

Analyst

주혜미 | 항공

☎ 02)6923-7345

✉ hmjoo@ligstock.com

지인해 | 여행

☎ 02)6923-7315

✉ emalee89@ligstock.com

여행 / 항공산업 (비중확대)

환영광린, Welcome Abroad!



향후 국내 출국자수는 명목 GDP 성장률에 비례하여 6% 성장할 것으로 전망하고, 환율의 하향 안정화, 2013년 징검다리 휴일 증가로 해외여행 수요를 더욱 촉발시킬 것으로 보입니다. 더불어, 향후 국내 입국자수 연평균 성장률은 9%를 전망하며 이는 2010년부터 시작된 중국 내 아웃바운드에 따라 국내 중국인 입국자수가 약 15% 성장할 것으로 기대하기 때문입니다.

한국은 향후 1)쇼핑/놀이시설, 2)한류 확산, 3)Made in Korea의 제품 위상 상승 등으로 외국인 유치를 지속하며 한국의 중장기적 여행업은 인바운드가 이끌어갈 것으로 전망합니다.

지속되는 아웃/인바운드 성장의 수혜를 받는 여행산업과 항공산업에 대해 비중확대 의견 제시하며 하나투어, 모두투어, 아시아나, 대한항공의 커버리지를 개시합니다.

여행/항공(비중확대): 환영판린, Welcome Abroad!	03
[Investment Points]	
① 2013년 내국인 출국자 수는 전년대비 6% 성장	04
② 본격적인 인바운드 성장기 진입	11
③ 그렇다면 중국인 관광객은 왜, 한국으로 오는가?	15

Part. 1 여행산업(비중확대): The bigger, the better!

[여행산업, 좋은게 더 많다]	
저가항공사 확대로 항공 공급은 꾸준히 증가	25
외형성장 뿐만 아닌 수익성 개선도 기대	29
상위 두 업체 중심으로 시장 재편 중	32
인바운드, 이제부터 시작이다!	33
[기업분석]	
1. 하나투어 (039130KS BUY TP 82,000원): 1인자로서의 입지 강화	52
2. 모두투어 (080160KQ BUY 36,000원): 아웃바운드 2인자? 인바운드는 내가 1인자!	54

Part. 2 항공산업(비중확대): 하늘멧쟁이

[항공산업, 나빠질 게 없다]	
매크로: 우호적 환율, 유가는 하향안정화 예상	55
화물: 점진적 회복 기대	60
저가항공사에 대한 우려는 과도	64
[기업분석]	
1. 대한항공 (003490KS Buy 신규 TP 62,000원 신규): 실적 개선이 주가 상승 견인	90
2. 아시아나항공 (020560KS Buy 신규 TP 7,400원 신규): 성장통을 감내하면 살아남는다	95

여행/항공 (비중확대)

환영광린, Welcome Abroad!

- GDP성장률, 환율하락 지속, 징검다리 휴가 증가로 2013년 출국자수 6% 증가 예상
- Inbound, 본격적인 성장기 진입. 향후 3년간 국내 입국자수 연평균 성장률 9% 전망
- Out, inbound 성장의 수혜를 받는 여행산업과 항공산업의 비중확대 제시

Investment Point 1: 2013년 출국자수 6% 성장 전망

- 출국자 수요와 밀접한 연관성(상관계수 0.9)을 갖는 명목GDP성장률이 6.7% 증가할 것으로 기대
- 환율의 하향 안정화에 따른 여행비용 부담 완화로 출국자수 증가 예상
- 2013년 추석연휴 및 샌드위치를 포함한 연휴일 수가 32일로 (+11일 YoY) 해외여행수요 촉발

Investment Point 2: Inbound, 본격적인 성장기 진입

- 중국인 입국자수 증가에 힘입어 향후 3년간 국내 입국자수 연평균 성장률 9% 전망
- 향후 연평균 중국인 출국자수(중국 아웃바운드) 12%, 국내 중국인 입국자수 15% 성장 예상
- 한국은 1)쇼핑/놀이시설, 2)한류 확산, 3)Made in Korea 제품 위상 상승 등으로 외국인 유치 지속

여행업(비중확대): The Bigger, the better!

- 저가항공사(LCC) 공급 증가로 여행사에 있어 가장 중요한 항공권 공급이 지속적으로 증가하는 추세
- 매출원가는 LCC 항공 증가에 따른 항공료 감소, 호텔엔에어닷컴을 통한 하드블럭 리스크 축소로 개선되고, 영업비용은 수탁금 ASP(LCC 영향으로 감소 추세)에 따라 지급되는 지급수수료 감소로 수익성 개선도 가능
- 대형 여행사 중심의 성장으로 재편 중. 호텔엔에어닷컴을 통한 바게닝파워 확대, 제로컴(항공사에 정한 불륨인센티브 제도), LCC항공의 대형여행사 의존도 증대로 국내 송출객수 M/S 모두 흡수 중
- 호텔, 2015년까지 승인예정 객실 수 모두 합하여도 공급 부족 지속. 상위 두 업체(하나투어, 모두투어)의 호텔사업 진출은 향후 여행산업의 신 성장동력으로 자리잡을 것
- 여행산업의 수혜를 모두 흡수하고 있는 국내 대형여행사인 하나투어와 모두투어의 커버리지 개시

항공업(비중확대): 하늘밧쟁이

- 원달러환율 하락 및 연휴횟수 증가로 내국인 출국자수 및 외국인 입국자수가 2012년 대비 각각 6%, 9% 증가가 기대됨에 따라 국제선 여객 10% 성장(환승객 포함) 기대
- 미국과 유럽의 경기 침체 우려에도 불구하고 항공화물 수요는 미ISM 제조업지수의 긍정적인 흐름에 따라 회복기조를 보일 것으로 예상
- 원화강세 (2012:1,136원→2013: 1,067원)에 따른 영업비용감소를 통한 수익선 개선이 가능
- 항공업종에 대해 비중확대 의견을 제시하며 대한항공과 아시아나항공의 커버리지 개시

주요 기업 투자 의견

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자 의견	목표주가	현재주가	상승여력	2013E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
하나투어	Buy	82,000	68,600	19.5	3,743	18.3	3.9	25.5	-237
모두투어	Buy	36,000	30,700	17.3	1,709	18.0	3.6	23.5	-93
대한항공	Buy	62,000	45,200	37.2	6,610	6.8	1.0	13.2	9,509
아시아나항공	Buy	7,400	6,080	21.7	743	10.6	1.2	11.6	2,539

자료: LIG투자증권

Investment Points

① 2013년 내국인 출국자 수는 전년대비 6% 성장

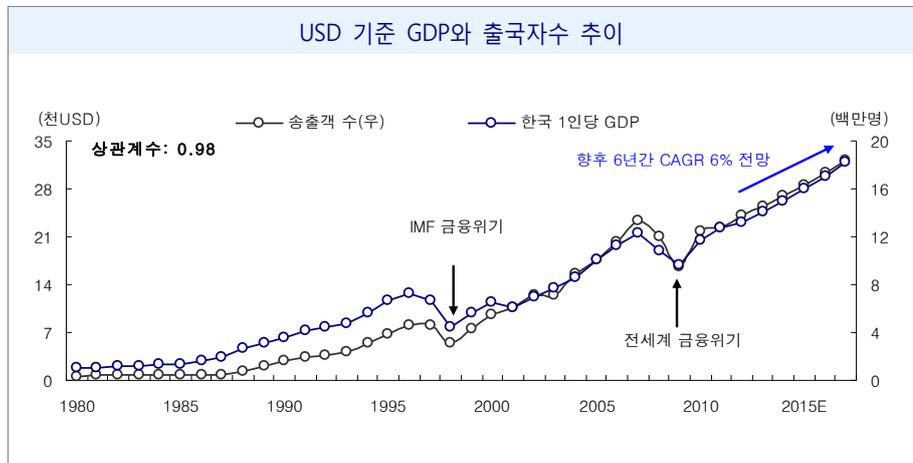
출국자 수 증가요인: 1)GDP성장률, 2)원화강세, 3)여행일수 증가

2013년 출국자수
전년대비 6% 성장

GDP성장률과
출국자수
상관계수=0.98

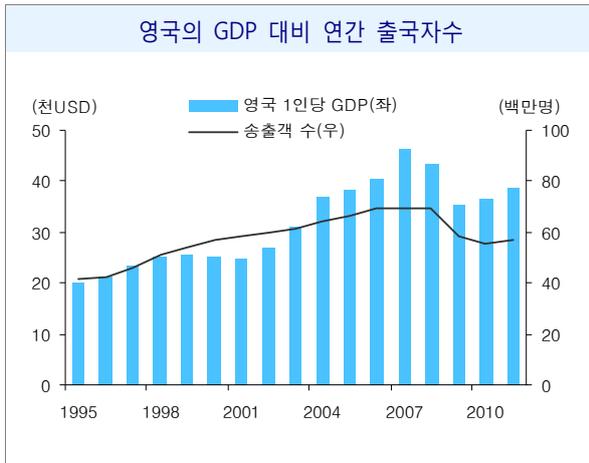
2013년 출국자수는 전년대비 6% 증가한 14.6백만명을 전망한다. 이에 대한 근거는 1)출국자 수요와 밀접한 관계를 맺는 명목GDP 성장률이 6.7% 증가할 것으로 예상되며, 2)출국 수요에 가장 큰 영향을 끼치는 환율의 하향 안정화 가능성이 높고, 3)올해에는 법정 휴일과 연휴횟수가 사상 최대를 기록할 것이기 때문이다.

국내발 출국자 수요는 GDP 성장률과 높은 상관 관계를 가져 밀접한 연관성을 맺는데 이는 경기 수준이 소비자의 심리에 영향을 미쳐 여행 수요를 결정하기 때문이다. 과거 출국자 데이터에 대한 회귀분석 결과 GDP성장률은 출국자 수에 대하여 0.98 상관계수를 나타낸다. 이는 우리나라뿐만 아니라 타국가 역시 밀접한 연관성을 보인다.

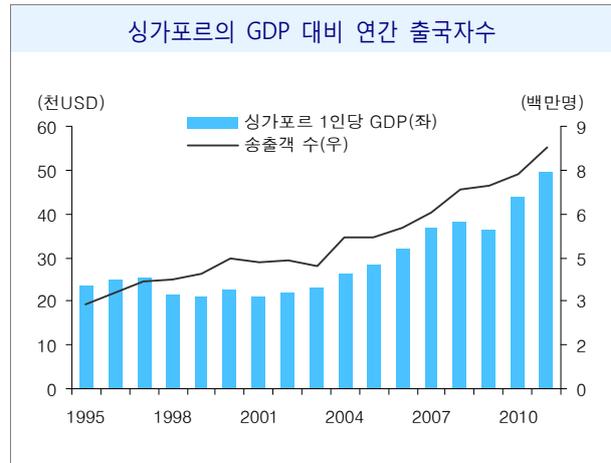


자료: 한국관광공사, IMF, LIG투자증권

여행/항공 | 환익광린, Welcome Abroad!



자료: LIG투자증권



자료: LIG투자증권

인구대비 해외 송출객수는 2012년 27.5% → 2016년 34%

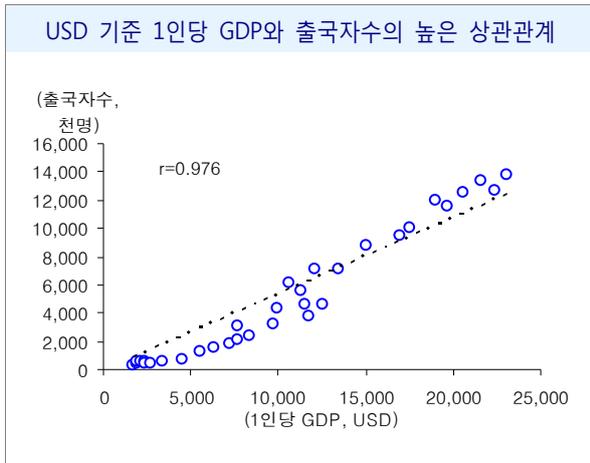
한국의 1인당 GDP는 대만을 추월, 하지만 인구대비 출국자수비율은 Gap이 많은 상황

2011년 기준 우리나라 사람은 전 인구의 약 25.5%가 출국한다. 이 수치는 우리와 1인당 GDP 수치가 비슷한 대만(1인당 GDP 한국:\$22,424 vs 대만:\$20,083)의 40.6% 비율대비 현저히 낮은 수준이다. 한국과 대만은 2011년 기준 인구밀도 (국토면적대비인구비율)가 각각 sq km당 503명, 644명으로 비슷한 수준이고 3면이 바다인 우리와 섬나라인 대만은 지리적으로도 비슷한 요건을 지닌다. 따라서 작은 국토면적으로 인해 국내 관광인프라가 제한적인 한국과 대만은 해외여행에 대한 수요가 높은 편으로 GDP성장률과 더불어 출국자수 또한 늘어나고 있다.

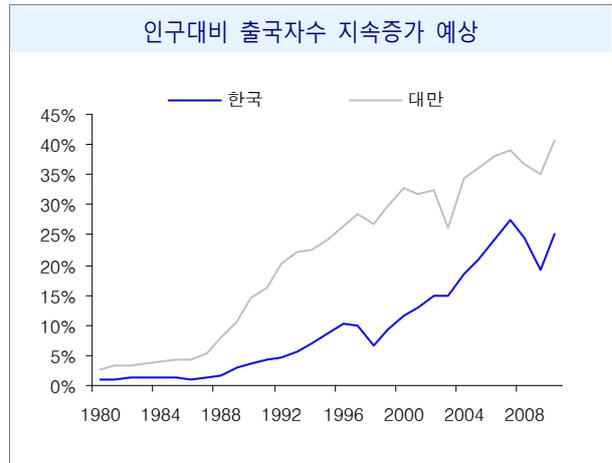
한국은 2005년 이후 대만의 1인당 GDP를 추월하였지만, 2011년 기준 인구대비 출국자수 비율은 대만보다 15.4%p 낮다. 1인당 GDP상승이 현 수준에서 정체되더라도 대만과의 인구대비 출국자수 비율 차이를 고려할 때 출국자수 상승 여력은 충분하다고 판단한다.

2008년 금융위기 이후 미국 비자 간소화로 인해 미국 방문자가 49% 증가하였지만 2011년 일본 지진(3월), 태국 홍수(10월)로 여행 수요가 위축되어 전체 출국자 수 증가율은 1.6%에 그쳤다. 따라서 이러한 자연재해가 발생하지 않는 이상 2013년에는 중국, 일본, 동남아 등지로의 여행객 수요(대만의 관광 수요 비중은 56%)를 중심으로 출국자 비율은 2012년 27.5%에서 2016년 34%까지 확대될 것으로 추정하고 이 기간 동안 출국자 수는 연평균 CAGR 6% 성장할 것으로 전망된다.

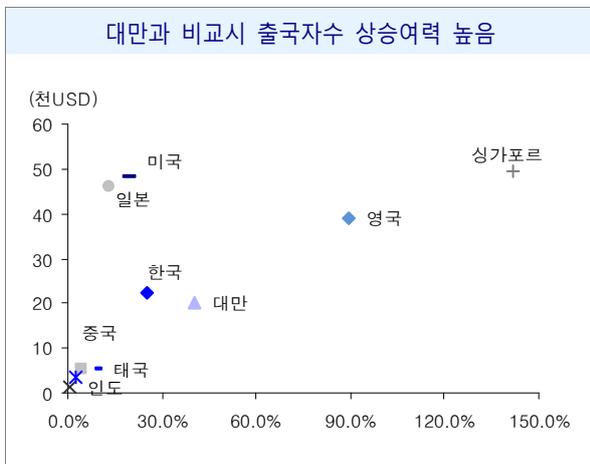
여행/항공 | 환영광린, Welcome Abroad!



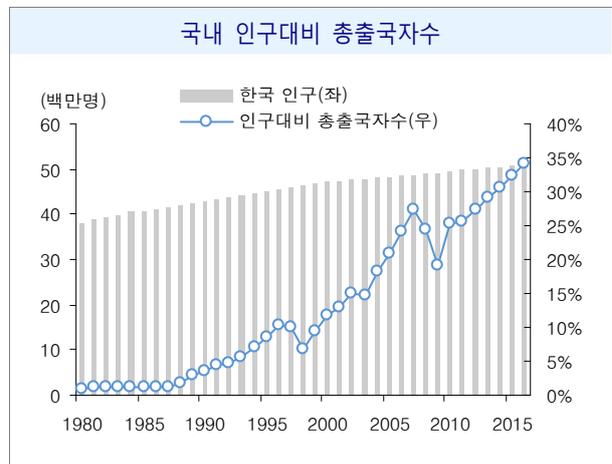
자료: 한국관광공사, IMF, LIG투자증권



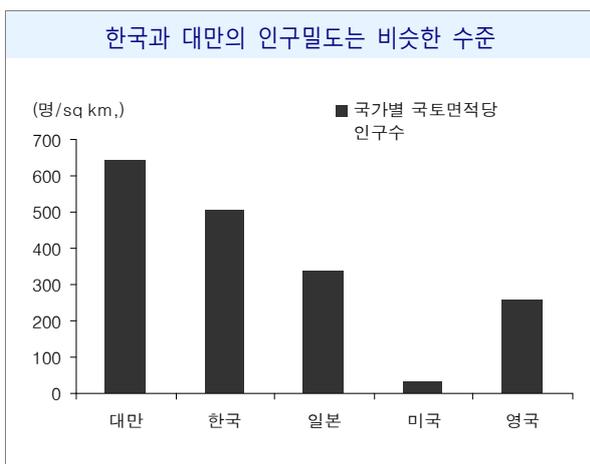
자료: IMF, LIG투자증권



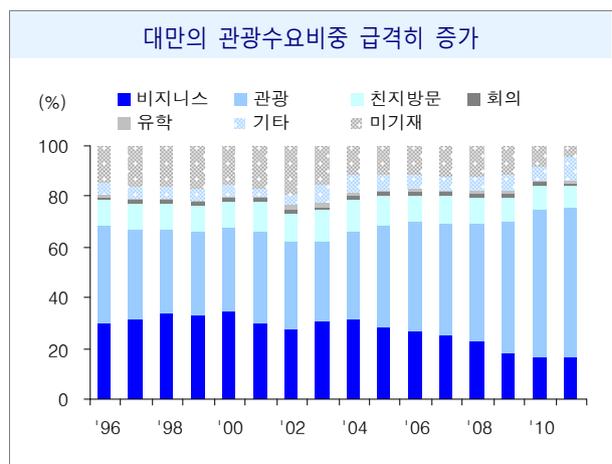
자료: IMF, LIG투자증권



자료: IMF, LIG투자증권



자료: Google, LIG투자증권



자료: LIG투자증권

환율 하락시 여행비용 부담 완화로 출국자수 증가

환율의
하향안정화에 따라
여행객수 증가 기대

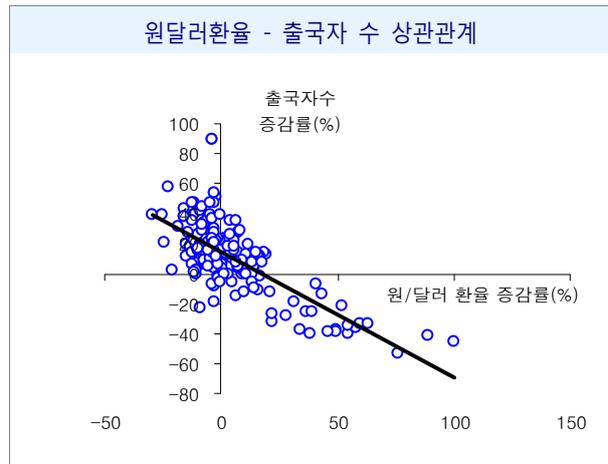
환율 역시 GDP성장률과 함께 해외여행 수요에 영향을 미치는 중요한 요인이다. 해외여행에 따르는 경비는 외화로 지출된다. 따라서 환율의 급상승은 여행객들의 비용 부담으로 이어져 여행 수요를 위축시키지만 환율 하락은 여행객들의 비용 부담 완화로 이어져 여행 수요를 자극시킨다. 그 이유는 여행객이 현지 지출 (교통비, 식비 등) 증가에 대한 부담심리가 출국 수요를 위축시키기 때문이다.

현재 원달러 환율은 강세 흐름을 지속하고 있다. 원달러 환율과 총출국자수 증가율은 역의 상관관계를 보인다 (-0.62, 과거 SARS 기간 제외시) 높은 환율 수준을 기록한 98년도와 09년의 경우 출국자수 역시 각각 32.5%, 20.9% 역 성장하였다. 반면 환율 급등 이후 안정화 시기였던 99년도와 10년도의 경우 출국자수는 전년 동기 대비 각각 41.6%, 31.5% 증가하였다.

2013년에는 원화강세기조가 유지될 것으로 보여 출국자수 증가에 큰 역할을 할 것이다. 당사는 2013년 말 원달러환율이 1,060원을 기록하며 여행 수요에 우호적인 수준이 유지될 것으로 예상한다.



자료: Bloomberg, LIG투자증권



자료: Bloomberg, LIG투자증권

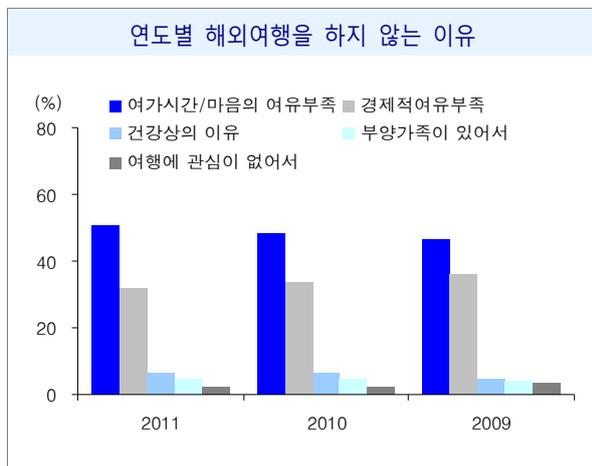
여행을 위한 휴일수 증가

여가시간 확대는
여행출국자수
증가에 크게 기여

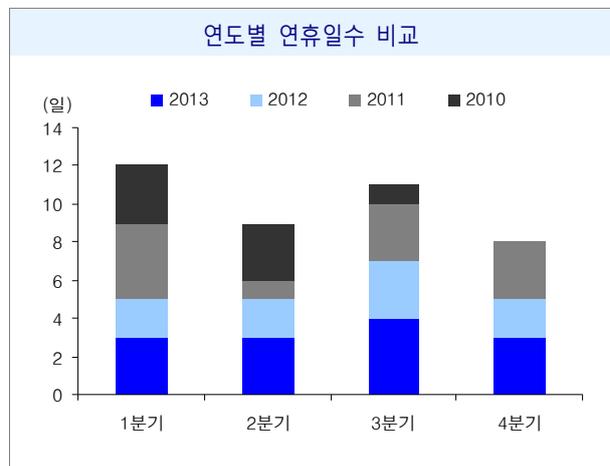
국내 여행 수요에 영향을 미치는 요소는 국내 소득수준, 여행 비용 (환율 변동 효과) 등 여러가지 요인 외에 여행을 갈수 있는 시간 또한 중요한 요소이다. 2011년 국민여행실태조사 보고서에 따르면 국민 중 50%가 해외여행을 하지 않는 주요 이유로 여가시간 및 마음의 여유 부족을 선택했다. 2013년 연간 연휴일수는 2010년 8일, 2011년 11일, 2012년 9일에 이어 2013년에는 12일로 늘어날 전망이다. 휴일 중에서도 금년 추석연휴와 같은 긴 연휴 및 월요일과 금요일에 휴일로 주말에 이어지는 긴 연휴가 해외여행 수요를 촉발하는 요인이다. 특히 이는 단거리 여행뿐만 아니라 장거리 여행 수요를 유발한다. 3분기에는 추석연휴가 주말포함 5일로 샌드위치 포함한 연휴일 수는 2012년 21일 대비 11일 늘어난 32일이 될 전망이며 이는 2013년 여행수요를 이끄는 요소가 될 것으로 보인다. 삼일절(3월 1일, 금) 석가탄신일(5월 17일, 금), 추석연휴(9월 18~20일, 수~금)등 금요일로 끝나는 공휴일이 많아 주말까지 포함하면 최소 3일~5일은 따로 휴가를 내지않고 여행이 가능하다.

대체휴일제는 또
다른 포텐셜

또한 계속적으로 논의되고 있는 대체휴일제 이슈는 여행객 투자 심리에 긍정적으로 작용할 전망이다. 대체휴일제란 공휴일과 주말이 겹칠 경우 평일 가운데 하루(일반적으로 월요일)를 쉬게 하는 제도이다. 아직 시행 여부가 확정된 것은 아니지만, 도입시 여행수요의 추가적인 증가세가 예상된다. 한국문화관광원에 따르면 직장인의 77%가 대체휴가제를 도입해야된다고 생각했으며 도입되었을 때 활용분야로는 관광이 37.5%로 가장 높은 비중을 차지했다.

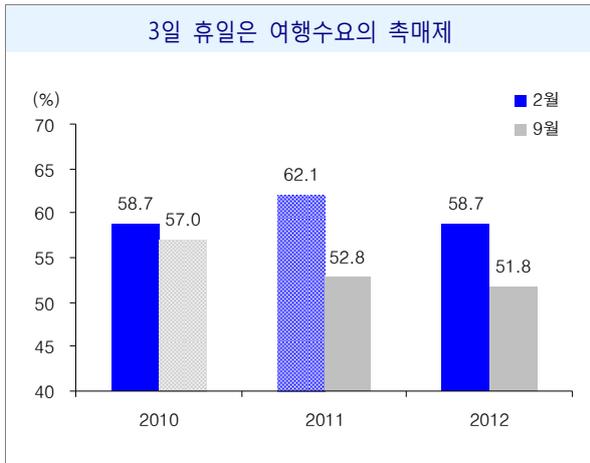


자료: 한국문화관광연구원, LIG투자증권

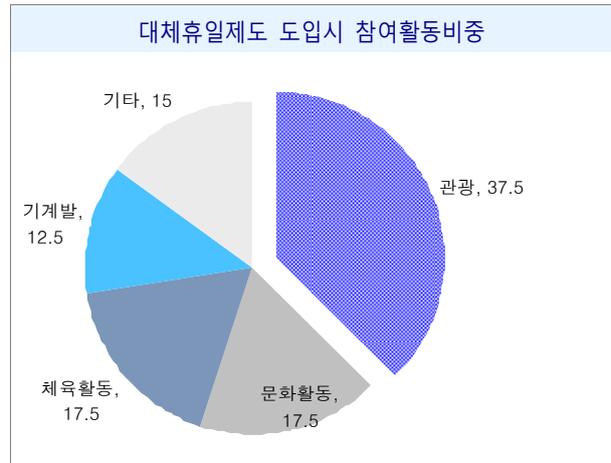


자료: LIG투자증권

여행/항공 | 환영광린, Welcome Abroad!



자료: LIG투자증권



자료: 한국문화관광연구원, LIG투자증권

연휴일 수 비교

	2013		2012		2011		2010	
	휴일수	요일	휴일수	요일	휴일수	요일	휴일수	요일
1월	1	화	2	월, 화			1	금
2월	1	월			3	수, 목, 금	1	월
3월	1	금	1	목	1	화	1	월
4월								
5월	1	금	1	월	2	화, 목	2	수, 금
6월	1	목	1	수	1	월		
7월								
8월	1	목	1	수	1	월		
9월	3	수, 목, 금			2	월, 화	3	화, 수, 목
10월	2	수, 목	2	월, 수	1	월		
11월								
12월	1	수	1	화				
1분기	3		3		4		3	
2분기	2		2		3		2	
3분기	4		1		3		3	
4분기	3		3		1			
합계	12		9		11		8	

자료: LIG투자증권

여행/항공 | 환영광린, Welcome Abroad!

