



▲ 엔터/레저
Analyst 이효진
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

RA 국순용
02. 6454-4889
soonyong.cook@meritz.co.kr

Neutral

관심종목

종목	투자판단	적정주가
강원랜드(035250)	Buy	34,000원
파라다이스(034230)	Buy	22,000원
하나투어(039130)	Hold	70,000원
GKL(114090)	Hold	19,000원
모두투어(080160)	Hold	30,000원

레저 어려운 선택

- ✓ **여행:** 시장의 여행주 우호 논거 2가지 모두 현실화 가능성 낮아 보임. 반면 주가는 다시 전고점을 바라보는 상황. 주가 부담 높아진 시기
- ✓ **외인 카지노:** 2020년말부터 강화된 중국 카지노 규제로 코로나 회복 후 중국 기대 감 높았던 업체 순으로 타격 불가피
- ✓ **강원랜드:** 가장 확실한 실적 개선 보여주는 종목. 1Q22까지 QoQ 증익 지속될 것
- ✓ **규제가 구조적 수요 감소보다는 낫다는 것이 당사의 판단. 강원랜드 최선호 제시**

수요가 부족하거나

여행 사이판을 시작으로 트래블 버블 효과가 가시화되고 있다. 투자자들의 기대 또한 이에 집중되며 여행주는 다시 전고점을 바라보고 있다. 시장은 1) 수요 폭발로 인한 매출 레버리지, 2) 상위 사업체 중심의 과점화를 기대하고 있다.

인력과 함께 줄어든 여행사 캐파는 매출 레버리지 효과가 나타날 수 없는 가장 큰 원인이다. 무엇보다 젊은이들의 외면으로 시장점유율 하락하던 PKG 산업의 미래가, 코로나 이후 밝아졌다고 볼 수 있는 신호는 포착되지 않는다. 여행 수요가 회복되더라도 패키지 사업자들의 상황이 개선되기는 어렵다는 의미다.

코로나 기간 많은 여행 사업체들이 문을 닫았다. 그러나 이들은 대부분 소매판매점에 해당한다. 공급자가 줄었다고 보기는 어렵다. 사이판 판매 실적에서도 상위 2개사 점유율은 코로나 이전 대비 낮아 과점화 징후는 보이지 않는다.

외인 카지노 중국의 카지노 규제가 2020년 말부터 강화되고 있다. 카지노 이용 고객에 대한 형사 처벌 법안이 승인된 후 정킷 규제, 최근에는 마카오 규제까지 추가되었다. 과거 사례 참고 시 규제는 당분간 지속적으로 강화될 것으로 보인다. 코로나 후 매출 내 중국 기대감은 롯데관광개발>GKL>파라다이스 순으로 높았다.

공급을 제한하거나

반면, 내국인 카지노에 해당하는 강원랜드의 상황은 빠르게 개선되고 있다. 2분기 던어라운드를 시작으로 3분기 본격 흑자 궤도에 진입한다. 특히 11월 정부의 위드 코로나 선언이 현실화될 경우 현재의 카지노 영업장 내 매출 회복을 저지했던 요인들이 상당 부분 해결될 것으로 기대한다. 다만 코로나 회복 이후 성장 측면에서 동사의 여력은 크지 않다. 매출총량제 완화가 필요하다. 그러나 규제가 구조적 수요 감소보다는 낫다는 것이 당사의 판단이다. 주가 하방 경직성이 뛰어나고 지난 2Q21부터 오는 1Q22까지 QoQ 이익 회복이 뚜렷하게 감지되는 강원랜드를 레저 산업 내 최선호주로 제시한다.

표1 레저 3Q21 Preview at a Glance

(십억원)		3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	2019	2020	2021E
하나투어	매출액	10.8	10.1	6.9	8.9	21.7	19.2	-43.9	614.6	109.6	38.7
	영업이익	-26.7	-30.2	적지	-23.9	적지	-27.5	-3.0	7.5	-114.9	-118.6
	세전이익	-33.9	-35.3	적지	-41.7	적지	-	N/A	0.6	-189.5	-137.8
	당기순이익	-34.3	-31.2	적지	-42.3	적지	-31.1	10.4	-12.0	-218.6	-138.9
	영업이익률 (%)	-247.5	-300.2		-270.2		-143.2		1.2	-104.8	-306.1
모두투어	매출액	3.2	2.9	9.9	3.1	5.3	6.1	-47.0	297.2	54.8	12.8
	영업이익	-6.7	-7.5	적지	-6.3	적지	-9.3	-28.5	3.2	-21.2	-24.1
	세전이익	-6.8	-8.6	적지	-2.9	적지	-	N/A	6.3	-64.1	-23.2
	당기순이익	-6.1	-7.6	적지	-3.0	적지	-10.7	-43.3	2.3	-64.7	-21.8
	영업이익률 (%)	-205.7	-253.3		-203.6		-152.5		1.1	-38.7	-188.8
강원랜드	매출액	242.0	76.6	215.9	203.6	18.9	254.0	-4.7	1,520.0	478.5	785.9
	영업이익	24.9	-64.9	흑전	2.7	822.2	31.8	-21.7	501.1	-431.6	-35.3
	세전이익	33.5	-55.2	흑전	27.4	22.3	32.9	1.8	488.9	-404.5	23.2
	당기순이익	24.8	-40.9	흑전	20.9	18.7	36.6	-32.2	334.7	-275.9	17.4
	영업이익률 (%)	10.3	-84.7		1.3		12.5		33.0	-90.2	-4.5
GKL	매출액	25.6	34.8	-26.4	33.0	-22.4	33.6	-23.8	490.8	184.5	110.0
	영업이익	-33.0	-31.0	적지	-25.9	적지	-27.6	19.6	96.8	-88.8	-133.7
	세전이익	-33.0	-29.2	적지	-23.4	적지	-23.7	39.2	95.7	-81.1	-132.8
	당기순이익	-25.6	-22.8	적지	-18.1	적지	-23.7	8.0	72.4	-64.3	-102.9
	영업이익률 (%)	-128.9	-89.1		-78.5		-82.1		19.7	-48.1	-121.5
파라다이스	매출액	114.4	90.6	26.3	84.6	35.2	99.9	14.5	979.4	453.9	390.2
	영업이익	1.6	-31.1	-105.1	-27.4	-105.8	-16.6	-109.6	51.9	-86.2	-60.4
	세전이익	-13.0	-31.9	-59.2	40.0	-132.5	-34.1	-61.9	15.5	-175.4	-38.3
	당기순이익	-13.3	-32.0	-58.4	23.5	-156.6	-14.7	-9.5	6.7	-166.9	-57.3
	영업이익률 (%)	1.4	-34.3		-32.4		-16.6		5.3	-19.0	-15.5

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

여행 가능성 그리고 최근 분위기

백신 보급으로 높아진 정상화

기대감

코로나 영향권에 놓인 지 1년 반이 지났다. 해외여행에 대한 자유로움이 매출의 근본 조건인 여행/외국인 카지노 업체들은 동면으로 지난 시간을 버텼다. 2021년 전세계 백신 보급이 본격화되며 자유로운 해외여행에 대한 기대감이 넘쳐났으나 여름 텔타 변이가 전세계적으로 확산되며 회복의 시기는 다시 한번 늦춰졌다.

반면, 주가 측면에서는 이미 코로나를 넘어섰다. 특히 국내 여행주 퍼포먼스는 전 세계적으로 가장 뛰어났다. 크루즈 여행사들이 전고점 대비 82%, 코로나 직전 대비 85%의 시가총액을 형성하는 데 반해 하나투어, 모두투어 등 국내 여행업체들의 시가총액은 코로나 이전 수준을 넘어선지 오래되었고, 어느새 전고점에 가까워져 있다.

추가 상승을 위해서는 글로벌 사업자 대비 국내 환경이 과연 우월한지, 그리고 그 사이 변한 부분은 없는지에 대한 체크가 필요하다. 이를 위해 본 파트에서는 1) 투자자들이 코로나 이후 여행 사업체들에 기대하는 부분과 가능성 여부 그리고 2) 여행이 재개되는 현재 업체들의 분위기를 전달하고자 한다.

그림1 국내 카지노 시가총액 추이(괄호는 상승률)



주: 2021년 10월 7일 종가 기준

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국내 여행 시가총액 추이(괄호는 상승률)



주: 2021년 10월 7일 종가 기준

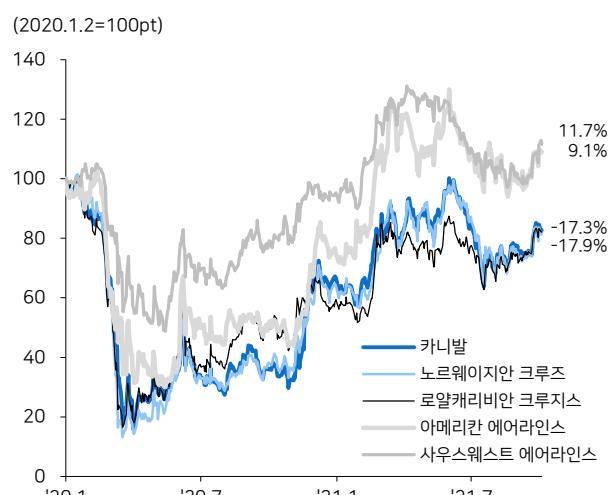
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 카지노 시가총액 추이(괄호는 상승률)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 글로벌 여행/항공 시가총액 추이(괄호는 상승률)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

여행주를 긍정적으로 보는 관점

- 1) 낮아진 고정비
- 2) 수요 폭발로 인한 매출 레버리지
- 3) 상위 사업체 위주의 과점화

2021년 들어 투자자들의 여행주 센티먼트가 더욱 우호적으로 변화된 이유는 다음과 같다. 1) 인력 구조조정을 통해 이전 대비 낮은 고정비를 갖춘 데 반해, 2) 코로나 직후 펜트업 수요로 인해 폭발적인 시장 수요가 일어날 경우 Top line과 고정비 모두에서 레버리지를 누릴 수 있다고 믿었기 때문이다. 더불어 3) 여행 사업체 감소에 따른 상위 사업자로의 과점화를 기대하였다. 가능성을 논하자면, 1)은 사실이나 2)와 3)은 가능성이 낮다.

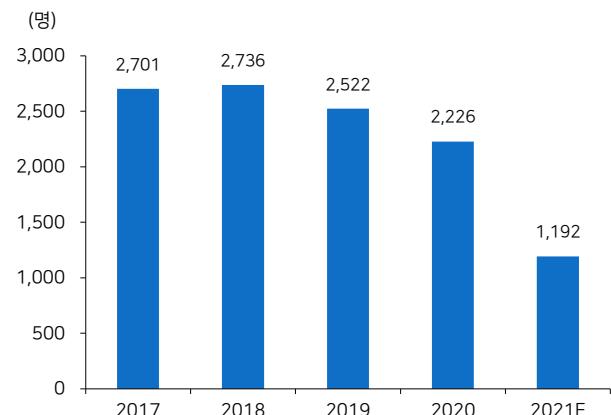
1) 인력 감소: 예상보다 소폭 크나 연간 추정치 변화는 크지 않아

인건비 구조조정 효과는 당사가 지난 1월, 4월 레포트에서 자세하게 다루었다. 페키지 Top tier 2인 하나투어와 모두투어 모두 구조조정을 마무리했는데, 하나투어는 2019년말 2,300명이던 직원 수가 1,200명까지 감소했으며 모두투어는 2019년말 1,200명이던 직원 수가 700명까지 감소했다. 이는 당사 예상치 대비 100~200명 소폭 크다. 여행 산업의 평균 임금을 고려했을 때 추가 직원 수 조정에 따른 연간 추정치 변동은 50~100억 내외로 크지 않다.

2) 예상치 못한 수요폭발?
: 불가능. 캐파가 줄었다

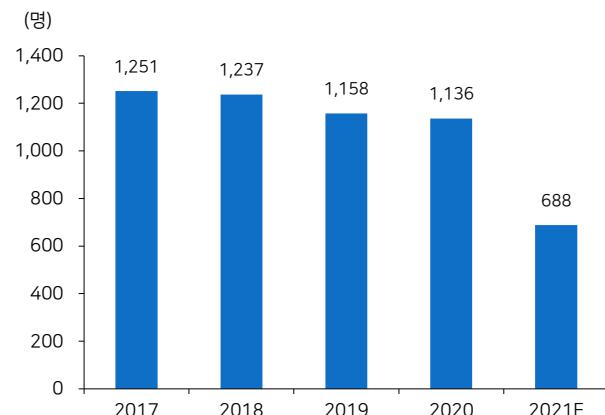
두 번째, 예상치 못한 수요 폭발로 인한 실적 서프라이즈 가능성이다. 여행은 light asset 비즈니스로 꼽힌다. 문제는 여행 산업 특히 페키지 산업에서 직원수가 곧 capacity와 연관된다는 것이다. 직원 수가 절반 가까이 줄어든 Top tier 2 업체를 포함하여 대부분의 사업체는 당연히 2019년 대비 연간 가능 송출객 수가 줄어든 상태다. 예상치 못한 수요에 대응하고자 한다면 인력을 다시 고용해야 한다.

