

박성호

(02)3770-5657
sungho.park@yuantakorea.com



레저업종 2Q15 Preview

메르스, 그리고 면세점 특허권

레저 (OVERWEIGHT)

종목	투자 의견	목표주가 (원)
강원랜드	BUY (M)	46,000 (M)
파라다이스	HOLD (M)	23,000 (M)
GKL	HOLD (M)	32,000 (D)
호텔신라	Strong Buy (U)	210,000 (U)
하나투어	BUY (U)	186,000 (U)
모두투어	BUY (M)	43,000 (M)
인터파크	BUY (M)	28,000 (M)
CJ CGV	BUY (M)	174,000 (M)

What's new?

- 2Q15E 레저 유니버스 합산 영업이익은 2,617억원(+19% YoY) 달성 전망
- 2Q15E 연결 영업이익, 파라다이스만 감익(-40% YoY) 예상. 기타 기업은 모두 투자릿수 이상 성장 기대
- 메르스 사태가 유니버스 8개 기업의 실적에 모두 영향을 미쳤지만, 그 중에서도 피해가 컸던 기업은 호텔신라임

Our view

- 3Q15 레저업종 Top-pick으로 호텔신라와 하나투어 제시. 강원랜드와 CJ CGV도 여전히 긍정적 관점 유지
- 2015년 방한 중국인 성장률 둔화 예상되나, 호텔신라와 하나투어는 신규 면세점 특허권 가치(미래성장)에 집중 필요
- 파라다이스와 GKL은 중국 공인에 의한 카지노 직원 체포 이슈로 인해 당분간 보수적 관점으로 대응 권고

강원랜드 2Q15 예상 연결실적은 매출액 3,884억원(+9% YoY), 영업이익 1,459억원(+18% YoY), 당기순이익 1,171억원(+16% YoY). 영업이익 기준으로 컨센서스 부합 기대. 카지노 입장객은 72만명(+3% YoY)으로 증가 추정. 드롭액은 1.7조원(+9% YoY), 홀드율은 22.7%(-0.2%p YoY) 기록 예상

파라다이스 2Q15 예상 연결실적은 매출액 1,456억원(-16% YoY), 영업이익 177억원(-40% YoY), 당기순이익 186억원(-15% YoY). 영업이익 기준으로 컨센서스를 25% 가량 하회 전망. 본사 실적에 반영되는 2개 점포의 합산 드롭액은 7,547억원(-27% YoY), 합산 홀드율은 12.1%(+1.0%p YoY) 기록

GKL 2Q15 예상 실적은 매출액 1,259억원(+8% YoY), 영업이익 256억원(+24% YoY), 당기순이익 219억원(+135% YoY). 영업이익 기준으로 컨센서스를 20% 가량 하회 전망. 드롭액은 1.1조원(+9% YoY), 홀드율은 11.3%(-0.1%p YoY) 기록 예상

호텔신라 2Q15 예상 연결실적은 매출액 8,497억원(+20% YoY), 영업이익 376억원(+14% YoY), 당기순이익 266억원(+26% YoY). 영업이익 기준으로 컨센서스를 25% 가량 하회 전망. 사업부별 예상 연결 영업이익은 면세점 425억원(본사 475억원, 창이점 -50억원), 호텔 -79억원, 기타 29억원

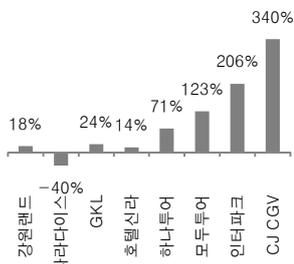
하나투어 2Q15 예상 연결실적은 매출액 1,077억원(+19% YoY), 영업이익 112억원(+71% YoY), 당기순이익 91억원(+48% YoY). 영업이익 기준으로 컨센서스 부합 기대. 본사 실적은 매출액 850억원(+16% YoY), 영업이익 68억원(+26% YoY)으로 예상. 해외여행 패키지승객수는 53만명(+27% YoY) 달성

모두투어 2Q15 예상 연결실적은 매출액 484억원(+33% YoY), 영업이익 47억원(+123% YoY), 당기순이익 37억원(+62% YoY). 영업이익 기준으로 컨센서스를 10% 가량 상회 전망. 본사 실적은 매출액 408억원(+15% YoY), 영업이익 55억원(+38% YoY)으로 예상. 해외여행 패키지승객수는 29만명(+36% YoY) 달성

인터파크 2Q15 예상 연결실적은 매출액 971억원(+18% YoY), 영업이익 49억원(+206% YoY), 당기순이익 40억원(+356% YoY). 영업이익 기준으로 컨센서스 부합 기대. 사업부별 예상 영업이익은 쇼핑 -6억원, 도서 3억원, ENT 15억원, 투어 36억원

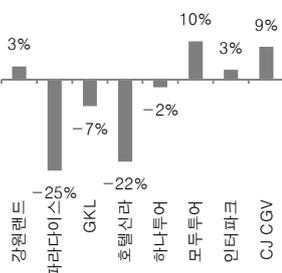
CJ CGV 2Q15 예상 연결실적은 매출액 2,639억원(+17% YoY), 영업이익 142억원(+340% YoY), 당기순이익 83억원(+7483% YoY). 영업이익 기준으로 컨센서스를 10% 가량 상회 전망. 본사 실적은 매출액 1,944억원(+8% YoY), 영업이익 130억원(+78% YoY) 예상. 중국 연결대상 상영관 및 국내 4D 자회사 소폭 흑자 기대

2Q15E 연결 영업이익 증가율(YoY)



자료: 유안타증권

2Q15E 연결 영업이익 비교(컨센서스 대비)



자료: 유안타증권

Contents

- I. 2Q15 레저업종 실적 Preview
- II. 3Q15 레저업종 Top-pick 및 투자전략
- III. 업체별 분기 실적 전망
- IV. 업체별 수급 데이터
- V. 기업분석 : 호텔신라, 하나투어

2Q15 Preview : 외인카지노/면세점 실적 부진 + 기타 실적 양호

[표 1] 유안타 레저 유니버스 2Q15 실적 전망

(단위: 억원, 원, 배)

		2Q14	3Q14	1Q15	1Q15	2Q15	YoY	QoQ	2Q15E (컨센서스)	2014	2015E	2015E (컨센서스)
강원랜드	매출액	3,556	3,940	3,736	4,254	3,884	9%	-9%	3,909	14,965	16,620	16,637
	영업이익	1,236	1,328	1,192	1,694	1,459	18%	-14%	1,410	5,132	6,101	5,970
	순이익	1,005	1,055	474	1,324	1,171	16%	-12%	1,123	3,594	4,780	4,614
연결 BUY 46,000	OPM	35%	34%	32%	40%	38%	3%p	-2%p	36%	34%	37%	36%
	NIM	28%	27%	13%	31%	30%	2%p	-1%p	29%	24%	29%	28%
	EPS									1,680	2,234	2,157
	PER								19.3	17.3	17.9	
	PBR								2.4	2.6	2.6	
파라다이스	매출액	1,725	1,594	1,737	1,514	1,456	-16%	-4%	1,568	6,762	6,545	7,110
	영업이익	295	264	-89	226	177	-40%	-22%	235	790	890	1,076
	순이익	219	230	42	385	186	-15%	-52%	215	964	1,022	1,046
연결 HOLD 23,000	OPM	17%	17%	-5%	15%	12%	-5%p	-3%p	15%	12%	14%	15%
	NIM	13%	14%	2%	25%	13%	0%p	-13%p	14%	14%	16%	15%
	EPS									1,060	1,124	1,150
	PER								31.2	21.5	21.0	
	PBR								2.8	1.9	1.9	
GKL	매출액	1,167	1,356	1,492	1,487	1,259	8%	-15%	1,271	5,407	5,514	5,750
	영업이익	206	392	408	486	256	24%	-47%	276	1,478	1,452	1,599
	순이익	93	386	310	322	219	135%	-32%	229	1,165	1,134	1,214
별도 HOLD 32,000(D)	OPM	18%	29%	27%	33%	20%	3%p	-12%p	22%	27%	26%	28%
	NIM	8%	28%	21%	22%	17%	9%p	-4%p	18%	22%	21%	21%
	EPS									1,884	1,834	1,963
	PER								21.9	16.2	15.2	
	PBR								5.9	3.8	3.8	
호텔신라	매출액	7,091	7,922	8,137	8,285	8,497	20%	3%	9,362	29,090	33,342	37,176
	영업이익	329	578	265	336	376	14%	12%	483	1,390	1,720	2,085
	순이익	211	369	40	155	266	26%	71%	361	735	1,173	1,344
연결 Strong Buy(U) 210,000(U)	OPM	5%	7%	3%	4%	4%	0%p	0%p	5%	5%	5%	6%
	NIM	3%	5%	0%	2%	3%	0%p	1%p	4%	3%	4%	4%
	EPS									1,865	2,980	3,424
	PER								50.7	43.0	38.1	
	PBR								5.1	5.9	5.9	
하나투어	매출액	903	1,047	967	1,182	1,077	19%	-9%	1,077	3,855	4,646	4,682
	영업이익	65	136	112	168	112	71%	-34%	114	404	617	627
	순이익	62	108	89	121	91	48%	-24%	95	334	474	495
연결 BUY(U) 186,000(U)	OPM	7%	13%	12%	14%	10%	3%p	-4%p	11%	10%	13%	13%
	NIM	7%	10%	9%	10%	8%	2%p	-2%p	9%	9%	10%	11%
	EPS									2,879	4,077	4,257
	PER								24.1	32.6	31.2	
	PBR								4.2	6.9	6.8	
모두투어	매출액	364	470	409	504	484	33%	-4%	446	1,647	2,015	1,993
	영업이익	21	70	45	63	47	123%	-24%	43	166	266	266
	순이익	23	43	35	56	37	62%	-35%	37	153	201	224
연결 BUY 43,000	OPM	6%	15%	11%	12%	10%	4%p	-3%p	10%	10%	13%	13%
	NIM	6%	9%	9%	11%	8%	1%p	-4%p	8%	9%	10%	11%
	EPS									1,218	1,594	1,775
	PER								19.3	22.8	20.5	
	PBR								2.9	3.9	3.8	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 유안타 레저 유니버스 2Q15 실적 전망

(단위: 억원, 원, 배)

		2Q14	3Q14	1Q15	1Q15	2Q15	YoY	QoQ	2Q15E (컨센서스)	2014	2015E	2015E (컨센서스)
인터파크	매출액	820	1,020	1,261	996	971	18%	-3%	909	4,073	4,296	4,296
	영업이익	16	57	56	44	49	206%	12%	48	171	247	274
	순이익	9	35	38	32	40	363%	28%	34	109	199	206
연결 BUY 28,000	OPM	2%	6%	4%	4%	5%	3%p	1%p	5%	4%	6%	6%
	NIM	1%	3%	3%	3%	4%	3%p	1%p	4%	3%	5%	5%
	EPS									339	607	626
	PER									64.6	38.5	37.2
	PBR								4.6	4.5	4.5	
CJ CGV	매출액	2,254	3,078	2,591	2,575	2,639	17%	2%	2,693	10,393	11,587	12,005
	영업이익	32	339	54	145	142	340%	-2%	130	521	789	788
	순이익	1	238	-110	93	84	7491%	-11%	70	167	493	493
연결 BUY 174,000	OPM	1%	11%	2%	6%	5%	4%p	0%p	5%	5%	7%	7%
	NIM	0%	8%	-4%	4%	3%	3%p	0%p	3%	2%	4%	4%
	EPS									787	2,331	2,328
	PER									63.6	49.8	49.8
	PBR								2.8	5.8	5.8	

자료: 유안타증권 리서치센터

2Q15E 유니버스 예상 실적 :
영업익 2,617억원(+19% YoY)

유안타 레저 유니버스 2Q15 예상 실적(연결 영업이익 기준)은 '모두투어/CJ CGV 컨센서스 소폭 상회 + 강원랜드/하나투어/인터파크 컨센서스 부합 + 파라다이스/GKL/호텔신라 컨센서스 하회'로 요약할 수 있다. 동 유니버스 합산 영업이익은 2,617억원(+19% YoY)으로 두자릿수 성장률을 유지할 전망이다. 현재의 컨센서스(2,754억원)나 메르스 이전의 컨센서스(2015년 6월 1일 기준 2,989억원)와 비교하면 소폭의 하락에 그치는 수준인데, 이는 전체 영업이익의 절반 이상을 차지하는 강원랜드의 실적이 견조한 것으로 추정되기 때문이다.

기업별로 살펴보면, 메르스 사태의 피해가 가장 컸던 기업은 호텔신라인 것으로 보인다. 메르스 이전의 컨센서스 대비 영업이익이 34% 가량 감소하기 때문이다. 파라다이스와 GKL도 메르스 이전의 컨센서스 대비 영업이익이 각각 38%, 27%씩 감소할 전망이다. 이들 기업들은 메르스 외에도 중국 공안의 카지노 직원 체포사건의 영향을 크게 받은 것으로 확인된다. 한편, 강원랜드, 하나투어, 모두투어, CJ CGV는 6월에 상대적으로 영업 약세를 보였지만, 4~5월 영입이 워낙 강세였던 관계로 2Q15 실적에 대한 눈높이를 낮출 필요는 없어 보인다. 인터파크도 ENT 부문이 메르스 영향을 받았지만, 시장 기대치에 부합하는 수준의 실적이 예상된다.

강원랜드 2Q15E 연결실적 :
매출액 3,884억원(+9% YoY)
영업익 1,459억원(+18% YoY)
순익 1,171억원(+16% YoY)

강원랜드의 2Q15 예상 연결실적은 매출액 3,884억원(+9% YoY), 영업이익 1,459억원(+18% YoY), 당기순이익 1,171억원(+16% YoY)이다.[page 12 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스에 부합하는 수치이다. 2Q15 카지노 입장객은 72만명(+3% YoY)으로 전분기 대비 증가세가 약화될 것으로 보이는데, 이는 2015년 6월 메르스 사태 영향 때문이다. 2Q15 드롭액은 1.7조원(+9% YoY), 홀드율은 22.7%(-0.2%p YoY)를 기록할 것으로 전망된다. 드롭액 상승과 별개로 홀드율의 하락을 예상하는 이유는 VIP 영업장의 경우 메르스 사태로부터의 영향이 미미했던 관계로 VIP 카지노 매출액 비중이 소폭 상승할 것으로 추정되기 때문이다.

파라다이스 2Q15E 연결실적 :
 매출액 1,456억원(-16% YoY)
 영업익 177억원(-40% YoY)
 순익 186억원(-15% YoY)

파라다이스의 2Q15 예상 연결실적은 매출액 1,456억원(-16% YoY), 영업이익 177억원(-40% YoY), 당기순이익 186억원(-15% YoY)이다.[page 14 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스를 25% 가량 하회하는 수치이다. 구체적으로, 부문별 영업이익은 본사 96억원, 부산호텔 27억원, 기타 54억원으로 전망된다. 1)본사 실적에 반영되는 2개 점포(위커퉴일점+제주그랜드점)의 2Q15 합산 드롭액은 7,547억원(-27% YoY), 합산 홀드율은 12.1%(+1.0%p YoY)를 각각 기록했다. 드롭액 감소는 4~5월에도 나타났던 사항이지만, 6월 메르스 사태 및 중국 공안에 의한 카지노 직원 체포사건으로 인해 예상 이상으로 감소폭이 크게 나타났다. 이로 인해, 본사 실적은 매출액 1,009억원(-19% YoY), 영업이익 96억원(-53% YoY)으로 추정된다. 2)부산호텔의 영업이익은 전년도 리노베이션에 따른 기저효과로 인해 상당부분 개선될 것으로 기대된다. 3)기타 자회사는 파라다이스세가사미(인천점)의 실적부진과 Paradise Safari Park 및 Paradise Inv. & Dev.의 매각효과로 인해 감익이 예상된다. 참고로, Paradise Safari Park 및 Paradise Inv. & Dev.의 2Q14 합산 실적은 매출액 43억원, 영업이익 11억원을 기록한 바 있다.

GKL 2Q15E 연결실적 :
 매출액 1,259억원(+8% YoY)
 영업익 256억원(+24% YoY)
 순익 219억원(+135% YoY)

GKL의 2Q15 예상 실적은 매출액 1,259억원(+8% YoY), 영업이익 256억원(+24% YoY), 당기순이익 219억원(+135% YoY)이다.[page 16 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스를 20% 가량 하회하는 수치이다. 2Q15 드롭액은 1.1조원(+9% YoY), 홀드율은 11.3%(-0.1%p YoY)를 기록할 것으로 추정된다. 드롭액 성장세는 6월 메르스 영향 및 중국 공안에 의한 카지노 직원 체포사건으로 인해 지난 3개 분기 대비 크게 약화될 것으로 보이지만, 홀드율은 전년도 기저가 충분히 낮았던 관계로 큰 변동이 없을 것으로 예상된다. 참고로, 동사의 기부금 지출(영업외비용)은 2Q14에 109억원이 집행됐는데, 2015년에는 1Q15에 이미 100억원을 집행한 바 있어 2Q15에는 추가적인 기부금 지출이 없을 것으로 보인다. 기부금 지출 분기의 차이로 인해, 당기순이익 증가율은 영업이익 증가율 보다 좋을 것으로 전망된다.

호텔신라 2Q15E 연결실적 :
 매출액 8,497억원(+20% YoY)
 영업익 376억원(+14% YoY)
 순익 266억원(+26% YoY)

호텔신라의 2Q15 예상 연결실적은 매출액 8,497억원(+20% YoY), 영업이익 376억원(+14% YoY), 당기순이익 266억원(+26% YoY)이다.[page 18 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스를 25% 가량 하회하는 수치이다. 사업부별 예상 연결 영업이익은 면세점 425억원(본사 475억원, 창이점 -50억원), 호텔 -79억원, 기타 29억원이다. 1)본사 면세점 실적은 매출액 6,635억원(+6% YoY), 영업이익 475억원(+36% YoY)을 기록할 것으로 전망된다. 이는 4Q13 이후 6개 분기만의 한자릿수 외형성장에 해당한다. 본사 면세점 매출액 저성장의 이유는 2Q15 중국인 입국객이 메르스 사태로 인해 160만명(-1% YoY)에 그칠 것으로 추정되기 때문이다. 한편, 연결대상 법인인 창이공항점 실적은 매출액 1,050억원, 영업이익 -50억원으로 예상되어 적자폭이 전분기 대비 큰 폭으로 줄어들 것으로 전망된다. 이는 창이공항점 그랜드오픈이 2월 10일이었던 관계로 1Q15에는 정상 영업일수가 50일에 불과했지만 2Q15에는 정상 영업일수가 91일로 증가하기 때문이다. 2)호텔 사업부는 엔저효과 및 메르스 사태로 인해 장충동호텔 객실이용률이 저조한 상황에서 제주호텔도 6월 18일부터 7월 1일까지 영업을 중단했던 관계로 전년대비 적자폭 확대가 예상된다.

하나투어 2Q15E 연결실적 :
 매출액 1,077억원(+19% YoY)
 영업이익 112억원(+71% YoY)
 순익 91억원(+48% YoY)

하나투어의 2Q15 예상 연결실적은 매출액 1,077억원(+19% YoY), 영업이익 112억원(+71% YoY), 당기순이익 91억원(+48% YoY)이다.[page 20 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스에 부합하는 수치이다. 본사 실적은 매출액 850억원(+16% YoY), 영업이익 68억원(+26% YoY)으로 예상된다. 동사의 2Q15 해외여행 패키지승객수는 53만명(+27% YoY)을 달성했는데, 이 중에서도 일본향 패키지승객수가 15만명(+81% YoY)으로 3개 분기 연속으로 급증세를 이어가고 있다. 한편, 연결자회사 합산 영업이익은 43억원(+258% YoY)으로 개선될 전망이다. 국내 자회사는 하나투어 ITC 및 호텔 자회사 등이 메르스 영향으로 부진한 실적을 기록할 것으로 보이지만, 해외 자회사들은 본사의 일본향 영업호조에 힘입어 Hanatour Japan, 유아이관광버스 등 일본 자회사들을 중심으로 실적이 개선될 것으로 예상되기 때문이다.

모두투어 2Q15E 연결실적 :
 매출액 484억원(+33% YoY)
 영업이익 47억원(+123% YoY)
 순익 37억원(+62% YoY)

모두투어의 2Q15 예상 연결실적은 매출액 484억원(+33% YoY), 영업이익 47억원(+123% YoY), 당기순이익 37억원(+62% YoY)이다.[page 22 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스를 10% 가량 상회하는 수치이다. 본사 실적은 매출액 408억원(+15% YoY), 영업이익 55억원(+38% YoY)으로 예상된다. 동사의 2Q15 해외여행 패키지승객수는 29만명(+36% YoY)을 달성했는데, 이 중에서도 일본향 패키지승객수가 7만명(+135% YoY)으로 3개 분기 연속으로 급증세를 이어가고 있고 동남아향 패키지승객수도 9만명(+25% YoY)으로 강세를 보였다. 한편, 연결자회사 합산 영업이익은 -8억원(적자 YoY)으로 전년대비 적자폭 축소가 예상된다. 핵심 자회사인 모두투어인터내셔널은 일본 관련 대손충당금 계상소멸로 인해 당초 BEP 달성 조건에 있었으나 메르스 영향으로 인해 소폭의 적자를 기록할 것으로 보이며, 호텔 자회사들도 메르스 영향으로 인해 적자를 기록할 것으로 추정된다. 또한, 2Q15부터 연결자회사로 편입되는 자유투어도 당분간 적자상태를 유지할 것으로 예상된다.

인터파크 2Q15E 연결실적 :
 매출액 971억원(+18% YoY)
 영업이익 49억원(+206% YoY)
 순익 40억원(+356% YoY)

인터파크의 2Q15 예상 연결실적은 매출액 971억원(+18% YoY), 영업이익 49억원(+206% YoY), 당기순이익 40억원(+356% YoY)이다.[page 24 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스에 부합하는 수치이다. 사업부별 예상 GMV 성장률은 쇼핑 +20%, 도서 -15%, ENT -5%, 투어 +20%이다. 1Q15와 비교해 보면, 메르스 사태는 쇼핑과 도서에 긍정적 영향을 미친 반면, ENT와 투어엔 부정적인 영향을 미친 것으로 판단된다. 사업부별 예상 영업이익은 쇼핑 -6억원, 도서 3억원, ENT 15억원, 투어 36억원이며, 도서정가제 시행에 따른 도서부문 흑자전환이 전체 이익성장을 견인할 것으로 전망된다. ENT는 메르스 영향에 따른 뮤지컬 공연시장 침체로 인해 소폭의 감익이 예상되며, 투어는 해외 항공권 발권사업 경쟁구도 심화에 따른 광고관측비 증가효과로 인해 소폭의 증익에 그칠 것으로 전망된다.

