

SMART
ON

카지노/레저/호텔

Overweight (Initiate)

메르스 사태의 끝자락에서...

강원랜드 (035250)

BUY(유지)

파라다이스 (034230)

Marketperform(하향)

GKL (114090)

BUY(유지)

하나투어 (039130)

BUY(유지)

모두투어 (080160)

BUY(유지)

호텔신라 (008770)

BUY(유지)



레저, 엔터 Analyst **이현희**
02-6114-2955 hyunhee.lee@hdsr.com

C o n t e n t s

Summary | 3

I. 메르스 사태의 끝자락에서... | 5

- i. 종식 선언을 앞두고 | 5
- ii. 홍콩 사스 사태를 통해 본 종식 선언과 그 이후 | 7

II. 업종별 영향 점검 | 10

- i. 출입국자 수 변화에 따른 업종별 영향 점검 | 10
- ii. 외국인 전용 카지노: 단기 약재 보다는 장기 추세를 지켜보자 | 13
- iii. 여행/레저: 여행 심리 회복과 패러다임 변화에 주목할 때 | 16
- iv. 호텔/면세점: 시장 확대 보다는 점유율 변화에 주목 | 21

III. 투자전략 | 25

강원랜드 (035250, BUY(유지), 목표주가 53,000원) | 27

파라다이스 (034230, Marketperform(하향), 목표주가 25,500원) | 29

GKL (114090, BUY(유지), 목표주가 41,000원) | 31

하나투어 (039130, BUY(유지), 목표주가 200,000원) | 33

모두투어 (080160, BUY(유지), 목표주가 60,000원) | 35

호텔신라 (008770, BUY(유지), 목표주가 160,000원) | 37

• **메르스 사태의 끝자락에서...**

메르스 사태가 사실상 종식 국면에 접어들었다. 격리자 수가 하향세로 접어들면서 이에 대한 우려는 가라앉고 있다. 이에 따라, 외국인 입국자 수의 회복세는 점진적인 회복세를 보일 것으로 예상되는 만큼 투자 기회를 찾아볼 때라고 판단한다.

• **홍콩 사스 사태를 통해 본 종식 선언과 그 이후**

과거 홍콩의 사스 사태 당시 레저/엔터 업종의 대표주들의 주가는 WHO의 종식 선언 이후에도 연말까지 상승 추세를 지속하였다. 이는 홍콩과 마카오의 입국자 수 추이가 점진적인 회복세를 보이며 투자 심리를 개선시켰기 때문이다. 연간 실적은 세부 업종과 사업 형태별로 상이한 흐름을 보였다. 국내 레저/엔터 업종의 대표주들 또한 유사한 흐름의 주가와 실적을 보일 것으로 예상된다.

• **레저/엔터 업종별 영향 점검의 중요성**

메르스 사태가 레저/엔터 업종에 미치는 영향에 있어서 홍콩의 사스 사태와 가장 큰 차이점은 발생 시기이다. 사스는 2003년 3월에 첫 확진자가 발생하였고 그 해 6월 WHO의 종식 선언이 있었다. 반면, 메르스는 5월에 첫 확진자가 발생하여 8월에 종식 선언이 예정되어 있다. 3분기가 레저/엔터 업종의 최대 성수기인 만큼 업종별 영향 점검이 필요하다.

• **외국인 전용 카지노: 단기 악재 보다는 장기 추세를 지켜 보자**

메르스는 외국인 전용 카지노에 6월과 7월의 단기 악재 정도로 마무리될 전망이다. 그러나, 중국 정부의 부패척결 캠페인에 따라 국내 외국인 전용 카지노들의 중국 현지 영업활동이 위축된 상황이다. 이는 국내 외국인 전용 카지노 업계에 장기적인 악재로 작용할 수 있다. 향후 사태의 추이를 지켜보며 중국인 VIP 고객들의 노출도가 적은 종목 위주로 관심을 가져볼 필요가 있다.

• **여행/레저: 여행 심리 회복과 패러다임 변화에 주목할 때**

6월 출국자 수 발표 이후 국내 여행주에 대한 투자심리는 빠르게 개선되고 있다. 지속적인 출국자 수 성장세는 메르스라는 단기 악재를 통과하였기 때문이기도 하지만, 무엇보다 저가항공사 등장 이후의 여행 산업의 패러다임 변화에 기인한다. 또한, 장기간 지속되어온 엔화 및 유로화 대비 원화 강세 현상과 TV시리즈 등 외부 요인으로 인해 출국자 수는 향후에도 지속적인 증가세를 보일 전망이다.

• **호텔/면세점: 시장 확대 보다는 점유율 변화에 주목**

뜨거웠던 추가 시내 면세점 사업자 선정이 완료되었다. 그러나, 메르스의 여파는 6월부터 7월까지 지속되었기 때문에 2015년 연간 시장 성장률은 지난 5년간 보여주었던 고성상세를 보이기는 어려울 전망이다. 이러한 상황 속에서 신규 시내면세점 사업자의 시장 진입은 결국 기존 사업자들의 점유율 축소로 이어질 전망이다. 당사는 서울 시내 면세점들의 지정학적 위치를 고려하여 기존 사업자와 신규 사업자 간의 경쟁 구도를 예상해 보았다.

• **업종 투자 의견 Overweight 제시**

레저/엔터 섹터 커버리지 종목들의 주가는 메르스로 인한 6월~7월 입국자 수 감소 영향에 따라 차별화된 흐름을 보일 전망이다. 전체적으로는 인바운드 매출 비중이 낮은 여행주 및 내국인 전용 카지노 > 호텔 및 면세점 업종 > 외국인 전용 카지노의 순으로 실적 개선이 이루어질 전망이며, 주가 역시 입국자 수가 점진적인 회복세를 보임에 따라 인바운드 매출 비중이 낮은 순으로 상승할 것으로 예상된다.

• **Top pick은 모두투어, 관심종목은 강원랜드**

Top pick: 모두투어 (BUY, 목표주가 60,000원)

투자포인트

- 1) 항공권 부킹 시스템 교체에 따른 항공권 판매 부문의 고성장
- 2) 항공권 확보에 따른 패키지 Mix 다양화
- 3) 경쟁사 대비 매력적인 밸류에이션

관심종목: 강원랜드 (BUY, 목표주가 53,000원)

투자포인트

- 1) 2015년 하반기 충원에 따른 가동률 상승으로 실적 성장 지속
- 2) 외국인 전용 카지노 대비 미미한 메르스의 영향

I. 메르스 사태의 끝자락에서...

종식 선언을 앞두고

메르스의 끝자락에서 기회를 찾아보자

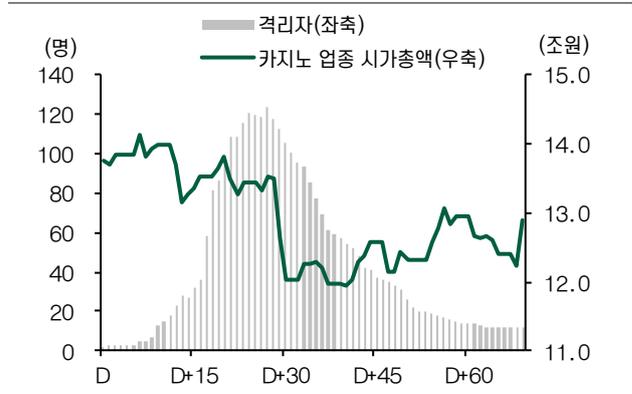
메르스 사태가 사실상 종식 국면에 접어들었다. WHO가 권고한 공식적인 종식 선언은 8월 하순에 예정되어 있으나, 정부의 대국민 발표를 통해 사실상의 종식이 선언된 만큼, 이체는 시장으로부터 소외된 레저/엔터 종목들에 대한 관심을 가져 볼 때라고 판단한다. 2003년 홍콩에서 발생한 사스 사태를 거울 삼아 기회를 찾아볼 때이다.

그림 1> 메르스 격리자 및 레저/엔터 업종 시가총액 추이



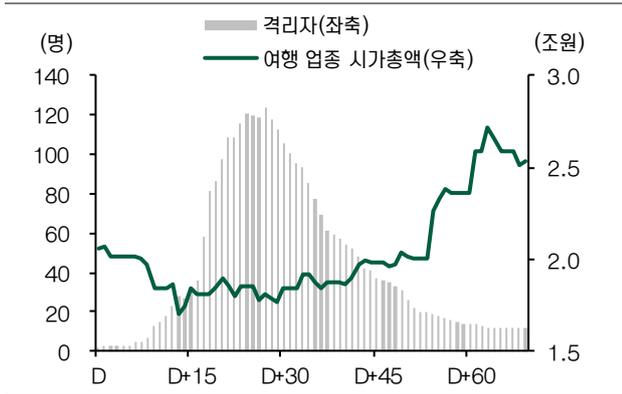
참고: 1. D-day (1번 환자 확진일),
2. 포함 종목 (강원랜드, GKL, 파라디이스, 하나투어, 모두투어, 호텔신라)
자료: 보건복지부, QuantWise

그림 2> 메르스 격리자 및 카지노 업종 시가총액 추이



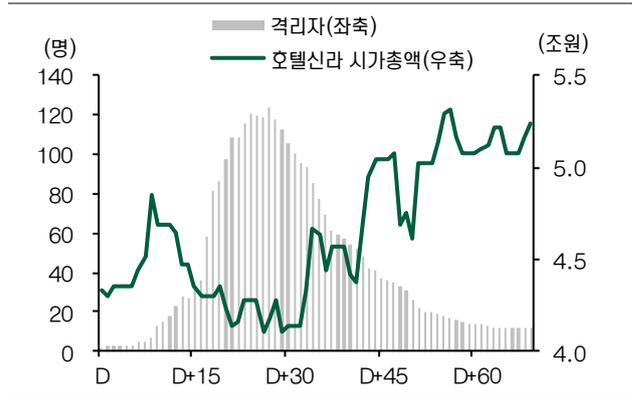
참고: 1. D-day (1번 환자 확진일),
2. 포함 종목 (강원랜드, GKL, 파라디이스)
자료: 보건복지부, QuantWise

그림 3> 메르스 격리자 및 여행 업종 시가총액 추이



참고: 1. D-day (1번 환자 확진일),
2. 포함 종목 (하나투어, 모두투어)
자료: 보건복지부, QuantWise

그림 4> 메르스 격리자 및 호텔신라 시가총액 추이

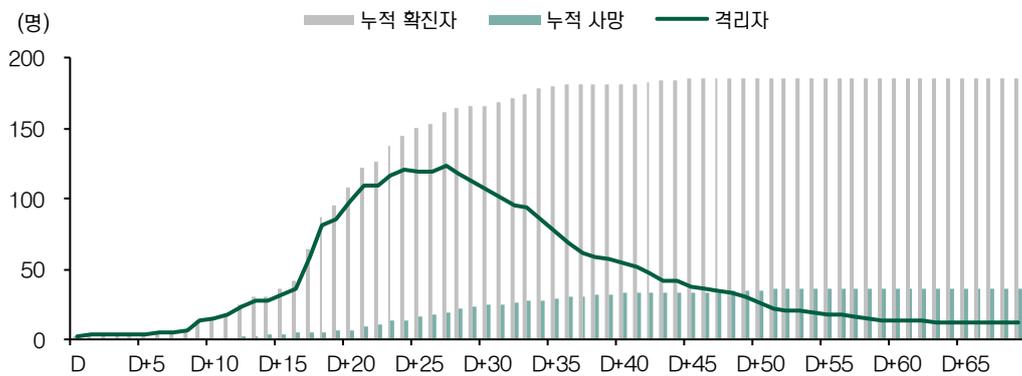


참고: D-day (1번 환자 확진일)
자료: 보건복지부, QuantWise

**WHO의 공식적인 메르스
중식 선언은 외국인
관광객들의 우려를
해소할 전망**

실제로 6월 13일을 기점으로 메르스 격리자 수는 하향 추세로 접어들었다. 7월 5일부터 신규 확진자가 발생하지 않은 만큼 메르스 사태에 대한 국내 시장의 우려는 진정 되었다. WHO가 공식적인 메르스 중식 선언을 하게 되면 외국인 관광객들의 우려감 또한 완전히 해소될 것으로 기대한다. 현재 WHO가 메르스 중식을 공식 선언하기 위해 참고하고 있는 사례는 서아프리카에서 발생한 에볼라 사태이다. 에볼라의 경우 잠복기의 2배 이상의 기간 동안 추가 확진자가 발생하지 않았을 때 중식을 선언했다. 메르스에 대한 WHO의 공식적인 중식 선언은 8월 28일을 전후하여 있을 예정이다.

