

레저
[Overweight]

박세진

운송/레저
(02) 3215-1527
sjpark@bsfn.co.kr

Contents

- I. 세부 업종별 투자포인트 / 02
- II. 업황 호조의 3가지 요인 / 03
- III. 4Q13 세부 업종별 Preview / 09
- IV. 하나투어 / 13
- V. 모두투어 / 14
- VI. GKL / 15
- VII. 파라다이스 / 16
- VIII. 강원랜드 / 17
- IX. 호텔신라 / 18

업황 호조 기대감을 반영할 시기

1) 원화강세, 2) 최다 휴일 일수, 3) 중국인 관광객 증가율 회복

단기 투자매력도 여행>카지노>면세점

레저업종에 대해 '비중확대' 의견을 유지한다. 1) 원화강세가 추세적으로 이어지고, 2) 연휴 및 징검다리 휴일이 증가하여 신규 수요를 자극할 것으로 예상되기 때문이다. 또한 3) 중국 관광법 개정 이후 둔화되었던 중국인 입국자 수 증가율이 완만한 회복세를 기록하고 있어 긍정적 관점을 유지한다.

단기 투자매력도는 여행>카지노>면세점 순이다. 여행업은 대표적인 환율 하락 수혜 업종으로 1) 2014년 원화강세 흐름이 지속될 것으로 전망되고, 2) 12년만에 최다 휴일 일수는 해외여행 수요를 자극할 것으로 예상된다. 또한 3) 중국 인바운드 수요 회복으로 자회사 실적 개선이 기대되고, 4) 연초 예약률이 +20~30%의 성장을 지속하고 있어 지난해 상반기 기저효과에 따른 실적 성장이 둔보일 것으로 예상된다.

세부 업종별 투자 포인트

1. 여행업: 1) 지난 4분기 예약률 둔화에 대한 실적 부진 우려는 주가에 이미 반영되었고, 2) 연초 예약률 호조로 1분기 실적에 대한 기대가 높아지고 있다. 3) 원화강세 기조는 해외여행 구매력 증가로 이어져 출국수요를 자극할 것이다.

2. 카지노업: 1) 마카오 카지노 실적 호조에 따른 긍정적 모멘텀이 지속되고 있으며, 2) 인천 영종도 등 신사업 기대감으로 밸류에이션 재평가가 논의되고 있다. 3) 일본인 Drop액 감소에도 중국인 Drop액은 안정적 고성장을 지속하고 있어 중국발 성장 스토리가 지속될 것으로 보인다.

3. 면세업: 1) 지난 4분기 환율 하락에 따른 실적 부진 우려는 주가에 대부분 반영되었고, 2) 원/달러 환율의 추가 급락 가능성은 제한적이다. 또한 3) 해외 면세점 입찰 성공으로 추가 성장에 대한 기대가 가능하며, 4) 중국인 관광객 증가율이 회복세를 보이고 있어 긍정적이다.

[Top picks]

하나투어(039130), GKL(114090), 호텔신라(008770)

1. 세부 업종별 투자포인트

레저업종 '비중확대' 의견 유지

레저업종에 대해 '비중확대' 의견을 유지한다. 1) 개선될 실적을 바탕으로 2013 년 하반기 주가 급락에 따른 밸류에이션 회복이 예상되고, 2) 원화강세가 추세적으로 이어지며, 3) 연휴 및 징검다리 휴일이 증가하여 신규 수요를 자극할 것으로 보인다. 환율 하락에 따른 부정적 요인도 배제할 수 없으나 환율은 중장기적으로 주가에 중립적인 요소로 작용했기 때문에 영향은 단기에 그칠 것으로 판단된다.

업종별 투자포인트

세부 업종별 투자포인트는 다음과 같다.

1. 여행업: 예약률 호조, 원화강세 지속

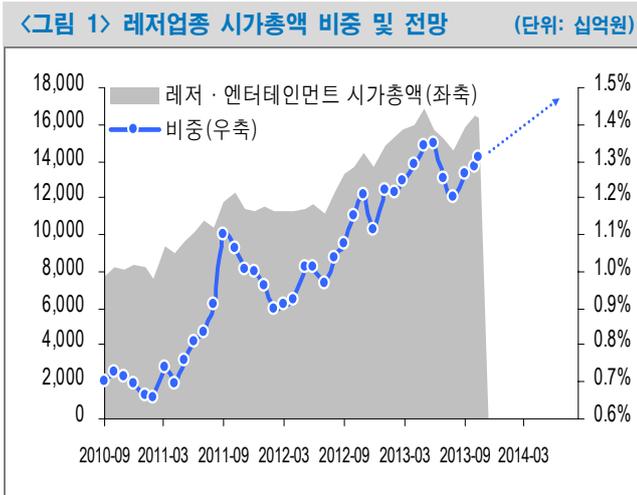
1. 여행업: 1) 지난 4 분기 예약률 둔화에 대한 실적 부진 우려는 주가에 이미 반영되었고, 2) 연초 예약률 호조로 1 분기 실적에 대한 기대가 높아지고 있다. 3) 원화강세 기조는 해외여행 구매력 증가로 이어져 출국수요를 자극할 것이다.

2. 카지노업: 인천 복합 리조트 개발 구체화, 중국인 VIP 성장 지속

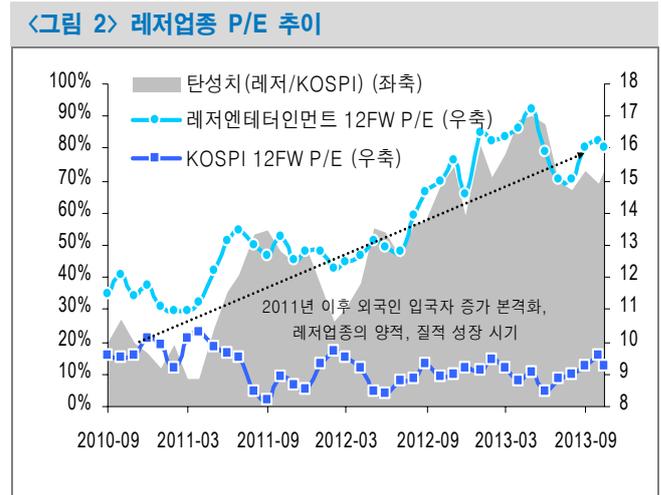
2. 카지노업: 1) 마카오 카지노 실적 호조에 따른 긍정적 모멘텀이 지속되고 있으며, 2) 인천 영종도 등 신사업 기대감으로 밸류에이션 재평가가 논의되고 있다. 3) 일본인 Drop 액 감소에도 중국인 Drop 액은 안정적 고성장을 지속하고 있어 중국발 성장 스토리가 지속될 것으로 보인다.

3. 면세업: 환율 영향 제한적, 해외 면세점 입찰 성공, 중국인 관광객 증가율 회복

3. 면세업: 1) 지난 4 분기 환율 하락에 따른 실적 부진 우려는 주가에 대부분 반영되었고, 2) 원/달러 환율의 추가 급락 가능성은 제한적이다. 또한 3) 해외 면세점 입찰 성공으로 추가 성장에 대한 기대가 가능하며, 4) 중국인 관광객 증가율이 회복세를 보이고 있어 긍정적이다.



자료: WISEfn, BS 투자증권



자료: WISEfn, BS 투자증권

II. 2014년 업황 호조 기대감을 반영할 시기

1. 완만한 원화강세 흐름 지속

원화강세에 따른 상대적 수혜 업종으로 레저섹터 주목

일반적으로 원화강세는 레저업종에 긍정적이다. 원화강세로 해외여행 구매력이 높아져 출국수요를 자극하기 때문이다. 실제 2000년 이후 원화가치가 상승하는 구간에서 레저업종 주가는 KOSPI 대비 Outperform 했으며, 세부 업종별로는 여행>카지노>면세점 순으로 높은 수익률을 기록했다. 당사는 원화강세 현상이 기조적으로 유지될 것으로 예상하여 2014년 원/달러 평균 환율은 1,035 원으로 전년비 20원 가량 하락할 것으로 전망했다.

환율 영향에서 비교적 자유로운 카지노업

카지노업은 업종 내 환율 영향에서 비교적 자유로운 편이다. 실적의 100%가 인바운드 관광객에 의해서 창출되는 구조로 국내 출국 수요와는 무관하기 때문이다. 엔, 위안화 가치에 따라 칩 환전에 따른 Drop 액이 감소할 리스크는 존재하지만 일반적으로 카지노업 주가는 환율보다는 실적과 개별 이슈 등에 움직이는 편이다

원화강세의 대표적 수혜 업종인 여행업

여행업은 대표적인 환율 하락 수혜 업종이다. 원/달러 환율과 출국자 수를 비교해 보면 거의 정확하게 역의 상관관계를 보여왔다. 출국수요에 영향을 미치는 요인은 크게 네 가지(경제적, 사회적, 기술적, 외부 환경적)로 구분되는데 이 가운데 경제적 요인이 가장 큰 영향을 미치기 때문이다. 특히, 국내 여행사는 실적의 97% 이상이 아웃바운드 사업에서 발생한다는 점을 고려할 때 원화가치 상승 시 수요 확대에 따른 실적 개선이 두드러진다. 실제 원/달러 환율이 급락했던 2008~2009년 간 여행업은 수요 격감에 따른 적자기업이 속출하고 밸류에이션은 역사적 하단까지 하락하는 등 큰 타격을 입었다. 반면 원화강세가 나타났던 2010년에는 출국자 수가 두 자릿수 증가로 회복되며 여행업체(하나투어, 모두투어) 매출액과 영업이익은 평균 15%와 18% 증가하고 주가 역시 30% 이상 상승했다.

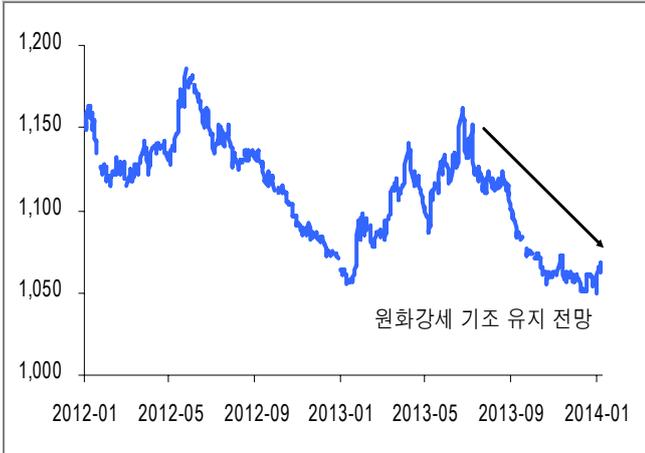
환율 변동에 가장 민감한 면세업

면세업은 환율 변동에 가장 민감한 업종이다. 판매 상품의 80% 이상이 달러로 결제되어 환율 하락 시 실적에 영향이 불가피하다. 일반적으로 면세점 상품 매입과 매출의 시차는 3개월 정도다. 환율이 하락할 경우 원가율이 항상 높아지는 것은 아니지만 변동 속도가 가파를 경우 가격 전가가 제대로 이루어지지 못해 실적에 미치는 영향은 커질 수 밖에 없다. 실제 호텔신라 실적은 환율이 급락하는 구간에 시장 기대치를 크게 하회했으며 이를 반영해 주가 역시 약세를 지속했다.

