



# 여행/카지노

## 맛있는 1Q19, 보다 나은 2Q19

▶ Analyst 지인해 inhea.ji@hanwha.com 3772-7619

### 1Q19는 다소 맛있는 실적 예상

여행/카지노의 1Q19 실적 발표 시즌이 다가왔다. 5월부터 시작될 예정인데, 전반적인 여행/카지노 1Q19 실적은 다소 맛있게 지나갈 것으로 예상된다. 여행은 1월 발병한 일본 인플루엔자 탓에 전체 수요 부진이 계속 이어졌다. 매일 공개되는 여행 지표에 따르면 1Q19 하나투어와 모두투어의 전체 수요는 전년 대비 각각 -12%, -7% 하락했다. 그러나 실적에 있어 반드시 같이 고려돼야 하는 ASP(여행상품단가)는 각각 +9%, -2% 변동한 것으로 파악된다. 실제 시장에 공개된 숫자보다 매출(Q x P)을 포함한 분기 실적은 예상보다 좋았을 가능성이 클 것이며 면세점 및 기타사업 손실은 개선되는 방향을 이어갔다. 모두투어는 컨센서스에 부합, 하나투어는 기대치를 소폭 상회하는 100억 원을 예상한다.

카지노는 1Q19까지 영업환경이 매우 좋지 않았다. GKL은 작년 프로모션의 역효과로 홀드를 저하가 이어졌고, 파라다이스는 매출액은 선방했지만 3월까지 비카지노 개장에 따른 영업비용 이슈가 커 4Q18에 이은 적자가 1Q19에도 지속될 것으로 보인다.

[표1] 여행/카지노 1Q19E Preview

(단위: 십억원, %)

기업명	VS	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E 한화 (a)	1Q19E 컨센서스 (b)	1Q19E 과리율(a/b-1)	비고
강원랜드	매출액	378.4	338.7	369.1	351.9	372.0	372.6	-0.1	5개월 만에 방문객 성장
	growth %	-7.5	-9.2	-3.1	-8.6	-1.7	-1.5		
	영업이익	126.0	115.0	123.9	65.8	120.0	123.4	-2.7	전년 일회성 비용 제외
	growth %	-22.4	-15.1	-10.0	-31.1	-4.8	-2.1		
	margin %	33.3	34.0	33.6	18.7	32.3	33.1	-0.9p	
GKL	매출액	121.9	116.1	130.4	111.8	109.5	108.0	1.4	카지노 드랍액 +31%
	growth %	-2.7	5.9	-5.9	-12.4	-10.2	-11.4		카지노 매출액 -11%
	영업이익	31.4	34.7	30.9	7.9	13.5	16.6	-18.6	홀드를 -4.5%p 하락
	growth %	-0.3	96.8	-24.1	-56.8	-56.9	-47.1		프로모션 비용 반영
	margin %	25.7	29.9	23.7	7.1	12.3	15.4	-3.0p	
파라다이스	매출액	179.5	181.1	210.5	216.6	204.0	208.8	-2.3	카지노 드랍액 +19%
	growth %	26.0	29.4	7.3	14.2	13.6	16.3		카지노 매출액 +9%
	영업이익	4.8	-0.1	10.8	-13.1	-10.0	-2.6	적자	막바지 비카지노
	growth %	흑건	적지	3.5	적지	적전	적전		개장에 따른 비용 반영
	margin %	2.7	0.0	5.1	-6.1	-4.9	-1.3	3.7p	
하나투어	매출액	229.3	196.7	208.4	193.8	223.9	225.6	-0.8	수요(Q) -12%
	growth %	18.8	5.9	3.4	-13.5	-2.4	-1.6		가격(P) +9%
	영업이익	12.0	4.8	5.2	2.9	10.0	9.2	8.8	면세점 적자 20억 원
	growth %	11.0	-15.9	-42.3	-81.5	-16.6	-23.4		미만으로 축소
	margin %	5.2	2.4	2.5	1.5	4.5	4.1	0.4p	
모두투어	매출액	109.8	83.4	97.3	74.4	106.3	103.0	3.2	수요(Q) -7%
	growth %	21.5	-0.8	-1.9	-24.4	-3.2	-6.2		가격(P) -2%
	영업이익	9.1	4.0	2.5	1.0	7.2	7.3	-0.9	별도 대비 자회사 적자
	growth %	-17.1	-45.6	-69.2	-86.7	-21.1	-20.4		약 -10억 원 반영
	margin %	8.3	4.8	2.6	1.3	6.8	7.1	-0.3p	