2013년 휴가전략

1월							2월							3월						
S	M	T	W	T	F	S	S	M	T	W	T	F	S	S	M	T	W	T	F	S
		1	2	3	4	5						1	2						1	2
6	7	8	9	10	11	12	3	4	5	6	7	8	9	3	4	5	6	7	8	9
13	14	15	16	17	18	19	10	11	12	13	14	15	16	10	11	12	13	14	15	16
20	21	22	23	24	25	26	17	18	19	20	21	22	23	17	18	19	20	21	22	23
27	28	29	30	31			24	25	26	27	28			24	25	26	27	28	29	30
																				31
4월							5월							6월						
S	M	T	W	T	F	S	S	M	T	W	T	F	S	S	M	T	W	T	F	S
	1	2	3	4	5	6				1	2	3	4							1
7	8	9	10	11	12	13	5	6	7	8	9	10	11	2	3	4	5	6	7	8
14	15	16	17	18	19	20	12	13	14	15	16	17	18	9	10	11	12	13	14	15
21	22	23	24	25	26	27	19	20	21	22	23	24	25	16	17	18	19	20	21	22
28	29	30					26	27	28	29	30	31		23	24	25	26	27	28	29
																				30
7월							8월							9월						
S	M	T	W	T	F	S	S	M	T	W	T	F	S	S	M	T	W	T	F	S
	1	2	3	4	5	6					1	2	3	1	2	3	4	5	6	7
7	8	9	10	11	12	13	4	5	6	7	8	9	10	8	9	10	11	12	13	14
14	15	16	17	18	19	20	11	12	13	14	15	16	17	15	16	17	18	19	20	21
21	22	23	24	25	26	27	18	19	20	21	22	23	24	22	23	24	25	26	27	28
28	29	30	31				25	26	27	28	29	30	31	29	30					
10월							11월							12월						
S	M	T	W	T	F	S	S	M	T	W	T	F	S	S	M	T	W	T	F	S
		1	2	3	4	5						1	2	1	2	3	4	5	6	7
6	7	8	9	10	11	12	3	4	5	6	7	8	9	8	9	10	11	12	13	14
13	14	15	16	17	18	19	10	11	12	13	14	15	16	15	16	17	18	19	20	21
20	21	22	23	24	25	26	17	18	19	20	21	22	23	22	23	24	25	26	27	28
27	28	29	30	31			24	25	26	27	28	29	30	29	30	31				

자료: LIG투자증권

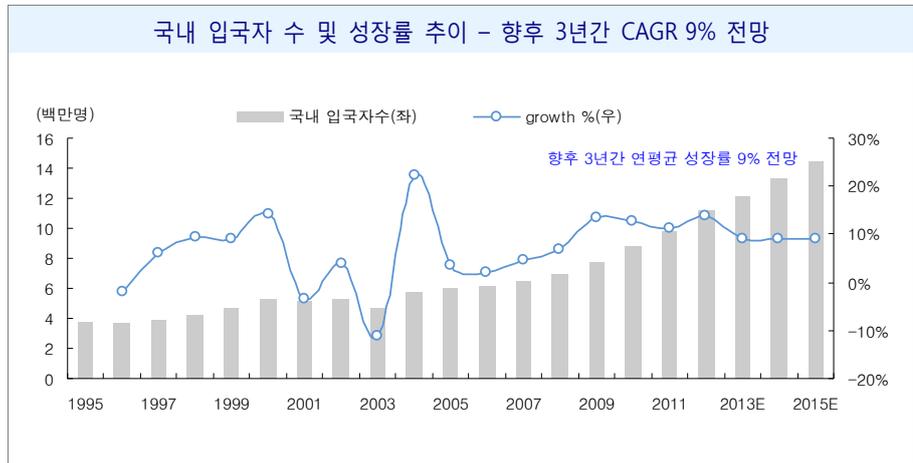
주: 삼일절 (3/1, 금), 설연휴 (2/9~11, 토~월), 석가탄신일 (5/17, 금), 신정 (1/1, 화), 현충일 (6/6, 목), 광복절 (8/15, 목), 개천절 (10/3, 목), 추석 연휴 (9/18~20, 수~금)

② 본격적인 인바운드 성장기 진입

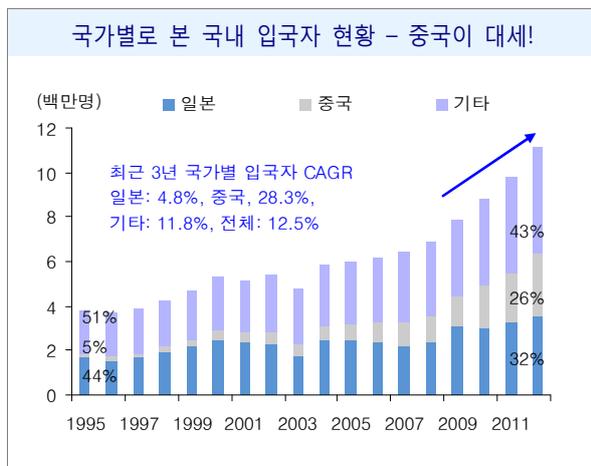
국내 인바운드 성장 현황

향후 국내
인바운드
3년간 CAGR
9% 전망

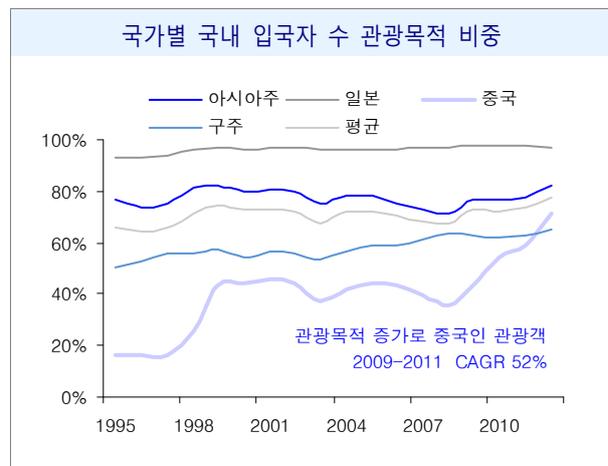
지금까지 아웃바운드가 국내 여행시장을 이끌었다면, 여행시장 중장기 성장의 촉매체는 인바운드가 될 전망이다. 향후 3년간 해외 입국자수 CAGR은 약 9% 전망하며 이는 1인당 GDP 상승과 한류 확산으로 중국인 입국자수가 크게 증가할 것으로 판단함에 기인한다. 최근 3년 중국인 입국자수 CAGR은 28%를 기록했고, 1995년 총 입국자수 중 비중이 5%에 불과하였으나, 2012년에는 26%를 차지했다. 국내 총 입국자수의 관광목적 비중은 평균 70%대로 평이하나, 중국은 관광목적 비중이 급증하고 있어 최근 3년 중국인 관광객수 CAGR은 52%로 국내 인바운드를 이끌어가고 있다.



자료: 한국관광공사, LIG투자증권



자료: 한국관광공사, LIG투자증권



자료: 한국관광공사, LIG투자증권

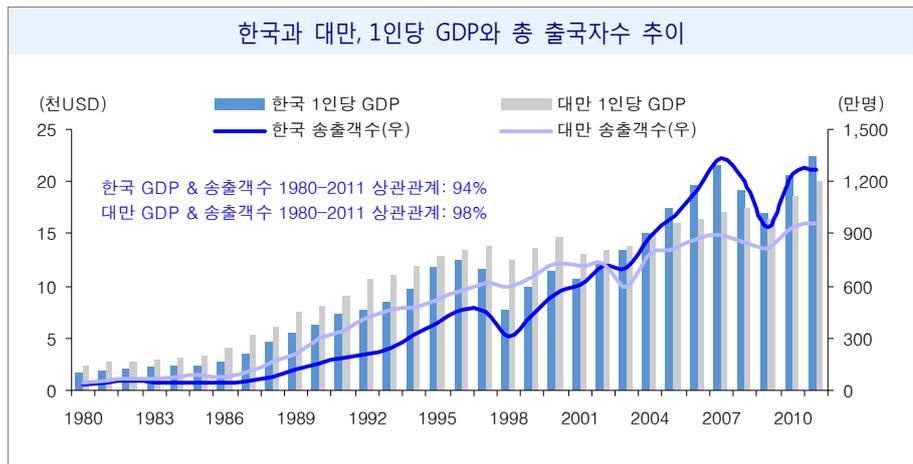
중국의 아웃바운드는 이제부터 시작이다

1인당 GDP,
출국자수 상관관계
깊어

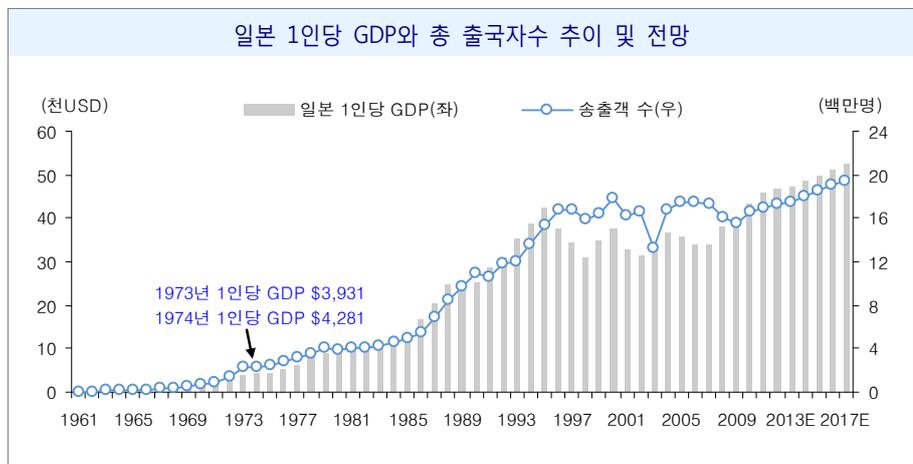
국내의 최근 인바운드 성장은 중국인 관광객이 이끌었다. 중국인 관광객수 1995-2012 연평균 성장률은 29%에 달하며 국내 인바운드의 주 수익인 쇼핑 커미션에서도 절반 이상 기여하고 있다. 최근 보여준 고성장에도 불구하고 중국 내 본격적인 아웃바운드는 지금부터 시작인 것으로 보인다. 국가별 1인당 GDP와 총 출국자수는 민첩하게 비례하며 한국, 대만, 중국, 영국의 1인당 GDP와 총 출국자수의 1980-2011 상관관계는 각각 94%, 98%, 97%, 90%이다. 중국을 비교하기 위해 선정한 국가는 경제성장에 있어 중국보다 약 20년을 앞서가는 한국과 대만, 그리고 이들을 약 10-15년 선형하는 일본이다.

일본: 1인당 GDP
\$4,000대부터 급증

일본인 총 출국자수는 1973-1974년부터 급증하였는데, 이 때 1인당 GDP는 각각 \$3,931, \$4,281이다. 이후, 1974-2000년 총 출국자수 CAGR은 10%에 달했으나, 2000년대부터 금융위기 등의 악재로 성장률은 다소 둔화되고 있다.



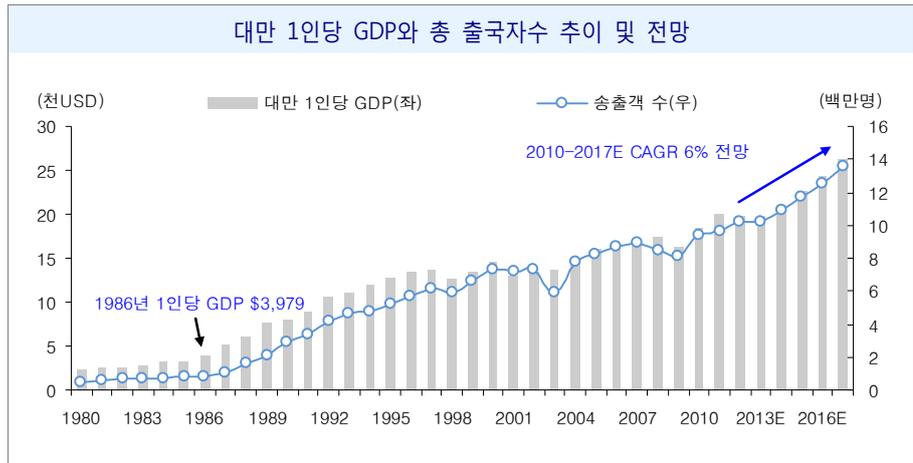
자료: IMF, CEIC, LIG투자증권



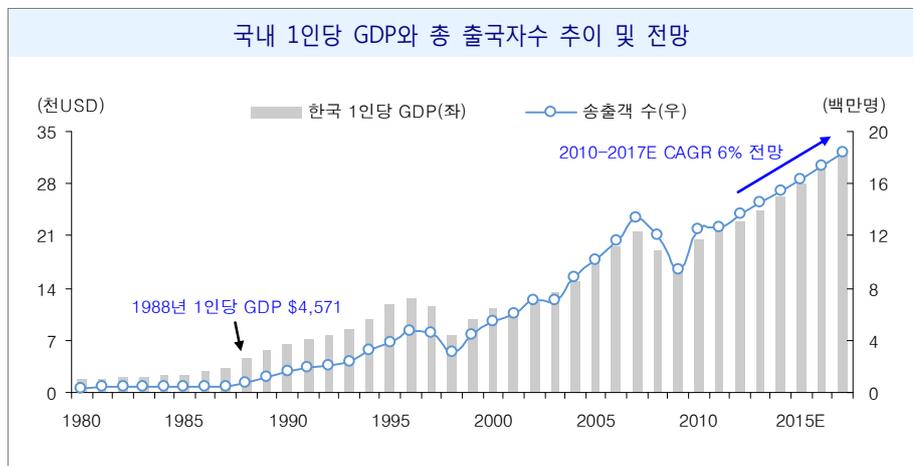
자료: IMF, CEIC, LIG투자증권

대만과 한국,
향후 총 출국자수
2011-2017E
CAGR 6% 전망

대만과 한국의 1인당 GDP \$4,000 시대는 일본보다 각각 13년, 15년 후인 1986년, 1988년에 찾아왔다. 대만은 1986년 1인당 GDP \$3,979를 기록, 총 출국자수 1986-2011 CAGR은 10.4%이며 국내도 대만과 마찬가지로 1988년 1인당 GDP \$4,571 기록, 송출객 수 1988-2011 CAGR 13.3%를 나타냈다. 앞서 말했듯이, 총 출국자수와 1인당 GDP가 민첩하게 비례함에 따라 향후 대만과 국내의 총 출국자수 2011-2017E CAGR은 약 6%로 전망한다.



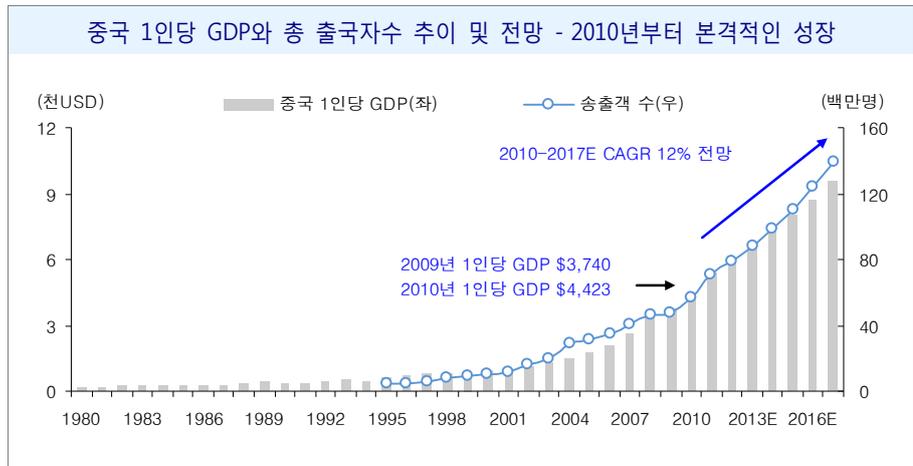
자료: IMF, 한국관광공사, LIG투자증권



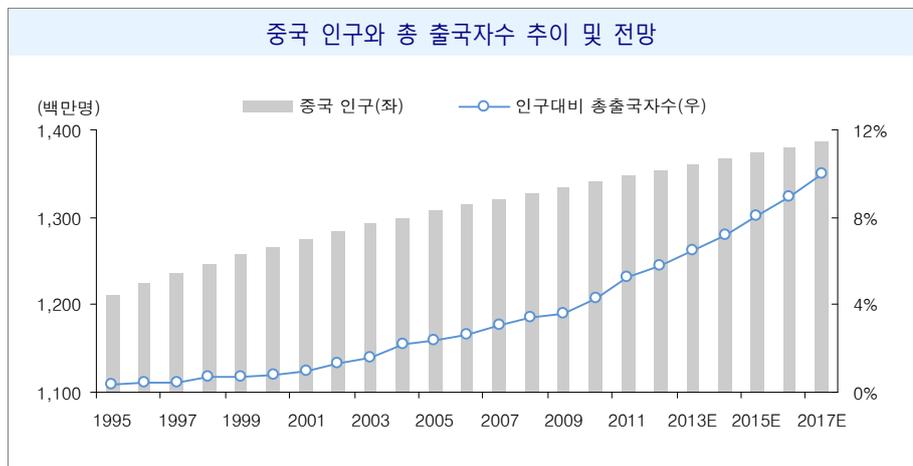
자료: IMF, 한국관광공사, LIG투자증권

중국 아웃바운드는
이제 시작,
향후 12%대
성장 지속

그렇다면 중국은 어디쯤일까? 중국은 한국대비 22년 후인 2010년에 1인당 GDP \$4,423을 넘어서 본격적인 아웃바운드 시장 성장이 시작되었음을 예상케 했다. 중국 아웃바운드 성장은 1인당 GDP 증가에 비례하여 2010-2017E 총 출국자수 CAGR 12% 전망한다. 이제부터 시작된 아웃바운드 성장으로 인구대비 총 출국자수 비중은 4%(2010년 기준)에 불과하나 2017년에는 10%까지 상승할 전망이다. 단순한 1인당 GDP 성장률 외에도 가까운 위치, 지리적 여건, 쇼핑의 편리함 등으로 한국으로 오는 중국인 입국자수 성장률은 전체 성장률을 상회할 가능성이 크다.



자료: IMF, 한국관광공사, LIG투자증권



자료: IMF, 한국관광공사, LIG투자증권

③ 그렇다면 중국인 관광객은 왜, 한국으로 오는가?

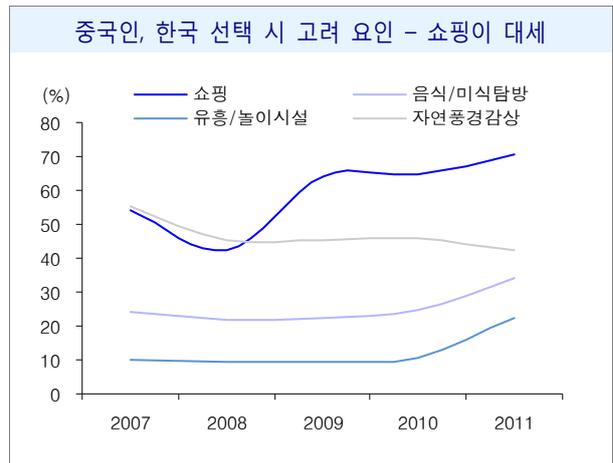
가까워 좋고, 바다봐 좋고, 쇼핑하기 편해 좋고, 놀 거리도 많구나!

- 중국인 관광객,
 1)근접성,
 2)쇼핑의 편리함,
 3)지리적 여건,
 4)유희시설로
 한국을 찾는다

1인당 GDP와 가처분소득이 증가하면 의, 식, 주 외에 콘텐츠 소비, 여가 활동 혹은 타국가로 여행을 즐기러 가기 마련이다. 중국이 그 시작점에 위치하고 있는데, 그렇다면 중국인들이 한국으로 가장 많이 오는 이유는 무엇일까? 그 이유는 1)근접성, 2)쇼핑의 편리함, 3)지리적 여건, 4)유희/놀이시설 등으로 요약할 수 있다. 처음 아웃바운드가 활성화되면 먼 나라로 여행을 가기 보다는 가까운 나라 중 갈만한 여행지를 찾아보기 마련이다. 그 중, 중국은 한 면을 제외한 나머지는 육지로 덮여있어 삼면이 바다로 둘러싸여 있는 한국을 껴안았 가능성이 크다. 더불어, 한국은 쇼핑하기가 편리하고, 카지노 사업, 놀이동산 등도 활성화 되어 있어 더욱 매력적이었을 것으로 분석된다.



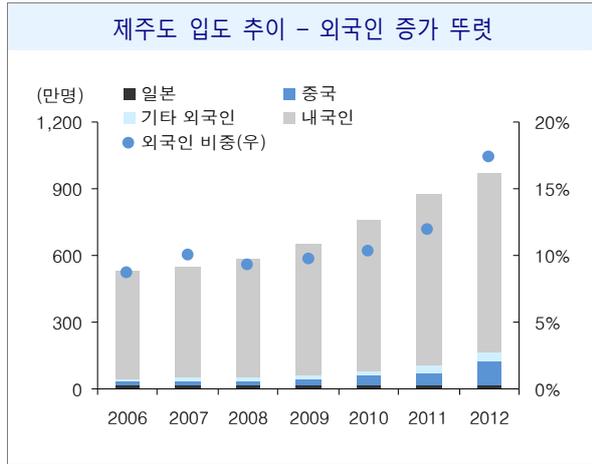
자료: 네이버 지도, LIG투자증권



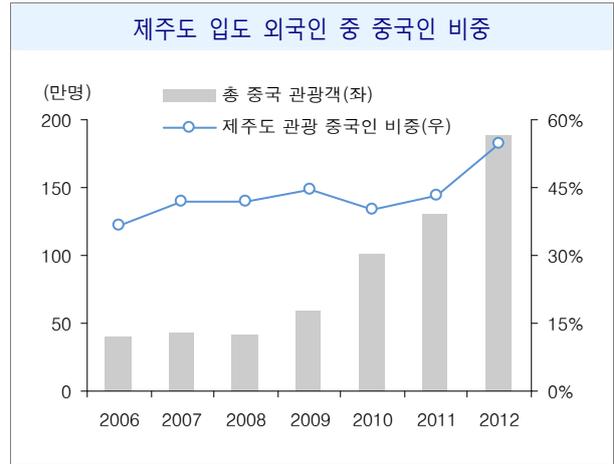
자료: 문화체육관광부, LIG투자증권

중국 관광객 중 절반이 제주도에 들러

따라서, 중국 관광객들은 보통 4박 5일 여행 패키지를 주로 사용하며 쇼핑, 놀이시설 등을 즐길 수 있는 서울에서 이틀, 바다를 쉽게 접할 수 있는 제주도에 이틀을 머무른다. 제주도 입도 통계에 따른 최근 6년 CAGR을 살펴보면 외국인 관광객 20.7%, 내국인 8.7%로 외국인 입도가 빠르게 증가하고 있다. 제주도 입도 외국인 중 중국인 관광객은 절반을 훌쩍 넘어선 65%를 차지하며 한국을 찾은 중국 관광객 중 절반 이상이 제주도를 방문한다.



자료: 제주관광통계, LIG투자증권

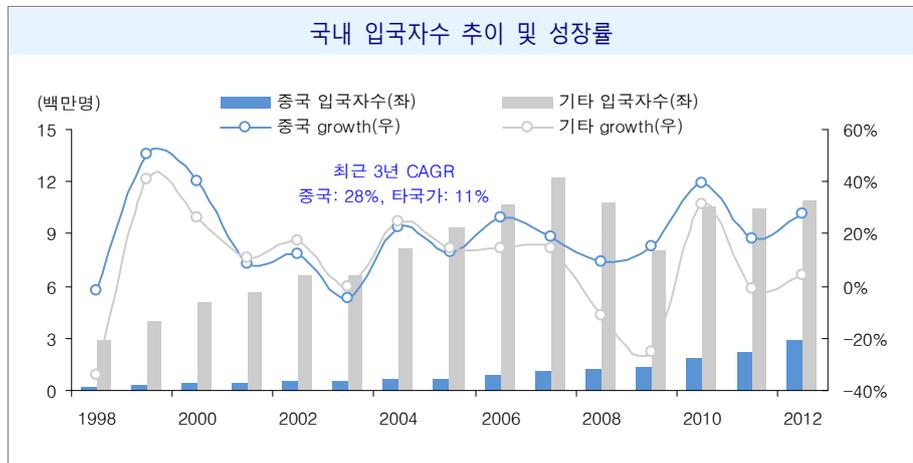


자료: 제주관광통계, LIG투자증권

그럼, 타국가 외래객은 왜 한국을 선택할까?

타국가도 한국 찾는다. 왜?

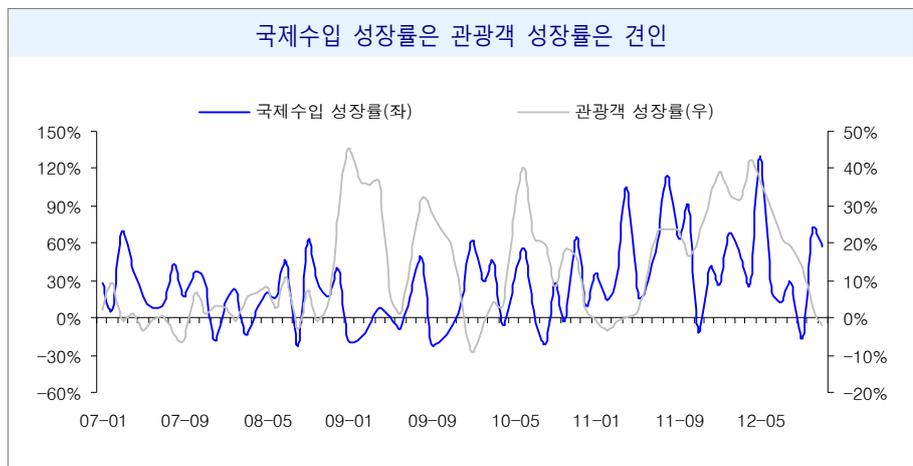
국내 입국자수는 중국만 성장한 것이 아니다. 타국가 입국자수도 최근 3년간 연평균 11% 증가하였다. 그럼, 타국가 외래객은 왜 한국을 찾을까? 여러 가지 이유가 상존하겠지만, 이는 1)음악/영화/방송 등의 콘텐츠 성장, 2)K-pop 관심 급증, 3)made in Korea 제품 위상에 기인한다고 판단한다.



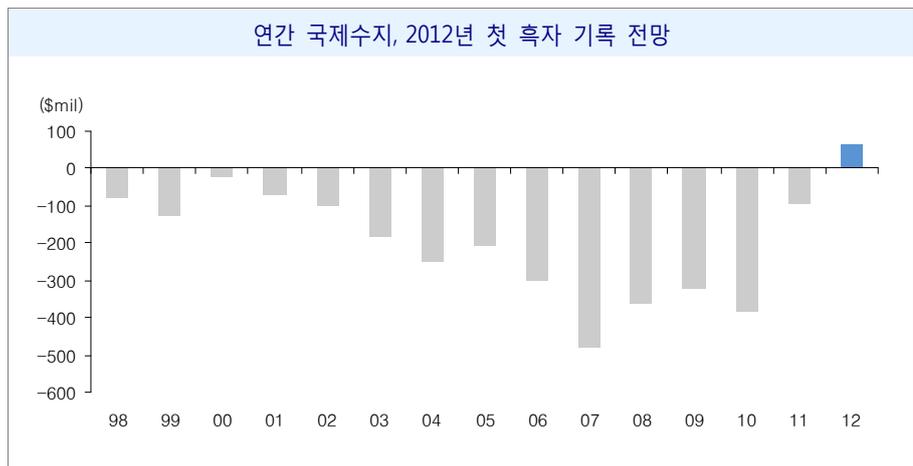
자료: 한국은행, 문화관광부, LIG투자증권

국제수지 성장률은
관광객 성장률을
견인

그 첫 번째 이유는 음악/영화/방송 등의 콘텐츠 성장이다. 한국은행은 국내 음악/영화/방송 등의 콘텐츠를 수출해 외국에서 벌어들인 수익을 뜻하는 음향/영상 서비스 수입을 발표하는데, 실제로 한류&K-pop의 영향으로 국내 음악/영화/방송 등의 콘텐츠가 외국으로 수출 된 후, 한국을 찾는 관광객의 수도 후행하며 증가하는 것으로 나타났다. 2012년에는 싸이의 '강남스타일' 열풍으로 음악/영화/방송 국제수지는 연간 첫 흑자를 기록할 전망이다. 향후 전 세계로의 한류 확산은 대한민국이라는 국가브랜드와 made in Korea 제품 위상 상승 및 한국에 대한 외국인들의 관심 급증으로 이어져 외국인 관광객 유치에 크게 기여할 것으로 판단한다.



자료: 한국은행, 문화관광부, LIG투자증권

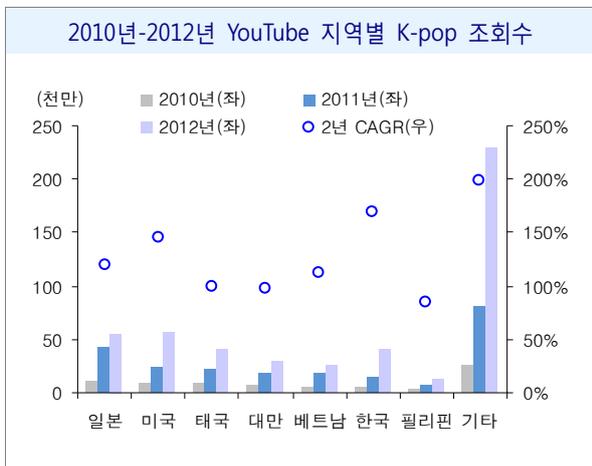


자료: 한국은행, LIG투자증권, 주: 2012년은 3Q12 누적

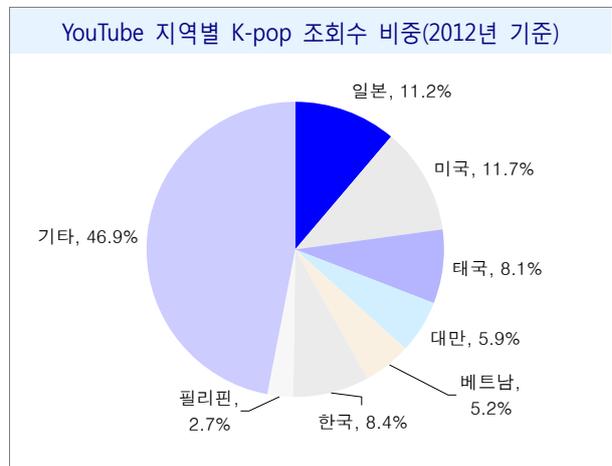
여행/항공 | 환잉광린, Welcome Abroad!



