

2011년 04월 01일

파라다이스(034230)

BUY

Almost Paradise!!!

V 중국인 관광객 증가로 카지노 산업 급성장 중!

중국인들이 한국으로 몰려 오고 있다. 중국 경제 성장에 따라 한국을 찾는 중국인 관광객은 '10년에 전년 대비 40%나 증가했다. 게다가 '10년 8월 중국인 대상 비자 발급 조건이 완화되면서 이러한 증가추세는 더욱 가속화 될 것으로 전망된다. 중국인 관광객의 증가는 카지노 산업에 분명한 호재이다. 카지노를 찾는 일본인 방문자 수가 정체되고 있는 반면 중국인 방문자수는 '10년 60%나 증가하며 산업의 성장을 이끌고 있다. 때문에 중국 수혜 주로서 카지노 산업의 성장이 기대되며 특히 방문자 중 중국인 비중이 60%에 달하는 파라다이스에 주목해야 한다.

V 카지노 산업의 Top Pick은 파라다이스!

파라다이스가 Top Pick 인 이유로 1) 매출의 성장성에 수익성 개선이 더해져 새로운 성장국면에 접어들 것이라는 점, 2) 중국인 VIP 중심의 영업과 직접 모객 방식으로 산업 성장의 직접적인 수혜를 받을 것이라는 점을 들 수 있다. 구체적으로 파라다이스의 매출, 방문자수, 드랍액은 꾸준히 증가추세이고 '10년 1분기 11%까지 내려갔던 홀드율은 '11년 1,2월 13%, 3월에는 15%까지 회복되며 수익성 개선을 이끌고 있다. 또한 경쟁사 GKL 대비 VIP, 특히 중국인 VIP 위주의 사업 구조를 갖고 있으며 축적된 마케팅 노하우로 별도의 수수료가 없는 직접 모객을 한다는 점도 큰 강점이다.

V 여전히 저평가!

현재 중국에 대한 기대감이 일부 반영되어 주가가 상당히 오른 상태이다. 그러나 Research Team 4는 역사적 PER, 파라다이스의 성장성 및 수익성 개선, 그리고 GKL 대비 경쟁력을 고려하면 현재 PET 12.55는 여전히 저평가 상태라고 생각된다. 한국 카지노 산업 중 중국의 수혜를 가장 직접적으로 받는 파라다이스는 조만간 GKL수준의 재평가가 이루어 질 것이다.

적정주가:
7,905원
현재주가:
5,550원 (04/01 기준)
상승여력: 42%

시가총액	5,047 억원
ROE	9.44%
ROA	7.67%
영업이익률	7.39%
배당수익률	6.25%
P/E Ratio	12.55
P/B Ratio	1.15

주요주주:
파라다이스글로벌(외19인):
47.63%
파라다이스 자사주 펀드:
11.59%



SMIC 리서치 4팀
팀장 한소은
팀원 조주헌
박은경
채장진

1. 산업 소개

카지노 산업: 전문영업장을 갖추고 주사위, 트럼프, 슬롯머신 등 특정한 기구 등을 이용하여 우연의 경과에 따라 특정인에게 재산상의 이익을 주고 다른 참가자에게 손실을 주는 행위 등을 하는 업

사행성 산업에서 엔터테인먼트 산업으로 변화하는 카지노

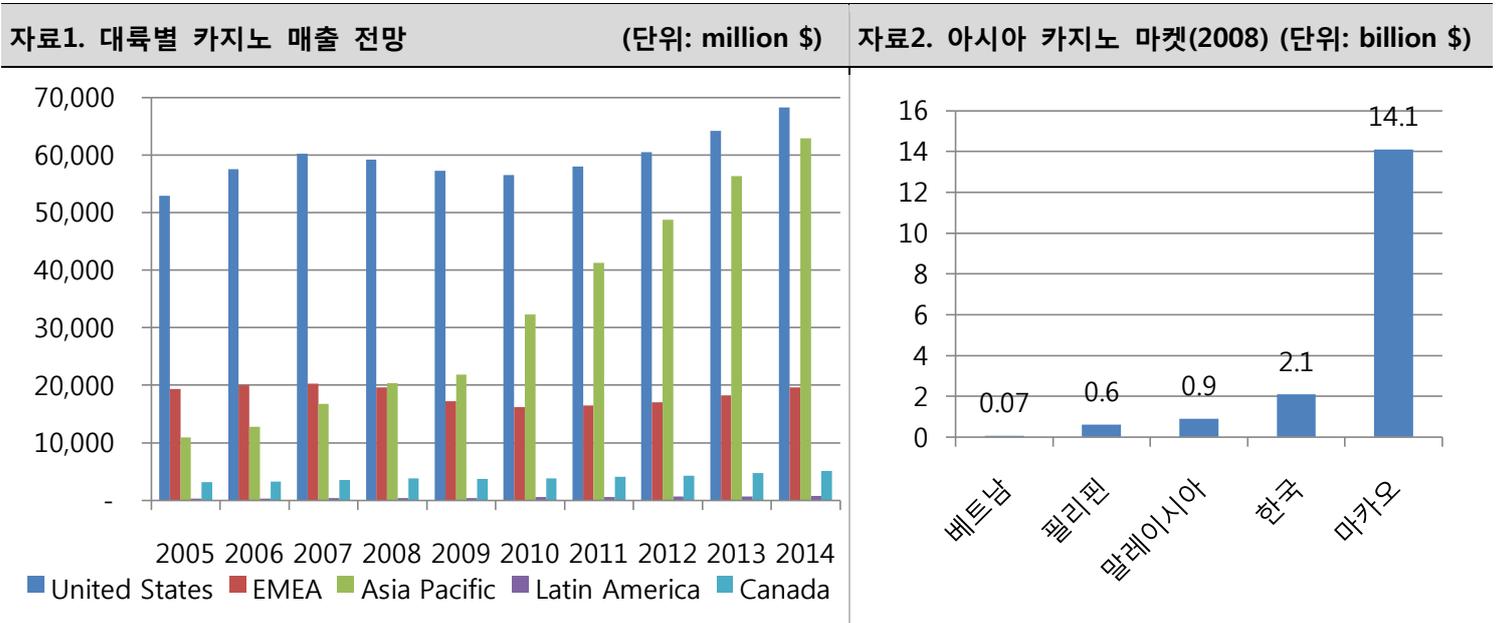
위의 정의에서 보듯이 카지노 산업은 레저 산업의 일종이지만 분류상 사행 산업에 속한다. 하지만 경제가 성장하고 소득 수준이 높아지면서 카지노 산업에 대한 인식은 도박과 같은 사행성 게임에서, 즐길 수 있는 엔터테인먼트 산업으로 변화되고 있다. 즉, 과거의 카지노가 도박의 이미지가 강했다면 현재에는 놀이의 측면이 부각되고 있으며, 이에 따라 유희의 목적으로 카지노를 방문하는 사람들이 점점 늘고 있다.

각국 정부는 외국인 대상 카지노 산업을 장려한다.

카지노 산업은 부가가치가 큰 산업이다. 크게 외국인대상 카지노와 내국인대상 카지노로 나눌 수 있다. 특히 경제적 관점에서 외국인대상 카지노 산업은 외화 획득의 효과적인 수단이 되며 숙박 등의 관련업종에도 부가가치를 창출한다. 각국의 정부는 카지노산업의 이러한 측면을 파악하고, 내국인대상의 카지노는 규제하는 한편 자국의 외국인대상 카지노 산업을 장려하는 실정이다.

한국 카지노 산업은 아시아 2위, 세계 8위

세계 카지노 산업은 2010년 매출액 규모가 약 8.8%로 증가하였다. 국가별로 카지노산업을 살펴보면 미국이 1위를 차지하는 가운데 아시아권을 중심의 성장세가 뚜렷하다. 특히 마카오의 카지노 산업은 아시아 국가 중 1위로, 규제 완화와 해외 자본의 유치를 통해 높은 성장세를 보여주고 있다. 한국은 마카오에 이은 아시아 2위, 그리고 세계 8위의 매출액을 기록하고 있다.



출처: GKL 사업보고서

출처: 2009년 Annual Report

국내 카지노 산업

국내 산업은 파라다이스와 GKL의 독점 체제

국내 카지노 산업은 국내 관광업의 발달과 함께 급속도로 발달해왔다. 현재 2005년 이후 연간 12%의 성장률을 보였으며 외국인 전용 카지노 16개와 내국인 전용 카지노 1개로 이루어져 있다. 유일한 내국인 전용 카지노는 강원도 정선에 위치한 강원랜드다. 외국인전용 카지노는 사실상 파라다이스와 GKL의 독점 체제이며 서울에 위치한 3개(파라다이스 1, GKL 2)의 카지노로부터 전체의 70%에 해당하는 매출이 발생한다.

중국 관광객의 증가가 한국 카지노 산업 성장의 핵심이다.

카지노 산업의 발달과 함께 국내 관광객 중 카지노를 이용하는 관광객의 비중은 점점 증가하고 있다. 지리적 특성상 국내 외국인전용 카지노 산업의 주요 방문객은 일본과 중국 등의 아시아 국가의 고객들로, 이들 국가의 연휴에 따라 방문객이 증가되는 특성을 가지고 있다. 특히 중국은 잠재력이 큰 시장으로 한국 카지노 산업의 향후 성장에 있어 핵심이 될 것이다.

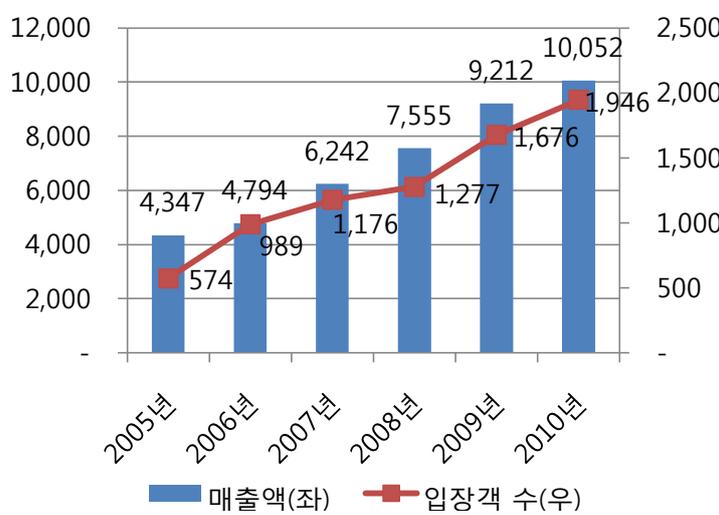
카지노산업의 고객은 VIP와 MASS로 나뉜다.

