

2022. 1. 24



▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Neutral

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
강원랜드(035250)	Buy	34,000원
골프존(215000)	Buy	220,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
파라다이스(034230)	Buy	22,000원
모두투어(080160)	Hold	23,000원
GKL(114090)	Hold	15,000원
하나투어(039130)	Hold	63,000원

레저(여행/카지노/내수레저)

걱정이 많아지는 레저

- ✓ **여행:** 기대감 과다 판단. 반면 대부분 사업자 2022년 내 보유 자금 바닥 드러낼 것
- ✓ **카지노:** Suncity 대표 체포 이후 마카오 카지노 정킷 영업장 폐쇄. 한국의 반사수혜는 가능성 없음. 롯데관광개발 제외하면 자금 상황은 여행사 대비 우수함
- ✓ 해외 레저 사업자 상당수가 완전한 회복까지 2년 이상 소요될 것이며 이 과정에서 추가 자본 확충이 필요한 상황
- ✓ 안전하고 확실한 우위가 돋보이는 내수 레저 위주 투자 유요

여행: 리스크 노출도 체크가 필요한 시기

코로나 기간 여행사들은 1) 인력 감축, 2) 자회사 청산을 통해 고정비가 크게 감소했다. 또한 인플레이션은 여행 상품의 미래 예상가격을 높이고 있다. 2018-2019년 여행시장 호조에도 불구하고 PKG 부진이 주가 부진의 원인이었음을 잊은 채 시장이 기대를 높이는 이유다. 현 주가는 1) 상위 사업자로의 과점화, 2) PKG로 수요 집중이라는 추가 가정이 전제되고, 주주 희석이 발생하지 않을 때 가능한 수준이다.

코로나 발생 후 만 2년이다. 보유 자산 처분을 통해 버텨온 여행사 대부분의 자금이 2022년 바닥난다. 특히 하나투어의 자금 소진 속도가 눈에 띈다. 회복의 시기까지 버틸 비용 및 영업 재개 시 항공권 확보 등에 필요한 영업 자금을 고려했을 때 현 자금 상황은 녹록치 않다.

카지노: 한국의 반사 수혜는 없다

지난 11월 최대 정킷 업체인 Suncity의 CEO가 중국 공안에 체포되었다. 죄목은 '해외 도박 여행 알선'. 이후 마카오 카지노 영업장들은 정킷 영업장을 폐쇄했다. 당사는 이러한 변화가 정킷 산업을 쇠퇴시킬 것으로 예상된다. 마카오 규제로 한국의 반사수혜를 예상하는 일부 시선이 존재하나, 핵심은 중국인의 도박 금지다. 자국(마카오)에서 도박을 금지하며 해외에서 용인해주는 정부는 없다.

아이러니하게, 카지노 사업자들의 자금 현황이 여행 사업자 대비 우수하다. 당사 커버리지 카지노 사업자 중 향후 3년간 자금 조달이 필요해 보이는 기업은 없다.

내수 레저 위주 투자 전략 유지

기대감은 충분히 반영되었고, 성적표를 열어볼 시기가 눈앞에 도래했다. 완전한 회복까지 레저 사업자들은 시간이 소요될 것으로 보이며 이 과정에서 상당 규모의 자금 조달이 예상된다. 내수 레저 위주의 수혜가 당분간 가장 확실해 보인다. 레저 산업 내 강원랜드, 골프존에 대한 Top pick 의견을 유지한다.

표1 레저 4Q21 Preview at a Glance											
(십억원)		4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	2020	2021E	2022E
하나투어	매출액	16.0	-20.6	흑전	11.5	39.0	12.3	30.6	109.6	43.4	138.7
	영업이익	-28.2	-5.3	적지	-26.5	적지	-27.1	-4.2	-114.9	-120.3	-94.1
	세전이익	-21.2	-19.5	적지	48.2	적전	-	N/A	-189.5	-57.6	-101.9
	당기순이익	-23.9	-85.6	적지	49.4	적전	-32.7	27.0	-218.6	-60.7	-105.0
	영업이익률 (%)	-176.2	25.7		-230.3		-220.8		-104.8	-277.4	-67.9
모두투어	매출액	4.8	4.5	6.1	3.5	38.1	5.0	-3.6	54.8	13.8	51.7
	영업이익	-4.0	-3.0	적지	-10.2	적지	-5.5	26.4	-21.2	-24.7	-13.3
	세전이익	-4.3	-37.8	적지	-9.9	적지	-	N/A	-64.1	-21.1	-13.1
	당기순이익	-4.5	-39.6	적지	-9.9	적지	-6.0	25.2	-64.7	-20.1	-12.2
	영업이익률 (%)	-83.2	-65.2		-291.4		-109.0		-38.7	-178.7	-25.8
강원랜드	매출액	253.5	131.3	93.1	245.3	3.4	292.4	-13.3	478.6	799.8	1,219.0
	영업이익	-7.4	-76.1	적지	24.3	적전	13.4	155.2	-431.6	-40.1	218.2
	세전이익	12.9	-56.6	흑전	28.4	-54.4	33.2	61.0	-404.5	14.0	274.1
	당기순이익	9.3	-33.4	흑전	20.4	-54.3	19.0	50.8	-275.9	9.8	198.6
	영업이익률 (%)	-2.9	-58.0		9.9		4.6		-90.2	-5.0	17.9
GKL	매출액	23.5	14.9	57.3	25.3	-7.0	30.4	-22.7	184.5	87.0	198.5
	영업이익	-44.7	-52.7	적지	-31.0	적지	-32.9	-35.9	-88.8	-148.2	-76.3
	세전이익	-44.7	-42.9	적지	-30.8	적지	-27.9	-60.3	-81.2	-147.7	-76.0
	당기순이익	-33.9	-32.7	적지	-23.4	적지	-28.0	-21.0	-64.3	-112.8	-58.5
	영업이익률 (%)	-190.1	-352.5		-122.7		-108.2		-48.1	-170.3	-38.4
파라다이스	매출액	96.2	104.0	-7.5	121.8	-21.0	120.7	-20.3	453.9	399.2	489.5
	영업이익	-10.8	-15.4	적지	4.8	적전	-5.8	-87.0	-86.2	-45.6	0.3
	세전이익	-31.4	-87.1	적지	-10.8	적지	-37.5	16.3	-175.4	-27.9	-68.0
	당기순이익	-33.5	-80.6	적지	-10.6	적지	-21.9	-53.3	-166.9	-46.5	-68.2
	영업이익률 (%)	-11.2	-14.8		4.0		-4.8		-19.0	-11.4	0.1
골프존	매출액	103.2	74.0	39.5	123.1	-16.1	107.5	-4.0	298.5	431.4	468.2
	영업이익	23.8	6.5	264.2	37.2	-36.0	27.7	-14.2	51.6	119.6	153.1
	세전이익	24.8	6.7	272.6	37.5	-34.0	26.3	-5.8	48.7	120.6	156.2
	당기순이익	17.0	5.2	228.3	29.0	-41.2	-	N/A	37.5	89.8	114.8
	영업이익률 (%)	103.2	74.0	39.5	123.1	-16.1	107.5	-4.0	298.5	431.4	468.2

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

여행: 걱정이 많아지는 레저

델타, 그리고 또 오미크론

2022년 및 2023년 출국자 수 회복이 2019년 대비 21%, 72% 수준에 그칠 것이라는 기존의 전망을 유지한다. 오미크론 여파로 정부는 지난 12월 초 백신 접종 의무와 관계없이 10일 자가격리 조항을 부활시켰다.

숨통이 트이는 것처럼 보였던 레저 목적의 해외 여행은 오미크론 여파로 다시 움츠러들었다. 4Q21 승무원 제외 출국자 수는 348만명으로 추정된다. 이는 2019년 동분기 대비 6.2% 수준에 해당한다.

일반적으로 여행산업은 소비자 계약으로부터 서비스 인도까지 2~3개월이 소요된다. 1월 중순을 지나는 현재, 상반기 대부분의 장사 현황이 확인된다는 의미이다. 당사의 2022년 추정치는 이러한 시장 환경을 반영한 수치다.

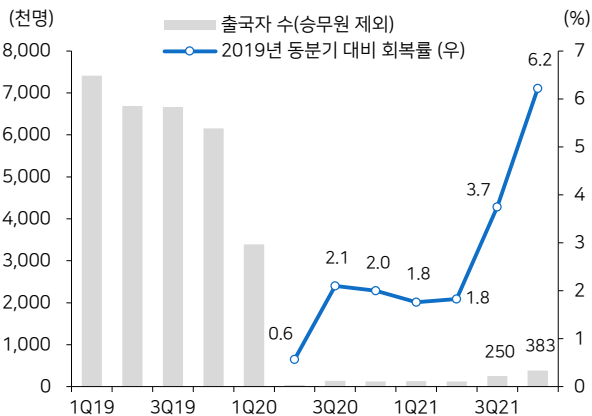
회복은 요원한데 눈높이는 높고

반면, 여행사들의 2022년/2023년 컨센서스는 여전히 높은 수준으로 유지되고 있다. 조정이 필요한 시기다.

현금은 바닥난다

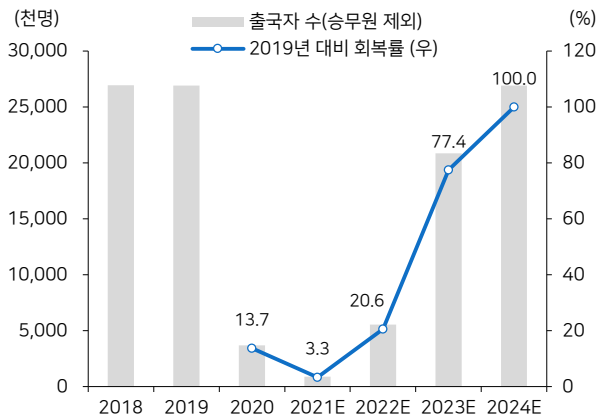
코로나 회복을 가정할 때 회복의 시기가 중요하지 않았던 과거와 달리, 지속적으로 연기되는 회복의 시기는 이제 여행사들에게 자금 압박으로 다가오고 있다. 아이러니하게 레저 산업 내 자금 상황에 대한 고민이 큰 산업은 고정비가 큰 카지노가 아닌 여행 산업이다.

그림1 분기별 출국자 회복 예상치



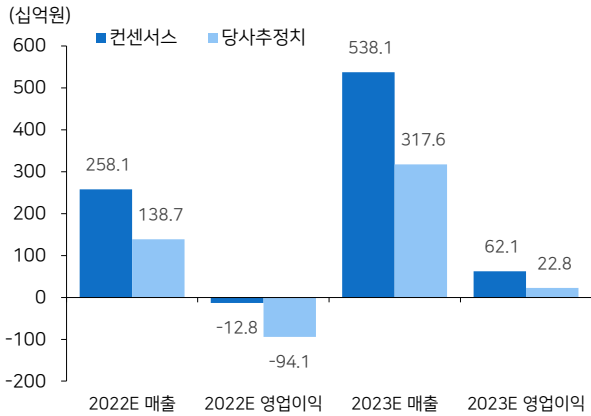
자료: 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2019년 대비 연간 회복률



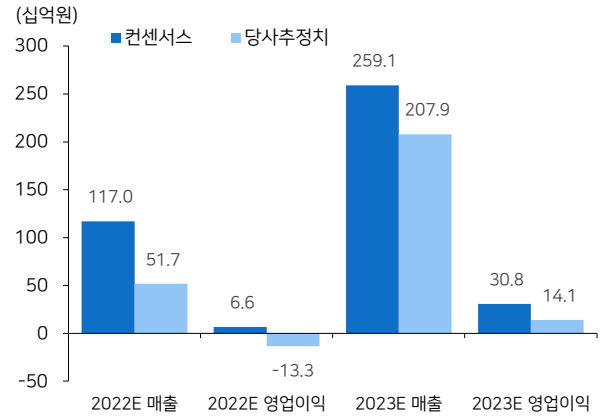
자료: 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 하나투어 22/23년 매출 및 영업이익의 전망치 차이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 모두투어 22/23년 매출 및 영업이익의 전망치 차이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

현재 코로나 회복 속도를 감안했을 때 그림3, 4에서 보여지는 시장의 눈높이는 달성 가능성이 극히 낮다. 일부 업체들은 선제적으로 영업 인력을 비롯하여 직원 출근을 빠르게 정상화했는데 이것이 여행 산업의 현금 소진 속도에 불을 붙였다.

과거 일본 지진 사례 참고 시 PKG 핵심 소비층인 시니어층 소비 회복 가장 느릴 것

하나투어가 대표적 사례다. 동사는 현재 분기당 200억대 중후반의 적자가 발생하고 있다. 이는 회복 시 대응을 위해 선제적으로 업무 정상화를 진행한 데 따른다. 패키지 상품은 시니어 층의 소비가 높다는 점을 염두해 둘 필요가 있다. 과거 일본 지진 당시에도 시니어 층의 회복은 전 세대 중 가장 늦게 이루어진 바 있다. 하나투어의 움직임이 빛을 발하기 쉽지 않다고 보는 이유다.

핵심 소비층의 회복이 시장 내 가장 느리게 진행될 것으로 예상되는 데 반해 선제적으로 움직인 동사의 전략은 자금 부담을 가중시킨다. 실례로, 지난 3분기부터 2022년 상반기까지 분기당 적자는 모두투어의 경우 40억원 내외(희망퇴직 일시금 제외)인 데 반해 동사는 200억원대 중후반의 적자로 갭이 크다.

하나투어, 현 시가총액 대비 15~20% 자금 확보 필요

해외 여행 사업자들의 경우, 크루즈 선박/호텔 등 여러 보유 자산을 통해 부채를 일으키는 것이 가능하나 국내 여행사들의 경우 자산 규모가 최소화된 만큼 추가 부채를 일으키는 것이 어렵다. 다른 방식에 대한 고민이 필요해 보이는 이유다.

보수적 전략의 모두투어,
현금 소진 속도도 느리다

모두투어는 이보다는 느린 속도의 현금 소진을 보이고 있다. 보수적 사업 전략을 구사하는 사업자답게 영업 재개를 하나투어만큼 공격적으로 진행하지 않았다. 패키지 주요 고객층의 회복이 전 세대 중 가장 느릴 것이라는 가정 하에는 이러한 전략이 합리적이라고 판단한다.

모두투어는 현재 하나투어의 1/5 수준의 적자를 유지하고 있다. 실제 현금 소요분도 유사한 규모 차이로 예상된다. 완전한 회복 기조가 나타날 때까지 지난해 상반기 대비 10~15명 수준으로 증가한 현 인력 상황이 유지될 가능성이 높다.

하나투어가 따라 내려오거나
모두투어가 쫓아 올라가거나

처해진 환경은 유사하나 대응 방식의 차이로 상황에 대한 방어력은 높다. 반면, 시장은 1위 사업자로의 과점화를 기대하며 하나투어 대비 모두투어의 하락폭이 과도하게 컸다. 산업 전체의 흐름은 양사가 유사하나 추후 자금 조달 예상 규모 등을 고려할 때 모두투어와 하나투어의 갭 차이는 다소 과하다고 판단된다.

그림5 하나투어 주가 방어 설명 위해서는 과점화 전제 필요



주: 하나투어 주가 추이
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 하나투어 대비 underperform한 모두투어 주가



주: 모두투어 주가 추이
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

카지노: 코로나 말고 중국이 문제다

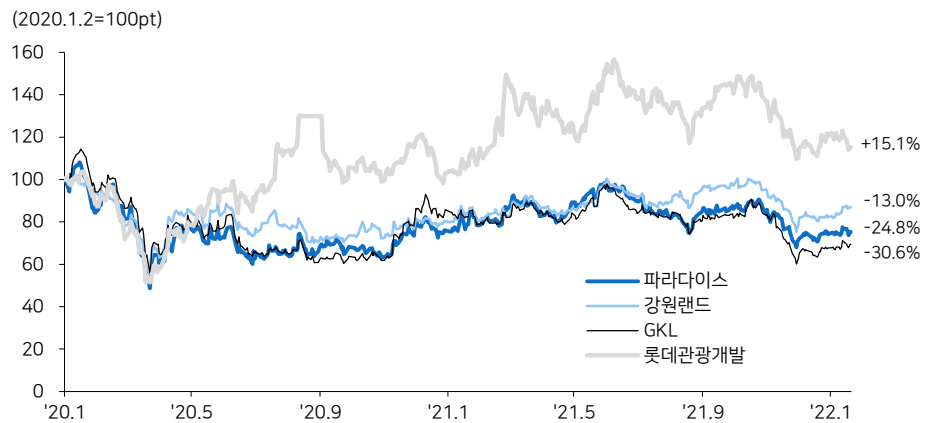
외인 카지노, 코로나가 문제가 아니다

코로나 회복을 전제하더라도 달라진 중국 환경으로 인해 2019년 매출로의 회복이 어렵다는 기존의 견해를 유지한다.

지난 12월, 파라다이스는 또 한번의 희망퇴직을 단행했다. 회복의 시기가 지속적으로 지연되고, 중국 환경이 변화하면서 코로나로부터 회복된다고 하더라도 매출 회복을 기대하기 어려워진 환경 때문이었을 것으로 예상된다.

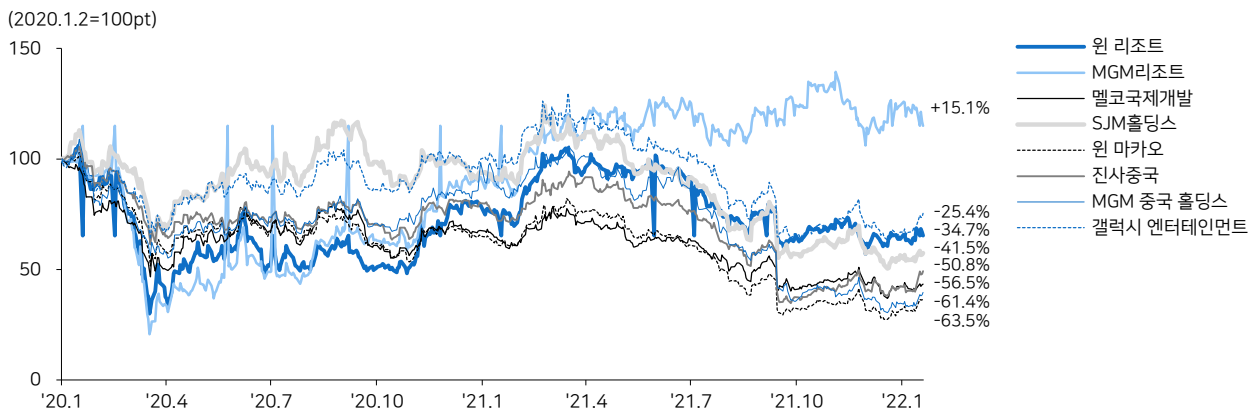
중국은 2020년 하반기 이후 카지노 관련 규제를 연이어 발표하고 있다. 이로 인해 마카오 카지노 관련 주식들은 2021년 평균 30% 하락을 기록했다.