그림 5> 일별 메르스 현황



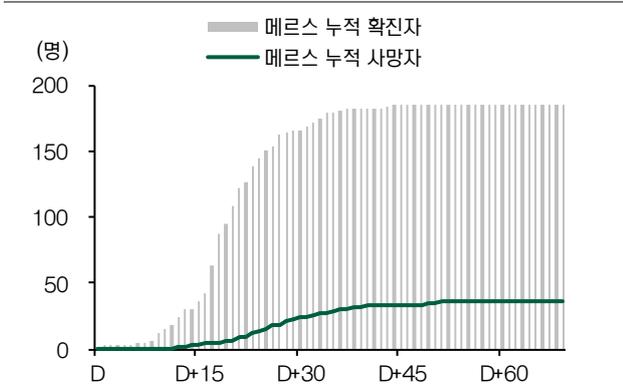
자료: 보건복지부

홍콩 사스 사태를 통해 본 종식 선언과 그 이후

메르스, 사스 보다 빠른 회복세 전망

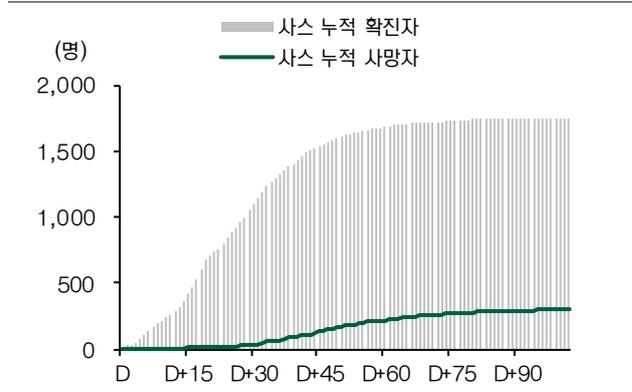
메르스 사태는 2003년 3월에 홍콩에서 발생한 사스 사태 보다 빠른 속도로 진정되었다. 사스의 경우 첫 확진자의 발생 92일만에 추가 확진자가 발생하지 않았던 반면, 메르스의 경우 사건 발생 46일만에 추가 확진자가 발생하지 않았다. 또한 사스의 경우 첫 확진자 발생 102일만에 종식을 선언하였지만, 메르스의 경우 이보다 빠른 69일만에 실질적인 종식을 선언하였다. 아래 그림에서 보여지는 바와 같이 메르스가 사스 만큼 많은 확진자와 사망자를 발생시키지 않았고 발병 기간 또한 짧았던 만큼 메르스로 인한 입국자 수 감소세는 홍콩의 사스 사태 때보다 빠르게 회복될 것으로 전망한다.

그림 6> 일자별 메르스 누적 확진자 및 사망자



자료: 보건복지부

그림 7> 일자별 사스 누적 확진자 및 사망자

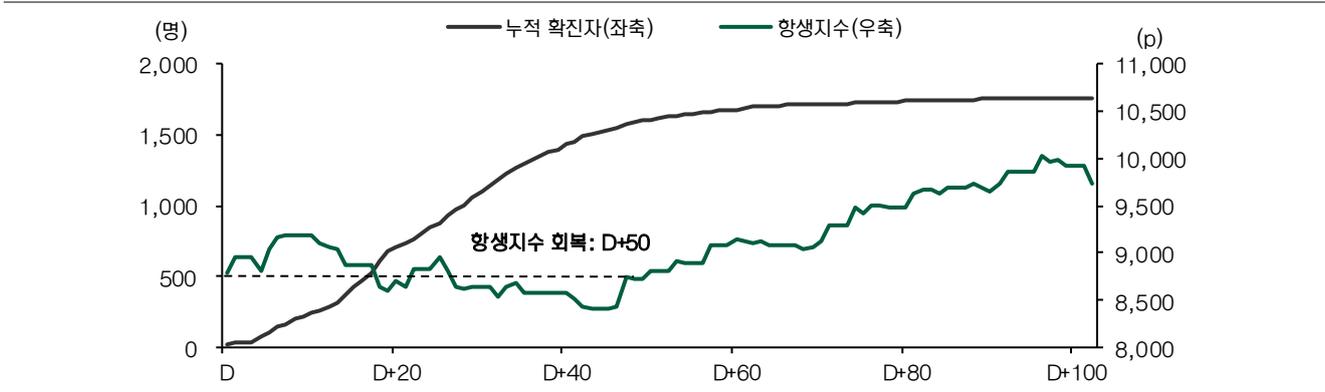


자료: 홍콩의생부

엔터, 레저 업종의 주가는 사스 종식 선언 이후에도 지속적으로 상승

2003년 당시 항생지수는 IPO 시장의 활황과 뉴욕 증시의 호조세 등의 외부 요인으로 사스 사태 발생 이후 50일만에 회복하였다. 하지만, 당시 엔터, 레저 업종의 대표주들의 주가는 종식 선언 이후에도 연말까지 적게는 24%에서 많게는 49%까지 상승했다.

그림 8> 사스 확진자 및 항생지수 추이



자료: 홍콩의생부, Bloomberg

사스 사태 발생 당시 홍콩 및 마카오 입국자 수 추이

사스는 2003년 3월 13일에 발생하여 같은 해 6월 23일에 종식을 선언하였다. 이 때문에 사스의 타격은 2003년 2분기에 집중되었고, 동기간 홍콩과 마카오의 입국자 수는 전년대비 각각 57%와 26% 감소하였다. 하지만, 우려와 달리 홍콩과 마카오의 입국자 수는 종식 선언 이후 빠르게 회복되어 2003년 8월 기준으로 전년대비 각각 9% 및 14% 증가하였다. 종식 선언 이후 9주 만에 증가세로 돌아선 것이다.

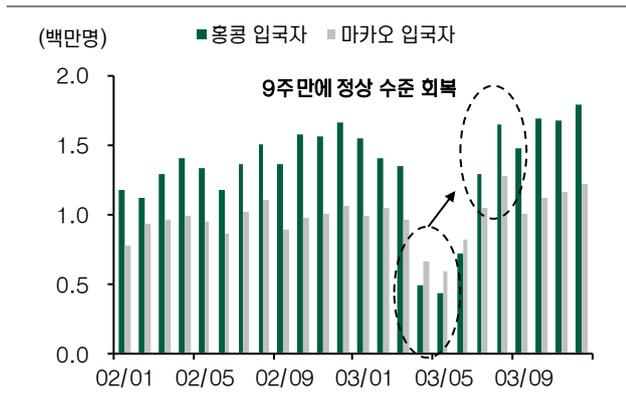
입국자 수 증가에 따른 투자심리 개선

2003년 당시 사스의 부정적 영향에 대한 시장의 우려에도 불구하고 레저/엔터 업종의 대표주들의 주가가 연말까지 상승했던 원인은 WHO의 사스 사태 종식 선언이 레저/엔터 업종의 최대 성수기인 3분기 이전에 실시되었고, 이에 따라 입국자 수가 회복되며 레저/엔터 업종에 대한 투자심리가 개선 되었기 때문이다.

사업 형태에 따라 연간 실적은 차별화

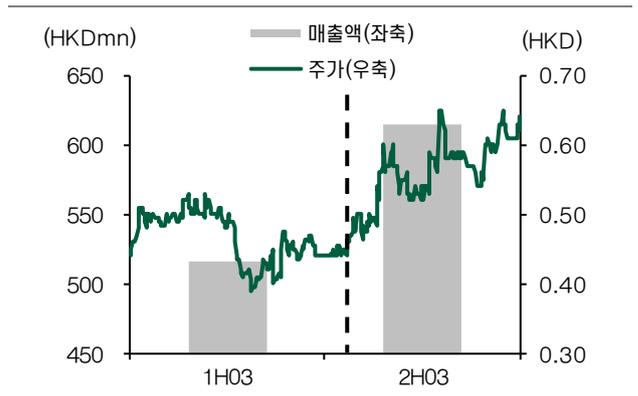
그러나, 입국자 수 회복과 하반기 매출 성장에도 불구하고 업체별 연간 실적은 사업의 형태와 사스 사태에 대한 대응 방식에 따라 차별화된 것으로 분석된다. 이에 따라 홍콩의 레저/엔터 업종 대표주들의 주가 상승폭 또한 상이한 흐름을 보였다.

그림 9> 홍콩 및 마카오 입국자 수 추이



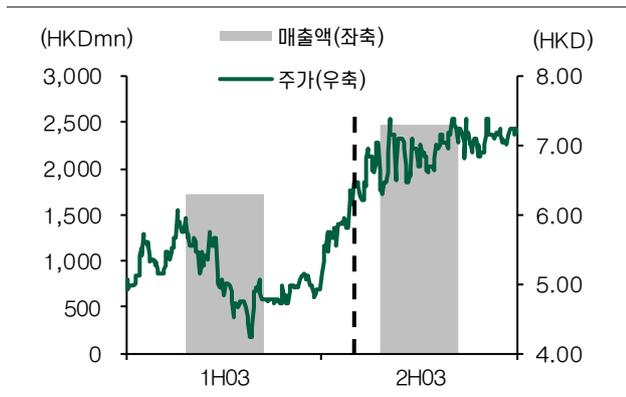
자료: CEIC

그림 10> Galaxy Ent: 사스 종식 선언 후 주가 46% 상승



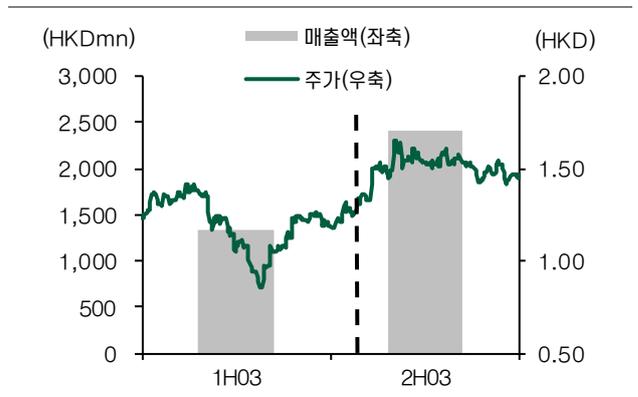
자료: Bloomberg

그림 11> Shangri-la: 사스 종식 선언 후 주가 49% 상승



자료: Bloomberg

그림 12> CTI: 사스 종식 선언 후 주가 24% 상승



자료: Bloomberg

그림 13> 2003년 홍콩 레저/엔터 업종 대표주들의 연간 실적

(백만홍콩달러, %)	업종	2003		2002		%YoY	
		매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
Galaxy Ent	카지노	1,130.9	8.8	1,011.0	49.0	11.9	(82.0)
Shangri-la Asia	호텔	4,208.3	1,174.1	4,683.7	1,004.5	(10.2)	16.9
CTI	여행사	3,300.9	(222.1)	3,401.7	419.3	(3.0)	적자전환

자료: Bloomberg

**Galaxy Ent (카지노):
마케팅 비용 상승에 따른
연간 실적 감소**

카지노 업체인 Galaxy Entertainment의 2003년 매출은 전년대비 12% 성장하였다. 이는 2002년 6% 매출 감소에 따른 기저효과와 입국자 수 회복에 따른 매출 증가가 동시에 반영된 결과이다. 그러나, 입장객 감소에 대한 우려를 선반영한 마케팅 비용 증가에 따라 2003년 판관비가 전년대비 18% 증가하여 영업이익은 전년대비 82% 감소하였다.

