

엔터테인먼트산업



Prospective

저성장 시대 소비재 섹터 대안

인바운드 소비재가 대안이다 (카지노/여행/호텔)

3% 성장섹터(내수소비)에 투자할 것인가 12% 성장섹터(인바운드소비)에 투자할 것인가? 답은 뻔하지만 변화에 대한 인식의 전환에는 시간이 걸리는 경우가 많다. 2013년은 물론 적어도 2015년까지는 인바운드 지표가 내수소비 지표보다 앞도적으로 높을 것으로 예상된다. 기저 효과에 따른 막연한 기대감에 투자할 것인가? 호황의 시작 단계인 인바운드 소비 섹터에 투자할 것인가?

인바운드 소비재 섹터

1. 와인카지노: 파라다이스는 영업장 확장, 통합을 통해 계단식 이익 상승이 예상된다. GKL도 상반기에 주요 리스크 요인이 해소되어 인바운드 수혜주 모습을 보여줄 것으로 기대된다.
2. 여행: 아웃바운드 시장은 대형사가 선순환 궤도에 올랐고 미래 성장 동력으로 인바운드 사업을 본격적으로 시작했다.
3. 호텔신라: 인바운드 비중이 50%를 넘으면서 내수 경기 둔화에 제한적 영향을 받는 구조로 변화하고 있다.

엔터테인먼트산업의 궁금증을 해결해 드립니다

김윤진 769.3398 yoonjinkim@daishin.com

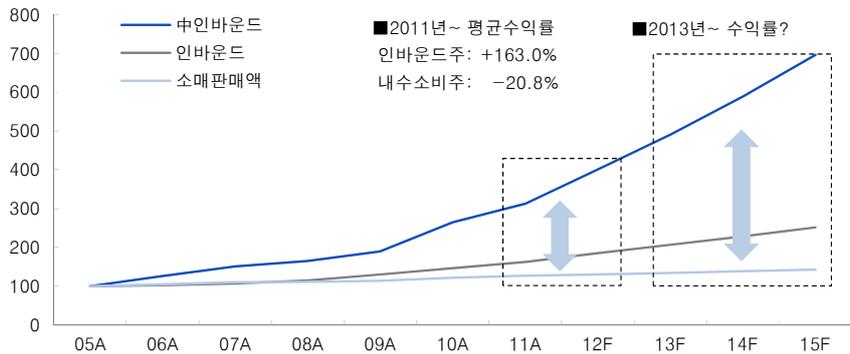
Overweight [비중확대, 유지]

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
GKL	Buy	37,000 원
파라다이스	Buy	22,000 원
하나투어	Buy	75,000 원
모두투어	Buy	29,000 원
호텔신라	Buy	65,000 원

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	0.1	9.7	19.6	85.6
상대수익률	0.1	3.0	12.4	55.0

3% or 12%? [내수소비 vs 인바운드소비]



주: 인바운드, 소매판매액 지수화. 인바운드주(파라다이스, GKL, 호텔신라), 내수소비주(롯데쇼핑, 현대백화점, 신세계)
자료: 대신증권 리서치센터

인바운드 성장 전망 ▶ 05p참고

2015년까지 인바운드(방한 외국인)는 연평균12% 성장이 예상된다. 중국인이 주 성장 동력이 될 것으로 전망된다. 2011년 홍콩, 마카오를 제외한 중국 출국률은 1.5%로 일본 13.3%, 미국 11.6%, 한국 27.4% 대비 현저히 낮다.

[Contents]

- 03 투자포인트 요약
- 04 전통소비섹터, 인바운드소비섹터 지표비교
- 05 인바운드 산업 전망
- 09 호텔수급 시사점
- 10 인바운드 수혜주 비교
- 11 [기업분석]
 - 파라다이스: 시가총액 우상향 스케줄
 - GKL: 분기 드롭액 1조원 시대 임박
 - 하나투어: 인바운드 1등 프로젝트
 - 모두투어: 수익성 가장 높은 여행사
 - 호텔신라: 여행수지 흑자 국가로 가는길

I. 투자포인트 요약

인바운드 산업: 성장성 + 이익률 개선 + 정부지원

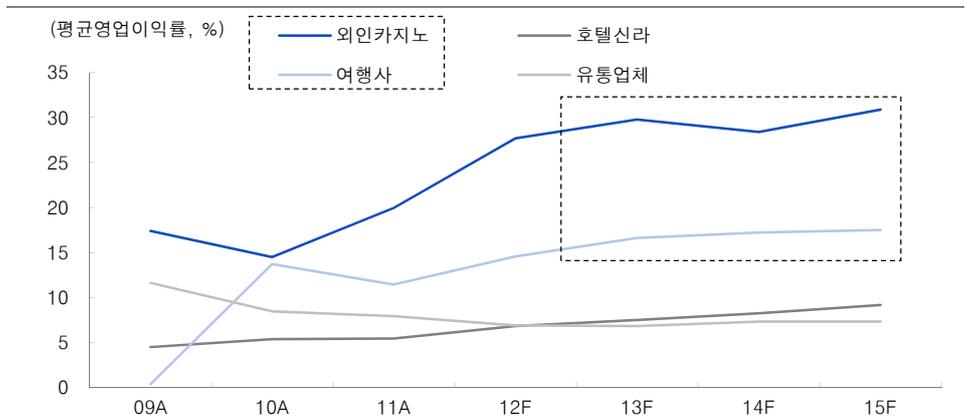
성장성과 이익률 개선이 동시에 진행되는 인바운드 산업

인바운드 산업은 성장성이 높을 뿐 아니라 개별 기업 이익률도 구조적으로 개선된다. 이는 1) 경쟁이 완화 단계에 있고, 2) 고정비 비중이 하락하면서 레버리지가 발생하는 비용구조를 가지고 있기 때문이다. 파라다이스 영업이익률은 2010년 11%에서 2011년 14%, 2012년 24%가 예상되고 GKL 영업이익률은 2010년 18%, 2011년 26%, 2012년 30%가 예상된다. 여행사와 호텔신라도 같은 기간 꾸준한 영업이익률 개선을 기록하고 있는데 이러한 추세는 2013년에도 이어질 것으로 예상된다. 이는 기존 유통 업체가 외형 성장의 어려움을 겪고 있고 경쟁심화에 따른 프로모션으로 이익률마저 하락하는 모습과 대조된다.

정부 규제 섹터 vs 정부 전략적 육성 섹터

정부는 2012년부터 과거보다 더 강도 높은 인바운드 육성 정책을 펼치고 있다. 우선 중국인 비자를 단계적으로 완화시키고 있으며 수도권 호텔 공급 증가를 위해 대규모 규제 완화 및 지원 정책을 펼치고 있다. 반면 기존 유통섹터에는 영업시간 및 출점에 대한 규제가 시행되고 있다. 2012년 관광수지는 12년만에 흑자로 돌아설 것으로 예상된다. 정부 유관 기관들도 이에 매우 고무되어 있는 상황이고 인바운드 지원 정책은 앞으로도 이어질 것으로 기대된다.

그림 1. 인바운드 소비 섹터는 이익률도 개선된다



주: 외인카지노는 GKL, 파라다이스 2개사, 유통업체는 롯데쇼핑, 현대백화점, 신세계 3사, 대신증권 추정치 기준
 자료: 대신증권 리서치센터

표 1. 업종별 시가총액 및 주요 지표 비교

(십억원, %, 배)

종목	시가총액	중국비중	매출액증가율	영업이익증가율	영업이익률	PER	비고
파라다이스	1,705	60	17.4	28.8	26.5	12.8	확장, 통합 모멘텀
GKL	1,790	40	10.1	16.9	32.5	11.1	신사업 모멘텀
하나투어	722	2	11.3	26.7	16.2	15.5	인바운드 가시화
모두투어	328	2	11.8	24.6	17.9	15.1	
호텔신라	1,986	30	10.7	21.6	7.5	15.1	
롯데쇼핑	9,410	5	11.3	7.2	5.6	10.2	
현대백화점	3,334	5	11.7	11.2	9.6	10.0	
신세계	2,062	5	6.5	9.7	5.3	10.3	

주: 중국비중, 매출액증가율, 영업이익증가율, 영업이익률은 2013년 전망치 기준, PER은 2013년 연결 EPS 전망치 적용
 자료: 대신증권 리서치센터

II. 전통소비섹터, 인바운드소비섹터 지표비교

3% or 12%?

3%의 소비지표와 12%의 인바운드 지표

소비지표는 부동산 침체와 가계부채비율 증가로 향후 약 3%의 성장이 예상되지만, 인바운드는 2015년까지 평균 12%의 성장이 예상된다. 또한 정부가 소비 진작을 위한 정책을 펼치고 있지만 대기업 유통 업체에는 부정적인 정책 위주로 진행되고 있다. 반면 관광수지 흑자를 위한 인바운드 정책은 비자완화, 호텔 인허가 규제 완화, 지원 대책 제공, 한류 진작 등 서울시와 정부의 전폭적인 지지를 받고 있다.

인바운드 수혜 종목인 외인카지노와 호텔신라 그리고 인바운드 사업을 본격적으로 시작하고 있는 대형 여행사는 2013년은 물론 적어도 2015년까지는 인바운드 호황을 누릴 것으로 전망된다. 2013년 인바운드주들은 호텔신라를 제외하고 모두 순현금의 재무구조를 가지고 있고 영업이익률은 16% ~33% 수준이 예상된다.

표 2. 전통소비섹터와 인바운드소비섹터 지표비교

	내수 소비섹터	인바운드 소비섹터	비교
주요지표 3년 CAGR	3%	12%	소매판매액 증가율, 총입국자수 증가율
정부규제	대기업 규제	인바운드 육성	문광부 관광속박 활성화 방안: 1.제도개선(응적률 완화, 호형호텔허용), 2.행정/재정적 지원(기금융자 확대, 인허가 일괄처리), 3.등급제 개선, 4.대체 숙박시설 확충
경쟁구도	심화	완화	외인카지노 경쟁은 2010년에 정점으로 완화 단계 여행사는 1,2위 편중 구도에서 1,2위 협력 관계
재무현황 (순부채비율, %)		GKL	-105.3
	롯데쇼핑	0.7	-54.5
	현대백화점	7.3	-94.1
	신세계	56.5	-89.3
		모두투어 호텔신라	49.9
영업이익률 (%)		GKL	32.5
	롯데쇼핑	5.6	26.5
	현대백화점	9.6	16.2
	신세계	5.3	17.9
		모두투어 호텔신라	7.5
PER (배)		GKL	11.1
	롯데쇼핑	10.2	12.8
	현대백화점	10.0	15.5
	신세계	10.3	15.1
		모두투어 호텔신라	15.1

주1: 주요지표 CAGR은 2012~2015년 기준

주2: 재무현황, 영업이익률, PER은 대신증권 2013년 추정치 기준

자료: 대신증권 리서치센터

표 3. 관광객 입출국 및 관광수지 현황

(천명, %, US\$백만)