그림5 하나투어 직원 수: 코로나 전 대비 절반 수준



자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

그림6 모두투어 직원 수: 코로나 전 대비 40% 줄어



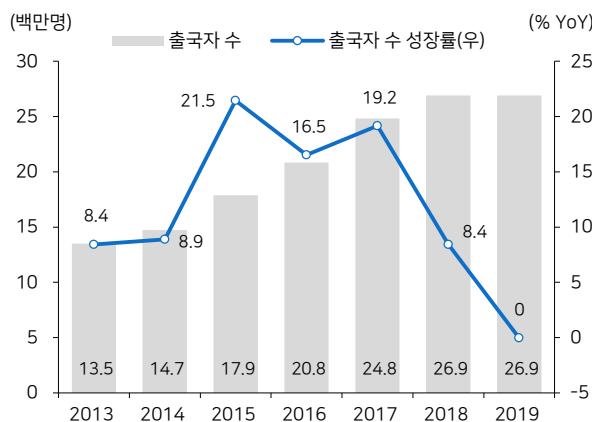
자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

핵심으로 돌아가자.
젊은 사람이 패키지로 돌아오는
신호가 포착되지 않는다

무엇보다 중요한 것은 2018년 이후 패키지가 내리막길을 걸었던 원인인 젊은 세대의 패키지 외면이 코로나 이후라고 바뀌지 않는다는 것이다. 2022년 여행산업은 회복될 것이다. 다만 소비자 연령대가 상대적으로 높은 패키지보다는 자유여행 위주의 회복이 될 것이다. 사이판과 같은 여행사 주도의 레저 여행이 점차 사라지며 출국자 내 패키지 점유율은 2019년 29%보다 낮은 10%대 후반을 전망한다. 이 가정이 바뀌기 위해서는 젊은층을 대상으로 한 호텔팩 비중이 기하급수적으로 높아지며 점유율을 끌어해야 한다.

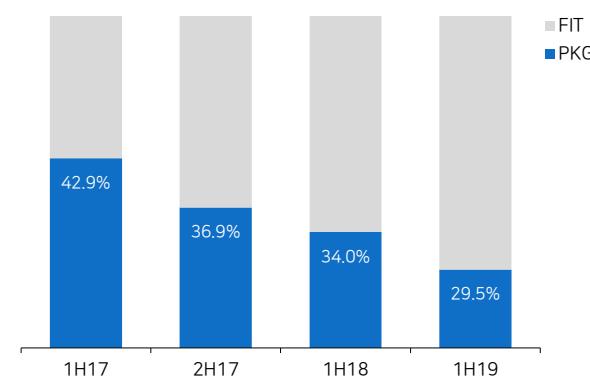
우리나라 해외 패키지 여행객은 2017년 988만명을 고점으로 지속적으로 하락해 왔다. 2018년에도 출국자 수는 지속 성장하였으나 몇 년간의 두 자릿수 성장으로 base는 두 배가 되었고, 절대 규모는 이전과 유사하게 성장하더라도 시장 성장은 단 자릿수로 하락한 것이다. 이 시기는 패키지 고객 감소가 시작된 시기와 겹친다.

그림7 절대 규모 성장은 유사하나 base 높아지며 2018년부터 출국자 수 성장 단 자릿수로 둔화



자료: 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

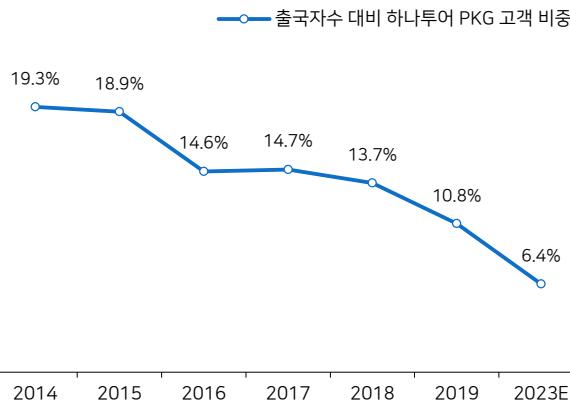
그림8 PKG 비중, 2017년 43%에서 2019년 30% 밑으로



주: 전체 출국자 중 PKG 고객 비중

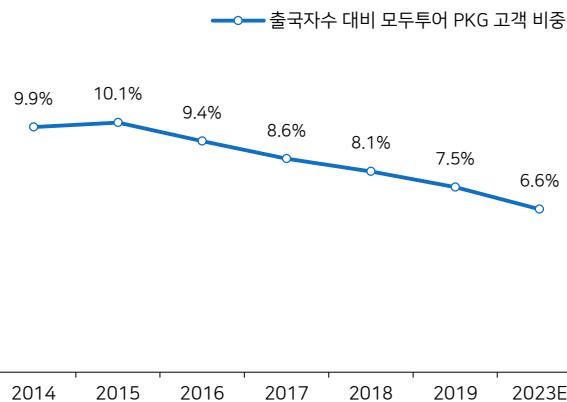
자료: KATA(한국여행업협회), 메리츠증권 리서치센터

그림9 여행 시장 내 하나투어 PKG 고객 비중 지속 하락



자료: 한국관광공사, 하나투어, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림10 모두투어도 마찬가지



자료: 한국관광공사, 모두투어, 메리츠증권 리서치센터 추정

트래블 버블 실제 효과는?

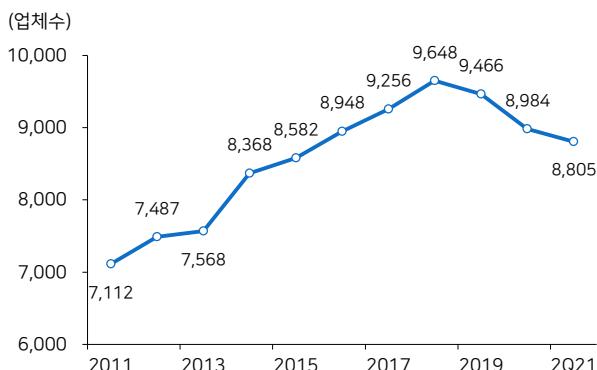
투자자들의 최근 관심사는 트래블 버블 협정 국가 확대에 따른 레저용 여행 수요 증가다. 10월초 현재 사이판 수요가 트래블 버블의 가장 큰 부분인데, 언론에 따르면 9월말 기준 10~12월 사이판 예약자는 4천명을 넘어섰다. 이 중 상위 2개 사업자를 통해 송출되는 인원은 예약자의 50%를 차지한다. 참고로 2019년 기준 두 사업자의 PKG 시장 점유율은 50%를 상회했다.

당사가 파악한 바에 따르면, 참좋은여행이 홈쇼핑을 통해 사이판 상품을 다량 판매했고, 기타 소규모 여행사들도 모객 인원 상당수를 채웠다. 모수가 작긴 하나 시장 내 경쟁자 감소 효과는 사실상 없을 것이란 예측을 하기에는 무리가 없다.

3) 여행 사업자 감소에 따른 상위업체로의 과점화: 포착되지 않음

우리는 코로나로 많은 여행 사업체들이 문을 닫았다고 알고 있다. 언론에 등장하는 '문을 닫은 여행 사업자들'은 90% 이상이 대리점/가맹점에 해당한다. 하나투어, 모두투어와 같은 상품 공급자 변화는 크지 않다. 영업을 중단한 일부 사업자는 사업 라이선스를 반환하지 않았다. 이들은 시장이 회복되는 시그널이 포착될 경우 영업을 재개할 것이다. 시장 참여자가 줄었다고 보기 힘든 부분이다.

그림11 여행 사업자 감소: 대부분이 대리점/가맹점



자료: 한국관광협회중앙회, 메리츠증권 리서치센터

표2 트래블 버블에 해당되는 사이판 상품

분류	내용
가격	499,000원~
혜택	7박 8일 기준 섬 1개당 북마리아나 지원금 250\$, 인당 최대 750\$ 지급. 14박 15일은 이의 2배를 지급
상품 내용	7박8일 혹은 14박 15일 택 1
자가격리	총 5일간 격리 .입국 1일은 호텔방 격리, 이후 PCR 음성 확인 시 호텔 안 4일 격리

자료: 마리아나 관광청, 메리츠증권 리서치센터

하나투어/모두투어: 자금 현황 및 분위기는?

**하나투어 투자의견 Hold
적정주가 70,000원**

하나투어의 3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 108억원(+6.9% YoY)과 -267억원(적자 YoY)을 기록할 전망이다. 이는 2분기 영업적자 239억원 대비 소폭 증가한 수준인데 이는 1) 출근 직원 수 증가 및 2) 2분기 JP 반짝 효과가 사라지기 때문이다. 2분기는 도쿄 올림픽 효과로 일본 법인이 수혜를 입었다. 반기보고서에 따르면 하나투어JP의 2분기 순이익은 27억원을 기록했다. 3분기 이 효과가 제거되며 적자전환이 예상된다.

4분기 전직원 출근 시작: 비용은 기존 대비 분기 30억원 증가 예상

3분기 출근 직원 수 증가에 따른 추가비용은 크지 않다. 다만 4분기부터는 다소 영향을 끼친다. 10월 1일부로 동사는 전직원 출근이 시작되었다. 이에 따른 분기 비용은 기존 대비 30억원 증가할 것이며 TV광고 등 2022년 프로모션을 본격적으로 준비할 예정이다. 트래블 버블 협정 대상인 사이판 기대감이 높으나 동사 송객 인원은 현재 기준 천 명 이하에 불과하다.

표3 코로나 기간 하나투어 자회사 대거 청산 및 정리

구분	회사명	현황
종속기업		
(주)제이알 제10호 위탁관리 부동산 투자회사	청산 완료	
(주)하나티앤미디어	청산 완료	
(주)투어팀스	청산 완료	
(주)에이치엔티마케팅	청산 완료	
HANA (ZHANGJIAJIE) TOUR CO. LTD	청산 완료	
HANA (SHANGHAI) TOUR CO., LTD	청산 완료	
HANA (QINGDAO) TOUR CO., LTD	청산 완료	
HANA (XIAN) TOUR CO., LTD	청산 완료	
HANA(GUILIN)TOUR CO. LTD	청산 완료	
(주)고려여행사네트워크	지분매각 완료	
TMARK HOTEL VATICANO S.R.L	지분매각 완료	
(주)에스엠면세점 (*1)	영업 종료	
(주)월디스투어 (*2)	청산절차 진행 중	
(주)하나샵	청산완료	
HANATOUR USA INC.	청산절차 진행 중	
VISION TOUR, INC.	청산절차 진행 중	
HANATOUR PTE LTD	청산절차 진행 중	
HANATOUR EU GMBH	청산절차 진행 중	
HANATOUR TAIWAN SERVICE INC.	청산절차 진행 중	
HANATOUR PHILIPPINES CORP.	청산절차 진행 중	
CAMLAO HANATOUR CO., LTD.	청산절차 진행 중	
HNT SAIPAN CORPORATION	청산절차 진행 중	
HANA Zhuhai Marketing & Network Co., Ltd	청산절차 진행 중	
STAR SHOP&LINE (*1)(*2)	청산절차 진행 중	
관계기업		
BEIJING YITU INTERNATIONAL TRAVEL SERVICE CO., LTD	청산 완료	
(주)센터마크호텔	지분매각 완료	
(주)호텔앤에어닷컴 (*2)	청산절차 진행 중	
유한회사 역동하나	청산 완료	

주: 1) 1Q21 기준, 2) (*1)4Q20 중 영업종료 완료, (*2)당기 중 해산등기 완료

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

**코로나 시기 고강도 자회사
구조조정으로 추가 자회사 정리는
예정되어 있지 않음**

<표3>과 같이 동사는 지난 1년반 동안 고강도의 자회사 구조조정을 실시했는데 향후 추가적인 자회사 정리는 더 이상 계획하고 있지 않다고 밝혔다. 현재는 일본, 런던, 중국 등 주요 거점에 몇 개의 해외 지사만이 남아 있다.

6월말 기준 동사의 가용 현금은 200억원 수준이다. 3분기 본사 건물 재매각이 결정되며 900억원에 가까운 현금이 유입되었다. 신규 하나투어 앱에 대한 투자비용과 항공권 확보를 위한 담보금 등을 고려하지 않는다면 현재 보유 현금을 통해 2022년 상반기까지는 버티기가 가능하다.

2021년 하반기 전세계 여행 재개를 시작으로 2022년 완전 자유화를 기대하던 과거 추정은 현재 가능성성이 낮아 보인다. 다만 최근 정부에 따르면, 과거에는 확진자 수를 기준으로 사회적 거리두기 단계를 결정했으나 11월초 이후에는 백신 접종률을 근거로 위드코로나 전환을 고려하겠다고 밝혔다. 확진자 수는 정부의 컨트롤이 쉽지 않지만 백신의 경우 수급을 조절한다면 확진자 수 대비 정부의 컨트롤 능력이 크게 높아진다. 이와 같은 조건 하에서는 11월부터 현재의 사회적 거리두기가 상당부분 사라질 가능성이 높다.

위드 코로나 선언으로 재택근무 등 코로나 확산 방지를 위해 이루어지던 조치들이 해제되며 해외 여행에 대한 사회적 합의가 이루어질 때 과거와 같은 레저 목적의 여행이 본격적으로 재개될 것으로 예상된다. 그러나 문제는 핵심 소비층의 패키지 구조적 수요 감소 트렌드가 크게 달라지지 않았다는 점이다. 이 조건이 충족되지 않는 이상 여행 산업이 회복되더라도 국내 여행사가 이익을 창출하기는 어렵다.

