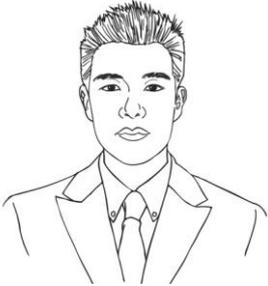


Sector Update



양일우
Analyst
ilwoo.yang@samsung.com
02 2020 7820

조상훈
Research Associate
sanghoonpure.cho@samsung.com
02 2020 7644

■ AT A GLANCE

CJ CGV (079160 KS, 118,500원)
SELL HOLD **BUY** *** **160,000원(+35%)**
목표주가

호텔신라 (008770 KS, 113,000원)
SELL HOLD **BUY** **150,000원(+33%)**
목표주가

파라다이스 (034230 KS, 24,200원)
SELL HOLD **BUY** **36,000원(+49%)**
목표주가

GKL (114090 KS, 31,200원)
SELL HOLD **BUY** **58,000원(+86%)**
목표주가

강원랜드 (035250 KS, 37,700원)
SELL HOLD **BUY** **48,000원(+27%)**
목표주가

하나투어 (039130 KS, 122,500원)
SELL HOLD **BUY** **160,000원(+31%)**
목표주가

모두투어 (080160 KS, 33,700원)
SELL HOLD **BUY** *** **46,000원(+37%)**
목표주가

레저 (OVERWEIGHT)

일회성 메르스 우려에서 벗어나 펀더멘털 재점검 할 때

WHAT'S THE STORY?

Event: 메르스로 인해 레저 섹터 주가 전반적 약세

Impact: 홍콩 사례에서 보듯 메르스로 인한 주가 하락은 금세 회복될 것

Action: CJ CGV, 강원랜드, 여행주 선매수 이후 중국인 인바운드 수혜주 매수 전략 제시. CJ CGV 목표주가를 상향조정하고, 투자의견도 BUY★★★로 상향조정

THE QUICK VIEW

메르스는 일회성 요인, 홍콩 증시 사스 발병 이후 49일 만에 반등 성공: 과거 홍콩 증시는 사스 감염자 발생 이후, 일별 감염자 수가 하락 추세를 보이면서 전지점을 하향 돌파하자 지수가 상승. 감염자 발생 이후 49일 만이었음. 과거 경험이 있기 때문에 한국 관련 업종은 더욱 빠르게 반등할 가능성이 있음. 다만, 외국인이 느끼는 불안감은 한국인이 느끼는 그것에 비해 크고, 외국인들은 대체 여행지가 있다는 점에서 인바운드 수혜주는 내국인 대상 서비스에 비해 회복이 더딜 가능성이 높음. 마카오는 홍콩에서 사스 발병 이후 중국인 입국자 성장률이 정상 수준으로 회복되는데 약 3개월이 소요되었음.

CJ CGV의 중국 사업 영업 레버리지에 대한 기대가 무르익을 것: 중국 상영관 시장이 긍정적인 것은 라인업이 좋아서가 아니고, 일반적인 라인업에도 매출 성장이 뚜렷하기 때문. 중국인들이 묻지마 영화관람을 시작한 것이 2015년부터라고 봐도 무방. 성장 초기라는 판단. CJ CGV는 중국 확장 사이클이 정해져 있다는 점에서 매출 성장 가시성이 매우 높음. 한편, CJ CGV의 한국 사업은 경쟁사에 비해 수익성이 낮는데, 1) 경쟁사 대비 많은 본사 직원, 2) 수익성 높은 비상영 매출 비중이 낮다는 점, 3) 기타 원가의 부담 때문. 중국은 이러한 부담이 없어, 향후 영업레버리지 기대가 가능함.

HDC호텔신라 이외의 사업자가 누가 선정될 것인가도 미래 실적 추정에 영향: 라이선스 신규 발급으로 인한 면세 시장 확대 규모는 8천억 원에서 1.5조원 예상. 언론 보도에 따르면 공정위가 신규 사업자로 호텔신라를 선정하더라도 경쟁 제한이 일어나지 않는다는 취지를 밝힌 만큼 이제 관심은 HDC호텔신라 이외의 신규 사업자가 누구일까 하는 점. 호텔신라의 2016년 영업이익 추정치는 시나리오별로 -12%~+21%까지 변화를 보일 수 있는데, 확률을 가장 평균한 호텔신라의 2016년 영업이익 추정치 변동폭은 약 +10%.

카지노, 장기적으로는 가장 성장 잠재력이 높은 산업: 한국 내에서 중국인 쇼핑 규모는 홍콩에서의 중국인 쇼핑 규모의 약 1/4 수준. 한국 카지노의 규모는 마카오의 1/36 수준. 한국 카지노 시장은 현재보다 7~8배는 성장 가능. 설비와 인프라 확충이 관건. 3Q15부터 GKL보다 파라다이스에게 유리한 사이클이 시작. 그러나, 1) 메르스, 2) 한국인 마케터 체포, 3) GKL 설비 증설로 인해, 중국인 방문이 감소한다면, 영업레버리지가 큰 파라다이스의 아웃퍼포먼스가 그다지 돋보이지 않을 수 있음.

한국인의 여행 수요의 구조적 성장이 4Q15 이후에도 이루어질 것: 일본인의 소비지출 대비 단체 여행비는 1.5%. 한국이 1.2%까지 상승하였고, 패키지 필요성이 높은 해외 여행 비중이 한국이 높은 것을 감안하면, 향후 약 7~8년 간 구조적인 상승을 할 수 있을 것. 노랑풍선, 여행박사 등 직판 여행사들의 광고비는 고정비가 아니라, 변동비. 기업들이 과도한 광고비 사용의 위험성을 2014년 실적을 통해 감지하였기 때문에 경쟁 완화 추세.

메르스로 인한 주가 하락은 금세 회복될 것: 외국인 전용 카지노의 불확실성을 제외하면 펀더멘털에 큰 변화가 없는 만큼, CJ CGV, 강원랜드, 여행주, 선매수 이후 중국인 인바운드 수혜주 매수 전략 제시. CJ CGV 목표주가를 16만원으로 14% 상향조정하고, 투자의견도 BUY★★★로 상향조정.

■ 목차

1. Investment Summary	p2
2. 홍콩 사스와 한국 메르스의 비교	p4
3. 상영관 산업의 전망	p7
4. 면세 산업의 전망	p15
5. 카지노 산업의 전망	p18
6. 여행 산업의 전망	p21

1. Investment Summary

메르스 - 일회성 요인. 홍콩은 사스 발병 49일 후 증시 반등 시작

과거 홍콩 증시는 사스 감염자 발생 이후, 일별 감염자 수가 하락 추세를 보이면서 전저점을 하향 돌파하자 증시가 상승하기 시작. 감염자 발생 이후 49일 만이었음. 과거 경험이었기 때문에 한국 관련 업종은 더욱 빠르게 반등할 가능성이 있음. 다만, 외국인이 느끼는 불안감은 한국인이 느끼는 그것에 비해 크고, 외국인들은 대체 여행지가 있다는 점에서 인바운드 수혜주는 내국인 대상 서비스에 비해 회복이 더딜 가능성이 높음. 마카오는 중국인 입국자 성장률이 정상 수준으로 회복되는데 약 3개월이 소요되었음.

상영관 - CJ CGV의 중국 사업의 영업 레버리지에 대한 기대가 무르익을 것

1) **Top-down:** 중국 상영관 시장이 긍정적인 것은 라인업이 좋기 때문이 아니고, 그저 그런 라인업에도 매출 성장이 뚜렷하기 때문. 중국인들이 문지마 영화관람을 시작한 것이 2015년부터라고 봐도 무방. 성장 초기라는 판단. CJ CGV는 중국 확장 사이클이 정해져 있다는 점에서 매출 성장 가시성이 매우 높음. 중국의 산업 내 스크린 공급 속도도 빠르지만, 수요 증가율을 크게 상회하는 정도는 아니기에, 경쟁 심화로 인한 수익성 악화를 논의 하기는 이르다는 판단.

2) **Bottom-up:** CJ CGV의 한국 사업은 경쟁사에 비해 수익성이 매우 낮음. 1) 경쟁사 대비 많은 본사 직원, 2) 수익성 높은 비상영 매출 비중이 낮다는 점, 3) 기타 원가의 부담 때문인데, 중국은 이러한 부담이 없어, 향후 영업레버리지 기대가 가능함.

3) **Action:** 2014년 6월 말은 트랜스포머 4가 중국에서 개봉되던 시점이기 때문에 베이스가 낮지 않아 주가가 하락 할 경우, 적극 매수할 것 추천. 목표주가 16만원으로 14% 상향 조정하고 투자 의견을 BUY에서 BUY★★★ 로 상향 조정.

면세업 - HDC호텔신라 이외의 사업자가 누가 선정될 것인가도 미래 실적 추정에 영향

1) **Top-down:** 4Q14 호텔롯데의 잠실점 확장을 통해 살펴본 라이선스 신규 발급으로 인한 면세 시장 확대 규모는 8천억원에서 1.5조원 예상. 크루즈 관광객들이 그 동안 시설 부족으로 인해 면세점 쇼핑을 할 수 없었던 것을 감안하면 면세점 설비가 확대되더라도 잠식 효과보다는 신규시장 창출 효과가 클 것.

2) **Bottom-up:** 언론 보도에 따르면 공정위가 신규 사업자로 호텔신라를 선정하더라도 경쟁 제한이 일어나지 않는다는 취지를 밝힌 만큼 이제 관심은 HDC호텔신라 이외의 신규 사업자가 누구일까 하는 점. 호텔신라의 2016년 영업이익 추정치는 시나리오별로 -12% ~ +21%까지 변화를 보일 수 있는데, 확률을 가장 평균한 호텔신라의 2016년 영업이익 추정치 변동폭은 약 +10%.

3) **Action:** 최악의 상황을 가정하여도 주가 하락 리스크 낮다는 판단. BUY투자 의견과 목표주가 150,000원 유지.

카지노 - 장기적으로는 가장 성장 잠재력이 높은 산업.

1) Top-down: 한국 내에서 중국인 쇼핑 규모는 홍콩에서의 중국인 쇼핑 규모의 약 1/4 수준인 반면, 한국 카지노의 규모는 마카오의 1/36 수준. 쇼핑과 비교해 카지노는 수요를 충분히 매출로 인식하지 못하고 있는 것. 한국 카지노 산업의 규모는 현재 규모의 7~8배로 성장 가능. 설비와 인프라 확충이 관건. 제주도의 겐팅 코리아의 급격한 실적 증가세는 한국 카지노의 잠재력을 암시하고 있음.

2) Bottom-up: 3Q15부터 GKL보다 파라다이스에게 유리한 사이클이 시작. 그러나, 1) 메르스, 2) 한국인 마케터 체포, 3) GKL 설비 증설로 인해, 중국인 방문이 감소한다면, 영업 레버리지가 큰 파라다이스의 아웃퍼포먼스가 그다지 돋보이지 않을 수 있음.

3) Action: 1) 12월 COEX 증설과 2) 리조트 라이선스 발급 가능성, 3) 낮은 영업레버리지 등을 감안하면, 유사한 수준의 주가 하락에도 불구하고, 파라다이스 보다는 GKL 주가 수준이 바닥에 더 가깝다고 판단. 강원랜드의 펀더멘털에 메르스가 장기적으로 미치는 영향은 미미. 메르스 영향으로 인한 강원랜드의 주가 하락폭은 금세 회복될 전망.

여행주 - 한국인의 여행 수요의 구조적 성장이 4분기 이후에도 이루어질 것

1) Top-down: 일본인의 소비지출 대비 단체 여행비는 1.5%. 한국이 1.2%까지 상승하였으나, 인구 대비 출국자 수 비중이 높고, 패키지 필요성이 높은 해외 여행 비중이 한국이 높은 것을 감안하면, 향후 약 10년 간 구조적인 상승을 할 수 있을 것

2) Bottom-up: 노랑풍선, 여행박사 등 직판 여행사들의 광고비는 제조업과 달리 고정비보다는 변동비 성격이 짙음. 광고비를 사용하지 않으면 매출이 증가하지 않는 것. 직판 여행사들이 과도한 광고비 사용의 위험성을 2014년 실적 악화를 통해 감지하였기 때문에 2015년은 경쟁 완화 추세.

3) Action: 출국자 수 베이스가 높아지는 4분기를 앞두고 주가 하락 시 매수. 이익 증가율은 트래픽이 아니라, 매출 성장률로 결정되기 때문에 주가 하락을 매수 기회로 이용.

레저

■ 목차

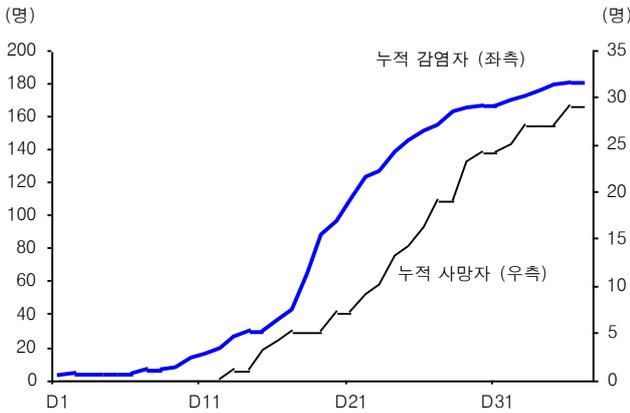
1. Investment Summary	p2
2. 홍콩 사스와 한국 메르스의 비교	p4
3. 상영관 산업의 전망	p7
4. 면세 산업의 전망	p15
5. 카지노 산업의 전망	p18
6. 여행 산업의 전망	p21

2. 홍콩 사스와 한국 메르스의 비교

홍콩 사스와 한국 메르스의 공통점

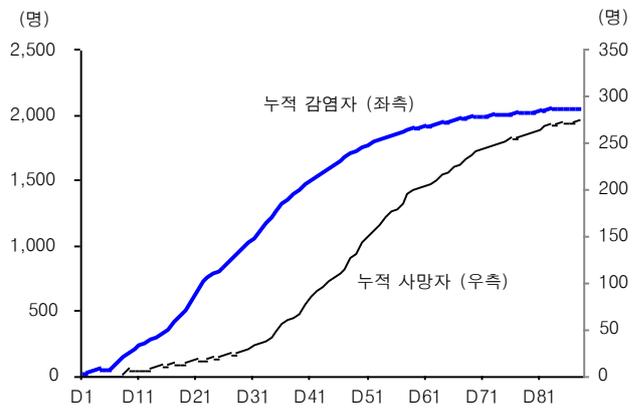
메르스는 사스와 같은 코로나 바이러스 계열이다. 홍콩의 사스와 현재까지 한국에서 메르스가 보여준 치사율은 약 13% 수준으로 유사한 것으로 파악된다. 따라서, 사스로 인해 피해를 입었던 홍콩 증시의 사례가 메르스 사태의 시사점을 제공해 줄 수 있다고 판단된다.

한국: 메르스 감염자 vs 사망자 (누적)



참고: D1은 2015년 5월 20일
자료: 보건복지부

홍콩: 사스 감염자 vs 사망자 (누적)



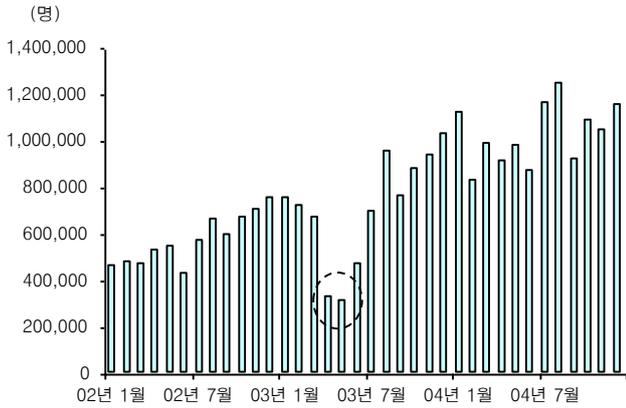
참고: D1은 2003년 3월 11일
자료: 홍콩 위생부

중국인은 약 4개월 간 마카오 입국을 기피

2003년 3월 홍콩에서 첫 사스 감염자와 사망자가 발생한 이후, 중국인의 마카오 입국자 수는 4, 5월 전년 대비 감소세를 보였으나, 6, 7월 30%, 29%의 전년 대비 증가율을 보인 이후, 8월 50% 이상으로 회복되었다. 발생 이후 약 3개월 간 타격이 있었으나, 그 다음 분기 말 정도에는 안정세를 보였다는 점에서 한국의 중국인 입국자는 약 10월경에 중국인 입국자 증가율이 4~5월 수준을 회복할 것으로 예상된다.