**Shangri-la Asia (호텔):
발빠른 비용 감축으로 이익
증가 실현**

호텔 숙박업과 부동산업을 영위하는 Shangri-la Asia의 경우 2003년 연간 매출액은 전년대비 10% 감소하였음에도 불구하고 영업이익은 전년대비 17% 성장하였다. 이는 사스 사태의 발생에 따라 동사가 인건비 감소를 비롯한 영업비용의 감축을 빠르게 단행했기 때문이다. 이에 따라 2003년 6월 WHO의 사스 사태 종식 선언 이후 투숙률은 빠르게 회복하며 연간 영업이익의 증가를 실현하는데 기여하였다.

**CTI (여행/레저):
인바운드 여행객 감소로
인한 연간 실적 감소**

종합 여행/레저 업체인 China Travel International Investment (이하 CTI)의 2003년 매출액은 전년대비 3% 감소하였다. 동사는 국내 여행주 들과는 달리 아웃바운드 여행 알선업뿐만 아니라, 인바운드 여행 알선업, 테마파크, 호텔, 골프장 사업도 동시에 영위하고 있다. 이에 따라 동사의 입국자 수 감소로 인한 실적 감소폭은 홍콩의 여타 레저/엔터 업체 대비 높았던 것으로 분석된다.

**레저/엔터 업종:
종식 선언과 그 이후**

한국과 홍콩의 레저/엔터 업체들을 세부 업종별로 비교 분석하는 데에는 무리가 있다. 무엇보다 업체별 사업 부문이 상이하고, 사업을 영위하는 지정학적 위치에도 차이가 있기 때문이다. 그러나, WHO의 종식 선언이 입국자 수의 회복을 견인했고, 이에 따른 투자 심리 회복이 연간 실적 발표 이전에 진행 되었다는 점과 세부 업종 및 업체별로 대응한 방식에 따라 연간 실적이 차별화 되었다는 점은 투자 판단에 참고할 만한 요소이다.

II. 업종별 영향 점검

출입국자 수 변화에 따른 업종별 영향 점검

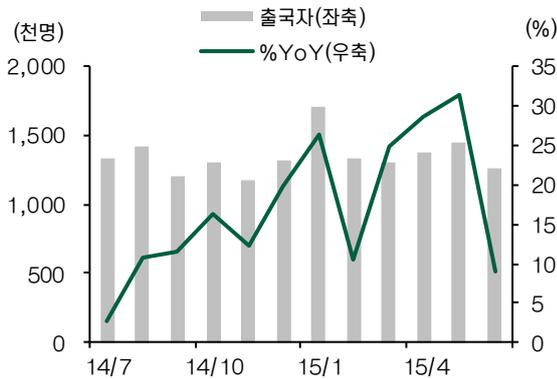
연간 출입국자 수 변화에 따른 업종별 영향 점검

메르스로 인한 국내 출입국자 수의 감소폭은 홍콩의 사스 발생 당시와 대비해 미미할 전망이다. 그러나, 메르스 사태 발생 이전의 성장세를 회복하기 위해서는 다소의 시간이 소요 될것으로 예상되고, 사스와 달리 메르스의 중식 선언이 1년 중 출입국이 가장 빈번한 3분기에 이루어지는 만큼 연간 출입국자 수 변화에 따른 업종별 영향 점검은 필수적이다.

6월 및 2분기 출입국자 수 현황

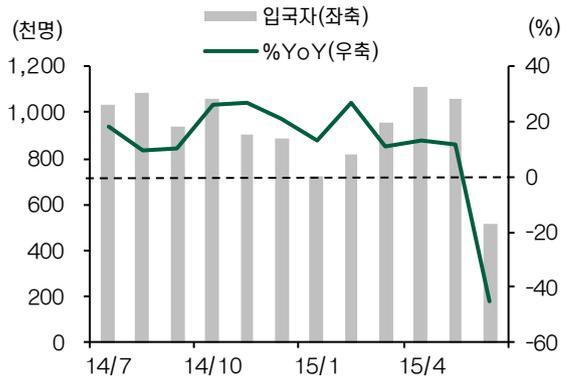
메르스 사태의 영향으로 6월 출국자 수는 126만명을 기록하며 전년대비 9% 증가하였지만, 전월대비 증가세가 둔화 되었다. 그러나, 4월과 5월의 출국자 수 증가율이 각각 29%, 31%를 기록함에 따라, 2분기 출국자 수 증가율은 전년대비 23% 성장한 409만명을 기록하였다. 6월 입국자 수는 전년대비 42% 감소한 63만명을 기록하였고, 이로 인해 2분기 입국자 수는 전년대비 6% 감소한 308만명을 기록하였다.

그림 14> 월별 출국자 수 추이



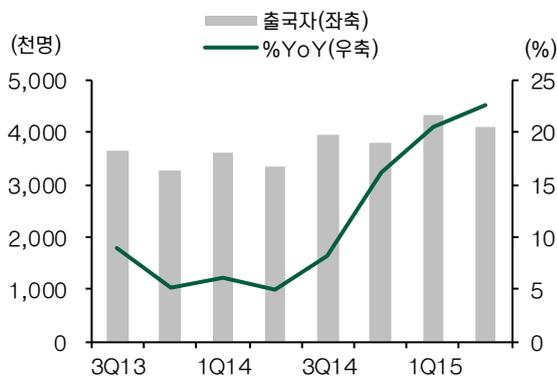
자료: 관광지식정보시스템

그림 15> 월별 입국자 수 추이



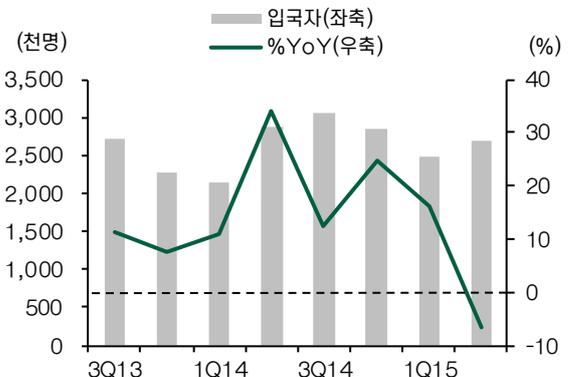
자료: 관광지식정보시스템

그림 16> 분기별 출국자 수 추이



자료: 관광지식정보시스템

그림 17> 분기별 입국자 수 추이



자료: 관광지식정보시스템

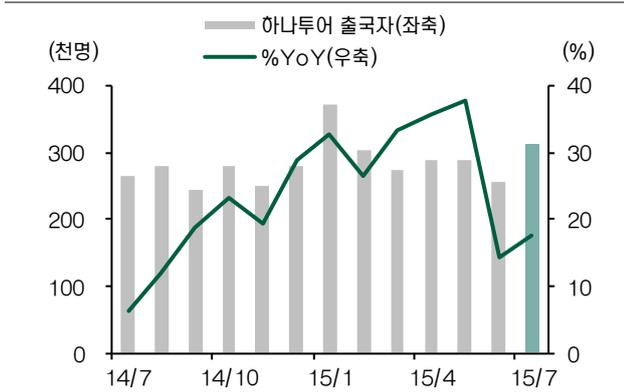
연간 출국자 수 전망

7월 아웃바운드 여객의 증감률이 전월 증감률을 하회하는 숫자를 기록하였으나, 하나투어와 모두투어의 7월 송객은 전년대비 각각 18%, 31% 증가하였다. 7월 전체 출입국자 수가 발표되지는 않았지만, 하나투어와 모두투어의 7월 송객 증가율과 1월부터 5월까지 누적 출국자 수 증가세를 고려하였을 때, 연간 출국자 수는 전년대비 17% 성장할 것으로 전망한다.

연간 입국자 수 전망

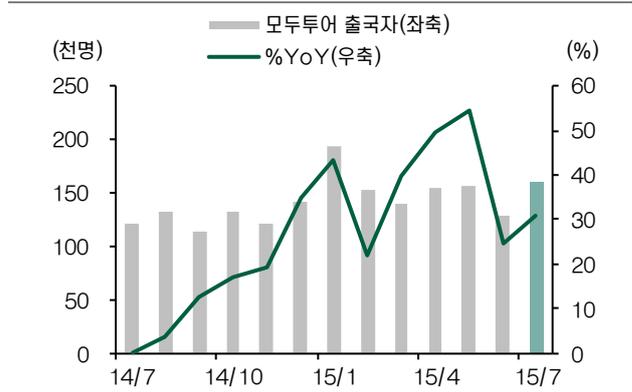
메르스 사태가 진정 국면에 접어들고 있지만, 홍콩 사스 사태와 비교해 봤을 때, 방한 외국인의 감소 추세는 3분기까지 지속될 것으로 보인다. 전연하였듯이 사스 사태의 경우 종식 선언 이후 입국자 수의 회복이 9주 가량 소요되었다. 동일한 기준을 메르스 사태에 적용하는 경우, 한국 정부가 발표한 종식 선언이 7월 28일이었기 때문에 입국자 수의 본격적인 회복은 10월 초부터 진행될 것으로 예상된다. 그러나 8월 1일부터 8월 11일까지 누적 인바운드 여객은 전년대비 4% 감소에 그치고 있어, 메르스의 영향권에 있었던 6월과 7월대비 회복세를 보이고 있다. 역사적으로 인바운드 여객과 입국자 수가 유사한 방향성을 보여왔던 만큼 인바운드 여객의 회복에 따라 입국자 수는 점진적인 회복세를 접어들 것이다. 인바운드 여객의 점진적인 회복과 1월부터 5월까지 누적 입국자 수 증가세를 고려하였을 때, 연간 입국자 수는 전년과 유사한 수준을 유지할 것으로 예상된다.