CJ CGV 2Q15E 연결실적 :
 매출액 2,639억원(+17% YoY)
 영업이익 142억원(+340% YoY)
 순익 83억원(+7483% YoY)

CJ CGV의 2Q15 예상 연결실적은 매출액 2,639억원(+17% YoY), 영업이익 142억원(+340% YoY), 당기순이익 83억원(+7483% YoY)이다.[page 26 참조] 이는 영업이익 기준으로 컨센서스를 10% 가량 상회하는 수치이다. 별도기준 실적은 매출액 1,944억원(+8% YoY), 영업이익 130억원(+78% YoY)으로 예상된다. 2Q15 전국 박스오피스 관객은 4,459만명(+6% YoY)으로 증가해 메르스 영향에도 불구하고 성장률 측면에서 3Q13 이후 가장 좋은 성적을 거두었으며, 프리미엄 티켓 (3D+4D+IMAX) 관객수도 395만명(+54% YoY)으로 대폭 증가했다. 이로 인해, 본사는 외형성장과 비용절감 효과가 맞물리면서 호실적이 예상된다. 한편, 연결 자회사 합산 영업이익은 12억원(흑전 YoY)으로 추정된다. 연결 자회사 흑자전환을 예상하는 이유는 중국 박스오피스 초강세에 따른 중국 상영관들의 실적 개선과 글로벌 4D 영화 수요급증에 따른 국내 4D 자회사 흑자전환 가능성 때문이다.

3Q15 레저업종 Top-pick 및 투자전략

3Q15 레저업종 Top-pick :
호텔신라 & 하나투어

목표주가 변경 :
호텔신라 TP 17.2만원 → 21만원(U)
하나투어 TP 13.4만원 → 18.6만원(U)
GKL TP 3.5만원 → 3.2만원(D)

우리는 레저업종 투자의견 **Overweight** 를 유지하며, 3Q15 Top-pick 으로 **호텔신라(TP 21만원), 하나투어(TP 18.6만원)** 을 제시한다. 호텔신라에 대한 투자의견은 Buy → Strong Buy 로 상향하며, 목표주가는 기존 17.2만원 → 21만원으로 상향 조정한다. 호텔신라의 신규 목표주가 21만원은 SOTP(Sum-of-the-parts) 방식을 통해 산출했으며, 2016E PER 45배에 해당한다.[표8 참조] 하나투어에 대한 투자의견은 Hold → Buy 로 상향하며, 목표주가는 기존 13.4만원 → 18.6만원으로 상향 조정한다. 하나투어의 신규 목표주가 18.6만원은 SOTP 방식을 통해 산출했으며, 2016E PER 36배에 해당한다.[표9 참조] **기존의 Top-pick 이었던 강원랜드(TP 4.6만원)와 CJ CGV(TP 17.4만원)에 대해서도 여전히 긍정적 시각을 유지한다.** 강원랜드는 안정성장형 배당주로 접근해야 하는데, 2015년 예상 DPS 1,100원 기준으로 시가배당률 2.8%(現 주가 38,650원)에 해당해 주가는 매력적인 구간에 위치해 있다. 메르스 종식 이후, 안정적인 우상향 추세를 재개할 것으로 기대된다. CJ CGV 는 2017~18년 세계 최대 박스오피스로 도약할 중국에서 고속 성장이 가능할 것으로 예상되어 높은 Valuation 에도 불구하고 장기적 관점에서 지속적인 관심이 필요하다.

한편, **외국인 전용 카지노(파라다이스, GKL)는 핵심 성장 동력인 중국인 VIP 시장에서의 역성장 가능성으로 인해 당분간 보수적인 관점의 투자판단이 필요할 것으로 여겨진다.** 양사의 카지노 직원들이 2015년 6월 중국 공안에 의해 체포됨에 따라 당분간 중국인 VIP 대상 직접 마케팅이 위축될 수 밖에 없기 때문이다. 우리는 파라다이스와 GKL 에 대한 투자의견 Hold 를 유지하며, GKL 의 목표주가는 기존 3.5만원 → 3.2만원으로 소폭 하향 조정한다. GKL 의 목표주가 3.2만원은 동사의 12MF 예상 EPS 1,990원에 Target PER 16.3배를 적용한 것이다. 12MF 예상 EPS 1,990원은 기존의 추정치 대비 6.7% 하향 조정된 수치이다. 추정치 하향은 3Q15와 4Q15의 중국인 드롭액 성장률 가정치를 기존의 0% → -10%로 하향 조정한 점에 기인한다. 참고로, Target PER 16.3배는 동사의 지난 1년간 12MF PER(컨센서스 기준)의 평균치이다.

[표 3] 유안타 레저 유니버스 종목별 선호도

(단위: 억원, 원, 배, %)

분류	종목명	코드	P/E			P/B			시가총액 (7/10)	시가비중	투자의견	주가 (7/10)	목표주가	선호도
			2014	2015	2016	2014	2015	2016						
호텔/레저	강원랜드	(035250)	19.3	17.3	15.5	2.3	2.6	2.4	82,688	0.6	BUY	38,650	46,000	★★★
	파라다이스	(034230)	31.2	21.5	17.8	2.1	2.0	1.9	21,963	0.1	HOLD	24,150	23,000	★
	GKL	(114090)	21.9	16.2	13.9	4.6	3.8	3.3	18,402	0.1	HOLD	29,750	32,000	★
	호텔신라	(008770)	50.7	43.0	27.0	5.0	6.0	4.9	51,151	0.3	Strong Buy	128,000	210,000	★★★★
	하나투어	(039130)	24.1	32.6	26.0	4.2	6.9	5.8	15,450	0.1	BUY	133,000	186,000	★★★
	모두투어	(080160)	19.3	22.8	19.5	2.7	3.6	3.2	4,574	0.0	BUY	36,300	43,000	★★
	업종평균 (합산)		24.9	22.1	18.3	2.9	3.2	2.9	194,227	1.2				
인터넷	인터넷파크	(108790)	65.4	38.5	24.9	4.8	4.5	3.9	7,668	0.1	BUY	22,600	28,000	★★
	업종평균 (합산)		35.4	32.7	24.7	4.7	3.8	3.3	366,927	0.1				
미디어/엔터	CJ CGV	(079160)	63.6	49.8	37.7	3.0	5.8	5.1	24,547	0.2	BUY	118,000	174,000	★★★
	업종평균 (합산)		9.7	19.8	16.3	1.5	2.3	2.0	62,927	0.2				

자료: 유안타증권 리서치센터

신규 면세점 특허권
획득 기업들에 대해
적극적 매수관점 접근 요

관세청은 2015년 7월 10일, 서울시 시내면세점 신규 사업자로 HDC 신라면세점(호텔신라 + 현대 산업개발), 한화갤러리아, 그리고 에스엠면세점(하나투어)을 선정했다. 이로 인해, 서울시 시내면세점 경쟁구도는 기존의 4개사 6개점 체제 → 6개사 9개점 체제로 변화하게 되었다. 2015년에는 메르스 사태에 엔저현상이 가중되면서 일시적으로 성장세가 주춤한 편이지만, **방한 중국인(요우커)의 폭발적인 성장세는 앞으로도 지속될 것인 관계로 국내 면세점 산업의 고속 성장세 유지는 의심할 여지가 없다. 따라서, 이번에 신규 면세점 특허권을 획득한 기업들에 대해서는 적극적인 매수관점으로 접근할 필요가 있다.** 이번에 업종 Top-pick 종목으로 호텔신라와 하나투어를 신규 제시하는 이유이다.

중국의 출국자는 2014년 1.17억명 → 2020년(e) 2.05억명으로 2배 가량 증가할 것으로 예상된다. 전체 출국자의 70% 가량을 제외하는 홍콩/마카오향 출국자를 제외하면, 2014년 실제 중국인 해외 출국자는 3천만명~4천만명 수준에 불과한 상황이다. 향후 한국, 일본, 대만, 동남아 등 근거리 지역에 대한 중국인 여행수요는 1인당 소득증가 및 중산층 확대 효과로 인해 폭발적으로 증가할 것이 확실시 된다. 홍콩/마카오의 경우, 도시면적의 한계로 인해 요우커를 받아들일 물리적 공간이 부족하다는 점을 고려하면, 기타 지역향 출국자 비중이 큰 폭으로 상승할 수 밖에 없는 것이다. 우리는 방한 중국인이 2014년 613만명 → 2020년(e) 1,687만명으로 증가할 것으로 2.7배 가량 증가할 것으로 추정하고 있다. 이 경우, 중국의 한국향 출국자 비중은 2014년 5.3% → 2020년(e) 8.2%로 상승하게 된다. [표4~5 참조]

[표 4] 중국 출국자 추이 및 전망

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
출국자 (만명)	1,213	1,660	2,022	2,885	3,103	3,452	4,095	4,584	4,766	5,739
YoY (%)	15.9	36.8	21.8	42.7	7.5	11.3	18.6	11.9	4.0	20.4
인구대비 출국자 비율(%)	1.0	1.3	1.6	2.2	2.4	2.6	3.1	3.5	3.6	4.3
1인당 명목 GDP (USD)	1,032	1,133	1,277	1,496	1,749	2,125	2,652	3,424	3,826	4,437
	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
출국자 (만명)	7,025	8,318	9,819	11,659	12,765	14,014	15,433	17,010	18,782	20,523
YoY (%)	22.4	18.4	18.0	18.7	9.5	9.8	10.1	10.2	10.4	9.3
인구대비 출국자 비율(%)	5.2	6.1	7.3	8.6	9.4	10.4	11.4	12.6	13.9	15.2
1인당 명목 GDP (USD)	5,429	6,194	6,959	7,572	8,211	8,859	9,556	10,290	11,071	11,800

자료: CNTA, IMF, 유엔터증권 리서치센터

[표 5] 중국인 한국 방문객 추이 및 전망

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
한국향 출국객 (만명)	48	54	51	63	71	90	107	117	134	188
YoY (%)	8.9	11.9	-4.9	22.3	13.2	26.3	19.2	9.3	14.9	39.7
한국향 출국객 비중(%)	4.0	3.2	2.5	2.2	2.3	2.6	2.6	2.5	2.8	3.3
	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
중국인 입국객 (만명)	222	284	433	613	629	849	1,019	1,222	1,467	1,687
YoY (%)	18.4	27.8	52.5	41.6	2.6	35.0	20.0	20.0	20.0	15.0
한국향 출국객 비중(%)	3.2	3.4	4.4	5.3	4.9	6.1	6.6	7.2	7.8	8.2

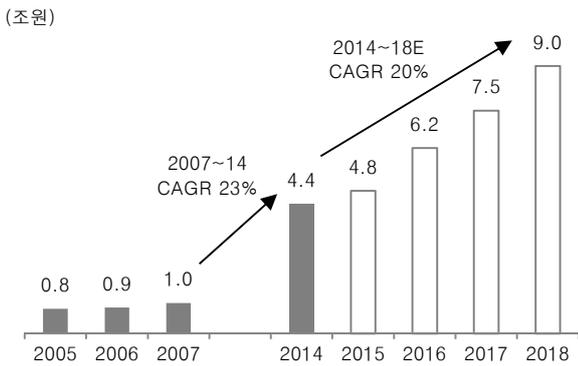
자료: 한국관광공사, 유엔터증권 리서치센터

서울시 시내면세점 전체 매출액은 2007년 1.02조원 → 2014년 4.35조원으로 증가해 CAGR 23%의 고속성장을 구가했다. 한국 면세점 산업에서 서울시 시내면세점이 차지하는 비중은 2007년 41.7% → 52.4%로 +10.7%p 상승했는데, 이는 방한 중국인들이 공항면세점 보단 시내면세점을 쇼핑장소로 선호하는 점에 기인한다.

2018년 서울 시내면세점 매출액, 2014년 대비 4.6조원 순증 기대

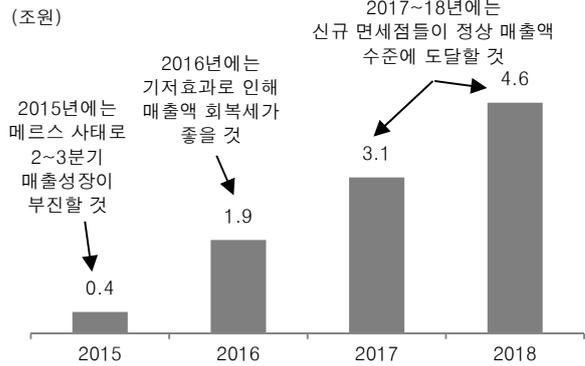
우리는 방한 중국인이 2014년 613만명 → 2018년(e) 1,222만명으로 증가해 CAGR 19%를 기록할 것으로 전망하고 있다. 서울 시내면세점 전체 매출액도 2014년 4.35조원 → 2018년 9.0조원으로 증가해 CAGR 20%를 기록할 것으로 추정된다. 2015년에는 메르스 사태로 인해 면세점 산업 수요 성장이 미미할 것으로 보이지만, 2016년에는 기저효과로 인해 큰 폭의 수요성장이 예상된다. 또한, 오는 2018년에는 이번에 신규로 진입하는 면세점들이 정상 수준의 매출액 Level 에 도달하게 될 것으로 전망된다. 참고로, 서울시 기존 면세점들의 합산면적은 4.6만 m² 인데, 신규면세점들의 합산면적은 4.7만 m² 로 비슷한 수준이라는 점에 주목해야 한다.[표6] HDC 신라면세점(영업면적 2.74만 m²)을 중심으로 신규 면세점들의 시장점투가 빠르게 일어나면서 기존 면세점들의 성장세가 둔화될 수 있는 것이다. **오는 2018년에는 서울 시내면세점 시장 매출액이 2014년 대비 4.6조원 정도 순증할 것으로 추정되는데, 이 정도 수준이면 신규면세점들의 정상화에 충분한 수준의 수요성장이 장인 것으로 판단된다.**[그림2]

[그림 1] 서울 시내면세점 시장규모 추이 및 전망



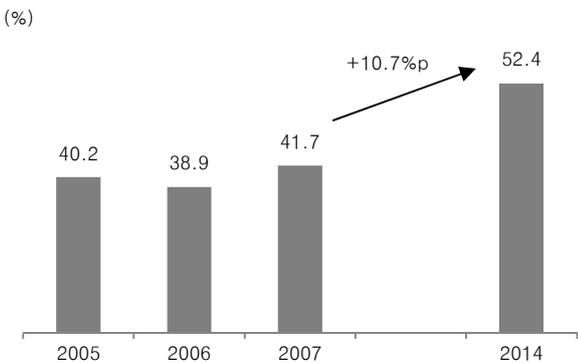
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 서울 시내면세점 시장, 2014년 대비 매출액 순증 규모 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 국내 면세점 시장에서 서울 시내면세점이 차지하는 비중



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 6] 서울 시내면세점 영업면적 변화

사명	점종류	면적(m ²) (2015년)	신규면적(m ²)	면적(m ²) (2016년)	증가율
롯데	본점	10,800	-	10,800	-
	잠실점	10,990	-	10,990	-
	코엑스점	4,726	-	4,726	-
소계		26,516	-	26,516	-
신라	본점(장충점)	6,999	-	6,999	-
	HDC신라점	-	27,400	27,400	-
	소계	6,999	-	34,399	+391%
SK(워커히)		7,557	-	7,557	-
동화		5,116	-	5,116	-
한화	여의도점	-	9,900	9,900	신규진입
하나투어(에스엠)		-	9,978	9,978	신규진입
합계		46,188	47,278	93,466	+102%

주: 기존면적은 2014~15년 영업면적 확장분 반영. 자료: 유안타증권 리서치센터

2014년 국내 면세점 전체 매출액은 8.3조원을 기록했다. 전체 면세점 영업면적(m²)당 매출액은 1 억원이었는데, 롯데, 신라, 동화의 면세점 영업면적(m²)당 매출액은 각각 1.4억원, 1.3억원, 0.6억원 을 기록했다. 참고로, 장충동 신라면세점의 영업면적(m²)당 매출액은 1.6억원에 달했다. [표7]

우리는 HDC 신라면세점(호텔신라 지분율 50%)과 에스엠면세점(하나투어 지분율 76.5%)의 가치 평가와 관련해 기존 면세점들의 영업면적(m²)당 매출액을 참고하기로 했다. 먼저, HDC 신라면세점 의 Peer 는 기존 신라면세점 시내점, 에스엠면세점의 Peer 는 동화면세점을 선정했다. **우리의 주요 가정은 이들 면세점들이 정상 수준에 도달할 때, 영업면적(m²)당 매출액이 Peer 대비 80% 수준 까지 올라온다는 것이다.** 면세점 품목비중 및 운영계획은 아직까지 알려진 바 없으나, 동 매장들에 국내 중소기업 제품군이 상당부분 배치될 것이라는 점을 고려해 세운 가정이다. 동 가정을 적용할 경우, HDC 신라면세점의 영업면적(m²)당 매출액은 1억원, 에스엠면세점의 영업면적(m²)당 매출액 은 4800만원이 된다. **이 경우, HDC 신라면세점의 정상 매출액은 2.74조원, 에스엠면세점의 정상 매출액은 4,789억원이 된다.**

[표 7] 국내 면세점 기업별 영업면적당 매출액 비교

	면적(m ²)	매출액(억원)			매출액/면적(억원/m ²)			비고	
		2014년	2013년	2012년	2014년	2013년	2012년		
롯데	본점	8,994						자가(백화점)	
	잠실점	4,327						자가(백화점)	
	부산점	5,415						자가(백화점)	
	제주점	2,292						자가(호텔)	
	인천공항	4,255						임차	
	김포공항	433						임차	
	코엑스점(舊 AK)	4,726						임차	
	인천공항(舊 AK)	1,264						임차	
	롯데	25,716	39,494	31,640	28,170	1.5	1.2	1.0	-
	코엑스점(舊 AK)	4,726	1,671	1,240	1,110	0.4	0.3	0.2	-
인천공항(舊 AK)	1,264	3,409	3,032	2,982	2.7	2.4	2.4	-	
합계	31,706	44,574	35,912	32,262	1.4	1.1	1.0	-	
신라	본점	6,999	11,521	8,700	7,892	1.6	1.2	1.1	자가
	제주점	3,841	3,603	3,000	1,966	0.9	0.8	0.5	자가
	인천공항	7,710							임차
	김포공항	400							임차
	대구공항	295							임차
	청주공항	86							임차
	시내점	10,840	15,124	11,700	9,858	1.4	1.1	0.9	-
	공항점	8,491	9,877	9,144	9,127	1.2	1.1	1.1	-
합계	19,331	25,001	20,844	9,858	1.3	1.1	0.5	-	
동화		5,116	2,928	1,969	2,350	0.6	0.4	0.5	임차(동화투자개발)
신세계		6,921	-	1,752	1,316	-	0.3	0.2	임차(파라디이스호텔)
기타		16,977	-	7,849	17,507	-	0.5	1.0	-
전체		80,052	83,077	68,326	63,293	1.0	0.9	0.8	-

자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

우리는 HDC 신라면세점과 에스엠면세점의 예상실적을 호텔신라 및 하나투어의 미래 실적추정에 반영하지 않기로 한다. 아직까진 구체화된 계획이 공개되지 않은 관계로 연간 실적추정에 오류가 발생할 가능성이 높기 때문이다. 대신, 이들 면세점의 설비능력(영업면적)을 고려해 기존 사업과의 SOTP 방식을 통해 기업가치를 재평가하기로 한다. 또한, 기업가치 평가의 기준연도는 2015년 → 2016년으로 변경한다. 2015년 메르스 사태는 일시적 쇼크인 관계로 면세점 사업가치 평가를 위해서는 2016년 예상실적을 기준으로 삼는 것이 합당하다는 판단이다.

호텔신라 목표주가 21만원
(기존사업 12.5만원 +
신사업 8.5만원)

호텔신라의 신규 목표주가 21만원은 기존 사업가치를 반영한 적정주가 12.5만원에 신사업가치를 반영한 적정주가 8.5만원을 합산해 산출했다.[표8] 1)SOTP 방식을 통해 산출한 기존 사업가치는 **4.79조원(주당 주주가치 12.5만원)**이다. 계산식은 “영업자산가치 5.58조원(주당 14.5만원) + 투자자산가치 260억원(주당 1천원) - 순차입금 8,111억원(주당 2.1만원)”이다. 영업자산가치는 “면세점 4.79조원 + 호텔 6,118억원 + 생활레저 1,786억원”으로 구성되어 있다. 기존 사업가치만을 반영한 목표주가 12.5만원은 2016E PER 26배에 해당한다. 2)호텔신라의 신사업가치(HDC 신라면세점)는 **3.29조원(주당 8.5만원)**으로 산출했다. HDC 신라면세점의 정상 영업이익은 3,288억원으로 추정했다. 계산방식은 “HDC 신라면세점의 정상 매출액 2.74조원 x OPM 12%”이다. OPM 12%는 신라면세점의 시내면세점 OPM을 참고해 적용한 수치이다. 신사업가치 3.29조원은 “HDC 신라면세점의 정상 영업이익 3,288억원 x 호텔신라 지분을 50% x 적정 PER 20배”를 적용해 산출했다.