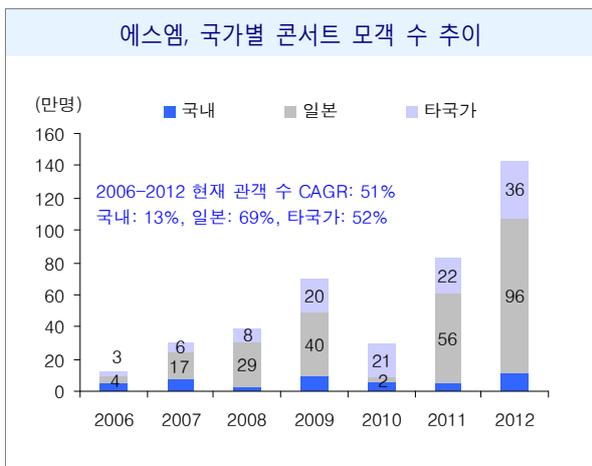
자료: 한국은행, 문화관광부, LIG투자증권



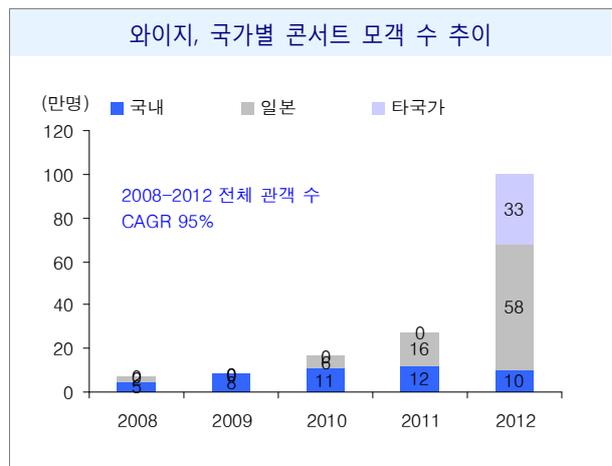
자료: YouTube, LIG투자증권



자료: YouTube, LIG투자증권



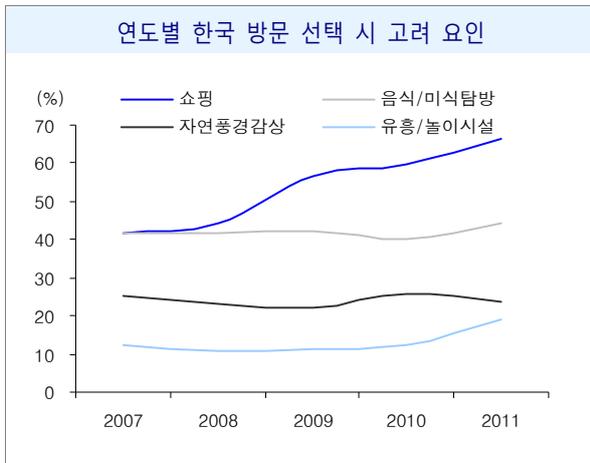
자료: 언론 보도, LIG투자증권



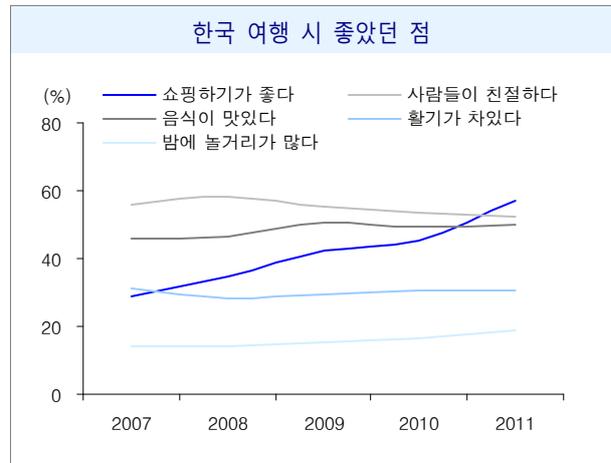
자료: 언론 보도, LIG투자증권

쇼핑, 그 중
화장품이 대세

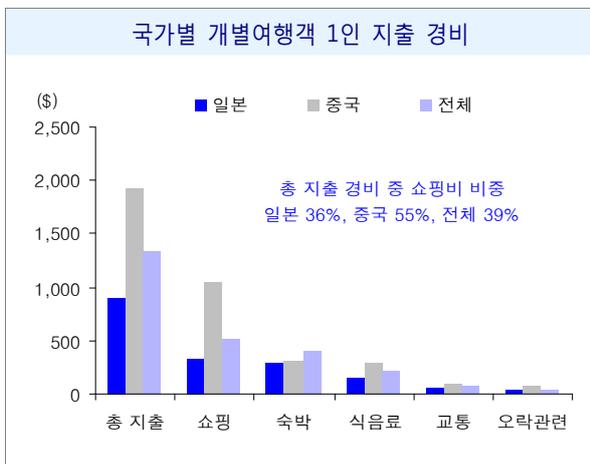
문화체육관광부 ‘2011년 외래관광객 실태조사 보고서’에 따르면 한국 여행 시, 가장 좋았던 활동 1위는 쇼핑으로 조사되었다. 한국을 방문한 이유 중 쇼핑은 빠른 속도로 증가하고 있고, 주요 쇼핑 품목 중에는 화장품이 가장 인기 있는 것으로 나타났다. 이는 저렴한 가격 대비 높은 질, 그리고 한류 영향 확산에 따른 made in Korea 제품 인지도 상승에 기인한다. 화장품은 과거 수입에 의존하여 화장품 품목 무역수지는 1977부터 2003년까지 적자를 기록했으나, 본격적인 한류가 퍼지며 2009년부터는 급격하게 증가하기 시작했다. 2009-2012(11월 누적) 화장품 무역수지 CAGR은 110%에 달한다.



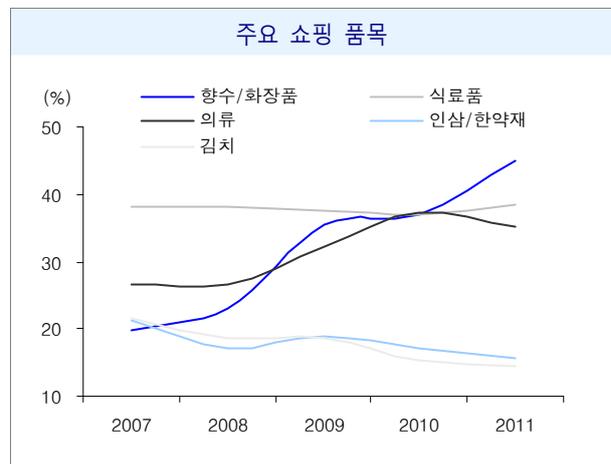
자료: 문화체육관광부, LIG투자증권



자료: 문화체육관광부, LIG투자증권

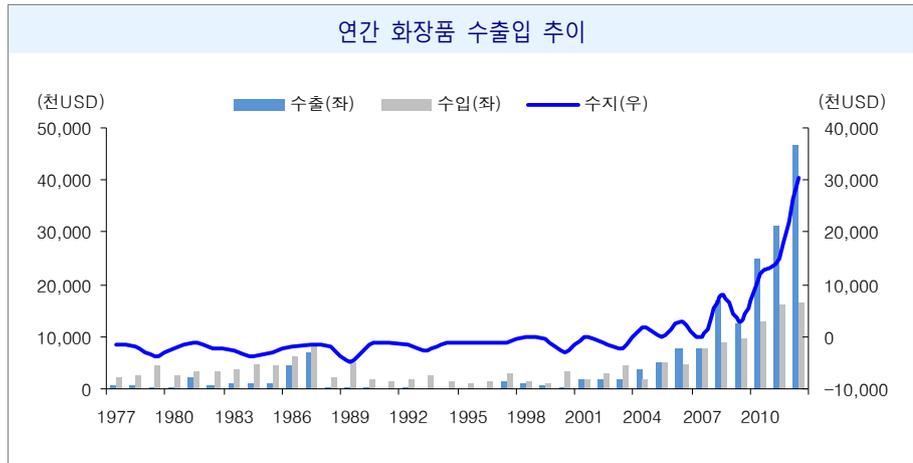


자료: 문화체육관광부, LIG투자증권



자료: 문화체육관광부, LIG투자증권

여행/항공 | 환잉광린, Welcome Abroad!



자료: KITA, LIG투자증권

중국인, 일본인 관광객 쇼핑품목

순위	중국		일본	
	품목	쇼핑비중	품목	쇼핑비중
1위	화장품	86.9%	건어물	80.5%
2위	한약재	61.5%	화장품	75.3%
3위	의류	60.7%	식료품	55.8%
4위	식료품	54.9%	의류	55.8%
5위	건어물	50.8%	김치,장류	50.6%

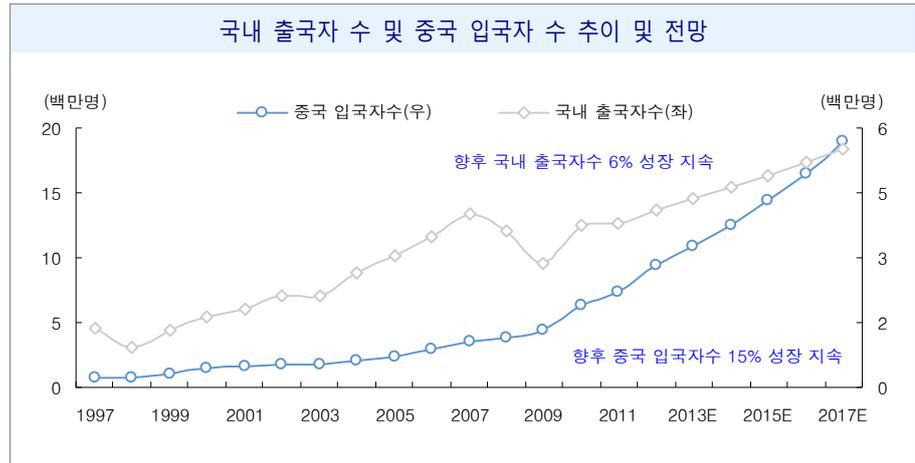
자료: 언론보도, LIG투자증권

인바운드 주 수익은
쇼핑커미션,
볼륨이 커지면
크게 레버리지가
가능한 사업

사실 현재 국내 인바운드 사업은 경쟁이 치열해 티켓만 팔아서 큰 수익을 기대하기 어렵기 때문에 주 수익은 쇼핑 커미션으로부터 발생하고 있다. 쇼핑 커미션은 외국인 관광객을 상대로 쇼핑을 할 수 있도록 도와준 후, 제휴를 맺은 회사로부터 발생한 총 매출액의 일부분을 커미션으로 받는 수익이다. 쇼핑 커미션율은 면세점, 토산품점&인삼, B2B 전문 백화점이 각각 총 매출액 대비 약 5%, 30%, 15%이다. 가이드에게 약 1~2% 커미션을 지급한 후 원가 없이 반영되어 수익성이 매우 높은 비즈니스다. 향후 늘어나는 외국인 관광객 수와 made in Korea 제품 위상 상승에 따라 볼륨이 커지면 크게 레버리지가 가능한 사업이라고 판단한다.

향후 3년간 중국
입국자수 CAGR은
15% 전망

앞서 언급했듯, 1인당 GDP 성장률에 비례하여 살펴보면 중국의 출국자수는 연평균 12% 성장하는 것이나, 국내 중국 입국자수는 연평균 15% 성장할 전망이다. 이는 상위 설명에 해당하는 1)근접성, 2)쇼핑의 편리함, 3)지리적 여건, 4)유희/놀이시설 등으로 중국인 아웃바운드 출국자들이 타국가보다는 국내로 유입될 가능성이 높다고 판단하기 때문이다.



자료: IMF, 한국관광공사, LIG투자증권

여행, 운송 수혜

증가하는 아웃바운드, 인바운드 성장의 수혜를 받는 여행산업, 항공산업의 커버리지를 개시한다. 종목은 하나투어, 모두투어, 아시아나, 대한항공이다.

여행/항공 | 환영광린, Welcome Abroad!



이 페이지는 편집상 공백입니다.

[여행산업]

Part. 1

The bigger, the better!



여행 (비중확대)

The bigger, the better!

- 항공 공급 증가(LCC기여), 협상력 상승, 볼륨 인센티브 도입으로 대형 여행사 중심의 성장으로 재편 중
- 항공료와 하드블럭 리스크 감소, 수탁금 ASP에 따라 지급되는 지급수수료 감소로 수익성 개선 지속
- 절대적인 영향력을 가진 하나투어, 모두투어의 호텔사업/인바운드 사업은 향후 여행산업의 신 성장동력
- 좋은 것 투성이인 여행산업의 수혜를 흡수하고 있는 대형여행사 하나투어와 모두투어의 커버리지 개시

여행사에 있어 가장 중요한 항공 공급 지속 중, LCC(저가항공사)가 크게 기여

- 향후 1인당 GDP 증가 및 우호적인 환율 여건으로 출국자수 6% 성장 전망
- 여행사에게 가장 중요한 것은 항공권 공급 확대. 2006-2007년도 외국항공사의 본격적인 국내 유입으로 여행사 영업이익률은 큰 폭으로 증가함
- 현재는 LCC 공급 증가로 또 다른 여행사 수혜 시점에 도달했다고 판단. LCC 주간 왕복 횟수는 2007년 311번, 2011년 620번으로 굉장히 빠르게 늘어나고 있고, 단거리 여행은 저렴한 LCC 노선을 이용하는 소비자도 증가하며 향후 항공 공급은 늘어나는 여행수요에 맞춰 동반 성장할 것

외형성장 뿐만 아니다. 수익성 개선도 가능한 스토리

- LCC 공급으로 인해 항공료가 감소하고, 호텔엔에어닷컴을 통해 Bargaining Power 확대 및 하드블럭 리스크 축소 영향 등으로 1차적인 매출원가 개선 기대
- LCC 공급 증가로 수탁금(총 매출액)은 성장하였으나 ASP는 지속적인 하락 추세. ASP에 따라 지급되는 지급수수료 감소로 2차적인 영업비용 개선 가능

상위 두 업체 중심으로의 성장 지속, 규모의 경제 시현으로 국내 송출객 수 M/S 흡수 중

- 국내 LCC 중 90% 이상이 좌석을 모두 수용할 수 있는 대형 여행사에게 의존하는 상황
- 제로컴(Zero-Commission) 제도로 시장지배력 강화. 항공사로부터 지급받는 항공권 판매 시, 과거의 커미션 제도와는 달리 볼륨 달성도, 매출 성장률에 따라 인센티브를 지급. 큰 자만이 좌석을 수용할 수 있기 때문에 지인사업이 대부분이었던 작은 여행사가 대형 여행사에게 아웃소싱을 주는 구조로 변환 중. 대형 여행사는 M/S 확대를 지속하며 항공사로부터 인센티브도 받는 선순환 구조 구축

여행산업의 중장기적 성장동력은 인바운드 사업

- 향후 입국자수 9%, 중국인 입국자수 15%로 기여도 가장 클 것. 몰려드는 외국인 대비 2015년 승인 예정 객실 수까지 합해도 호텔은 공급이 부족한 상황

여행산업 수혜 흡수와 인바운드 사업이 기대되는 하나투어와 모두투어의 커버리지 개시

주요 기업 투자이견

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자이견	목표주가	현재주가	상승여력	2013E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
하나투어	Buy	82,000	68,600	19.5	3,743	18.3	3.9	25.5	-237
모두투어	Buy	36,000	30,700	17.3	1,709	18.0	3.6	23.5	-93

자료: LIG투자증권

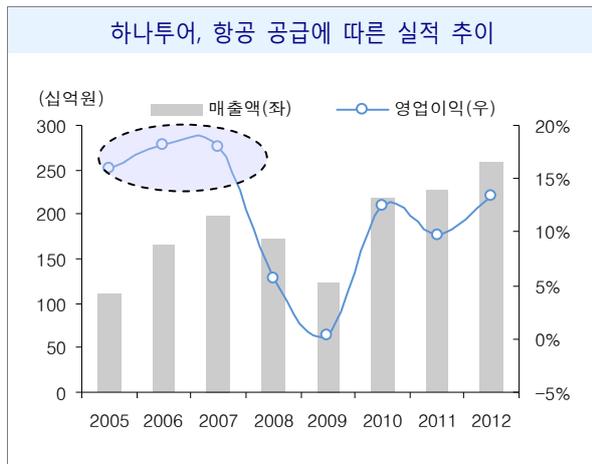
여행산업, 좋은게 더 많다

저가항공사 확대로 항공 공급은 꾸준히 증가

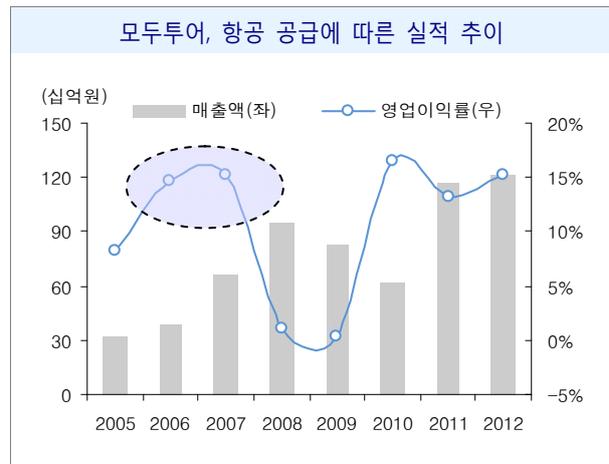
여행사에 가장 중요한 항공 공급 증가 지속

여행사에 있어
항공권 공급은
많으면 많을수록
좋다!

대형 여행사에 있어 가장 중요한 것은 항공권 공급이다. 여행사에서 모객하는 수요가 증가하여도 항공권과 숙박이 없다면 여행은 불가능하기 때문이다. 항공 공급이 증가하면 받은 하드블럭(항공좌석의 대량 확보, 100~200석 가량, 확보 후, 판매하지 못했을 시, 여행사가 리스크를 떠안은 항공 좌석)+소프트블럭(리스크를 떠안지 않는 좌석)들을 저렴한 가격에 공급 받아 고마진 판매가 가능하다. 2006-2007년도가 바로 그런 시기였는데, 이 당시에는 외국항공사가 국내에 본격적으로 유입되어 항공 공급이 급부상 한 시기였다. 여행사가 항공 티켓을 저렴한 원가로 구매해 고마진 상품으로 판매할 수 있었고, 인건비도 현재보다 훨씬 적어 레버리지 효과도 매우 높았다.



자료: Company Data, LIG투자증권

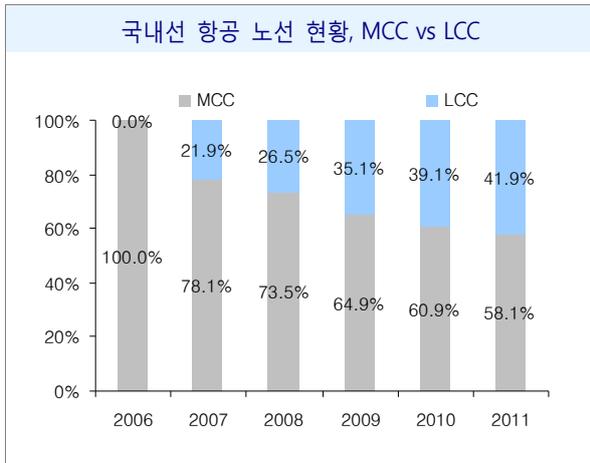


자료: Company Data, LIG투자증권

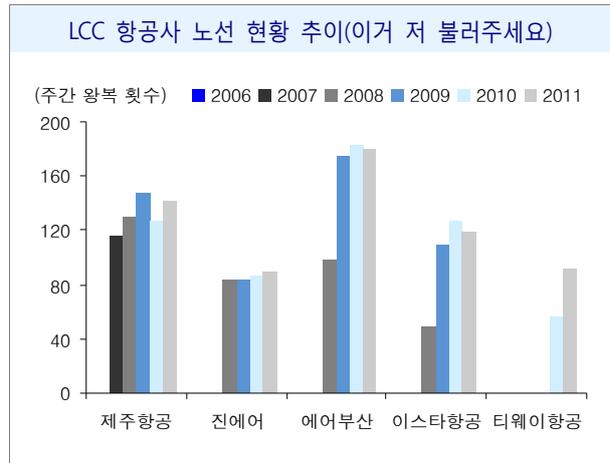
LCC 지속 증가

지금 현재, 여행사가 혜택을 누릴 수 있는 또 다른 시기가 왔다고 판단하는데, 이는 외국항공사 유입에 더불어 LCC(저가항공사) 증가이다. 국내 저가항공사는 2006년부터 활성화되었고, 2007년만 해도 LCC 주간 왕복 횟수가 311번에 불과하였으나, 2011년에는 약 두 배 이상 증가한 620번을 기록하였다. 국내선 LCC 비중도 점진적으로 빠르게 확대되고 있으며 LCC는 저비용으로 티켓을 제공하기 때문에 수익성 강화에도 도움을 주는 항공사이다. 단거리 비행은 저렴한 LCC를 사용하는 소비자 수요도 높아지고 있는 추세이다. 향후 국내 LCC뿐만 아니라 외항사 등의 신규취항 및 노선증편이 지속적으로 쏟아져 나오고 있어 향후 항공 공급은 증가하는 여행 수요에 맞춰 동반 확대될 것으로 예상된다.

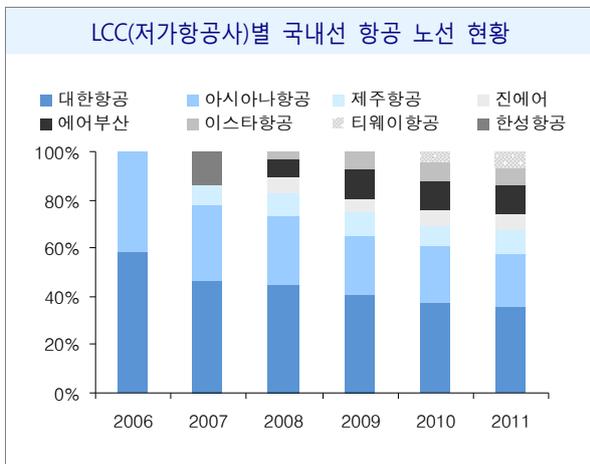
여행 | The bigger, the better!



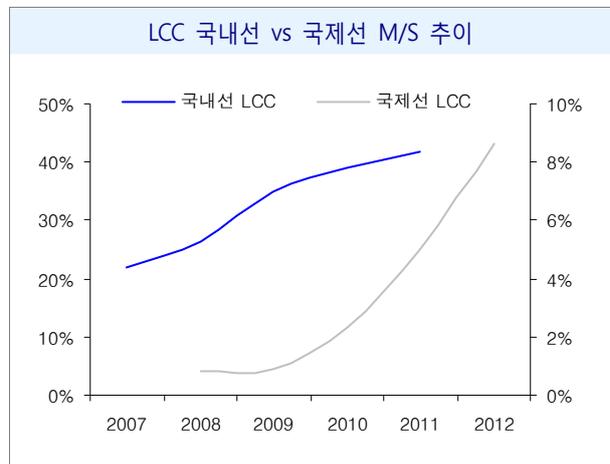
자료: 국토해양부, LIG투자증권



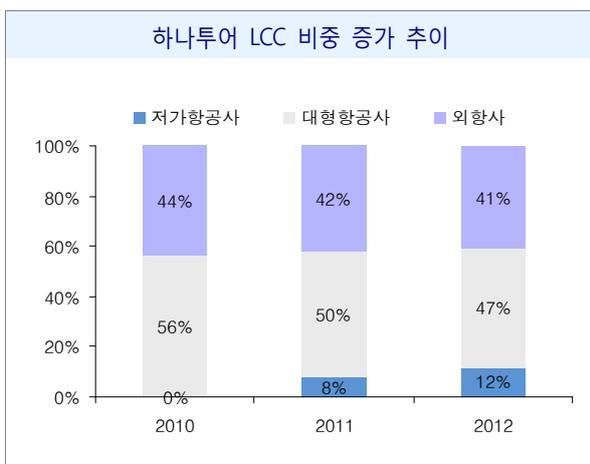
자료: 국토해양부, LIG투자증권



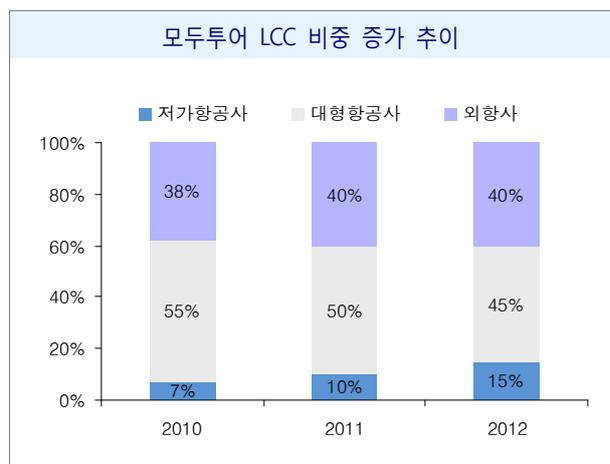
자료: 국토해양부, LIG투자증권



자료: 국토해양부, LIG투자증권



자료: Company Data, LIG투자증권



자료: Company Data, LIG투자증권

여행 | The bigger, the better!

LCC(저가항공사) 신규취항 정리

국내/해외	항공사	신규취항	횟수	시기	비고
국내	제주항공	인천~오사카	주 7회	2009-03-20	
		인천~기타큐슈	주 3회	2009-03-20	
		인천~방콕	주 2회	2009-04-10	
		김포~오사카	주 7회	2009-11-27	
		김포~나고야	주 7회	2010-03-29	
		인천~홍콩	주 3회	2010-10-27	*1/1~3/30까지 김포~제주, 부산~제주 등
		인천~마닐라	주 5회	2010-11-24	국내선에서 총 156편, 공급적으로는 약
		부산~세부	주 2회	2010-11-25	29,000여석 늘릴 계획
		부산~홍콩	주 3회	2011-05-02	
		제주~오사카	주 2회	2011-06-22	* 항공사: 8대 → 12대 증가
		부산~방콕	주 4회	2011-06-30	
		인천~나고야	주 7회	2012-03-23	* 신규노선: 인천~세부 / 인천~괌 / 인천
		인천~후쿠오카	주 7회	2012-03-30	~칭다오 등
		인천~호찌민	주 7회	2012-04-05	
		제주~원저우	주 2회	2012-08-20	
	인천~괌	주 7회	2012-09-27		
	인천~타이위안	5일 간격	2012-12-04		
	제주~닝보	주 2회	2012-12-11		
	에어부산	부산~후쿠오카	주 1회	2010-03-29	
		부산~오사카	주 7회	2010-04-26	
		부산~타이베이	주 7회	2011-01-27	
		부산~세부	주 4회	2011-03-10	
		김포~제주	일 2회	2011-03-28	
		부산~홍콩	주 3회	2011-05-18	
		부산~도쿄(나리타)	주 7회	2011-06-23	
부산~칭다오		주 7회	2012-03-19		
진에어	부산~마카오	주 2회	2012-07-19		
	인천~비엔티안(라오스)	주 2회	2012-03-28		
	제주~타이베이	주 4회	2012-06-06		
	인천~엔타이	주 4회	2012-07-05		
이스타	인천~오사카	주 14회	2012-03-30		
	김포~송산	주 3회	2012-05-01		
타워이항공	김포~송산	주 4회	2012-04-30		
홍콩 드래곤에어	부산~홍콩	주 3회	2007-01-19		
	제주~홍콩	주 4회	2012-05-01		
에어아시아	부산~도쿄(나리타)		2012-11-28	*말레이시아 대표 저가항공사	
	인천~도쿄(나리타)		2012-10-28	*보유 항공기만 116개	
	부산~쿠알라룸푸르		2013	*본격적인 아시아 진출 언급	
일본 피치항공	인천~오사카(간사이)	주 7회	2012-05-08		
	부산~오사카		2013-09-01		
일본 스타플라이어	부산~기타큐슈	주 14회	2012-07-12		
세부퍼시픽	부산~마닐라	주 4회	2011-06-16		
필리핀 제스트	인천~보라카이	주 4회	2009-12-04		

자료: 언론보도 취합 LIG투자증권

여행 | The bigger, the better!

LCC(저가항공사) 노선증편 정리

국내/해외	항공사	취항	증편	시기	비고
국내	제주항공	인천~방콕	주 2회→주 4회	2009-11-03	
		인천~괌	주 7회→주 11회	2012-10-28	
		김포~제주	주 158회→주 162회	2012-10-28	
		부산~제주	주 88회→주 106회	2012-10-28	
		청주~제주	주 28회→주 42회	2012-10-28	
	에어부산	부산~김포	일 18회→일 28회	2009-03-29	
		부산~김포	일 28회→일 30회	2009-06-19	
		부산~제주	일 10회→일 20회	2009-06-19	
		부산~후쿠오카	일 1회→일 2회	2012-11-15	
		부산~오사카	일 1회→일 2회	2012-11-15	
해외	홍콩 드래곤에어	부산~세부	주 4회→주 7회	2012-12-21	
		부산~홍콩	주3회→주4회	2010	
		부산~홍콩	주4회→주5회	2010-05-01	
		부산~홍콩	주5회→주6회	2010-06-02	
		부산~홍콩	주6회→주7회	2010-07-00	

자료: 언론보도 취합 LIG투자증권

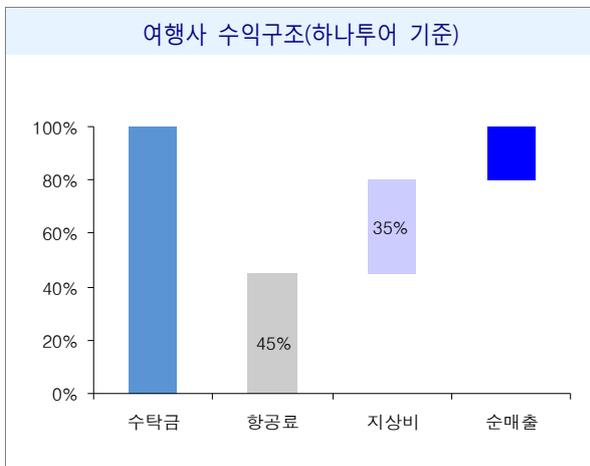
여행 | The bigger, the better!