그림 18> 하나투어 월별 송객 현황



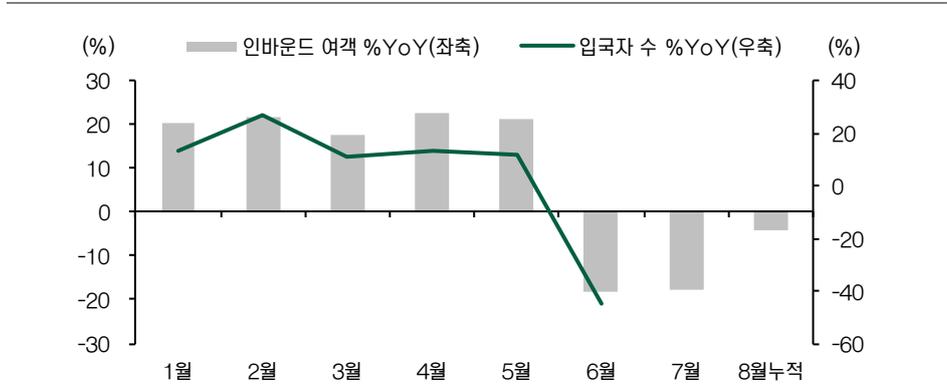
자료: 하나투어

그림 19> 모두투어 월별 송객 현황



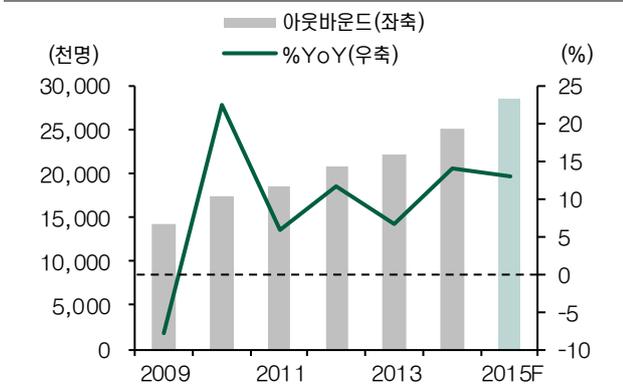
자료: 모두투어

그림 20> 2015년 월별 인바운드 여객 및 입국자 수 증감을 추이



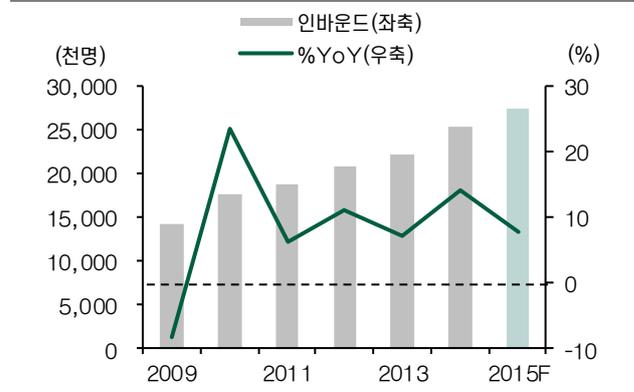
자료: 관광저식정보시스템, 항공정보포털시스템, 현대증권

그림 21> 연도별 아웃바운드 여객 추이 및 전망



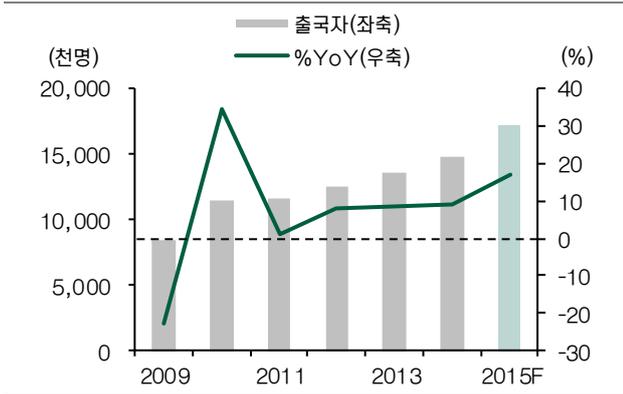
자료: 항공정보포털시스템, 현대증권

그림 22> 연도별 인바운드 여객 추이 및 전망



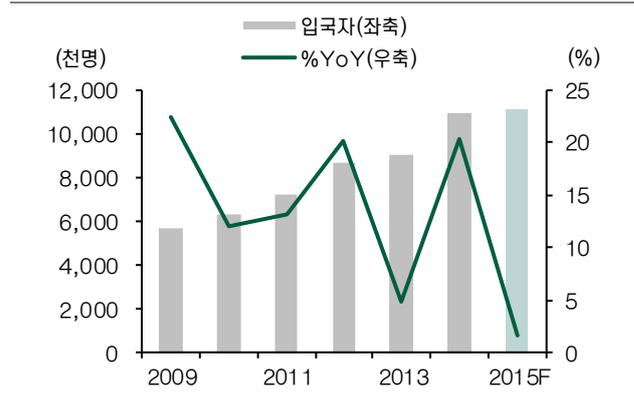
자료: 항공정보포털시스템, 현대증권

그림 23> 연도별 출국자 수 추이 및 전망



자료: 관광저식정보시스템, 현대증권

그림 24> 연도별 입국자 수 추이 및 전망



자료: 관광저식정보시스템, 현대증권

외국인 전용 카지노: 단기 악재 보다는 장기 추세를 지켜 보자

중국인 입장객의 중요도

국내 외국인 전용 카지노에 있어 중국인 관광객들이 차지하는 비중은 절대적이다. 2014년 기준 파라다이스의 중국인 VIP 입장객당 드랍액은 4천 3백만원 수준으로 일본인 및 기타 국적 VIP 입장객당 드랍액 대비 각각 270%와 280% 수준으로 압도적이다. GKL은 파라다이스와 같이 드랍액의 비중을 Mass와 VIP로 구분 지어 공개하지 않는다. 하지만 GKL 역시 중국인 입장객당 드랍액이 일본인 입장객 대비 134%, 기타 국적 입장객 대비 203% 수준으로 중국인 입장객이 차지하는 비중이 높은 편이다.

메르스는 단기적 악재로 그칠 전망

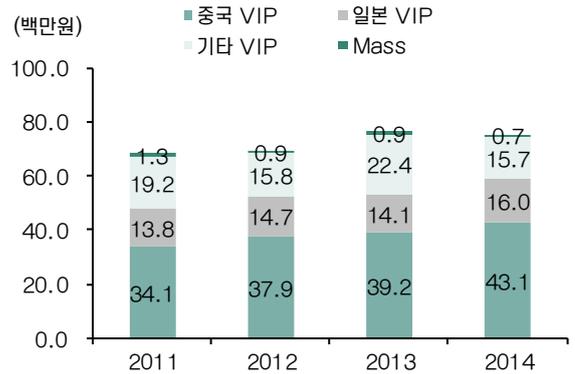
메르스로 인한 중국인 입국자 수의 감소는 외국인 전용 카지노 시장 전반에 걸쳐 악재로 작용할 수 밖에 없다. 전체 드랍액의 비중뿐만 아니라 입장객 1명당 드랍액 기준으로 보아도 중국인 입장객들이 실적에 미치는 영향이 크기 때문이다. 다만, 메르스가 실질적으로 종식 국면에 접어든 7월 4주차부터 외국인 전용 카지노의 입장객은 회복세에 접어든 것으로 파악된다. 이에 따라 메르스로 인한 입장객 감소는 외국인 전용 카지노의 실적에 단기적인 악재로 작용할 가능성이 크다.

그림 25> 국적별 입장객당 드랍액 추이 (GKL)



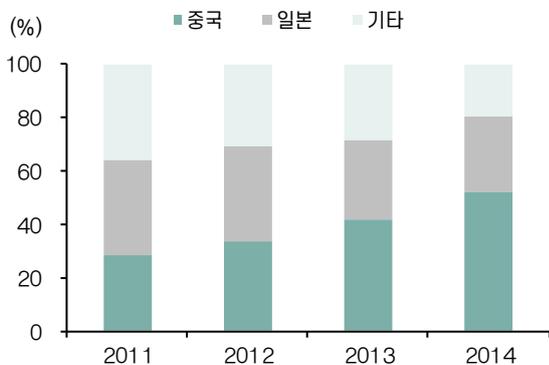
자료: GKL

그림 26> 국적별 입장객당 드랍액 추이 (파라다이스)



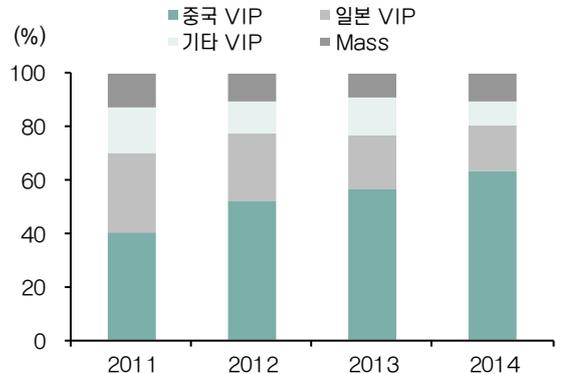
자료: 파라다이스

그림 27> 연간 국적별 드랍액 비중 (GKL)



자료: GKL

그림 28> 연간 국적별 드랍액 비중 (파라다이스)

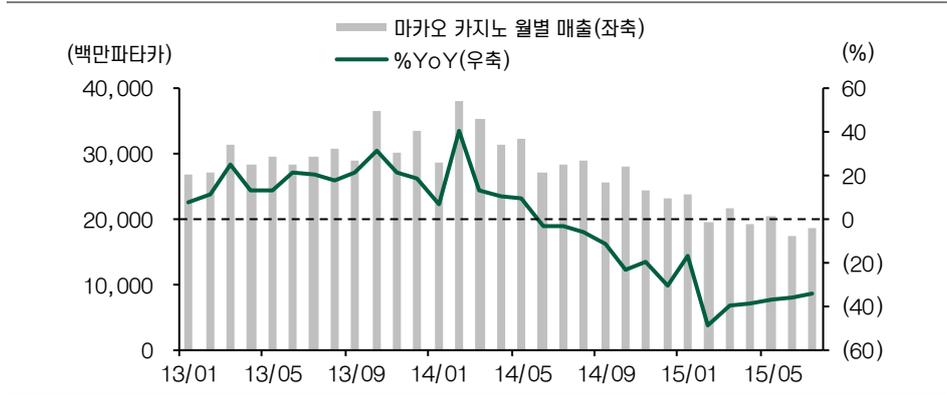


자료: 파라다이스

중국 정부 부패 척결 의지는 추이를 지켜봐야

메르스로 인한 입장객 감소보다 더 큰 문제는 국내 외국인 전용 카지노들이 중국인 VIP들을 대상으로 하는 현지 영업 활동을 중단했다는 점이다. 시진핑 정부가 출범한 이후, 중국 정부의 부패 척결 의지가 지속되면서 마카오 월별 매출은 14개월 연속 감소 추세에 있다. 최근 국내 외국인 전용 카지노의 마케터들이 중국 공안에 체포된 이후 국내 업체들은 중국 현지에서 활동중인 마케터들을 모두 철수시킨 상황이다. 여기에 중국 정부의 부패 척결에 대한 의지는 지속되고 있어 당분간 국내 외국인 전용 카지노들의 중국인 VIP 고객 대상 영업활동은 위축될 것으로 전망한다.

그림 29> 마카오 카지노 월별 매출액 추이



자료: 마카오 도박 조사국 (GICB), 언론 보도, 현대증권

상황별 시나리오 예상

단기적 약재와 장기적 약재가 겹쳐져 있는 상황에서 향후 전개될 수 있는 시나리오는 세 가지로 압축된다. 가장 중요한 관전 포인트는 부패 척결 캠페인에 대한 중국 정부의 의지가 향후 어느 정도 지속되느냐 일 것이다. 메르스로 인한 전체 입국자 수 감소가 회복세에 접어 든 만큼 결국 국내 외국인 전용 카지노들의 실적의 향후 방향성을 좌우할 요소는 중국인 VIP 입장객 수의 회복 여부일 것이기 때문이다.