향후 완만한 원화강세 흐름 예상, 긍정적 측면이 부각될 전망

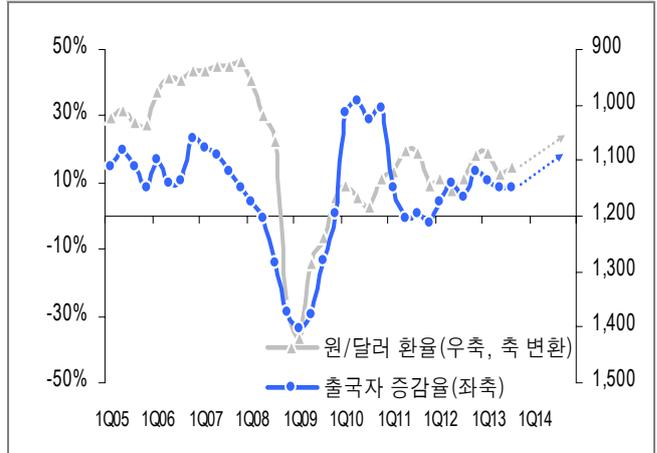
지난 주 원/달러 환율 증가는 전일비 0.8원 하락한 1,062원으로 마감되었다. 2014년 당사의 기말환율 추정치가 1,050원 수준인 점을 고려할 때 향후 급 변동 가능성은 제한적이라고 판단된다. 완만한 원화강세 흐름이 예상됨에 따라 수요 증가 및 제품 가격 전가 측면에 있어 레저업종에 긍정적 모멘텀이 지속될 것으로 예상된다.

<그림 3> 원/달러 환율 추이 (단위: 원)



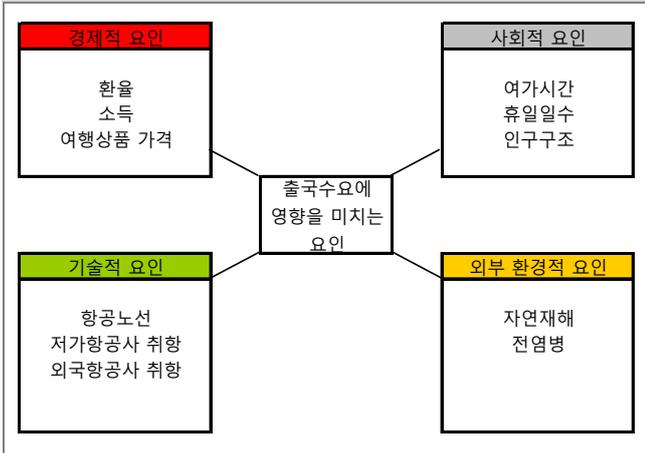
자료: WISEfn, BS 투자증권

<그림 4> 원/달러 환율과 출국자 수 추이 및 전망 (단위: 원)



자료: WISEfn, 한국관광공사, BS 투자증권

<그림 5> 출국수요에 영향을 미치는 요인



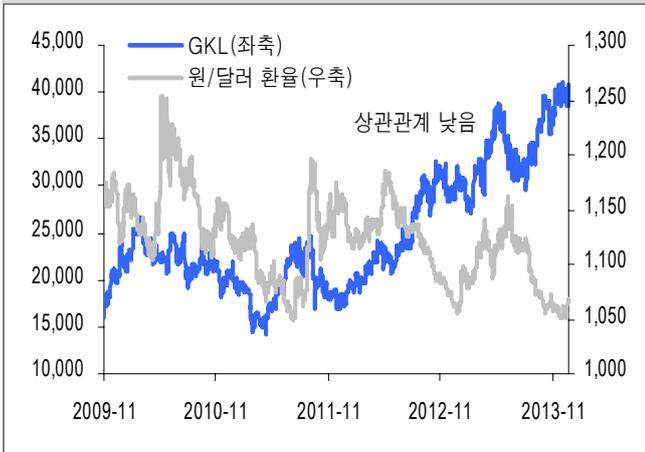
자료: BS 투자증권

<그림 6> 여행업 주가와 환율 추이 (단위: 원)



자료: WISEfn, BS 투자증권

<그림 7> 카지노업 주가와 환율 추이 (단위: 원)



자료: WISEfn, BS 투자증권

<그림 8> 면세업 주가와 환율 추이 (단위: 원)



자료: WISEfn, BS 투자증권

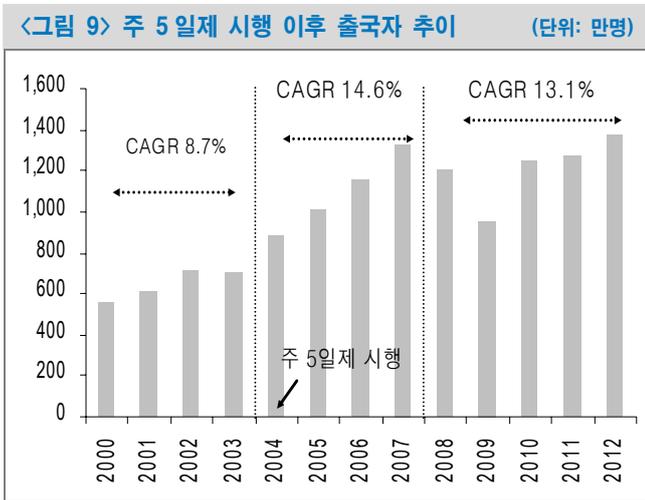
2. 12년만에 최대 휴일 일수로 수요 성장 확대 기대

여가시간 확대는 해외여행 수요 가속화에 기여

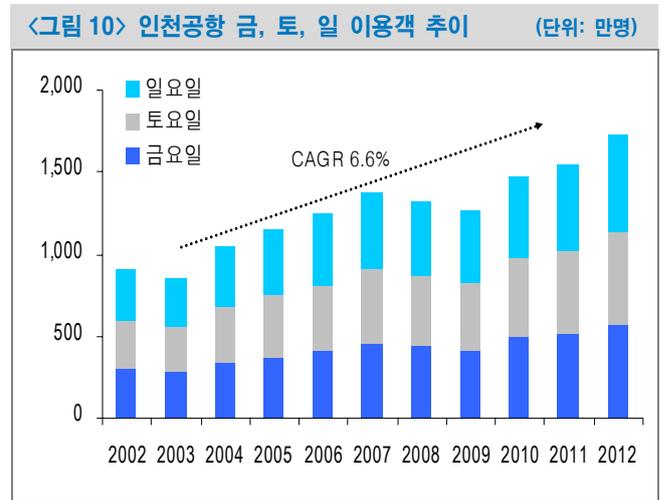
레저업종은 휴일 일수 증가에 따른 성장성을 갖고 있다. 여가시간 확대는 경제적, 시간적 측면에서 제약조건을 완화시키며 잠재 레저수요를 현실화 시키기 때문이다. 실제 주 5일제가 시행된 2004년 이후 내국인 출국자 수는 연평균 14.6% 증가해 과거 평균 성장률 8.7%를 상회했으며, 금, 토, 일 주말을 이용한 인천공항 이용객은 연평균 6.6% 성장해 평일 이용객 성장률 6.1%를 웃돌았다.

2014년 휴일 일수는 2002년 이후 최대

2014년 휴일 일수는 총 67일로 2002년 이후 가장 쉬는 날이 많다. 설날과 추석, 어린이날에 한해 공휴일과 일요일이 겹칠 경우 평일 하루를 더 쉬는 '대체휴일제'가 시행되기 때문이다. 6월 지방선거 일정까지 감안할 경우 휴일은 68일로 전년비 3일이나 늘어난다.



자료: 한국관광공사, BS 투자증권



자료: 인천공항, BS 투자증권

여행업 주가는 국내 황금연휴가 집중되어있는 1월, 8월, 9월에 기대심리 반영

레저업종 특히, 여행업 주가는 장기간 연휴가 위치한 달에 본격 반등하는 모습이다. 국내 황금연휴 기간은 1월 구정, 7~8월 여름휴가, 9월 추석 정도로 요약된다. 실제 하나투어의 월별 주가는 장기간 휴일이 위치한 달에 수요 기대감을 반영, 전월비 좋은 주가 흐름을 기록하고 있다. 올해는 1월, 8월, 9월을 제외하고도 5월(3~6일) 어린이날과 석가탄신일, 6월(6~8일) 현충일, 8월(15~17일) 광복절, 10월(3~5일) 개천절 등 주말을 낀 3~4일간의 연휴가 많아 여행 수요를 자극할 것으로 예상된다.

인바운드업은 중국 연휴가 집중되어 있는 2월, 8월, 10월에 긍정적 모멘텀 형성

외국인 인바운드 수요가 증가하고 이 가운데 중국인 비중이 증가하면서 중국 연휴기간 역시 주가 상승 모멘텀으로 작용하고 있다. 중국의 황금연휴 기간은 2월 춘절, 7~8월 여름휴가, 10월 국경절 정도다. 실제 GKL과 호텔신라(중국 인바운드 관광객 증가의 대표 수혜 종목)의 월별 주가를 살펴보면 7일 이상의 장기간 연휴가 위치한 2월과 8월 그리고 10월에 실적 기대감을 반영, 전월비 높은 수익률을 기록하고 있다.

계절성이 뚜렷한 레저섹터,
2014년 최다 휴일 확보로 업황
호조의 기대감을 반영할 시기

연휴 증가에 따른 주가 상승은 실제 실적적으로 나타나고 있다. 업종의 성수기는 1, 3분기, 비수기는 2, 4분기로 계절별 매출 변동은 3>1>4>2분기 순이다. 여행업의 경우 전체 이익의 60% 이상이 성수기에 집중되어 있고, 매출 전환율 역시 성수기가 비수기에 비해 월등히 높은 수준이다. 이를 반영한 주가 흐름은 성수기에 진입하는 1분기 상승하기 시작해 비수기로 접어드는 2분기 횡보, 3분기 다시 반등해 4분기는 쉬어가는 모습을 보인다. 2014년은 12년만에 최다 휴일 확보로 연휴 및 성수기 모멘텀이 더 커질 것으로 보여 업황 호조의 기대감을 반영할 시점으로 판단된다.