외형성장 뿐만 아닌 수익성 개선도 기대

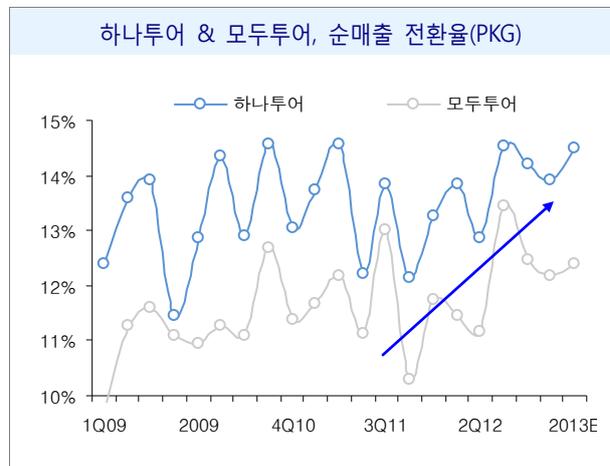
1차 개선: 매출원가 개선은 항공료↓, 하드블록 리스크↓가 핵심

항공료 ↓,
순매출 전환율 ↑

완만한 국내 송출객수 성장뿐만 아니라 수익성 개선도 기대된다. 1차적으로는 항공료 감소, 하드블록 리스크 축소에 따른 매출원가 개선이다. 여행사의 수익 구조(하나투어 기준)를 살펴보면 수탁금(여행상품 가격)이 100만원이면 약 80만원의 비용이 소요되는데, 이 80만원 중 지상비가 35만원, 항공권이 약 45만원이다. 비용을 뺀 후, 약 20만원이 순매출액(영업수익)로 잡히는데, LCC 증가로 인해 항공료가 감소하면 매출원가로 뺀 후 수익으로 잡히는 순매출 전환율이 높아져 1차적인 매출원가 개선이 가능하다.



자료: Company Data, LIG투자증권



자료: Company Data, LIG투자증권

여행 | The bigger, the better!

호텔앤에어닷컴,
규모의 경제실현을
통한 교섭력 강화,
하드블럭
리스크 감소

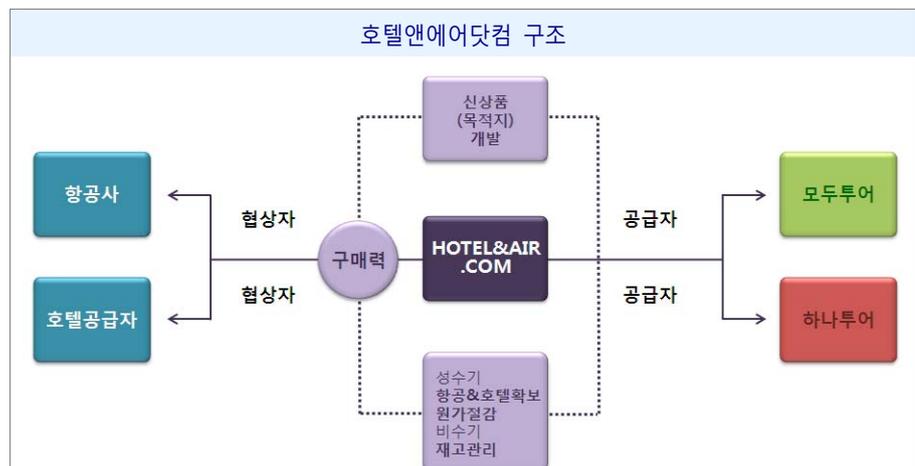
여행사는 항공사로부터 성수기에 과도한 하드블럭(항공좌석의 대량 확보, 100~200석 가량, 리스크를 여행사가 떠 앉는 구조)을 받거나 혹은 비수기 때 수요보다도 더 많은 양의 하드블럭을 소화해야만 했다. 이에 따라 하드블럭을 수용하지 못했을 시, 모든 리스크를 짊어져야 했기 때문에 항공권 확보에 있어 협상력(bargaining power)을 키우기 위해 하나투어와 모두투어는 2011년 7월 호텔앤에어닷컴(하나투어 60%, 모두투어 40%)을 설립했다.

호텔앤에어닷컴은 아시아나와 대한항공을 제외한 모든 항공사로부터 하드블럭 공급받을 시, 리스크를 최소화 하는 역할을 한다. 1) 규모의 경제실현을 통한 bargaining power를 강화시키고, 2) 대량구매와 협상력 강화로 항공권을 낮은 가격에 확보할 수 있으며 3) 서로간의 수요를 미리 체크할 수 있어 전세기 공급 조정에 따른 재고관리 등의 긍정적인 효과가 나타나고 있다. 항공권의 원활한 확보 및 효율적인 재고관리로 2차적인 매출원가 개선을 돕는다.

호텔앤에어닷컴 설립 목적

목적/영향	내용
목적	항공좌석 수급관리에 있어 규모의 경제실현을 통한 교섭력 강화 항공권을 낮은 가격에 확보할 수 있도록 bargaining power 를 키우기 위함 효율적인 재고 관리, 필요로 하는 항공권을 원하는 시기에 원활히 공급 하기 위함
영향	전세기 공급조정에 따른 재고관리 등의 긍정적인 효과 나타나 항공권의 원활한 확보 가능 및 이익률 개선 도와, 영향력 ↑, 수익성 ↑

자료: LIG투자증권



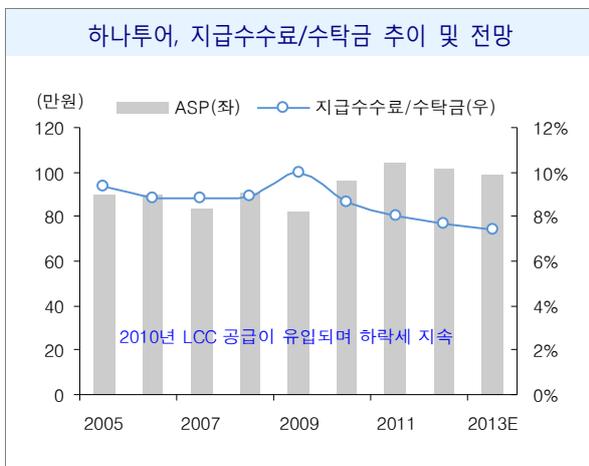
자료: Company Data, LIG투자증권

여행 | The bigger, the better!

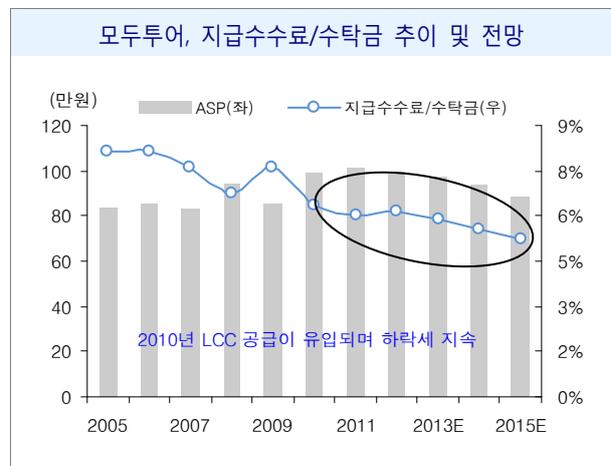
2차 개선: 영업비용(판매관리비) 개선은 지급수수료 ↓가 관건

ASP와 비례하여
지급되는
지급수수료
비용 감소

2차적인 수익성 개선은 영업비용에서 나타난다. 2010년부터 본격적인 LCC가 증가하며 늘어나는 송출객수에 따라 수탁금은 증가하는 반면 낮은 가격으로 인해 ASP는 떨어지는 추세이다. 여기서 중요한 점은 순매출액 비중 약 40% 이상을 차지하는 지급수수료율이 ASP와 비례하여 비용 처리되어 지급수수료율이 낮아진다는 것이다. 수탁금은 증가하지만 LCC 공급 지속에 따른 ASP 감소로 지급수수료율 하락에 따라 하나투어와 모두투어의 지급수수료/수탁금 비율은 2005년 각각 9.4%, 8.1%인 반면 2012년 7.7%, 6%까지 하락했다.



자료: Company Data, LIG투자증권



자료: Company Data, LIG투자증권

LCC증가로 영업이익
성장 지속

따라서, 하나투어와 모두투어는 총 발생한 수탁금에서 2단계에 걸쳐 수익성 개선을 시현하고 있다. LCC 증가로 인한 항공료 감소와 호텔엔에어닷컴을 통해 매출원가 개선이 이루어지고, LCC 증가로 낮아진 ASP에 비례하는 지급수수료가 낮아져 영업비용 개선도 진행 중이다. 향후 LCC 공급은 지속적으로 확대될 것으로 보아 매출성장보다 이익 성장이 더욱 돋보이는 실적은 계속될 것이다.

여행 | The bigger, the better!

상위 두 업체 중심으로 시장 재편 중

LCC(저가항공사) 의존도로 1차적인 M/S 흡수

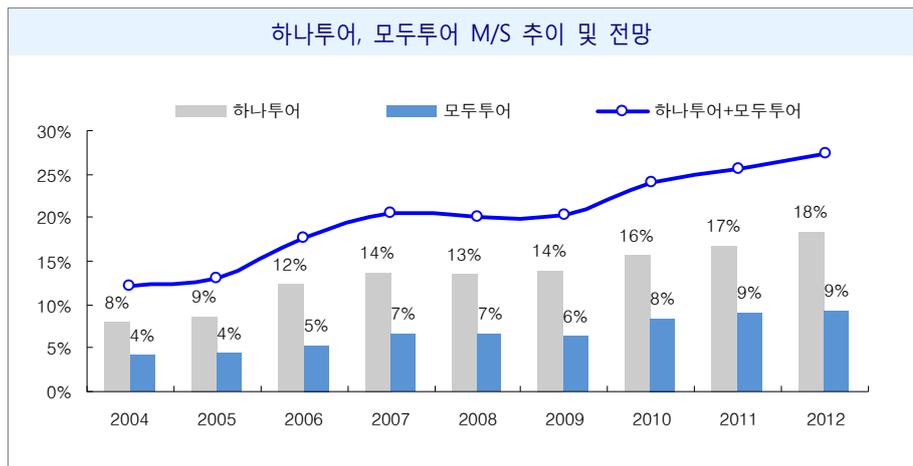
LCC, 우리에게
의존할 수
밖에 없다

하나투어와 모두투어는 외형성장과 이익 개선에 더불어 국내 여행사의 M/S까지 모두 흡수하고 있다. 그 첫 번째 이유도 역시 LCC 공급 증가이다. 국내 LCC 중 90%는 우리에게 의존하고 있는데, 이는 갑자기 늘어난 공급증가에도 불구하고 항공 좌석을 모두 수용해 줄 수 있는 여행사는 국내 대형사인 하나투어와 모두투어뿐이기 때문이다.

제로컴(볼륨 인센티브) 도입으로 2차적인 M/S 흡수

볼륨인센티브 제도
도입으로 M/S
흡수 지속

M/S 흡수의 두 번째 이유는 제로컴(Zero-Commission) 제도 도입이다. 과거에는 항공사로부터 받은 항공권을 판매하면 항공사로부터 커미션 수익이 발생(100만원 티켓을 판매하면 7~8만원 항공권대매수액 커미션 fee를 지급받았음) 하였으나, 약 1.5%를 제외한 대부분의 수익이 대리점 수수료로 지급되어 저마진 비즈니스였다. 하지만, 2010년부터 항공사가 순차적으로 제로커미션 제도를 도입하였는데, 이는 판매 규모, M/S달성도, 매출 성장률에 따라 항공사가 여행사에게 차등 지급하는 볼륨 인센티브이다. 이러한 제도 도입으로 과거에는 티켓만 판매해도 수익이 났지만, 현재는 볼륨 성장이 최우선으로 작용하여 지인사업이 대부분이었던 중소형 여행사가 우리에게 아웃소싱을 줄 수 밖에 없는 구조로 변화하고 있다. 우리는 M/S를 늘리고, 항공사로부터 인센티브 지급이 확대되며 경쟁력이 확보되기 때문에 선순환 구조가 고무적이다.



자료: Company Data, LIG투자증권

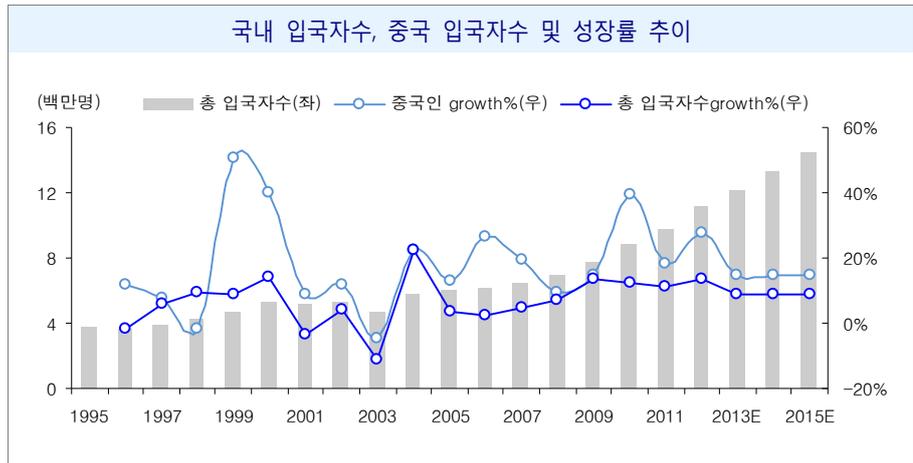
여행 | The bigger, the better!

인바운드, 이제부터 시작이다!

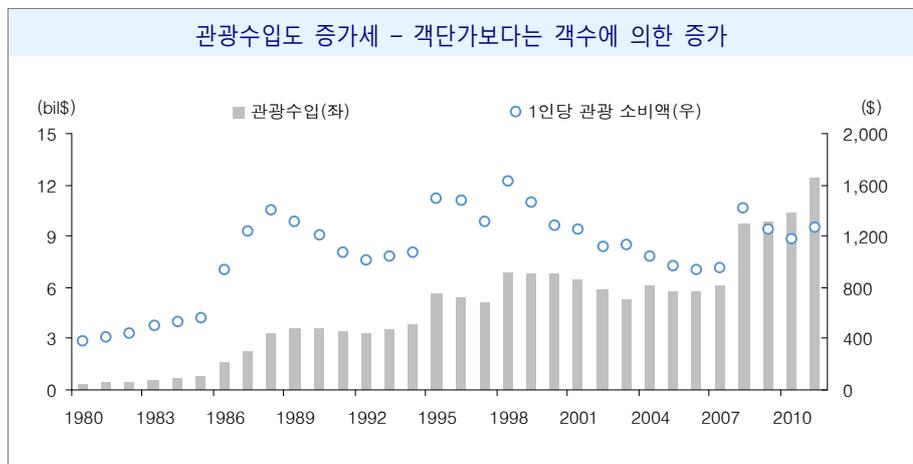
외국인이 몰려온다!

외국인 입국자
꾸준히 성장 지속,
관광수입도 객수에
따라 동반 성장

최근 3년간 외국인 입국자 수는 CAGR 12%로 꾸준히 증가하였고, 그 중 관광목적 비중은 약 70%에 달했으며 관광목적 성장률이 총 성장률을 소폭 상회하였다. 최근 3년 중국인 입국자수 CAGR은 28%로 이는 아직 동부 중산층에만 해당하는 이야기이다. 일본인과 중국인은 총 입국자 중 각각 32%, 26%를 차지하며, 향후에는 2010년부터 본격화된 중국의 아웃바운드 산업 성장과 1인당 GDP 성장률에 힘입어 중국인 관광객이 국내 인바운드 성장을 이끄는 촉매제로 자리잡을 전망이다. 외국인 유입 증가로 최근 3년 관광수입 CAGR은 8%를 기록했으며 이는 객단가가 아닌 객수에 의한 성장으로 나타났다. 향후 중국 소득수준 증가에 따른 객단가 상승도 기대해 볼 수 있는 부분이다.



자료: 한국관광공사, LIG투자증권



자료: 한국관광공사, LIG투자증권

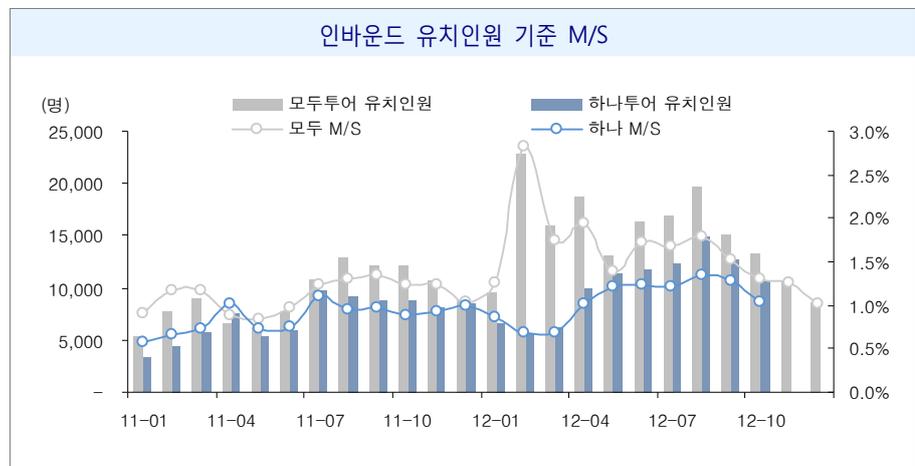
여행 | The bigger, the better!

인바운드 사업 4위 업체, 모두투어, 이제 BEP

뚜렷한 강자가 없는
인바운드 사업

국내 인바운드 1위 업체는 HIS코리아로 일본 인바운드 사업을 주도하는 일본 업체의 자회사이다. 국내 외국인 유치 수(명) 기준 순위는 4위가 모두투어, 10위가 하나투어이고, 외국인 유치 수익(\$ 기준으로는 6위가 모두투어, 15위가 하나투어이다. 인바운드의 가장 중요한 중국인 유치를 보면 모두투어가 1위, 하나투어가 2위를 차지한다.

두 업체의 M/S를 다 합하여도 3%가 넘지 않고, 1위인 HIS코리아도 M/S가 2% 안팎으로 파악되어 국내 인바운드 사업에는 아직 뚜렷한 강자가 없다.



자료: Company Data, LIG투자증권

2012년 중국인 유치 실적(2012년 7월 누적 기준)

항목	인원(명)			외화획득액(\$)			유치 인원 순위		
	2010(7월)	2011	2010	2010(7월)	2011	2010	2012	2011	2010
모두투어인터내셔널	37,378	34,615	31,527	4,880,866	5,884,550	4,700,405	1	2	3
하나투어아이티씨	32,775	39,399	38,802	2,967,784	3,507,599	3,864,268	2	2	2
롯데관광	26,978	42,145	9,124	2,897,000	2,665,000	1,433,242	3	1	17
대원국제여행사	25,479	18,859	5,868	3,454,825	1,009,315	581,225	4	6	29
롯데제이비티	24,207	3,224	186	3,308,897	685,279	102,707	5	52	109

자료: 모두투어, LIG투자증권

사실상 아직은 돈이 되지 않는 인바운드 시장

아직은 돈이 안되는 시장

사실, 현재 인바운드 사업에 대한 수익을 기대하기는 다소 어렵다. 이는, 아직 인바운드 사업은 가격 경쟁이 심해 원가가 비싸고, 중국 아웃바운드 회사의 교섭력이 강하기 때문이다. 이로 인해 중국 여행사로부터 받는 수탁금 대비 지상비는 터무니 없이 작다. 예를 들어 중국 여행사로부터 받는 수탁금은 중국인 1인당 16만원이며 원가인 지상비로는 22만원이 소요된다. 지상비가 터무니 없이 부족하여 중국인들은 호텔비가 저렴한 수원시 호텔을 주로 이용하고 있다. 이럼에도 불구하고 적자인 상황을 대부분 쇼핑/카지노 커미션으로 대체하고 있는 상황이다. 쇼핑 커미션은 외국인 관광객을 상대로 쇼핑을 할 수 있도록 도운 후, 제휴를 맺은 회사로부터 발생한 총 매출액의 일부분을 커미션으로 받는 수익이다. 쇼핑 커미션율은 면세점, 토산품점&인삼, B2B 전문 백화점이 각각 총매출액 대비 약 5%, 30%, 15% 선이다. 가이드에게 약 1~2% 커미션을 지급한 후 원가 없이 반영되어 수익성이 높은 구조임은 확실하나, 쇼핑커미션만 갖고는 인바운드에서의 큰 수익을 기대하기는 어려운 것은 여전히 사실이다. 향후 인바운드 사업을 이끌고 가격 경쟁력을 키우려면 호텔이 필요하다.

인바운드 사업 수익구조

항목	
중국인 1인당 수탁금	16만원
지상비(원가)	22만원
수익	-6만원
쇼핑커미션	8만원
최종 수익	2만원

자료: 모두투어, LIG투자증권

여행 | The bigger, the better!

일본인 감소가 인바운드 성장 발목 잡는다?

중국인 증가,
일본인 감소,
= 수익성 개선

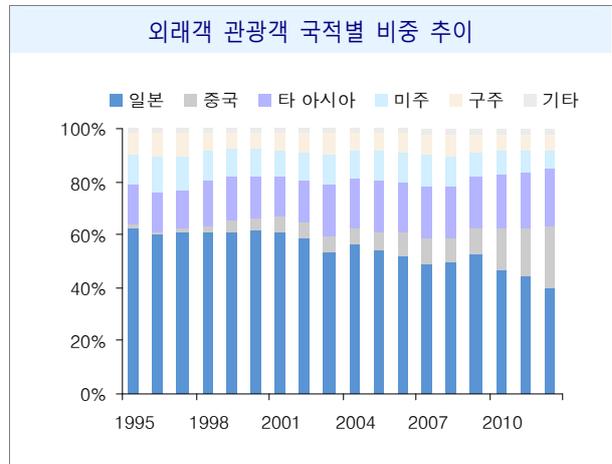
최근 일본인 입국자 감소로 인바운드 성장에 대한 우려가 부각되었다. 2012년 8월부터 시작된 한일관계 악화로 지난 9월부터 일본인 관광객 수가 두 자릿수 이상 감소하고 있는 흐름이다. 일본인 관광객이 국내 총 관광객의 40%를 차지하는 점을 감안하면 국내 인바운드 사업 외형성장에 있어 분명 부정적인 영향을 줄 것이다. 하지만, 인바운드 성장에 있어 긍정적인 시각을 제시하는 이유는 일본인 감소가 외형성장에는 마이너스 역할을 하지만, 향후 수익성에는 분명 플러스 영향을 줄 것으로 전망하기 때문이다.

일본인 고객 대상 사업은 인바운드의 주 수익인 기타수익(쇼핑커미션, 카지노 등)이 창출되지 않는 반면, 중국인은 일본인 대비 쇼핑을 많이 하기 때문에, 기타수익 기여가 월등히 크다. 모두투어 인터내셔널(모두투어 인바운드 사업 영위 자회사)은 중국인 인바운드 1위 사업자에도 불구하고 영업이익은 BEP이고, 작년 기준으로 순이익 8억원(환차손이익)을 기록했다. 당기순이익 약 8억원이었는데, 중국인이 12억원, 일본인이 -4억원 적자를 기록했기 때문이다.

향후 중국인 입국자수 3년 CAGR은 15%, 관광 목적은 더 큰 성장률을 보일 것으로 전망함에 따라 늘어나는 중국인 수에 따라 수익성이 개선될 것으로 전망한다.



자료: 한국관광공사, LIG투자증권



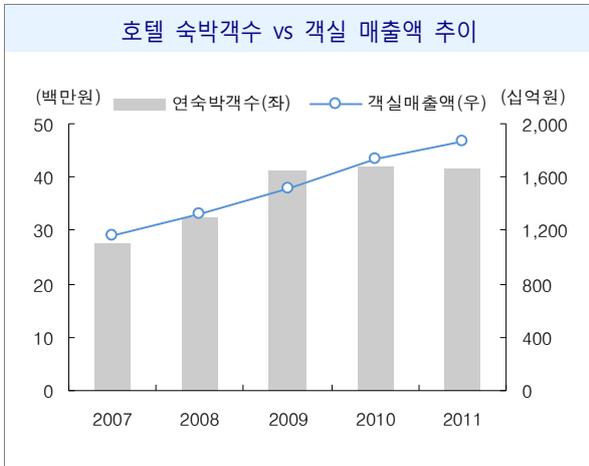
자료: 한국관광공사, LIG투자증권

여행 | The bigger, the better!

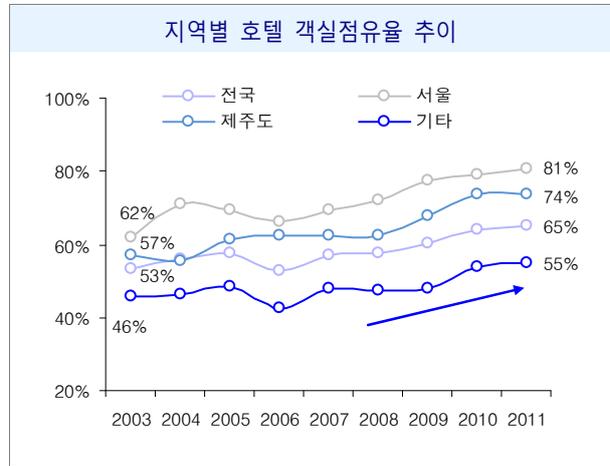
인바운드 사업의 Blue Ocean, 호텔사업!

서울 호텔
객실점유율 81%,
호텔 객실수
증가가 시급

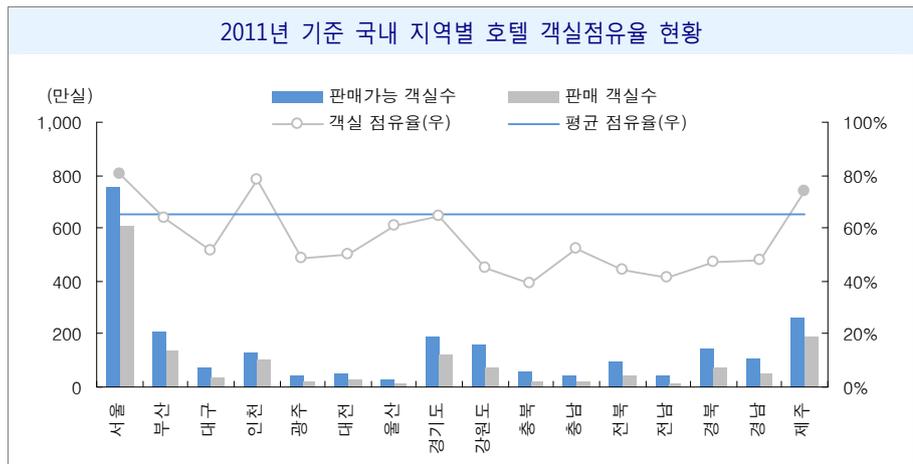
늘어나는 외국인 관광객에 비해 호텔은 턱없이 부족한 상황이다. 객실이 턱없이 부족해 연 숙박객수는 정체되고, 숙박료만 올라가 높은 객실료로 관광 만족도는 낮아지고 있다. 국가별 호텔 1객실당 숙박객 비율로도 한국이 아시아 국가 중 도시지역인 홍콩과 싱가포르를 제외하고 가장 높은 수치를 기록하고 있으며 그마저도 한국만 점차 높아지는 추세이다. 2003년부터 외국인 유입 증가로 지역별 객실점유율이 고르게 상승하였고, 관광객이 가장 많은 서울 지역 객실점유율은 2011년 기준으로 80%를 넘어섰다. 객실점유율이 90%이면 완전 포화수준으로 보아야 하기 때문에 외국인의 지속적인 유치를 위해서는 호텔 객실 수 증가가 시급하다.



자료: KOSIS, LIG투자증권

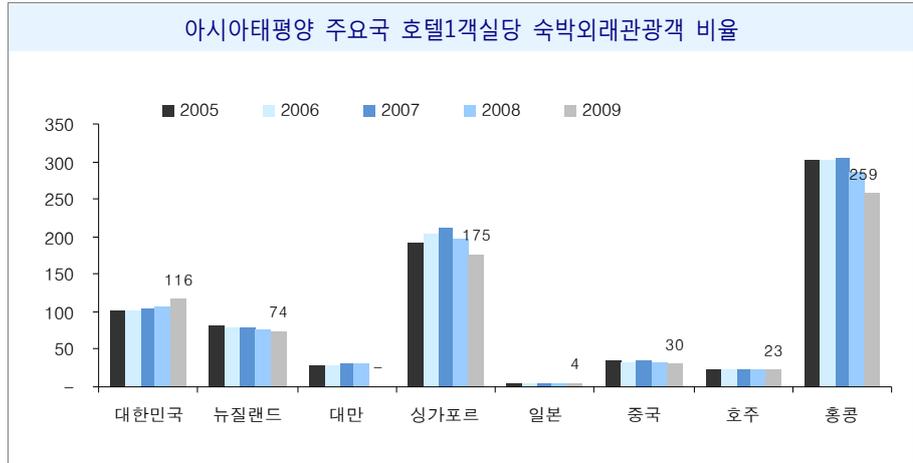


자료: 한국관광지식정보시스템, LIG투자증권



자료: 한국관광지식정보시스템, LIG투자증권

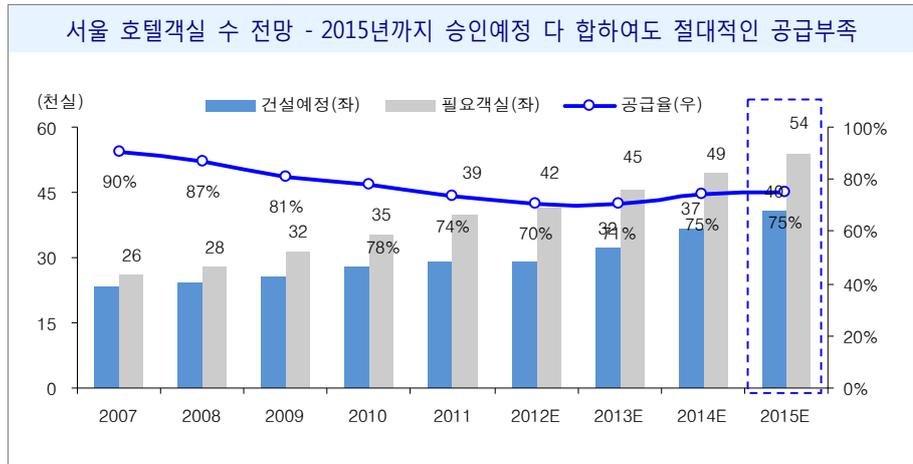
여행 | The bigger, the better!