그림7 국내 카지노 사업체 시가총액 추이



주: 2022년 1월 21일 종가 기준
 자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 글로벌 카지노 시가총액 추이



주: 2022년 1월 20일 종가 기준
 자료: Refinitiv Eikon, 메리츠증권 리서치센터

1월 14일, 예고된 마카오 카지노 개정안 발표

2021년 9월 14일, 마카오 재무장관은 카지노 업체들을 '직접 관리'하겠다고 밝힌 바 있다. 2022년 1월 14일, 마카오 정부는 새로운 카지노 규제 방안을 발표했다. 신 규제의 골자는 1) 카지노 영업 허가권의 유효기간을 기존 20년에서 10년으로 단축하고, 2) 기간 연장도 최대 5년에서 3년으로 줄였다. 카지노 사업 허가권은 6개로 기존 수준으로 유지된다.

11월 Suncity 대표 체포 이후 마카오 정킷 사업장 폐쇄

개정안과 더불어 지난 10년과 가장 달라지는 점은 정킷 영업의 중단이다. 지난 11월, 최대 정킷 사업자인 Suncity의 CEO 앨빈 차우가 중국 공안에 체포되었다. 죄목은 해외 도박 여행 알선이었다. 중국 정부가 정킷 운영을 금지한다는 사실상 선포와 같다. 이후 대부분의 마카오 업체들이 정킷 영업장을 폐쇄했다.

표2 중국 카지노 관련 규제	
일시	내용
2020년 12월 28일	상임위원회를 통해 해외 도박 여행을 조직하는 자는 최대 징역 10년이 적용될 수 있는 형법 개정안을 최종 승인
2021년 3월 1일	해외 도박 여행 조직하는 자 최대 징역 10년 적용될 수 있는 형법 개정안 적용
2021년 9월 14일	마카오 재무장관은 카지노사들의 운영을 효율적으로 모니터링하기 위해 "직접 감독"을 강화하겠다고 발표
2022년 1월 14일	마카오 정부는 카지노 영업 허가권의 유효기간을 20년에서 10년으로 단축하고 기간 연장도 최대 3년으로 단축

자료: GGR ASIA 외 언론보도 종합, 메리츠증권 리서치센터

마카오로 인한 한국의 반사수혜 가능성?

중국 규제를 한국 업체들의 반사 수혜로 해석하는 견해도 시장에 존재한다. 그러나 당사는 가능성이 전무하다고 판단한다. 핵심은 중국인의 도박 금지다. 마카오뿐 아니라 필리핀 등 동남아시아 중심의 아시아 정킷 시장은 오랜 역사를 뒤로한 채 쇠퇴할 수 밖에 없다.

중국 피해 순서는 롯데관광개발>GKL>파라다이스

중국의 이러한 변화에 따른 국내 업체 피해는 롯데관광개발 > GKL > 파라다이스 순으로 예상한다. 롯데관광개발은 제주공항 노선 부족 문제로 타깃을 정킷 고객으로 설정한 바 있다. 지리적 가까움이라는 이점에도 불구하고 드림타워는 일본 고객을 타깃하지 않았다. 이는 일본 노선 부족으로 인해 영업을 불가하기 때문이다. 크루즈라는 대안이 있기는 하나, 이는 시간이 생명인 VIP 고객 관리에 적합하지 않다. 롯데관광개발의 예상 매출 내 중국 비중이 압도적으로 높았을 것으로 추정하는 이유다.

정킷 하나 믿었던 롯데관광개발, 새로운 전략이 필요

VIP 영업에 핵심 사항인 공항 문제는 동사가 풀지 못하는 가장 큰 고민거리다. 현 제주 공항은 2017년부터 이미 full capa에 도달, 추가 노선 확보가 사실상 불가능하다. 상황 변화를 위해서는 제주 제 2 공항이라는 외부 변수가 필수적이다. 새로운 환경에 따른 새로운 해결책을 마련하기까지 당분간 자금 소요가 유지될 것으로 예상된다.

내수 레저 호황으로 호텔 영업이 호조세이기는 하나, 호텔 매출과 카지노 매출은 비교 자체가 불가하다. 호텔 ADR이 30만원대라면, 카지노 VIP 고객의 지참금은 2,000~4,000만원, 동사가 타깃한 정킷 고객은 이보다도 높다. 호텔 매출이 operating cash flow를 발생시키기는 하겠지만, 이를 통해 유의미한 이익이 발생하는 것은 불가하다.

그림9 롯데관광개발의 제주드림타워



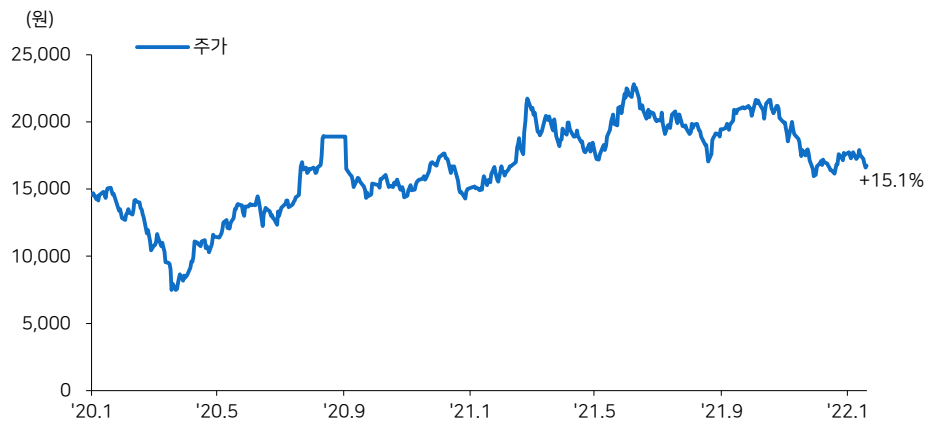
자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

표3 롯데관광개발의 코로나 이후 자금 조달 내역

시기	내용
1H20	브리지 대출
2020.11	7,000억원 규모 담보대출
2021.01	370억원 규모 CB 발행
2021.03	573억원 규모 CB 발행
2021.11	1,000억원 규모 CB 발행

자료: 공시 자료를 메리츠증권 리서치센터 정리

그림10 롯데관광개발 주가 추이: 코로나 이전 대비 높아져 있는 유일한 카지노 사업자



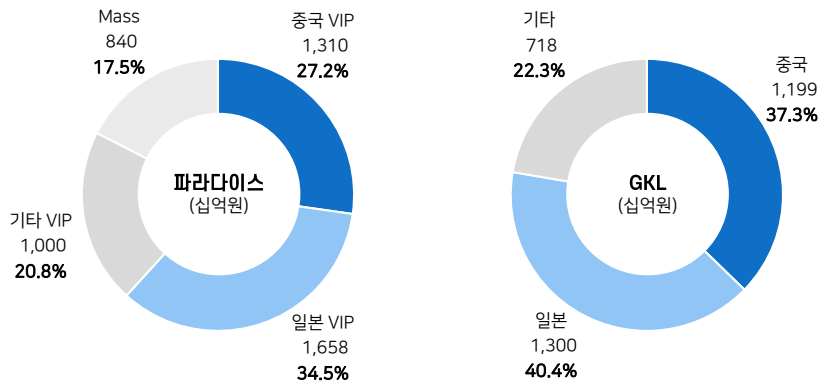
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

GKL과 파라다이스의 중국 노출도는 30% 내외로 유사

2019년 기준 GKL과 파라다이스의 드롭액 내 중국 비중은 30% 내외로 유사하다. 중국의 피해는 유사할 것이라 추정되는 대목이다. 다만 GKL 대비 파라다이스의 타격이 상대적으로 적을 것이라고 유추하는 이유는 과거 사례로부터 비롯된다.

2015년 중국 내 직접 영업 방식을 택하던 GKL과 파라다이스는 GKL의 영업책이 중국 공안에 체포되면서 현재는 해당 영업방식을 영위하지 않는다. 당시 중국 영업이 타격을 받던 시기, 가장 적극적으로 일본 시장을 확대하며 뛰어난 방어력을 보였던 회사가 파라다이스다.

그림11 파라다이스와 GKL의 드롭액 내 중국 비중: 2019년 기준 30% 내외



주: 2019년 파라다이스와 GKL의 국적별 드롭액
 자료: 메리츠증권 리서치센터

파라다이스, GKL은 현 상황 유지 되더라도 자금 조달 필요성 낮아

지난 1년간 아시아 카지노 시장은 코로나에 이어 중국 규제가 지속적으로 강화되면서 코로나 이후의 전망이 흐릿해졌다. 더불어 지난 2년간 코로나 기간을 버티면서 상당수는 현금이 크게 고갈되었다. 다만 당사 외인 카지노 커버 종목에 해당하는 파라다이스, GKL은 자금 조달 필요성은 낮아 보인다.

파라다이스는 현재 영업 상황에서 도 operating cash (+)

파라다이스는 자산 유동화 및 지난해 전환사채를 포함하여 6천억원에 달하는 현금을 보유하고 있다. 현재도 월 200억원 수준의 카지노 매출이 발생하는데, 이는 분기 영업이익 BEP를 의미한다. 이 중 감가상각 250억원, 이자비용 약 200억원을 고려했을 때 최악의 현 상황에도 cash burning은 없다.

GKL은 아직 3천억원 현금 남아있어

GKL은 2021년말 기준 약 3천억원의 현금을 보유하고 있을 것으로 추정된다. 동사는 분기 약 300억원의 적자를 기록하고 있는데, 감가상각 고려 시 EBITDA는 -200억원 수준이다. 2023년 드래곤시티 이전에 필요한 자금을 고려하더라도 당분간 보유 현금을 통해 영업을 가능할 것으로 예상된다.

방향성이 가장 중요한 규제 측면에서, 중국 정부의 스탠스 변화가 감지되기까지 외인 카지노에 대한 보수적 견해를 유지한다.

Industry Brief
2022. 1. 24

강원랜드 035250

국내 상황 개선을 기다리며

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 -74억원으로 예상치 하회
- ✓ 내수 레저 호조로 호텔/콘도 양호하나 카지노 영업 제한 재개되었기 때문
- ✓ 특히 영업시간 제한은 매출회복에 치명적. 3분기 카지노 매출 규모 당분간 지속
- ✓ 다만 풍부한 보유 현금, 영업 현금 흐름이 (+)를 유지해 안정성 돋보여
- ✓ 내수 레저 중심의 투자 여전히 유효, Buy 투자 의견 유지

Buy

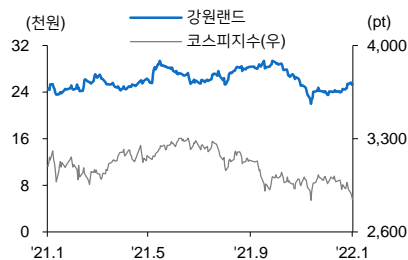
적정주가 (12개월) **34,000 원**
현재주가 (1.21) **25,450 원**
상승여력 **33.6%**

KOSPI	2,834.29pt
시가총액	54,448억원
발행주식수	21,394만주
유통주식비율	58.50%
외국인비중	19.26%
52주 최고/최저가	29,400원/22,000원
평균거래대금	175.3억원

주요주주(%)	
한국광해광업공단	36.27
국민연금공단	7.06
강원도개발공사	5.34

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.3	-0.2	4.3
상대주가	13.7	13.2	16.3

주가그래프



짧았던 위드코로나의 행복

강원랜드의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,535억원(+93.1% YoY)과 -74억원(적지 YoY)으로 기대치를 하회할 것으로 예상된다. 내수 레저 호조로 호텔/콘도 등 숙박 시설은 3분기에 이어 양호한 흐름을 이어갔으나 카지노 부진이 재개되며 예상치를 하회할 것으로 본다. 11월 위드코로나 시행으로 매출이 빠르게 증가했으나 오미크론 영향으로 12월부터 백신패스가 시행되고 영업시간이 단축되면서 타격을 입은 것으로 보인다. 타사와 마찬가지로 4분기 연차수당 등 연중 가장 큰 비용이 발생하는 시기를 맞이하며 적자 전환이 예상되나 QoQ 매출 증가 없이도 1분기는 턴어라운드 예상된다.

확신이 없을 때는 가장 안전한 길로

12월 18일 이후 진행된 영업시간 단축은 1월 현재도 진행형이다. 회복의 시기가 예상보다 다소 지연되는 모습이다. 지난 3분기와 유사한 카지노 매출이 1분기까지 이어질 것으로 예상된다. 현재의 방역 단계 완화가 지속된다면 회복의 시기는 추가 지연될 수 있다. 지속적인 코로나 변이 바이러스 발생으로 회복 시기가 지연되는 점은 다소 아쉽다.

동사는 풍부한 현금을 보유하고 있다. 4분기도 손익계산서 상 적자를 기록하나 감가상각을 고려했을 때 순현금 유출이 일어나는 분기는 아니다. 레저 사업자 중 골프존 다음으로 실적 하향 조정 폭이 가장 적은 업체이기도 하다.

대외 변수 불확실성이 높은 현재, 실적 가시성이 가장 높은 업체라는 당사의 기존 의견을 유지한다. Buy 투자 의견과 적정주가 34,000원을 유지한다.

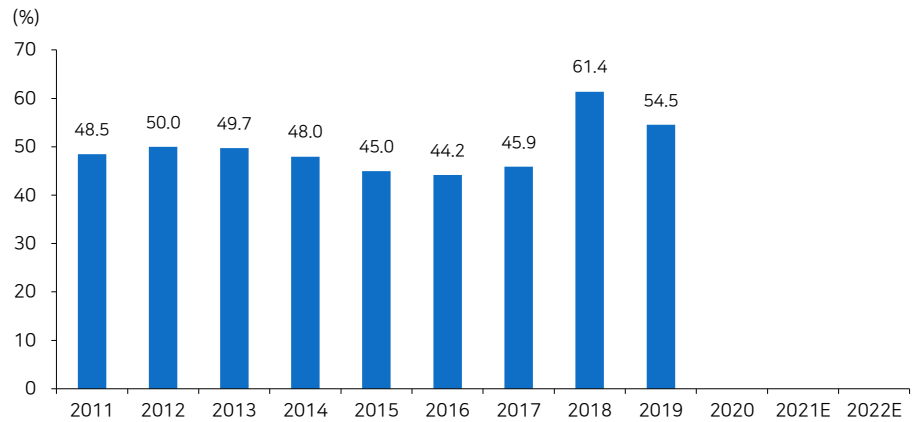
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	478.6	-431.6	-275.9	-1,289	-182.4	15,177	-18.2	1.5	-10.2	-7.9	12.2
2021E	799.8	-40.1	9.8	46	-103.5	15,218	527.4	1.6	86.5	0.3	21.7
2022E	1,219.0	218.2	198.6	928	1,937.7	16,146	27.4	1.6	11.0	5.9	30.4
2023E	1,558.7	454.9	333.5	1,559	68.0	17,705	16.3	1.4	5.5	9.2	27.0
2024E	1,605.5	465.7	413.1	1,931	23.8	19,636	13.2	1.3	3.0	10.3	25.0

표4 강원랜드 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	253.5	131.3	93.1	245.3	3.4	292.4	-13.3
영업이익	-7.4	-76.1	적지	24.3	적전	13.4	155.2
세전이익	12.9	-56.6	흑전	28.4	-54.4	33.2	61.0
지배순이익	9.3	-33.3	흑전	20.4	-54.4	-	N/A

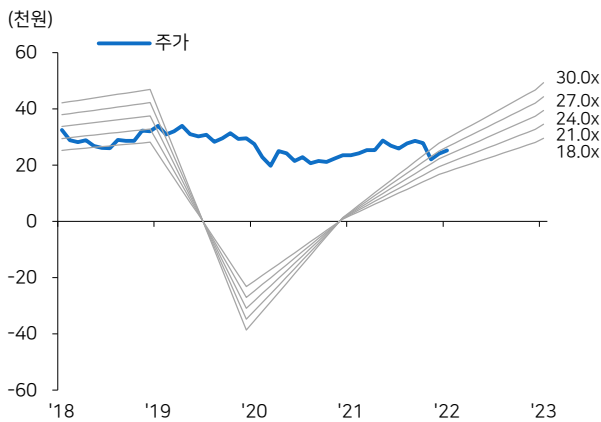
자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

그림12 강원랜드 배당성향 추이 및 전망: 순이익 base 배당 지급



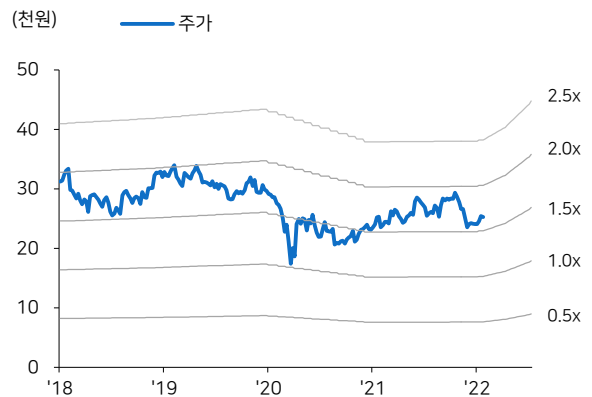
자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