<표 1> 2014년 국내 공휴일

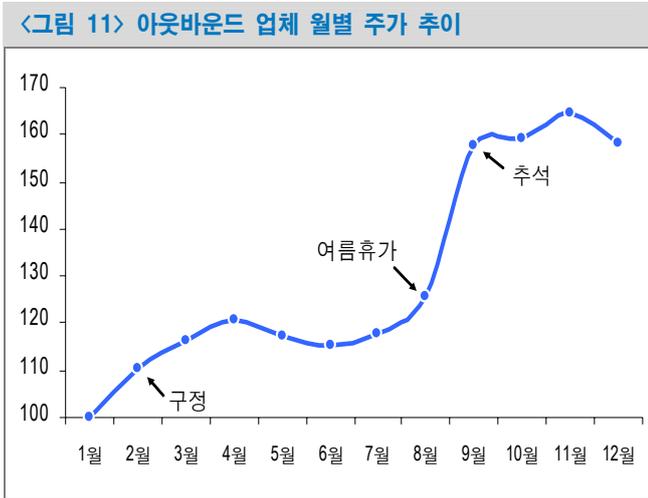
월	명칭	날짜	요일
1월	신정 설날	1일 30일~2월1일	수 목~토
2월			
3월	삼일절	1일	토
4월			
5월	어린이날 석가탄신일	5일 6일	월 화
6월	지방선거 현충일	4일 6일	수 금
7월			
8월	광복절	15일	금
9월	추석	7일~10일	일~수(수: 대체휴일)
10월	개천절 한글날	3일 9일	금 목
11월			
12월	크리스마스	25일	목
총 공휴일 수			68일

자료: BS 투자증권

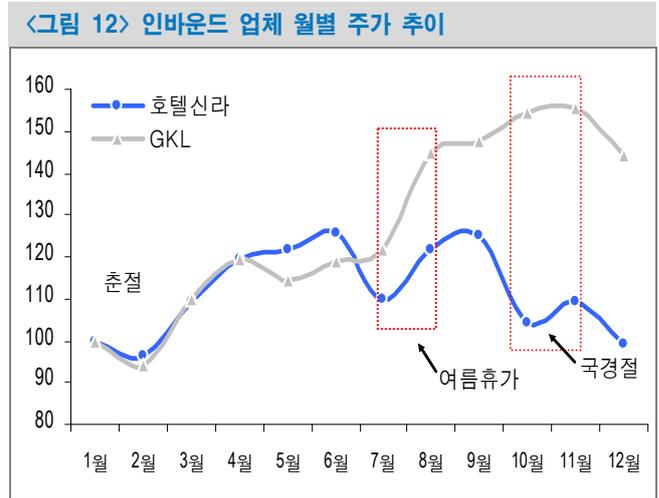
<표 2> 2014년 중국 공휴일

월	명칭	날짜	일수
1월	신정	1일~3일	3일
2월	춘절	9일~15일	7일
3월			
4월	청명절 노동절	4일~6일 29일~5월1일	3일 3일
5월			
6월	단오절	10일~12일	3일
7월			
8월			
9월	중추절	19일~21일	3일
10월	국경절	1일~7일	7일
11월			
12월			

자료: BS 투자증권



자료: WISEfn, BS 투자증권



자료: WISEfn, BS 투자증권

3. 중국인 관광객 증가율 회복

**외국인 인바운드 수요 가속화로
출입국자 가운데 입국자가
차지하는 비중 지속적 상승**

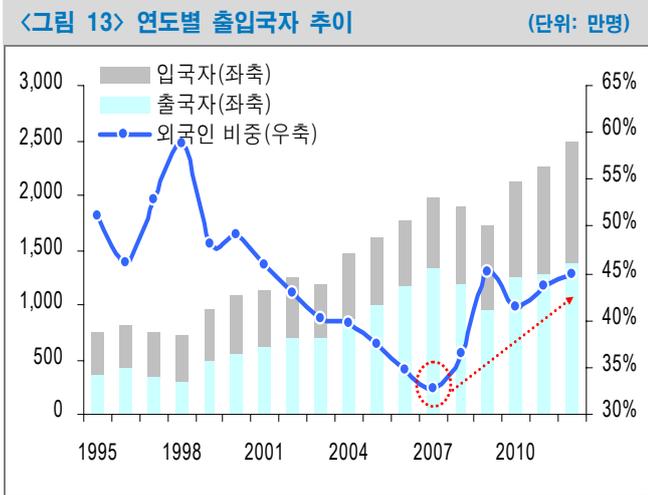
외국인 입국자 수는 2004년 이후 연평균 8.4% 증가해 같은 기간 내국인 출국자 수 성장 5.6%를 상회하고 있다. 특히, 2007년 이후에는 전체 출입국자 가운데 외국인 입국자가 차지하는 비중이 32.6%를 저점으로 상승하기 시작해 2012년에는 44.8%까지 높아졌다.

**중국인 해외여행 본격화로
외국인 입국자 증가율 확대**

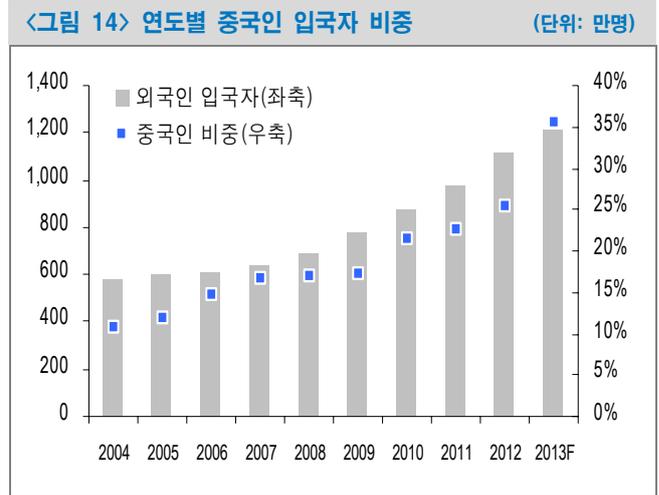
외국인 비중이 증가하는 이유는 크게 두 가지이다. 첫 번째는 2008년 글로벌 금융 위기를 겪으면서 원화가치가 하락, 내국인 출국수요는 급감한 반면 외국인 입국 수요는 급증했기 때문이다. 2009년 원/엔, 원/위안 환율은 전년비 각각 25.9%와 17.9% 상승했고, 일본과 중국인 입국자 수는 전년비 각각 28.3%와 14.9% 증가했다. 두 번째는 2004년 중국 해외여행 자유화 이후 중국 인바운드 관광객이 본격적으로 증가했다. 아직까지 중국인은 해외여행 목적지로 가까운 홍콩, 마카오, 한국, 대만 등을 선호하고 있어 해외여행 본격화에 따른 국내 관광수요가 늘어나고 있는 추세다.

**중국인 관광객 증가율 회복,
성장성 유효**

중국 관광법 개정 이후 우려되었던 중국인 입국자 증가율은 10월 22.8%로 전월비 증가 폭이 크게 둔화되었으나 11월은 35.2%로 전월비 12.4%p 개선되며 안정적 성장세를 시현했다. 10월은 중국 최대 황금연휴인 국경절이 포함되어 있었다는 점을 고려할 때 11월 증가율 회복세는 여전히 중국발 여행수요가 견조하다는 것을 나타내고 있다.



자료: 한국관광공사, BS 투자증권



자료: 한국관광공사, BS 투자증권

**중국 소비 확대는 중국 소비
관련주 프리미엄의 근거**

중국인 해외관광 확대는 중국 소비 관련주에 프리미엄을 부여하는 근거가 되고 있다. 2009~2012년 기간 동안 해외 중국인 명품 소비가 급증하면서 주요 명품업체(LVMH, Hermes, Prada, Richmont, Tiffany)의 합산 기준 매출액과 영업이익은 연평균 각각 17.3%와 24.3% 증가했다. 이를 반영해 LVMH, PPR, Burberry, Swatch 등으로 구성된 유럽 럭셔리 지수는 2009년 1월 이후 430% 가량 상승해 있으며

같은 기간 시장 평균 대비 46% 할증 거래되었고, 성수기 기간 중에는 시장 대비 최고 120%까지 할증 거래됐다.

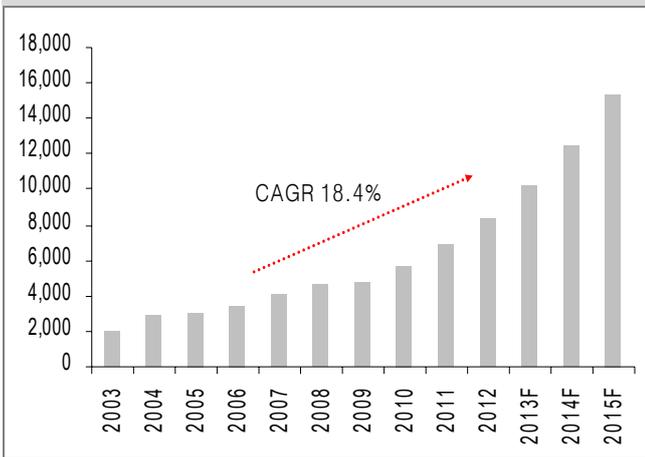
**중국인 실적 기여도가 확대되며
국내 인바운드 업체 역시 시장
대비 할증 적용 지속**

우리나라 역시 마찬가지다. 2007~2012년 기간 동안 중국인 입국자 비중이 지속적으로 확대되면서 중국인 기여도가 높은 카지노업과 면세업의 합산 기준 매출액과 영업이익은 연평균 23.7%와 28.5% 증가했다. 중국인의 높은 성장성을 반영, 인바운드 업체의 밸류에이션은 시장 대비 평균 67% 할증 거래됐다.