자료: WEF, 한국관광호텔업협회, LIG투자증권

2015년에도
절대적인 공급부족

당사가 추정하는 외국인 입국자 연평균 성장률 9% 가정 시, 2015년까지 승인 예정 호텔 객실수를 다 합하여도 공급상황은 현재와 크게 다르지 않을 것으로 보인다.



자료: 한국관광지식정보시스템, LIG투자증권

주: 외래객 입국자 수 연평균 9% 가정

지역별 호텔 객실 수 증가 계획

(단위: 실, 년)

구분	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
증가 호텔수	-	32	21	19	12	8	5
증가 객실수	-	4,132	2,762	4,782	3,635	5,008	1,918
공급 객실(전망)	25,160	29,292	32,054	36,836	40,471	45,479	47,397

자료: 언론보도 취합 LIG투자증권

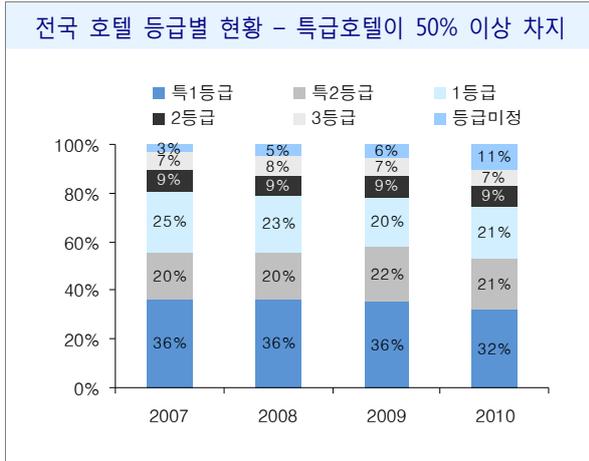
주: 2012년 10월 15일 기준

여행 | The bigger, the better!

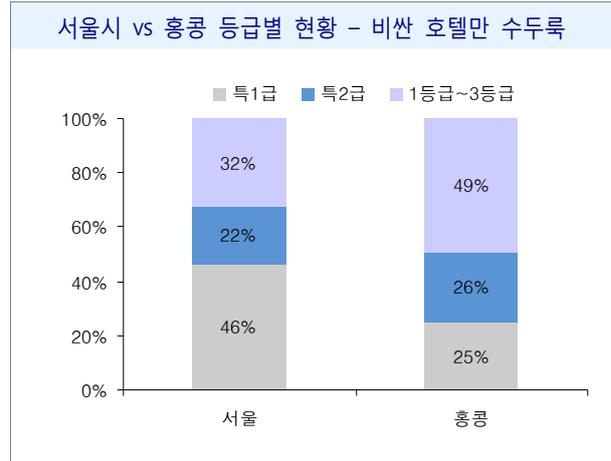
호텔 중에서도 비즈니스 호텔이 더 목마르다

그 중에서도
비즈니스
호텔이 필요

국내 호텔은 절대적으로 가격이 비싼 특급호텔이 절반 이상을 차지하고 있다. 도시지역인 홍콩과 비교해 보아도 현저히 비싼 특급 호텔 비중이 크기 때문에 향후 중국인 관광 수요와 맞지 않는 것으로 판단한다. 비즈니스 호텔 등급은 특 2등급~2등급으로 호텔 중에서도 비즈니스 호텔이 더욱 시급한 상황이다.



자료: KOSIS, LIG투자증권



자료: 언론보도, LIG투자증권

여행 | The bigger, the better!

지역별 호텔 객실 수 증가 계획

(단위: 실, 년)

지역	이름	위치	객실수	완공예정연도	기타
서울	포시즌호텔	종로구	330	2015	광화문 한복판 6성급, 미래에셋자산운용이 운영 확정
	조선호텔호텔	용산구	350	2014	조선호텔이 장기 임차(20년)하여 호텔 운영
	신라스테이	서초구	323	2015	호텔신라의 비즈니스호텔, 특2급
	마포비즈니스호텔	마포구	398	2015	호텔신라 운영
	대림산업 오라관광*	영등포구	260	2014	운영은 계열사인 오라관광
		중구	500		부지 매입
		을지로	200		비즈니스 호텔
	시티호텔(1)	구로구	290	2014	롯데호텔의 비즈니스호텔 2015년 이후 송파구 잠실동 과 부산에 최상급 럭셔리 호텔 개관 추진
	시티호텔(2)	중구	430	2015	
	시티호텔(3)	중구	270	2015	
	세종호텔	중구	359	2013	리모델링
	르와지르 명동	중구	619	2012	명동 밀리오레 건물
	삼윤관광호텔	중구	140	2013	명동 삼윤빌딩 리모델링
	명동 ULM호텔	중구	315		명동 중앙로 M플라자 건물 지상 7~22층
	호텔 나인트리	중구	144	2012	리모델링
	파르나스타워	강남구	138	2016	지하 8층, 지상 28층. 착공예정일 13년 3월
	*	중구	442		업무용 빌딩 골드타워가 호텔로 리모델링
	센터마크호텔(1)	종로구	250	2012	하나투어가 운영
	센터마크호텔(2)	중구	280	2013	
	콘래드호텔	영등포구	434	2012	
호텔 아벤트리	종로구	155	2012		
더 디자이너스	강남구	90	2012	90개의 객실 디자인 모두 달라. 1월 흥대점 오픈 계획	
*	중구	438	2016		
*	동작구	304	2014	옛 중외제약 부지	
인천	홀리데이	인천 송도		2014	2014년 아시안게임 일정에 맞춰 오픈 계획.
부산	파크하얏트	해운대구	269	2013	하얏트 계열 호텔 중 최고급 브랜드. 스위트룸 69개
	신라호텔	해운대구	330	2016	
	콘래드호텔		500	2015	동부산관광단지 콘도미니엄120실
	롯데호텔	중구 중앙동	200		광복동 롯데타운 특급호텔
	마리안호텔	해운대구			해수욕장 주변에 비즈니스 급으로 신축중
	세가사미	해운대구		2016	특급호텔 300실. 비즈니스호텔 470실
	웨스턴조선호텔		770		추진중
	미월드호텔	광안리		2015	2013년 건물 착공
제주	신라스테이	제주시 연동	304	2015	2013년 4월 착공
	롯데시티호텔	제주시 연동	262		

자료: 언론보도 취합 LIG투자증권

주: *는 가명 혹은 지어지지 않음

여행 | The bigger, the better!

인바운드 성장
위해서는 호텔사업
시작해야!

국내 대형사, 호텔사업에 뛰어든다

인바운드 시장이 아웃바운드만큼의 수익을 벌어주기 위해서는 더 많은 외국인 유치, 그리고 가격 경쟁력 확보가 필요하다. 아웃바운드 사업 성공 여부가 항공권 확보라면, 인바운드 사업은 얼마나 많은 외국인을 유치하고, 원가부담 없이 서비스를 제공할 수 있느냐가 관건인 것이다. 더군다나, 호텔의 공급은 부족한 반면, 많은 외국인 관광객을 유치했음에도 불구하고 호텔과 협상하여 대량 객실을 확보할 수 있는 인바운드 전문 업체도 없다.

인바운드 전문 여행사가 외국인 관광객을 유치하고, 단체 물량(객실 수)을 확보할 수 있다면 지상비인 원가를 절감할 수 있기 때문에 가격 경쟁력을 확보할 수 있다. 하지만, 호텔은 외국인 관광객을 상대로 객실 요금을 상승시키기 위해 직접 판매를 원하고 있어 호텔로부터 단체 물량을 받기 위해서는 보증금을 지불해야만 했다. 이에 따라, 하나투어와 모두투어는 안정적으로 호텔을 공급하고 원가 개선에 힘써 인바운드에 필요한 인프라를 구축하기 위해 직접 호텔사업에 뛰어들었다.

하나투어는 2015년까지 1,000객실 확보를 목표로 하고 있고, 2012년 10월 종로 인사동에 중국인과 일본인 관광객을 상대로 한 센터마크 비즈니스 호텔을 오픈했다. 모두투어는 2012년에 제주도 로베로 호텔에 85억원을 투자했으며 제주도 호텔을 소유해 자회사인 모두관광개발에 위탁경영을 맡겼다. 중국인의 절반 이상은 한국 관광 시 바다를 보기 위해 제주도를 들렀다 가기 때문에 향후 중국인 관광객 수도 증가할 것으로 보인다. 모두투어는 두 번째로 2012년 10월에 155객실이 있는 종로 아벤트리 호텔에 지분투자를 하여 지분 13%를 보유 중이다. 데일리 기준으로 50객실은 모두투어가 자유롭게 쓸 수 있는 구조이며 종로 아벤트리 호텔은 2015년까지 아벤트리 10호점까지 늘릴 계획이다.

여행 | The bigger, the better!

하나투어 ITC, 호텔 객실 확보에 대한 실적 추정

(단위: 백만원)

호텔	항목	2012E	2013E	2014E	2015E	
호텔 1호 (인사동)	객실 수	250	250	250	250	
	가동률	65%	85%	90%	90%	
	객단가	120,000	126,000	132,300	138,915	
	영업일 수	50	365	365	365	
호텔 2호 (충무로)	객실 수		270	270	270	
	가동률		65%	85%	90%	
	객단가		120,000	126,000	132,300	
	영업일 수		120	365	365	
호텔 3호 (동대문?)	객실 수			250	250	
	가동률			65%	85%	
	객단가			120,000	126,000	
	영업일 수			120	365	
호텔 4호 미정	객실 수				250	
	가동률				65%	
	객단가				120,000	
	영업일 수				120	
합계	객실 수	250	520	770	1,020	
	가동률		975	12,300	23,760	35,256
	객단가	-878	725	2,125	3,863	
	영업일 수	-848	507	1,553	3,083	
하나투어 ITC (인바운드 전문회사)	매출액	488	7,414	18,327	29,551	
	영업이익	-439	236	1,473	3,007	
	순이익	-424	165	1,064	2,398	
	지분법(1호점만 해당)	-424	342	489	685	

자료: 하나투어, LIG투자증권

주: 1호점, 2호점 모두 연말에 오픈되어 오픈 첫 해 OPM -9%로 가정.

두 번째 해는 OPM 10%, 세 번째 해는 OPM 12%, 네 번째 해는 OPM 15% 가정

아웃바운드 잘해야
인바운드도 잘해!

국내 아웃바운드를 선점한 두 업체의 네트워크와 협상력 강화, 남다른 노하우를 이용한 인바운드 사업 점령도 기대된다.



[기업분석]

- 1 하나투어 (039130KS | BUY 신규 | TP 82,000원 신규)
1인자로서의 입지 강화.....44
- 2 모두투어 (080160KQ | BUY 신규 | TP 36,000원 신규)
아웃바운드 2인자? 인바운드는 내가 1인자!.....48

하나투어 (039130KS | Buy 신규 | TP 82,000원 신규)

1인자로서의 입지 강화

- LCC의 대형 여행사 의존도 확산, 볼륨 인센티브 도입으로 여행사 1위로서 M/S 확대 지속
- 항공료와 하드블럭 리스크, 지급수수료 감소로 수익성 개선 지속 및 인바운드/호텔사업 본격화
- 아웃/인바운드의 성장, 여행산업 재편의 수혜로 동사에 대한 투자의견 BUY 및 목표주가 8.2만원 제시

여행사 1위 업체로서 M/S 확대 지속, 국내 여행산업은 대형사 중심으로 재편 중

- LCC(저가항공사)의 대형 여행사 의존도 확산, 볼륨 인센티브 도입으로 현재 여행산업은 대형사 중심의 성장으로 재편 중
- 타사와의 협업으로 항공사와의 하드블럭 관리에 있어 bargaining power(협상력)도 강화되는 추세
- 하나투어의 M/S는 점진적으로 확대되어 2015년까지 M/S 22.7% 전망

외형성장에 더불어 항공료, 하드블럭 리스크, 지급수수료 감소로 수익성 개선 지속

- 향후 국내 출국자수는 증가하는 1인당 GDP, 우호적인 환율 여건에 맞춰 연평균 6% 성장 전망
- 항공권 증가와 LCC 확대도 여행 수요에 있어 긍정적으로 작용할 것으로 전망
- LCC 증가에 따른 항공료 감소, 호텔엔에어닷컴을 통해 항공 공급에 있어 협상력을 강화시키며, ASP(LCC 기여)에 따라 지급되는 지급수수료를 감소로 수익성 개선은 지속될 것

글로벌 네트워크를 이용하여 마땅한 1인자 없는 인바운드 사업에서도 강자로 거듭날 전망

- 향후 국내 입국자수는 3년 CAGR 9% 전망. 중국인 입국자수 3년 CAGR 15%가 관건
- 몰려드는 외국인 대비 2015년 승인예정 객실 수까지 더하여도 호텔 공급은 절대적으로 부족한 상황
- 국내 아웃바운드 1위 업체로서 그동안 구축해 온 세계 각국의 네트워크를 활용하여 인바운드 사업에서도 입지를 견고히 할 것으로 기대
- 인바운드에 가장 중요한 호텔사업 본격화. 2015년까지 1,000객실 확보로 인바운드 가격 경쟁력을 확보할 예정

아웃/인바운드 성장, 여행산업 재편 수혜로 동사에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 82,000원 제시

- 목표주가는 2013년 EPS에 PER 22배 적용(상승여력 20%). 이는 동사의 3년 평균 PER 수준으로 향후 아웃/인바운드의 성장, 산업 내 경쟁완화, 호텔사업 본격화 기대로 부담스럽지 않다고 판단

Stock Data



경영실적 전망(K-IFRS 연결기준)

결산기(12월)	단위	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	(십억원)	225	268	310	355	410
영업이익	(십억원)	28	24	42	54	72
영업이익률	(%)	12.5	9.0	13.5	15.3	17.5
순이익	(십억원)	25	21	34	44	57
EPS	(원)	2,103	1,812	2,882	3,743	4,884
증감률	(%)	-576.4	-13.8	59.0	29.9	30.5
PER	(배)	20.7	18.9	21.2	18.3	13.7
PBR	(배)	3.9	2.8	4.3	3.9	3.2
ROE	(%)	24.5	17.7	23.6	25.5	27.0
EV/EBITDA	(배)	12.6	8.6	11.2	9.6	6.7
순차입금	(십억원)	-110	-150	-189	-237	-301
부채비율	(%)	106.2	125.3	120.9	112.3	102.7

하나투어 | 1인자로서의 입지 강화

하나투어 실적추이(K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원)

항목	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2012	2013E
영업수익	63.5	47.4	66.4	49.1	63.4	57.7	72.8	64.9	71.8	64.5	83.9	72.8	258.9	293.1
growth %	31.0%	-7.5%	-4.5%	8.8%	-0.2%	31.0%	18.9%	14.9%	13.3%	11.8%	15.1%	12.2%	14.3%	13.2%
항공권	5.8	3.4	3.3	3.0	3.2	2.9	2.9	3.0	2.8	2.4	2.3	2.1	12.0	9.7
growth %	5.9%	-46.1%	-45.4%	-53.5%	-45.7%	-16.1%	-12.3%	-0.6%	-11.2%	-16.0%	-20.7%	-29.4%	-23.4%	-19.2%
sales %	9.2%	7.3%	5.0%	6.1%	5.0%	5.0%	4.0%	4.6%	3.9%	3.8%	2.8%	2.9%	4.6%	3.3%
기획여행	53.1	39.8	58.7	41.1	55.2	48.8	64.6	56.9	63.1	55.0	74.6	66.7	225.6	259.4
growth %	36.5%	6.6%	5.3%	-2.5%	4.0%	22.7%	10.2%	38.4%	14.4%	12.6%	15.3%	17.3%	17.1%	15.0%
sales %	83.5%	83.9%	88.4%	83.8%	87.1%	84.6%	88.8%	87.6%	87.9%	85.2%	88.9%	91.6%	87.1%	88.5%
기타수익	4.6	4.2	4.4	5.0	5.0	6.0	5.3	5.1	5.9	7.1	7.0	4.0	21.4	24.0
growth %	13.3%	-11.7%	-0.5%	-22.7%	8.6%	44.3%	19.6%	2.6%	16.9%	42.3%	32.8%	-21.1%	17.8%	12.3%
sales %	7.3%	8.8%	6.6%	10.1%	7.9%	10.4%	7.2%	7.8%	8.2%	11.1%	8.3%	5.5%	8.3%	8.2%
영업비용	52.8	47.2	56.7	48.1	53.5	52.9	61.3	56.8	59.4	57.9	68.4	63.3	224.4	248.9
growth %	33.6%	7.4%	5.8%	-10.8%	1.3%	12.0%	8.2%	18.0%	19.4%	23.2%	25.8%	11.6%	9.6%	10.9%
margin %	83.1%	99.5%	85.3%	98.1%	84.4%	91.6%	84.1%	87.4%	82.7%	89.6%	81.5%	87.0%	86.7%	84.9%
영업이익	10.7	0.2	9.8	1.0	9.9	4.9	11.6	8.2	12.4	6.7	15.5	9.5	34.5	44.1
growth %	19.6%	-95.0%	-23.2%	-2.8%	-7.7%	208.5%	18.3%	756.9%	25.6%	37.3%	34.0%	16.4%	56.2%	28.0%
margin %	16.9%	0.5%	14.7%	1.9%	15.6%	8.4%	15.9%	12.6%	17.3%	10.4%	18.5%	13.0%	13.3%	15.1%
세전이익	12.1	0.9	9.5	2.2	10.7	6.7	12.5	9.5	13.1	7.4	16.2	10.2	39.4	46.9
growth %	31.7%	-85.1%	-34.9%	-27.2%	-11.8%	665.3%	30.9%	331.2%	22.4%	9.7%	29.6%	6.9%	59.2%	18.9%
margin %	19.1%	1.8%	14.3%	4.5%	16.9%	11.6%	17.1%	14.7%	18.3%	11.4%	19.3%	14.0%	15.2%	16.0%
순이익	9.3	0.2	7.0	3.0	8.2	5.0	9.4	7.3	9.9	5.6	12.2	7.7	29.8	35.4
growth %	37.2%	-95.1%	-36.2%	79.9%	-11.7%	2197.2%	34.7%	138.4%	21.2%	11.8%	29.5%	5.9%	52.8%	18.6%
margin %	14.6%	0.5%	10.5%	6.2%	12.9%	8.6%	12.9%	11.2%	13.8%	8.6%	14.5%	10.6%	11.5%	12.1%
총 출국자수	2,956	2,664	3,206	2,734	3,073	2,917	3,367	3,117	3,258	3,033	3,636	3,295	12,474	13,222
동사 출국자수	494	425	550	473	539	534	608	592	630	601	722	682	2,273	2,634
하나투어 M/S	16.7%	16.0%	17.2%	17.3%	17.5%	18.3%	18.1%	19.0%	19.3%	19.8%	19.9%	20.7%	18.2%	19.9%
수탁금-PKG	364.3	325.7	423.7	339.1	398.3	379.2	444.9	400.5	446.1	417.1	502.7	435.4	1,622.9	1,801.4
수탁금-AIR	100.2	104.3	144.1	113.9	123.4	129.2	168.1	146.2	135.9	139.9	187.1	137.6	566.8	600.5

자료: LIG투자증권

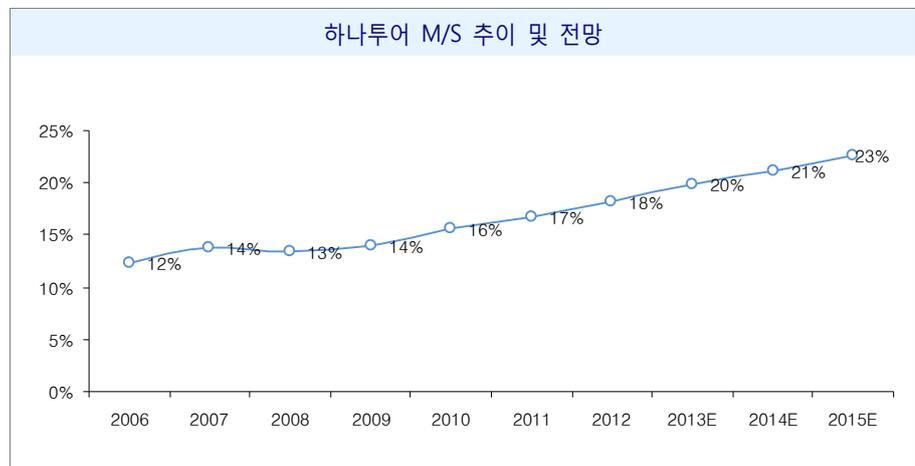
하나투어 | 1인자로서의 입지 강화

하나투어 실적추이(K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

항목	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	267.8	310.1	354.7	410.1
모회사	226.4	258.9	293.1	333.1
자회사	56.4	67.2	79.2	96.4
연결조정	-14.6	-16.0	-17.6	-19.4
순이익	21.5	33.8	43.9	57.4
모회사	19.5	29.8	35.4	45.4
자회사	2.5	4.3	5.8	8.4
EPS	1,847	2,882	3,743	4,884

자료: LIG투자증권



자료: Company Data, LIG투자증권

하나투어 | 1인자로서의 입지 강화

대차대조표

(십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	238	289	350	429
현금및현금성자산	91	119	156	205
매출채권 및 기타채권	43	50	57	66
재고자산	0	0	0	0
비유동자산	58	55	53	53
투자자산	11	13	15	17
유형자산	28	26	25	23
무형자산	9	6	4	2
자산총계	296	343	403	482
유동부채	162	184	209	239
매입채무 및 기타채무	82	95	109	126
단기차입금	14	14	14	14
유동성장기부채	1	0	0	0
비유동부채	3	3	3	3
사채 및 장기차입금	2	2	2	2
부채총계	165	188	212	243
지배기업소유지분	116	140	175	223
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	86	86	86	86
이익잉여금	51	74	109	157
기타자본	-26	-26	-26	-26
비지배지분	15	16	16	17
자본총계	132	156	191	240
총차입금	18	17	17	17
순차입금	-150	-190	-237	-304

현금흐름표

(십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업활동 현금흐름	35	52	61	78
영업에서 창출된 현금흐름	43	58	70	89
이자의 수취	4	5	7	8
이자의 지급	0	0	0	0
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-13	-11	-15	-19
투자활동 현금흐름	-30	-14	-15	-18
유동자산의 감소(증가)	-29	-12	-13	-16
투자자산의 감소(증가)	11	-2	-2	-2
유형자산 감소(증가)	-1	0	0	0
무형자산 감소(증가)	-5	0	0	0
재무활동 현금흐름	6	-10	-10	-10
사채및차입금 증가(감소)	15	0	0	0
자본금및자본잉여금 증감	4	0	0	0
배당금 지급	-11	-10	-10	-10
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	11	28	37	50
기초현금	80	91	119	156
기말현금	91	119	156	205
FCF	34	52	61	78

자료: LIG투자증권

손익계산서

(십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	268	310	355	410
증가율(%)	19.1	15.8	14.4	15.6
매출총이익	268	310	355	410
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	244	268	300	338
기타영업수익	4	0	0	0
기타영업비용	3	0	0	0
영업이익	24	42	54	72
영업이익률(%)	9.0	13.5	15.3	17.5
EBITDA	31	48	58	74
EBITDA M%	11.5	15.3	16.3	18.1
지분법관련손익	0	-1	1	1
금융손익	4	5	5	6
기타영업외손익	-1	0	0	0
세전이익	27	45	60	78
법인세비용	6	11	15	19
당기순이익	21	34	44	59
지배주주순이익	21	34	44	58
지배주주순이익률(%)	8.0	11.1	12.7	14.4
비지배주주순이익	0	0	0	1
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	22	34	45	59
EPS 증가율(% 지배)	-13.8	61.5	31.4	30.7
총이자손익	4	5	5	6
총외화관련손익	-1	0	0	0

주요지표

	2011A	2012E	2013E	2014E
총발행주식수(천주)	11,616	11,616	11,616	11,616
시가총액(십억원)	397	709	777	777
주가(원)	34,200	61,000	66,900	66,900
EPS(원)	1,812	2,882	3,743	4,884
BPS(원)	12,304	14,310	17,177	21,185
DPS(원)	900	900	900	900
PER(X)	18.9	21.2	18.3	13.7
PBR(X)	2.8	4.3	3.9	3.2
EV/EBITDA(X)	8.6	11.2	9.6	6.7
ROE(%)	17.7	23.6	25.5	27.0
ROA(%)	8.2	10.6	11.8	13.1
ROIC(%)	-60.4	-67.5	-63.8	-66.8
배당수익률(%)	2.6	1.5	1.3	1.3
부채비율(%)	125.3	120.9	112.3	102.7
순차입금/자기자본(%)	-113.7	-121.8	-125.6	-127.4
유동비율(%)	147.0	156.2	166.6	177.9
이자보상배율(X)	185.8	N/A	N/A	N/A
총자산회전율	1.0	1.0	1.0	0.9
매출채권 회전율	7.4	6.6	6.6	6.6
재고자산 회전율	1,519.6	815.4	810.8	1,757.1
매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

모두투어 (080160KQ | Buy 신규 | 36,000원 신규)

아웃바운드 2인자? 인바운드는 내가 1인자!

- LCC의 대형 항공사 의존도 확산, 볼륨 인센티브 도입, bargaining power 증가로 M/S 확대 지속
- 항공료와 하드블럭 리스크, 지급수수료 감소로 수익성 개선 지속 및 인바운드/호텔사업 본격화
- 중국인 유치 1위로 뚜렷한 1인자 없는 인바운드 사업 장악할 전망, 투자의견 BUY, 목표주가 36,000원 제시

여행산업, 국내 대형여행사 중심으로 성장으로 재편 중, 완만한 외형성장 기대

- LCC(저가항공사)의 국내 대형여행사 의존도 확산, 항공사의 제로컴(볼륨 인센티브) 도입, 항공사와의 하드블럭 관리에 있어 bargaining power(협상력)도 강화되어 현재 국내 여행산업은 대형사 중심의 성장으로 재편 중. 모두투어 M/S는 점진적으로 확대되어 2015년 12% 전망
- 향후 국내 출국자수는 증가하는 1인당 GDP, 우호적인 환율 여건에 맞춰 연평균 6% 성장 전망. 신규 취항, 노선증편, LCC 확대도 여행 수요에 있어 긍정적으로 작용할 전망

항공료, 하드블럭, 리스크, 지급수수료 감소로 수익성 개선 여력 충분

- LCC 증가에 따른 매출원가 중 약 50% 이상을 차지하는 항공료 감소, 호텔엔에어닷컴을 통한 하드블럭 손실 감소로 매출원가 개선 기대
- 항공권 증가와 LCC 확대에 수탁금(총매출액)은 증가한 반면, LCC 영향으로 ASP는 지속적으로 감소하는 추세. ASP에 따라 지급되는 지급수수료(수탁금의 약 9%) 감소로 비용 개선도 가능

국내 인바운드 4위, 그 중 HOT 한 중국인 유치 1위! 일본인 감소가 걱정?

- 향후 국내 입국자수는 3년 CAGR9% 전망. 그 중 중국인 입국자수 3년 CAGR 15%에 주목
- 단기적으로 일본인 관광객 감소는 우려될 수 있으나, 오히려 수익성 향상 기여할 것
- 30년의 노하우가 갖든 모두투어인터내셔널(인바운드 자회사)의 중국 현지 30개 agency로 뚜렷한 강자가 없는 인바운드 시장을 선점할 전망. 중국인 관광객이 주로 머무르는 서울(아벤트리, 13% 지분 투자)과 제주도(로베로, 100% 인수)에 비즈니스 호텔 보유로 인바운드 가격 경쟁력 확보 기대

아웃/인바운드 성장, 산업 내 경쟁완화로 동사에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 36,000원 제시

- 목표주가는 2013년 EPS에 21배 적용(상승여력 17%). 인바운드 사업 선점(중국인 유치 1위 업체)과 여행산업 수혜 흡수로 과거 2년 평균 PER 18.4배 대비 높은 15% 프리미엄 부여

Stock Data



경영실적 전망(K-IFRS 연결 기준, 2010년은 IFRS 별도)

결산기(12월)	단위	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	(십억원)	117	125	139	157	184
영업이익	(십억원)	19	17	19	26	37
영업이익률	(%)	16.6	13.4	13.9	16.3	20.0
순이익	(십억원)	16	14	18	22	30
EPS	(원)	1,271	1,076	1,399	1,709	2,349
증감률	(%)	1,219.2	N/A	30.1	22.1	37.5
PER	(배)	18.6	14.9	21.5	18.0	12.9
PBR	(배)	4.0	2.5	4.1	3.6	2.9
ROE	(%)	27.6	18.8	22.6	23.5	26.7
EV/EBITDA	(배)	10.7	7.8	15.0	10.9	7.1
순차입금	(십억원)	-81	-65	-77	-93	-117
부채비율	(%)	88.4	84.5	80.6	77.1	72.7

모두투어 | 아웃바운드 2인자? 인바운드는 내가 1인자!