자료: 한화투자증권

실적 및 회복 모멘텀은 2Q19부터 본격화

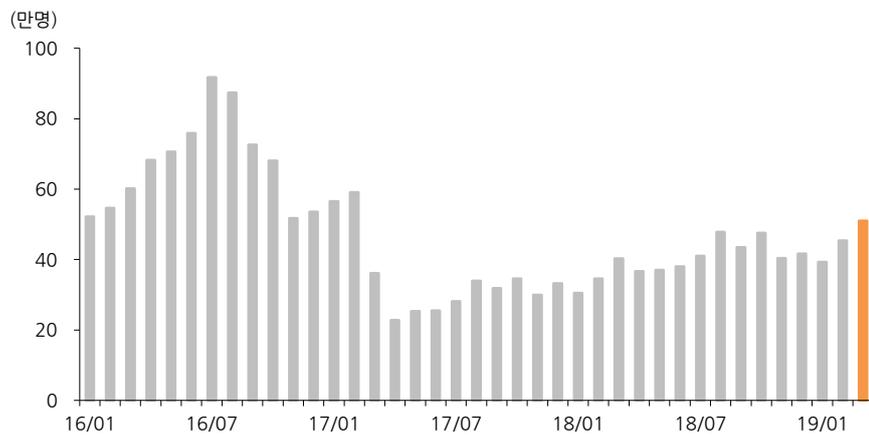
여행/카지노의 공통점은 1Q19 대비 2Q19가 상대적인 비수기임에도 불구하고 업황 호전에 기반한 실적 모멘텀이 부각 될 것이라는 점이다. 카지노는 VIP 영업환경이 1) 아시아 카지노 산업 내 경쟁심화, 2) 중국 내 해외 자본유출 감독 강화 등의 이유로 여전히 녹록하지 않으나, 최근 인바운드 기대감(4/15 자료<3월 방한 중국인 51만명 돌파??> 참고)이 반영 될 가능성이 높다. 카지노 VIP 실적은 이미 빠질 데로 빠져 더 이상 추가하락이 제한적인 상황에서 정체 국면을 유지할 전망이다(그림2,3)인 가운데, 2Q19는 최소한 관광객 증가에 힘입은 Mass(일반고객) 성장 가능성은 매우 높아졌기 때문이다. Mass는 VIP 대비 홀드율이 높고, 콤프비용을 수반하지 않아 수익성이 높다. 점진적인 Mass 확대는 이익에 긍정적이다.

유일한 내국인 허용 카지노인 강원랜드는 2Q19부터 큰 기저구간에 돌입한다. 작년을 돌이켜보면 2018년 1월 영업 테이블 축소, 4월 영업시간 단축 등 연이은 규제에 직면해 실적에 타격이 컸는데, 이 모든 것들이 2Q19는 기저효과로 돌아오 기 때문이다. 전년 베이스는 전혀 부담 없는 상황이다.

여행주는 점진적인 회복기에 진입 중이다. 4Q18는 Q(수요), P(가격) 모두 부진(↓) ≫ 1Q19는 Q ↓, P ↑ or =(flat) ≫ 2Q19는 Q와 P 모두 회복(↑)을 기대하기 때문이다. 위에서 언급했듯 점차 인바운드 회복세가 두드러지고 있는 가운데, 여행주도 2Q19부터는 인바운드 관련 사업인 면세점과 비즈니스호텔 등 기타사업의 손실 축소도 기대된다. 하나투어 기준 2018년 면세점과 비즈니스호텔 적자는 각각 -118억 원, -14억 원이다. 실적은 모두 1Q19보다 2Q19가 좋아진다.

