



Overweight

Top Picks 및 관심종목

강원랜드(035250)

BUY | TP 22,000원 | CP 14,720원

파라다이스(034230)

BUY | TP 23,000원 | CP 14,580원

GKL(114090)

BUY | TP 20,000원 | CP 14,980원

롯데관광개발(032350)

Not Rated | CP 10,650원

*CP 2023년 10월 10일



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 황지원 jiwon.hwang@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 10월 11일 | 산업분석_Earnings Preview

카지노

이제부터 시작인데

실적은 4분기부터 좋아지는데 주가는 단체관광 발표 이전 수준으로 회귀 중

8월 중국과 6년 만의 단체 관광 재개 발표 이후 주가는 실적에 대한 기대감을 빠르게 반영했는데, 9월 실적이 8월과 유사하거나 하회하면서 주가가 오히려 발표 이전 수준까지 하락했다. 하지만, 국경절 효과는 이미 확인되었으며 중국 노선 운항 회복도 4분기에 집중되어 연말까지 코로나 이전의 101%를 목표하고 있다. 4분기에 이를 숫자로 확인할 수 있을 것이며, 내년 중국 드랍액은 최소 2019년 수준의 회복이 충분히 가능할 것이다. 파라다이스는 이미 사상 최대 실적을 기록 중이며, 4분기에는 롯데관광개발의 첫 흑자 전환 및 GKL도 과거 수준의 영업이익 레벨로의 회복을 전망한다. 중국 관련주가 전반적으로 크게 조정을 받았지만, 카지노의 4분기 실적은 기대치를 충분히 충족할 수 있을 것으로 예상된다. 파라다이스는 2024년 예상 P/E 기준 14배, GKL은 9배 수준으로 밸류에이션 매력력이 높아졌다.

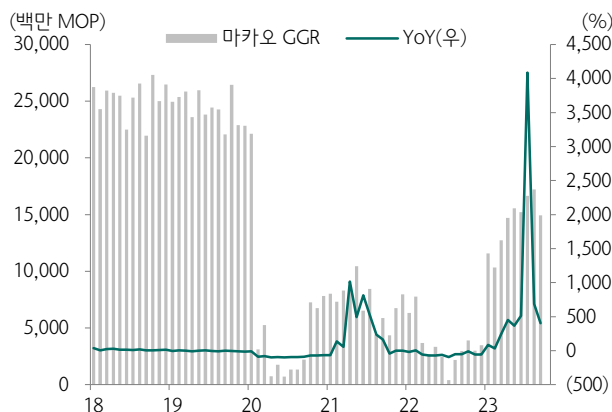
파라다이스 컨센서스 부합, 강원랜드/GKL/롯데관광개발 하회

강원랜드/파라다이스/GKL/롯데관광개발의 3분기 예상 영업이익은 각각 918억원(-23% YoY)/517억원(+35%)/121억원(+165%)/-8억원(적지)으로 파라다이스만 컨센서스에 부합할 것이다. 강원랜드는 방문객 수 회복에도 인당 드랍액이 하회 안정화, GKL은 홀드를 부진, 롯데관광개발은 9월 지표가 크게 부진했다. 3분기 실적이 아쉽지만, 외인 카지노는 모두 4분기에 반등을 예상하고 있다. 롯데관광개발의 공시를 통해 국경절 효과가 이미 확인되고 있으며, 대형항공사부터 중국향 노선 확대도 지속 발표되고 있다.

연말로 갈수록 중국 드랍액 회복이 나타날 것

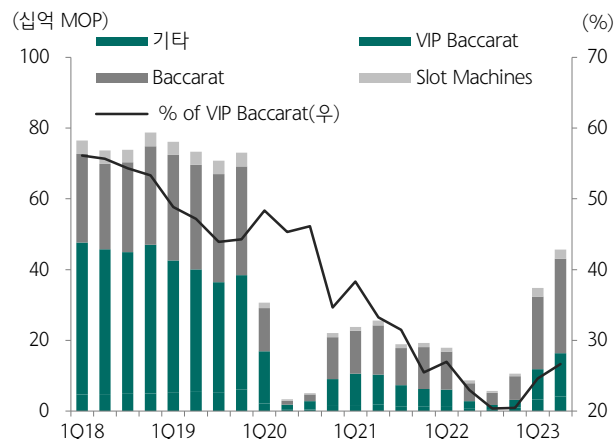
정켓 시스템의 위축으로 중국인 VIP의 회복을 기대하기 어려운 상황이 지속되면서 마카오 주가가 지속 부진하다. 다만, 한국의 경우 파라다이스 기준 중국인 인당 VIP 드랍액은 약 3,700만원 수준으로 마카오 기준 프리미엄 매스 수준이며, 정켓 드랍액 비중이 코로나 이전 기준으로 1%에 불과해 거의 영향이 없다. 이를 반영하듯, 최근 중국향 노선들이 재개되면서 9월 기준으로 파라다이스/GKL의 중국인 VIP 드랍액이 이미 각각 67%/74% 회복했으며, 이는 8월 기준 중국의 한국향 노선 회복률 62%와 일맥상통한 수준이다. 또한, 롯데관광개발의 10월 국경절 6일간의 매출액은 96억원으로 월간 기준으로 또 한 번 사상 최대가 예상된다. 연말로 갈수록 중국 내 취향 도시들이 인천을 포함한 제주/부산으로 확대되면서 이에 연동한 성장이 나타날 것으로 기대하는 근거다.