[표 8] 호텔신라(주) 목표주가 17.2만원 → 21만원으로 상향

구분	신규 (2015.7.13)	주요 내역							
		사업부문	2016년 영업이익	2016년 감가상각비	2016년 EBITDA	적정배율	적정사업가치	비고	
[기존 사업가치] (+) 영업자산가치	55,786억원	면세점	2,504억원	179억원	2,682억원	17.9x	47,882억원	추정치 상향	
		호텔	장충동토지	-	-	-	-	3,447억원	공시지가
			제주토지	-	-	-	-	436억원	공시지가
			기타자산	-	-	-	-	2,235억원	장부가액
			소계	-	-	-	-	6,118억원	-
		생활레저	112억원	92억원	204억원	8.8x	1,786억원	-	
합계						55,786억원			
** 적정 EV/EBITDA 산출공식 : { (1-t) - (감가상각비/EBITDA)*(1-t) - (Reinvestment/EBITDA) } / (WACC-g)									
(+) 투자자산가치	260억원	투자자산 구성	지분율	장부가액	PBR	적정가치	비고		
		삼성정밀화학	2.2%	239억원	0.8x	190억원	-		
		GMS Duty Free	25.0%	41억원	1.0x	41억원	태국시내면세점 (특허권 미획득 법인)		
		Sky Shilla Duty Free	40.0%	24억원	1.0x	24억원	마카오 공항면세점		
		기타지분증권	-	6억원	0.8x	4억원	시장성 없는 지분 증권		
합계			310억원		260억원				
(-) 순차입금	8,111억원								
총차입금	8,487억원	* 1Q15 총차입금 5,987억원 + 회사채 발행 2,500억원(2015년 5월 29일 공시)							
현금성자산	906억원								
우선주	529억원	* 호텔신라 우선주 3개월 평균주가 70,400원 적용							
보통주 주주가치(A)	47,935억원								
발행주식수(B)	3,861만주	* 총 발행주식수 3,925만주 - 자사주 64만주							
주당 주주가치(C=A/B)	125,000원	* 주당 주주가치 12.5만원은 2016E PER 26배에 해당							
[HDC 신라면세점가치]									
HDC 신라가치(D)	32,880억원	* HDC 신라면세점 매출액 2.74조원 (정상화 기준) x OPM 12% x 호텔신라 지분을 50% x 적정 PER 20배							
발행주식수(E)	3,861만주								
주당 주주가치(F=D/E)	85,000원								
목표주가(C+F)	210,000원	* 목표주가 21.1만원은 2016E PER 45배에 해당							

주: HDC 신라면세점 손익은 추정모델에 미반영 상태. 자료: 유안타증권 리서치센터

하나투어 목표주가 18.6만원
(기존사업 13.4만원 +
신사업 5.2만원)

하나투어의 신규 목표주가 18.6만원은 기존 사업가치를 반영한 적정주가 13.4만원에 신사업가치를 반영한 적정주가 5.2만원을 합산해 산출했다.[표9] 1)SOTP 방식을 통해 산출한 기존 사업가치는 **1.47조원(주당 주주가치 13.4만원)**이다. 계산식은 “영업자산가치 1.26조원(주당 11.4만원) + 투자자산가치 162억원(주당 1천원) + 순현금 1,954억원(주당 1.7만원)”이다. 기존 사업가치만을 반영한 목표주가 13.4만원은 2016E PER 26배에 해당한다. 2)**하나투어의 신사업가치(에스엠면세점)는 5,716억원(주당 5.2만원)으로 산출했다.** 에스엠면세점의 정상 영업이익은 383억원으로 추정했다. 계산방식은 “HDC 신라면세점의 정상 매출액 4,789억원 x OPM 8%”이다. OPM 8%는 Peer 기업인 동화면세점의 10년 평균(2005~14년) OPM 3% 대비 5%p 가량 높게 가정했다. 에스엠면세점의 정상 EBITDA 는 417억원으로 추정했는데, 감가상각비 34억원은 동화면세점의 2014년 수치를 참고했다. 적정 EV/EBITDA 배수 17.9배는 호텔신라 면세점 사업부에 적용한 배수를 이용했다. 요약하면, 하나투어의 신사업가치(에스엠면세점) 5,716억원(주당 5.2만원)의 계산방식은 “에스엠면세점의 정상 EBITDA 417억원 x 적정 배수 17.9배 x 하나투어 지분율 76.5%”이다. 한편, **에스엠 면세점의 OPM 을 8%로 가정한 이유는 다음과 같다.** 1) 에스엠면세점의 입점부지가 하나투어 본사인 관계로 에스엠면세점이 하나투어 본사에 임차료를 지급하든 하지 않든 연결기업 입장에서 효과가 동일해 결과적으로 임차료가 없는 사업모델로 간주해도 무방하다. 2)중국 비자발급센터, 하나투어 ITC(인바운드 여행사) 등의 여행 관계사들의 존재로 인해 여행사 알선수수료 절감효과도 일부 예상 가능하다. 3)토니모리, 로만손 등 에스엠면세점 잔여지분(23.5%)을 보유하고 있는 국내 중소기업 10개사와의 시너지 효과도 기대된다. 4)에스엠면세점이 2015년 9월부터 인천공항 면세점도 운영할 예정인 관계로 규모의 경제효과까지 가능해 시내면세점만 보면 에스엠면세점의 수익성이 동화면세점 대비 양호할 것으로 판단된다.

[표 9] 하나투어(주) 목표주가 13.4만원 → 18.6만원으로 상향

기존사업가치	신규 (2015.7.13)	주요 내역							
		사업부문	2016년 영업이익	2016년 감가상각비	2016년 EBITDA	적정배율	적정사업가치	비고	
(+ 영업자산가치)	12,573억원	여행	769억원	70억원	839억원	15.0x	12,573억원	-	
		합계					12,573억원	-	
		** 적정 EV/EBITDA 산출공식 : { (1-t) - (감가상각비/EBITDA)*(1-t) - (Reinvestment/EBITDA) } / (WACC-g)							
(+ 투자자산가치)	162억원	투자자산 구성	지분율	장부금액	PBR	적정가치	비고		
		하나투어리스트	30%	11억원	0.8x	9억원	-		
		센타마크호텔	50%	40억원	0.8x	32억원	-		
		호텔앤에어닷컴	50%	152억원	0.8x	122억원	-		
합계	-	203억원	0.8x	162억원	-	-			
(+) 순현금	1,954억원								
총차입금	112억원								
현금성자산	2,066억원								
보통주 주주가치(A)	14,689억원								
발행주식수(B)	1,101만주	* 발행주식수 1,161.6만주 - 자사주 60.2만주							
주당 주주가치(C=A/B)	134,000원	* 주당 주주가치 13.4만원은 2016E PER 26배에 해당							
신사업가치		사업부문	정상 영업이익	정상 감가상각비	정상 EBITDA	적정배율	지분율	적정사업가치	비고
		에스엠면세점가치(D)	5,716억원	면세점 383억원	34억원	417억원	17.9x	76.5%	5,716억원
		합계						5,716억원	-
		** 면세점 적정 EV/EBITDA 17.9배는 호텔신라에 적용한 배수를 차용한 수치임							
발행주식수(E)	1,101만주								
주당 주주가치(F=D/E)	52,000원								
목표주가(G+F)	186,000원	* 목표주가 18.6만원은 2016E PER 36배에 해당							

주: HDC 신라면세점 손익은 추정모델에 미반영 상태. 에스엠면세점은 서울 시내면세점과 인천공항 면세점을 운영할 예정인데, 인천공항 면세점 가치는 현 시점에서 제로로 설정함.
자료: 유안타증권 리서치센터

(1) 강원랜드 분기별 실적 전망

[표 10] 2015년 2분기 실적 Preview : 연결 영업이익 1,459 억원(+18% YoY)

(단위: 억원, 만명, %)

	2014년				2015년				연간 실적		
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2014년	2015년(e)	2016년(e)
[카지노지표]											
방문객(만명)	75	70	83	73	80	72	87	77	301	316	338
(YoY)	-4%	-2%	-4%	2%	7%	3%	5%	5%	-2%	5%	7%
드롭액(억원)	14,868	15,246	16,567	15,554	17,035	16,618	18,224	16,487	62,236	68,365	73,834
(YoY)	1%	9%	5%	10%	15%	9%	10%	6%	6%	10%	8%
홀드율	23.2%	22.9%	22.8%	22.6%	23.3%	22.7%	23.2%	23.2%	22.8%	23.1%	22.6%
매출액	3,733	3,556	3,940	3,736	4,254	3,884	4,423	4,059	14,965	16,620	17,874
카지노	3,448	3,460	3,760	3,518	3,957	3,772	4,225	3,823	14,187	15,778	16,960
비카지노	285	96	180	218	297	112	197	236	779	842	913
영업비용	2,357	2,321	2,612	2,544	2,560	2,425	2,802	2,732	9,834	10,519	11,156
컴프	346	336	368	364	374	349	383	346	1,414	1,452	1,536
인건비	485	418	527	639	509	435	546	660	2,069	2,150	2,220
감가상각비	148	141	143	143	138	138	138	138	575	551	551
관광진흥개발기금	339	349	377	352	392	377	423	382	1,417	1,574	1,696
개별소비세	140	181	196	183	167	196	220	199	700	782	882
폐광지역개발기금	384	384	398	268	460	410	460	401	1,434	1,730	1,951
기타	513	511	604	595	520	520	634	606	2,224	2,280	2,320
영업이익	1,376	1,236	1,328	1,192	1,694	1,459	1,620	1,327	5,132	6,101	6,718
OPM	37%	35%	34%	32%	40%	38%	37%	33%	34%	37%	38%
순이익	1,060	1,005	1,055	474	1,323	1,171	1,290	995	3,593	4,780	5,335
NIM	28%	28%	27%	13%	31%	30%	29%	25%	24%	29%	30%
성장성(YoY)											
매출액	9%	15%	5%	11%	14%	9%	12%	9%	10%	11%	8%
영업이익	16%	33%	-2%	188%	23%	18%	22%	11%	32%	19%	10%
당기순이익	19%	32%	1%	70%	25%	16%	22%	110%	21%	33%	12%

자료: 유안타증권 리서치센터

강원랜드 (035250) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	13,613	14,965	16,620	17,874	18,399
매출원가	7,261	7,223	7,547	7,976	8,477
매출총이익	6,352	7,742	9,073	9,897	9,923
판매비	2,472	2,611	2,973	3,179	3,064
영업이익	3,880	5,132	6,101	6,718	6,859
EBITDA	4,646	5,888	6,907	7,538	7,679
영업외손익	58	-172	231	320	444
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	412	450	539	658	781
관계기업관련손익	-119	-200	-32	-32	-32
기타	-235	-422	-275	-305	-305
법인세비용차감전순이익	3,938	4,959	6,332	7,038	7,303
법인세비용	962	1,366	1,552	1,703	1,767
계속사업순이익	2,976	3,593	4,780	5,335	5,535
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,976	3,593	4,780	5,335	5,535
지배지분순이익	2,976	3,594	4,780	5,335	5,536
포괄순이익	2,984	3,357	4,739	5,294	5,495
지배지분포괄이익	2,984	3,357	4,739	5,295	5,495

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	10,804	13,718	19,756	23,642	27,631
현금및현금성자산	1,669	1,020	4,439	8,323	12,311
매출채권 및 기타채권	254	325	19	20	20
재고자산	15	12	9	9	10
비유동자산	20,216	20,033	18,726	17,906	17,053
유형자산	13,857	13,876	13,911	13,098	12,282
관계기업등 지분관련자산	728	528	525	525	493
기타투자자산	3,957	3,827	2,556	2,556	2,556
자산총계	31,020	33,751	38,482	41,548	44,684
유동부채	5,702	6,245	7,893	7,894	7,927
매입채무 및 기타채무	4,532	5,004	6,340	6,341	6,374
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	141	453	520	520	520
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	5,843	6,698	8,413	8,413	8,446
자본지분	25,174	27,051	30,067	33,131	36,234
자본금	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
자본잉여금	1,293	1,294	1,294	1,294	1,294
이익잉여금	24,561	26,420	29,475	32,580	35,683
비지배지분	3	3	3	3	4
자본총계	25,177	27,054	30,070	33,135	36,238
순차입금	-10,406	-13,276	-19,245	-23,129	-27,117
총차입금	0	0	0	0	0

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	4,244	5,104	5,874	6,294	6,528
당기순이익	2,976	3,593	4,780	5,335	5,535
감가상각비	759	744	798	814	816
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	119	200	29	32	32
자산부채의 증감	399	258	-198	78	110
기타현금흐름	-9	310	465	36	34
투자활동 현금흐름	-1,933	-4,274	-2,112	3	3
투자자산	-3,606	-5,375	638	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,029	-802	-837	0	0
유형자산 감소	0	2	0	0	0
기타현금흐름	2,702	1,901	-1,913	3	3
재무활동 현금흐름	-1,528	-1,480	-1,723	-2,230	-2,433
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,531	-1,480	-1,723	-2,230	-2,433
기타현금흐름	3	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	1,381	-183	-110
현금의 증감	783	-649	3,419	3,884	3,988
기초 현금	886	1,669	1,020	4,439	8,323
기말 현금	1,669	1,020	4,439	8,323	12,311
NOPLAT	3,880	5,132	6,101	6,718	6,859
FCF	3,067	3,930	4,377	5,990	6,129

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	1,391	1,680	2,234	2,494	2,588
BPS	12,417	13,343	14,830	16,342	17,872
EBITDAPS	2,172	2,752	3,229	3,523	3,589
SPS	6,363	6,995	7,768	8,354	8,600
DPS	730	850	1,100	1,200	1,350
PER	22.0	19.3	17.3	15.5	14.9
PBR	2.5	2.4	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	11.9	9.5	9.2	7.9	7.2
PSR	4.8	4.6	5.0	4.6	4.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액 증가율 (%)	5.0	9.9	11.1	7.5	2.9
영업이익 증가율 (%)	-4.2	32.2	18.9	10.1	2.1
지배순이익 증가율 (%)	-2.8	20.8	33.0	11.6	3.8
매출총이익률 (%)	46.7	51.7	54.6	55.4	53.9
영업이익률 (%)	28.5	34.3	36.7	37.6	37.3
지배순이익률 (%)	21.9	24.0	28.8	29.9	30.1
EBITDA 마진 (%)	34.1	39.3	41.6	42.2	41.7
ROIC	33.4	44.5	62.8	82.9	97.9
ROA	9.9	11.1	13.2	13.3	12.8
ROE	12.2	13.8	16.7	16.9	16.0
부채비율 (%)	23.2	24.8	28.0	25.4	23.3
순차입금/자기자본 (%)	-41.3	-49.1	-64.0	-69.8	-74.8
영업이익/금융비용 (배)	1,421.8	2,073.7	8,663.3	0.0	0.0

(2) 파라다이스 분기별 실적 전망

[표 11] 2015년 2분기 실적 Preview : 연결 영업이익 177 억원(-40% YoY)

(단위: 억원)

	2014년				2015년				연간 실적		
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2014년	2015년(e)	2016년(e)
매출액(억원)	1,706	1,725	1,726	1,792	1,514	1,456	1,658	1,917	6,950	6,545	7,681
본사	1,254	1,240	1,188	1,218	1,076	1,009	1,200	1,422	4,900	4,708	5,698
부산호텔	132	170	232	223	173	185	229	200	758	788	788
기타	320	316	306	351	265	262	228	295	1,292	1,049	1,195
영업이익(억원)	320	295	290	-82	226	177	222	265	823	890	1,156
본사	234	207	183	-116	162	96	111	189	507	559	788
부산호텔	4	14	68	14	15	27	58	29	101	128	128
기타	82	74	38	21	49	54	53	47	215	203	240
OPM(%)	19%	17%	17%	-5%	15%	12%	13%	14%	12%	14%	15%
본사	19%	17%	15%	-10%	15%	10%	9%	13%	10%	12%	14%
부산호텔	3%	9%	29%	6%	9%	14%	25%	14%	13%	16%	16%
기타	26%	24%	12%	6%	18%	21%	23%	16%	17%	19%	20%
지배주주순이익(억원)	473	219	230	42	385	186	222	230	964	1,022	1,233
NIM(%)	28%	13%	13%	2%	25%	13%	13%	12%	14%	16%	16%
성장성(YoY)											
매출액	18%	12%	5%	1%	-11%	-16%	-4%	7%	9%	-6%	17%
영업이익	-9%	-26%	-15%	적전	-29%	-40%	-24%	흑전	-39%	8%	30%
지배주주순이익	72%	-39%	-6%	-69%	-19%	-15%	-4%	451%	-5%	6%	21%
[카지노 지표]											
5개점 드롭액(억원)	18,661	17,313	16,689	16,951	14,459	13,150	14,186	16,951	69,613	58,745	65,437
(YoY)	30%	17%	7%	-2%	-23%	-24%	-15%	0%	12%	-16%	11%
5개점 홀드율	8.7%	9.8%	10.1%	9.9%	10.6%	10.9%	10.1%	10.2%	9.6%	10.4%	10.1%
[본사 실적]											
영업수익(억원)	1,254	1,240	1,188	1,218	1,076	1,009	1,200	1,422	4,900	4,708	5,698
카지노	1,231	1,218	1,145	1,197	1,050	988	1,157	1,401	4,792	4,596	5,586
기타	22	21	43	21	26	21	43	21	108	111	111
영업비용	1,020	1,033	1,005	1,335	913	913	1,090	1,233	4,393	4,149	4,909
컴프	263	237	224	234	181	163	220	263	958	828	1,060
인건비	277	275	280	557	274	276	352	356	1,388	1,258	1,490
관광진흥개발기금	112	122	114	120	96	99	116	140	468	451	559
개별소비세	48	46	41	46	39	34	35	47	181	155	173
판매촉진비	41	45	47	64	39	45	59	67	197	209	213
광고선전비	18	34	28	28	21	25	30	26	108	102	110
감가상각비	23	23	24	25	25	25	30	30	95	108	118
기타	239	251	246	261	238	246	249	305	998	1,038	1,186
영업이익(억원)	234	207	183	-116	162	96	111	189	507	559	788
OPM	19%	17%	15%	-10%	15%	10%	9%	13%	10%	12%	14%

주: 3Q15 부산점 합병, 3Q16 제주롯데점 합병 가정.

Paradise Safari Park 및 Paradise Inv. & Dev.에 대한 매각 결정으로 인해 2014년도 실적이 [표 1]과 상이함.

[표 11]은 2014년도 잠정실적 기준인 반면, [표 1]은 확정실적 기준임에 유의할 것.

자료: 유안타증권 리서치센터

파라다이스 (034230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	
매출액	6,215	6,762	6,545	7,681	10,413	
매출원가	4,462	5,321	5,073	5,872	8,225	
매출총이익	1,753	1,441	1,472	1,809	2,188	
판매비	430	650	583	652	914	
영업이익	1,323	790	890	1,156	1,274	
EBITDA	1,498	1,015	1,143	1,413	1,530	
영업외손익	94	400	327	556	648	
외환관련손익	17	6	-1	0	0	
이자손익	56	91	201	419	511	
관계기업관련손익	-21	0	0	0	0	
기타	43	303	127	137	137	
법인세비용차감전순손익	1,417	1,191	1,217	1,712	1,921	
법인세비용	351	136	330	414	465	
계속사업순손익	1,066	1,054	887	1,298	1,456	
중단사업순손익	11	4	190	0	0	
당기순이익	1,077	1,058	1,076	1,298	1,456	
지배지분순이익	1,012	964	1,022	1,233	1,384	
포괄순이익	1,068	1,037	1,150	1,371	1,530	
지배지분포괄이익	999	949	1,055	1,240	1,383	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	
유동자산	3,780	7,051	11,308	20,358	28,714	
현금및현금성자산	2,523	3,321	9,162	18,151	26,381	
매출채권 및 기타채권	317	366	366	421	534	
재고자산	26	25	34	40	54	
비유동자산	8,520	8,968	6,769	1,970	-4,459	
유형자산	4,836	5,501	7,928	10,913	12,269	
관계기업등 지분관련자산	10	0	-5,805	-13,546	-21,286	
기타투자자산	331	385	401	401	401	
자산총계	12,300	16,019	18,077	22,328	24,255	
유동부채	2,479	3,348	3,422	3,483	3,635	
매입채무 및 기타채무	501	791	1,117	1,119	1,130	
단기차입금	630	445	195	254	394	
유동성장기부채	68	128	102	102	102	
비유동부채	925	890	2,218	5,529	6,307	
장기차입금	118	231	223	223	223	
사채	0	0	1,311	4,622	5,400	
부채총계	3,404	4,237	5,640	9,012	9,942	
지배지분	7,306	10,104	10,738	11,617	12,488	
자본금	470	470	470	470	470	
자본잉여금	992	2,950	2,917	2,917	2,917	
이익잉여금	6,287	6,872	7,465	8,271	9,141	
비지배지분	1,590	1,678	1,699	1,699	1,826	
자본총계	8,896	11,782	12,437	13,316	14,314	
순차입금	-2,592	-5,636	-9,017	-14,636	-21,947	
총차입금	821	804	1,831	5,201	6,120	

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	
영업활동 현금흐름	1,557	1,353	1,192	1,351	1,428	
당기순이익	1,077	1,058	1,076	1,298	1,456	
감가상각비	148	175	210	212	212	
외환손익	-29	-10	0	0	0	
중속, 관계기업관련손익	21	0	0	0	0	
자산부채의 증감	23	266	97	-206	-288	
기타현금흐름	315	-137	-191	47	47	
투자활동 현금흐름	-830	-2,966	3,524	4,497	6,127	
투자자산	-47	-99	7,740	7,740	7,740	
유형자산 증가 (CAPEX)	-156	-772	-2,668	-3,198	-1,568	
유형자산 감소	2	2	69	0	0	
기타현금흐름	-629	-2,098	-1,618	-45	-45	
재무활동 현금흐름	359	2,473	599	2,942	406	
단기차입금	-115	-180	-251	59	141	
사채 및 장기차입금	-82	179	1,277	3,311	778	
자본	712	0	0	0	0	
현금배당	-156	-351	-428	-428	-513	
기타현금흐름	0	2,825	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	-61	-61	461	198	269	
현금의 증감	1,025	798	5,777	8,989	8,230	
기초 현금	1,433	2,523	3,321	9,162	18,151	
기말 현금	2,459	3,321	9,162	18,151	26,381	
NOPLAT	1,323	790	890	1,156	1,274	
FCF	1,039	418	-1,668	-2,271	-634	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	
EPS	1,113	1,060	1,124	1,356	1,521	
BPS	9,364	11,813	12,555	13,582	14,600	
EBITDAPS	1,647	1,116	1,257	1,554	1,683	
SPS	6,834	7,435	7,197	8,446	11,450	
DPS	350	600	500	600	700	
PER	20.5	31.2	21.5	17.8	15.9	
PBR	2.4	2.8	1.9	1.8	1.7	
EV/EBITDA	13.2	25.7	12.8	6.4	1.2	
PSR	3.3	4.4	3.4	2.9	2.1	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	
매출액 증가율 (%)	19.9	8.8	-3.2	17.4	35.6	
영업이익 증가율 (%)	47.3	-40.2	12.5	30.0	10.1	
지배순이익 증가율 (%)	35.4	-4.8	6.1	20.6	12.2	
매출총이익률 (%)	28.2	21.3	22.5	23.6	21.0	
영업이익률 (%)	21.3	11.7	13.6	15.1	12.2	
지배순이익률 (%)	16.3	14.3	15.6	16.1	13.3	
EBITDA 마진 (%)	24.1	15.0	17.5	18.4	14.7	
ROIC	21.4	13.3	9.6	9.0	8.0	
ROA	8.9	6.8	6.0	6.1	5.9	
ROE	14.8	11.1	9.8	11.0	11.5	
부채비율 (%)	38.3	36.0	45.3	67.7	69.5	
순차입금/자기자본 (%)	-35.5	-55.8	-84.0	-126.0	-175.8	
영업이익/금융비용 (배)	41.6	23.5	23.4	28.9	9.3	

(3) GKL 분기별 실적 전망

[표 12] 2015년 2분기 실적 Preview : 영업이익 256억원(+24% YoY)