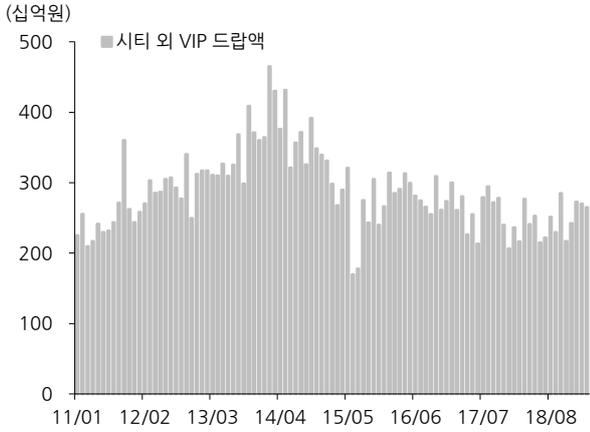
분기 실적 발표가 다소 늦은 엔터/콘텐츠도 마찬가지다. 엔터주에는 대표 아티스트의 굵직굵직한 활동이 부재했으며 드라마 업종도 4Q18에 방영된 텐트폴 수익이 1Q19로 이연되어 잡히는 실적 외에는 막상 1Q19 새로 방영된 텐트폴 수익 이 없다. 그러나 엔터/콘텐츠도 1Q19 보다 나은 2Q19 실적 모멘텀이 더욱 기대되는데, 각 엔터사를 대표하는 핵심 그룹이 모두 다 컴백해 글로벌 활동을 늘려가며 드라마도 2Q19에 기대감 물이가 가능한 신규 텐트폴이 돌아오기 때문이다. 엔터/콘텐츠 프리뷰 겸 산업 업데이트는 다음주에 돌아오겠다.