**모두투어 투자의견 Hold
적정주가 30,000원**

모두투어의 상황도 하나투어와 크게 다르지 않다. 동사의 3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 32억원(+7.9% YoY)과 -67억원(적자 YoY)을 기록할 전망이다. 업계 1위 사업자인 하나투어에 이어 모두투어 또한 상반기 구조조정을 마무리했다. 코로나 전 1,200명이던 직원 수는 3분기 600명대로 절반 가까이 줄었다.

2분기말 기준 동사의 가용 현금은 400억원으로 추산된다. 여기에 구조조정 관련 비용이 추가될 것으로 보인다. 본사 기준 60억원 가량의 현금이 분기당 소요되는 데 자회사 지원, 항공권 확보를 위한 보증금 등을 제외한다면 현 보유 현금으로 2022년 하반기까지 버틸 수 있다.

동사는 지난 3월 자유투어 지분을 매각하며 슬림화했다. 이후 언급한 인력 감소를 통해 버티는 데 최선을 다하고 있다. 모두투어도 하나투어와 유사하다. 여행 산업의 성장이 회사의 성장을 의미하기 위해서는 핵심소비층의 수요 증가 트렌드가 포착되어야 한다.

표4 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
총 수탁금	495.8	5.9	7.9	6.4	5.3	2.7	4.4	22.1	3,383.4	516.0	34.5	591.5
% YoY	-48.9	-99.3	-99.1	-99.1	-98.9	-54.2	-44.9	243.6	-6.9	-84.7	-93.3	1,616.0
% 매출전환율	13.3	45.6	34.6	220.7	37.7	105.1	47.7	17.2	13.7	16.6	31.0	8.3
매출액	66.2	2.7	2.7	14.2	2.0	2.8	2.1	3.8	462.9	85.8	10.7	48.9
% YoY	-55.8	-97.7	-97.4	-84.4	-97.0	5.5	-24.0	-73.3	-14.6	-81.5	-87.5	356.6
영업비용	76.3	28.3	23.2	22.2	34.3	17.9	20.7	25.6	457.3	150.0	98.4	119.2
% YoY	-44.2	-75.5	-78.9	-76.7	-55.1	-36.9	-10.8	15.5	-11.3	-67.2	-34.4	21.1
% 매출액 대비	115.3	1,058.1	846.1	156.0	1,712.9	633.6	993.2	673.4	98.8	174.8	919.4	243.9
영업이익	-10.2	-25.6	-20.5	-7.9	-32.3	-15.0	-18.6	-21.8	5.7	-64.2	-87.7	-70.3
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-78.7	-1,229.0	36.6	-19.8
영업이익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.2	-74.8	-819.4	-143.9
Key assumptions (천명)												
출국자수	3,388	38	140	123	130	122	157	290	26,921	3,689	699	6,008
% YoY	-54.3	-99.4	-97.9	-98.0	-96.2	222.4	12.2	135.7	0.0	-86.3	-81.0	759.2
패키지송객	239	1	1	1	1	0	1	5	2,907	241	8	225
% YoY	-75.2	-99.9	-99.9	-99.8	-99.5	-30.1	23.2	303.6	-21.5	-91.7	-96.8	2,817.9
항공권송객	375	10	11	9	6	6	7	40	2,237	405	59	726
% YoY	-35.6	-98.2	-98.0	-98.3	-98.3	-40.8	-40.2	330.7	2.8	-81.9	-85.4	1,128.2
패키지M/S (%)	7.0	1.8	0.6	1.0	1.0	0.4	0.6	1.7	10.8	6.5	1.1	3.8
%p YoY	-6.0	-9.6	-8.7	-8.0	-6.1	-1.4	4.4	4.0	-3.0	-4.3	-5.4	2.6

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

표5 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	110.5	9.6	10.1	-20.6	7.0	8.9	10.8	12.1	763.2	109.6	38.7	107.9
% YoY	-50.4	-95.1	-94.5	N/A	-93.7	-7.4	6.9	N/A	-7.9	-82.2	-64.7	178.6
하나투어본사	66.2	2.7	2.7	14.2	2.0	2.8	2.1	3.8	462.9	85.8	10.7	48.9
% YoY	-55.8	-97.7	-97.4	-84.4	-97.0	5.5	-24.0	-73.3	-14.6	-81.5	-87.5	356.6
종속회사	48.4	8.2	11.1	5.8	7.0	7.1	9.0	8.9	330.9	73.4	32.0	69.2
% YoY	-39.4	-90.7	-86.7	-92.8	-85.6	-12.7	-18.7	53.6	4.0	-77.8	-56.4	116.3
영업이익	-27.5	-51.8	-30.2	-5.3	-41.7	-23.9	-26.7	-26.3	5.9	-114.9	-118.6	-83.6
% YoY	N/A	-76.1	적전	적지	적지							
OPM (%)	-24.9	-542.3	-300.2	25.7	-595.7	-270.2	-247.5	-217.3	0.8	-104.8	-306.1	-77.5
하나투어본사	-10.2	-25.6	-20.5	-7.9	-32.3	-15.0	-18.6	-21.8	5.7	-64.2	-87.7	-70.3
% YoY	N/A	-78.7	적전	적지	적지							
종속회사	-17.4	-26.2	-9.8	2.7	-9.4	-8.9	-8.1	-4.5	0.3	-50.7	-30.9	-13.3
% YoY	N/A	0.0	N/A	적전	적지	적지						
국내자회사	-9.2	-17.1	-1.3	-8.8	-1.8	-1.9	-2.3	-1.3	2.1	-36.5	-7.3	-9.4
% YoY	N/A	적전	적지	적지								
SM면세점	-5.4	-10.8	-5.0	-4.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.3	-25.3	0.0	0.0
% YoY	N/A	적전	적지	적지								
해외자회사	-8.5	-12.7	-7.8	-5.3	-6.6	-5.8	-5.8	-3.3	-1.2	-34.2	-21.5	-3.9
% YoY	N/A	적지	적지	적지	적지							
일본자회사	-8.0	-7.0	-5.3	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-1.1	5.1	-23.9	-11.8	4.9
% YoY	N/A	적전	적지	흑전								

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

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

표6 모두투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
총 수탁금	276.6	1.1	2.4	1.9	1.6	2.1	2.5	3.5	1,862.0	282.1	9.7	468.2
% YoY	-46.3	-99.7	-99.5	-99.6	0.1	28,974.0	903.3	646.3	-5.7	-84.9	-96.6	4,716.1
% 매출전환율	11.4	160.0	45.6	128.2	40.6	40.9	54.0	74.3	9.6	13.1	56.2	10.4
매출액	31.5	1.8	1.1	2.5	0.7	0.8	1.4	2.6	178.9	36.9	5.5	48.5
% YoY	-60.9	-97.1	N/A	-94.5	0.4	2,232.3	423.2	151.6	85.8	-79.4	-85.2	787.8
영업비용	29.5	8.7	5.9	3.9	3.4	5.9	6.6	8.4	199.8	48.0	24.3	58.0
% YoY	-46.3	-82.4	-87.5	-92.0	-88.3	-32.2	11.1	117.7	-9.6	-76.0	-49.3	138.4
% 매출액 대비	93.8	482.6	536.6	155.0	517.6	697.9	482.7	324.5	111.7	130.1	445.0	119.5
인건비	13.0	5.6	3.4	1.7	1.1	3.6	3.6	5.4	63.8	23.7	13.7	30.0
% 매출액 대비	41.3	311.1	309.1	68.0	165.2	426.5	264.9	206.3	35.6	64.3	249.8	61.8
커미션수수료	11.5	0.7	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7	0.5	88.8	13.4	2.4	13.9
% 매출액 대비	36.5	38.9	63.6	20.0	90.1	71.1	51.9	19.6	49.6	36.3	44.1	28.6
광고비	1.9	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.5	1.0	21.0	2.2	1.5	7.5
% 매출액 대비	6.0	5.6	9.1	4.0	0.0	0.0	36.8	38.5	11.7	6.0	27.4	15.3
영업이익	2.0	-6.9	-4.8	-1.5	-2.8	-5.1	-5.2	-5.8	5.4	-11.2	-18.9	-9.5
% YoY	-78.4	N/A	N/A	N/A	적전	적지	적지	적지	-74.7	적전	적지	적지
영업이익률(%)	6.4	-383.3	-436.4	-60.0	-420.4	-604.3	-382.7	-224.5	3.0	-30.4	-346.3	-19.5
Key assumptions (천명)												
출국자수	3,388	38	140	123	130	122	166	319	26,921	3,689	738	5,533
% YoY	-54.3	-99.4	-97.9	-98.0	-96.2	222.4	18.8	159.5	0.0	-86.3	-80.0	650.0
패키지 송출객	167	0	0	0	0	0	1	2	1,455	167	3	376
% YoY	-60.3	-100.0	-100.0	-99.9	-99.9	520.8	757.4	220.6	-6.4	-88.5	-98.5	14,568.2
항공권송객	256	2	3	2	2	2	2	2	1,434	263	8	142
% YoY	-17.4	-99.4	-99.3	-99.5	36.9	27,740.1	1,238.3	N/A	18.9	-81.7	-96.9	1,650.9
패키지M/S(%)	4.9	0.1	0.0	0.0	0.1	0.3	0.3	0.5	5.4	4.5	0.3	6.8
%p YoY	-0.8	-5.4	-4.6	-5.8	-2.0	5.2	-27.1	-57.4	-0.4	-0.9	-4.2	6.4

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

표7 모두투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	44.2	3.0	2.9	4.5	2.4	3.1	3.2	4.0	297.2	54.8	12.8	70.1
% YoY	-52.1	-95.7	-95.8	-93.1	-94.5	1.1	9.9	-11.6	-18.6	-81.6	-76.7	449.7
모두투어본사	37.3	1.8	1.1	2.5	0.7	0.8	0.3	0.1	199.4	42.7	1.9	53.3
% YoY	-60.9	-97.1	N/A	-94.5	0.4	2232.3	423.2	151.6	85.8	-79.4	-85.2	787.8
종속회사	3.3	1.3	1.8	2.0	2.0	2.9	2.9	3.9	46.5	8.4	11.7	19.0
% YoY	-75.8	-89.7	-86.5	-69.5	-40.6	116.0	63.3	94.4	-15.9	-81.8	38.1	63.0
영업이익	-1.4	-9.3	-7.5	-3.0	-4.3	-6.3	-6.7	-6.9	3.2	-21.2	-24.1	-13.1
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	적지	적지	적지	적지	-80.7	적전	적지	적지
영업이익률 (%)	-3.3	-307.5	-253.2	-65.1	-174.8	-203.6	-205.7	-172.5	1.1	-38.7	-188.8	-18.7
모두투어본사	2.0	-6.9	-4.8	-1.5	-2.8	-5.1	-5.2	-5.8	5.4	-11.2	-18.9	-9.5
% YoY	-78.4	N/A	N/A	N/A	-96.8	N/A	N/A	N/A	-74.7	N/A	N/A	N/A
종속회사	-2.5	-2.6	-2.8	-1.7	-0.9	-0.6	-0.9	-0.5	-3.9	-9.7	-2.9	-1.5
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A								

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

카지노 온도 차 발생한 내국인 카지노와 외국인 카지노

카지노는 여행과 마찬가지로 100% 오프라인으로 서비스가 진행된다. 내국인 카지노는 이전과 같이 빠른 회복을 보이고 있으나 외국인 카지노 영업 상황은 답보 상태다. 외국인 카지노의 영업 상황은 변화 없으나 코로나 회복 이후의 전망은 다소 변화가 일어났다.

중국 정부의 카지노 규제 지난해 말부터 지속 강화

중국은 2020년말 고액의 카지노 이용 고객에 대한 처벌을 형사처벌로 강화한 바 있다. 이후 해외 카지노를 연결해주는 브로커, 즉 정킷에 규제가 구체화되었다. 최근 마카오 카지노 이용을 규제하는 것 또한 이러한 연장선 상에서 해석할 수 있다. 중국인의 카지노 이용에 대한 전방위적 규제가 강화되는 시기라고 볼 수 있다.

정킷의 손님이라고 볼 수 있는 고객이 기존 한국의 외국인 카지노 매출 내 차지하는 비중은 미미했다. 파라다이스는 1%, GKL은 사실상 없다고 볼 수 있었다. 두 사업자의 '중국VIP'는 마카오 기준으로는 '프리미엄mass'급 손님으로 베팅 단위가 상대적으로 작다. 중국 고객의 비중이 30% 내외인 파라다이스, GKL 또한 이러한 중국 규제에 따른 피해로부터 자유로울 수 없다.

표8 중국 카지노 관련 규제

일시	내용
2020-12-28	상임위원회를 통해 해외 도박 여행을 조직하는 자는 최대 징역 10년이 적용될 수 있는 형법 개정안을 최종 승인
2021-03-01	해외 도박 여행 조직하는 자 최대 징역 10년 적용될 수 있는 형법 개정안 적용
2021-09-14	마카오 재무장관은 카지노사들의 운영을 효율적으로 모니터링하기 위해 "직접 감독"을 강화하겠다고 발표

자료: GGR ASIA 외 언론보도종합, 메리츠증권 리서치센터

중국 규제에 따른 가장 큰 타격이 예상되는 업체는 롯데관광개발

가장 큰 타격이 예상되는 업체는 롯데관광개발이다. 제주공항의 노선 문제로 드림타워는 타깃을 정킷을 통한 중국 고객으로 설정했다. 근접 지역을 영업 대상으로 하는 카지노 성격상 한국의 외국인 카지노 고객은 중국, 일본이 대다수다. 제주공항은 일본으로 향하는 비행기가 일주일에 2번에 불과해 드림타워는 시작부터 이들을 타깃하지 않았다. 크루즈를 통한 이용도 가능하기는 하나 카지노 VIP의 절대 다수는 사업가다. 크루즈를 타고 느긋하게 올 시간이 없다.