(단위: 억원)

	2014년				2015년				연간 실적		
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2014년	2015년(e)	2016년(e)
카지노지표											
드롭액(억원)	9,493	10,066	11,174	13,771	12,159	10,923	10,580	13,013	44,504	46,675	51,645
(YoY)	-9%	4%	16%	48%	28%	9%	-5%	-5%	14%	5%	11%
홀드율	14.4%	11.4%	12.0%	10.9%	11.9%	11.3%	11.5%	11.5%	12.0%	11.6%	11.5%
매출액(억원)	1,391	1,167	1,356	1,492	1,487	1,259	1,241	1,526	5,407	5,514	6,058
카지노	1,373	1,147	1,338	1,471	1,468	1,234	1,217	1,497	5,329	5,416	5,939
기타	18	20	19	22	19	25	24	30	78	98	119
영업비용(억원)	920	961	964	1,084	1,002	1,003	948	1,109	3,929	4,062	4,354
컴프	185	195	209	237	226	197	190	234	826	847	930
인건비	248	253	247	254	259	262	256	263	1,002	1,040	1,076
복리후생비	35	78	41	64	39	82	43	67	217	230	242
임차료	64	65	66	66	66	67	68	68	261	268	276
관광진흥개발기금	133	110	131	144	140	123	122	150	518	535	594
개별소비세	46	37	37	37	46	39	38	51	157	174	202
판매촉진비	70	93	86	129	84	96	81	122	378	383	423
광고선전비	16	11	10	12	12	11	10	12	49	45	45
감가상각비	21	21	21	22	23	23	23	23	85	92	92
지급수수료	33	34	35	41	36	37	33	39	143	146	161
기타	70	65	82	78	71	68	84	80	293	303	312
영업이익(억원)	471	206	392	408	486	256	293	417	1,478	1,452	1,704
OPM	34%	18%	29%	27%	33%	20%	24%	27%	27%	26%	28%
순이익(억원)	376	93	386	310	322	219	248	345	1,165	1,134	1,325
NIM	27%	8%	28%	21%	22%	17%	20%	23%	22%	21%	22%
성장성(YoY)											
매출액	6%	-12%	-12%	5%	7%	8%	-9%	2%	-4%	2%	10%
영업이익	15%	-53%	-42%	4%	3%	24%	-25%	2%	-23%	-2%	17%
당기순이익	9%	-69%	-19%	21%	-14%	135%	-36%	11%	-15%	-3%	17%

자료: 유안타증권 리서치센터

GKL (114090) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	5,613	5,407	5,514	6,058	6,756
매출원가	3,366	3,586	3,744	4,006	4,375
매출총이익	2,247	1,821	1,770	2,052	2,381
판매비	336	343	318	348	418
영업이익	1,911	1,478	1,452	1,704	1,963
EBITDA	2,018	1,591	1,578	1,830	2,088
영업외손익	-43	54	44	44	52
외환관련손익	-13	-7	0	0	0
이자손익	94	106	130	160	187
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-124	-45	-86	-115	-135
법인세비용차감전순이익	1,869	1,532	1,496	1,748	2,014
법인세비용	493	366	361	423	488
계속사업순이익	1,376	1,165	1,134	1,325	1,527
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,376	1,165	1,134	1,325	1,527
지배지분순이익	1,376	1,165	1,134	1,325	1,527
포괄순이익	1,394	1,088	1,137	1,328	1,529
지배지분포괄이익	1,394	1,088	1,137	1,328	1,529

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	4,352	5,292	6,379	7,126	7,918
현금및현금성자산	1,037	1,885	2,598	3,332	4,108
매출채권 및 기타채권	115	183	170	180	193
재고자산	24	20	24	27	30
비유동자산	1,277	1,219	1,331	1,305	1,279
유형자산	355	382	520	498	476
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	492	340	333	333	333
자산총계	5,629	6,510	7,710	8,431	9,197
유동부채	1,596	2,050	2,717	2,717	2,717
매입채무 및 기타채무	1,192	1,683	2,357	2,357	2,357
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	3	3	3	3	3
비유동부채	78	146	162	162	162
장기차입금	5	2	1	1	1
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,674	2,196	2,879	2,879	2,879
지배지분	3,955	4,314	4,831	5,552	6,319
자본금	309	309	309	309	309
자본잉여금	213	213	213	213	213
이익잉여금	3,430	3,791	4,305	5,025	5,791
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,955	4,314	4,831	5,552	6,319
순차입금	-4,188	-5,073	-6,113	-6,847	-7,623
총차입금	8	5	4	4	4

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	1,705	1,590	1,250	1,247	1,446
당기순이익	1,376	1,165	1,134	1,325	1,527
감가상각비	102	109	122	122	122
외환손익	2	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-124	380	-15	-203	-206
기타현금흐름	349	-63	9	3	3
투자활동 현금흐름	-932	-11	-569	-94	-94
투자자산	-797	127	-321	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-90	-135	-259	-100	-100
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-46	-2	11	6	6
재무활동 현금흐름	-784	-733	-621	-606	-761
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-31	-3	-1	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-753	-729	-620	-606	-761
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-2	0	653	187	184
현금의 증감	-12	848	713	734	776
기초 현금	1,049	1,037	1,885	2,598	3,332
기말 현금	1,037	1,885	2,598	3,332	4,108
NOPLAT	1,911	1,478	1,452	1,704	1,963
FCF	1,300	1,483	952	1,115	1,308

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	2,224	1,884	1,834	2,143	2,469
BPS	6,395	6,974	7,810	8,976	10,215
EBITDAPS	3,263	2,573	2,550	2,958	3,376
SPS	9,075	8,741	8,914	9,794	10,922
DPS	1,179	1,002	980	1,230	1,480
PER	15.2	21.9	16.2	13.9	12.1
PBR	5.3	5.9	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	8.3	12.8	7.8	6.3	5.2
PSR	3.7	4.7	3.3	3.0	2.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액 증가율 (%)	11.7	-3.7	2.0	9.9	11.5
영업이익 증가율 (%)	30.5	-22.7	-1.7	17.4	15.2
지배순이익 증가율 (%)	-4.5	-15.3	-2.6	16.8	15.2
매출총이익률 (%)	40.0	33.7	32.1	33.9	35.2
영업이익률 (%)	34.0	27.3	26.3	28.1	29.0
지배순이익률 (%)	24.5	21.5	20.6	21.9	22.6
EBITDA 마진 (%)	36.0	29.4	28.6	30.2	30.9
ROIC	-163.9	-97.4	-69.3	-70.3	-80.4
ROA	25.8	19.2	16.0	16.4	17.3
ROE	37.8	28.2	24.8	25.5	25.7
부채비율 (%)	42.3	50.9	59.6	51.8	45.6
순차입금/자기자본 (%)	-105.9	-117.6	-126.5	-123.3	-120.6
영업이익/금융비용 (배)	2,721.0	5,723.2	9,427.2	11,210.9	12,911.0

(4) 호텔신라 분기별 실적 전망

[표 13] 2015년 2분기 실적 Preview : 연결 영업이익 376억원(+14% YoY)

(단위: 억원)

	2014년				2015년				연간 실적		
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2014년	2015년(e)	2016년(e)
연결매출액	5,941	7,091	7,922	8,137	8,285	8,497	8,116	8,443	29,091	33,341	34,886
면세점	5,243	6,382	7,129	7,370	7,527	7,785	7,297	7,614	26,124	30,222	31,556
호텔	532	587	676	681	544	568	667	701	2,476	2,480	2,691
기타	182	144	152	129	214	144	152	129	607	639	639
연결영업이익	217	329	578	265	336	376	472	536	1,389	1,720	2,511
면세점	295	335	550	309	430	425	456	532	1,489	1,843	2,504
호텔	-104	-36	-6	-61	-126	-79	-18	-13	-207	-235	-104
기타	26	29	34	17	32	29	34	17	106	112	112
OPM	3.7%	4.6%	7.3%	3.3%	4.1%	4.4%	5.8%	6.4%	4.8%	5.2%	7.2%
면세점	5.6%	5.2%	7.7%	4.2%	5.7%	5.5%	6.2%	7.0%	5.7%	6.1%	7.9%
호텔	-19.5%	-6.1%	-0.9%	-9.0%	-23.2%	-13.8%	-2.7%	-1.8%	-8.4%	-9.5%	-3.9%
연결순이익	116	211	369	40	155	266	349	401	735	1,173	1,863
NIM	1.9%	3.0%	4.7%	0.5%	1.9%	3.1%	4.3%	4.8%	2.5%	3.5%	5.3%
성장성(YoY)											
매출액	24%	31%	15%	37%	39%	20%	2%	4%	27%	15%	5%
영업이익	194%	-1%	44%	360%	55%	14%	-18%	102%	60%	8%	28%
순이익	흑전	55%	96%	흑전	35%	26%	-5%	909%	580%	60%	
[본사 면세점 사업부 실적 추정]											
원달러 평균환율(원)	1,069	1,029	1,027	1,087	1,100	1,097	1,097	1,097	1,053	1,098	1,098
(QoQ)	1%	-4%	0%	6%	1%	0%	0%	0%	-	-	-
내국인 출국자(만명)	361	334	397	381	434	407	445	407	1,473	1,583	1,702
(YoY)	6%	5%	8%	16%	20%	22%	12%	7%	9%	8%	8%
중국인 입국자(만명)	105	162	201	144	143	160	160	166	613	629	786
(YoY)	45%	60%	19%	61%	36%	-1%	-21%	15%	42%	3%	25%
면세점 매출액	5,149	6,269	6,997	6,586	6,548	6,635	6,107	6,364	25,001	25,653	26,579
사내점	2,870	3,837	4,472	3,945	3,942	3,968	4,200	4,464	15,124	16,573	18,150
공항점	2,279	2,432	2,525	2,641	2,606	2,667	1,907	1,900	9,877	9,080	8,429
매출원가	3,139	3,888	4,292	3,830	3,872	4,080	-	-	15,149	-	-
COGS Ratio(%)	61.0%	62.0%	61.3%	58.2%	59.1%	61.5%	-	-	60.6%	-	-
판관비	1,706	2,033	2,143	2,109	2,096	2,079	-	-	7,991	-	-
SG&A Ratio(%)	33.1%	32.4%	30.6%	32.0%	32.0%	31.3%	-	-	32.0%	-	-
면세점 영업이익	304	348	562	647	580	475	466	507	1,861	2,028	2,437
OPM(%)	5.9%	5.6%	8.0%	9.8%	8.9%	7.2%	7.6%	8.0%	7.4%	7.9%	9.2%
[창이면세점 사업부 실적 추정]											
매출	94	113	132	784	979	1,150	1,190	1,250	1,123	4,569	4,977
매출원가	34	39	48	326	407	478	494	519	448	1,898	2,068
COGS Ratio(%)	36.3%	34.5%	36.7%	41.6%	41.5%	41.5%	41.5%	41.5%	39.9%	41.5%	41.5%
판관비	69	87	96	796	722	723	714	713	1,047	2,871	2,902
SG&A Ratio(%)	73.2%	77.0%	72.4%	101.5%	73.8%	62.8%	60.0%	57.0%	93.3%	62.8%	58.3%
영업이익	-9	-13	-12	-338	-150	-50	-10	25	-372	-185	66
OPM(%)	-10%	-12%	-9%	-43%	-15.3%	-4.4%	-0.8%	2.0%	-33.1%	-4.1%	1.3%

주: HDC 신라면세점 손익은 추정모델에 미반영 상태

자료: 유안타증권 리서치센터

호텔신라 (008770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	22,970	29,090	33,342	34,886	38,517
매출원가	13,274	16,129	18,868	19,749	21,502
매출총이익	9,696	12,961	14,474	15,137	17,015
판매비	8,830	11,571	12,754	12,626	13,747
영업이익	866	1,390	1,720	2,511	3,268
EBITDA	1,377	2,028	2,445	3,185	3,887
영업외손익	-705	-252	-145	-54	77
외환관련손익	-15	-54	-48	0	0
이자손익	-73	-98	-126	-58	72
관계기업관련손익	0	0	-15	-61	-61
기타	-618	-101	44	66	66
법인세비용차감전순이익	160	1,138	1,575	2,458	3,345
법인세비용	52	403	402	595	809
계속사업순이익	108	735	1,173	1,863	2,535
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	108	735	1,173	1,863	2,535
지배지분순이익	108	735	1,173	1,863	2,535
포괄순이익	12	574	1,336	2,026	2,698
지배지분포괄이익	12	574	1,336	2,026	2,698

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	7,091	8,230	9,567	8,904	10,762
현금및현금성자산	2,259	1,867	2,343	1,081	2,230
매출채권 및 기타채권	1,060	1,166	1,349	1,420	1,505
재고자산	3,368	4,935	5,468	5,996	6,621
비유동자산	10,029	10,845	11,284	11,036	10,843
유형자산	6,434	7,036	6,980	6,775	6,601
관계기업등 지분관련자산	49	60	86	112	137
기타투자자산	3,314	3,387	3,931	3,931	3,931
자산총계	17,121	19,075	20,851	19,941	21,604
유동부채	4,325	4,352	4,890	1,591	1,858
매입채무 및 기타채무	2,350	3,315	3,840	4,042	4,308
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	1,399	0	0	0	0
비유동부채	6,010	7,423	7,464	7,964	6,964
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	4,487	5,986	5,987	6,487	5,487
부채총계	10,335	11,775	12,353	9,555	8,822
지배지분	6,786	7,300	8,498	10,386	12,783
자본금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	1,966	1,966	1,966	1,966	1,966
이익잉여금	2,879	3,436	4,471	6,195	8,593
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,786	7,300	8,498	10,386	12,783
순차입금	3,622	4,112	3,638	1,899	-250
총차입금	5,886	5,986	5,987	2,987	1,987

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	1,525	1,221	1,849	2,522	3,095
당기순이익	108	735	1,173	1,863	2,535
감가상각비	418	520	630	605	574
외환손익	1	4	23	0	0
중속,관계기업관련손익	5	11	15	61	61
자산부채의 증감	546	-621	-212	-191	-236
기타현금흐름	448	572	220	184	161
투자활동 현금흐름	-2,853	-1,407	-1,211	-533	-533
투자자산	-26	-44	-568	-87	-87
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,184	-1,300	-606	-400	-400
유형자산 감소	17	16	0	0	0
기타현금흐름	-661	-79	-37	-46	-46
재무활동 현금흐름	851	-203	-194	-3,138	-1,138
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	1,193	94	0	500	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-118	-59	-138	-138	-138
기타현금흐름	-223	-238	-56	-3,500	0
연결범위변동 등 기타	-1	-2	32	-112	-275
현금의 증감	-478	-391	476	-1,262	1,149
기초 현금	2,736	2,259	1,867	2,343	1,081
기말 현금	2,259	1,867	2,343	1,081	2,230
NOPLAT	866	1,390	1,720	2,511	3,268
FCF	-542	-385	1,187	1,985	2,460

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	272	1,865	2,980	4,739	6,452
BPS	17,243	18,549	21,593	26,391	32,482
EBITDAPS	3,442	5,070	6,111	7,961	9,718
SPS	57,425	72,724	83,354	87,215	96,293
DPS	150	350	350	350	350
PER	220.0	50.7	43.0	27.0	19.8
PBR	3.5	5.1	5.9	4.9	3.9
EV/EBITDA	19.8	20.6	22.4	16.7	13.1
PSR	1.0	1.3	1.5	1.5	1.3

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액 증가율 (%)	3.5	26.6	14.6	4.6	10.4
영업이익 증가율 (%)	-33.0	60.5	23.8	46.0	30.1
지배순이익 증가율 (%)	-89.3	579.8	59.6	58.9	36.1
매출총이익률 (%)	42.2	44.6	43.4	43.4	44.2
영업이익률 (%)	3.8	4.8	5.2	7.2	8.5
지배순이익률 (%)	0.5	2.5	3.5	5.3	6.6
EBITDA 마진 (%)	6.0	7.0	7.3	9.1	10.1
ROIC	7.4	10.0	13.5	19.8	25.3
ROA	0.7	4.1	5.9	9.1	12.2
ROE	1.6	10.4	14.8	19.7	21.9
부채비율 (%)	152.3	161.3	145.4	92.0	69.0
순차입금/자기자본 (%)	53.4	56.3	42.8	18.3	-2.0
영업이익/금융비용 (배)	3.2	5.3	6.9	14.9	29.1

(5) 하나투어 분기별 실적 전망

[표 14] 2015년 2분기 실적 Preview : 연결 영업이익 112억원(+71% YoY)

(단위: 억원)

	2014년				2015년				연간 실적		
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2014년	2015년(e)	2016년(e)
연결매출액	937	903	1,047	970	1,182	1,077	1,311	1,076	3,858	4,646	5,251
본사	799	735	853	768	969	850	1,019	837	3,154	3,676	4,087
자회사	138	169	194	203	213	227	292	238	703	970	1,164
연결영업이익	91	65	136	111	168	112	204	133	403	617	769
본사	93	54	98	70	135	68	133	69	314	404	513
자회사	-2	12	38	42	34	43	72	64	89	213	257
OPM	10%	7%	13%	11%	14%	10%	16%	12%	10%	13%	15%
본사	12%	7%	11%	9%	14%	8%	13%	8%	10%	11%	13%
자회사	-2%	7%	19%	20%	16%	19%	25%	27%	13%	22%	22%
연결순이익(지배주주)	76	62	108	88	121	91	155	106	334	474	595
NIM	8%	7%	10%	9%	10%	8%	12%	10%	9%	10%	11%
성장성(YoY)											
연결매출액	8%	14%	1%	17%	26%	19%	25%	11%	9%	20%	13%
연결영업이익	-33%	3%	-6%	85%	85%	71%	51%	19%	0%	53%	25%
연결순이익	-29%	-3%	0%	49%	59%	48%	43%	20%	-2%	42%	26%
[본사 실적 추정]											
[여행객 지표]											
한국 출국자(만명)	361	334	397	381	434	407	445	407	1,473	1,694	1,821
하나 패키지승객(만명)	49	42	49	50	61	53	59	56	190	229	256
하나 항공권승객(만명)	23	23	30	30	34	30	38	37	107	140	156
한국 출국자(YoY)	6%	5%	8%	16%	20%	22%	12%	7%	9%	15%	8%
하나 패키지승객(YoY)	4%	-4%	3%	16%	24%	27%	21%	12%	5%	21%	11%
하나 항공권승객(YoY)	30%	28%	30%	36%	46%	33%	27%	20%	32%	30%	11%
하나투어 M/S	20.1%	19.4%	19.8%	21.1%	21.8%	20.5%	21.9%	22.9%	20.2%	21.8%	22.6%
본사 영업수익	799	735	853	768	969	850	1,019	837	3,154	3,676	4,087
항공권대매수익	29	28	28	33	36	33	33	43	119	145	162
국제관광알선수익	700	608	745	611	834	694	878	682	2,665	3,089	3,444
기타알선수익	60	73	69	76	78	98	87	92	279	354	395
기타수익	10	24	11	47	22	25	20	20	92	87	87
본사 영업비용	706	681	755	698	835	782	886	769	2,840	3,271	3,575
급여 및 성과급	192	170	194	171	216	195	226	194	727	832	888
광고선전비	33	56	43	43	41	49	43	46	175	179	208
여행비지급수수료	290	255	306	269	354	303	364	299	1,120	1,321	1,459
주식보상비용	5	5	5	4	5	5	5	5	19	19	19
기타	186	196	208	210	219	229	249	225	800	921	1,001
본사 영업이익	93	54	98	70	135	68	133	69	314	404	513
OPM	12%	7%	11%	9%	14%	8%	13%	8%	10%	11%	13%

주: 에스엠면세점 손익은 추정모델에 미반영 상태

자료: 유안타증권 리서치센터

하나투어 (039130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	3,527	3,855	4,646	5,251	5,787
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,527	3,855	4,646	5,251	5,787
판매비	3,123	3,450	4,028	4,482	4,872
영업이익	404	404	617	769	915
EBITDA	456	476	693	839	975
영업외손익	85	58	54	62	72
외환관련손익	2	-2	-1	0	0
이자손익	51	41	43	52	61
관계기업관련손익	-1	4	-2	-2	-2
기타	34	15	14	12	12
법인세비용차감전순이익	488	462	671	832	987
법인세비용	128	108	169	201	239
계속사업순이익	361	354	502	630	748
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	361	354	502	630	748
지배지분순이익	340	334	474	595	706
포괄순이익	353	345	501	630	747
지배지분포괄이익	334	327	471	592	702

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	2,785	3,164	3,228	3,726	4,275
현금및현금성자산	819	1,139	1,285	1,725	2,222
매출채권 및 기타채권	729	611	545	601	651
재고자산	4	10	11	13	14
비유동자산	980	1,210	1,244	1,244	1,253
유형자산	348	463	490	516	542
관계기업등 지분관련자산	203	218	216	216	216
기타투자자산	221	293	321	321	321
자산총계	3,765	4,374	4,472	4,969	5,528
유동부채	1,808	2,430	2,162	2,220	2,268
매입채무 및 기타채무	762	1,102	1,023	1,104	1,176
단기차입금	69	133	104	81	57
유동성장기부채	3	15	15	15	15
비유동부채	31	64	66	66	66
장기차입금	10	17	11	11	11
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,839	2,494	2,227	2,285	2,334
지배지분	1,862	1,803	2,134	2,552	3,037
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	911	921	918	918	918
이익잉여금	988	1,186	1,517	1,935	2,420
비지배지분	65	77	110	132	157
자본총계	1,926	1,880	2,244	2,684	3,194
순차입금	-1,743	-2,092	-2,246	-2,709	-3,229
총차입금	82	186	149	126	103

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	459	1,037	438	758	864
당기순이익	361	354	502	630	748
감가상각비	30	40	47	44	44
외환손익	3	-2	1	0	0
종속, 관계기업관련손익	-2	-4	0	0	2
자산부채의 증감	13	547	-246	-27	-29
기타현금흐름	55	101	134	110	100
투자활동 현금흐름	-413	-395	-60	-59	-59
투자자산	-64	-102	-30	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-77	-103	-63	-70	-70
유형자산 감소	4	3	1	0	0
기타현금흐름	-276	-194	31	11	11
재무활동 현금흐름	-150	-317	-90	-98	-143
단기차입금	-32	77	-30	-23	-23
사채 및 장기차입금	-4	22	-6	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-116	-141	-149	-182	-226
기타현금흐름	1	-275	95	107	107
연결범위변동 등 기타	-7	-3	-141	-161	-166
현금의 증감	-112	321	146	440	498
기초 현금	930	819	1,139	1,285	1,725
기말 현금	819	1,139	1,285	1,725	2,222
NOPLAT	404	404	617	769	915
FCF	285	825	228	556	654