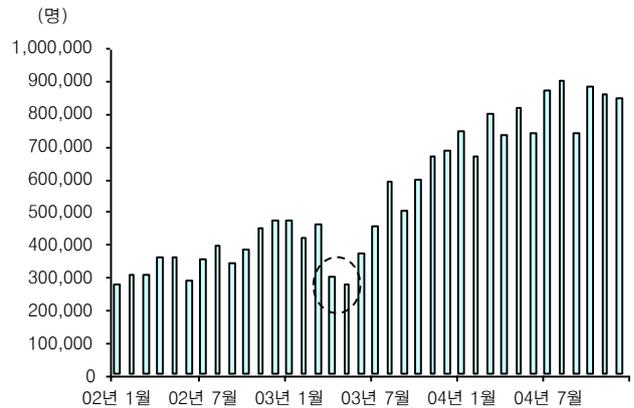
레저

홍콩 중국인 입국자



자료: 중국 국가여유국

마카오 중국인 입국자



자료: 중국 국가여유국

홍콩 증시의 경험

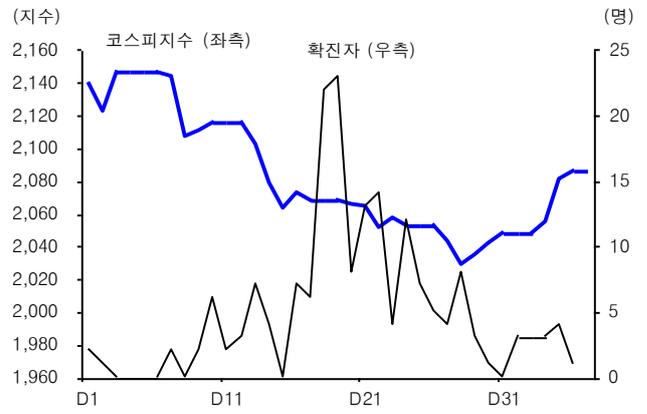
SARS로 홍역을 앓았던 홍콩 증시의 경험을 살펴보면, 1) 확진자(감염자) 수는 사망자 수의 선행지표이고, 2) 일별 감염자 수가 하락 추세를 보이면서 전저점을 하향 돌파하자 증시가 상승하기 시작하였으며, 3) 여행 및 카지노 등 관련 주식 주가 움직임은 방향성은 같았으나, 상승 탄력은 상대적으로 낮기는 하였다. 첫 감염자가 보고된 이후 48일 만에 의미 있는 반등에 성공하였다. 결론적으로 펀더멘털의 반응은 다소 시일이 필요하였으나, 주가는 이를 일회적 이벤트로 파악하고 빠르게 회복하였던 것이다.

사스 사망자 vs 홍콩 항생지수



참고: D1은 2003년 3월 11일
자료: 홍콩 위생부

메르스 확진자 vs 코스피 지수



참고: D1은 2015년 5월 20일
자료: 보건복지부

메르스 외의 영향이 적은 기업부터 매수

지금까지의 주가 하락이 메르스로 인한 것인지 아닌지를 파악하여 메르스로 인한 것이라면 하락폭만큼은 적극 매수 관점으로 임할 것을 권유한다. 또한, 주가 하락의 원인 중 메르스가 차지하는 비중을 파악하기 위해 각 세부 기업에 대한 Top-down 관점과 Bottom-up 관점에서의 매수, 매도 포인트 역시 점검하고자 한다. 결론은 CJ CGV, 강원랜드, 여행주를 선매수하고 중국인 인바운드 수혜주를 이후에 매수하는 전략이다.

메르스 관련 기업 주가 수익률 및 밸류에이션

	파라다이스	GKL	강원랜드	호텔신라	하나투어	모두투어	CJ CGV
Ticker	034230 KS	114090 KS	035250 KS	008870 KS	039130 KS	080160 KS	079160 KS
Rating	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY★★★★	BUY★★★★
Target price (원)	36,000	58,000	48,000	150,000	160,000	46,000	160,000
Share price (원)	24,200	31,200	37,700	113,000	122,500	33,700	118,500
Upside potential (%)	48.8	85.9	27.3	32.7	30.6	36.5	35.0
P/E (2015, x)	20.9	15.4	17.0	34.1	26.1	17.8	71.8
P/E (2016, x)	15.6	12.8	15.9	22.7	20.8	15.1	51.5
P/B (2015, x)	1.9	4.0	2.8	5.3	6.1	3.6	6.2
EV/EBITDA (2015, x)	11.9	7.7	9.1	18.6	16.3	12.3	18.5
ROE (2015, %)	14.0	27.2	16.6	18.6	26.0	21.2	10.1
2015-2016 EPS CAGR (%)	33.7	20.2	7.2	50.1	25.6	17.8	39.3
2015년 고점 대비 주가 변동	(25.1)	(27.4)	(8.7)	(11.0)	(12.2)	(13.5)	(6.7)
5월 20일 이후 주가 변동	(15.4)	(25.9)	(5.8)	2.3	(9.6)	(11.9)	10.2

참고: 6월 25일 종가 기준

자료: 삼성증권

레저

■ 목차

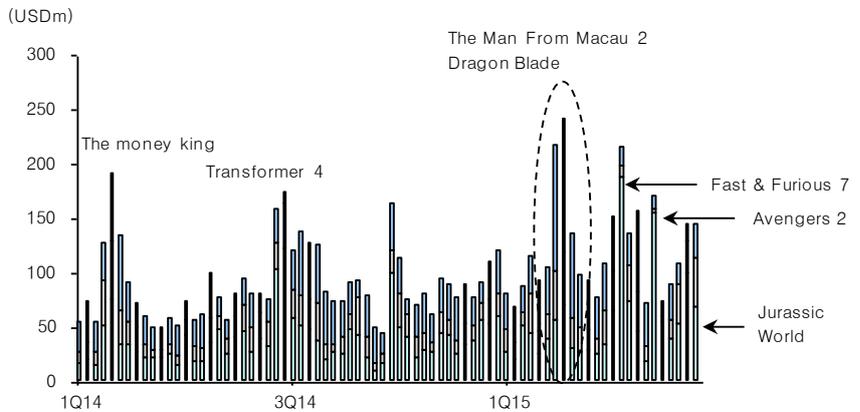
1. Investment Summary	p2
2. 홍콩 사스와 한국 메르스의 비교	p4
3. 상영관 산업의 전망	p7
4. 면세 산업의 전망	p15
5. 카지노 산업의 전망	p18
6. 여행 산업의 전망	p21

3. 상영관 산업의 전망

중국 상영관 산업이 긍정적인 것은 최근 라인업이 좋아서가 아니라 별로였기 때문

최근 CJ CGV 주가 상승의 원인은 분노의질주 7, 어벤저스 2, 주라기월드 등이 중국에서 큰 성공을 거두었기 때문이라는 분석이 주를 이룬다. 그러나, 우리가 중국 상영관 시장 전망을 매우 긍정적이라고 판단하는 이유는 라인업이 좋았기 때문이 아니라, 라인업이 별로였기 때문이다. 열거된 영화를 폄하하고 싶은 생각은 전혀 없으나, 개인적으로 전작에 비해 훌륭하다고 보기는 어렵다고 판단한다. 이 부분의 하이라이트는 올해 춘절인데, 1, 2위 상영작이 The man from Macau 2와 Dragon blade로 매우 평범한 영화이고, 실제 박스 오피스도 1, 2위 치고는 크지 않았으나, 3위 이하 영화들이 큰 선전을 거두면서 주간 박스 오피스가 전년대비 140~240% 증가한 것이다. 2015년부터 중국인들의 문지마 영화 관람이 시작된 것이고, 정말 제대로 된 라인업이 갖춰진다면 엄청난 매출 성장이 기다리고 있다고 판단한다.

중국 주간 박스 오피스

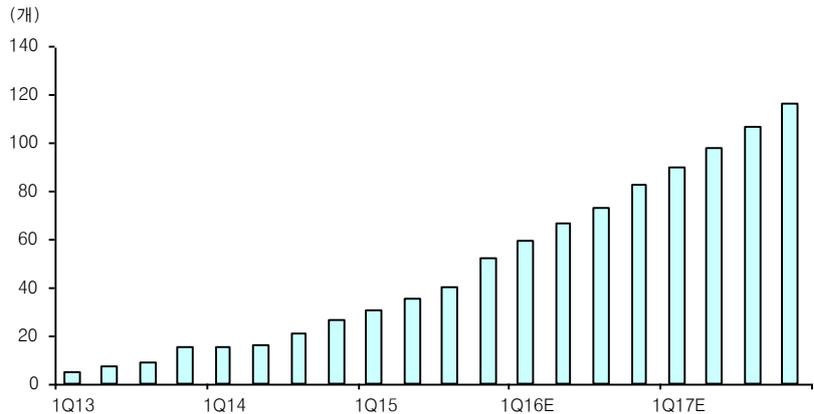


참고: 아래서부터 주간 1위, 2위, 3위 이하 합계
자료: Entgroup

CJ CGV에 투자하는 것이 마음 편한 이유는 사이트 확장 속도가 정해져 있기 때문

현재 시점에서 이익 기여가 미미한 사업부에 과도한 밸류에이션 적용 아니냐는 논란이 있을 수 있다. 그러나, 매우 마음 편하게도 CJ CGV의 사이트 확장 속도는 정해져 있다. 연결기준 사이트를 기준으로 분기당 평균 8개 안팎이 증가하며 2017년 평균 가동 사이트의 개수는 100개가 될 전망이다. 확실한 수요와 확실한 공급이 만나고 있는 것이다.

CJ CGV: 분기별 사이트 개수 (연결 기준)



자료: 회사자료, 삼성증권 추정

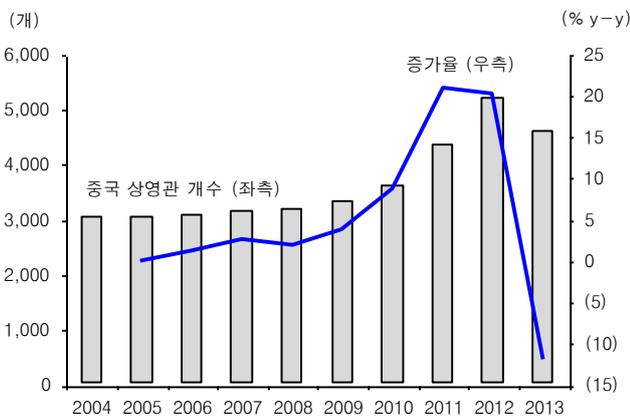
CJ CGV 중국사업의 정상화된 영업이익률을 가능하는 것이 중요

중국 사업의 정상화된 영업이익률 수준이 어느 정도일 것인가를 예측하는 것은 CJ CGV의 가치를 산정하는데 매우 중요한 부분이다. CGV의 중국 사업 정상 영업이익률을 가능하기 위한 방법은 1) 중국과 한국의 산업 경쟁강도 비교, 2) 글로벌 피어와 CJ CGV 영업이익률 비교, 3) CJ CGV의 한국과 중국 사업간의 수익성을 비교하는 방법이 있을 수 있다. 특히, CJ CGV의 한국과 중국 사업의 영업이익률 차이는 CJ CGV의 한국 내 영업이익률이 메가박스에 비해 낮은 이유를 분석해 봄으로써 시사점을 찾고자 한다.

중국 스크린 공급 속도 빠르나 수요를 상회할 정도는 아님

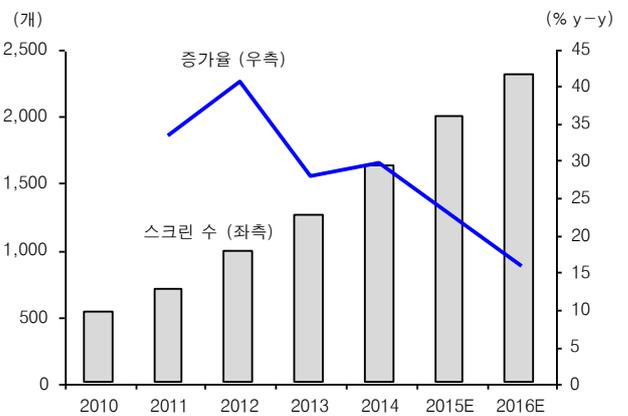
먼저, 중국 내 산업의 경쟁강도를 한국과 비교해보고자 한다. 수요보다 공급이 빠른 속도로 증가할 경우, 경쟁 요인으로 인해 수익성이 하락할 가능성이 높다. 특히, 한국은 상영관 산업의 성장이 기타 산업에 비해 아주 낮지는 않은 반면, 대형 상영관 사업자가 3개 밖에 없어 경쟁 강도가 높다고 보기 어렵다. 중국의 플레이어 수가 많기는 하고, 중국의 스크린 수는 2005년부터 2013년까지 연간 16%로 빠르게 증가하였으나, 이는 2013년 박스오피스 증가율인 40%에 미치지 못한다. 2014년 박스 오피스 증가율은 38%로 완다의 스크린 증가율인 30%를 상회한 것으로 파악된다. 결론적으로, 중국 내 스크린 공급이 빠르게 증가하고 있기는 하나, 아직 경쟁 심화로 인한 영업이익률 하락을 우려할 단계는 아닌 것으로 판단된다. 그 동안의 중국 부동산 가격 약세가 토지개발자들의 개발 욕구를 저하시킨 반면, 영화관람 수요의 구조적인 성장이 있었던 것으로 판단된다.

중국: 상영관 개수 증가



자료: Entgroup

중국: 완다의 스크린 개수

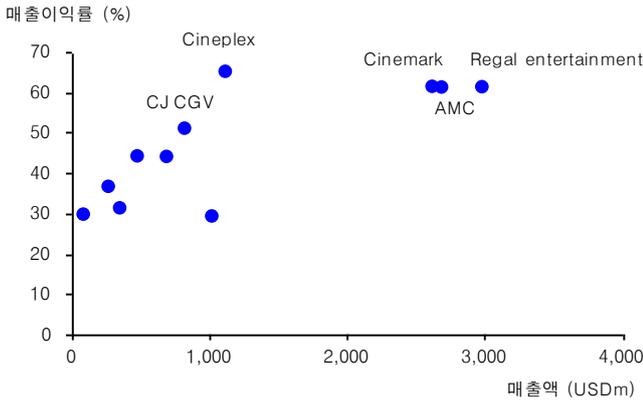


자료: 회사자료

매출원가율, 매출대비 판관비율 모두 글로벌 피어 대비 높은 것으로 파악

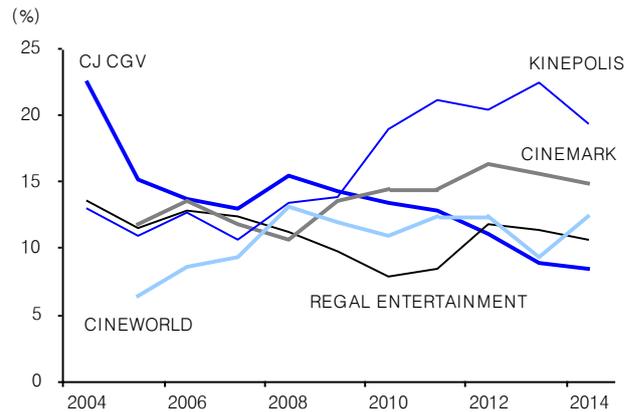
두 번째로 CJ CGV의 영업이익률을 글로벌 극장 체인과 비교해보면, CJ CGV의 영업이익률은 글로벌 피어에 비해서 낮은 편이다. 2002년까지만 해도 가장 높은 수준이었으나, 현재는 가장 낮은 수준으로 낮아졌다. 영업이익률뿐만 아니라, 매출이익률도 높은 편이 아니다. 부금율 이외의 다른 매출이익 요인이 낮은 영업이익률을 설명할 것이라는 점을 시사한다. 물론, 매출액 대비 판관비율도 글로벌 경쟁사 대비 높은 편이다.