도표 1. 마카오 월별 GGR 추이: 9월 약 2.5조원 (YoY +404%)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 마카오 부문별 GGR 추이: 2분기 VIP 비중 27%



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 마카오 인덱스 주가 추이: -14% (YTD)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 주요 카지노 업체 YTD 주가 수익률: 평균 -15%



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 주요 카지노 기업 실적 및 밸류에이션

(단위: 원, 십억원, 배)

기업명	현재 주가	목표 주가	매출			영업이익			P/E		P/B	
			22	23F	24F	22	23F	24F	23F	24F	23F	24F
강원랜드	14,720	22,000	1,271	1,407	1,476	218	284	322	10.2	9.6	0.8	0.8
파라다이스	14,580	23,000	588	1,025	1,212	10	163	184	15.7	13.5	0.9	0.9
GKL	14,980	20,000	262	429	554	(14)	79	127	15.0	9.4	2.1	1.8

(단위: HKD, 백만HKD, 배)

갤럭시엔터	45.35	64.25	11,474	36,806	48,381	(3,603)	7,744	12,078	22.7	14.9	2.8	2.4
샌즈차이나	22.55	35.76	1,605	6,617	8,549	(1,167)	1,372	2,231	25.9	12.8	99.3	11.1
원마카오	7.23	10.26	721	3,039	3,645	(624)	490	720	38.5	13.0	N/A	N/A
MGM차이나	10.12	13.94	5,269	22,964	26,085	(3,610)	4,038	4,999	16.8	11.7	N/A	31.8

자료: Bloomberg, 하나증권. 주: 2023.10.9 종가 기준

1) 강원랜드: 3Q 예상 OP 918억원(-23% YoY)

3분기 예상 매출액/영업이익은 각각 3,805억원(-4% YoY)/918억원(-23%)으로 컨센서스(1,030억원)을 소폭 하회할 것이다. 예상 방문객 수는 66만명(-1%)이나 드랍액은 약 1.58조원(-5%)으로 트래픽 대비 드랍액이 다소 부진할 것으로 예상된다. 방문객 수 대비 드랍액 흐름이 계속 좋지 않은데, 시계열을 조금 길게 봐야할 필요가 있다. 코로나 이전에는 인당 드랍액은 220만원 내외였으며, 올해 전년 대비 10% 하락해서 240만원 수준이기 때문에 작년 보복 소비 효과를 제외하면 3년 전 대비 7% 증가했다고 봐야하겠다. 다만, 작년 동기 대비로는 여전히 지표들이 부진한 상황이다. 이익 추정치를 소폭 하향했지만 목표주가 기준 연도를 2024년으로 변경하면서 오히려 10% 내외의 상향 요인이 발생했다. 현재 주가가 단기적으로 괴리가 벌어져 있는 상황이기 때문에 목표 주가를 유지하지만, 추후 업황의 회복 시 이를 반영할 것이다. 예상 배당금은 750원으로, 시가 배당을 기준 현재 주가는 5%이다. 배당주 관점에서는 매력적인 가격으로 진입하고 있는데, 업황의 매력도가 높지 않은 것이 아쉽다.

도표 6. 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	21	22	23F	24F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F
드랍액	3,430	5,570	5,973	6,303	999	1,397	1,672	1,502	1,500	1,419	1,580	1,474
홀드올	22.6%	22.0%	22.6%	22.7%	21.3%	22.1%	22.7%	21.5%	22.4%	22.6%	22.8%	22.6%
매출액	788	1,271	1,407	1,476	227	312	398	335	358	331	381	337
Casino	697	1,110	1,224	1,292	192	280	343	294	306	294	324	300
Non-Casino	91	161	183	184	35	31	54	41	52	37	56	38
영업이익	(53)	218	284	322	11	70	119	18	70	82	92	41
OPM	-7%	17%	20%	22%	5%	22%	30%	5%	19%	25%	24%	12%
당기순이익	(11)	116	310	328	(6)	38	75	9	102	89	82	37

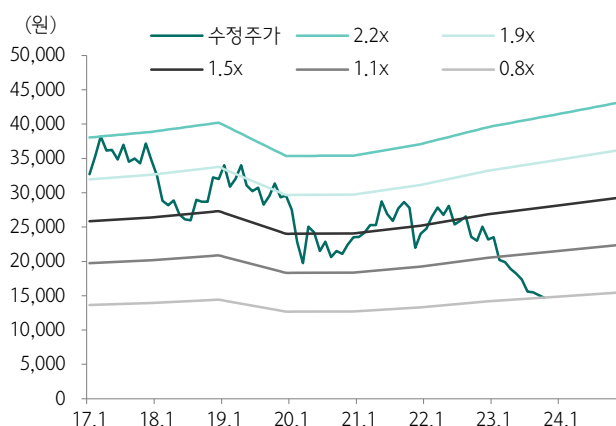
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 7. 강원랜드 외국인 지분율 추이



자료: 강원랜드, 하나증권

도표 8. 강원랜드 12MF P/B 차트



자료: 강원랜드, 하나증권

2) 파라다이스: 3Q 예상 OP 517억원(+35% YoY)

3분기 예상 매출액/영업이익은 각각 2,823억원(+49% YoY)/517억원(+35%)로 컨센서스(481억원)에 부합할 것이다. 드랍액은 1.67조원(+86%), 홀드올은 12.1%(+0.0%p)으로 일본 VIP와 Mass가 각각 7,503억원(+108%)/3,409억원(+74%)으로 또 한 번 사상 최대를 기록했다. 중국 노선 정상화로 중국 VIP는 2,567억원(+29% QoQ)을 기록했는데, 9월 기준으로는 이미 2019년 동월 대비 67% 회복한 수준이다. 일본 VIP와 Mass 드랍액이 이미 사상 최대에서 중국 VIP가 회복이 더해지는 것이고, 그 속도가 중국 노선이 본격적으로 확대되는 4분기부터 한 번 더 레벨업 될 것으로 전망한다. 2024년 중국인 VIP 드랍액의 2019년 대비 회복률을 9월 기준 67%에서 96%로 가정했다. 사상 최대 이익 흐름이 이어지는 가운데, 현금이 가장 큰 규모인 7,250억원의 프로젝트 금융대출 중 5,000억원만 리파이낸싱하여 차액을 상환했다. 당분간 투자가 제한적일 것이기에 만기가 도래하는 일부 부채들에 대한 추가적인 상환도 예상되어 금융비용도 점차 감소할 것으로 전망한다.

