

2019. 1. 18

## Sector Update

## 레저 (NEUTRAL)

## 외국인 관광객 증가의 수혜주 중심의 관심 요구



**박은경**  
Analyst  
eunkyung44.park@samsung.com  
02 2020 7850

**김지혜**  
Research Associate  
jihye48.kim@samsung.com  
02 2020 7983

## AT A GLANCE

호텔신라 (008770 KS, 71,500 원)

SELL HOLD BUY

목표주가: 105,000원 (46.9%)

GKL (114090 KS, 24,800 원)

SELL HOLD BUY

목표주가: 25,000원 (0.8%)

파라다이스 (034230 KS, 18,350 원)

SELL HOLD BUY

목표주가: 20,000원 (9%)

강원랜드 (035250 KS, 31,550 원)

SELL HOLD BUY

목표주가: 33,000 원 (4.6%)

하나투어 (039130 KS, 68,800 원)

SELL HOLD BUY

목표주가: 80,000원 (16.3%)

모두투어 (080160 KS, 24,850 원)

SELL HOLD BUY

목표주가: 26,000원 (4.6%)

- 당사 커버 6개 레저업체(호텔신라, 강원랜드, 파라다이스, GKL, 하나투어, 모두투어) 4Q18 매출액은 전년대비 16% 증가하나 영업이익은 전년대비 15% 감소할 것으로 전망. 이는 시장 컨센서스를 매출액은 1%, 영업이익은 23% 하회하는 실망스러운 실적. 6개사 모두 영업이익이 시장 기대치 하회할 전망.
- 업종 불황이 2017년부터 지속되고 있는 상황에서 오랜만에 긍정적 변수 발생. 당사는 중국의 한국행 단체관광 관련한 규제가 춘절을 전후로 사실상 전면 해제될 것으로 가정. 이 경우 2019년 중국인 방한객수는 전년대비 36% 증가한 6.5백만명 수준에 이를 수 있을 것으로 전망. 이는 중국이 경기 둔화로 outbound 수요가 위축되는 가운데서도 달성 가능 할 것이라 전망한 수치. 이에 따른 수혜주는 면세점>카지노>여행주 순.
- 호텔신라를 top pick으로 추천.

## WHAT'S THE STORY

**면세점 (호텔신라):** 호텔신라는 4Q18에도 높은 매출 및 이익성장세 보여줄 것으로 예상되나 시장 기대치에는 미치지 못할 전망. 아웃바운드 성장세 둔화로 공항 실적이 부진했던 가운데 시장이 전망했던 것 이상으로 마케팅비용을 집행했기 때문. 하지만 주가는 4Q18 실적에 앞서 이미 2019년 실적 불확실성을 반영해 급락해 있던 상황. 이에 향후 주가는 부진했을 것으로 추정되는 과거 실적보단 당초 우려보다 양호할 것으로 기대되는 2019년 실적에 초점을 맞춰 움직일 가능성이 높다 판단. 투자자들의 긍정적인 관심이 필요하다 생각.

**카지노 (파라다이스, GKL, 강원랜드):** 파라다이스는 적극적인 투자를 통해 점유율을 계속해서 확장해 나가고 있음. 카지노 3사 중 유일하게 매출이 성장한 업체. 하지만 투자 결과로 고정비 부담이 급증하며 영업적자 기록할 것으로 예상. 2019년에도 리조트 고정비 부담이 계속해서 이슈의 중심에 있을 것으로 예상. GKL은 마케팅을 강화하였으나 전년대비 매출이 감소하는 등 단기적인 성과에는 큰 도움이 되지 않은 모양새. 강원랜드 역시 매출과 영업이익 모두 전년대비 감소. 다만 강원랜드는 1Q19부터 실적 턴어라운드 기대.

**여행 (하나투어, 모두투어):** 1H19까지 전체 출국수요 성장률의 둔화와 높은 기저의 부담으로 실적 회복의 가능성은 높지 않은 상황이라 판단. 다만, 3Q18 연속적으로 발생한 일본 자연재해 기저효과에 대한 기대가 시장에 상존. 일본 수요 회복에 따른 실적 레버리지가 더 크고, 패키지에서 FIT로의 구조적인 여행 소비 패턴 변화에 적극적으로 대응하고 있는 하나투어를 모두투어 대비 선호.

Global peer valuation: 레저

	면세업					명품				여행 서비스					한국 전통 유통업			
	Hotel shilla	Dufry	Lagardere	Japan airport terminal	China international travel	LVMH	Prada	Burberry	Tiffany & Co	Hana tour	Mode tour	Ctrip	Expedia	Priceline .com	Lotte shopping	Shinsegae	Hyundai department store	E-mart
투자조건	Buy	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Buy	Hold	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	105,000									80,000	26,000				300,000	400,000	130,000	245,000
현시통화	KRW	CHF	EUR	JPY	CNY	EUR	HKD	Gbp	USD	KRW	KRW	USD	USD	USD	KRW	KRW	KRW	KRW
주가 (현지통화)	71,500	98	22	3,850	61	246	24	1,754	84	68,800	24,850	31.1	116.0	1,680.6	194,500	242,000	90,900	193,000
시가총액 (백만달러)	2,500	5,339	3,324	2,989	17,531	141,865	7,911	9,303	10,241	712.0	418	16,951	17,281	77,860	4,902	2,123	1,895.1	4,793
매출액 (백만달러)	2017 3,574	8,444	8,077	2,558	4,126	42,869	390	3,567	4,002	607.8	259.2	3,967	10,060	12,681	16,196	3,449	1,646.5	14,144
	2018E 4,174	8,755	8,197	2,653	6,688	53,381	410	3,530	4,504	751.6	340.2	4,525	11,206	14,525	16,092	5,276	1,670.0	15,167
	2019E 4,646	9,148	8,487	2,983	7,767	57,428	440	3,616	4,686	824.1	370.7	5,372	12,361	16,119	16,350	5,752	2,038.2	16,436
	2020E 4,904	9,550	8,774	2,849	8,867	61,024	445	3,821	4,895	908.3	395.8	6,371	13,658	18,064	16,774	6,366	2,225.9	17,235
영업이익 (백만달러)	2017 65	424	336	207	518	7,868	46	509	721	36	29	433	625	4,538	472	308	351	505
	2018E 189	588	462	193	852	11,376	52	579	804	21	17	606	1,225	5,497	592	397	331	485
	2019E 230	852	478	252	1,074	12,387	62	603	858	36	25	738	1,430	6,053	791	463	341	536
	2020E 248	639	497	299	1,296	13,368	72	664	907	44	29	1,077	1,666	6,740	868	583	386	578
순이익 (백만달러)	2017 23	57	201	275	374	4,539	32	370	446	11.3	21.6	317	378	2,341	-122	162	226.0	549
	2018E 133	429	254	99	533	7,319	37	447	589	13.8	12.1	691	879	4,309	58	243	230.0	431
	2019E 167	468	283	122	671	7,969	44	464	629	22.0	18.1	723	1,007	4,759	398	286	242.6	425
	2020E 188	486	305	162	826	8,687	48	516	682	26.3	21.0	1,011	1,188	5,330	460	345	268.3	460
EBITDA (백만달러)	2017 129	1,011	633	426	541	10,311	71	704	930	55	31	564	1,515	4,901	1,268	548	477	935
	2018E 259	1,057	744	417	858	13,769	80	741	1,032	43	21	551	1,916	5,740	1,331	640	473	937
	2019E 299	1,125	769	497	1,044	14,867	91	782	1,104	59	30	677	2,157	6,322	1,494	704	485	993
	2020E 318	1,185	801	553	1,280	15,902	103	864	1,155	67	35	906	2,422	7,065	1,568	829	533	1,039
영업이익률 (%)	2017 1.8	5.0	4.2	8.1	12.6	18.4	11.8	14.3	18.0	6.0	11.0	10.9	6.2	35.8	2.9	8.9	21.3	3.6
	2018E 4.5	6.7	5.6	7.3	12.7	21.3	12.7	16.4	17.8	2.8	5.1	13.4	10.9	37.8	3.7	7.5	19.8	3.2
	2019E 4.9	9.3	5.6	8.4	13.8	21.6	14.0	16.7	18.3	4.4	6.8	13.7	11.6	37.6	4.8	8.0	16.7	3.3
	2020E 5.1	6.7	5.7	10.5	14.6	21.9	16.2	17.4	18.5	4.9	7.3	16.9	12.2	37.3	5.2	9.2	17.3	3.4
ROE (%)	2017 3.8	1.8	9.5	22.1	69.3	15.7	8.4	17.6	15.1	5.0	16.2	2.7	8.7	22.2	(1.0)	5.5	6.6	7.6
	2018E 20.3	13.8	11.5	6.3	22.3	20.6	11.7	23.4	17.8	5.7	7.3	3.4	17.2	40.7	0.5	7.2	6.2	5.7
	2019E 21.0	17.0	12.5	7.3	23.2	19.8	11.7	23.5	18.6	9.0	10.3	4.3	18.4	43.0	3.5	7.8	6.2	5.5
	2020E 19.5	19.6	13.3	9.5	23.7	19.2	13.0	23.6	18.3	10.4	11.0	6.0	21.2	41.4	4.0	20.4	6.5	5.7
EPS 증가율 (%)	2017 11.3	396.9	(12.4)	49.3	37.5	28.6	9.6	9.1	8.9	100.5	65.3	(226.4)	13.5	18.6	(118.5)	59.1	(7.9)	3.8
	2018E 462.2	263.6	16.7	186.0	45.6	22.7	20.2	(1.5)	16.4	20.2	-38.7	114.9	116.2	21.8	(197.3)	60.9	(6.4)	24.4
	2019E 24.9	10.4	9.2	(6.1)	26.3	8.8	8.8	5.2	8.2	53.8	43.0	(4.4)	17.4	12.5	725.3	19.2	5.9	(1.1)
	2020E 11.9	7.4	8.0	23.7	23.0	7.9	10.1	12.3	9.6	15.6	13.2	39.8	19.0	13.8	15.5	40.6	11.5	8.9
P/E (배)	2017 118.1	44.8	14.9	27.3	47.9	23.7	23.8	20.8	20.4	54.6	19.0	8.1	44.5	22.7	(100.0)	14.7	8.0	13.9
	2018E 21.0	12.3	12.7	9.5	32.9	19.3	19.8	21.2	17.5	45.4	31.1	3.8	20.6	18.7	102.8	9.1	8.5	11.2
	2019E 16.8	11.2	11.7	29.1	26.1	17.8	18.2	20.1	16.2	29.5	21.7	4.0	17.5	16.6	12.5	7.6	8.1	11.3
	2020E 15.0	10.4	10.8	23.5	21.2	16.4	16.5	17.9	14.7	25.5	19.2	2.8	14.7	14.6	10.8	5.4	7.2	10.4
P/B (배)	2017 6.2	1.7	1.6	1.9	8.5	4.7	2.4	4.5	3.5	4.7	3.8	1.3	3.9	7.2	0.4	0.7	0.5	0.7
	2018E 4.9	1.8	1.5	1.9	7.1	3.8	2.4	5.0	3.1	4.7	3.6	1.4	4.0	7.7	0.4	0.6	0.5	0.6
	2019E 3.9	1.8	1.5	1.8	5.9	3.4	2.3	4.6	2.9	4.5	3.3	1.3	3.6	6.3	0.4	0.6	0.5	0.6
	2020E 3.1	1.8	1.5	1.7	5.0	3.0	2.2	4.1	2.7	4.3	3.0	1.2	3.2	5.4	0.4	0.5	0.4	0.6
EV/EBITDA (배)	2017 23.6	2,883.4	4,931.5	9.3	29.3	14.1	12.6	11.7	11.1	11.9	4.9	28.6	12.0	14.2	6.3	7.0	4.4	6.9
	2018E 11.5	2,756.8	4,194.7	10.0	18.2	10.7	11.2	11.1	9.7	15.0	7.3	74.4	9.4	13.4	6.5	6.4	4.5	8.0
	2019E 9.4	2,590.9	4,055.0	8.4	14.5	10.5	9.8	11.0	9.7	11.0	5.1	50.8	7.9	12.0	5.6	5.1	4.2	7.5
	2020E 8.4	2,458.8	3,893.5	7.1	11.4	9.4	8.6	10.1	9.0	9.7	4.4	24.3	6.8	11.0	5.0	0.8	3.5	7.0

참고: 1월 17일 종가 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

Global peer valuation: 카지노

업체명 (백만달러)	Korea			Macau						ASEAN					Australia		US			Global			
	Kangwon Land	GKL	Paradise	SJM	Sands China	Wynn Macau	Galaxy	MGM China	Melco	Genting (SP)	Genting (Mal)	Naga	Bloomberry	Universal	Crown	Star	Penn National	Boyd	Red Rock	Las Vegas Sands	Wynn	MGM	Caesars
	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated	Not Rated
투자외건	HOLD	HOLD	HOLD																				
목표주가	31,000	23,000	21,000																				
현지통화	KRW	KRW	KRW	HKD	HKD	HKD	HKD	HKD	USD	SGD	MYR	HKD	PHP	JPY	AUD	AUD	USD	USD	USD	USD	USD	USD	USD
주가 (Local)	31,550	24,800	18,350	7.0	4.5	17.1	47.5	13.6	20.4	1.1	3.4	1.2	10.7	3,470	12.0	4.3	23.9	25.8	24.2	56.8	111.5	27.5	8.7
시가총액	6,013	1,367	1,487	5,032	36,726	11,330	26,214	6,569	10,094	9,596	4,632	5,147	2,239	2,558	5,836	2,855	2,841	2,894	2,819	44,490	12,124	14,487	5,847
매출액	2017 1,511	447	595	5,339	984	4,595	6,735	1,958	5,285	1,765	2,266	122	699	954	2,482	1,773	3,148	2,384	1,616	12,882	6,306	10,774	4,852
	2018E 1,318	430	701	5,425	1,122	5,115	9,060	2,498	5,232	1,879	2,488	205	802	1,376	2,440	2,002	3,581	2,610	1,656	13,721	6,617	11,680	8,389
	2019E 1,390	455	845	5,705	1,181	5,262	9,392	3,017	5,609	1,912	2,625	243	880	1,693	2,524	2,085	5,326	3,326	1,749	13,600	6,895	12,949	8,736
	2020E 1,445	486	948	6,770	1,280	5,567	10,258	3,275	5,878	1,969	2,813	270	943	1,852	2,690	2,178	5,406	3,362	1,881	14,323	7,591	13,551	8,893
영업이익	2017 551	96	(27)	229	227	685	782	335	608	766	285	33	151	(61)	561	206	446	343	330	3,462	1,056	1,715	532
	2018E 421	98	(1)	326	291	980	1,583	247	679	737	442	55	198	174	428	304	688	384	356	3,906	1,300	1,499	978
	2019E 456	104	3	307	317	980	1,706	438	800	742	330	62	235	331	459	323	1,127	548	369	3,910	1,278	1,950	1,299
	2020E 471	117	54	410	345	1,066	1,824	562	934	754	363	68	268	414	500	340	1,206	582	438	4,156	1,444	2,167	1,400
순이익	2017 405	72	(36)	250	204	472	801	296	347	506	282	33	116	242	401	106	473	189	35	2,806	747	1,960	(375)
	2018E 326	73	(15)	328	263	803	1,658	190	402	581	388	46	127	132	296	194	90	152	186	2,828	728	554	40
	2019E 367	78	(5)	281	284	821	1,798	366	537	589	279	50	140	243	322	207	195	207	166	2,691	666	748	(50)
	2020E 390	88	34	351	314	885	2,051	487	671	610	310	56	165	303	329	220	247	237	204	2,885	831	929	20
EBITDA	2017 618	111	27	383	314	1,038	1,238	436	1,148	974	514	41	234	39	766	341	720	561	509	4,633	1,608	2,709	1,160
	2018E 486	112	81	484	368	1,325	2,129	544	1,275	918	687	63	287	322	626	449	1,041	659	490	5,053	1,875	2,768	2,298
	2019E 514	118	108	500	397	1,344	2,227	668	1,353	926	586	74	326	502	653	471	1,552	833	549	5,012	1,893	3,201	2,479
	2020E 529	131	154	714	431	1,423	2,450	752	1,473	945	645	82	351	590	693	497	1,631	870	614	5,342	2,184	3,420	2,601
영업이익률 (%)	2017 36.5	21.6	(4.5)	4.3	23.1	14.9	11.6	17.1	11.5	43.4	12.6	27.5	21.6	(6.4)	22.6	11.6	14.2	14.4	20.5	26.9	16.7	15.9	11.0
	2018E 32.0	22.9	(0.1)	6.0	25.9	19.2	17.5	9.9	13.0	39.2	17.8	26.9	24.7	12.6	17.5	15.2	19.2	14.7	21.5	28.5	19.7	12.8	11.7
	2019E 32.8	22.8	0.4	5.4	26.9	18.6	18.2	14.5	14.3	38.8	12.6	25.7	26.7	19.5	18.2	15.5	21.2	16.5	21.1	28.7	18.5	15.1	14.9
	2020E 32.6	24.1	5.7	6.1	27.0	19.2	17.8	17.2	15.9	38.3	12.9	25.3	28.4	22.3	18.6	15.6	22.3	17.3	23.3	29.0	19.0	16.0	15.7
ROE (%)	2017 14.5	15.3	(1.9)	7.8	33.6	135.7	14.4	29.5	11.1	8.2	5.9	19.4	22.3	27.2	10.9	4.2	n/a	18.6	9.6	44.3	135.1	28.3	0.0
	2018E 10.1	14.9	(0.6)	9.4	45.9	227.8	21.5	17.0	12.3	10.2	7.6	24.6	20.5	3.3	8.1	7.1	(32.7)	13.0	31.1	46.1	39.4	6.7	3.9
	2019E 11.0	14.8	1.9	7.8	49.2	311.2	19.0	26.3	15.2	9.9	6.0	22.9	18.7	6.2	8.9	7.5	88.5	15.2	25.1	36.5	47.5	9.7	(0.4)
	2020E 11.1	15.8	5.5	9.6	52.5	271.3	18.2	29.3	17.5	9.8	6.5	23.0	18.0	7.5	9.1	8.0	20.6	15.2	25.8	39.1	36.9	13.6	0.2
EPS 증가율 (%)	2017 (8.5)	(29.6)	(134.4)	(15.8)	20.2	70.6	67.9	(8.7)	120.8	87.9	(35.5)	(16.5)	166.9	28.8	(63.9)	(31.5)	(66.8)	10.3	11.9	25.3	88.0	(11.8)	(82.7)
	2018E (19.7)	1.6	(70.4)	34.0	28.6	52.7	22.6	(54.0)	(17.7)	44.1	33.5	42.9	9.1	283.4	44.1	35.1	170.1	31.5	39.1	19.6	(17.1)	(3.8)	(101.9)
	2019E 12.5	6.5	(424.3)	(12.0)	7.0	5.9	7.0	93.4	34.9	1.5	(28.1)	4.8	4.9	(35.4)	10.2	6.4	66.5	21.5	(13.3)	(1.3)	(5.8)	31.4	(296.6)
	2020E 5.5	13.4	191.0	20.4	10.5	7.9	12.8	43.0	27.9	4.5	9.0	15.9	17.8	84.4	1.8	6.4	30.0	20.8	20.4	8.3	23.5	27.6	(87.7)
P/E (배)	2017 14.5	21.4	(98.8)	20.0	22.7	22.2	19.2	17.8	23.2	23.9	16.2	20.2	18.5	12.5	28.5	19.9	68.6	25.4	20.9	19.5	13.5	25.5	(2.8)
	2018E 18.0	21.1	(333.7)	14.9	17.6	14.5	15.7	38.6	28.2	16.6	12.1	14.1	17.0	3.3	19.8	14.7	25.4	19.3	15.0	16.3	16.3	26.6	150.5
	2019E 16.0	19.8	102.9	17.0	16.5	13.7	14.6	20.0	20.9	16.4	16.9	13.5	16.2	19.3	17.9	13.8	15.3	15.9	17.4	16.5	17.3	20.2	(76.6)
	2020E 15.2	17.4	35.4	14.1	14.9	12.7	13.0	14.0	16.4	15.7	15.5	11.6	13.7	10.5	17.6	13.0	11.7	13.1	14.4	15.2	14.0	15.8	(623.6)
P/B (배)	2017 2.0	3.3	2.5	1.6	8.1	29.6	4.4	6.1	3.5	1.7	1.0	3.7	3.9	0.6	1.6	1.1	(29.8)	2.6	7.4	6.9	12.1	2.0	1.9
	2018E 1.8	3.1	2.6	1.5	8.1	33.9	3.2	5.5	3.4	1.7	1.0	3.1	3.2	0.6	1.7	1.0	(33.0)	2.6	4.9	6.5	7.0	2.3	2.2
	2019E 1.7	2.9	2.6	1.5	8.1	40.4	2.8	4.7	3.3	1.6	0.9	2.7	2.7	0.6	1.6	1.0	17.3	2.2	3.7	6.4	6.1	2.2	2.2
	2020E 1.6	2.7	2.5	1.4	7.6	29.3	2.4	4.1	3.0	1.5	0.9	2.3	2.3	0.6	1.7	1.0	5.4	1.9	2.6	6.4	4.6	2.1	2.1
EV/EBITDA (배)	2017 7.2	8.2	74.3	10.6	16.2	13.7	19.8	18.3	10.6	7.0	9.4	16.0	10.4	56.1	7.3	9.9	16.1	10.3	10.2	11.1	11.7	9.6	18.7
	2018E 8.7	7.6	26.9	10.7	13.7	10.7	11.5	15.4	9.5	7.9	7.3	10.2	10.5	59.4	9.7	7.7	9.8	10.1	11.1	10.1	10.2	9.8	9.7
	2019E 8.5	6.9	19.8	12.2	12.8	10.4	11.4	12.0	8.7	7.5	8.5	8.6	8.9	4.2	10.0	7.7	7.3	7.9	10.0	10.0	10.1	8.4	9.0
	2020E 7.7	5.8	13.3	8.2	11.9	9.7	10.6	10.2	7.8	7.0	7.4	7.4	8.0	3.0	9.3	7.4	6.8	7.2	8.4	9.3	8.3	7.6	8.4