매출액 vs 매출이익률



자료: 회사자료

글로벌 피어 영업이익률 비교



자료: 회사자료

CJ CGV의 수익성이 경쟁사 대비 낮은 이유

2014년 기준으로 CJ CGV의 별도 기준 영업이익률은 8.3%인 반면, 업계 3위 경쟁사 메가박스의 영업이익률은 18.6%로 약 10%p 가량 차이가 난다. 우리의 분석에 따르면, 10%p 중 고정비율에서의 수익성 차이가 4%p이고, 변동비율에서의 차이가 6%p를 설명하는데, 1) 고정비율의 차이 4%p는 거의 대부분 인건비율 차이로 설명이 된다. 변동비율에서의 6%p는 2) 상영매출에 비해 수익성 높은 부가 매출의 비중이 높지 않다는 점, 3) 특화관 관련 원가의 상승 및 독립영화의 제작 배급 등으로 설명이 가능하다.

영업 레버리지 비교: CJ CGV vs 메가박스

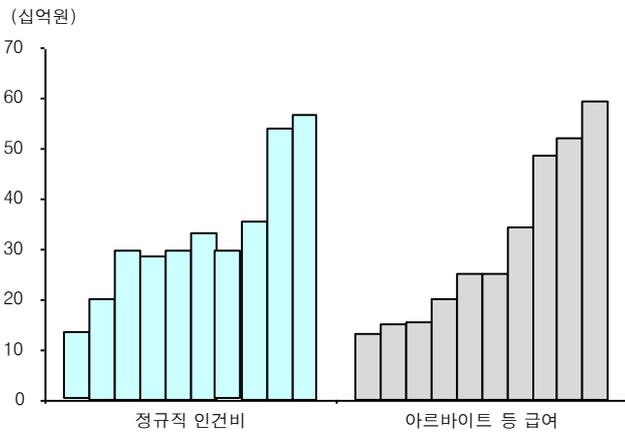
(2014년 기준)	CJ CGV		메가박스	
	전	후	전	후
매출	100.0	101.0	100.0	101.0
변동비	48.5	49.0	42.4	42.8
고정비	43.2	43.2	39.0	39.0
영업이익	8.3	8.8	18.6	19.2
영업이익률	8.3	8.7	18.6	19.0
영업이익 증가율		6.2		3.1
주요 변동비	부금원가	33	부금원가	31
	상품매출원가	5	상품매출원가	5
	기타비용	11	기타비용	7
주요 고정비	인건비	13	인건비	9
	유무형 상각비	7	유무형 상각비	5
	임차료	9	임차료	14
	건물관리비	8	기타비용	12
	기타비용	6		

자료: 회사자료

1) 인건비율의 차이 - 3%p 차이 요인

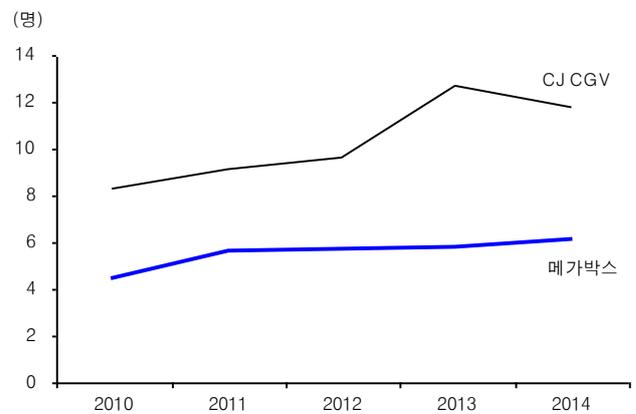
인건비 관련해서 경쟁사 대비 눈에 띄는 점은 사이트 수가 2배 많음에도 불구하고, 사이트 당 정직원 수가 2배 많고, 직원 당 인건비 역시 59% 가량 높다는 점이다. 아르바이트인 미소지기에게 지급되는 금액이 많다고 해도 규모가 큰 기업의 사이트당 정직원 수가 더 많은 점은 다소 특이하다. 참고로, CJ CGV가 인건비로 2014년 한 해 동안 지출한 비용은 약 1,160억원이다. (극장 내 영사기사 등 원가성 인건비 110억원 제외). 이 중 2014년 말 기준 직원 수인 1,482명에게 지급된 인건비가 560억원이었기 때문에 정규직원 외에 미소지기 등에게 지급된 급여가 약 600억원일 것으로 예상된다. 직영 사이트 80개에 사이트 당 평균 50명의 미소지기가 (3교대 기준) 최저임금 (5,580원/시간)을 수령하고 있을 것으로 추정된다. 만약 사이트당 정직원수가 경쟁사 수준이라면, 3% 가량의 영업이익률 상승이 가능하다.

CJ CGV: 정규직 인건비 vs 아르바이트 등 급여 (2005 ~ 2014)



자료: 회사자료

사이트 당 직원 수 (메가박스 vs CJ CGV)

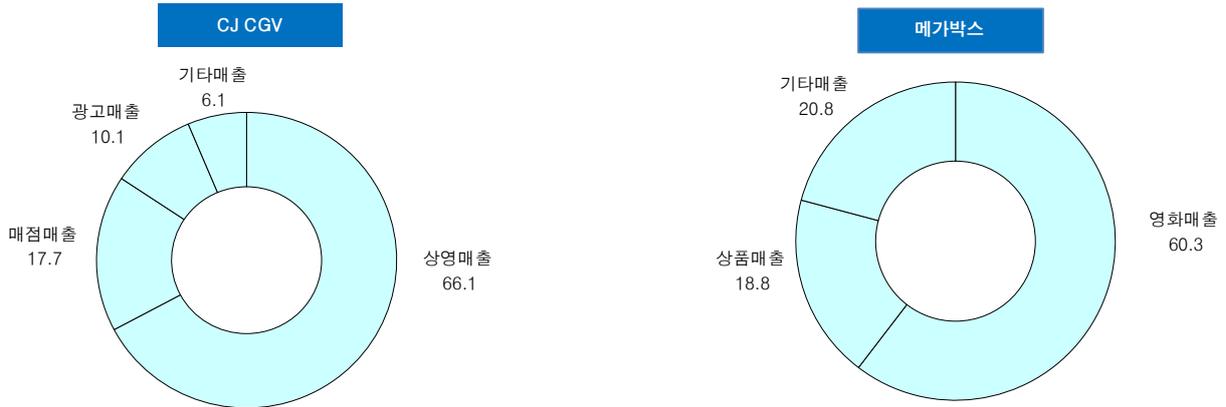


자료: 회사자료

2) 낮은 비중의 고수의 비상영매출 - 5%p 차이 요인

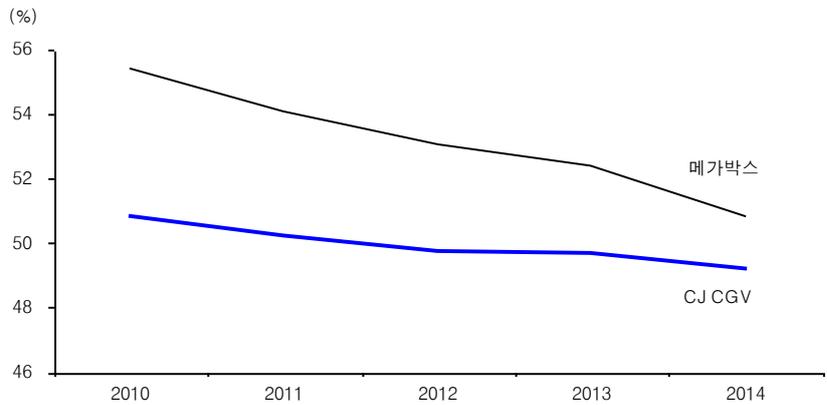
CJ CGV는 판매자인 배급사에게 수량 할인의 혜택을 받고 있어 부금율이 49.2%로 메가박스 대비 1.6%p 낮은 것으로 파악된다. 그런데, 특이하게도 CJ CGV의 부금 원가가 전체 매출에서 차지하는 비중은 33%로 메가박스에 30.7%보다 높다. 부금원가가 매출에서 차지하는 비중이 높은 것은 전체 매출에서 상영매출 비중이 높기 때문인 것으로 해석된다. 달리 표현하면, 수익성 높은 비상영 부가 매출을 충분히 창출하지 못하고 있는 것이다. CJ CGV의 상영매출 비중은 67%로 메가박스의 60%에 비해 높은 편이다. 광고매출의 영업이익률을 70% 수준이라고 가정할 경우, 매출 비중 7%p 차이는 영업이익률 약 4.5%p ((7% x (광고매출 영업이익률 70% - 상영관 영업이익률 5%))차이를 설명할 수 있다. 메가박스 역시 현재 광고 대행사가 인식하는 비중이 높아 광고 매출을 충분히 인식하지 못하고 있는 상황이기 때문에 CJ CGV가 광고매출을 충분히 인식할 경우, 이익 증가 여지가 더욱 큰 것으로 판단된다.

매출 비중 (2014년)



자료: 회사자료

부금율: CJ CGV vs 메가박스



자료: 회사자료

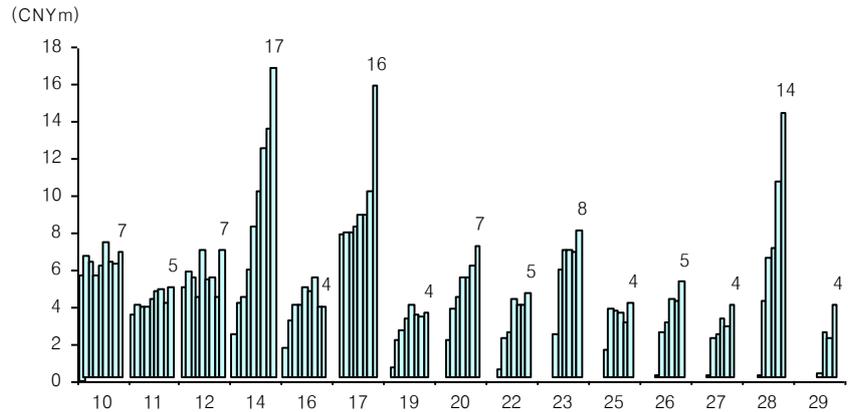
3) 특화관 원가 상승 및 독립영화의 제작, 배급 - 2%p 차이 요인

부금율, 상품매출원가 등을 제외한 매출원가가 지속적으로 상승하고 있는데, 다음과 같은 원인이 있을 것으로 판단한다. 첫째는 4DX, 3D 등의 비중이 높아짐에 따라 해당 원가가 발생하는 것이고, 둘째는 직접 제작 배급하거나 수입하여 상영하는 독립영화의 수익성이 높지 못하기 때문이다. 원가에서 부금율과 감가상각비, 상품매출원가, 원가성 인건비 네 항목을 제외한 기타원가는 2011, 2012년은 모두 약 80억원 수준이었다. 2013년 210억원, 2014년 280억원으로 증가했는데, 만약 2~3년 동안 증가한 200억원을 절감할 수 있었다면, 2015년 영업이익률 1.7% 상향 조정요인이 된다.

중국에서의 영업이익률이 한국보다 높을 수 있는 이유

우리는 중국의 정상화된 영업이익률이 한국보다 높을 가능성이 있다고 판단한다. 1) 첫째, 한국의 비상영관 종사자 인원이 많은 편이다. 분기별 이익 추이를 살펴보면 지금까지 중국 사업의 고정비 부담은 한국처럼 크지는 않은 것으로 판단된다. 2) 둘째, 한국에서는 광고 대행사를 별도의 기업을 이용하고 있으나, 중국에서는 CJ CGV(Shanghai) Enterprise Management 의 종속회사인 Shanghai C Media가 광고 판매 대행을 하고 있어 100% 매출이 인식되기 때문이다. 참고로, 베트남은 광고 판매뿐만 아니라, 배급까지 직접하기 때문에 영업이익률이 10%를 크게 초과하고 있는 것으로 파악된다. 3) 마지막으로 중국에서는 한국보다 4DX 등 특화관의 인기가 높고, 한국에서와 같이 1위 상영관 기업으로서 책임을 다하기 위해 독립영화를 상영할 필요는 없을 것으로 예상된다. 2분기 어벤저스는 중국의 상영관 매출 증가에도 기여하였지만, 특화관을 지원하는 4DX와 같은 법인들의 적자 감소에도 기여하였을 것으로 추정된다.

중국 사이트의 분기별 매출



참고: X축은 사이트별 출점 순서
 자료: 회사자료

완다 거래 재개 시 주가 상승 가능성 높아. 목표주가 16만원으로 14% 상향 조정

CJ CGV의 중국 피어인 완다 시네마 라인의 주가가 2015년 5월 13일 이후 거래 정지 상태이다. 거래 정지의 원인은 호주 극장 체인 2위 사업자인 호이츠를 인수하고 있기 때문인데, 인수 목적은 1) 현재 글로벌 3~4위인 시장 지위를 글로벌 1위로 끌어올리는 데 기여하고, 2) 호이츠가 보유한 극장광고 시장 점유율 95% 자회사를 통해 미디어 사업 역량을 확보하기 때문이었던 것으로 파악된다. 중국 1위 상영관 사업자가 아직 미미한 스크린 광고 시장에 대해 관심을 가졌다는 사실을 유의미하게 해석한다. 거래 정지 사유가 부정적인 것이 아니었기 때문에 거래 재개 시 주가 상승이 높다고 판단하여, 2017년 중국 가치 산정에 적용하는 P/E를 완다의 60배를 30% 할인한 40배에서 15% 할인한 50배로 상향 조정하고, 목표주가를 16만원으로 상향조정하며, 투자의견도 BUY★★★★로 상향 조정한다. 향후 1~2주일 동안 2014년 6월 말 트랜스포머 4의 개봉으로 인해 높은 베이스를 경험할 텐데, 이로 인한 주가 약세를 적극 매수 기회로 삼을 것을 권유한다.