연도	인바운드	증가율	아웃바운드	증가율	관광수입	증가율	관광지출	증가율	관광수지
2002	5,347	3.9	7,123	17.1	5,919	-7.1	9,038	38.0	-3,119
2003	4,753	-11.1	7,086	-0.5	5,343	-9.7	8,248	-8.7	-2,905
2004	5,818	22.4	8,826	24.5	6,053	13.3	9,856	19.5	-3,803
2005	6,023	3.5	10,080	14.2	5,793	-4.3	12,025	22.0	-6,232
2006	6,155	2.2	11,610	15.2	5,760	-0.6	14,336	19.2	-8,576
2007	6,448	4.8	13,325	14.8	6,094	5.8	16,950	18.2	-10,857
2008	6,891	6.9	11,996	-10.0	9,719	59.5	14,581	-14.0	-4,862
2009	7,818	13.4	9,494	-20.9	9,782	0.7	11,040	-24.3	-1,258
2010	8,798	12.5	12,488	31.5	10,321	5.5	14,292	29.4	-3,970
2011	9,795	11.3	12,694	1.6	12,248	18.7	14,992	4.9	-2,744

자료: 한국관광공사, 대신증권 리서치센터

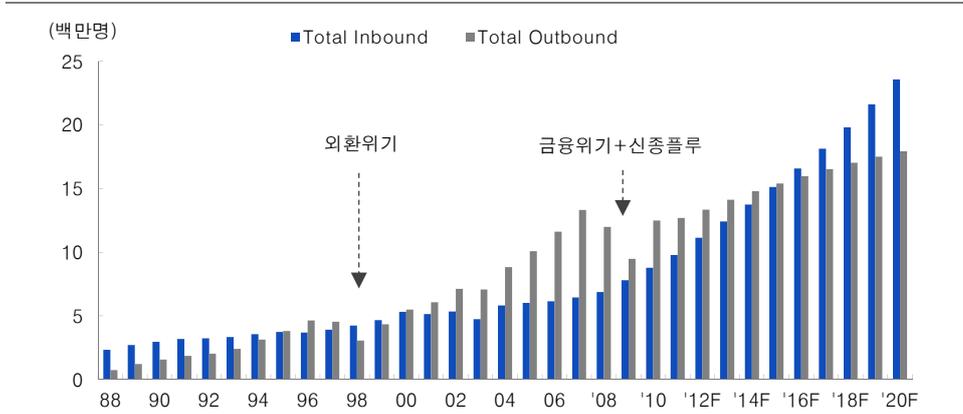
III. 인바운드 산업 전망

1. 출입국자 전망

**아웃바운드를 앞지를
인바운드의 성장**

2015년까지 아웃바운드는 평균 5%, 인바운드는 평균 12%의 성장이 예상된다. 관광수지는 2012년부터 12년만에 흑자로 돌아서 2013년부터 관광수지 흑자폭을 넓히는 방향으로 갈 것으로 예상된다. 인바운드는 2016년부터 아웃바운드를 앞지를 것으로 예상되는데 이는 1999년 이후 17년만에 발생하는 일이다. 인바운드의 성장은 중국과 동남아 중심으로 이루어지고 있는데 한국 인바운드에서 아시아 비중은 2003년 71%에서 2012년에는 80%가 넘을 것으로 예상된다. 중국 출국률은 홍콩과 마카오를 제외하면 1.5%밖에 되지 않기 때문에 향후 성장 여력은 높은 것으로 판단된다.

그림 2. 2016년 인바운드가 아웃바운드 앞지를 것으로 예상



주: Total Inbound(총입국자수), Total Outbound(총출국자수)
 자료: 한국관광공사, 대신증권 리서치센터

표 4. 인바운드 추세 및 주요국 국내입국자 추정

연도	입국자수	증가율	중국	증가율	일본	증가율	동남아	증가율
2005	6,021,805	3.4	709,836	13.1	2,439,809	-0.1	1,292,721	8.4
2006	6,154,781	2.2	896,968	26.4	2,338,921	-4.1	1,300,474	0.6
2007	6,448,240	4.8	1,068,925	19.2	2,235,963	-4.4	1,378,311	6.0
2008	6,890,841	6.9	1,167,891	9.3	2,378,102	6.4	1,472,226	6.8
2009	7,817,533	13.4	1,342,317	14.9	3,053,311	28.4	1,609,424	9.3
2010	8,797,658	12.5	1,875,157	39.7	3,023,009	-1.0	1,868,834	16.1
2011	9,794,796	11.3	2,220,196	18.4	3,289,051	8.8	2,176,444	16.5
2012(F)	11,145,078	13.8	2,841,851	28.0	3,591,644	9.2	2,531,204	16.3
2013(F)	12,425,364	11.5	3,478,425	22.4	3,789,902	5.5	2,902,532	14.7
2014(F)	13,754,287	10.7	4,179,676	20.2	3,957,265	4.4	3,285,753	13.2
2015(F)	15,123,059	10.0	4,938,036	18.1	4,097,067	3.5	3,676,190	11.9
2016(F)	16,584,459	9.7	5,807,115	17.6	4,212,860	2.8	4,069,337	10.7
2017(F)	18,149,473	9.4	6,798,488	17.1	4,308,112	2.3	4,461,010	9.6
2018(F)	19,829,814	9.3	7,924,286	16.6	4,386,037	1.8	4,847,445	8.7

자료: 한국관광공사, 대신증권 리서치센터

2. 왜 한국에 오는가?

P와 Q가 동시에 증가하고 있는 중국인 관광객들

한국을 방문하는 외국인 관광객의 약 56%를 차지하고 있는 일본인 관광객과 중국인 관광객들은 한국관광의 주목적이 쇼핑과 음식에 있다. 일본의 경우 2010년에 한국을 관광지로 선택한 이유로 62.6%가 쇼핑이었고 2011년에는 70%까지 비중이 높아졌다. 전체 방문자수의 증가율이 가장 높은 중국인 관광객 또한 쇼핑의 목적으로 한국을 선택한 비중이 2010년의 65%에서 2011년 71.2%로 대폭 증가했다.

2010년까지만해도 일본관광객들이 인당 평균 소비경비가 1,070달러로 중국보다 높은 수준이었지만 빠르게 성장하고 있는 중국인 관광객들은 입국자 수 뿐만 아니라 인당 소비 경비 또한 2010년의 1,672달러에서 2011년에는 1,949달러로 크게 증가하여 일본인 여행 경비를 상회하기 시작하였다.

표 5. 일본, 중국 관광객 방한 이유 및 선호 활동 (%)

		2011	2010	2009	
일본	한국선택요인	쇼핑	70.0	62.6	56.5
		음식	57.4	56.0	53.4
	주요활동	쇼핑	76.4	69.9	73.8
		식도락관광	64.8	66.5	67.9
		여행경비(US\$)	1,075.3	1,070.2	1,084.5
	주요쇼핑품목	식료품	58.7	65.3	62.3
		향수/화장품	47.0	41.7	37.7
	쇼핑장소	명동	41.5	43.7	40.0
		소규모상점	38.4	28.2	24.6
		공항면세점	26.9	25.3	38.2
좋았던 점	맛있는 음식	64.2	70.2	70.0	
	쇼핑환경	59.9	50.5	47.3	
중국	한국선택요인	쇼핑	71.2	65.0	64.4
		자연풍경	41.7	45.3	45.4
	주요활동	쇼핑	80.6	72.9	77.1
		식도락관광	51.7	30.8	26.6
		여행경비(US\$)	1,949.1	1,672.3	1,546.7
	주요쇼핑품목	향수/화장품	67.8	55.9	59.3
		의류	43.9	50.8	43.2
	쇼핑장소	공항면세점	49.0	50.5	59.5
		명동	42.9	41.7	37.6
		동대문시장	39.7	43.9	39.1
좋았던 점	쇼핑환경	65.9	45.3	41.8	
	깨끗한 거리	53.3	42.7	45.5	

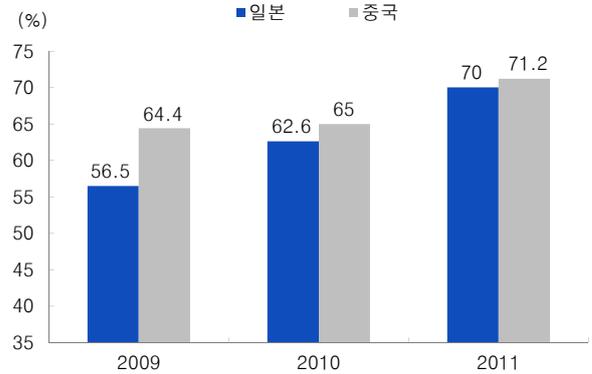
자료: 한국관광공사, 대신증권 리서치센터

그림 3. 가까워서 온대 가장 안전한 스토리



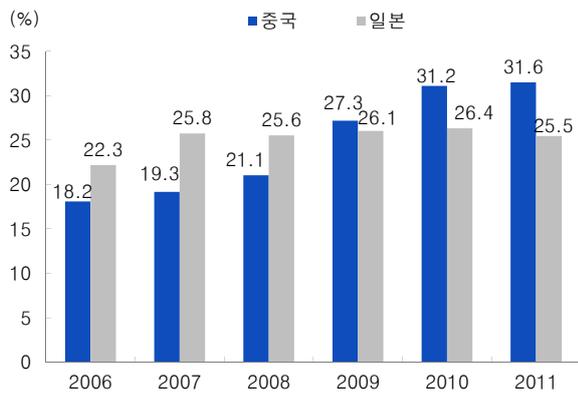
자료: Google Maps, 대신증권 리서치센터

그림 4. 쇼핑을 목적으로 한국을 방문한 일본과 중국인 관광객비중



자료: 문화체육관광부 2011 외래관광객 실태조사, 대신증권 리서치센터

그림 5. 중국인 카지노 방문률 상승 중



주: 카지노 방문률은 총입국자 대비 카지노 방문자수를 의미함
 자료: 카지노협회, 대신증권 리서치센터

그림 6. 제2인천공항 터미널 조감도



자료: 인천국제공항공사, 대신증권 리서치센터

카지노 방문자는 인바운드 증가보다 더 빠르게 증가 중

인바운드 증가율도 중요하지만 방한 외국인의 활동 분석도 중요하다. 인바운드 증가세보다 카지노 방문객 증가가 더 빠르는데 이는 방문률 상승에 기인한다. 과거 중국인 중 한국에 카지노가 있다는 사실조차 모르는 사람들 많았다. 한국에 방문하는 중국인이 많아지면서 카지노에 대한 인지도가 높아지고 있으며 중국인 카지노 방문률은 급격히 상승해 2009년부터 일본 방문률을 앞지르고 있다. 마카오를 방문하는 중국인의 카지노 방문률이 90% 수준인 점을 고려할 때 앞으로도 카지노 방문률 상승 가능성이 있는 것으로 분석된다.