**중국인 관광객 장기 성장성
유효, 국내 인바운드업체
프리미엄의 근거**

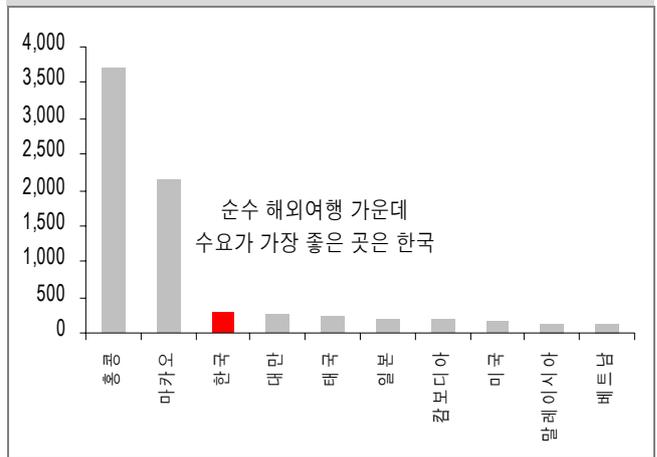
향후 국내 인바운드 업체는 시장 대비 할증 적용이 지속될 것으로 예상된다. 중국 경제 성장과 소비확대로 중국인 해외여행 수요는 확대될 것으로 예상되며, 이에 따른 장기 성장 그림을 이어갈 것으로 예상되기 때문이다.

<그림 15> 연도별 중국인 해외여행 인구 추이 (단위: 만명)



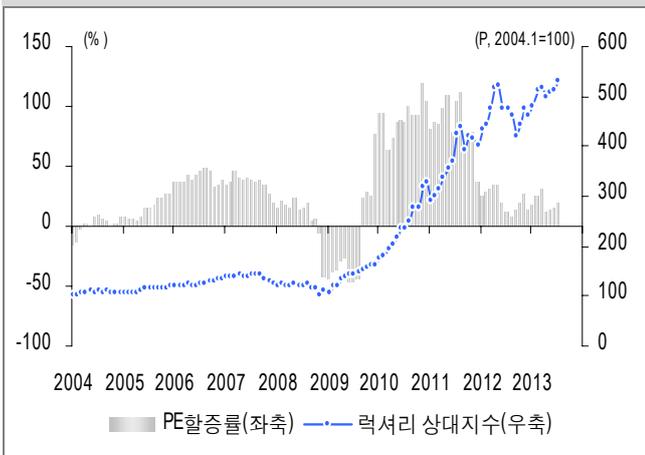
자료: 중국국가여유국, BS 투자증권

<그림 16> 중국인 선호 해외여행 목적지 Top 10 (단위: 만명)



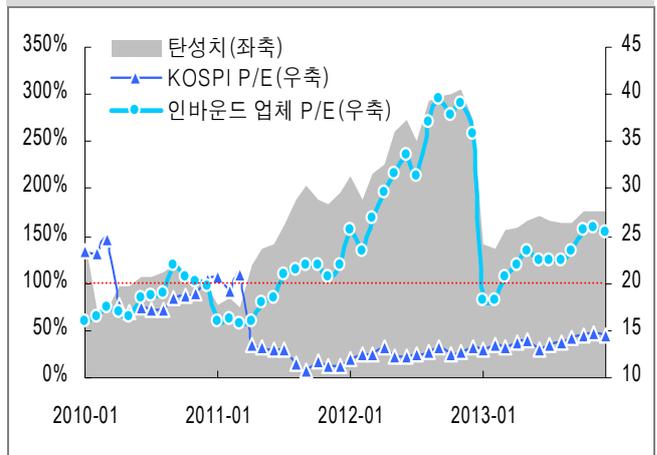
자료: 중국국가여유국, BS 투자증권

<그림 17> 유럽 럭셔리 상대지수와 P/E 할증률



자료: Bloomberg, BS 투자증권

<그림 18> 인바운드 업체 P/E 할증률



자료: Bloomberg, BS 투자증권

III. 4Q13 세부 업종별 Preview

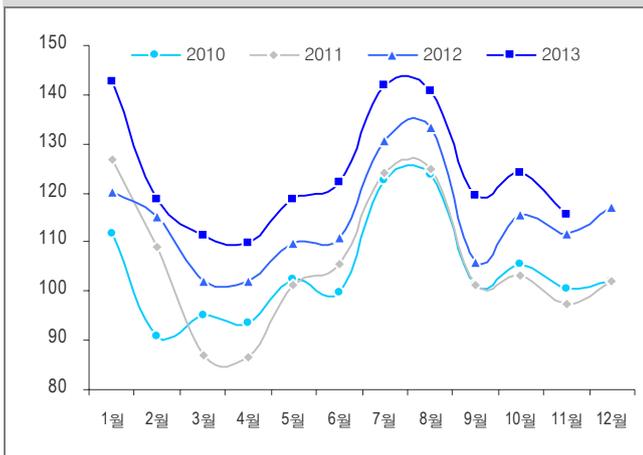
4분기 레저업종 지수는 KOSPI 대비 Underperform

지난 4 분기 레저업종 주가는 KOSPI 대비 0.4%p Underperform 했다. 구조적인 출국자 수 확대와 입국자 수 증가가 지속됐지만 환율 하락에 따른 투자심리 약세로 주가는 시장 기대치를 하회한 것으로 분석된다.

4분기 출입국자 수는 전년동기비 각각 5.2%와 7.0% 증가할 전망

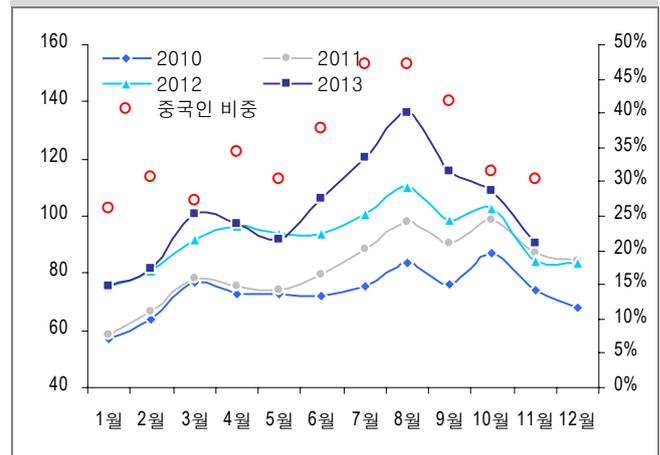
10 월과 11 월 합계 출국자 수는 전년비 5.3% 증가한 239 만명, 입국자 수는 전년비 6.9% 증가한 200 만명을 기록했다. 중국 관광법 개정 이후 우려되었던 중국인 입국자 증가율은 10 월 22.8%로 전월비 증가 폭이 크게 둔화되었으나 11 월은 35.2%로 전월비 12.4%p 개선되며 안정적 성장세를 시현했다. 특히, 10 월은 중국 최대 연휴인 국경절이 포함되어 있었다는 점을 고려할 때 11 월 증가율 회복세는 여전히 중국발 여행수요가 견조하다는 것을 나타내고 있다. 대형 여행사의 12 월 마감 실적과 크리스마스, 연말 특수 등을 감안하면 4 분기 총 출국자 수와 입국자 수는 전년동기비 각각 5.2%와 7.0% 증가한 것으로 추산된다

<그림 19> 월별 내국인 출국자 추이 (단위: 만명)



자료: 한국관광공사, BS 투자증권

<그림 20> 월별 중국인 입국자 추이 (단위: 만명)



자료: 한국관광공사, BS 투자증권

11월말 카지노 주가 리레이팅 본격화, 섹터 내 가장 높은 수익률 기록

카지노업의 경우 마카오 카지노 실적 호조와 신사업 기대감이 반영되며 1 분기에 이어 가장 좋은 수익률을 기록했다. 특히, 11 월말부터는 카지노업 주가 흐름이 타 산업 대비 크게 Outperform 했다. 경쟁사 대비 중장기 성장 스토리가 부족했던 GKL 에 우호적인 이슈들이 형성되면서 주가 리레이팅이 본격화 되었기 때문이다.

카지노 이슈 1. 인천 영종도를 포함한 경제자유구역에 대한 규제 완화

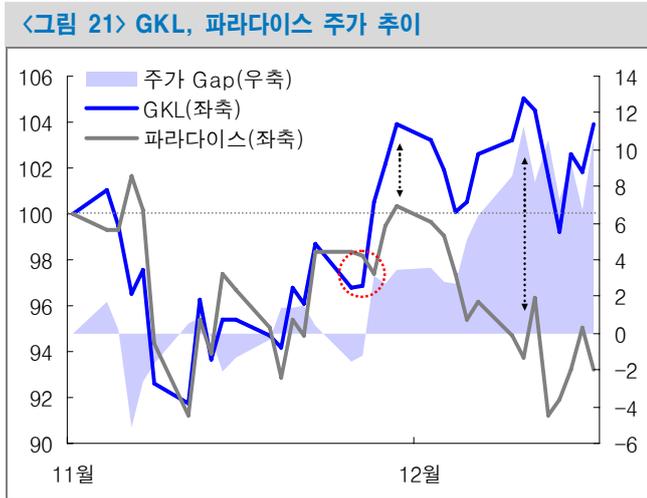
우선 1) 제 3 차 국민경제자문회에서 경제자유구역에 대한 규제 완화를 제시했다. 관광분야에서는 카지노와 MICE(Meeting, Incentive, Convention, Exhibition)가 포함된 복합 리조트를 적극 개발하는 방안이 논의 되었다. 2020 년 도쿄 올림픽에 대비하여 일본이 복합 리조트 도입을 추진하는 등 향후 아시아 시장에서 복합 리조트 경쟁이 치열해 질 것임을 고려할 때 조속히 추진될 것으로 전망하고 있다.

카지노 이슈 2. 리포&시저스, 인천 영종도 복합리조트 조성 사전 심사 재청구

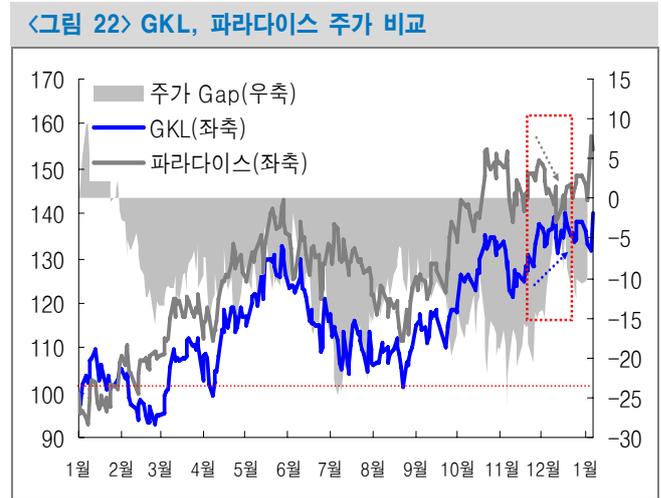
2) 인천 복합 리조트 조성에 대한 사전 심사에서 부적합 판정을 받았던 리포&시저스가 부적합 사유로 지적되었던 신용 등급을 개선하고 투자금을 늘려 사전 심사를 재청구했다. 리포&시저스는 인천 영종도 미단시티에 향후 9년간 2조 3,000억 원을 투입, 3 단계에 걸쳐 외국인 전용 카지노를 포함한 복합 리조트를 설립할 계획이다. GKL은 리포&시저스와 복합 리조트 합작을 논의한 적이 있어 심사 통과 시 사업 확대에 대한 기대가 현실화될 가능성이 높은 상황이다.