SOTP valuation

구분	적정가치 (십억원)	주당가치 (원)	비중 (%)	비고
한국 사업가치	1,252.7	59,197	37.1	별도기준 2015 순이익에 25배 P/E 적용
중국 사업가치 (A)	1,990.7	94,075	59.0	
연결 대상 (B)	1,568.0	74,099	46.5	2017년 평균 사이트 100개, 영업이익률 8%, 사이트당 매출 56억원, 2017 P/E 50배 적용
지분별 대상 (C)	422.7	19,976	12.5	2017년 예상 순이익에 P/E 40배, 지분율 50% 적용
베트남 사업가치 (D)	362.9	17,148	10.8	2017년 예상 순이익률 10%, P/E 50배, 지분율 80% 적용
미국사업 및 연결조정	(230.7)	(10,904)	(6.8)	별도와 중국, 베트남으로 설명되지 않은 연결 조정 순손실에 20배 2015 P/E 적용
합계 (E=A+D)	3,375.5	159,516	100.0	

자료: 삼성증권

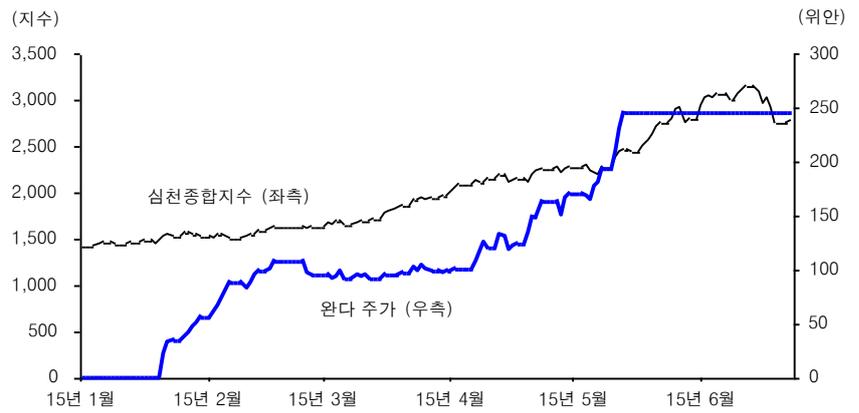
시나리오별 중국 사업 적정 가치

	영업이익률 (%)	매출/사이트 (십억원)	중국 매출 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	적정가치 (십억원)
1)	6	5.3	534	32	22	1,121
2)	8	5.6	565	45	32	1,568
3)	10	6.0	595	60	42	2,084
4)	12	6.3	626	75	53	2,630
5)	14	6.6	657	92	64	3,219

자료: 사이트 수 2017년 100개 가정, 2017년 P/E 50배 가정

자료: 회사자료, 삼성증권 추정

완다 주가 vs 심천 종합 지수



참고: 완다 5월 13일부터 거래정지

자료: 블룸버그, 회사자료

레저

■ 목차

1. Investment Summary	p2
2. 홍콩 사스와 한국 메르스의 비교	p4
3. 상영관 산업의 전망	p7
4. 면세 산업의 전망	p15
5. 카지노 산업의 전망	p18
6. 여행 산업의 전망	p21

4. 면세 산업의 전망 - 시내면세점 라이선스 발급 관련

분석 편의를 위해 시나리오를 6개로 분류

관세청에서는 7월 중순 경 시내면세점 라이선스를 대기업군에 두 개, 중소/중견기업군에 하나를 발급할 예정이다. 호텔신라에게 시나리오에는 크게 HDC호텔신라가 라이선스를 발급 받는 경우와 그렇지 않은 경우로 나눌 수 있겠지만, 기타 사업자가 누가 선정되느냐에 따라서 산업 내 경쟁강도가 달라질 수 있기 때문에 신규 사업자 조합마다 시나리오 분석이 필요하다. 분석의 편의를 위해 가능성이 가장 높은 HDC호텔신라 외에 실질적으로 라이선스 취득 가능성이 높은 후보군을 현대백화점, 신세계, 한화라고 한정하였고, 이 경우 가능한 조합은 총 6개이다. (한화 대신 SK네트웍스나 이랜드를 대입해도 큰 차이는 없다.)

시내면세점 위치

용산점	확률 (%)	사업자 조합	신규면세점 위치	근거	경쟁 심화 지역
1) 획득	40	1-1) (HDC신라, 현대백화점)	용산, 코엑스	새 관광지 형성	서울 강남권
	30	1-2) (HDC신라, 신세계)	용산, 중구	수요 있는 곳에 공급	서울 도심
	10	1-3) (HDC신라, 한화)	용산, 여의도	재벌 간 배분	큰 영향 없음
2) 실패	10	2-1) (신세계, 현대백화점)	중구, 코엑스	대형 유통사업자	서울 도심, 강남권
	5	2-2) (신세계, 한화)	중구, 여의도	기존사업자 배제	서울 도심
	5	2-3) (현대백화점, 한화)	코엑스, 여의도	기존사업자 배제	서울 강남권

자료: 삼성증권 추정

HDC 호텔신라의 라이선스 취득 가능성은 상당히 높을 것

경쟁 환경 변화 이후, 매출과 수익성의 변화가 나타날 텐데, 호텔신라에게 긍정적이기 위해서는 1) HDC호텔신라가 라이선스를 취득하고, 2) 지분율이 높은 기존점의 매출 감소가 최소화되어야 하며, 3) 경쟁이 심화가 최소화되어 수익성이 덜 하락해야 한다. 우리는 HDC호텔신라의 라이선스 취득 가능성을 약 80%로 예상하고 있다. 1) 고용을 창출하는 관광산업의 선봉으로서 면세산업의 글로벌 경쟁력을 키우려는 정부의 의지에 부합하고, 2) 주차장 확보가 용이하며, 3) 용산은 정부의 개발 욕구가 큰 곳이기 때문이다. HDC호텔신라가 라이선스를 추가 취득하는 것이 산업 집중도를 높인다는 주장도 제기되고 있으나, 1) 기타 후보자들도 유통시장 점유율이 높은 사업자이고, 2) 관세청도 면세사업자의 해외 고급브랜드 제조사에 대한 협상력이 약화되는 것을 원치 않을 것이며, 3) 대규모 관광 인프라 투자에 적합한 사업자라는 점에서 큰 문제가 되지 않을 것으로 판단한다.

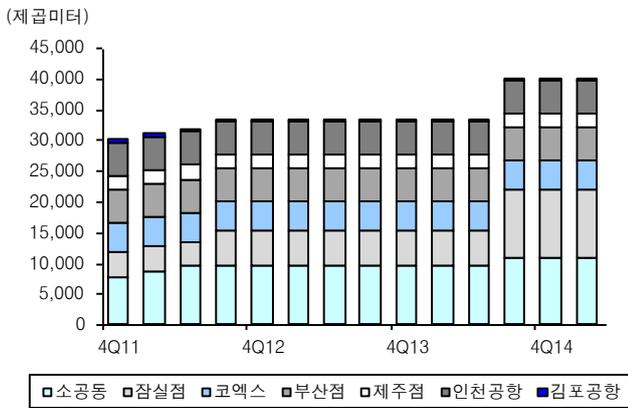
시장 규모가 커지기 위해서는 초과수요 상태여야

면세점 설비 증가로 매출이 바로 성장하기 위해서는 수요가 공급을 초과하고 있는 상태여야 한다. 공급이 수요를 크게 초과하고 있는 상태에서는 설비가 증가하여도 수요 증가 이상의 매출 성장은 나타나지 않기 때문이다. 현재는 대부분의 면세점이 고객 밀도가 높아 추가적인 성장이 어려운 상황이기 때문에 초과수요인 상태임은 분명해 보인다. 문제는 면적 1% 증가에 매출이 어느 정도 증가할 것인가 이다.

과거 확장 사례를 통해 본 면세 시장 확대 규모는 약 1조원~1.5조원

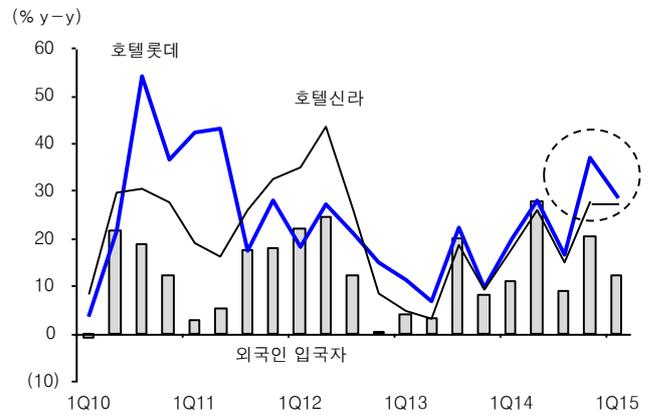
면적을 100% 증가시킨다고 매출이 100% 증가하지는 않기 때문에 둘 사이의 계수를 구하는 작업이 필요하다. 호텔롯데는 잠실점의 면적을 5,750제곱미터에서 2014년 10월부터 10,990 제곱미터로 91% 확장하면서 호텔롯데의 전체 시내점 면적을 25% 확장시켰다. 4Q14 롯데면세점의 면세 매출은 전년대비 37% 증가하며, 직전 5개 분기 유사한 성장률을 보였던 호텔신라의 성장률 대비 10%p 추가 성장하였다. 면적 증가 대비 아웃퍼포먼스의 비율은 0.4 (10%/25%)이다. 10,000제곱미터 규모의 면세점이 2개 추가된다고 가정할 경우, 이는 전체 한국 시내면세점 면적의 40% 수준이고, 이에 따라 우리는 국내 면세시장이 약 1.5조원, 기존 시장규모의 약 15~16%가량 (40% X 0.4) 성장할 수 있을 것으로 예상하였다. 다른 방식으로 분석한다면, 잠실점으로 인해 한국 면세시장이 약 5% 추가 성장했다고도 볼 수 있는데, (호텔롯데 점유율 51% X 10%p 추가성장). 대기업 면세점 2개가 신규로 추가되면 최소 10% 가량은 증가할 것으로 예상된다 (5% X 2). 이는 약 1조원 규모이다.

호텔롯데: 면세점별 면적



자료: 회사자료

면세 매출 증가율: 호텔신라 vs 호텔롯데



자료: 회사자료, 한국관광공사

신세계 진입이 면세산업 경쟁을 가장 심화시킬 것

언론 보도에 따르면 공정위가 신규 사업자로 호텔신라를 선정하더라도 경쟁 제한이 일어나지 않는다는 취지를 밝힌 만큼 이제 관심은 HDC호텔신라 이외의 신규 사업자가 누구일까이다. 신규 사업자가 누가 되느냐에 따라 영업이익률 하락폭이 달라질 것이고, 6가지 조합 중 HDC호텔신라와 한화의 조합이 호텔신라 지배주주에게 가장 긍정적인 반면, 신세계와 현대백화점이 신규 진입하는 경우가 가장 부정적인 것으로 예상된다. 1) 신세계의 입지가 기존 면세점들과 중복되기도 하고, 2) 유통 라이벌인 롯데그룹의 점유율 수성을 위한 공세가 다른 상대에 비해 강하게 전개될 가능성이 높기 때문이다. 경쟁이 심화될 경우, 1) 여행 사업자들에게 알선수수료가 높아질 수 있고, 2) 면세품 제조업자들에 대한 협상력이 약해질 수 있으며, 3) 대고객 할인쿠폰이 발급될 가능성도 있다.

시나리오별 현재 플레이어의 전략

용산점	확률 (%)	사업자 조합	신라의 액션	롯데의 액션
1) 획득	40	1-1) (HDC신라, 현대백화점)	영향 및 액션 없음	현대백화점과 위치가 중복되는 COEX점의 경쟁력 강화
	30	1-2) (HDC신라, 신세계)	용산 매출 증가 집중. 규모의 경제 달성을 통한 매출이익률 차별화	최악) 신세계가 규모의 경제를 갖추지 못하도록 화력을 중구에 집중
	10	1-3) (HDC신라, 한화)	최선) 장충점의 가동률 하락하지 않도록 용산점 운영	경쟁상대는 신라. 신라 장충점을 공략하려 할 것
2) 실패	10	2-1) (신세계, 현대백화점)	최악) 경쟁에 휘말리지 않고 수익성 보호 위해 노력	유통사 전쟁. 의외로 제주점에 집중할 가능성도 있음
	5	2-2) (신세계, 한화)	1-2와 동일	1-2와 동일
	5	2-3) (현대백화점, 한화)	영향 및 액션 없음	최선) COEX점의 경쟁력 강화

자료: 삼성증권 추정

시나리오별 호텔신라 시내면세점 영업이익률 변화

용산점	확률 (%)	사업자 조합	영업이익률 하락 (E, %p)*	신라 견인 (A)	롯데 견인 (B)	신세계 견인 (C)	기타 사업자 견인 (D)
1) 획득	40	1-1) (HDC신라, 현대백화점)	(0.4)		(0.3)		(0.1)
	30	1-2) (HDC신라, 신세계)	(1.6)	(0.2)	(0.6)	(0.8)	
	10	1-3) (HDC신라, 한화)	(0.1)				(0.1)
2) 실패	10	2-1) (신세계, 현대백화점)	(1.9)	(0.4)	(0.6)	(0.8)	(0.1)
	5	2-2) (신세계, 한화)	(0.9)			(0.8)	(0.1)
	5	2-3) (현대백화점, 한화)	(0.2)				(0.2)

참고: * 호텔신라의 시내면세점 기준. E = A + B + C + D

자료: 삼성증권 추정

호텔신라의 시나리오별 2016년 영업이익 증감에 대한 확률 가중평균 기대값은 약 +10%

시나리오에 따라 호텔신라의 2016년 영업이익은 현재 추정치 대비 -12%에서 +21%까지 다양하게 변화할 것으로 예상되는 만큼, 결정 당일 결과에 따른 주가 변동폭도 클 것으로 예상되나, 확률을 가중 평균한 영업이익 기대값은 현재 추정치를 약 10% 가량 상회한다. 호텔신라의 2016년 P/E는 23배에 거래되고 있는데, 최선의 시나리오에서 P/E는 19배로 하락하고, 최악의 경우 밸류에이션은 26배가 된다. 여러 가지 우려가 있으나, 20배 후반에서 거래되던 과거 밸류에이션을 감안하면 최악의 상황이 된다고 하더라도 주가 하락 리스크가 크다고 보기는 어렵다. BUY 투자의견과 목표주가 150,000원을 유지한다.

시나리오별 시장규모 및 호텔신라 실적 변화

용산점	확률 (%)	사업자 조합	시장규모 증가 (조원)	매출 증가 (조원)	기존 영업장 감소 (조원)*	호텔신라 매출 증가 (조원)**	호텔신라 영업이익 증감***
1) 획득	40	1-1) (HDC신라, 현대백화점)	1.4	(1.1, 0.5)	(-0.1, -0.1)	+0.45	17.1
	30	1-2) (HDC신라, 신세계)	1.5	(1.1, 0.7)	(-0.1, -0.2)	+0.45	9.8
	10	1-3) (HDC신라, 한화)	1.4	(1.2, 0.4)	(-0.1, -0.1)	+0.5	21.1
2) 실패	10	2-1) (신세계, 현대백화점)	0.9	(0.8, 0.3)	(-0.1, -0.1)	-0.05	(11.7)
	5	2-2) (신세계, 한화)	0.9	(0.8, 0.3)	(-0.1, -0.1)	-0.05	(6.7)
	5	2-3) (현대백화점, 한화)	0.8	(0.4, 0.4)	(0, 0)	0	(1.0)

참고: * (호텔신라, 호텔롯데)의 순서

** 지배주주 관점. 예를 들어, 1-3)의 경우, 지배주주 관점 호텔신라 매출은 1.2조원/2-0.1조원=0.5조원

*** 기존 2016년 추정치 대비

자료: 삼성증권 추정

레저

■ 목차

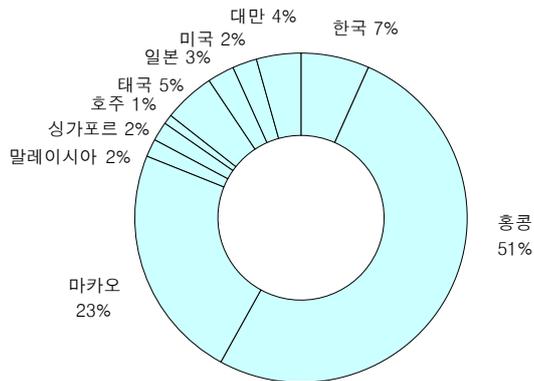
1. Investment Summary	p2
2. 홍콩 사스와 한국 메르스의 비교	p4
3. 상영관 산업의 전망	p7
4. 면세 산업의 전망	p15
5. 카지노 산업의 전망	p18
6. 여행 산업의 전망	p21

5. 카지노 산업의 전망

한국은 중국인에게 홍콩과 마카오의 기능을 동시에 제공

중국인에게 가장 인기 있는 도시는 홍콩과 마카오이다. 2013년 기준으로 전체 출국자의 51%, 23%가 각각 홍콩과 마카오를 방문하였다. 한국은 홍콩의 쇼핑 기능과 마카오의 카지노 기능을 동시에 갖추고 있다. 그러나, 그 규모의 상대적인 차이는 한국 카지노의 장기적 성장 가능성이 높음을 암시한다.