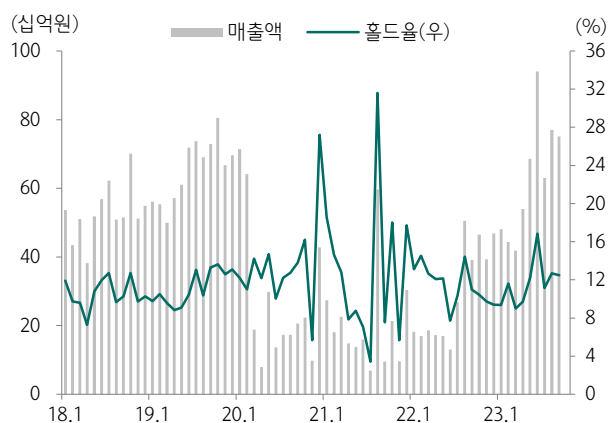
도표 9. 파라다이스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	21	22	23F	24F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F
드랍액	1,710	2,882	6,378	8,047	359	381	895	1,248	1,264	1,575	1,668	1,870
홀드올	13.0%	11.1%	11.5%	11.0%	13.4%	10.5%	12.1%	9.8%	9.9%	12.9%	12.1%	11.0%
매출액	414	588	1,025	1,212	100	105	189	193	192	275	282	276
카지노	163	191	437	497	31	29	71	59	71	134	117	114
호텔	86	114	109	111	22	28	33	30	25	29	28	27
기타	4	13	16	19	1	3	6	3	4	3	5	5
복합리조트	162	271	463	584	46	45	79	101	91	109	132	130
영업이익	(55)	10	163	184	(26)	(21)	38	18	19	55	52	37
OPM	-13%	2%	16%	15%	-26%	-20%	20%	9%	10%	20%	18%	13%
당기순이익	(79)	16	105	122	(36)	11	43	(2)	9	37	36	22
지배주주순이익	(53)	25	85	99	(29)	19	39	(4)	7	29	31	18

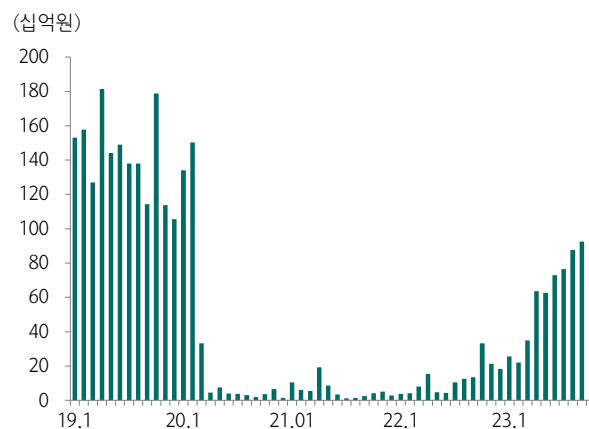
자료: 파라다이스, 하나증권

도표 10. 파라다이스 월별 매출액: 9월 751억원(+92% YoY)



자료: 파라다이스, 하나증권

도표 11. 파라다이스 중국인 VIP 드랍액 추이



자료: 파라다이스, 하나증권

3) GKL: 3Q 예상 OP 121억원(+165% YoY)

GKL의 3분기 예상 매출액/영업이익은 각각 989억원(+33% YoY)/121억원(+165% YoY)으로 컨센서스(223억원)를 하회할 것이다. 드랍액이 8,497억원(+56%)으로 일본 드랍액이 2019년 수준의 92%까지 회복하는 성장을 보여주고 있지만, 홀드올이 11.5%(-2.6%p)로 부진하면서 이익이 하회했다. 중국인 VIP 드랍액은 2019년 대비 회복률이 3분기 기준으로는 57%이나 9월 기준으로는 74%까지 회복하면서 빠른 성장을 하고 있다. 1분기를 기점으로 홀드올 하락 폭이 가파르지만, 코로나 이전 수준까지 하락한 상황이기에 추가적인 하락은 제한적일 것으로 예상된다. 그런 가정 하에서 현재의 드랍액 성장 속도를 감안하면 4분기 예상 드랍액은 1조원 내외, 영업이익은 재차 분기 250억원 내외 수준으로 회복할 것이다.

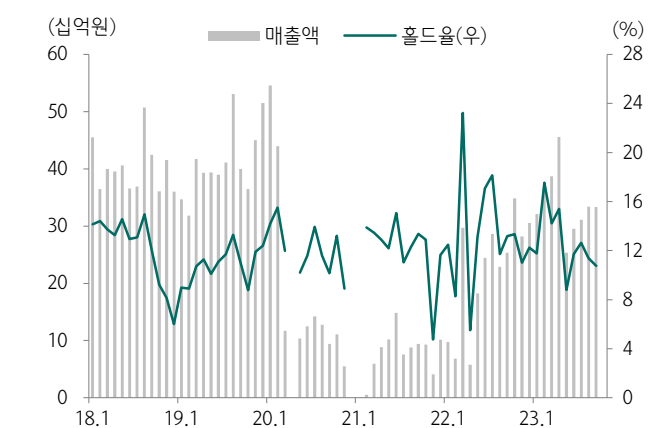
도표 12. GKL 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	21	22	23F	24F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F
드랍액	754	1,987	3,448	4,505	289	387	545	767	754	836	850	1,008
홀드올	11.3%	13.1%	12.3%	12.2%	16.0%	12.5%	14.1%	12.2%	14.3%	12.0%	11.5%	11.8%
매출액	85	262	429	554	47	48	74	93	109	100	99	120
영업이익	(146)	(14)	79	127	(13)	(11)	5	5	27	11	12	28
OPM	-171%	-5%	18%	23%	-28%	-22%	6%	6%	25%	11%	12%	23%
당기순이익	(113)	(23)	62	98	(11)	(8)	5	(9)	22	9	10	21

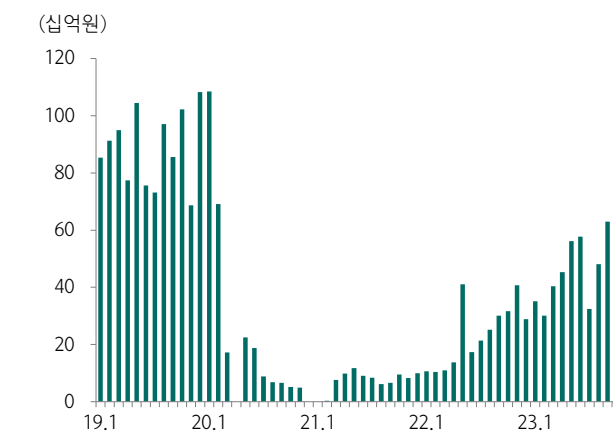
자료: GKL, 하나증권

도표 13. GKL 월별 매출액: 9월 334억원(+32% YoY)