드림타워 국내 거주 외국인 프로모션에 따른 서울/인천 카지노 타격은 감지되지 않아

드림타워의 예상 카지노 매출 또한 중국 고객 비중이 90% 이상이었을 것으로 추정한다. 7월 카지노가 오픈하고 국내 거주 외국인을 모객하고자 비행기 티켓을 제공하는 등 프로모션을 진행하고 있으나 파라다이스와 GKL의 서울/인천 영업장에는 별다른 타격이 감지되지 않는다.

강원랜드: 변수가 가장 적은 레저 종목

**강원랜드 투자의견 Buy
적정주가 34,000원**

반면, 국내 유일의 내국인 입장이 가능한 카지노인 강원랜드의 상황은 이와 다르다. 2분기 대비 3분기 확진자 증가로 사회적 거리두기가 강화되었으나 방역 데이터가 축적되며 셧다운 없이 영업을 지속할 수 있었다.

본격 흑자 궤도 진입한 강원랜드

강원랜드의 3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,420억원(+215.9% YoY, +18.8% QoQ)과 249억원(흑전 YoY)을 기록할 전망이다. 2분기 대비 3분기 사회적 거리두기 단계가 상향되며 우려가 높았으나 방역에 대한 데이터가 축적되며 3분기 동사의 영업일수는 90일에 달했다. 전분기 대비 카지노 매출은 18% 증가한 2,170억원을 예상한다.

위드 코로나 전환 시 좌석 띄어 앉기 완화로 매출 크게 증가할 것

여행 파트에서 언급한 바와 같이 11월 정부의 위드코로나 전환 의지가 높다. 위드 코로나 선언과 함께 자영업자의 영업 제한이 상당 부분 해소될 것으로 예상되는데 이에 따라 강원랜드를 비롯한 카지노 영업장 내 현재의 띄어 앉기, 사이드베팅 제한 등 매출 회복을 저지했던 요인들이 상당부분 해결될 수 있을 것으로 기대한다.

위드코로나 선언 시 지난 6월과 마찬가지로 2,200명 이상으로 동시 수용 가능 인원이 상향될 것으로 예상한다. 카지노 산업 특성 상 영업 재개와 실적 회복 사이 시간차가 거의 발생하지 않는다.

탑라인 옥죄는 규제 완화는 주가를 새로운 레벨로 인도할 것

Top line 성장은 규제 완화에 달렸다. 지금은 매출총량제에서 제외되었으나 로또는 지난해 역대 최대 매출액을 갱신했고, 불법 도박 규모는 매년 놀라운 속도로 팽창하고 있다. 2017년부터 동사를 옥죄어 온 매출총량제를 '현실화'하는 논의가 펼쳐질 경우 주가의 상방은 다시 한번 크게 열릴 것으로 기대한다. 다만 이는 대응의 영역에 해당한다.

최대주주의 변화는 강원랜드의 배당에 대한 기대감을 높이는 요소다. 동사의 최대주주인 광해공단은 광물자원공사와 합병된 바 있다. 광물자원공사는 자본잠식 상태로 과거 합병에 대한 논의가 처음 언급되었을 때 강원랜드의 주당 배당금 증가가 필요한 이유로 언급되곤 했다.

**평균 밸류에이션 상향 반영,
적정주가 3만4천원으로 상향**

동사의 적정주가를 기존 3만원에서 3만4천원으로 상향한다. 기존 적정주가는 과거(2018년 산정 당시 2010~2017년) PER 평균치(18배)를 사용한 바 있으나 새로운 적정주가는 2017~2019년 평균치인 20배를 활용해 2023년 예상 EPS에 적용했다. 매출 총량제를 준수해야 하기 시작하면서 동사의 성격은 방어주로 바뀌며 밸류에이션 밴드가 상향된 것으로 판단된다. 괴리율 확대로 투자의견을 Buy로 상향한다.

백신 접종률이 상승하며 추후 거리두기가 완화될 경우 가장 빠르게 회복이 점쳐지는 분야는 내수레저다. 수요는 풍부한 사업자로 영업 재개가 실적 회복으로 연결, 레저 산업 내 가장 안전한 선택지로 판단된다.

표9 사회적 거리두기 단계에 따른 카지노 운영(2021.6.14까지)

	1단계	1.5단계	2단계	2.5단계	3단계
2020	11/7~11/30	5/8~7/19(VIP전용) 7/20~8/22 10/12~11/6 12/1~12/7			
2021		2/15~6/14			
		카지노 개장			
코로나 19 이전 동시 체류인원 제한 → 6,000pax	50%	20%			
	2,200pax	1,200pax			
하루 이동량	2,575pax	1,925pax			

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

표10 사회적 거리두기 단계에 따른 카지노 운영(2021.6.15부터)

	1단계	2단계	3단계	4단계
정선군 지역 거리두기 단계	카지노 개장			
2021	6/15~7/14	7/15~8/13 8/28~현재	8/14~8/27 (8/16,17 폐장)	
동시체류인원제한	2,300pax	1,800pax	1,800pax	1,800pax
시간제한		제한 없음(10am~6am)		10am~10pm
하루 이동량	2,245pax	2,850~2,900pax	1,700pax	-

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

표11 최근 카지노 매출 트렌드

사회적 거리두기	(전) 1.5단계	(전) 1.5단계(75일)+(신) 1단계(16일)	(전) 1.5단계	(신) 1단계	2단계	3단계	2단계
시기	1Q (45일)	2Q (91일)	2/15~6/14 (120일)	6/15~7/14 (30일)	7/15~8/13 (30일)	8/14~8/27 (2일 폐장)	8/28~현재
일반업장 좌석수	1,347좌석	1,347~2,352좌석	머신 720 + ETG 107 + 메스 테이블 720 → 합계 1,347좌석	머신 1,360 + ETG 272 + 메스 테이블 720 → 합계 2,352좌석	머신 1,360 + ETG 272 + 메스 테이블 678 → 합계 2,300좌석		
일반영업장 동시체류인원	1,200pax까지	1,200~2,300pax	1,200pax까지	2,300pax까지		1,800pax까지	
YoY	vs 1Q19	vs 2Q20	vs 2Q19	vs 2019	vs 2019	vs 2019	vs 2019
GGR 합계	-73% (2.2wbn)	539%	-44% (2.2wbn)	-47% (2.1wbn)	-28% (3.0wbn)		
MASS GGR	-77% (1.6wbn)	2Q20에는 매스 폐장	-48% (1.7wbn)	-53% (1.6wbn)	-32% (2.3wbn)		
테이블	-76% (0.8wbn)		-46% (0.9wbn)	-53% (0.8wbn)			
슬롯머신	-76% (0.7wbn)		-47% (0.8wbn)	-51% (0.7wbn)			
VIP GGR	-55% (0.6wbn)	48% (2Q20이 45일)	-24% (0.5wbn)	-18% (0.5wbn)	-32% (0.6wbn)		
트래픽	매스	-88%	2Q20에는 매스 폐장	-70%	-74%	-58%	-69%
	VIP GGR	-68%	54%	-39%	-37%	-34%	-29%
						-49%	-25%

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

표12 강원랜드 3Q21 Preview

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	242.0	76.6	215.9	203.6	18.9	254.0	-4.7
영업이익	24.9	-64.9	흑전	2.7	821.9	30.6	-18.6
세전이익	33.5	-55.2	흑전	28.4	18.0	31.9	5.0
지배순이익	24.8	-40.9	흑전	20.9	18.6	35.6	-30.3

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

표13 강원랜드 분기 실적 추이 및 전망 분기

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
드롭액	1,011.5	145.0	259.0	528.6	417.2	879.4	915.0	1,061.7	1,312.6	1,546.3	1,749.5	1,743.0
Mass	416.1	0.0	43.8	187.3	155.3	338.3	389.2	461.5	613.9	859.5	838.7	848.1
슬롯머신	360.4	0.0	79.4	198.2	134.4	305.6	336.2	369.8	351.3	342.4	549.8	533.5
VIP테이블	235.0	145.0	135.8	143.1	127.5	235.5	189.6	230.4	347.4	344.4	360.9	361.4
홀드율 (%)	21.9	22.0	24.4	23.9	23.6	23.2	26.3	23.4	22.4	23.4	23.8	23.5
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	24.2	24.2
VIP테이블	14.0	22.0	24.5	22.8	21.8	20.0	20.0	20.0	16.9	20.4	21.5	20.2
매출액	236.0	34.6	76.6	131.3	97.4	203.6	242.0	242.9	298.1	348.1	420.0	402.0
Mass	101.8	0.0	10.7	45.8	38.0	82.7	95.2	112.9	150.1	210.2	205.1	207.4
슬롯머신	87.3	0.0	19.3	48.0	32.6	74.0	81.5	89.6	85.1	81.5	133.2	129.3
VIP테이블	32.9	31.9	33.3	32.6	27.8	47.1	37.9	46.0	58.7	70.2	77.5	73.1
비카지노	36.2	6.6	17.9	14.3	11.9	20.0	25.0	18.6	32.8	21.5	44.7	32.3
매출원가	158.1	118.3	115.0	153.2	131.9	174.8	187.0	193.9	191.7	231.3	246.9	241.4
인건비	32.9	37.3	31.0	42.0	27.1	35.3	34.9	45.0	31.5	36.0	35.7	45.4
콤프	3.3	1.0	1.0	1.0	0.0	1.5	1.3	1.5	0.0	2.3	2.5	2.4
세금	29.3	4.8	9.5	19.1	11.0	30.9	36.6	37.8	40.8	55.0	63.2	62.3
판관비	264.7	20.2	26.5	54.3	25.1	26.1	30.1	52.2	29.4	26.6	33.8	55.3
영업이익	-186.8	-103.8	-64.9	-76.1	-59.6	2.7	24.9	-3.3	77.0	90.2	139.3	105.3
세전이익	-220.4	-72.3	-55.2	-56.6	-55.7	28.4	33.5	17.0	81.2	116.0	147.8	127.1
순이익	-156.1	-45.6	-40.9	-33.3	-40.9	20.9	24.8	12.6	59.6	85.4	109.5	94.1
(% YoY)												
드롭액	-35.5	-90.9	-84.9	-68.0	-58.8	506.5	253.3	100.9	214.6	75.8	91.2	64.2
Mass	-37.9	-100.0	-93.8	-71.6	-62.7	N/A	789.6	146.4	295.3	154.1	115.5	83.8
슬롯머신	-34.8	-100.0	-87.4	-67.1	-62.7	N/A	323.3	86.6	161.3	12.0	63.6	44.3
VIP테이블	-31.9	-58.6	-65.0	-63.4	-45.7	62.4	39.6	61.0	172.5	46.2	90.4	56.9
매출액	-37.5	-90.5	-81.1	-64.8	-58.7	487.9	215.9	85.0	205.9	71.0	73.6	65.5
Mass	-37.9	-100.0	-93.8	-71.6	-62.7	N/A	789.6	146.4	295.3	154.1	115.5	83.8
슬롯머신	-36.3	-100.0	-87.4	-67.0	-62.7	N/A	322.1	86.7	161.5	10.0	63.5	44.2
VIP테이블	-46.3	-48.2	-49.2	-45.6	-15.5	47.5	13.8	41.2	111.0	49.3	104.6	58.7
영업이익	적전	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	적지	흑전	3,258.4	458.4	흑전
순이익	적전	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	308.4	341.1	646.6
Margin (%)												
OPM	-79.1	-299.7	-84.7	-58.0	-61.2	1.3	10.3	-1.4	25.8	25.9	33.2	26.2
NPM	-66.1	-131.5	-53.3	-25.4	-42.0	10.3	10.3	5.2	20.0	24.5	26.1	23.4
Indicator												
인당드롭액 (백만원)	2.33	61.34	6.46	4.31	4.78	4.41	4.03	3.98	2.93	2.89	2.79	2.78
% YoY	10.8	2479.9	194.8	81.8	105.4	-92.8	-37.6	-7.7	-38.7	-34.5	-30.9	-30.1
일평균방문객 (명)	8,194	79	1,145	3,063	1,938	2,191	2,520	2,898	4,970	5,879	6,824	6,810
% YoY	-1.1	-98.9	-86.6	-59.5	-76.3	2680.6	120.1	-5.4	156.5	168.3	170.8	135.0