참고: 1월 17일 종가 기준

자료: Bloomberg, Samsung Securities

2019. 1. 16

# Company Update



**박은경**  
Analyst  
eunkyung44.park@samsung.com  
02 2020 7850

**김지혜**  
Research Associate  
jihye48.kim@samsung.com  
02 2020 7983

## AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	105,000원	(38%)
현재주가	76,100원	
시가총액	3,0조원	
Shares (float)	39,248,121주 (77.2%)	
52 주 최저/최고	69,500원/132,000원	
60 일-평균거래대금	589,0억원	

## ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
호텔신라 (%)	-0.5	-26.1	-18.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-1.8	-18.6	-2.2

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	105,000	105,000	0.0%
2018E EPS	3,822	4,270	-10.5%
2019E EPS	4,775	4,796	-0.4%

## SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	14
Target price	107,571
Recommendation	4.0

BUY★★★★ / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★★: 1

# 호텔신라 (008770)

## 미리 맞은 매

- 4Q18 매출액은 전년대비 14% 증가한 1.16조원에 이르며 시장 기대치를 충족시킬 수 있을 것으로 전망. 하지만 영업이익은 전년대비 97% 증가한 305억원에 그치며 시장 컨센서스를 39% 하회할 전망.
- 수익성 부진의 원인은 마케팅 비용 때문. 당초 시장에선 마케팅 비용이 3Q18말 일시적으로 상승했다 4Q18엔 정상화 될 것으로 전망하였으나 실제로는 고공행진을 이어간 것으로 보임. 하지만 주가는 4Q18 실적에 앞서 이미 2019년 실적 불확실성을 반영해 급락해 있던 상황. 이에 향후 주가는 부진했을 것으로 추정되는 과거 실적보단 당초 우려보단 양호할 것으로 기대되는 2019년 실적에 초점을 맞춰 움직임 가능성이 높다 판단. 투자자들의 긍정적인 관심이 필요한 시점.
- 2019년 이익전망을 유지하며, 목표주가 105,000원에 목표주가 BUY 유지.

## WHAT'S THE STORY

**4Q18 preview - 수요 위축 속 마케팅 경쟁 지속:** 4Q18 매출액은 전년대비 14% 증가한 1.16조원에 이르며 시장 기대치를 충족시킬 수 있을 것으로 전망. 영업이익은 전년대비 97% 증가하며 305억원을 달성했을 것으로 예상되나 (이익률은 전년대비 0.9%pts 개선된 2.6%), 시장 컨센서스 대비론 39% 하회하는 것. 4Q18에 10%를 넘어서는 높은 매출 성장으로 전년대비 수익성을 개선시키는 데는 성공하였으나 그 정도가 시장 기대치에 못 미친 것이 사실. 두가지 이유 때문. 첫째, 3Q18말 시작된 업계 Top 3간의 점유율 경쟁은 3Q18까지만 유효할 것으로 예상되었으나, 결국 4Q18말까지 지속된 것으로 판단. 둘째, 공항점 매출의 50% 이상을 차지하는 내국인 매출이 전년대비 감소하며 (내국인 출국 수요 성장세 둔화 영향) 공항점 적자폭이 확대.

**시선이 집중된 1~2월 면세점 실적:** 2019년 1월 1일부로 중국 내 전자상거래법 개정안이 발효. 동 법안이 지난 8월 31일 공포된 이후, 시장은 이것이 한국 면세점 매출의 50%를 차지하고 있는 중국 파이공 수요를 급감시킬 수 있음을 우려해 옴. 결과적으로 P/E 밸류에이션은 THAAD 리스크가 지배했던 2017년초 수준까지 하락. 밸류에이션 부담을 덜어낸 상태에서 시장은 법 발효 직후인 1~2월 면세점 실적이 2019년 연간 실적을 가능할 중요한 지표가 될 것으로 보고 연초 면세점 매출 동향에 촉각을 곤두세우고 있는 상황. 통상 규제의 성격을 띤 법안이 발효될 경우, 규제의 강도를 정확히 가늠하기 어려운 초기에 관련자들이 관망세로 대응하는 경향을 보이기 때문. 당사는 1~2월 면세점 매출이 파이공 수요 위축으로 전년대비 소폭 감소한 뒤, 3월부터 파이공 수요 정상화에 중국인 단체관광 수요 회복이 더해지며 다시 전년대비 두자릿수 성장하는 추세로 전개될 것으로 가정하고 있음. 이는 시장 컨센서스 대비 다소 공격적인 가정. 그런데 최근 언론 보도에 따르면 1월 2주간 주요 면세점 점포의 매출은 전년대비 0~5% 증가. 아직 2019년 동향을 판단하기엔 선분론 시점이긴 하나, 현 주가 수준에선 추가 상방 압력이 더 커 보임.

## SUMMARY FINANCIAL DATA

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	4,011	4,686	5,215	5,505
영업이익 (십억원)	73	212	258	279
순이익 (십억원)	25	149	188	211
EPS (adj) (원)	680	3,822	4,775	5,344
EPS (adj) growth (%)	(9.1)	491.2	25.6	12.1
EBITDA margin (%)	3.6	6.2	6.4	6.5
ROE (%)	3.8	20.3	21.0	19.5
P/E (adj) (배)	111.9	19.9	15.9	14.2
P/B (배)	5.9	4.6	3.7	3.0
EV/EBITDA (배)	23.6	11.5	9.4	8.4
Dividend yield (%)	0.5	0.5	0.5	0.5

자료: 삼성증권 추정

**2019년 매출액과 영업이익 각각 전년대비 11%, 21.5% 성장할 것으로 전망:** 당사는 중국 타이공 수요가 2018년 수준에서 유지되는 가운데 중국 단체관광 수요가 회복되며 면세 산업 규모가 전년대비 14% 증가할 수 있을 것으로 전망하고 있음. 이 때 동사 매출은 5.22조원으로 전년대비 11% 증가할 것으로 예상하는데, 2018년에 서울 시내에 2개의 의미 있는 규모의 신규 면세점 점포가 개점했음을 감안해 동사의 시장 점유율은 소폭 하락할 수 있다 가정하기 때문. 한편 2019년 영업이익률이 전년대비 0.4%pts 개선된 4.7% 수준에 이르며 영업이익은 전년대비 21.5% 증가한 2,578억원에 이를 수 있을 것으로 전망. 수익성 개선을 견인하는 것은 싱가포르와 홍콩 공항면세점. 당사는 중국인 단체 관광객의 수익성이 중국 타이공 수익성 대비 높을 것으로 보지 않고 있음.

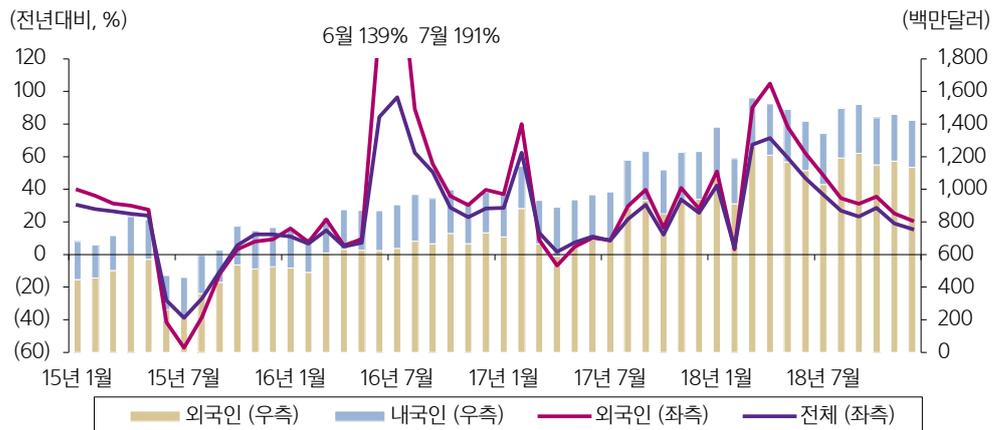
**2019년 이익전망 유지하며 목표주가 105,000원에 BUY 투자 의견 유지:** 당사는 계속해서 시장의 중국 타이공 수요 감소에 대한 우려는 과도하단 의견 유지. 이에 2019년 이익전망을 미세 조정하는데 그침에 따라 목표주가도 기존 105,000원을 유지. 이는 2019년 EV/EBITDAR 3.4배 기준으로, 이익가시성의 차이를 반영해 전통유통업 평균 대비 25% 할인한 것. 2019년 실적 불확실성은 여전히 높은 상황이나 현재 2019년 EV/EBITDAR 2.48배 (P/E 15.9배)의 밸류에이션에선 주가가 악재엔 둔감하고 호재엔 민감하게 반응할 가능성이 높다 생각되어 매수를 추천.

4Q18 삼성추정 vs 컨센서스

(십억원)	4Q18E	% y-y	% q-q	4Q18E 컨센서스	Diff (%)	2018E	2019E	19E/18E (전년대비, %)	2019E 컨센서스	Diff (%)
매출액	1,165.0	30.6	(4.5)	1,168.4	(0.3)	4,685.8	5,215.1	11.3	5,139.7	1.5
영업이익	30.5	96.8	(55.1)	49.8	(38.7)	212.2	257.8	21.5	260.8	(1.2)
세전이익	27.3	130.1	(58.4)	45.9	(40.4)	199.3	260.8	30.8	251.1	3.8
순이익	18.0	156.5	(61.8)	37.6	(52.2)	149.5	187.8	25.6	186.2	0.8
영업이익률 (%)	2.6			4.3		4.5	4.9		5.1	
세전이익률 (%)	2.3			3.9		4.3	5.0		4.9	
순이익률 (%)	1.5			3.2		3.2	3.6		3.6	

자료: 아모레퍼시픽, Wisefn, 삼성증권 추정

면세점 매출 추이



자료: 한국면세점협회, 삼성증권

면세점 산업 전망

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>Assumptions</b>						
환율 (원/달러)	1,053	1,131	1,161	1,131	1,098	1,140
전년대비 (%)	(3.8)	7.4	2.6	(2.6)	(2.9)	3.8
외국인 입국 (천명)	14,202	13,232	17,242	13,336	15,204	17,816
전년대비 (%)	16.6	(6.8)	30.3	(22.7)	14.0	17.2
중국 (천명)	6,127	5,984	8,068	4,169	4,774	6,349
전년대비 (%)	41.6	(2.3)	34.8	(48.3)	14.5	33.0
일본 (천명)	2,280	1,838	2,298	2,311	2,889	3,323
전년대비 (%)	(17.0)	(19.4)	25.0	0.6	25.0	15.0
기타 (천명)	5,794	5,410	6,876	6,855	7,540	8,144
전년대비 (%)	13.6	(6.6)	27.1	(0.3)	10.0	8.0
내국인 출국 (천명)	16,081	19,310	22,383	26,496	28,616	30,333
전년대비 (%)	8.3	20.1	15.9	18.4	8.0	6.0
<b>산업 전망 (매출액)</b>						
<b>매출액</b>						
전체 (십억원)	8,324	9,213	12,311	14,479	18,855	21,529
전년대비 (%)	21.8	10.7	33.6	17.6	30.2	14.2
전체 (백만달러)	7,903	8,143	10,609	12,803	17,177	18,890
전년대비 (%)	26.6	3.0	30.3	20.7	34.2	10.0
외국인 (백만달러)	5,451	5,417	7,618	9,427	13,575	14,927
전년대비 (%)	39.9	(0.6)	40.6	23.8	44.0	10.0
내국인 (백만달러)	2,452	2,726	2,991	3,377	3,603	3,963
전년대비 (%)	4.6	11.2	9.7	12.9	6.7	10.0
<b>방문객 수</b>						
전체 (천명)	34,323	40,668	48,556	45,985	48,234	52,291
전년대비 (%)	16.0	18.5	19.4	(5.3)	4.9	8.4
외국인 (천명)	15,766	16,081	20,632	15,115	18,290	22,347
전년대비 (%)	26.8	2.0	28.3	(26.7)	21.0	22.2
내국인 (천명)	18,557	24,587	27,925	30,870	29,944	29,944
전년대비 (%)	8.2	32.5	13.6	10.5	(3.0)	0.0
<b>1인당 구매액</b>						
전체 (달러/명)	230	200	218	278	356	361
전년대비 (%)	9.2	(13.0)	9.1	27.4	27.9	1.4
외국인 (달러/명)	346	337	369	624	742	668
전년대비 (%)	10.3	(2.6)	9.6	68.9	19.0	(10.0)
내국인 (달러/명)	132	111	107	109	120	132
전년대비 (%)	(3.3)	(16.1)	(3.4)	2.1	10.0	10.0

참고: 각 사 점유율은 공식 매출액 기준으로, 관세청 집계 점유율과 차이를 보일 수 있음

자료: CEIC, 한국면세점협회, 삼성증권 추정

사업별 실적 추이 및 전망

(백만원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017*	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,125,501</b>	<b>1,174,946</b>	<b>1,220,378</b>	<b>1,164,979</b>	<b>1,228,320</b>	<b>1,303,486</b>	<b>1,380,216</b>	<b>1,303,083</b>	<b>3,514,747</b>	<b>4,685,804</b>	<b>5,215,105</b>	<b>5,505,258</b>
면세	1,013,700	1,054,900	1,093,500	1,039,152	1,112,311	1,177,788	1,247,521	1,167,643	3,078,619	4,201,252	4,705,264	4,965,021
한국	771,504	818,500	834,700	771,292	825,510	892,165	951,558	871,973	2,502,757	3,195,996	3,541,206	3,733,315
기타	242,196	236,400	258,800	267,860	286,801	285,623	295,963	295,670	575,811	1,005,256	1,164,058	1,231,706
호텔&레저	111,801	120,046	126,878	125,827	116,009	125,698	132,695	135,440	436,128	484,552	509,842	540,237
한국	92,476	100,100	105,300	100,090	97,100	105,105	110,565	105,094	363,420	397,966	417,864	438,757
기타	19,325	19,946	21,578	25,738	18,909	20,593	22,130	30,345	72,708	86,587	91,978	101,480
<b>영업이익</b>	<b>44,172</b>	<b>69,493</b>	<b>67,968</b>	<b>30,548</b>	<b>48,722</b>	<b>71,791</b>	<b>89,904</b>	<b>47,335</b>	<b>73,086</b>	<b>212,180</b>	<b>257,751</b>	<b>278,571</b>
면세	47,600	64,000	59,400						58,266	184,855	222,559	235,342
한국	50,244	70,200	56,400						91,346			
기타	(2,644)	(6,200)	3,000						(33,080)			
호텔&레저	(3,428)	5,493	8,568						14,820	27,193	34,551	42,695
한국	(4,662)	(700)	5,700						8,081			
기타	1,234	6,193	2,868						6,740			
세전이익	41,508	64,818	65,661	27,340	49,477	72,546	90,659	48,090	44,750	199,327	260,772	292,369
순이익	31,730	52,579	47,180	18,006	35,624	52,233	65,275	34,625	25,286	149,495	187,756	210,506
(이익률, %)												
<b>영업이익</b>	<b>3.9</b>	<b>5.9</b>	<b>5.6</b>	<b>2.6</b>	<b>4.0</b>	<b>5.5</b>	<b>6.5</b>	<b>3.6</b>	<b>2.1</b>	<b>4.5</b>	<b>4.9</b>	<b>5.1</b>
면세	4.7	6.1	5.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	4.4	4.7	4.7
한국	6.5	8.6	6.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.6			
기타	(1.1)	(2.6)	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(5.7)			
호텔&레저	(3.1)	4.6	6.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.4	5.6	6.8	7.9
한국	(5.0)	(0.7)	5.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2			
기타	6.4	31.0	13.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9.3			
세전이익	3.7	5.5	5.4	2.3	4.0	5.6	6.6	3.7	1.3	4.3	5.0	5.3
순이익	2.8	4.5	3.9	1.5	2.9	4.0	4.7	2.7	0.7	3.2	3.6	3.8
(전년대비, %)												
<b>매출액</b>	<b>28.1</b>	<b>46.7</b>	<b>29.4</b>	<b>30.6</b>	<b>9.1</b>	<b>10.9</b>	<b>13.1</b>	<b>11.9</b>	<b>8.0</b>	<b>33.3</b>	<b>11.3</b>	<b>5.6</b>
면세	29.2	52.4	32.4	33.9	9.7	11.6	14.1	12.4	7.1	36.5	12.0	5.5
한국	19.6	46.1	22.4	25.2	7.0	9.0	14.0	13.1	6.5	27.7	10.8	5.4
기타	73.6	78.7	79.9	67.2	18.4	20.8	14.4	10.4	10.3	74.6	15.8	5.8
호텔&레저	18.9	10.5	8.0	8.5	3.8	4.7	4.6	7.6	15.9	11.1	5.2	6.0
한국	16.0	10.2	8.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	7.5	9.5	5.0	5.0
기타	35.1	12.0	8.0	25.0	(2.2)	3.2	2.6	17.9	90.2	19.1	6.2	10.3
<b>영업이익</b>	<b>342.2</b>	<b>302.6</b>	<b>124.2</b>	<b>96.8</b>	<b>10.3</b>	<b>3.3</b>	<b>32.3</b>	<b>55.0</b>	<b>(7.4)</b>	<b>190.3</b>	<b>21.5</b>	<b>8.1</b>
면세	182.6	691.0	153.5						(26.1)	217.3	20.4	5.7
한국	134.9	304.4	81.9						(21.2)			
기타	(41.9)	(33.1)	n.m.						(10.7)			
호텔&레저	(50.0)	(40.1)	24.5						11,486.4	83.5	27.1	23.6
한국	(37.5)	n.m.	25.7						흑전			
기타	101.8	212.4	22.2						129.6			
세전이익	683.1	818.0	220.2	130.1	19.2	11.9	38.1	75.9	(14.6)	345.4	30.8	12.1
순이익	1,074.1	1,668.0	274.8	156.5	12.3	(0.7)	38.4	92.3	(9.1)	491.2	25.6	12.1

참고: \*2017년부터는 변경된 회계기준(IFRS 15)을 적용한 결과. 단, 전년대비 증감률은 변경 이전 수치를 사용.  
 자료: 호텔신라, 삼성증권 추정

연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2017*	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	4,011	4,686	5,215	4,687	4,907	(0.0)	6.3
영업이익	73	212.2	258	235.5	260	(9.9)	(0.8)
세전이익	45	199.3	261	223.2	262	(10.7)	(0.4)
순이익	25	149.5	188	167.4	189	(10.7)	(0.4)
EBITDA	145	290.6	336	313.9	338	(7.4)	(0.6)
EPS (원)	680	3,822	4,775	4,270	4,796	(10.5)	(0.4)