모두투어 실적추이(K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원)

항목	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2012	2013E
영업수익	33.9	25.8	36.3	25.1	32.5	28.5	39.2	33.0	36.5	31.3	45.0	37.1	133.2	149.9
growth %	35.4%	-21%	-0.3%	-14.4%	-4.0%	10.4%	7.8%	31.6%	12.3%	10.0%	14.8%	12.4%	10.0%	12.6%
항공권	5.5	2.7	3.1	2.9	3.1	2.9	3.1	2.8	3.0	2.7	3.1	2.1	11.9	11.0
growth %	11.9%	-50.4%	-48.3%	-55.1%	-43.3%	6.9%	-0.6%	-3.2%	-3.0%	-5.5%	-1.0%	-24.6%	-16.3%	-8.1%
sales %	16.3%	10.5%	8.6%	11.5%	9.6%	10.2%	7.9%	8.5%	8.3%	8.8%	6.8%	5.7%	9.0%	7.3%
기획여행	26.5	21.5	31.5	20.0	27.5	23.9	34.3	27.3	31.3	26.7	39.8	32.6	113.0	130.5
growth %	39.6%	9.7%	8.0%	-5.6%	3.8%	11.0%	9.0%	36.9%	13.8%	11.8%	16.2%	19.3%	13.6%	15.4%
sales %	78.3%	83.4%	86.6%	79.6%	84.6%	83.9%	87.5%	82.8%	85.7%	85.3%	88.6%	87.9%	84.9%	87.0%
기타수익	1.8	1.6	1.7	2.2	1.9	1.7	1.8	2.2	2.2	1.9	2.1	2.4	7.5	8.5
growth %	69.5%	24.6%	35.1%	30.4%	2.4%	7.6%	2.5%	-3.6%	12.9%	10.7%	16.1%	-17.2%	1.7%	2.7%
sales %	5.4%	6.1%	4.8%	8.9%	5.7%	6.0%	4.6%	6.5%	5.9%	6.0%	4.6%	6.4%	5.6%	5.7%
영업비용	25.5	24.1	30.2	24.6	26.7	25.8	31.6	29.3	29.2	27.0	36.6	32.3	113.4	125.1
growth %	25.4%	11.8%	7.5%	-11.1%	4.6%	7.0%	4.8%	19.1%	9.5%	4.7%	15.5%	10.5%	6.8%	10.3%
margin %	75.4%	93.5%	83.1%	98.1%	82.0%	90.7%	80.8%	88.7%	80.0%	86.4%	81.3%	87.1%	85.2%	83.5%
영업이익	8.0	1.7	6.4	0.5	5.9	2.8	7.9	3.7	7.3	4.3	8.4	4.8	20.3	24.8
growth %	71.2%	-63.4%	-21.9%	-72.9%	-26.0%	63.6%	22.2%	678.1%	23.9%	49.7%	7.2%	28.0%	27.0%	21.8%
margin %	23.6%	6.8%	17.7%	1.9%	18.2%	10.0%	20.1%	11.3%	20.0%	13.6%	18.7%	12.9%	15.3%	16.5%
세전이익	8.5	2.5	6.9	0.4	6.5	3.0	8.4	4.1	7.9	4.8	9.0	5.3	22.0	27.1
growth %	63.0%	-45.4%	-20.4%	-84.7%	-23.8%	19.6%	22.1%	1037.8%	21.2%	60.4%	7.4%	31.4%	20.2%	23.2%
margin %	25.2%	9.8%	18.9%	1.4%	20.0%	10.6%	21.4%	12.3%	21.6%	15.5%	20.0%	14.4%	16.5%	18.1%
순이익	6.2	1.9	5.2	0.0	5.1	2.3	6.5	3.2	6.0	3.7	6.8	4.0	17.1	20.5
growth %	56.7%	-46.9%	-20.0%	-100.4%	-18.7%	25.3%	25.3%	흑전	17.8%	57.5%	4.6%	26.2%	28.9%	19.7%
margin %	18.4%	7.2%	14.3%	0.0%	15.6%	8.2%	16.6%	9.9%	16.3%	11.7%	15.1%	10.9%	12.8%	13.6%
총 출국자수	3,228	2,936	3,502	3,027	3,370	3,225	3,700	3,442	3,572	3,354	3,996	3,639	13,737	14,561
동사 출국자수	295	258	311	274	329	284	340	308	377	321	387	369	1,261	1,453
모두투어 M/S	9.1%	8.8%	8.9%	9.1%	9.8%	8.8%	9.2%	9.0%	10.6%	9.6%	9.7%	10.1%	9.2%	10.0%
수탁금-AIR	83	83	96	89	96	87	102	95	106	87	107	104	381	403
수탁금-PKG	212	174	215	185	232	197	238	213	271	234	280	265	881	1,050

자료: LIG투자증권

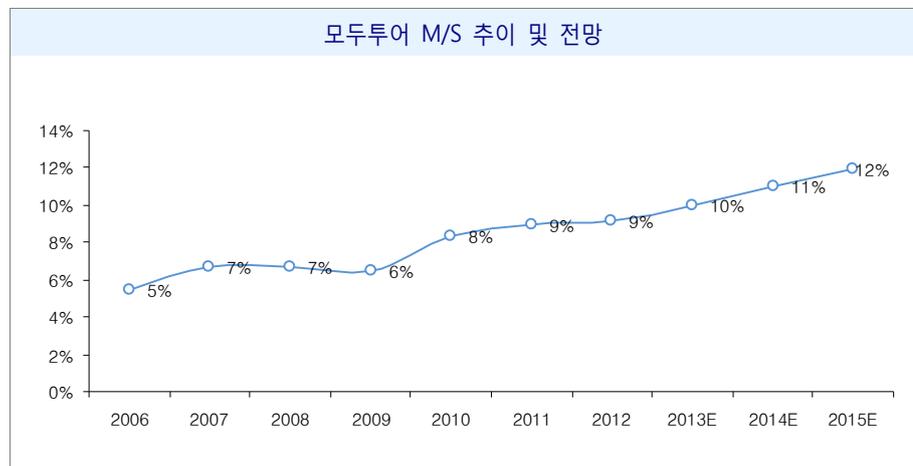
모두투어 | 아웃바운드 2인자? 인바운드는 내가 1인자!

모두투어 실적추이(K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

항목	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	125.0	138.6	157.4	183.7
모회사	121.0	133.2	149.9	174.3
자회사	4.2	5.7	7.7	9.7
연결조정	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
순이익	13.8	18.0	22.0	30.2
모회사	13.3	17.1	20.5	28.0
자회사	0.5	0.9	1.5	2.2
EPS	1,613	1,399	1,709	2,349

자료: LIG투자증권



자료: Company Data, LIG투자증권

모두투어 | 아웃바운드 2인자? 인바운드는 내가 1인자!

대차대조표

(십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	112	125	146	178
현금및현금성자산	28	32	41	56
매출채권 및 기타채권	19	21	24	28
재고자산	0	0	0	0
비유동자산	24	28	32	37
투자자산	16	18	20	23
유형자산	1	3	5	7
무형자산	1	1	1	1
자산총계	136	152	178	216
유동부채	52	58	66	77
매입채무 및 기타채무	35	39	44	52
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	10	11	12	14
사채 및 장기차입금	0	0	0	0
부채총계	62	69	78	91
지배기업소유지분	72	82	98	122
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	30	30	30	30
이익잉여금	46	56	72	96
기타자본	-9	-9	-9	-9
비지배지분	2	2	2	3
자본총계	73	84	100	125
총차입금	13	14	16	19
순차입금	-65	-73	-93	-110

손익계산서

(십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	125	139	157	184
증가율(%)	N/A	11	14	17
매출총이익	125	139	157	184
매출총이익률(%)	100	100	100	100
판매비와 관리비	111	119	132	147
기타영업수익	3	0	0	0
기타영업비용	0	0	0	0
영업이익	17	19	26	37
영업이익률(%)	13	14	16	20
EBITDA	18	20	27	38
EBITDA M%	14	15	17	21
지분법관련손익	0	1	1	1
금융손익	2	2	2	3
기타영업외손익	0	0	0	0
세전이익	19	22	29	41
법인세비용	5	5	7	10
당기순이익	14	16	22	31
지배주주순이익	14	16	22	30
지배주주순이익률(%)	11	12	14	17
비지배주주순이익	0	0	0	1
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	13	16	22	31
EPS 증가율(% 지배)	N/A	19	36	39
총이자손익	2	2	3	3
총외화관련손익	1	0	0	0

현금흐름표

(십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업활동 현금흐름	15	17	26	35
영업에서 창출된 현금흐름	19	22	32	45
이자 수취	2	0	0	0
이자 지급	0	0	0	0
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-6	-5	-7	-10
투자활동 현금흐름	-11	-10	-13	-19
유동자산의 감소(증가)	-50	-5	-7	-10
투자자산의 감소(증가)	-16	-2	-2	-3
유형자산 감소(증가)	-1	-3	-3	-3
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	-5	-3	-4	-1
사채및차입금 증가(감소)	13	1	2	3
자본금및자본잉여금 증감	35	0	0	0
배당금 지급	-5	-5	-5	-5
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-1	4	9	15
기초현금	29	28	32	41
기말현금	28	32	41	56
FCF	14	14	23	32

주요지표

	2011A	2012E	2013E	2014E
총발행주식수(천주)	8,400	12,600	12,600	12,600
시가총액(십억원)	202	379	382	382
주가(원)	16,080	30,100	30,300	30,300
EPS(원)	1,076	1,276	1,709	2,349
BPS(원)	6,344	7,135	8,387	10,310
DPS(원)	500	500	500	500
PER(X)	14.9	23.6	18.0	12.9
PBR(X)	2.5	4.2	3.6	2.9
EV/EBITDA(X)	7.8	15.2	11.1	7.3
ROE(%)	18.8	20.9	23.5	27.5
ROA(%)	10.2	11.4	13.5	15.7
ROIC(%)	N/A	-457.6	-448.2	-518.3
배당수익률(%)	3.1	1.7	1.7	1.7
부채비율(%)	84.5	81.9	77.8	72.8
순차입금/자기자본(%)	-88.2	-87.2	-87.2	-88.0
유동비율(%)	213.7	215.6	222.1	232.8
이자보상배율(X)	616.9	N/A	N/A	N/A
총자산회전율	0.9	1.0	1.0	0.9
매출채권 회전율	6.5	6.9	7.0	7.0
재고자산 회전율	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: LIG투자증권

모두투어 | 아웃바운드 2인자? 인바운드는 내가 1인자!



이 페이지는 편집상 공백입니다.

[항공산업]

Part. 2

하늘멋쟁이



항공 (비중확대)

하늘멋쟁이

- 항공업 투자의견: 국제선여객 증가 전망으로 비중확대 신규제시
- 항공업 내 Top pick은 장거리 노선 비중이 높은 대한항공 (Upside Potential: 37.2%)
- 관심종목으로는 아시아나항공 (Upside Potential: 21.7%) 추천

항공업 투자의견: 비중확대 신규제시

- 원달러환율 하락('12년 1,136원 → '13년 1,067원) 및 샌드위치 포함 연휴횟수 증가(+11일 YoY)에 따른 국제선여객의 10% 증가 예상
- 경기침체로 부진한 화물수요는 IT수출 호조로 점진적 회복 기대되며 '11년과 '12년 마이너스 성장을 벗어난 2% 성장 예상
- 실적부진 이유로 긍정적인 부문 (원화강세, 여객/화물회복)이 미반영된 두 항공사의 현재 밸류에이션은 매력적인 수준이라고 판단

항공업내 Top pick: 대한항공, 상승여력 37.2%

- 동사의 주가는 3분기 KAI매각 리스크해소와 원화강세에도 불구하고 단거리 노선 여객수요 감소 및 화물수요 회복 부진에 따른 4분기 실적우려로 주가는 횡보중
- 동사는 경기회복이 더딘 상태에서 경쟁사 대비 안정적인 수익을 주는 장거리노선 비중이 더 높아 (대한항공: 55%, 아시아나항공 37%)안정적 수익창출이 가능하며 LCC에 대한 위협노출 낮음
- 부진한 화물수요에 대해 일정수준의 L/F(76%) 및 경쟁사 대비 높은 Yield 유지하며 수익성을 방어
- 현주가는 2013년 실적기준 PBR 1.0배에 거래되고 있어 밸류에이션 매력도가 상대적으로 더 부각

관심종목: 아시아나항공, 상승여력 21.7%

- 동사의 주가는 금호그룹 리스크 및 LCC의 M/S확대에 따른 단거리 노선에 대한 우려로 횡보중이며 이는 1분기까지 지속될 가능성이 높아 단기 주가 상승모멘텀은 쉽지 않음. 하지만,
- 일본 노선 수요 악화는 일시적이라고 판단하며 이에 따른 대응책으로 2H13 여객기 4대 추가 도입하여 장거리 비중 확대를 추진중에 있으며,
- 금호석유화학이 보유 중인 동사의 지분 12.6%는 시장에서 높은 가격에 취득한 주식이지 아니어서 단기적인 물량 출회 가능성은 높지 않다고 판단

주요 기업 투자의견

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자의견	목표주가	현재주가	상승여력	2013E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
대한항공	Buy	62,000	45,200	37.2	6,610	6.8	1.0	13.2	9,509
아시아나항공	Buy	7,400	6,080	21.7	743	10.6	1.2	11.6	2,539

자료: LIG투자증권

항공산업, 나빠질 게 없다

매크로: 우호적 환율, 유가는 하향안정화 예상

매크로 변수는
항공사 실적과
밀접한 영향

항공사 실적은 환율, 유가 등 매크로변수에 밀접한 영향을 받는다. 환율변동은 앞서 말한 여객수요의 증감 외에도 달러비용의 증감, 외화자산과 부채보유에 따른 외화환산손익 변동에 영향을 미쳐 매출뿐 아니라 영업비용, 영업외손익 모두에 중요한 변수로 작용한다. 또한 연료유류비는 항공사 영업비용의 40% 높은 비중을 차지하여 유가와 환율이 수익성에 미치는 영향을 점검해볼 필요가 있다.

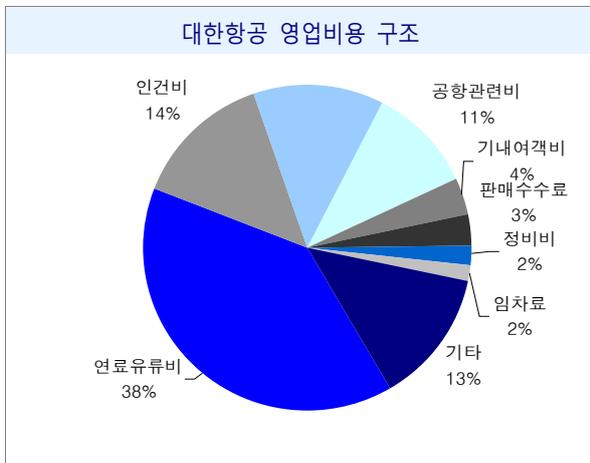
달러비용 감소로
영업이익률
개선가속화

환율은 여객수요 외에도 영업외비용 및 영업외 수지에 중요한 변수

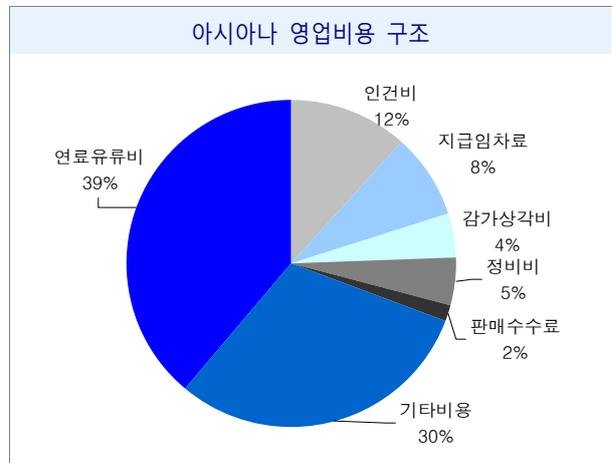
환율변동은 수요와 매출뿐 아니라 항공사의 영업비용에도 민감한 영향을 미친다. 항공사의 영업비용 중 연료유류비, 정비비, 임차료 등이 100% 달러로 결제되기 때문이다. 원달러환율과 항공사의 달러결제 비용 간 관계를 비교해 보면 장거리 노선 비중이 높은 대한항공이 비용에 더욱 민감하게 반응한다. 그러나 유류비용의 경우, 환율변동뿐 아니라 유가의 변동을 고려해야 하므로, 단순한 환율 변동에 따른 영업이익 변동 시나리오를 계산하기 보다는 여객수요와 매출 구성, 유가 움직임을 총체적으로 고려하는 것이 필요하다.

환율하락으로
외화관련
영업외수지 개선

항공사는 항공기 구입, 리스등 항공기 구매와 관련하여 외화부채 포지션이 높다. 이에 따라 결산시점에 원달러환율 상승은 외화환산손실을 발생시키며, 반대의 경우에는 외화부채에 대한 부담을 줄여주면서 외화환산이익을 발생시킨다. 2012년 3분기 말 기준 대한항공과 아시아나항공 순 달러화 부채는 각각 74억 불과 11억불로 추정된다. 따라서 원달러환율이 10원 하락하면 740억원과 110억원의 외화환산손익이 예상된다.

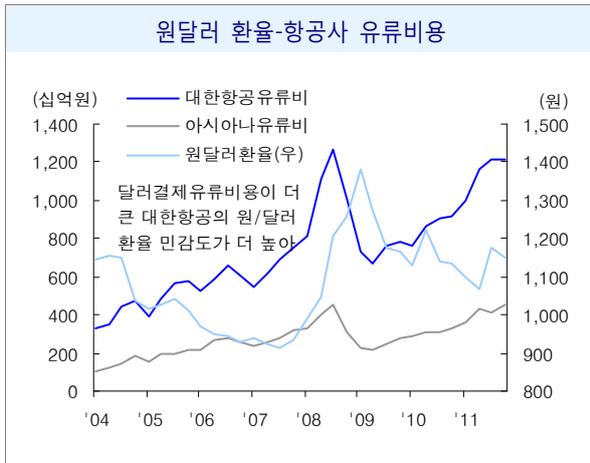


자료: 대한항공, LIG투자증권

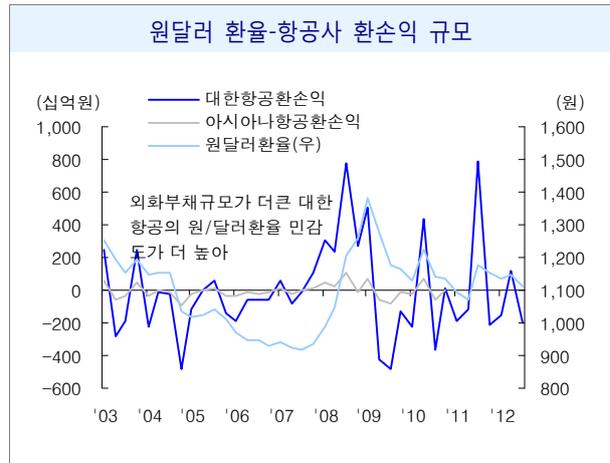


자료: 아시아나항공, LIG투자증권

항공 | 하늘멋쟁이



자료: 회사자료, FnGuide, LIG투자증권



자료: FnGuide, LIG투자증권



자료: FnGuide, LIG투자증권



자료: FnGuide, LIG투자증권

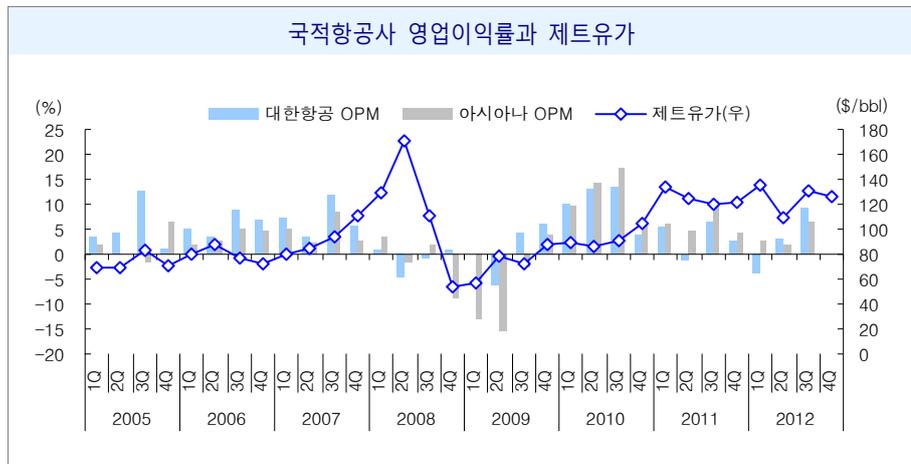
유류할증료로 커버되는 유가 상승분

각 항공사 영업비용
중 연료비 비중은
40%

유가는 항공사 수익에 직접적인 영향을 미치는 비용 항목이다. 영업비용의 40%를 차지하는 연료유류비가 100% 외화로 결제되기 때문이다. 유가가 상승하면 유류할증료와 헷지를 통해 일부 상승분을 전가할 수 있지만 나머지는 그대로 노출되기 때문에 유가 상승은 실적에 부정적이다.

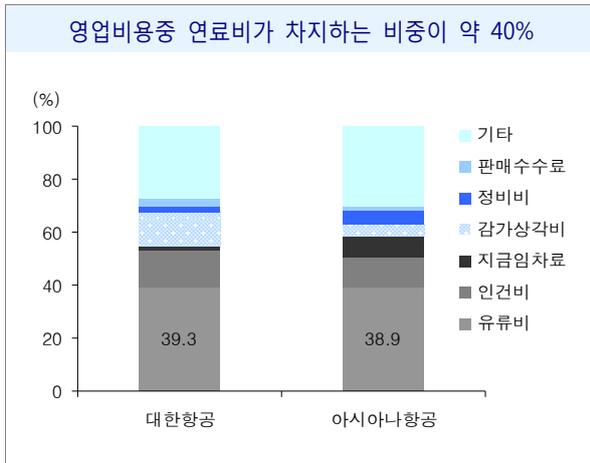
2012년 평균 제트유가는 1분기 \$135/bbl, 2분기 \$109/bbl, 3분기 \$131/bbl, 4분기 \$126/bbl로 등락을 반복했다. 이에 따라 국내 항공사 실적 역시 매 분기 변동성을 나타냈다. 최근 제트유가는 10월 \$134/bbl를 고점으로 점차 하향 안정화되는 모습이며, 블룸버그 기준 2013년 WTI는 2012년 대비 소폭 하락한 \$95.8/bbl로 2014년 \$93.1/bbl, 2015년 \$90.2/bbl로 점진적으로 줄어들 것으로 예상했다. 지정학적 리스크 부각이나 수급 상황에 따라 유가 변동성이 확대될 가능성이 내재되어 있지만 원화강세 기조와 스프레드 축소 감안 시 향후 유가 부담은 덜 것으로 예상된다.

대한항공과 아시아나항공의 유류소모량은 각각 연간 3,300만 배럴과 1,450만 배럴로 추정된다. 단순 가정 시 유가가 1달러 변동하면 대한항공과 아시아나항공은 각각 330억원과 145억원의 비용이 변동할 것으로 추산된다.

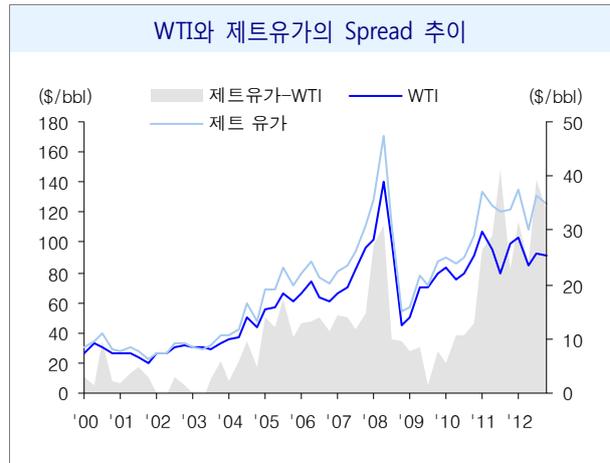


자료: LIG투자증권

항공 | 하늘멋쟁이



자료: 대한항공, 아시아나항공, LIG투자증권



자료: Bloomberg, LIG투자증권



자료: Bloomberg, LIG투자증권



자료: Bloomberg, LIG투자증권

항공 | 하늘멋쟁이

유가상승이 반드시 항공사 수익의 차감요소로 작용하는 것만은 아니다. 유가상승은 다양한 원인이 있지만 일반적으로 경기회복에 대한 기대감이 높아지면 유가도 점진적으로 상승하게 된다. 유가상승은 항공사의 영업 비용을 증가시키지만, 경기상황 호전에 따른 여객 수요 확대 및 유류할증료의 추가적인 인상은 영업 수익의 증가를 가져온다. 유류할증료 인상은 약 1개월 정도 시차가 발생한 후 매출에 반영된다.

국내 유류할증료 부과 기준

단계	MOPS (\$/bbl)	Japan, Shandong	China, Northern Asia	SEA	SWA, CIS	Middle East, Oceania	Europe, Africa	USA
10	101-105	17	29	38	45	83	97	101
11	105-109	18	32	42	50	91	107	112
12	109-113	20	35	46	55	100	117	122
13	113-117	22	38	50	60	109	128	133
14	118-121	24	41	54	64	117	138	144
15	122-126	25	44	58	69	126	148	154
16	130-134	27	47	62	74	135	158	165
17	134-138	29	50	66	79	143	168	176
18	139-142	30	53	70	83	152	179	186
19	143-147	32	56	74	88	161	189	197
20	147-151	34	59	79	93	170	199	207

자료: LIG투자증권

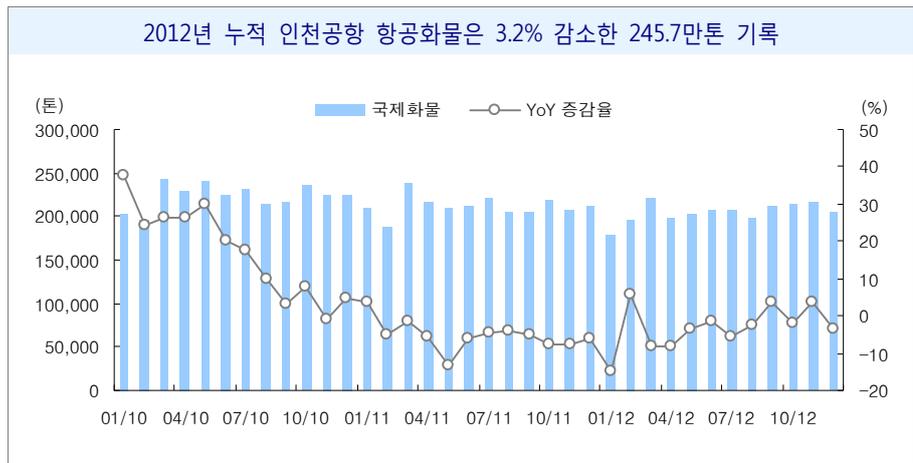
항공화물의
한자릿수 성장
예상됨

화물: 점진적 회복 기대

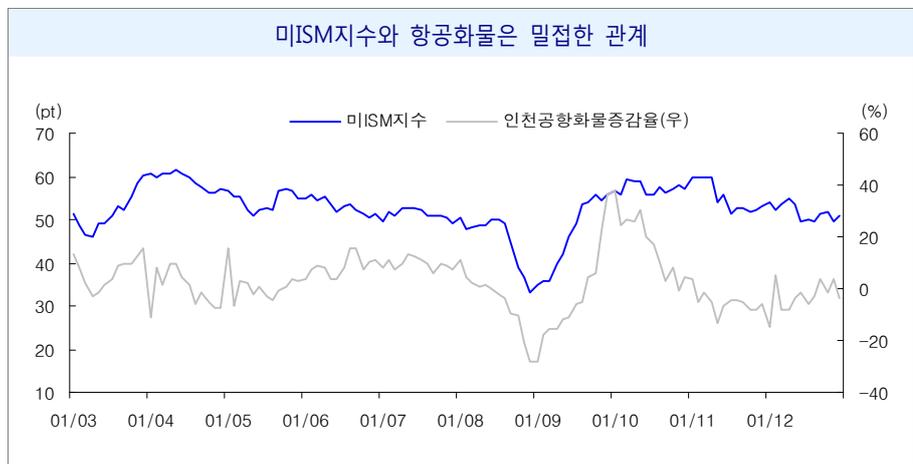
2013년 화물부문 2% 성장 예상

2012년 항공화물은 기대치를 크게 하회하는 부진한 실적을 기록했다. 2012년 누적 인천공항 항공화물은 전년동기비 3.2% 감소한 245.7만톤을 기록했으며, 환적화물 역시 5.3% 감소한 109.7만톤을 기록했다. 글로벌 수요 둔화에 따라 물동량이 감소하고 yield도 하락했기 때문이다. 국내 항공사들은 화물기 공급 조절을 통해 위축된 수요에 대응했다. 덕분에 안정적인 L/F를 유지할 수 있었지만 저가상품위주의 구성 때문에 yield 하락은 불가피했다.

2013년 항공화물은 2011년과 2012년의 부진을 만회하는 2% 성장이 예상된다. 아직 항공화물 턴어라운드에 대한 명확한 시그널은 나타나지 않고 있다. 하지만 항공화물과 강한 추세를 보이고 있는 미 ISM 제조업 지수가 긍정적 흐름을 이어가고 있으며, 지난 2년간 누적된 기저효과와 IT 수요 회복을 예상한다면 부진을 만회하는 수준의 반등은 가능하다고 판단된다.