인바운드 인프라는 지속적으로 개선 전망

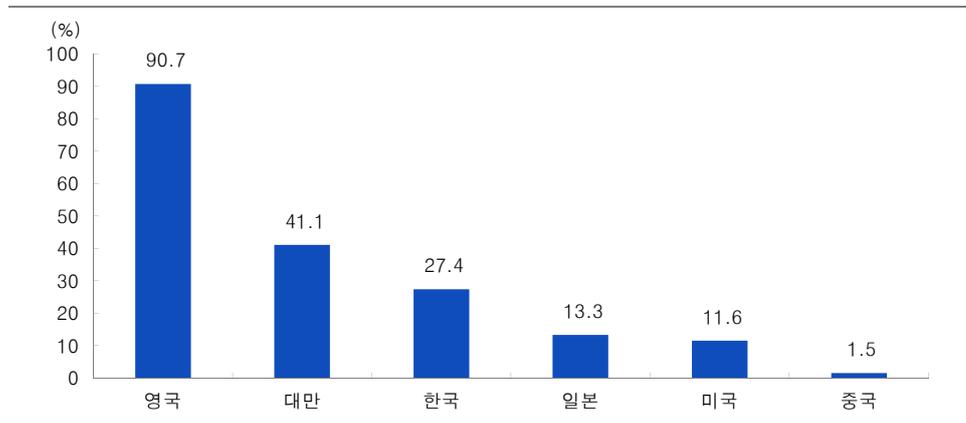
정부는 2017년에 제2인천공항 터미널을 오픈할 계획을 가지고 있다. 이는 정부도 출입국자 증가에 대한 확신이 있다는 반증이고 이를 위한 인프라 개선 의지이다. 인바운드 증가에 필요한 교통 인프라 개선과 호텔 공급 증가는 향후에도 인바운드 산업에 대한 확신을 가지게하는 요소로 판단된다.

3. 중국 아웃바운드 CYCLE

폭발적으로 증가하는 중국인 아웃바운드를 흡수

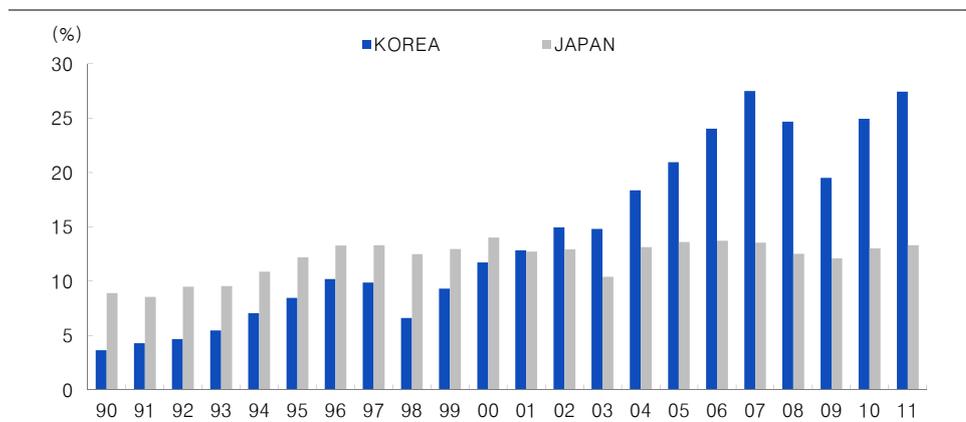
중국은 2008년 베이징 올림픽 후 본격적인 해외 출국자수 증가가 시작되었다. 이는 한국이 1988년 올림픽 후 출국자수가 폭발적으로 증가한 사례와 비슷한 상황이다. 한국은 1988년 출국률이 1.7%로 2011년 중국 출국률 1.5%와 유사한 수준이었으나 2011년 한국 출국률은 27.4%까지 큰 폭으로 성장했다. 한국의 출국자수 증가는 인당 소득 증대와 해외여행 규제 완화가 가장 큰 요인이었다. 중국도 올림픽 후 해외여행 규제가 완화되고 있으며 인당 가처분 소득도 비교 국가중 가장 빠르게 증가하고 있다. 현재 출국률을 감안하면 중국 해외여행 CYCLE은 1/3도 지나지 않은 것으로 추정된다. 그리고 한국은 지리적 이점과 여행 인프라가 상대적으로 잘 구축되어 있어 가장 큰 수혜를 받는 국가 중 하나가 될 것으로 기대된다.

그림 7. 국가별 출국률



주: 2011년 각국 인구대비 출국률, 중국은 홍콩, 마카오 포함, 제외 시 1.5%
 자료: 한국관광공사, 대신증권 리서치센터

그림 8. 한국과 일본의 출국률 추이



주: KOREA(한국 출국률), JAPAN(일본 출국률)
 자료: 한국관광공사, 대신증권 리서치센터

IV. 호텔 수급 시사점

1. 2015년까지 호텔사업 호황, 2015년부터 인바운드 사업 호황 예상

수도권 호텔 급증 예상되어
2015년에 공급 초과 전망

최근 급격하게 증가하고 있는 중국인 관광객들의 영향으로 서울시내의 호텔의 수가 절대적으로 부족한 상황이 되었다. 이에 따라 현재 서울시내에서는 기존의 오피스텔이나 빌딩들을 호텔로 리모델링하는 작업이 한창 진행 중이며, 신규로 건설하는 호텔을 포함하여 2015년부터는 호텔의 수가 지금의 2배 수준으로 증가하여 객실수요보다 공급이 많아 질 것으로 전망된다. 현재 호텔 호황을 보고 2015년 이후에 호텔 사업을 시작하게 된다면 지금보다는 사업 환경이 좋지 않을 가능성이 높을 것으로 판단한다.

대형 인바운드 여행사가 가장
큰 수혜를 볼 것

예상대로 2015년에 호텔 공급이 초과된다면 대형 인바운드 여행사와 면세업체는 좋을 것이고 호텔 사업자는 어려운 사업환경을 맞이할 것으로 예상된다. 따라서 지금의 환경도 중요하지만 앞으로의 변화를 염두해 둔 투자 방향성을 결정해야할 것이다. 물론 호텔을 신규로 건설하지 않고 빠른 리모델링 등을 통해 2015년까지 호텔 사업을 하는 사업자는 수급 불균형에 따라 몇 년간은 수익성 높은 사업이 가능할 것으로 예상된다.

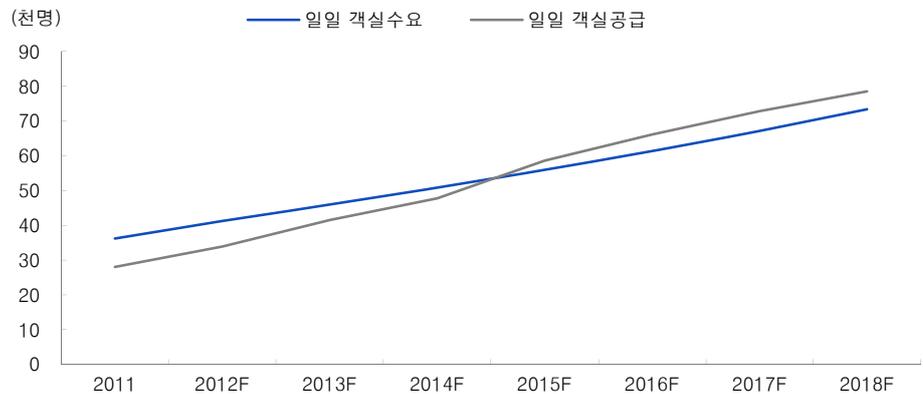
표 6. 서울시내 호텔수와 일일객실 공급과 수요 전망

(명, 개)

연도	입국자수	일일객실수요	일일객실공급	일일객실부족	호텔수	호텔증가
2011	9,794,796	36,237	28,061	8,177	148	
2012(F)	11,145,078	41,233	33,938	7,295	179	31
2013(F)	12,425,364	45,970	41,522	4,447	219	40
2014(F)	13,754,287	50,886	47,779	3,107	252	33
2015(F)	15,123,059	55,950	58,586	-2,636	309	57
2016(F)	16,584,459	61,357	66,170	-4,814	349	40
2017(F)	18,149,473	67,147	72,806	-5,660	384	35
2018(F)	19,829,814	73,364	78,494	-5,131	414	30

자료: 문화관광체육부, 대신증권 리서치센터

그림 9. 서울시내 일일객실 공급과 수요 전망



자료: 문화체육관광부, 대신증권 리서치센터

V. 인바운드 수혜주 비교

1. 파라다이스 = GKL > 호텔신라

파라다이스:GKL>호텔신라

인바운드 수혜 종목은 시장 수익률을 상회할 것으로 예상되지만 종목별 상대적 매력도에는 차이가 있는 것으로 판단된다.

우선 시가 총액이 비슷한 GKL과 호텔신라를 비교해보면 GKL이 호텔신라보다 2012년과 2013년 더 높은 영업이익을 기록하고 있다. 순이익은 더 차이가 나는데 GKL은 유보현금이 많아 이자 수입이 발생하고 호텔신라는 순부채 구조라 이자 비용이 발생하기 때문이다. 규제 상황에서보면 호텔신라는 대기업 규제 환경 때문에 사업 확장에 어려움을 겪고 있는데 GKL은 영업장 확장에 큰 어려움이 없을 것으로 전망된다. 따라서 업황 수혜에 따라 호텔신라도 시장수익률을 상회할 것으로 예상되지만 GKL 상대적 매력도는 더 높은 것으로 판단된다.

파라다이스와 GKL은 같은 사업모델을 가지고 있고 각사의 모멘텀이 있기 때문에 바스켓으로 매수하는 전략을 추천한다. 장기 로드맵이 파라다이스가 비교적 명확한 점과 계열사 통합 모멘텀이 더 강한 점을 고려할 때 6:4비중으로 가지고 가는 전략이 좋을 것으로 판단한다. GKL은 밸류에이션 부담이 상대적으로 낮고 배당수익률이 인바운드 수혜주 중 가장 높다는 장점이 있다.

