	2,418	1,319	3,737	30.8	5.4	
Mar.19	295	1,624	1,918	2,430	1,696	4,126	23.0	0.9	
Apr.19	296	1,453	1,749	2,385	1,729	4,114	14.7	(0.8)	
May.19	295	1,471	1,766	2,408	1,746	4,154	18.5	(0.3)	
Jun.19	303	1,361	1,664	2,518	1,673	4,191	17.4	0.8	
Jul.19	298	1,417	1,715	2,448	1,662	4,110	27.7	2.4	
Aug.19	273	1,536	1,810	2,365	1,707	4,072	21.0	0.2	
Sep.19	263	1,609	1,872	2,151	1,729	3,880	23.2	(2.6)	
Oct.19	274	1,570	1,844	2,260	1,806	4,067	28.2	(0.4)	
Nov.19	278	1,682	1,960	2,219	1,721	3,940	34.3	(0.8)	
Dec.19	287	1,655	1,942	2,248	1,773	4,021	36.5	3.3	
Jan.20	278	1,465	1,743	2,223	1,614	3,837	14.3	(4.8)	
Feb.20	108	815	923	1,044	711	1,754	(40.5)	(53.1)	
Mar.20	74	1,031	1,105				(42.4)		
Apr.20	53	1,177	1,230				(29.7)		
May.20	80	1,324	1,404				(20.5)		
Jun.20	136	1,402	1,538				(7.5)		
Jul.20	209	1,700	1,908				11.3		
Aug.20	218	1,859	2,078				14.8		
Sep.20	250	2,059	2,309				23.4		
Oct.20	260	1,994	2,254				22.2		
Nov.20	281	1,931	2,212				12.8		
Dec.20	294	1,904	2,198				13.2		

자료: 한국면세점협회, 신한금융투자 추정

주: 20년 3월(Feb.20)부터는 당사 추정치

## 호텔신라는 1~2분기 적자, 하나투어/모두투어는 1~3분기 적자 예상

### 1) 호텔신라: 1Q20 연결 영업이익 -287억원(적자전환) 추정

국내 모든 면세점 합산 매출은 1월에 14.3% YoY 성장했다. 반면, 2월에는 35% YoY, 3월에는 45% YoY 수준의 역성장이 각각 예상된다. 1분기 전체로는 23% YoY 역성장이다. 호텔신라의 국내 면세점 매출은 1분기에 28.5% YoY 역성장으로 추정된다. 보따리상이 주로 이용하는 시내점 매출은 -18% YoY(서울점은 Flat, 제주점은 큰 폭의 마이너스)로 양호한 편이지만, 출국자와 입국자가 주로 이용하는 공항점(인천, 김포, 제주) 매출은 -61.0% YoY로 크게 감소한다.

1분기 연결 영업이익은 -287억원(적전)으로 추정했다. 사업부별 영업이익은 국내시내점 443억원(-45.6% YoY), 국내공항점 -356억원(공항 임차료 할인 없음), 싱가포르공항점 -120억원(소폭의 임차료 할인 적용), 홍콩공항점 -94억원(추후 임차료 할인 추정), 국내호텔 -172억원(적자지속), 생활레저 11억원 등으로 계산된다.

2분기에는 영업환경이 개선될 가능성도 있지만 일단 연결 영업이익을 -70억원(적전)으로 추정했다. 국내시내점은 626억원(-12.2% YoY)으로 좋아지는 모습을 기대한다. 다만, 국내공항점의 영업이익은 -497억원으로 적자가 더 커질 전망이다. 높은 임차료 때문이다. 향후 연결 영업이익은 3분기에 850억원(+48.0% YoY, 3Q19 기저효과), 4분기에 801억원(+3.3% YoY, 4Q19의 일회성이익 역기저효과) 등으로 각각 추정된다.

### 2) 하나투어: 1Q20 연결 영업이익 -149억원(적자전환) 추정

2월 중순부터 출국자가 급격히 줄어들기 시작하면서 하나투어의 별도 영업이익은 -98억원(적자전환)으로 추정된다. 2분기에는 예약자가 없어서 예약률을 따로 집계하기 힘들 정도다. 2분기 별도 영업이익은 -141억원(적자지속)으로 가정했다. 별도 실적은 3분기까지 적자(-25억원)를 이어가다가 4분기에 손익분기점(BEP)을 맞출 전망이다. 최근 IMM PE의 투자이후 사업 재배치에 관한 얘기가 많아지고 있다. 출국자가 급감한 현 상황에서는 필요성이 더 높아지고 있다. 코로나19가 지나가고 출국자 회복기에는 하나투어의 영업이익 개선 폭이 경쟁사 대비 더 좋을 가능성을 높게 본다.

입국자도 같이 줄어들면서 공항 및 시내에 있는 하나투어의 에스엠 면세점 매출도 급격히 하락하고 있다. 최근 공시를 통해 서울 인사동 면세점의 사업권을 늦어도 9월 30일까지 반납하겠다고 했다. 이미 영업이 힘든 상황이라서 빠르면 2분기에도 반납할 가능성이 높다. 비용 절감이 가능해져서 긍정적이다. 인천공항 T1 출국장 면세점도 3기 면세사업 기간이 끝나는 8월까지만 운영한다. T2 출국장과 T1 입국장에 있는 면세점은 계속 운영한다. 출입국자가 정상적인 상황에서는 흑자를 내고 있었다.

### 3) 모두투어: 1Q20 연결 영업이익 -79억원(적자전환) 추정

출국자가 급격히 줄어들면서 모두투어도 마찬가지로 1분기 별도 영업이익은 -45억원(적자전환)으로 추정된다. 2분기에도 예약률이 회복되기는 힘들다. 영업이익은 별도 -74억원, 연결 -96억원으로 적자를 지속할 전망이다. 연결 영업이익은 3분기에 -21억원, 4분기에 +4억원으로 기대된다. 하나투어의 사업 재편 스토리와는 다르게 모두투어는 사업적인 변화가 크지는 않을 것으로 보인다.

호텔신라 영업 실적 추이 및 전망															
(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
전체 매출액(연결 전체)	1,125.5	1,174.9	1,220.4	1,192.8	1,343.2	1,354.9	1,475.3	1,544.0	954.3	1,060.5	1,621.9	1,737.3	4,713.6	5,717.4	5,374.0
(% YoY growth)	28.1	46.7	29.4	33.7	19.3	15.3	20.9	29.4	(29.0)	(21.7)	9.9	12.5	34.1	21.3	(6.0)
1. 면세(연결 전체)	1,013.7	1,054.9	1,093.5	1,071.5	1,225.2	1,226.5	1,338.6	1,410.9	876.4	972.0	1,501.6	1,606.7	4,233.6	5,201.2	4,956.8
(% YoY growth)	29.5	52.6	32.5	38.0	20.9	16.3	22.4	31.7	(28.5)	(20.7)	12.2	13.9	37.7	22.9	(4.7)
- 국내(별도 전체)	771.5	818.5	834.7	824.0	950.4	967.5	1,075.3	1,158.9	680.7	741.5	1,242.7	1,348.5	3,248.7	4,152.1	4,013.5
(% YoY growth)	19.6	46.2	22.4	33.8	23.2	18.2	28.8	40.6	(28.4)	(23.4)	15.6	16.4	29.8	27.8	(3.3)
<b>-국내(시내점 별도 매출)</b>	<b>581.4</b>	<b>613.2</b>	<b>625.5</b>	<b>620.9</b>	<b>721.0</b>	<b>756.1</b>	<b>859.2</b>	<b>940.5</b>	<b>591.2</b>	<b>688.1</b>	<b>1,048.2</b>	<b>1,119.2</b>	<b>2,441.0</b>	<b>3,276.8</b>	<b>3,446.7</b>
(% YoY growth)	22.0	54.0	22.7	30.7	24.0	23.3	37.4	51.5	(18.0)	(9.0)	22.0	19.0	31.3	34.2	5.2
-국내(공항점 별도 매출)	190.1	205.3	209.2	203.1	229.4	211.4	216.1	218.4	89.5	53.5	194.5	229.3	807.7	875.3	566.8
(% YoY growth)	12.8	26.9	21.7	44.2	20.7	3.0	3.3	7.5	(61.0)	(74.7)	(10.0)	5.0	25.6	8.4	(35.2)
2. 호텔	85.6	94.6	99.5	93.7	91.2	102.9	109.0	106.0	59.8	72.1	94.3	103.0	373.4	409.2	329.1
3. 생활레저	26.2	25.4	27.4	27.6	26.8	25.5	27.7	27.0	18.1	16.4	26.0	27.6	106.6	107.0	88.1
<b>영업이익(연결 전체)</b>	<b>44.2</b>	<b>69.5</b>	<b>68.0</b>	<b>27.5</b>	<b>81.7</b>	<b>79.2</b>	<b>57.4</b>	<b>77.6</b>	<b>(28.7)</b>	<b>(7.0)</b>	<b>85.0</b>	<b>80.1</b>	<b>209.1</b>	<b>295.9</b>	<b>129.4</b>
(% YoY growth)	342.3	302.6	124.3	76.9	84.9	14.0	(15.5)	182.5	적전	(108.9)	48.0	3.3	186.1	41.5	(56.3)
1. 면세(A+B+C+D.연결)	47.6	64.1	59.4	25.1	82.2	69.8	45.1	70.1	(12.6)	(2.1)	71.5	72.1	196.1	267.2	128.8
(% YoY growth)	181.5	681.3	152.7	152.7	72.7	8.9	(24.0)	179.7	(115.4)	(103.0)	58.4	2.8	235.1	36.3	(51.8)
- 국내(A+B.별도 전체)	50.2	70.3	56.4	26.6	77.6	71.2	51.2	78.3	8.7	12.9	79.4	77.9	203.5	278.2	178.9
<b>- 국내(A.시내점)</b>	<b>55.2</b>	<b>73.2</b>	<b>60.2</b>	<b>40.7</b>	<b>81.5</b>	<b>71.3</b>	<b>64.3</b>	<b>79.0</b>	<b>44.3</b>	<b>62.6</b>	<b>93.3</b>	<b>87.3</b>	<b>229.3</b>	<b>296.0</b>	<b>287.5</b>
- 국내(B.공항점)	(5.0)	(2.9)	(3.8)	(14.1)	(3.9)	(0.1)	(13.1)	(0.7)	(35.6)	(49.7)	(13.9)	(9.4)	(25.8)	(17.8)	(108.7)
- 해외(C.싱가폴 창이공항점)	(3.0)	(2.9)	(0.9)	(4.3)	(1.3)	(3.9)	(3.7)	(4.5)	(12.0)	(9.2)	(5.3)	(3.1)	(11.2)	(13.3)	(29.5)
- 해외(D.홍콩 첵락콕공항점)	0.4	(3.4)	3.9	2.9	5.9	2.5	(2.4)	(2.0)	(9.4)	(5.7)	(2.6)	(2.7)	3.8	4.0	(20.5)
2. 호텔	(8.4)	2.0	4.0	(1.1)	(4.9)	6.2	7.1	3.7	(17.2)	(6.6)	8.0	4.1	(3.5)	12.0	(11.6)
3. 생활레저	5.0	3.4	4.6	3.4	4.4	3.2	5.2	3.8	1.1	1.6	5.5	3.9	16.5	16.6	12.1
전체 영업이익률(%)	3.9	5.9	5.6	2.3	6.1	5.8	3.9	5.0	(3.0)	(0.7)	5.2	4.6	4.4	5.2	2.4
면세 전체(연결)	4.7	6.1	5.4	2.3	6.7	5.7	3.4	5.0	(1.4)	(0.2)	4.8	4.5	4.6	5.1	2.6
- 국내(별도 전체)	6.5	8.6	6.8	3.2	8.2	7.4	4.8	6.8	1.3	1.7	6.4	5.8	6.3	6.7	6.5
<b>- 국내(시내점)</b>	<b>9.5</b>	<b>11.9</b>	<b>9.6</b>	<b>6.6</b>	<b>11.3</b>	<b>9.4</b>	<b>7.5</b>	<b>8.4</b>	<b>7.5</b>	<b>9.1</b>	<b>8.9</b>	<b>7.8</b>	<b>9.4</b>	<b>9.0</b>	<b>8.3</b>
지분법(HDC신라, 푸켓, 일본)	(2.4)	(1.4)	(0.3)	(0.3)	(1.7)	(1.0)	(2.2)	(1.6)	(1.4)	(0.8)	0.5	(0.3)	(4.4)	(6.5)	(1.9)
세전이익	41.5	64.7	65.7	(23.7)	66.4	67.7	37.6	53.8	(44.4)	(20.0)	68.3	66.7	148.2	225.6	70.6
법인세율(%)	23.5	18.9	28.1	10.5	21.9	23.1	27.2	29.3	20.0	23.0	22.0	24.0	25.6	24.9	24.9
순이익(연결 전체)	31.7	52.5	47.2	(21.2)	51.9	52.1	27.4	38.0	(35.5)	(15.4)	53.3	50.7	110.3	169.4	53.0
(% YoY growth)	1,074.3	1,672.5	274.3	적전	63.5	(0.7)	(42.0)	흑전	적전	(129.6)	94.6	33.3	335.7	53.6	(68.7)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