시나리오 1

첫 번째 시나리오는 중국 정부의 부패 단속 캠페인의 강도가 현 수준으로 유지되는 동시에 메르스의 종식으로 인한 입국자 수 회복세가 현재의 수준으로 순조롭게 진행되는 경우다. 당사는 총 세가지 시나리오 중 첫 번째 시나리오가 가장 가능성이 높다고 판단한다. 최근 거물급 인사에 대한 부패 스캔들은 잦아든 상황이지만, 최근 중국 정부가 2017년을 목표로 부동산 통일 등기망 도입을 검토하고 있는 등 부패 척결 캠페인을 지속할 의지를 보이고 있고, 외국인 입국자 수의 회복 역시 점진적인 회복세를 보일 것으로 예상하기 때문이다. 이 경우 VIP보다는 Mass 고객 위주의 영업을 전개하는 GKL이 상대적으로 빠른 회복세를 보일 것으로 전망된다.

시나리오 2

두 번째 시나리오는 중국 정부의 부패 단속에 대한 의지가 완화되는 경우다. 최근 중국은 링지화 전 통일전선공작부장의 당적과 공직을 박탈하면서 과거 시진핑 체제 출범에 반기를 들었던 이른바 신 4인방 (저우융강, 보시라이, 쉬차이허우, 링지화)에 대한 축출을 완료한 상황이다. 정치적 숙적들에 대한 축출이 완료된 만큼 시진핑 정부는 부패 척결 등 내부적 이슈보다는 경기 둔화 및 증시 폭락 등의 경제 회복 이슈에 집중할 가능성도 있다. 이 경우 중국인 VIP 고객에 대한 국내 업체들의 현지 영업활동이 재개될 수 있을 것으로 예상된다. 이에 따라 중국인 VIP에 대한 노출도가 높은 파라다이스가 GKL대비 빠른 회복세를 보일 것으로 예상된다.

시나리오 3

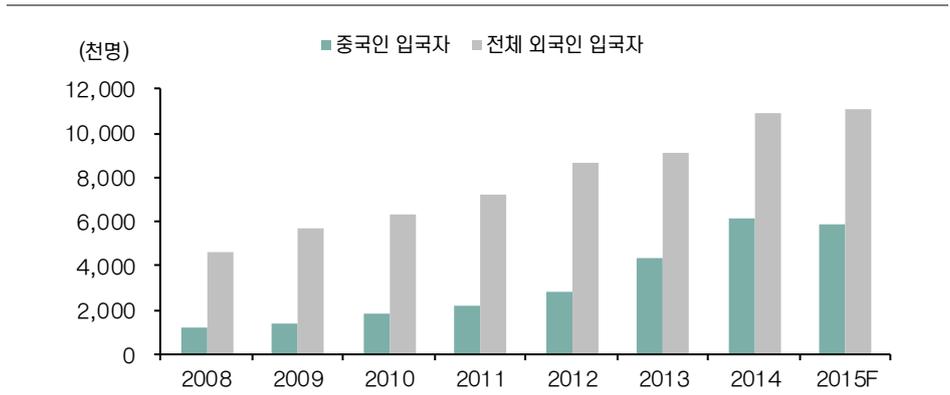
마지막 시나리오는 중국 정부의 부패 단속이 강화되는 것이다. 최근 중국 정부는 부패 단속의 대상을 고위 관리직에서 국영기업 임직원들까지 확대하면서 부패 척결 캠페인을 확대하고 있다. 이 경우 일본인 및 기타 국적 입장객들과 중국인 Mass 고객들의 입장객 수만 회복된다면 GKL에 유리한 구도가 될 수 있다.

그림 30> 중국 부패 척결 캠페인 동향: 저우번순 사건 이후 거물급 인사의 스캔들은 잦아들었으나 부패 척결 의지는 지속 중

일자	내용
2015-07-20	링지화 전 중국 통일전선공작부장의 공직과 당적 박탈
2015-07-24	중국정부, 저우번순 허베이 당서기 체포
2015-07-26	시진핑 주석, 주요 국유기업 방문하여 개혁 주문
2015-08-03	중국 지도부 비밀회비 "베이다이어 회의" 개막: 제 13차 5개년 계획, 외교, 국영기업 개혁, 지도부 부패 척결 관련 논의
2015-08-06	중국 국토자원부, 부동산 통일 등기망 2017년 전면 시행 계획 발표

자료: 언론보도, 현대증권

그림 31> 연간 방한 외국인 및 중국인 입국자 수 추이 및 전망



자료: 관광지식정보시스템

여행/레저: 여행 심리 회복과 패러다임 변화에 주목할 때

6월 송객 실적 발표 후 불안감은 사라진 형국

메르스 사태의 발생 초기에는 여행주에 대한 시장의 막연한 우려가 있었지만, 업체별 6월 송객 실적이 발표된 이후 여행주들의 주가는 상승세를 보이고 있다. 더불어 6월 출입국자 수가 전년 대비 9% 성장함에 따라 여행주에 대한 투자 심리는 빠르게 개선되었다.

그림 32) 하나투어 주가 추이



자료: QuantWise

그림 33) 모두투어 주가 추이

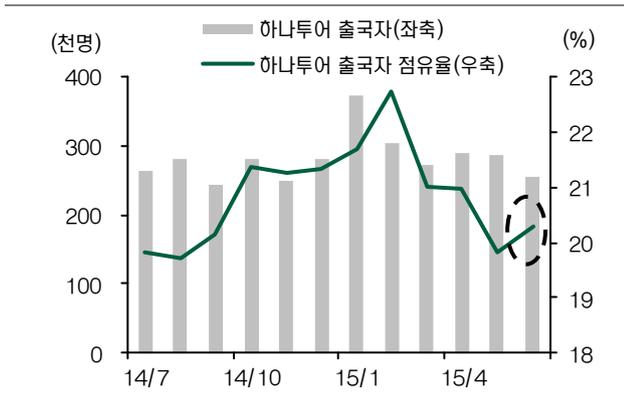


자료: QuantWise

악재에도 불구하고 국내 여행주들은 건조한 출국자 수 점유율 유지

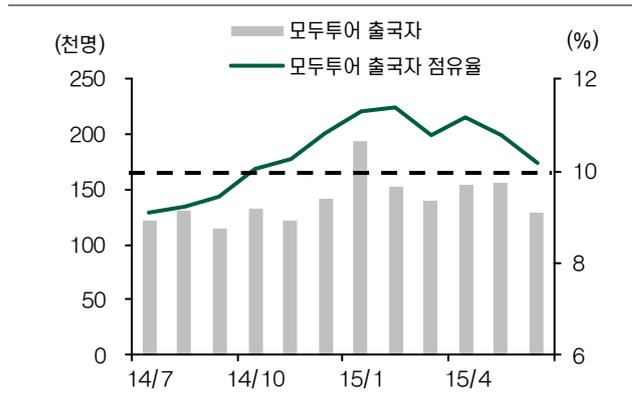
6월 국내 여행주들의 출국자 수 점유율은 건조한 수준을 유지하였다. 하나투어의 경우 메르스의 악재에도 불구하고 전월 대비 0.5%p의 점유율 증가가 있었으며, 모두투어의 출국자 수 점유율 또한 0.6%p의 감소에 그쳤다. 메르스의 악재에도 불구하고 국내 여행주들이 건조한 점유율을 유지할 수 있었던 데에는 저가 항공사의 등장으로 인한 여행산업의 패러다임 변화와 우호적 환율 추이, “꽃보다 할배” 시리즈의 성공 등에서 기인한다.

그림 34) 하나투어 월별 출국자 수 및 점유율



자료: 하나투어

그림 35) 모두투어 월별 출국자 수 및 점유율



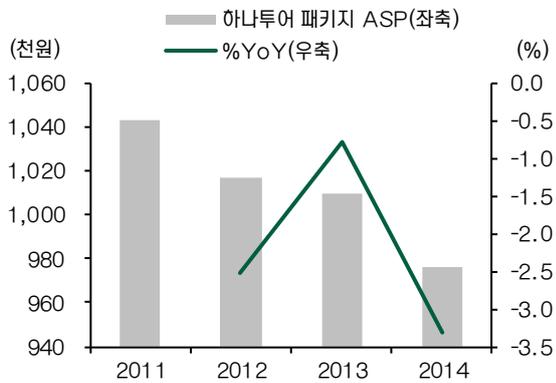
자료: 모두투어

**저가 항공사 (LCC)와
패키지 여행 상품:
상부상조의 관계**

국내 여행 산업의 가장 큰 변화를 가지고 온 요소는 저가항공사 (Low Cost Carrier: LCC)의 등장이다. LCC의 등장은 저렴한 항공료로 여객 수송을 가능하게 했을 뿐만 아니라, 다양한 여행상품을 기획할 수 있게 되었다.

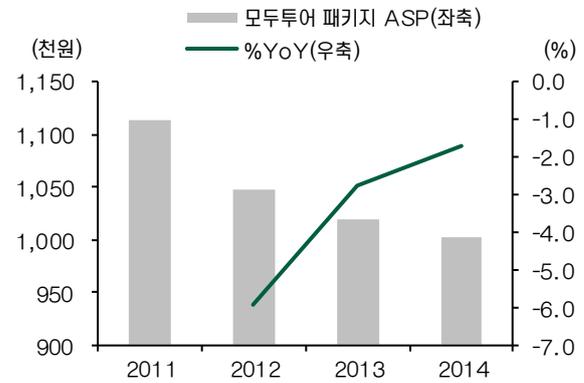
LCC 항공권을 활용해 상품을 기획하게 되는 경우 국적항공사 대비 15~20% 가량 저렴하게 항공료를 책정할 수 있기 때문에 패키지 상품의 판매가가 저렴해질 수 밖에 없다. 때문에 여행사들은 저렴한 항공권 비용을 다양한 지상 비용으로 활용 할 수 있게 되어 다양한 가격대의 여행 상품을 기획할 수가 있고, 여행객들은 보다 저렴한 가격에 패키지 상품을 이용할 수 있게 된다. 이러한 여행 시장의 변화는 여행객들의 패키지 상품 수요 증가로 이어지게 되었고, 결과적으로 여행사들과 LCC 업체들이 서로 Win-Win하는 구조가 형성 되었다.