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	2,923	2,879	4,077	5,122	6,078
BPS	16,415	16,369	19,333	23,118	27,512
EBITDAPS	3,923	4,098	5,965	7,226	8,392
SPS	30,359	33,183	39,992	45,204	49,819
DPS	1,100	1,300	1,600	2,000	2,300
PER	23.6	24.1	32.6	26.0	21.9
PBR	4.2	4.2	6.9	5.8	4.8
EV/EBITDA	13.9	12.7	19.2	15.3	12.7
PSR	2.3	2.1	3.3	2.9	2.7

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액 증가율 (%)	14.6	9.3	20.5	13.0	10.2
영업이익 증가율 (%)	1.9	0.2	52.7	24.6	18.9
지배순이익 증가율 (%)	-3.8	-1.5	41.6	25.6	18.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	11.4	10.5	13.3	14.7	15.8
지배순이익률 (%)	9.6	8.7	10.2	11.3	12.2
EBITDA 마진 (%)	12.9	12.3	14.9	16.0	16.8
ROIC	-95.5	-55.5	-65.2	-93.3	-108.0
ROA	9.3	8.2	10.7	12.6	13.5
ROE	19.5	18.2	24.1	25.4	25.3
부채비율 (%)	95.5	132.7	99.2	85.1	73.1
순차입금/자기자본 (%)	-93.6	-116.0	-105.2	-106.1	-106.3
영업이익/금융비용 (배)	207.2	148.9	232.5	374.0	544.5

(6) 모두투어 분기별 실적 전망

[표 15] 2015년 2분기 실적 Preview : 연결 영업이익 47억원(+123% YoY)

(단위: 억원)

	2014년				2015년				연간 실적		
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2014년	2015년(e)	2016년(e)
연결매출액	404	364	470	409	504	484	546	481	1,647	2,015	2,399
본사	395	355	428	373	468	408	479	401	1,552	1,757	1,942
자회사	9	9	42	36	35	76	67	80	95	257	457
연결영업이익	30	21	70	45	63	47	104	52	166	266	327
본사	50	40	79	43	71	55	97	49	213	273	314
자회사	-20	-19	-9	2	-9	-8	7	3	-47	-7	13
OPM	7%	6%	15%	11%	12%	10%	19%	11%	10%	13%	14%
본사	13%	11%	18%	12%	15%	14%	20%	12%	14%	16%	16%
자회사	-239%	-206%	-22%	5%	-25%	-11%	10%	4%	-49%	-3%	3%
연결순이익(지배주주)	52	23	43	35	56	37	72	36	153	201	234
NIM	13%	6%	9%	9%	11%	8%	13%	7%	9%	10%	10%
성장성(YoY)											
연결매출액	11%	19%	7%	14%	25%	33%	16%	18%	12%	22%	19%
연결영업이익	-38%	흑전	-3%	13%	110%	123%	48%	16%	5%	60%	23%
연결순이익	19%	89%	-35%	-9%	8%	62%	67%	1%	-5%	31%	17%
[본사 실적 추정]											
[여행객 지표]											
한국 출국자(만명)	361	334	397	381	434	407	445	407	1,473	1,694	1,821
모두 패키지승객(만명)	26	21	25	26	33	29	31	28	98	122	135
모두 항공권승객(만명)	10	10	12	14	15	15	16	16	46	62	69
한국 출국자(YoY)	6%	5%	8%	16%	20%	22%	12%	7%	9%	15%	8%
모두 패키지승객(YoY)	3%	-2%	0%	16%	27%	36%	25%	10%	4%	24%	11%
모두 항공권승객(YoY)	3%	7%	16%	41%	46%	56%	32%	13%	17%	35%	12%
모두투어 M/S	10.2%	9.2%	9.2%	10.4%	11.2%	10.8%	10.5%	10.8%	9.8%	10.8%	11.2%
본사 영업수익	395	355	428	373	468	408	479	401	1,552	1,757	1,942
항공권대매수익	21	26	27	34	41	39	35	39	109	153	171
국제관광알선수익	345	303	366	303	401	338	411	339	1,316	1,489	1,647
기타수익	29	27	35	36	27	31	33	23	127	115	123
본사 영업비용	345	315	349	330	397	353	383	352	1,339	1,485	1,628
급여 및 성과급	120	106	106	100	127	114	110	111	433	461	509
광고선전비	19	16	25	25	19	20	24	20	85	83	97
여행비지급수수료	129	118	133	113	158	135	158	132	493	584	641
지급수수료	38	34	45	50	49	41	48	44	168	182	194
기타	39	40	40	42	44	43	43	45	161	175	187
본사 영업이익	50	40	79	43	71	55	97	49	213	273	314
OPM	13%	11%	18%	12%	15%	14%	20%	12%	14%	16%	16%

자료: 유안타증권 리서치센터

모두투어 (080160) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,470	1,647	2,015	2,399	2,827
매출원가	15	39	79	79	79
매출총이익	1,454	1,608	1,936	2,320	2,748
판매비	1,296	1,442	1,670	1,994	2,329
영업이익	158	166	266	327	420
EBITDA	171	188	293	354	455
영업외손익	43	27	16	1	3
외환관련손익	-6	2	0	0	0
이자손익	17	7	4	1	3
관계기업관련손익	0	2	3	0	0
기타	32	16	8	0	0
법인세비용차감전순이익	201	193	282	328	423
법인세비용	48	53	69	79	102
계속사업순이익	153	140	212	249	321
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	153	140	212	249	321
지배지분순이익	161	153	201	234	302
포괄순이익	152	131	212	249	321
지배지분포괄이익	160	144	228	268	346

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,170	1,323	1,272	1,260	1,312
현금및현금성자산	364	553	507	368	393
매출채권 및 기타채권	236	227	206	240	267
재고자산	0	0	0	1	1
비유동자산	353	920	1,063	1,286	1,501
유형자산	100	134	275	502	718
관계기업등 지분관련자산	161	163	166	166	166
기타투자자산	27	25	25	25	25
자산총계	1,523	2,243	2,335	2,545	2,812
유동부채	567	842	742	776	803
매입채무 및 기타채무	362	496	482	482	541
단기차입금	5	59	49	83	51
유동성장기부채	1	0	0	0	0
비유동부채	59	311	315	315	315
장기차입금	7	291	296	296	296
사채	0	0	0	0	0
부채총계	626	1,152	1,057	1,091	1,118
지배지분	894	987	1,129	1,286	1,498
자본금	63	63	63	63	63
자본잉여금	281	284	285	285	285
이익잉여금	698	782	923	1,079	1,291
비지배지분	4	104	148	169	197
자본총계	898	1,091	1,278	1,455	1,694
순차입금	-798	-604	-518	-346	-403
총차입금	28	367	361	395	363

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	155	294	13	101	247
당기순이익	153	140	212	249	321
감가상각비	10	17	23	23	34
외환손익	6	1	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	-2	-3	0	0
자산부채의 증감	-65	113	-239	-186	-121
기타현금흐름	50	24	20	16	13
투자활동 현금흐름	-123	-456	-116	-246	-246
투자자산	-31	38	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-8	-35	-163	-250	-250
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-85	-459	46	4	4
재무활동 현금흐름	-85	336	3	-70	-147
단기차입금	5	49	-10	34	-32
사채 및 장기차입금	6	277	5	0	0
자본	0	76	88	0	0
현금배당	-55	-60	-61	-78	-90
기타현금흐름	-41	-6	-18	-25	-25
연결범위변동 등 기타	0	16	54	76	172
현금의 증감	-54	189	-46	-138	25
기초 현금	418	364	553	507	368
기말 현금	364	553	507	368	393
NOPLAT	158	166	266	327	420
FCF	60	220	-174	-162	-17

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	1,278	1,218	1,594	1,860	2,397
BPS	7,458	8,218	9,398	10,698	12,461
EBITDAPS	1,357	1,488	2,323	2,808	3,611
SPS	11,663	13,070	15,989	19,042	22,438
DPS	500	510	650	750	900
PER	21.0	19.3	22.8	19.5	15.1
PBR	3.6	2.9	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	15.1	13.1	14.4	12.4	9.6
PSR	2.3	1.8	2.3	1.9	1.6

재무비율					
(단위: 배, %)					
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액 증가율 (%)	6.6	12.1	22.3	19.1	17.8
영업이익 증가율 (%)	-25.7	5.2	59.9	23.0	28.5
지배순이익 증가율 (%)	-8.4	-4.7	30.9	16.7	28.9
매출총이익률 (%)	99.0	97.7	96.1	96.7	97.2
영업이익률 (%)	10.7	10.1	13.2	13.6	14.8
지배순이익률 (%)	11.0	9.3	10.0	9.8	10.7
EBITDA 마진 (%)	11.6	11.4	14.5	14.7	16.1
ROIC	-132.8	-67.6	-168.1	130.6	69.8
ROA	10.7	8.1	8.8	9.6	11.3
ROE	18.7	16.3	19.0	19.4	21.7
부채비율 (%)	69.7	105.7	82.7	75.0	66.0
순차입금/자기자본 (%)	-89.3	-61.2	-45.9	-26.9	-26.9
영업이익/금융비용 (배)	641.9	23.6	21.1	22.9	32.1

(7) 인터파크 분기별 실적 전망

[표 16] 2015년 2분기 실적 Preview : 연결 영업이익 49억원(+206% YoY)

(단위: 억원)

	2014년				2015년				연간 실적		
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2014년	2015년(e)	2016년(e)
거래총액	6,284	6,163	6,765	7,152	6,864	6,965	7,777	8,227	26,365	29,833	34,942
쇼핑	1,677	1,450	1,543	1,640	1,625	1,740	1,697	1,804	6,310	6,867	7,691
도서	692	462	608	558	515	393	517	502	2,320	1,927	1,927
ENT	1,014	1,076	1,362	1,816	1,214	1,022	1,498	1,998	5,268	5,732	6,191
투어	2,902	3,175	3,252	3,137	3,510	3,810	4,065	3,922	12,466	15,307	19,133
거래총액(YoY)	23%	10%	14%	13%	9%	13%	15%	15%	15%	13%	17%
쇼핑	16%	4%	4%	0%	3%	20%	10%	10%	6%	9%	12%
도서	-4%	-10%	-5%	-7%	-25%	-15%	-15%	-10%	-6%	-17%	0%
ENT	-1%	-20%	2%	12%	15%	-5%	10%	10%	-1%	9%	8%
투어	52%	35%	32%	26%	21%	20%	25%	25%	35%	23%	25%
매출액	972	820	1,020	1,261	996	971	1,179	1,150	4,073	4,296	4,761
쇼핑	134	139	152	274	199	283	283	291	699	1,057	1,208
도서	583	390	491	436	450	334	439	427	1,901	1,650	1,638
ENT	126	146	202	389	163	151	240	220	863	775	830
투어	129	145	176	162	183	202	218	212	611	815	1,084
영업이익	42	16	57	56	44	49	79	76	171	247	369
쇼핑	-5	-4	-1	-14	-6	-6	-4	-4	-24	-21	6
도서	5	-31	-24	-17	8	3	4	4	-67	20	16
ENT	18	17	42	72	15	15	41	51	149	122	140
투어	24	33	41	16	27	36	38	26	114	126	207
OPM	4%	2%	6%	4%	4%	5%	7%	7%	4%	6%	8%
쇼핑	-4%	-3%	-1%	-5%	-3%	-2%	-2%	-2%	-3%	-2%	1%
도서	1%	-8%	-5%	-4%	2%	1%	1%	1%	-4%	1%	1%
ENT	14%	12%	21%	18%	9%	10%	17%	23%	17%	16%	17%
투어	19%	23%	23%	10%	15%	18%	17%	12%	19%	15%	19%
순이익(지배주주)	27	9	38	38	32	40	65	62	109	199	308
NIM	3%	1%	4%	3%	3%	4%	6%	5%	3%	5%	6%
성장성(YoY)											
매출액	-4%	-1%	4%	22%	2%	18%	16%	-9%	6%	5%	11%
영업이익	-21%	-62%	-19%	47%	4%	206%	37%	36%	-16%	44%	49%
순이익(지배주주)	-18%	-65%	-26%	81%	16%	356%	70%	66%	-15%	78%	55%

자료: 유안타증권 리서치센터

인터파크 (108790) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	3,856	4,073	4,296	4,761	5,198
매출원가	2,475	2,497	2,419	2,635	2,830
매출총이익	1,381	1,577	1,877	2,126	2,369
판매비	1,176	1,405	1,629	1,757	1,886
영업이익	205	171	247	369	482
EBITDA	288	260	764	446	557
영업외손익	-32	-18	-3	1	8
외환관련손익	3	2	0	0	0
이자손익	-25	-15	-2	1	8
관계기업관련손익	-4	-1	-2	0	0
기타	-6	-3	1	0	0
법인세비용차감전순이익	172	153	244	370	491
법인세비용	42	44	63	90	119
계속사업순이익	130	110	182	281	372
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	130	110	182	281	372
지배지분순이익	131	109	199	308	408
포괄순이익	130	111	174	273	365
지배지분포괄이익	131	110	184	288	385

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	2,242	2,716	3,078	3,387	4,066
현금및현금성자산	482	595	782	1,001	1,587
매출채권 및 기타채권	834	1,139	1,279	1,339	1,398
재고자산	312	354	338	368	402
비유동자산	1,456	1,561	1,083	1,059	1,038
유형자산	418	437	0	0	0
관계기업등 지분관련자산	23	47	44	63	82
기타투자자산	46	60	60	60	60
자산총계	3,698	4,277	4,160	4,446	5,104
유동부채	2,291	2,371	2,095	2,114	2,398
매입채무 및 기타채무	1,444	1,508	1,246	1,265	1,549
단기차입금	150	10	10	10	10
유동성장기부채	20	25	17	17	17
비유동부채	394	369	362	362	362
장기차입금	393	368	361	361	361
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,685	2,740	2,457	2,475	2,760
지배지분	1,019	1,543	1,704	1,972	2,348
자본금	135	163	164	164	164
자본잉여금	617	1,003	1,003	1,003	1,003
이익잉여금	311	420	587	862	1,237
비지배지분	-6	-6	-8	-9	-11
자본총계	1,013	1,537	1,696	1,963	2,337
순차입금	-264	-597	-790	-1,009	-1,595
총차입금	563	403	388	388	388

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	351	184	369	208	553
당기순이익	130	110	182	281	372
감가상각비	42	44	472	34	34
외환손익	0	0	-2	0	0
중속, 관계기업관련손익	4	1	0	0	0
자산부채의 증감	82	-42	-373	-190	67
기타현금흐름	93	71	91	82	80
투자활동 현금흐름	-22	-322	-56	-53	-53
투자자산	6	-37	-19	-19	-19
유형자산 증가 (CAPEX)	-19	-64	-34	-34	-34
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-8	-222	-3	1	1
재무활동 현금흐름	-214	250	-61	-31	-31
단기차입금	-200	-140	-10	0	0
사채 및 장기차입금	-17	-20	-26	0	0
자본	0	407	6	0	0
현금배당	0	0	-33	-33	-33
기타현금흐름	3	4	1	2	2
연결범위변동 등 기타	0	0	-72	95	118
현금의 증감	115	114	180	219	587
기초 현금	366	482	595	775	994
기말 현금	482	595	775	994	1,581
NOPLAT	205	171	247	369	482
FCF	301	106	293	133	473

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	487	339	607	938	1,243
BPS	3,770	4,737	5,190	6,005	7,149
EBITDAPS	1,069	810	2,326	1,359	1,696
SPS	14,298	12,685	13,081	14,496	15,828
DPS	0	100	100	100	100
PER	-	64.6	38.5	24.9	18.8
PBR	-	4.6	4.5	3.9	3.3
EV/EBITDA	-	25.1	9.0	14.9	10.9
PSR	-	1.7	1.8	1.6	1.5

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액 증가율 (%)	8.2	5.6	5.5	10.8	9.2
영업이익 증가율 (%)	32.9	-16.3	44.4	49.2	30.6
지배순이익 증가율 (%)	19.8	-17.0	82.8	54.5	32.6
매출총이익률 (%)	35.8	38.7	43.7	44.7	45.6
영업이익률 (%)	5.3	4.2	5.8	7.8	9.3
지배순이익률 (%)	3.4	2.7	4.6	6.5	7.9
EBITDA 마진 (%)	7.5	6.4	17.8	9.4	10.7
ROIC	21.5	19.1	26.5	40.3	61.8
ROA	3.6	2.7	4.7	7.2	8.5
ROE	13.8	8.5	12.3	16.7	18.9
부채비율 (%)	265.0	178.3	144.8	126.1	118.1
순차입금/자기자본 (%)	-25.9	-38.7	-46.3	-51.1	-68.0
영업이익/금융비용 (배)	5.9	7.4	15.4	23.8	31.1

(8) CJ CGV 분기별 실적 전망

[표 17] 2015년 2분기 실적 Preview : 연결 영업이익 142 억원(+340% YoY)

(단위: 억원)

	2014년				2015년				연간 실적		
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2014년	2015년(e)	2016년(e)
연결매출액	2,470	2,254	3,078	2,591	2,575	2,639	3,417	2,956	10,393	11,587	13,732
본사	2,103	1,800	2,663	2,079	2,040	1,944	2,751	2,177	8,645	8,913	9,386
자회사	367	454	415	512	535	695	666	779	1,748	2,674	4,345
연결영업이익	96	32	339	54	145	142	419	84	521	789	1,017
본사	175	73	382	84	201	130	406	101	714	838	843
자회사	-79	-41	-43	-31	-56	12	14	-18	-194	-48	175
OPM	4%	1%	11%	2%	6%	5%	12%	3%	5%	7%	7%
본사	8%	4%	14%	4%	10%	7%	15%	5%	8%	9%	9%
자회사	-22%	-9%	-10%	-6%	-11%	2%	2%	-2%	-11%	-2%	4%
연결순이익(지배주주)	37	1	238	-110	93	83	283	33	167	493	651
NIM	2%	0%	8%	-4%	4%	3%	8%	1%	2%	4%	5%
성장성(YoY)											
연결매출액	10%	7%	15%	21%	4%	17%	11%	14%	13%	11%	19%
연결영업이익	-54%	-71%	57%	흑전	51%	340%	24%	56%	3%	52%	29%
연결순이익	-65%	흑전	48%	적지	150%	7483%	19%	흑전	31%	196%	32%
[본사 실적 추정]											
[상영관 지표]											
전국관람객(만명)	5,451	4,195	6,918	4,937	5,047	4,459	7,056	5,283	21,501	21,845	22,602
CGV 관람객	2,618	2,032	3,357	2,440	2,470	2,198	3,452	2,606	10,447	10,726	11,291
직영관람객	1,932	1,529	2,487	1,831	1,802	1,592	2,519	1,902	7,778	7,814	8,242
전국관람객(YoY)	-2%	-3%	3%	4%	-7%	6%	2%	7%	1%	2%	3%
CGV 관람객	6%	0%	9%	10%	-6%	8%	3%	7%	7%	3%	5%
직영관람객	11%	4%	8%	11%	-7%	4%	1%	4%	8%	0%	5%
ATP(원)	7,468	7,938	7,542	7,569	7,567	8,097	7,542	7,569	7,475	7,642	7,667
(YoY)	3%	8%	8%	3%	1%	2%	0%	0%	5%	2%	0%
직영점 점포수	72	75	79	78	80	80	80	81	78	81	84
매출액	2,103	1,800	2,663	2,079	2,040	1,944	2,751	2,177	8,645	8,913	9,386
상영	1,415	1,196	1,839	1,364	1,344	1,289	1,900	1,439	5,814	5,972	6,319
매점	361	294	466	350	356	317	486	366	1,471	1,526	1,611
광고	169	195	228	215	199	221	232	220	808	872	889
기타	158	115	130	149	141	117	133	152	553	544	567
영업이익	175	73	382	84	201	130	406	101	714	838	843
OPM	8%	4%	14%	4%	10%	7%	15%	5%	8%	9%	9%
성장성(YoY)											
본사 매출액	12%	6%	14%	15%	-3%	8%	3%	5%	12%	3%	5%
본사 영업이익	-28%	-35%	39%	66%	15%	78%	6%	20%	5%	17%	1%

자료: 유안타증권 리서치센터

CJ CGV (079160) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	9,159	10,393	11,587	13,732	16,087
매출원가	4,481	5,269	5,634	6,571	7,517
매출총이익	4,679	5,124	5,953	7,161	8,570
판매비	4,164	4,603	5,164	6,144	7,230
영업이익	515	521	789	1,017	1,340
EBITDA	1,186	1,346	1,768	2,219	2,605
영업외손익	-364	-175	-85	-122	-89
외환관련손익	-5	-5	-1	0	0
이자손익	-171	-169	-171	-193	-172
관계기업관련손익	11	44	58	72	83
기타	-200	-45	29	0	0
법인세비용차감전순이익	151	346	704	896	1,251
법인세비용	30	185	229	269	375
계속사업순이익	121	160	475	627	876
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	121	160	475	627	876
지배자분순이익	127	167	493	651	909
포괄순이익	119	177	488	639	888
지배자분포괄이익	125	182	502	659	915

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	2,394	3,053	2,526	3,203	3,572
현금및현금성자산	860	1,088	764	1,261	1,439
매출채권 및 기타채권	1,040	1,408	1,104	1,261	1,429
재고자산	118	111	115	137	160
비유동자산	8,597	9,496	10,428	11,233	12,046
유형자산	5,077	5,882	6,902	7,792	8,588
관계기업등 지분관련자산	350	694	713	719	797
기타투자자산	994	790	809	809	809
자산총계	10,992	12,549	12,955	14,437	15,618
유동부채	4,551	4,738	4,677	4,857	5,685
매입채무 및 기타채무	1,763	2,253	1,851	1,969	2,736
단기차입금	528	586	960	1,021	1,082
유동성장기부채	1,611	960	960	960	960
비유동부채	2,655	3,899	3,929	4,629	4,129
장기차입금	776	1,331	1,341	1,341	1,341
사채	998	1,795	1,796	2,496	1,996
부채총계	7,205	8,637	8,605	9,485	9,814
자본	3,722	3,819	4,251	4,840	5,674
자본금	106	106	106	106	106
자본잉여금	899	899	899	899	899
이익잉여금	2,784	2,846	3,265	3,842	4,676
비지배자분	64	93	99	111	131
자본총계	3,786	3,912	4,349	4,951	5,805
순차입금	2,957	3,446	4,121	4,385	3,769
총차입금	3,974	4,674	5,058	5,819	5,380