[그림1] 방한 중국인 관광객 추이



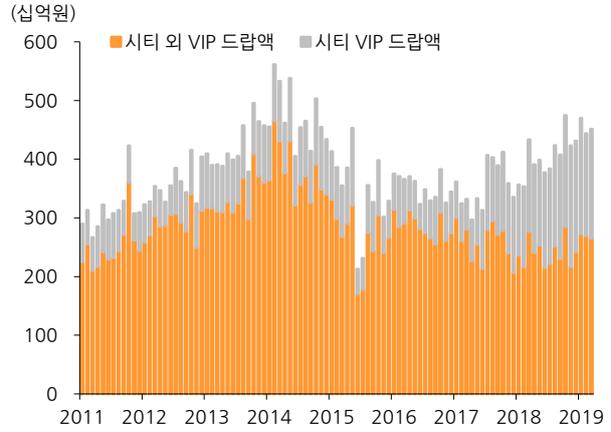
자료: 관광지식정보시스템, 기획재정부, 한화투자증권

[그림2] 파라다이스 VIP 드랍액(시티 제외): 정체 지속 전망



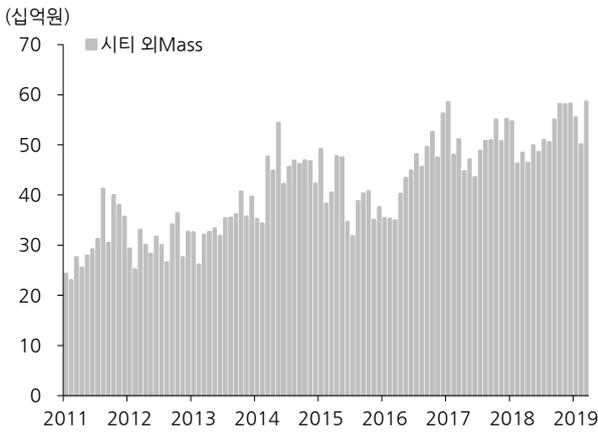
자료: 파라다이스, 한화투자증권

[그림3] 파라다이스 전체 VIP 드랍액: 시티만 홀로 성장 중



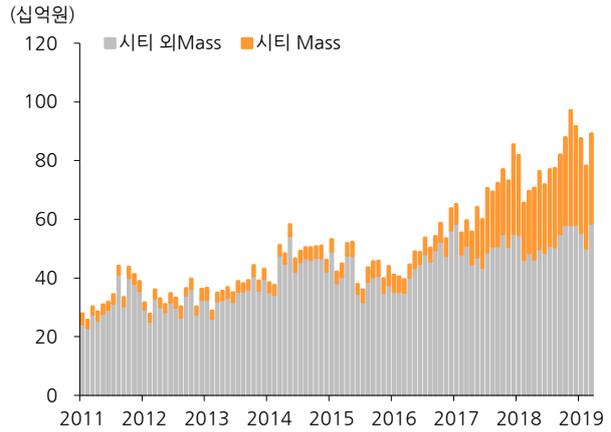
자료: 파라다이스, 한화투자증권

[그림4] 파라다이스 Mass 드랍액(시티 제외): 중국 없이도 성장



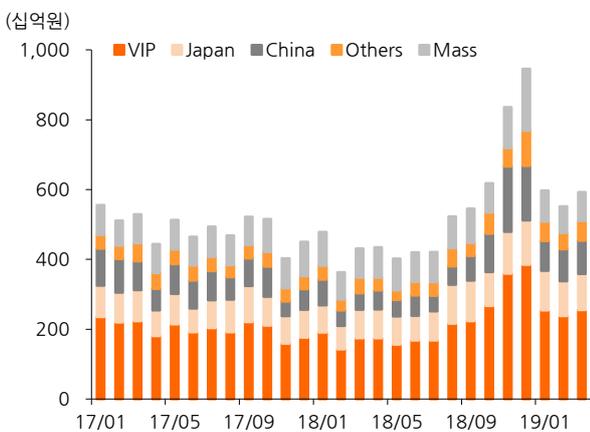
자료: 파라다이스, 한화투자증권

[그림5] 파라다이스 전체 Mass 드랍액: 성장 가속화 전망



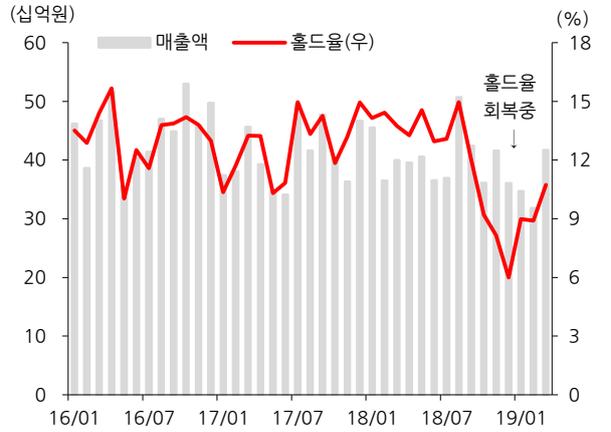
자료: 파라다이스, 한화투자증권

[그림6] GKL 고객형태별 드랍액 추이



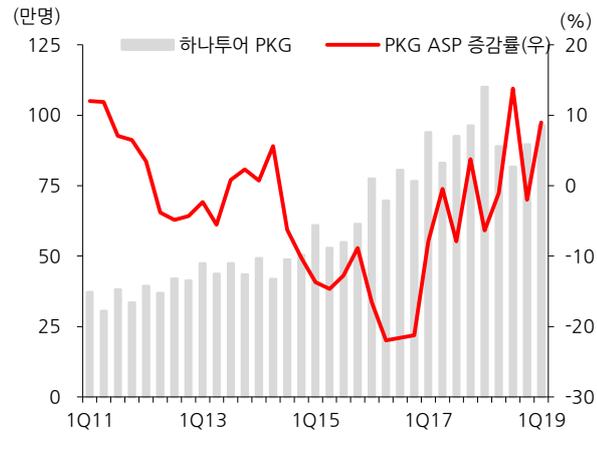
자료: 파라다이스, 한화투자증권

[그림7] GKL 매출액과 홀드율: 마케팅 중단 → 홀드율 회복 중



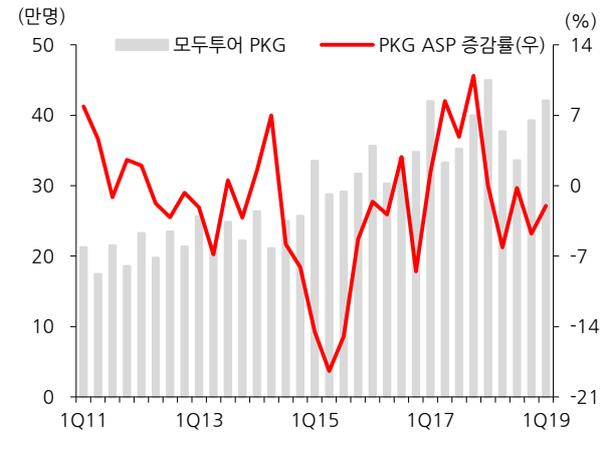
자료: 파라다이스, 한화투자증권

[그림8] 하나투어 분기별 Q, P 비교



자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림9] 모두투어 분기별 Q, P 비교



자료: 모두투어, 한화투자증권