자료: GKL, 하나증권

도표 14. GKL 중국인 VIP 드랍액 추이



자료: GKL, 하나증권

4) 롯데관광개발: 3Q 예상 OP -8억원(적지)

롯데관광개발의 3분기 예상 매출액/영업이익은 각각 969억원(+101% YoY)/-8억원(적지)으로 컨센서스(154억원)을 하회할 것이다. 카지노 부문의 하회가 주 원인인데, 3분기 카지노 매출은 514억원(+394%)으로, 7월에 약 200억원을 기록하면서 상당히 기대감이 높았지만, 9월 143억원으로 마무리했다. 드랍액 역시 비슷한 흐름을 보였으며, 홀드올은 11% 내외로 유지되었다. 즉, 아직은 Mass 드랍액 비중이 높다는 것이고, 이에 따라 연말까지 중국향 노선이 회복 되는 만큼 실적 개선이 나타날 것이다. 호텔도 카지노 매출과 유사하게 9월이 부진하면서 분기 매출로는 281억원(-11%)을 기록했다.

9월 매출액 공시와 함께 주석에 10/1~10/6일까지 6일간의 카지노 매출액도 발표했는데 96억원을 기록했다. 일 평균 16억원이며, 이미 6일간 9월 매출액의 약 70%를 달성했다. 국경절 효과가 있음을 숫자로 증명한 것이고, 월말로 갈수록 노선 확대가 실적에 긍정적 영향을 줄 것이다. 기대했던 3분기 흑자전환은 쉽지 않아 보이지만, 국경절 흐름을 확인했기에 4분기 기대 이익 수준은 여전히 변한 것이 없다. 최근의 낙폭은 9월의 실망감과 수급적 이슈를 감안해도 너무 과하게 반영되었다.

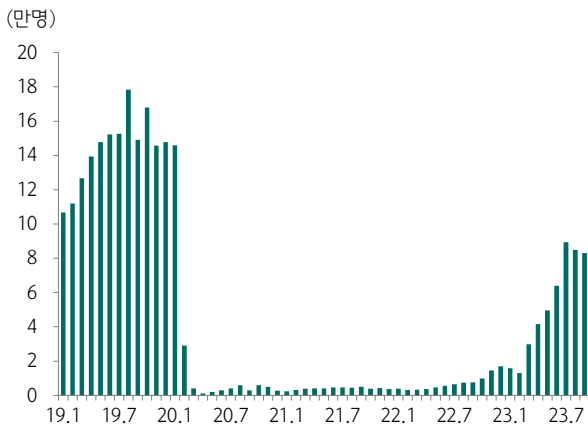
도표 15. 롯데관광개발 실적 테이블

(단위: 억원)

	20	21	22	23F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F
매출액	168	1,071	1,837	3,396	431	480	481	445	471	769	969	1,187
여행	127	33	111	629	5	11	38	57	113	196	150	170
호텔	14	771	1,180	990	275	311	316	278	177	238	281	293
카지노	13	210	436	1,696	123	122	104	87	164	316	514	701
기타	14	57	110	83	28	36	23	23	18	18	24	23
영업이익	(714)	(1,313)	(1,187)	(401)	(272)	(289)	(271)	(355)	(334)	(182)	(8)	123
OPM(%)	(426)	(123)	(65)	(12)	(63)	(60)	(56)	(80)	(71)	(24)	(1)	10
당기순이익	(821)	(2,007)	(2,247)		(484)	(570)	(678)	(516)	(938)	(478)		

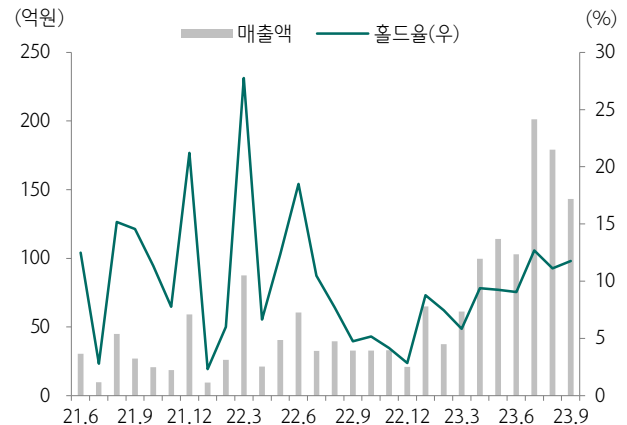
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 16. 제주도 외국인 방문객 수: 9월 83만명(19년대비 56%)



자료: 제주관광협회, 하나증권

도표 17. 제주드림타워 카지노 매출액: 9월 143억원(+336% YoY)



자료: 롯데관광개발, 하나증권. 주: 제주드림타워 카지노 2021년 6월 개장

추정 재무제표(강원랜드)

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	788.4	1,270.7	1,407.2	1,475.6	1,513.5
매출원가	726.8	921.8	994.9	1,019.9	1,042.5
매출총이익	61.6	348.9	412.3	455.7	471.0
판매비	114.3	131.3	128.3	133.2	138.4
영업이익	(52.7)	217.6	284.0	322.5	332.6
금융손익	59.1	(31.8)	155.0	140.0	147.5
종속/관계기업손익	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2
기타영업외손익	(21.3)	(18.2)	(20.4)	(19.4)	(18.3)
세전이익	(14.2)	167.9	418.7	443.3	462.1
법인세	(3.6)	52.2	108.9	115.3	120.1
계속사업이익	(10.6)	115.6	309.9	328.1	341.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(10.6)	115.6	309.9	328.1	341.9
비지배주주지분 순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	(10.6)	115.6	309.9	328.1	341.9
지배주주지분포괄이익	5.8	162.6	309.9	328.1	341.9
NOPAT	(39.4)	149.9	210.1	238.6	246.1
EBITDA	26.7	295.8	356.8	390.3	395.8
성장성(%)					
매출액증가율	64.73	61.17	10.74	4.86	2.57
NOPAT증가율	적지	흑전	40.16	13.56	3.14
EBITDA증가율	흑전	1,007.87	20.62	9.39	1.41
영업이익증가율	적지	흑전	30.51	13.56	3.13
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	168.08	5.87	4.21
EPS증가율	적지	흑전	168.15	5.87	4.24
수익성(%)					
매출총이익률	7.81	27.46	29.30	30.88	31.12
EBITDA이익률	3.39	23.28	25.36	26.45	26.15
영업이익률	(6.68)	17.12	20.18	21.86	21.98
계속사업이익률	(1.34)	9.10	22.02	22.24	22.59