외국인대상 카지노 산업의 고객은 크게 VIP와 MASS로 나뉜다. VIP는 경제력 있는 부유층이며 1회 배팅 액수가 크며 카지노 자체를 목적으로 하는 경향이 강하다. 반면 일반 관광객 이용객을 MASS고객이라고 부르는데 이들은 대체 관광의 한 과정으로 카지노를 방문하는 단체관광객들이다. 보통 카지노의 매출의 8-90%가 VIP고객층에게서 나온다.

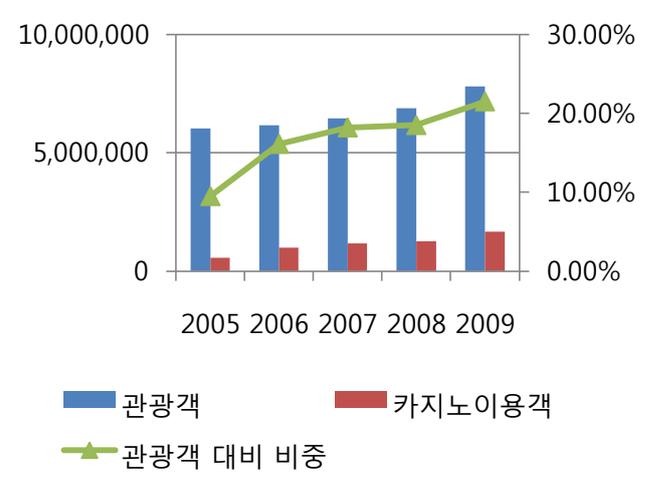
국내 카지노산업은 정부 규제가 진입장벽으로 작용한다.

국내 카지노 산업에서는 정부의 허가가 있어야만 회사를 설립할 수 있다. 그렇기 때문에 정부의 허가가 신규 진입자에게 진입장벽으로 작용한다. 경쟁수단으로는 마케팅능력, 서비스의 질, 종업원의 직무능력, 영업시설, 관련산업과의 업무제휴능력, 해외판촉 및 광고 등을 주요 요소로 꼽을 수 있다.

자료3. 한국 카지노산업 발달 (단위: 억 원, 천 명)



자료4. 한국 관광객과 카지노 입장객 추이 (단위: 명, %)



출처: 한국카지노업관광협회

출처: 문화관광부

자료5. 카지노 산업 사용 용어

용어	내용
Drop	플레이어가 카지노를 상대로 게임에 참여할 목적으로 칩과 교환한 금액
Payment	드롭과 반대되는 개념으로 플레이어가 칩을 현금으로 교환한 금액
Loss	Drop-payment 가 (-)인 경우의 금액을 합하여 매출원가에서 카지노손실계정으로 계상
Hold Ratio	총 드롭액 중 딜러가 딴 금액이 차지하는 비율을 의미한다. $(= (\text{Drop-Payment}) / \text{Drop})$
Comp	컴프란 Complimentary Service 의 약자로 카지노고객에게 무료 또는 할인가격으로 제공되는 객실, 식음료, 항공료 연회 등의 서비스를 일컬으며, 그 밖에 체류기간동안 제공되는 리무진, 쇼핑, 관광 등을 모두 포함한다.
Junket	정켓은 전문모집인이 단체 관광객들을 모아오는 대리 형식으로 그 대가로 전문모집인은 카지노 측의 수익의 일부를 수수료로 받는다

$$\text{카지노매출} = \text{Drop} - \text{Payment} = \text{Drop} * \text{Hold Ratio}$$

2. 기업 소개

파라다이스는 1972년 설립된 회사로 카지노와 스파 및 호텔사업을 영위하고 있지만, 매출의 대부분은 카지노에서 발생한다.

파라다이스는 단일 점포 매출액 기준 점유율 1위

파라다이스의 카지노 산업 매출은 외국인전용 카지노 중 하나인 서울 광진구 광장동에 소재한 워커히호텔 카지노에서 발생한다. 그 외 파라다이스는 현재 충남 아산시에서 스파와 호텔, 유스호텔 등을 운영하고 있다. 파라다이스는 단일 영업장으로서 국내 외국인대상 카지노 중 최고의 매출액을 보인다.

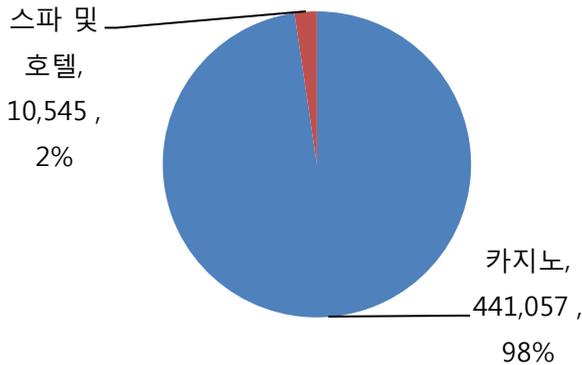
파라다이스는 VIP 고객 집중 전략

파라다이스의 2005년까지 외국인전용 카지노 독점으로 높은 매출과 영업이익률을 보였다. 하지만 2006년, 공기업인 GKL이 외국인전용 카지노를 오픈하면서 매출과 영업이익률 모두 급락했다. 그 후 파라다이스는 VIP고객 중심으로 꾸준히 매출을 증대해왔다.

VIP, 마일리지, 기타의 3가지로 나뉘는 고객층

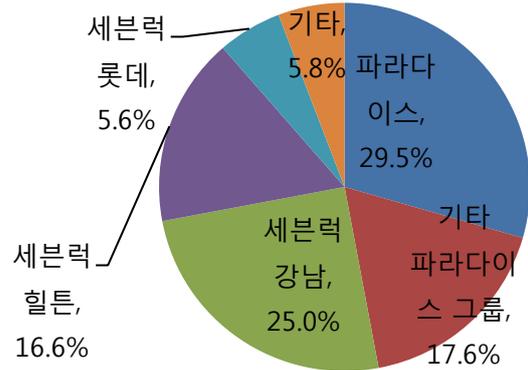
파라다이스는 카지노를 방문하는 고객을 배팅 액수에 따라 VIP, 마일리지, 그리고 기타 고객으로 구분하여 관리한다. (표 참조)

자료6. 사업부문별 매출액비중 (단위: 백만 원)



출처: 사업보고서

자료7. 2010년 국내 외국인대상 카지노 점유율



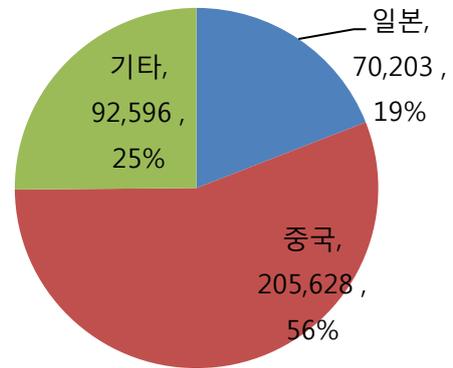
출처: 사업보고서

자료8. 파라다이스 고객 유형별 분류

VIP	1회 배팅액수 최저 30만원. VIP 카드 발급을 통해 관리된다. 게임의 숙련도가 높으며 주로 테이블 게임을 즐기는 고액 매출 개인 고객층
마일리지	VIP 고객은 아니지만, 반복하여 카지노를 방문하는 고객군으로 마일리지 카드 발급을 통해 관리된다. 주로 한국 방문이 잦은 외국인이나 한국 내에 거주하는 외국인으로 VIP와 일반 관광객 중간 수준의 게임을 즐기는 고객층
기타	VIP 카드나 마일리지 카드로 관리되지 않는 일반 고객군으로 주로 단체 관광객인 경우가 많으며, 슬롯머신과 소액 테이블 게임을 선호한다.

출처: 사업보고서

자료9. 2010년 파라다이스 국적별 입장객 수



출처: 사업보고서

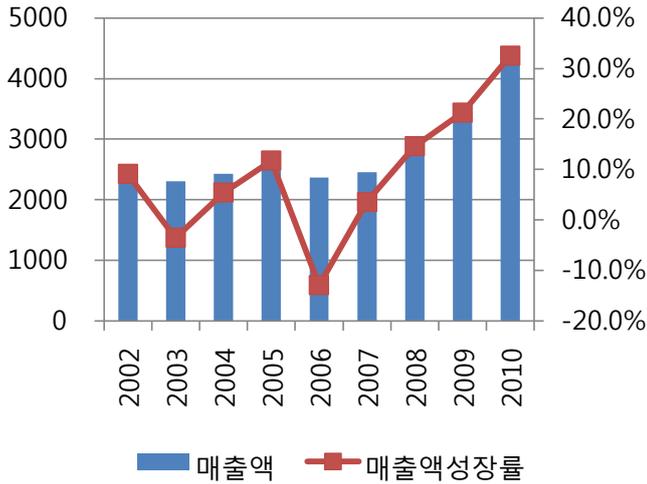
낮은 부채비율과 높은 당좌비율

파라다이스의 재무상태는 낮은 부채비율과 높은 당좌비율로 매우 건전한 상태로 판단된다. 카지노업의 특성상 매출이 바로 현금으로 이어지기에 당좌비율이 200% 이상이며 그에 비해 부채비율은 15%의 수준을 유지해오고 있다. 자산은 꾸준히 증가하여 2010년 총 5400억원 상당의 자산가치를 보인다.

자산가치 대비 저평가되어 있는 파라다이스

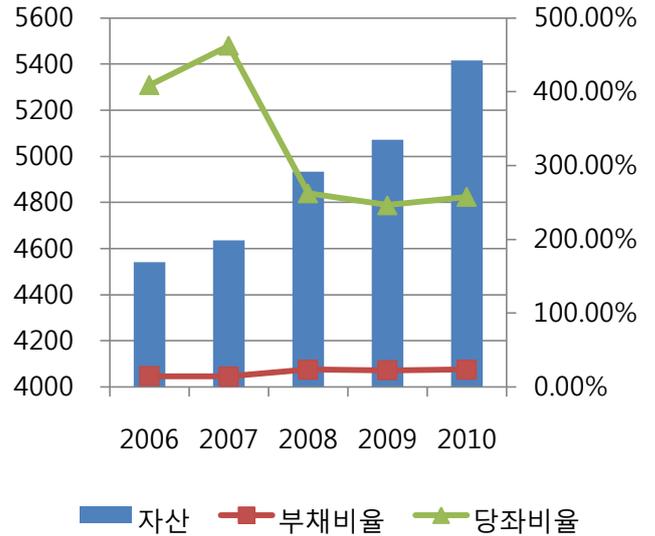
파라다이스의 시가총액이 5000억 원인 것을 보면 자산 가치 대비 파라다이스의 주가는 저평가되어 있다고 볼 수 있다. 여기에 2011년부터 IFRS가 도입되어 자산 재평가가 이루어지면 파라다이스는 보유한 토지, 건물 등의 유형RGK자산 재평가이익 1,300억원이 추가로 발생할 예정이다.