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

표14 강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
드롭액	6,638.7	6,134.5	6,530.2	1,944.0	3,273.3	6,351.3
Mass테이블	2,802.1	2,559.3	2,694.5	647.1	1,344.3	3,160.2
슬롯머신	2,400.7	2,284.5	2,360.7	638.0	1,146.0	1,777.0
VIP테이블	1,436.0	1,290.6	1,475.0	658.9	782.9	1,414.2
홀드율 (%)	22.9	22.8	22.7	22.8	24.2	23.3
Mass테이블	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.1	24.1	24.3	24.2	24.2	24.1
VIP테이블	18.0	17.3	16.8	19.8	20.3	19.8
매출액	1,547.8	1,438.1	1,520.0	478.5	785.9	1,468.1
Mass테이블	685.2	625.9	659.0	158.3	328.8	772.9
슬롯머신	579.3	551.4	574.5	154.6	277.7	429.1
VIP테이블	258.6	222.8	248.2	130.7	158.8	279.4
비카지노	124.3	166.4	180.0	75.0	75.5	131.4
매출원가	730.8	729.6	736.7	544.5	687.6	911.2
인건비	147.7	148.6	125.9	143.2	142.3	148.5
콤프	137.3	10.9	9.7	6.1	4.4	7.2
세금	227.1	208.4	220.7	62.8	116.3	221.3
판관비	286.0	277.8	282.3	365.7	133.6	145.0
영업이익	530.9	430.7	501.1	-431.6	-35.3	411.9
세전이익	566.2	410.7	488.9	-404.5	23.2	472.0
순이익	437.6	297.3	334.7	-275.9	17.4	348.6
(% YoY)						
드롭액	-5.7	-7.6	6.5	-70.2	68.4	94.0
Mass테이블	-8.9	-8.7	5.3	-76.0	107.7	135.1
슬롯머신	-4.2	-4.8	3.3	-73.0	79.6	55.1
VIP테이블	-1.6	-10.1	14.3	-55.3	18.8	80.6
매출액	-8.8	-7.1	5.7	-68.5	64.2	86.8
Mass테이블	-8.8	-8.6	5.3	-76.0	107.7	135.1
슬롯머신	-4.2	-4.8	4.2	-73.1	79.6	54.5
VIP테이블	-5.3	-13.8	11.4	-47.3	21.5	76.0
영업이익	-14.2	-18.9	16.4	N/A	N/A	N/A
순이익	-3.7	-32.1	12.6	N/A	N/A	1,899.8
Margin (%)						
OPM	34.3	29.9	33.0	-90.2	-4.5	28.1
NPM	28.3	20.7	22.0	-57.6	2.2	23.7
Valuation (배)						
EPS (원)	2,045	1,390	1,564	-1,289	82	1,629
PER	17.0	23.0	18.9	-18.2	339.7	17.0
PBR	2.1	1.9	1.7	1.5	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.8	10.4	8.0	-10.2	93.8	7.1
ROE (%)	13.0	8.4	9.2	-7.9	0.5	10.1
Dividend Yield (%)	2.8	2.8	3.0	0.0	0.0	0.0

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

GKL: 비행기는 다시 뜨겠지만

**GKL 투자의견 Hold
적정주가 19,000원**

GKL의 3분기 연결 매출액과 영업손실은 각각 256억원(-26.4% YoY)과 -330억원(적자 YoY)으로 예상된다. 동사 또한 2020년과는 달리 사회적 거리두기가 강화된다 하여도 더 이상 영업을 중단하지 않는다. 매출은 특이사항이 없으나 타이트한 비용 관리로 고정비를 최소화하기 위해 노력하고 있다. 다만 앞서 언급한 중국 정부의 카지노 규제는 동사의 미래 영업에 부담이다. 2022년은 중국인의 카지노 이용이 쉽지 않을 것으로 예상, 관련 실적을 크게 하향하였다.

어려워진 중국 카지노 영업: 적정
주가 및 투자의견 하향

동사에 대한 적정주가를 기존 21,000원에서 19,000원으로 하향하며 투자의견을 Hold로 하향한다. 적정주가는 2023년 예상 EPS에 16배를 적용해 산출했다. 기존 18배 대비 적정주가를 10% 할인한 이유는 신규 규제로 인해 성장 동력이 멀어진 점을 반영했기 때문이다. 2019년 기준 중국 매출 비중은 30~40%로 추산되나 주가의 센터먼트 측면에서 중국 카지노 규제는 동사에 독약이다. 코로나 이후를 기다리던 외국인 카지노 사업자들에게는 아쉬운 항목이다.

표15 GKL 분기 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
드롭액	767.5	209.1	304.6	146.3	47.8	250.4	210.5	421.4	1,427.4	930.1	2,980.6	4,379.5
중국	324.0	80.3	80.9	40.9	14.9	73.8	71.0	86.9	526.2	246.6	989.6	1,482.2
일본	177.9	1.6	1.6	1.3	0.5	1.6	0.9	1.8	182.4	4.7	635.8	1,576.5
기타	262.7	105.0	192.1	85.3	24.3	142.5	112.8	225.2	645.2	504.8	1,355.2	1,320.7
홀드율 (%)	14.4	10.9	11.9	11.3	3.6	13.5	12.3	11.3	13.0	11.7	10.6	10.4
매출액	111.5	23.3	34.8	14.9	5.3	33.0	25.6	47.1	184.5	111.0	312.6	453.7
매출원가	76.9	47.9	55.1	58.5	46.6	52.3	51.7	67.4	238.4	217.9	304.5	330.1
인건비	35.6	33.5	35.9	43.6	33.1	30.2	32.3	39.2	148.7	131.2	134.9	138.9
콤프	7.8	0.3	0.7	-0.1	-0.3	0.5	0.0	4.5	8.7	4.7	36.1	42.1
세금	14.0	-2.3	0.5	0.1	0.2	0.5	0.0	1.5	12.4	2.2	44.8	58.0
판관비	7.7	7.5	10.7	9.1	5.3	6.6	6.9	7.9	34.9	26.8	29.0	31.8
EBITDA	36.6	-22.4	-21.3	-43.1	-37.4	-16.7	-23.8	-19.3	-50.2	-97.2	11.2	107.1
영업이익	26.9	-32.1	-31.0	-52.7	-46.6	-25.9	-33.0	-28.2	-88.8	-133.7	-20.9	91.8
세전이익	20.0	-29.1	-29.2	-42.9	-48.8	-23.4	-33.0	-27.7	-81.1	-132.8	-19.3	93.4
순이익	14.7	-23.6	-22.8	-32.7	-37.4	-18.1	-25.6	-21.8	-64.3	-102.9	-14.7	71.8
% YoY Growth												
드롭액	-32.2	-80.8	-72.7	-87.9	-93.8	19.8	-30.9	188.1	-68.6	-34.8	220.5	46.9
매출액	2.1	-80.2	-73.9	-88.6	-95.3	41.8	-26.4	215.5	-62.4	-39.8	181.7	45.1
영업이익	58.4	-221.4	-201.2	-331.3	-273.3	-19.3	6.7	-46.5	-191.7	50.6	-84.4	-539.5
순이익	68.3	-217.5	-190.1	-278.6	-354.3	-23.4	12.5	-33.5	-188.9	59.9	-85.7	-589.5
Margin (%)												
GPM	31.0	-105.8	-58.4	-292.0	-784.0	-58.4	-102.0	-43.0	-29.2	-96.4	2.6	27.2
OPM	24.1	-138.0	-89.1	-352.6	-885.1	-78.5	-129.1	-59.8	-48.1	-120.5	-6.7	20.2
NPM	13.2	-101.3	-65.5	-219.0	-710.3	-54.7	-100.2	-46.2	-34.9	-92.7	-4.7	15.8

자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

표16 GKL 월별 테이블 드롭액 추이

		'20.9	'20.10	'20.11	'20.12	'21.1	'21.2	'21.3	'21.4	'21.5	'21.6	'21.7	'21.8	'21.9
드롭액 (십억원)														
Seoul Gangnam Casino	Table Drop	44.9	39.4	28.3			-	22.6	31.3	37.9	57.5	24.7	28.7	31.4
	VIP	35.4	29.5	21.5			-	18.6	23.9	28.9	48.2	18.0	17.6	22.0
	Japan	0.4	0.7	0.4			-	0.4	0.5	0.3	0.4	0.2	0.1	0.0
	China	3.7	2.5	2.5			-	5.3	5.8	6.3	4.6	2.8	2.1	2.9
	Others	31.3	26.3	18.6			-	12.8	17.6	22.3	43.3	15.0	15.3	19.0
	Mass	9.5	9.9	6.8			-	4.0	7.4	8.9	9.3	6.7	11.1	9.4
Seoul Hilton Casino	Table Drop	26.0	23.5	16.9			-	10.2	22.2	27.8	23.4	25.0	23.7	22.1
	VIP	10.0	6.7	4.2			-	3.1	6.2	10.0	6.9	7.0	5.8	6.1
	Japan	0.0	0.0	0.0			-	0.0	0.0	0.1	0.0	-	-	0.0
	China	2.7	2.4	2.1			-	1.7	3.7	4.4	3.8	4.1	2.8	3.0
	Others	7.3	4.3	2.1			-	1.4	2.6	5.6	3.1	2.9	3.0	3.0
	Mass	16.0	16.8	12.7			-	7.1	16.0	17.8	16.4	18.0	17.8	16.0
Busan Lotte Casino	Table Drop	6.2	7.3	4.9			3.0	4.4	3.7	6.0	6.1	7.1	5.8	4.9
	VIP	2.5	2.4	1.5			1.8	2.0	1.2	3.2	2.7	3.8	2.5	1.6
	Japan	0.0	0.0	0.1			0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-	0.0
	China	0.2	0.2	0.4			0.3	0.6	0.3	1.0	0.7	1.5	1.2	0.6
	Others	2.3	2.2	1.1			1.5	1.4	0.9	2.2	2.0	2.3	1.3	1.0
	Mass	3.7	4.9	3.4			1.2	2.4	2.5	2.8	3.4	3.4	3.3	3.3
Total	Table Drop	77.1	70.2	50.1			3.0	37.2	57.3	71.6	86.9	56.9	58.1	58.4
	VIP	47.9	38.7	27.2			1.8	23.7	31.3	42.1	57.8	28.8	26.0	29.6
	Japan	0.4	0.7	0.5			0.0	0.5	0.5	0.4	0.4	0.2	0.1	0.0
	China	6.6	5.1	5.0			0.3	7.6	9.8	11.7	9.1	8.4	6.2	6.6
	Others	40.9	32.8	21.7			1.5	15.7	21.0	30.0	48.4	20.2	19.7	23.0
	Mass	29.2	31.5	22.9			1.2	13.6	25.9	29.5	29.1	28.0	32.1	28.8
	Slot Machine Drop	15.5	14.1	11.8			0.6	0.6	11.1	11.9	11.4	11.6	13.5	12.0
국적별 Breakdown	Total drop	92.6	84.3	62.0			3.6	37.9	68.4	83.6	98.4	68.5	71.6	70.4
	VIP+Mass	77.1	70.2	50.1			3.0	37.2	57.2	71.6	86.9	56.9	58.1	58.4
	Japan	0.6	0.7	0.5			0.0	0.5	0.6	0.5	0.5	0.3	0.3	0.4
	China	18.5	18.4	15.3			0.7	14.9	23.1	25.4	23.2	20.8	19.7	19.1
	Others	45.3	37.2	25.1			1.8	17.7	24.5	34.3	52.1	23.7	24.2	27.9
	No Name	12.7	13.8	9.2			0.5	4.2	9.0	11.5	11.1	12.0	13.9	11.0
성장률 (% YoY)														
Seoul Gangnam Casino	Table Drop	-72.8	-81.4	-83.8			-	-50.6	N/A	-18.3	21.8	-49.1	-49.9	-30.1
	VIP	-73.4	-83.2	-85.4			-	-44.6	N/A	-18.4	30.7	-52.3	-62.0	-38.0
	Japan	-99.1	-98.9	-99.2			-	-87.7	N/A	-52.9	-51.6	-49.5	-70.4	-98.5
	China	-93.3	-96.2	-94.2			-	-29.6	N/A	-41.4	-49.6	-46.6	-27.9	-21.5
	Others	-13.1	-47.0	-64.1			-	-42.7	N/A	-7.1	59.8	-53.2	-64.2	-39.3
	Mass	-70.6	-72.5	-75.1			-	-67.1	N/A	-19.1	-9.9	-37.8	0.4	-0.6
Seoul Hilton Casino	Table Drop	-75.8	-77.5	-84.8			-	-70.3	N/A	-17.4	-30.6	-18.8	-26.7	-15.0
	VIP	-80.6	-85.7	-92.1			-	-80.2	N/A	-34.7	-41.3	-7.3	-49.5	-39.5
	Japan	-99.9	-100.0	-100.0			-	-100.0	N/A	400.0	589.7	N/A	N/A	-100.0
	China	-80.4	-79.4	-83.4			-	-81.0	N/A	-60.4	-49.0	92.9	-19.4	14.0
	Others	-46.5	-45.7	-74.5			-	-72.6	N/A	31.9	-28.5	-46.5	-62.6	-58.6
	Mass	-71.4	-70.8	-78.1			-	-62.2	N/A	-2.9	-24.8	-22.5	-14.0	0.4
Busan Lotte Casino	Table Drop	-88.3	-87.1	-90.5			-92.0	-23.7	N/A	-6.9	-44.2	-10.9	3.2	-20.1
	VIP	-93.4	-94.2	-96.1			-93.5	-14.3	N/A	22.7	-59.1	-13.8	67.6	-34.6
	Japan	-100.0	-100.0	-99.7			-100.0	-94.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-100.0
	China	-98.8	-99.1	-97.0			-96.9	-29.7	N/A	68.2	-67.8	1.9	217.0	215.2
	Others	-17.0	-43.1	-84.2			-34.8	21.9	N/A	7.4	-54.4	-21.6	18.0	-56.2
	Mass	-75.5	-65.7	-73.3			-87.5	-30.2	N/A	-27.2	-21.0	-7.4	-20.5	-10.5
Total	Table Drop	-76.3	-81.2	-85.1			-98.8	-56.7	N/A	-17.2	-5.3	-34.9	-38.9	-24.2
	VIP	-78.4	-85.4	-88.6			-99.0	-54.0	N/A	-21.0	4.5	-42.0	-56.2	-38.1
	Japan	-99.5	-99.3	-99.5			-100.0	-91.7	N/A	-37.5	-49.1	-49.6	-70.5	-98.5
	China	-92.3	-95.0	-92.8			-99.6	-56.0	N/A	-47.8	-51.6	-5.0	-10.0	-0.1
	Others	-22.1	-46.6	-67.4			-96.8	-45.4	N/A	-0.8	35.2	-50.1	-62.2	-43.7
	Mass	-71.8	-70.7	-76.7			-98.2	-60.8	N/A	-10.9	-20.1	-25.4	-10.3	-1.3
	Slot Machine Drop	-61.4	-66.9	-70.8			-97.7	-94.8	N/A	-19.0	-28.9	-20.2	-9.8	-22.7
	Total drop	-74.7	-79.7	-83.6			-98.7	-61.2	N/A	-17.4	-8.8	-32.8	-35.0	-23.9