중국인 국가별 방문

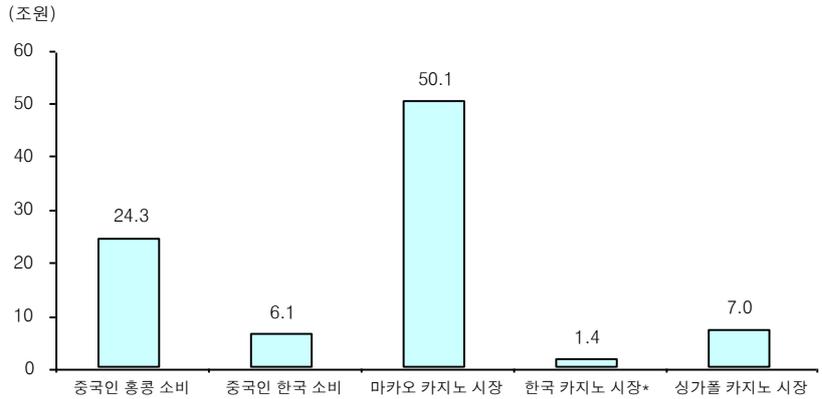


자료: 중국 국가여유국

중국인의 홍콩 내 쇼핑 금액은 한국 내 쇼핑 금액의 4배 수준

홍콩의 2013년 기준 소매판매는 5,000억 홍콩 달러로 약 70조원이다. 이 중 중국인 쇼핑이 차지하는 비중이 약 1/3, 즉 24조원 규모인 것으로 알려져 있다. 한국의 경우, 2013년 기준 소매판매는 약 320조원이었고, 중국인의 쇼핑 금액은 약 6조원으로 2% 수준이다. 중국인의 홍콩 내 쇼핑 금액이 중국인의 한국 내 쇼핑 금액의 약 4배 수준인 것이다.

중국인의 홍콩 및 한국 소매판매, 마카오 및 한국, 싱가포르 카지노 시장 (2013)



참고: * 외국인 전용 카지노 합계
 자료: 언론보도, 산업자료

마카오 카지노 매출 규모는 한국 카지노 매출의 약 36배

2013년 기준으로 마카오 카지노 시장 규모는 약 50조원으로 한국의 1.4조원의 약 36배 수준이다. 1) 마카오와 홍콩의 위치가 유사하고, 2) 카지노의 경우, 쇼핑보다 대체지가 적다는 점을 감안하면, 한국 카지노 시장의 규모가 7~8조원 가량되는 것은 부담스럽지 않다는 판단이다. 싱가포르의 카지노 시장이 내국인 시장이 있는 것을 감안하더라도 7조원 가량이기 때문에 한국 카지노 시장은 잠재력이 크다는 판단이다.

중국 공안의 단속으로 중국 VIP들의 한국 방문 연기 가능성 높아져

언론 보도에 따르면, 한국 카지노 업체 직원 10여 명이 중국 공안당국에 체포되었다. 중국 마케터들의 주요 업무가 비자발급 및 입국수속 편의 제공이었기 때문에 카지노 고객 유치 활동과는 거리가 있으나, 중국인 VIP가 한국 카지노 방문을 꺼리거나 연기할 가능성이 높아졌다. 수요가 있다고 하더라도 마케터들이 출장을 거부하면 2015년 초와 같이 영업에 타격이 있을 가능성이 매우 높다.

파라다이스와 GKL의 영업레버리지는 약 2배 차이

파라다이스와 GKL의 드롭액 중 중국인이 차지하는 비중은 2014년 기준으로 각각 71%, 53%. 드롭액에서 VIP가 차지하는 비중은 각각 90%, 70%이다. 이 두 비율을 곱한, 중국인 VIP가 차지하는 비중은 파라다이스와 GKL이 각각 64%, 37%인 것이다. 한편, 파라다이스와 GKL의 매출대비 변동비 비중은 47%, 41%이고, 고정비 비중은 36%, 32%이기 때문에, 중국인 VIP 방문자가 1% 감소할 경우 양사의 영업이익은 각각 2%, 0.8% 감소할 것으로 예상된다. 파라다이스의 중국인 VIP 비중이 GKL에 비해 높고, 영업이익률이 낮아, 중국인 VIP 방문 감소 시 파라다이스에 미치는 타격이 더 큰 것이다. 그러나, 실제로는 GKL이 공공기관이기 때문에 영업 위축이 더 강하게 나타날 가능성도 배제할 수 없다. 민영화 논의가 활발해질 수 있으나, 가능성을 예상하기는 이르다.

카지노 기업 영업레버리지 비교

(2014년 기준)	파라다이스*		GKL*		강원랜드	
	전	후	전	후	전	후
매출	100.0	81.1	100.0	88.5	100.0	101.0
변동비	47.0	38.1	41.0	36.3	41.0	41.4
고정비	36.0	36.0	32.0	32.0	25.0	25.0
영업이익	17.0	7.0	27.0	20.2	34.0	34.6
영업이익률	17.0	8.6	27.0	22.8	34.0	34.2
영업이익 증가율		(58.9)		(25.2)		1.7
주요 변동비	컴프비용	20	컴프비용	15	컴프비용	10
	관광진흥기금	10	관광진흥기금	10	관광진흥기금	10
	카지노세	4	카지노세	3	카지노세	5
	판촉비	5	판촉비	7	폐광지역기금	10
	기타비용	8	기타비용	6	기타비용	6
주요 고정비	인건비	23	인건비	23	인건비	14
	감가상각비	5	감가상각비	2	감가상각비	4
	기타비용	8	기타비용	7	기타비용	7

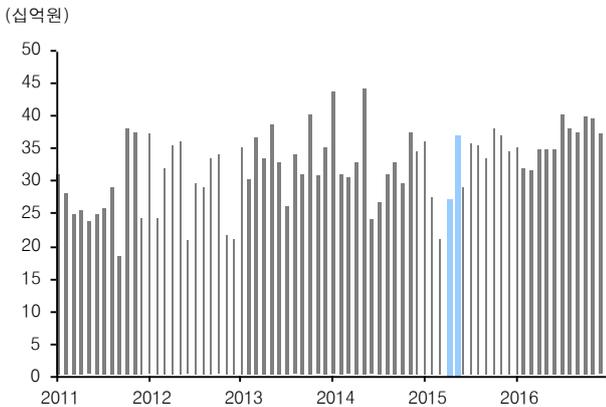
참고: 파라다이스는 별도기준 준용
* 중국인 VIP 30% 감소 가정

자료: 각 사

파라다이스에게 유리한 사이클의 시작

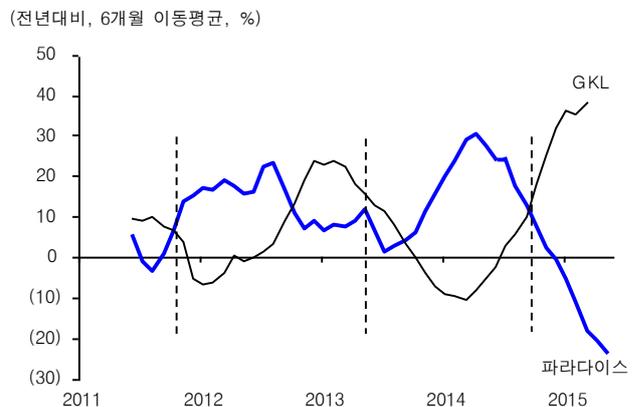
2015년 하반기부터, 2016년 상반기까지는 파라다이스가 기저를 경험하며 더 높은 성장률을 경험할 가능성이 높은 시기이다. 5월 실적이 4월에 비해 개선되었기 때문에 주가 상승한 바 있으나, 1) 5월 매출이 2년 전과 유사한 수준에 불과하고, 2) 홀드율이 평균 대비 크게 높은 15.4%여서 운에 의한 결과일 수 있기 때문에 6월 실적이 중요해진 상황으로 판단한다. 그런데, 1) 메르스와 2) 중국 VIP 마케팅의 위축, 3) 2015년 12월 워커히과 가까운 GKL COEX의 대규모 증설로 인해 실적 개선을 장담하기 어려운 상황이다.

파라다이스 워커히 월별 매출



참고: 파라색은 4,5월
자료: 회사자료

파라다이스 GKL 드롭액 사이클



참고: 파라다이스는 워커히 기준
자료: 각 사

그러나, GKL이 여전히 편한 베틱일 것

민감도 분석에 따르면, 만약 중국인 VIP가 30% 감소한다고 가정할 경우, GKL은 매출과 영업이익이 각각 12%, 25% 감소할 것으로 예상되는 반면, 파라다이스는 매출과 영업이익이 각각 19%, 59%가 감소할 것으로 예상되기 때문에 두 기업의 주가가 마케터 체포 일로부터 20%씩 하락한 현재 상황에서는 GKL이 바닥 주가에 가깝다고 판단된다. 반대로, 파라다이스의 주가 20% 하락은 중국인 VIP가 예상보다 10%만 감소한다고 가정할 수준이다. GKL은 12월에 증설 외에도 리조트 건설을 위한 라이선스 취득 가능성도 있어 장기적인 관점에서 리레이팅 가능성이 남아있다고 판단된다.

레저

■ 목차

1. Investment Summary	p2
2. 홍콩 사스와 한국 메르스의 비교	p4
3. 상영관 산업의 전망	p7
4. 카지노 산업의 전망	p15
5. 면세 산업의 전망	p18
6. 여행산업의 전망	p21

6. 여행 산업의 전망

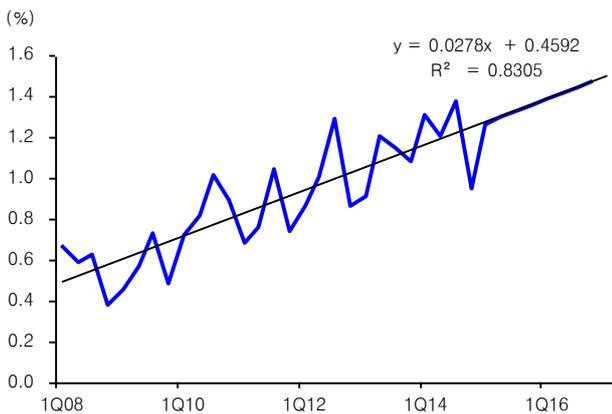
폭발적인 출국자 수 증가율은 4분기에 높은 베이스를 경험할 것. 하락 시에는 매수로 대응

투자자들이 여행주에 투자함에 있어 가장 관심을 두는 지표는 출국자 혹은 패키지 송객수이다. ASP 감소와 매출전환율(매출이익률)의 변화로 인해 매출액 성장은 출국자보다 크게 낮은 수준을 기록할 지라도 출국자 성장이 견조할 때 주가도 견조했다. 그러나, 해외 출국자의 급격한 증가세는 4분기부터 높은 베이스를 경험하며 낮아질 가능성이 있다. 4월까지 출국자 수가 전년 대비 108만 명 증가하는 동안 일본으로의 출국자가 38만 명 증가하는 등, 일본향 출국자가 전체 출국자수를 견인하였는데, 일본향 출국자 수는 2014년 9월부터 높은 베이스를 경험하기 때문이다. 우리의 여행주에 대한 의견은 낮은 출국자 증가율로 주가가 하락한다면, 지속적으로 매수하자는 것이다. 매출 성장이 구조적이기 때문이다.

소비지출에서 단체 여행이 차지하는 비중 확대

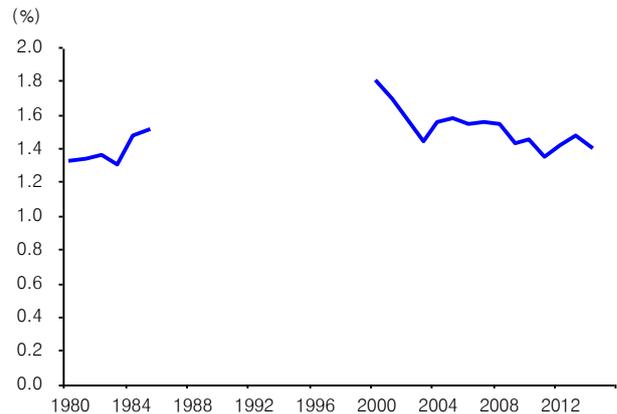
일본의 경우, 소비지출에서 단체여행비가 차지하는 비중은 1980년대 1.3%에서 점차 상승하여, 2000년대 들어 현재까지 1.4~1.8%를 기록하고 있다. 한국의 경우, 이 비율이 2009년 0.6%를 저점으로 2014년 1.2%까지 지속적으로 상승하고 있다. 매년 0.1%p씩 상승한다고 가정할 경우, 소비지출 2% 수준 성장을 감안하면 점유율의 상승 없다고 하여도 여행사들의 단체여행 매출은 10% 수준의 성장이 가능했다.

한국: 소비지출 대비 단체여행비 비중



자료: 통계청, 2015년 이후 삼성증권 추정

일본: 소비지출 대비 단체여행비 비중

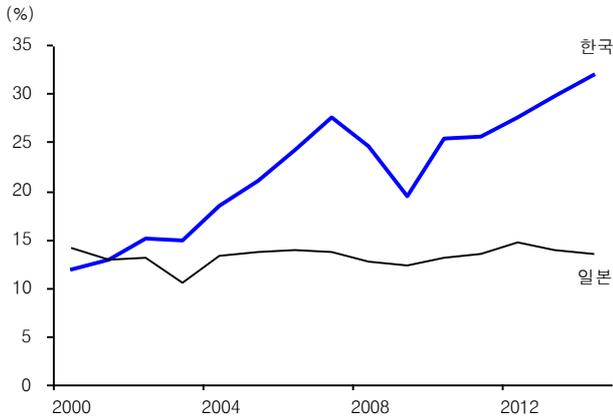


자료: 일본 통계청

한국인의 단체여행비 지출은 소비지출의 2%까지 상승할 가능성이 있을 것

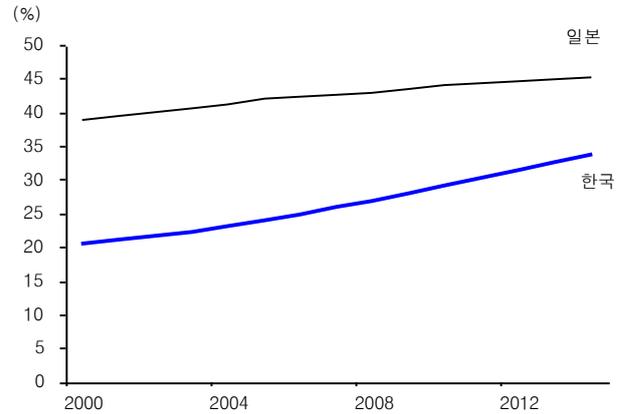
최근의 추세대로 매년 소비지출에서 단체여행비가 차지하는 비중이 0.1%p씩 상승한다고 가정하면, 2017년에는 일본 수준인 1.5%에 도달하는 것처럼 보이기 때문에 구조적 성장이 수 년 내에 마무리 되는 것으로 인식할 수도 있다. 그러나, 한국의 해외 출국자 비중은 40%로 이미 일본의 20%를 2배 이상 상회하고 있다. 일본 여행자들의 국내 패키지 상품 비중이 1/3 수준으로 높다고 가정하여도 한국의 단체여행비가 소비지출에서 차지하는 비중은 1.5%가 아닌 최소 2% (1.5% x 해외 패키지 비중 2/3 x 출국자 수 비중 2배)까지는 상승할 가능성이 있을 것으로 예상된다. 그렇다면 향후 7~8년 가량은 여행업의 구조적 성장이 지속된다고 볼 수 있는 것이다. 여기에 점유율 상승은 덤이다.