그림13 강원랜드 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 강원랜드 Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 강원랜드 분기 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
드롭액	1,011.5	145.0	259.0	528.6	417.2	879.4	1,068.2	1,153.0	1,944.0	3,517.8	5,252.0	6,599.5
Mass	416.1	-	43.8	187.3	155.3	338.3	378.7	358.5	647.1	1,230.8	1,789.1	2,970.4
슬롯머신	360.4	-	79.4	198.2	134.4	305.6	376.3	413.9	638.0	1,230.3	1,777.0	2,193.1
VIP테이블	235.0	145.0	135.8	143.1	127.5	235.5	313.2	380.6	658.9	1,056.8	1,685.9	1,436.0
홀드율 (%)	21.9	22.0	24.4	23.9	23.6	23.2	22.1	21.8	22.8	22.4	22.9	23.3
Mass	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.2	24.2	24.3	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.7	24.3
VIP테이블	14.0	22.0	24.5	22.8	21.8	20.0	16.6	16.6	19.8	18.0	19.3	19.4
매출액	236.0	34.6	76.6	131.3	97.4	203.6	245.2	253.5	478.5	799.8	1,219.0	1,558.7
Mass	101.8	-	10.7	45.8	38.0	82.7	92.6	87.7	158.3	301.0	437.6	726.4
슬롯머신	87.3	-	19.3	48.0	32.6	74.0	91.2	100.3	154.6	298.1	438.8	531.9
VIP테이블	32.9	31.9	33.3	32.6	27.8	47.1	52.1	63.3	130.7	190.2	326.2	278.7
비카지노	36.2	6.6	17.9	14.3	11.9	20.0	32.3	26.6	75.0	90.8	133.3	171.0
매출원가	158.1	118.3	115.0	153.2	131.9	174.8	193.1	208.5	544.5	708.3	861.2	961.5
인건비	32.9	37.3	31.0	42.0	27.1	35.3	35.1	45.0	143.2	142.6	148.7	169.3
컴프	3.3	1.0	1.0	1.0	-	1.5	2.2	2.5	6.1	6.3	8.6	6.8
세금	29.3	4.8	9.5	19.1	11.0	30.9	35.9	38.2	62.8	116.0	178.9	229.7
판관비	264.7	20.2	26.5	54.3	25.1	26.1	27.9	52.4	365.7	131.6	139.7	142.4
영업이익	-186.8	-103.8	-64.9	-76.1	-59.6	2.7	24.3	-7.4	-431.6	-40.1	218.2	454.9
세전이익	-220.4	-72.3	-55.2	-56.6	-55.7	28.4	28.3	12.9	-404.5	14.0	274.1	511.3
순이익	-156.1	-45.6	-40.9	-33.3	-40.9	20.9	20.4	9.3	-275.9	9.8	198.6	372.7
(% YoY)												
드롭액	-35.5	-90.9	-84.9	-68.0	-58.8	506.5	312.4	118.1	-70.2	81.0	49.3	25.7
Mass	-37.9	적지	-93.8	-71.6	-62.7	적지	765.6	91.4	-76.0	90.2	45.4	66.0
슬롯머신	-34.8	적지	-87.4	-67.1	-62.7	적지	373.8	108.8	-73.0	92.8	44.4	23.4
VIP테이블	-31.9	-58.6	-65.0	-63.4	-45.7	62.4	130.6	166.0	-55.3	60.4	59.5	-14.8
매출액	-37.5	-90.5	-81.1	-64.8	-58.7	487.9	220.2	93.1	-68.5	67.1	52.4	27.9
Mass	-37.9	적지	-93.8	-71.6	-62.7	적지	765.6	91.4	-76.0	90.2	45.4	66.0
슬롯머신	-36.3	적지	-87.4	-67.0	-62.7	적지	372.5	109.0	-73.1	92.9	47.2	21.2
VIP테이블	-46.3	-48.2	-49.2	-45.6	-15.5	47.5	56.4	94.2	-47.3	45.6	71.5	-14.6
영업이익	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	적지	적전	적지	흑전	108.5
순이익	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	1,864.5	86.6
Margin (%)												
OPM	-79.1	-299.7	-84.7	-58.0	-61.2	1.3	9.9	-2.9	-90.2	-5.0	17.9	29.2
NPM	-66.1	-131.5	-53.3	-25.4	-42.0	10.3	8.3	3.7	-57.6	1.2	16.3	23.9
Indicator												
인당드롭액 (백만원)	2.3	61.3	6.5	4.3	4.8	4.4	4.2	4.4	3.2	4.4	3.6	2.1
% YoY	10.8	2,479.9	194.8	81.8	105.4	-92.8	-35.0	2.9	적지	35.4	-17.0	-41.9
일평균방문객 (명)	8,194.2	78.8	1,145.0	3,063.3	1,938.2	2,191.1	2,824.3	2,824.3	1,637.3	2,193.5	3,946.4	8,534.1
% YoY	-1.1	-98.9	-86.6	-59.5	-76.3	2,680.6	146.7	-7.8	N/A	34.0	79.9	116.2

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

표6 강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
드롭액	6,134.5	6,530.2	1,944.0	3,517.8	5,252.0	6,599.5
Mass테이블	2,559.3	2,694.5	647.1	1,230.8	1,789.1	2,970.4
슬롯머신	2,284.5	2,360.7	638.0	1,230.3	1,777.0	2,193.1
VIP테이블	1,290.6	1,475.0	658.9	1,056.8	1,685.9	1,436.0
홀드율 (%)	22.8	22.7	22.8	22.4	22.9	23.3
Mass테이블	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.1	24.3	24.2	24.2	24.7	24.3
VIP테이블	17.3	16.8	19.8	18.0	19.3	19.4
매출액	1,438.1	1,520.0	478.5	799.8	1,219.0	1,558.7
Mass테이블	625.9	659.0	158.3	301.0	437.6	726.4
슬롯머신	551.4	574.5	154.6	298.1	438.8	531.9
VIP테이블	222.8	248.2	130.7	190.2	326.2	278.7
비카지노	166.4	180.0	75.0	90.8	133.3	171.0
매출원가	729.6	736.7	544.5	708.3	861.2	961.5
인건비	148.6	125.9	143.2	142.6	148.7	169.3
컴프	10.9	9.7	6.1	6.3	8.6	6.8
세금	208.4	220.7	62.8	116.0	178.9	229.7
판관비	277.8	282.3	365.7	131.6	139.7	142.4
영업이익	430.7	501.1	-431.6	-40.1	218.2	454.9
세전이익	410.7	488.9	-404.5	14.0	274.1	511.3
순이익	297.3	334.7	-275.9	9.8	198.6	372.7
(% YoY)						
드롭액	-7.6	6.5	-70.2	81.0	49.3	25.7
Mass테이블	-8.7	5.3	-76.0	90.2	45.4	66.0
슬롯머신	-4.8	3.3	-73.0	92.8	44.4	23.4
VIP테이블	-10.1	14.3	-55.3	60.4	59.5	-14.8
매출액	-7.1	5.7	-68.5	67.1	52.4	27.9
Mass테이블	-8.6	5.3	-76.0	90.2	45.4	66.0
슬롯머신	-4.8	4.2	-73.1	92.9	47.2	21.2
VIP테이블	-13.8	11.4	-47.3	45.6	71.5	-14.6
영업이익	-18.9	16.4	적전	적지	흑전	108.5
순이익	-27.5	19.0	적전	흑전	1,864.5	86.6
Margin (%)						
OPM	29.9	33.0	-90.2	-5.0	17.9	29.2
NPM	20.7	22.0	-57.6	1.2	16.3	23.9
Valuation (배)						
EPS (원)	1,389.8	1,564.3	-1,289.4	45.6	928.1	1,558.9
PER	23.0	18.9	-18.2	527.2	27.2	16.2
PBR	1.9	1.7	1.5	1.6	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.4	8.0	-10.2	86.5	10.8	5.4
ROE (%)	8.4	9.2	-7.9	0.3	5.9	9.2
Dividend Yield (%)	2.8	3.0	-	-	-	-

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

강원랜드 (035250)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	478.6	799.8	1,219.0	1,558.7	1,605.5
매출액증가율 (%)	-68.5	67.1	52.4	27.9	3.0
매출원가	544.5	708.3	861.2	961.5	990.4
매출총이익	-65.9	91.5	357.8	597.2	615.2
판매관리비	365.7	131.6	139.7	142.4	149.5
영업이익	-431.6	-40.1	218.2	454.9	465.7
영업이익률	-90.2	-5.0	17.9	29.2	29.0
금융손익	45.3	53.4	14.1	17.9	21.8
중속/관계기업손익	0.4	1.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-18.7	-15.1	-15.1	-15.1	-15.1
세전계속사업이익	-404.5	-0.7	217.1	457.8	472.4
법인세비용	-128.6	0.1	60.2	124.3	59.4
당기순이익	-275.9	9.7	198.5	333.5	413.0
지배주주지분 손이익	-275.9	9.8	198.6	333.5	413.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-655.7	309.7	587.2	386.2	702.8
당기순이익(손실)	-275.9	9.7	198.5	333.5	413.0
유형자산상각비	76.7	78.9	79.0	78.0	263.5
무형자산상각비	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4
운전자본의 증감	-295.7	226.5	309.0	-25.8	25.9
투자활동 현금흐름	844.7	-94.9	-139.2	-3.6	-36.5
유형자산의증가(CAPEX)	-59.0	-22.6	-40.0	-40.0	0.0
투자자산의감소(증가)	518.3	-10.7	-89.3	7.5	-7.5
재무활동 현금흐름	-183.6	4.2	2.7	-0.2	0.2
차입금의 증감	-3.8	4.3	2.7	-0.2	0.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.4	219.0	450.7	382.4	666.5
기초현금	60.7	66.1	285.0	735.7	1,118.1
기말현금	66.1	285.0	735.7	1,118.1	1,784.6

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,498.2	1,850.8	2,343.0	2,693.8	3,392.0
현금및현금성자산	66.1	285.0	735.7	1,118.1	1,784.6
매출채권	2.1	4.1	6.2	6.1	6.2
재고자산	2.2	4.2	6.4	6.2	6.4
비유동자산	2,143.5	2,111.3	2,161.0	2,115.0	1,858.6
유형자산	1,349.4	1,304.2	1,265.1	1,227.1	963.6
무형자산	3.9	3.1	2.5	2.0	1.6
투자자산	518.0	528.6	617.9	610.5	617.9
자산총계	3,641.6	3,962.1	4,504.0	4,808.8	5,250.5
유동부채	330.0	639.7	980.0	951.6	980.1
매입채무	1.2	2.4	3.6	3.5	3.6
단기차입금	0.0	2.7	2.7	2.7	2.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	64.6	66.6	69.7	69.4	69.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	394.6	706.3	1,049.7	1,021.0	1,049.7
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	3,184.8	3,193.6	3,392.1	3,725.6	4,138.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0
자본총계	3,247.0	3,255.8	3,454.3	3,787.8	4,200.8

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	2,237	3,739	5,698	7,286	7,505
EPS(지배주주)	-1,289	46	928	1,559	1,931
CFPS	-1,458	280	1,516	2,423	3,340
EBITDAPS	-1,656	185	1,392	2,493	3,410
BPS	15,177	15,218	16,146	17,705	19,636
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-18.2	527.4	27.4	16.3	13.2
PCR	-16.1	86.0	16.8	10.5	7.6
PSR	10.5	6.4	4.5	3.5	3.4
PBR	1.5	1.6	1.6	1.4	1.3
EBITDA	-354.3	39.6	297.8	533.4	729.6
EV/EBITDA	-10.2	86.5	11.0	5.5	3.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.9	0.3	5.9	9.2	10.3
EBITDA 이익률	-74.0	4.9	24.4	34.2	45.4
부채비율	12.2	21.7	30.4	27.0	25.0
금융비용부담률	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	-230.1	-31.4			
매출채권회전율(x)	96.2	259.5	237.0	253.9	261.5
재고자산회전율(x)	165.1	252.7	230.7	247.2	254.7

Industry Brief
2022. 1. 24

골프존 215000

22년 실적 상향 필요한 유일 레저社

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 영업이익은 238억원으로 시장 추정치 소폭 하향
- ✓ 분기 라운딩 수 record high 또 한번 갱신. 기계 판매에 lagging하여 라운딩 수 증감이 반영되고 있어 2022년도 현 흐름 이어갈 가능성 높음
- ✓ YoY 기계판매 20% 감소를 예상했으나 1분기 flat 예상. 추정치 상향 필요
- ✓ 예상보다 견고한 기계 판매, 해외 매출 성장이 2022년 성장 이끌어 갈 것

Buy

적정주가 (12개월) **220,000 원**
현재주가 (1.21) **179,900 원**
상승여력 **22.3%**

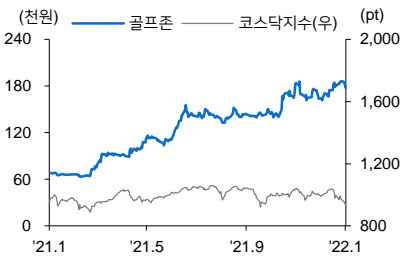
KOSDAQ	942.85pt
시가총액	11,289억원
발행주식수	628만주
유동주식비율	60.95%
외국인비중	21.51%
52주 최고/최저가	186,200원/62,800원
평균거래대금	169.2억원

주요주주(%)

골프존뉴턴홀딩스 외 10 인	39.00
KB자산운용	13.99

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.4	28.0	164.9
상대주가	17.7	41.5	175.8

주가그래프



평이한 분기. 중국이 다소 아쉽다

골프존의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,032억원(+39.5% YoY)과 238억원(+264.0% YoY)으로 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 4분기 라운딩 수 또 한번의 record high를 갱신한 것으로 보인다.

Stocking이 이루어지는 4분기 성격 상 해외 법인 매출은 평분기 대비 크게 증가하는 게 일반적이다. 3분기부터 국가 기준 최대 해외 법인으로 올라선 중국의 경우 QoQ 증가 흐름을 보인 것으로 판단되나 12월 정치 행사 등으로 일부 물량이 1월로 지연된 것으로 보인다. QoQ 증가는 이어지겠지만 3분기 시장을 놀라게 했던 성장에 비하면 다소 아쉽다. 2월 베이징 올림픽을 고려했을 때 동 현상은 1분기까지 지속될 것으로 보인다. 예정된 중국 오더가 본격화되는 시기는 2분기로 예상된다.

2022년 유일한 실적 상향 조정이 예상되는 레저 업체

다만 2022년 실적은 상향 조정 여지가 높다. 지난 3년간의 높은 기계 판매 매출로 인해 당사는 2022년 기계 매출이 YoY 20% 감소할 것으로 추정하였으나 1분기 흐름은 전년동기와 유사한 수준이 예상된다. 연간 감소 추정치를 유지하기 위해서는 하반기 40% 감소를 추정해야 하는데 이렇듯 급격한 판매 감소 가능성은 극히 낮기 때문이다. 기계 매출 상향 추정 시 라운딩 수 또한 증가하게 된다.

대외 변수에 대한 취약성이 높아진 시기다. 중국 매출의 또 한번 급격한 증가를 기대할 수 있는 시기가 2분기 이후로 미뤄진 점은 다소 아쉬우나 탄탄한 실적, PER 10배에 불과한 밸류에이션은 레저 산업 내 동사의 투자 매력을 높이기에 충분하다.

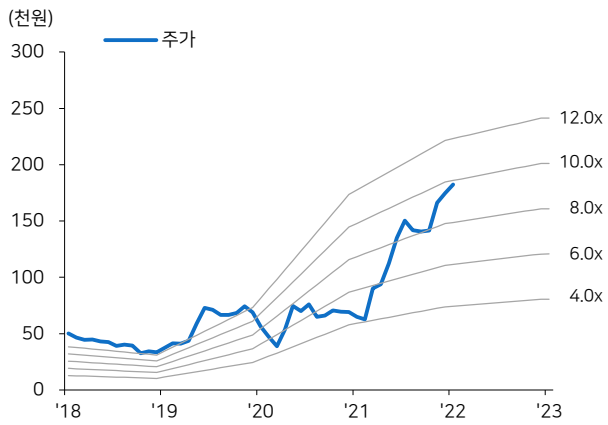
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	298.5	51.6	38.3	6,098	131.3	35,785	11.4	1.9	5.0	18.0	62.8
2021E	431.4	119.6	91.6	14,602	139.5	47,888	12.0	3.7	7.8	34.9	60.6
2022E	468.2	153.1	117.1	18,666	27.8	64,055	9.6	2.8	5.6	33.3	48.3
2023E	471.1	168.1	128.3	20,448	9.5	82,005	8.8	2.2	4.5	28.0	38.0
2024E	474.0	169.1	129.0	20,564	0.6	100,069	8.7	1.8	3.8	22.6	31.4

표7 골프존 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	103.2	74.0	39.5	123.1	-16.1	107.5	-4.0
영업이익	23.8	6.5	264.2	37.2	-36.0	27.7	-14.2
세전이익	24.8	6.7	272.6	37.5	-34.0	26.3	-5.8
지배순이익	18.1	5.7	219.8	28.7	-36.8	19.0	-4.3

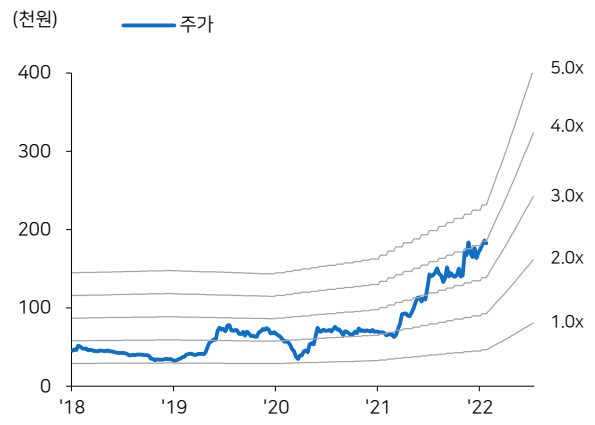
자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