호텔신라 수익 추정 변경						
(십억원)	2019F			2020F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	5,717.4	5,717.4	0.0	5,784.0	5,374.0	(7.1)
영업이익	295.9	295.9	(0.0)	237.3	129.4	(45.5)
순이익	169.4	169.4	(0.0)	133.7	53.0	(60.3)

자료: 신한금융투자 추정

하나투어의 분기별 영업 실적 추이 및 전망(K-IFRS 연결 기준)															
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
<b>매출액(연결)</b>	<b>229.3</b>	<b>196.7</b>	<b>208.4</b>	<b>193.8</b>	<b>222.9</b>	<b>193.7</b>	<b>183.2</b>	<b>190.9</b>	<b>123.8</b>	<b>42.7</b>	<b>116.7</b>	<b>151.0</b>	<b>828.3</b>	<b>790.6</b>	<b>434.2</b>
-국내(별도)	158.6	125.9	137.6	120.0	149.7	114.6	107.3	116.9	68.6	14.6	75.6	105.2	542.1	488.4	264.0
-면세점	25.5	25.5	25.7	24.7	23.0	26.0	33.5	29.9	19.7	5.7	9.4	8.1	101.4	112.4	43.0
-일본	32.9	33.5	26.7	27.7	29.8	31.4	15.5	21.2	20.5	7.3	14.7	21.7	120.8	97.8	64.2
영업비용(판관비)	217.3	192.0	203.2	190.9	209.7	190.0	186.0	197.7	138.7	64.2	119.7	147.8	803.4	783.4	470.4
<b>영업이익(연결)</b>	<b>12.0</b>	<b>4.8</b>	<b>5.2</b>	<b>2.9</b>	<b>13.2</b>	<b>3.6</b>	<b>(2.8)</b>	<b>(6.7)</b>	<b>(14.9)</b>	<b>(21.5)</b>	<b>(3.0)</b>	<b>3.2</b>	<b>24.9</b>	<b>7.3</b>	<b>(36.3)</b>
-국내(별도)	13.9	3.8	7.2	1.7	12.9	(0.9)	(2.5)	(3.9)	(9.8)	(14.1)	(2.5)	(0.2)	26.6	5.6	(26.5)
-면세점	(4.9)	(4.0)	(2.8)	(2.4)	(1.0)	(0.5)	(0.4)	(0.2)	(3.1)	(6.1)	0.2	0.4	(14.1)	(2.1)	(8.7)
-일본	4.6	3.2	0.0	1.5	2.0	2.9	(0.4)	(4.7)	(4.5)	(2.9)	(1.2)	0.5	9.3	(0.2)	(8.1)
세전이익	12.9	5.2	8.4	(4.2)	14.8	(4.1)	(8.3)	(5.8)	(13.9)	(20.5)	(2.0)	3.3	22.3	(3.4)	(33.2)
법인세비용	5.3	2.7	3.0	0.8	5.4	(0.4)	(1.4)	3.0	0.1	(2.4)	(0.0)	6.0	11.7	6.6	3.7
<b>순이익(연결)</b>	<b>7.6</b>	<b>2.6</b>	<b>5.4</b>	<b>(5.0)</b>	<b>9.4</b>	<b>(3.6)</b>	<b>(7.0)</b>	<b>(8.8)</b>	<b>(14.1)</b>	<b>(18.2)</b>	<b>(2.0)</b>	<b>(2.6)</b>	<b>10.6</b>	<b>(10.0)</b>	<b>(36.8)</b>
-국내(별도)	15.2	(0.9)	5.5	(6.5)	14.0	0.3	(1.6)	(3.7)	(8.0)	(11.0)	(1.4)	(3.7)	13.4	9.0	12.0
-면세점	(5.9)	(5.0)	(4.2)	(4.8)	(1.2)	(0.5)	(0.2)	0.0	(2.9)	(5.8)	0.4	0.8	(19.9)	(1.8)	(7.4)
-일본	4.1	3.2	(0.2)	0.6	1.4	(2.5)	(4.7)	(4.1)	(3.2)	(1.9)	(0.8)	0.4	7.7	(9.9)	(5.5)
(% YoY)															
매출액	18.8	5.9	3.4	6.8	(2.8)	(1.6)	(12.1)	(1.5)	(44.4)	(78.0)	(36.3)	(20.9)	8.7	(4.5)	(45.1)
영업이익	11.0	(15.9)	(42.3)	(81.6)	9.6	(24.1)	적전	적전	적전	적전	적전	적전	(39.7)	(70.7)	(597.2)
순이익	43.2	흑전	42.2	적전	23.2	적전	적전	적지	적전	적지	적지	적지	(12.2)	적전	흑전

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

수익 추정 변경 (K-IFRS 연결 기준)						
(십억원)	2019F			2020F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액		790.6	790.6	799.4	434.2	(45.7)
영업이익		7.3	7.3	30.3	(36.3)	(219.6)
순이익		(10.0)	(10.0)	21.8	(36.8)	(269.0)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

모두투어의 분기별 영업 실적 추이 및 전망(K-IFRS 연결 기준)															
(십억원, 지분율)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
<b>매출액(연결)</b>	<b>109.2</b>	<b>82.8</b>	<b>96.9</b>	<b>74.4</b>	<b>92.3</b>	<b>70.6</b>	<b>69.3</b>	<b>65.4</b>	<b>49.1</b>	<b>13.8</b>	<b>49.6</b>	<b>64.9</b>	<b>364.0</b>	<b>297.6</b>	<b>177.4</b>
-본사(별도)	94.0	70.4	82.3	63.8	78.0	57.4	56.0	51.4	42.7	9.2	38.6	50.8	310.6	242.8	141.3
-자회사 합산	17.0	14.5	16.5	14.1	15.7	14.8	15.1	15.7	7.9	6.1	12.6	15.6	62.1	61.3	42.2
-연결조정	(1.9)	(2.1)	(1.9)	(3.5)	(1.4)	(1.6)	(1.7)	(1.7)	(1.5)	(1.6)	(1.6)	(1.5)	(9.4)	(6.5)	(6.2)
1)모두투어인터넷내셔널(95.81%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.4	0.0	0.2	0.2	0.4	0.3	0.7	0.8
2)모두스테이(100%)	2.8	4.0	3.9	4.5	3.9	4.6	5.3	5.5	2.3	2.8	4.2	5.3	15.2	19.3	14.6
3)크루즈인터넷내셔널(89.92%)	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2
4)서울호텔관광전문학교(45.0%)	0.4	0.9	0.5	0.3									2.0	0.0	0.0
5)모두관광개발(모두스테이합병)	0.4	0.6	0.4										1.3	0.0	0.0
6)자유투어(79.81%)	11.1	6.6	9.6	6.6	9.3	7.7	7.2	5.2	3.7	1.5	5.7	5.5	34.0	29.4	16.5
7)Mode Hotel & Realty(100%)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	1.8	2.1	2.2
8)모두투어리츠(42.16%)	1.1	1.1	1.2	1.4	1.2	1.4	1.6	3.5	0.7	0.8	1.7	3.6	4.8	7.6	6.8
9)Modetour Japan Inc.(100%)	0.8	0.8	0.3	0.6	0.8	0.4	0.3	0.4	0.5	0.2	0.2	0.2	2.4	1.9	1.2
<b>영업이익(연결)</b>	<b>9.5</b>	<b>4.3</b>	<b>2.7</b>	<b>1.0</b>	<b>9.1</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(2.2)</b>	<b>(3.6)</b>	<b>(7.9)</b>	<b>(9.6)</b>	<b>(2.1)</b>	<b>0.4</b>	<b>17.1</b>	<b>3.1</b>	<b>(19.2)</b>
-본사(별도)	10.3	4.6	3.6	2.5	9.3	0.4	(1.3)	(1.1)	(4.5)	(7.4)	(0.8)	0.6	21.0	7.3	(12.1)
-자회사 합산	(1.4)	(0.5)	(1.1)	(1.9)	(0.1)	(0.9)	(0.8)	(0.3)	(3.3)	(2.2)	(1.2)	(0.1)	(4.9)	(2.1)	(6.8)
-연결조정	0.6	0.2	0.2	0.5	(0.0)	0.3	(0.1)	(2.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	1.4	(2.0)	(0.3)
1)모두투어인터넷내셔널(95.81%)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	0.1	(0.2)	(0.1)	(0.1)	0.1	(0.6)	(0.2)	(0.2)
2)모두스테이(100%)	(0.6)	(0.4)	(0.9)	(0.6)	(1.3)	(1.1)	(0.7)	(1.2)	(2.0)	(1.9)	(1.0)	(1.0)	(2.4)	(4.4)	(5.9)
3)크루즈인터넷내셔널(89.92%)	(0.0)	0.1	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1
4)서울호텔관광전문학교(45.0%)	(0.6)	(0.1)	(0.2)	0.0									(0.9)	0.0	0.0
5)모두관광개발(모두스테이합병)	(0.3)	(0.1)	(0.1)										(0.6)	0.0	0.0
6)자유투어(79.81%)	(0.5)	(0.8)	(0.1)	(2.2)	0.3	(0.3)	(0.7)	(2.1)	(1.2)	(0.2)	(0.5)	(1.9)	(3.6)	(2.7)	(3.9)
7)Mode Hotel & Realty(100%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.5	0.5	0.7
8)모두투어리츠(42.16%)	0.5	0.5	0.5	0.7	0.6	0.7	0.8	2.6	0.4	0.4	0.5	2.7	2.3	4.7	4.0
9)Modetour Japan Inc.(100%)	0.3	0.2	(0.3)	0.1	0.3	(0.3)	(0.2)	0.1	(0.6)	(0.5)	(0.2)	(0.2)	0.3	(0.1)	(1.5)
세전이익(연결)	9.7	4.7	2.8	(1.3)	11.2	0.0	0.7	(5.5)	(5.3)	(8.6)	(0.3)	2.0	16.8	6.4	(12.2)
<b>순이익(연결)</b>	<b>7.7</b>	<b>2.8</b>	<b>1.2</b>	<b>0.1</b>	<b>8.3</b>	<b>(0.8)</b>	<b>(0.1)</b>	<b>(5.1)</b>	<b>(3.9)</b>	<b>(6.3)</b>	<b>(0.2)</b>	<b>1.4</b>	<b>12.8</b>	<b>2.3</b>	<b>(8.9)</b>
지배순이익(연결)	7.8	2.9	1.2	0.8	8.1	(0.7)	(0.0)	(5.6)	(3.9)	(6.3)	(0.2)	1.3	14.4	1.9	(9.1)
-본사(별도)	9.4	4.0	2.9	0.8	9.0	1.9	1.3	(2.1)	(1.5)	(5.1)	0.2	1.0	17.1	10.1	(5.3)
-자회사 합산	(2.3)	(1.4)	(1.8)	(1.4)	(0.4)	(3.6)	(1.8)	(2.3)	(2.2)	(1.6)	(0.0)	0.0	(7.0)	(8.1)	(3.8)
-연결조정	0.7	0.2	0.1	1.1	(0.3)	0.9	0.4	(0.7)	(0.2)	0.5	(0.5)	0.4	2.1	0.3	0.2
(% YoY growth)															
매출액	47.5	23.1	33.3	(25.5)	(15.4)	(14.7)	(28.5)	(12.1)	(46.9)	(80.5)	(28.4)	(0.7)	(1.9)	(18.2)	(40.4)
영업이익	(13.9)	(41.0)	(66.5)	(82.7)	(3.5)	적전	적전	적전	(186.5)	흑전	흑전	흑전	(48.3)	(81.7)	(712.5)
순이익	(5.2)	(53.9)	(78.7)	(97.0)	7.7	적전	적전	적전	(146.7)	흑전	흑전	흑전	(54.2)	(81.1)	(488.9)
(이익률 %)															
영업이익	8.7	5.2	2.8	1.3	9.9	(0.3)	(3.2)	(5.5)	(16.1)	(69.8)	(4.2)	0.6	4.7	1.1	(10.8)
순이익	7.1	3.4	1.3	0.2	9.0	(1.2)	(0.1)	(7.8)	(7.9)	(45.3)	(0.4)	2.1	3.5	0.8	(5.0)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