인구 대비 출국자 비중 (한국 vs 일본)



자료: 각 국 통계청

50세 이상 인구 비중 (한국 vs 일본)

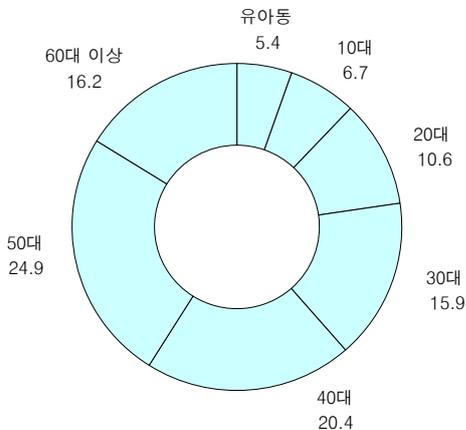


자료: 각 국 통계청

여행 수요가 지속적으로 증가하는 원인은 여성소득 증가와 행복한 삶 추구 경향 때문

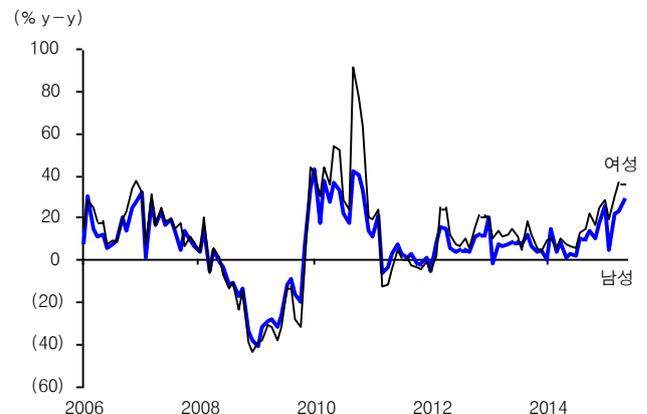
이와 같이 지속적으로 여행수요가 증가하는 데에는 여러 가지 원인이 있겠으나 우리는 두 가지 원인이 가장 중요하다고 판단한다. 첫째는 여성의 소득 증가이다. 인구의 고령화는 제조업보다 서비스업의 수요를 늘리고, 서비스업에 종사하는 인구 비중이 높은 여성의 여행 선호가 국가 전체의 여행지출 증가로 나타났다고 판단한다. 두 번째 원인은 행복추구 경향이다. 사회가 성숙할수록 소유보다 경험을 중시하는 경향을 보이는데, 즐거운 경험이 삶의 행복도를 상대적으로 적은 비용으로 효율적으로 높이기 때문이다.

하나투어: 연령별 패키지 고객 비중



자료: 회사자료

한국: 성별 출국자 증가율



자료: 한국관광공사

하나투어, 모두투어의 경우, 비전통 채널의 매출 비중이 높아지고 있을 수도 있음

2014년은 세월호 사건으로 인해 여행업계에게 전반적으로 어려운 시기였다. 하나투어가 모두투어 대비 공격적인 영업을 하는 것은 잘 알려져 있는데, 이로 인해 산업 성장률이 낮은 시기에는 모두투어 영업이익률 안정성이 높은 경향이 있다. 2014년 실적에 있어서 특징적인 부분은 양사 모두 여행지급수수료를 낮추고, 일반지급수수료 비중을 높였다는 것인데, 전통적인 대리점 채널보다 할인점이나 제휴 채널 등 새로운 B2B 채널의 비중이 높아지고 있기 때문일 수 있다.

여행사 주요 비용 매출액 대비 비중 비교 (2013년)

(2013년, %)	하나투어	모두투어	자유투어	여행박사	노랑풍선	참좋은레저
노무비율	26.1	28.5	57.7	44.4	42.7	17.3
광고선전비	5.0	4.1	27.3	10.5	15.8	7.2
판매촉진비	0.0	0.9	18.1	4.7	10.7	1.1
임차료	0.9	2.5	18.3	2.2	2.6	1.1
여행지급수수료	36.5	35.5				
일반지급수수료	12.3	7.6	11.8	11.4	11.7	5.1
기타	6.8	7.1	32.0	21.8	8.7	60.1
영업이익률	12.3	13.8	(65.3)	5.0	7.7	8.2

자료: 각 사

여행사 주요 비용 매출액 대비 비중 비교 (2014년)

(2014년, %)	하나투어	모두투어	자유투어	여행박사	노랑풍선	참좋은레저
노무비율	27.7	27.9	62.9	46.0	37.6	21.3
광고선전비	5.5	5.5	26.7	14.7	27.1	7.9
판매촉진비	0.0	1.2	12.6	4.3	18.0	1.4
임차료	1.1	2.5	8.7	1.6	2.1	1.5
여행지급수수료	35.5	32.0				
일반지급수수료	13.0	10.7	12.0	12.4	15.5	7.1
기타	7.2	6.7	74.7	26.6	23.8	52.8
영업이익률	10.0	13.6	(97.7)	0.3	(7.4)	8.1

자료: 각 사

직판 여행사 실적의 큰 편차, 관건은 광고비율

B2C, 이른바 직판여행사인 노랑풍선, 여행박사, 참좋은여행은 B2B 기업인 하나투어와 모두투어와 직접 경쟁사가 아니라고 할 수도 있으나, 직판 여행사들은 수수료를 절감하여 B2B 기업보다 가격이 저렴함을 내세우고 있기 때문에 비즈니스 모델 간의 경쟁이 치열하다고 보는 편이 옳다. 노랑풍선, 여행박사, 참좋은여행 세 회사의 2014년 매출은 각각 전년 대비 각각 +46%, -1%, +6%로 큰 편차를 보였다. 영업이익도 "적자전환", -94%, +4%로 역시 큰 편차를 보였다. 공통점은 광고선전비가 큰 폭으로 증가했다는 점인데, +149%, +39%, +16% 였고, 결국 직판 여행사의 실적은 적은 광고선전비로 많은 매출을 창출하였는지 여부에 따라 결정되었다. 일반적인 제조업과 달리 직판 여행사의 광고비는 고정비보다는 변동비의 성격을 띠는 것이다.

참좋은레저의 영업레버리지를 기대해볼 만

참좋은레저의 광고비 증가율이 매출성장률보다 낮다면, B2B 기업보다 높은 영업레버리지를 기대해볼 수 있는데, 1) 최근 인기가 높은 유럽 여행 비중이 높아 매출 성장률이 높고, 2) 고정비 비중이 높으며, 3) 영업이익률이 낮기 때문이다. 4) 참고로, B2B 여행사들은 매출액 대비 5% 수준의 고정비를 변동비 성격으로 지출하고 있어 매출액 대비 광고비율이 하락할 수 있다면 영업 레버리지 확대 요인이 된다. 2016년 컨센서스 기준 P/E는 하나투어, 모두투어, 참좋은레저가 각각 25배, 18배, 17배이다.

레저

CJ CGV

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	916	1,039	1,146	1,336	1,605
한국	828	900	932	990	1,052
별도	773	865	896	955	1,019
상영	511	581	601	642	686
매점	137	147	151	158	166
광고	78	81	88	95	101
기타	47	55	56	60	65
한국 기타	55	36	36	35	34
중국	27	64	131	256	457
극장 법인	23	55	117	238	433
극장 법인 제외	4	9	14	18	24
미국	4	4	5	5	5
베트남	57	70	78	84	91
매출원가	448	527	573	674	816
매출총이익	468	512	573	661	789
판관비	416	460	517	594	713
인건비	139	151	169	196	237
일반관리비	155	182	196	218	253
광고+판매비	12	8	11	8	2
기타	111	119	140	172	220
영업이익	52	52	56	67	76
영업외이익	(38)	(22)	(17)	(13)	(11)
세전계속사업이익	15	35	41	54	65
(계속사업이익)법인세비용	3	19	13	15	18
계속사업이익	12	16	28	39	47
순이익	12	16	28	39	47
EBITDA	119	135	158	186	218
EPS (원)*	849	1,288	1,651	2,299	2,640

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동에서의 현금흐름	61	139	169	167	201
순이익	12	16	28	39	47
유·무형자산 상각비	56	64	80	95	114
퇴직급여	9	11	17	17	17
순외환관련손실 (이익)	0	2	4	6	5
지분법평가손실 (이익)	0	0	0	0	0
순운전자본감소 (증가)	(55)	8	48	5	11
기타	40	39	(9)	4	6
투자활동에서의 현금흐름	(208)	(181)	(213)	(238)	(280)
설비투자	(173)	(160)	(194)	(212)	(259)
투자자산의 감소(증가)	(35)	(14)	(15)	(17)	(19)
기타	(0)	(8)	(4)	(8)	(2)
재무활동에서의 현금흐름	49	59	42	28	30
단기차입금의 증가 (감소)	17	6	6	6	7
장기차입금의 증가 (감소)	(11)	56	0	10	10
사채증가 (감소)	(70)	80	50	30	30
유동성장기부채의 증가 (감소)	111	(65)	0	0	0
배당금	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
자본금 증가 (감소)	23	0	0	0	0
기타	(15)	(10)	(7)	(11)	(9)
현금증감	(97)	23	(3)	(43)	(49)
기초현금	183	86	109	106	63
기말현금	86	109	106	63	14

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석화됨
 2010년부터 K-IFRS 적용, 연결기준
 자료: CJ CGV, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	239	305	253	220	189
현금 및 현금성자산	86	109	106	63	14
단기예금	10	1	1	1	1
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	80	106	99	103	118
재고자산	12	11	11	15	17
기타	52	79	37	38	40
비유동자산	860	950	1,056	1,188	1,331
투자자산	153	167	182	199	218
유형자산	508	588	688	791	923
무형자산	107	101	93	83	69
기타	92	94	93	114	121
자산총계	1,099	1,255	1,309	1,408	1,521
유동부채	455	474	467	494	527
매입채무	67	89	101	111	139
단기차입금	53	59	64	71	78
유동성장기부채	161	96	96	96	96
기타 유동부채	174	230	205	215	214
비유동부채	265	390	440	480	520
사채 및 장기차입금	100	180	230	260	290
기타 장기부채	78	133	133	143	153
기타 비유동부채	88	77	77	76	77
부채총계	721	864	907	973	1,047
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	90	90	90	90	90
자본조정	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)
이익잉여금	278	285	305	337	377
자본총계	379	391	403	434	474

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2013	2014	2015E	2016E	2017E
증감률 (%)					
매출액	17.5	13.5	10.2	16.6	20.2
영업이익	(6.6)	1.1	8.3	18.8	14.0
세전계속사업이익	(80.7)	129.1	19.3	31.3	20.8
순이익	(77.9)	32.0	75.7	38.5	20.8
EBITDA	6.5	13.4	17.2	18.1	16.8
EPS*	(47.1)	51.8	28.2	39.3	14.8
수익률 (%)					
영업이익률	5.6	5.0	4.9	5.0	4.8
세전계속사업이익률	1.6	3.3	3.6	4.1	4.1
순이익률	1.3	1.5	2.5	2.9	2.9
EBITDA 마진율	13.0	12.9	13.8	13.9	13.6
ROE	10.3	7.2	10.1	10.0	9.8
ROA	57.4	44.3	66.7	71.7	76.8
기타비율					
순부채비율 (%)	78.0	91.5	103.4	116.4	126.9
부채비율 (%)	190.3	220.8	225.2	224.2	220.9
이자보상배율 (배)	3	3	3	3	3
매출채권회전율 (배)	11.5	9.8	11.6	13.0	13.6
주당지표 (원)					
SPS	43,284	49,114	54,141	63,118	75,850
BPS	17,893	18,486	19,028	20,519	22,393
DPS	350	350	350	350	350
주당EBITDA	5,606	6,359	7,453	8,803	10,283

파라다이스

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	622	676	777	928	1,056
카지노	526	588	656	798	921
호텔	101	94	103	111	115
기타	(6)	(6)	18	19	20
매출원가	446	532	575	666	753
매출총이익	175	144	202	263	303
판매 및 일반관리비	43	65	83	107	117
영업이익	132	79	120	156	185
영업외수익	40	59	43	45	47
이자수익	9	12	5	0	0
자산처분이익	0	0	4	0	0
지분법관련이익	0	0	0	0	0
기타	31	47	34	45	47
영업외비용	30	19	15	16	16
이자비용	3	3	1	0	0
자산처분손실	1	4	0	0	0
지분법관련손실	2	1	0	0	0
기타	24	12	14	16	16
세전계속사업이익	142	119	160	197	229
(계속사업이익)법인세비용	35	14	42	47	40
계속사업이익	107	105	118	150	189
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
순이익	107	105	118	150	189
EBITDA	147	97	141	181	215
EPS (원)*	1,085	1,083	1,158	1,548	1,961

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동에서의 현금흐름	156	135	105	157	187
순이익	107	105	118	150	189
유·무형자산 상각비	21	26	18	18	18
퇴직급여	8	12	9	9	9
순외환관련손실(이익)	(3)	(1)	0	0	0
지분법손실(이익)	2	0	0	0	0
순운전자본감소(증가)	(3)	77	5	21	21
기타	23	(84)	(45)	(40)	(49)
투자활동에서의 현금흐름	(83)	(297)	(163)	(89)	(105)
설비투자	(16)	(77)	(68)	(65)	(96)
투자자산의 (증가)감소	(12)	(13)	(35)	(31)	(20)
기타	(56)	(207)	(61)	8	10
재무활동에서의 현금흐름	36	247	(55)	(61)	(62)
단기차입금의 증가(감소)	(11)	(18)	0	0	0
장기차입금 증가(감소)	0	25	0	(1)	(1)
사채증가(감소)	0	0	0	0	0
유동성장기부채의 증가(감소)	(8)	(7)	(13)	1	0
배당금	0	0	(45)	(45)	(45)
자본금 증가(감소)	(16)	(35)	3	(16)	(16)
기타	71	282	0	0	0
현금증감	109	86	(114)	7	19
기초현금	143	246	332	218	225
기말현금	246	332	218	225	245

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨, 2010년부터 K-IFRS 적용
 자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	378	705	680	698	724
현금 및 현금성자산	252	332	218	225	245
단기예금	87	305	366	359	352
유가증권	0	6	6	6	6
매출채권	29	34	59	76	88
재고자산	3	3	3	4	4
비유동자산	852	897	935	1,049	1,182
투자자산	179	160	188	281	378
유형자산	484	550	560	582	617
무형자산	189	186	186	186	186
자산총계	1,230	1,602	1,615	1,747	1,906
유동부채	248	335	346	385	412
매입채무	7	2	8	7	7
단기차입금	63	45	45	45	45
유동성장기부채	7	13	0	1	1
비유동부채	92	89	98	96	93
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	12	23	23	22	21
부채총계	340	424	444	481	505
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	99	295	295	295	295
자본조정	115	149	69	60	52
이익잉여금	629	687	759	864	1,007
자본총계	890	1,178	1,170	1,266	1,402

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
증감률 (%)					
매출액	19.9	8.8	14.9	19.5	13.7
영업이익	47.3	(40.2)	51.5	30.0	19.0
세전계속사업이익	33.1	(16.0)	34.0	23.7	16.0
순이익	33.6	(1.1)	11.5	27.6	25.8
EBITDA	43.9	(34.4)	46.4	28.4	18.3
EPS*	36.0	(0.1)	6.9	33.7	26.7
수익률 (%)					
영업이익률	21.3	11.7	15.4	16.8	17.5
세전계속사업이익률	22.8	17.6	20.5	21.3	21.7
순이익률	17.2	15.6	15.1	16.2	17.9
EBITDA 마진율	23.7	14.3	18.2	19.5	20.3
ROE	13.4	10.0	14.0	11.7	12.5
ROA	9.4	7.4	7.3	8.9	10.3
기타비율					
순부채비율 (%)	nm	nm	nm	nm	nm
부채비율 (%)	38.3	36.0	38.0	38.0	36.0
이자보상비율 (배)	nm	nm	nm	nm	nm
매출채권회전율 (배)	21.7	20.1	13.1	12.2	12.0
주당지표 (원)					
SPS	6,834	7,435	8,541	10,210	11,612
BPS	9,782	12,955	12,868	13,923	15,413
DPS	350	500	500	500	500
주당EBITDA	1,617	1,062	1,554	1,995	2,361