자료: 인천공항, LIG투자증권

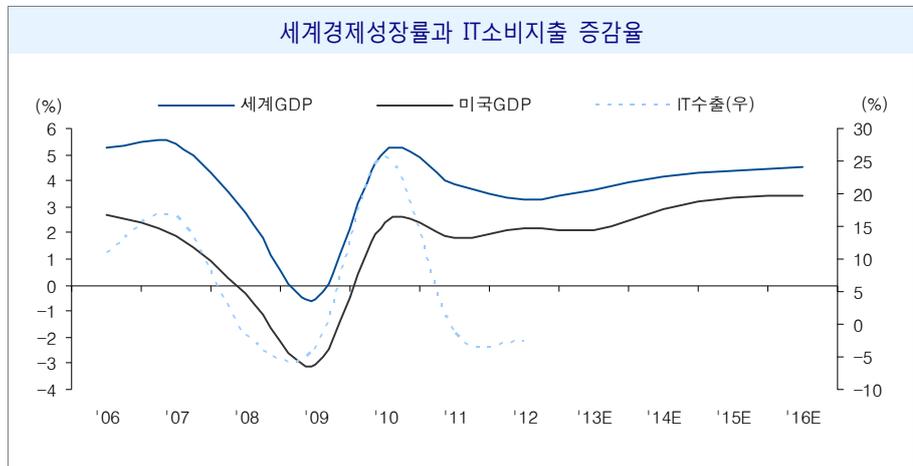


자료: Bloomberg, LIG투자증권

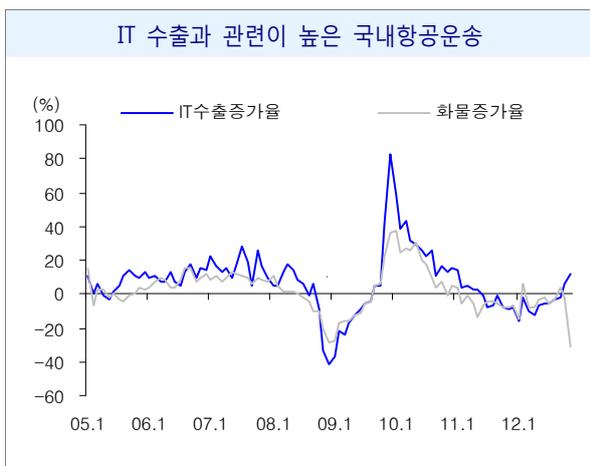
IT 지출 증가에 따른 화물부문 회복 기대

2013년 전세계
IT지출 4.2% 증가
전망

항공화물은 타운송수단에 비해 운송이 빠르고 안전적이므로 주로 고가의 IT제품들이 주된 운송대상이다. 따라서 화물수송은 IT경기와 밀접한 관계를 보이고 있다. Gartner가 발표한 보고서에 따르면 2013년 전세계 IT 지출이 2012년 3조6,000억 달러 대비 4.2% 증가한 3조 7000억 달러에 달할 것으로 전망했다. 2012년 1.2% 성장대비 3%pt 늘어난 수치이다. 2012년에는 경기불안으로 인해 기업 IT 지출이 전반적으로 위축되었지만 미국과 유럽에서 심각한 금융위기가 발생하지 않는다면 2013년 기업 IT 지출은 상당 수준 회복될 것으로 전망한다. 세계 경제성장률과 IT 지출 사이에는 유사한 관계가 있으며, IMF는 내년 세계 경제성장률을 2012년 대비 소폭 높을 것으로 전망하고 있어 개선되는 경제 상황으로 IT 수요는 증가할 것으로 예상된다.



자료: IMF, LIG투자증권



자료: LIG투자증권



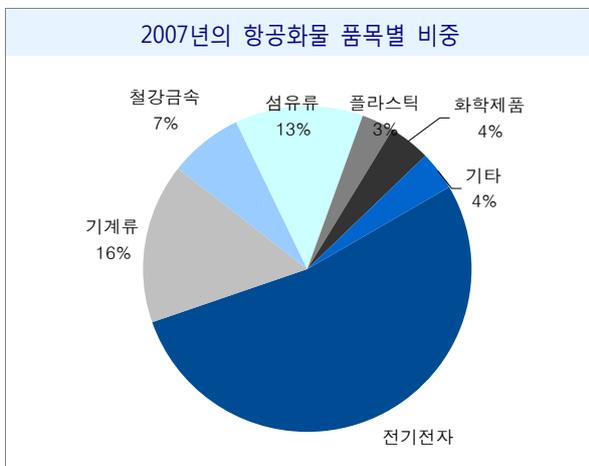
자료: Bloomberg, LIG투자증권

IT제품의 경량화가
비중 하락의 원인

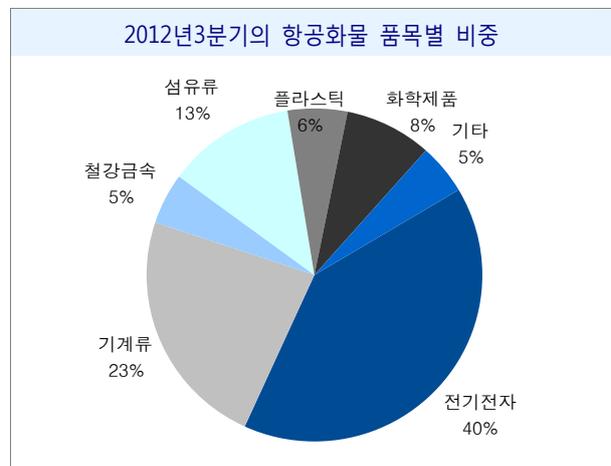
현재 항공화물의 IT제품비중은 2007년 53%에서 축소되어 3Q12 말에는 40%를 기록하였다. 이는 IT제품 수요부진에 따른 이유도 있지만, IT제품의 소형화, 경량화 추세를 반영한 것으로 판단한다. 과거 IT제품군 중 가장 큰 비중을 차지했던 품목은 TV, 평판디스플레이와 같은 고중량 제품이었다. 현재는 스마트폰, 태블릿PC 등 소형화 품목 비중이 증가하고 대부분의 제품이 경량화 추세에 있어 항공화물 내 IT제품군 비중이 하락하고 있는 것으로 보인다.

LCD TV 수요
감소는 OLED TV가
대체할 것

LCD TV는 세계 TV 시장 축소 및 해외 생산 확대로 수출은 감소했으나 OLED TV 등을 중심으로 한 프리미엄 대형 TV 시장에서의 성장이 예상된다. OLED TV, 3D TV 등 신고부가가치 TV 성장 확대로 패널 수요 회복에 영향을 줄 것으로 본다. OLED의 시장규모는 2013년 \$276,269로 미미하지만 2014년 \$4,722,255, 2015년에는 \$7,894,953까지 성장할 예정이다. 이는 LCD TV 수요를 대체하여 항공화물의 수익성에 영향을 줄 것으로 보인다. 지난 2004년 LCD TV가 처음 출시되었을 때 삼성, LG, 소니 등의 메이커들이 최신제품을 하루라도 빨리 매장에 들여놓기 위해 항공운송을 집중적으로 이용했으며, 이에 따라 국적항공사의 합산 화물처리량이 2003년 대비 14% 이상 급등한 사례가 있다. OLED TV 역시 얼리어답터들의 구매욕구를 자극한다면 또 한번의 화물 붐이 가능하다고 판단한다. 더해서 지난 2004년과 2005년에 LCD TV를 구입했던 소비자들의 TV 교체주기가 도래했다는 점 또한 긍정적이다. 결론적으로 당사는 화물 수요에 대해서는 우려보다는 점진적인 회복을 기대할 수 있다고 판단한다.

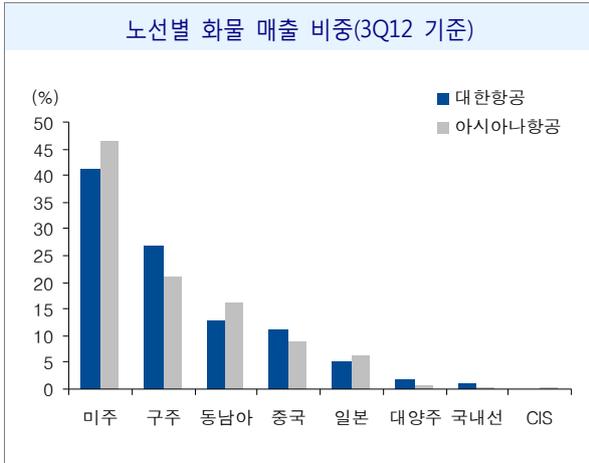


자료: 아시아나항공, LIG투자증권

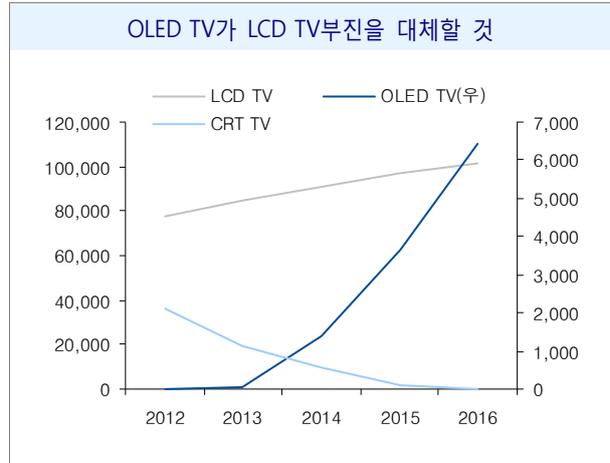


자료: 아시아나항공, LIG투자증권

항공 | 하늘멋쟁이



자료: 대한항공, 아시아나항공, LIG투자증권



자료: LIG투자증권

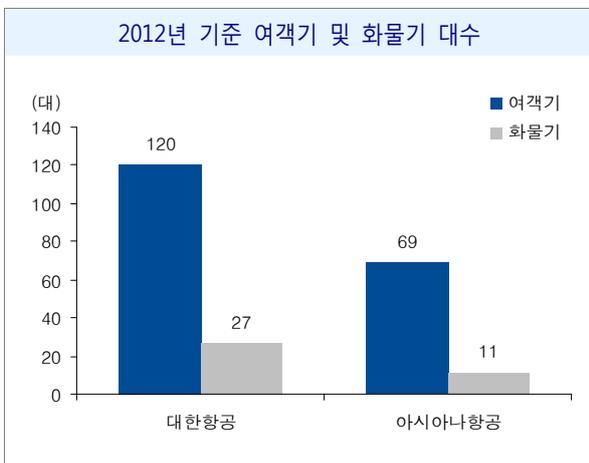
대한항공: 공급조절, 아시아나항공: M/S확대

대한항공은
공급조절을 통해
화물부진 대응

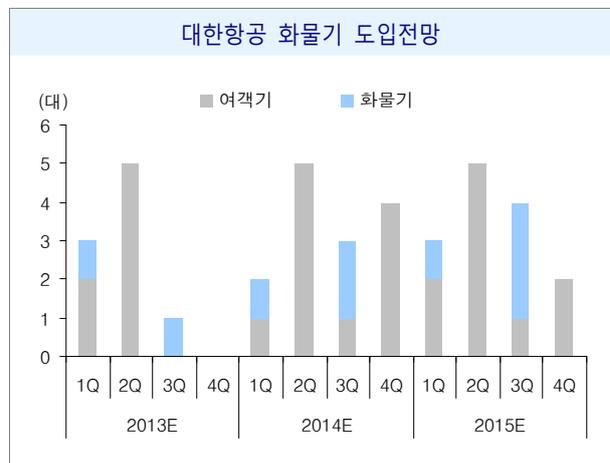
화물 부진에 대해 각 항공사는 다르게 대응하고 있다. 대한항공은 기존 공급을 조절하며 수익성을 유지하고 있다. 과거 화물 사업부의 적자 행진 (2006년 하반기~2009년 상반기)이 이어졌던데에는 국내발 화물수요 감소와 공급증가로 인한 탑재율 하락이 주 요인이었다. 동사는 2013년에 2대의 임대 화물기를 반납할 예정인데 이에 따른 공급증가를 대비 수요증가를 하회하여 높은 탑재율 및 yield 유지가 가능할 것으로 보인다.

아시아나항공은
화물기 도입을 통한
외형성장 기대

반면 아시아나항공은 화물기 2대를 순증시켰는데 이는 화물수요가 부진한 현재의 상황을 M/S 확대의 호기로 판단하였기 때문이다. 경쟁사대비 화물기 비중이 적은 동사가 수요 있는 곳에서 매출을 일으키기 위해 도입한 것이다. 2대 중 1대는 사고났던 화물기 대체로 실질적으로 늘어난건 1대이다. 화물부문의 yield가 극도로 낮은 상황에서 화물기 순증은 단기 수익성에 부담스럽다. 하지만 화물기 도입에 따라 화물부문의 매출 성장이 기대되어, 장기적으로 항공기 도입이 일단락된 경쟁사 대비 높은 외형성장률을 기록할 것으로 판단한다.



자료: LIG투자증권



자료: 대한항공, LIG투자증권

저가항공사에 대한 우려는 과도

저가항공사에 대한 우려는 과도하다

LCC에 대한 우려는
과대확대

세계 항공산업은 이미 미국과 유럽에서 발달한 저가항공사의 비즈니스모델 영향으로 고급화된 대형항공사 (FSA: Full Service Airline)와 저가항공사 (LCC: Low Cost Carrier) 시장으로 양분되고 있다. 국내 항공시장 규모가 선진국에 비해 작다는 점, 항공업의 경우 투자비가 크고 유가 등의 비용변동에 취약하여 성장세도에 오르기까지 불확실성이 크다는 점 등은 저가항공사에게 넘어야 할 큰벽이다. 반면, 대형항공사의 경우에도 수익성이 높은 단거리 국제노선이 위협받을 수 있다는 점에서 장기적으로 대형항공사의 수익성에 부정적 요소가 될 가능성이 높다. 하지만 당사는 중장기적 관점에서는 부정적 영향이 크지 않을 것으로 판단한다.

1)신규여객 수요를
흡수하여 파이를
크게함

첫째, LCC는 저렴한 운임을 기초로 중하위 노동자 층의 신규 여객수요를 창출해가는 역할이 크다는 점이다. ‘Now everyone can fly’는 말레이시아의 유명 저가항공사인 에어아시아의 슬로건이다. 이 문구에서 볼 수 있듯이 LCC는 모든 사람들이 여행을 즐길 수 있도록 하는 목적이 크다. 비행기 티켓의 ASP는 100~200만원 수준으로 웬만한 소득층 이상이 되지 않으면 여행을 가는 것은 쉽지 않았다. 여행은 필수가 아닌 선택이기 때문에 잠재수요가 많다고 판단한다. 이는 LCC가 기존의 수요를 뺏어가는게 아닌 잠재 수요 증가에 따른 파이가 늘어나는 것으로 판단한다.

또한 마케팅 방식에는 저가마케팅만 있는 것이 아니라 VIP 마케팅도 있다. 대한항공과 아시아나항공은 고객의 편리함을 위해 좌석교체 등 고품격 서비스를 제공하기 위한 투자를 아끼지 않는다. 명품브랜드의 가방을 사는 고객층이 저가브랜드 가방을 구입하지 않고 특급호텔을 이용하는 고객층이 민박업소를 이용 안하듯이 프리미엄서비스를 즐기는 기존 고객이 저가항공으로 옮겨가는 일은 없을 것으로 보인다.



자료: Google, LIG투자증권



자료: 언론보도, LIG투자증권

항공 | 하늘멋쟁이



대한항공 프리스티지 좌석

자료: 언론보도, LIG투자증권



저가항공 좌석

자료: 언론보도, LIG투자증권

저가항공사와 프리미엄항공사의 비교

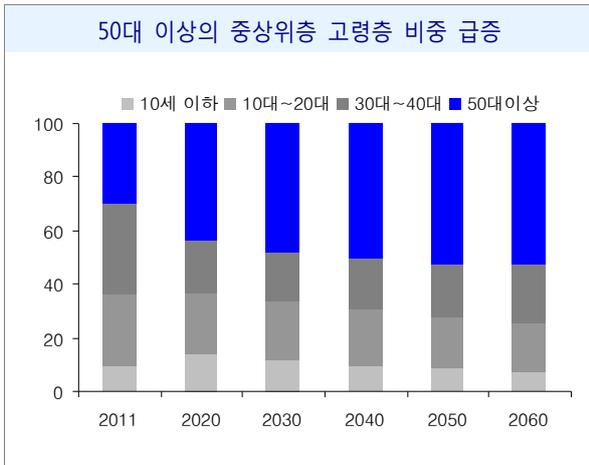
구분	일반항공사	저가항공사
조직	적정규모 조직운용, 다양한 서비스제공을 위한 교육/훈련	슬림화된 조직, 운영인력 최소화,
서비스	기내 클래스 다양화 및 특정 고객층 대상 고품격 서비스	E-Check in, 일반석 단일화 기내음식물 유료제공,
수익성	장거리 및 고정 운항 형태, 경영난 해소를 위한 다변화시도	단거리 국내/국제노선, 항공기 가동률 극대화 체류시간 줄여 회전율 극대화, 경영환경 요인에 취약
운임	노선별, 좌석별 수익성 감안 운임책정	저요율 정책 유지, 출혈경쟁(운임하락 가능성)
기타	국내외 주요공항에 취항, 대형 여객기 운항, 기종 다양화, Hub-and-Spoke	근교 중소 공항 이용, 중소형 여객기, 기종 단순화로 원가절감, Point-to-Point, 많은 좌석설치, 좌석간 간격 좁음

자료: LIG투자증권

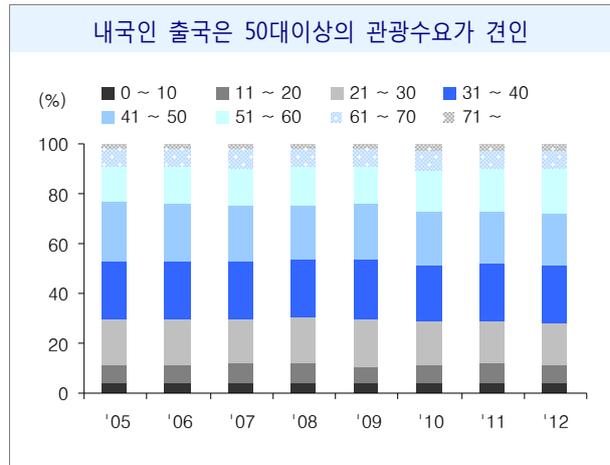
2) 늘어나는
중상위층 50세
이상은 국적항공사
선호

두번째, 금전적으로 여유가 있고 승무원과의 의사소통 문제나 기타서비스 이용상의 편리성 때문에 국적항공사를 선호하는 50대의 여행수요가 늘어날 것으로 예상된다. 그 이유는 우리나라가 노령화되면서 이에 대한 수요가 증가할 것으로 판단하기 때문이다. 소득수준이 높아질수록 해외여행에 대한 요구는 증가하며 이때 해외여행 수요를 견인하는 연령층은 시간과 경제적인 여유를 모두 갖춘 50대 이상이 될 것이다. 실제로 2000년 이후 내국인 출국자수를 연령별로 비교해볼 때 50대 이상의 연령층의 증가가 두드러진다. 따라서 경기침체로 해외여행 수요가 크게 둔화됐지만 회복 후에는 50대 이상이 여행 수요를 주도할 전망이다. 한편 통계청 조사에 따르면 국내 인구중 중상위층 50세 이상이 차지하는 비중은 2011년 30.1%에서 2050년에는 56.9%까지 상승한다. 개개인의 경제사정을 고려해야하기 때문에 50세 이상의 비중 증가가 모두 항공수요로 연결된다고 보기는 어렵지만, 소득수준의 상승으로 국내여행보다 해외여행을 선호하는 추세는 이어질 것이고 서비스와 안정성을 중요시하는 어른들의 특성상 민간항공사를 이용할 것이다. 이미 고령화사회에 진입한 우리나라에서 은퇴 후 해외여행을 즐기고자 하는 이른바 잠재 수요는 지속적으로 증가할 수 밖에 없으며 이는 대형항공수요의 장기적인 성장을 뒷받침할 것으로 예상된다.

항공 | 하늘멋쟁이



자료: 통계청, LIG투자증권



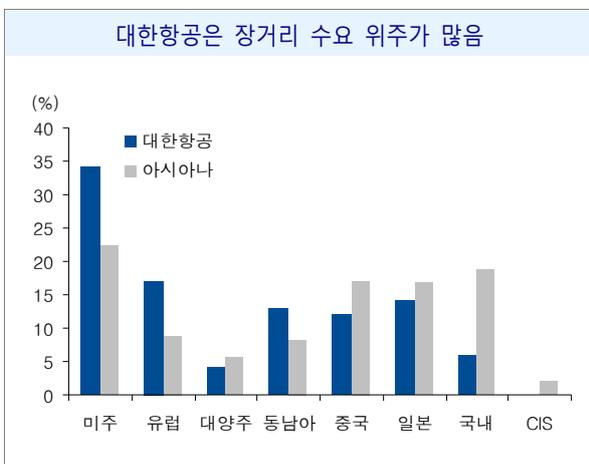
자료: 한국관광공사, LIG투자증권

대한항공: 장거리 비중이 높음, 아시아나항공: 장거리 비중 높이는 중

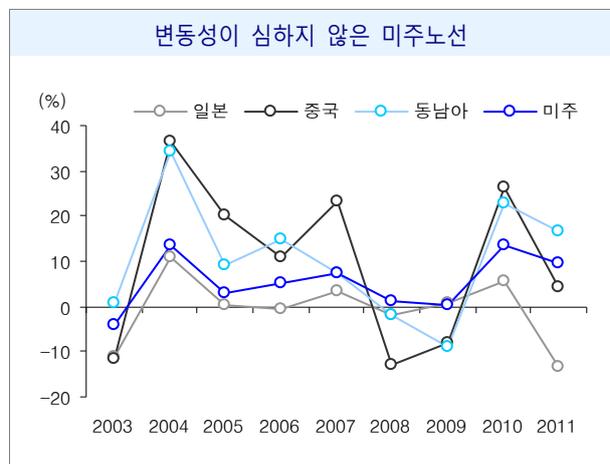
대한항공:
장거리노선 비중이
많아 LCC 영향 덜함

대한항공은 여행 수요 변동에 따른 부침이 심하고 경쟁이 치열한 단거리 노선 보다는 미주 노선을 중심으로 한 장거리 노선에 집중하는 전략을 구사하고 있다. 따라서 2013년은 물론 중장기적 관점에서, 장거리 노선 비중 확대 전략을 통해 안정적인 수익성 기반이 구축 가능하다는 점은 대한항공의 최대 강점 중 하나이다. 최근 저가항공사 및 외항사 진입에 따른 경쟁심화로 우려가 높아지고 있는 단거리 노선의 수익성 둔화 영향은 결과적으로 동사의 이러한 전략을 통해 충분히 상쇄 가능할 전망이다.

예를 들어 인천공항을 이용한 미주여객 추이를 살펴보면 2008~2009년 항공업 위기상황에도 불구하고 수요는 크게 위축되지 않았다. 이는 2007년에는 전년 대비 7.3%의 증가율을 나타냈던 동남아노선이 동기간에는 8.9%의 감소율을 기록, 경기변동에 따른 파동이 심한 양상을 보이고 있는데 반해 미주노선은 매우 견조하다고 판단할 수 있다



자료: 대한항공, 아시아나항공, LIG투자증권



자료: 인천공항, LIG투자증권

항공 | 하늘뎃쟁이

아시아나항공은
장거리노선비중
확대 진행중

아시아나항공은 경쟁사와 반대로 기재 확충으로 장거리 노선 비중을 점차 확대하여 노선포트폴리오 강화하고 공급능력을 증가시키는 중이다. 12년 여객기 7대와 화물기 2대를 순증시켰고 13년도에는 4대의 여객기 순증될 예정이다. 최근 국제 여객은 출국자와 입국자, 환승객 모두 증가하고 있어 다양해진 수요를 모두 확보하기 위해서 네트워크 확충은 필수적이라고 판단한다. 동사의 매출구조는 단거리노선 비중이 50% 이상으로 경쟁사 대비 높기 때문에 중장기 전략은 이를 보완하는 방향으로 설정된 것으로 판단한다. 장거리노선을 확충하여 환승수요 성장세를 흡수하고, 화물비중을 높여 리스크 관리를 꾀하는 전략을 취하고 있는 것으로 보인다. 중대형기 및 화물기 도입으로 L/F유지는 단기적으로 부담스러울 수 있으며, 화물매출 비중확대는 단기적으로 수익성에 악영향을 미칠 수 있으나 장기적인 관점에서 긍정적으로 판단한다.

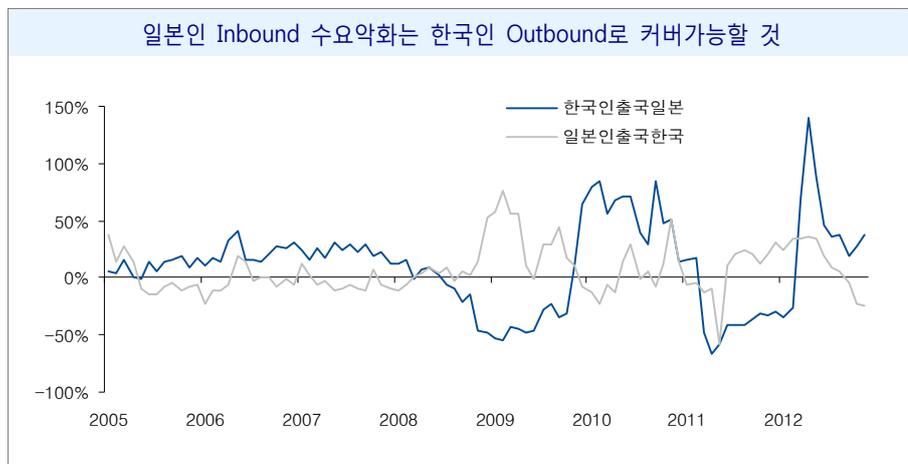
아시아나항공의 신기종 도입계획

기종	도입량	도입시기	도입방법	특이사항
A380	6기	2014~2017	미정	- 500석 이상의 초대형 항공기
A350	30기	2016~2022	미정	- 270~350석 중장거리용 항공기 - 기종 단일화에 따른 관리비용 절감 및 Type에 따른 규모 다양성 제공가능

자료: LIG투자증권

일본인 수요악화는
아웃바운드로
커버가능

2013년 여객수요가 증가할 것으로 예상하는 가운데 지금 동사의 이슈는 일본인 Inbound 수요감소이다. 당사는 이에 따른 실적 악화에 대해 단기적인 이슈로 판단한다. 일본인 수요감소에 대해서 동사는 일본 노선의 공급량을 축소하여 수요가 좋은 동남아 노선으로 돌릴 예정이다. 동남아의 현재 L/F는 80%로 이례적이며 이에 따른 수익성 개선도 예상된다. 또한 일본인 인바운드 수요악화는 아웃바운드(엔화강세)를 통해 커버 가능하다고 판단한다.



자료: LIG투자증권

항공 | 하늘멋쟁이



이 페이지는 편집상 공백입니다.