그림15 골프존 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 골프존 Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표8 골프존 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
매출 추정												
매출	72.7	72.2	79.6	74.0	99.4	105.8	123.1	103.2	298.5	431.4	468.2	471.1
스크린골프	77.7	78.2	87.2	85.0	109.2	115.1	135.7	119.6	328.0	502.3	517.8	521.0
Golf simulator	64.2	64.5	72.2	62.3	90.6	91.5	110.9	95.0	263.1	390.2	391.5	385.6
소모품상품	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
광고/제휴	2.9	2.9	3.8	3.9	2.5	3.4	3.9	3.9	13.5	13.7	14.7	15.7
직영사업	8.7	9.4	10.0	10.4	21.2	22.9	24.7	24.1	38.5	92.9	105.6	113.2
유지보수	2.6	1.8	2.2	1.8	2.4	2.4	2.9	1.8	8.3	9.5	9.5	9.5
Golf simulator	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
유상AS 및 질관리수수료	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
비즈몰	2.0	1.7	2.1	1.7	2.2	2.3	2.8	1.7	7.5	8.9	8.9	8.9
유지보수 자재	0.6	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.8	0.6	0.6	0.6
기타	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
연결조정	-7.5	-7.8	-9.7	-12.8	-12.2	-11.7	-15.5	-17.9	-37.8	-57.3	-59.1	-59.4
성장률(% YoY)												
매출	20.2	18.9	21.3	23.0	36.6	46.5	54.6	39.5	155.0	44.5	8.5	0.6
스크린골프	31.4	25.0	23.1	27.4	40.6	47.2	55.6	40.6	26.6	53.1	3.1	0.6
Golf simulator	19.9	18.2	27.6	28.9	41.1	41.9	53.6	52.5	23.6	48.3	0.3	-1.5
소모품상품	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
광고/제휴	19.2	-19.5	-0.0	3.1	-13.8	15.6	3.8	-	-1.0	1.5	7.3	6.8
직영사업	70.0	140.8	59.3	27.8	142.8	142.7	147.7	132.2	64.3	141.2	13.6	7.2
유지보수	-7.0	2.1	2.0	-68.4	-6.5	29.6	33.7	-	-32.0	14.2	-	-
원가 추정												
매출원가	26.8	26.8	29.4	28.8	35.6	36.6	43.5	29.4	111.9	144.8	131.5	120.3
매출원가율(%)	36.9	37.1	37.0	38.9	35.8	34.6	35.3	28.5	37.5	33.6	28.1	25.5
판매관리비	30.6	31.3	34.5	38.6	35.4	39.2	42.4	50.0	135.1	167.0	183.6	182.7
판매관비율(%)	42.0	43.4	43.4	52.3	35.6	37.0	34.5	48.5	45.2	38.7	39.2	38.8
이익 추정												
매출총이익	45.9	45.4	50.2	45.2	63.8	69.2	79.6	73.8	186.6	286.6	336.8	350.8
매출총이익률(%)	63.1	62.9	63.0	61.1	64.2	65.4	64.7	71.5	62.5	66.4	71.9	74.5
% YoY	17.8	24.7	21.1	24.3	39.0	52.4	58.7	63.3	21.9	53.5	17.5	4.2
영업이익	15.3	14.1	15.6	6.5	28.4	30.0	37.2	23.8	51.6	119.6	153.1	168.1
영업이익률(%)	21.1	19.5	19.6	8.8	28.6	28.4	30.2	23.0	17.3	27.7	32.7	35.7
% YoY	3.3	42.6	101.2	-3,451	85.5	113.0	138.1	264.0	59.7	131.5	28.2	9.8

자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

골프존 (215000)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	298.5	431.4	468.2	471.1	474.0
매출액증가율 (%)	20.9	44.5	8.5	0.6	0.6
매출원가	111.9	144.8	131.5	120.3	121.0
매출총이익	186.7	286.6	336.8	350.8	353.0
판매관리비	135.1	167.0	183.6	182.7	183.9
영업이익	51.6	119.6	153.1	168.1	169.1
영업이익률	17.3	27.7	32.7	35.7	35.7
금융손익	0.3	1.0	3.1	5.4	7.8
중속/관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.2	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	48.7	120.6	156.2	173.5	176.9
법인세비용	11.2	30.8	41.4	47.7	50.5
당기순이익	37.5	89.8	114.8	125.7	126.5
지배주주지분 순이익	38.3	91.6	117.1	128.3	129.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	87.4	113.6	126.5	133.0	133.6
당기순이익(손실)	37.5	89.8	114.8	125.7	126.5
유형자산상각비	29.8	4.2	4.4	4.6	4.9
무형자산상각비	3.2	3.3	2.8	2.3	2.0
운전자본의 증감	12.3	16.3	4.5	0.4	0.4
투자활동 현금흐름	-52.6	-0.5	-0.2	-0.0	-0.0
유형자산의증가(CAPEX)	-15.3	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.8	-0.4	-0.1	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	-25.3	-8.6	-13.7	-15.5	-15.5
차입금의 증감	11.1	7.1	2.0	0.2	0.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	7.5	104.5	112.6	117.5	118.1
기초현금	16.0	23.5	128.0	240.6	358.1
기말현금	23.5	128.0	240.6	358.1	476.2

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	118.1	239.2	356.4	474.3	592.7
현금및현금성자산	23.5	128.0	240.6	358.1	476.2
매출채권	16.6	24.0	26.0	26.2	26.3
재고자산	10.5	15.1	16.4	16.5	16.6
비유동자산	249.2	242.1	235.0	228.1	221.3
유형자산	117.4	113.2	108.8	104.1	99.3
무형자산	20.9	17.6	14.8	12.5	10.5
투자자산	5.3	5.7	5.8	5.8	5.8
자산총계	367.3	481.3	591.4	702.4	814.0
유동부채	80.9	116.9	126.9	127.6	128.4
매입채무	4.1	5.9	6.4	6.5	6.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	60.8	64.7	65.8	65.9	66.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	141.7	181.6	192.7	193.5	194.4
자본금	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
자본잉여금	68.8	68.8	68.8	68.8	68.8
기타포괄이익누계액	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
이익잉여금	152.5	228.5	329.9	442.6	555.9
비지배주주지분	1.0	-0.8	-3.2	-5.8	-8.4
자본총계	225.6	299.7	398.8	508.8	619.6

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	47,570	68,747	74,612	75,070	75,530
EPS(지배주주)	6,098	14,602	18,666	20,448	20,564
CFPS	13,452	20,247	25,544	27,894	28,036
EBITDAPS	13,477	20,247	25,544	27,894	28,036
BPS	35,785	47,888	64,055	82,005	100,069
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
배당수익률(%)	3.6	1.4	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	11.4	12.0	9.6	8.8	8.7
PCR	5.2	8.6	7.0	6.4	6.4
PSR	1.5	2.5	2.4	2.4	2.4
PBR	1.9	3.7	2.8	2.2	1.8
EBITDA	84.6	127.1	160.3	175.0	175.9
EV/EBITDA	5.0	7.8	5.6	4.5	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.0	34.9	33.3	28.0	22.6
EBITDA 이익률	28.3	29.5	34.2	37.2	37.1
부채비율	62.8	60.6	48.3	38.0	31.4
금융비용부담률	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	34.1	69.0	83.1	89.9	90.3
매출채권회전율(x)	18.0	21.3	18.8	18.1	18.1
재고자산회전율(x)	28.0	33.8	29.7	28.7	28.7

Industry Brief
2022. 1. 24

파라다이스 034230

복합리조트는 고정비 부담이 크다?

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 영업적자는 108억원으로 컨센서스 하회 예상
- ✓ 카지노 부문 bad luck이 주요. 희망퇴직 일회성 비용 또한 동 분기 집행 가정
- ✓ 추가 인력 조정으로 현재 카지노 매출로도 영업이익 BEP 가능
- ✓ 6천억원에 달하는 현금, 현 상황에서도 (+) 영업현금흐름 발생
- ✓ IR사업자임에도 고정비 부담 커버되고 있어 개별 기업 리스크 낮음

Buy

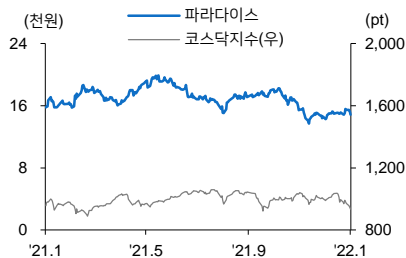
적정주가 (12개월) **22,000 원**
현재주가 (1.21) **15,150 원**
상승여력 **45.2%**

KOSDAQ	942.85pt
시가총액	13,778억원
발행주식수	9,094만주
유통주식비율	47.67%
외국인비중	4.61%
52주 최고/최저가	19,900원/13,700원
평균거래대금	73.8억원

주요주주(%)
파라다이스글로벌 외 9 인 46.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.6	-9.8	-4.7
상대주가	11.6	-0.3	-0.8

주가그래프



카지노 bad luck을 호텔 호조가 일부 방어

4분기 파라다이스의 매출액과 영업이익은 각각 962억원(-7.5% YoY)과 -108억원(적지 YoY)으로 전망된다. 이는 Luck 효과로, 일시적 요인이다. 큰 의미를 둘 필요는 없다고 판단한다. 동사는 4분기 약 40명의 희망퇴직을 진행한 바 있다. 당사 추정치는 이에 따른 일회성 비용을 모두 반영한 것이다.

부진한 카지노 매출에도 불구하고 동 규모 적자는 EBITDA 140억원에 달하는 흑자를 의미한다. 이는 호텔 호조 때문인데, 일반적으로 3분기 대비 4분기 ADR이 하락하나, 동 분기는 높게 유지되었다.

지금 매출 수준으로도 흑자 가능. 버티는 건 문제 없다

추가 인력 조정을 통해 동사는 월 200억원 카지노 매출로 소폭의 영업흑자를 기록할 수 있을 정도로 비용이 줄었다. 2021년 카지노 매출은 2,399억원으로 2022년 유사한 매출이 발생한다면, 연간 소폭의 흑자 달성이 가능해진다.

과거 월 200억 카지노 매출 시 EBITDA BEP(분기 -250억원 적자) 조건이었으나 비용 감소를 통해 동 매출 기준으로도 영업이익이 흑자를 기록하게 되었다. 현재와 같은 최악의 상황이 지속된다고 하더라도 이자비용까지 포함, 더 이상의 현금 유출은 없다.

동사는 약 6천억원의 현금을 보유하고 있다. 영업 환경은 현 상황 속에서도 생존 가능하도록 압축되어 있고, 손 안에는 상황의 급격한 변화에 버틸 수 있는 현금이 넉넉히 쥐어져 있다. 중국 규제 완화, 코로나 완화 등 외부 변수 변화까지는 동사가 할 수 있는 게 없지만 당장은 버티는 게 관건이다.

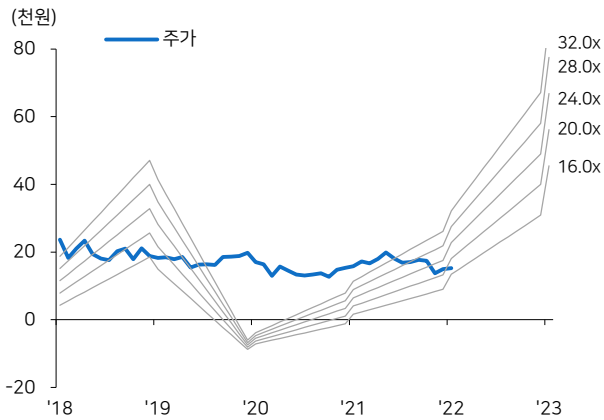
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	453.9	-86.2	-118.1	-1,299	-2,579.6	12,583	-11.8	1.2	177.0	-9.8	131.1
2021E	399.2	-45.6	-24.9	-274	-72.1	12,676	-54.5	1.2	49.6	-2.2	133.2
2022E	489.5	0.3	-40.5	-446	48.6	12,230	-34.0	1.2	24.3	-3.6	154.7
2023E	906.7	108.9	23.8	262	-158.7	12,492	57.9	1.2	10.3	2.1	162.4
2024E	1,050.4	182.8	99.0	1,088	315.7	13,580	13.9	1.1	2.3	8.3	146.8

표9 파라다이스 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	96.2	104.0	-7.5	121.8	-21.0	120.7	-20.3
영업이익	-10.8	-15.4	적지	4.8	적전	-5.8	-87.0
세전이익	-31.4	-87.1	적지	-10.8	적지	-37.5	16.3
지배순이익	-24.5	-67.5	적지	-6.2	적지	-29.5	16.8

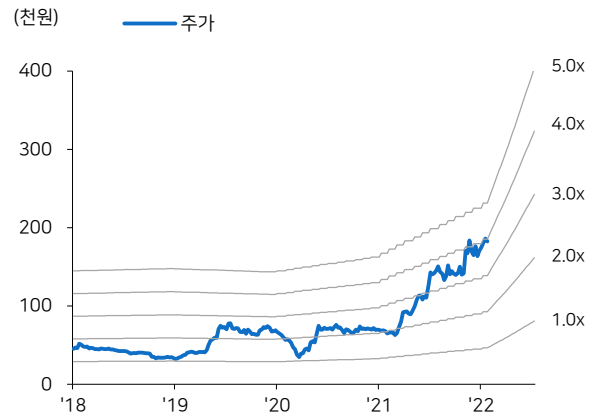
자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

그림17 파라다이스 12M Fwd EV/EBITDA 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 파라다이스 Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표10 파라다이스시티 최근 13개월 월별 실적 세부 데이터													
(백만원)	20.12	'21.1	'21.2	'21.3	'21.4	'21.5	'21.6	'21.7	'21.8	'21.9	'21.10	'21.11	'21.12
Drop	55,499.0	60,976.0	42,417.0	49,400.0	48,772.0	39,680.4	64,247.0	32,524.0	63,742.0	25,948.0	21,867.0	25,789.0	24,881.6
Sales	9,120.0	9,191.0	7,272.0	13,737.0	5,410.0	5,116.0	3,560.0	4,394.0	19,601.0	7,008.0	4,010.0	3,060.0	4,493.0
Sales (table)	7,993.0	7,878.0	6,775.0	9,358.0	4,536.0	4,405.0	2,551.0	3,518.0	18,899.0	6,037.0	3,265.0	2,406.0	3,660.0
Sales (slot)	1,079.0	1,311.0	1,320.0	914.0	865.0	734.0	998.0	805.0	1,046.0	931.0	719.0	654.0	833.0
홀드율 (table,%)	14.4	12.9	16.0	18.9	9.3	11.1	4.0	10.8	29.6	23.3	14.9	9.3	14.7
홀드율 (total,%)	16.3	15.1	19.1	20.8	11.1	13.0	5.5	13.3	31.3	26.9	18.2	11.9	18.1
YoY Growth (%)													
Drop	-74.3	-74.8	-82.5	2.0	100.7	-41.0	29.7	-33.2	25.8	-26.1	-48.6	-31.2	-55.2
Sales	-76.5	-75.6	-77.0	105.8	58.1	-35.2	-23.6	-27.1	237.8	118.3	-18.6	-47.9	-50.7
Sales (table)	-77.1	-77.7	-73.4	37.3	51.0	-40.4	-34.4	-31.4	285.6	121.6	-17.9	-52.9	-54.2
Sales (slot)	-23.9	-19.4	-28.8	149.7	107.4	30.4	43.6	-11.2	14.9	88.1	-20.0	-11.7	-22.8
홀드율 (table,%p)	-1.8	-1.6	5.4	4.9	-3.1	0.1	-3.9	0.3	20.0	15.5	5.6	-4.3	0.3
홀드율 (total,%p)	-0.5	-0.2	7.8	6.0	-3.0	1.1	-3.7	0.9	19.8	17.7	6.8	-3.7	1.7
Drop breakdown													
VIP	32,294.0	37,303.0	20,901.0	26,880.0	31,606.0	19,535.9	49,394.0	16,354.0	47,207.0	12,187.0	10,625.0	13,227.0	10,237.0
China VIP	925.0	2,066.0	1,237.0	1,324.0	699.0	343.1	473.0	146.0	283.0	322.0	21.0	287.0	245.9
Japan VIP	349.0	356.0	125.0	91.0	26.0	389.3	839.0	118.0	43.0	155.0	1,619.0	21.0	8.7
Other VIP	31,020.0	34,881.0	19,539.0	25,465.0	30,881.0	18,803.5	48,082.0	16,090.0	46,881.0	11,710.0	8,985.0	12,919.0	9,982.4
Mass	23,205.0	23,673.0	21,515.0	22,520.0	17,167.0	20,144.5	14,852.0	16,170.0	16,534.0	13,761.0	11,242.0	12,562.0	14,644.6
YoY Growth (%)													
VIP	-81.2	-81.2	-89.8	-27.3	75.1	-58.5	58.9	-48.9	42.5	-48.9	-57.6	-33.0	-68.3
China VIP	-97.6	-96.2	-98.1	-89.1	-78.5	-89.9	-38.9	-87.2	-83.0	-4.2	-96.4	-23.9	-73.4
Japan VIP	-99.6	-99.7	-99.8	-98.7	-85.4	165.9	2,163.0	5,800.0	207.1	811.8	23,028.6	N/A	-97.5
Other VIP	-19.6	6.4	-68.5	42.7	111.1	-56.8	58.9	-47.8	49.1	-50.1	-63.3	-33.3	-67.8
Mass	-48.3	-46.3	-41.1	96.9	174.9	-0.0	-19.8	-3.2	-5.9	22.0	-35.8	-29.2	-36.9
VIP방문객 (명)													
VIPs	2,344.0	2,184.0	1,758.0	1,677.0	1,190.0	1,102.0	1,050.0	856.0	859.0	718.0	698.0	651.0	802.0
China VIP	149.0	130.0	102.0	95.0	71.0	72.0	39.0	29.0	30.0	8.0	11.0	18.0	24.0
Japan VIP	16.0	28.0	17.0	15.0	5.0	15.0	10.0	13.0	14.0	14.0	18.0	4.0	2.0
Other VIP	2,179.0	2,026.0	1,639.0	1,567.0	1,114.0	1,015.0	1,001.0	814.0	815.0	696.0	669.0	629.0	776.0
YoY Growth (%)													
VIPs	-69.9	-72.5	-73.8	-35.4	4.5	-62.9	-57.0	-61.9	-61.8	-51.1	-61.7	-59.6	-65.8
China VIP	-87.9	-91.8	-91.6	-61.2	12.7	-63.3	-56.7	-75.2	-78.7	-90.0	-91.1	-77.8	-83.9
Japan VIP	-99.5	-99.3	-99.3	-95.9	-	275.0	400.0	550.0	N/A	133.3	800.0	N/A	-87.5
Other VIP	-28.2	-16.9	-44.8	-20.9	4.0	-63.4	-57.4	-61.7	-61.3	-49.7	-60.6	-58.9	-64.4
정킷 실적													
Rolling Chip Turnover	547.0	1,260.0	3,016.0	48,105.0	213.0	1,305.0	108.0	3,030.0	3,483.0	184.0	915.0	-	-
W/L	157.0	14.0	-1,601.0	7,682.0	19.0	-25.0	22.0	173.0	-667.0	80.0	67.0	-	-
Win rate(%)	0.3	0.0	-0.5	0.2	0.1	-0.0	0.2	0.1	-0.2	0.4	0.1	-	-
Sales	48.0	2.0	-823.0	3,465.0	9.0	-23.0	11.0	71.0	-344.0	40.0	26.0	-	-