주: 12월, 1월 실적은 영업정지로 인해 공시하지 않음

자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

파라다이스: 코로나 시기에도 EBITDA 흑자 유지

파라다이스 투자의견 Buy

적정주가 22,000원

3분기 오랜만의 흑전

3분기 파라다이스의 매출액과 영업이익은 각각 1,114억원(+47.5% YoY)과 16억원(흑전 YoY)으로 EBITDA 기준 270억 수준의 흑자가 기대된다. 매출 규모가 크게 감소하며 변수 하나하나에 따른 매출 변동성이 높아졌다. 8월 홀드율이 크게 상승하며 3분기 카지노 매출은 775억원을 기록, 소폭이나마 오랜만의 흑자가 기대된다.

고정비 감소 효과가 매출 회복 시 어떤 영업이익 레버리지를 가져올지 맛보게 해 준 분기

GKL과 달리 사기업인 동사는 지난해 대규모 인력 감축을 단행했다. 이를 통해 고정비를 크게 감축했으며 현재와 같은 국내 거주 외국인을 통해서도 EBITDA 기준 소폭의 흑자를 기록할 수 있었다. 3분기와 같은 luck이 지속된다고 보기는 어려우나 해외 비행기가 다시 뜨게 될 경우 매출 상승에 따른 영업이익 레버리지가 어떻게 발현될 수 있는지 유추할 수 있는 분기다.

동사의 적정주가를 기준 25,000원에서 22,000원으로 하향한다. 이는 1) 적용 배율에이션 10% 할인 및 2) 적정주가 산정 년도를 기준 2022년에서 2023년으로 변경한 데 따른다. 적용 배수 할인은 신규 규제로 인한 성장 동력 약화를 반영하여 GKL과 동일한 비율만큼 밸류에이션을 하향했다.

아쉬운 중국 상황 변화, 그러나 일본을 활용한다면 방어 뛰어날 것

변화된 중국 상황은 비행기가 다시 뜨기만을 기다리던 동사 또한 아쉬울 수밖에 없다. 다만 동사는 일본 영업에 강점을 지니고 있어 2015년~2017년 당시와 마찬가지로 영업 인력을 일본으로 집중시킨다면 중국 영향에 대해 상대적으로 뛰어난 방어를 보일 수 있을 것으로 기대한다.

표17 가치합산 방식에 기반한 적정주가 산정

(십억원)	EBITDA	적용배수 (배)	적정가치	비고
별도	41.8	15.1	892.5	EBITDA에 기반한 적정 가치 산출 후 순현금 반영
P-city	112.1	18.9	2,009.2	EBITDA에 기반한 적정 가치 산출 후 차입금 가감
합산			1,997.5	별도 적정가치와 P-city 지분율(55%)를 반영한 가치의 합산
적정주가(원)			21,965	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표18 파라다이스시티 최근 13개월 월별 실적 세부 데이터

(백만원)	'20.9	'20.10	'20.11	'20.12	'21.1	'21.2	'21.3	'21.4	'21.5	'21.6	'21.7	'21.8	'21.9
Drop	35,111	42,555	37,487	55,499	60,976	42,417	49,400	48,772	39,680	64,247	32,524	63,742	25,948
Sales	3,210	4,928	5,869	9,120	9,191	7,272	13,785	5,410	5,116	3,560	4,394	19,601	7,008
Sales (table)	2,724	3,975	5,103	7,993	7,878	6,775	9,406	4,536	4,405	2,551	3,518	18,899	6,037
Sales (slot)	495	899	741	1,079	1,311	1,320	914	865	734	998	805	1,046	931
홀드율 (table,%)	7.8	9.3	13.6	14.4	12.9	16.0	19.0	9.3	11.1	4.0	10.8	29.6	23.3
홀드율 (total,%)	9.2	11.5	15.6	16.3	15.1	19.1	20.9	11.1	13.0	5.5	13.3	31.3	26.9
YoY Growth (%)													
Drop	-84.8	-81.2	-81.7	-74.3	-74.8	-82.5	2.0	100.7	-41.0	29.7	-33.2	25.8	-26.1
Sales	-91.8	-86.6	-81.0	-76.5	-75.6	-77.0	106.5	58.1	-35.2	-23.6	-27.1	237.8	118.3
Sales (table)	-92.4	-88.5	-82.8	-77.1	-77.7	-73.4	38.0	51.0	-40.4	-34.4	-31.4	285.6	121.6
Sales (slot)	-68.4	-16.4	-55.6	-23.9	-19.4	-28.8	149.7	107.4	30.4	43.6	-11.2	14.9	88.1
홀드율 (table,%)p	-7.8	-5.8	-0.9	-1.8	-1.6	5.4	5.0	-3.1	0.1	-3.9	0.3	20.0	15.5
홀드율 (total,%)p	-7.1	-4.2	0.3	-0.5	-0.2	7.8	6.1	-3.0	1.1	-3.7	0.9	19.8	17.7
Drop breakdown													
VIP	23,827	25,052	19,752	32,294	37,303	20,901	26,880	31,606	19,536	49,394	16,354	47,207	12,187
China VIP	336	590	377	925	2,066	1,237	1,324	699	343	473	146	283	322
Japan VIP	17	7	0	349	356	125	91	26	389	839	118	43	155
Other VIP	23,474	24,455	19,375	31,020	34,881	19,539	25,465	30,881	18,803	48,082	16,090	46,881	11,710
Mass	11,284	17,503	17,734	23,205	23,673	21,515	22,520	17,167	20,144	14,852	16,170	16,534	13,761
YoY Growth (%)													
VIP	-87.4	-86.7	-88.0	-81.2	-81.2	-89.8	-27.3	75.1	-58.5	58.9	-48.9	42.5	-48.9
China VIP	-99.3	-99.0	-99.0	-97.6	-96.2	-98.1	-89.1	-78.5	-89.9	-38.9	-87.2	-83.0	-4.2
Japan VIP	-100.0	-100.0	-100.0	-99.6	-99.7	-99.8	-98.7	-85.4	165.9	2163.0	5800.0	207.1	811.8
Other VIP	-55.5	-54.6	-50.0	-19.6	6.4	-68.5	42.7	111.1	-56.8	58.9	-47.8	49.1	-50.1
Mass	-73.1	-54.8	-55.3	-48.3	-46.3	-41.1	96.9	174.9	-0.0	-19.8	-3.2	-5.9	22.0
VIP방문객 (명)													
VIPs	1,469	1,823	1,612	2,344	2,184	1,758	1,677	1,190	1,102	1,050	856	859	718
China VIP	80	123	81	149	130	102	95	71	72	39	29	30	8
Japan VIP	6	2	0	16	28	17	15	5	15	10	13	14	14
Other VIP	1,383	1,698	1,531	2,179	2,026	1,639	1,567	1,114	1,015	1,001	814	815	696
YoY Growth (%)													
VIPs	-79.9	-76.9	-77.4	-69.9	-72.5	-73.8	-35.4	4.5	-62.9	-57.0	-61.9	-61.8	-51.1
China VIP	-92.6	-93.6	-93.6	-87.9	-91.8	-91.6	-61.2	12.7	-63.3	-56.7	-75.2	-78.7	-90.0
Japan VIP	-99.8	-99.9	-100.0	-99.5	-99.3	-99.3	-95.9	0.0	275.0	400.0	550.0	N/A	133.3
Other VIP	-50.4	-42.4	-43.7	-28.2	-16.9	-44.8	-20.9	4.0	-63.4	-57.4	-61.7	-61.3	-49.7
정킷 실적													
Rolling Chip Turnover	295	760	2,283	547	1,260	3,016	48,105	213	1,305	108	3,030	3,483	3,483
W/L	79	113	52	157	14	-1,601	7,682	19	-25	22	173	-667	-667
Win rate(%)	26.8	14.9	2.3	28.7	1.1	-53.1	16.0	8.9	-1.9	20.4	5.7	-19.2	-19.2
Sales	32	54	25	48	2	-823	3,465	9	-23	11	71	-344	-344

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표19 파라다이스 시티 연간 실적 전망

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
전체 매출액	302.1	463.3	177.5	168.4	344.9
카지노 매출	247.1	375.6	126.9	96.2	279.7
드롭액	2,156.2	2,669.2	943.8	734.6	2,418.3
비카지노 매출	53.0	87.9	50.6	72.2	65.2
영업이익	-20.8	20.0	-66.7	-32.6	71.9
영업이익률(%)	-6.9	4.3	-37.6	-19.3	20.8
감가상각비	40.8	64.4	58.9	58.5	58.5
EBITDA	20.0	84.4	-7.8	25.9	130.3

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표20 파라다이스 시티 분기 실적 전망 분기

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
드랍액	532.7	141.1	134.5	135.5	152.8	152.7	122.2	202.7	2,669.2	943.8	630.4	2,482.7
VIP드랍액	440.6	96.2	88.9	77.1	85.1	100.5	75.7	144.3	2,216.8	702.8	405.7	2,152.8
Mass드랍액	92.1	44.9	45.5	58.4	67.7	52.2	46.5	58.4	452.4	241.0	224.8	329.9
전체 매출액	89.7	26.0	29.2	32.5	42.4	28.2	44.9	39.9	463.3	177.5	155.5	326.1
카지노 매출	75.8	16.0	15.1	19.9	30.2	16.0	30.8	27.7	375.6	126.9	104.7	264.8
드롭액	532.7	141.1	134.5	135.5	152.8	152.7	122.2	202.7	2,669.2	943.8	630.4	2,482.7
비카지노매출	13.9	10.0	14.1	12.6	12.2	12.1	14.1	12.3	87.9	50.6	50.8	61.2
영업이익	2.5	-28.2	-25.6	-15.4	-7.5	-20.6	-5.6	-16.2	20.0	-66.7	-49.9	-6.0
영업이익률(%)	2.8	-108.4	-87.5	-47.4	-17.7	-73.1	-12.5	-40.5	4.3%	-37.6%	-32.1%	-1.8%
감가상각비	15.0	14.7	14.5	14.6	14.4	14.7	14.5	14.6	64.4	58.9	58.3	58.3
EBITDA	17.5	-13.5	-11.0	-0.8	6.9	-5.9	8.9	-1.6	84.4	-7.8	8.4	52.2
EBITDA이익률(%)	19.5	-51.8	-37.8	-2.4	16.2	-20.8	19.8	-3.9	18.2%	-4.4%	5.4%	16.0%

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표21 파라다이스 분기 실적 전망 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	184.7	74.6	90.6	104.0	96.6	84.6	114.4	94.5	453.9	390.2	653.7	967.7
카지노	154.3	51.5	55.1	74.4	63.6	46.4	77.5	62.6	335.4	250.1	512.1	790.4
호텔	14.3	12.0	19.6	16.1	15.5	21.6	21.5	19.2	62.0	77.8	72.6	83.5
기타	15.9	10.8	14.9	13.3	12.9	12.9	15.4	12.8	54.9	53.9	69.0	93.8
매출원가	164.2	103.7	108.5	100.6	95.7	95.6	100.9	99.8	477.0	392.0	619.2	829.7
매출총이익	20.4	-29.1	-18.0	3.4	0.9	-11.0	13.5	-5.3	-23.2	-1.9	34.5	138.0
판관비	15.6	15.5	13.1	18.9	13.1	16.4	11.9	17.2	63.0	58.6	72.1	82.6
영업이익	4.8	-44.5	-31.1	-15.4	-12.2	-27.4	1.6	-22.4	-86.2	-60.4	-37.6	55.4
세전이익	-2.8	-53.7	-31.9	-87.1	-26.2	40.0	-13.0	-39.0	-175.4	-38.3	-96.6	-4.0
순이익	-2.5	-31.9	-16.3	-67.5	-18.2	18.9	-8.3	-31.3	-118.1	-38.8	-119.2	24.3
% YoY Growth												
매출액	-8.5	-68.1	-67.0	-61.4	-47.7	13.4	26.4	-9.2	-53.7	-14.0	67.5	48.0
영업이익	흑전	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	적지	-266.1	-29.9	-37.7	-247.2
순이익	적지	적지	적전	적지	적지	흑전	적지	적지	-882.1	-67.1	206.8	-120.4
Margin (%)												
GPM	11.1	-38.9	-19.8	3.3	0.9	-13.0	11.8	-5.6	-5.1	-0.5	5.3	14.3
OPM	2.6	-59.6	-34.3	-14.8	-12.6	-32.4	1.4	-23.7	-19.0	-15.5	-5.8	5.7
NPM	-1.3	-42.7	-18.0	-64.9	-18.8	22.3	-7.2	-33.1	-26.0	-10.0	-18.2	2.5