표 7. 실적, 경쟁 상황 등 고려시 GKL이 상대적으로 매력적

	GKL	호텔신라
시가총액	1,843	2,096
영업이익	205	188
순이익	161	132
재무현황	-105.3	49.9
영업이익률	32.5	7.5
규제	신규 세금 부과 가능성	대기업 규제 환경
모멘텀	실적 서프라이즈, 신사업 등 가시성 높음	해외 진출을 통한 추가 성장 동력 확보
Valuation	11.1	15.1
리스크	홀드윅에 따른 단기 실적 변동성	서울시내 면세사업자 추가 허가

주: 영업이익 등 주요 재무 사항 2013년 전망치 기준

자료: 대신증권 리서치센터

표 8. 성장성, 스토리 등 고려시 파라다이스가 상대적으로 매력적

	파라다이스	GKL
시가총액	1,764	1,843
영업이익	134	205
순이익	104	161
재무현황	-54.5	-105.3
영업이익률	26.5	32.5
규제	신규 세금 부과 가능성	신규 세금 부과 가능성
모멘텀	워커힐 확장, 추가 통합	실적 서프라이즈, 신사업 등 가시성 높음
Valuation	12.8	11.1
리스크	홀드윅에 따른 단기 실적 변동성	홀드윅에 따른 단기 실적 변동성
비교		배당수익률 최고수준

주: 영업이익 등 주요 재무 사항 2013년 전망치 기준

자료: 대신증권 리서치센터

파라다이스

(034230)

시가총액 우상향 스케줄



김윤진 769,3398
yoonjinkim@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

엔터테인먼트업종

현재가 18,750

목표주가 (상향) **22,000**

Prospective

- 실적: 사상 최고 실적 퀘리 당분간 진행 형
- 모멘텀: 2013년에도 영업장 확장, 계열사 통합 등 이슈가 지속될 전망
- 스토리: 2013년 상반기에 인천공항 바로 앞에 카지노 리조트 착공 계획

Quick view

투자의견 매수, 목표주가 22,000 원(+29% 상향)

파라다이스에 대한 투자의견을 매수로 유지하고 목표주가를 29% 상향 조정한 22,000원으로 제시한다. 투자의견 매수로 유지하는 이유는 1) 중국 카지노 BIG CYCLE이 아직 시작 단계로 판단되고, 2) 통합을 통해 연결 EPS가 계단식으로 상승할 것으로 기대되고, 3) 중국 카지노 시장에 가장 큰 익스포저를 보유하고 있기 때문이다. 목표주가는 FWD EPS 1,383원에 목표 PER 16배를 적용하여 산출되었다. '표2'와 같이 같은 기준으로 회사 목표주가는 2014년 26,800원, 2015년 31,700원이 산출되는 구조이다. 워커힌 카지노 확장 미반영 기준이다.

KOSDAQ	533.86
시가총액	1,705 십억원
시가총액비중	1.4%
자본금(보통주)	47 십억원
52주 최고/최저	19,400 원 / 6,590 원
120일 평균거래대금	191 억원
외국인지분율	12.6%
주요주주	파라다이스글로벌 외 17 인 47.4% 국민연금공단 5.2%

2013년 3 가지 성장 스토리

파라다이스는 2013년에도 1) 중국 드롭액 증가, 2) 워커힌 카지노 확장, 3) 부산 카지노 통합 등을 통해 성장 스토리를 이어 나갈 것으로 예상된다. 중국 VIP 영업은 지역 마케터 총원 및 전사적인 지원으로 성장세를 이어 나갈 것으로 예상되고, 워커힌 카지노 영업장 면적은 약 2배로 확장할 계획이다. 확장에 대한 호텔과 협상은 올해 안으로 마무리할 계획이고 확장 영업은 2013년 2분기말부터 가능할 것으로 추정된다. 또한 부산 카지노를 2013년 중에 통합하여 회사 유보 자산을 수익성 높은 영업자산으로 전환시키는 동시에 전사 마케팅 시너지 효과도 기대하고 있다.

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	3.3	14.7	32.0	146.7
상대수익률	2.1	10.0	21.8	109.8

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	307	358	428	505	563
영업이익	42	51	103	134	142
세전순이익	48	57	107	138	146
총당기순이익	36	23	80	104	110
지배지분순이익	36	23	80	104	110
EPS	396	257	885	1,140	1,207
PER	10.1	32.7	21.2	16.4	15.5
BPS	6,001	6,045	6,802	7,684	8,559
PBR	0.7	1.4	2.8	2.4	2.2
ROE	7.5	4.3	13.8	15.7	14.9



주: K-IFRS 별도 기준
자료: 파라다이스, 대신증권 리서치센터

연결 순이익 계단식 상승 전망

파라다이스는 지난 40년간 축적된 자산과 노하우를 영업가치로 전환하고 있다. 시장의 우려와 달리 적정 가격으로 이미 제주 그랜드 카지노를 통합해서 2012년 3분기부터 사업부 실적에 포함되기 시작했고 부산 파라다이스 호텔은 올해 연말부터 연결 실적에 포함될 예정이다. 2013년에는 부산 카지노 2014년에는 제주 롯데 카지노를 통합하여 외형을 키워나갈 계획이다. 워커히 카지노의 성장과 계열사 통합을 통한 계단식 연결 순이익 성장에 따라 회사 가치는 계단식으로 올라갈 것으로 예상된다. 목표 PER 16배를 적용한 목표주가 스케줄은 아래 표와 같이 2014년 26,800원, 2015년 31,700원이 산출되는 구조이다. 실적 추정치에 반영되지 않은 내용은 워커히 영업장 확장인데 계획대로 내년 2분기말부터 확장 영업장으로 영업을 하는 것이 확정되면 실적은 추가적으로 상향 조정이 가능한 구조이다.

표 1. 파라다이스

(단위: 십억원, 천명)

	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012F	2013F
방문자수(천명)	86	115	114	108	90	121	120	114	423	445
증가율(%)	58.0	57.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	24.8	5.0
드랩액(십억원)	641	672	672	714	712	746	746	793	2,699	2,996
증가율(%)	10.4	19.9	11.0	5.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.2	11.0
홀드업(%)	14.4	13.6	14.2	14.1	14.2	14.2	14.2	14.2	14.1	14.2
카지노 순매출액(십억원)	92.4	91.3	95.4	100.7	101.0	105.9	105.9	112.6	380	425
증가율(%)	11.1	24.9	31.9	1.6	9.4	16.0	11.0	11.8	15.9	12.0
매출액(십억원)	99.5	99.5	110.1	118.6	120.7	125.1	126.0	133.0	427.6	504.9
증가율(%)	9.5	23.7	36.4	11.6	21.4	25.8	14.5	12.2	19.4	18.1
영업이익(십억원)	25.9	24.2	25.7	26.9	33.8	34.0	33.2	32.9	102.7	133.9
증가율(%)	20.0	79.1	562.2	133.0	30.2	40.6	29.1	22.3	103.3	30.3
영업이익률(%)	26.1	24.3	23.4	22.7	28.0	27.1	26.4	24.8	24.0	26.5

주: 매출액 순매출액 기준, K-IFRS별도 기준
 자료: 파라다이스, 대신증권 리서치센터

표 2. 파라다이스 연결 순이익 추정치

(십억원, 원)

사업장 (지분률)	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
워커히 C (100%)	40.2	51.1	80.1	103.4	109.6	134.3	153.6
제주 C1 (100%)			9.3	9.7	11.8	19.4	21.3
부산 H (74%)			9.7	10.8	11.5	12.3	13.2
부산 C (100%F)				19.0	20.5	22.2	23.9
제주 C2 (100%F)					10.7	11.5	12.5
인천 C (55%F)							33.0
조정연결순이익	40	51	96	133	152	180	236
조정연결 EPS	442	562	1,057	1,465	1,675	1,983	2,597
조정연결 PER	9.0	32.7	18.0	13.0	11.3	9.6	7.3
연결기준 TP(x14~16)	5,967	7,591	15,853	23,434	26,805	31,731	41,555

주: C는 카지노, H는 호텔. 부산 카지노는 2013년부터, 롯데호텔 제주 카지노(제주C2)는 2014년부터 연결로 포함되는 것으로 가정

지분률만큼 순이익 반영, 조정연결순이익은 일회성 요인 제거

자료: 파라다이스, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	307	358	428	505	563
매출원가	244	269	302	349	398
매출총이익	63	90	126	156	166
기타영업손익	40	42	40	41	44
판관비	30	41	31	32	34
외환거래손익	-1	-1	-1	-1	-1
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	10	2	9	10	11
영업이익	42	51	103	134	142
조정영업이익	33	49	94	124	132
EBITDA	41	57	102	132	140
영업외손익	6	7	5	4	4
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	8	5	5	5
금융비용	-1	-1	-1	-1	-1
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	48	57	107	138	146
법인세비용	-12	-34	-27	-35	-37
계속사업순손익	36	23	80	104	110
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	23	80	104	110
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	36	23	80	104	110
매도가능금융자산평가	0	1	1	1	1
기타포괄순이익	-1	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	35	23	80	103	110
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	35	23	80	103	110

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

재무상태표 (단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	206	245	321	408	487
현금및현금성자산	121	159	231	315	392
매출채권 및 기타채권	8	10	12	14	15
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	76	76	78	79	79
비유동자산	480	463	475	496	532
유형자산	186	185	187	188	190
관계기업투자지분	73	75	78	81	84
기타금융자산	33	14	22	38	71
기타비유동자산	188	189	188	188	187
자산총계	686	709	797	904	1,019
유동부채	86	104	122	148	183
매입채무 및 기타채무	22	26	27	27	27
차입금	20	17	15	13	11
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	45	60	81	108	145
비유동부채	54	55	56	57	58
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	54	55	56	57	58
부채총계	141	159	178	205	241
지배지분	546	550	619	699	778
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	70	70	70	70	70
이익잉여금	473	474	543	624	703
기타자본변동	-44	-41	-41	-41	-41
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	546	550	619	699	778
총차입금	20	17	15	13	11

Valuation 지표 (단위: 원 배, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	396	257	885	1,140	1,207
PER	10.1	32.7	21.2	16.4	15.5
BPS	6,001	6,045	6,802	7,684	8,559
PBR	0.7	1.4	2.8	2.4	2.2
EBITDAPS	455	631	1,121	1,455	1,537
EV/EBITDA	4.5	9.5	13.8	10.0	8.9
SPS	3,372	3,939	4,702	5,552	6,193
PSR	1.2	2.1	3.8	3.2	2.9
CFPS	621	808	1,370	1,715	1,808
DPS	250	150	300	388	411

재무비율 (단위: 원 배, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	-10.0	16.8	19.4	18.1	11.5
영업이익 증가율	49.3	19.3	103.3	30.3	6.2
순이익 증가율	15.1	-35.2	244.7	28.8	5.9
수익성					
ROIC	17.0	13.1	55.0	84.7	120.5
ROA	7.1	7.2	13.6	15.7	14.8
ROE	7.5	4.3	13.8	15.7	14.9
안정성					
부채비율	25.8	28.9	28.8	29.3	30.9
순차입금비율	-32.3	-39.4	-47.5	-54.5	-59.2
이자보상배율	39.0	50.4	116.5	175.9	222.2

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	57	55	102	125	132
당기순이익	36	23	80	104	110
비현금항목의 가감	20	50	44	52	55
감가상각비	9	8	8	8	8
외환손익	0	0	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	12	42	36	44	46
자산부채의 증감	5	6	-1	-1	-1
기타현금흐름	-5	-24	-22	-30	-32
투자활동 현금흐름	-13	3	-25	-32	-48
투자자산	-15	4	-11	-19	-36
기타				-2	-9
기타	4	8	-5	-4	-4
재무활동 현금흐름	-18	-21	-13	-25	-32
단기차입금	-3	-2	-2	-2	-2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-16	-19	-12	-23	-30
기타	0	1	1	1	1
현금의 증감	27	38	72	84	77
기초 현금	95	121	159	231	315
기말 현금	121	159	231	315	392
NOPLAT	32	21	77	100	107
FCF	35	19	76	99	106

자료: 파라다이스, 대신증권 추정

GKL
(114090)