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표11 파라다이스 영업장별 실적 전망

(십억원)		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
1. 서울 워커힐	드롭액	2,389.0	2,581.2	1,077.0	1,044.0	1,772.6	3,298.3	4,343.7
	% YoY	4.1	8.0	-58.3	-3.1	69.8	86.1	31.7
	VIP	1,922.1	2,104.0	837.5	839.5	1,551.9	3,075.6	4,121.0
	중국인	522.8	674.0	120.9	55.0	109.8	326.3	394.2
	일본인	761.0	769.9	122.8	7.5	216.0	895.6	912.8
	매출액	293.4	290.6	173.5	132.6	197.5	348.0	450.7
% YoY	8.1	-0.9	-40.3	-23.6	48.9	76.2	29.5	
2. 제주그랜드	드롭액	225.5	389.8	96.6	55.7	47.7	49.7	0.0
	% YoY	-43.4	72.9	-75.2	-42.3	-14.4	4.0	-100.0
	VIP	184.2	307.5	73.7	42.5	36.2	38.2	0.0
	중국인	115.6	209.2	35.9	6.1	1.6	1.6	0.0
	일본인	45.4	64.8	11.1	0.8	0.0	0.0	0.0
	매출액	24.5	40.4	9.9	1.9	2.6	2.9	0.0
% YoY	-24.7	64.6	-75.4	-80.7	34.7	10.4	-100.0	
3. 파라다이스 시티 (인천)	드롭액	2,156.2	2,669.2	943.8	500.2	547.7	1,799.8	1,997.8
	% YoY	58.0	23.8	-64.6	-47.0	9.5	228.6	11.0
	VIP	1,829.6	2,216.8	702.8	295.5	394.9	1,347.4	1,539.8
	중국인	435.2	513.5	143.8	7.4	29.6	359.5	430.5
	일본인	891.3	1,118.5	197.4	3.8	53.0	682.3	732.3
	매출액	245.6	377.5	129.2	92.4	0.0	0.0	0.0
% YoY	24.4	53.7	-65.8	-28.5	-100.0	#DIV/0!	#DIV/0!	
4. 부산 (3Q15부터)	드롭액	805.2	813.2	212.1	110.1	312.3	786.8	793.3
	% YoY	-20.9	1.0	-73.9	-48.1	183.6	151.9	0.8
	VIP	688.2	688.4	130.8	44.2	303.0	716.3	725.0
	중국인	305.3	303.8	53.5	1.8	128.8	299.7	308.7
	일본인	311.7	303.8	43.7	0.1	133.8	327.0	327.0
	매출액	68.0	75.5	23.7	17.1	45.8	130.2	132.8
% YoY	-6.1	11.1	-68.7	-27.9	168.2	184.6	2.0	
<연결법인 실적>	드롭액	5,575.8	6,453.3	2,329.6	2,017.9	2,680.4	5,934.6	7,187.8
	% YoY	9.8	15.7	-63.9	-13.4	32.8	121.4	21.1
	VIP	4,624.2	5,299.9	1,693.0	1,221.7	2,285.9	5,177.5	6,427.3
	중국인	1,378.8	1,683.6	302.2	70.3	269.8	987.1	1,135.0
	일본인	2,009.3	2,257.1	375.0	12.2	402.9	1,904.9	1,972.1
	카지노 매출액	636.0	784.1	335.4	239.9	330.9	720.6	847.6
% YoY	14.6	23.3	-57.2	-28.5	37.9	117.8	17.6	

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표12 파라다이스 시티 연간 실적 전망

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
전체 매출액	463.3	177.5	162.3	172.9	337.7
카지노 매출	377.5	129.2	92.4	96.1	250.6
드림액	2,669.2	943.8	500.2	547.7	1,799.8
비카지노 매출	87.9	50.6	72.0	76.8	87.2
영업이익	20.0	-66.7	-38.4	-38.0	85.6
영업이익률(%)	4.3	-37.6	-23.7	-22.0	25.3
감가상각비	64.4	58.9	57.5	57.5	57.5
EBITDA	84.4	-7.8	19.0	19.4	143.0

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표13 파라다이스 시티 분기 실적 전망 분기

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
드림액	532.7	141.1	134.5	135.5	152.8	152.7	122.2	72.5	943.8	500.2	547.7	1,799.8
VIP드림액	440.6	96.2	88.9	77.1	85.1	100.5	75.7	34.1	702.8	295.5	394.9	1,347.4
Mass드림액	92.1	44.9	45.5	58.4	67.7	52.2	46.5	38.4	241.0	204.8	152.9	452.4
전체 매출액	89.7	26.0	29.2	32.5	42.4	31.8	52.1	36.0	177.5	162.3	172.9	337.7
카지노 매출	75.8	16.0	15.1	19.9	30.2	13.9	31.1	15.1	129.2	92.4	96.1	250.6
드림액	532.7	141.1	134.5	135.5	152.8	152.7	122.2	72.5	943.8	500.2	547.7	1,799.8
비카지노매출	13.9	10.0	14.1	12.6	12.2	17.9	20.9	20.9	50.6	72.0	76.8	87.2
영업이익	2.5	-28.2	-25.6	-15.4	-7.5	-16.2	-0.2	-14.6	-66.7	-38.4	-38.0	85.6
영업이익률(%)	2.8	-108.4	-87.5	-47.4	-17.7	-50.8	-0.4	-40.5	-37.6	-23.7	-22.0	25.3
감가상각비	15.0	14.7	14.5	14.6	14.4	14.3	14.2	14.6	58.9	57.5	57.5	57.5
EBITDA	17.5	-13.5	-11.0	-0.8	6.9	-1.9	14.0	0.0	-7.8	19.0	19.4	143.0
EBITDA이익률(%)	19.5	-51.8	-37.8	-2.4	16.2	-5.8	26.8	0.1	-4.4	11.7	11.2	42.4

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표14 파라다이스 분기 실적 전망 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	184.7	74.6	90.6	104.0	96.6	84.6	121.8	96.2	453.9	399.2	489.5	906.7
카지노	154.3	51.5	55.1	74.4	63.6	44.9	76.0	55.3	335.4	239.9	330.9	720.6
호텔	14.3	12.0	19.6	16.1	15.5	21.6	23.1	19.2	62.0	79.4	77.0	83.5
기타	15.9	10.8	14.9	13.3	12.9	18.5	22.5	21.7	54.9	75.6	81.6	102.7
매출원가	164.2	103.7	108.5	100.6	95.7	95.6	104.4	91.2	477.0	387.0	432.7	724.9
매출총이익	20.4	-29.1	-18.0	3.4	0.9	-11.0	17.4	5.0	-23.2	12.3	56.8	181.8
판관비	15.6	15.5	13.1	18.9	13.1	16.4	12.5	15.8	63.0	57.9	56.5	72.9
영업이익	4.8	-44.5	-31.1	-15.4	-12.2	-27.4	4.8	-10.8	-86.2	-45.6	0.3	108.9
세전이익	-2.8	-53.7	-31.9	-87.1	-26.2	40.0	-10.4	-31.4	-175.4	-27.9	-68.0	40.2
순이익	-2.5	-31.9	-16.3	-67.5	-18.2	18.9	-6.2	-24.5	-118.1	-30.0	-96.3	61.5
% YoY Growth												
매출액	-8.5	-68.1	-67.0	-61.4	-47.7	13.4	34.5	-7.5	-53.7	-12.0	22.6	85.2
영업이익	흑전	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	적지	-266.1	적지	흑전	39,386
순이익	적지	적지	적전	적지	적지	흑전	적지	적지	-882.1	적지	적지	흑전
Margin (%)												
GPM	11.1	-38.9	-19.8	3.3	0.9	-13.0	14.3	5.2	-5.1	3.1	11.6	20.1
OPM	2.6	-59.6	-34.3	-14.8	-12.6	-32.4	4.0	-11.2	-19.0	-11.4	0.1	12.0
NPM	-1.3	-42.7	-18.0	-64.9	-18.8	22.3	-5.1	-25.5	-26.0	-7.5	-19.7	6.8

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

파라다이스 (034230)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	453.9	399.2	489.5	906.7	1,050.4
매출액증가율 (%)	-53.7	-12.0	22.6	85.2	15.8
매출원가	477.0	387.0	432.7	724.9	783.6
매출총이익	-23.2	12.3	56.8	181.8	266.9
판매관리비	63.0	57.9	56.5	72.9	84.0
영업이익	-86.2	-45.6	0.3	108.9	182.8
영업이익률	-19.0	-11.4	0.1	12.0	17.4
금융손익	-50.3	-63.9	-68.8	-59.0	-37.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-39.0	81.5	-0.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	-175.4	-28.0	-69.0	49.9	145.7
법인세비용	-8.5	18.6	0.2	9.3	-23.4
당기순이익	-166.9	-46.6	-69.3	40.7	169.1
지배주주지분 손이익	-118.1	-24.9	-40.5	23.8	99.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-155.8	-51.7	206.4	276.7	734.7
당기순이익(손실)	-166.9	-46.6	-69.3	40.7	169.1
유형자산상각비	94.9	91.1	91.1	91.1	463.5
무형자산상각비	6.7	6.4	6.2	6.0	5.9
운전자본의 증감	-144.0	-22.6	178.4	138.9	96.3
투자활동 현금흐름	-98.7	229.6	-112.0	-172.6	-74.0
유형자산의증가(CAPEX)	-8.7	-32.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-11.7	1.1	-10.9	-16.7	-7.2
재무활동 현금흐름	175.0	61.3	4.6	7.1	-76.8
차입금의 증감	179.9	46.3	4.6	7.1	-76.8
자본의 증가	2.2	23.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-79.3	239.9	99.1	111.2	583.9
기초현금	221.6	142.3	382.2	481.2	592.4
기말현금	142.3	382.2	481.2	592.4	1,176.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	520.9	667.4	883.7	1,175.5	1,836.8
현금및현금성자산	142.3	382.2	481.2	592.4	1,176.3
매출채권	5.4	5.0	8.1	12.8	14.9
재고자산	6.7	6.2	10.0	15.9	18.4
비유동자산	2,792.6	2,660.0	2,573.5	2,493.1	2,031.0
유형자산	2,129.7	2,036.0	1,944.9	1,853.8	1,390.4
무형자산	204.6	198.3	192.1	186.1	180.2
투자자산	35.7	34.5	45.4	62.1	69.3
자산총계	3,313.5	3,327.4	3,457.1	3,668.6	3,867.8
유동부채	361.9	367.7	465.2	479.4	442.4
매입채무	1.9	1.8	2.9	4.5	5.3
단기차입금	149.1	129.3	129.3	129.3	129.3
유동성장기부채	41.2	79.9	79.9	79.9	0.0
비유동부채	1,518.1	1,532.9	1,634.4	1,791.0	1,858.0
사채	231.6	419.6	419.6	419.6	419.6
장기차입금	913.9	771.9	771.9	771.9	771.9
부채총계	1,880.0	1,900.6	2,099.6	2,270.4	2,300.5
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	297.2	320.8	320.8	320.8	320.8
기타포괄이익누계액	304.1	298.9	298.9	298.9	298.9
이익잉여금	520.6	510.6	470.0	493.8	592.8
비지배주주지분	289.2	274.0	245.3	262.1	332.3
자본총계	1,433.6	1,426.8	1,357.5	1,398.2	1,567.3

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	4,991	4,390	5,382	9,970	11,550
EPS(지배주주)	-1,299	-274	-446	262	1,088
CFPS	393	680	1,043	2,084	7,171
EBITDAPS	169	571	1,073	2,266	7,171
BPS	12,583	12,676	12,230	12,492	13,580
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-11.8	-54.5	-34.0	57.9	13.9
PCR	39.0	22.0	14.5	7.3	2.1
PSR	3.1	3.4	2.8	1.5	1.3
PBR	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
EBITDA	15.4	51.9	97.6	206.0	652.1
EV/EBITDA	177.0	49.6	24.3	10.3	2.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.8	-2.2	-3.6	2.1	8.3
EBITDA 이익률	3.4	13.0	19.9	22.7	62.1
부채비율	131.1	133.2	154.7	162.4	146.8
금융비용부담률	12.0	16.9	14.9	5.7	4.8
이자보상배율(x)	-1.6	-0.7	0.0	2.1	3.6
매출채권회전율(x)	24.6	76.7	74.9	86.8	76.0
재고자산회전율(x)	70.4	61.9	60.4	70.0	61.3

Industry Brief
2022. 1. 24

모두투어 080160

아직 동면 중

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 영업적자는 40억원으로 예상 수준에 부합
- ✓ 하나투어와 달리 인력 정상화 더더 고정비 지난해 수준 유지
- ✓ 예상보다 소폭 큰 구조조정 감안해 미래 Capa를 축소, 회복 후 매출 규모 축소
- ✓ 코로나 완전 회복 시기를 2024년으로 설정, 이를 바탕으로 신규 적정주가 23,000원 제시, Hold 의견 유지

Hold

적정주가 (12개월) 23,000 원
현재주가 (1.21) 21,150 원
상승여력 8.7%

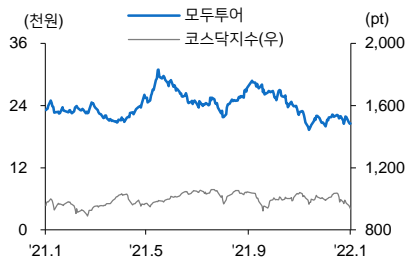
KOSDAQ	942.85pt
시가총액	3,997억원
발행주식수	1,890만주
유동주식비율	78.25%
외국인비중	10.18%
52주 최고/최저가	30,950원/19,300원
평균거래대금	35.9억원

주요주주(%)

우종용 외 11 인	12.90
JP Morgan Investment Management	5.76

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.2	-10.6	-9.4
상대주가	9.1	-1.2	-5.7

주가그래프



무난한 4분기

모두투어의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 48억원(+6.0% YoY)과 -40억원 (적지 YoY)으로 3분기 희망퇴직 효과가 제거되며 무난한 실적이 예상된다. 하나투어와 달리 2020년과 유사한, 사실상 동면 상태를 유지하는 최소한의 인원이 출근 중으로 2022년에도 고정비의 큰 변화는 없을 것으로 보인다.

같은 상황, 더 컸던 낙폭: 단기 주가 하락은 과도했다고 판단

당사 추정에 따르면 모두투어는 2021년말 보유 현금 기준 현 영업 상황이 지속되더라도 1년은 더 버틸 수 있다. 그러나 영업 정상화 시 항공권 확보를 위한 예치금 등 영업 자금을 고려한다면 고민이 필요한 시기다.

동사의 적정주가를 기존 3만원에서 23,000원으로 하향한다. 시장의 기대는 낮아진 고정비, 코로나 이연 수요로 인해 2017년, 가장 높은 이익을 기록하던 시기를 재현해 줄 것이라는 데 있다. 당사의 신규 주가는 이를 반영하여, 2024년 코로나 완전 회복 및 2017년 순이익을 재현한다는 가정을 이용했다.

다만 코로나 완전 회복에도 달성 가능한 매출 규모는 다소 축소했다. 구조조정 규모가 예상보다 커 미래 예상 capa를 축소한 데 따른다. 적용 밸류에이션은 해당년도 순이익의 20배(PER)로 기존 대비 10% 할인했다. 코로나 회복 후 두 사업자의 인력 풀 차이만큼 capa 차이가 발생할 것임을 감안, 1위 사업자 대비 10% 할인을 적용한 데 따른다. Peer와 같은 환경에 놓여있음에도 동사의 단기 주가 하락폭이 더욱 컸다. 단기적으로 1위 사업자와의 벌어진 갭을 메우는 시기가 예상된다.