자료10. 매출액 및 매출액 성장률 (단위 : 억원, %)



출처: 한국 카지노 관광협회

자료11. 2010년 자산, 부채, 당좌비율 (단위 : 억원,%)



출처: 사업보고서

3. 투자포인트1. 카지노 산업, 진정한 중국 수혜주!

중국인 관광객의 추세를 살펴보면 카지노 산업의 성장성을 알 수 있다.

카지노 산업의 성장성을 살펴보기 위해서는 관광 산업을 살펴보는 것이 필요하다. 외국인 대상인 카지노 산업의 특성상 카지노 입장객과 입국자 수는 밀접한 관계를 지니기 때문이다. 그렇다면 최근 관광 산업에 있어서 화두는 무엇일까? 그것은 세계 1위의 인구수를 지니면서 무서운 속도로 증가하고 있는 중국인 관광객이다. 중국인 관광객의 증가 추세는 국내 카지노 산업의 성장으로 이어진다.

3.1 방한 중국인 관광객의 급증

중국인 관광객의 추세를 살펴보면 카지노 산업의 성장성을 알 수 있다.

세계로 나가는 중국인

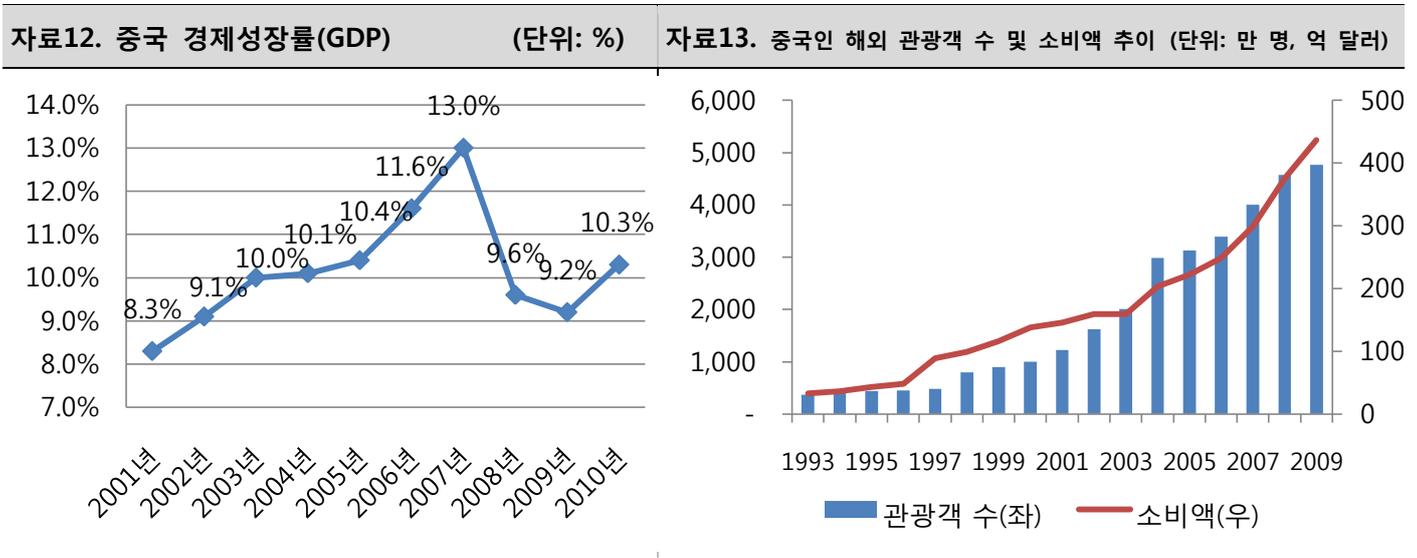
중국 경제는 급속도로 발전하고 있다. 그 성장세가 2008년 글로벌 금융위기 이후 다소 둔화되었음에도 불구하고 높은 수준을 유지하고 있고, 2010년에는 다시 성장률이 증가하였다. LG경제연구원의 자료에 따르면 2011년 중국의 경제성장률은 상반기 8.4%, 하반기 8.5%로 예상된다. 또한 UN에서는 중국 경제성장률을 8.9%로 전망하고 있다. 이는 IMF에서 추정된 2011년 세계경제성장률 4.4%와 비교하면 매우 높은 수치로, 중국 경제의 빠른 성장 추세를 파악할 수 있다.

경제 성장으로 인해
서 중국인의 해외 관
광객 수 꾸준히 증가
중이다.

이러한 중국의 경제 성장으로 인한 소득 증가는 중국인의 전체적인 해외 여행 증가로 이어지고 있다. 중국여행사협회의 자료에 따르면 1993년 374만 명이던 중국인 해외관광객 수는 2009년 4,766만 명으로 약 15배 증가했다. 2009년의 수치는 전년도에 비해 4% 증가한 것으로, 신종플루, 금융위기 등 악재로 인해 세계 전체 여행객 수가 4% 감소한 것과 대비된다. 2010년에는 중국인 해외관광객 수가 5,000만 명을 돌파하였으며, 세계관광기구는 2020년에 중국인 해외 관광객 수가 1억 명에 이를 것으로 예측하는 등, 앞으로도 중국인의 해외관광이 증가할 것으로 예측된다.

해외여행 소비액 증
가도 급증하여 여행
객 증가 추세를 추월
했다.

2010년 중국인의 해외여행 소비액은 전년 대비 14%나 증가하는 추세를 보이며 독일, 미국, 영국에 이어 세계 4위를 기록하였다. 소비액의 증가가 여행객의 증가 추세를 앞지르고 있는 것이다. 이와 같이 중국인 여행객의 증가와 함께 그들의 소비지출 증가로 세계관광업계에서 중국인의 영향력이 증대되고 있다. 즉, 갈수록 중국인 관광객 유치가 중요해지고 있는 것이다.



출처: 중국국가통계국

출처: 중국여행사협회(2010)

중국인을 위한 비자 완화 정책

중국인 관광객의 수가 날로 증가하고 있기 때문에 한국 정부에서는 중국인 관광객을 유치하기 위해서 2010년 8월 1일부터 중국인 관광객의 비자 발급 요건을 완화하였다.

정부는 중국인 관광
객 유치를 위해 비자
제도를 완화하였다.

이는 2012년 중국인 관광객을 300만 명 이상 유치한다는 정부의 목표를 달성하기 위한 방안 중 하나로 실시되었다. 실제로 중국인 관광객 비자 발급조건 완화 이후 대한항공과 아시아나항공 중국 노선의 월평균 탑승률이 사상 처음으로 80%를 돌파하였다. 이러한 점은 정부의 비자발급 완화 정책이 효과를 보였음을 나타낸다.

2010년 방한 중국인 관광객 수는 40% 증가했다.

지금까지 살펴본 것과 같이 중국의 경제 성장 및 한국의 정책적 육성으로 인해 방한 중국인 관광객 수는 지속적으로 성장하고 있다. 2000년대 들어서 방한한 중국인 관광객 수 증가율은 SARS의 영향으로 관광객 수가 급감한 2003년을 제외하면 거의 매년 두 자리 수를 유지하고 있다. 특히, 2010년 한국을 방문한 중국인 관광객 수는 약 187만 명을 기록했으며, 이는 2009년 대비 40% 증가한 수치이다.

자료14. 중국인 관광객 비자제도 개선안 내용	자료15. 방한 중국인 관광객 추이 (단위: 만 명, %)															
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="width: 15%;">항목</th> <th style="width: 35%;">개선 전</th> <th style="width: 50%;">개선 후</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>복수비자 발급 대상</td> <td>최고 우수인재 또는 유층 (학술회의 참석 교수 등 전문가, 골드카드 이상 소지자 등)</td> <td>중산층까지 확대 (초·중·고 교사, 우수대학 졸업생, 500대 기업 임직원 등)</td> </tr> <tr> <td>유효기간</td> <td>1년</td> <td>3년</td> </tr> <tr> <td>더블비자</td> <td>매번 공관 방문(더블비자 부재)</td> <td>공관 방문 불필요(더블비자 신설)</td> </tr> <tr> <td>청년 관광객</td> <td>재정능력 입증 어려움, 배낭여행, 단기연수 등이 곤란</td> <td>우수대학 재학생은 재학 사실만으로 비자 발급</td> </tr> </tbody> </table>	항목	개선 전	개선 후	복수비자 발급 대상	최고 우수인재 또는 유층 (학술회의 참석 교수 등 전문가, 골드카드 이상 소지자 등)	중산층까지 확대 (초·중·고 교사, 우수대학 졸업생, 500대 기업 임직원 등)	유효기간	1년	3년	더블비자	매번 공관 방문(더블비자 부재)	공관 방문 불필요(더블비자 신설)	청년 관광객	재정능력 입증 어려움, 배낭여행, 단기연수 등이 곤란	우수대학 재학생은 재학 사실만으로 비자 발급	<p style="text-align: center;">2006년 2007년 2008년 2009년 2010년</p> <p style="text-align: center;">■ 관광객 수(좌)</p>
항목	개선 전	개선 후														
복수비자 발급 대상	최고 우수인재 또는 유층 (학술회의 참석 교수 등 전문가, 골드카드 이상 소지자 등)	중산층까지 확대 (초·중·고 교사, 우수대학 졸업생, 500대 기업 임직원 등)														
유효기간	1년	3년														
더블비자	매번 공관 방문(더블비자 부재)	공관 방문 불필요(더블비자 신설)														
청년 관광객	재정능력 입증 어려움, 배낭여행, 단기연수 등이 곤란	우수대학 재학생은 재학 사실만으로 비자 발급														

출처: 법무부 (2010. 7. 27). "중국인 관광객 비자제도 개선방안"

출처: 중국여행사협회(2010)

3.2 한국 카지노 산업은 중국과 함께 성장한다

한국 카지노산업은 중국 관광객 증가로 성장할 전망

최근의 중국인 해외 여행 증가는 경제 성장 등 소득 증대 효과에 기인한다. 소득 증가로 인해 삶의 여유가 생기고, 이로 인해서 해외 여행을 많이 하게 된 것이다. 앞서 말했듯이 카지노 산업은 특성상 관광업과 밀접한 관련을 가진다. 따라서 경제 성장으로 인한 중국 방한 관광객의 증가는 한국 카지노산업에도 수혜가 될 것은 자명하다.

앞으로 높은 경제적 능력을 지닌 중국인 관광객이 늘어날 것으로 예상된다.

또한 비자발급 제도의 완화는 중국 중산층의 한국 관광을 증가시킬 것으로 보인다. 이들 중 우수대학 졸업생과 500대 기업 임직원 등은 어느 정도 높은 수준의 경제적 능력을 지니고 있을 것으로 판단된다. 뿐만 아니라 기존의 부유층의 경우에도 비자유효기간 연장, 더블비자 신설 등으로 인해서 한국 방문이 용이해졌다. 즉, 상대적으로 중산층 이상 중국인의 한국 관광이 늘어날 것으로 예상된다.