[기업분석]

- 1 대한항공 (003490KS | Buy 신규 | TP 62,000원 신규)
실적 개선이 주가 상승 견인..... 70
- 2 아시아나항공 (020560KS | Buy 신규 | TP 7,400원 신규)
성장통을 감내하면 살아남는다..... 74

대한항공 (003490KS | Buy 신규 | TP 62,000원 신규)

실적 개선이 주가 상승 견인

- 투자이견 BUY, 목표주가 62,000원 신규 제시 (Upside Potential: 37.2%)
- 장거리 노선 비중이 많은 대한항공이 안정적인 수익 창출 가능
- 4분기 실적은 부진할 전망이나 2013년부터 화물부문의 수요회복으로 점진적인 실적개선 기대됨

투자의견 BUY, 목표주가 62,000원 신규 제시 (Upside Potential: 37.2%)

- 투자의견 BUY, 목표주가 62,000원 신규제시하며 항공업종 Top pick으로 제시
- 목표주가는 당사가 추정 한 12M Fwd BPS 47,982원에 Target PBR 1.3배를 적용하여 산출
- KAI매각리스크 해소, 환율강세에도 동사의 주가는 실적부진우려로 PBR 1.0배 수준에 거래되고 있으나 여객 및 화물 부문의 점진적인 실적개선을 통한 주가상승 기대

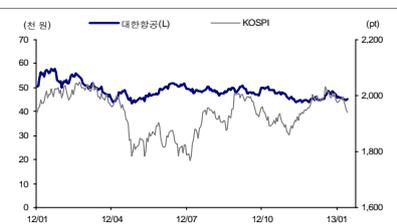
장거리 노선 비중이 많은 대한항공이 안정적인 수익 창출 가능

- 미주 노선을 중심으로 한 장거리 노선에 집중하는 전략을 통해 안정적인 수익기반 구축이 가능하며 LCC진입에 따른 영향은 미미할 것으로 판단함
- 화물부문에서 2013년에 2대의 임대 화물기를 반납하여 탑재율(76%) 및 Yield 유지가 가능할 것
- 현재 동사의 주가는 '13년 기준 PBR 1.1배 수준으로 밸류에이션 매력 상존

4Q12실적 및 1Q13 전망

- 4Q12E 매출액 및 영업이익은 각각 3조670억원 (-3.9% YoY, -9.8%QoQ), 234억원 (-69.6% YoY, -92.5%QoQ)로 부진할 전망. 이는 화물부문 물동량 축소 및 중국/일본 여객 노선 부진에 기인
- 1Q13E 영업이익은 흑자전환이 예상됨. 동남아 수요가 중국과 일본 노선의 부진을 만회할 예정이며 일회성 비용인 인건비 400억원이 반영되는 1분기를 저점으로 턴어라운드 예상

Stock Data



주가(1/28)	45,200원		
액면가	5,000원		
시가총액	3,270십억원		
52주 최고/최저가	58,100원/ 43,600원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.0	2.7	-29.5
상대주가(%)	6.2	0.6	-20.8

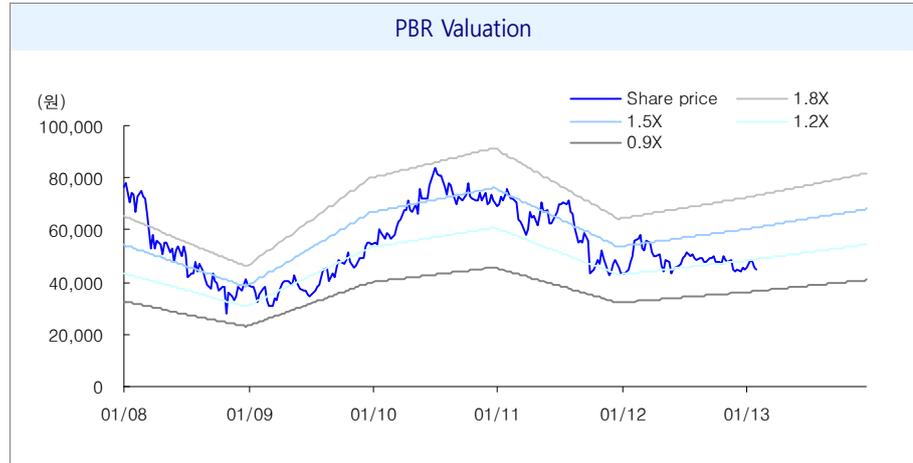
경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	(십억원)	11,821	12,269	12,712	13,344	14,214
영업이익	(십억원)	1,169	460	363	767	1,139
영업이익률	(%)	9.9	3.8	2.9	5.7	8.0
순이익	(십억원)	462	-219	402	485	817
EPS	(원)	6,294	-2,983	5,480	6,610	11,145
증감률	(%)	-566.9	-147.4	-283.7	20.6	68.6
PER	(배)	11.1	-14.6	8.3	6.8	4.0
PBR	(배)	1.4	1.3	1.1	1.0	0.8
ROE	(%)	13.3	-5.9	12.4	13.2	18.9
EV/EBITDA	(배)	7.8	9.4	4.3	3.6	3.0
순차입금	(십억원)	10,712	13,545	10,147	9,619	8,740
부채비율	(%)	392.2	708.5	565.3	478.4	375.7

대한항공 | 실적 개선이 주가 상승 견인

Valuation

목표주가 62,000원 (Upside: 37.2%)



자료: LIG투자증권

대한항공 PBR Valuation

항목	6개월 Fwd	12개월 Fwd	비고
12개월 Forward BPS (원)	43,212	46,516	
Target PBR (배)	1.3	1.3	2011년 평균 PBR에서 20% 할인
적정주가 (원)	60,496	65,123	
목표주가 (원)	62,000		
현재주가 (원, 1/28)	45,200		
Upside Potential (%)	37.2		

자료: LIG투자증권

대한항공 Historical Valuation Rerating & Derating

COMPANY	2006	2007	2008	2009	2010	2011	8년 평균	2012E	2013E
PBR - High	0.6	1.4	2.0	1.3	1.7	2.2	1.3		
PBR - Low	0.4	0.5	0.6	0.6	1.1	1.1	0.6		
PBR - End	0.6	1.2	0.9	1.2	1.4	1.2	0.9		
PBR - Avg	0.5	0.9	1.2	0.9	1.4	1.7	0.9	1.2	1.0
섹터 Avg	1.0	1.9	0.9	1.2	1.5	1.3	1.2		
시장 Avg	1.5	1.7	1.0	1.3	1.4	1.1	1.5		
EV/EBITDA - High	5.6	11.1	-9.7	12.1	7.8	11.1	5.6		
EV/EBITDA - Low	5.0	7.9	-12.9	10.5	6.8	9.3	5.0		
EV/EBITDA - End	5.5	10.5	-10.4	12.1	7.3	9.5	5.5		
EV/EBITDA - Avg	5.4	9.2	-11.1	11.2	7.3	10.3	5.4	4.4	4.0
섹터 Avg	5.8	9.8	16.5	26.4	8.7	26.0	5.8		
시장 Avg	7.2	8.6	8.1	8.5	7.5	6.8	7.2		

자료: WiseFn, LIG투자증권

대한항공 | 실적 개선이 주가 상승 견인

Earnings Outlook

대한항공 사업부문별 분기실적추이

(단위: %, 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
매출액(연결기준)	2,998	3,246	3,400	3,067	3,128	3,377	3,602	3,237	12,712	13,344	14,214
<i>growth(%)</i>	6.3	10.2	2.6	-3.9	4.3	4.0	5.9	5.5	3.6	5.0	6.5
매출액(단독기준)	2,880	3,119	3,288	2,964	3,016	3,251	3,478	3,124	12,251	12,869	13,692
<i>growth(%)</i>	5.9	9.9	3.1	-3.2	4.7	4.2	5.8	5.4	3.8	5.0	6.4
국내선여객	118	158	141	144	120	162	144	147	561	573	585
<i>growth(%)</i>	8.2	11.4	-5.0	2.8	1.7	3.0	2.1	2.0	4.0	2.2	2.0
<i>sales(%)</i>	4.1	5.1	4.3	4.9	4.0	5.0	4.1	4.7	4.6	4.5	4.3
국제선여객	1,662	1,773	2,028	1,655	1,831	1,951	2,235	1,823	7,118	7,840	8,637
<i>growth(%)</i>	94.5	96.3	141.0	84.3	10.2	10.1	10.2	10.2	9.8	10.1	10.2
<i>sales(%)</i>	57.7	56.8	61.7	55.8	60.7	60.0	64.2	58.4	58.1	60.9	63.1
화물	782	784	743	835	776	811	757	838	3,145	3,182	3,271
<i>growth(%)</i>	-8.5	-13.2	-11.7	-7.0	-0.8	3.5	1.9	0.3	-10.1	1.2	2.8
<i>sales(%)</i>	27.2	25.1	22.6	28.2	25.7	25.0	21.8	26.8	25.7	24.7	23.9
기타	178	225	218	180	156	169	190	158	800	673	553
<i>growth(%)</i>	-2.0	21.8	14.2	-16.3	-12.2	-24.8	-12.5	-12.4	3.7	-15.9	-17.8
<i>margin(%)</i>	6.2	7.2	6.6	6.1	5.2	5.2	5.5	5.0	6.5	5.2	4.0
영업이익	-99	126	313	23	59	277	357	73	363	767	1,139
<i>growth(%)</i>	-160.7	-736.9	30.5	-69.6	흑전	120.7	14.0	213.2	-21.0	111.0	48.5
<i>margin(%)</i>	-3.3	3.9	9.2	0.8	1.9	8.2	9.9	2.3	2.9	5.7	8.0
세전이익	-28	-224	461	335	8	236	316	32	544	591	997
<i>growth(%)</i>	-107.5	-732.9	-164.3	535.7	-128.1	-205.0	-31.4	-90.5	-309	9	69
<i>margin(%)</i>	-0.9	-6.9	13.6	10.9	0.2	7.0	8.8	1.0	4.3	4.4	7.0
지배주주순이익	-63	-171	338	246	6	173	232	23	351	434	732
<i>growth(%)</i>	-125	-1,305	-163	338	-109	-201	-31	-91	-260	24	69
<i>margin(%)</i>	-2.1	-5.3	9.9	8.0	0.2	5.1	6.4	0.7	2.8	3.3	5.1
EPS									5,480	6,610	11,145

자료: LIG투자증권

대한항공 | 실적 개선이 주가 상승 견인

대차대조표

(십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	3,350	4,581	4,169	3,778
현금및현금성자산	1,466	2,628	2,119	1,594
매출채권 및 기타채권	1,037	1,075	1,128	1,202
재고자산	435	451	473	504
비유동자산	19,038	16,284	16,528	16,797
투자자산	2,771	2,874	3,017	3,214
유형자산	14,196	11,373	11,505	11,604
무형자산	343	309	278	250
자산총계	22,388	20,864	20,697	20,574
유동부채	6,626	5,597	5,499	5,439
매입채무 및 기타채무	1,047	1,084	1,138	1,212
단기차입금	1,028	928	828	728
유동성장기부채	3,612	2,612	2,512	2,412
비유동부채	12,994	12,131	11,619	10,810
사채 및 장기차입금	4,807	4,163	3,816	2,964
부채총계	19,619	17,728	17,118	16,249
지배기업소유지분	2,460	2,862	3,347	4,165
자본금	367	367	367	367
자본잉여금	233	233	233	233
이익잉여금	1,939	2,341	2,826	3,643
기타자본	-78	-78	-78	-78
비지배지분	309	274	231	160
자본총계	2,769	3,136	3,578	4,325
총차입금	15,216	12,989	11,962	10,573
순차입금	13,545	10,147	9,619	8,740

현금흐름표

(십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업활동 현금흐름	2,025	4,083	4,121	4,473
영업에서 창출된 현금흐름	1,886	4,191	4,184	4,649
이자 수취	34	69	85	75
이자 지급	0	0	0	0
배당금 수입	125	0	0	0
법인세부담액	-20	-177	-149	-251
투자활동 현금흐름	-586	-110	-3,154	-3,211
유동자산의 감소(증가)	105	-7	-11	-15
투자자산의 감소(증가)	-118	-103	-143	-197
유형자산 감소(증가)	-616	0	-3,000	-3,000
무형자산 감소(증가)	-60	0	0	0
재무활동 현금흐름	-833	-2,810	-1,476	-1,787
사채및차입금 증가(감소)	3,344	-2,228	-1,026	-1,389
자본금및자본잉여금 증감	-1,876	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
외환환산으로 인한 현금변동	8	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	614	1,163	-509	-525
기초현금	852	1,466	2,628	2,119
기말현금	1,466	2,628	2,119	1,594
FCF	1,361	4,083	1,121	1,473

자료: LIG투자증권

손익계산서

(십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	12,269	12,712	13,344	14,214
증가율(%)	3.8	3.6	5.0	6.5
매출총이익	1,729	1,532	1,962	2,381
매출총이익률(%)	14.1	12.0	14.7	16.7
판매비와 관리비	1,269	1,168	1,195	1,242
기타영업수익	0	0	0	0
기타영업비용	0	0	0	0
영업이익	460	363	767	1,139
영업이익률(%)	3.8	2.9	5.7	8.0
EBITDA	1,803	3,221	3,665	4,067
EBITDA M%	14.7	25.3	27.5	28.6
지분법관련손익	222	237	473	473
금융손익	-621	-583	-536	-479
기타영업외손익	-321	527	-113	-136
세전이익	-260	544	591	997
법인세비용	-61	177	149	251
당기순이익	-200	367	443	746
지배주주순이익	-219	402	485	817
지배주주순이익률(%)	-1.6	2.9	3.3	5.3
비지배주주순이익	19	-35	-42	-71
기타포괄이익	-75	0	0	0
총포괄이익	-275	367	443	746
EPS 증가율(%, 지배)	-147.4	-283.7	20.6	68.6
총이자손익	-535	-541	-415	-358
총외화관련손익	-262	0	0	0

주요지표

	2011A	2012E	2013E	2014E
총발행주식수(천주)	71,972	71,972	71,972	71,972
시가총액(십억원)	3,131	3,260	3,221	3,221
주가(원)	43,500	45,300	44,750	44,750
EPS(원)	-2,983	5,480	6,610	11,145
BPS(원)	34,426	39,907	46,516	57,661
DPS(원)	0	0	0	0
PER(X)	-14.6	8.3	6.9	4.1
PBR(X)	1.3	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA(X)	9.4	4.3	3.6	3.0
ROE(%)	-5.9	12.4	13.2	18.9
ROA(%)	-0.9	1.7	2.1	3.6
ROIC(%)	2.9	2.1	5.3	7.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	708.5	565.3	478.4	375.7
순차입금/자기자본(%)	489.2	323.6	268.8	202.1
유동비율(%)	50.6	81.8	75.8	69.4
이자보상배율(X)	0.8	0.6	1.7	2.9
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.7
매출채권 회전율	12.1	12.0	12.1	12.2
재고자산 회전율	31.0	28.7	28.9	29.1
매입채무 회전율	9.8	10.5	10.2	10.1

아시아나항공 (020560KS | Buy 신규 | TP 7,400원 신규)

성장통을 감내하면 살아남는다

- 투자 의견 BUY, 목표주가 7,400원 신규 제시 (Upside Potential: 21.7%) 차선호주
- 화물과 여객의 장거리노선 비중 확대에 대한 성장은 기다림이 필요
- 4분기 실적은 일본노선 둔화로 부진할 것으로 예상되며 노선포트폴리오를 통한 점진적 실적 개선 기대

투자 의견 BUY, 목표주가 7,400원 신규 제시 (Upside Potential: 21.7%)

- 투자 의견 BUY, 목표주가 7,400원 신규 제시하며 항공업종 차선호주로 제시
- 목표주가는 당사가 추정 한 12M Fwd BPS 5,281원에 Target PBR 1.4배를 적용하여 산출
- 단기적으로 단거리 수요 회복 전까지 경쟁사 대비 주가 상승 시점은 더딜 전망이나 단거리 여객이 증가하고 Sales Mix를 통한 실적이 가시화되는 시점인 3분기부터 주가 상승 탄력 강화될 것

화물과 여객의 장거리노선 비중 확대에 대한 성장은 기다림이 필요

- 기재확충을 통해 장거리 노선 비중을 점차 확대하여 노선Mix를 통한 실적 개선이 예상되며 LCC에 대한 부담 또한 점진적으로 해소될 전망(3Q12에 장거리용 여객기 4대 도입 예정)
- 여객뿐만 아니라 2012년 화물기 도입(기존 9대 → 11대)으로 M/S 상승을 통한 외형성장 가능
- 대한통운 매각에 이어 저금리로 자금조달을 통한 차입금 상환으로 재무구조 개선 기대

4Q12실적 및 1Q13 전망

- 4Q12E 매출액 및 영업이익은 각각 1조4,042억원 (-6%YoY, -10.4%QoQ), 82억원 (-82.6%YoY, -92.5%QoQ)로 기대치 하회 예상. 이는 단거리 노선비중이 많은 동사의 일본노선둔화에 기인
- 1Q13E 영업이익은 4Q12E대비 다소 개선될 것으로 보이나 일본노선 부진으로 이익 모멘텀은 강하지 않을 것으로 판단

Stock Data



경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	(십억원)	5,374	5,609	5,817	6,116	6,510
영업이익	(십억원)	662	358	203	273	368
영업이익률	(%)	12.3	6.4	3.5	4.5	5.7
순이익	(십억원)	216	-31	18	112	187
EPS	(원)	1,226	-171	94	572	958
증감률	(%)	-181.2	-113.9	-155.1	507.2	67.6
PER	(배)	7.9	-37.7	65.8	10.6	6.3
PBR	(배)	1.7	1.4	1.4	1.2	1.0
ROE	(%)	24.5	-3.1	2.0	11.6	16.8
EV/EBITDA	(배)	5.7	6.7	9.0	7.3	6.0
순차입금	(십억원)	3,366	2,830	2,725	2,539	2,437
부채비율	(%)	494.5	567.3	550.4	487.8	408.4

아시아나항공 | 성장통을 감내하면 살아남는다

Valuation

목표주가 7,400원 (Upside: 21.7%)



자료: LIG투자증권

아시아나항공 PBR Valuation

항목	6개월 Fwd	12개월 Fwd	비고
12개월 Forward BPS (원)	4,909	5,281	
Target PBR (배)	1.4	1.4	2011년 평균 PBR에서 70% 할인
적정주가 (원)	6,873	7,393	
목표주가 (원)	7,400		
현재주가 (원, 1/29)	6,040		
Upside Potential (%)	21.7		

자료: LIG투자증권

대한항공 Historical Valuation Rerating & Derating

COMPANY	2006	2007	2008	2009	2010	2011	8년 평균	2012E	2013E
PBR - High	1.5	1.8	2.0	1.1	2.0	2.7	1.6		
PBR - Low	0.9	1.0	0.5	0.7	0.6	1.3	0.8		
PBR - End	1.2	1.4	0.8	0.9	1.7	1.4	1.2		
PBR - Avg	1.2	1.3	1.2	0.9	1.3	2.0	1.2	1.5	1.2
섹터 Avg	1.0	1.9	0.9	1.2	1.5	1.3	1.2		
시장 Avg	1.5	1.7	1.0	1.3	1.4	1.1	1.3		
EV/EBITDA - High	7.6	8.6	25.9	263.7	6.9	13.3	42.4		
EV/EBITDA - Low	6.5	6.7	21.0	249.5	5.1	10.4	38.7		
EV/EBITDA - End	7.0	7.7	21.7	254.7	6.7	10.5	40.2		
EV/EBITDA - Avg	7.1	7.5	23.2	257.0	6.1	11.8	40.5	3.8	3.4
섹터 Avg	5.8	9.8	16.5	26.4	8.7	26.0	12.7		
시장 Avg	7.2	8.6	8.1	8.5	7.5	6.8	7.2		

자료: WiseFn, LIG투자증권

아시아나항공 | 성장통을 감내하면 살아남는다

Earning Outlook

아시아나항공 사업부문별 분기실적추이

(단위: %, 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
매출액(연결기준)	1,415	1,432	1,567	1,404	1,467	1,486	1,673	1,491	5,817	6,116	6,510
<i>growth</i> (%)	-1.6	-6.2	5.3	-6.0	3.7	3.8	6.8	6.1	3.7	5.1	6.4
매출액(단독기준)	1,351	1,370	1,507	1,341	1,435	1,449	1,634	1,445	5,570	5,964	6,448
<i>growth</i> (%)	7.6	4.6	6.9	-1.0	6.2	5.8	8.4	7.8	4.5	7.1	8.1
국내선여객	64	79	84	72	66	82	87	76	299	311	322
<i>growth</i> (%)	23.3	-6.4	10.6	-1.1	3.5	3.5	3.5	5.5	4.9	4.0	3.5
<i>sales</i> (%)	4.7	5.8	5.6	5.3	4.6	5.7	5.3	5.2	5.4	5.2	5.0
국제선여객	805	786	946	771	871	850	1,023	857	3,308	3,601	3,933
<i>growth</i> (%)	139.0	110.6	201.9	111.4	8.2	8.2	8.2	11.2	8.9	8.9	9.2
<i>sales</i> (%)	59.6	57.4	62.8	57.5	60.7	58.7	62.6	59.3	59.4	60.4	61.0
화물	331	350	330	343	348	368	347	363	1,354	1,426	1,513
<i>growth</i> (%)	-1.6	-6.2	5.3	-6.0	5.0	5.0	5.0	6.1	-2.4	5.3	6.1
<i>sales</i> (%)	33	55	33	44	344	400	200	133	54	219	43
기타	151	155	148	156	150	149	178	149	609	626	681
<i>growth</i> (%)	45.8	92.6	6.4	14.5	-0.6	-3.6	20.3	-4.2	32.8	2.8	8.7
<i>margin</i> (%)	33	55	33	44	344	400	200	133	54	219	43
영업이익	47	39	109	8	56	68	136	13	203	273	368
<i>growth</i> (%)	-31.9	-17.5	-43.2	-83.7	19.4	74.9	24.9	59.0	-43.3	34.6	34.6
<i>margin</i> (%)	3.3	2.7	7.0	0.6	3.8	4.6	8.1	0.9	3.5	4.5	5.7
세전이익	0	-48	104	-30	23	35	103	-20	27	141	370
<i>growth</i> (%)	-99.3	적전	흑전	적지	4,899.2	흑전	-1.3	적지	흑전	69	35
<i>margin</i> (%)	33	55	33	44	344	400	200	133	54	219	43
지배주주순이익	-2	-38	80	-23	18	27	79	-15	17	108	180
<i>growth</i> (%)	0	적전	흑전	적지	흑전	흑전	0	적지	흑전	541	68
<i>margin</i> (%)	33	55	33	44	344	400	200	133	54	219	43
EPS									94	572	958

자료: LIG투자증권

아시아나항공 | 성장통을 감내하면 살아남는다

대차대조표

(십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	1,095	1,085	1,181	1,227
현금및현금성자산	198	154	202	186
매출채권 및 기타채권	549	570	599	638
재고자산	158	164	173	184
비유동자산	4,652	4,632	4,621	4,713
투자자산	426	442	464	494
유형자산	3,242	3,206	3,172	3,234
무형자산	202	202	202	202
자산총계	5,747	5,717	5,802	5,940
유동부채	2,895	2,843	2,801	2,767
매입채무 및 기타채무	864	896	932	969
단기차입금	3	3	3	3
유동성장기부채	1,613	1,513	1,413	1,313
비유동부채	1,991	1,995	2,014	2,005
사채 및 장기차입금	765	715	675	654
부채총계	4,886	4,838	4,815	4,772
지배기업소유지분	858	876	988	1,174
자본금	917	917	917	917
자본잉여금	1	1	1	1
이익잉여금	-10	8	120	307
기타자본	-50	-50	-50	-50
비지배지분	3	3	0	-6
자본총계	861	879	987	1,168
총차입금	3,081	2,935	2,800	2,685
순차입금	2,830	2,725	2,539	2,437

현금흐름표

(십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업활동 현금흐름	641	321	409	432
영업에서 창출된 현금흐름	798	482	585	622
이자의 수취	8	16	16	17
이자의 지급	-155	-168	-160	-153
배당금 수입	10	0	0	0
법인세부담액	-21	-9	-32	-54
투자활동 현금흐름	208	-218	-226	-334
유동자산의 감소(증가)	6	-2	-3	-4
투자자산의 감소(증가)	766	-16	-23	-30
유형자산 감소(증가)	-220	-200	-200	-300
무형자산 감소(증가)	-158	0	0	0
재무활동 현금흐름	-862	-147	-135	-115
사채및차입금 증가(감소)	-495	-147	-135	-115
자본금및자본잉여금 증감	24	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-13	-44	48	-16
기초현금	211	198	154	202
기말현금	198	154	202	186
FCF	382	121	209	132

자료: LIG투자증권

손익계산서

(십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	5,609	5,817	6,116	6,510
증가율(%)	4.4	3.7	5.1	6.4
매출총이익	985	837	1,049	1,181
매출총이익률(%)	17.6	14.4	17.1	18.1
판매비와 관리비	626	634	775	814
기타영업수익	0	0	0	0
기타영업비용	0	0	0	0
영업이익	358	203	273	368
영업이익률(%)	6.4	3.5	4.5	5.7
EBITDA	600	439	507	607
EBITDA M%	10.7	7.6	8.3	9.3
지분법관련손익	10	12	17	17
금융손익	-170	-150	-149	-149
기타영업외손익	-234	-39	0	0
세전이익	-37	27	141	236
법인세비용	-7	9	32	54
당기순이익	-30	18	108	181
지배주주순이익	-31	18	112	187
지배주주순이익률(%)	-0.5	0.3	1.8	2.8
비지배주주순이익	1	-1	-3	-6
기타포괄이익	-47	0	0	0
총포괄이익	-77	18	108	181
EPS 증가율(% , 지배)	-113.9	-155.1	507.2	67.6
총이자손익	-170	0	0	0
총외화관련손익	-25	0	0	0

주요지표

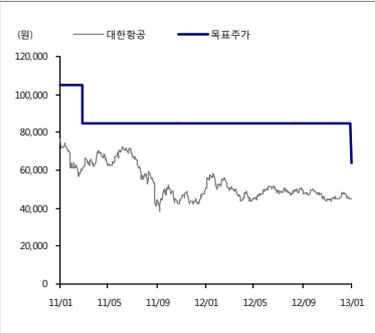
	2011A	2012E	2013E	2014E
총발행주식수(천주)	183,097	195,101	195,101	195,101
시가총액(십억원)	1,181	1,208	1,184	1,184
주가(원)	6,450	6,190	6,070	6,070
EPS(원)	-171	94	572	958
BPS(원)	4,685	4,490	5,062	6,020
DPS(원)	0	0	0	0
PER(X)	-37.7	65.8	10.8	6.5
PBR(X)	1.4	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(X)	6.7	9.0	7.4	6.0
ROE(%)	-3.1	2.0	11.6	16.8
ROA(%)	-0.5	0.3	1.9	3.1
ROIC(%)	9.3	4.4	6.9	9.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	567.3	550.4	487.8	408.4
순차입금/자기자본(%)	328.6	310.1	257.2	208.6
유동비율(%)	37.8	38.2	42.2	44.4
이자보상배율(X)	1.9	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.9	1.0	1.1	1.1
매출채권 회전율	10.6	10.4	10.5	10.5
재고자산 회전율	37.7	36.1	36.3	36.5
매입채무 회전율	6.0	5.7	5.5	5.6

Compliance Notice | 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

▶ 대한항공(003490)

제시일자	2011.01.28	2011.03.25	2011.05.03	2011.06.07	2011.06.17	2012.01.01
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	담당자변경
목표주가	105,000원	85,000원	85,000원	85,000원	85,000원	
제시일자	2013.01.29					
투자의견	BUY					
목표주가	62,000원					
제시일자						
투자의견						
목표주가						

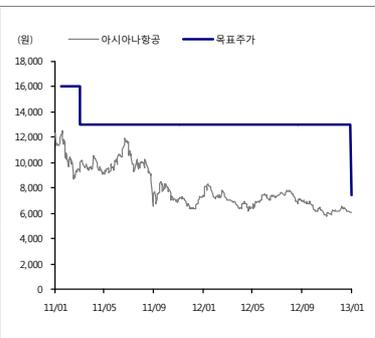
▶ 주가 및 목표주가 추이



▶ 아시아나항공(020560)

제시일자	2011.02.11	2011.03.31	2011.05.03	2011.06.07	2012.01.01	2013.01.29
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	담당자변경	BUY
목표주가	16,000원	13,000원	13,000원	13,000원		7,400원
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

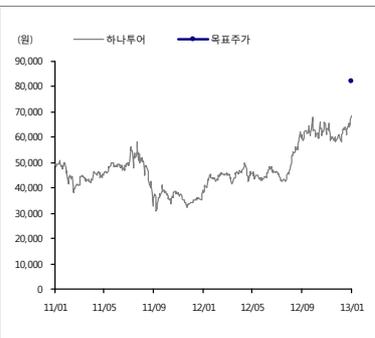
▶ 주가 및 목표주가 추이



▶ 하나투어(039130)

제시일자	2013.01.29					
투자의견	BUY					
목표주가	82,000원					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

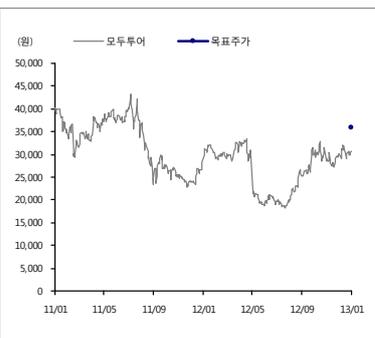
▶ 주가 및 목표주가 추이



▶ 모두투어(080160)

제시일자	2013.01.29					
투자의견	BUY					
목표주가	36,000원					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

▶ 주가 및 목표주가 추이





LIG Research

리서치본부장
안수웅
02)6923-7300
ahn1103@ligstock.com

투자전략센터	Analyst	내선번호	E-Mail
기술적분석(센터장/총괄)	지기호	6923-7330	khchi@ligstock.com
투자전략	최운선	6923-7344	run4u@ligstock.com
시황/글로벌마켓	박해성	6923-7331	hhsark@ligstock.com
이코노미스트	김유겸	6923-7332	yukyum@ligstock.com
계량분석	염동찬	6923-7314	dongchan@ligstock.com
투자전략 RA	유선웅	6923-7353	carpelife@ligstock.com
이코노미스트 RA	윤기현	6923-7349	yun1005@ligstock.com

기업분석팀	Analyst	내선번호	E-Mail
정유/화학(총괄)	박영훈	6923-7317	houn0715@ligstock.com
철강/금속	김윤상	6923-7319	yoonsang.kim@ligstock.com
조선/기계	최광식	6923-7312	gs.choie@ligstock.com
은행	손준범	6923-7322	jbsohn@ligstock.com
반도체/디스플레이	최도연	6923-7336	doyeon@ligstock.com
전기전자	김기영	6923-7318	kykim@ligstock.com
유통	이지영	6923-7341	jy.lee@ligstock.com
건설	채상욱	6923-7342	swchae@ligstock.com
자동차/부품/타이어	박인우	6923-7313	inwoo.park@ligstock.com
IT부품	강봉우	6923-7337	bwkang@ligstock.com
인터넷/게임	정대호	6923-7343	dhjeong@ligstock.com
섬유/의복/음식료	서영화	6923-7311	donaldseo@ligstock.com
운송/유틸리티	주혜미	6923-7345	hmjoo@ligstock.com
엔터테인먼트/레저	지인해	6923-7315	emalee89@ligstock.com
자동차/부품(중소형)	김경근	6923-7348	flytojk@ligstock.com
조선/기계(중소형)	김기태	6923-7350	kt.kim@ligstock.com
지주회사	곽희상	6923-7321	taenk2010@ligstock.com
정유/화학/철강/금속 RA	김기룡	6923-7324	krkim@ligstock.com
IT RA	유동규	6923-7352	dongkyu.yu@ligstock.com
유통/인터넷/게임 RA	송아영	6923-7351	kakisay@ligstock.com

▶ Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(0%~15%) · REDUCE(0% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	

▶ Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



▶ Compliance

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



LIG 투자증권

서울시 영등포구 여의도동 25-11 한진해운빌딩 3층
TEL. 02)6923-7000 www.ligstock.com