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	615	1,395	1,086	1,414	2,352
당기순이익	121	160	475	627	876
감가상각비	557	638	852	1,110	1,204
외환손익	1	20	2	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	-44	-72	-83
자산부채의 증감	-547	79	-396	-415	222
기타현금흐름	483	498	196	164	133
투자활동 현금흐름	-2,076	-1,812	-2,042	-2,008	-2,008
투자자산	-433	-331	-33	-6	-6
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,596	-1,458	-1,993	-2,000	-2,000
유형자산 감소	35	20	7	0	0
기타현금흐름	-83	-43	-23	-2	-2
재무활동 현금흐름	490	586	297	686	-514
단기차입금	94	5	372	61	61
사채 및 장기차입금	327	653	0	700	-500
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-72	-74	-74	-74	-74
기타현금흐름	142	3	-1	-1	-1
연결범위변동 등 기타	0	59	335	405	348
현금의 증감	-972	228	-324	497	178
기초 현금	1,831	860	1,088	764	1,261
기말 현금	860	1,088	764	1,261	1,439
NOPLAT	515	521	789	1,017	1,340
FCF	-1,057	-314	-877	-501	425

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

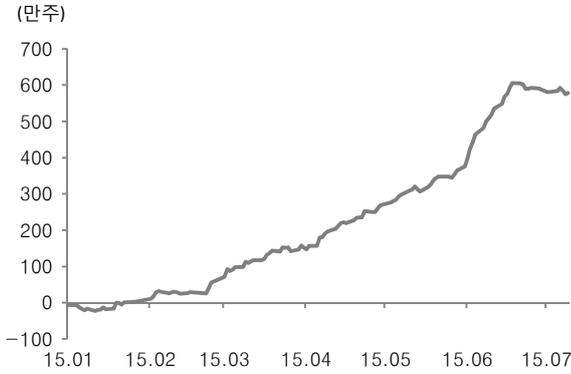
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	607	787	2,331	3,074	4,293
BPS	17,591	18,048	20,087	22,870	26,813
EBITDAPS	5,678	6,359	8,356	10,484	12,309
SPS	43,842	49,113	54,755	64,890	76,020
DPS	350	350	350	350	350
PER	79.2	63.6	49.8	37.7	27.0
PBR	2.7	2.8	5.8	5.1	4.3
EV/EBITDA	11.0	10.5	16.3	13.1	10.9
PSR	1.1	1.0	2.1	1.8	1.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액 증가율 (%)	17.5	13.5	11.5	18.5	17.2
영업이익 증가율 (%)	-6.6	1.1	51.6	28.9	31.7
지배자분순이익 증가율 (%)	-76.6	31.3	196.1	31.9	39.7
매출총이익률 (%)	51.1	49.3	51.4	52.1	53.3
영업이익률 (%)	5.6	5.0	6.8	7.4	8.3
지배자분이익률 (%)	1.4	1.6	4.3	4.7	5.6
EBITDA 마진 (%)	13.0	12.9	15.3	16.2	16.2
ROIC	9.3	4.5	8.7	10.0	12.3
ROA	1.2	1.4	3.9	4.8	6.0
ROE	3.5	4.4	12.2	14.3	17.3
부채비율 (%)	190.3	220.8	197.9	191.6	169.1
순차입금/자기자본 (%)	79.4	90.2	97.0	90.6	66.4
영업이익/금융비용 (배)	2.3	2.6	4.0	4.5	6.4

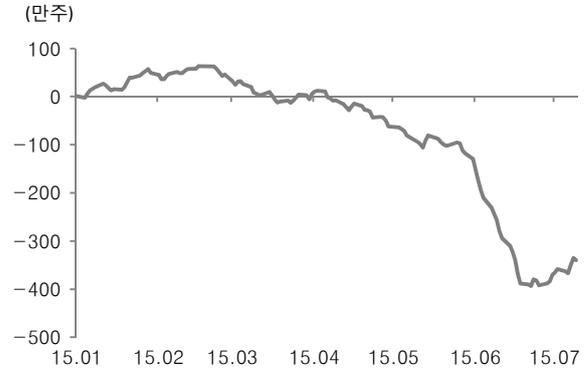
업체별 수급 데이터

강원랜드 외국인 누적 순매수 수량 추이 (2014.1.1~현재)



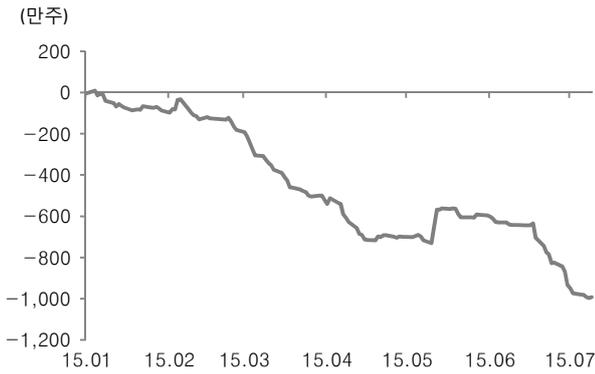
자료: 유안타증권 리서치센터

강원랜드 기관 누적 순매수 수량 추이 (2014.1.1~현재)



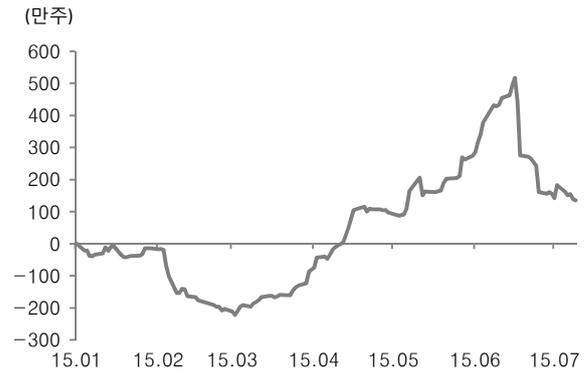
자료: 유안타증권 리서치센터

파라디스 외국인 누적 순매수 수량 추이 (2014.1.1~현재)



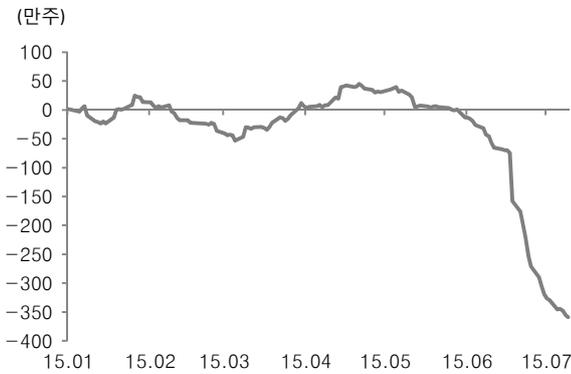
자료: 유안타증권 리서치센터

파라디스 기관 누적 순매수 수량 추이 (2014.1.1~현재)



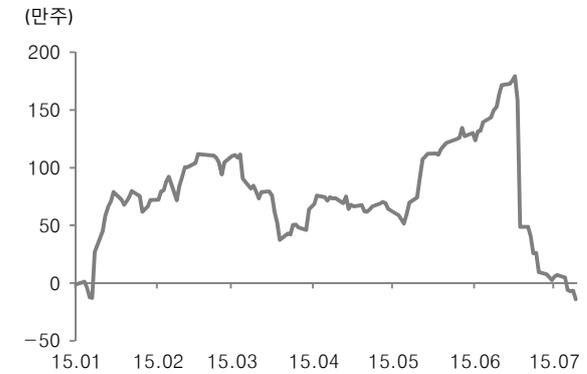
자료: 유안타증권 리서치센터

GKL 외국인 누적 순매수 수량 추이 (2014.1.1~현재)



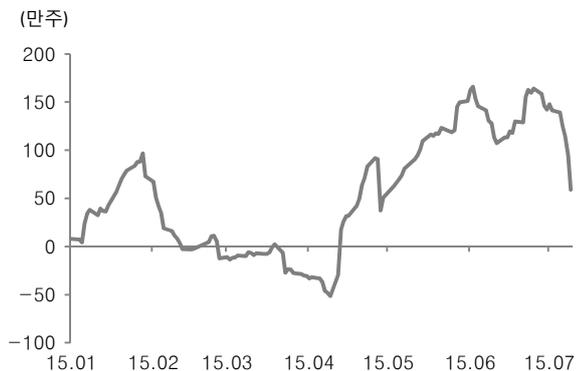
자료: 유안타증권 리서치센터

GKL 기관 누적 순매수 수량 추이 (2014.1.1~현재)



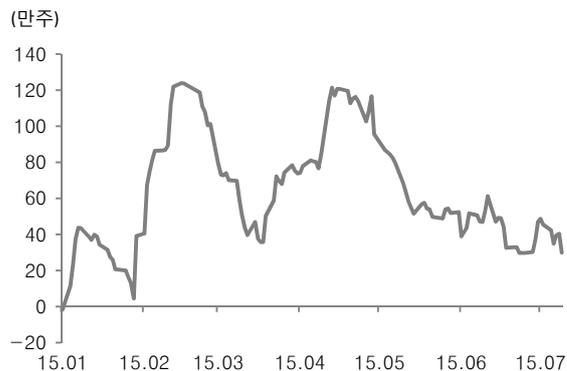
자료: 유안타증권 리서치센터

호텔신라 외국인 누적 순매수 수량 추이 (2014.1.1~현재)



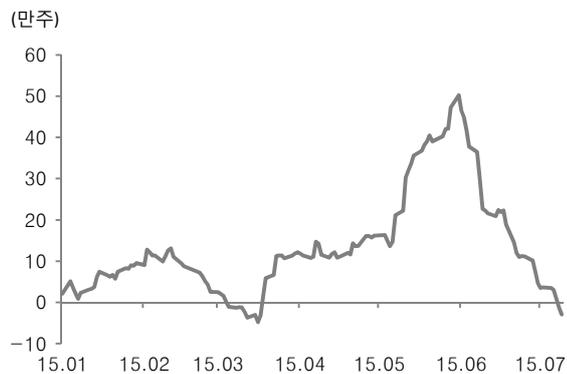
자료: 유안타증권 리서치센터

호텔신라 기관 누적 순매수 수량 추이 (2014.1.1~현재)



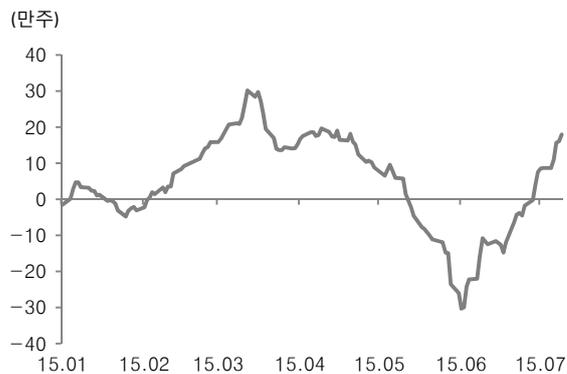
자료: 유안타증권 리서치센터

하나투어 외국인 누적 순매수 수량 추이 (2014.1.1~현재)



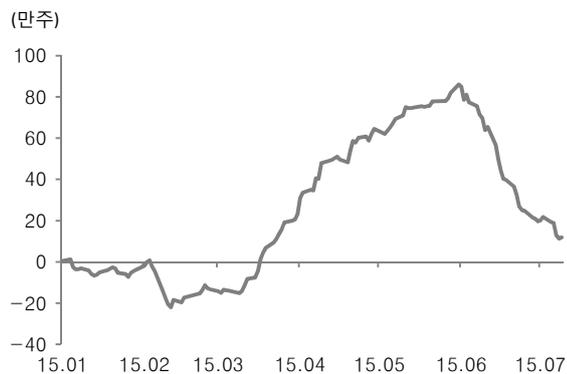
자료: 유안타증권 리서치센터

하나투어 기관 누적 순매수 수량 추이 (2014.1.1~현재)



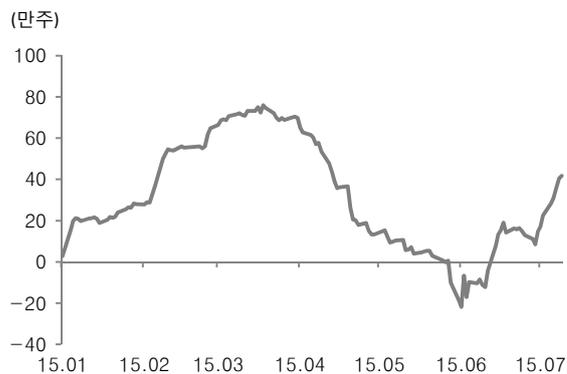
자료: 유안타증권 리서치센터

모두투어 외국인 누적 순매수 수량 추이 (2014.1.1~현재)



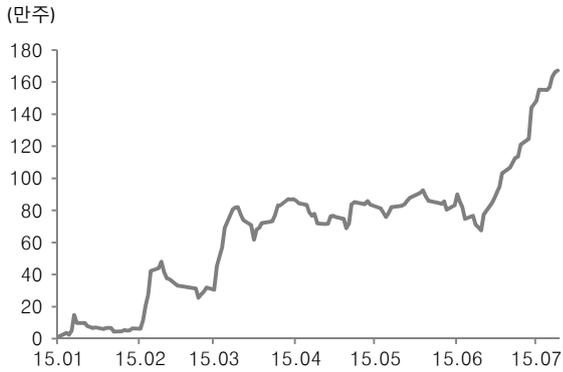
자료: 유안타증권 리서치센터

모두투어 기관 누적 순매수 수량 추이 (2014.1.1~현재)



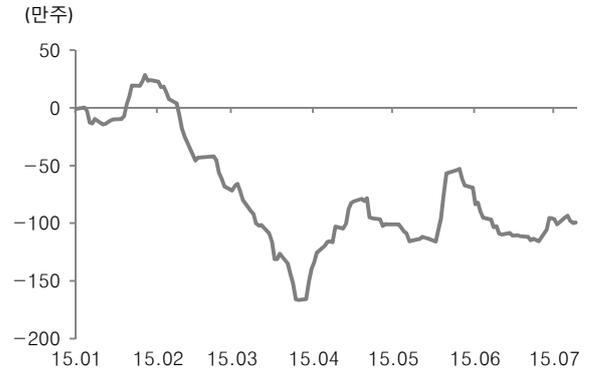
자료: 유안타증권 리서치센터

인터파크 외국인 누적 순매수 수량 추이 (2014.1.1~현재)



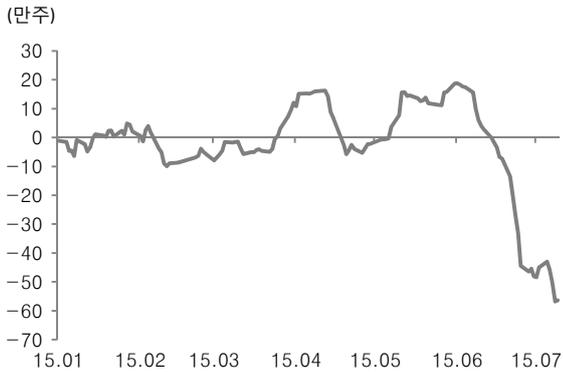
자료: 유안타증권 리서치센터

인터파크 기관 누적 순매수 수량 추이 (2014.1.1~현재)



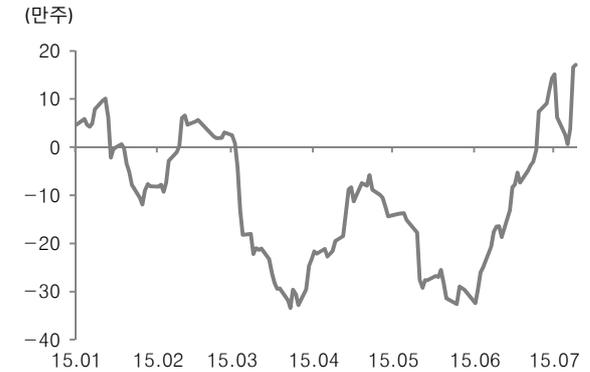
자료: 유안타증권 리서치센터

CJ CGV 외국인 누적 순매수 수량 추이 (2014.1.1~현재)



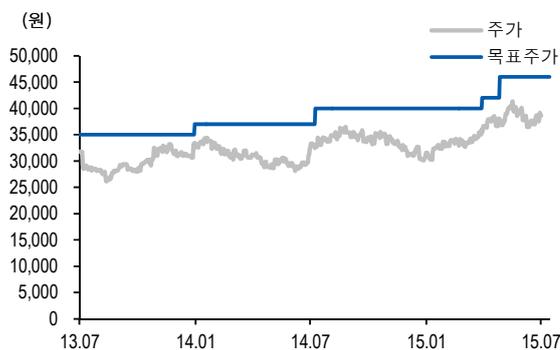
자료: 유안타증권 리서치센터

CJ CGV 기관 누적 순매수 수량 추이 (2014.1.1~현재)



자료: 유안타증권 리서치센터

강원랜드 (035250) 투자등급 및 목표주가 추이



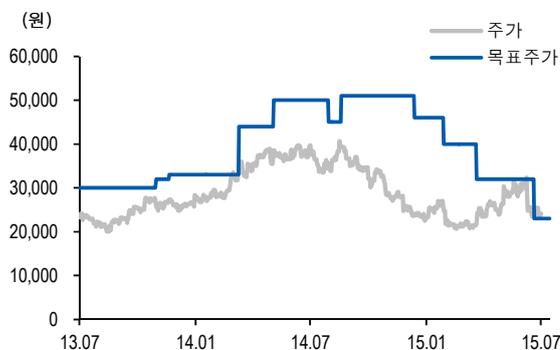
날짜	투자의견	목표주가
2015-07-13	BUY	46,000
2015-06-29	BUY	46,000
2015-06-01	BUY	46,000
2015-05-14	BUY	46,000
2015-05-06	BUY	46,000
2015-04-08	BUY	42,000
2015-03-30	BUY	40,000
2015-03-02	BUY	40,000
2015-02-16	BUY	40,000
2015-01-28	BUY	40,000

자료: 유안타증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 등 중목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 중목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

파라디이스 (034230) 투자등급 및 목표주가 추이



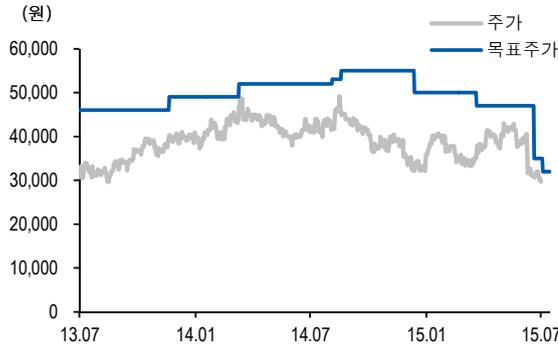
날짜	투자의견	목표주가
2015-07-13	HOLD	23,000
2015-06-29	HOLD	23,000
2015-06-01	BUY	32,000
2015-05-08	BUY	32,000
2015-05-06	BUY	32,000
2015-04-08	BUY	32,000
2015-03-30	BUY	32,000
2015-03-02	BUY	40,000
2015-02-06	BUY	40,000
2015-01-28	BUY	46,000

자료: 유안타증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 등 중목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 중목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

GKL (114090) 투자등급 및 목표주가 추이



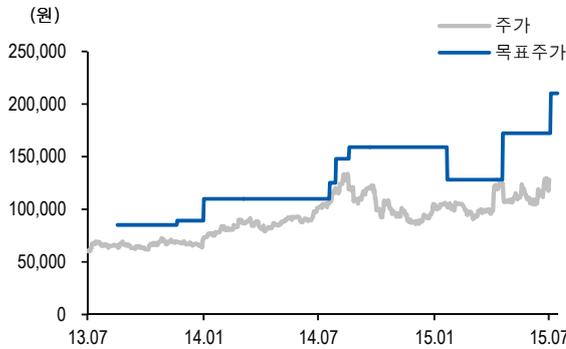
날짜	투자의견	목표주가
2015-07-13	HOLD	32,000
2015-06-29	HOLD	35,000
2015-06-01	BUY	47,000
2015-05-12	BUY	47,000
2015-05-06	BUY	47,000
2015-04-15	BUY	47,000
2015-04-08	BUY	47,000
2015-03-30	BUY	47,000
2015-03-02	BUY	50,000
2015-02-12	BUY	50,000

자료: 유안타증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 등 중목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 중목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

호텔신라 (008770) 투자등급 및 목표주가 추이



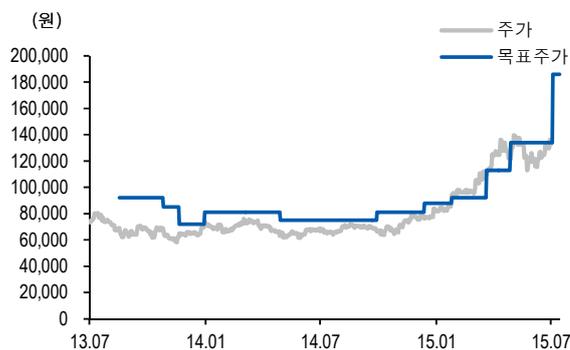
날짜	투자의견	목표주가
2015-07-13	Strong Buy	210,000
2015-06-29	BUY	172,000
2015-06-01	BUY	172,000
2015-05-06	BUY	172,000
2015-04-30	BUY	172,000
2015-04-28	BUY	172,000
2015-04-08	BUY	128,000
2015-03-30	BUY	128,000
2015-03-24	BUY	128,000
2015-03-02	BUY	128,000

자료: 유안타증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 등 중목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 중목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

하나투어 (039130) 투자등급 및 목표주가 추이



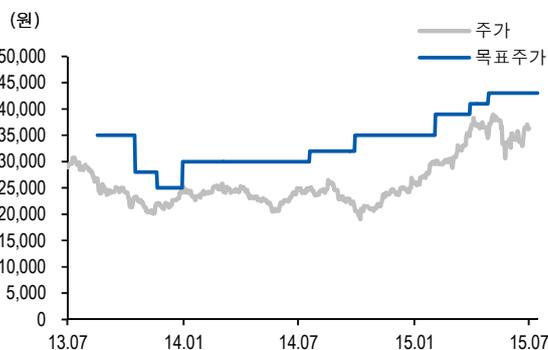
날짜	투자의견	목표주가
2015-07-13	BUY	186,000
2015-06-29	HOLD	134,000
2015-06-01	HOLD	134,000
2015-05-07	HOLD	134,000
2015-04-08	HOLD	113,000
2015-03-30	HOLD	113,000
2015-03-02	HOLD	92,000
2015-02-03	HOLD	92,000
2015-01-28	HOLD	88,000
2015-01-08	HOLD	88,000

자료: 유안타증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 등 중목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 중목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