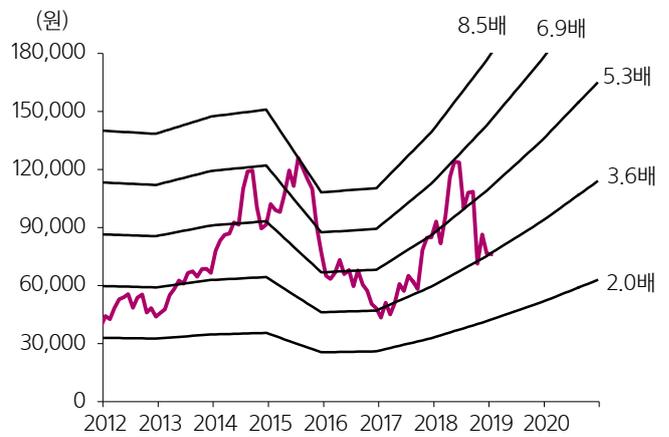
참고: \*회계기준 변경 이전 매출액  
 자료: 호텔신라, 삼성증권 추정

Forward EV/EBITDAR band



자료: 호텔신라, Wisefn, 삼성증권 추정

Forward P/B band



자료: 호텔신라, Wisefn, 삼성증권 추정

Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDAR (배)	순부채 (십억원)
2015	3,252	77	44	18	504	(73.4)	151.0	4.3	2.5	4.98	532
2016	3,715	79	52	28	611	21.2	124.6	6.0	4.0	4.41	404
2017**	4,011	73	45	25	680	11.3	111.9	5.9	3.8	4.26	392
2018E	4,686	212	199	149	3,822	462.2	19.9	4.6	20.3	2.80	280
2019E	5,215	258	261	188	4,775	24.9	15.9	3.7	21.0	2.48	110
2020E	5,505	279	292	211	5,344	11.9	14.2	3.0	19.5	2.23	(70)

참고: \*일회성 항목 제외, 완전 희석됨 \*\*회계기준 변경 이전 매출액  
 자료: 호텔신라, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,715	4,011	4,686	5,215	5,505
매출원가	2,040	2,363	2,414	2,708	2,868
매출총이익	1,676	1,649	2,271	2,507	2,637
(매출총이익률, %)	45.1	41.1	48.5	48.1	47.9
판매 및 일반관리비	1,597	1,576	2,059	2,249	2,359
영업이익	79	73	212	258	279
(영업이익률, %)	2.1	1.8	4.5	4.9	5.1
영업외손익	(27)	(28)	(13)	3	14
금융수익	22	8	8	7	9
금융비용	32	22	22	17	15
지분법손익	0	0	4	16	23
기타	(16)	(13)	(3)	(3)	(3)
세전이익	52	45	199	261	292
법인세	25	19	50	73	82
(법인세율, %)	46.9	43.5	25.0	28.0	28.0
계속사업이익	28	25	149	188	211
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	28	25	149	188	211
(순이익률, %)	0.7	0.6	3.2	3.6	3.8
지배주주순이익	28	25	149	188	210
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	153	145	291	336	357
(EBITDA 이익률, %)	4.1	3.6	6.2	6.4	6.5
EPS (지배주주)	696	632	3,737	4,694	5,262
EPS (연결기준)	696	632	3,737	4,694	5,263
수정 EPS (원)*	611	680	3,822	4,775	5,344

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	121	207	361	464	494
당기순이익	28	25	149	188	211
현금유출입이없는 비용 및 수익	138	118	280	305	311
유형자산 감가상각비	61	58	65	65	65
무형자산 상각비	14	13	13	13	13
기타	64	47	201	227	232
영업활동 자산부채 변동	(45)	64	(68)	(29)	(28)
투자활동에서의 현금흐름	148	(162)	(250)	(270)	(280)
유형자산 증감	(67)	(60)	(150)	(100)	(100)
장단기금융자산의 증감	179	(86)	0	0	0
기타	35	(15)	(100)	(170)	(180)
재무활동에서의 현금흐름	(245)	85	(211)	(194)	(34)
차입금의 증가(감소)	(107)	119	(178)	(161)	(1)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(14)	(13)	(13)	(13)	(13)
기타	(125)	(20)	(20)	(20)	(20)
현금증감	21	128	(100)	0	180
기초현금	326	347	474	374	374
기말현금	347	474	374	374	554
Gross cash flow	166	144	429	493	521
Free cash flow	(0)	104	20	144	165

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 호텔신라, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,079	1,198	1,239	1,306	1,538
현금 및 현금등가물	347	474	374	374	554
매출채권	201	176	206	229	242
재고자산	471	500	584	626	661
기타	60	48	75	76	81
비유동자산	962	1,051	1,016	1,001	986
투자자산	204	286	286	286	286
유형자산	707	693	658	643	628
무형자산	48	44	44	44	44
기타	3	28	28	28	28
자산총계	2,041	2,250	2,256	2,307	2,524
유동부채	740	910	928	1,053	1,122
매입채무	206	273	319	355	374
단기차입금	53	22	43	33	82
기타 유동부채	482	616	566	666	666
비유동부채	639	672	523	274	225
사채 및 장기차입금	599	649	499	249	199
기타 비유동부채	41	23	25	26	26
부채총계	1,379	1,582	1,451	1,327	1,347
지배주주지분	662	667	804	979	1,176
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
이익잉여금	371	382	518	693	890
기타	(106)	(111)	(111)	(111)	(111)
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	662	668	805	979	1,177
순부채	404	392	314	153	(27)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	14.3	8.0	16.8	11.3	5.6
영업이익	2.4	(7.4)	190.3	21.5	8.1
순이익	50.6	(9.1)	491.2	25.6	12.1
수정 EPS**	21.2	11.3	462.2	24.9	11.9
주당지표					
EPS (지배주주)	696	632	3,737	4,694	5,262
EPS (연결기준)	696	632	3,737	4,694	5,263
수정 EPS**	611	680	3,822	4,775	5,344
BPS	12,722	12,981	16,393	20,762	25,700
DPS (보통주)	350	350	350	350	350
Valuations (배)					
P/E***	124.6	111.9	19.9	15.9	14.2
P/B***	6.0	5.9	4.6	3.7	3.0
EV/EBITDA	22.3	23.6	11.5	9.4	8.4
비율					
ROE (%)	4.0	3.8	20.3	21.0	19.5
ROA (%)	1.3	1.2	6.6	8.2	8.7
ROIC (%)	3.2	3.2	15.0	17.7	19.2
배당성향 (%)	46.7	51.4	8.7	6.9	6.2
배당수익률 (보통주, %)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
순부채비율 (%)	0.6	0.6	0.4	0.2	(0.0)
이자보상배율 (배)	5.3	9.6	26.8	36.9	32.2

2019. 1. 18

# Company Update



**박은경**  
Analyst  
eunkyung44.park@samsung.com  
02 2020 7850

**김지혜**  
Research Associate  
jihye48.kim@samsung.com  
02 2020 7983

## GKL (114090)

### 내실이 아쉬웠던 4Q18 실적

- 4Q18 매출액이 전년대비 11% 감소함에 따라 영업이익도 전년대비 27% 감소하는 부진한 실적을 기록할 것으로 예상. 이러한 영업이익은 시장 컨센서스를 26% 하회하는 것.
- 프로모션칩을 지급하는 마케팅의 영향으로 4Q18 드롭액이 전년대비 69% 급증하였으나 홀드율이 급락하며 매출이 감소. 그리고 이로 인해 수익성 악화. VIP 재방문율을 높일 수 있을 경우 일시적인 실적 악화보다 미래 실적 개선 가능성에 주목할 필요가 있겠으나 이를 판단하기엔 시기상조.
- 회사가 당초 예상대비 마케팅을 강화할 수 있다는 전망을 반영해 2019년 EBITDA를 당초 전망대비 8% 하향조정. 하지만 글로벌 카지노업종 2019년 평균 EV/EBITDA가 6.5배에서 9.0배로 상승했음을 감안해 목표주가는 기존 23,000원에서 25,000원으로 상향조정. 상승 여력 제한으로 HOLD 투자의견 유지.

#### WHAT'S THE STORY

**4Q18 preview- 프로모션칩 효과:** 4Q18 실적은 부진했던 것으로 보임. 매출액은 전년대비 11% 감소한 1,140억원, 영업이익은 전년대비 27% 감소한 134억원으로 전망. 이는 시장 컨센서스를 영업이익 기준 26% 하회하는 것. 4Q18 드롭액이 전년대비 69% 급증하였는데, 이는 프로모션칩 지급 효과. 이에 테이블 홀드율이 7.1%로 전년대비 5.8%pts 하락하며 매출이 오히려 감소하였으며 영업이익률도 하락.

**마케팅 강화세 지속 전망으로 2019년 이익전망 하향조정:** 2019년 EBITDA 전망치를 당초 전망대비 8% 하향조정. 4Q18 수준의 마케팅이 연중 계속될 것으로 생각하진 않으나 1H18까지 과도하게 위축되어 있던 마케팅 활동이 2H18부터 정상화 되는 모습이 보임에 따라 2019년 마케팅 비용 전망치를 상향조정하고, 하지만 마케팅 비용 추가 집행이 매출 증대로 이어질지 확실하기 어려운 점을 반영.

**글로벌 동종업계 리레이팅 반영해 목표주가 상향조정하나 투자의견은 HOLD 유지:** 이익전망 하향조정에도 불구하고 목표주가는 기존 23,000원에서 25,000원으로 상향조정 (2019년 EV/EBITDA 6.3배 기준). 2019년 글로벌 카지노 평균 EV/EBITDA에 30% 할인율을 적용해 적정 주가를 산출하는데, 이 평균이 6.5배에서 최근 9.0배까지 상승한 점을 반영. 중국인 단체관광 수요가 회복되고 일본인 관광 수요도 강세를 지속할 것으로 전망되어 2019년 영업이익은 전년대비 18% 이상 성장할 수 있을 것으로 기대. 그럼에도 불구하고 업종 평균 대비 할인 거래되는 것이 정당하다 보는 이유는 역대 경쟁심화에 따른 점유율 하락 가능성을 반영하기 때문. 상승여력 제한으로 HOLD 투자의견 유지.

#### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	501	482	522	556
영업이익 (십억원)	108	110	130	141
순이익 (십억원)	81	82	97	106
EPS (adj) (원)	1,290	1,323	1,570	1,712
EPS (adj) growth (%)	(30.4)	2.6	18.7	9.1
EBITDA margin (%)	24.8	26.1	27.9	28.2
ROE (%)	15.3	14.9	16.4	16.7
P/E (adj) (배)	19.0	18.7	15.8	14.5
P/B (배)	2.9	2.7	2.5	2.4
EV/EBITDA (배)	7.9	7.4	6.0	5.2
Dividend yield (%)	2.9	3.3	4.3	5.1

자료: 삼성증권 추정

#### AT A GLANCE

SELL **HOLD** BUY

목표주가	25,000원	(0.8%)
현재주가	24,800원	
시가총액	1.5조원	
Shares (float)	61,855,670주 (49.0%)	
52 주 최저/최고	21,650원/32,000원	
60 일-평균거래대금	55.3억원	

#### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
GKL (%)	-6.4	0.2	-19.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	-8.0	9.3	-3.9

#### KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	25,000	23,000	8.7%
2018E EPS	1,323	1,523	-13.2%
2019E EPS	1,570	1,724	-8.9%

#### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	9
Target price	29,500
Recommendation	3.7

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

## 4Q18 삼성추정 vs 컨센서스

(십억원)	4Q18E	% y-y	% q-q	4Q18E 컨센서스	Diff (%)	2018E	2019E	19E/18E (전년대비, %)	2019E 컨센서스	Diff (%)
매출액	113.9	(10.8)	(12.7)	119.5	(4.7)	482.4	522.2	8.3	526.9	(0.9)
영업이익	13.42	(26.9)	(56.6)	18.2	(26.1)	110.4	129.9	17.7	133.1	(2.4)
세전이익	15.2	(23.3)	(54.2)	21.4	(28.8)	109.1	129.5	18.7	136.5	(5.1)
순이익	10.9	(23.0)	(58.6)	15.6	(30.1)	81.8	97.1	18.7	102.9	(5.6)
영업이익률 (%)	11.8			15.2		22.9	24.9		25.3	
세전이익률 (%)	13.3			17.9		22.6	24.8		25.9	
순이익률 (%)	9.6			13.1		17.0	18.6		19.5	

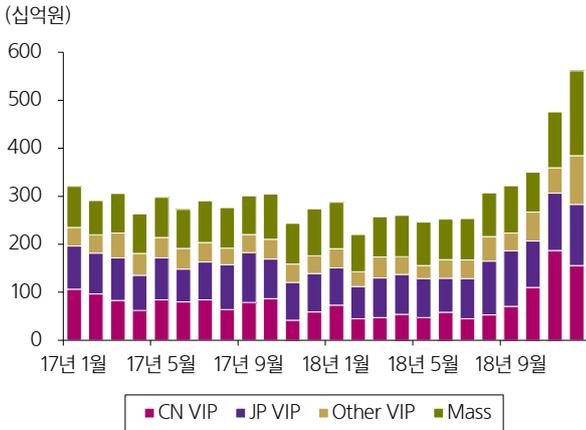
자료: GKL, Wisefin, 삼성증권 추정

## 분기별 이익전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>(십억원, %)</b>													
테이블 드롭액	764.9	759.1	882.2	1,387.9	939.9	973.0	1,041.9	1,092.0	3,595.8	3,442.1	3,794.1	4,046.8	4,322.0
(전년대비, %)	(16.6)	(9.0)	1.6	68.8	22.9	28.2	18.1	(21.3)	(0.9)	(4.3)	10.2	6.7	6.8
VIP	507.4	497.2	607.0	1,011.1	622.2	642.0	690.7	746.3	2,568.4	2,426.2	2,622.6	2,701.1	2,883.8
(전년대비, %)	(25.2)	(15.3)	(1.4)	85.4	22.6	29.1	13.8	(26.2)	(6.2)	(5.5)	8.1	3.0	6.8
Mass	131.7	128.2	135.5	244.5	179.3	184.0	197.5	200.1	1,027.4	1,015.9	1,171.5	1,345.7	1,438.2
(전년대비, %)	5.8	(0.1)	6.4	69.9	36.2	43.5	45.8	(18.1)	15.6	(1.1)	15.3	14.9	6.9
홀드올 (%)	14.1%	13.4%	13.2%	7.1%	11.1%	11.4%	12.2%	10.2%	13.0%	12.3%	11.2%	11.2%	11.2%
<b>(십억원)</b>													
매출액	121.9	116.1	130.4	113.9	121.3	127.9	143.6	129.4	548.2	501.3	482.4	522.2	556.5
매출총이익	39.3	41.4	42.7	22.6	37.7	42.9	49.8	37.7	183.3	146.4	146.0	168.2	181.3
영업이익	31.4	34.7	30.9	13.4	29.3	35.7	37.2	27.8	151.2	108.2	110.4	129.9	140.8
세전이익	23.1	37.6	33.2	15.2	29.2	35.6	37.1	27.7	150.2	107.3	109.1	129.5	141.2
순이익	17.4	27.2	26.4	10.9	21.9	26.7	27.8	20.7	114.3	80.5	81.8	97.1	105.9
<b>(수익성, %)</b>													
매출총이익	32.2	35.6	32.8	19.9	31.1	33.6	34.7	29.2	33.4	29.2	30.3	32.2	32.6
영업이익	25.7	29.9	23.7	11.8	24.2	27.9	25.9	21.5	27.6	21.6	22.9	24.9	25.3
세전이익	18.9	32.4	25.5	13.3	24.1	27.8	25.8	21.4	27.4	21.4	22.6	24.8	25.4
순이익	14.2	23.4	20.2	9.6	18.0	20.8	19.4	16.0	20.9	16.1	17.0	18.6	19.0
<b>(전년대비, %)</b>													
매출액	(2.7)	5.9	(5.9)	(10.8)	(0.5)	10.1	10.1	13.6	8.4	(8.6)	(3.8)	8.3	6.6
매출총이익	0.3	64.5	(13.1)	(31.2)	(3.9)	3.8	16.6	66.7	18.3	(20.2)	(0.3)	15.2	7.8
영업이익	(0.3)	96.8	(24.1)	(26.9)	(6.7)	2.8	20.4	107.0	27.7	(28.5)	2.1	17.7	8.4
세전이익	(0.3)	84.9	(24.5)	(23.3)	26.5	(5.4)	11.5	81.9	24.1	(28.5)	1.7	18.7	9.1
순이익	(1.0)	76.2	(21.0)	(23.0)	26.1	(1.9)	5.4	89.9	24.6	(29.6)	1.6	18.7	9.1

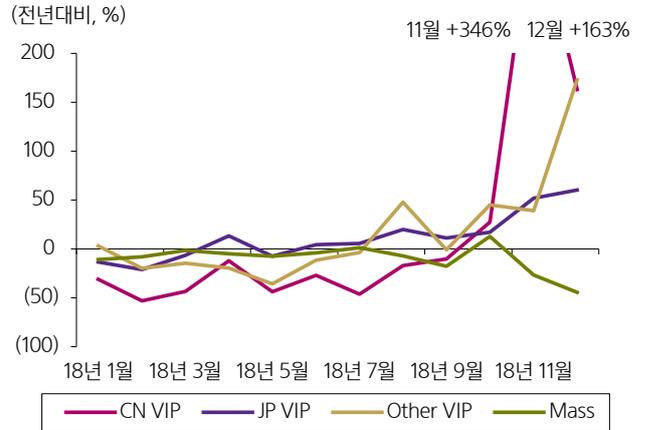
자료: GKL, 삼성증권 추정

국적별 드롭액 추이



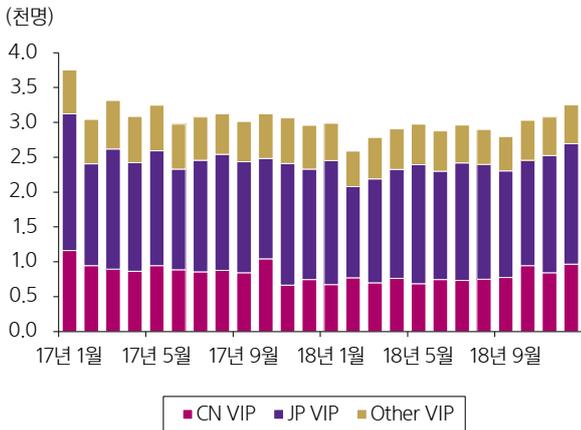
자료: GKL, 삼성증권

국적별 드롭액 증감율



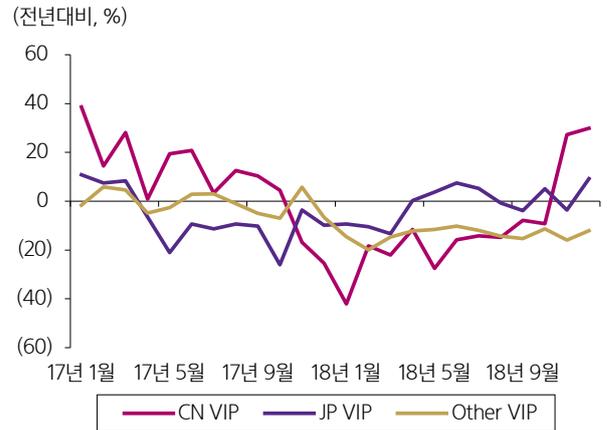
자료: GKL, 삼성증권

국적별 VIP 방문객 추이



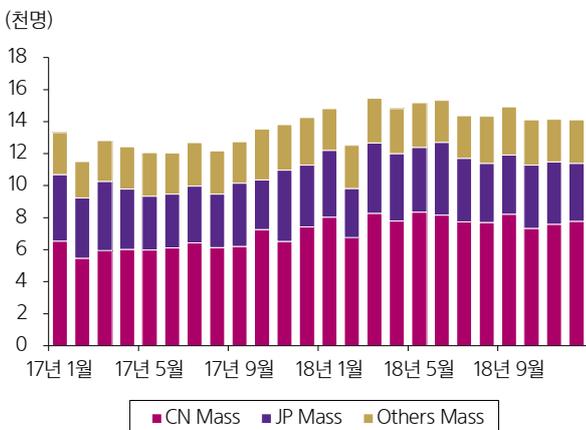
참고: 테이블 게임 참여 인원수 기준  
자료: GKL, 삼성증권

국적별 VIP 방문객 증감율



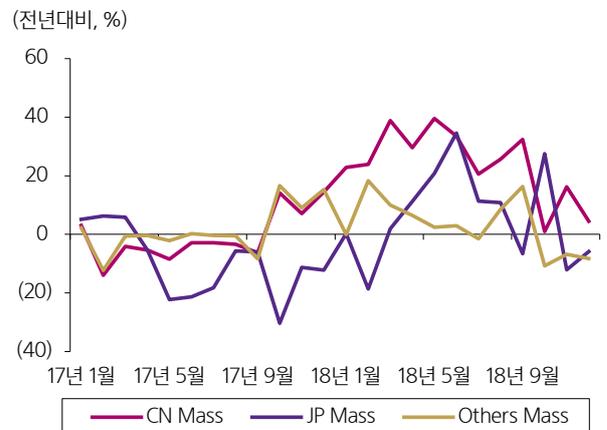
참고: 테이블 게임 참여 인원수 기준  
자료: GKL, 삼성증권

국적별 Mass 방문객 추이



참고: 테이블 게임 참여 인원수 기준  
자료: GKL, 삼성증권

국적별 Mass 방문객 증감율



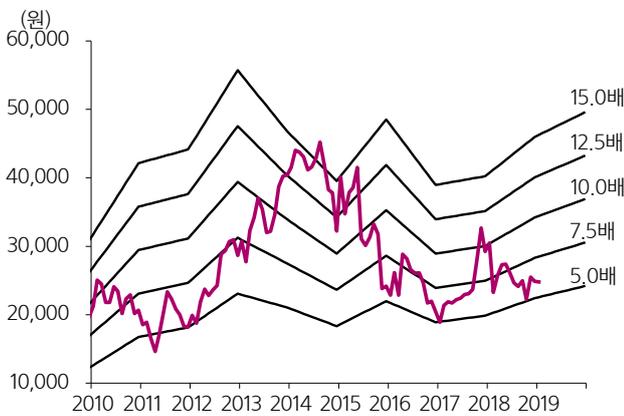
참고: 테이블 게임 참여 인원수 기준  
자료: GKL, 삼성증권

## 연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2017*	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	501	482	522	500	534	(3.6)	(2.1)
영업이익	108	110	130	127	142	(13.0)	(8.8)
세전이익	107	109	129	126	142	(13.2)	(8.9)
순이익	81	82	97	94	107	(13.2)	(8.9)
EBITDA	124	126	146	142	158	(11.5)	(7.9)
EPS (원)	1,302	1,323	1,570	1,523	1,724	(13.2)	(8.9)