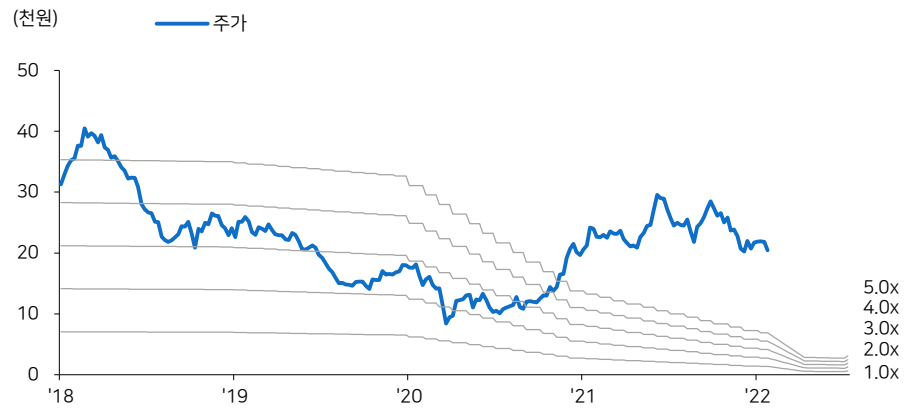
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	54.8	-21.2	-64.5	-3,414	-2,950.0	2,777	-6.0	7.4	-40.7	-73.1	218.0
2021E	13.8	-24.7	-20.4	-1,081	-69.0	1,467	-20.2	14.9	-29.1	-50.9	299.8
2022E	51.7	-13.3	-12.6	-666	-39.3	581	-31.7	36.4	-73.1	-65.1	542.8
2023E	207.9	14.1	7.5	399	-165.1	778	53.1	27.2	23.5	58.7	789.6
2024E	250.9	35.6	27.4	1,448	200.9	1,833	14.6	11.5	10.4	110.9	601.5

표15 모두투어 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4.8	4.5	6.0	3.5	38.1	5.0	-3.6
영업이익	-4.0	-3.0	적지	-10.2	적지	-5.5	26.4
세전이익	-4.3	-37.8	적지	-9.9	적지	-	N/A
지배순이익	-4.6	-39.6	적지	-10.0	적지	-	N/A

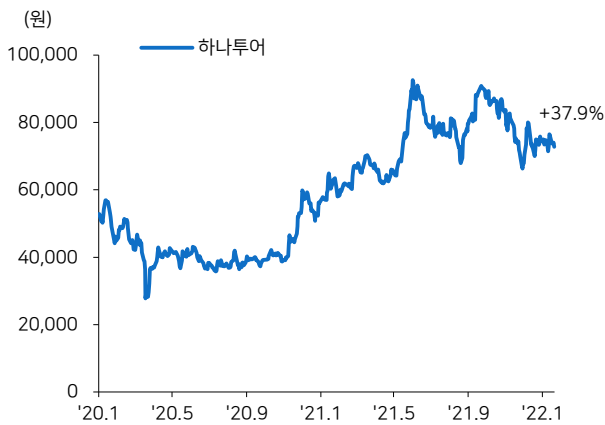
자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

그림19 모두투어 Trailing PBR 밴드



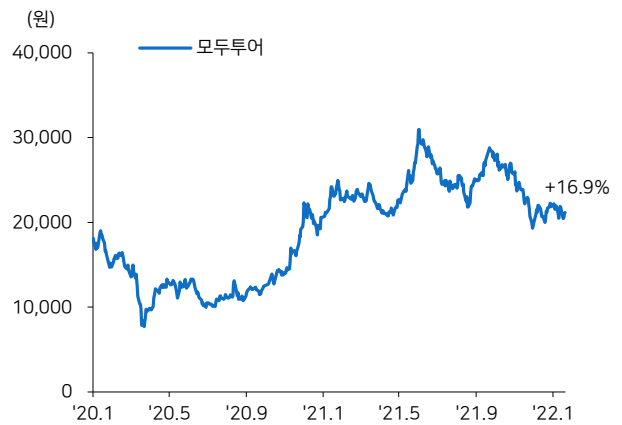
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림20 하나투어 주가 방어 설명 위해서는 과점화 전제 필요



주: 하나투어 주가 추이
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림21 하나투어 대비 underperform한 모두투어 주가



주: 모두투어 주가 추이
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표16 모두투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
총 수탁금	276.6	1.1	2.4	1.9	1.6	2.1	4.1	7.9	282.1	15.7	266.6	1,660.7
% YoY	-46.3	-99.7	-99.5	-99.6	-99.4	83.7	69.4	305.1	-84.9	-94.4	1,599.0	522.8
% 매출전환율	11.4	160.0	44.9	137.4	40.6	40.5	20.4	35.1	13.1	32.6	11.8	8.3
매출액	31.5	1.8	1.1	2.7	0.7	0.8	0.8	2.8	37.0	5.1	31.4	138.3
% YoY	-50.7	-96.4	-97.6	-94.1	-97.9	-53.5	-23.0	3.6	-81.9	-86.2	514.4	340.3
영업비용	29.5	8.7	5.9	3.9	3.4	5.9	9.8	5.3	48.0	24.5	41.7	126.8
% YoY	-46.0	-82.5	-87.5	-92.0	-88.3	-32.2	66.2	37.7	-76.0	-49.0	70.2	204.4
% 매출액 대비	93.8	482.6	544.7	144.6	517.6	704.2	1,176.1	192.3	129.6	478.9	132.7	91.7
인건비	13.0	5.6	3.4	1.7	1.1	3.6	8.4	3.2	23.7	16.3	20.7	51.8
% 매출액 대비	41.3	311.1	313.8	63.5	165.2	430.4	1,001.6	116.4	64.0	318.5	65.8	37.5
커미션수수료	11.5	0.7	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5	13.4	2.3	10.9	48.5
% 매출액 대비	36.5	38.9	64.6	18.7	90.1	71.7	68.7	17.4	36.2	44.1	34.7	35.1
광고비	1.9	0.1	0.1	0.1	-	-	0.1	0.1	2.2	0.1	3.4	10.8
% 매출액 대비	6.0	5.6	9.2	3.7	-	-	7.2	2.2	5.9	2.3	10.9	7.8
영업이익	2.0	-6.9	-4.8	-1.5	-2.8	-5.1	-9.0	-2.6	-11.2	-19.4	-10.3	11.5
% YoY	-78.4	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	흑전
영업이익률(%)	6.4	-383.3	-443.0	-56.0	-420.5	-609.8	-1,076.1	-92.3	-30.2	-380.2	-32.7	8.3
Key assumptions (천명)												
출국자수	3,387.9	37.9	139.8	123.0	130.2	122.3	249.6	383.2	3,688.6	885.3	5,532.9	20,844.2
% YoY	-54.3	-99.4	-97.9	-98.0	-96.2	222.4	78.5	211.6	-86.3	-76.0	525.0	276.7
패키지 송출객	166.9	0.1	0.1	0.5	0.2	0.3	0.5	2.7	167.4	3.8	119.7	715.7
% YoY	-60.3	-100.0	-100.0	-99.9	-99.9	520.8	757.4	477.9	-88.5	-97.7	3,062.5	497.9
항공권승객	255.8	2.1	2.9	1.9	1.6	1.6	2.8	4.6	262.7	10.6	179.6	1,073.6
% YoY	-17.4	-99.4	-99.3	-99.5	-99.4	-21.3	-4.9	147.3	-81.7	-96.0	1,592.8	497.8
패키지M/S(%)	4.9	0.1	0.0	-	0.1	0.3	0.2	0.7	4.5	0.4	2.2	3.4
%p YoY	-0.8	-5.4	-4.6	-5.8	-4.8	0.1	0.2	0.7	-0.9	-4.1	1.7	1.3

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

표17 모두투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	44.2	3.0	2.9	4.5	2.4	3.1	3.5	4.8	54.8	13.8	51.7	207.9
% YoY	-52.1	-95.7	-95.8	-93.1	-94.5	1.1	18.6	6.0	-81.6	-74.8	274.2	302.1
모두투어본사	37.3	1.8	1.1	2.5	0.7	0.8	0.8	2.8	42.7	5.1	35.5	162.7
% YoY	-51.8	-96.9	-98.0	-95.1	-98.2	-53.1	-24.2	12.0	-82.4	-88.0	589.5	358.7
종속회사	3.3	1.3	1.8	2.0	2.0	1.3	1.8	2.0	8.4	7.0	9.0	13.2
% YoY	-75.8	-89.7	-86.5	-69.5	-40.6	-0.7	-0.3	-1.5	-81.8	-16.5	27.2	46.8
영업이익	-1.4	-9.3	-7.5	-3.0	-4.3	-6.3	-10.2	-4.0	-21.2	-24.7	-13.3	14.1
% YoY	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지	흑전
영업이익률(%)	-3.3	-307.5	-253.2	-65.1	-174.8	-203.6	-291.4	-83.2	-38.7	-178.7	-25.8	6.8
모두투어본사	2.0	-6.9	-4.8	-1.5	-2.8	-5.1	-9.0	-2.6	-11.2	-19.4	-10.3	11.5
% YoY	-78.4	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	흑전
종속회사	-2.5	-2.6	-2.8	-1.7	-0.9	-0.6	-0.9	-1.2	-9.7	-3.6	-2.4	0.9
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

모두투어 (080160)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	54.8	13.8	51.7	207.9	250.9
매출액증가율 (%)	-81.6	-74.8	274.2	302.1	20.7
매출원가	15.0	6.8	19.1	44.6	51.4
매출총이익	39.8	7.0	32.6	163.3	199.5
판매관리비	61.0	31.7	46.0	149.2	163.9
영업이익	-21.2	-24.7	-13.3	14.1	35.6
영업이익률	-38.7	-178.8	-25.8	6.8	14.2
금융손익	-3.8	-0.7	-4.3	-4.3	-3.9
중속/관계기업손익	-0.4	4.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-38.6	0.3	4.5	0.4	0.0
세전계속사업이익	-64.1	-21.1	-13.1	10.2	31.7
법인세비용	0.6	-1.0	-0.9	2.2	7.8
당기순이익	-64.7	-20.1	-12.2	7.9	23.9
지배주주지분 손이익	-64.5	-20.4	-12.6	7.5	27.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-74.0	-43.6	14.2	105.1	54.3
당기순이익(손실)	-64.7	-20.1	-12.2	7.9	23.9
유형자산상각비	9.3	6.2	6.1	5.6	5.2
무형자산상각비	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0
운전자본의 증감	-61.1	-27.8	22.2	91.6	25.2
투자활동 현금흐름	35.0	27.2	-8.2	-165.1	-45.5
유형자산의증가(CAPEX)	-0.7	-5.0	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-2.0	10.5	-9.8	-40.2	-11.1
재무활동 현금흐름	-4.8	22.1	15.5	10.0	0.8
차입금의 증감	3.9	22.1	19.8	14.4	5.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-43.9	5.8	21.5	-50.0	9.6
기초현금	57.0	13.2	18.9	40.5	-9.5
기말현금	13.2	18.9	40.5	-9.5	0.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	86.6	66.7	88.6	184.1	233.7
현금및현금성자산	13.2	18.9	40.5	-9.5	0.1
매출채권	0.7	0.0	0.2	0.6	0.7
재고자산	1.4	0.4	1.4	5.5	6.6
비유동자산	170.1	158.2	166.8	201.4	207.2
유형자산	136.1	134.9	133.9	128.2	123.1
무형자산	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0
투자자산	25.9	15.4	25.1	65.4	76.4
자산총계	256.6	225.0	255.4	385.5	440.9
유동부채	60.6	36.3	60.6	175.8	208.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
유동성장기부채	1.8	8.8	4.2	0.0	0.0
비유동부채	115.4	132.4	155.1	166.4	169.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.5	80.5	100.5	100.5	100.5
부채총계	175.9	168.7	215.7	342.2	378.1
자본금	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
기타포괄이익누계액	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	47.3	22.6	5.8	9.6	29.5
비지배주주지분	28.2	28.6	28.8	28.6	28.2
자본총계	80.7	56.3	39.7	43.3	62.9

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	2,898	731	2,735	10,999	13,273
EPS(지배주주)	-3,414	-1,081	-666	399	1,448
CFPS	-448	-693	-246	1,055	2,160
EBITDAPS	-617	-973	-381	1,045	2,160
BPS	2,777	1,467	581	778	1,833
DPS	0	250	250	250	250
배당수익률(%)	0.0	1.1	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	-6.0	-20.2	-31.7	53.1	14.6
PCR	-45.9	-31.5	-86.0	20.1	9.8
PSR	7.1	29.9	7.7	1.9	1.6
PBR	7.4	14.9	36.4	27.2	11.5
EBITDA	-11.7	-18.4	-7.2	19.8	40.8
EV/EBITDA	-40.7	-29.1	-73.1	23.5	10.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-73.1	-50.9	-65.1	58.7	110.9
EBITDA 이익률	-21.3	-133.2	-13.9	9.5	16.3
부채비율	218.0	299.8	542.8	789.6	601.5
금융비용부담률	7.4	32.4	9.9	2.7	2.4
이자보상배율(x)	-5.2	-5.5	-2.6	2.5	6.0
매출채권회전율(x)	4.6	36.4	544.2	552.3	377.1
재고자산회전율(x)	9.7	15.4	60.1	61.0	41.7

Industry Brief
2022. 1. 24

GKL 114090

연말을 기다리며

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 -447억원으로 시장 기대치 하회하는 실적 예상. 카지노 bad luck 때문
- ✓ 강북 힐튼 영업장, 용산 드래곤시티로 이전 결정
- ✓ 분기당 200억원의 비용 소요 및 영업장 이전 비용은 현 보유한 3천억원 가량 현금으로 버티기에 당분간 큰 무리 없어
- ✓ 단기간 내 큰 모멘텀은 없으나 연말 신규 사업장 오픈 모멘텀은 기대해 볼 만

Hold

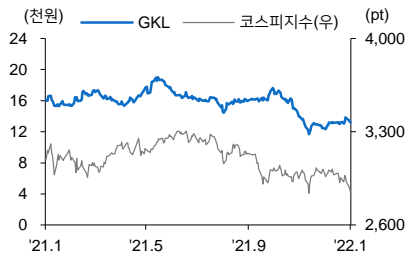
적정주가 (12개월) **15,000 원**
현재주가 (1.21) **13,500 원**
상승여력 **11.1%**

KOSPI	2,834.29pt
시가총액	8,351억원
발행주식수	6,186만주
유동주식비율	48.99%
외국인비중	3.02%
52주 최고/최저가	19,050원/11,700원
평균거래대금	39.2억원

주요주주(%)	
한국관광공사	51.00
국민연금공단	7.91

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.4	-15.4	-15.6
상대주가	13.8	-4.0	-5.9

주가그래프



Bad luck

GKL의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 235억원(+57.3% YoY)과 -447억원(적지 YoY)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 11월 bad luck의 영향이 컸다. 3분기와 유사한 카지노 매출에도 불구하고 QoQ 적자가 확대되는 이유는 연차수당 등 연중 비용 발생이 가장 큰 분기이기 때문이다. 1분기 유사한 매출을 기록한다면, 적자는 300억원대로 안착할 것이다.

2023년 1월 1일, 강북 힐튼에서 용산 드래곤시티로

동사가 보유한 강북 힐튼 호텔 카지노 영업장이 용산 드래곤시티로 이전을 확정했다. 2022년 중순 신규 영업장 인테리어 공사를 시작, 2023년 1월 1일부터 이전 영업을 고려하고 있다. 영업 중단 시기를 최소화하겠다는 것이 동사의 계획이다. 관련하여 시설 투자 비용 규모 등은 구체화되는 데 다소 시간이 소요될 것으로 보인다.

동사는 2021년말 기준 3천억원 가량의 현금을 보유한 것으로 예상된다. 분기당 평균 300억원 수준의 영업적자가 발생하고 있는데, 감가상각 고려 시 실제 비용은 200억원 수준이다. 2022년을 버티고 새로운 영업장을 준비하는 데 사용되기에 무리가 없는 금액으로 보인다.

동사의 적정주가를 기존 19,000원에서 15,000원으로 하향한다. 중국의 규제 구체화, 영업 이전에 따른 일시적 비용 지출을 예상하여 2023년 추정치를 크게 낮췄다. 다만 지난 10년간 기다리던 새로운 영업장 효과를 고려해 밸류에이션은 과거 평균(18배) 대비 10% 할증한 20배를 적용해 신규 적정주가를 산출했다. 당분간 큰 모멘텀은 없지만 연말에 기대해 볼 만한 회사다.

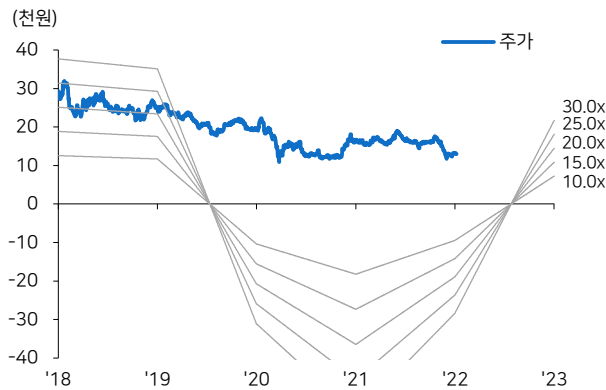
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	184.5	-88.8	-64.3	-1,040	-188.9	7,863	-16.1	2.1	-16.0	-12.0	45.7
2021E	87.0	-148.2	-112.8	-1,824	75.4	6,039	-7.2	2.2	-5.7	-26.2	64.7
2022E	198.5	-76.3	-58.5	-946	-48.1	5,093	-14.3	2.7	-16.9	-17.0	69.5
2023E	370.8	57.9	44.6	721	-176.2	5,234	18.7	2.6	10.4	14.0	54.1
2024E	692.7	132.0	102.5	1,657	129.9	6,311	8.1	2.1	4.4	28.7	68.5

표18 GKL 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	23.5	14.9	57.3	25.3	-7.0	30.4	-22.7
영업이익	-44.7	-52.7	적지	-31.0	적지	-32.9	-35.9
세전이익	-44.7	-42.9	적지	-30.8	적지	-27.9	-60.3
지배순이익	-33.9	-32.7	적지	-23.4	적지	-18.2	-86.4

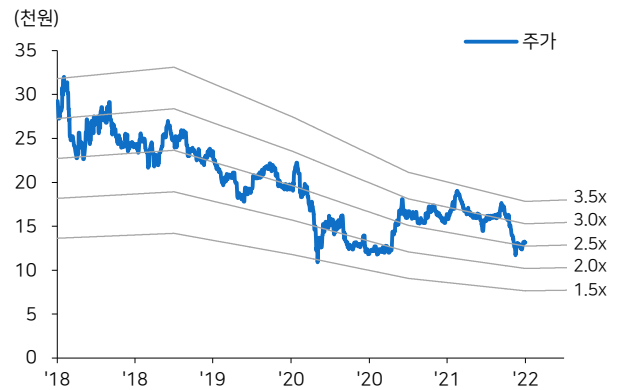
자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