카지노 이슈 3. 興당의 강력한 크루즈 산업 발전 의지

3) 새누리당이 크루즈 산업 육성 지원 법안 통과에 대한 강한 의지를 보이는 점 역시 주가 상승에 기여했다. GKL은 과거부터 선상 카지노 사업을 추진하고 있었기 때문에 법안 통과 시 신사업 진행이 가속화 될 것으로 기대된다. 결론적으로 GKL의 성장 잠재력이 부각되며 파라다이스와의 주가 갭이 축소되고 있으며, 글로벌 대비 할인 평가 받던 밸류에이션에 대한 재평가가 이뤄지고 있는 시점이다.



자료: WISEfn, BS 투자증권



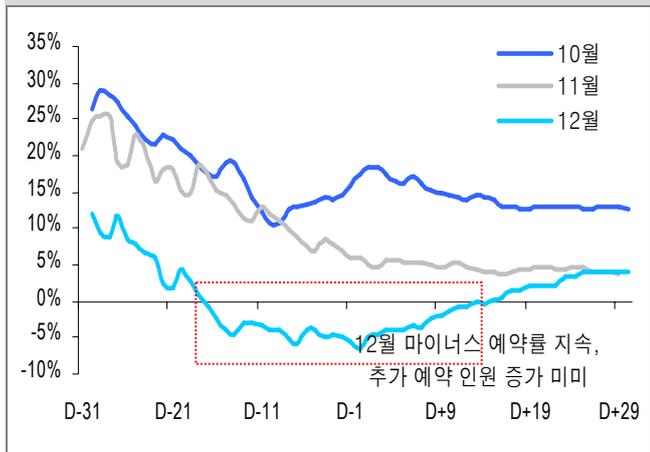
자료: WISEfn, BS 투자증권

예약률 부진으로 여행업 주가는 약세 지속

여행업은 예약률 부진과 경기 민감주로의 관심 이전 등으로 기대 이하의 수익률을 기록했다. 4분기는 일반적으로 여행 비수기이기 때문에 시장 기대 수익률은 높지 않지만 예약률이 연내 처음으로 역성장을 기록하며 주가는 약세를 지속했다. 2013년 전저점 대비 전고점까지 41%와 24% 상승했던 하나투어와 모두투어 주가는 3분기 실적 부진으로 하락하기 시작해 4분기 예약률 부진까지 반영되며 고점 대비 각각 28%와 36% 하락했다. 특히, 4분기에는 신저가를 갱신하며 2014년 연결실적 기준 P/E가 각각 15.4 배와 12.4 배로 역사적 하단까지 내려왔다.

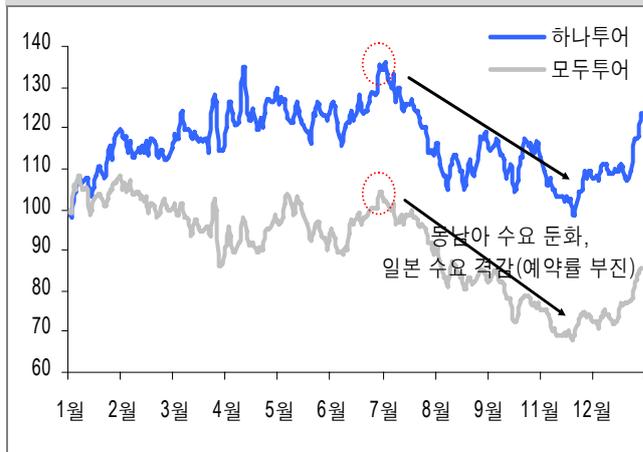
연초 이후 하나투어와 모두투어 주가는 각각 10.6%와 5.5% 상승하며 본격 반등하는 모습이다. 현 주가는 대부분의 약재가 반영된 상황으로 가격 메리트가 발생하는 P/E 하단(하나투어 15 배, 모두투어 14 배 수준)과 비교해도 여전히 매력적이다. 또한 LCC 공급 확대와 성장하는 시장 규모를 감안할 때 주가 우상향에는 무리가 없다는 판단이다.

<그림 23> 4Q13 하나투어 일별 예약률 추이



자료: 하나투어, BS 투자증권

<그림 24> 4Q13 하나투어, 모두투어 주가 추이

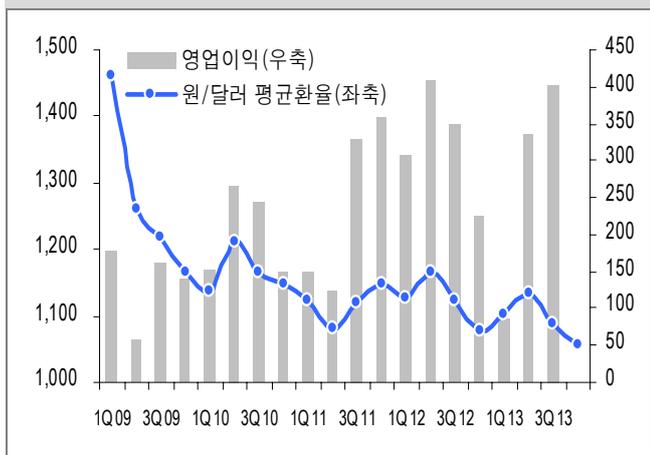


자료: WISEfn, BS 투자증권

환율 하락, 중국인 입국자 둔화로 면세업은 섹터 내 가장 부진한 수익률 기록

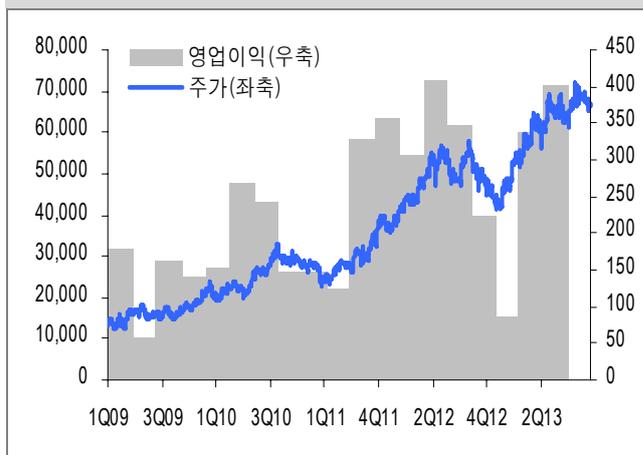
면세업은 내국인과 외국인 수요 증가에도 불구하고 환율 하락에 따른 실적 악화를 반영해 업종 가운데 가장 부진한 실적을 기록했다. 면세점 상품은 매입 후 판매하는 구조를 가지고 있으며, 전체 상품 가운데 80% 이상이 달러로 결제되기 때문에 환율이 단기간 크게 변동할 경우 실적에 영향이 불가피하기 때문이다. 일반적으로 면세점 매입과 매출의 시차는 3 개월 정도다. 환율이 하락할 경우 원가율이 항상 높아지는 것은 아니지만 변동 속도가 가파를 경우 가격 전가가 제대로 이루어지지 못해 실적에 미치는 영향은 커진다. 4 분기 원/달러 평균 환율은 1,056 원으로 전분기비 30 원 가량 하락해 실적은 시장 기대치를 하회할 것으로 예상된다. 다만, 환율은 중장기적으로 주가에 중립적으로 작용하고 있기 때문에 환율 이슈에 따른 주가 조정 시 매수 기회로 삼는 전략이 바람직해 보인다.

<그림 25> 호텔신라 실적과 환율 추이 (단위: 원, 억원)



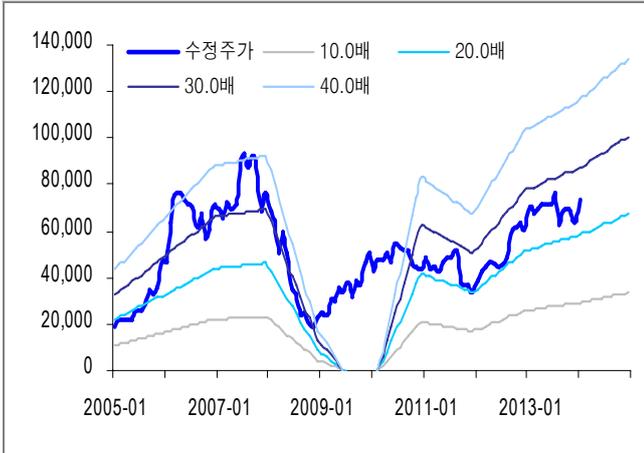
자료: WISEfn, BS 투자증권

<그림 26> 호텔신라 주가와 실적 추이 (단위: 원, 억원)