수익 추정 변경 (K-IFRS 연결 기준)						
(십억원)	2019F			2020F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	297.6	297.6	0.0	324.7	177.4	(45.4)
영업이익	3.1	3.1	(0.0)	15.7	(19.2)	(222.5)
순이익	2.3	2.3	(0.0)	15.9	(8.9)	(156.2)

자료: 신한금융투자 추정

## 강원랜드/GKL은 1~3분기 역성장, 파라다이스는 1~2분기 적자 예상

## 1) 강원랜드: 1Q20 연결 영업이익 419억원(-66.5% YoY) 추정

1월에는 강원랜드의 카지노 매출이 성장했던 것으로 보인다. 다만, 2월부터 코로나19 영향 때문에 입장객이 10% 이상 하락하고 있었고 2월 23일부터 카지노 영업을 정지했다. 3월 23일에 다시 열기로 했으나 4월 6일까지 재개장 시점이 미뤄졌다. 골프장, 스키장, 수영장, 호텔, 콘도 등도 영업을 제대로 하지 못하고 있어서 적자폭이 훨씬 커졌을 것으로 추정된다. 전체 연결 영업이익은 419억원(-66.5% YoY)으로 전망된다.

국내에서는 4월 6일 재개장 이후부터 입장객이 다시 늘어날 가능성이 높다. 제주도 강원도 등지의 호텔 이용자가 늘어나고 있어서 강원랜드 호텔, 콘도 이용객도 서서히 증가할 전망이다. 향후 연결 영업이익은 2분기 1,027억원(-40.6% YoY, 2Q19 일회성이익 617억원 제외시 -8% YoY 수준), 3분기 1,311억원(-5.9% YoY), 4분기 819억원(+25.7% YoY) 등으로 각각 추정된다.

2020년 배당 DPS는 900원, 현 주가 배당수익률 4.59%로 추정된다. 배당의 기준이 되는 순이익은 지난 5년 평균으로 하기 때문에 크게 낮아지지는 않는다. 배당성향은 코로나19로 인해 다소 올라간 61%로 가정했다.

## 2) GKL: 1Q20 연결 영업이익 83억원(-51.1% YoY) 추정

중국인 VIP 고객은 2월에 한국에서 게임을 즐겼었다. 하지만, 3월 초에는 대부분 중국으로 돌아갔다. 3월 초부터 한/일 항공노선이 급격히 줄어들면서 일본인 VIP는 99% 가까이 사라졌다. 3월에는 중국 VIP 및 일본 VIP 매출이 동시에 없어지면서 명동 힐튼점을 찾는 Mass 고객 정도만 매출에 기여하고 있다. 3월 23일부터 4월 6일까지 영업정지 기간이기 때문에 1분기는 이렇게 끝나게 될 전망이다. 일본인은 4월말까지 한국에 오기 힘들고 중국인도 2분기에 빠르게 돌아오기는 힘들다. 2분기까지도 실적에 부정적인 영향을 줄 수 밖에는 없는 상황이다.

연결 영업이익은 1Q 83억원(-51.1% YoY), 2Q 5억원(-98.1% YoY), 3Q 263억원(-14.1% YoY), 4Q 257억원(+12.7% YoY) 등으로 추정된다. 2020년 배당 DPS는 2019년과 비슷한 640원(중간 130원, 기말 510원) 수준으로 가정했다. 현 주가 배당 수익률은 4.72%다. 순이익은 감소하지만 배당성향을 56%에서 85%로 높였다. 대주주의 필요 금액 만큼은 최소한 있어야 하는데 그러려면 배당성향을 높여야 하기 때문이다. 현 시가총액은 8,400억원인데 2020년 예상 순현금은 5,400억원으로 시총 대비 64%가 현금이다. 주가는 하락보다는 상승을 기대하기 좋은 수준이다.

## 3) 파라다이스: 1Q20 연결 영업이익 -103억원(적자지속) 추정

중국 VIP 및 일본 VIP가 2분기까지 빠르게 회복되기 힘든 점은 GKL과 동일하다. 파라다이스는 추가로 부정적인 부분이 있는데 인천 영종도 리조트 및 부산 호텔이다. 양쪽의 방문객 및 객실 이용률이 낮기 때문에 추가적인 적자는 불가피하다. 연결 영업이익은 1Q -103억원(적자지속), 2Q -175억원(적자전환), 3Q 416억원(+1.4% YoY), 4Q 220억원(+75.9% YoY) 등으로 추정된다.

강원랜드 분기, 연간 실적 추이 및 전망(K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
방문객 (천명)	730	663	778	681	746	669	785	696	459	570	761	704	2,852	2,895	2,495
(% YoY)	(8.1)	(8.6)	(4.5)	(12.8)	2.1	0.8	0.9	2.3	(38.4)	(14.7)	(3.0)	1.2	(8.4)	1.5	(13.8)
카지노 Drop액	1,550.9	1,475.0	1,590.6	1,518.0	1,567.8	1,589.8	1,720.6	1,652.0	968.6	1,369.6	1,690.7	1,704.4	6,134.5	6,530.2	5,733.3
(% YoY)	(10.9)	(10.3)	(3.8)	(5.1)	1.1	7.8	8.2	8.8	(38.2)	(13.8)	(1.7)	3.2	(7.6)	6.5	(12.2)
Hold을 (%)	23.5	23.2	22.1	22.6	23.1	22.8	22.7	22.2	22.9	22.8	22.7	22.2	22.8	22.7	22.6
<b>매출액</b>	<b>378.4</b>	<b>338.7</b>	<b>369.1</b>	<b>351.8</b>	<b>377.4</b>	<b>364.3</b>	<b>405.5</b>	<b>372.8</b>	<b>229.2</b>	<b>328.5</b>	<b>401.3</b>	<b>386.6</b>	<b>1,438.1</b>	<b>1,520.1</b>	<b>1,345.6</b>
일반 테이블	164.5	151.6	154.5	155.3	163.8	162.1	171.7	161.1	101.6	144.5	172.6	168.2	625.9	658.7	712.1
VIP 테이블	54.3	54.4	57.7	56.4	61.1	61.6	65.5	59.9	37.1	53.2	64.2	62.2	222.8	248.1	268.2
Slot 머신게임	145.2	122.2	138.7	131.6	137.0	139.4	152.5	145.4	84.8	126.5	152.5	146.9	537.8	574.4	620.9
호텔&리조트	14.4	10.5	18.1	8.4	15.5	1.2	15.8	6.5	5.7	4.3	12.0	9.3	51.5	38.9	42.1
매출원가	171.8	161.7	170.9	225.2	180.6	135.5	187.6	232.1	141.7	163.2	190.5	230.3	729.6	735.8	725.8
쿠폰	3.4	2.5	2.9	2.1	2.3	2.6	2.6	2.3	1.6	2.3	3.1	2.8	10.9	9.7	9.8
관광진흥기금	35.9	34.2	35.1	34.3	35.7	36.3	39.0	36.6	22.0	31.0	38.1	37.6	139.5	147.6	128.7
개별소비세	15.0	17.8	18.2	17.9	14.9	18.9	20.3	19.1	9.7	13.9	17.1	16.9	68.9	73.1	57.6
기타	117.5	107.2	114.7	170.8	127.8	77.8	125.7	174.1	108.4	116.0	132.1	173.1	510.3	505.4	529.7
매출총이익	206.6	177.0	198.2	126.7	196.8	228.7	218.0	140.8	87.5	165.2	210.8	156.3	708.5	784.2	619.8
판매비	80.6	62.0	74.3	60.9	71.7	55.9	78.7	75.6	45.6	62.6	79.8	74.4	277.8	282.0	262.4
기타비용(광고, 기부금)	30.7	11.8	22.6	18.9	16.6	12.9	21.6	23.0	16.7	13.0	22.9	23.1	84.0	74.0	75.6
폐광기금	35.6	35.8	35.7	17.7	38.9	35.8	42.9	28.0	12.3	33.7	41.7	26.2	124.8	145.5	114.0
영업이익	<b>126.0</b>	<b>115.0</b>	<b>123.9</b>	<b>65.8</b>	<b>125.1</b>	<b>172.8</b>	<b>139.2</b>	<b>65.1</b>	<b>41.9</b>	<b>102.7</b>	<b>131.1</b>	<b>81.9</b>	<b>430.7</b>	<b>502.2</b>	<b>357.5</b>
세전이익	124.3	124.5	124.2	37.7	139.7	116.8	155.4	79.5	43.2	119.1	147.5	92.5	410.7	491.5	402.3
법인세	33.8	30.0	30.9	18.7	37.3	65.9	26.8	26.4	9.9	29.8	36.9	27.7	113.5	156.4	104.3
순이익	<b>90.4</b>	<b>94.6</b>	<b>93.3</b>	<b>19.0</b>	<b>102.4</b>	<b>50.9</b>	<b>128.6</b>	<b>53.0</b>	<b>33.3</b>	<b>89.3</b>	<b>110.6</b>	<b>64.7</b>	<b>297.2</b>	<b>335.1</b>	<b>297.9</b>
매출비중(%)															
일반 테이블	43.5	44.7	41.9	44.1	43.4	44.5	42.4	43.2	44.3	44.0	43.0	43.5	43.5	43.3	43.3
VIP 테이블	14.3	16.1	15.6	16.0	16.2	16.9	16.2	16.1	16.2	16.2	16.0	16.1	15.5	16.3	17.6
Slot 머신게임	38.4	36.1	37.6	37.4	36.3	38.3	37.6	39.0	37.0	38.5	38.0	38.0	37.4	37.8	40.8
호텔&리조트	3.8	3.1	4.9	2.4	4.1	0.3	3.9	1.7	2.5	1.3	3.0	2.4	3.6	2.6	2.8
매출 대비 세금 비율(%)															
관광진흥기금(국세)	9.5	10.1	9.5	9.8	9.4	10.0	9.6	9.8	9.6	9.4	9.5	9.7	9.7	9.7	9.6
개별소비세(국세)	4.0	5.2	4.9	5.1	4.0	5.2	5.0	5.1	4.2	4.2	4.3	4.4	4.8	4.8	4.3
폐광기금(지방세)	9.4	10.6	9.7	5.0	10.3	9.8	10.6	7.5	5.4	10.3	10.4	6.8	8.7	9.6	8.5
법인세(국세)	8.9	8.8	8.4	5.3	9.9	18.1	6.6	7.1	4.3	9.1	9.2	7.2	7.9	10.3	7.8
(% YoY growth)															
매출액	(7.5)	(9.2)	(3.1)	(8.6)	(0.3)	7.5	9.9	6.0	(39.3)	(9.8)	(1.0)	3.7	(7.1)	5.7	(11.5)
영업이익	(22.4)	(15.1)	(10.0)	(31.1)	(0.7)	50.2	12.3	(1.0)	(66.5)	(40.6)	(5.9)	25.7	(18.9)	16.6	(28.8)
순이익	(30.3)	(14.4)	(21.6)	(75.8)	13.3	(46.1)	37.9	179.6	(67.5)	75.4	(14.0)	22.1	(32.1)	12.7	(11.1)
이익률(%)															
영업이익률	33.3	34.0	33.6	18.7	33.1	47.4	34.3	17.5	18.3	31.3	32.7	21.2	29.9	33.0	26.6
순이익률	23.9	27.9	25.3	5.4	27.1	14.0	31.7	14.2	14.5	27.2	27.6	16.7	20.7	22.0	22.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