### 하나투어의 분식회계 의혹?

사실 업황 회복에 따라 주가 상승 탄력이 높아지는 여행주에게 예상치 못한 분식회계 의혹(4/16 시사저널 보도)이 제기됐다. 장 중 하나투어 주가는 전일대비 -21% 급락하기도 했다. 하나투어의 홍콩 지역 협력업체가 한국 금융감독원에게 진정서를 접수했으며 그들의 주장은 1) 하나투어가 실제 발생한 것보다 적은 금액을 지급하였을 뿐만 아니라 이에 관한 미지급금을 책정하지 않아 협력업체들이 제대로 수익을 챙기지 못했고, 이중장부, 분식회계 등에 대한 가능성이 미심쩍으며 2) 하나투어는 경영 악화로 2018년 홍콩 기업에 매각을 추진했으나 끝내 결렬됐고, 3) 중국에서 비자센터를 운영하면서 현지 업체인 CITS 중국 여행사와의 이면계약을 맺었을 가능성에 대해 지적했다.

그러나 하나투어는 당일 시사저널이 제시한 의혹에 대해 조목조목 반박에 나섰다. 주식거래 교란행위 및 주주들에게 막대한 피해를 입힌 사안인 만큼 민형사상의 법적 대응을 진행할 것이라고 밝혔다. 확인되지 않은 루머보다는 펀더멘탈에 기반한 투자가 필요한 시점이다. 여행업종의 회복은 여전히 현재진행형이다.

- 분식회계?? : “하나투어 내부 전산자료에는 실제 지급된 돈이 아니라 최종 송금액으로 표시돼 있다”는 주장에 대해 “하나투어에서 해외 협력사에게 보내는 경비는 해당 금액을 지정 외국환 은행을 통해 전신환으로 송금하는 구조이므로 거래내역이 모두 은행 거래 기록에 남는 만큼 회계 조작이 불가능하다.”고 밝혔다. 한편 “이중장부를 통해 미수나 과수장부를 따로 관리한다”는 주장 또한 “하나투어는 상장여행사로 20년간 외부회계감사를 통해 적정의견을 받고 있으며 내부 전산자료상 정산내역과 실제 송금한 금액이 일치하는지에 대한 전산감사도 진행되므로 이중장부를 통해 미수와 과수를 따로 관리하는 것은 현실적으로 불가능하다.”는 점을 지적했다.