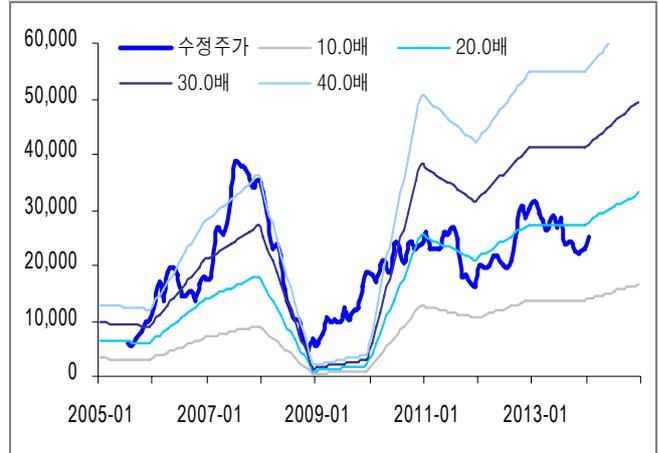
자료: WISEfn, BS 투자증권

<그림 27> 하나투어 P/E 추이



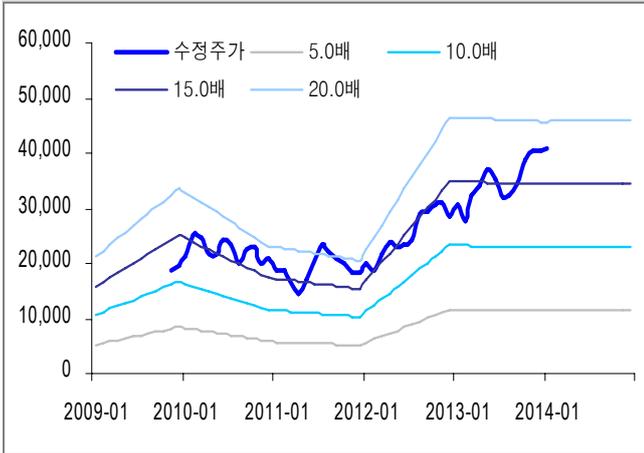
자료: WISEfn, BS 투자증권

<그림 28> 모두투어 P/E 추이



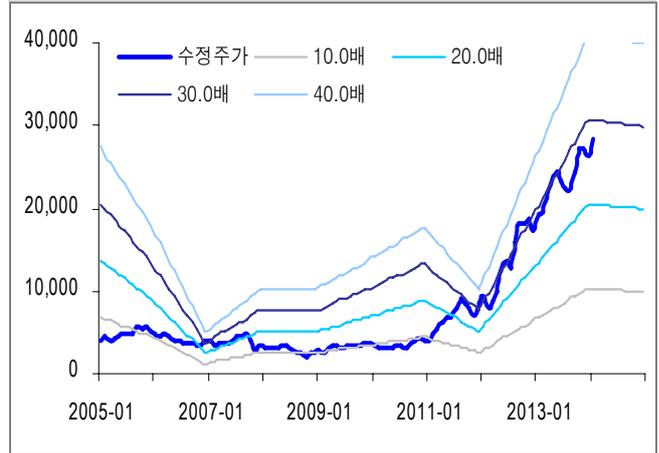
자료: WISEfn, BS 투자증권

<그림 29> GKL P/E 추이



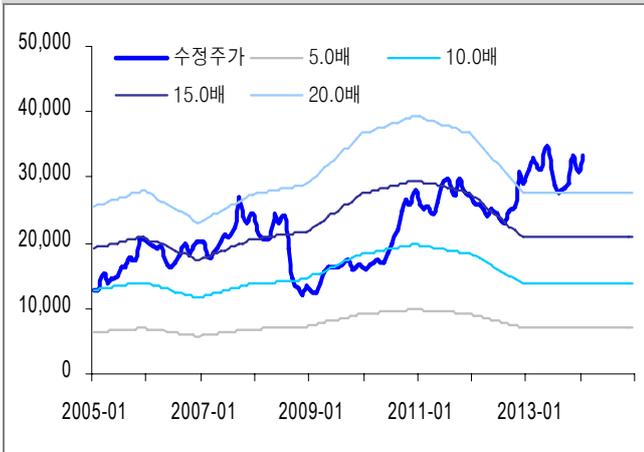
자료: WISEfn, BS 투자증권

<그림 30> 파라다이스 P/E 추이



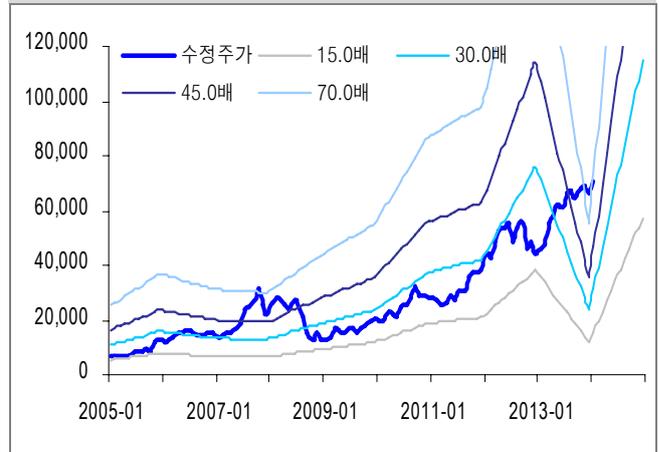
자료: WISEfn, BS 투자증권

<그림 31> 강원랜드 P/E 추이



자료: WISEfn, BS 투자증권

<그림 32> 호텔신라 P/E 추이



자료: WISEfn, BS 투자증권

하나투어(039130)/Buy/TP 85,000원

4Q13 Preview: 시장 기대치 하회할 전망

투자의견 '매수', 목표주가 85,000원으로 상향

하나투어에 대해 투자의견 '매수'를 유지하고 목표주가는 기존 74,000원에서 85,000원으로 14.8% 상향한다. 목표주가 상향 이유는 1) Valuation 기준 시점을 2013년에서 2014년으로 변경하였고, 2) 원高엔低에 대한 수혜가 예상되며, 3) 현 주가는 나올 수 있는 악재들이 모두 반영되어 추가 하락 가능성은 제한적이기 때문이다.

4Q13 Preview: 시장 기대치 하회할 전망

4분기 별도기준 매출액은 710억원으로 전년동기비 10.5% 증가할 것으로 추정되지만 영업이익은 57억원으로 전년동기비 32.1% 감소할 것으로 예상된다. 영업실적 부진은 1) 지난해 상대적으로 많았던 cut-off 금액(4Q12 48억원→4Q13 19억원)에 대한 기저효과와 2) 일본행 수요 격감으로 연말 예약률이 시장 기대치를 하회했기 때문이다. 또한 3) 하나프리 광고선전비와 일회성 비용(창립 20주년 기념 관련) 발생에 기인한다.

4분기 전체 송출객수는 전년동기비 10.8% 증가한 66만명, 패키지 인원은 전년동기비 7.6% 증가한 44만명을 기록했다. 내국인 출국자수는 전년동기비 5.2% 증가한 것으로 추정되어 시장점유율은 전년동기비 1.0%p 개선될 것으로 전망한다.

2014년 MS 성장 추세 지속

2014년에도 하나투어의 송출객 수는 시장 성장을 2.4배 상회할 것으로 예상된다. 2 매출액은 전년비 12.0% 증가한 3,959억원, 영업이익은 전년비 21.8% 증가한 508억원이 예상된다. 실적 성장이 가능한 이유는 1) 연초 예약률 증가세가 지속되고 있으며, 2) 원화강세로 추가 출국수요 확대가 예상되기 때문이다. 또한 3) LCC 좌석 공급 증가의 수혜가 경쟁사 대비 높아 수익성 개선이 돋보일 것으로 예상된다. 2014년 내국인 출국자는 전년비 8.5% 성장할 것으로 추정되며, 하나투어를 통한 출국자는 20.9%로 시장점유율은 전년비 1.1%p 개선될 것으로 전망한다.

12 월결산	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2011	2,682.0	240.0	269.9	210.5	1,812	-14.7	24.2	4.4	11.9	18.5	2.0
2012	3,078.5	395.9	499.4	353.1	3,039	67.7	16.2	3.5	8.6	25.3	2.0
2013F	3,534.2	417.0	509.2	363.0	3,125	2.8	22.1	4.4	12.2	21.1	1.4
2014F	3,959.1	508.4	602.9	426.9	3,675	17.6	19.5	3.9	10.2	21.6	1.4
2015F	4,333.5	576.2	690.8	489.2	4,211	14.6	17.1	3.3	8.5	21.0	1.4

모두투어(080160)/Buy/TP 30,000원

4Q13 Preview: 시장 기대치 하회할 전망

투자의견 '매수', 목표주가 30,000원으로 하향

모두투어에 대해 투자의견 '매수'를 유지하지만 목표주가는 기존 35,000원에서 30,000원으로 14.2% 하향한다. 목표주가 하향 이유는 1) Valuation 기준 시점을 2013년에서 2014년으로 변경하였고, 2) 2014년 실적이 소폭 하향 조정 되었기 때문이다. 목표주가는 하향했지만 원고엔드에 대한 수혜가 예상되며 현 주가는 나올 수 있는 악재들이 모두 반영되어 긍정적 시각을 유지한다.

4Q13 Preview: 시장 기대치 하회할 전망

4분기 별도기준 매출액은 341억원으로 전년동기비 4.3% 증가할 것으로 추정되지만 영업이익은 38억원으로 전년동기비 25.4% 감소할 것으로 예상된다. 영업실적 부진은 1) 일본행 수요 격감과 동남아행 수요가 둔화되면서 연말 예약률이 시장 기대치를 하회했으며, 2) 임금체계 변경(호봉제→연봉제)에 따른 인건비 증가에 기인한다.

4분기 전체 송출객수는 전년동기비 4.4% 증가한 32만명, 패키지 인원은 전년동기비 4.4% 증가한 22만명을 기록했다. 내국인 출국자수는 전년동기비 8.5% 증가한 것으로 추정되어 시장점유율은 전년동기비 0.5%p 감소될 것으로 전망한다.

2014년 시장점유율 개선 기대

2014년에도 모두투어의 송출객 수는 시장 성장을 1.4배 상회할 것으로 예상된다. 2 매출액은 전년비 15.2% 증가한 1,680억원, 영업이익은 전년비 60.5% 증가한 252억원이 예상된다. 실적 성장이 가능한 이유는 1) 연초 예약률 증가세가 경쟁사 대비 높게 유지되고 있으며, 2) 원화강세로 추가 출국수요 확대가 예상되기 때문이다. 또한 3) 지난해 상반기 내부 이슈와 중국 조류독감에 대한 기저효과가 기대되어 실적 개선은 경쟁사 대비 더 클 것으로 예상된다. 2014년 내국인 출국자는 전년비 8.5% 성장할 것으로 추정되며, 모두투어를 통한 출국자는 11.2%로 시장점유율은 전년비 1.4%p 개선될 것으로 전망한다.

12 월결산	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2011	1,249.9	161.6	190.7	135.5	1,076	-8.8	20.8	2.6	12.6	20.0	2.2
2012	1,378.9	212.7	230.0	175.7	1,395	29.7	16.1	3.4	9.5	22.7	2.0
2013F	1,458.9	157.4	181.8	138.9	1,103	-21.0	24.3	3.7	16.6	15.9	1.7
2014F	1,680.6	252.3	290.8	222.3	1,764	60.0	13.7	2.8	7.9	22.3	1.9
2015F	1,911.6	290.6	353.0	269.8	2,141	21.4	11.3	2.4	6.1	22.7	1.9

GKL(114090)/Buy/TP 47,000원

4Q13 Preview: 홀드올 호조, 실적 성장세 지속

투자의견 '매수', 목표주가 47,000원으로 상향

GKL에 대해 투자의견 '매수'를 유지하고 목표주가는 기존 43,000원에서 47,000원으로 9.3% 상향한다. 2014년부터 개별소비세가 부과되면서 영업이익은 전년비 1.8% 증가에 그칠 것으로 예상되지만 목표주가를 상향하는 이유는 다음과 같다. 1) 신사업 가시화에 따라 Target P/E를 기존 19배에서 20배로 상향 적용했으며, 2) 일본발 지지효과와 3) 중국 경제 성장에 대한 직접적 수혜가 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 현 주가는 2014년 예상 실적 기준 P/E 17배 수준이며 해외 Peer 그룹 평균 P/E가 23배라는 점을 감안할 경우 여전히 저평가 구간에 위치한 것으로 판단된다.