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	(49)	540	1,448	1,533	1,598
BPS	16,018	16,778	17,894	18,717	19,557
CFPS	166	1,423	2,298	2,389	2,455
EBITDAPS	125	1,382	1,668	1,824	1,850
SPS	3,685	5,939	6,578	6,897	7,074
DPS	0	350	750	800	850
주가지표(배)					
PER	(490.82)	42.96	10.17	9.60	9.21
PBR	1.50	1.38	0.82	0.79	0.75
PCR	144.88	16.30	6.41	6.16	6.00
EV/EBITDA	134.02	13.02	5.28	4.27	3.69
PSR	6.53	3.91	2.24	2.13	2.08
재무비율(%)					
ROE	(0.33)	3.47	8.77	8.77	8.72
ROA	(0.28)	2.89	7.24	7.30	7.28
ROIC	(4.09)	18.67	28.33	33.31	36.29
부채비율	17.66	22.03	20.17	20.05	19.57
순부채비율	(48.24)	(32.55)	(36.83)	(40.84)	(44.16)
이자보상배율(배)	(30.79)	119.06	28.40	32.25	33.26

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,657.0	1,206.4	1,444.1	1,664.3	1,871.8
금융자산	1,637.2	1,177.2	1,411.8	1,630.4	1,837.0
현금성자산	206.4	101.1	150.4	146.8	153.4
매출채권	3.4	4.6	5.1	5.4	5.5
재고자산	3.4	4.0	4.5	4.7	4.8
기타유동자산	13.0	20.6	22.7	23.8	24.5
비유동자산	2,170.2	2,961.4	2,947.3	2,933.8	2,923.0
투자자산	566.4	1,355.9	1,364.6	1,369.0	1,371.5
금융자산	512.0	1,301.4	1,304.2	1,305.7	1,306.5
유형자산	1,304.0	1,258.0	1,235.8	1,218.4	1,205.6
무형자산	3.1	2.8	2.1	1.6	1.2
기타비유동자산	296.7	344.7	344.8	344.8	344.7
자산총계	3,827.3	4,167.8	4,391.4	4,598.1	4,794.8
유동부채	506.8	687.7	672.2	702.8	719.8
금융부채	2.2	2.7	3.0	3.1	3.2
매입채무	2.7	3.3	3.6	3.8	3.9
기타유동부채	501.9	681.7	665.6	695.9	712.7
비유동부채	67.7	64.7	64.9	65.0	65.1
금융부채	65.7	63.0	63.0	63.0	63.0
기타비유동부채	2.0	1.7	1.9	2.0	2.1
부채총계	574.5	752.4	737.1	767.8	784.8
지배주주지분	3,252.8	3,415.4	3,654.3	3,830.3	4,010.0
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
자본조정	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	3,190.6	3,353.2	3,592.1	3,768.1	3,947.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
자본총계	3,252.8	3,415.4	3,654.3	3,830.3	4,010.0
순금융부채	(1,569.3)	(1,111.6)	(1,345.9)	(1,564.3)	(1,770.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	210.9	420.2	364.2	424.9	421.2
당기순이익	(10.6)	115.6	309.9	328.1	341.9
조정	64.4	185.8	72.8	67.7	63.2
감가상각비	79.4	78.2	72.8	67.8	63.2
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.7)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(14.3)	107.8	0.0	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채변동	157.1	118.8	(18.5)	29.1	16.1
투자활동 현금흐름	(73.9)	(524.2)	(244.0)	(276.6)	(252.5)
투자자산감소(증가)	(48.4)	(789.5)	(8.7)	(4.4)	(2.4)
자본증가(감소)	(42.9)	(29.1)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
기타	17.4	294.4	(185.3)	(222.2)	(200.1)
재무활동 현금흐름	3.3	(1.3)	(70.7)	(151.9)	(162.1)
금융부채증가(감소)	3.7	(2.3)	0.3	0.1	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.4)	1.0	0.0	0.1	0.0
배당지급	0.0	0.0	(71.0)	(152.1)	(162.2)
현금의 증감	140.3	(105.3)	49.3	(3.7)	6.6
Unlevered CFO	35.4	304.5	491.6	511.2	525.3
Free Cash Flow	167.9	390.7	314.2	374.9	371.2

추정 재무제표(파라다이스)

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	414.5	587.6	1,025.1	1,211.8	1,294.1
매출원가	414.7	516.1	772.0	929.3	984.7
매출총이익	(0.2)	71.5	253.1	282.5	309.4
판매비	55.0	61.2	90.3	98.4	105.0
영업이익	(55.2)	10.4	162.8	184.1	204.4
금융손익	(60.0)	(55.0)	(45.1)	(46.4)	(45.0)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	49.4	74.7	8.6	11.0	13.6
세전이익	(65.9)	30.1	126.3	148.7	172.9
법인세	12.7	14.3	21.5	26.8	31.1
계속사업이익	(78.6)	15.8	104.8	121.9	141.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(78.6)	15.8	104.8	121.9	141.8
비배주주지분 순이익	(26.0)	(9.5)	19.9	23.2	26.9
지배주주순이익	(52.5)	25.3	84.9	98.8	114.9
지배주주지분포괄이익	60.2	126.7	109.0	126.8	147.5
NOPAT	(65.9)	5.5	135.1	151.0	167.6
EBITDA	42.8	105.2	250.2	264.8	279.0
성장성(%)					
매출액증가율	(8.68)	41.76	74.46	18.21	6.79
NOPAT증가율	적지	흑전	2,356.36	11.77	10.99
EBITDA증가율	177.92	145.79	137.83	5.84	5.36
영업이익증가율	적지	흑전	1,465.38	13.08	11.03
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	235.57	16.37	16.30
EPS증가율	적지	흑전	231.90	16.20	16.36
수익성(%)					
매출총이익률	(0.05)	12.17	24.69	23.31	23.91
EBITDA이익률	10.33	17.90	24.41	21.85	21.56
영업이익률	(13.32)	1.77	15.88	15.19	15.79
계속사업이익률	(18.96)	2.69	10.22	10.06	10.96