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

하나투어 (039130)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	614.6	109.6	38.7	107.9	276.3
매출액증가율 (%)	-25.8	-82.2	-64.7	178.6	156.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	614.6	109.6	38.7	107.9	276.3
판매관리비	607.1	224.4	157.3	191.5	271.9
영업이익	7.5	-114.9	-118.6	-83.6	4.5
영업이익률	1.2	-104.8	-306.1	-77.5	1.6
금융손익	-4.9	-6.8	-6.8	-6.5	-5.3
종속/관계기업손익	-2.8	-4.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	-63.7	-10.9	-3.2	-3.2
세전계속사업이익	0.7	-189.5	-137.8	-93.8	-3.5
법인세비용	6.2	-30.7	1.1	-17.6	3.8
당기순이익	-12.0	-218.6	-138.9	-76.2	-7.2
지배주주지분 순이익	-8.0	-172.0	-129.7	-77.9	-9.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	28.6	-132.9	-112.5	7.3	177.6
당기순이익(손실)	-12.0	-218.6	-138.9	-76.2	-7.2
유형자산상각비	70.0	52.4	25.0	3.0	3.0
무형자산상각비	4.2	8.9	9.1	7.1	5.6
운전자본의 증감	-59.4	-55.3	-12.0	68.3	171.5
투자활동 현금흐름	-112.7	87.0	113.3	37.9	-6.8
유형자산의증가(CAPEX)	-110.9	-4.0	0.0	-5.0	0.0
투자자산의감소(증가)	8.7	2.5	20.2	-15.1	-40.9
재무활동 현금흐름	28.6	37.9	-21.8	10.7	31.7
차입금의 증감	388.8	-63.0	-21.9	14.7	35.7
자본의 증가	-0.0	128.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-46.9	-9.0	-21.1	55.8	202.5
기초현금	157.7	110.9	101.9	80.8	136.6
기말현금	110.9	101.9	80.8	136.6	339.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	408.2	208.3	94.5	174.4	435.5
현금및현금성자산	110.9	101.9	80.8	136.6	339.1
매출채권	88.1	9.3	3.3	9.2	23.5
재고자산	33.8	2.0	0.7	2.0	5.1
비유동자산	599.3	494.9	360.6	290.6	242.9
유형자산	146.3	98.4	73.4	75.4	72.4
무형자산	40.5	42.0	32.8	25.7	20.2
투자자산	43.0	37.0	16.8	31.9	72.8
자산총계	1,007.6	703.3	455.1	465.0	678.4
유동부채	407.5	173.3	74.3	164.3	383.4
매입채무	66.7	7.0	2.5	6.9	17.7
단기차입금	90.8	23.9	23.9	23.9	23.9
유동성장기부채	3.4	6.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	382.2	404.7	398.4	398.5	404.1
사채	1.4	0.3	0.3	0.3	0.3
장기차입금	88.7	94.9	94.9	94.9	94.9
부채총계	789.7	578.0	472.7	562.8	787.5
자본금	5.8	7.0	7.0	7.0	7.0
자본잉여금	111.3	239.1	239.1	239.1	239.1
기타포괄이익누계액	0.5	2.2	2.2	2.2	2.2
이익잉여금	96.9	-79.5	-213.3	-295.2	-308.7
비지배주주지분	37.1	-9.7	-18.9	-17.2	-15.0
자본총계	217.9	125.3	-17.6	-97.9	-109.1

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	52,909	8,074	2,778	7,741	19,822
EPS(지배주주)	-691	-12,675	-9,307	-5,591	-678
CFPS	8,978	-4,943	-6,644	-5,174	1,088
EBITDAPS	7,026	-3,952	-6,058	-5,273	934
BPS	15,562	9,688	93	-5,786	-6,752
DPS	1,000	0	300	300	300
배당수익률(%)	2.0	0.0	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	-73.9	-4.4	-9.2	-15.2	-125.7
PCR	5.7	-11.3	-12.8	-16.5	78.3
PSR	1.0	6.9	30.7	11.0	4.3
PBR	3.3	5.8	921.1	-14.7	-12.6
EBITDA	81.6	-53.6	-84.5	-73.5	13.0
EV/EBITDA	11.2	-20.3	-17.8	-19.7	95.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.2	-108.9	-190.3	196.4	10.8
EBITDA 이익률	13.3	-49.0	-218.0	-68.1	4.7
부채비율	362.4	461.2	-2,684.5	-575.2	-721.9
금융비용부담률	1.4	8.2	21.0	7.5	3.1
이자보상배율(X)	0.9	-12.9	-14.6	-10.3	0.5
매출채권회전율(X)	6.6	2.2	6.1	17.3	16.9
재고자산회전율(X)	14.1	6.1	28.4	80.1	78.3

모두투어 (080160)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	297.2	54.8	12.8	70.1	191.2
매출액증가율 (%)	-18.6	-81.6	-76.7	449.7	172.6
매출원가	53.1	15.0	3.4	38.6	65.1
매출총이익	244.0	39.8	9.3	31.5	126.1
판매관리비	240.8	61.0	33.4	44.7	111.3
영업이익	3.2	-21.2	-24.1	-13.1	14.9
영업이익률	1.1	-38.7	-188.8	-18.7	7.8
금융손익	-0.6	-3.8	-3.7	-4.3	-4.3
증속/관계기업손익	1.4	-0.4	4.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.3	-38.6	0.3	4.5	0.4
세전계속사업이익	6.3	-64.1	-23.4	-12.9	10.9
법인세비용	4.1	0.6	-1.5	-2.3	3.9
당기순이익	2.3	-64.7	-22.0	-10.6	7.0
지배주주지분 순이익	1.8	-64.5	-22.4	-11.0	6.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	26.1	-74.0	-46.1	27.3	83.6
당기순이익(손실)	2.3	-64.7	-22.0	-10.6	7.0
유형자산상각비	8.9	9.3	6.2	6.1	5.6
무형자산상각비	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	7.8	-61.1	-28.4	33.7	71.1
투자활동 현금흐름	-36.2	35.0	27.5	-13.2	-102.4
유형자산의증가(CAPEX)	-26.7	-0.7	-5.0	-5.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-2.5	-2.0	10.8	-14.8	-31.2
재무활동 현금흐름	8.0	-4.8	22.0	17.8	5.9
차입금의 증감	83.3	3.9	22.0	22.2	10.2
자본의 증가	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-0.2	-43.9	3.5	31.9	-12.9
기초현금	57.2	57.0	13.2	16.6	48.5
기말현금	57.0	13.2	16.6	48.5	35.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	203.7	86.6	64.3	99.0	173.3
현금및현금성자산	57.0	13.2	16.6	48.5	35.6
매출채권	23.2	0.7	0.0	0.1	0.4
재고자산	9.8	1.4	0.3	1.8	5.0
비유동자산	216.9	170.1	158.0	171.6	197.1
유형자산	183.3	136.1	134.9	133.9	128.2
무형자산	0.6	0.3	0.2	0.1	0.1
투자자산	24.0	25.9	15.1	29.9	61.1
자산총계	420.6	256.6	222.2	270.6	370.3
유동부채	139.4	60.6	35.5	74.7	163.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
유동성장기부채	1.8	1.8	8.8	4.2	0.0
비유동부채	128.7	115.4	132.3	156.5	165.2
사채	17.5	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	53.1	60.5	80.5	100.5	100.5
부채총계	268.1	175.9	167.8	231.1	328.2
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	115.6	47.3	20.6	5.5	8.3
비지배주주지분	28.4	28.2	28.6	28.9	28.7
자본총계	152.5	80.7	54.4	39.5	42.2

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	15,723	2,898	675	3,711	10,115
EPS(지배주주)	95	-3,414	-1,184	-581	349
CFPS	1,102	-448	-817	-236	1,096
EBITDAPS	659	-617	-942	-370	1,086
BPS	6,567	2,777	1,364	563	711
DPS	120	0	250	250	250
배당수익률(%)	0.7	0.0	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	192.4	-6.0	-22.9	-46.7	77.6
PCR	16.5	-45.9	-33.2	-115.1	24.7
PSR	1.2	7.1	40.1	7.3	2.7
PBR	2.8	7.4	19.9	48.1	38.1
EBITDA	12.5	-11.7	-17.8	-7.0	20.5
EV/EBITDA	27.7	-40.7	-35.8	-90.3	28.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.4	-73.1	-57.2	-60.3	54.8
EBITDA 이익률	4.2	-21.3	-139.5	-10.0	10.7
부채비율	175.8	218.0	308.4	585.2	778.6
금융비용부담률	1.2	7.4	35.0	7.3	2.9
이자보상배율(X)	0.9	-5.2	-5.4	-2.6	2.6
매출채권회전율(X)	12.3	4.6	34.3	870.0	752.2
재고자산회전율(X)	28.6	9.7	14.4	64.5	55.8

강원랜드 (035250)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,520.1	478.6	785.9	1,468.1	1,566.8
매출액증가율 (%)	5.7	-68.5	64.2	86.8	6.7
매출원가	736.7	544.5	687.6	911.2	935.2
매출총이익	783.4	-65.9	98.3	556.9	631.6
판매관리비	282.3	365.7	133.6	145.0	143.1
영업이익	501.2	-431.6	-35.3	411.9	488.5
영업이익률	33.0	-90.2	-4.5	28.1	31.2
금융손익	81.5	45.3	52.8	17.1	20.6
종속/관계기업손익	0.2	0.4	0.5	0.0	0.0
기타영업외손익	-93.9	-18.7	-17.5	-17.5	-17.5
세전계속사업이익	488.9	-404.5	0.5	411.4	491.6
법인세비용	154.3	-128.6	-0.1	107.6	129.0
당기순이익	334.7	-275.9	17.4	348.5	362.5
지배주주지분 순이익	334.7	-275.9	17.5	348.6	362.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	407.9	-655.7	298.1	791.2	396.1
당기순이익(손실)	334.7	-275.9	17.4	348.5	362.5
유형자산상각비	72.1	76.7	78.9	79.0	78.0
무형자산상각비	0.3	0.6	0.7	0.6	0.5
운전자본의 증감	-40.1	-295.7	217.4	363.1	-44.9
투자활동 현금흐름	-211.3	844.7	-112.2	-154.8	21.8
유형자산의증가(CAPEX)	-79.6	-59.0	-32.0	-40.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	-55.3	518.3	61.6	-104.9	13.0
재무활동 현금흐름	-184.8	-183.6	3.5	3.2	-0.4
차입금의 증감	68.0	-3.8	4.3	3.2	-0.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	11.8	5.4	189.5	639.6	417.5
기초현금	48.9	60.7	66.1	255.5	895.1
기말현금	60.7	66.1	255.5	895.1	1,312.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,878.2	1,498.2	1,896.4	2,583.1	2,947.2
현금및현금성자산	60.7	66.1	255.5	895.1	1,312.6
매출채권	7.8	2.1	3.9	6.4	6.1
재고자산	3.6	2.2	4.0	6.6	6.3
비유동자산	2,559.9	2,143.5	2,046.9	2,112.2	2,060.7
유형자산	1,370.6	1,349.4	1,311.2	1,272.1	1,234.1
무형자산	3.9	3.9	3.1	2.5	2.1
투자자산	1,036.3	518.0	456.4	561.3	548.3
자산총계	4,438.1	3,641.6	3,943.3	4,695.3	5,007.9
유동부채	651.3	330.0	613.0	1,012.8	963.4
매입채무	3.9	1.2	2.3	3.8	3.6
단기차입금	0.0	0.0	2.7	2.7	2.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	69.0	64.6	66.6	70.2	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	720.4	394.6	679.5	1,083.0	1,033.1
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	3,655.5	3,184.8	3,201.6	3,550.1	3,912.6
비지배주주지분	0.1	0.0	0.0	-0.0	-0.0
자본총계	3,717.8	3,247.0	3,263.8	3,612.3	3,974.8

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	7,105	2,237	3,673	6,862	7,324
EPS(지배주주)	1,564	-1,289	82	1,629	1,695
CFPS	2,345	-1,458	286	2,424	2,568
EBITDAPS	2,681	-1,656	207	2,297	2,650
BPS	17,377	15,177	15,255	16,885	18,579
DPS	900	0	0	0	900
배당수익률(%)	3.0	0.0	0.0	0.0	3.2
Valuation(Multiple)					
PER	18.9	-18.2	347.4	17.4	16.7
PCR	12.6	-16.1	99.1	11.7	11.0
PSR	4.2	10.5	7.7	4.1	3.9
PBR	1.7	1.5	1.9	1.7	1.5
EBITDA	573.5	-354.3	44.3	491.5	567.0
EV/EBITDA	8.0	-10.2	96.9	7.4	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.2	-7.9	0.5	10.1	9.6
EBITDA 이익률	37.7	-74.0	5.6	33.5	36.2
부채비율	19.4	12.2	20.8	30.0	26.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(X)	255.6	-230.1	-41.0		
매출채권회전율(X)	172.4	96.2	262.3	284.3	249.5
재고자산회전율(X)	635.3	165.1	255.4	276.8	242.9