그림22 GKL 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림23 GKL Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표19 GKL 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
드롭액	767.5	209.1	304.6	146.3	47.8	250.4	210.5	245.3	1,427.4	753.9	1,984.9	3,815.1
중국	324.0	80.3	80.9	40.9	14.9	73.8	71.0	74.7	526.2	234.4	903.5	1,482.2
일본	177.9	1.6	1.6	1.3	0.5	1.6	0.9	1.5	182.4	4.5	635.8	1,576.5
기타	262.7	105.0	192.1	85.3	24.3	142.5	112.8	136.3	645.2	415.8	445.6	756.3
홀드올 (%)	14.4	10.9	11.9	11.3	5.3	13.5	12.3	9.6	13.0	11.4	10.1	9.8
매출액	111.5	23.3	34.8	14.9	5.3	33.0	25.3	23.5	184.5	87.0	198.5	370.8
매출원가	76.9	47.9	55.1	58.5	46.6	52.3	50.6	60.8	238.4	210.2	248.7	283.8
인건비	35.6	33.5	35.9	43.6	33.1	30.2	29.4	39.2	148.7	128.3	131.9	135.8
컴프	7.8	0.3	0.7	-0.1	-0.3	0.5	0.4	0.4	8.7	1.0	6.9	17.9
세금	14.0	-2.3	0.5	0.1	0.2	3.4	-	0.8	12.4	4.3	33.7	49.9
매출원가	34.6	-24.6	-20.3	-43.6	-41.3	-19.3	-25.3	-37.3	-53.9	-123.2	-50.2	87.0
판관비	7.7	7.5	10.7	9.1	5.3	6.6	5.7	7.4	34.9	25.0	26.1	29.1
영업이익	26.9	-32.1	-31.0	-52.7	-46.6	-25.9	-31.0	-44.7	-88.8	-148.2	-76.3	57.9
세전이익	20.0	-29.1	-29.2	-42.9	-48.8	-23.4	-30.8	-44.7	-81.1	-147.7	-76.0	58.2
순이익	14.7	-23.6	-22.8	-32.7	-37.4	-18.1	-23.4	-33.9	-64.3	-112.8	-58.5	44.6
% YoY Growth												
드롭액	-32.2	-80.8	-72.7	-87.9	-93.8	19.8	-30.9	67.7	-68.6	-47.2	163.3	92.2
매출액	2.1	-80.2	-73.9	-88.6	-95.3	41.8	-27.3	57.3	-62.4	-52.8	128.1	86.8
영업이익	58.4	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	흑전
순이익	68.3	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	흑전
Margin (%)												
GPM	31.0	-105.8	-58.4	-292.0	-784.0	-58.4	-100.3	-158.5	-29.2	-141.6	-25.3	23.5
OPM	24.1	-138.0	-89.1	-352.6	-885.1	-78.5	-122.7	-190.1	-48.1	-170.3	-38.4	15.6
NPM	13.2	-101.3	-65.5	-219.0	-710.3	-54.7	-92.7	-144.4	-34.9	-129.7	-29.5	12.0

자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

표20 GKL 월별 테이블 드롭액 추이

		'20.12	'21.1	'21.2	'21.3	'21.4	'21.5	'21.6	'21.7	'21.8	'21.9	'21.10	'21.11	'21.12
드롭액 (십억원)														
Seoul Gangnam Casino	Table Drop			-	22.6	31.3	37.9	57.5	24.7	28.7	31.4	27.9	43.9	43.1
	VIP			-	18.6	23.9	28.9	48.2	18.0	17.6	22.0	18.7	34.7	33.1
	Japan			-	0.4	0.5	0.3	0.4	0.2	0.1	0.1	0.2	0.0	-
	China			-	5.3	5.8	6.3	4.6	2.8	2.1	2.9	5.8	3.0	4.2
	Others			-	12.8	17.6	22.3	43.3	15.0	15.3	19.0	12.6	31.7	28.9
	Mass			-	4.0	7.4	8.9	9.3	6.7	11.1	9.4	9.2	9.2	10.0
Seoul Hilton Casino	Table Drop			-	10.2	22.2	27.8	23.4	25.0	23.7	22.1	24.4	26.5	26.3
	VIP			-	3.1	6.2	10.0	6.9	7.0	5.8	6.1	7.1	9.2	7.3
	Japan			-	-	0.0	0.1	0.0	-	-	-	0.0	0.0	0.4
	China			-	1.7	3.7	4.4	3.8	4.1	2.8	3.0	3.1	4.9	4.4
	Others			-	1.4	2.6	5.6	3.1	2.9	3.0	3.0	4.0	4.3	2.6
	Mass			-	7.1	16.0	17.8	16.4	18.0	17.8	16.0	17.2	17.3	19.0
Busan Lotte Casino	Table Drop			3.0	4.4	3.7	6.0	6.1	7.1	5.8	4.9	6.0	4.1	5.6
	VIP			1.8	2.0	1.2	3.2	2.7	3.8	2.5	1.6	3.5	1.3	2.8
	Japan			0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-	-	-	-	-
	China			0.3	0.6	0.3	1.0	0.7	1.5	1.2	0.6	0.5	0.4	1.4
	Others			1.5	1.4	0.9	2.2	2.0	2.3	1.3	1.0	3.0	0.9	1.4
	Mass			1.2	2.4	2.5	2.8	3.4	3.4	3.3	3.3	2.5	2.8	2.8
Total	Table Drop			3.0	37.2	57.3	71.6	86.9	56.9	58.1	58.4	58.3	74.5	75.0
	VIP			1.8	23.7	31.3	42.1	57.8	28.8	26.0	29.6	29.3	45.2	43.2
	Japan			0.0	0.5	0.5	0.4	0.4	0.2	0.1	0.0	0.3	0.0	0.4
	China			0.3	7.6	9.8	11.7	9.1	8.4	6.2	6.6	9.5	8.3	10.0
	Others			1.5	15.7	21.0	30.0	48.4	20.2	19.7	23.0	19.6	36.9	32.9
	Mass			1.2	13.6	25.9	29.5	29.1	28.0	32.1	28.8	29.0	29.3	31.8
	Slot Machine			0.6	0.6	11.1	11.9	11.4	11.6	13.5	12.0	13.7	11.7	12.1
	Total drop			3.6	37.9	68.4	83.6	98.4	68.5	71.6	70.4	72.0	86.2	87.1
국적별 Breakdown	VIP+Mass			3.0	37.2	57.2	71.6	86.9	56.9	58.1	58.4	58.3	74.5	75.0
	Japan			0.0	0.5	0.6	0.5	0.5	0.3	0.3	0.4	0.6	0.4	0.5
	China			0.7	14.9	23.1	25.4	23.2	20.8	19.7	19.1	22.5	22.2	25.2
	Others			1.8	17.7	24.5	34.3	52.1	23.7	24.2	27.9	24.1	40.8	37.6
	No Name			0.5	4.2	9.0	11.5	11.1	12.0	13.9	11.0	11.1	11.1	11.6
성장률 (% YoY)														
Seoul Gangnam Casino	Table Drop			-100.0	-50.6	N/A	-18.3	21.8	-49.1	-49.9	-30.1	-29.2	54.9	N/A
	VIP			-100.0	-44.6	N/A	-18.4	30.7	-52.3	-62.0	-38.0	-36.6	61.5	N/A
	Japan			-100.0	-87.7	N/A	-52.9	-51.6	-49.5	-70.4	-84.8	-63.4	-99.5	N/A
	China			-100.0	-29.6	N/A	-41.4	-49.6	-46.6	-27.9	-21.5	128.7	20.5	N/A
	Others			-100.0	-42.7	N/A	-7.1	59.8	-53.2	-64.2	-39.3	-51.9	70.6	N/A
	Mass			-100.0	-67.1	N/A	-19.1	-9.9	-37.8	0.4	-0.6	-7.2	34.2	N/A
Seoul Hilton Casino	Table Drop			-100.0	-70.3	N/A	-17.4	-30.6	-18.8	-26.7	-15.0	3.7	57.2	N/A
	VIP			-100.0	-80.2	N/A	-34.7	-41.3	-7.3	-49.5	-39.5	5.7	120.5	N/A
	Japan			-100.0	-100.0	N/A	400.0	589.7	N/A	N/A	-100.0	16.7	66.7	N/A
	China			-100.0	-81.0	N/A	-60.4	-49.0	92.9	-19.4	14.0	30.9	131.6	N/A
	Others			-100.0	-72.6	N/A	31.9	-28.5	-46.5	-62.6	-58.6	-8.2	109.1	N/A
	Mass			-100.0	-62.2	N/A	-2.9	-24.8	-22.5	-14.0	0.4	2.9	36.5	N/A
Busan Lotte Casino	Table Drop			-92.0	-23.7	N/A	-6.9	-44.2	-10.9	3.2	-20.1	-17.5	-16.8	N/A
	VIP			-93.5	-14.3	N/A	22.7	-59.1	-13.8	67.6	-34.6	42.7	-15.6	N/A
	Japan			-100.0	-94.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-100.0	-100.0	-100.0	N/A
	China			-96.9	-29.7	N/A	68.2	-67.8	1.9	217.0	215.2	147.4	10.8	N/A
	Others			-34.8	21.9	N/A	7.4	-54.4	-21.6	18.0	-56.2	32.9	-20.5	N/A
	Mass			-87.5	-30.2	N/A	-27.2	-21.0	-7.4	-20.5	-10.5	-47.9	-17.3	N/A
Total	Table Drop			-98.8	-56.7	N/A	-17.2	-5.3	-34.9	-38.9	-24.2	-17.0	48.6	N/A
	VIP			-99.0	-54.0	N/A	-21.0	4.5	-42.0	-56.2	-38.1	-24.2	66.2	N/A
	Japan			-100.0	-91.7	N/A	-37.5	-49.1	-49.6	-70.5	-98.5	-62.3	-98.5	N/A
	China			-99.6	-56.0	N/A	-47.8	-51.6	-5.0	-10.0	-0.1	84.0	67.0	N/A
	Others			-96.8	-45.4	N/A	-0.8	35.2	-50.1	-62.2	-43.7	-40.4	69.7	N/A
	Mass			-98.2	-60.8	N/A	-10.9	-20.1	-25.4	-10.3	-1.3	-8.1	27.8	N/A
	Slot Machine Drop			-97.7	-94.8	N/A	-19.0	-28.9	-20.2	-9.8	-22.7	-3.1	-1.0	N/A
	Total drop			-98.7	-61.2	N/A	-17.4	-8.8	-32.8	-35.0	-23.9	-14.7	39.1	N/A

주: 12월, 1월 실적은 영업정지로 인해 공시하지 않음

자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

GKL (114090)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	184.5	87.0	198.5	370.8	692.7
매출액증가율 (%)	-62.4	-52.8	128.1	86.8	86.8
매출원가	238.4	208.1	248.7	283.8	530.2
매출총이익	-53.9	-121.1	-50.2	87.0	162.5
판매관리비	34.9	27.1	26.1	29.1	30.6
영업이익	-88.8	-148.2	-76.3	57.9	132.0
영업이익률	-48.1	-170.3	-38.4	15.6	19.1
금융손익	6.7	1.1	1.9	0.7	2.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.0	0.3	0.3	0.3	0.0
세전계속사업이익	-81.2	-146.8	-74.1	58.9	134.0
법인세비용	-16.8	-34.9	-17.5	13.6	31.5
당기순이익	-64.3	-112.8	-58.5	44.6	102.5
지배주주지분 손이익	-64.3	-112.8	-58.5	44.6	102.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	347.3	256.1	180.1	159.3	320.0
현금및현금성자산	101.9	138.3	62.3	41.5	196.5
매출채권	7.6	0.2	0.2	0.2	0.4
재고자산	3.7	3.1	3.1	3.1	5.8
비유동자산	361.2	359.2	354.0	339.5	337.9
유형자산	67.3	55.8	51.1	36.9	35.7
무형자산	7.3	6.9	6.5	6.2	5.8
투자자산	150.6	145.4	145.4	145.4	145.4
자산총계	708.5	615.3	534.1	498.8	657.9
유동부채	128.8	167.0	139.8	96.5	160.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	11.9	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0
비유동부채	93.2	74.8	79.3	78.5	107.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
부채총계	222.1	241.7	219.1	175.0	267.5
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	434.2	321.4	262.8	271.6	338.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	486.4	373.6	315.0	323.7	390.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-139.0	-47.0	-48.0	15.1	191.7
당기순이익(손실)	-64.3	-112.8	-58.5	44.6	102.5
유형자산상각비	38.4	36.3	32.8	14.1	1.2
무형자산상각비	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-81.0	45.0	-22.6	-44.1	87.6
투자활동 현금흐름	164.1	100.8	-28.0	0.0	-0.5
유형자산의증가(CAPEX)	-6.2	-8.1	-28.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	79.7	5.2	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-55.1	-17.7	0.0	-35.9	-36.0
차입금의 증감	-1.4	-28.7	0.0	0.0	-0.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-30.3	36.4	-76.0	-20.8	155.1
기초현금	132.2	101.9	138.3	62.3	41.5
기말현금	101.9	138.3	62.3	41.5	196.5

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	2,982	1,407	3,209	5,995	11,199
EPS(지배주주)	-1,040	-1,824	-946	721	1,657
CFPS	-683	-1,697	-723	1,165	2,159
EBITDAPS	-811	-1,802	-697	1,171	2,159
BPS	7,863	6,039	5,093	5,234	6,311
DPS	0	0	580	580	580
배당수익률(%)	0.0	0.0	4.3	4.3	4.3
Valuation(Multiple)					
PER	-16.1	-7.2	-14.3	18.7	8.1
PCR	-24.4	-7.7	-18.7	11.6	6.3
PSR	5.6	9.3	4.2	2.3	1.2
PBR	2.1	2.2	2.7	2.6	2.1
EBITDA	-50.2	-111.5	-43.1	72.4	133.6
EV/EBITDA	-16.0	-5.7	-16.9	10.4	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-12.0	-26.2	-17.0	14.0	28.7
EBITDA 이익률	-27.2	-128.1	-21.7	19.5	19.3
부채비율	45.7	64.7	69.5	54.1	68.5
금융비용부담률	1.9	3.1	1.3	0.7	0.4
이자보상배율(x)	-25.6	-54.3	-30.5	23.2	52.8
매출채권회전율(x)	17.6	22.2	984.3	1,838.8	2,395.4
재고자산회전율(x)	60.0	25.8	64.3	120.2	156.6

Industry Brief
2022. 1. 24

하나투어 039130

외부 조력이 필요한 시기

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 영업적자는 282억원 예상
- ✓ Ci변경 및 선제적 영업 정상화 전략으로 QoQ 비용 부담 증가했기 때문
- ✓ 현재 회복 속도와 동사의 본사/자회사 변화를 고려했을 때 2022-2024 시장의 눈높이 달성 가능성은 낮음
- ✓ 적정주가를 기존 7만원에서 6만3천원으로 하향하며 Hold 투자 의견을 유지함

Hold

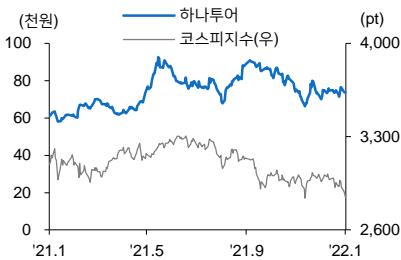
적정주가 (12개월) **63,000 원**
현재주가 (1.21) **72,800 원**
상승여력 **-13.5%**

KOSPI	2,834.29pt
시가총액	10,148억원
발행주식수	1,394만주
유통주식비율	67.85%
외국인비중	6.55%
52주 최고/최저가	92,600원/58,000원
평균거래대금	93.5억원

주요주주(%)	
하모니아1호 유한회사 외 12 인	28.21
국민연금공단	7.18

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.3	-4.6	17.4
상대주가	6.3	8.3	30.9

주가그래프



회복은 요원하고

하나투어의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 160억원과 -282억원(적지 YoY)로 3분기 -265억원 대비 소폭 증가할 것으로 예상된다. Ci 변경을 비롯하여 대부분 직원의 출근이 정상화되며 고정비가 증가한 데 기인한다.

체감되는 바와 같이 레저 목적의 여행이 다시 얼어붙은 만큼 1분기 적자 축소 등 큰 변화를 기대하기는 어렵다. 계약 후 매출 인식까지 시간을 고려했을 때 적자 폭 축소를 기대할 수 있는 시기는 빨라야 하반기다. 당분간은 현재 200억대 후반의 적자가 유지될 것으로 판단된다.

자금 상황에 대한 고민은 높아져

코로나 완전 회복을 기대하는 2024년 예상 연결 영업이익은 582억원이다. 이는 2017년 연결 영업이익을 약 100억원 상회하는 금액이나 시장의 기대치 대비 크게 낮다. 2017년 면세점 적자(약 270억원)가 소멸되나 당시 일본 법인의 이익 기여(180억원)가 발생했음을 인지할 필요가 있다. 하나투어 JP은 2018년 이후 고정비 증가로 이후 2017년 대비 절반 이하의 낮은 이익을 기록하고 있다. 본사와 자회사 변화를 고려, 기대치를 현실화할 필요가 있다.