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	(578)	279	926	1,076	1,252
BPS	13,813	15,239	16,040	16,881	17,851
CFPS	704	1,357	2,314	2,488	2,679
EBITDAPS	471	1,156	2,730	2,886	3,040
SPS	4,557	6,461	11,186	13,206	14,103
DPS	0	0	250	300	300
주가지표(배)					
PER	(25.87)	63.08	15.75	13.55	11.65
PBR	1.08	1.15	0.91	0.86	0.82
PCFR	21.24	12.97	6.30	5.86	5.44
EV/EBITDA	60.04	25.48	9.73	8.41	7.30
PSR	3.28	2.72	1.30	1.10	1.03
재무비율(%)					
ROE	(4.42)	1.95	6.04	6.65	7.32
ROA	(1.55)	0.73	2.51	3.12	3.66
ROIC	(2.71)	0.22	5.44	6.32	7.30
부채비율	129.25	108.38	82.37	62.22	60.40
순부채비율	61.20	44.83	29.92	16.20	4.40
이자보상배율(배)	(0.86)	0.16	136.07	191.15	244.74

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	698.2	694.5	527.3	401.8	624.3
금융자산	672.8	650.9	471.0	335.3	553.3
현금성자산	108.7	487.4	289.0	46.8	214.7
매출채권	7.5	19.9	23.8	28.2	30.1
재고자산	6.9	7.0	12.2	14.4	15.4
기타유동자산	11.0	16.7	20.3	23.9	25.5
비유동자산	2,773.6	2,817.0	2,737.2	2,664.8	2,593.8
투자자산	49.4	48.7	56.3	64.6	68.2
금융자산	49.4	48.7	56.3	64.6	68.2
유형자산	2,152.6	2,260.5	2,178.3	2,101.6	2,030.2
무형자산	178.1	171.4	166.3	162.2	159.0
기타비유동자산	393.5	336.4	336.3	336.4	336.4
자산총계	3,471.8	3,511.5	3,264.5	3,066.5	3,218.0
유동부채	483.3	1,174.1	795.2	451.5	467.1
금융부채	331.1	976.3	576.5	211.5	211.5
매입채무	2.7	3.5	6.1	7.3	7.8
기타유동부채	149.5	194.3	212.6	232.7	247.8
비유동부채	1,474.1	652.3	679.3	724.7	744.7
금융부채	1,268.5	430.1	430.1	430.1	430.1
기타비유동부채	205.6	222.2	249.2	294.6	314.6
부채총계	1,957.4	1,826.4	1,474.5	1,176.2	1,211.8
지배주주지분	1,231.6	1,362.4	1,447.2	1,524.4	1,613.4
자본금	47.0	47.1	47.1	47.1	47.1
자본잉여금	324.3	328.3	328.3	328.3	328.3
자본조정	(24.6)	(24.6)	(24.6)	(24.6)	(24.6)
기타포괄이익누계액	395.2	486.6	486.6	486.6	486.6
이익잉여금	489.6	524.9	609.8	687.0	776.0
비지배주주지분	282.8	322.8	342.8	365.9	392.9
자본총계	1,514.4	1,685.2	1,790.0	1,890.3	2,006.3
순금융부채	926.8	755.5	535.5	306.3	88.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(35.1)	63.8	228.9	262.3	248.9
당기순이익	(78.6)	15.8	104.8	121.9	141.8
조정	61.8	64.4	87.4	80.8	74.6
감가상각비	98.0	94.8	87.4	80.7	74.6
외환거래손익	(0.3)	1.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(35.9)	(32.2)	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	(18.3)	(16.4)	36.7	59.6	32.5
투자활동 현금흐름	(73.7)	509.1	(26.2)	(114.8)	(53.7)
투자자산감소(증가)	(13.7)	0.6	(7.6)	(8.3)	(3.7)
자본증가(감소)	54.1	(17.1)	0.0	0.0	0.0
기타	(114.1)	525.6	(18.6)	(106.5)	(50.0)
재무활동 현금흐름	74.6	(195.0)	(399.9)	(386.5)	(25.9)
금융부채증가(감소)	61.7	(193.2)	(399.9)	(364.9)	0.0
자본증가(감소)	27.1	4.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.2)	(5.8)	0.0	(0.0)	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	(21.6)	(25.9)
현금의 증감	(34.2)	377.9	(196.9)	(242.1)	167.9
Unlevered CFO	64.1	123.4	212.1	228.3	245.8
Free Cash Flow	(49.5)	46.7	228.9	262.3	248.9

추정 재무제표(GKL)

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	85.1	262.1	429.2	554.3	595.2
매출원가	205.7	251.1	318.2	392.2	423.2
매출총이익	(120.6)	11.0	111.0	162.1	172.0
판매비	26.4	25.8	31.9	34.9	37.0
영업이익	(147.0)	(14.8)	79.1	127.2	135.1
금융손익	1.0	(10.4)	4.5	5.1	6.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(2.5)	(0.8)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
세전이익	(148.5)	(26.1)	82.5	131.1	139.9
법인세	(34.3)	(2.5)	20.6	32.8	35.0
계속사업이익	(114.2)	(23.5)	61.9	98.3	105.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(114.2)	(23.5)	61.9	98.3	105.0
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(114.2)	(23.5)	61.9	98.3	105.0
지배주주지분포괄이익	(103.7)	(1.6)	61.9	98.3	105.0
NOPAT	(113.1)	(13.4)	59.4	95.4	101.3
EBITDA	(110.9)	18.0	96.8	136.7	140.3
성장성(%)					
매출액증가율	(53.88)	207.99	63.75	29.15	7.38
NOPAT증가율	적지	적지	흑전	60.61	6.18
EBITDA증가율	적지	흑전	437.78	41.22	2.63
영업이익증가율	적지	적지	흑전	60.81	6.21
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	58.80	6.82
EPS증가율	적지	적지	흑전	59.00	6.73
수익성(%)					
매출총이익률	(141.72)	4.20	25.86	29.24	28.90
EBITDA이익률	(130.32)	6.87	22.55	24.66	23.57
영업이익률	(172.74)	(5.65)	18.43	22.95	22.70
계속사업이익률	(134.20)	(8.97)	14.42	17.73	17.64