강원랜드 수익 추정 변경(K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	2019F			2020F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	1,520.1	1,520.1	(0.0)	1,539.6	1,345.6	(12.6)
영업이익	502.2	502.2	0.0	454.1	357.5	(21.3)
순이익	335.1	335.1	(0.0)	386.3	297.9	(22.9)

자료: 신한금융투자 추정

GKL 분기별 Drop, 영업 실적 추이 및 전망															
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
<b>Total Drop: (3+4)</b>	<b>865.5</b>	<b>858.8</b>	<b>974.8</b>	<b>1,503.6</b>	<b>1,132.5</b>	<b>1,089.8</b>	<b>1,115.7</b>	<b>1,208.2</b>	<b>866.4</b>	<b>719.2</b>	<b>1,037.6</b>	<b>1,224.4</b>	<b>4,202.6</b>	<b>4,546.2</b>	<b>3,847.7</b>
(1) VIP Table Drop	507.4	497.2	607.0	1,011.1	746.7	670.8	684.1	761.7	584.5	423.7	635.8	771.0	2,622.6	2,863.3	2,415.0
-Japan	227.3	234.4	310.9	343.7	317.5	274.9	282.4	308.3	209.6	164.9	254.1	308.6	1,116.3	1,183.1	937.2
-China	165.0	160.3	168.9	452.9	271.6	257.4	255.8	279.1	236.3	167.3	243.0	284.7	947.2	1,063.8	931.3
-Others	115.0	102.5	127.2	214.4	157.6	138.6	145.9	174.3	138.7	91.5	138.6	177.7	559.1	616.4	546.5
(2) Mass Table Drop	257.5	261.9	275.2	376.9	248.1	309.0	318.3	318.6	212.9	199.3	300.5	323.0	1,171.6	1,194.0	1,035.7
-Premium Japan	24.4	25.6	23.8	25.3	28.3	30.8	27.1	24.3	21.0	18.5	25.7	25.3	99.1	110.5	90.4
-Premium China	75.7	73.1	82.6	177.5	100.1	102.2	93.7	105.7	90.1	66.5	89.1	107.8	408.9	401.8	353.4
-Premium Others	31.6	29.6	29.1	41.8	30.6	34.1	37.8	38.3	28.8	22.2	34.0	39.4	132.0	140.8	124.4
-No-Name	125.8	133.7	139.8	132.3	89.1	141.8	159.7	150.4	73.0	92.2	151.7	150.5	531.6	541.0	467.5
(3) Total Table Drop(1+2)	764.9	759.1	882.2	1,388.0	994.8	979.8	1,002.4	1,080.2	797.4	623.0	936.3	1,094.0	3,794.2	4,057.3	3,450.7
-Japan	251.8	260.0	334.7	368.9	345.8	305.7	309.5	332.6	230.5	183.4	279.9	333.9	1,215.4	1,293.5	1,027.7
-China	240.7	233.4	251.5	630.5	371.7	359.6	349.6	384.8	326.4	233.8	332.1	392.5	1,356.1	1,465.6	1,284.7
-Others	146.6	132.1	156.2	256.2	188.2	172.7	183.7	212.5	167.5	113.6	172.6	217.2	691.1	757.1	670.9
-No-Name	125.8	133.7	139.8	132.3	89.1	141.8	159.7	150.4	73.0	92.2	151.7	150.5	531.6	541.0	467.5
(4) Slot machine Drop	100.6	99.7	92.6	115.6	137.6	110.0	113.4	128.0	68.9	96.3	101.4	130.4	408.4	489.0	397.0
Seoul Gangnam	384.6	366.2	462.8	774.2	547.5	492.6	531.7	614.7	405.0	328.0	475.3	615.0	1,987.8	2,186.5	1,823.2
Seoul Hilton	301.5	319.9	352.7	474.5	378.9	394.0	396.5	399.1	288.2	250.7	384.5	407.7	1,448.5	1,568.4	1,331.1
Busan Lotte	179.4	172.6	159.3	254.9	206.1	203.1	187.6	194.5	173.1	140.6	177.9	201.7	766.3	791.4	693.3
<b>Hold율(%)</b>	<b>14.1</b>	<b>13.6</b>	<b>13.3</b>	<b>7.6</b>	<b>9.6</b>	<b>10.8</b>	<b>12.0</b>	<b>11.0</b>	<b>12.4</b>	<b>11.3</b>	<b>12.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.5</b>	<b>10.8</b>	<b>11.6</b>
순매출액	122.0	116.7	130.1	113.7	108.3	117.7	134.1	132.9	107.4	81.3	124.5	134.7	482.4	493.0	447.9
<b>매출액</b>	<b>121.9</b>	<b>116.1</b>	<b>130.4</b>	<b>111.8</b>	<b>109.2</b>	<b>117.4</b>	<b>133.4</b>	<b>130.8</b>	<b>104.9</b>	<b>79.8</b>	<b>124.8</b>	<b>137.5</b>	<b>480.3</b>	<b>490.8</b>	<b>447.0</b>
매출원가	82.7	74.8	87.7	94.6	84.2	82.9	90.6	98.9	85.9	69.1	86.4	102.5	339.8	356.6	343.9
컴프비용	12.1	12.3	13.8	15.4	13.1	13.6	13.3	13.2	9.5	5.0	10.9	14.7	53.5	53.2	40.2
인건비	30.6	23.0	30.8	34.2	34.9	30.4	35.8	44.0	37.4	31.9	36.5	44.8	118.7	145.1	150.7
관광기금	11.8	11.3	12.6	10.9	10.5	11.4	13.0	12.8	10.6	7.9	12.1	13.1	46.6	47.7	43.7
감가상각	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5	10.4	10.1	10.2
기타비용	21.9	22.1	23.9	28.8	14.5	16.5	16.4	17.1	17.1	13.7	15.1	17.8	96.7	64.6	63.7
판관비	7.9	6.7	11.8	9.1	8.0	8.0	12.1	9.2	10.7	10.2	12.1	9.4	35.5	37.3	42.3
복리후생비	0.3	0.4	3.9	0.4	0.4	0.4	4.0	0.5	0.4	0.4	3.4	0.5	5.1	5.4	4.8
<b>영업이익</b>	<b>31.4</b>	<b>34.7</b>	<b>30.9</b>	<b>8.1</b>	<b>17.0</b>	<b>26.4</b>	<b>30.6</b>	<b>22.8</b>	<b>8.3</b>	<b>0.5</b>	<b>26.3</b>	<b>25.7</b>	<b>105.1</b>	<b>96.8</b>	<b>60.8</b>
(영업이익률 %)	25.7	29.9	23.7	7.2	15.6	22.5	22.9	17.4	7.9	0.6	21.1	18.7	21.9	19.7	13.6
세전이익	23.1	37.6	33.2	10.1	11.5	28.4	32.5	23.3	4.0	2.9	28.3	26.3	104.0	95.7	61.5
<b>순이익</b>	<b>17.4</b>	<b>27.2</b>	<b>26.4</b>	<b>6.8</b>	<b>8.7</b>	<b>20.1</b>	<b>25.3</b>	<b>18.3</b>	<b>3.2</b>	<b>2.3</b>	<b>21.2</b>	<b>19.7</b>	<b>77.7</b>	<b>72.4</b>	<b>46.5</b>
(순이익률 %)	14.2	23.4	20.2	6.1	8.0	17.1	19.0	14.0	3.1	2.9	17.0	14.3	16.2	14.8	10.4
(% YoY growth)															
매출액	(2.7)	5.9	(5.9)	(12.4)	(10.5)	1.0	2.3	17.0	(3.9)	(32.0)	(6.4)	5.1	(4.2)	2.2	(8.9)
영업이익	(0.3)	96.8	(24.1)	(55.9)	(45.9)	(23.8)	(0.9)	181.5	(51.1)	(98.1)	(14.1)	12.7	(2.9)	(7.9)	(37.2)
순이익	(1.0)	76.2	(21.1)	(51.8)	(49.6)	(26.2)	(4.1)	167.6	(63.3)	(88.4)	(16.0)	7.5	(3.6)	(6.9)	(35.8)