중국인 관광객의 증가는 카지노 산업의 성장 동력

2009년과 2010년을 비교하면, 우리나라 카지노에 들어온 일본인 입장객 수는 큰 변화가 없는 반면 중국인 입장객은 전년 대비 60%로 급증했다. 즉, 최근 외국인 대상 카지노 산업의 성장은 중국인 고객의 증가에 힘입은 바가 크다고 할 수 있다. 따라서 중국의 방한 관광객의 증가로 카지노 산업은 새로운 성장의 기회를 가지게 되었다고 할 수 있다.

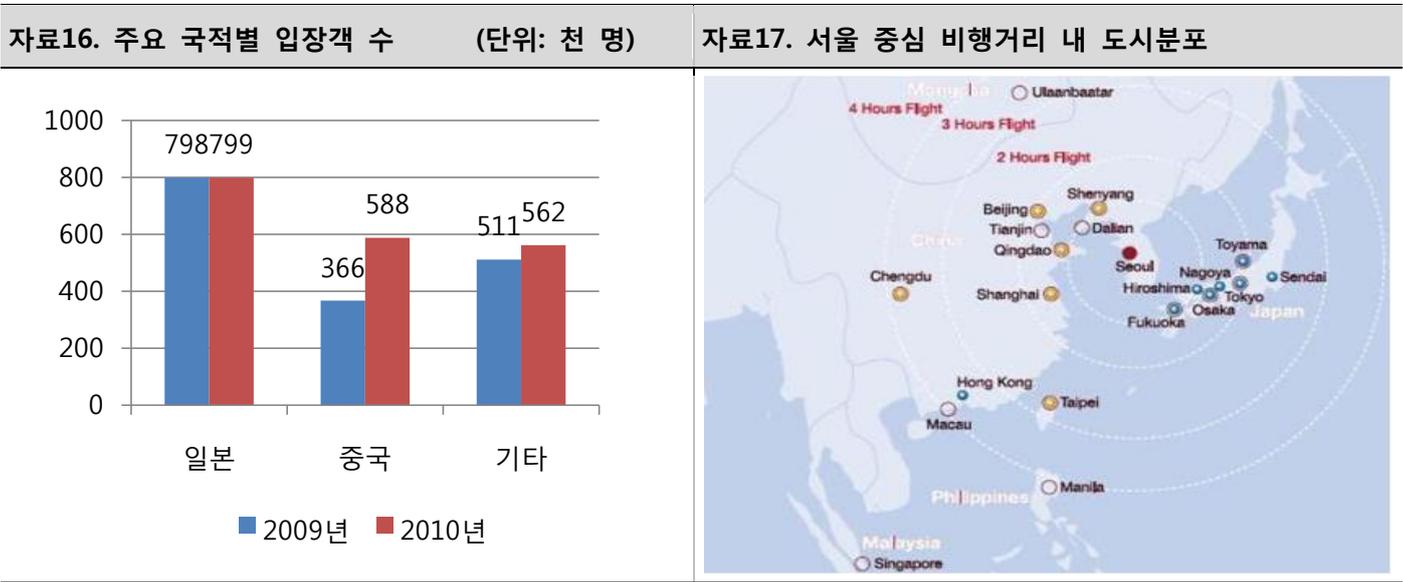
카지노 산업에서 중국인이 중요한 또 다른 요인으로는 중국인 VIP가 주요 고객층으로 성장하고 있기 때문이다.

중국인 관광객의 증가는 VIP 고객 증가로 이어져 카지노 산업의 매출을 증대시킬 것이다.

카지노 산업에서는 MASS 고객에 비해서 VIP 고객이 매출액에 미치는 영향력이 훨씬 크다. 따라서 중산층 이상의 한국 방문이 증가하면, VIP 고객 증가를 통해서 카지노 산업도 수혜를 입을 가능성이 높아진다. 실제로 중국인 VIP고객은 빠른 속도로 증가하여 카지노 산업의 성장을 견인하고 있다. 따라서 경제 성장, 정부의 비자규제 완화 등으로 인한 방한 중국인 관광객 증가는 카지노 산업 전반의 매출 증대에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단할 수 있다.

카지노산업에서 마카오와 유사한 지리적 요건을 지닌 한국

또한 서울을 중심으로 인구분포를 살펴보면, 비행거리 2시간 이내에 약 6억 6천만 명의 인구가 거주하고 있다. 이는 마카오의 7억 2천만 명과 비교할 때 큰 차이가 나타나지 않는다. 즉, 현재 아시아 시장에서 압도적인 점유율 1위를 차지하고 있는 마카오 시장에 비해서 지리적·환경적 조건이 뒤쳐지지 않는다는 것이다.



출처: 한국카지노업관광협회

출처: 사업보고서

파라다이스는 성장하는 국내 외국인 대상 카지노 산업에서 단연 TOP PICK 이다. 우선, 외형적 성장이 안정적으로 지속되고 있고 수익성 지표가 개선되고 있어 투자매력도가 높다. 또한 중국인 VIP 고객 증가의 수혜를 시장에서 가장 직접적으로 받아 높은 성장이 기대된다.

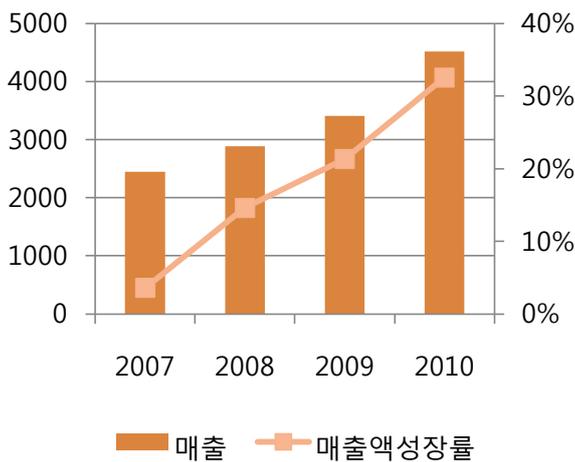
4. 투자포인트2. 카지노 산업 TOP PICK, PARADISE !

4.1 성장성 + 수익성 개선

지속적으로 증가하는 매출, 방문자수, 드롭액

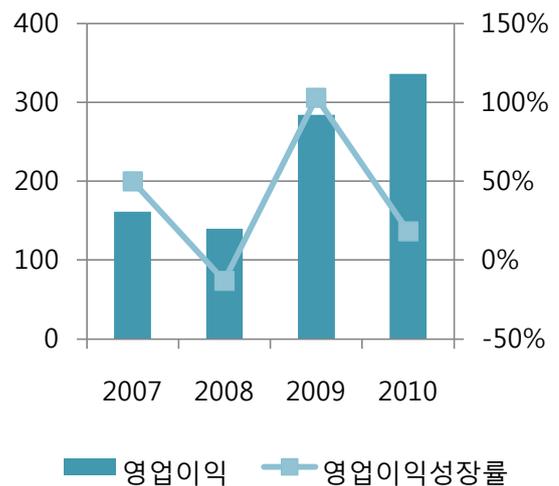
2011년, 파라다이스의 성장성에 수익성 개선이 더해져 주가가 탄력을 받을 것으로 예상된다. 역사적으로 파라다이스의 매출은 카지노 산업이 성장함에 따라 지속적으로 증가하였으며 그와 함께 영업이익도 꾸준히 늘어왔다.

자료18. 파라다이스 매출액 추이 (단위: 억 원, %)



출처: 사업보고서

자료19. 파라다이스의 영업이익 추이 (단위: 억 원, %)



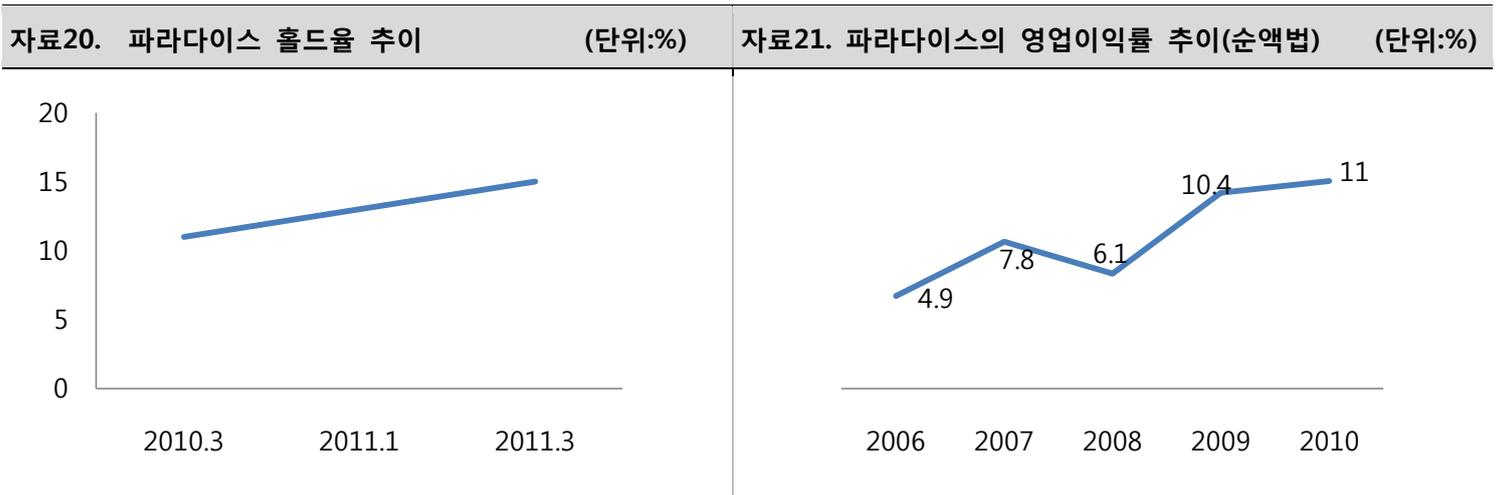
출처: 사업보고서

바닥을 친 홀드윌의 개선

여기에 그 동안 하락했던 홀드윌이 바닥을 치고 개선되고 있어 수익성 개선이 이루어지고 있다. 홀드윌은 중국 VIP 고객 서비스를 위해 칩을 할인해 주는 등의 프로모션의 진행, 리베이트 증가, 게임옵션 첨가 등으로 '10년 상반기 11%까지 하락했다. 하지만 홀드윌이 '10년 상반기에 바닥을 친 이후 서서히 회복세에 접어들었고 '11년 1,2월에는 13%대, 3월에는 15%대까지 상승했다.