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	(1,846)	(381)	1,000	1,590	1,697
BPS	6,167	6,142	7,142	8,192	9,038
CFPS	(1,653)	413	1,561	2,299	2,382
EBITDAPS	(1,792)	291	1,565	2,210	2,268
SPS	1,376	4,237	6,939	8,961	9,623
DPS	0	0	540	850	930
주가지표(배)					
PER	(7.12)	(49.61)	14.98	9.42	8.83
PBR	2.13	3.08	2.10	1.83	1.66
PCR	(7.96)	45.76	9.60	6.52	6.29
EV/EBITDA	(5.87)	56.28	7.95	5.25	4.77
PSR	9.56	4.46	2.16	1.67	1.56
재무비율(%)					
ROE	(26.36)	(6.18)	15.05	20.73	19.70
ROA	(18.53)	(4.17)	9.68	13.92	13.74
ROIC	(181.07)	(22.87)	105.07	214.28	234.12
부채비율	37.92	58.85	52.60	45.75	41.16
순부채비율	(42.49)	(41.52)	(53.61)	(56.76)	(60.09)
이자보상배율(배)	(54.40)	(5.40)	20.29	37.73	38.52

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	231.7	257.3	341.5	403.5	455.5
금융자산	220.1	241.1	321.0	377.1	427.2
현금성자산	92.9	165.6	240.1	187.4	201.6
매출채권	6.8	11.5	12.7	16.4	17.6
재고자산	3.0	2.9	4.8	6.2	6.7
기타유동자산	1.8	1.8	3.0	3.8	4.0
비유동자산	294.5	346.2	332.7	335.0	333.7
투자자산	91.9	65.1	69.2	81.1	85.0
금융자산	91.0	64.2	67.7	79.2	82.9
유형자산	54.9	74.0	56.7	47.5	42.5
무형자산	6.9	6.5	6.2	5.9	5.6
기타비유동자산	140.8	200.6	200.6	200.5	200.6
자산총계	526.1	603.5	674.1	738.5	789.2
유동부채	97.8	157.6	166.4	165.9	164.2
금융부채	20.9	17.4	18.2	23.5	25.3
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	76.9	140.2	148.2	142.4	138.9
비유동부채	46.9	66.0	66.0	66.0	66.0
금융부채	37.0	66.0	66.0	66.0	66.0
기타비유동부채	9.9	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	144.7	223.6	232.4	231.8	230.1
지배주주지분	381.5	379.9	441.8	506.7	559.1
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	329.3	327.7	389.6	454.5	506.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	381.5	379.9	441.8	506.7	559.1
순금융부채	(162.1)	(157.7)	(236.8)	(287.6)	(335.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(131.5)	45.9	84.4	99.8	106.0
당기순이익	(114.2)	(23.5)	61.9	98.3	105.0
조정	13.2	49.0	17.6	9.6	5.2
감가상각비	36.1	32.8	17.6	9.5	5.2
외환거래손익	(0.1)	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(22.8)	15.9	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	(30.5)	20.4	4.9	(8.1)	(4.2)
투자활동 현금흐름	147.9	48.7	(9.6)	(120.6)	(39.8)
투자자산감소(증가)	59.5	26.9	(4.1)	(11.9)	(3.9)
자본증가(감소)	(1.2)	(18.5)	0.0	0.0	0.0
기타	89.6	40.3	(5.5)	(108.7)	(35.9)
재무활동 현금흐름	(23.1)	(21.4)	0.8	(28.1)	(50.8)
금융부채증가(감소)	(38.9)	25.4	0.8	5.3	1.7
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	15.8	(46.8)	0.0	0.0	0.1
배당지급	0.0	0.0	0.0	(33.4)	(52.6)
현금의 증감	(6.7)	73.1	74.0	(52.7)	14.2
Unlevered CFO	(102.2)	25.5	96.5	142.2	147.3
Free Cash Flow	(132.7)	27.3	84.4	99.8	106.0

재무제표(롯데관광개발)

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	76	88	17	107	184
매출원가	44	66	0	0	0
매출총이익	32	22	17	107	184
판매비	29	39	88	238	302
영업이익	3	(16)	(71)	(131)	(119)
금융손익	(96)	2	(8)	(71)	(105)
종속/관계기업손익	(0)	0	(1)	(0)	(0)
기타영업외손익	(8)	(0)	(1)	(6)	(0)
세전이익	(102)	(14)	(82)	(208)	(224)
법인세	(4)	1	1	(8)	1
계속사업이익	(98)	(15)	(82)	(201)	(225)
중단사업이익	(15)	0	0	0	0
당기순이익	(113)	(15)	(82)	(201)	(225)
비배주주지분 순이익	(4)	(0)	(0)	(0)	(0)
지배주주순이익	(108)	(15)	(82)	(201)	(225)
지배주주지분포괄이익	(105)	(17)	(79)	(197)	126
NOPAT	3	(17)	(72)	(126)	(119)
EBITDA	4	(12)	(53)	(62)	(36)
성장성(%)					
매출액증가율	10.1	15.8	(80.7)	529.4	72.0
NOPAT증가율	(25.0)	적전	적지	적지	적지
EBITDA증가율	(33.3)	적전	적지	적지	적지
영업이익증가율	(40.0)	적전	적지	적지	적지
영업이익(주주)순이익증가율	적전	적지	적지	적지	적지
EPS증가율	적전	적지	적지	적지	적지
수익성(%)					
매출총이익률	42.1	25.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	5.3	(13.6)	(311.8)	(57.9)	(19.6)
영업이익률	3.9	(18.2)	(417.6)	(122.4)	(64.7)
계속사업이익률	(128.9)	(17.0)	(482.4)	(187.9)	(122.3)