당사 추정치에 따르면, 동사의 보유 현금은 연중 바닥난다. 현 자금 상황에 대한 고민이 필요한 시기다. 동사의 적정주가를 기존 7만원에서 63,000원으로 하향한다. 코로나 완전 회복을 가정하는 2024년으로 적정주가 산정 시기를 변경했으며 적용 밸류에이션(PER 20배)는 이전과 동일하다. 현 주가는 상위 사업자로의 과점화, PKG로의 트렌드 변화 등이 전제되어야 유지될 수 있는 주가다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	109.6	-114.9	-172.0	-12,675	1,465.3	9,688	-4.4	5.8	-20.3	-108.9	461.2
2021E	43.4	-120.3	-49.6	-3,559	-73.0	5,840	-21.0	12.8	-14.8	-45.8	790.0
2022E	138.7	-94.1	-102.2	-7,333	73.1	-1,781	-9.9	-40.9	-14.2	-361.2	-1,248.8
2023E	317.6	22.8	6.8	491	-108.6	-1,578	148.4	-46.1	30.3	-29.2	-1,945.8
2024E	362.0	58.2	29.6	2,125	261.6	258	34.3	281.7	13.5	-322.0	-6,211.8

표21 하나투어 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	16.0	-20.6	흑전	11.5	39.0	12.3	30.6
영업이익	-28.2	-5.3	적지	-26.5	적지	-27.1	-4.2
세전이익	-21.2	-19.5	적지	48.2	적전	-	N/A
지배순이익	-22.6	-66.7	적지	50.3	적전	-	N/A

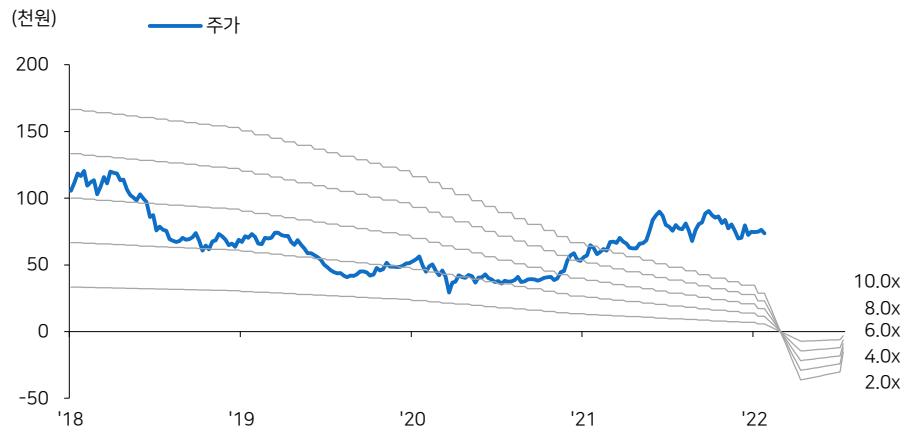
자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

표22 하나투어 적정주가 산정

	가치 (십억원)	주당가치 (원)	밸류에이션 방법
하나투어 본사	814.7	58,449	2024 PER 20배 (1)
하나투어JP 가치	69.6	4,995	2024 PER 20배, 지분율 51% 적용 (2)
Total	884.4	63,444	(1)+(2)

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림24 하나투어 Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표23 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
총 수탁금	495.8	5.9	7.9	6.4	5.3	2.7	5.0	9.9	516.0	22.9	387.0	1,511.0
% YoY	-48.9	-99.3	-99.1	-99.1	-98.9	-54.2	-36.7	54.1	-84.7	-95.6	1,588.4	290.5
% 매출전환율	13.3	45.6	34.6	220.7	37.7	105.1	50.5	86.6	16.6	69.5	18.8	16.9
매출액	66.2	2.7	2.7	14.2	2.0	2.8	2.5	8.6	85.8	15.9	72.8	255.6
% YoY	-55.8	-97.7	-97.4	-84.4	-97.0	5.5	-7.7	-39.5	-81.5	-81.4	357.0	250.9
영업비용	76.3	28.3	23.2	22.2	34.3	17.9	23.5	29.6	150.0	105.2	144.7	228.7
% YoY	-44.2	-75.5	-78.9	-76.7	-55.1	-36.9	1.4	33.5	-67.2	-29.8	37.6	58.0
% 매출액 대비	115.3	1,058.1	846.1	156.0	1,712.9	633.6	929.4	344.5	174.8	660.2	198.7	89.5
영업이익	-10.2	-25.6	-20.5	-7.9	-32.3	-15.0	-21.0	-21.0	77.0	277.7	-69.9	-55.0
% YoY	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	-1,229.0	39.1	-19.4	-137.4
영업이익률(%)	-15.3	-958.1	-746.1	-56.0	-1,612.9	-533.6	-829.4	-244.5	적지	흑전	적전	적지
Key assumptions (천명)												
출국자수	3,387.9	37.9	139.8	123.0	130.2	122.3	249.6	383.2	3,688.6	885.3	5,532.9	20,844
% YoY	-54.3	-99.4	-97.9	-98.0	-96.2	222.4	78.5	211.6	-86.3	-76.0	525.0	276.7
패키지승객	238.7	0.7	0.8	1.2	1.2	0.5	0.5	4.4	241.4	6.7	301.2	1,216.6
% YoY	-75.2	-99.9	-99.9	-99.8	-99.5	-30.1	-33.1	255.5	-91.7	-97.2	4,413.2	303.9
항공권승객	374.7	9.5	11.5	9.3	6.4	5.6	9.2	12.5	405.0	33.7	123.0	324.3
% YoY	-35.6	-98.2	-98.0	-98.3	-98.3	-40.8	-20.0	33.8	-81.9	-91.7	264.8	163.7
패키지M/S (%)	7.0	1.8	0.6	1.0	1.0	0.4	0.2	1.1	6.5	0.8	5.4	5.8
%p YoY	-6.0	-9.6	-8.7	-8.0	-6.1	-1.4	4.4	4.0	-4.3	-5.8	4.7	0.4

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

표24 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	110.5	9.6	10.1	-20.6	7.0	8.9	11.5	16.0	109.6	43.4	138.7	317.6
% YoY	-50.4	-95.1	-94.5	적전	-93.7	-7.4	14.3	흑전	-82.2	-60.4	219.8	129.0
하나투어본사	66.2	2.7	2.7	14.2	2.0	2.8	2.5	8.6	85.8	15.9	72.8	255.6
% YoY	-55.8	-97.7	-97.4	-84.4	-97.0	5.5	-7.7	-39.5	-81.5	-81.4	357.0	250.9
종속회사	48.4	8.2	11.1	5.8	7.0	7.1	6.9	8.1	73.4	29.1	67.4	78.9
% YoY	-39.4	-90.7	-86.7	-92.8	-85.6	-12.7	-37.7	41.2	-77.8	-60.3	131.3	17.1
영업이익	-27.5	-51.8	-30.2	-5.3	-41.7	-23.9	-26.5	-28.2	-114.9	-120.3	-94.1	22.8
% YoY	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지	흑전
OPM (%)	-24.9	-542.3	-300.2	25.7	-595.7	-270.2	-230.3	-176.2	-104.8	-277.4	-67.9	7.2
하나투어본사	-10.2	-25.6	-20.5	-7.9	-32.3	-15.0	-21.0	-21.0	-64.2	-89.3	-71.9	26.9
% YoY	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지	흑전
종속회사	-17.4	-26.2	-9.8	2.7	-9.4	-8.9	-5.5	-7.2	-50.7	-31.0	-22.2	-4.1
% YoY	적전	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지
국내자회사	-9.2	-17.1	-1.3	-8.8	-1.8	-1.9	-1.9	-1.9	-36.5	-7.6	-7.6	-3.8
% YoY	적지	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지
SM면세점	-5.4	-10.8	-5.0	-4.1	-	-	-	-	-25.3	-	-	-
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
해외자회사	-8.5	-12.7	-7.8	-5.3	-6.6	-5.8	-3.6	-5.3	-34.2	-21.2	-14.6	-0.3
% YoY	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
일본자회사	-8.0	-7.0	-5.3	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-23.9	-14.3	-7.9	6.4
% YoY	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지	흑전

주: 4Q20 마이너스 매출은 사업 정리에 따른 연간 실적 조정 때문

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

하나투어 (039130)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	109.6	43.4	138.7	317.6	362.0
매출액증가율 (%)	-82.2	-60.4	219.8	129.0	14.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	109.6	43.4	138.7	317.6	362.0
판매관리비	224.4	163.7	232.8	294.8	303.8
영업이익	-114.9	-120.3	-94.1	22.8	58.2
영업이익률	-104.8	-277.4	-67.9	7.2	16.1
금융손익	-6.8	-6.3	-5.7	-4.4	-2.9
중속/관계기업손익	-4.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-63.7	70.2	-1.1	-1.1	-1.1
세전계속사업이익	-189.5	-57.6	-101.9	16.0	54.1
법인세비용	-30.7	3.1	3.1	6.9	15.4
당기순이익	-218.6	-60.7	-105.0	9.1	32.8
지배주주지분 순이익	-172.0	-49.6	-102.2	6.8	29.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-132.9	-29.3	4.9	204.6	90.0
당기순이익(손실)	-218.6	-60.7	-105.0	9.1	32.8
유형자산상각비	52.4	25.0	3.0	3.0	3.0
무형자산상각비	8.9	9.1	7.1	5.6	4.3
운전자본의 증감	-55.3	-7.0	94.7	182.2	45.2
투자활동 현금흐름	87.0	110.8	31.6	-3.9	-24.3
유형자산의증가(CAPEX)	-4.0	0.0	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	2.5	18.9	-15.1	-35.4	-8.8
재무활동 현금흐름	37.9	-20.9	16.2	33.9	5.4
차입금의 증감	-63.0	-20.9	20.2	38.0	9.4
자본의 증가	128.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-9.0	60.7	52.6	234.6	71.1
기초현금	110.9	101.9	162.5	215.1	449.8
기말현금	101.9	162.5	215.1	449.8	520.8

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	208.3	177.9	263.6	560.5	647.0
현금및현금성자산	101.9	162.5	215.1	449.8	520.8
매출채권	9.3	3.7	11.8	27.0	30.8
재고자산	2.0	0.8	2.6	5.8	6.7
비유동자산	494.9	361.9	291.9	238.7	240.2
유형자산	98.4	73.4	75.4	72.4	69.4
무형자산	42.0	32.8	25.7	20.2	15.8
투자자산	37.0	18.1	33.2	68.6	77.4
자산총계	703.3	539.8	555.5	799.2	887.2
유동부채	173.3	80.3	204.3	437.1	494.8
매입채무	7.0	2.8	8.9	20.4	23.2
단기차입금	23.9	23.9	23.9	23.9	23.9
유동성장기부채	6.8	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	404.7	398.8	399.5	405.4	406.9
사채	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
장기차입금	94.9	94.9	94.9	94.9	94.9
부채총계	578.0	479.1	603.8	842.5	901.7
자본금	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
자본잉여금	239.1	239.1	239.1	239.1	239.1
기타포괄이익누계액	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
이익잉여금	-79.5	-133.1	-239.4	-236.5	-210.9
비지배주주지분	-9.7	-20.8	-23.5	-21.3	-18.1
자본총계	125.3	60.6	-48.4	-43.3	-14.5

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	8,074	3,111	9,949	22,785	25,968
EPS(지배주주)	-12,675	-3,559	-7,333	491	2,125
CFPS	-4,943	-921	-5,813	2,414	4,533
EBITDAPS	-3,952	-6,182	-6,025	2,251	4,702
BPS	9,688	5,840	-1,781	-1,578	258
DPS	0	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	-4.4	-21.0	-9.9	148.4	34.3
PCR	-11.3	-81.0	-12.5	30.2	16.1
PSR	6.9	24.0	7.3	3.2	2.8
PBR	5.8	12.8	-40.9	-46.1	281.7
EBITDA	-53.6	-86.2	-84.0	31.4	65.5
EV/EBITDA	-20.3	-14.8	-14.2	30.3	13.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-108.9	-45.8	-361.2	-29.2	-322.0
EBITDA 이익률	-49.0	-198.7	-60.6	9.9	18.1
부채비율	461.2	790.0	-1,248.8	-1,945.8	-6,211.8
금융비용부담률	8.2	18.8	5.9	2.7	2.5
이자보상배율(x)	-12.9	-14.7	-11.5	2.6	6.4
매출채권회전율(x)	2.2	6.7	17.9	16.4	12.5
재고자산회전율(x)	6.1	30.9	82.9	75.7	58.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료 공표일 현재 파라다이스의 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

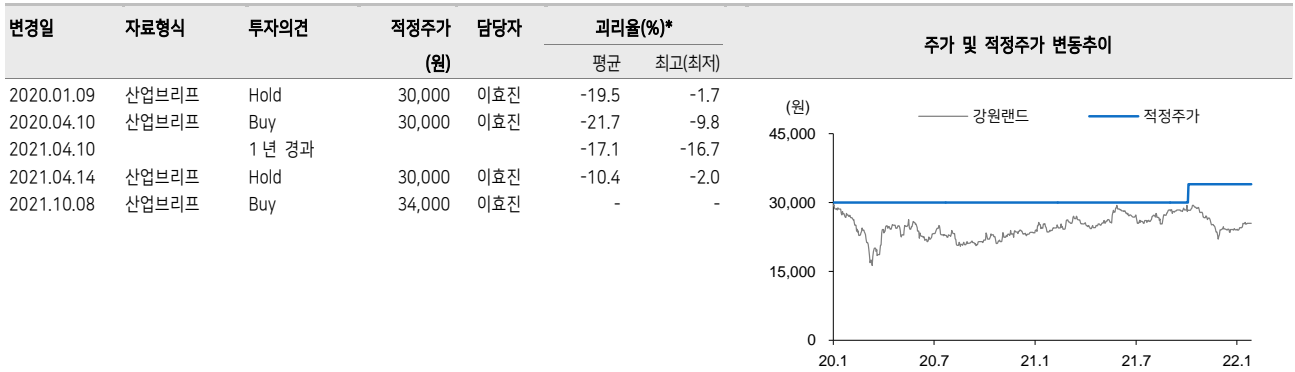
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

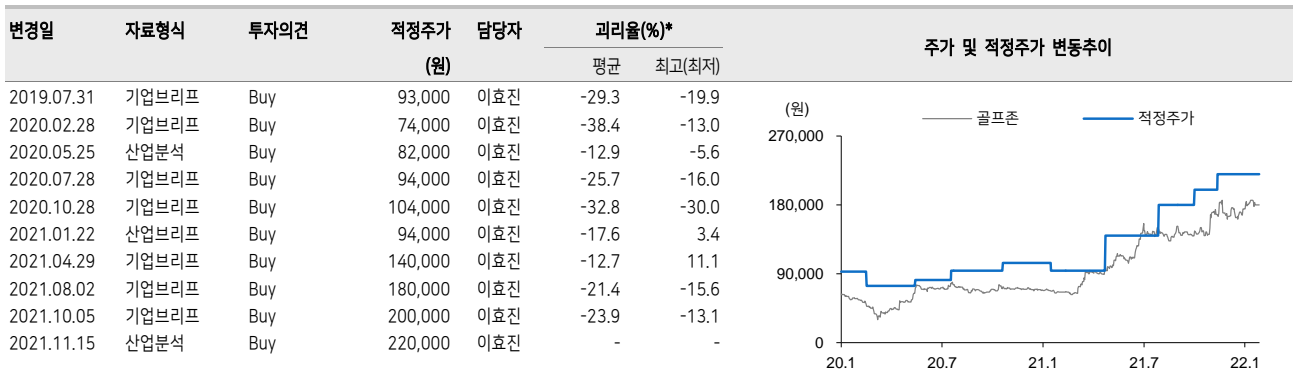
강원랜드 (035250) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



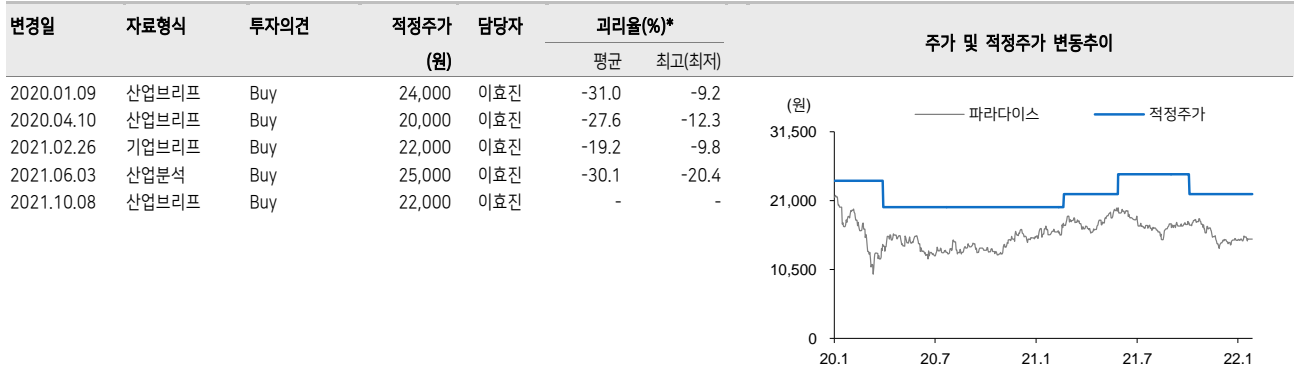
골프존 (215000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



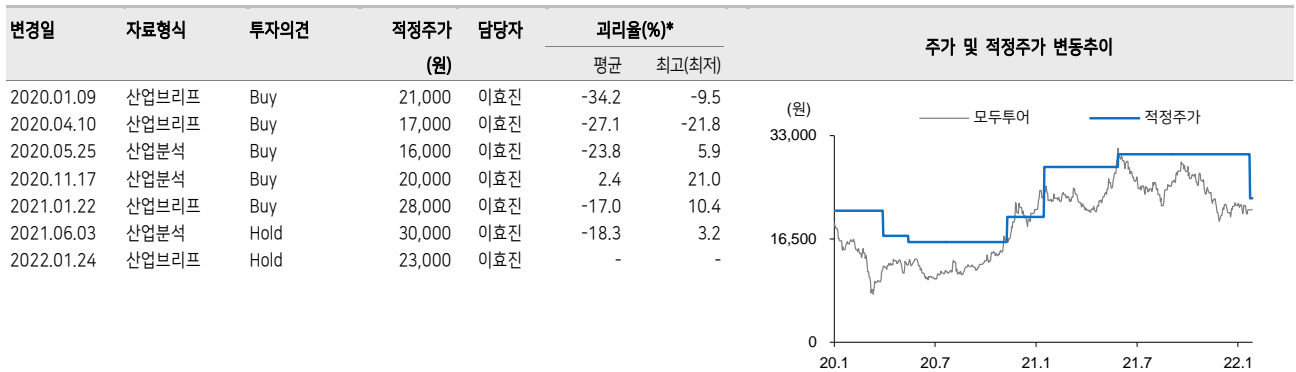
파라다이스 (034230) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



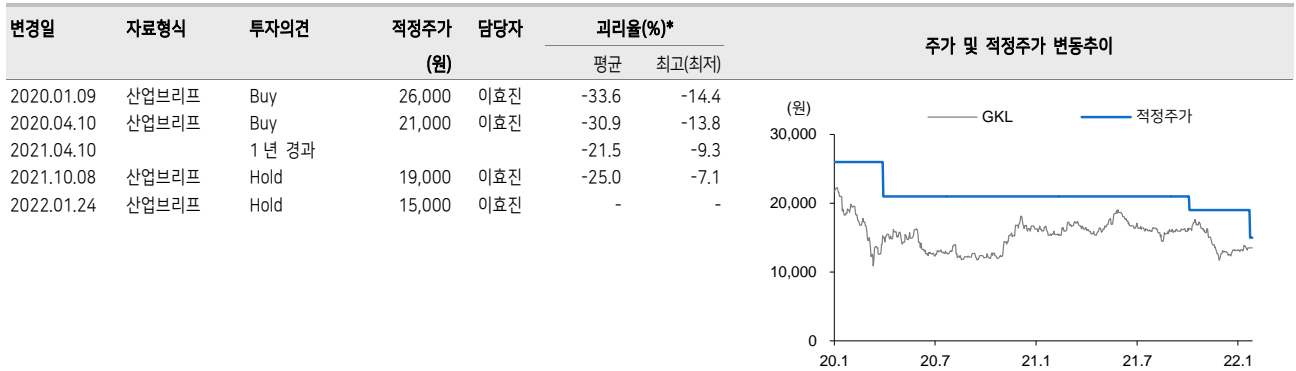
모두투어 (080160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



GKL (114090) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



하나투어 (039130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