실제 영업이익률은 꾸준히 증가 중

또한 영업이익률도 회계 처리 기준의 변화에 따라 새롭게 표시하면 증가세가 뚜렷하다. 파라다이스는 그 동안 카지노수입금을 매출로 인식, 카지노 손실금은 매출원가의 카지노손실금으로 인식해 왔으나(총액법) 2011년 부터는 GKL과 마찬가지로 수입급에서 손실금을 제외한 금액을 매출로 인식한다(순액법). 실제로 카지노손실은 매출에서 제외되므로 순액법이 총액법보다 좀 더 기업의 실제 매출과 이익률을 정확히 보여준다. 따라서 파라다이스는 방문 고객 수와 드롭액의 안정적인 증가에 추락했던 홀드윌의 회복이 더해져 '11년 새로운 성장 국면에 접어들 것이다.



출처: 파라다이스, Research Team 4

출처: 사업보고서

4.2 파라다이스 VS GKL

4.2.1 중국인 VIP 고객을 잡아라 : 파라다이스 Win

파라다이스의 경쟁력

- VIP중심 영업
- 직접 모객 방식

파라다이스를 카지노 산업에서 TOP PICK으로 꼽는 가장 중요한 이유는 경쟁사인 GKL과의 비교에서 찾을 수 있다. 파라다이스는 VIP 중심으로 영업한다는 점과 직접 모객을 한다는 점에서 GKL에 비해 경쟁 우위를 갖는다. 이는 성장하는 카지노 산업에서 왜 파라다이스에 투자해야 하는지에 대한 분명한 이유가 된다. 파라다이스는 중국인 VIP 고객 증가에 따른 수혜를 가장 직접적으로 받게 될 기업이기 때문이다.

소수의 VIP가 대부분의 매출을 차지

VIP 고객 확보가 중요한 카지노 산업

국내 외국인 전용 카지노의 경우 주요 수익의 원천은 VIP고객이다. 일반적으로 상위 10% 미만의 VIP고객이 전체 매출액의 약 8-90% 이상을 차지한다. VIP 고객은 기본 1회 배팅 액이 최소 30만원이며 보통은 100만원 수준으로 인당 매출 기여도가 매우 높기 때문이다. 실제로 국내 대표적 외국인 대상 카지노인 파라다이스와 GKL의 드롭액 중 VIP 비중은 각각 89.5%, 80%에 이른다.

	2006	2007	2008	2009	2010
VIP	84.5%	87.4%	88.8%	87.1%	88.7%
Mileage	7.0%	6.7%	5.5%	6.9%	5.7%
Others(Group)	8.5%	5.8%	5.7%	6.0%	5.6%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

출처: 사업보고서

VIP고객을 잡는 기업이 승자

따라서 국내 외국인 대상 카지노 산업에서는 VIP 고객이 MASS 고객보다 매우 중요한 위치를 차지하며, 향후 기업의 매출 향상에 있어서도 VIP 고객으로부터 얼마나 많은 수익을 얻을 수 있느냐가 관건이다.

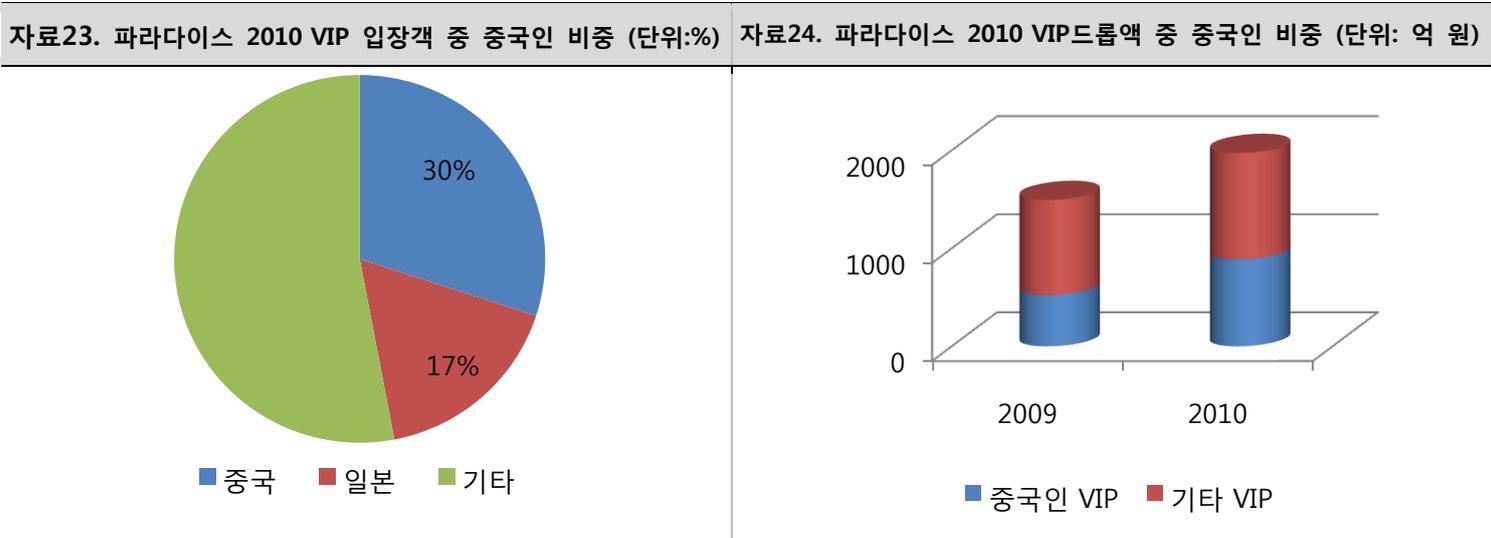
대세는 중국인 VIP 고객!

카지노 업계의 블루칩은 중국인 VIP!

앞서 언급했듯이 VIP 중에서도 특히 중국인 VIP 는 매우 중요한 위치를 차지하고 있다. 마작과 같은 도박을 즐기는 중국의 문화로 인해 중국인 관광객 중에는 도박을 좋아하는 부자 고객들이 많아, 중국인 VIP 고객은 카지노 업계에서 블루칩으로 간주된다.

중국인 VIP가 매출액에서 가장 큰 부분을 차지

파라다이스의 경우 매출의 대부분을 차지하는 VIP고객 중 중국인 VIP 이 차지하는 비율은 30%에 달하며, 드롭액 중에서 중국인 VIP가 차지하는 비율은 45%에 이른다. 이 점에도 알 수 있듯이 중국인 VIP는 다른 VIP보다 인당 더 많은 매출을 창출함을 알 수 있다.



출처: 한국 카지노업 관광협회

출처: 사업보고서

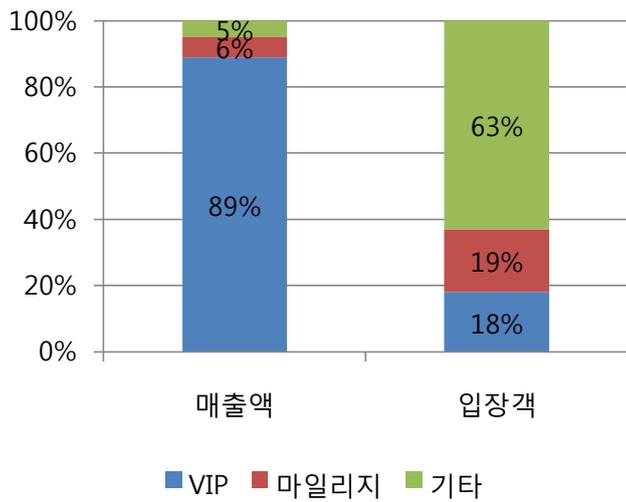
입지적 약점을 극복하기 위해 VIP 고객에

2005년까지 국내 독점적 지위를 누리던 파라다이스는 2006년 개장한 GKL로 인해 매출이 크게 줄어들었다. 게다가 명동, 삼성에 위치한 GKL과는 달리 파라다이스의 워커힐 파라다이스는 광진동에 위치하여 상대적으로 지리적 열위에 있었다. 이에 파라다이스는 입지적 약점을 역이용하여 고정VIP고객을 개별적으로 마케팅하고 직접 데려오는 방식으로, 일반 관광객인 Mass 고객 보다는 수익성이 더 높은 VIP고객 유치에 더 집중하였다.

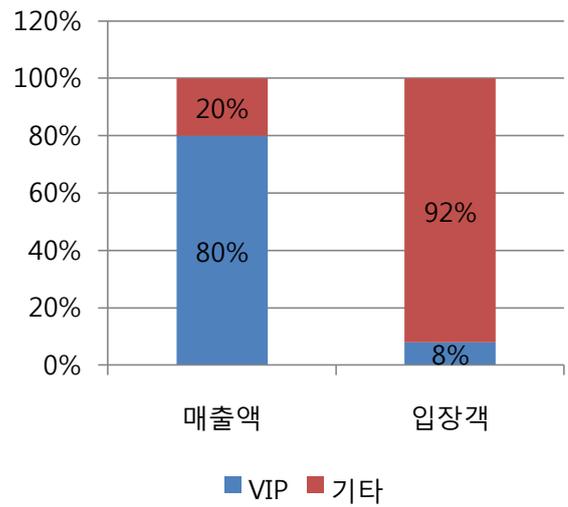
VIP고객을 집중 관리하는 파라다이스

이에 따라 현재 파라다이스의 전체 이용객 대비 VIP 비중은 18%에 이른다. 그 뒤를 잇는 것이 준VIP층이라고 할 수 있는 정기 마일리지 고객인데 파라다이스는 이들 역시 향후 VIP 고객이 될 가능성이 있는 집단으로 보아 관리하고 있다.

자료25. 파라다이스 고객 타입 별 매출, 입장객 비중 (단위:%)



자료26. GKL 고객 타입 별 입장객 비중 (단위:%)



출처: 사업보고서

출처: 사업보고서

GKL 대비 VIP고객을 더 성공적으로 유치하고 있는 파라다이스

파라다이스의 VIP와 Mass고객 비중을 GKL의 경우와 비교해보면, GKL보다 파라다이스가 VIP고객을 성공적으로 유치하고 있음을 알 수 있다. 이러한 매출 구조는 중국의 수혜와 함께 향후 매출 성장에 있어서 GKL대비 우위를 지닐 것이다. 실제로 중국인VIP의 증가로 인해 파라다이스의 인당 드랍액은 2011년 1분기 기준 전년대비 20% 상승했다고 한다.

GKL역시 중국 VIP의 중요성을 알고 최근 들어 중국 VIP위주를 끌어오기 위해 노력하고 있다. 하지만 현지 직접 마케팅 인력의 부재와 그로 인한 모객 방식의 차이로 인해 GKL의 성장에는 한계가 있을 것으로 보인다.