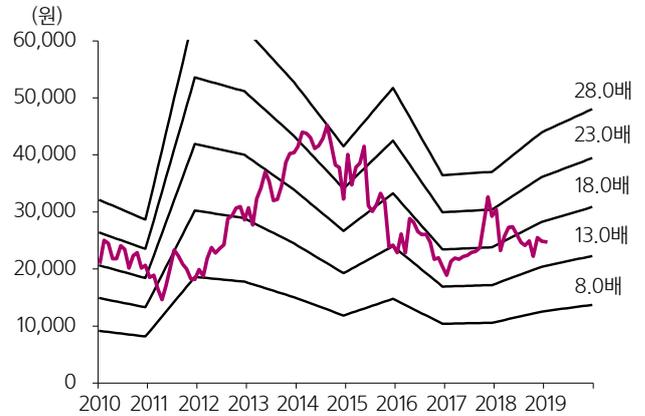
자료: GKL, 삼성증권 추정

## 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: WiseFn, 삼성증권 추정

## 12개월 선행 P/E 밴드차트



자료: WiseFn, 삼성증권 추정

## Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2015	506	118	121	92	1,483	(21.3)	16.7	3.4	20.7	8.0	(479)
2016	548	151	150	114	1,849	24.6	13.4	3.0	23.5	6.1	(540)
2017	501	108	107	81	1,302	(29.6)	19.0	2.9	15.3	7.9	(549)
2018E	482	110	109	82	1,323	1.6	18.7	2.7	14.9	7.4	(599)
2019E	522	130	129	97	1,570	18.7	15.8	2.5	16.4	6.0	(658)
2020E	556	141	141	106	1,712	9.1	14.5	2.4	16.7	5.2	(712)

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 희석됨

자료: GKL, 삼성증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	548	501	482	522	556
매출원가	365	355	336	354	375
매출총이익	183	146	146	168	181
(매출총이익률, %)	33.4	29.2	30.3	32.2	32.6
판매 및 일반관리비	32	38	36	38	41
영업이익	151	108	110	130	141
(영업이익률, %)	27.6	21.6	22.9	24.9	25.3
영업외손익	(1)	(1)	(1)	(0)	0
금융수익	11	10	9	10	11
금융비용	1	2	2	2	2
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(11)	(9)	(9)	(9)	(9)
세전이익	150	107	109	129	141
법인세	36	27	27	32	35
(법인세율, %)	23.9	24.9	25.0	25.0	25.0
계속사업이익	114	81	82	97	106
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	114	81	82	97	106
(순이익률, %)	20.9	16.1	17.0	18.6	19.0
지배주주순이익	114	81	82	97	106
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	164	124	126	146	157
(EBITDA 이익률, %)	29.9	24.8	26.1	27.9	28.2
EPS (지배주주)	1,849	1,302	1,323	1,570	1,712
EPS (연결기준)	1,849	1,302	1,323	1,570	1,712
수정 EPS (원)*	1,852	1,290	1,323	1,570	1,712

## 현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	138	78	107	120	130
당기순이익	114	81	82	97	106
현금유출입이없는 비용 및 수익	26	(2)	24	25	25
유형자산 감가상각비	12	15	15	15	15
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	13	(18)	9	9	9
영업활동 자산부채 변동	(2)	0	1	(1)	(1)
투자활동에서의 현금흐름	(90)	(83)	(11)	(11)	(11)
유형자산 증감	(34)	(9)	(10)	(10)	(10)
장단기금융자산의 증감	(57)	86	0	0	0
기타	1	(159)	(1)	(1)	(1)
재무활동에서의 현금흐름	(52)	(61)	(45)	(49)	(65)
차입금의 증가(감소)	(0)	0	1	1	1
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(51)	(62)	(45)	(50)	(66)
기타	0	(0)	0	0	0
현금증감	(3)	(66)	51	60	54
기초현금	195	191	125	176	236
기말현금	191	125	176	236	290
Gross cash flow	140	78	106	122	131
Free cash flow	85	81	81	94	103

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: GKL, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	558	566	618	683	736
현금 및 현금등가물	191	125	176	236	290
매출채권	14	14	13	15	16
재고자산	2	2	2	2	3
기타	350	424	426	429	427
비유동자산	173	166	151	135	125
투자자산	28	27	27	27	27
유형자산	99	93	88	83	77
무형자산	9	9	9	9	9
기타	36	36	26	16	11
자산총계	730	732	768	818	861
유동부채	186	170	170	171	171
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	1	1	2
기타 유동부채	186	170	169	169	169
비유동부채	26	30	29	31	33
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	26	30	29	31	33
부채총계	211	200	200	202	205
지배주주지분	519	532	569	616	656
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	466	480	517	564	604
기타	0	0	0	0	0
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	519	532	569	616	656
순부채	(540)	(549)	(599)	(658)	(712)

## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	8.4	(8.6)	(3.8)	8.3	6.6
영업이익	27.7	(28.5)	2.1	17.7	8.4
순이익	24.6	(29.6)	1.6	18.7	9.1
수정 EPS**	24.9	(30.4)	2.6	18.7	9.1
주당지표					
EPS (지배주주)	1,849	1,302	1,323	1,570	1,712
EPS (연결기준)	1,849	1,302	1,323	1,570	1,712
수정 EPS**	1,852	1,290	1,323	1,570	1,712
BPS	8,234	8,449	9,041	9,801	10,453
DPS (보통주)	1,000	730	810	1,060	1,260
Valuations (배)					
P/E***	13.4	19.0	18.7	15.8	14.5
P/B***	3.0	2.9	2.7	2.5	2.4
EV/EBITDA	6.1	7.9	7.4	6.0	5.2
비율					
ROE (%)	23.5	15.3	14.9	16.4	16.7
ROA (%)	16.6	11.0	10.9	12.2	12.6
ROIC (%)	(467.9)	(375.2)	(305.2)	(238.5)	(194.8)
배당성향 (%)	54.1	56.1	61.2	67.5	73.6
배당수익률 (보통주, %)	4.9	2.9	3.3	4.3	5.1
순부채비율 (%)	(104.1)	(103.1)	(105.3)	(106.9)	(108.5)
이자보상배율 (배)	110.5	60.1	61.3	72.2	78.2

2019. 1. 18

# Company Update



**박은경**  
Analyst  
eunkyung44.park@samsung.com  
02 2020 7850

**김지혜**  
Research Associate  
jihye48.kim@samsung.com  
02 2020 7983

## AT A GLANCE

SELL **HOLD** BUY

목표주가	20,000원	(9%)
현재주가	18,350원	
시가총액	1.7조원	
Shares (float)	90,942,672주 (48.0%)	
52 주 최저/최고	17,100원/25,600원	
60 일-평균거래대금	173.6억원	

## ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
파라다이스 (%)	-7.8	0.0	-26.3
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-11.1	19.4	-4.8

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	20,000	21,000	-4.8%
2018E EPS	(65)	(88)	n/a
2019E EPS	197	224	-12.0%

## SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	9
Target price	26,444
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

# 파라다이스 (034230)

## 파라다이스시티의 비용 부담 본격화

- 4Q18 매출액은 2,155억원으로 전년대비 14% 성장하나 영업적자는 전년대비 그 폭이 확대된 162억원을 기록하며 시장 기대치 대비 실망스러울 것으로 전망.
- 별도법인의 실적은 2017년 중국 리스크에서 완전히 벗어나는 모습을 보이며 이익이 개선되고 있는 것으로 추정. 하지만 연결자회사 파라다이스시티의 비-카지노 부분 영업 정상화가 지연되고 고정비 부담이 상승하며 전년대비 영업적자폭 확대.
- 당초 예상대비 2019년 파라다이스시티의 영업손실이 더 커질 것으로 예상되어 이익전망 하향조정하며 목표주가도 기존 21,000원에서 20,000원으로 하향조정 (2019년 P/B 2.5배 기준, 2012년 이후 평균 수준). 상승여력 제한으로 HOLD 투자의견 유지.

## WHAT'S THE STORY

**4Q18 preview:** 4Q18 매출액은 2,155억원으로 전년대비 14% 성장하나 영업적자는 전년대비 그 폭이 확대된 162억원을 기록하며 시장 기대치 대비 실망스러울 것으로 전망. 별도법인의 카지노 매출액은 전년대비 11% 증가하였는데, 방문객수 감소세도 둔화되고 방문객당 drop액도 전년대비 5% 수준의 견조한 증가세를 보이는 등 2017년 중국 리스크에서 완전히 벗어난 모습. 비용 측면에서도 특이점이 없었음. 하지만 연결자회사 파라다이스시티(P-city) 적자폭이 전년대비 큰 폭으로 확대되며 연결영업실적이 부진해 짐. P-city의 카지노 매출은 전년대비 17% 증가하며 (방문객수 전년대비 58% 증가, 방문객당 drop액 전년대비 5% 감소) 당사 기대에 부합하였음. 중국, 일본, 기타에서 모두에서 강하게 수요 상승한 결과. 하지만 지난 9월 P-City의 엔터테인먼트 부문의 영업이 개시되며 4Q18부터 고정비용이 큰 폭으로 상승하게 되었는데, 계획대비 영업 정상화가 지연되며 당초 예상대비 4Q18 적자폭도 확대.

**P-City에 대한 기대감 현실화 필요, 2019년 이익전망 하향조정:** 2019년 매출액 전망치는 기존 수치를 유지. 하지만 영업이익 전망치는 기존 380억원에서 35억원으로 하향조정. P-City의 고정비용 부담을 현실화 한 결과. 별도법인 카지노 매출액은 전년대비 8% 증가한 4,400억원으로 예상되는데 중국 수요가 5년만에 하향안정 되는 가운데 일본과 기타 VIP 수요 증가가 기대되기 때문. 덕분에 2019년 한자리수 중반에 머물렀던 영업이익률은 높은 한자리수로 개선될 수 있을 것으로 기대. P-City도 카지노부문의 경우 매출액이 전년대비 39% 증가한 3,500억원에 이르며 당초 기대에 부합할 수 있을 것으로 기대. 하지만 문제는 P-City의 엔터테인먼트 부문. 지난 9월 리테일과 F&B, 클럽 등으로 구성된 엔터테인먼트 부분이营业을 개시하며 관련한 비용이 반영되기 시작. 개장초 회사는 엔터테인먼트 부문 매출 기여는 600억원, 비용 부담은 1,050억원으로 제시 (이 중 80%가 고정비). 하지만 리테일, 식당 등의 입점이 당초 계획대비 3~6개월 지연됨에 따라 고정비 부담이 당초 예상대비 더 크게 반영될 것으로 보임.

## SUMMARY FINANCIAL DATA

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	668	787	949	1,064
영업이익 (십억원)	(30)	(1)	4	61
순이익 (십억원)	(40)	(17)	(6)	38
EPS (adj) (원)	(212)	(65)	197	579
EPS (adj) growth (%)	적전	적지	흑전	194.1
EBITDA margin (%)	4.5	11.5	12.7	16.2
ROE (%)	(1.9)	(0.6)	1.9	5.5
P/E (adj) (배)	nm	nm	91.7	31.5
P/B (배)	2.2	2.3	2.4	2.3
EV/EBITDA (배)	74.3	26.9	19.8	13.3
Dividend yield (%)	0.5	0.5	0.5	1.6

자료: 삼성증권 추정

목표주가 하향조정하며 HOLD 투자의견 유지: 이익전망 하향조정을 반영해 목표주가도 기존 21,000원에서 20,000원으로 하향조정. 2019년 P/B 2.5배 기준으로, 2012년 이후 평균 수준 (EV/EBITDA 기준으로 21배). P-city 개장에 따른 고정비 부담 급증으로 수익가치를 이용한 적정 가치 산출은 적절하지 않은 상황. 한편, 2012년 이후 평균 수준의 가치평가가 정당하다 보는 이유는, 중국 VIP 수요 위축에 대한 시장의 우려가 일본, 동남아 등 비-중국 고객 수요에 대한 기대감으로 상쇄되며 중립적인 업황이 이어질 것으로 전망하기 때문. 상승여력 부재로 HOLD 투자의견 유지. 파라다이스시티(북합리조트) 투자는 장기적 관점에서 적절한 결정이었다 판단되나 시장은 이미 신규 사업장의 매출 및 수익성이 완전 정상화될 2020년 이후의 기업가치를 반영하고 있는 것으로 판단.

4Q18 삼성추정 vs 컨센서스

(십억원)	4Q18E	% y-y	% q-q	4Q18E 컨센서스	Diff (%)	2018E	2019E	19E/18E (전년대비, %)	2019E 컨센서스	Diff (%)
매출액	215.5	13.6	2.4	219.2	(1.7)	786.6	948.9	20.6	979.4	(3.1)
영업이익	(16.2)	적지	적전	(7.1)	n/a	(0.6)	3.5	흑전	60.2	(94.2)
세전이익	(24.2)	적지	적전	(10.7)	n/a	(22.1)	(7.8)	적지	39.8	(119.6)
순이익	(18.3)	적지	적전	(10.8)	n/a	(16.6)	(5.8)	적지	31.8	(118.4)
영업이익률 (%)	(7.5)			(3.2)		(0.1)	0.4		6.1	
세전이익률 (%)	(11.3)			(4.9)		(2.8)	(0.8)		4.1	
순이익률 (%)	(8.5)			(4.9)		(2.1)	(0.6)		3.2	

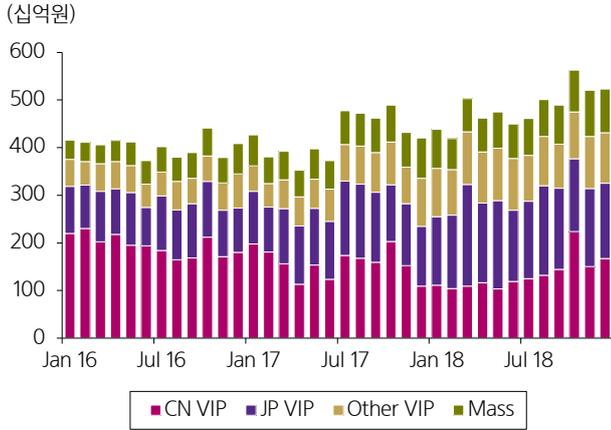
자료: 파라다이스, Wisefn, 삼성증권 추정

분기별 이익전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E	2020E
<b>(백만원, %)</b>												
테이블 드롭액	1,360,445	1,386,412	1,451,087	1,606,100	1,732,623	1,729,990	1,793,071	1,953,896	5,074,710	5,804,044	7,209,579	8,077,322
(전년대비, %)	13.5	23.4	2.8	19.7	7.9	(0.2)	3.6	9.0	5.0	14.4	24.2	12.0
홀드올 (%)	10.1	9.9	10.6	10.4	10.0	9.7	10.5	10.2	10.2%	10.3%	10.1%	10.1%
<b>(백만원)</b>												
매출액	179,513	181,066	210,481	215,505	219,507	218,186	253,793	257,396	668,042	786,565	948,881	1,064,299
카지노	148,255	146,924	164,737	178,416	183,782	178,729	198,949	210,326	551,308	638,333	771,785	859,550
호텔 등	26,827	30,259	39,349	32,857	30,851	34,798	45,252	37,785	98,696	129,292	148,686	163,554
매출총이익	20,291	19,415	30,230	8,199	8,245	6,924	38,219	33,199	70,322	78,134	86,587	146,446
카지노	31,278	29,332	39,232						97,864			
호텔 등	(12,167)	(10,496)	(5,233)						(30,379)			
영업이익	4,810	(67)	10,805	(16,188)	(10,860)	(13,843)	16,622	11,602	(29,952)	(641)	3,520	60,666
세전이익	(8)	(4,630)	6,798	(24,245)	(13,690)	(16,673)	13,792	8,772	(33,508)	(22,084)	(7,798)	50,702
순이익	1,125	(4,603)	5,167	(18,253)	(10,267)	(12,504)	10,344	6,579	(39,853)	(16,563)	(5,849)	38,027
EBITDA	22,311	17,622	29,771	20,804	5,328	2,345	32,810	80,187	30,197	90,509	120,669	172,479
<b>(수익성, %)</b>												
매출총이익	11.3	10.7	14.4	3.8	3.8	3.2	15.1	12.9	10.5	9.9	9.1	13.8
카지노	21.1	20.0	23.8						17.8			
호텔 등	(45.4)	(34.7)	(13.3)						(30.8)			
영업이익	2.7	(0.0)	5.1	(7.5)	(4.9)	(6.3)	6.5	4.5	(4.5)	(0.1)	0.4	5.7
세전이익	(0.0)	(2.6)	3.2	(11.3)	(6.2)	(7.6)	5.4	3.4	(5.0)	(2.8)	(0.8)	4.8
순이익	0.6	(2.5)	2.5	(8.5)	(4.7)	(5.7)	4.1	2.6	(6.0)	(2.1)	(0.6)	3.6
EBITDA	12.4	9.7	14.1	9.7	2.4	1.1	12.9	31.2	4.5	11.5	12.7	16.2
<b>(전년대비, %)</b>												
매출액	26.0	29.4	7.3	13.6	1.9	(0.6)	16.3	1.4	(3.9)	17.7	20.6	12.2
카지노	19.0	27.9	5.9	14.2	3.0	(2.7)	11.3	5.7	(8.6)	15.8	20.9	11.4
호텔 등	101.5	43.4	13.8	10.6	(6.1)	12.8	30.0	(16.5)	29.7	31.0	15.0	10.0
매출총이익	12.9	159.1	(7.8)	(32.0)	0.6	(16.0)	452.0	(13.1)	(49.2)	11.1	10.8	69.1
카지노	46.7	123.2	10.0						(28.7)			
호텔 등	n.a.	n.a.	n.a.						n.a.			
영업이익	n.a.	n.a.	3.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(30.2)	n.a.	n.a.	n.a.	1,623.6
세전이익	n.a.	n.a.	137.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(36.4)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
순이익	(11.3)	n.a.	265.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(36.4)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA	1,449.6	n.a.	8.2	61.2	(74.4)	(56.0)	1,299.2	144.4	(69.3)	199.7	33.3	42.9