분기 드롭액 1조원 시대 임박



김윤진 769,3398
yoonjinkim@daishin.com

BUY

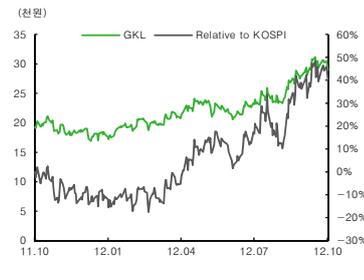
[매수, 유지]
엔터테인먼트업종

현재가 28,950

목표주가 (상향) 37,000

KOSPI	1948.22
시가총액	1,791 십억원
시가총액비중	0.2%
자본금(보통주)	31 십억원
52주 최고/최저	31,150 원 / 16,900 원
120일 평균거래대금	131 억원
외국인지분율	23.9%
주요주주	한국관광공사 51.0% 국민연금공단 8.3%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-4.8	1.6	25.1	50.4
상대수익률	-2.4	0.4	17.4	36.4



Prospective

- 실적: 3분기 홀드쇼크 시점에 진검승부! 드롭액은 서프라이즈 기록 중
- 모멘텀: 세금환급, 선상카지노, 면세점 진출 가능성
- 스토리: 제주 복합 카지노 리조트 진출을 통해 장기 성장 계획

Quick view

투자 의견 매수, 목표주가 37,000 원(+12% 상향)

GKL에 대한 투자 의견을 매수로 유지하고 목표주가를 12% 상향 조정한 37,000원으로 제시한다. 투자 의견 매수로 유지하는 이유는 1) 정킷, 크리딧 중단, 교포 역성장 등 주요 악재가 해소되었고, 2) 중국 드롭액 성장에 따라 사상 최고 드롭액 랠리가 시작되었고, 3) 이에따른 실적 또한 사상 최고 랠리가 예상되기 때문이다. 목표주가는 FWD EPS 2,477원에 목표 PER 15배를 적용하여 산출되었다. 2012년 GKL 배당수익률은 4.0%로 추정되는데 하반기에 세금환급을 받으면 4.6% 수준의 배당수익률이 가능한 구조이다.

다각적인 신사업 검토

GKL 인바운드 호황을 대비해 기존 사업에 더해 다각적인 신사업을 검토하고 있다. 첫번째로 중국-한국간 크루즈 여객선을 활용한 선상 카지노 사업인데 회사에서는 하반기 중 사업 허가 가능성을 높게 보고 있다. 선상카지노는 기존 EPS를 약 5% 정도 추가 시킬 수 있는 수준의 신사업으로 판단한다. 회사는 제주도 중문 단지에 복합리조트 건립도 검토중에 있는데 만약 실제로 진행하게 된다면 회사 장기 성장 동력이 될 것으로 전망된다. 시내에 추가적으로 발급될 면세 사업에도 입찰 공고가 진행된다면 적극적 참여 시도를 할 계획을 가지고 있다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	482	525	564	632	690
영업이익	98	135	170	205	213
세전순이익	98	135	176	213	221
총당기순이익	74	63	131	161	167
지배지분순이익	74	63	131	161	167
EPS	1,194	1,023	2,115	2,598	2,706
PER	17.3	17.8	13.7	11.1	10.7
BPS	3,098	3,578	5,188	6,600	7,875
PBR	6.7	5.1	5.6	4.4	3.7
ROE	38.6	30.7	48.2	44.1	37.4

주: K-IFRS 별도 기준

자료: GKL, 대신증권 리서치센터

홀드올 쇼크 시점에 진검승부

GKL은 3분기에 사상 2번째로 낮은 홀드올인 약 13.4%를 기록하여 3분기 실적이 기존 전망치보다 낮을 것으로 예상된다. 이에따라 3분기 영업이익 전망치가 기존 488억원에서 398억원으로 하향조정 된다. 이번 홀드올 하락은 경쟁심화나 과도한 프로모션 등에 따른 구조적 하락이 아닌 Luck Factor 에 따른 단기적 하락으로 판단한다. 파라다이스도 이와 유사한 경험을 했는데 단기 홀드올 하락으로 분기 실적 실망한 주가 흐름은 조금만 장기적으로 보면 단기 매수 기회였다. 2011년 11월 7일 당시 파라다이스 기업뉴스 제목이 ‘홀드올 쇼크 시점에서 진검승부’였고 당시 파라다이스 주가는 7,120원 이었다. 지금은 매우 싼 주가로 보이지만 당시만해도 실적 쇼크에 따라 실망한 주가 흐름이 있었지만 건조한 드롭액 증가에 베풀던 투자자들은 지금까지 큰 수익률을 경험하고 있다. 전제는 건조한 드롭 액 증가가 뒷받침 되어야한다. 이번 3분기 상황은 파라다이스가 2011년 3분기에 경험한 내용과 유 사한데 당시 파라다이스는 홀드올 쇼크를 경험했지만 드롭액은 처음으로 6천억원을 넘으며 분기 기 록을 달성했다. GKL도 이번 3분기에 드롭액이 약 9,900억원을 기록할 것으로 전망되고 현 추세대로 라면 곧 분기 드롭액 1조원 시대에 돌입할 것으로 예상된다.

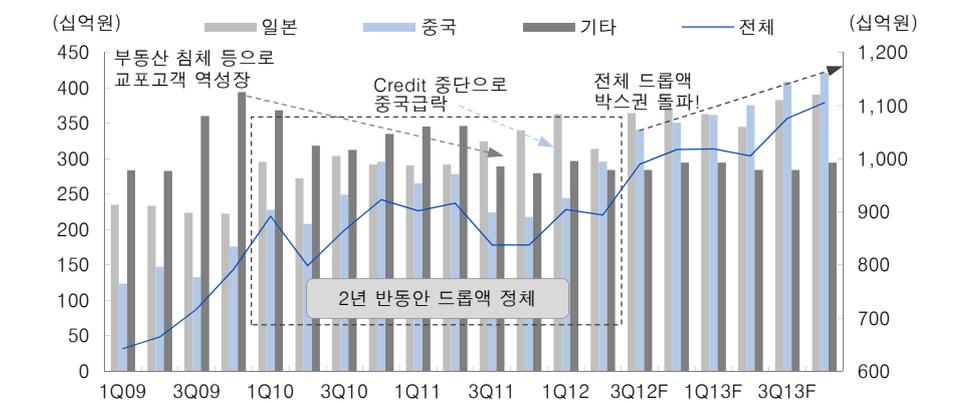
표 1. 분기 드롭액 1조원 시대 임박

(단위: 십억원, 천명)

	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012F	2013F
방문자수(천명)	356.4	395.4	373.7	426.9	392.6	404.0	401.4	459.1	356.4	395.4
증가율(%)	8.4	7.2	3.2	15.8	10.2	2.2	7.4	7.5	8.4	7.2
드롭액(십억원)	904	894	990	1,017	1,019	1,005	1,076	1,106	904	894
증가율(%)	0.3	-2.5	18.1	21.4	12.7	12.4	8.7	8.7	0.3	-2.5
홀드올(%)	15.8	14.4	13.4	15.0	14.8	14.8	14.8	14.8	15.8	14.4
카지노 순매출액(십억원)	143.3	129.0	132.6	152.6	150.5	148.5	158.9	163.3	143.3	129.0
증가율(%)	12.2	-4.9	-3.4	25.4	5.0	15.1	19.8	7.1	12.2	-4.9
매출액(십억원)	145.0	128.5	135.1	155.2	153.0	150.9	161.6	166.2	145.0	128.5
증가율(%)	10.4	-6.5	-1.8	31.0	5.5	17.4	19.6	7.1	10.4	-6.5
영업이익(십억원)	43.8	35.6	39.8	50.3	45.0	49.1	55.9	55.1	43.8	35.6
증가율(%)	39.8	-7.4	-4.9	113.4	2.6	38.0	40.6	9.6	39.8	-7.4
영업이익률(%)	30.2	27.7	29.4	32.4	29.4	32.5	34.6	33.2	30.2	27.7

주: 매출액 순매출액 기준. K-IFRS별도 기준
 자료: GKL, 대신증권 리서치센터

그림 1. 정체되었던 드롭액 사상 최고 랠리 시작



주: 국적별 드롭액 기타 드롭액 중 80% 이상이 교포 드롭액
 자료: GKL, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	482	525	564	632	690
매출원가	350	357	360	389	437
매출총이익	133	168	203	243	253
기타영업손익	32	28	34	38	40
판관비	33	31	34	38	40
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	-1	-2	0	0	0
영업이익	98	135	170	205	213
조정영업이익	99	137	170	205	213
EBITDA	119	157	182	217	224
영업외손익	0	0	7	7	8
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	4	6	11	12	13
금융비용	-2	-1	-2	-2	-2
기타	-3	-5	-3	-3	-3
법인세비용차감전순손익	98	135	176	213	221
법인세비용	-24	-72	-45	-52	-54
계속사업순손익	74	63	131	161	167
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	74	63	131	161	167
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	74	63	131	161	167
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄순이익	-3	-1	0	0	0
포괄순이익	71	62	130	160	167
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	71	62	130	160	167

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	238	275	384	467	538
현금및현금성자산	203	135	224	284	328
매출채권 및 기타채권	15	9	9	10	11
재고자산	6	3	3	4	4
기타유동자산	14	128	148	170	195
비유동자산	101	101	103	107	115
유형자산	45	35	32	30	28
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	17	24	31	39	50
기타비유동자산	39	42	40	38	36
자산총계	338	376	487	574	653
유동부채	128	146	157	157	157
매입채무 및 기타채무	103	99	99	99	99
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	13	7	18	18	18
기타유동부채	12	40	40	40	40
비유동부채	19	9	9	9	9
차입금	19	4	4	4	4
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	-1	5	5	5	5
부채총계	147	155	166	166	166
지배지분	192	221	321	408	487
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	139	169	268	356	434
기타자본변동	0	0	0	0	1
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	192	221	321	408	487
총차입금	32	11	22	22	22

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	1,194	1,023	2,115	2,598	2,706
PER	17.3	17.8	13.7	11.1	10.7
BPS	3,098	3,578	5,188	6,600	7,875
PBR	6.7	5.1	5.6	4.4	3.7
EBITDAPS	1,917	2,538	2,945	3,505	3,622
EV/EBITDA	9.2	5.6	7.9	6.3	5.8
SPS	7,799	8,486	9,114	10,211	11,158
PSR	2.6	2.1	3.3	3.0	2.7
CFPS	2,661	3,355	3,795	4,354	4,471
DPS	620	512	1,175	1,449	1,511

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	-1.3	8.8	7.4	12.0	9.3
영업이익 증가율	-24.4	38.4	25.4	21.0	3.9
순이익 증가율	-26.8	-14.3	106.6	22.9	4.1
수익성					
ROIC	124.0	139.7	677.3	1,008.7	1,207.4
ROA	28.9	37.8	39.3	38.7	34.7
ROE	38.6	30.7	48.2	44.1	37.4
안정성					
부채비율	76.5	70.1	51.7	40.6	34.1
순차입금비율	-96.1	-113.5	-108.6	-105.3	-102.6
이자보상배율	63.1	152.6	95.6	115.6	120.0