GKL (114090)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	490.8	184.5	111.0	312.6	453.7
매출액증가율 (%)	2.2	-62.4	-39.8	181.7	45.1
매출원가	356.6	238.4	216.5	304.5	330.1
매출총이익	134.1	-53.9	-105.5	8.1	123.6
판매관리비	37.3	34.9	28.3	29.0	31.8
영업이익	96.8	-88.8	-133.8	-20.9	91.8
영업이익률	19.7	-48.1	-120.5	-6.7	20.2
금융손익	7.5	6.7	0.0	-0.3	-0.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-8.6	1.0	-0.3	-0.3	-0.3
세전계속사업이익	95.7	-81.2	-134.0	-21.4	91.1
법인세비용	23.3	-16.8	-30.0	-4.7	21.5
당기순이익	72.4	-64.3	-102.9	-14.7	71.8
지배주주지분 순이익	72.4	-64.3	-102.9	-14.7	71.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	117.6	-139.0	-36.7	-6.1	143.7
당기순이익(손실)	72.4	-64.3	-102.9	-14.7	71.8
유형자산상각비	36.7	38.4	36.2	31.8	14.9
무형자산상각비	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-9.4	-81.0	41.8	-23.6	56.6
투자활동 현금흐름	-51.6	164.1	46.8	-28.0	0.0
유형자산의증가(CAPEX)	-5.5	-6.2	-14.6	-28.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-52.7	79.7	-0.4	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-65.0	-55.1	-12.1	0.0	-35.9
차입금의 증감	98.2	-1.4	-23.1	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	0.9	-30.3	-2.0	-34.1	107.8
기초현금	131.2	132.2	101.9	99.9	65.8
기말현금	132.2	101.9	99.9	65.8	173.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	457.1	347.3	269.9	235.8	343.6
현금및현금성자산	132.2	101.9	99.9	65.8	173.6
매출채권	13.3	7.6	5.7	5.7	5.7
재고자산	2.5	3.7	2.5	2.5	2.5
비유동자산	452.4	361.2	364.0	359.9	344.7
유형자산	80.7	67.3	56.8	53.1	38.2
무형자산	9.1	7.3	6.9	6.5	6.1
투자자산	230.3	150.6	150.9	150.9	150.9
자산총계	909.4	708.5	633.9	595.7	688.2
유동부채	211.8	128.8	167.0	139.8	197.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	11.9	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
비유동부채	112.5	93.2	83.5	87.0	85.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
부채총계	324.3	222.1	250.4	226.8	283.4
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	533.0	434.2	331.3	316.7	352.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	585.2	486.4	383.5	368.9	404.8

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	7,934	2,982	1,794	5,054	7,334
EPS(지배주주)	1,170	-1,040	-1,663	-237	1,161
CFPS	2,259	-683	-1,498	211	1,763
EBITDAPS	2,165	-811	-1,571	182	1,731
BPS	9,460	7,863	6,200	5,963	6,544
DPS	659	0	0	580	580
배당수익률(%)	3.4	0.0	0.0	3.5	3.5
Valuation(Multiple)					
PER	16.6	-16.1	-9.9	-69.1	14.1
PCR	8.6	-24.4	-10.9	77.6	9.3
PSR	2.5	5.6	9.1	3.2	2.2
PBR	2.1	2.1	2.6	2.8	2.5
EBITDA	133.9	-50.2	-97.2	11.3	107.1
EV/EBITDA	6.5	-16.0	-8.6	77.1	7.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.6	-12.0	-23.7	-3.9	18.6
EBITDA 이익률	27.3	-27.2	-87.6	3.6	23.6
부채비율	55.4	45.7	65.3	61.5	70.0
금융비용부담률	0.8	1.9	2.5	0.8	0.6
이자보상배율(X)	25.4	-25.6	-49.2	-8.2	36.1
매출채권회전율(X)	45.3	17.6	16.7	55.3	80.2
재고자산회전율(X)	198.4	60.0	36.3	127.4	184.8

파라다이스 (034230)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	979.4	453.9	390.2	653.7	967.7
매출액증가율 (%)	24.4	-53.7	-14.0	67.5	48.0
매출원가	839.9	477.0	392.0	619.2	829.7
매출총이익	139.5	-23.2	-1.9	34.5	138.0
판매관리비	87.7	63.0	58.6	72.1	82.6
영업이익	51.9	-86.2	-60.4	-37.6	55.4
영업이익률	5.3	-19.0	-15.5	-5.8	5.7
금융손익	-47.8	-50.3	-59.5	-58.8	-58.6
종속/관계기업손익	20.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-9.3	-39.0	81.0	-0.5	0.0
세전계속사업이익	15.5	-175.4	-38.9	-97.0	-3.2
법인세비용	8.8	-8.5	19.1	-4.1	5.6
당기순이익	6.7	-166.9	-58.0	-92.8	-8.8
지배주주지분 순이익	15.1	-118.1	-43.8	-74.8	-7.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	156.8	-155.8	-62.6	328.2	219.0
당기순이익(손실)	6.7	-166.9	-58.0	-92.8	-8.8
유형자산상각비	100.4	94.9	92.1	92.1	92.1
무형자산상각비	10.4	6.7	6.4	6.2	6.0
운전자본의 증감	11.8	-144.0	-45.4	322.8	129.8
투자활동 현금흐름	-222.5	-98.7	193.2	-202.6	-161.2
유형자산의증가(CAPEX)	-84.9	-8.7	-23.2	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	20.2	-11.7	1.5	-19.7	-15.6
재무활동 현금흐름	79.6	175.0	-16.6	8.3	6.6
차입금의 증감	350.7	179.9	-16.6	8.3	6.6
자본의 증가	0.0	2.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	14.5	-79.3	114.5	133.9	64.4
기초현금	207.1	221.6	142.3	256.8	390.7
기말현금	221.6	142.3	256.8	390.7	455.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	532.2	520.9	572.8	918.7	1,151.8
현금및현금성자산	221.6	142.3	256.8	390.7	455.0
매출채권	31.5	5.4	4.9	10.5	14.9
재고자산	6.2	6.7	6.1	13.0	18.5
비유동자산	2,938.2	2,792.6	2,646.5	2,567.9	2,485.5
유형자산	2,197.0	2,129.7	2,024.9	1,932.8	1,840.7
무형자산	263.0	204.6	198.2	192.1	186.1
투자자산	23.9	35.7	34.2	53.9	69.5
자산총계	3,470.4	3,313.5	3,219.3	3,486.6	3,637.3
유동부채	632.4	361.9	422.3	598.8	612.0
매입채무	4.2	1.9	1.7	3.7	5.3
단기차입금	77.4	149.1	148.1	148.1	148.1
유동성장기부채	242.9	41.2	118.5	118.5	118.5
비유동부채	1,233.7	1,518.1	1,409.7	1,593.5	1,739.7
사채	99.7	231.6	233.0	233.0	233.0
장기차입금	726.2	913.9	834.8	834.8	834.8
부채총계	1,866.2	1,880.0	1,832.1	2,192.2	2,351.7
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	295.0	297.2	297.2	297.2	297.2
기타포괄이익누계액	306.1	304.1	295.9	295.9	295.9
이익잉여금	644.3	520.6	491.8	417.0	409.9
비지배주주지분	337.9	289.2	279.8	261.8	260.1
자본총계	1,604.2	1,433.6	1,387.2	1,294.4	1,285.6

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	10,770	4,991	4,290	7,188	10,640
EPS(지배주주)	166	-1,299	-482	-823	-78
CFPS	2,097	393	462	637	1,505
EBITDAPS	1,788	169	418	667	1,687
BPS	13,924	12,583	12,177	11,354	11,276
DPS	100	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	118.9	-11.8	-36.6	-21.5	-226.3
PCR	9.4	39.0	38.2	27.7	11.7
PSR	1.8	3.1	4.1	2.5	1.7
PBR	1.4	1.2	1.4	1.6	1.6
EBITDA	162.6	15.4	38.0	60.6	153.4
EV/EBITDA	18.8	177.0	75.2	41.8	15.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.2	-9.8	-3.9	-7.0	-0.7
EBITDA 이익률	16.6	3.4	9.7	9.3	15.9
부채비율	116.3	131.1	132.1	169.4	182.9
금융비용부담률	5.3	12.0	16.0	9.5	5.1
이자보상배율(X)	1.0	-1.6	-1.0	-0.6	1.1
매출채권회전율(X)	36.5	24.6	75.6	85.0	76.3
재고자산회전율(X)	152.6	70.4	61.0	68.6	61.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

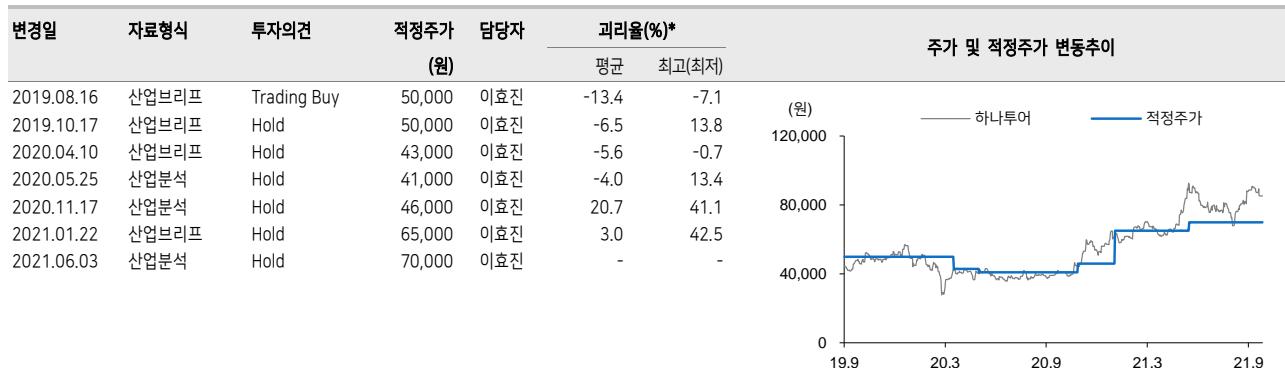
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

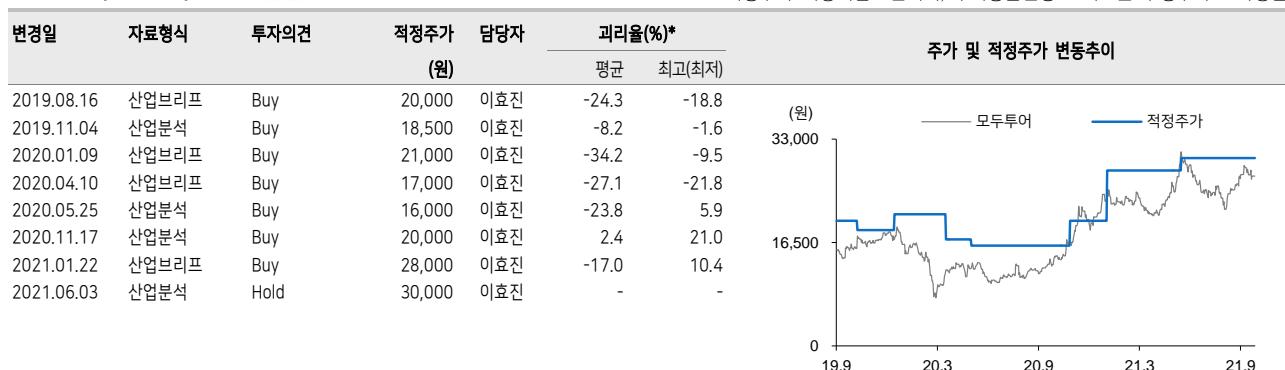
2021년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

하나투어 (039130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

**모두투어 (080160) 투자등급변경 내용**

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



강원랜드 (035250) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.08.09	기업브리프	Hold	30,000	이효진	-7.9	6.5	
2020.04.10	산업브리프	Buy	30,000	이효진	-21.7	-9.8	
2021.04.10		1년 경과			-17.1	-16.7	
2021.04.14	산업브리프	Hold	30,000	이효진	-10.4	-2.0	
2021.10.08	기업브리프	Buy	34,000	이효진	-	-	

GKL (114090) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.08.07	기업브리프	Buy	26,000	이효진	-26.4	-14.4	
2020.04.10	산업브리프	Buy	21,000	이효진	-30.9	-13.8	
2021.04.10		1년 경과			-21.5	-9.3	
2021.10.08	기업브리프	Hold	19,000	이효진	-	-	

파라다이스 (034230) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.08.13	기업브리프	Buy	24,000	이효진	-26.3	-9.2	
2020.04.10	산업브리프	Buy	20,000	이효진	-27.6	-12.3	
2021.02.26	기업브리프	Buy	22,000	이효진	-19.2	-9.8	
2021.06.03	산업분석	Buy	25,000	이효진	-30.1	-20.4	
2021.10.08	기업브리프	Buy	22,000	이효진	-	-	