자료: 신한금융투자 추정

GKL 연간 수익 추정 변경						
(십억원)	2019F			2020F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	490.8	490.8	0.0	523.4	447.0	(14.6)
영업이익	96.8	96.8	0.0	111	60.8	(45.2)
순이익	72.4	72.4	0.0	81.6	46.5	(43.1)

자료: 신한금융투자 추정 / 주: IFRS15 회계기준 변경 때문에 2018년 매출액이 작아지게 됨. 기존 기준으로는 매출은 더 많음

파라다이스 연결 전체 실적 추이 및 전망															
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
Table Drop액	1,317.4	1,346.1	1,397.5	1,514.8	1,531.8	1,757.4	1,644.8	1,519.4	1,122.0	842.3	1,617.6	1,638.1	5,575.8	6,453.3	5,220.0
워커힐	648.4	579.7	552.3	608.7	658.9	703.1	639.2	579.9	405.9	304.5	658.4	643.7	2,389.0	2,581.2	2,012.5
제주그랜드	41.9	47.9	67.7	68.0	73.8	118.6	100.3	97.1	64.2	32.1	80.2	101.9	225.5	389.8	278.4
<b>인천</b>	456.3	506.4	564.5	629.0	591.3	715.5	714.5	647.9	531.2	425.0	735.9	745.0	2,156.2	2,669.2	2,437.2
부산해운대	170.8	212.2	213.0	209.2	207.8	220.1	190.8	194.5	120.6	80.8	143.1	147.4	805.2	813.2	491.9
Hold Ratio(%)	10.4	10.0	10.8	11.0	9.9	9.4	12.1	13.1	11.5	11.5	12.3	12.2	10.5	11.2	11.9
Junket Total	412.9	506.7	380.1	999.9	541.3	741.5	654.6	885.3	885.3	896.5	911.0	906.1	2,299.6	2,822.7	3,598.8
Junket Win Rate(%)	1.9	2.5	2.9	1.5	0.7	5.4	3.2	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4	2.2	1.9	2.6
<b>매출액</b>	<b>179.5</b>	<b>181.1</b>	<b>210.5</b>	<b>216.6</b>	<b>201.7</b>	<b>233.9</b>	<b>274.4</b>	<b>269.5</b>	<b>174.7</b>	<b>141.1</b>	<b>277.6</b>	<b>278.2</b>	<b>787.6</b>	<b>979.4</b>	<b>871.6</b>
카지노(인천 제외 3곳)	92.6	93.5	97.1	104.2	86.7	103.7	107.7	110.2	72.7	52.2	105.8	106.0	387.3	408.3	336.8
- Table(인천 포함)	136.8	134.7	151.3	166.1	152.2	166.0	199.8	199.5	129.4	97.0	198.6	200.4	588.9	717.4	625.4
- Slot(인천 포함)	10.8	10.1	11.1	10.6	11.4	11.2	11.0	11.2	8.6	6.4	12.7	12.4	42.6	44.7	40.1
- Junket(인천 포함)	0.7	2.1	2.4	(0.6)	(2.2)	13.0	4.9	6.2	9.6	7.6	8.0	9.0	4.6	21.9	34.2
호텔(부산, 미국)	17.4	19.4	23.1	21.5	19.6	20.4	25.1	24.1	12.2	12.6	23.1	25.3	81.4	89.3	73.2
복합리조트(호텔카지노)	65.0	64.3	84.3	87.3	90.7	105.8	135.2	131.5	86.1	72.4	142.2	143.1	300.9	463.2	443.8
기타(도고스파)	4.4	3.9	6.0	3.6	4.7	4.0	6.3	3.6	3.8	3.8	6.4	3.8	18.0	18.7	17.8
매출원가	159.2	161.7	180.3	207.9	190.5	200.9	211.3	237.1	165.9	142.1	211.8	232.1	709.0	839.8	752.0
카지노(인천 제외 3곳)	80.6	80.9	91.3	82.5	81.2	86.9	89.1	98.7	67.0	48.7	86.9	93.5	335.4	356.0	296.1
- 4사 개별소비세	3.5	3.6	3.7	4.0	3.3	3.9	4.1	4.2	2.8	2.0	4.0	4.0	14.7	15.5	12.8
호텔(부산, 미국)	17.0	18.8	13.7	25.0	17.4	17.2	20.9	23.0	14.3	14.7	19.9	23.5	74.5	78.6	72.5
복합리조트(인천)	58.3	58.6	71.4	96.7	88.7	93.5	97.3	111.6	81.6	75.7	100.3	112.1	391.1	369.8	
기타(도고스파)	3.3	3.3	3.9	3.7	3.2	3.3	3.9	3.7	3.0	3.1	4.6	3.0	14.1	14.1	13.7
매출총이익	20.3	19.4	30.2	8.7	11.2	33.0	63.1	32.3	8.8	(1.1)	65.8	46.1	78.6	139.6	119.7
판관비	15.5	19.5	19.4	21.8	17.5	28.3	22.1	19.8	19.1	16.4	24.1	24.2	76.2	87.7	83.8
<b>영업이익</b>	<b>4.8</b>	<b>(0.1)</b>	<b>10.8</b>	<b>(13.1)</b>	<b>(6.3)</b>	<b>4.7</b>	<b>41.1</b>	<b>12.5</b>	<b>(10.3)</b>	<b>(17.5)</b>	<b>41.6</b>	<b>22.0</b>	<b>2.4</b>	<b>52.0</b>	<b>35.8</b>
영업이익률(%)	2.7	(0.0)	5.1	(6.1)	(3.1)	2.0	15.0	4.6	(5.9)	(12.4)	15.0	7.9	0.3	5.3	4.1
금융수익	1.1	0.8	0.9	1.2	1.1	0.6	0.9	1.7	1.0	1.0	1.0	1.1	3.9	4.2	4.1
금융비용	8.4	6.5	6.2	11.8	12.3	12.2	13.2	14.9	13.0	13.0	13.0	13.1	33.0	52.5	52.1
세전이익	(0.0)	(4.6)	6.8	(45.0)	(13.4)	(5.3)	48.6	(14.6)	(21.3)	(28.2)	31.8	3.9	(42.9)	15.2	(13.8)
법인세	(1.1)	(0.0)	1.6	0.8	0.3	2.2	6.2	0.1	0.6	(8.5)	5.7	1.0	1.3	8.8	(1.2)
<b>순이익</b>	<b>1.1</b>	<b>(4.6)</b>	<b>5.2</b>	<b>(45.8)</b>	<b>(13.7)</b>	<b>(7.5)</b>	<b>42.3</b>	<b>(14.7)</b>	<b>(21.9)</b>	<b>(19.8)</b>	<b>26.1</b>	<b>3.0</b>	<b>(44.1)</b>	<b>6.5</b>	<b>(12.6)</b>
순이익률(%)	0.6	(2.5)	2.5	(21.2)	(6.8)	(3.2)	15.4	(5.5)	(12.5)	(14.0)	9.4	1.1	(5.6)	0.7	(1.4)
지배순이익	3.1	(1.7)	4.7	(27.1)	(7.5)	(2.1)	34.2	(9.5)	(15.2)	(11.0)	18.8	3.6	(21.0)	15.1	(3.8)
비지배순이익	(2.0)	(2.9)	0.5	(18.7)	(6.2)	(5.4)	8.1	(5.2)	(6.7)	(8.7)	7.3	(0.6)	(23.1)	(8.6)	(8.8)
<% YoY growth>															
매출액	26.0	29.4	7.3	14.2	12.4	29.2	30.4	24.4	(13.4)	(39.7)	1.2	3.3	17.9	24.4	(11.0)
영업이익	흑전	적지	3.5	적지	적전	흑전	280.0	흑전	적지	적전	1.4	75.9	흑전	2,058.3	(31.1)
순이익	(11.3)	적지	265.5	적지	적전	적지	719.3	적지	적지	적지	(38.3)	흑전	적지	흑전	적전

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.

파라다이스 수익 추정 변경(K-IFRS 연결 기준)						
(십억원)	2019F			2020F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액		979.4	979.4	1,051.2	871.6	(17.1)
영업이익		52.0	52.0	98.0	35.8	(63.5)
순이익		6.5	6.5	36.5	(12.6)	(134.5)

자료: 신한금융투자 추정

**호텔신라 PER Valuation: 목표주가 100,000원**

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2019년 연결 순이익	169.4	2020년 연결 순이익	53.0	12개월 Forward 순이익	153.7	2021년 연결 순이익	254.3
EPS (원)	4,228	EPS (원)	1,280	12개월 Forward EPS (원)	3,816	EPS (원)	6,351
목표주가 (원)	105,689	목표주가 (원)	32,004	목표주가 (원)	<b>100,000</b>	목표주가 (원)	158,772
Target PER(X)	25.0	Target PER(X)	25.0	Target PER(X)	<b>25.0</b>	Target PER(X)	25.0
현재주가 (원)	71,000	현재주가 (원)	71,000	현재주가 (원)	71,000	현재주가 (원)	71,000
현재주가 PER(X)	16.8	현재주가 PER(X)	55.5	현재주가 PER(X)	18.6	현재주가 PER(X)	11.2

자료: 신한금융투자 추정

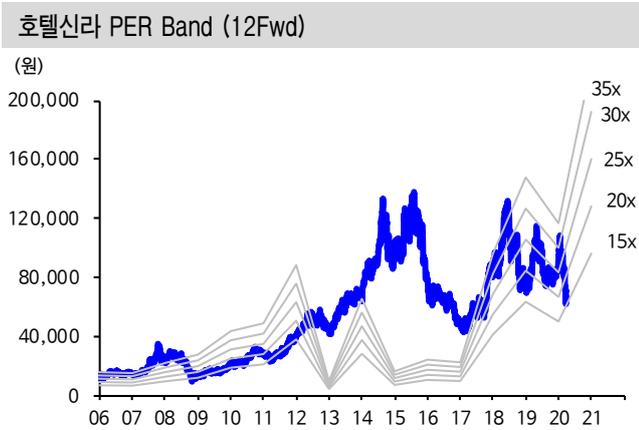
주: 목표주가는 3Q20~2Q21까지 Forward 연결 EPS에 multiple 25배를 적용해서 계산함.