모두투어 (080160) 투자등급 및 목표주가 추이



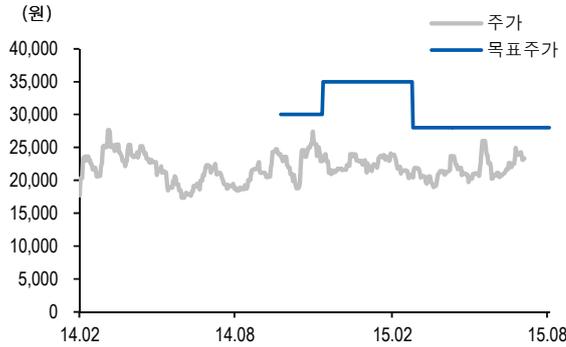
날짜	투자의견	목표주가
2015-07-13	BUY	43,000
2015-06-29	BUY	43,000
2015-06-01	BUY	43,000
2015-05-07	BUY	43,000
2015-05-06	BUY	41,000
2015-04-08	BUY	41,000
2015-03-30	BUY	39,000
2015-03-02	BUY	39,000
2015-02-12	BUY	39,000
2015-01-28	BUY	35,000

자료: 유안타증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 등 중목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 중목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

인터파크 (108790) 투자등급 및 목표주가 추이



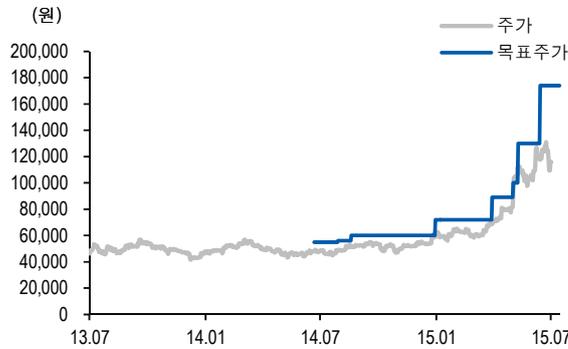
날짜	투자의견	목표주가
2015-07-13	BUY	28,000
2015-06-29	BUY	28,000
2015-06-01	BUY	28,000
2015-05-13	BUY	28,000
2015-05-06	BUY	28,000
2015-04-08	BUY	28,000
2015-03-30	BUY	28,000
2015-03-02	BUY	28,000
2015-02-11	BUY	35,000
2015-01-28	BUY	35,000

자료: 유안타증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 등 중목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 중목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

CJ CGV (079160) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2015-07-13	BUY	174,000
2015-06-29	BUY	174,000
2015-06-23	BUY	174,000
2015-06-01	BUY	130,000
2015-05-27	BUY	130,000
2015-05-19	BUY	130,000
2015-05-11	BUY	100,000
2015-05-06	BUY	89,000
2015-04-23	BUY	89,000
2015-04-20	BUY	89,000

자료: 유안타증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 등 중목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 중목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



박성호

(02)3770-5657
sungho.park@yuantakorea.com

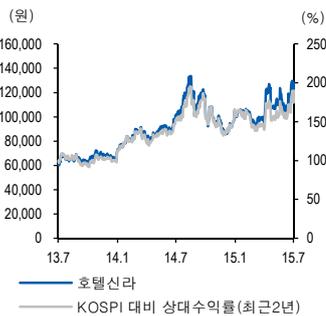
호텔/레저

투자 의견: Strong Buy (U)
목표주가: 210,000원 (U)

주가 (07/10)	128,000원
자본금	2,000억원
시가총액	51,151억원
주당순자산	21,342원
부채비율	145.37%
총발행주식수	40,000,000주
60일 평균 거래대금	595억원
60일 평균 거래량	511,909주
52주 고	133,500원
52주 저	85,800원
외인지분율	36.77%
주요주주	삼성생명보험 외 5인 17.53%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	21.3	29.8	26.1
상대	22.5	33.4	24.3
절대(달려환산)	19.0	25.6	13.1



분기실적

(억원)	2Q15E	전년동기대비 (%)	전분기대비 (%)	컨센서스	컨센서스대비 (%)
매출액	8,497	19.8	2.6	9,362	-9.2
영업이익	376	14.2	11.6	483	-22.3
세전계속사업이익	352	21.6	50.8	434	-19.1
순이익	266	26.4	71.4	361	-26.2
영업이익률(%)	4.4	-0.2 %pt	+0.3 %pt	5.2	-0.8 %pt
순이익률(%)	3.1	+0.1 %pt	+1.2 %pt	3.9	-0.8 %pt

자료: 유안타증권

호텔신라 (008770)

회룡점정(畫龍點睛), 옹이 되어 승천한다!

What's new?

- HDC신라면세점, 7월 10일부로 서울 시내면세점 특허권 획득. 특허권 유효기간은 5년. 개장시점은 특허권 획득시점으로부터 6개월 이내
- 영업부지는 용산 현대아이파크몰. 영업면적은 27,400m²로 국내 최대 규모임

Our view

- HDC신라면세점 특허권 획득은 장충동 서울점의 영업장 포화에 따른 성장 지속성에 대한 의구심을 완전히 해소시키는 대형 호재로 평가
- 투자 의견 Strong Buy로 상향하며, 목표주가가 21만원으로 상향. 업종 Top-pick 의견 제시

HDC신라면세점 서울 시내면세점 특허권 획득 관세청은 2015년 7월 10일, 서울 시내면세점 신규 특허권 획득기업으로 HDC신라면세점(지분율: 호텔신라 50%, 현대산업개발 25%, 현대아이파크몰 25%), 한화갤러리아타임월드, 에스엠면세점(지분율: 하나투어 76.5%) 등 3개사를 선정. 특허권 유효기간은 5년이며, 중소중견기업 사업권을 획득한 에스엠면세점만 5년의 범위 내에서 1회 특허권 갱신 가능. 신규 특허권 획득 3개사의 면세점 개장시점은 특허권 획득시점으로부터 6개월 이내(2016년 1월 10일)가 될 것. 서울 시내면세점 합산 영업면적은 2015년 4.6만m² (기존 6개점 기준) → 2016년 9.3만m² (신규 3개점 포함 기준)로 증가할 전망이다. 신규 3개점의 합산 영업면적은 4.7만m²에 달하는데, 이 중에서 HDC신라면세점은 용산 아이파크몰에 면세점 영업면적 27,400m²를 확보해 전체 신규 면적의 58%를 차지하고 있음

2015년 3대 리스크 해소 → 투자 의견 Strong Buy 로 상향 서울 시내면세점 시장은 2014년 4.35조원 → 2018년(e) 9조원으로 증가해 CAGR 20%를 기록할 것으로 추정. 2014년 대비 2018년의 서울 면세점 시장 순증규모는 4.6조원 수준. (2015.7.13 발간자료 『레저업종 2Q15 Preview』 page 7~9 참조) HDC신라면세점이 영업면적(m²)당 매출액 1억원을 기록한다고 가정할 경우, 정상 매출규모는 2.76조원 수준으로 평가 가능. 오는 2018년 정도에는 정상 매출액 수준에 접근 가능하다는 판단

호텔신라의 2014년 연결 영업이익은 1,389억원이었는데, 이 중에서 본사 면세점 영업이익만 1,861억원을 달성. 본사 면세점 영업이익이 연결 영업이익보다 큰 이유는 호텔사업부 적자 및 창이공항점(연결 자회사) 적자 때문. 본사 면세점 중에서도 공항점 영업이익은 제로에 가깝다는 점을 고려하면, 호텔신라 영업이익은 대부분 시내면세점 2개점(서울점+제주점)에서 발생. 참고로, 2014년 신라면세점 시내점 매출 비중은 서울점 76%, 제주점 24%임. **기존의 장충동 서울점이 여름 성수기 기준으로 영업장 포화에 대한 우려가 존재했던 점을 고려할 때, HDC신라면세점의 가세는 신라면세점의 Capa 한계에 대한 우려를 해소시키는 동시에 고속성장의 지속에 대한 확신 부여.** 이로써, 호텔신라의 2015년 3대 리스크(창이공항 적자 고착화 + 인천공항 임차료 상승 + 서울 시내면세점 경쟁구도 변화)는 모두 해소된 것으로 평가. 향후에는 HDC신라면세점 외에도 디팩스 지분인수에 따른 원가를 개선 가능성, 해외 신규 면세점 진출 등의 추가적인 성장 모멘텀이 풍부해 장기적 관점에서의 Buy & Hold 전략 권고. **동시에 대한 투자 의견을 Buy → Strong Buy 로 상향하며, 목표주가가 기존 17.2만원 → 21만원으로 상향 조정. [표18 참조] 레저업종 Top-pick 의견 제시**

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F
매출액	22,970	29,090	33,342	34,886
영업이익	866	1,390	1,720	2,511
지배주주귀속 순이익	108	735	1,173	1,863
증가율	-89.3	579.8	59.6	58.9
PER	220.0	50.7	43.0	27.0
PBR	3.5	5.1	5.9	4.9
EV/EBITDA	19.8	20.6	22.4	16.7
ROE	1.6	10.4	14.8	19.7

주: 영업이익=매출총이익-판매비
자료: 유안타증권

Valuation : 신규 목표주가 21만원 산출방식

호텔신라의 신규 목표주가 21만원은 기존 사업가치를 반영한 적정주가 12.5만원에 신사업가치를 반영한 적정주가 8.5만원을 합산해 산출했다. 1)SOTP 방식을 통해 산출한 기존 사업가치는 4.79조원(주당 주주가치 12.5만원)이다. 계산식은 “영업자산가치 5.58조원(주당 14.5만원) + 투자자산가치 260억원(주당 1천원) - 순차입금 8,111억원(주당 2.1만원)”이다. 영업자산가치는 “면세점 4.79조원 + 호텔 6,118억원 + 생활레저 1,786억원”으로 구성되어 있다. 기존 사업가치만을 반영한 목표주가 12.5만원은 2016E PER 26배에 해당한다. 그동안 호텔신라의 Target PER에 대한 시장의견은 30~35배 수준에서 형성되어 있었으나, 우리는 서울 신규면세점 3개점(HDC 신라면세점, 한화갤러리아타임월드, 에스엠면세점)의 시장진입으로 인해 기존 장충동 서울점의 외형성장 속도가 둔화될 수 있다는 점을 고려해 Target Multiple 을 낮게 설정했다. 2)호텔신라의 신사업가치(HDC 신라면세점)는 3.29조원(주당 8.5만원)으로 산출했다. HDC 신라면세점의 정상 영업이익은 3,288억원으로 추정했다. 계산방식은 “HDC 신라면세점의 정상 매출액 2.74조원 x OPM 12%”이다. OPM 12%는 신라면세점의 시내면세점 OPM 을 참고해 적용한 수치이다. 신사업가치 3.29조원은 “HDC 신라면세점의 정상 영업이익 3,288억원 x 호텔신라 지분율 50% x 적정 PER 20배”를 적용해 산출했다. 신사업가치를 포함한 목표주가 21만원은 2016E PER 45배에 해당한다. 참고로, 우리는 호텔신라의 추정모델에 HDC 신라면세점의 손익을 미반영한 상태이다. 2016년 HDC 신라면세점은 매출액 1.27조원, 영업이익 891억원(OPM 7%) 수준으로 예상되는데, 이를 반영할 경우 목표주가 21만원은 2016E PER 35배 수준이다. HDC 신라면세점의 실적 추정치는 회사의 운영계획이 구체화되는 시점에 정식으로 추정모델에 반영할 계획이다.

[표 18] 호텔신라(주) 목표주가 17.2만원 → 21만원으로 상향

구분	신규 (2015.7.13)	주요 내역							
		사업부문	16년 OP	16년 감가비	16년 EBITDA	적정배율	적정사업가치	비고	
(+ 영업자산가치)	55,786억원	면세점	2,504억원	179억원	2,682억원	17.9x	47,882억원	추정치 상향	
		호텔	장충동토지	-	-	-	-	3,447억원	공시지가
			제주토지	-	-	-	-	436억원	공시지가
			기타자산	-	-	-	-	2,235억원	장부가액
			소계	-	-	-	-	6,118억원	-
		생활레저	112억원	92억원	204억원	8.8x	1,786억원	-	
합계					55,786억원				
** 적정 EV/EBITDA 산출공식 : $\{ (1-t) - (\text{감가상각비}/\text{EBITDA}) * (1-t) - (\text{Reinvestment}/\text{EBITDA}) \} / (\text{WACC}-g)$									
(+ 투자자산가치)	260억원	투자자산 구성	지분율	장부가액	PBR	적정가치	비고		
		삼성정밀화학	2.2%	239억원	0.8x	190억원	-		
		GMS Duty Free	25.0%	41억원	1.0x	41억원	태국시내면세점 (특허권 미획득 법인)		
		Sky Shilla Duty Free	40.0%	24억원	1.0x	24억원	마카오 공항면세점		
		기타지분증권	-	6억원	0.8x	4억원	시장성 없는 지분 증권		
합계		310억원		260억원					
(-) 순차입금	8,111억원								
총차입금	8,487억원	* 1Q15 총차입금 5,987억원 + 회사채 발행 2,500억원(2015년 5월 29일 공시)							
현금상차입	906억원								
우선주	529억원	* 호텔신라 우선주 3개월 평균주가 70,400원 적용							
보통주 주주가치(A)	47,935억원								
발행주식수(B)	3,861만주	* 총 발행주식수 3,925만주 - 자사주 64만주							
주당 주주가치(C=A/B)	125,000원	* 주당 주주가치 12.5만원은 2016E PER 26배에 해당							
HDC 신라(지)(D)	32,880억원	* HDC 신라면세점 매출액 2.74조원 (정상화 기준) x OPM 12% x 호텔신라 지분율 50% x 적정 PER 20배							
발행주식수(E)	3,861만주								
주당 주주가치(F=D/E)	85,000원								
목표주가(G=F)	210,000원	* 목표주가 21.1만원은 2016E PER 45배에 해당							

주: HDC 신라면세점 손익은 추정모델에 미반영 상태. 자료: 유안타증권 리서치센터

[표19] 2015년 예상 연결 영업이익 1,720억원(+8% YoY)

(단위: 억원)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
연결매출액	8,748	12,132	14,614	17,984	22,196	22,971	29,091	33,341	34,886	38,517	43,077
면세점	6,583	9,812	12,019	15,018	19,018	20,865	26,124	30,222	31,556	34,808	39,368
호텔	1,622	1,727	2,021	2,307	2,553	1,650	2,476	2,480	2,691	3,070	3,070
기타	543	593	606	673	642	509	607	639	639	639	639
연결영업이익	531	541	845	975	1,293	867	1,389	1,720	2,511	3,268	3,904
면세점	486	388	642	651	1,036	964	1,489	1,843	2,504	2,974	3,610
호텔	45	103	97	192	166	-214	-207	-235	-104	182	182
기타	0	50	104	133	91	117	106	112	112	112	112
OPM	6.1%	4.5%	5.8%	5.4%	5.8%	3.8%	4.8%	5.2%	7.2%	8.5%	9.1%
면세점	7.4%	4.0%	5.3%	4.3%	5.4%	4.6%	5.7%	6.1%	7.9%	8.5%	9.2%
호텔	2.8%	6.0%	4.8%	8.3%	6.5%	-13.0%	-8.4%	-9.5%	-3.9%	5.9%	5.9%
연결순이익	249	315	514	561	1,010	108	735	1,173	1,863	2,535	3,132
NIM	2.9%	2.6%	3.5%	3.1%	4.5%	0.5%	2.5%	3.5%	5.3%	6.6%	7.3%
성장성(YoY)											
매출액	-	39%	20%	23%	23%	3%	27%	15%	5%	10%	12%
영업이익	-	2%	56%	15%	33%	-33%	60%	8%	28%	29%	20%
순이익	-	26%	63%	9%	80%	-89%	580%	60%	59%	36%	24%
[본사 면세점 사업부 실적 추정]											
내국인 출국자(만명)	1,200	949	1,249	1,269	1,374	1,353	1,473	1,583	1,702	1,829	1,967
(YoY)	-10%	-21%	32%	2%	8%	-2%	9%	8%	8%	8%	8%
중국인 입국자(만명)	117	134	188	222	284	433	613	629	786	943	1,104
(YoY)	9%	15%	40%	18%	28%	53%	42%	3%	25%	20%	17%
면세점 매출액	6,583	9,812	12,135	15,012	18,985	20,663	25,001	25,653	26,579	29,334	33,346
시내점	3,642	5,208	6,296	7,995	9,858	11,519	15,124	16,573	18,150	19,809	22,582
공항점	2,942	4,604	5,839	7,017	9,127	9,144	9,877	9,080	8,429	9,525	10,763
매출원가	4,232	6,315	7,581	9,342	12,041	12,953	15,149	-	-	-	-
COGS Ratio(%)	64.3%	64.4%	62.5%	62.2%	63.4%	62.7%	60.6%	-	-	-	-
판매비	1,866	3,109	3,920	5,017	5,905	6,715	7,991	-	-	-	-
SG&A Ratio(%)	28.3%	31.7%	32.3%	33.4%	31.1%	32.5%	32.0%	-	-	-	-
면세점 영업이익	486	388	634	653	1,039	995	1,861	2,028	2,437	2,865	3,490
OPM(%)	7.4%	4.0%	5.2%	4.3%	5.5%	4.8%	7.4%	7.9%	9.2%	9.8%	10.5%
[창이면세점 사업부 실적 추정]											
매출	-	-	-	-	-	-	1,123	4,569	4,977	5,475	6,022
매출원가	-	-	-	-	-	-	448	1,898	2,068	2,275	2,502
COGS Ratio(%)	-	-	-	-	-	-	39.9%	41.5%	41.5%	41.5%	41.5%
판매비	-	-	-	-	-	-	1,047	2,871	2,902	3,175	3,493
SG&A Ratio(%)	-	-	-	-	-	-	93.3%	62.8%	58.3%	58.0%	58.0%
영업이익	-	-	-	-	-	-	-372	-185	66	109	120
OPM(%)	-	-	-	-	-	-	-33.1%	-4.1%	1.3%	2.0%	2.0%
[호텔사업부 실적 추정]											
호텔객실이용률											
서울호텔	64%	84%	82%	82%	79%	62%	62%	58%	70%	75%	75%
제주호텔	74%	80%	87%	87%	89%	89%	87%	88%	88%	88%	88%
매출액	1,622	1,727	2,022	2,307	2,553	1,650	2,411	2,480	2,691	3,070	3,070
서울호텔	1,198	1,258	1,408	1,579	1,629	736	1,426	1,343	1,357	1,770	1,770
제주호텔	383	423	493	590	682	737	739	733	770	735	735
기타	40	46	121	138	242	177	246	405	565	565	565
영업이익	45	103	97	192	165	-214	-197	-235	-104	182	182
OPM(%)	2.8%	6.0%	4.8%	8.3%	6.5%	-13.0%	-8.2%	-9.5%	-3.9%	5.9%	5.9%

주: HDC 신리면세점 손익은 추정모델에 기반영 상태
 자료: 유안타증권 리서치센터

호텔신라 (008770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	22,970	29,090	33,342	34,886	38,517
매출원가	13,274	16,129	18,868	19,749	21,502
매출총이익	9,696	12,961	14,474	15,137	17,015
판매비	8,830	11,571	12,754	12,626	13,747
영업이익	866	1,390	1,720	2,511	3,268
EBITDA	1,377	2,028	2,445	3,185	3,887
영업외손익	-705	-252	-145	-54	77
외환관련손익	-15	-54	-48	0	0
이자손익	-73	-98	-126	-58	72
관계기업관련손익	0	0	-15	-61	-61
기타	-618	-101	44	66	66
법인세비용차감전순이익	160	1,138	1,575	2,458	3,345
법인세비용	52	403	402	595	809
계속사업순이익	108	735	1,173	1,863	2,535
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	108	735	1,173	1,863	2,535
지배지분순이익	108	735	1,173	1,863	2,535
포괄순이익	12	574	1,336	2,026	2,698
지배지분포괄이익	12	574	1,336	2,026	2,698

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	7,091	8,230	9,567	8,904	10,762
현금및현금성자산	2,259	1,867	2,343	1,081	2,230
매출채권 및 기타채권	1,060	1,166	1,349	1,420	1,505
재고자산	3,368	4,935	5,468	5,996	6,621
비유동자산	10,029	10,845	11,284	11,036	10,843
유형자산	6,434	7,036	6,980	6,775	6,601
관계기업등 지분관련자산	49	60	86	112	137
기타투자자산	3,314	3,387	3,931	3,931	3,931
자산총계	17,121	19,075	20,851	19,941	21,604
유동부채	4,325	4,352	4,890	1,591	1,858
매입채무 및 기타채무	2,350	3,315	3,840	4,042	4,308
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	1,399	0	0	0	0
비유동부채	6,010	7,423	7,464	7,964	6,964
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	4,487	5,986	5,987	6,487	5,487
부채총계	10,335	11,775	12,353	9,555	8,822
지배지분	6,786	7,300	8,498	10,386	12,783
자본금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	1,966	1,966	1,966	1,966	1,966
이익잉여금	2,879	3,436	4,471	6,195	8,593
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,786	7,300	8,498	10,386	12,783
순차입금	3,622	4,112	3,638	1,899	-250
총차입금	5,886	5,986	5,987	2,987	1,987

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	1,525	1,221	1,849	2,522	3,095
당기순이익	108	735	1,173	1,863	2,535
감가상각비	418	520	630	605	574
외환손익	1	4	23	0	0
종속, 관계기업관련손익	5	11	15	61	61
자산부채의 증감	546	-621	-212	-191	-236
기타현금흐름	448	572	220	184	161
투자활동 현금흐름	-2,853	-1,407	-1,211	-533	-533
투자자산	-26	-44	-568	-87	-87
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,184	-1,300	-606	-400	-400
유형자산 감소	17	16	0	0	0
기타현금흐름	-661	-79	-37	-46	-46
재무활동 현금흐름	851	-203	-194	-3,138	-1,138
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	1,193	94	0	500	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-118	-59	-138	-138	-138
기타현금흐름	-223	-238	-56	-3,500	0
연결법위변동 등 기타	-1	-2	32	-112	-275
현금의 증감	-478	-391	476	-1,262	1,149
기초 현금	2,736	2,259	1,867	2,343	1,081
기말 현금	2,259	1,867	2,343	1,081	2,230
NOPLAT	866	1,390	1,720	2,511	3,268
FCF	-542	-385	1,187	1,985	2,460

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

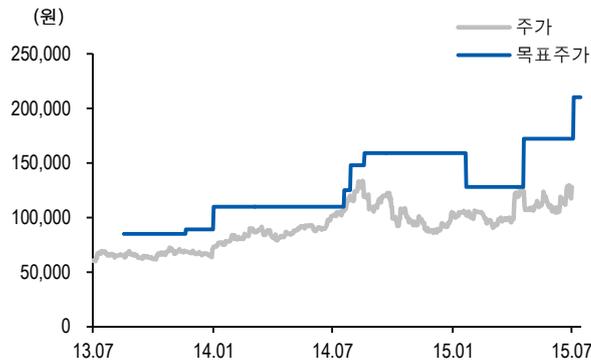
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	272	1,865	2,980	4,739	6,452
BPS	17,243	18,549	21,593	26,391	32,482
EBITDAPS	3,442	5,070	6,111	7,961	9,718
SPS	57,425	72,724	83,354	87,215	96,293
DPS	150	350	350	350	350
PER	220.0	50.7	43.0	27.0	19.8
PBR	3.5	5.1	5.9	4.9	3.9
EV/EBITDA	19.8	20.6	22.4	16.7	13.1
PSR	1.0	1.3	1.5	1.5	1.3

재무비율					
(단위: 배, %)					
결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액 증가율 (%)	3.5	26.6	14.6	4.6	10.4
영업이익 증가율 (%)	-33.0	60.5	23.8	46.0	30.1
지배순이익 증가율 (%)	-89.3	579.8	59.6	58.9	36.1
매출총이익률 (%)	42.2	44.6	43.4	43.4	44.2
영업이익률 (%)	3.8	4.8	5.2	7.2	8.5
지배순이익률 (%)	0.5	2.5	3.5	5.3	6.6
EBITDA 마진 (%)	6.0	7.0	7.3	9.1	10.1
ROIC	7.4	10.0	13.5	19.8	25.3
ROA	0.7	4.1	5.9	9.1	12.2
ROE	1.6	10.4	14.8	19.7	21.9
부채비율 (%)	152.3	161.3	145.4	92.0	69.0
순차입금/자기자본 (%)	53.4	56.3	42.8	18.3	-2.0
영업이익/금융비용 (배)	3.2	5.3	6.9	14.9	29.1

호텔신라 (008770) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2015-07-13	Strong Buy	210,000
2015-06-29	BUY	172,000
2015-06-01	BUY	172,000
2015-05-06	BUY	172,000
2015-04-30	BUY	172,000
2015-04-28	BUY	172,000
2015-04-08	BUY	128,000
2015-03-30	BUY	128,000
2015-03-24	BUY	128,000
2015-03-02	BUY	128,000

자료: 유안타증권

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.0
Buy(매수)	85.1
Hold(중립)	12.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2015-07-10

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성사: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



박성호

(02)3770-5657
sungho.park@yuantakorea.com

하나투어 (039130)

문화관광 유통그룹으로 진화!