4.2.2 직접 모객이 살 길이다 : 파라다이스 Win

수수료 없는 직접 모객

카지노의 모객 방식은 직접 모객과 간접 모객으로 나뉜다. 직접 모객이란 카지노 자체의 인력을 통해 직접 영업을 통해 고객을 모셔오는 것이고 간접 모객이란 별도의 중개인이 카지노를 대신하여 고객을 모으고 그 대가로 수수료를 받는다.

카지노의 모객방식 : 직접모객, 간접모객

Comp 이외의 별도의 비용이 들지 않는 직접 모객 방식

고객 모객 방식에 있어서 파라다이스의 직접 모객 방식이 GKL의 정켓 모객 방식보다 남는게 많은 장사이다. 파라다이스는 20여 년 간 축적된 노하우로 다양한 고객 망을 확보 하고 있는 마케팅 인력을 통해 직접 VIP 고객과 접촉하여 Door To Door로 유치하고 있다. 여기에는 Comp 비용(VIP 고객에게 무료 또는 할인가격으로 제공되는 객실, 식음료, 항공료 연회 등의 서비스) 외에 별도의 수수료는 들지 않는다.

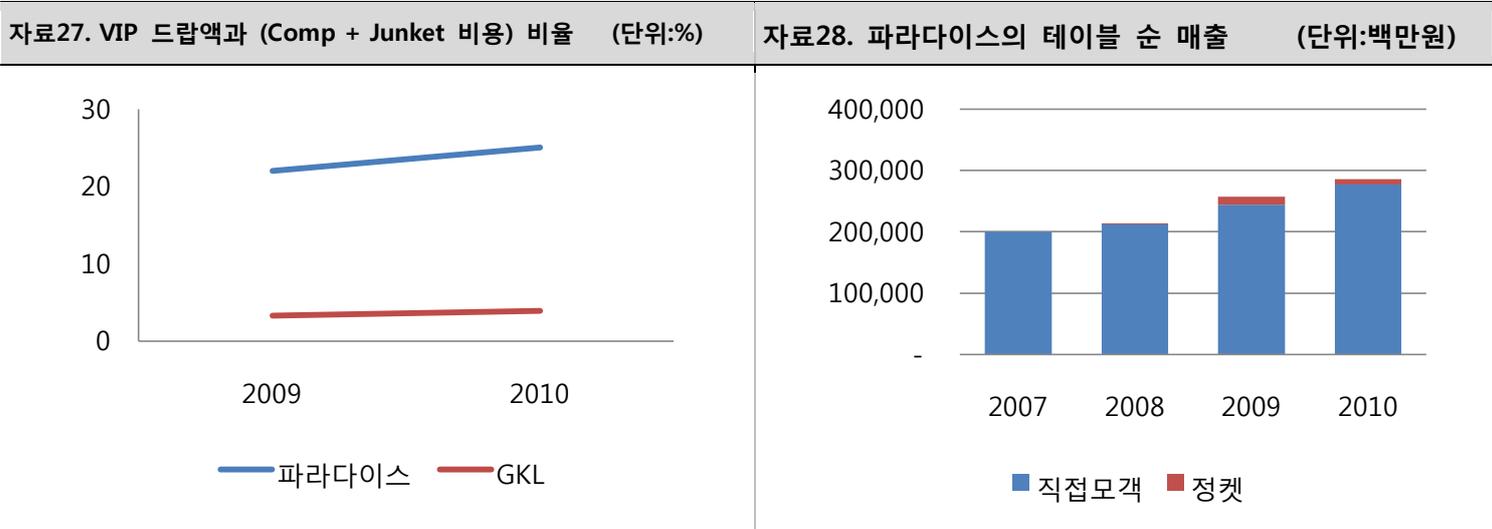
Junket 모객 방식을 취하는 GKL에게 중국인 VIP 고객 증가는 득이자 실이 될 것

반면 GKL은 중개인이 고객을 모집하여 카지노와 연결해주고 수수료를 받는 Junket 방식을 취하고 있는 상황이다. Junket 방식은 별도의 중개인이 카지노 수익의 60%를 수수료로 챙겨가기 때문에 수익률이 떨어질 수밖에 없다. 따라서 중국인 VIP 고객의 증가는 파라다이스에게는 확실한 호재가 되지만 GKL에게는 득이자 실이 되는 양날의 검이다. 수익과 함께 추가적인 간접 마케팅 비용이 들기 때문이다. 파라다이스와 GKL의 VIP 드랩액과 (Comp + Junket) 비용을 비교해 보면 파라다이스의 모객 방식이 확실히 더 효율적이라는 것을 알 수 있다.

$$\text{VIP 드랩액} / (\text{Comp} + \text{Junket 비용}) * 100$$

모객 방식의 차이는 곧 비용/수익 비율의 차이로 드러난다

위 식을 계산 해보면 파라다이스의 수치가 7~8배 정도 더 높다. 파라다이스가 VIP를 대상으로 비용당 더 많은 드랩액을 이끌어내고 있는 것이다. 중국인 VIP가 더욱 늘어날 것이라고 예상되기 때문에 이와 같은 모객 방식의 차이는 파라다이스와 GKL을 향후 수익성 중심으로 비교하는데 있어 핵심적인 부분이다.



출처: 파라다이스, Research Team 4

출처: 파라다이스, Research Team 4

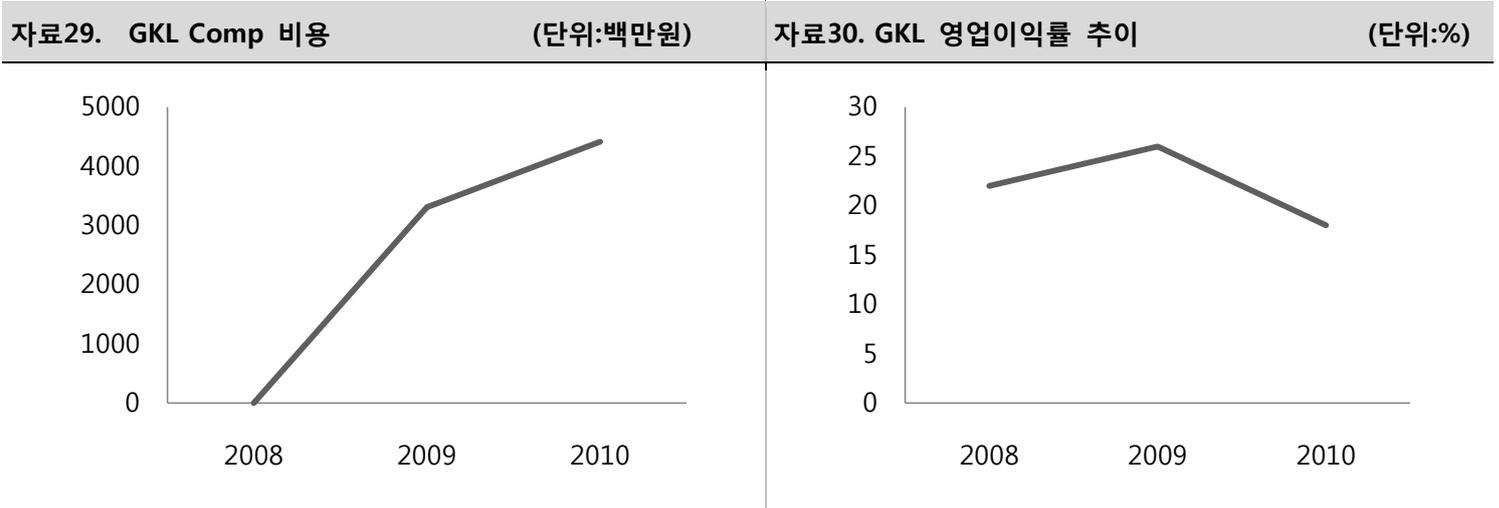
GKL도 직접 모객 방식을 시도하고 있다

직접 모객, GKL은 힘들다

GKL도 VIP 고객에 효과적인 직접 모객을 하기 위해 2009년부터 COMP 비용을 급격하게 늘려 오고 있다. GKL은 중국인 VIP 고객을 잡기 위해 영업이익률의 하락을 감내하면서 까지 직접 모객 비율을 늘리려고 하고 있다.

GKL은 파라다이스의 노하우와 고객망을 따라오기 힘들다

하지만 GKL은 공기업이기 때문에 해외에서 직접 모객을 하는데 한계가 있다. 또한 관계를 중요시하는 중화권 특성 상, 이제 막 시작한 GKL의 직접 모객이 20여년 간 공 들여온 파라다이스의 노하우와 다양한 고객 망을 따라오기는 힘들다고 판단된다.



출처: 파라다이스, Research Team 4

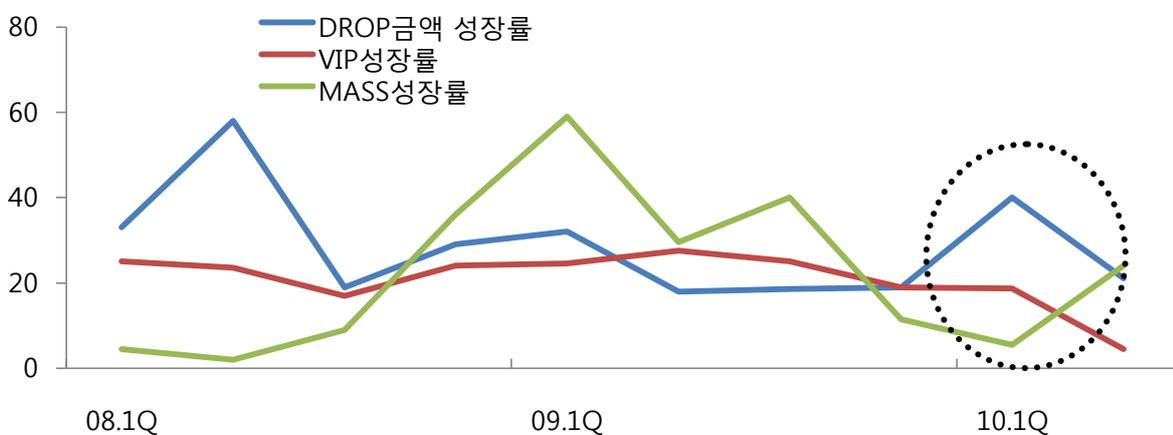
출처: 사업보고서

GKL대비 뚜렷히 중국인의 높은 선호도를 보이고 있는 파라다이스

또한 파라다이스의 경우 중국인의 입장객 수 비중이 56%로 가장 높은 반면 GKL의 경우 일본인의 입장객 수가 48.5%로 가장 높다. 즉 국적별 카지노 선호도가 뚜렷히 구분되는 상황이다. 비록 카지노 시설 자체에 큰 차이가 없다고 하여도 오랜 시간 쌓여온 선호도의 차이는 마치 브랜드와 같이 진입 장벽을 형성할 것으로 보인다. 역으로 파라다이스는 일본인 입장객의 모객에 GKL대비 약점을 지닌다. 하지만 성장이 정체된 일본인 대비 중국인 관광객의 폭발적 성장은 왜 이 시점에 GKL이 아닌 파라다이스를 택해야 하는지를 가장 명확히 보여준다.