GKL

손익계산서 (별도)

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	561	541	574	640	715
카지노	657	696	814	946	1,103
환전수입	8	8	8	8	8
기타	(103)	(163)	(248)	(314)	(397)
매출원가	337	359	366	399	433
매출총이익	225	182	208	241	282
판매 및 일반관리비	34	34	35	37	39
기타영업손익	14	20	15	15	15
영업이익	191	148	172	204	243
영업외수익	14	20	35	42	43
이자수익	10	11	11	12	13
기타	5	10	24	30	30
영업외비용	19	15	27	17	17
이자비용	0	0	0	0	0
자산처분손실	0	0	0	0	0
지분법관련손실	0	0	0	0	0
기타	18	15	27	17	17
세전계속사업이익	187	153	165	199	238
(계속사업이익)법인세비용	49	37	40	49	58
계속사업이익	138	117	125	150	180
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
순이익	138	117	125	150	180
EBITDA	202	159	184	215	254
EPS (원)*	2,228	1,882	2,028	2,437	2,907

현금흐름표 (별도)

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동에서의 현금흐름	170	159	153	194	223
순이익	138	117	125	150	180
유·무형자산 상각비	11	11	11	11	11
퇴직급여	6	1	9	9	9
순외환관련손실(이익)	0	(0)	2	2	1
지분법손실(이익)	0	0	0	0	0
순운전자본감소(증가)	(3)	49	(3)	17	18
기타	19	(19)	9	5	4
투자활동에서의 현금흐름	(93)	(1)	(158)	(49)	(46)
설비투자	(9)	(13)	(67)	(44)	(28)
투자자산의 (증가)감소	(84)	12	(36)	(12)	(24)
기타	(0)	(0)	(55)	6	6
재무활동에서의 현금흐름	(78)	(73)	(38)	(45)	(57)
단기차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
장기차입금 증가(감소)	1	0	(0)	(0)	(0)
사채증가(감소)	0	0	0	0	0
유동성장기부채의 증가(감소)	(4)	(0)	0	0	0
배당금	(65)	(54)	(68)	(74)	(87)
자본금 증가(감소)	(10)	(19)	30	30	30
기타	0	0	0	0	0
현금증감	(1)	85	(43)	101	120
기초현금	105	104	188	146	246
기말현금	104	188	146	246	367

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨; 2010년부터 K-IFRS 적용
 자료: GKL, 삼성증권 추정

재무상태표 (별도)

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	435	529	550	649	769
현금 및 현금성자산	104	188	146	246	367
단기예금	120	60	230	225	221
유가증권	192	255	140	140	140
매출채권	7	15	23	26	29
재고자산	2	2	2	3	3
비유동자산	128	122	169	171	171
투자자산	80	73	122	122	121
유형자산	35	38	37	38	40
무형자산	12	11	11	11	11
자산총계	563	651	720	821	941
유동부채	160	205	215	240	267
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	8	15	16	16	15
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1	0	(0)	(0)	(1)
부채총계	167	220	231	255	282
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21	21
자본조정	0	0	0	0	0
이익잉여금	343	379	436	513	606
자본총계	396	431	488	565	658

재무비율 및 주당지표 (별도)

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
증감률 (%)					
매출액	11.7	(3.7)	6.1	11.6	11.6
영업이익	30.5	(22.7)	16.7	18.4	18.8
세전계속사업이익	23.6	(18.0)	8.0	20.3	19.3
순이익	(4.5)	(15.3)	7.5	20.2	19.3
EBITDA	25.6	(21.2)	15.5	17.2	17.9
EPS*	(4.5)	(15.5)	7.8	20.2	19.3
수익률 (%)					
영업이익률	34.0	27.3	30.0	31.9	33.9
세전계속사업이익률	33.3	28.3	28.8	31.1	33.2
순이익률	24.5	21.5	21.8	23.5	25.1
EBITDA 마진율	36.0	29.4	32.0	33.6	35.5
ROE	37.8	28.2	27.2	28.6	29.4
ROA	26.2	19.2	18.3	19.5	20.4
기타비율					
순부채비율 (%)	nm	nm	nm	nm	nm
부채비율 (%)	42.3	50.9	47.3	45.2	42.9
이자보상비율 (배)	nm	nm	nm	nm	nm
매출채권회전율 (배)	81.0	36.5	24.9	24.9	24.9
주당지표 (원)					
SPS	9,075	8,741	9,276	10,354	11,552
BPS	6,395	6,974	7,897	9,130	10,633
DPS	1,179	1,002	1,100	1,200	1,400
주당EBITDA	3,263	2,573	2,971	3,483	4,104

강원랜드

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	1,361	1,497	1,670	1,808	1,937
카지노	1,277	1,419	1,589	1,725	1,851
기타	84	78	81	83	86
매출원가	726	722	767	820	864
카지노	581	587	635	685	723
기타	145	135	132	135	141
매출총이익	635	774	903	988	1,073
판매 및 일반관리비	247	261	298	327	354
기타영업손익	0	0	14	19	12
영업이익	388	513	605	662	719
영업외수익	3	4	4	5	5
이자수익	44	46	46	48	49
자산처분이익	0	0	1	0	0
지분법관련이익	0	0	0	0	0
기타	(41)	(42)	(43)	(43)	(44)
영업외비용	2	1	(25)	(34)	(24)
이자비용	0	0	0	0	0
자산처분손실	5	5	0	0	0
지분법관련손실	0	0	0	0	0
기타	(3)	(4)	(25)	(34)	(24)
세전계속사업이익	394	496	619	670	739
(계속사업이익)법인세비용	112	103	153	163	180
순이익	298	359	466	506	558
EBITDA	464	588	690	753	813
EPS (원)*	1,332	1,856	2,175	2,366	2,610

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동에서의 현금흐름	424	510	633	603	681
순이익	298	359	466	506	558
유·무형자산 상각비	77	76	86	92	92
퇴직급여	18	27	21	22	23
순외환관련손실(이익)	0	(0)	(0)	0	0
지분법손실(이익)	0	0	0	0	0
순운전자본감소(증가)	17	49	63	(23)	5
기타	15	(0)	(3)	6	2
투자활동에서의 현금흐름	(193)	(427)	(233)	(245)	(198)
설비투자	(103)	(80)	(91)	(89)	(91)
투자자산의 (증가)감소	(364)	(537)	(212)	(228)	(224)
기타	273	190	70	72	117
재무활동에서의 현금흐름	(153)	(148)	(200)	(211)	(211)
단기차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
장기차입금 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채증가(감소)	0	0	0	0	0
유동성장기부채의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(148)	(172)	(225)	(235)	(235)
자본금 증가(감소)	(5)	24	24	24	24
기타	0	0	0	0	0
현금증감	78	(65)	199	147	272
기초현금	89	167	102	301	448
기말현금	167	102	301	448	720

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨; 2011년부터 K-IFRS 적용
 자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,080	1,372	1,748	2,040	2,423
현금 및 현금성자산	167	102	301	448	720
단기예금	757	772	888	977	1,025
유가증권	117	454	499	549	604
매출채권	6	5	16	17	19
채고자산	1	1	2	2	2
비유동자산	2,022	2,003	2,001	1,976	1,929
투자자산	632	613	588	516	432
유형자산	1,386	1,388	1,410	1,456	1,494
무형자산	4	3	3	3	3
자산총계	3,102	3,375	3,749	4,016	4,352
유동부채	570	625	704	689	701
매입채무	2	3	3	3	4
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	14	45	47	48	49
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	584	670	751	736	750
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
자본조정	(175)	(173)	(174)	(174)	(174)
이익잉여금	2,456	2,642	2,936	3,217	3,540
자본총계	2,518	2,705	2,998	3,280	3,603

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2013	2014	2015E	2016E	2017E
증감률 (%)					
매출액	5.0	9.9	11.6	8.3	7.1
영업이익	(4.2)	32.2	17.8	9.4	8.6
세전계속사업이익	(3.3)	25.9	24.8	8.2	10.3
순이익	(2.8)	20.8	29.7	8.6	10.3
EBITDA	(2.0)	26.6	17.4	9.2	8.0
EPS*	(5.3)	39.3	17.1	8.8	10.3
수익률 (%)					
영업이익률	28.5	34.3	36.2	36.6	37.1
세전계속사업이익률	28.9	33.1	37.1	37.0	38.1
순이익률	21.9	24.0	27.9	28.0	28.8
EBITDA 마진율	34.1	39.3	41.3	41.7	42.0
ROE	12.2	13.8	16.3	16.1	16.2
ROA	9.9	11.1	13.1	13.0	13.3
기타비율					
순부채비율 (%)	nm	nm	nm	nm	nm
부채비율 (%)	23.2	24.8	25.0	22.5	20.8
이자보상비율 (배)	nm	nm	nm	nm	nm
매출채권회전율 (배)	223.3	283.2	107.0	104.3	102.8
주당지표 (원)					
SPS	6,363	6,995	7,804	8,453	9,054
BPS	11,768	12,645	14,013	15,330	16,840
DPS	730	850	1,050	1,100	1,100
주당EBITDA	2,169	2,746	3,224	3,522	3,802

호텔신라

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	2,297	2,909	3,792	4,423	5,125
면세점	2,066	2,500	3,036	3,611	4,252
호텔	165	241	245	257	271
생활/레저	44	54	60	65	70
기타	22	114	450	490	532
매출원가	1,327	1,613	2,090	2,459	2,872
매출총이익	970	1,296	1,702	1,964	2,253
판매 및 일반관리비	883	1,157	1,495	1,683	1,893
영업이익	87	139	206	280	360
영업외수익	37	31	30	29	29
이자수익	20	16	13	13	13
자산처분이익	1	0	0	0	0
지분법관련이익	0	0	4	11	11
기타	17	15	12	6	6
영업외비용	108	56	61	60	60
이자비용	27	26	26	26	26
자산처분손실	20	3	0	0	0
기타	61	27	35	34	34
세전계속사업이익	16	114	180	260	340
(계속사업이익)법인세비용	5	40	52	65	85
계속사업이익	11	73	128	195	254
순이익	11	73	128	195	254
EBITDA	138	203	275	351	434
EPS (원)*	758	1,953	3,317	4,981	6,500

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동에서의 현금흐름	153	122	216	305	370
순이익	11	73	128	195	254
유·무형자산 상각비	42	52	58	60	63
퇴직급여	9	10	9	9	9
순외환관련손실(이익)	0	0	(1)	(8)	(8)
지분법손실(이익)	0	1	(4)	(11)	(11)
순운전자본감소(증가)	55	(62)	(28)	(9)	5
기타	36	47	55	67	56
투자활동에서의 현금흐름	(285)	(141)	(256)	(154)	(137)
설비투자	(225)	(135)	(119)	(126)	(101)
투자자산의 (증가)감소	(44)	(8)	(137)	(37)	(40)
기타	(16)	2	(0)	9	4
재무활동에서의 현금흐름	85	(20)	42	(163)	(50)
단기차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
장기차입금 증가(감소)	(389)	0	143	(100)	13
사채증가(감소)	450	150	(50)	0	0
유동성장기부채의 증가(감소)	60	(140)	0	0	0
배당금	(12)	(6)	(27)	(39)	(39)
자본금 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	(24)	(25)	(23)	(24)	(24)
현금증감	(48)	(39)	3	(12)	183
기초현금	274	226	187	189	177
기말현금	226	187	189	177	360

참고: 연결기준

* 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨, 2011년부터 K-IFRS 적용

자료: 호텔신라, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	709	823	865	929	1,177
현금 및 현금성자산	226	187	189	177	360
단기예금	0	0	0	0	0
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	57	51	74	91	99
채고자산	337	494	488	523	558
기타유동자산	90	92	113	137	159
비유동자산	1,003	1,084	1,268	1,359	1,427
투자자산	336	345	482	518	559
유형자산	643	704	758	819	852
무형자산	23	33	28	22	16
기타비유동자산	0	3	0	0	0
자산총계	1,712	1,907	2,133	2,288	2,603
유동부채	433	435	426	503	568
매입채무	137	193	216	267	317
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	140	0	0	0	0
기타유동부채	155	242	210	235	250
비유동부채	601	742	855	766	801
사채	450	600	550	550	550
장기차입금	0	0	143	43	56
기타비유동부채	151	142	163	173	195
부채총계	1,034	1,177	1,281	1,269	1,368
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
자본조정	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
이익잉여금	288	344	466	633	848
자본총계	679	730	852	1,020	1,235

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2013	2014	2015E	2016E	2017E
증감률 (%)					
매출액	3.5	26.6	30.3	16.7	15.9
영업이익	(33.0)	60.5	48.6	35.8	28.3
세전계속사업이익	(88.0)	610.1	58.1	44.7	30.6
순이익	(89.3)	579.8	74.5	51.9	30.6
EBITDA	(20.9)	47.3	35.8	27.6	23.4
EPS*	(67.2)	157.6	69.9	50.1	30.5
수익률 (%)					
영업이익률	3.8	4.8	5.4	6.3	7.0
세전계속사업이익률	0.7	3.9	4.7	5.9	6.6
순이익률	0.5	2.5	3.4	4.4	5.0
EBITDA 마진율	6.0	7.0	7.3	7.9	8.5
ROE	2.1	15.5	18.6	19.4	21.0
ROA	2.2	17.3	24.1	29.8	38.5
기타비율					
순부채비율 (%)	53.6	56.6	59.0	40.8	19.9
부채비율 (%)	152.3	161.3	150.3	124.4	110.8
이자보상비율 (배)	12	14	16	23	29
매출채권회전율 (배)	40.6	56.8	50.9	48.5	51.9
주당지표 (원)					
SPS	58,525	74,118	96,604	112,690	130,577
BPS	16,964	18,249	21,307	25,491	30,869
DPS	150	350	700	1,000	1,000
주당EBITDA	3,508	5,168	7,018	8,954	11,049

레저

하나투어

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	353	385	466	524	593
별도	298	315	374	425	488
패키지투어	260	266	312	346	386
항공권	10	12	13	15	17
기타	28	37	49	64	85
해외 자회사	23	34	55	61	65
국내 자회사	50	57	59	61	64
기타 및 조정	(18)	(20)	(22)	(23)	(24)
매출총이익	353	385	466	524	593
판매 및 일반관리비	312	345	399	439	487
별도	261	284	323	358	400
급여	65	73	82	90	99
여행비 지급수수료	109	112	128	141	160
조정	15	17	21	24	27
기타	72	82	92	103	114
해외 자회사	20	29	44	48	52
국내 자회사	49	53	55	56	59
기타 및 조정	(18)	(20)	(22)	(23)	(24)
영업이익	40	40	67	86	106
영업외수익	13	9	10	10	10
순이자수익	4	4	4	4	4
기타	9	5	6	7	7
세전계속사업이익	49	46	74	92	112
(계속사업이익)법인세비용	13	11	19	23	28
계속사업이익	36	35	55	69	84
중단사업손익	0	0	0	0	0
순이익	36	35	55	69	84
EBITDA	47	49	74	95	116
EPS (원)*	2,927	2,846	4,691	5,893	7,232