그림 36> 하나투어 패키지 상품 ASP 추이



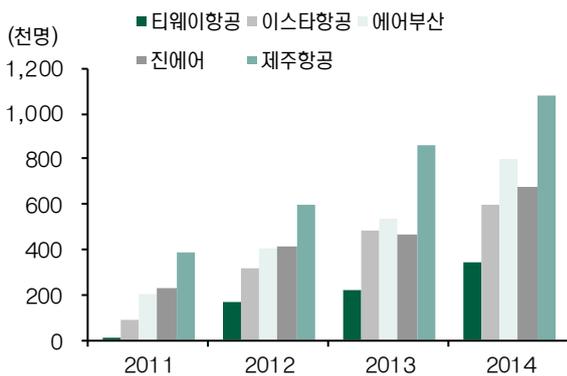
자료: 하나투어

그림 37> 모두투어 패키지 상품 ASP 추이



자료: 모두투어

그림 38> 국내 LCC업체별 국제선 아웃바운드 여객 추이



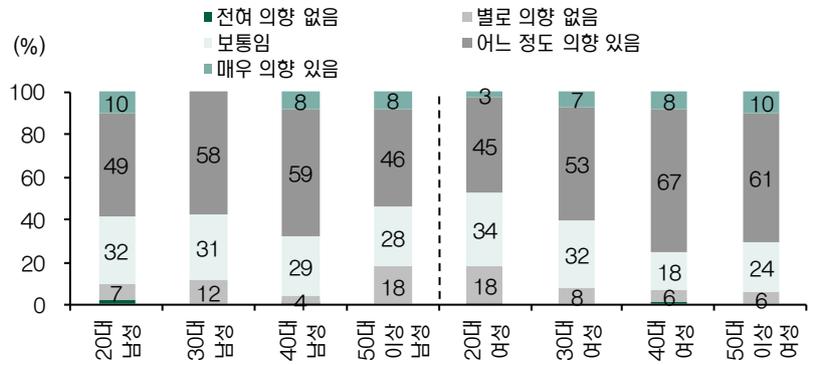
자료: 항공정보포털시스템

그림 39> 국내 LCC업체별 매출 추이



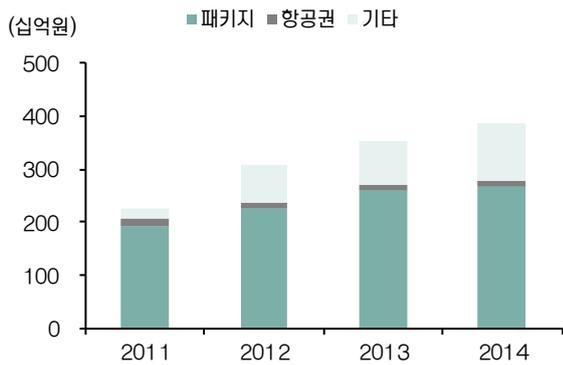
자료: QuantiWise, 현대증권

그림 40> 2014년 패키지 여행상품 평가: 재이용 의향



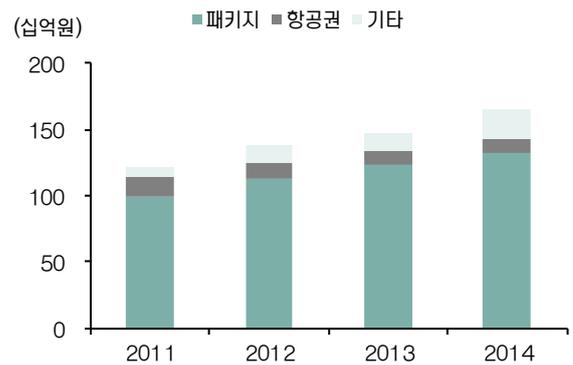
자료: 한국관광신문

그림 41> 하나투어 사업 부문별 매출액 추이



참고: K-IFRS 연결기준
자료: 하나투어

그림 42> 모두투어 사업 부문별 매출액 추이



참고: K-IFRS 연결기준
자료: 모두투어

**여행 심리를 자극하는
또 다른 외부 요인들**

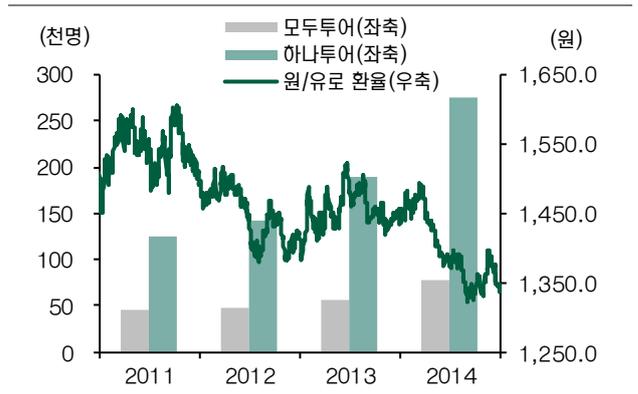
여행 심리를 자극하는 다른 외부 요인들 또한 여행 수요 회복에 기여하고 있다. 우선 지속적으로 하락세를 이어온 원/엔 환율과 원/유로 환율로 일본 및 유럽행 관광객이 지속적으로 증가하고 있다는 점이다. 3분기에 접어들면서 원/엔 환율과 원/유로 환율은 반등의 여지를 보이고 있기는 하지만, 여전히 과거 4년대비 낮은 수준에 머물고 있어 당분간 해당 국가들로의 관광객 증가는 지속될 것으로 전망한다.

그림 43> 원/엔 환율 및 일본행 송객 추이



자료: 각사, QuantiWise

그림 44> 원/유로 환율 및 유럽행 송객 추이



자료: 각사, QuantiWise

그림 45> 2014년 이후 원/엔 환율 추이



자료: QuantiWise

그림 46> 2014년 이후 원/유로 환율 추이

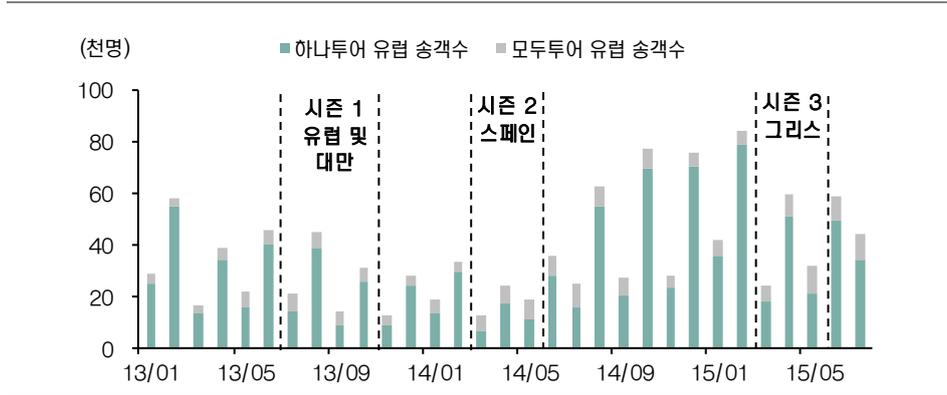


자료: QuantiWise

**꽃보다 할배 시리즈:
미디어의 힘을 보여준 사례**

유럽행 송객증가의 또 다른 요인으로는 tvN의 “꽃보다 할배” 시리즈의 성공이다. 시리즈의 성공은 미디어가 여행 수요 증가를 견인할 수 있다는 것을 보여준 사례이다. 두 번째 시즌이었던 스페인 편이 종료된 2014년 5월 이후 유럽행 송객은 급속도로 증가하였다. 성수기 효과까지 겹친 2014년 8월엔 전년 동기 대비 40% 증가한 6만3천명을 기록하였고, 이러한 추세는 2015년에도 지속되어 2월 유럽행 송객은 전년 동기 대비 152% 증가한 8만 4천명을 기록하였다.

그림 47> 꽃보다 할배 시리즈 방영기간 및 여행사 유럽 송객 추이



자료: 각사 언론 보도

**병마는 지나갔으니
따스했던 봄을 잊지 말자**

산업 내 구조적인 패러다임 변화와 외부적 요인들로 인해 메르스가 발생하기 전인 2015년 1월부터 5월까지 누적 기준 출국자 수는 전년대비 46%의 고성장세를 기록하였다. 또한 이러한 패러다임의 변화와 외부적 요인들은 메르스 사태가 가장 심각했던 6월 중에도 출국자 수의 성장세를 기록할 만큼 강력한 모멘텀이 되었다. 정부의 실질적인 메르스 종식 선언이 이루어진 만큼 출국자 수는 5월까지 기록해 왔던 높은 수준의 성장세를 회복할 것으로 기대한다.

호텔/면세점: 시장 확대 보다는 점유율 변화에 주목

면세점 사업자 선정 현황

뜨거웠던 신규 시내 면세점 사업자 선정이 완료되었다. 서울시내 추가 면세점 사업자로는 HDC신라면세점, 한화갤러리아타임월드, SM면세점이 선정되었고, 제주시내 추가 면세점 사업자로는 제주관광공사가 선정되었다. 선정된 기업들은 면세점 특허를 통해 향후 5년간 면세점을 운영하게 된다.

9월에 있을 2차전

관세청은 사업기간이 만료되는 서울시내 면세점 3곳과 부산 면세점 1곳에 대해 사업자 선정을 위한 입찰을 9월 경에 실시할 예정이다. 보세 특허가 만료되는 서울시내 면세점 3곳은 위커힐면세점, 롯데면세점 본점과 월드타워점이다.

그림 48> 국내 면세점 매출액 및 방문 인원수 추이

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009-2014 CAGR
매출액(십억달러)							
내국인	1.4	2.2	2.4	2.4	2.3	2.5	11%
외국인	1.6	1.7	2.4	3.2	3.9	5.5	28%
합계	3.0	3.9	4.9	5.6	6.2	7.9	21%
방문 인원수(백만명)							
내국인	12.9	15.3	16.4	16.8	17.1	18.6	8%
외국인	8.4	8.2	9.9	12.0	12.4	15.8	13%
합계	21.3	23.4	26.3	28.8	29.6	34.3	10%
방문객당 매출액(달러)							
내국인	112	142	147	141	137	132	3%
외국인	189	214	248	270	313	346	13%
합계	143	167	185	194	211	230	10%

자료: 한국면세점협회

그림 49> 서울 시내 신규 면세점 사업자 선정 현황

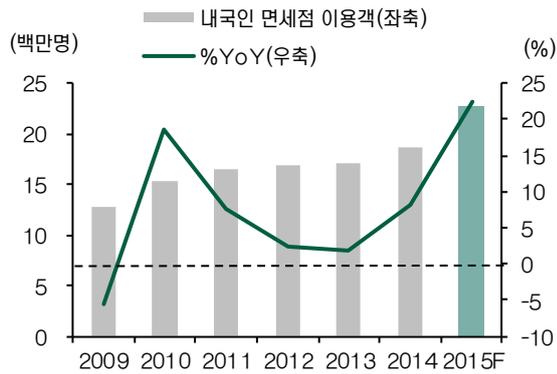
사업자	입주 예정지	영업면적 (m ²)	비고
HDC신라면세점	용산 아이파크몰	27,400	- 현대산업개발, 아이파크몰, 호텔신라 공동출자 - 지분율: 현대산업개발 25%, 아이파크몰 25%, 호텔신라 50%
한화갤러리아타임월드	여의도 63빌딩	9,900	
SM면세점	인사동 하나투어 본사	9,900	- 하나투어, 토니모리등 10개사 공동출자 - 하나투어 지분율: 76.8% - 중소중견 업체 1회 갱신 허용 (5년)

자료: 언론보도, 현대증권

메르스 여파에도 불구하고 성장세는 지속

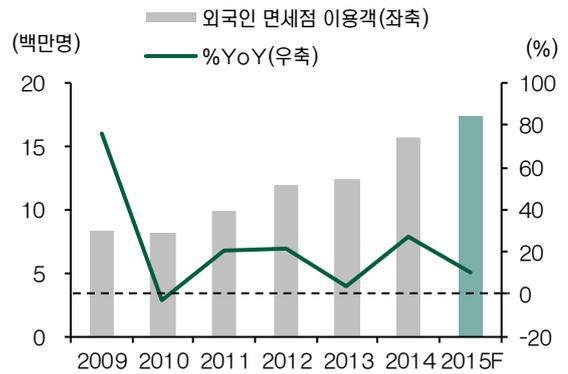
2009년부터 2014년까지 국내 면세점 시장규모는 연평균 21%씩 성장해 왔다. 그러나, 메르스 여파로 인한 외국인 입국자 수 감소로 인해 2015년 국내 시장규모는 지난 5년간의 연평균 성장률을 하회할 것으로 예상된다. 다만, 내국인 출국자 수가 여전히 증가 추세에 있고, 외국인 입국자 수 또한 점진적인 회복세를 보일 것으로 예상됨에 따라 2015년 국내 면세점 시장 규모는 전년대비 10% 성장한 87억달러를 기록할 것으로 전망한다.