**호텔신라 Historical Valuation & Target PER**

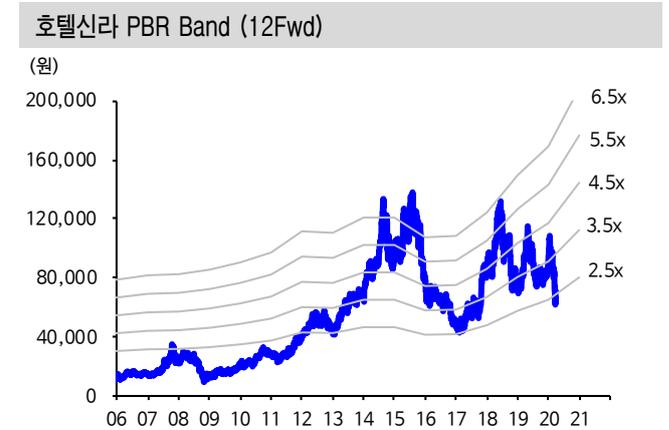
(X, %)	2012	2013	2014	2015	2016	5년 평균
PER(End)	17.1	244.8	49.0	170.0	68.6	36.8
PER(High)	23.3	270.2	72.7	314.5	113.0	52.8
PER(Low)	15.1	151.7	29.8	168.7	67.2	28.4
PER(Avg)	19.1	220.0	50.7	238.2	90.1	40.3
Premium(%)						-40
PER(Target)					PER(Average)의 평균을 적용함	25.0

자료: 신한금융투자 추정

주: 2012~2016년 중국인 단체 관광객 증가하던 시기의 40배에서 약 40% 할인 한 수치를 현 보따리상 매출만 나오는 상황에 적용하기로 함.



자료: QuantiWise, 신한금융투자



자료: QuantiWise, 신한금융투자

하나투어의 연결 순이익 PER Valuation: 목표주가 50,000원

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2019년 연결 순이익	(10.0)	2020년 연결 순이익	(36.8)	12개월 FWD 연결 순이익	(5.2)	2021년 연결 순이익	28.1
EPS(원)	(864)	EPS(원)	(2,715)	12개월 Forward EPS(원)	(420)	EPS(원)	2,015
목표주가(원)	(21,600)	목표주가(원)	(67,875)	목표주가(원)	(10,500)	<b>목표주가(원)</b>	<b>50,000</b>
Target PER(x)	25.0	Target PER(x)	25.0	Target PER(x)	25.0	<b>Target PER(x)</b>	<b>25.0</b>
현재주가(원)	36,400	현재주가(원)	36,400	현재주가(원)	36,400	현재주가(원)	36,400
현재주가 PER(x)	(42.1)	현재주가 PER(x)	(13.4)	현재주가 PER(x)	(86.7)	현재주가 PER(x)	18.1

자료: 신한금융투자 추정

주: 실적이 정상화되는 2021년 실적에 Target PER 25배를 적용했다.

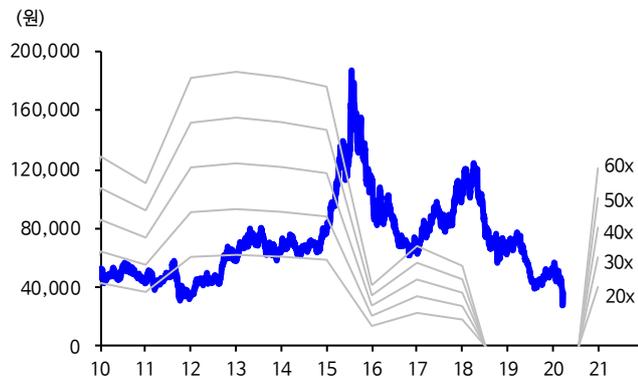
하나투어의 Historical Valuation & Target PER

(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	<b>36.8</b>
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	30.1
Premium(%)											-17%
<b>PER(Target)</b>	<b>PER(High)의 평균치 적용</b>										<b>25.0</b>

자료: 신한금융투자

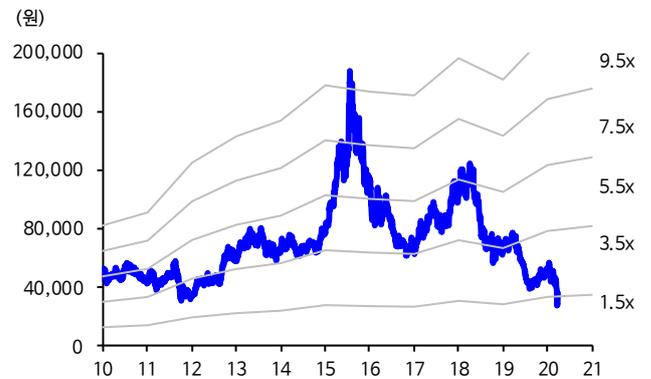
주: Target PER 계산법. 2006~2015년 Band의 평균으로 정했다. 여기에서 최근 출국자 급감으로 인해 Discount를 약 17% 정도 적용했다. 최종적으로 25배의 PER 사용하기로 했다.

하나투어의 PER Band (12M FWD)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

하나투어의 PBR Band (12M FWD)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

모두투어의 연결 순이익 PER Valuation: 목표주가 13,000원

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2019년 연결 순이익	1.9	2020년 연결 순이익	(9.1)	12개월 FWD 연결 순이익	1.7	2021년 연결 순이익	12.5
EPS(원)	98	EPS(원)	(480)	12개월 FWD 연결 EPS	91	EPS(원)	662
목표주가(원)	1,960	목표주가(원)	(9,600)	목표주가(원)	1,820	<b>목표주가(원)</b>	<b>13,000</b>
Target PER(x)	20.0	Target PER(x)	20.0	Target PER(x)	20.0	<b>Target PER(x)</b>	<b>20.0</b>
현재주가(원)	9,750	현재주가(원)	9,750	현재주가(원)	9,750	현재주가(원)	9,750
현재주가 PER(x)	99.5	현재주가 PER(x)	(20.3)	현재주가 PER(x)	107.1	현재주가 PER(x)	14.7

자료: 신한금융투자 추정

주: 실적이 정상화되는 2021년 실적에 Target PER 20배를 적용했다.

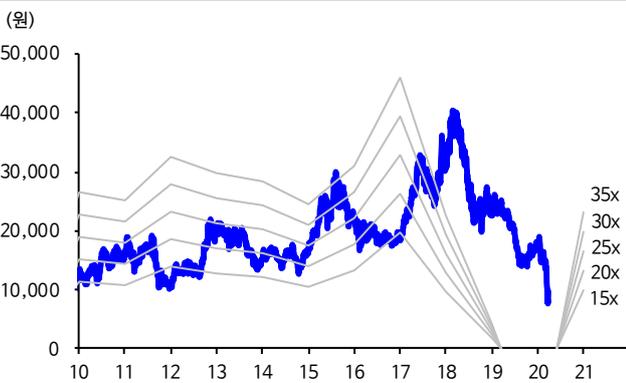
모두투어의 Historical Valuation & Target PER

(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	25.0
Premium(%)											-20%
<b>PER(Target)</b>	<b>PER(Avg)의 평균치 적용</b>										<b>20.0</b>

자료: 신한금융투자

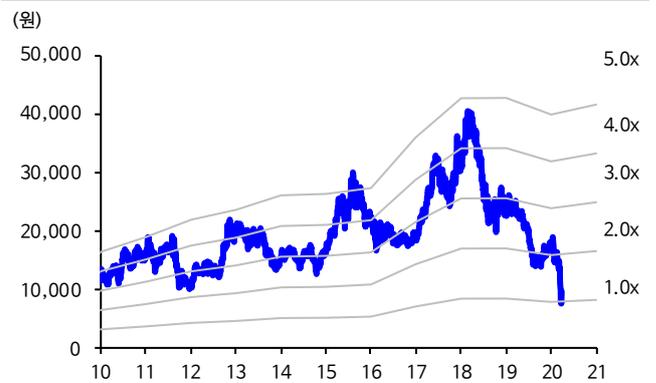
주: PER(Avg)는 지난 10년간의 평균 PER 수준인 25배에서 약 20% 할인 한 22배를 적용함.

모두투어의 PER Band (12M Fwd)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

모두투어의 PBR Band (12M Fwd)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

강원랜드 PER Valuation: 목표주가 27,000원

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2019년 연결 순이익	335.1	2020년 연결 순이익	297.9	12개월 Forward 순이익	320.9	2021년 연결 순이익	389.8
EPS(원)	1,566	EPS(원)	1,393	12개월 Forward EPS(원)	1,500	EPS(원)	1,822
목표주가(원)	28,191	목표주가(원)	25,067	<b>목표주가(원)</b>	<b>27,000</b>	목표주가(원)	32,799
Target PER(x)	18.0	Target PER(x)	18.0	<b>Target PER(x)</b>	<b>18.0</b>	Target PER(x)	18.0
현재주가(원)	19,600	현재주가(원)	19,600	현재주가(원)	19,600	현재주가(원)	19,600
현재주가 PER(x)	12.5	현재주가 PER(x)	14.1	현재주가 PER(x)	13.1	현재주가 PER(x)	10.8

자료: 신한금융투자 추정

주: 12개월 Forward EPS에 Target PER 18배를 적용

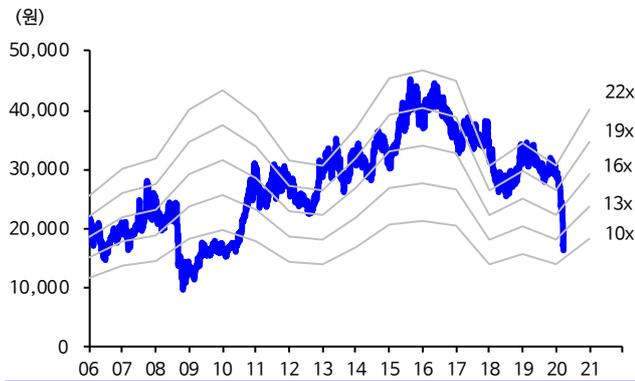
강원랜드 Historical Valuation & Target PER

(X, %)	2012	2013	2014	2015	2016	규제 강화 전 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)	17.8	22.0	19.3	18.5	18.9	20.0
Premium(%)						-10%
PER(Target)					PER(Average)의 평균을 적용함	18.0

자료: 신한금융투자 추정

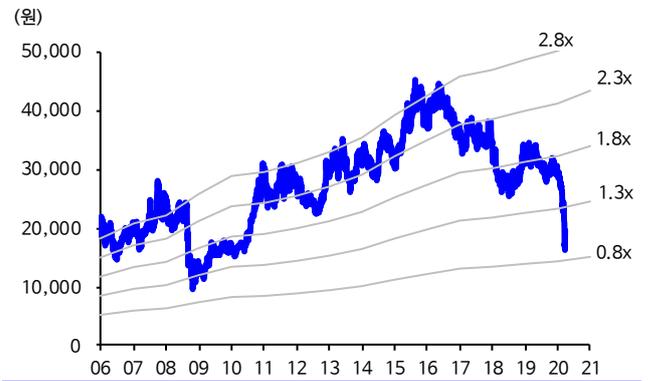
주: 규제 강화 이전의 5년 평균에서 내국인 감소로 인한 10% Discount 적용.