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동에서의 현금흐름	46	104	60	72	88
순이익	36	35	55	69	84
유·무형자산 상각비	3	4	6	9	10
퇴직급여	0	0	0	0	0
순외환관련손실(이익)	0	(0)	(0)	(0)	(0)
지분법손실(이익)	(0)	(0)	0	0	0
순운전자본감소(증가)	1	55	(5)	(0)	4
기타	6	10	4	(5)	(10)
투자활동에서의 현금흐름	(41)	(40)	(37)	(39)	(40)
설비투자	(11)	(14)	(17)	(17)	(20)
투자자산의 (증가)감소	(19)	(9)	(4)	(3)	(3)
기타	(11)	(17)	(16)	(19)	(18)
재무활동에서의 현금흐름	(15)	(32)	(18)	(26)	(30)
단기차입금의 증가(감소)	(5)	6	(1)	(1)	(1)
장기차입금 증가(감소)	(1)	1	0	0	0
사채 증가(감소)	0	0	0	0	0
유동성장기부채의 증가(감소)	(0)	1	0	0	0
배당금	(12)	(14)	(16)	(17)	(19)
자본금 증가(감소)	0	0	0	0	1
기타	2	(26)	(0)	(8)	(11)
현금증감	(11)	32	5	7	18
기초현금	93	82	114	119	126
기말현금	82	114	119	126	144

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	278	316	346	376	415
현금 및 현금성자산	82	114	119	126	144
단기예금	97	107	116	125	135
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	61	50	70	79	85
기타유동자산	38	45	41	46	51
비유동자산	98	121	132	143	155
투자자산	46	55	59	62	65
유형자산	35	46	53	57	63
무형자산	11	12	16	19	23
기타비유동자산	6	7	4	4	4
자산총계	376	437	478	519	571
유동부채	181	243	242	264	285
매입채무	54	76	77	90	105
단기차입금	7	13	12	11	10
유동성장기부채	0	1	1	1	1
기타유동부채	120	152	152	162	169
비유동부채	3	6	24	6	6
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1	2	2	2	2
부채총계	184	249	266	270	292
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	91	92	95	98	101
자본조정	(9)	(35)	(35)	(35)	(35)
이익잉여금	99	119	159	212	279
자본총계	193	188	232	289	360

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2013	2014	2015E	2016E	2017E
증감률 (%)					
매출액	14.6	9.3	21.0	12.5	13.0
영업이익	1.9	0.2	66.0	27.6	23.8
세전계속사업이익	(2.3)	(5.2)	59.4	24.4	22.6
순이익	(3.6)	(1.8)	54.6	25.7	22.6
EBITDA	(0.7)	4.7	51.0	28.4	22.9
EPS*	(0.8)	(2.8)	64.8	25.6	22.7
수익률 (%)					
영업이익률	11.4	10.5	14.4	16.3	17.9
세전계속사업이익률	13.8	12.0	15.8	17.5	19.0
순이익률	10.2	9.2	11.7	13.1	14.2
EBITDA 마진율	13.2	12.7	15.8	18.0	19.6
ROE	19.4	18.6	26.0	26.4	26.0
ROA	9.9	8.7	11.9	13.8	15.5
기타비율					
순부채비율 (%)	(88.7)	(108.9)	(94.5)	(82.1)	(73.9)
부채비율 (%)	95.5	132.7	114.6	93.5	81.0
이자보상비율 (배)	(8)	(10)	(19)	(22)	(28)
매출채권회전율 (배)	5.8	7.7	6.6	6.6	7.0
주당지표 (원)					
SPS	30,359	33,183	40,143	45,151	51,032
BPS	16,583	16,184	20,013	24,892	31,033
DPS	1,100	1,300	1,400	1,500	1,600
주당EBITDA	4,016	4,204	6,346	8,147	10,011

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석회됨, 2010년부터 K-IFRS 적용

자료: 하나투어, 삼성증권 추정

레저

모두투어

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	147	165	192	208	230
별도	143	155	177	191	210
패키지투어	124	132	149	159	175
항공권	10	11	15	17	19
기타	10	12	12	14	17
자회사 및 기타	4	9	16	17	19
매출원가	2	4	8	8	9
매출총이익	145	161	185	200	221
판매 및 일반관리비	130	144	159	169	182
별도	123	134	149	158	171
급여	41	43	46	49	52
여행비 지급수수료	51	50	56	59	65
기타 지급수수료	11	17	21	23	25
광고선전비	6	8	9	10	11
기타	15	16	17	18	18
자회사 및 기타	6	10	10	10	10
영업이익	16	17	26	31	39
영업외수익	4	3	3	2	2
별도	3	3	3	3	3
자회사 및 기타	1	(0)	(1)	(1)	(1)
세전계속사업이익	20	19	29	33	41
(계속사업이익)법인세비용	5	5	5	5	8
계속사업이익	15	14	24	28	33
중단사업손익	0	0	0	0	0
순이익	15	14	24	28	33
EBITDA	19	22	29	34	42
EPS (원)*	1,308	1,030	1,898	2,237	2,629

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동에서의 현금흐름	15	29	27	32	32
순이익	15	14	24	28	33
유·무형자산 상각비	1	2	2	3	3
퇴직급여	3	2	4	3	3
순외환관련손실(이익)	1	0	(0)	0	0
지분법손실(이익)	(0)	(0)	0	0	0
순운전자본감소(증가)	(6)	11	(4)	(1)	(4)
기타	2	1	1	(1)	(3)
투자활동에서의 현금흐름	(12)	(46)	(12)	(11)	(13)
설비투자	(1)	(4)	(5)	(4)	(5)
투자자산의 (증가)감소	(3)	(50)	(3)	(4)	(4)
기타	(8)	8	(4)	(4)	(4)
재무활동에서의 현금흐름	(8)	34	(8)	(9)	(11)
단기차입금의 증가(감소)	1	5	(1)	(1)	(0)
장기차입금 증가(감소)	1	28	0	0	0
사채증가(감소)	0	0	0	0	0
유동성장기부채의 증가(감소)	0	(0)	0	0	0
배당금	(5)	(6)	(7)	(8)	(10)
자본금 증가(감소)	0	0	0	0	1
기타	(4)	6	0	0	(1)
현금증감	(5)	19	8	13	9
기초현금	42	36	55	63	76
기말현금	36	55	63	76	85

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨, 2010년부터 K-IFRS 적용
 자료: 모두투어, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	117	132	146	163	179
현금 및 현금성자산	36	55	63	76	85
단기예금	46	41	45	48	52
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	22	19	26	26	30
기타유동자산	13	17	13	13	13
비유동자산	35	92	92	96	101
투자자산	19	68	72	75	79
유형자산	10	13	15	16	18
무형자산	1	4	4	4	5
자산총계	152	224	238	259	280
유동부채	57	84	88	88	89
매입채무	0	0	2	2	2
단기차입금	1	6	5	5	4
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	56	78	81	81	83
비유동부채	6	31	34	33	29
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1	29	29	29	29
부채총계	63	115	121	121	118
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	28	28	28	28	28
자본조정	(15)	(14)	(14)	(14)	(14)
이익잉여금	70	78	96	117	142
자본총계	90	109	117	138	163

재무비율 및 주당지표

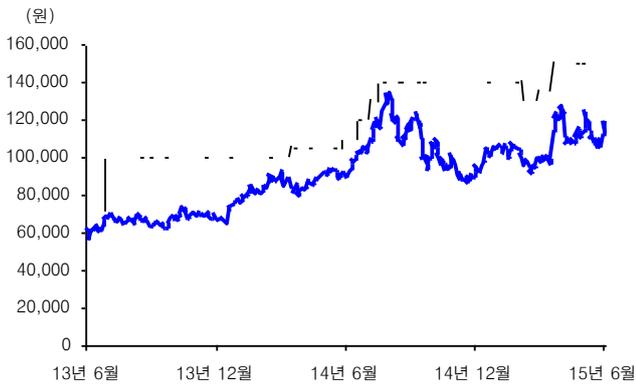
12월 31일 기준	2013	2014	2015E	2016E	2017E
증감률 (%)					
매출액	6.6	12.1	16.9	8.2	10.3
영업이익	(25.7)	5.2	57.3	20.2	24.1
세전계속사업이익	(11.9)	(4.8)	50.2	16.0	22.6
순이익	(12.5)	(9.2)	70.0	19.4	17.5
EBITDA	(14.3)	12.0	31.3	20.2	23.3
EPS*	(8.0)	(21.2)	84.2	17.8	17.5
수익률 (%)					
영업이익률	10.7	10.1	13.6	15.1	17.0
세전계속사업이익률	13.7	11.6	14.9	16.0	17.8
순이익률	10.4	8.4	12.3	13.5	14.4
EBITDA 마진율	13.2	13.2	14.8	16.5	18.4
ROE	17.6	14.1	21.2	22.1	22.0
ROA	8.1	6.1	9.6	10.5	11.8
기타비율					
순부채비율 (%)	(90.3)	(56.3)	(62.9)	(65.3)	(63.4)
부채비율 (%)	69.7	105.7	103.9	87.6	72.2
이자보상비율 (배)	(9)	(22)	(18)	(16)	(19)
매출채권회전율 (배)	6.7	8.6	7.5	8.0	7.8
주당지표 (원)					
SPS	11,663	13,070	15,277	16,535	18,243
BPS	7,125	8,657	9,259	10,945	12,925
DPS	500	510	550	650	800
주당EBITDA	1,539	1,724	2,264	2,722	3,356

■ Compliance Notice

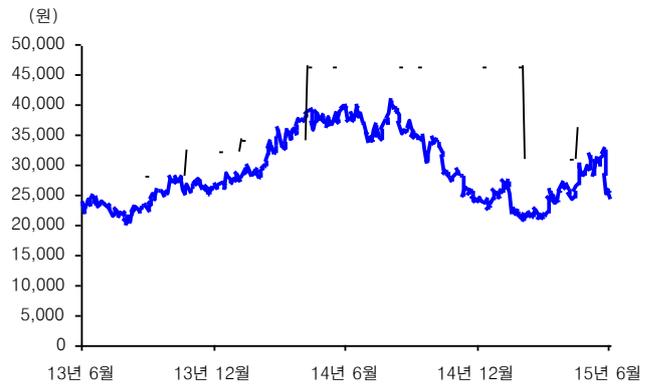
- 당사는 6월 25일 현재 호텔신라와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 당사는 6월 25일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 6월 25일 현재 호텔신라의 주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 6월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 2015년 3월 31일 기준 당사가 발간한 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율은 매수 72.6% 보유 27.4% 매도 0.0% 입니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이

호텔신라



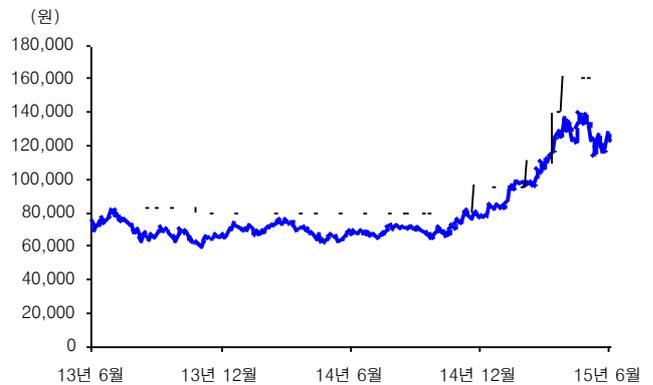
파라다이스



강원랜드



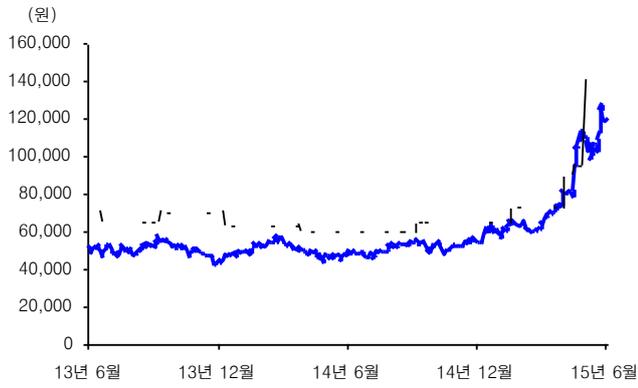
하나투어



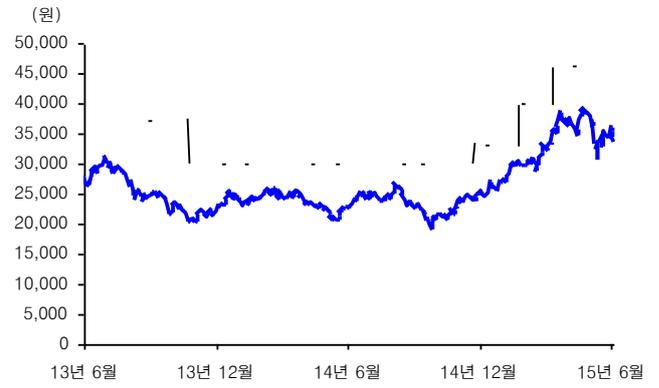
레저

■ 2년간 목표주가 변경 추이

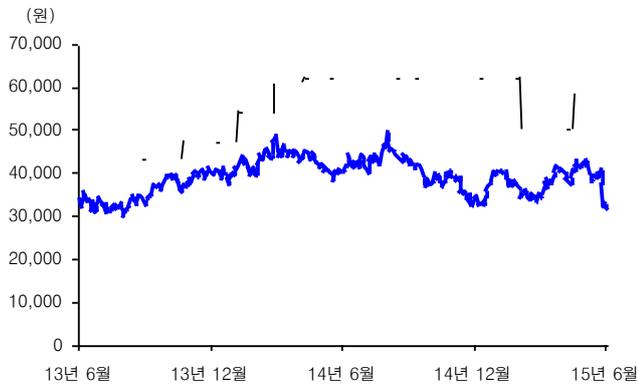
CJ CGV



모두투어



GKL



레저

■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

호텔신라										
일 자	2013/7/5	7/17	2014/4/7	6/17	7/8	7/27	8/6	2015/3/2	3/23	4/12
투자의견	BUY	BUY★★★★	BUY★★★★	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	72,000	100,000	105,000	110,000	120,000	130,000	140,000	130,000	135,000	150,000

파라다이스							
일 자	2013/7/3	11/14	2014/1/29	5/2	2015/2/27	5/11	6/18
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY★★★★	BUY★★★★	BUY
TP (원)	28,000	32,000	34,000	46,000	31,000	36,000	36,000

강원랜드								
일 자	2013/7/15	8/11	2014/2/16	5/11	8/10	10/16	2015/2/27	5/14
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	35,000	32,000	34,500	34,500	37,500	40,000	42,000	48,000

하나투어						
일 자	2013/6/27	10/31	2014/12/15	2015/2/27	4/1	4/20
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	83,000	80,000	95,000	110,000	140,000	160,000

CJ CGV											
일 자	2013/6/27	7/9	9/30	2014/1/2	4/17	9/26	2015/2/6	4/22	5/10	5/26	6/26
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY★★★★
TP (원)	70,000	65,000	70,000	63,000	60,000	65,000	73,000	90,000	95,000	140,000	160,000

모두투어						
일 자	2013/7/5	10/31	2014/12/15	2015/2/12	2/27	4/1
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY★★★★	BUY★★★★
TP (원)	37,000	30,000	33,000	40,000	40,000	46,000

GKL									
일 자	2013/6/27	11/4	11/14	2014/1/29	3/19	5/2	2015/2/27	5/11	6/18
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY★★★★	BUY★★★★	BUY
TP (원)	43,000	45,000	47,000	54,000	61,000	62,000	50,000	58,000	58,000

• 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★★ (매수★★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
- SELL★★★★ (매도★★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상



삼성증권



- 서울특별시 중구 태평로2가 250번지 삼성본관빌딩 12층 리서치센터 / Tel: 02 2020 8000
- 삼성증권 지점 대표번호 1588 2323 / 1544 1544 ■ 고객 불편사항 접수 080 911 0900