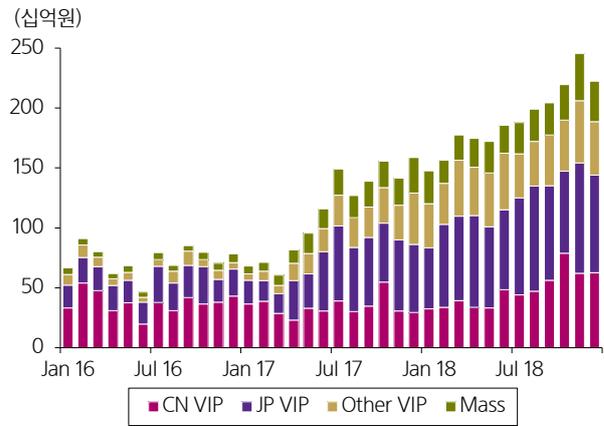
자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

전사 국적별 드롭액 추이



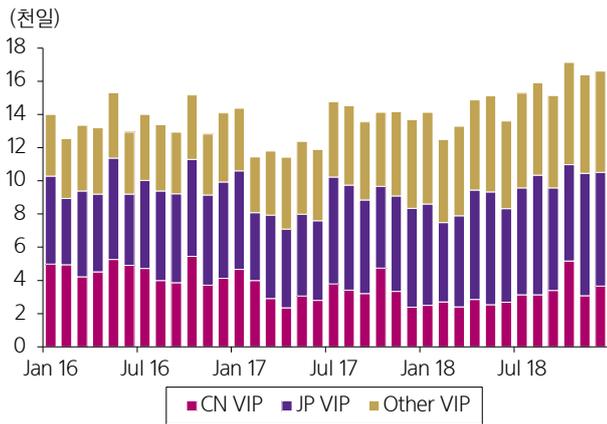
자료: 파라다이스, 삼성증권 정리

파라다이스시티 국적별 드롭액 추이



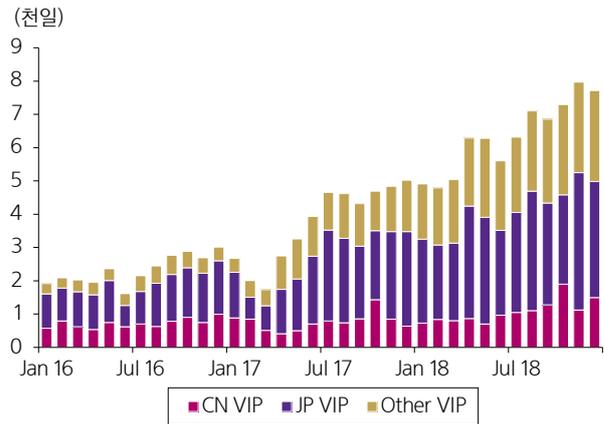
자료: 파라다이스, 삼성증권 정리

전사 VIP 국적별 방문일수 추이



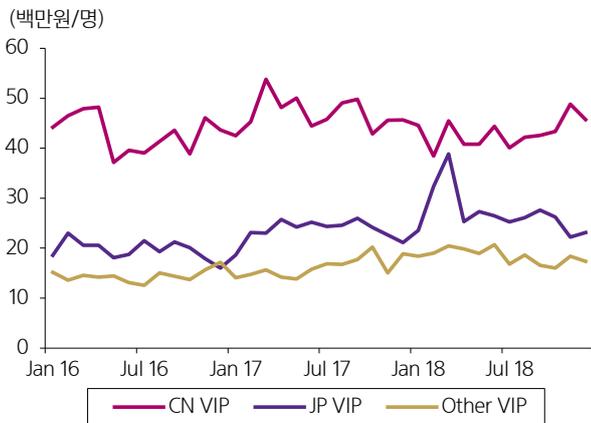
자료: 파라다이스, 삼성증권 정리

파라다이스시티 VIP 국적별 방문일수 추이



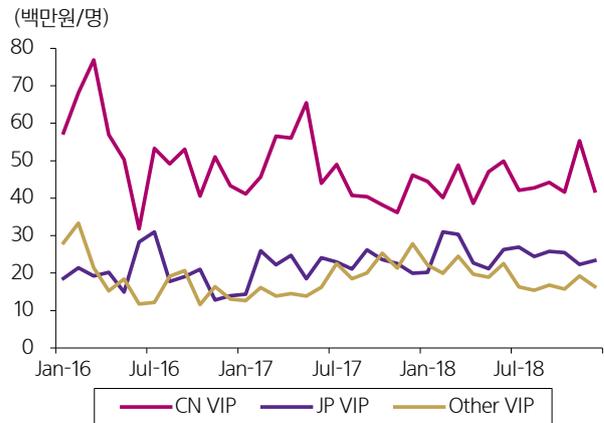
자료: 파라다이스, 삼성증권 정리

전사 국적별 VIP 1인의 방문당 드롭액 추이



자료: 파라다이스, 삼성증권 정리

파라다이스시티 국적별 VIP 1인의 방문당 드롭액 추이



자료: 파라다이스, 삼성증권 정리

월간 주요 지표 증감율

	Drop					Revenue			VIP Visits				Drop per person						
	CN	VIP	JP VIP	Other VIP	Mass	Total	Table	Slot	Total	CN	VIP	JP VIP	Other VIP	Total	CN	VIP	JP VIP	Other VIP	Total
2014	24.8	(1.3)	(22.3)	26.8	13.7	3.4	6.6	3.6	11.9	(11.9)	6.1	1.4	11.5	12.1	(26.7)	12.1			
2015	(35.8)	(12.5)	9.2	(5.9)	(25.0)	(16.2)	4.4	(15.0)	(32.9)	(16.1)	19.8	(18.0)	(4.3)	4.2	(8.8)	(8.6)			
2016	(9.1)	20.8	19.3	11.3	3.1	7.3	(7.3)	6.3	(12.5)	11.1	16.4	3.1	3.9	8.8	2.5	(0.0)			
2017	(19.2)	24.0	28.1	35.2	5.0	(9.2)	1.4	(8.6)	(25.7)	3.0	14.1	(3.4)	8.7	20.4	12.3	8.8			
2018	(15.0)	32.5	44.0	17.6	14.4	15.6	16.9	15.7	(8.4)	16.6	27.6	13.8	(7.2)	13.7	12.9	0.5			
Jan-17	(10.0)	12.2	(6.0)	60.2	2.7	(24.3)	3.6	(22.8)	(6.5)	12.0	1.2	2.6	(3.8)	0.2	(7.1)	0.1			
Feb-17	(21.5)	3.1	1.4	36.9	(7.5)	13.3	(1.3)	12.3	(19.4)	2.4	(6.5)	(8.7)	(2.6)	0.6	8.4	1.3			
Mar-17	(22.6)	8.7	4.7	50.9	(3.4)	(12.6)	5.2	(11.5)	(31.1)	(2.8)	(2.6)	(11.7)	12.2	11.8	7.5	9.4			
Apr-17	(47.8)	26.7	7.9	25.4	(15.1)	(32.3)	(11.0)	(31.0)	(47.8)	1.3	8.0	(13.5)	(0.1)	25.1	(0.1)	(1.9)			
May-17	(21.4)	7.7	7.4	31.1	(3.4)	(31.1)	(20.3)	(30.5)	(41.7)	(19.5)	11.8	(19.1)	34.7	33.9	(3.9)	19.5			
Jun-17	(36.1)	50.3	38.8	22.4	0.1	(33.5)	(5.7)	(31.9)	(43.0)	11.9	15.1	(8.0)	12.2	34.4	20.6	8.8			
Jul-17	(5.9)	37.4	52.9	31.0	18.6	2.9	(1.7)	2.5	(19.8)	21.4	14.2	5.4	17.3	13.2	33.9	12.5			
Aug-17	1.8	49.3	32.4	37.8	24.4	(12.5)	65.5	(9.2)	(14.2)	17.2	19.1	8.4	18.7	27.4	11.1	14.8			
Sep-17	(5.5)	29.3	56.0	33.6	18.5	32.3	(13.3)	28.9	(17.3)	5.5	26.6	4.7	14.3	22.6	23.2	13.2			
Oct-17	(4.5)	1.8	68.9	31.2	10.8	(6.9)	3.5	(6.3)	(13.3)	(15.4)	14.8	(6.9)	10.2	20.4	47.1	19.0			
Nov-17	(11.1)	33.7	33.7	37.3	14.0	1.3	36.8	3.0	(10.1)	5.6	38.9	10.6	(1.1)	26.6	(3.7)	3.1			
Dec-17	(39.5)	35.1	40.9	33.1	2.9	19.7	(21.3)	16.6	(42.2)	2.6	28.4	(2.9)	4.6	31.6	9.7	5.9			
Jan-18	(43.8)	29.8	91.8	25.7	2.7	23.1	27.1	23.4	(46.4)	2.7	47.2	(1.6)	4.8	26.5	30.3	4.4			
Feb-18	(42.5)	63.9	91.3	18.3	10.2	1.1	35.2	3.2	(32.3)	17.0	48.5	9.1	(15.1)	40.0	28.7	1.0			
Mar-18	(30.1)	85.0	82.5	16.9	28.3	33.2	18.9	32.1	(17.4)	9.5	39.6	12.7	(15.4)	69.0	30.8	13.8			
Apr-18	2.8	36.9	75.5	26.7	31.0	(0.6)	(8.0)	(1.2)	21.4	39.0	25.6	30.3	(15.3)	(1.5)	39.7	0.6			
May-18	(32.6)	55.9	80.1	19.0	19.5	21.7	74.6	24.9	(17.3)	38.2	31.9	22.2	(18.5)	12.8	36.6	(2.2)			
Jun-18	(4.0)	23.4	60.7	19.9	20.5	70.7	2.0	65.0	(3.9)	17.4	22.8	14.3	(0.1)	5.2	30.9	5.4			
Jul-18	(27.8)	3.8	25.7	9.1	(3.4)	24.4	17.6	23.9	(17.5)	0.0	26.0	3.5	(12.5)	3.7	(0.2)	(6.7)			
Aug-18	(21.2)	20.9	29.7	11.6	6.0	(2.5)	(13.3)	(3.3)	(8.4)	14.0	16.5	9.5	(14.0)	6.0	11.3	(3.2)			
Sep-18	(9.3)	16.0	10.9	13.3	6.0	(1.0)	37.4	0.9	6.1	9.2	18.7	11.7	(14.5)	6.3	(6.5)	(5.2)			
Oct-18	10.3	28.0	9.5	14.1	15.1	42.5	(14.0)	38.6	9.1	17.8	38.0	21.3	1.2	8.6	(20.6)	(5.1)			
Nov-18	(1.0)	25.7	42.3	32.6	20.4	(7.4)	21.9	(5.5)	(7.6)	28.2	16.8	15.7	7.1	(1.9)	21.8	4.1			
Dec-18	53.1	26.2	5.0	8.2	24.5	6.0	32.2	7.3	52.9	15.3	14.2	21.5	0.1	9.4	(8.1)	2.5			

자료: 파라다이스, 삼성증권 정리

연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2017*	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	1,604	786.6	948.9	793.6	948.1	(0.9)	0.1
영업이익	531	(0.6)	3.5	10.6	38.0	n/a	(90.7)
세전이익	566	(22.1)	(7.8)	(10.7)	27.1	n/a	n/a
순이익	438	(16.6)	(5.8)	(8.0)	20.4	n/a	n/a
EBITDA	605	90.5	120.7	101.8	155.2	(11.1)	(22.2)
EPS (원)	2,045	(182.1)	(64.3)	(88.0)	223.8	n/a	(128.7)

자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

12개월 선행 P/B 밴드차트



자료: WiseFn, 삼성증권 추정

Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2015	615	58	79	72	717	(32.3)	25.6	2.1	6.4	16.9	(217)
2016	695	66	75	58	606	(15.5)	30.3	2.1	5.3	19.6	257
2017	668	(30)	(34)	(40)	(208)	(134.4)	nm	2.2	(1.9)	74.3	573
2018E	787	(1)	(22)	(17)	(62)	(70.4)	nm	2.3	(0.6)	26.9	768
2019E	949	4	(8)	(6)	200	(424.3)	91.7	2.4	1.9	19.8	726
2020E	1,064	61	51	38	582	191.0	31.5	2.3	5.5	13.3	633

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 희석됨

자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	695	668	787	949	1,064
매출원가	556	598	708	862	918
매출총이익	138	70	78	87	146
(매출총이익률, %)	19.9	10.5	9.9	9.1	13.8
판매 및 일반관리비	73	100	79	83	86
영업이익	66	(30)	(1)	4	61
(영업이익률, %)	9.5	(4.5)	(0.1)	0.4	5.7
영업외손익	10	(4)	(21)	(11)	(10)
금융수익	10	6	4	4	4
금융비용	4	25	31	21	20
지분법손익	4	15	6	6	6
기타	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전이익	75	(34)	(22)	(8)	51
법인세	18	6	(6)	(2)	13
(법인세율, %)	23.6	(18.9)	25.0	25.0	25.0
계속사업이익	58	(40)	(17)	(6)	38
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	58	(40)	(17)	(6)	38
(순이익률, %)	8.3	(6.0)	(2.1)	(0.6)	3.6
지배주주순이익	55	(19)	(6)	18	53
비지배주주순이익	2	(21)	(11)	(24)	(15)
EBITDA	98	30	91	121	172
(EBITDA 이익률, %)	14.1	4.5	11.5	12.7	16.2
EPS (지배주주)	606	(208)	(62)	200	582
EPS (연결기준)	634	(438)	(182)	(64)	418
수정 EPS (원)*	596	(212)	(65)	197	579

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	112	4	85	121	162
당기순이익	58	(40)	(17)	(6)	38
현금유출입이없는 비용 및 수익	49	42	105	132	127
유형자산 감가상각비	26	51	82	108	103
무형자산 상각비	7	9	9	9	9
기타	17	(18)	14	15	15
영업활동 자산부채 변동	5	2	(4)	(5)	(4)
투자활동에서의 현금흐름	(499)	(207)	(270)	(70)	(60)
유형자산 증감	(491)	(340)	(250)	(50)	(40)
장단기금융자산의 증감	19	6	0	0	0
기타	(27)	126	(20)	(20)	(20)
재무활동에서의 현금흐름	230	194	185	(51)	(102)
차입금의 증가(감소)	266	167	195	(42)	(93)
자본금의 증가(감소)	0	0	(2)	0	0
배당금	(32)	(26)	(9)	(9)	(9)
기타	(3)	52	(0)	0	0
현금증감	(157)	(10)	0	0	0
기초현금	339	182	172	172	172
기말현금	182	172	172	172	172
Gross cash flow	107	2	89	126	165
Free cash flow	(400)	(313)	(159)	69	118

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	492	345	348	354	356
현금 및 현금등가물	182	172	172	172	172
매출채권	23	19	22	27	30
재고자산	2	5	6	8	9
기타	285	149	148	148	146
비유동자산	1,816	2,091	2,258	2,200	2,137
투자자산	183	168	168	168	168
유형자산	1,337	1,624	1,792	1,733	1,670
무형자산	285	290	290	290	290
기타	11	9	9	9	9
자산총계	2,308	2,435	2,607	2,554	2,493
유동부채	290	253	448	406	414
매입채무	2	3	3	4	4
단기차입금	60	44	247	105	112
기타 유동부채	229	206	198	298	298
비유동부채	708	889	892	895	797
사채 및 장기차입금	636	822	822	822	722
기타 비유동부채	72	68	70	73	76
부채총계	998	1,142	1,340	1,301	1,211
지배주주지분	1,044	994	968	953	983
자본금	47	47	45	45	45
자본잉여금	295	295	295	295	295
이익잉여금	727	680	655	641	670
기타	(25)	(28)	(28)	(28)	(28)
비지배주주지분	266	299	299	299	299
자본총계	1,310	1,293	1,267	1,252	1,282
순부채	257	573	768	726	633

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	12.9	(3.9)	17.7	20.6	12.2
영업이익	12.8	적전	적지	흑전	1,623.6
순이익	(19.8)	적전	적지	적지	흑전
수정 EPS**	(16.9)	적전	적지	흑전	194.1
주당지표					
EPS (지배주주)	606	(208)	(62)	200	582
EPS (연결기준)	634	(438)	(182)	(64)	418
수정 EPS**	596	(212)	(65)	197	579
BPS	10,978	10,749	10,456	10,298	10,623
DPS (보통주)	300	100	100	100	300
Valuations (배)					
P/E***	30.3	nm	nm	91.7	31.5
P/B***	2.1	2.2	2.3	2.4	2.3
EV/EBITDA	19.6	74.3	26.9	19.8	13.3
비율					
ROE (%)	5.3	(1.9)	(0.6)	1.9	5.5
ROA (%)	2.7	(1.7)	(0.7)	(0.2)	1.5
ROIC (%)	6.6	(1.4)	0.2	0.3	2.6
배당성향 (%)	44.3	(21.4)	(51.4)	(145.7)	67.2
배당수익률 (보통주, %)	2.5	0.5	0.5	0.5	1.6
순부채비율 (%)	19.6	44.3	60.7	58.0	49.4
이자보상배율 (배)	18.7	(1.2)	(0.0)	0.2	3.1

# Company Update

2019. 1. 18

## 강원랜드 (035250)

### 2019년 매출총량에 모인 시선



**박은경**  
Analyst  
eunkyung44.park@samsung.com  
02 2020 7850

**김지혜**  
Research Associate  
jihye48.kim@samsung.com  
02 2020 7983

- 4Q18 매출액은 전년대비 4.5% 감소한 3,677억원, 영업이익은 전년대비 5% 감소한 908억원으로 전망. 이는 시장 기대치를 매출은 5%, 영업이익은 3% 하회하는 다소 실망스러운 실적.
- 9개 분기째 실적 부진이 이어지고 있는 상황. 하지만 지난 11월 발표된 매출총량제한 규제 완화 방침으로 시장은 이미 2019년 턴어라운드 가능성에 더 높은 관심을 보이고 있음. 이에 주가는 실적 부진에도 불구하고 당분간 높은 하방경직성을 보일 것으로 예상.
- 부실 자회사 상각이 계속될 가능성을 반영해 2019년 EPS 전망치를 하향조정하나 영업이익 전망은 미세조정예 그침에 따라 목표주가는 기존 33,000원을 유지 (DCF 밸류에이션). 아직 정책 불확실성이 남아 있어 당분간 주가는 30,000~35,000원의 지루한 박스권을 유지할 것으로 생각되어 HOLD 투자의견 유지.

#### WHAT'S THE STORY

**4Q18 preview- 9개 분기 째 실적 부진 지속:** 4Q18 매출액은 전년대비 4.5% 감소한 3,677억원, 영업이익은 전년대비 5% 감소한 908억원으로 부진한 실적 이어지고 있는 것으로 보임. 2Q18말에 채용된 신규 인력의 영업 효율이 4Q18말에야 정상화 됨에 따라 테이블 가동률이 계속해서 낮은 상태를 유지한 것이 실적 부진의 원인으로 보임. 한편 영업외적으로 총 250억원 가량의 일회성 자회사 손상차손과 기부금이 반영될 예정.

**1Q19부터 실적 턴어라운드 기대:** 지난 11월 2019-2024년 사행산업 건전발전 종합계획 발표. 핵심은 매출액 상한선 상향조정. 7대 사행산업의 합산 순매출액 상한선이 기존 GDP의 0.54%에서 0.619%로 상향조정. 한편 기존 외국인 전용 카지노에 형식적으로 할당되었던 매출도 (기존에 약 11% 비중 차지) 내국인 전용 카지노를 비롯한 나머지 7대 사행산업이 각자의 매출 비중만큼 나누어 배정받게 됨. 만약 매출액 상한선이 GDP의 0.54%에서 0.619%까지 5년에 걸쳐 점진적으로 상향조정되게 될 경우, 매년 8% 수준의 매출액 상한선 상향조정이 가능해 지게 되는 셈. 실제 매출총량 상한선은 4월에 결정.