자료: GKL, 대신증권 추정

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	82	116	149	178	184
당기순이익	74	63	131	161	167
비현금항목의 가감	91	144	104	109	109
감가상각비	19	20	13	12	11
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	72	125	91	97	99
자산부채의 증감	-47	-47	-50	-51	-50
기타현금흐름	-36	-44	-35	-41	-42
투자활동 현금흐름	32	-131	-33	-38	-44
투자자산	-6	-62	-6	-8	-11
기타				-15	-8
기타	53	-62	-19	-22	-25
재무활동 현금흐름	-71	-53	-21	-73	-90
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-58	-32	-32	-73	-90
기타	-13	-21	11	0	0
현금의 증감	44	-68	89	59	45
기초 현금	158	203	135	224	284
기말 현금	203	135	224	284	328
NOPLAT	74	63	126	155	161
FCF	78	75	131	159	164

하나투어
(039130)

인바운드 1등 프로젝트



김윤진 769,3398
yoonjinkim@daishin.com

BUY

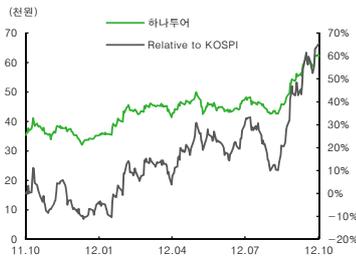
[매수, 유지]
엔터테인먼트업종

현재가 62,200

목표주가 (상향) **75,000**

KOSPI	1948.22
시가총액	723 십억원
시가총액비중	0.1%
자본금(보통주)	6 십억원
52주 최고/최저	62,700 원 / 32,050 원
120일 평균거래대금	73 억원
외국인지분율	25.5%
주요주주	박상환 외 17 인 20.7% 국민연금공단 9.5%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	6.1	15.8	30.0	75.7
상대수익률	8.7	14.4	22.1	59.3



Prospective

- 실적: 4분기부터 분기 사상최고 실적 랠리 이어질 것으로 예상
- 모멘텀: 순차적 호텔 오픈을 통해 인바운드 사업 가시화
- 스토리: 수도권 호텔 공급 급증에 따라 인바운드 사업 환경 개선 전망

Quick view

투자 의견 매수, 목표주가 75,000 원(+12% 상향)

하나투어에 대한 투자 의견을 매수로 유지하고 목표주가를 12% 상향 조정한 75,000원으로 제시한다. 투자 의견 매수로 유지하는 이유는 1) 자회사 턴어라운드로 연결 순이익이 2012년 20%, 2013년 26% 추가 발생할 전망이고, 2) 4분기부터 사상 최대 영업이익 랠리가 시작될 것으로 기대되고, 3) 인바운드 사업이 가시화되고 있기 때문이다. 목표주가는 FWD EPS 3,775 원에 목표 PER 20배를 적용하여 산출되었다.

종합 여행기업으로 한단계 업그레이드, 그리고 인바운드 사업

하나투어는 높은 성장성을 기록하고 있지만 PER18~20배 수준에서 거래되고 있어 업사이드가 제한적이라는 평가를 받아왔다. 그러나 지난 10년간 구축한 자회사들이 본업보다 빠르게 턴어라운드 하고 있어 2013년 연결기준 PER은 15.5배 수준이다. 이제 하나투어는 질나가는 본업과 함께 자회사 가치도 제대로 평가받을 시점으로 판단된다. 또한 인바운드사업이 계획대로 진행된다면 2013년 순이익 기여도 11%, 2014년 순이익 기여도 17%가 가능한 사업이다. 만약 인바운드 사업에서 의미있는 실적이 발생하기 시작한다면 하나투어는 EPS와 멀티플이 동시에 증가하는 최고의 주식이 될 수 있다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	218	226	255	282	306
영업이익	27	22	36	45	52
세전순이익	31	25	39	49	57
총당기순이익	22	20	30	37	43
지배지분순이익	22	20	30	37	43
EPS	1,901	1,680	2,549	3,194	3,664
PER	22.9	20.4	24.4	19.5	17.0
BPS	9,297	9,595	11,302	13,457	15,820
PBR	4.7	3.6	5.5	4.6	3.9
ROE	22.2	17.8	24.4	25.8	25.0

주: K-IFRS 별도 기준
자료: 하나투어, 대신증권 리서치센터

1호 호텔 11월 1일 오픈 예정, 2호 호텔은 2013년 8월 계획

11월 1일 250실의 센터마크 호텔을 오픈하면서 하나투어는 인바운드 사업을 본격적으로 시작할 계획이다. 하나투어 아웃바운드 사업은 선순환 궤도에 올라왔기 때문에 회사는 미래 성장 동력을 인바운드로 보고 서울시내 오피스 건물을 하나씩 호텔로 리노베이션 할 계획을 가지고 있다. 2015년까지는 호텔 부족 현상이 예상되기 때문에 호텔 사업에서 수익성이 높게 발생할 것으로 기대되고 그 이후부터는 인바운드 사업에서 본격적인 레버리지가 발생할 것으로 기대된다. 하나투어는 본업인 아웃바운드 사업에서 최고 실적 랠리를 경신하는 가운데 신사업 관련 지표도 앞으로 긍정적인 수치들이 나올 것으로 기대된다. 주요 체크 포인트는 인바운드 볼륨 성장, 호텔 객실 가동률 및 객단가 확인을 통한 호텔 수익성 등으로 판단된다.

표 1. 하나투어 주요 지표 및 실적 전망치

(단위: 억원, 천명, %)

	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012F	2013F
총출국자(천명)	3,370	3,218	3,596	3,089	3,561	3,399	3,809	3,275	13,280	14,045
증가율(%)	4.4	9.6	2.7	2.0	5.7	5.6	5.9	6.0	4.6	5.8
하나투어 송출자(천명)	393	369	401	350	430	402	440	385	1,514	1,657
증가율(%)	5.7	21.2	5.3	4.7	9.3	8.8	9.7	9.9	8.7	9.4
하나투어M/S(%)	16.4	16.4	15.9	16.0	17.0	16.7	16.3	16.6	16.2	16.6
매출액(억원)	632.5	574.4	736.5	608.3	670.2	618.7	838.9	689.4	2,551.7	2,817.2
증가율(%)	-0.4	20.6	11.4	24.6	6.0	7.7	13.9	13.3	12.9	10.4
영업이익(억원)	99.2	57.6	117.5	85.7	119.7	74.7	153.4	106.4	360.0	454.2
증가율(%)	-8.7	1007.9	29.3	434.6	20.6	29.8	30.6	24.1	63.1	26.2
영업이익률(%)	15.7	10.0	16.0	14.1	17.9	12.1	18.3	15.4	14.1	16.1

주: 총출국자는 승무원 포함 기준, 하나투어M/S는 전체출국자 대비 하나투어 송출자, K-IFRS별도 기준
 자료: 하나투어, 한국관광공사, 대신증권 리서치센터

그림 2. 선순환 구조로 최대 실적 갱신 시작



자료: Quantwise, 하나투어, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	218	226	255	282	306
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	218	226	255	282	306
기타영업손익	190	206	223	240	257
판관비	191	205	221	238	255
외환거래손익	-1	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	1	2	2	2
영업이익	27	22	36	45	52
조정영업이익	27	21	34	44	50
EBITDA	30	25	37	46	52
영업외손익	3	3	3	4	5
관계기업손익	0	-1	0	0	0
금융수익	4	4	4	4	5
금융비용	0	0	0	0	0
기타	0	-1	0	0	0
법인세비용차감전순손익	31	25	39	49	57
법인세비용	-9	-5	-10	-12	-14
계속사업순손익	22	20	30	37	43
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	22	20	30	37	43
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	22	20	30	37	43
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄순이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	22	20	30	37	43
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	22	20	30	37	43

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	156	165	181	202	224
현금및현금성자산	65	66	53	50	54
매출채권 및 기타채권	25	31	35	39	42
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	66	68	94	114	128
비유동자산	63	83	101	119	139
유형자산	25	25	24	24	24
관계기업투자금	19	36	54	72	90
기타금융자산	5	6	8	10	13
기타비유동자산	15	16	14	13	12
자산총계	219	248	282	322	363
유동부채	111	136	151	165	180
매입채무 및 기타채무	57	77	86	94	100
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	54	59	65	72	79
비유동부채	0	0	0	0	0
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	111	136	151	165	180
지배지분	108	111	131	156	184
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	84	86	86	86	86
이익잉여금	37	46	66	91	118
기타자본변동	-19	-27	-27	-27	-27
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	108	111	131	156	184
총차입금	0	0	0	0	0

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	1,901	1,680	2,549	3,194	3,664
PER	22.9	20.4	24.4	19.5	17.0
BPS	9,297	9,595	11,302	13,457	15,820
PBR	4.7	3.6	5.5	4.6	3.9
EBITDAPS	2,626	2,165	3,192	3,956	4,490
EV/EBITDA	12.9	11.1	16.0	12.5	10.7
SPS	18,746	19,458	21,946	24,252	26,302
PSR	2.3	1.8	2.2	2.0	1.8
CFPS	2,955	2,638	3,846	4,610	5,144
DPS	850	900	1,106	1,385	1,589

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	75.8	3.8	12.8	10.5	8.5
영업이익 증가율	6,290.5	-18.7	63.1	26.2	14.6
순이익 증가율	-556.5	-11.6	51.7	25.3	14.7
수익성					
ROIC	-210.9	-51.0	-50.3	-51.0	-48.9
ROA	14.3	9.5	13.6	15.1	15.2
ROE	22.2	17.8	24.4	25.8	25.0
안정성					
부채비율	102.4	122.2	114.7	105.7	97.8
순차입금비율	-103.3	-105.1	-98.9	-94.1	-90.1
이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 하나투어, 대신증권 추정

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	62	48	51	57	62
당기순이익	22	20	30	37	43
비현금항목의 가감	12	11	15	16	17
감가상각비	3	4	3	2	2
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	9	7	12	14	15
자산부채의 증감	27	25	12	12	11
기타현금흐름	1	-8	-6	-8	-9
투자활동 현금흐름	-28	-27	-48	-42	-38
투자자산	-3	-19	-20	-20	-21
기타				-2	-1
기타	-23	-8	-28	-21	-16
재무활동 현금흐름	-7	-19	-10	-12	-15
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-7	-11	-10	-12	-15
기타	0	-8	0	0	0
현금의 증감	27	1	-14	-2	4
기초 현금	38	65	66	53	50
기말 현금	65	66	53	50	54
NOPLAT	20	17	27	34	39
FCF	18	18	29	36	40

모두투어
(080160)

수익성 가장 높은 여행사

Prospective

- 실적: 3분기부터 분기 사상 최고 실적 랠리 이어질 것
- 모멘텀: 호텔 사업 시작을 통한 추가 수익원 발생
- 스토리: 인바운드 사업 다각화



김윤진 769,3398
yoonjinkim@daishin.com

BUY

[매수, 유지]
엔터테인먼트업종

현재가 26,000

목표주가 (상향) 29,000

Quick view

투자이견 매수, 목표주가 29,000 원(16% 상향)

모두투어에 대한 투자이견을 매수, 목표주가를 29,000원으로 16% 상향 조정한다. 투자이견을 매수로 유지하는 이유는 1) 선순환 구조에 따라 회사 M/S가 지속적으로 증가할 것으로 기대되고, 2) 효율적인 비용관리를 통해 여행사 중 가장 높은 영업이익률을 시현할 것으로 예상되고, 3) 인바운드 사업을 시작하여 추가 수익원 발생이 기대되기 때문이다. 목표주가는 FWD EPS 1,635원에 목표 PER 18배를 적용하여 산출되었다.