보다 자세히 살펴보기 위해 GKL의 2010년 1분기 Drop 금액, VIP, Mass 성장률을 보자.

자료31. GKL의 Drop 금액, VIP, MASS 성장률 (단위: %)



출처: GKL, Research Team 4

GKL의 VIP 성장률은 하락 추세이고 덩달아 Drop 금액도 하락하고 있다

VIP 고객이 20%대로 꾸준히 성장해왔기 때문에 2010년 1분기에는 Drop 금액 성장률이 Mass 성장률의 급격한 하락에도 불구하고 증가하는 것을 볼 수 있다. 하지만 GKL의 VIP 고객 성장률은 2010년 1분기 이후로 한계에 다다르며 급격히 추락했고 Drop 금액 성장률도 따라서 하락했다.

지금까지 살펴본 투자포인트는 다음과 같이 정리된다.

1. 중국 관광객의 급증으로 인해 카지노 산업에 수혜가 예상된다.
2. 파라다이스는 카지노 산업 중에서도 Top- Pick이다.
 - 성장성에 수익성을 갖추어 새로운 성장 국면에 접어들 것이다.
 - VIP중심 사업 구조와 직접 모객 방식으로 인해 카지노업체 중 중국의 수혜를 가장 직접적으로 받을 것이다.

5. Risk

일본 대지진으로 인한 일본인 관광객 감소

파라다이스의 일본인 고객은 주로 VIP이기 때문에 대지진으로 인한 타격은 크지 않다.

파라다이스의 일본인 고객은 VIP 위주이고 GKL의 고객은 Mass 위주 이기에 지진으로 인한 매출 손실은 GKL에 더 치명적이다. 구체적으로 살펴보면 파라다이스의 일본인 매출 비중은 약 40%, GKL은 약 30%이다. 하지만 파라다이스의 일본인 출입자 수 비중은 19%, GKL은 48.5% 이다. 파라다이스의 일본인 고객이 GKL과 비교했을 때 VIP 비중이 더 높기 때문이다. 따라서 일본 대지진으로 인해 한국을 찾는 일본인 관광객 수가 감소한다고 하더라도 VIP고객의 감소는 제한적이며 VIP고객의 비중이 높은 파라다이스보다는 GKL의 타격이 클 것이다. 실제 2011년 1분기 파라다이스의 일본인 VIP비중은 전년 대비 오히려 소폭 증가를 보였다고 한다.

오히려 중국발 일본행 관광객이 국내로 들어오는 반사이익을 기대할 수 있다

한편, 일본은 최근 중국인 관광객 유치를 위해 많은 투자를 하고 있었다. 2010년 7월부터 중국인 관광객에 대한 비자 발급조건을 완화하였고, 일본 기업들도 중국인 관광객 유치를 위한 마케팅 및 투자를 확대하였다. 하지만 최근 일본의 지진으로 인해서 중국인들의 일본 관광은 급감할 것으로 예상되며, 이에 따라 한국 관광이 증가하는 반사이익을 기대해볼 수도 있다.

2012년 카지노세 신설

2012년부터 적용되는 카지노세 신설로 인한 이익률 감소는 매출 증대 및 수익성 개선으로 상쇄될 것

2012년부터 매출액의 2~4% 반영될 카지노세 신설로 이익률이 감소할 것으로 예상된다. 이는 기업 가치에 부정적인 요소임이 분명하다. 하지만 앞에서 언급한 것과 같이 외국인 대상 카지노 산업이 중국인 관광객 증가와 함께 성장할 것으로 예상된다. 이로 인한 매출 증대 및 수익성 개선이 카지노세 신설로 인한 이익률 하락을 상쇄할 수 있을 것으로 판단된다.

환율 리스크

환율의 하락은 관광업과 밀접히 관련된 카지노산업에 악영향을 줄 수 있다. 실제로 2011년 달러 대비 환율은 소폭 하락할 것이 대부분의 전망이다. 하지만 Research Team 4는 환율의 리스크가 파라다이스에게 미미할 것으로 예상한다. 성장의 주된 동력이 될 것으로 예상되는 중국의 위안화 절상으로 인해 원화 가치 상승으로 인한 리스크가 상쇄될 것으로 전망되기 때문이다. 실제로 달러 대비 원화의 가치가 높아지는 것에 위안화 절상에 따른 부수적 효과도 한몫을 했다.

5. Issue

카지노 영업장 확장

파라다이스는 증가하는 중국인 VIP 고객을 유치하기 위해 워커힐 호텔과 영업장 확장을 논의 중이다. 파라다이스의 영업장 가동률은 평일에는 30% 수준이지만 주말에는 80%에 육박하고 있다. 장기적으로 고객이 늘어나고 주말 피크 타임 대의 가동률이 높아지면 영업장 확장은 필수적이다. 파라다이스 IR에 따르면 영업장 확장 계획을 갖고 있으나 아직 확정 되지 않은 것으로 확인됐다. 만약 확장을 한다면 그 면적은 현재 수준의 30% 정도 일 것으로 예상되고 있다. 파라다이스가 늘어나는 고객 수에 따라 영업장을 확장 한다면 실적 개선에 분명한 호재로 작용할 것이다.

영업장 확장을 위해 워커힐 호텔 측과 논의 중에 있으나 확정되지는 않았음

6. Valuation

파라다이스의 내재가치 추정에 있어서 DCF와 PER method를 사용하여 상호 보완하여 valuation을 하였다.

6.1 DCF

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
예상매출액	4516	5398	6193	6954	7639	8204
매출액성장률(카지노산업)	33.88%	20.00%	15.00%	12.50%	10.00%	7.50%
영업이익률	8.01%	8.25%	8.50%	8.75%	9.00%	9.00%
매출액	4412	5295	6089	6850	7535	8100
매출액성장률(호텔,스파)	-7%	0%	0%	0%	0%	0%
영업이익률	-19%	-17%	-15%	-15%	-15%	-15%
매출액	104	104	104	104	104	104
가중평균성장률	32.5%	19.5%	14.7%	12.3%	9.9%	7.4%
예상 EBIT	334	419	502	584	663	713
NOPLAT	267	335	402	467	530	571
(+)유,무형자산 상각비	77	92	105	118	130	139
총현금유입	344	427	507	585	660	710

예상매출액 및 영업이익률 추정

파라다이스의 사업부문을 카지노산업, 그리고 호텔 및 스파의 기타부문으로 나누어 각각 추정하였다. 앞서 보았듯이 매출의 대부분이 카지노부문에서 발생하기에 카지노산업의 성장이 파라다이스의 향후 매출액 추정에 결정적이라 할 수 있다. 파라다이스는 2011년부터 GKL역시 사용하고 있는 순액법을 도입하지만 현재는 회계상의 통일성을 위해 향후 매출 추정에 있어 기존의 총액법을 사용하였다. 영업이익률은 전체의 매출에서 각각의 사업부문이 비중이 차지하는 만큼을 가중평균하여 구하였다.

카지노산업

2006년 경쟁사 GKL의 등장으로 위기를 겪었던 파라다이스는 그 후 VIP부문에 치중하면서 순조롭게 매출을 끌어올려 왔다. 2006년 이후 파라다이스의 매출액 성장률은 점차 성장하여 2010년에 중국 입국자수의 증가에 수혜를 입어 2010년 총 매출은 전년대비 34%가 성장했다. 파라다이스의 VIP고객 증가율과 중국의 경제 성장과 관광객 증가추세가 꾸준히 이어질 것을 생각하면 파라다이스의 2011년 카지노 매출 성장률 20%는 상당히 보수적 수치라고 판단된다. 그 후 파라다이스의 매출은 완만한 성장을 보일 것으로 예상된다.

카지노산업은 특성상 시설 유지를 위해 꾸준한 고정비가 발생하기에 매출이 증가할 수록 영업이익률이 좋아지는 경향이 있다. 실제로 2006년 GKL의 등장으로 급락한 영업이익률은 그 후로 꾸준히 회복세를 보여왔다. 특히 2010년 VIP고객의 유치를 위해 대대적인 홍보 및 여러 프로모션을 진행한 결과 영업이익률이 일시적으로 감소한 것을 생각하면 향후 영업이익률은 완만히 개선을 보일 것으로 예상했다.

호텔 및 스파 산업

파라다이스는 충남에 호텔과 스파를 보유하고 있으며 여기에서 전체 매출의 약 2%가 발생한다. 호텔 및 스파산업은 꾸준히 5~15%내외의 적자를 기록해왔다. 보수적 추정을 위해 매출은 현 상태를 유지하되 2010년의 영업이익의 악화가 일시적인 측면이 있는 것을 고려하여 영업이익률은 소폭 개선될 것으로 바라보았다. 호텔 및 스파 산업의 영업 현황은 좋지 않지만 전체에서 차지하는 부분의 미미함을 보았을 때 파라다이스에게 큰 영향을 미치지 않을 것으로 추정된다.

기타적용수치

매출액대비비율	2010	2011	2012	2013	2014	2015	10년평균
영업이익률	7.39%	7.76%	8.11%	8.40%	8.67%	8.70%	14.44%
유,무형자산 상각비	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	2.16%
영업용운전자본	-15.80%	-15.80%	-15.80%	-15.80%	-15.80%	-15.80%	-18.32%
순유형고정자산	47%	45%	43%	40%	40%	40%	40.66%
순무형고정자산	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0.00%
기타영업용순자산	3%	4%	5%	6%	6%	6%	6.55%

파라다이스의 영업용운전자본은 (-)수치를 보이는데 이는 실제적으로 매출원가가 재고가 전무한 반면 영업활동에서 매입채무 등의 부채가 발생하기 때문이다. 영업용 운전자본은 연간 소폭의 등락이 있지만 비슷한 상태를 유지해 왔다. 따라서 향후에도 지금 상황에서 큰 변화가 없을 것으로 생각하였다.

실제로 파라다이스의 영업에 바탕이 되는 슬롯 머신 등의 카지노 시설은 순유형고정자산으로 잡히기에 파라다이스의 순유형고정자산의 비중이 매우 높다. 순유형고정자산은 2008년 이전에는 30%대를 유지하다가 2008년 설비 투자 확장으로 64%를 보였으며 그 후 감소하여 2010년 47%를 보였다. 이에 향후에 매출이 증가함에 따라 순유형고정자산의 비중은 10년 평균치인 40% 수준 대까지 감소할 것으로 보였다. 순무형 고정자산은 1%가 되지 않는 미미한 수치이며 별다른 특징이 없기에 현재 수준을 유지할 것으로 가정했다. 기타 영업용순자산은 매출 증가와 함께 증가하여 10년 평균치를 유지할 것으로 보인다.