- M&A설?? : M&A설은 동시에 “하나투어가 인력 구조조정뿐 아니라 급여를 제대로 지급 못할 정도로 경영이 악화됐다.”고 언급했다. 하나투어는 공식적으로 “하나투어는 기업의 경영활동 차원에서 투자를 유치하려는 노력을 지속적으로 해오고 있는 것은 사실이나, 2018년 홍콩 기업에 매각을 추진한 사실은 없다”는 점을 분명히 했고, 동시에 “2018년 급여 지급을 늦추거나 지급하지 못한 경우가 없으며, 인력 구조조정 동안 진행한 바 없다.”고 반박했다.

- CITS와 이면계약?? : 이면계약설은 “독립법인 운영을 통해 경영자가 사익을 수취하고 있다.”는 의혹을 제기하고 있으나, 하나투어는 “중국 비자센터는 중국 현지법상 외자기업이 사업을 영위할 수 없기에 중국 내자기업과 협업해 운영 중이다.”라고 이유를 밝혔다. 이어서 “하나투어는 중국국영기업인 CITS와 해당 사업을 하고 있으며 CITS는 상장기업으로 적법한 회계처리를 하고 있다. 따라서 이익금의 일부를 금융당국 및 세무당국에 신고하지 않고 이면계약으로 개인에게 보낼 수 없기에 사실이 아니다.”는 점을 언급했다.

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2019년 4월 23일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해)  
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 강원랜드 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2017.06.05	2017.07.12	2017.08.10	2017.11.09	2017.11.14
투자의견	투자등급변경	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy
목표가격		42,000	42,000	42,000	42,000	42,000
일 시	2018.01.02	2018.04.30	2018.06.18	2018.08.10	2018.08.22	2018.10.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	42,000	42,000	42,000	34,000	34,000	34,000
일 시	2019.02.15	2019.04.23				
투자의견	Hold	Hold				
목표가격	34,000	34,000				

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2017.02.17	Hold	42,000	-20.89	-7.62
2018.08.10	Buy	34,000		

[ GKL 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

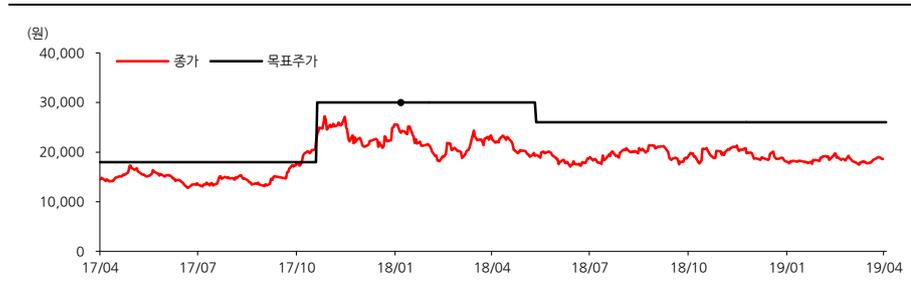
일 시	2016.08.12	2017.07.12	2017.08.09	2018.03.08	2018.06.18	2018.08.13
투자의견	투자등급변경	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격		24,600	27,000	27,000	27,000	27,000
일 시	2018.09.13	2018.10.17	2018.11.23	2018.12.10	2019.01.09	2019.01.24
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000
일 시	2019.02.12	2019.02.19	2019.04.02	2019.04.11	2019.04.15	2019.04.23
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2017.08.09	Hold	27,000	-1.74	25.93
2018.08.13	Hold	27,000		