그림 50> 내국인 면세점 이용객 수 추이 및 전망



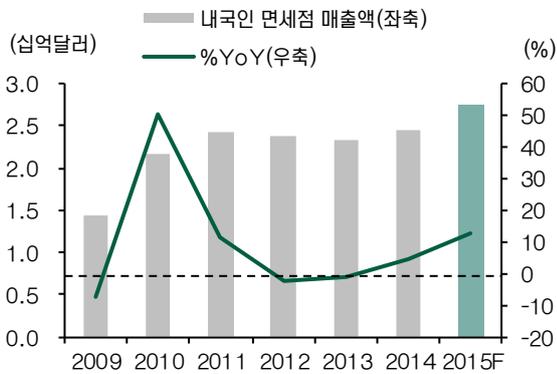
자료: 한국면세점협회, 현대증권

그림 51> 외국인 면세점 이용객 수 추이 및 전망



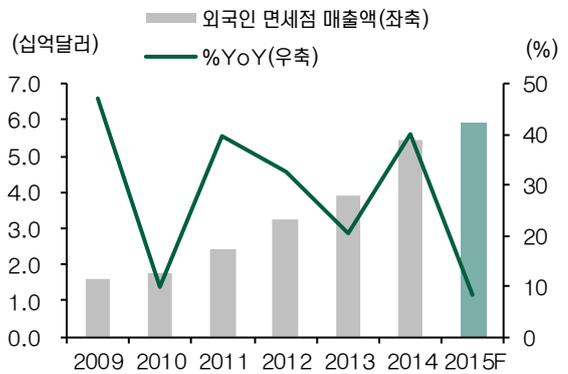
자료: 한국면세점협회, 현대증권

그림 52> 내국인 면세점 매출 추이 및 전망



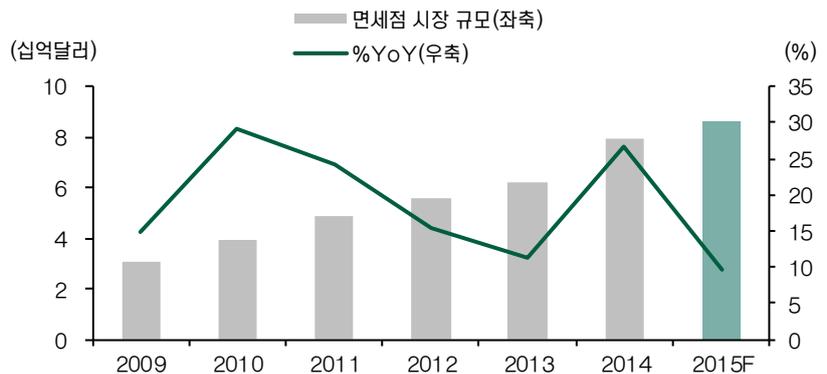
자료: 한국면세점협회, 현대증권

그림 53> 외국인 면세점 매출 추이 및 전망



자료: 한국면세점협회, 현대증권

그림 54> 국내 면세점 시장 규모 추이 및 전망

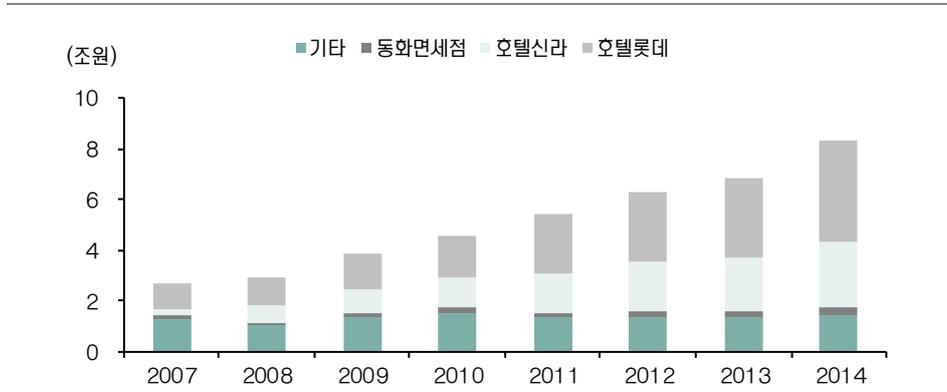


자료: 한국면세점협회, 현대증권

시장 확대 보다는 점유율 변화에 주목

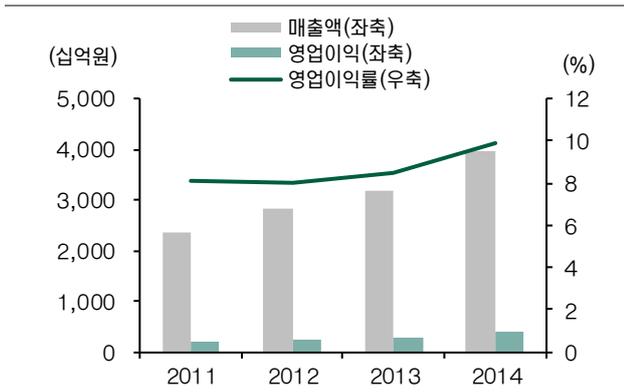
시장 성장의 둔화가 예상됨에도 불구하고, 시내 면세점 사업의 높은 수익성을 고려하면 면세점 사업자들에 대한 투자자들의 관심은 지속될 것이다. 메르스로 인해 시장 성장이 둔화될 것으로 예상되는 만큼 시장의 성장성에 대한 기대감보다는 업체간 점유율 변화와 이에 따른 개별 종목들의 수익성 향상에 주목해야 할 것이다. 시장 점유율 변화에 따라 당사가 예상하는 수혜 종목은 호텔신라이다. HDC신라면세점이 서울시내 중앙에 위치하고 있어 타 시내 면세점 대비 접근성이 편리하고, 세계 최대 규모의 시내 면세점 사업자로서 대규모 부지를 확보하고 있어 충분한 관광 버스용 주차장을 확보할 예정이다. 이러한 이점들을 통해 국내외 여행자들은 HDC신라면세점을 경유하는 다양한 서울 시내 관광코스를 기획할 수 있을 것으로 예상되고, 호텔신라는 지속적으로 점유율을 확대할 것으로 예상된다.

그림 55> 면세점 업체별 매출 추이



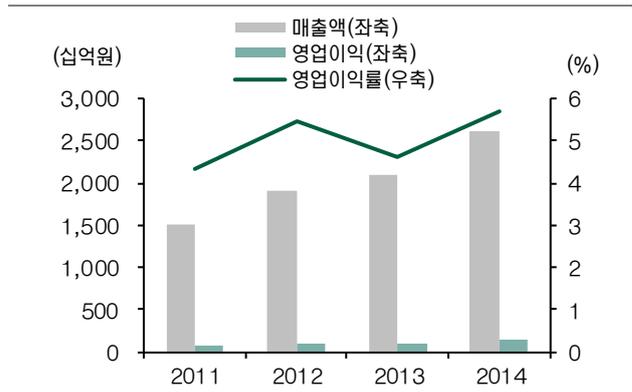
자료: 각사, 현대증권

그림 56> 호텔롯데 면세 사업부문 실적 추이



자료: 호텔롯데, 현대증권

그림 57> 호텔신라 면세 사업부문 실적 추이

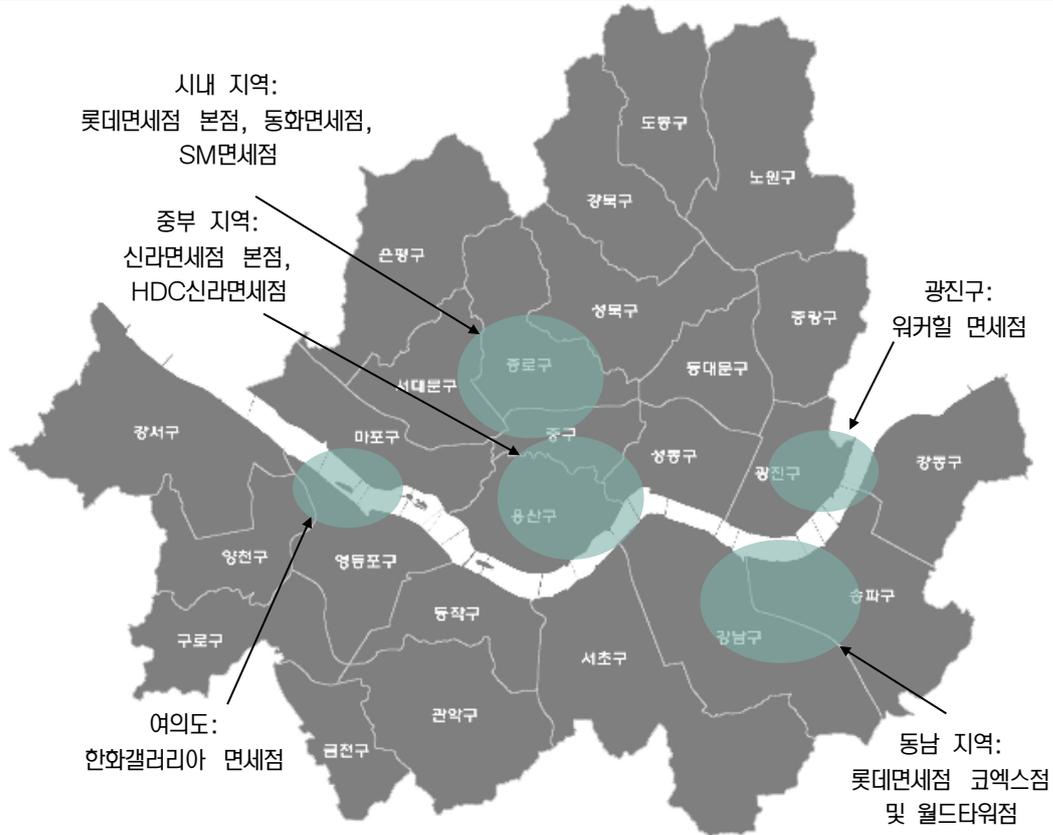


자료: 호텔신라, 현대증권

신규 사업자들의 점유율 확대= 기존 사업자들의 점유율 축소

방한 입국자 수 증가 추이가 둔화됨에 따라 시장 성장이 한정되는 상황에서 신규 사업자들의 진입은 결국 근접 지역에 위치한 기존 사업자들의 점유율 축소로 이어질 전망이다. 시내 면세점 사업자들은 국내외 여행사들과 협조하여 여행 상품 코스 중 하나로 면세점 쇼핑을 포함시키고 여행사에 알선수수료를 지급한다. 여행사들은 신규 사업자들을 통해 기존의 시내 면세점들을 활용할 때보다 다양한 서울 시내 관광 코스를 기획할 수 있다. 서울 시내 면세점 사업자들은 종로구가 위치한 시내 지역, 중구 및 용산구 등 중부 지역, 강남구 및 송파구 등 동남 지역과, 광진구, 여의도에서 경쟁할 것으로 예상된다.