KOSDAQ	533.86
시가총액	328 십억원
시가총액비중	0.3%
자본금(보통주)	6 십억원
52주 최고/최저	26,650 원 / 15,246 원
120일 평균거래대금	44 억원
외국인지분율	13.6%
주요주주	우종용 외 5 인 19.1% 국민연금공단 9.1%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	2.8	20.1	29.0	38.9
상대수익률	1.6	15.2	19.0	18.1



2013년 이익률도 여행사 최고 수준 전망

모두투어는 2012년에 이어 2013년에도 업계에서 가장 높은 영업이익률을 기록할 것으로 전망된다. 이는 항공권 수급개선에 따른 원가 절감과 고정비 비중 하락에 따른 영업레버리지 효과에 기인하는 것으로 판단된다. 2013년 모두투어 매출액은 전년대비 9.9% 증가한 1,495억원이 예상되나 영업이익은 25% 증가한 255억원이 전망된다. 영업이익률은 2012년 15.0%에서 2013년 17.1%로 영업이익 개선 트렌드는 이어질 것으로 기대된다. 모두투어는 9월에 서울 시내에 호텔을 리츠 형태로(지분률 12%) 오픈했고 이는 향후 인바운드 사업 자회사 호텔 객실 확보에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	117	121	134	150	159
영업이익	17	16	20	26	28
세전순이익	20	18	22	28	31
총당기순이익	15	13	16	21	23
지배지분순이익	15	13	16	21	23
EPS	1,773	1,578	1,304	1,631	1,792
PER	20.0	15.3	19.9	15.9	14.5
BPS	7,521	8,468	6,725	7,617	8,397
PBR	4.7	2.8	3.9	3.4	3.1
ROE	26.3	19.7	21.1	22.7	22.4

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 모두투어, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	117	121	134	150	159
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	117	121	134	150	159
기타영업손익	101	107	114	124	132
판관비	100	106	114	124	132
외환거래손익	1	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	1	0	0	0
영업이익	17	16	20	26	28
조정영업이익	17	15	20	26	28
EBITDA	17	16	21	26	28
영업외손익	2	2	2	2	3
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	2	3	3	4
금융비용	0	0	0	0	0
기타	0	0	-1	-1	-1
법인세비용차감전순손익	20	18	22	28	31
법인세비용	-5	-5	-6	-7	-8
계속사업순손익	15	13	16	21	23
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	15	13	16	21	23
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	15	13	16	21	23
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄순이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	14	13	16	20	22
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	14	13	16	20	22

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	114	104	109	112	116
현금및현금성자산	28	27	27	23	25
매출채권 및 기타채권	15	13	15	16	18
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	70	64	67	73	74
비유동자산	10	25	39	53	68
유형자산	1	1	1	1	1
관계기업투자금	3	17	32	46	60
기타금융자산	1	1	1	1	1
기타비유동자산	5	6	6	6	5
자산총계	123	129	148	166	184
유동부채	53	48	51	54	59
매입채무 및 기타채무	39	32	32	32	32
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	14	16	19	22	26
비유동부채	7	9	12	15	19
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7	9	12	15	19
부채총계	60	58	63	70	78
지배지분	63	71	85	96	106
자본금	4	4	6	6	6
자본잉여금	30	30	30	30	30
이익잉여금	38	46	58	71	84
기타자본변동	-9	-9	-10	-12	-15
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	63	71	85	96	106
총차입금	0	0	0	0	0

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	1,773	1,578	1,304	1,631	1,792
PER	20.0	15.3	19.9	15.9	14.5
BPS	7,521	8,468	6,725	7,617	8,397
PBR	4.7	2.8	3.9	3.4	3.1
EBITDAPS	2,075	1,894	1,671	2,076	2,248
EV/EBITDA	12.4	7.9	11.7	9.3	8.4
SPS	13,939	14,410	10,644	11,868	12,654
PSR	2.5	1.7	2.0	1.8	1.6
CFPS	2,498	2,371	1,797	2,202	2,375
DPS	600	500	620	775	852

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	90.8	3.4	10.8	11.5	6.6
영업이익 증가율	7,306.4	-8.4	27.5	25.0	8.5
순이익 증가율	1,126.8	-11.0	23.9	25.1	9.9
수익성					
ROIC	60.2	45.1	64.4	81.4	88.9
ROA	16.7	12.7	14.8	16.3	15.9
ROE	26.3	19.7	21.1	22.7	22.4
안정성					
부채비율	95.4	81.4	74.3	72.5	73.8
순차입금비율	-128.8	-108.0	-96.7	-89.3	-85.1
이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 모두투어, 대신증권 추정

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	36	15	20	24	26
당기순이익	15	13	16	21	23
비현금항목의 가감	6	7	6	7	7
감가상각비	1	1	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	5	6	6	7	7
자산부채의 증감	14	-1	0	0	0
기타현금흐름	1	-4	-3	-4	-4
투자활동 현금흐름	-25	-11	-21	-22	-18
투자자산	-1	-14	-14	-14	-14
기타				-1	-1
기타	-23	4	-6	-7	-3
재무활동 현금흐름	0	-5	-7	-12	-14
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	2	0	0
현금배당	0	0	-4	-8	-9
기타	0	-5	-5	-5	-5
현금의 증감	11	-1	-1	-3	1
기초 현금	17	28	27	27	23
기말 현금	28	27	27	23	25
NOPLAT	13	12	15	19	21
FCF	13	11	15	19	20

호텔신라
(008770)

“ **여행수지 흑자 국가로 가는길** ”



김윤진 769,3398
yoonjinkim@daishin.com

BUY

[매수, 신규]
엔터테인먼트업종

현재가 50,600

목표주가 (신규) **65,000**

KOSPI	1948.22
시가총액	1,996 십억원
시가총액비중	0.2%
자본금(보통주)	200 십억원
52주 최고/최저	58,100 원 / 33,800 원
120일 평균거래대금	201 억원
외국인지분율	24.5%
주요주주	삼성생명보험 외 4 인 17.2% 국민연금공단 9.5%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-7.8	-4.3	-5.4	49.7
상대수익률	-5.6	-5.5	-11.2	35.7



Prospective

- 실적: 사상 최고 실적 이어갈 것이나 높아진 시장 기대치는 하회 전망
- 모멘텀: 2013년 임차료 상승 제한을 통한 영업이익 레버리지
- 스토리: 해외 면세 사업 진출을 통한 성장 동력 추가 확보

Quick view

투자의견 매수, 목표주가 65,000 원 (신규)

호텔신라에 대한 투자의견을 매수, 목표주가 65,000원으로 신규 커버한다. 호텔신라에 대한 투자의견을 매수로 제시하는 이유는 1) 인바운드 고객 방문 목적 중 쇼핑 비중이 가장 높고, 2) 화장품 구매 비중이 증가하여 원가를 개선이 기대되고, 3) 고정비 비중 하락에 따른 이익률 개선이 기대되기 때문이다. 목표주가 65,000원은 FWD EPS 3,254원에 목표 PER 20배를 적용하여 산출되었다. 목표 PER 20배는 과거 3년 평균 PER을 적용했다. 향후 수도권에 빠른 호텔 공급과 중국 항공노선 증가에 따른 중국 MASS 증가의 최대 수혜는 쇼핑 사업을 영위하는 업체가 볼 것으로 기대되기 때문에 호텔신라의 시장대비 프리미엄은 유지될 것으로 예상된다.

중국 비중 확대는 매우 긍정적

호텔신라 중국 매출 기여도는 2009년 12%, 2010년 16%, 2011년 25%로 급격히 증가하고 있다. 중국 매출 기여도가 높아지는 것은 성장 시장 익스포저가 높아지는 효과는 물론 원가를 개선에도 긍정적일 것으로 추정된다. 중국 쇼핑 고객들의 화장품 선호도가 국내 및 일본 고객 보다 높은 것으로 추정되기 때문이다. 리스크 요인으로는 경쟁 심화에 따른 판매 비용 상승과 서울 시내 면세 사업권이 중소, 중견 기업 중심으로 추가 발급될 가능성이 높아진 점이다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	1,440	1,764	2,269	2,513	2,749
매출액	1,440	1,764	2,269	2,513	2,749
영업이익	81	96	155	188	227
세전순이익	66	74	153	173	209
총당기순이익	49	56	116	132	159
지배지분순이익	49	56	116	132	159
EPS	1,252	1,421	2,959	3,352	4,044
PER	22.2	27.1	17.1	15.1	12.5
BPS	14,171	14,951	17,565	20,252	23,538
PBR	2.0	2.6	2.9	2.5	2.1
ROE	9.0	9.6	17.9	17.4	18.2
매출액	1,440	1,764	2,269	2,513	2,749

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 호텔신라, 대신증권 리서치센터

향후 주요 이슈 점검

호텔신라는 면세점 매출액 상승에 따라 고정비 비중 하락으로 2012년부터 본격적인 레버리지가 발생하기 시작했다. 레버리지 효과로 2012년 매출액은 29% 증가할 것으로 예상되나 영업이익은 61% 성장이 전망된다. 주가는 이러한 긍정적인 요소를 반영해 2011년부터 최근까지 좋은 흐름을 시현하고 있다.

현재 주가는 레버리지에 따른 실적 모멘텀은 대부분 반영되었다고 판단된다. 그렇다면 향후 호텔신라 주가에 영향을 미칠 수 있는 사항들을 점검해본다. 첫번째로 2013년 면세점 임차료이다. 당사는 2013년 임차료를 2012년 대비 5% 오른 3060억원으로 가정했는데 만약 2012년 수준으로 유지된다면 영업이익은 추가로 약 140억원 발생 가능한 구조이다. 인천공항 1기 사업자 사례를 보았을 때 임차료 고정 가능성은 있다고 판단된다. 두번째로 2013년 상반기에 논의되고 있는 호텔 리노베이션이다. 호텔 리노베이션은 단기 실적에는 부담이 될 수 있으나 조금만 장기적으로 보면 실제 회사 어닝 파워를 높일 수 있는 요인이기 때문에 긍정적으로 보는 것이 합리적이라고 판단된다. 그리고 비즈니스 호텔 사업인데 위탁운영 형태로 진출하는 점에 대해 긍정적으로 생각한다. 현재 호텔 공급이 절대 부족하기 때문에 호텔 이익률이 높아질 수 있는 상황이나 2015년부터 호텔 공급 초과 가능성이 있개 때문에 CAPEX가 제한적인 위탁 형태로 비즈니스 호텔에 진출하는 점은 긍정적으로 판단된다. 호텔 위탁 사업은 호텔 사업 자체 이익 기여도는 제한적이나 면세점과 사업 시너지를 고려해보면 매우 긍정적인 사업으로 판단된다.