(다음 페이지에 계속)

#### AT A GLANCE

SELL **HOLD** BUY

목표주가	33,000원	(4.6%)
현재주가	31,550원	
시가총액	6.7조원	
Shares (float)	213,940,500주 (53.2%)	
52 주 최저/최고	25,400원/34,250원	
60 일-평균거래대금	149.6억원	

#### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
강원랜드 (%)	-4.0	19.7	-3.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-5.6	30.6	15.7

#### KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	33,000	33,000	0.0%
2018E EPS	1,559	1,684	-7.4%
2019E EPS	1,780	1,871	-4.9%

#### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	9
Target price	34,938
Recommendation	3.7

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

#### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	1,604	1,454	1,581	1,700
영업이익 (십억원)	531	456	506	558
순이익 (십억원)	438	333	381	423
EPS (adj) (원)	2,026	1,559	1,780	1,977
EPS (adj) growth (%)	(4.6)	(23.1)	14.2	11.1
EBITDA margin (%)	37.7	36.4	36.7	37.2
ROE (%)	13.0	9.3	10.2	10.7
P/E (adj) (배)	15.4	20.2	17.7	16.0
P/B (배)	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA (배)	7.7	8.5	7.3	6.3
Dividend yield (%)	3.1	2.6	3.3	4.0

자료: 삼성증권 추정

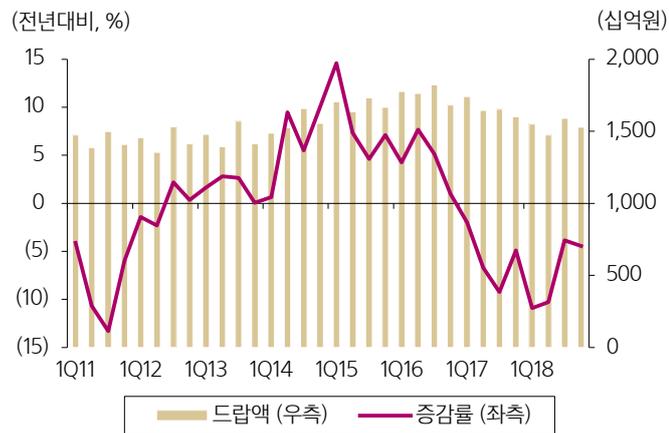
**이익전망 및 목표주가 유지하며 투자 의견은 HOLD 유지:** 이익전망 유지하며 목표주가도 기존 33,000원을 유지. 목표주가는 DCF 밸류에이션 기준 적정주가 39,000원에 정책 리스크를 반영해 15% 할인률을 적용해 산출하였으며, 이는 2019년 EV/EBITDA 7.8배와 동일. 다음과 같은 정책 리스크 소멸 시까지 당분간 주가는 30,000~35,000원의 지루한 박스권을 유지할 것으로 생각되어 HOLD 투자 의견 유지. 1) 매출상한선 결정 공식이 4월에야 결정될 예정인데 현재 시장에서 기대하고 있는 시나리오가 이미 best case인 것으로 판단; 2) 지난 11월13일 모회사인 광해관리공단과 부실화된 광물자원공사의 통합안을 여당에서 발의. 일부에선 이에 따른 배당성향 상승을 기대하고 있으나, 광해관리공단의 강원랜드 지분율은 36%에 불과해 (강원랜드로부터 연간 700-750억 원 배당금 수령 가능) 광해관리공단 입장에서 배당성향 인상의 실익은 크지 않다고 생각. 현금 2조 원을 보유하고 강원랜드의 bail out 가능성을 고려해 소액주주들은 통합 논의에 관심을 가질 필요가 있을 것으로 생각됨.

4Q18 삼성추정 vs 컨센서스

(십억원)	4Q18E	% y-y	% q-q	4Q18E 컨센서스	Diff (%)	2018E	2019E	19E/18E (전년대비, %)	2019E 컨센서스	Diff (%)
매출액	367.7	(7.9)	(0.4)	387.7	(5.2)	1,453.9	1,580.9	8.7	1,578.8	0.1
영업이익	90.8	(4.9)	(26.8)	93.5	(2.9)	455.7	506.0	11.0	497.6	1.7
세전이익	71.6	(24.0)	(42.3)	100.9	(29.1)	444.6	507.6	14.2	526.7	(3.6)
순이익	55.2	(29.6)	(40.8)	83.3	(33.7)	333.4	380.7	14.2	398.8	(4.5)
영업이익률 (%)	24.7			24.1		31.3	32.0		31.5	
세전이익률 (%)	19.5			26.0		30.6	32.1		33.4	
순이익률 (%)	15.0			21.5		22.9	24.1		25.3	

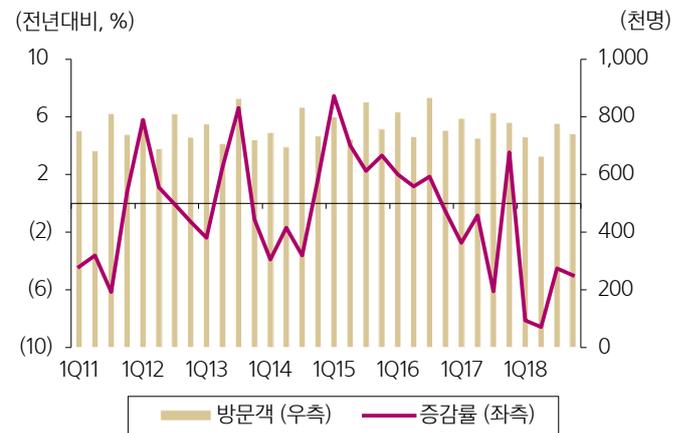
자료: 강원랜드, Wisefn, 삼성증권 추정

카지노 드랍액 추이



자료: 강원랜드, 삼성증권 정리

카지노 방문객 추이



자료: 강원랜드, 삼성증권 정리

분기별 실적 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>(십억원)</b>													
매출액	378.4	338.7	369.1	367.7	399.1	365.9	421.7	394.2	1,696.5	1,604.5	1,453.9	1,580.9	1,700.4
카지노	332.9	311.3	317.5	324.0	349.3	331.6	360.2	348.2	1,619.0	1,522.6	1,285.7	1,389.3	1,495.3
기타	45.5	27.4	51.5	43.7	49.7	34.3	61.6	46.0	77.5	81.9	168.2	191.7	205.0
매출총이익	206.6	177.0	198.2	149.3	208.4	184.7	228.7	167.9	911.4	816.9	731.1	789.7	861.9
카지노	220.3	199.8	210.1	186.2	230.5	213.0	237.5	206.4	966.3	876.1	816.4	887.4	960.4
기타	(13.7)	(22.8)	(11.9)	(36.9)	(22.1)	(28.3)	(8.8)	(38.5)	(54.9)	(59.2)	(85.3)	(97.6)	(98.4)
영업이익	126.0	115.0	123.9	90.8	136.1	116.6	146.4	106.9	618.6	530.9	455.7	506.0	557.7
세전이익	124.3	124.5	124.2	71.6	136.5	117.0	146.8	107.3	596.9	566.2	444.6	507.6	563.7
순이익	90.4	94.6	93.3	55.2	102.3	87.8	110.1	80.5	454.5	437.5	333.4	380.7	422.8
<b>(이익률, %)</b>													
매출총이익률	54.6	52.3	53.7	40.6	52.2	50.5	54.2	42.6	53.7	50.9	50.3	50.0	50.7
카지노	66.2	64.2	66.2	57.5	66.0	64.2	65.9	59.3	59.7	57.5	63.5	63.9	64.2
기타	(30.2)	(83.1)	(23.1)	(84.3)	(44.5)	(82.4)	(14.2)	(83.6)	(70.9)	(72.3)	(50.7)	(50.9)	(48.0)
영업이익률	33.3	34.0	33.6	24.7	34.1	31.9	34.7	27.1	36.5	33.1	31.3	32.0	32.8
세전이익률	32.8	36.8	33.6	19.5	34.2	32.0	34.8	27.2	35.2	35.3	30.6	32.1	33.2
순이익률	23.9	27.9	25.3	15.0	25.6	24.0	26.1	20.4	26.8	27.3	22.9	24.1	24.9
<b>(전년대비, %)</b>													
매출액	(7.5)	(9.2)	(3.1)	(4.5)	5.5	8.0	14.3	7.2	3.8	(5.4)	(9.4)	8.7	7.6
카지노	(7.2)	(9.1)	(7.5)	(6.0)	4.9	6.5	13.4	7.5	4.0	(6.0)	(15.6)	8.1	7.6
기타	(9.6)	(9.5)	36.8	8.4	9.3	25.4	19.5	5.2	(0.1)	5.6	105.4	14.0	7.0
매출총이익	(12.4)	(11.8)	(6.6)	(11.3)	0.9	4.4	15.4	12.4	4.3	(10.4)	(10.5)	8.0	9.1
카지노	(12.1)	(12.6)	(10.3)	(10.6)	4.6	6.6	13.0	10.8	3.8	(9.3)	(6.8)	8.7	8.2
기타	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.								
영업이익	(22.4)	(15.1)	(10.0)	(4.9)	8.0	1.4	18.1	17.8	3.9	(14.2)	(14.2)	11.0	10.2
세전이익률	(26.0)	(12.9)	(22.8)	(24.0)	9.8	(6.0)	18.2	49.9	0.5	(5.1)	(21.5)	14.2	11.1
순이익률	(30.3)	(14.4)	(21.6)	(29.6)	13.1	(7.2)	18.1	45.9	2.9	(3.7)	(23.8)	14.2	11.1

자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

현금흐름모형에 따른 목표주가 산출

(십억원)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	458	419	385	355	327	333	340	347	354	361
- EBIT에 대한 세금	114	102	94	87	80	81	83	85	86	88
- CAPEX	82	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- 순운전자본 증가(감소)	15	14	14	40	37	38	39	39	40	41
+ 감가상각비	66	61	58	55	52	53	54	55	56	57
+ 무형자산상각비	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Free cash flow	313	364	335	282	262	267	272	278	283	289
Terminal Value	6,452									
Terminal Growth (%)	2.0									
NPV of FCFF	2,138									
PV of Terminal Value	3,414									
Enterprise Value	5,552									
Equity Value (adjusted)**	8,184									
Shares Outstanding	213,941									
Fair value per share (KRW)	38,253									
현재주가 (KRW)*	31,550									
업사이드 (%)	21.2									

참고: \* 1월 17일 종가 기준

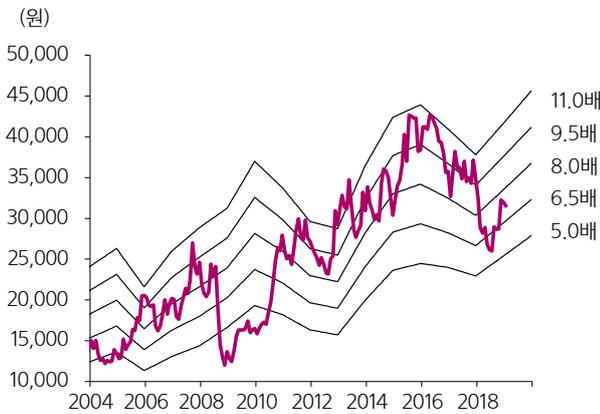
자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2017*	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	1,604	1,454	1,581	1,473	1,569	(1.3)	0.8
영업이익	531	456	506	465	513	(1.9)	(1.3)
세전이익	566	445	508	480	534	(7.4)	(4.9)
순이익	438	333	381	360	400	(7.4)	(4.9)
EBITDA	605	530	580	539	587	(1.6)	(1.2)
EPS (원)	2,045	1,559	1,780	1,684	1,871	(7.4)	(4.9)

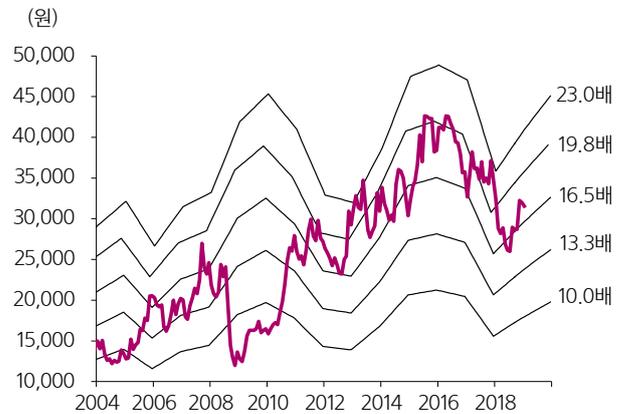
자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

12개월 선행 EV/EBITDA 밴드차트



자료: WiseFn, 삼성증권 추정

12개월 선행 P/E 밴드차트



자료: WiseFn, 삼성증권 추정

Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2015	1,634	595	594	442	2,064	22.9	15.3	2.3	15.5	7.5	(1,705)
2016	1,697	619	597	455	2,125	2.9	14.8	2.1	14.5	7.2	(1,768)
2017	1,604	531	566	438	2,045	(3.7)	15.4	1.9	13.0	7.7	(2,106)
2018E	1,454	456	445	333	1,559	(23.8)	20.2	1.9	9.3	8.5	(2,259)
2019E	1,581	506	508	381	1,780	14.2	17.7	1.8	10.2	7.3	(2,529)
2020E	1,700	558	564	423	1,977	11.1	16.0	1.7	10.7	6.3	(2,799)

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 희석됨

자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,697	1,604	1,454	1,581	1,700
매출원가	256	262	280	316	332
매출총이익	1,441	1,342	1,174	1,265	1,368
(매출총이익률, %)	84.9	83.7	80.8	80.0	80.5
판매 및 일반관리비	293	286	275	284	304
영업이익	619	531	456	506	558
(영업이익률, %)	36.5	33.1	31.3	32.0	32.8
영업외손익	(22)	35	(11)	2	6
금융수익	41	54	45	49	54
금융비용	1	1	4	2	3
지분법손익	(0)	0	(17)	(10)	(10)
기타	(62)	(17)	(35)	(35)	(35)
세전이익	597	566	445	508	564
법인세	142	129	111	127	141
(법인세율, %)	23.8	22.7	25.0	25.0	25.0
계속사업이익	455	438	333	381	423
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	455	438	333	381	423
(순이익률, %)	26.8	27.3	22.9	24.1	24.9
지배주주순이익	455	438	333	381	423
비지배주주순이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
EBITDA	694	605	530	580	632
(EBITDA 이익률, %)	40.9	37.7	36.4	36.7	37.2
EPS (지배주주)	2,125	2,045	1,559	1,780	1,976
EPS (연결기준)	2,125	2,045	1,559	1,780	1,977
수정 EPS (원)*	2,124	2,026	1,559	1,780	1,977

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	596	463	434	476	519
당기순이익	455	438	333	381	423
현금유출입이없는 비용 및 수익	139	35	97	98	99
유형자산 감가상각비	75	74	74	74	74
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	64	(39)	23	24	25
영업활동 자산부채 변동	3	(71)	(28)	(16)	(15)
투자활동에서의 현금흐름	(411)	(250)	(80)	(40)	(40)
유형자산 증감	(74)	(85)	(80)	(40)	(40)
장단기금융자산의 증감	36	297	0	0	0
기타	(374)	(462)	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	(198)	(200)	(194)	(161)	(209)
차입금의 증가(감소)	1	0	7	5	(1)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(199)	(201)	(201)	(166)	(209)
기타	0	0	(0)	0	0
현금증감	(13)	13	160	275	270
기초현금	106	93	106	266	541
기말현금	93	106	266	541	811
Gross cash flow	593	473	431	479	522
Free cash flow	428	388	300	377	416

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 강원랜드, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,810	2,164	2,318	2,592	2,865
현금 및 현금등가물	93	106	266	541	811
매출채권	24	34	31	34	36
재고자산	1	1	1	1	1
기타	1,691	2,023	2,020	2,016	2,017
비유동자산	2,169	2,021	2,007	1,953	1,894
투자자산	670	525	525	525	525
유형자산	1,316	1,298	1,304	1,270	1,235
무형자산	2	1	1	1	1
기타	182	197	177	157	132
자산총계	3,979	4,186	4,325	4,545	4,759
유동부채	719	681	688	693	693
매입채무	3	3	3	3	4
단기차입금	0	0	7	12	12
기타 유동부채	716	678	678	678	678
비유동부채	7	3	3	3	3
사채 및 장기차입금	1	1	1	1	1
기타 비유동부채	6	2	2	2	2
부채총계	726	684	691	697	696
지배주주지분	3,253	3,501	3,634	3,848	4,062
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
이익잉여금	3,190	3,439	3,572	3,786	4,000
기타	(174)	(174)	(174)	(174)	(174)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,253	3,501	3,634	3,848	4,062
순부채	(1,768)	(2,106)	(2,259)	(2,529)	(2,799)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	3.8	(5.4)	(9.4)	8.7	7.6
영업이익	3.9	(14.2)	(14.2)	11.0	10.2
순이익	2.9	(3.7)	(23.8)	14.2	11.1
수정 EPS**	2.9	(4.6)	(23.1)	14.2	11.1
주당지표					
EPS (지배주주)	2,125	2,045	1,559	1,780	1,976
EPS (연결기준)	2,125	2,045	1,559	1,780	1,977
수정 EPS**	2,124	2,026	1,559	1,780	1,977
BPS	15,194	16,359	16,979	17,982	18,982
DPS (보통주)	990	990	820	1,030	1,250
Valuations (배)					
P/E***	14.8	15.4	20.2	17.7	16.0
P/B***	2.1	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	7.2	7.7	8.5	7.3	6.3
비율					
ROE (%)	14.5	13.0	9.3	10.2	10.7
ROA (%)	11.9	10.7	7.8	8.6	9.1
ROIC (%)	31.9	29.9	23.4	27.5	32.0
배당성향 (%)	44.2	45.9	49.9	54.8	59.9
배당수익률 (보통주, %)	2.8	3.1	2.6	3.3	4.0
순부채비율 (%)	(54.4)	(60.1)	(62.2)	(65.7)	(68.9)
이자보상배율 (배)	2,608.4	2,241.8	113.4	226.3	207.6

2019. 1. 18

# Company Update

## 하나투어 (039130)

### 2019년 상저하고의 수요 반등을 기다리자



**박은경**  
Analyst  
eunkyung44.park@samsung.com  
02 2020 7850

**김지혜**  
Research Associate  
jihye48.kim@samsung.com  
02 2020 7983

- 4Q18 매출액은 2,092억원으로 시장 기대치를 충족시킬 수 있을 것. 한편, 영업이익은 전년 대비 90% 감소한 15억원을 기록하며 컨센서스를 25% 하회할 전망이다.
- 패키지 수요 회복의 시점과 강도 모두 동사의 기대에 미치지 못한 것이 수익성 악화의 원인으로 판단. 3Q18부터 지속된 한 자리수의 전체 출국 수요 성장률은 올해 상반기까지 지속될 것으로 전망되며 당분간은 뚜렷한 모멘텀을 찾기 어려워 보임. 다만 주가는 이를 상당부분 반영하였으며, 올해 하반기 기저효과에 대한 기대로 저점을 높여가는 모습.
- 영업외손익에서 종속기업투자주식 손상차손 규모 축소를 반영하여 2019년 이익전망을 조정함에 따라 DCF로 산출한 목표주가 80,000원으로 4% 상향, BUY 투자 의견 유지.

#### WHAT'S THE STORY

**4Q preview:** 4Q18 연결 매출액은 2,092억원을 기록하며 시장 기대치를 충족시킬 수 있을 것. 영업이익은 별도 기준으로 전년 대비 87% 감소한 17억원을 기록할 것으로 예상되는데, 동사의 기대에 미치지 못한 패키지 수요로 본업의 수익성이 악화된 것으로 판단. 연결 자회사들의 합산 실적은 소폭 적자를 기록할 전망 국내 면세점은 3분기와 비슷한 22억원 적자를 기록하고, 일본 자회사 실적 회복 지연으로 해외자회사 이익도 18억원에 그치면서 연결기준 영업이익은 전년 대비 90% 감소한 15억원을 기록 전망. 이는 컨센서스 대비 25% 낮은 수준.

**상저하고의 출국수요 반등을 기다리자:** 2019년 내국인 출국자수가 전년 대비 7% 성장하는데 그칠 것으로 예상되어 실적회복의 모멘텀을 기대하기는 쉽지 않을 것. 다만, 2H19 시클릭 수요 반등에 대한 시장의 기대가 상존. 한편, 여행소비 패턴의 구조적인 다변화가 일어나는 상황에서 동사는 개별여행객 (FIT)을 대상으로 하는 현지투어 서비스인 '모하지'를 1월 론칭. 기존 연결자회사인 '투어팁스'와의 합병을 통해 사업을 진행할 예정이며, 관련 실적 추이에 관심을 가질 필요가 있어 보임.

**목표주가 80,000원으로 소폭 상향조정하며 BUY 투자 의견 유지:** 2019년 매출액과 영업이익 추정을 미세 조정하는데 그치나 영업외손익에서 자회사 관련 종속기업투자주식의 손상차손의 규모가 줄어들 것을 반영. DCF 밸류에이션을 통해 선정한 목표주가를 77,000원에서 80,000원으로 소폭 상향하며, BUY 투자 의견 유지.

#### AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	80,000원	(16.3%)
현재주가	68,800원	
시가총액	7,991.9억원	
Shares (float)	11,616,185주 (80.5%)	
52 주 최저/최고	56,700원/124,500원	
60 일-평균거래대금	81.7억원	

#### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
하나투어 (%)	4.4	-10.9	-42.2
Kospi 지수 대비 (%pts)	2.6	-2.8	-31.0

#### KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	80,000	77,000	3.9%
2018E EPS	1,700	1,349	26.1%
2019E EPS	2,615	2,066	26.6%

#### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	10
Target price	83,400
Recommendation	3.9

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

#### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	682.3	843.7	925.0	1,019.5
영업이익 (십억원)	40.8	23.5	40.5	49.6
순이익 (십억원)	12.7	15.5	24.7	29.6
EPS (adj) (원)	1,415	1,700	2,615	3,024
EPS (adj) growth (%)	100.5	20.2	53.8	15.6
EBITDA margin (%)	9.0	5.8	7.2	7.4
ROE (%)	5.6	6.8	10.4	11.8
P/E (adj) (배)	49.9	41.5	27.0	23.3
P/B (배)	4.3	4.3	4.2	3.9
EV/EBITDA (배)	13.4	16.9	12.3	10.9
Dividend yield (%)	2.2	2.2	2.2	2.2

자료: 삼성증권 추정

4Q18 삼성추정 vs 컨센서스

(십억원)	4Q18E	% y-y	% q-q	4Q18E 컨센서스	Diff (%)	2018E	2019E	19E/18E (전년대비, %)	2019E 컨센서스	Diff (%)
매출액	209.2	n/a*	0.4	202.8	3.2	843.7	925.0	9.6	924.4	0.1
영업이익	1.5	(90.4)	(70.6)	2.0	(24.8)	23.5	40.5	72.5	47.1	(14.0)
세전이익	2.9	(81.2)	(4.9)	2.9	(1.3)	13.9	12.7	(8.7)	52.0	(75.6)
순이익	0.8	(89.1)	(85.9)	0.3	203.2	16.3	21.3	30.5	35.0	(39.2)
영업이익률 (%)	0.7					2.8	4.4			
세전이익률 (%)	1.4					1.6	1.4			
순이익률 (%)	0.4					1.9	2.3			

참고: \*2018년부터 변경된 회계기준 적용

자료: 하나투어, Wisefn, 삼성증권 추정

하나투어: 실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E	2020E
출국자 수 (천명)	6,997	6,453	6,791	6,631	7,277	6,808	7,606	7,170	24,837	26,898	28,889	30,622
시장점유율 (%)	23.7	21.5	20.4	21.6	22.6	21.8	22.1	22.5	22.7	21.8	22.3	23.6
하나투어 송객 수 (천명)	1,661	1,385	1,386	1,435	1,648	1,487	1,683	1,610	5,634	5,868	6,428	7,224
패키지	1,100	889	817	896	1,067	952	1,005	1,001	3,658	3,703	4,025	4,508
티켓	561	496	569	539	581	536	678	609	1,977	2,165	2,403	2,716
수탁금 (십억원)	980	857	924	895	1,026	946	1,041	1,006	3,507	3,656	3,986	4,459
패키지	681	598	586	599	708	649	676	675	2,406	2,463	2,666	2,941
티켓	299	260	338	296	318	297	364	332	1,100	1,192	1,320	1,518
패키지 매출 전환율 (%)*	14.8	14.7	15.3	15.5	14.7	13.8	14.3	14.3	15.6	14.9	14.5	14.5
영업수익 (십억원)	229.3	196.7	208.4	209.2	233.9	215.4	245.9	229.8	682	844	925	1,020
본사	159	126	138	141	163	132	162	156	445	563	613	674
국내 자회사	42	50	48	50	47	56	54	53	173	191	210	227
해외 자회사	37	32	30	31	38	34	34	35	104	129	141	158
영업이익 (십억원)	12.0	4.8	5.2	1.5	11.3	6.7	12.7	9.8	41	23	41	50
본사	14	4	7	2	11	6	12	10	47	27	39	41
국내 자회사	(7)	(3)	(3)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(27)	(15)	(13)	(9)
해외 자회사	5	4	0	2	3	4	4	3	21	11	14	17
영업이익률 (%)	5.2	2.4	2.5	0.7	4.8	3.1	5.2	4.3	6.0	2.8	4.4	4.9
본사	8.7	3.0	5.3	1.2	7.0	4.9	7.3	6.1	10.5	4.7	6.4	6.1
국내 자회사	(16.6)	(6.3)	(5.2)	(3.9)	(6.6)	(5.9)	(6.1)	(6.0)	(15.7)	(7.7)	(6.1)	(4.0)
해외 자회사	14.0	13.0	1.5	5.8	8.2	10.5	12.2	10.0	20.1	8.9	10.2	11.0
<b>성장률 (전년대비, %)</b>												
출국자 수	14.4	13.0	3.3	3.0	9.7	(6.4)	11.7	(5.7)	19.2	8.3	7.4	6.0
하나투어 송객 수	16.6	10.2	(5.4)	(3.5)	14.8	(9.7)	13.1	(4.3)	14.4	4.2	9.5	12.4
패키지	17.1	7.2	(11.7)	(6.9)	19.1	(10.8)	5.6	(0.4)	20.2	1.2	8.7	12.0
티켓	15.7	16.1	5.4	2.8	7.8	(7.8)	26.5	(10.1)	5.0	9.5	11.0	13.0
수탁금	10.5	6.9	2.1	(2.0)	14.7	(7.8)	10.0	(3.3)	13.9	4.3	9.0	11.9
영업수익	33.9	21.0	24.8	15.3	11.8	(7.9)	14.1	(6.6)	14.6	23.7	9.6	10.2
본사	40.2	20.4	29.0	17.1	15.4	(18.7)	22.8	(3.7)	15.3	26.6	9.0	9.9
국내 자회사	(1.5)	14.9	11.4	17.2	(7.0)	19.9	(4.1)	(0.7)	4.6	10.5	10.0	8.0
해외 자회사	55.0	24.3	14.9	6.5	23.2	(10.7)	2.1	1.9	33.1	24.0	9.0	12.0
영업이익	16.6	(1.2)	(47.5)	(90.4)	(6.0)	39.9	145.1	547.7	95.1	(42.4)	72.5	22.4
본사	(12.9)	(55.4)	(22.7)	(86.7)	559.5	(42.9)	82.5	(19.1)	54.0	(43.0)	46.8	5.6
국내 자회사	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(1.6)	n/a	n/a	n/a
해외 자회사	1.3	(18.3)	(91.6)	(67.9)	74.0	14.4	18.7	(16.3)	14.6	(45.0)	24.4	20.9

참고: 2018년 실적은 변경된 회계기준을 적용하여 기재. 단, 2018년 분기 및 연간 성장률은 회계기준 변경을 소급적용 하지 않은 수치

자료: 하나투어, 삼성증권 추정

연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2017*	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	682.3	843.7	925.0	832.8	924.8	1.3	0.0
영업이익	40.8	23.5	40.5	22.3	41.0	5.3	(1.1)
세전이익	38.0	28.7	45.7	29.6	47.9	(3.1)	(4.6)
순이익	12.7	15.5	24.7	11.8	19.2	30.8	28.9
EPS (원)	1,415	1,700	2,615	1,349	2,066	26.1	26.6

자료: 하나투어, 삼성증권 추정

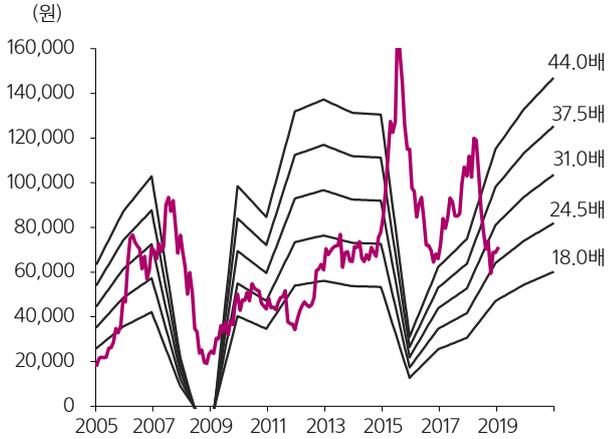
하나투어: 현금흐름모형에 따른 목표주가 산출

(십억원)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	23	41	50	51	52	53	54	55	56	57
- EBIT에 대한 세금	10	18	22	22	22	23	23	24	24	25
- CAPEX	20	15	10	10	10	11	11	11	11	11
- 순운전자본 증가(감소)	8	-4	-19	-19	-19	-20	-20	-21	-21	-21
+ 감가상각비	21	22	21	22	22	22	23	23	24	24
+ 무형자산상각비	4	4	4	5	5	5	5	5	5	5
Free cash flow	10	38	62	64	65	66	67	69	70	72
Terminal Value	859									
Terminal Growth (%)	2.0									
NPV of FCFF	324									
PV of Terminal Value	317									
Enterprise Value	641									
Equity Value (adjusted)	924									
Shares Outstanding	11,616									
Fair value per share (KRW)	79,553									
현재주가 (KRW)*	68,800									
업사이드 (%)	15.6									

참고: \* 1월 17일 종가 기준

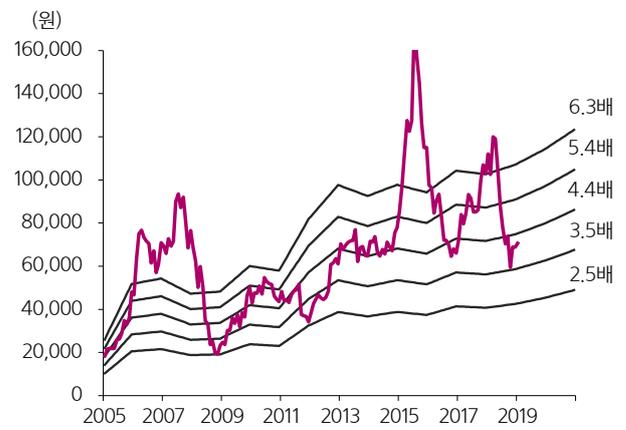
자료: 하나투어, 삼성증권 추정

12개월 선행 P/E 밴드차트



자료: WiseFn, 삼성증권 추정

12개월 선행 P/B 밴드차트



자료: WiseFn, 삼성증권 추정

Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2015	459.4	44.7	46.9	34.2	2,967	(0.6)	23.8	4.6	16.9	15.0	(189.8)
2016	595.5	20.9	23.9	7.5	706	(76.2)	100.1	4.7	3.5	21.3	(166.6)
2017	682.3	40.8	38.0	12.7	1,415	100.5	49.9	4.3	5.6	13.4	(229.1)
2018E	843.7	23.5	28.7	15.5	1,700	20.2	41.5	4.3	6.8	16.9	(223.1)
2019E	925.0	40.5	45.7	24.7	2,615	53.8	27.0	4.2	10.4	12.3	(228.7)
2020E	1,019.5	49.6	54.7	29.6	3,024	15.6	23.3	3.9	11.8	10.9	(249.5)

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 희석됨

자료: 하나투어, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	595.5	682.3	843.7	925.0	1,019.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	595.5	682.3	843.7	925.0	1,019.5
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	574.6	641.5	859.6	923.8	1,009.3
영업이익	20.9	40.8	23.5	40.5	49.6
(영업이익률, %)	3.5	6.0	2.8	4.4	4.9
영업외손익	3.0	(2.8)	5.2	5.2	5.1
금융수익	2.5	2.3	2.4	2.5	2.7
금융비용	0.6	0.8	0.7	0.8	1.2
지분법손익	(0.2)	(1.5)	(0.8)	(0.7)	(0.6)
기타	1.4	(2.8)	4.2	4.2	4.2
세전이익	23.9	38.0	28.7	45.7	54.7
법인세	16.4	25.3	13.2	21.0	25.2
(법인세율, %)	68.6	66.6	46.0	46.0	46.0
계속사업이익	7.5	12.7	15.5	24.7	29.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	7.5	12.7	15.5	24.7	29.6
(순이익률, %)	1.3	1.9	1.8	2.7	2.9
지배주주순이익	8.0	13.0	15.8	25.9	30.4
비지배주주순이익	(0.5)	(0.3)	(0.3)	(1.2)	(0.9)
EBITDA	38.4	61.3	48.7	66.7	75.4
(EBITDA 이익률, %)	6.5	9.0	5.8	7.2	7.4
EPS (지배주주)	648	1,095	1,399	2,230	2,671
EPS (연결기준)	648	1,095	1,333	2,125	2,544
수정 EPS (원)*	706	1,415	1,700	2,615	3,024

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	28	66	2	28	52
당기순이익	8	13	15	25	30
현금유출입이없는 비용 및 수익	44	66	27	31	30
유형자산 감가상각비	13	16	21	22	21
무형자산 상각비	4	4	4	4	4
기타	26	45	2	4	4
영업활동 자산부채 변동	(7)	2	(14)	22	53
투자활동에서의 현금흐름	7	(22)	19	15	10
유형자산 증감	(47)	(21)	(20)	(15)	(10)
장단기금융자산의 증감	56	6	(15)	(19)	(23)
기타	(2)	(6)	54	49	43
재무활동에서의 현금흐름	(26)	33	(32)	(23)	(32)
차입금의 증가(감소)	(10)	5	(7)	14	9
자본금의 증가(감소)	1	22	(0)	(0)	(0)
배당금	(17)	(17)	(18)	(17)	(17)
기타	0	22	(6)	(19)	(23)
현금증감	10	72	(10)	20	30
기초현금	146	156	228	218	238
기말현금	156	228	218	238	268
Gross cash flow	51	78	43	55	59
Free cash flow	(21)	45	(18)	13	42

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 하나투어, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	346	430	444	475	504
현금 및 현금등가물	156	228	218	238	268
매출채권	80	93	118	132	124
재고자산	24	15	17	19	20
기타	85	95	91	86	91
비유동자산	175	174	176	183	194
투자자산	53	51	66	66	66
유형자산	92	83	83	89	100
무형자산	16	14	15	15	15
기타	14	27	12	12	12
자산총계	520	605	620	658	698
유동부채	287	343	360	390	417
매입채무	77	84	169	185	204
단기차입금	3	10	9	23	31
기타 유동부채	206	249	182	182	182
비유동부채	22	20	20	20	20
사채 및 장기차입금	11	7	7	7	7
기타 비유동부채	10	13	13	13	13
부채총계	308	363	380	410	438
지배주주지분	189	205	203	211	224
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	92	115	114	114	113
이익잉여금	126	123	122	130	143
기타	(35)	(38)	(38)	(38)	(38)
비지배주주지분	23	37	37	37	37
자본총계	212	241	240	248	260
순부채	(174)	(209)	(190)	(167)	(229)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	29.6	14.6	23.7	9.6	10.2
영업이익	(53.2)	95.1	(42.4)	72.5	22.4
순이익	(78.0)	68.9	21.8	59.4	19.7
수정 EPS**	(74.2)	100.5	20.2	53.8	15.6
주당지표					
EPS (지배주주)	648	1,095	1,399	2,230	2,671
EPS (연결기준)	648	1,095	1,333	2,125	2,544
수정 EPS**	706	1,415	1,700	2,615	3,024
BPS	14,954	16,551	16,291	16,988	18,126
DPS (보통주)	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuations (배)					
P/E***	100.1	49.9	41.5	27.0	23.3
P/B***	4.7	4.3	4.3	4.2	3.9
EV/EBITDA	21.3	13.4	16.9	12.3	10.9
비율					
ROE (%)	3.5	5.6	6.4	10.1	11.6
ROA (%)	1.5	2.3	2.5	3.9	4.4
ROIC (%)	(23.4)	(53.3)	(24.5)	(38.6)	(45.1)
배당성향 (%)	206.6	128.0	105.1	64.1	54.5
배당수익률 (보통주, %)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
순부채비율 (%)	(77.9)	(94.4)	(90.4)	(90.0)	(93.7)
이자보상배율 (배)	33.5	56.1	22.0	27.4	33.3

# Company Update

2019. 1. 18

## 모두투어 (080160)

### 예상대로 부진한 4분기 실적



**박은경**  
Analyst  
eunkyung44.park@samsung.com  
02 2020 7850

**김지혜**  
Research Associate  
jihye48.kim@samsung.com  
02 2020 7983

- 4Q18 매출액은 913억원, 영업이익은 전년대비 35% 감소한 37억원을 기록할 것. 매출액과 영업이익의 모두 컨센서스와 유사한 수준.
- 전체 출국 수요 성장률의 둔화는 올해 상반기까지 지속될 것으로 전망되는 가운데 1Q19 예약률 역시 의미 있는 반등이 나타나고 있지 않은 상황에서 실적회복의 모멘텀을 찾기는 어려운 상황. 주가는 당분간 횡보세를 보일 것.
- 2019년 이익전망을 유지하며 DCF로 산출한 목표주가 또한 26,000원과 HOLD 투자 의견 유지.

#### WHAT'S THE STORY

**4Q preview- 낮아진 컨센서스를 충족:** 4Q18 매출액은 913억원, 영업이익은 전년대비 35% 감소한 37억원을 기록하며 낮아진 시장의 눈높이를 맞출 수 있을 것. 별도기준으로 본사는 판관비의 감소로 소폭의 증익이 예상되나, 구조적인 개선이기 보다는 기저 효과로 판단 (4Q17 지상과 광고 등 일회성 비용으로 판관비가 전년대비 34% 증가했음). 연결 자회사 중 자유투어는 -4억 적자전환을 기록하며, 전분기 대비 적자폭이 확대될 것으로 예상. 모두스테이의 경우 울산점 개관 관련 고정비 부담이 지속되며 3Q18과 비슷한 수준의 적자 기록할 것으로 예상

**당분간은 모멘텀이 없는 상황:** 1Q19 예약률은 평창올림픽 기저가 있는 2월을 제외하고는 전년대비 여전히 부진한 상황 (1월 2일에 발표한 예약률은 1월 -15.5%, 2월 +20.0%, 3월 -10.3%). 한편, 전체 출국수요가 1H19에는 5% 성장에 그칠 것으로 전망되는 가운데, 패키지 수요보다는 청년층을 중심으로 FIT 수요가 강세를 보일 것으로 예상. 실적회복과 관련한 모멘텀을 찾기는 어려운 상황에서 당분간 주가는 횡보세를 이어갈 것. 2019년 매출액과 영업이익 추정을 미세 조정하는데 그치며 DCF를 통해 산출한 목표주가 26,000과 HOLD 투자 의견 모두 유지.