4Q13 Preview: 홀드올 호조, 실적 성장세 지속

4분기 매출액은 전년동기비 4.6% 증가한 1,398억원, 영업이익은 전년동기비 26.4% 증가한 349억원을 예상한다. 일본인 Drop액 감소폭이 확대되는 가운데 중국인 Drop액 증가율이 둔화되면서 전체 Drop액은 전년동기비 10.8% 감소한 9,545억 원에 그칠 것으로 예상된다. 특히, 엔화약세가 지속되며 원화 환산 일본인 Drop액은 전년동기비 크게 부진할 것으로 판단된다. 그러나 홀드올이 3분기에 이어 양호한 개선세를 시현했으며 비용통제에 힘입어 영업이익은 성장을 지속할 것으로 예상된다.

신사업 기대감으로 주가는 본격 리레이팅

2014년 매출액은 6,163억원으로 전년동기비 10.2% 증가하지만 영업이익은 1,904억원으로 전년동기비 1.9% 증가에 그칠 것으로 예상된다. 외국인 전용 카지노에 대해 개별소비세가 부과되면서 이익 성장이 제한적일 것으로 예상되기 때문이다.

성장 둔화 우려에도 불구하고 최근 주가는 상승 흐름을 지속하고 있다. 지난 11월 발표된 정부 정책 및 카지노 관련 이슈 등이 GKL이 추진하는 신사업에 무게를 실어주고 있기 때문이다. GKL은 경쟁사 대비 중장기 성장 스토리가 부족했기 때문에 신사업 가시화는 향후 성장 동력으로써 주가의 밸류에이션 리레이팅을 이끌 것으로 기대한다.

12 월결산	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2011	5,147.2	1,374.6	1,350.3	633.0	1,023	-11.5	18.9	5.4	6.0	29.7	2.7
2012	5,024.0	1,464.1	1,511.9	1,440.6	2,329	127.6	10.5	4.6	7.9	52.1	5.0
2013F	5,594.3	1,869.1	1,866.9	1,400.2	2,264	-2.8	15.0	5.5	7.7	39.2	3.6
2014F	6,163.5	1,904.5	1,904.0	1,456.6	2,355	4.0	16.8	5.5	10.1	35.2	3.1
2015F	6,610.4	2,108.0	2,111.5	1,615.3	2,611	10.9	15.1	4.7	8.8	33.3	3.1

파라다이스(034230)/Buy/TP 33,000원

4Q13 Preview: 양호한 실적, 영업이익의 흑자전환 전망

투자의견 '매수', 목표주가 33,000원으로 상향

파라다이스에 대해 투자의견 '매수'를 유지하고 목표주가는 기존 28,000원에서 33,000원으로 17.8% 상향한다. 목표주가 상향 이유는 1) Valuation 기준 시점을 2013년에서 2014년으로 변경하였고, 2) 개별소비세 부과에도 지방 영업장 통합으로 양호한 실적 성장이 전망되며, 3) 인천 영종도 지역을 포함한 정부의 MICE 산업 육성책으로 긍정적 효과가 예상되기 때문이다. 현 주가는 2014년 예상 실적 기준 P/E 21배 수준이며, 목표주가는 해외 Peer 그룹 평균 P/E를 10% 할증 적용해 산출했다.

4Q13 Preview: 양호한 실적, 영업이익의 흑자전환 전망

4분기 별도기준 매출액은 1,278억원으로 전년동기비 37.6% 증가하고 영업이익은 210억원으로 전년동기비 흑자전환이 예상된다. 위커힐과 제주 영업장 합산 Drop액은 전년동기비 27.8% 증가한 1조 477억원을 기록했다. 성장 둔화가 우려되었던 위커힐 실적은 중국 VIP 성장 지속과 기타 국가 VIP 고성장으로 지난 3분기에 이어 양호한 회복세를 지속했다. 홀드올은 위커힐이 1.2%p 개선되었지만 제주 그랜드는 0.4%p 하락했다. 연결기준 매출액과 영업이익은 인천점 실적이 더해지며 별도대비 각각 38.2%와 36.1% 증가한 1,767억원과 286억원으로 추정된다. 이는 전년동기비 각각 48.1%와 흑자전환 한 수치다.

순차적 영업장 통합으로 안정적 성장 담보

2014년부터 외국인 전용 카지노에 대해 개별소비세가 부과되면서 실적 성장은 제한적일 것으로 예상된다. 세금은 카지노 순매출액의 4% 수준이지만 영업장별 실적에 따라 차등 적용하기 때문에 실제 적용 세율은 4% 보다 낮다. 파라다이스의 카지노세 비용은 250억원(2014년 예상 실적 기준)내외가 될 것으로 예상되며 이는 매출액의 3.3% 수준이다. 카지노세 영향으로 2014년 영업이익 증가율은 제한적이거나 인천점 실적이 온기로 반영되며 안정적 성장을 지속할 전망이다. 또한 2014년과 2015년에는 부산과 제주 두성에 대한 M&A가 남아 있기 때문에 추가적인 성장도 가능하다. 2014년 매출액과 영업이익은 전년동기비 각각 17.8%와 7.8% 증가한 7,533억원과 1,485억원을 예상한다.

12 월결산	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2011	3,740.0	508.9	659.6	325.7	358	-14.4	18.7	1.1	6.4	5.9	2.2
2012	5,185.1	897.7	1,064.4	747.3	822	129.4	16.2	1.9	9.5	12.5	1.5
2013F	6,394.8	1,377.9	1,572.0	1,111.4	1,222	48.7	18.7	2.8	9.6	16.3	0.9
2014F	7,533.1	1,485.4	1,706.4	1,206.5	1,327	8.6	21.0	3.0	11.3	15.4	0.7
2015F	8,836.3	1,743.1	1,995.0	1,410.5	1,551	16.9	18.0	2.8	9.0	16.3	0.7

강원랜드(035250)/Buy/TP 38,000원

4Q13 Preview: 증설 효과 본격화

투자의견 '매수', 목표주가 38,000원 제시

강원랜드에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 38,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2014년 예상 EPS 1,922원에 Target P/E 20배를 적용해 산출했다. Target P/E는 역사적 밴드 상단 수준으로 2014년은 지난 3년간의 이익 정체를 벗어나 본격적인 이익 성장이 예상되어 20배 적용에는 무리가 없다는 판단이다. 투자포인트는 1) 인원 충원으로 증설효과가 본격적으로 나타날 것이라는 점, 2) 비용 통제로 이익 레버리지가 확대될 것이라는 점이다. 다만, 매출 총량제, 통상임금 소송, 레저세 이슈는 고려해야 할 리스크 요인이다.

4Q13 Preview: 증설 효과 본격화

4분기 매출액은 3,534억원으로 전년동기비 13.7% 증가하고 영업이익은 1,002억원으로 전년동기비 33.5% 증가할 것으로 예상된다. 카지노 이용객 수는 증설 효과에도 불구하고 전년동기비 1% 감소한 72만명 수준을 기록했다. 사감위 매출총량 제한으로 신규 테이블 가동률이 50% 수준에 불과했고 사이드베팅 금지 조치 등으로 인해 실질적 테이블 증가 효과가 미미했기 때문이다. 그러나 테이블 효율성 증가 및 머신 증설 효과로 Drop액은 20% 가량 상승할 것으로 보이며 홀드율 역시 전년비 1.7%p 개선되며 실적 성장을 이끌 것으로 예상된다.

테이블 가동률 상승으로 본격적인 실적 성장 구간 진입

강원랜드는 2013년 6월 테이블 68대, 머신 400대를 확장하며 본격적인 증설 영업을 시작했다. 이에 따라 한 자릿 수 성장을 지속하던 카지노 부문 매출액은 지난 3분기 12.5% 성장률을 기록하며 두 자릿 수 성장을 기록했다. 다만, 증설된 테이블이나 머신 증가에 비하면 다소 미흡한 수준으로 판단된다. 가장 큰 요인은 인원 부족 등으로 증설된 테이블 중 상당 부분이 가동되지 않고 있었기 때문이다.

그러나 지난 12월 이사회를 열어 인력 확충을 의결했다. 늘어난 인원의 상당부분이 영업장에 배치될 것으로 보여 향후 테이블 가동률이 상승하고 이에 따른 증설효과도 본격적으로 나타날 것으로 전망한다. 2014년 매출액과 영업이익은 전년동기비 각각 13.1%와 18.8% 증가한 1조 5,595억원과 5,306억원을 예상한다.

12 월결산	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2011	12,656.9	4,896.5	4,996.7	3,811.8	1,782	-10.6	15.3	2.6	8.5	17.5	3.3
2012	12,961.9	4,048.7	4,070.8	3,062.3	1,431	-19.7	17.8	2.3	9.1	13.2	3.0
2013F	13,791.5	4,468.0	4,447.4	3,357.8	1,570	9.7	19.5	2.6	10.0	13.6	2.5
2014F	15,595.1	5,306.5	5,376.0	4,112.7	1,922	22.5	17.3	2.6	9.3	15.5	2.3
2015F	17,241.1	6,026.8	6,115.5	4,666.1	2,181	13.5	15.2	2.4	8.0	16.3	2.3

호텔신라(008770)/Buy/TP 95,000원

4Q13 Preview: 환율 하락 영향 불가피, 시장 기대치 하회할 전망

투자의견 '매수', 목표주가 95,000원으로 상향

호텔신라에 대해 투자의견 '매수'를 유지하고 목표주가는 기존 85,000원에서 95,000원으로 11.7% 상향한다. 목표주가 상향 이유는 1) 환율의 추가 급락 가능성이 낮아 부정적 영향이 점차 완화될 것으로 보이고, 2) 해외 면세점 입찰 성공으로 추가 성장에 대한 기대가 가능하며, 3) 중국인 관광객 증가율이 회복되며 중국발 수혜가 지속되고, 4) 영업장 확대, 신규 사업 추가를 통해 향후 3년간 EPS 성장률이 연평균 30%에 이를 것이라는 점이다.