투자지표	2018	2019	2020	2021	2022
주당지표(원)					
EPS	(2,048)	(213)	(1,183)	(2,895)	(3,136)
BPS	4,353	4,460	3,313	811	3,223
CFPS	101	(136)	(744)	(820)	(412)
EBITDAPS	77	(169)	(771)	(900)	(500)
SPS	1,437	1,295	242	1,546	2,564
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(7.1)	(67.1)	(12.7)	(6.1)	(4.6)
PBR	3.3	3.2	4.5	21.6	4.5
PCFR	144.1	(105.1)	(20.2)	(21.4)	(35.1)
EV/EBITDA	189.4	0.0	0.0	0.0	0.0
PSR	10.1	11.0	62.0	11.4	5.6
재무비율(%)					
ROE	(38.2)	(4.7)	(35.7)	(356.9)	(95.5)
ROA	(21.4)	(2.5)	(6.8)	(15.4)	(12.5)
ROIC	1.2	(5.1)	(7.5)	(11.6)	(7.3)
부채비율	80.4	88.1	430.1	2,372.0	678.1
순부채비율	(60.0)	14.0	328.1	1,980.5	548.8
이자보상배율(배)	25.6	(14.5)	(7.8)	(2.1)	(1.3)

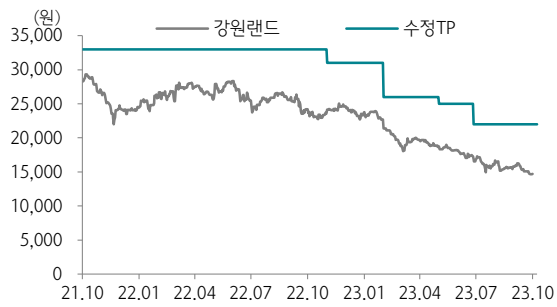
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	220	53	125	91	61
금융자산	200	27	82	76	38
현금성자산	13	16	58	61	29
매출채권	1	0	1	3	4
재고자산	0	4	4	7	7
기타유동자산	19	22	38	5	12
비유동자산	287	522	1,074	1,211	1,742
투자자산	12	22	31	36	27
금융자산	9	19	30	33	23
유형자산	217	446	965	935	1,342
무형자산	50	47	50	51	49
기타비유동자산	8	7	28	189	324
자산총계	507	575	1,198	1,302	1,803
유동부채	75	251	212	240	1,027
금융부채	31	66	87	135	909
매입채무	0	0	1	8	7
기타유동부채	44	185	124	97	111
비유동부채	151	19	760	1,009	544
금융부채	0	3	737	985	400
기타비유동부채	151	16	23	24	144
부채총계	226	269	972	1,250	1,571
지배주주지분	284	309	229	57	236
자본금	33	35	35	35	36
자본잉여금	492	526	526	550	601
자본조정	(0)	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	5	12	14	17	366
이익잉여금	(245)	(264)	(345)	(545)	(768)
비지배주주지분	(3)	(3)	(3)	(4)	(4)
자본총계	281	306	226	53	232
순금융부채	(169)	43	742	1,043	1,272

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	2	(23)	(114)	(51)	(63)
당기순이익	(113)	(15)	(82)	(201)	(225)
조정	118	6	18	107	144
감가상각비	1	5	18	69	83
외환거래손익	0	2	4	5	20
지분법손익	0	(0)	0	0	(0)
기타	117	(1)	(4)	33	41
영업활동 자산부채변동	(3)	(14)	(50)	43	18
투자활동 현금흐름	(212)	(38)	(579)	(74)	(4)
투자자산감소(증가)	92	(10)	(9)	(5)	9
자본증가(감소)	(10)	(212)	(552)	(87)	(14)
기타	(294)	184	(18)	18	1
재무활동 현금흐름	177	65	735	127	34
금융부채증가(감소)	(18)	28	739	252	102
자본증가(감소)	218	36	0	23	53
기타재무활동	(23)	1	(4)	(148)	(121)
배당지급	0	0	0	0	0
현금의 증감	(32)	3	42	3	(32)
Unlevered CFO	5	(9)	(52)	(57)	(30)
Free Cash Flow	(8)	(235)	(667)	(138)	(76)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

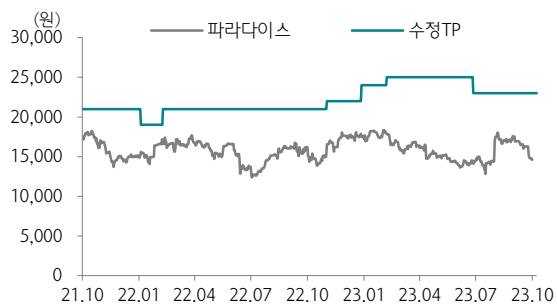
강원랜드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.7.6	BUY	22,000		
23.5.11	BUY	25,000	-28.10%	-24.08%
23.2.10	BUY	26,000	-24.58%	-17.69%
22.11.11	BUY	31,000	-23.23%	-19.19%
22.8.11	1년 경과		-	-
21.8.11	BUY	33,000	-20.02%	-10.91%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

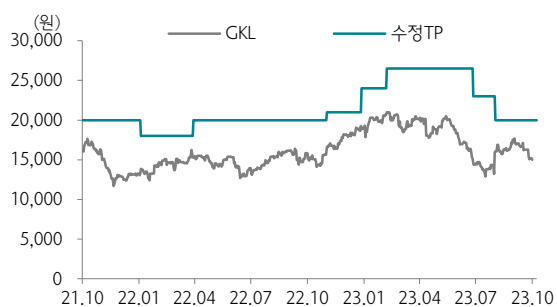
파라다이스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.7.6	BUY	23,000		
23.2.16	BUY	25,000	-38.21%	-28.84%
23.1.6	BUY	24,000	-26.08%	-23.67%
22.11.11	BUY	22,000	-21.72%	-17.73%
22.2.18	BUY	21,000	-26.65%	-15.71%
22.1.13	BUY	19,000	-17.39%	-9.47%
21.5.13	BUY	21,000	-19.27%	-5.24%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

GKL



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.8.11	BUY	20,000		
23.7.6	BUY	23,000	-38.69%	-30.87%
23.2.16	BUY	26,500	-28.35%	-20.75%
23.1.6	BUY	24,000	-17.45%	-13.75%
22.11.11	BUY	21,000	-15.60%	-8.33%
22.4.8	BUY	20,000	-26.04%	-18.00%
22.1.13	BUY	18,000	-20.07%	-9.72%
21.11.16	1년 경과		-	-
20.11.16	BUY	20,000	-18.09%	-4.75%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

롯데관광개발



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.2.1	Not Rated	-		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 10월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2023년 10월 11일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- 기타 거래제한 목록에 준하는 이해관계를 보유한 법

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.62%	4.93%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 10월 08일