강원랜드 PER Band (12M Fwd)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

강원랜드 PBR Band (12M Fwd)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

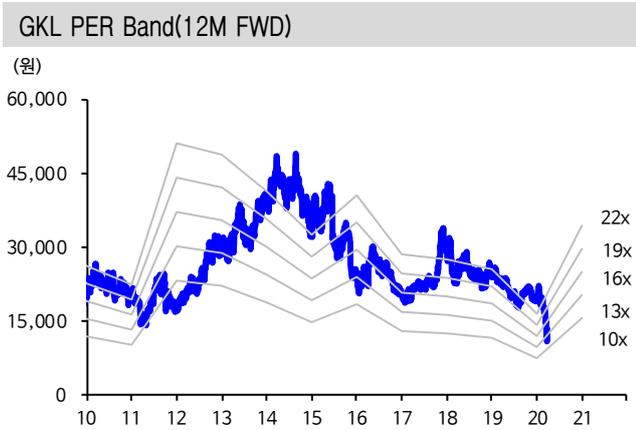
GKL PER Valuation: 목표주가 18,500원							
(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2019년 순이익	72.4	2020년 순이익	46.5	12개월 Forward 순이익	63.3	2021년 순이익	96.8
EPS(원)	1,170	EPS(원)	751	12개월 Forward EPS(원)	1,023	EPS(원)	1,565
목표주가(원)	21,068	목표주가(원)	13,522	<b>목표주가(원)</b>	<b>18,500</b>	목표주가(원)	28,176
Target PER(x)	18	Target PER(x)	18	<b>Target PER(x)</b>	<b>18</b>	Target PER(x)	18
현재주가(원)	13,550	현재주가(원)	13,550	현재주가(원)	13,550	현재주가(원)	13,550
현재주가 PER(x)	11.6	현재주가 PER(x)	18.0	현재주가 PER(x)	13.3	현재주가 PER(x)	8.7

자료: 신한금융투자 추정

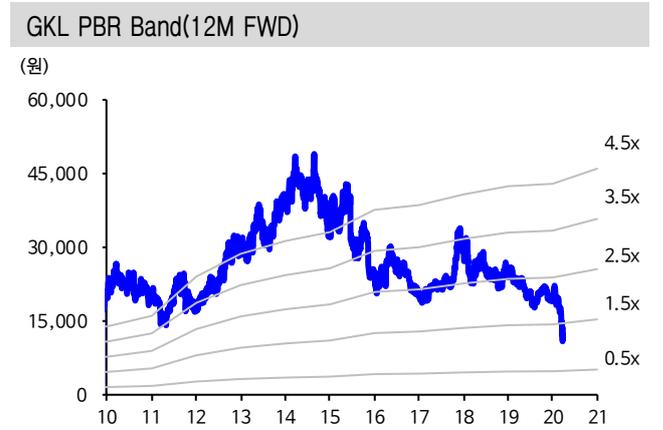
GKL Historical Valuation & Target PER									
(X, %)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	(평균)	
PER(High)	22.5	25.0	14.1	18.6	26.3	29.7	16.5	21.8	
PER(Avg)	20.6	20.8	13.7	17.5	24.1	24.9	16.6	<b>20.1</b>	
Premium(%)									-10%
<b>PER(Target)</b>	<b>PER(Avg)의 평균치에서 0% 할인/할증 적용</b>								<b>18.0</b>

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. 향후 신사업 추진 한다면 할증(PER 25~30배) 요인 발생 가능성 있음. 최근 코로나19로 인한 한일 출입국 금지로 Discount 추가됨



자료: QuantiWise, 신한금융투자



자료: QuantiWise, 신한금융투자

파라다이스 목표주가 EV/EBITDA Valuation: 12M FWD 기준으로 계산해서 17,500원 제시

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
12M FWD EBITDA	174.7	12M FWD 자본총계	8.7	12M FWD 지배순이익	8.7
적용 Multiple(x)	14	BPS(원)	95.7	EPS(원)	95.7
영업가치	2,445.8	적용 PBR(x)	182.9	적용 PER(x)	182.9
순차입금(-)	854.6	현재주가	12,800	현재주가	12,800
기업가치	1,591.2	목표주가	17,500	목표주가	17,500
주식수(주)	90,942,672	상승여력(%)	36.7	상승여력(%)	36.7
현재주가(원)	12,800				
<b>목표주가(원)</b>	<b>17,500</b>				
상승여력(%)	36.7				

자료: 신한금융투자 추정

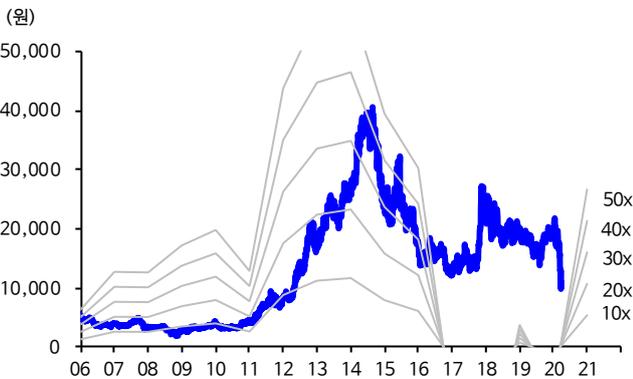
주: 1) 목표주가 계산에는 EV/EBITDA 14배를 기준으로 사용 했음

2) 2020년 EBITDA에 multiple 14배(마카오 평균 대비 15% 이상 프리미엄)를 적용해서 17,500원으로 계산함. 중국인 VIP Drop성장률이 낮아지거나 역성장하는 모습이 지속된다면 multiple 하향 불가피함.

파라다이스 Multiple 계산

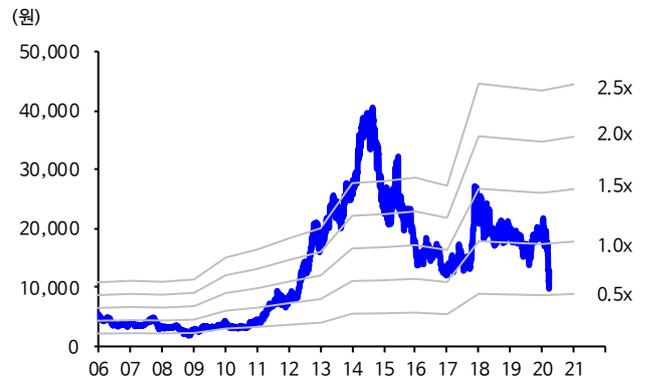
(X)	현재 주가 수준 Multiple			회사 과거 평균 Premium 19년 목표 Multiple		
	당사추정 19F	당사추정 20F	해외평균 20F	(X)	(%)	(X)
EV/EBITDA	20.8	15.1	12.2	17.9	-22	14.0
PBR	1.4	1.4	5.6	1.8	-22	1.4
PER	54.7	36.1	20.7	22.7	122	50.5

파라다이스 PER Band(12M FWD)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

파라다이스 PBR Band(12M FWD)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

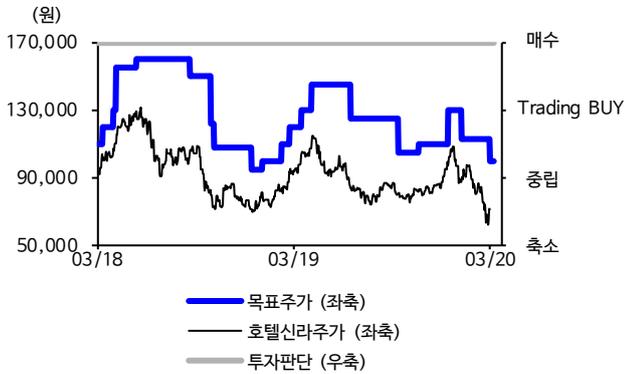
Global Peers 비교														
	Ticker	시가총액	매출액 성장률		순이익 성장률		PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
	Bloomberg	(십억원)	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F
<면세점>														
호텔신라	008770 KS	2,786.6	21.3	5.2	53.9	(10.8)	17.1	17.5	3.0	2.6	7.1	8.0	19.3	16.0
Dufry	DUFN SW	2,181.4	1.9	(8.6)	(7.9)	(73.2)	4.4	16.3	0.6	0.8	4.3	5.2	13.9	3.1
<호텔>														
MARRIOTT	MAR US	34,006.0	1.0	(10.5)	(8.6)	(14.2)	14.5	17.6	44.9	53.5	10.7	13.0	127.3	337.0
Hilton Worldwide	HLT US	24,663.1	6.1	(2.5)	32.5	(8.7)	18.7	21.3	-	-	12.1	13.3	1,377.5	(121.6)
Accor	AC FP	9,765.8	12.2	(7.8)	42.6	(17.2)	19.0	23.9	1.3	1.2	10.5	12.1	6.3	5.6
Hyatt	H US	6,463.8	12.7	(5.0)	(4.4)	(66.9)	28.2	75.9	1.5	1.4	8.0	9.7	6.6	1.2
<테마파크&리조트&IR>														
Wynn Resort	WYNN US	9,927.9	(1.6)	(12.7)	(60.0)	(96.7)	17.9	60.4	4.5	6.3	9.4	12.7	20.5	(17.3)
Merlin Entertainments Group	MERL LN	-	3.8	8.7	(10.3)	12.2	-	-	-	-	-	-	11.4	12.9
Six Flags	SIX US	1,566.7	1.6	(0.9)	(28.6)	(35.1)	6.3	8.9	-	-	7.3	8.7	(30.0)	(21.8)
Cedar Fair Entertainment	FUN US	1,821.9	9.4	4.3	26.2	4.7	8.2	7.9	5,226.0	-	6.7	6.5	96.7	-
<명품>														
LVMH	MC FP	246,531.1	14.6	4.3	12.9	4.0	24.9	24.8	5.1	4.6	14.3	13.9	21.1	18.8
Estee Lauder	EL US	74,210.4	8.6	2.1	16.6	0.3	32.0	30.8	14.0	13.6	19.9	19.1	41.0	45.2
Hermes	RMS FP	93,030.8	15.4	4.4	11.6	1.6	44.8	44.3	10.5	9.1	24.6	24.1	25.4	21.6
<여행>														
하나투어	039130 KS	507.4	(7.9)	(4.9)	(148.8)	236.5	-	96.1	2.2	2.3	12.1	12.4	(1.9)	2.4
모두투어	080160 KS	184.3	(19.1)	2.2	(77.2)	100.3	28.4	28.4	1.4	1.4	13.5	13.2	4.9	4.2
Booking Holdings	BKNG US	69,025.7	3.7	(20.9)	0.4	(26.6)	13.4	17.4	11.0	21.2	9.1	12.0	63.1	47.4
Expedia	EXPE US	11,352.3	7.5	(15.5)	4.3	(28.6)	10.8	18.4	2.4	2.6	5.7	7.4	17.7	3.4
Ctrip	CTRP US	-	15.2	(19.0)	19.1	(79.8)	-	-	-	-	-	-	6.0	1.0
<카지노>														
강원랜드	032520 KS	4,193.2	5.7	4.3	12.7	15.9	12.1	10.7	1.1	1.0	4.2	4.2	9.4	10.2
파라다이스	034230 KS	1,164.1	24.4	9.6	171.1	209.6	37.9	30.4	0.9	0.9	15.4	11.8	2.1	3.1
GKL	114090 KS	838.1	2.2	6.0	(7.3)	15.4	11.7	10.1	1.4	1.3	4.1	3.8	12.7	14.1
Lasvagas Sands	LVS US	44,484.6	0.1	(26.4)	(3.7)	(46.7)	15.1	31.3	6.7	-	9.3	13.8	42.1	23.6
Sands China	1928 HK	38,497.5	1.7	(5.6)	4.7	(16.6)	15.1	18.2	7.0	7.5	11.2	12.0	47.1	37.3
Galaxy	27 HK	30,467.3	(6.0)	(13.4)	(2.5)	(30.2)	14.5	21.3	2.7	2.5	10.6	13.3	19.6	11.3
Wynn Macau	1128 HK	10,569.9	(8.3)	(10.6)	(16.1)	(35.6)	12.7	19.7	46.1	79.6	9.5	11.4	320.5	257.4

자료: Bloomberg, 신한금융투자

주: Global Peer로 분류되는 각각의 산업군에 속한 회사들의 Multiple은 대부분 높은 편이다. 고객의 종류, 매출 성장률, 이익 성장률, 감가상각비 등에 따라서 Valuation 적용 기준이 완전 다르기 때문에 PER로만 보는 것은 상황에 맞지 않다.