4Q13 Preview: 환율 하락 영향 불가피, 시장 기대치 하회할 전망

4분기 별도기준 매출액은 5,945억원으로 전년동기비 7.7% 증가할 것으로 추정되지만 영업이익은 79억원으로 전년동기비 64.9% 감소할 것으로 예상된다. 이는 시장 컨센서스(영업이익 185억원)을 하회하는 수치다. 4분기 출입국자 수요는 전년동기비 6.0% 증가하며 구조적 성장을 지속할 것으로 예상되지만, 원/달러 평균 환율이 전분기비 30원 가량 하락함에 따라 원가율이 높아져 실적 역성장은 불가피할 것으로 예상된다. 또한 상여금과 기타 일회성 비용 증가 영향도 일부 반영될 것으로 보인다.

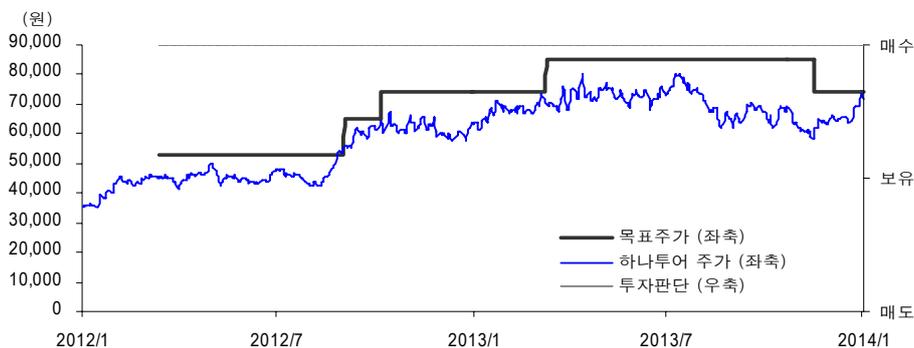
환율 추가 하락 제한적, 2014년 실적 개선 기대 유효

면세업은 환율 변동에 민감하다. 수요 측면은 물론이고 원가율에 영향을 주기 때문이다. 전체 상품 가운데 80% 이상이 달러로 결제되기 때문에 환율이 단기간 크게 변동할 경우 실적에 영향이 불가피하다. 일반적으로 면세점 상품의 매입과 매출 시차는 3개월 정도이다. 환율이 하락할 경우 원가율이 항상 높아지는 것은 아니지만 변동 속도가 가파를 경우 가격 전가가 제대로 이루어지지 못해 실적에 미치는 영향은 커질 수 밖에 없다.

당사의 2014년 원/달러 환율 추정치는 1,050원 수준으로 전년비 하락할 것으로 예상하지만 지난 주 원/달러 환율 증가가 1,062원으로 향후 추가 급락 가능성이 낮아 원가율 부담은 점차 완화될 것으로 예상된다. 휴일 일수 증가와 항공 좌석 공급 증가에 힘입어 2014년 출입국자 수는 전년비 8.9% 증가할 것으로 예상되어, 매출액과 영업이익은 2조 7,506억원과 1,906억원으로 전년비 각각 20.5%와 110.9% 증가할 것으로 예상된다.

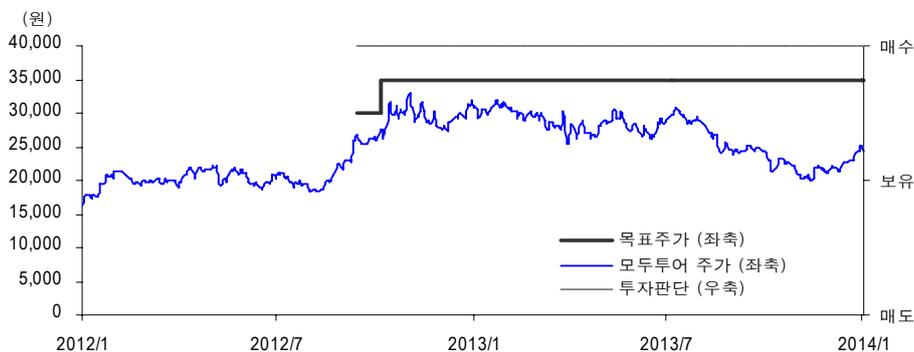
12 월결산	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2011	17,643.5	960.3	735.0	560.2	1,401	13.4	21.7	2.0	11.4	9.6	1.0
2012	21,897.4	1,292.5	1,333.8	1,013.8	2,535	81.0	19.4	2.9	12.4	15.8	0.6
2013F	22,821.4	903.9	240.7	181.8	454	-82.1	131.5	3.4	17.9	2.6	0.5
2014F	27,506.0	1,906.2	1,736.9	1,311.3	3,278	621.5	22.3	3.7	13.2	17.6	0.4
2015F	32,082.1	2,372.3	2,169.4	1,637.9	4,095	24.9	17.9	3.4	10.8	19.7	0.4

하나투어 투자의견 및 목표주가 추이



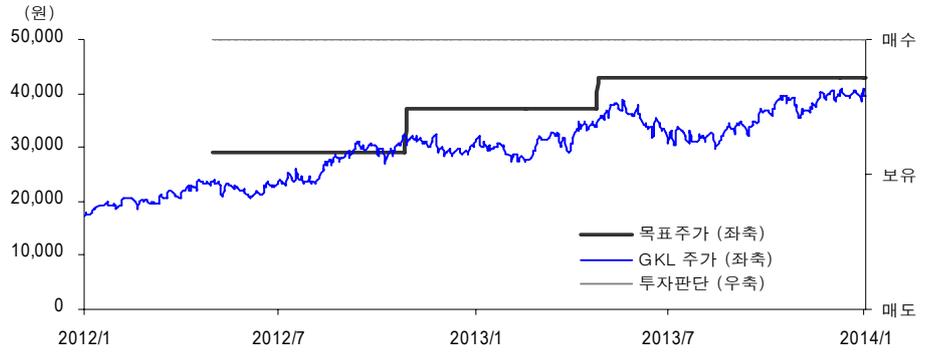
변경일자	투자의견	목표주가(원)
2012-03-21	매수	53,000
2012-09-12	매수	65,000
2012-10-16	매수	74,000
2014-01-08	매수	85,000
2013-11-26	매수	74,000
2014-01-13	매수	85,000

모두투어 투자의견 및 목표주가 추이



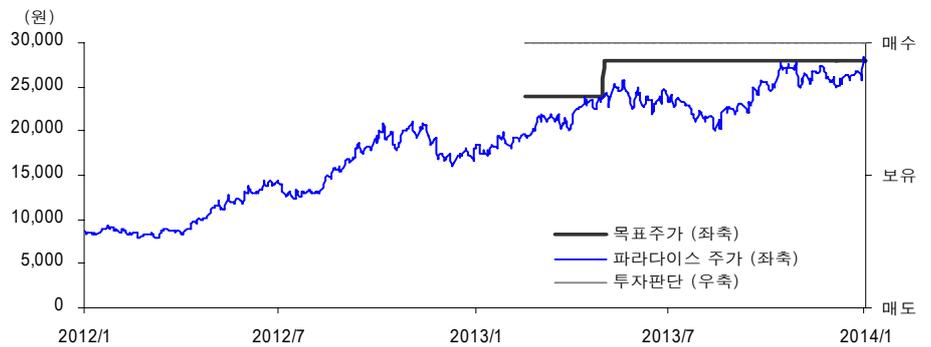
변경일자	투자의견	목표주가(원)
2012-09-24	매수	30,000
2012-10-16	매수	35,000
2014-01-13	매수	30,000

GKL 투자의견 및 목표주가 추이



변경일자	투자의견	목표주가(원)
2012-05-09	매수	29,000
2012-11-06	매수	37,000
2013-05-06	매수	43,000
2014-01-13	매수	47,000

파라다이스 투자의견 및 목표주가 추이



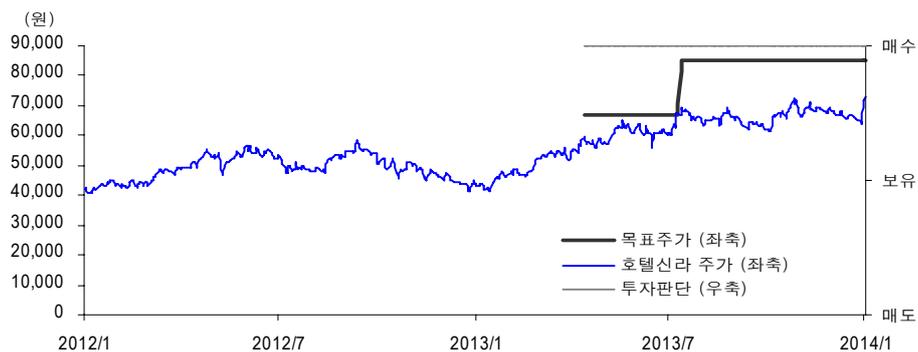
변경일자	투자의견	목표주가(원)
2013-02-25	매수	24,000
2013-05-10	매수	28,000
2014-01-13	매수	33,000

강원랜드 투자이전 및 목표주가 추이



변경일자	투자이전	목표주가(원)
2014-01-13	매수	38,000

호텔신라 투자이전 및 목표주가 추이



변경일자	투자이전	목표주가(원)
2013-04-22	매수	67,000
2013-07-22	매수	85,000
2014-01-13	매수	95,000



투자등급 (기업투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상수익률을 의미함)
기업: 6개월 수익률 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10~+10%, 매도(Sell) -10% 이하
산업: 6개월 투자 비중에 대한 의견 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(Underweight)

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 중간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

고객지원센터 1577-2601 www.bsfn.co.kr

<부산본사·영업부>

부산시 부산진구 부전1동 259-4 부산은행 부전동별관 3층,4층 (우:614-709) ☎ 051-669-8000 / Fax. 051-669-8009

<사상지점>

부산시 사상구 주례1동 693-10번지 부산은행 사상지점 1층 (우:617-839) ☎ 051-329-4300 / Fax. 051-329-4399

<PB센터 해운대>

부산시 해운대구 우동 1407번지 두산위브 더 제니스 스퀘어 2층 (우:612-020) ☎ 051-780-1000 / Fax. 051-780-1010

<서울본부>

서울특별시 영등포구 여의도동 25-12번지 신한센터빌딩 16층 (우:150-977) ☎ 02-3215-1500 / Fax. 02-786-2998



부산은행 / BS투자증권 / BS캐피탈 / BS저축은행 / BS신용정보 / BS정보시스템