표 1. 호텔신라 주요 지표 및 실적 전망치

(단위: 억원, 천명, %)

	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012F	2013F
총출국자(천명)	3,370	3,225	3,623	3,140	3,547	3,393	3,854	3,341	13,358	14,135
증가율(%)	4.4	9.9	3.4	1.8	5.2	5.2	6.4	6.4	4.8	5.8
총입국자(천명)	2,481	2,857	3,098	3,025	2,766	3,185	3,454	3,372	11,460	12,777
증가율(%)	22.0	24.5	12.0	12.0	11.5	11.5	11.5	11.5	17.0	11.5
중국입국자(천명)	525	667	940	685	642	816	1151	838	2,817	3,448
증가율(%)	20.8	37.3	25.0	25.0	22.4	22.4	22.4	22.4	26.9	22.4
일본입국자(천명)	899	918	978	1020	949	968	1032	1076	3,814	4,025
증가율(%)	31.1	29.3	6.0	5.0	5.5	5.5	5.5	5.5	16.0	5.5
매출액(억원)	487	556	608	618	540	614	674	684	2,269	2,513
증가율(%)	32.1	38.0	26.3	20.9	10.9	10.4	10.8	10.8	28.6	10.7
영업이익(억원)	30.8	41.0	45.1	37.6	36.7	42.5	58.5	50.2	154.5	187.9
증가율(%)	107.5	229.7	36.8	5.4	19.4	3.5	29.6	33.5	60.9	21.6
영업이익률(%)	6.3	7.4	7.4	6.1	6.8	6.9	8.7	7.3	6.8	7.5

주: 총출국자는 승무원 포함 기준. K-IFRS별도 기준
 자료: 호텔신라, 한국관광공사, 대신증권 리서치센터

표 2. 목표 PER 20 배 적용 (목표주가 FWD EPS 3,254 원 * 20.0 = 65,072 원)

(단위: 원, 배)

	2009	2010	2011	2012F	2013F
EPS	797	1,252	1,421	2,959	3,352
PER(High)	27.0	26.7	28.6		
PER(Low)	15.3	15.1	15.1	평균 average PER	적용 PER
PER(Average)	20.4	20.1	21.4	20.7	20.0
적정주가 스케줄				59,174	67,038

자료: 대신증권 리서치센터

[재무제표]

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,440	1,764	2,269	2,513	2,749
매출원가	795	975	1,292	1,447	1,586
매출총이익	645	790	977	1,065	1,163
기타영업손익	564	694	822	877	936
판관비	564	694	822	877	936
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	0	0	0	0
영업이익	81	96	155	188	227
조정영업이익	81	96	155	188	227
EBITDA	112	130	190	226	267
영업외손익	-16	-23	-1	-14	-17
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	10	13	15	15	16
금융비용	-22	-26	-25	-30	-33
기타	-3	-9	9	0	0
법인세비용차감전순손익	66	74	153	173	209
법인세비용	-16	-17	-37	-42	-50
계속사업순손익	49	56	116	132	159
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	49	56	116	132	159
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	49	56	116	132	159
매도가능금융자산평가	16	-10	-10	-10	-10
기타포괄순이익	-4	-2	22	-2	22
포괄순이익	62	44	129	120	171
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	62	44	129	120	171

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	1,252	1,421	2,959	3,352	4,044
PER	22.2	27.1	17.1	15.1	12.5
BPS	14,171	14,951	17,565	20,252	23,538
PBR	2.0	2.6	2.9	2.5	2.1
EBITDAPS	2,854	3,321	4,837	5,759	6,809
EV/EBITDA	11.5	13.9	12.4	10.6	9.1
SPS	35,991	44,109	56,726	62,813	68,726
PSR	0.8	0.9	1.0	0.9	0.8
CFPS	2,975	3,178	5,068	5,740	6,770
DPS	300	300	623	706	851

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	18.7	22.6	28.6	10.7	9.4
영업이익 증가율	50.1	18.2	60.9	21.6	20.6
순이익 증가율	56.9	13.4	107.7	13.3	20.6
수익성					
ROIC	10.3	10.6	14.5	15.9	18.0
ROA	7.2	7.5	10.5	11.3	12.1
ROE	9.0	9.6	17.9	17.4	18.2
안정성					
부채비율	108.0	130.0	122.2	117.8	109.9
순차입금비율	32.6	49.5	51.8	49.9	47.4
이자보상배율	3.6	3.7	6.1	6.3	6.8

자료: 호텔신라, 대신증권 추정

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	418	571	689	822	960
현금및현금성자산	96	124	112	156	183
매출채권 및 기타채권	50	77	112	154	220
재고자산	216	335	431	477	522
기타유동자산	56	35	35	35	35
비유동자산	761	805	872	943	1,017
유형자산	462	475	506	535	562
관계기업투자금	24	25	25	26	26
기타금융자산	260	279	315	357	406
기타비유동자산	15	27	26	24	23
자산총계	1,179	1,376	1,561	1,764	1,977
유동부채	360	292	321	386	451
매입채무 및 기타채무	132	185	215	229	242
차입금	50	0	50	100	150
유동성채무	124	52	0	0	0
기타유동부채	54	55	56	57	59
비유동부채	252	485	538	568	584
차입금	132	369	427	461	480
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	120	116	111	107	104
부채총계	612	778	859	954	1,035
지배지분	567	598	703	810	942
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	196	196	196	196
이익잉여금	161	201	306	413	544
기타자본변동	8	1	1	1	1
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	567	598	703	810	942
총차입금	306	421	477	561	630

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	75	17	131	199	237
당기순이익	49	56	116	132	159
비현금항목의 가감	70	71	86	98	112
감가상각비	31	34	35	38	41
외환손익	0	0	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	39	37	50	59	70
자산부채의 증감	-34	-94	-74	-34	-33
기타현금흐름	-10	-16	3	3	-1
투자활동 현금흐름	-70	-71	-100	-106	-113
투자자산	-31	-6	-37	-43	-49
기타				-40	-66
기타	1	1	2	2	2
재무활동 현금흐름	-14	82	23	39	21
단기차입금	50	-50	50	50	50
사채	0	289	58	35	19
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-10	-12	-12	-24	-28
기타	-54	-145	-73	-21	-21
현금의 증감	-9	28	-12	44	27
기초 현금	105	96	124	112	156
기말 현금	96	124	112	156	183
NOPLAT	61	73	117	143	172
FCF	51	40	87	115	147

▶ Compliance Notice

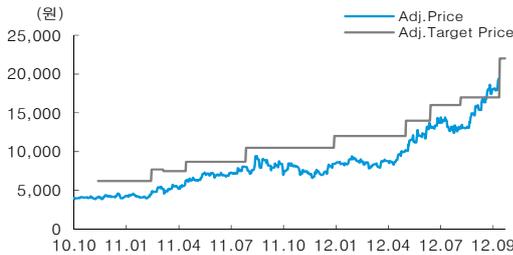
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당시의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당시의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다 (담당자: 김윤진)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

하나투어: 당사는 하나투어 기업공개(이전상장) 대표주관사입니다. (담당자: 김윤진)

▶ 투자이견 및 목표주가 변경 내용

파라다이스(034230) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



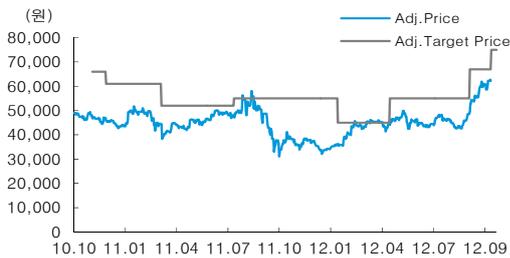
제시일자	12.10.11	12.08.05	12.06.22	12.06.14	12.05.06	12.05.03
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	22,000	17,000	16,000	16,000	14,000	14,000
제시일자	12.05.03	12.03.20	12.02.16	12.01.01	11.12.14	11.11.21
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	12,000	12,000	12,000	10,500	10,500
제시일자	11.11.06	11.08.08	11.08.02	11.06.30	11.05.09	11.04.21
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	10,500	10,500	10,500	8,700	8,700	8,700
제시일자	11.03.28	11.03.13	11.03.03	11.02.21	10.11.21	
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	7,500	7,500	7,700	7,700	6,200	

GKL(114090) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



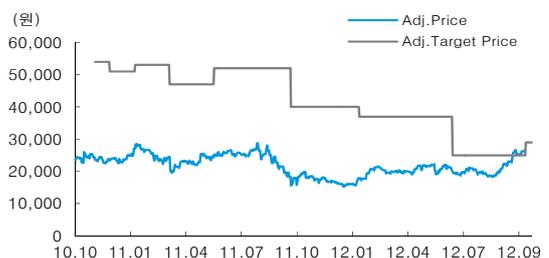
제시일자	12.10.11	12.08.20	12.06.28	12.06.22	12.06.14	12.05.03
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	37,000	33,000	31,000	31,000	31,000	31,000
제시일자	12.05.03	12.03.04	12.02.14	12.01.17	11.08.31	11.08.09
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	31,000	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000
제시일자	11.08.02	11.06.28	11.05.17	11.03.13	10.11.12	10.11.02
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	27,000	25,000	21,000	21,000	27,000	27,000
제시일자						
투자이견						
목표주가						

하나투어(039130) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



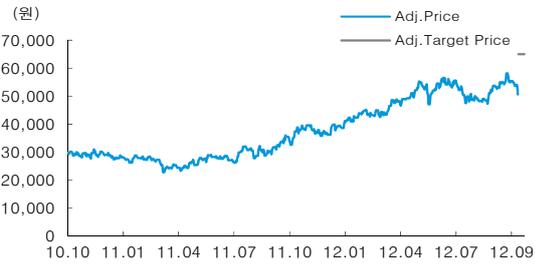
제시일자	12.10.11	12.09.03	12.06.22	12.06.14	12.04.16	12.01.16
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	75,000	67,000	55,000	55,000	55,000	45,000
제시일자	11.07.18	11.03.13	11.01.23	11.01.04	10.12.06	10.11.12
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	55,000	52,000	61,000	61,000	61,000	66,000
제시일자						
투자이견						
목표주가						
제시일자						
투자이견						
목표주가						

모두투어(080160) 투자이견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.10.11	12.06.22	12.06.14	12.01.15	11.09.26	11.07.18
투자이견	Buy	Buy	무상증자	Buy	Buy	Buy
목표주가	29,000	25,000	25,000	37,000	40,000	52,000
제시일자	11.06.30	11.05.24	11.04.15	11.03.22	11.03.13	11.01.16
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	52,000	52,000	47,000	47,000	47,000	53,000
제시일자	10.12.27	10.12.06	10.11.12			
투자이견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	51,000	51,000	54,000			
제시일자						
투자이견						
목표주가						

호텔신라(008770) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.10.11			
투자의견	Buy			
목표주가	65,000			
제시일자				
투자의견				
목표주가				
제시일자				
투자의견				
목표주가				
제시일자				
투자의견				
목표주가				

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상