## 투자의견 및 목표주가 추이

### 호텔신라(008770)

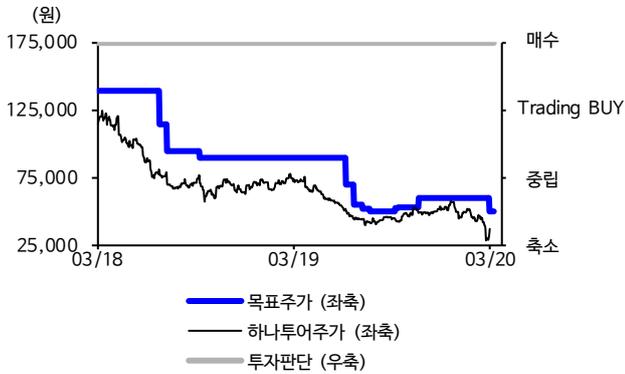


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2017년 11월 20일	매수	110,000	(19.9)	(5.5)
2018년 04월 04일	매수	120,000	(14.1)	(12.1)
2018년 04월 24일	매수	130,000	(16.4)	(15.0)
2018년 04월 29일	매수	155,000	(20.8)	(16.5)
2018년 06월 06일	매수	160,000	(32.9)	(17.5)
2018년 09월 14일	매수	150,000	(36.5)	(27.3)
2018년 10월 23일	매수	122,000	(37.4)	(34.9)
2018년 10월 29일	매수	108,000	(27.6)	(20.1)
2019년 01월 07일	매수	95,000	(21.9)	(14.6)
2019년 01월 27일	매수	100,000	(21.6)	(14.1)
2019년 03월 04일	매수	110,000	(22.8)	(14.8)
2019년 03월 19일	매수	120,000	(20.6)	(14.2)
2019년 04월 10일	매수	130,000	(19.6)	(17.3)
2019년 04월 29일	매수	145,000	(32.9)	(20.7)
2019년 07월 11일	매수	125,000	(34.9)	(30.6)
2019년 10월 08일	매수	105,000	(24.3)	(20.5)
2019년 11월 15일	매수	110,000	(22.4)	(9.6)
2020년 01월 09일	매수	130,000	(23.6)	(16.5)
2020년 02월 03일	매수	113,000	(26.1)	(13.6)
2020년 03월 27일	매수	100,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## 투자의견 및 목표주가 추이

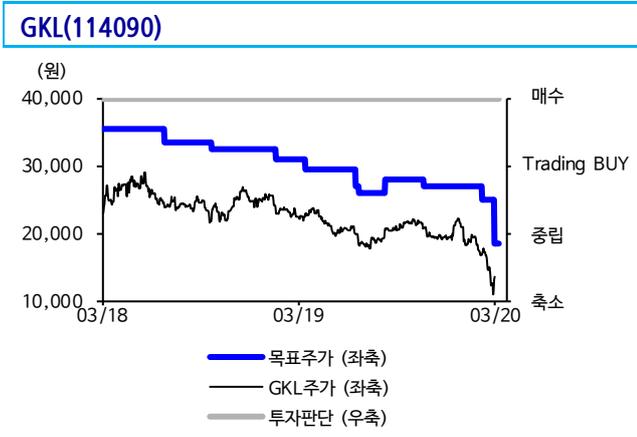
### 하나투어(039130)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2018년 01월 03일	매수	140,000	(22.7)	(11.1)
2018년 07월 04일		6개월경과	(44.8)	(42.4)
2018년 07월 19일	매수	115,000	(33.8)	(31.7)
2018년 08월 02일	매수	95,000	(27.1)	(19.5)
2018년 10월 02일	매수	90,000	(23.8)	(14.0)
2019년 04월 03일		6개월경과	(30.9)	(16.4)
2019년 07월 02일	매수	70,000	(33.7)	(29.5)
2019년 07월 17일	매수	55,000	(20.4)	(18.7)
2019년 08월 02일	매수	52,000	(21.3)	(19.2)
2019년 08월 16일	매수	50,000	(13.3)	(8.9)
2019년 10월 02일	매수	52,500	(19.8)	(19.6)
2019년 10월 08일	매수	53,000	(9.3)	(0.9)
2019년 11월 15일	매수	60,000	(21.2)	(5.2)
2020년 03월 27일	매수	50,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## 투자의견 및 목표주가 추이

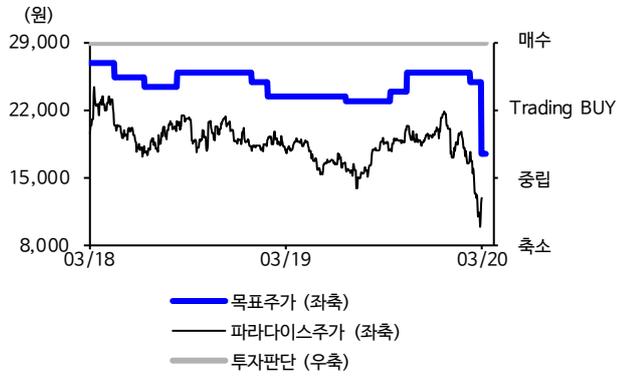


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2018년 02월 12일	매수	35,500	(27.4)	(17.9)
2018년 07월 19일	매수	33,500	(27.7)	(23.6)
2018년 10월 15일	매수	32,500	(24.5)	(16.9)
2019년 02월 12일	매수	31,000	(25.6)	(22.7)
2019년 04월 08일	매수	29,500	(27.1)	(19.2)
2019년 07월 11일	매수	27,000	(29.0)	(26.1)
2019년 07월 17일	매수	26,000	(27.7)	(20.8)
2019년 09월 04일	매수	28,000	(24.1)	(20.9)
2019년 11월 15일	매수	27,000	(27.5)	(17.6)
2020년 03월 03일	매수	25,000	(41.0)	(28.8)
2020년 03월 27일	매수	18,500	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## 투자의견 및 목표주가 추이

### 파라다이스(034230)

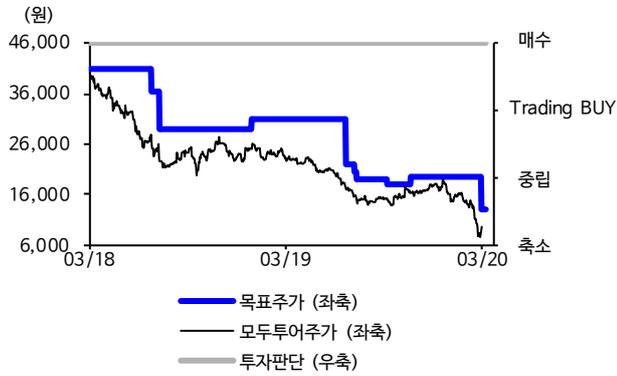


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2018년 03월 06일	매수	27,000	(19.8)	(9.8)
2018년 05월 11일	매수	25,500	(25.1)	(20.0)
2018년 07월 06일	매수	24,500	(22.1)	(15.1)
2018년 09월 05일	매수	26,000	(24.6)	(17.7)
2019년 01월 22일	매수	25,000	(27.2)	(24.6)
2019년 02월 21일	매수	23,500	(25.4)	(16.2)
2019년 07월 17일	매수	23,000	(28.0)	(17.2)
2019년 10월 08일	매수	24,000	(21.2)	(15.4)
2019년 11월 08일	매수	26,000	(26.9)	(16.2)
2020년 03월 05일	매수	25,000	(47.4)	(33.4)
2020년 03월 27일	매수	17,500	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## 투자의견 및 목표주가 추이

### 모두투어(080160)

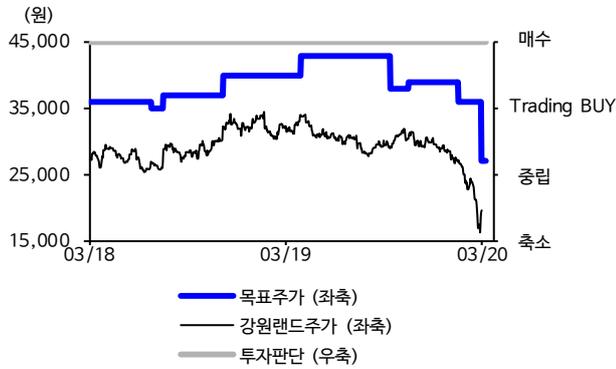


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2017년 11월 28일	매수	41,000	(13.0)	(1.3)
2018년 05월 29일		6개월경과	(29.6)	(17.9)
2018년 07월 19일	매수	36,500	(32.7)	(28.6)
2018년 08월 03일	매수	29,000	(17.8)	(5.3)
2019년 01월 22일	매수	31,000	(27.8)	(15.6)
2019년 07월 17일	매수	22,000	(24.1)	(20.9)
2019년 08월 02일	매수	20,500	(25.1)	(25.1)
2019년 08월 06일	매수	19,000	(20.9)	(16.6)
2019년 10월 02일	매수	18,000	(12.2)	(2.5)
2019년 11월 15일	매수	19,500	(20.7)	(2.6)
2020년 03월 27일	매수	13,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## 투자의견 및 목표주가 추이

### 강원랜드(035250)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2018년 02월 19일	매수	36,000	(22.8)	(17.8)
2018년 07월 19일	매수	35,000	(24.9)	(23.4)
2018년 08월 10일	매수	37,000	(21.7)	(12.6)
2018년 11월 30일	매수	40,000	(19.1)	(13.6)
2019년 04월 24일	매수	43,000	(29.3)	(20.6)
2019년 10월 08일	매수	38,000	(19.0)	(15.9)
2019년 11월 11일	매수	39,000	(24.8)	(19.2)
2020년 02월 12일	매수	36,000	(37.0)	(25.4)
2020년 03월 27일	매수	27,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 성준원, 이해니,)
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기회사 강원랜드를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기회사 강원랜드,파라다이스를 기초자산으로 한 주식의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 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 투자자의 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)

비 중 성	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹 터	◆ 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 (2020년 3월 22일 기준)

매수 (매수)	94.14%	Trading BUY (중립)	1.35%	중립 (중립)	4.50%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------