호텔/레저

투자 의견: BUY (U)
목표주가: 186,000원 (U)

주가 (07/10)	133,000원
자본금	58억원
시가총액	15,450억원
주당순자산	21,580원
부채비율	99.25%
총발행주식수	11,616,185주
60일 평균 거래대금	147억원
60일 평균 거래량	117,368주
52주 고	139,500원
52주 저	63,800원
외인지분율	25.36%
주요주주	박상환 외 22인 18.80%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	8.6	6.8	99.4
상대	9.6	9.8	96.6
절대(달려환산)	6.5	3.3	78.9



분기실적

(억원)	2Q15E	전년동기대비 (%)	전분기대비 (%)	컨센서스	컨센서스대비 (%)
매출액	1,077	19.3	-8.8	1,077	0.0
영업이익	112	70.7	-33.6	114	-2.1
세전계속사업이익	128	54.1	-28.2	133	-3.8
순이익	91	48.5	-24.3	95	-3.7
영업이익률(%)	10.4	+3.1 %pt	-3.9 %pt	10.6	-0.2 %pt
순이익률(%)	8.5	+1.7 %pt	-1.7 %pt	8.8	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

What's new?

- 에스엠면세점, 7월 10일부로 서울 시내면세점 특허권 획득. 특허권 유효기간은 5년이며, 5년의 범위 내에서 1회 특허권 갱신 가능. 개장시점은 특허권 획득시점으로부터 6개월 이내
- 영업부지는 하나투어 본사 건물. 영업면적은 9,978m²

Our view

- 동사는 서울 시내면세점 특허권 획득을 계기로 인바운드 관광업에서의 역량이 강화되면서 문화관광 유통그룹으로 진화한 것으로 평가
- 투자 의견 Buy로 상향하며, 목표주기도 18.6만원으로 상향. 호텔신라와 더불어, 업종 Top-pick 으로 제시

에스엠면세점 서울 시내면세점 특허권 획득 관세청은 2015년 7월 10일, 서울 시내면세점 신규 특허권 획득기업으로 HDC신라면세점(지분율: 호텔신라 50%, 현대산업개발 25%, 현대아이파크몰 25%), 한화갤러리아타임월드, 에스엠면세점(지분율: 하나투어 76.5%) 등 3개사를 선정. 특허권 유효기간은 5년이며, 중소중견기업 사업권을 획득한 에스엠면세점만 5년의 범위 내에서 1회 특허권 갱신 가능. 신규 특허권 획득 3개사의 면세점 개장시점은 특허권 획득시점으로부터 6개월 이내(2016년 1월 10일)가 될 것. 서울 시내면세점 합산 영업면적은 2015년 4.6만m² (기존 6개점 기준) → 2016년 9.3만m² (신규 3개점 포함 기준)로 증가할 전망. 신규 3개점의 합산 영업면적은 4.7만m²에 달하는데, 이 중에서 에스엠면세점은 종로구 공평동 하나투어 본사 건물에 면세점 영업면적 9,978m²를 확보해 신규 면적의 21%를 차지하고 있음

문화관광 유통그룹으로 진화 서울 시내면세점 시장은 2014년 4.35조원 → 2018년(e) 9조원으로 증가해 CAGR 20%를 기록할 것으로 추정. 2014년 대비 2018년의 서울 면세점 시장 순증규모는 4.6조원 수준.(2015.7.13 발간자료 『레저업종 2Q15 Preview』 page 7~9 참조) 에스엠면세점이 영업면적(m²)당 매출액 4,800만원을 기록한다고 가정(동화면세점의 영업면적당 매출액 0.6억원에서 20% 할인)할 경우, 정상 매출규모는 4,789억원 수준으로 평가 가능. 오는 2018년 정도에는 정상 매출액 수준에 접근 가능하다는 판단

하나투어는 4Q14 이후, 본업인 여행업의 영업강세와 신사업(면세점) 기대감이 맞물리면서 가파른 주가상승세 실현. 동사의 주가는 2010년 이후, 12MF PER(컨센서스 기준) 13~24배 수준에서 등락을 지속한 바 있는데, 에스엠면세점이 2015년 2월 인천공항 제3기 면세점 운영권 획득한 것을 계기로 기존의 Multiple 상단인 24배를 돌파하면서 Re-rating 지속. 그동안 우리는 에스엠면세점의 인천공항 가치를 높게 평가하지 않았는데, 이는 면세점 산업에 신규로 진입하는 중소기업의 1호점이 임차료 부담이 높은 인천공항점이었기 때문. 하지만, 이번 서울 시내면세점 신규 특허권 획득을 계기로 동사에 대한 의견을 긍정적으로 선회. **1) 매출규모가 큰 인천공항점에 더해 고마진 시내점을 확보한 그림이 과거의 신라면세점과 유사하고, 2) 국내 1위 아웃바운드 여행사의 이점에 더해 중국 비자발급센터, 하나투어ITC, 국내 비즈니스호텔 등의 인바운드 여행업 체인을 잘 갖추고 있으며, 3) 국내 문화콘텐츠 기업들과의 협력관계도 구축되고 있어 면세점과의 시너지 창출이 가능하다는 판단.** 요약하면, 순수 여행기업 → 문화관광 유통그룹으로 진화하는 모습. **동사에 대한 투자 의견을 Hold → Buy로 상향하며, 목표주기도 기존 13.4만원 → 18.6만원으로 상향 조정. [표 20 참조] 호텔신라와 더불어, 동사를 레저업종 Top-pick으로 제시**

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F
매출액	3,527	3,855	4,646	5,251
영업이익	404	404	617	769
지배주주귀속 순이익	340	334	474	595
증가율	-3.8	-1.5	41.6	25.6
PER	23.6	24.1	32.6	26.0
PBR	4.2	4.2	6.9	5.8
EV/EBITDA	13.9	12.7	19.2	15.3
ROE	19.5	18.2	24.1	25.4

주: 영업이익=매출총이익-판매비
자료: 유안타증권

Valuation : 신규 목표주가 18.6만원 산출방식

하나투어의 신규 목표주가 18.6만원은 기존 사업가치를 반영한 적정주가 13.4만원에 신사업가치를 반영한 적정주가 5.2만원을 합산해 산출했다. 1)SOTP 방식을 통해 산출한 기존 사업가치는 1.47조원(주당 주주가치 13.4만원)이다. 계산식은 “영업자산가치 1.26조원(주당 11.4만원) + 투자자산가치 162억원(주당 1천원) + 순현금 1,954억원(주당 1.7만원)”이다. 기존 사업가치만을 반영한 목표주가 13.4만원은 2016E PER 26배에 해당한다.

2)하나투어의 신사업가치(에스엠면세점)는 5,716억원(주당 5.2만원)으로 산출했다. 에스엠면세점의 정상 영업이익은 383억원으로 추정했다. 계산방식은 “HDC 신라면세점의 정상 매출액 4,789억원 x OPM 8%”이다. OPM 8%는 Peer 기업인 동화면세점의 10년 평균(2005~14년) OPM 3% 대비 5%p 가량 높게 가정했다. 에스엠면세점의 정상 EBITDA 는 417억원으로 추정했는데, 감가상각비 34억원은 동화면세점의 2014년 수치를 참고했다. 적정 EV/EBITDA 배수 17.9배는 호텔신라 면세점 사업부에 적용한 배수를 이용했다. 요약하면, 하나투어의 신사업가치(에스엠면세점) 5,716억원(주당 5.2만원)의 계산방식은 “에스엠면세점의 정상 EBITDA 417억원 x 적정 배수 17.9배 x 하나투어 지분율 76.5%”이다.

한편, 에스엠 면세점의 OPM 을 8%로 가정한 이유는 다음과 같다. 1)에스엠면세점의 입점부지가 하나투어 본사인 관계로 에스엠면세점이 하나투어 본사에 임차료를 지급하든 하지 않든 연결기업 입장에서 효과가 동일해 결과적으로 임차료가 없는 사업모델로 간주해도 무방하다. 2)중국 비자발급센터, 하나투어 ITC(인바운드 여행사) 등의 여행 관계사들의 존재로 인해 여행사 알선수수료 절감효과도 일부 예상 가능하다. 3)토니모리, 로만손 등 에스엠면세점 잔여지분(23.5%)을 보유하고 있는 국내 중소기업 10개사와의 시너지 효과도 기대된다. 4)에스엠면세점이 2015년 9월부터 인천 공항 면세점도 운영할 예정인 관계로 규모의 경제효과까지 가능해 시내면세점만 보면 에스엠면세점의 수익성이 동화면세점 대비 양호할 것으로 판단된다.

참고로, 우리는 하나투어의 추정모델에 에스엠면세점의 손익을 미반영한 상태이다. 에스엠면세점에 대한 실적 추정치는 회사의 운영계획이 구체화되는 시점에 정식으로 추정모델에 반영할 계획이다.

[그림 4] 하나투어 에스엠면세점 위치



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 하나투어 에스엠면세점 조감도



자료: 하나투어, 유안타증권 리서치센터

[표 20] 하나투어(주) 목표주가 13.4 만원 → 18.6 만원으로 상향

기존사업가치	신규 (2015.7.13)	주요 내역							
		사업부문	2016년 영업이익	2016년 감가상각비	2016년 EBITDA	적정배율	적정사업가치	비고	
(+ 영업자산가치)	12,573 억원	여행	769 억원	70 억원	839 억원	15.0x	12,573 억원	-	
		합계					12,573 억원	-	
		** 적정 EV/EBITDA 산출공식 : { (1-t) - (감가상각비/EBITDA)*(1-t) - (Reinvestment/EBITDA) } / (WACC-g)							
(+ 투자자산가치)	162 억원	투자자산 구성	지분율	장부가액	PBR	적정가치	비고		
		하나투어리스트	30%	11 억원	0.8x	9 억원	-		
		센터마크호텔	50%	40 억원	0.8x	32 억원	-		
		호텔앤에어닷컴	50%	152 억원	0.8x	122 억원	-		
합계	-	203 억원	0.8x	162 억원		-			
(+) 순현금	1,954 억원								
총차입금	112 억원								
현금성자산	2,066 억원								
보통주 주주가치(A)	14,689 억원								
발행주식수(B)	1,101 만주	* 발행주식수 1,161.6 만주 - 자사주 60.2 만주							
주당 주주가치(C=A/B)	134,000 원	* 주당 주주가치 13.4 만원은 2016E PER 26 배에 해당							
신사업가치		사업부문	정상 영업이익	정상 감가상각비	정상 EBITDA	적정배율	지분율	적정사업가치	비고
에스엠면세점가치(D)	5,716 억원	면세점	383 억원	34 억원	417 억원	17.9x	76.5%	5,716 억원	정상영업 가정
		합계						5,716 억원	-
** 면세점 적정 EV/EBITDA 17.9 배는 호텔신라에 적용한 배수를 차용한 수치임									
발행주식수(E)	1,101 만주								
주당 주주가치(F=D/E)	52,000 원								
목표주가(G+F)	186,000 원	* 목표주가 18.6 만원은 2016E PER 36 배에 해당							

주: 에스엠면세점 손익은 추정모델에 미반영 상태. 에스엠면세점은 서울 시내면세점과 인천공항 면세점을 운영할 예정인데, 인천공항 면세점 가치는 現 시점에서 제로로 설정함.
 자료: 유안타증권 리서치센터

[표 21] 2015년 예상 연결 영업이익 617 억원(+53% YoY)

(단위: 억원)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
연결매출액	1,819	1,287	2,580	2,682	3,079	3,527	3,858	4,646	5,251	5,787	6,371
본사	1,728	1,239	2,181	2,264	2,592	2,976	3,154	3,676	4,087	4,505	4,959
자회사	91	48	399	418	487	551	703	970	1,164	1,283	1,412
연결영업이익	139	-25	316	240	396	403	403	617	769	915	1,079
본사	98	4	272	217	347	365	314	404	513	619	736
자회사	41	-29	44	23	49	38	89	213	257	296	343
OPM	8%	-2%	12%	9%	13%	11%	10%	13%	15%	16%	17%
본사	6%	0%	12%	10%	13%	12%	10%	11%	13%	14%	15%
자회사	45%	-61%	11%	6%	10%	7%	13%	22%	22%	23%	24%
연결순이익(지배주주)	50	-51	247	212	353	340	334	474	595	706	832
NIM	3%	-4%	10%	8%	11%	10%	9%	10%	11%	12%	13%
성장성(YoY)											
연결매출액	-	-29%	101%	4%	15%	15%	9%	20%	13%	10%	10%
연결영업이익	-	적전	흑전	-24%	65%	2%	0%	53%	25%	19%	18%
연결순이익	-	적전	흑전	-14%	66%	-4%	-2%	42%	26%	19%	18%
[본사 실적 추정]											
[여행객 지표]											
한국 출국자(만명)	1,200	949	1,249	1,269	1,374	1,353	1,473	1,694	1,821	1,957	2,104
하나 패키지승객(만명)	113	79	132	139	160	182	190	229	256	285	317
하나 항공권승객(만명)	35	40	47	55	68	81	107	140	156	173	192
한국 출국자(YoY)	-10%	-21%	32%	2%	8%	-2%	9%	15%	8%	8%	8%
하나 패키지승객(YoY)	-12%	-30%	67%	5%	15%	14%	5%	21%	11%	11%	11%
하나 항공권승객(YoY)	-13%	12%	18%	17%	23%	19%	32%	30%	11%	11%	11%
하나투어 M/S	12.3%	12.5%	14.3%	15.3%	16.6%	19.4%	20.2%	21.8%	22.6%	23.4%	24.2%
본사 영업수익	1,728	1,239	2,181	2,264	2,592	2,976	3,154	3,676	4,087	4,505	4,959
항공권대매수익	396	302	244	156	120	104	119	145	162	179	196
국제관광알선수익	1,228	836	1,741	1,927	2,256	2,596	2,665	3,089	3,444	3,795	4,178
기타알선수익	77	75	135	137	166	217	279	354	395	435	479
기타수익	28	26	61	45	50	59	92	87	87	96	105
본사 영업비용	1,630	1,235	1,909	2,047	2,245	2,611	2,840	3,271	3,575	3,886	4,223
급여 및 성과급	382	341	470	490	560	649	727	832	888	967	1,041
광고선전비	57	27	86	96	99	149	175	179	208	219	242
여행비지급수수료	689	481	828	870	927	1,087	1,120	1,321	1,459	1,599	1,760
주식보상비용	67	43	26	29	30	23	19	19	19	19	19
기타	435	343	500	563	629	702	800	921	1,001	1,081	1,161
본사 영업이익	98	4	272	217	347	365	314	404	513	619	736
OPM	6%	0%	12%	10%	13%	12%	10%	11%	13%	14%	15%

주: 에스엠면세점 손익은 추정모델에 미반영 상태

자료: 유안타증권 리서치센터

하나투어 (039130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	3,527	3,855	4,646	5,251	5,787
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,527	3,855	4,646	5,251	5,787
판매비	3,123	3,450	4,028	4,482	4,872
영업이익	404	404	617	769	915
EBITDA	456	476	693	839	975
영업외손익	85	58	54	62	72
외환관련손익	2	-2	-1	0	0
이자손익	51	41	43	52	61
관계기업관련손익	-1	4	-2	-2	-2
기타	34	15	14	12	12
법인세비용차감전순이익	488	462	671	832	987
법인세비용	128	108	169	201	239
계속사업순이익	361	354	502	630	748
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	361	354	502	630	748
지배지분순이익	340	334	474	595	706
포괄순이익	353	345	501	630	747
지배지분포괄이익	334	327	471	592	702

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	2,785	3,164	3,228	3,726	4,275
현금및현금성자산	819	1,139	1,285	1,725	2,222
매출채권 및 기타채권	729	611	545	601	651
재고자산	4	10	11	13	14
비유동자산	980	1,210	1,244	1,244	1,253
유형자산	348	463	490	516	542
관계기업등 지분관련자산	203	218	216	216	216
기타투자자산	221	293	321	321	321
자산총계	3,765	4,374	4,472	4,969	5,528
유동부채	1,808	2,430	2,162	2,220	2,268
매입채무 및 기타채무	762	1,102	1,023	1,104	1,176
단기차입금	69	133	104	81	57
유동성장기부채	3	15	15	15	15
비유동부채	31	64	66	66	66
장기차입금	10	17	11	11	11
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,839	2,494	2,227	2,285	2,334
자본지분	1,862	1,803	2,134	2,552	3,037
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	911	921	918	918	918
이익잉여금	988	1,186	1,517	1,935	2,420
비지배지분	65	77	110	132	157
자본총계	1,926	1,880	2,244	2,684	3,194
순차입금	-1,743	-2,092	-2,246	-2,709	-3,229
총차입금	82	186	149	126	103

결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	459	1,037	438	758	864
당기순이익	361	354	502	630	748
감가상각비	30	40	47	44	44
외환손익	3	-2	1	0	0
종속, 관계기업관련손익	-2	-4	0	0	2
자산부채의 증감	13	547	-246	-27	-29
기타현금흐름	55	101	134	110	100
투자활동 현금흐름	-413	-395	-60	-59	-59
투자자산	-64	-102	-30	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-77	-103	-63	-70	-70
유형자산 감소	4	3	1	0	0
기타현금흐름	-276	-194	31	11	11
재무활동 현금흐름	-150	-317	-90	-98	-143
단기차입금	-32	77	-30	-23	-23
사채 및 장기차입금	-4	22	-6	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-116	-141	-149	-182	-226
기타현금흐름	1	-275	95	107	107
연결범위변동 등 기타	-7	-3	-141	-161	-166
현금의 증감	-112	321	146	440	498
기초 현금	930	819	1,139	1,285	1,725
기말 현금	819	1,139	1,285	1,725	2,222
NOPLAT	404	404	617	769	915
FCF	285	825	228	556	654

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

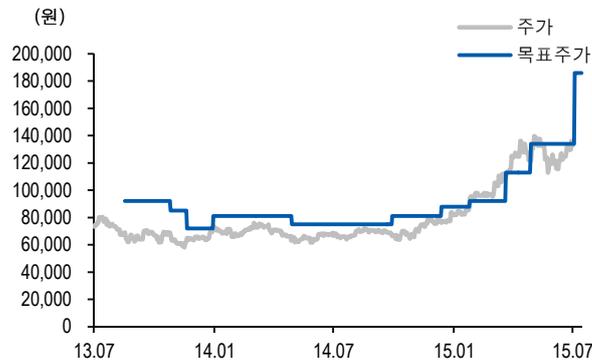
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	2,923	2,879	4,077	5,122	6,078
BPS	16,415	16,369	19,333	23,118	27,512
EBITDAPS	3,923	4,098	5,965	7,226	8,392
SPS	30,359	33,183	39,992	45,204	49,819
DPS	1,100	1,300	1,600	2,000	2,300
PER	23.6	24.1	32.6	26.0	21.9
PBR	4.2	4.2	6.9	5.8	4.8
EV/EBITDA	13.9	12.7	19.2	15.3	12.7
PSR	2.3	2.1	3.3	2.9	2.7

결산 (12월)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액 증가율 (%)	14.6	9.3	20.5	13.0	10.2
영업이익 증가율 (%)	1.9	0.2	52.7	24.6	18.9
지배순이익 증가율 (%)	-3.8	-1.5	41.6	25.6	18.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	11.4	10.5	13.3	14.7	15.8
지배순이익률 (%)	9.6	8.7	10.2	11.3	12.2
EBITDA 마진 (%)	12.9	12.3	14.9	16.0	16.8
ROIC	-95.5	-55.5	-65.2	-93.3	-108.0
ROA	9.3	8.2	10.7	12.6	13.5
ROE	19.5	18.2	24.1	25.4	25.3
부채비율 (%)	95.5	132.7	99.2	85.1	73.1
순차입금/자기자본 (%)	-93.6	-116.0	-105.2	-106.1	-106.3
영업이익/금융비용 (배)	207.2	148.9	232.5	374.0	544.5

하나투어 (039130) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2015-07-13	BUY	186,000
2015-06-29	HOLD	134,000
2015-06-01	HOLD	134,000
2015-05-07	HOLD	134,000
2015-04-08	HOLD	113,000
2015-03-30	HOLD	113,000
2015-03-02	HOLD	92,000
2015-02-03	HOLD	92,000
2015-01-28	HOLD	88,000
2015-01-08	HOLD	88,000

자료: 유안타증권

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.0
Buy(매수)	85.1
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2015-07-10

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.