영구성장률		0.00%	
예상 ROIC		26.61%	
FCFF 추정		637	
Terminal Value	5,686		
<hr/>			
현재가치 합		1,038	
PV of TV		3,162	
현금 + 시장성유가증권		1,954	
비영업용자산		1,248	
Value of the Firm		7,403	
(-)Value of the Debt		195	
전환사채			타인자본비용 10.58%
신주인수권부사채 및 S/O 등			3yr 국채수익률 3.81%
우선주 현재주가			Beta 1.00
우선주 발행주식수	0		한국시장 프리미엄 7.50%
(-) Value of the preferred stocks	0		자기자본비용 11.31%
Value of the Equity		7,208	WACC 11.20%
발행주식수		90,942,672	
희석주식수			
적정주가		7,926	
현재주가		5,500	
기대수익률		44.1%	

WACC

한국시장 프리미엄 7.5%, 3년 만기 국고채 수익률 3.81%를 사용하였다. Research Team 4는 파라다이스의 성장성을 높게 평가하여 코스피의 성장률만큼 성장할 수 있을 것이라 보았다. 따라서 보수적 추정을 위해 베타는 1을 적용하였다. 타인자본 비용의 경우 신용등급 BBB-의 3년 만기 일반 무보증사채의 이자율인 10.58%를 적용하였다.

적정주가

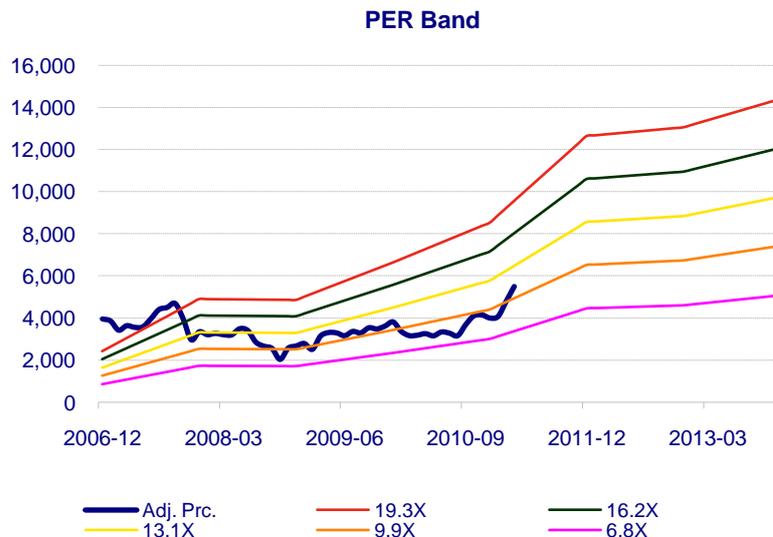
DCF를 이용한 파라다이스의 적정주가는 8,292원으로 기대수익률은 49.4%이다.

6.2 PER method

적정 PER산출

2006년 공기업 GKL의 영업 시작으로 파라다이스의 암흑기가 찾아왔다. 영업이익률은 급락했고 경쟁사의 등장으로 인해 매출도 정체되었다. 게다가 파라다이스는 지리적으로 도심에 위치한 GKL의 카지노에 비해 접근성이 떨어지는 약점이 있었다. 그와 함께 파라다이스의 PER은 기존 19수준에서 꾸준히 하락하여 10의 수준으로 하락하였다.

하지만 중국의 성장과 함께 VIP중심 매출에 치중해온 결과 파라다이스는 꾸준한 매출 상승을 보여 왔다. 2008년 이후의 실적 개선과 함께 파라다이스의 PER은 상승하여 현재 12.55의 수준에 있다. 하지만 Research Team 4는 파라다이스가 성장성을 갖춘 현재에도 역사적 PER에 비해 여전히 저평가 상태이며 더 큰 PER을 받을 자격이 된다고 판단한다.



현재 PER이 적정한 수준인지를 살펴보기 위해 동일한 BM을 보유한 파라다이스의 유일한 경쟁자, GKL과 비교를 해보았다.

GKL은 현재 PER이 14.01배를 받고 있다. GKL은 3개의 영업장에서 오는 규모적 우위와 상대적으로 높은 영업이익률로 인해 파라다이스보다 높은 평가를 받아왔다. 평균 16-18의 PER을 받아오던 GKL은 2010년 실적 악화로 낮은 평가를 받게 되었다. 하지만 Research Team 4는 앞서 투자포인트에서 살펴본 바와 같이 중국 VIP의 성장에 따른 더 많은 수혜로 인한 매출 증대와 개선되는 수익성으로 보아 파라다이스가 GKL과 같은 수준의 PER을 받는 것은 무리가 없다고 생각된다.

따라서 Research Team 4는 파라다이스의 적정 PER로 GKL과 동등한 수준인 14를 제시한다. 이는 현재 PER에서 10%의 프리미엄을 준 상황으로 실망스러운 2010년 실적을 보였던 GKL에 비해 파라다이스가 상대적으로 저평가가 되어있다는 것을 고려하면 결코 과도한 수치는 아니라고 본다.

EPS추정

매출액 추정은 DCF와 동일하다.

매출원가율과 판관비는 2012년까지는 현재의 상황을 유지할 것으로 보인다. 2010년 VIP고객의 유치를 위해 일시적으로 과도한 마케팅을 벌여 매출원가율이 높아졌다. 장기적으로 영업이익률은 개선될 것으로 전망되지만 VIP대상의 Comp 비용이 꾸준히 발생할 것이기에 향후 2년의 매출원가율과 판관비는 현재 상태를 유지될 것으로 예상했다.

EPS 추정	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년
매출액	280879779	340711167	451601691	543005873	622424547
매출원가(% of sales)	85.25%	82.89%	86.11%	85.00%	85.00%
매출원가	239436319	282415910	388886541	461554992	529060865
판관비(% of sales)	9.88%	8.78%	6.50%	6.50%	6.50%
판관비	27753234	29924488	29362608	35295382	40457596
영업이익률	4.87%	8.33%	7.39%	7.76%	8.11%
영업이익	13690227	28370769	33352541	42159950	51525644
영업외손익	9228295	2916916	6850892	6850892	6850892
당기순이익	22918522	31287685	40203433	49010842	58376536
EPS	252	344	442	539	642
주식수	90942672			EPS가중평균	565
적용 PER	14			적정주가	7905

적정주가

적정 PER과 2010년 예상 EPS를 이용한 목표주가는 7,599원이다. DCF를 이용했을 때 87,926원으로 44.1%의 마진을 보였다. DCF의 경우 향후 5년치를 예측한다는 점에서 불확실성이 개입하기 쉽다는 점을 고려하면 PER method를 이용한 적정주가 12개월 목표가 7,599원으로 안전마진 42%, BUY를 제안하는 바이다.

Appendix

손익계산서				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
매출액	2,451	2,809	3,407	4,516
매출원가	2,044	2,394	2,824	3,889
매출총이익	406	414	583	627
판관비	245	278	299	294
인건비	121	131	138	108
감가상각비	9	9	11	11
무형자산상각비	1	0	0	0
연구개발비	0	0	0	0
마케팅비	42	55	65	76
기타 판관비	73	83	85	98
영업이익	161	137	284	334
영업외손익	172	168	117	191
이자손익	110	130	84	68
지분법손익	-13	-29	-39	25
외환차손익	1	-1	-14	-9
외화환산손익	1	-3	1	2
기타 영업외손익	73	71	84	105
세전계속사업이익	334	305	401	525
법인세비용	103	76	88	122
당기순이익	231	229	313	402
EPS	254	252	344	442

현금흐름표				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
영업활동 현금흐름	280	450	411	574
당기순이익	231	229	313	402
비현금수익비용가감	117	181	185	115
감가상각비	68	54	62	66
무형자산상각비	8	8	8	11
외화환산손익	0	-3	-0	0
지분법평가손익	-13	-29	-39	25
기타	54	151	155	14
영업활동으로인한 자산!	-68	41	-87	57
투자활동 현금흐름	181	-311	52	-126
유형자산 투자	16	386	388	146
유형자산 처분	1	1	1	57
무형자산 증감	5	8	9	12
지분법자산 증감	17	72	2	0
기타	218	154	451	-24
재무활동 현금흐름	-145	-338	-153	-181
단기IBD 증감	0	220	0	-25
장기IBD 증감	0	0	0	0
자본증감	81	186	63	0
배당금 지급	-66	-107	-120	-155
기타	-160	-637	-97	-1
순현금흐름	316	-198	310	267
기초현금	518	834	636	946
기말현금	834	636	946	1,213

대차대조표				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
유동자산	1,761	2,014	1,873	2,082
현금 및 현금등가물	1,546	1,798	1,751	1,954
매출채권	78	82	70	66
재고자산	2	6	4	5
비유동자산	2,874	2,919	3,199	3,335
투자자산	1,845	1,046	991	1,095
유형자산	866	1,789	2,113	2,140
무형자산	15	-58	-56	-54
자산총계	4,636	4,932	5,072	5,416
유동부채	380	765	759	838
매입채무	1	6	1	2
단기차입금	0	60	220	195
유동성장기차입금	0	160	0	0
비유동부채	196	171	173	198
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	576	936	931	1,036
자본금	470	470	470	470
자본잉여금	698	733	743	743
이익잉여금	2,981	3,103	3,293	3,540
자본조정	-186	-375	-436	-436
자본총계	4,059	3,996	4,141	4,380

주요투자지표				
	2007	2008	2009	2010
Growth Ratios				
매출액성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA성장률 %	-6.4%	-16.1%	77.5%	16.0%
EBIT성장률 %	4.7%	-26.0%	70.8%	-11.3%
총자산성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	16.6%	14.8%	17.1%	13.9%
EBITDA margin %	9.7%	7.1%	10.4%	9.1%
EBIT margin %	6.6%	4.9%	8.3%	7.4%
세전이익률 %	13.6%	10.9%	11.8%	11.6%
당기순이익률 %	9.4%	8.2%	9.2%	8.9%
Stability Ratios				
부채비율 %	14.2%	23.4%	22.5%	23.7%
순부채비율 %	-38.1%	-39.5%	-37.0%	-40.2%
유동비율 %	463.2%	263.3%	246.8%	248.3%
당좌비율 %	462.6%	262.5%	246.3%	247.7%
이자보상배율	#DIV/0!	4229.8%	2022.7%	3074.8%
Performance Ratios				
ROE %	5.7%	5.7%	7.6%	9.2%
ROA %	5.0%	4.6%	6.2%	7.4%
ROIC %	3.1%	2.0%	3.5%	3.4%
Per Share Ratios				
BPS	4,463	4,394	4,553	4,816
DPS	118	132	171	213

이들은
장할
바람
안, 이