[ 파라다이스 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

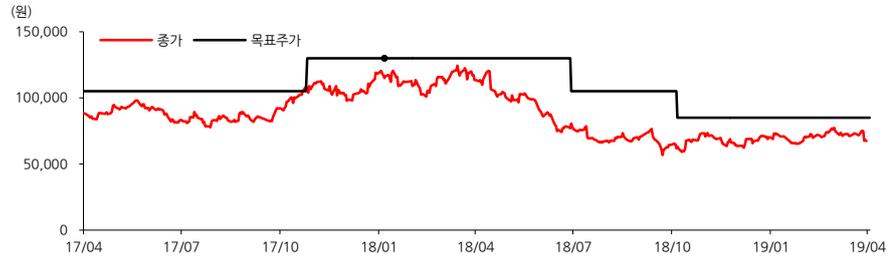
일 시	2016.08.12	2017.05.19	2017.06.05	2017.06.28	2017.07.12	2017.08.09
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
일 시	2017.09.07	2017.10.12	2017.11.08	2017.11.14	2018.03.08	2018.04.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	18,000	18,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2018.05.31	2018.06.18	2018.08.13	2018.09.13	2018.10.17	2018.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	26,000	26,000	26,000	26,000	26,000	26,000
일 시	2018.11.30	2018.12.10	2019.01.09	2019.01.24	2019.02.19	2019.04.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	26,000	26,000	26,000	26,000	26,000	26,000
일 시	2019.04.11	2019.04.15	2019.04.23			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	26,000	26,000	26,000			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2016.11.10	Hold	15,000	-14.51	-6.67
2017.01.17	Buy	18,000	-17.98	21.94
2017.11.08	Buy	30,000	-25.60	-9.17
2018.05.31	Buy	26,000		

[ 하나투어 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2017.05.11	2017.05.19	2017.06.02	2017.06.05	2017.07.05	2017.07.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2017.08.02	2017.09.29	2017.11.02	2017.11.14	2017.12.04	2018.01.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2018.02.08	2018.03.23	2018.04.04	2018.05.04	2018.06.04	2018.07.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2018.07.18	2018.07.24	2018.08.02	2018.08.23	2018.09.04	2018.09.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2018.09.21	2018.10.02	2018.10.15	2018.10.24	2018.10.25	2018.11.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	85,000	85,000
일 시	2018.11.23	2018.11.30	2018.12.04	2018.12.24	2019.01.03	2019.01.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2019.01.24	2019.02.07	2019.02.25	2019.03.05	2019.03.06	2019.03.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2019.03.25	2019.04.02	2019.04.15	2019.04.23		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000		

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2016.09.13	Buy	90,000	-22.61	-7.11
2017.02.24	Buy	105,000	-17.43	3.33
2017.11.14	Buy	130,000	-18.58	-4.23
2018.07.18	Buy	105,000	-33.93	-23.14
2018.10.25	Buy	85,000		

[ 모두투어 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2017.04.28	2017.05.11	2017.05.19	2017.06.02	2017.06.05	2017.06.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	45,000	50,000	55,000	55,000	55,000	35,000
일 시	2017.07.05	2017.08.02	2017.09.29	2017.11.02	2017.12.04	2018.01.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
일 시	2018.02.08	2018.03.23	2018.04.04	2018.05.04	2018.06.04	2018.07.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000
일 시	2018.07.18	2018.07.24	2018.08.02	2018.08.23	2018.09.04	2018.09.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000
일 시	2018.09.21	2018.10.02	2018.10.15	2018.10.24	2018.10.25	2018.11.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	36,000	36,000	36,000	36,000	30,000	30,000
일 시	2018.11.23	2018.12.04	2018.12.24	2019.01.03	2019.01.23	2019.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2019.02.07	2019.02.25	2019.03.05	2019.03.06	2019.03.15	2019.03.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2019.04.02	2019.04.23				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	30,000	30,000				

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2016.09.13	Buy	22,678	-17.09	-8.97
2017.01.26	Buy	24,012	-8.33	-4.30
2017.02.24	Buy	30,016	-15.97	-8.56
2017.05.11	Buy	33,351	-9.67	-7.00
2017.05.19	Buy	23,345	33.91	28.00
2017.06.30	Buy	35,000	-14.01	10.57
2018.02.08	Buy	45,000	-23.54	-10.11
2018.07.18	Buy	36,000	-35.24	-22.50
2018.10.25	Buy	30,000		

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2019년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.4%	12.6%	0.0%	100.0%