#### AT A GLANCE

SELL **HOLD** BUY

목표주가	26,000원	(4.6%)
현재주가	24,850원	
시가총액	4,696.7억원	
Shares (float)	18,900,000주 (78.6%)	
52 주 최저/최고	19,850원/40,450원	
60 일-평균거래대금	47.1억원	

#### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
모두투어 (%)	4.0	-8.1	-28.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	0.3	9.7	-7.0

#### KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	26,000	26,000	0.0%
2018E EPS	897	919	-2.3%
2019E EPS	1,283	1,217	5.5%

#### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	10
Target price	28,650
Recommendation	3.8

BUY★★★★ / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★★: 1

#### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	290.9	381.8	416.2	444.3
영업이익 (십억원)	32.1	19.3	28.4	32.4
순이익 (십억원)	24.2	13.6	20.4	23.5
EPS (adj) (원)	1,464	897	1,283	1,453
EPS (adj) growth (%)	65.3	(38.7)	43.0	13.2
EBITDA margin (%)	12.1	6.2	8.1	8.8
ROE (%)	18.2	8.2	11.6	12.3
P/E (adj) (배)	16.7	27.3	19.1	16.9
P/B (배)	3.3	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA (배)	33.8	19.4	12.9	10.5
Dividend yield (%)	1.8	1.6	1.6	1.6

자료: 삼성증권 추정

4Q18 삼성추정 vs 컨센서스

(십억원)	4Q18E	% y-y	% q-q	4Q18E 컨센서스	Diff (%)	2018E	2019E	19E/18E (전년대비, %)	2019E 컨센서스	Diff (%)
매출액	91.3	n/a*	(6.2)	92.8	(1.7)	381.8	416.2	9.0	423.4	(1.7)
영업이익	3.7	(35.1)	46.0	3.8	(4.3)	19.3	28.4	47.2	30.2	(6.0)
세전이익	2.7	(46.7)	5.2	3.7	(26.9)	18.9	28.3	49.5	32.6	(13.2)
순이익	1.9	(55.1)	55.4	3.2	(40.3)	13.6	20.4	49.5	24.5	(16.7)
영업이익률 (%)	4.0					5.1	6.8			
세전이익률 (%)	3.0					5.0	6.8			
순이익률 (%)	2.1					3.6	4.9			

참고: \*2018년부터 변경된 회계기준 적용

자료: 모두투어, Wisefn, 삼성증권 추정

모두투어: 실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E	2020E
출국자 수 (천명)	6,997	6,453	6,791	6,631	7,277	6,808	7,606	7,170	24,837	26,898	28,889	30,622
시장점유율 (%)	10.9	10.1	9.6	10.4	10.6	9.9	10.3	10.8	11.0	10.3	10.4	10.5
모두투어 송객 수 (천명)	764	650	654	693	769	676	780	771	2,733	2,761	2,996	3,209
패키지	450	377	336	392	445	386	415	424	1,504	1,555	1,670	1,770
티켓	314	274	318	300	323	290	366	347	1,229	1,206	1,327	1,439
수탁금 (십억원)	551	456	492	492	541	484	551	548	1,967	1,991	2,124	2,254
패키지	392	325	315	338	379	336	371	378	1,352	1,370	1,464	1,551
티켓	159	131	177	154	162	148	180	170	615	621	661	702
패키지 매출 전환률 (%)	19.7	17.8	21.6	18.5	19.8	17.5	20.5	18.4	11.4	14.2	14.0	13.8
영업수익 (십억원)	109.8	83.4	97.3	91.3	110.3	90.1	112.7	103.1	291	382	416	444
본사	94.3	70.4	82.3	77.4	92.1	74.5	92.7	86.0	249	324	345	364
종속회사	15.5	13.0	15.0	13.9	18.2	15.5	19.9	17.1	42	57	71	80
영업이익 (십억원)	9.1	4.0	2.5	3.7	7.4	4.9	9.3	6.8	32	19	28	32
본사	10.5	4.6	3.6	4.6	8.5	4.8	9.0	7.0	33	23	29	31
종속회사	(1.4)	(0.6)	(1.1)	(1.0)	(1.1)	0.1	0.3	(0.2)	(1)	(4)	(1)	2
영업이익률 (%)	8.3	4.8	2.6	4.0	6.7	5.4	8.2	6.6	11.0	5.1	6.8	7.3
본사	11.2	6.6	4.4	6.0	9.3	6.5	9.7	8.2	13.2	7.2	8.5	8.5
종속회사	(2.9)	(1.8)	(1.8)	(2.0)	(2.5)	(1.1)	(1.4)	(1.6)	(1.9)	(7.2)	(1.4)	1.9
성장률 (전년대비, %)												
출국자 수	14.4	13.0	3.3	3.0	4.0	5.5	12.0	8.1	19.2	8.3	7.4	6.0
모두투어 송객 수	7.7	3.2	(6.0)	(0.7)	0.6	4.0	19.4	11.3	18.8	1.0	8.5	7.1
패키지	7.2	13.2	(4.6)	(1.8)	(1.0)	2.5	23.5	8.0	11.7	3.4	7.4	6.0
티켓 (항공권)	8.5	(8.0)	(7.5)	0.6	3.0	6.0	15.0	15.7	28.9	(1.9)	10.0	8.5
수탁금	8.3	2.1	(3.3)	(2.1)	(1.8)	6.1	12.1	11.4	21.1	1.2	6.7	6.1
패키지	7.1	6.4	(4.8)	(3.4)	(3.4)	3.4	17.9	11.7	18.4	1.3	6.9	6.0
티켓	11.3	(7.3)	(0.6)	1.0	1.9	12.7	1.8	10.6	27.6	1.0	6.3	6.3
영업수익	48.4	24.0	33.9	18.5	0.4	8.0	15.8	13.0	22.7	31.2	9.0	6.8
본사	46.6	22.9	31.7	18.6	(2.4)	5.8	12.7	11.2	21.1	30.1	6.5	5.4
종속회사	60.3	30.5	47.3	18.3	17.3	19.4	32.5	23.3	33.1	38.1	23.2	13.2
영업이익	(17.1)	(45.6)	(69.2)	(35.1)	(18.8)	23.1	268.4	86.0	59.6	(40.0)	47.2	14.3
본사	(10.3)	(41.3)	(59.0)	3.6	(19.1)	4.8	147.3	52.4	29.1	(28.9)	25.5	5.3
종속회사	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

참고: 2018년 실적은 변경된 회계기준을 적용하여 기재. 단, 2018년 분기 및 연간 성장률은 회계기준 변경을 소급적용 하지 않은 수치

자료: 모두투어, 삼성증권 추정

## 연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2017*	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	290.9	381.8	416.2	376.3	406.9	1.5	2.3
영업이익	32.1	19.3	28.4	19.7	26.3	(2.1)	7.9
세전이익	32.9	18.9	28.3	19.4	26.7	(2.5)	6.0
순이익	24.2	13.6	20.4	14.0	19.2	(2.7)	6.1
EPS (원)	1,464	897	1,283	919	1,217	(2.3)	5.5

자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

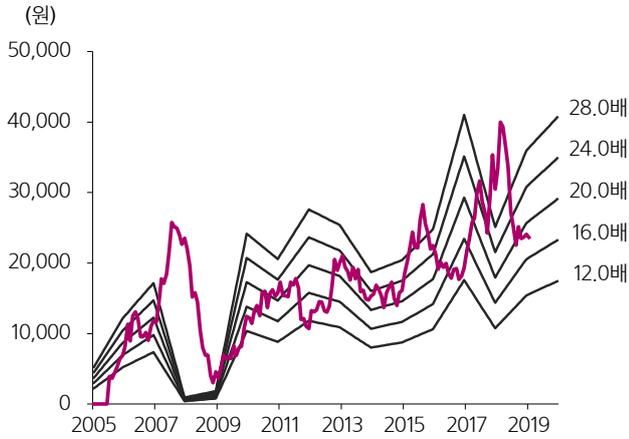
## 모두투어: 현금흐름모형에 따른 목표주가 산출

(십억원)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	19	28	32	33	34	34	35	36	37	37
- EBIT에 대한 세금	6	10	10	10	10	10	11	11	11	11
- CAPEX	4	5	5	5	5	5	5	5	6	6
- 순운전자본 증가(감소)	26	-17	8	9	9	9	9	9	9	9
+ 감가상각비	4	5	6	6	6	7	7	7	7	7
+ 무형자산상각비	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Free cash flow	-12	35	16	16	17	17	18	18	18	19
Terminal Value	502									
Terminal Growth (%)	2.0									
NPV of FCFF	117									
PV of Terminal Value	285									
Enterprise Value	402									
Equity Value (adjusted)	500									
Shares Outstanding	18,900									
Fair value per share (KRW)	26,454									
현재주가 (KRW)*	24,850									
업사이드 (%)	6.5%									

참고: \* 12월 10일 종가 기준

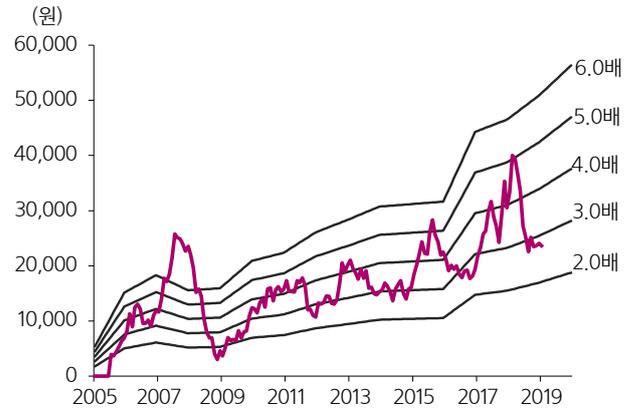
자료: 모두투어, 삼성증권 추정

모두투어: P/E 밴드 차트



자료: WiseFn, 삼성증권

모두투어: P/B 차트



자료: WiseFn, 삼성증권

Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2015	204.3	16.5	18.0	12.8	729	9.2	33.6	4.7	12.3	9.97	(66)
2016	237.1	20.1	22.9	15.9	886	21.5	27.6	4.6	15.7	8.49	(97)
2017	290.9	32.1	32.9	24.2	1,464	65.3	16.7	3.3	18.2	5.54	(100)
2018E	381.8	19.3	18.9	13.6	897	(38.7)	27.3	3.2	8.2	8.21	(102)
2019E	416.2	28.4	28.3	20.4	1,283	43.0	19.1	2.9	11.6	5.76	(128)
2020E	444.3	32.4	32.7	23.5	1,453	13.2	16.9	2.6	12.3	4.96	(131)

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 희석됨

자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	237.1	290.9	381.8	416.2	444.3
매출원가	11.2	10.9	89.9	93.4	98.4
매출총이익	225.9	280.0	292.0	322.7	345.9
(매출총이익률, %)	95.3	96.2	76.5	77.6	77.8
판매 및 일반관리비	205.8	247.9	272.7	294.4	313.4
영업이익	20.1	32.1	19.3	28.4	32.4
(영업이익률, %)	8.5	11.0	5.1	6.8	7.3
영업외손익	2.8	0.8	(0.4)	(0.1)	0.2
금융수익	1.6	1.5	1.7	1.8	1.9
금융비용	0.4	0.8	2.0	1.8	1.6
지분법손익	2.2	3.0	3.0	3.0	3.0
기타	(0.6)	(2.9)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
세전이익	22.9	32.9	18.9	28.3	32.7
법인세	7.0	8.7	5.3	7.9	9.1
(법인세율, %)	30.7	26.4	28.0	28.0	28.0
계속사업이익	15.9	24.2	13.6	20.4	23.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	15.9	24.2	13.6	20.4	23.5
(순이익률, %)	6.7	8.3	3.6	4.9	5.3
지배주주순이익	16.8	24.2	14.0	20.9	24.0
비지배주주순이익	(0.9)	0.0	(0.4)	(0.6)	(0.4)
EBITDA	22.9	35.2	23.7	33.8	39.2
(EBITDA 이익률, %)	9.7	12.1	6.2	8.1	8.8
EPS (지배주주)	873	1,350	760	1,137	1,313
EPS (연결기준)	840	1,280	721	1,078	1,245
수정 EPS (원)*	886	1,464	897	1,283	1,453

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	32	38	3	23	16
당기순이익	16	24	14	20	24
현금유출입이없는 비용 및 수익	9	11	7	8	9
유형자산 감가상각비	2	2	4	5	6
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
기타	6	8	2	3	3
영업활동 자산부채 변동	12	12	(0)	37	46
투자활동에서의 현금흐름	(6)	(54)	(3)	3	7
유형자산 증감	(1)	(1)	3	2	1
장단기금융자산의 증감	(1)	(57)	(3)	(3)	(5)
기타	(4)	5	(4)	5	11
재무활동에서의 현금흐름	(12)	11	(6)	(17)	(15)
차입금의 증가(감소)	1	40	(9)	(12)	6
자본금의 증가(감소)	(0)	4	0	0	0
배당금	(5)	(7)	(9)	(8)	(8)
기타	(8)	(26)	12	4	(12)
현금증감	14	(5)	(7)	10	8
기초현금	45	58	53	46	56
기말현금	58	53	46	56	64
Gross cash flow	25	35	21	28	33
Free cash flow	30	37	(1)	18	11

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 모두투어, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	151	209	216	220	242
현금 및 현금등가물	58	53	46	56	64
매출채권	31	43	50	50	63
재고자산	0	0	4	2	0
기타	62	113	116	112	115
비유동자산	59	130	130	133	138
투자자산	22	16	9	3	(3)
유형자산	22	23	30	40	51
무형자산	6	3	3	3	3
기타	10	88	88	88	88
자산총계	210	338	345	353	380
유동부채	103	142	162	157	168
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	14	26	13	19
기타 유동부채	103	128	137	144	149
비유동부채	5	33	13	13	13
사채 및 장기차입금	2	30	10	10	10
기타 비유동부채	2	3	3	3	3
부채총계	108	175	176	170	182
지배주주지분	103	135	141	154	171
자본금	6	9	9	9	9
자본잉여금	28	29	29	29	29
이익잉여금	98	115	122	135	151
기타	(28)	(19)	(19)	(19)	(19)
비지배주주지분	(1)	28	28	28	28
자본총계	103	163	170	183	199
순부채	(97)	(100)	(102)	(128)	(131)

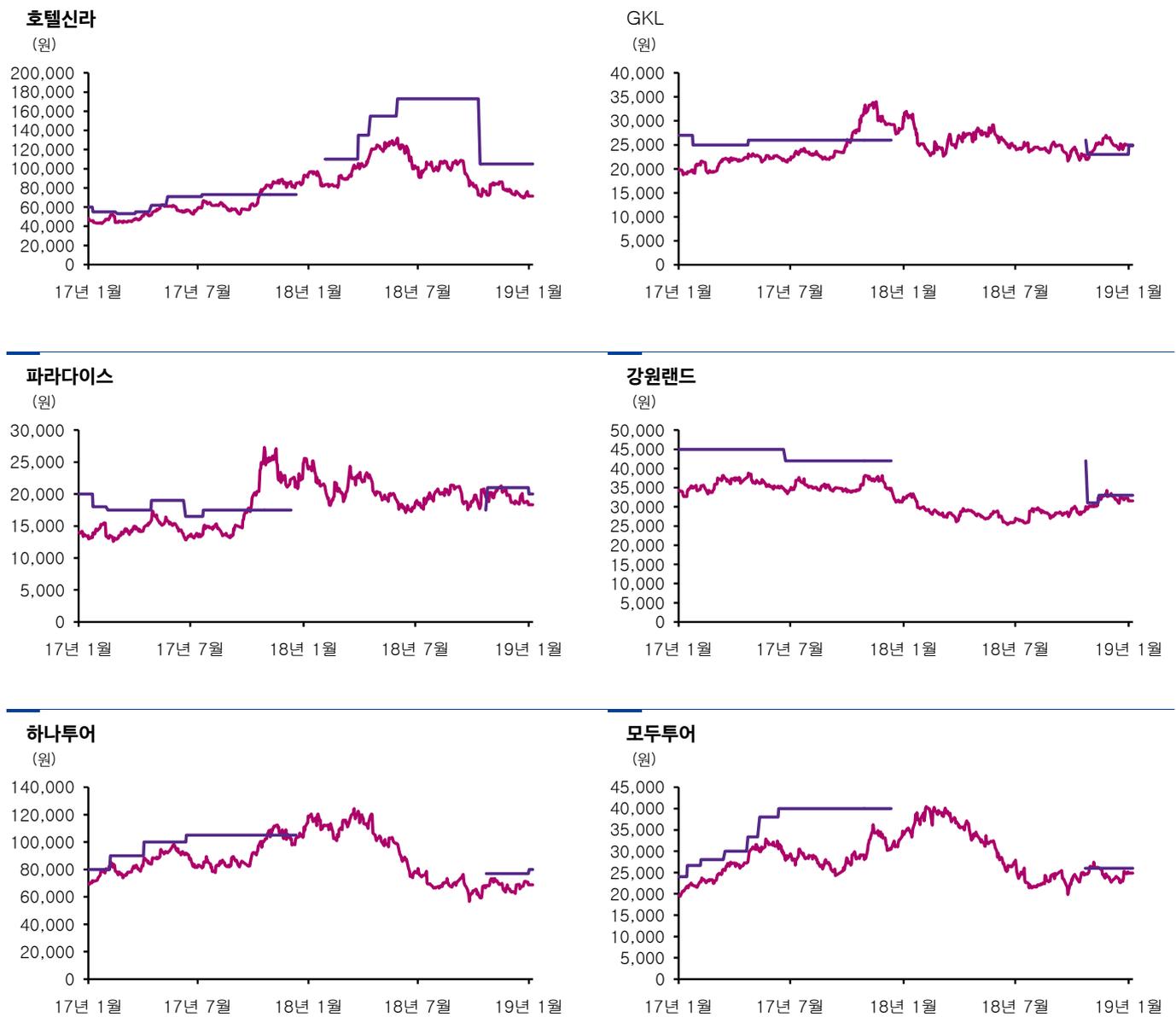
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	16.0	22.7	31.2	9.0	6.8
영업이익	22.3	59.6	(40.0)	47.2	14.3
순이익	23.8	52.4	(43.7)	49.5	15.5
수정 EPS**	26.5	65.3	(38.7)	43.0	13.2
주당지표					
EPS (지배주주)	873	1,350	760	1,137	1,313
EPS (연결기준)	840	1,280	721	1,078	1,245
수정 EPS**	886	1,464	897	1,283	1,453
BPS	5,272	7,379	7,749	8,476	9,378
DPS (보통주)	600	450	390	410	410
Valuations (배)					
P/E***	27.6	16.7	27.3	19.1	16.9
P/B***	4.6	3.3	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	8.5	5.5	8.2	5.8	5.0
비율					
ROE (%)	15.7	18.2	8.2	11.6	12.3
ROA (%)	8.1	8.8	4.0	5.8	6.4
ROIC (%)	(128.4)	(103.2)	(164.8)	326.3	372.7
배당성향 (%)	41.2	33.9	57.5	38.5	33.6
배당수익률 (보통주, %)	1.6	1.8	1.6	1.6	1.6
순부채비율 (%)	(90.6)	(59.6)	(46.7)	(57.9)	(54.6)
이자보상배율 (배)	46.2	66.1	9.6	15.9	20.5

Compliance Notice

- 당사는 1월 17일 현재 호텔신라와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 당사는 1월 17일 현재 호텔신라의 주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 17일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 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.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

호텔신라

일 자	2016/12/18	2017/1/25	3/5	4/6	5/1	5/28	7/25	2018/2/14	4/10	4/29	6/14	10/28
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	60,000	55,000	53,000	55,000	62,000	71,000	73,000	110,000	135,000	155,000	173,000	105,000
과리율 (평균)	(21.25)	(15.81)	(15.07)	(8.66)	(5.11)	(19.16)	(3.93)	(18.26)	(22.36)	(20.41)	(41.04)	
과리율 (최대or최소)	(19.08)	(4.91)	(10.38)	(0.55)	0.81	(12.96)	21.92	(5.45)	(18.15)	(16.45)	(27.17)	

GKL

일 자	2016/11/21	2017/2/10	5/11	2018/11/11	2019/1/18
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD
TP (원)	27,000	25,000	26,000	23,000	25,000
과리율 (평균)	(24.27)	(15.68)	(3.26)	8.20	
과리율 (최대or최소)	(17.59)	(10.40)	30.77	17.39	

파라다이스

일 자	2016/11/21	2017/2/10	3/5	5/16	7/10	8/8	2018/11/11	2019/1/18
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD
TP (원)	20,000	18,000	17,500	19,000	16,500	17,500	21,000	20,000
과리율 (평균)	(35.05)	(18.53)	(19.77)	(18.92)	(18.67)	8.29	(6.51)	
과리율 (최대or최소)	(29.00)	(13.89)	(9.71)	(8.68)	(16.06)	55.71	1.43	

강원랜드

일 자	2016/11/21	2017/7/10	2018/11/11	11/30
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD
TP (원)	45,000	42,000	31,000	33,000
과리율 (평균)	(20.15)	(15.44)	(2.33)	
과리율 (최대or최소)	(13.78)	(9.05)	4.35	

하나투어

일 자	2016/11/21	2017/2/23	4/20	6/29	2018/11/8	2019/1/18
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	80,000	90,000	100,000	105,000	77,000	80,000
과리율 (평균)	(11.58)	(11.83)	(8.52)	(12.13)	(11.20)	
과리율 (최대or최소)	3.50	(4.89)	(1.80)	7.14	(18.96)	

모두투어

일 자	2016/11/21	2017/2/1	2/23	4/3	5/10	5/28	6/29	2018/11/8
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
TP (원)	24,012	26,681	28,015	30,016	33,351	38,020	40,000	26,000
과리율 (평균)	(19.71)	(17.25)	(15.35)	(10.65)	(8.43)	(17.47)	(26.94)	
과리율 (최대or최소)	(9.30)	(13.88)	(7.98)	(8.67)	(5.30)	(13.51)	(9.50)	

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

<b>기업</b>		<b>산업</b>
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외	NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2018년 12월 31일 기준

매수 (83.3%) | 중립 (16.7%) | 매도 (0%)



삼성증권주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로 74길 11 10층 리서치센터  
02 2020 8000

지점 대표번호

1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수

080 911 0900

[samsung POP.com](http://samsungPOP.com)

신뢰에 가치로 답하다



MEMBER OF  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
In Collaboration with RobecoSAM