그림 58) 서울 시내 지역별 면세점 현황 (신규 시내 면세점 사업자 포함)



자료: 현대증권

HDC신라면세점

HDC신라면세점의 시장점유율은 서울 시내에서 경쟁 중인 모든 기존 사업자들의 점유율에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 기존 사업자들과 달리 지정학적으로 서울시의 중앙에 위치해 있고, KTX역이 위치해 있어 편리한 접근성이 우선적으로 부각될 전망이다. 또한 세계 최대 규모의 시내 면세점을 계획하고 있는 만큼, 최근 시내 면세점 산업에서 가장 큰 문제로 대두되고 있는 관광 버스용 주차장 이슈도 해결될 것으로 기대한다. 이에 따라 국내외 여행사들의 입장에서는 기존 면세점을 경유하는 상품을 기획하는 것보다 HDC신라면세점을 경유하는 관광 상품을 기획하는 것이 수월할 것으로 예상된다.

한화갤러리아면세점

한화갤러리아면세점의 여의도 지역 진출 또한 서울 시내에서 영업 중인 모든 기존 사업자들의 점유율에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 여의도가 시내 및 강남지역 대비 관광지로서의 조건이 미흡한 것은 사실이나, 서울 서부지역에서 영업을 시작하는 최초의 시내 면세점으로서 63빌딩 내 다양한 엔터테인먼트 사업과의 시너지 효과를 고려하면 서울 시내에서의 지속적인 점유율 확대는 가능할 것으로 전망한다.

SM면세점

하나투어 본사에 위치하게 될 SM면세점의 경우, 기존 서울 시내 지역 면세점 사업자인 롯데면세점 본점과 동화면세점의 점유율에 침투할 수 있을 것으로 기대한다. 현재 하나투어는 국내에 2개와 일본에 1개의 비즈니스 호텔을 운영 중인데, 이 중 센터마크 1호점의 위치가 SM면세점이 위치한 하나투어 본사의 길 건너에 위치해 있다. 여행사로서 하나투어의 모객 능력과 센터마크 호텔 1호점과의 시너지 효과를 고려하면, SM면세점의 시내 지역 점유율 확대는 지속될 수 있을 것으로 판단한다.

III. 투자 전략

인바운드 노출도에 따른 차별화 전략 필요

업종 투자의견 Overweight:
메르스로 인한 입국자 수 감소의 영향에 따라
주가 흐름 차별화 전망

레저/엔터 섹터 커버리지 종목들의 주가는 메르스로 인한 6월~7월 입국자 수 감소의 영향에 따라 차별화된 흐름을 보일 전망이다. 전체적으로는 인바운드 매출 비중이 낮은 “여행주 및 내국인 전용 카지노 > 호텔 및 면세점 업종 > 외국인 전용 카지노”의 순으로 실적 개선이 이루어질 전망이며, 주가 역시 입국자 수가 점진적인 회복세를 보임에 따라 인바운드 매출 비중이 낮은 순으로 상승할 것으로 예상된다.

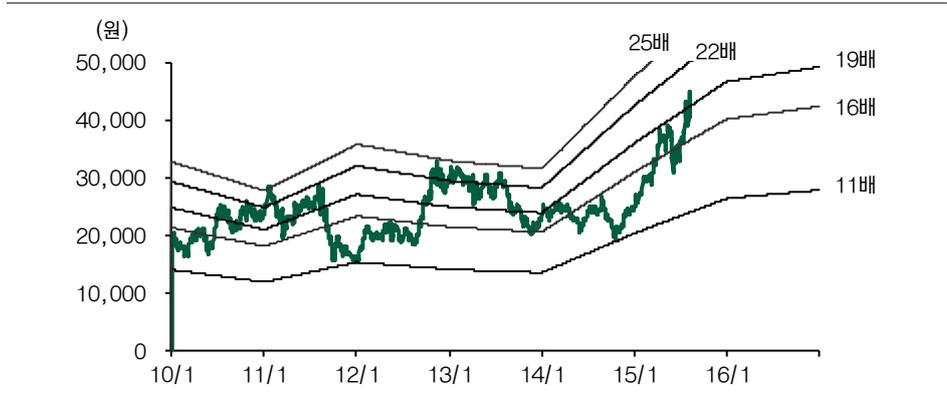
Top pick: 모두투어
(투자의견 BUY,
목표주가 60,000원)

레저/엔터 섹터 Top pick으로 모두투어를 제시한다. 동사의 투자포인트는 1)항공권 예약 시스템 교체에 따른 항공권 판매 부문의 고성장, 2) 항공권 확보에 따른 패키지 Mix 다양화, 3) 경쟁사 대비 매력적인 밸류에이션이다.

관심종목: 강원랜드
(투자의견 BUY,
목표주가 53,000원)

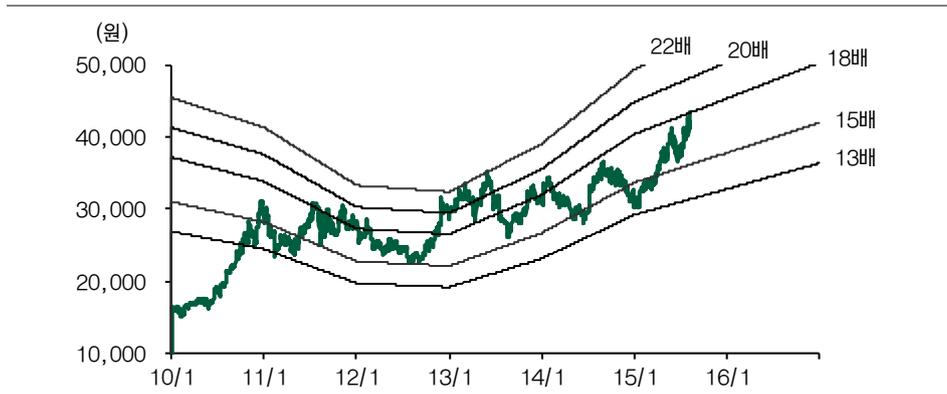
레저/엔터 섹터의 관심종목으로 강원랜드를 제시한다. 동사의 투자포인트는 1) 2015년 하반기 충원에 따른 가동률 상승으로 실적 성장이 지속된다는 점과, 2) 외국인 전용 카지노 대비 메르스의 영향이 미미하다는 점이다.

그림 59> 모두투어: 12개월 Forward PER 밴드차트



자료: QuantiWise, 현대증권

그림 60> 강원랜드: 12개월 Forward PER 밴드차트



자료: QuantiWise, 현대증권

그림 61> 레저/엔터 섹터 커버리지 종목 및 투자포인트

기업명	업종	투자의견	목표주가(원)	투자포인트
강원랜드	내국인 전용 카지노	BUY	53,000	- 2015년 하반기 인력 충원에 따른 실적 성장 지속 - 외국인 전용 카지노 대비 메르스의 영향 미미
파라다이스	외국인 전용 카지노	Marketperform	25,500	- 메르스 진정에 따른 일본인 및 기타 국제 VIP 입장객 회복전망 - 하반기 계절 카지노 인수 효과는 여전히 유효
GKL	외국인 전용 카지노	BUY	41,000	- 메르스 및 중국 정부의 부패 척결 캠페인에 따른 영향이 경쟁사 대비 상대적으로 미미 - 영종도 복합 리조트 사업에 대한 기대감
하나투어	여행 알선	BUY	200,000	- 일본행 출국자 증가로 인한 본업 및 일본 자회사 성장 - 면세점 사업 진출의 수혜
모두투어	여행 알선	BUY	60,000	- 항공권 예약 시스템 교체에 따른 항공권 판매 부문의 고성장 - 항공권 확보에 따른 패키지 상품의 Mix 다양화 - 경쟁사 대비 매력적인 밸류에이션
호텔신라	호텔/면세 유통	BUY	160,000	- 메르스 사태 정상화 및 출국자 증가에 따른 실적 개선 - 티몰 (알리바바) 입점을 통한 대중국 온라인 면세점 시장 진입 - 추가 시내면세점 사업권 확보를 통한 점유율 확대

자료: 현대증권

그림 62> 레저/엔터 섹터 커버리지 종목 밸류에이션

기업명	연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	당기순이익 (십억원)	수정 EPS (원)	EPS성장률 (%)	PER (배)	BPS (원)	ROE (%)	PBR (배)
강원랜드	2014	1,496.5	513.2	359.3	1,773	20.8	20.8-15.7	13,343	13.8	2.3
	2015F	1,659.9	607.5	453.8	2,239	26.3	19.5	14,726	16.0	3.0
	2016F	1,796.1	661.9	509.6	2,514	12.3	17.3	16,121	16.3	2.7
파라다이스	2014	676.2	79.0	105.8	1,178	(9.1)	35.1-19.1	11,813	11.1	2.0
	2015F	670.4	91.6	105.1	1,168	(0.9)	18.6	12,412	9.6	1.7
	2016F	926.1	188.8	135.8	1,514	29.6	14.3	13,325	11.8	1.6
GKL	2014	540.7	147.8	116.5	1,884	(15.3)	26.3-16.6	6,974	28.2	4.6
	2015F	553.4	142.3	106.6	1,724	(8.5)	17.5	7,697	23.5	3.9
	2016F	680.2	170.1	132.3	2,138	24.0	14.1	8,895	25.8	3.4
하나투어	2014	385.5	40.4	35.4	2,991	(0.3)	27.2-20.5	16,369	18.2	4.8
	2015F	482.0	61.1	51.6	4,406	47.3	35.9	19,448	24.6	8.1
	2016F	860.0	91.7	75.6	6,191	40.5	25.5	24,339	28.3	6.5
모두투어	2014	164.7	16.6	14.0	1,279	(4.2)	20.8-14.7	8,218	16.3	2.9
	2015F	206.7	28.5	23.1	1,927	50.7	21.1	9,654	21.6	4.2
	2016F	228.8	38.3	30.0	2,505	29.9	16.2	11,648	23.5	3.5
호텔신라	2014	2,909.0	139.0	73.5	1,867	579.8	72.6-29.7	18,549	10.4	4.9
	2015F	3,427.1	172.8	102.4	2,602	39.4	45.7	20,904	13.2	5.7
	2016F	3,892.7	274.4	220.7	5,607	115.5	21.2	26,160	23.8	4.5

자료: 각사, 현대증권

강원랜드 (035250)

BUY (유지)

주가(8/12)	43,600원	60일 평균 거래량	428,707주	52주 최고/최저가 (보통주)	43,600원				
목표주가	53,000원 (중전 48,000원)	60일 평균 거래대금	169억원		30,100원				
시가총액 (보통주)	8.9조원	외국인보유비중	29.0%	베타(12M, 일간수익률)	1.2				
발행주식수 (보통주)	213,940,500주	수정EPS 성장률(15~17 CAGR)	16.3%	주요주주	한국광해관리공단 36.3%				
유동주식비율	58.4%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.4%						
결산기말	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F	주가상승률	1개월	3개월	6개월
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	절대	12.8%	15.6%	31.3%
매출액 (십억원)	1,361.3	1,496.5	1,659.9	1,796.1	2,030.4	상대	16.0%	22.8%	29.1%
영업이익 (십억원)	388.0	513.2	607.5	661.9	728.4				
순이익 (십억원)	297.6	359.3	453.8	509.6	565.9				
지배기업순이익 (십억원)	297.6	359.4	453.9	509.6	565.9				
EPS (원)	1,468	1,773	2,239	2,514	2,791				
수정EPS (원)	1,468	1,773	2,239	2,514	2,791				
PER* (배)	25.2-17.5	20.8-15.7	19.5	17.3	15.6				
PBR (배)	2.5	2.3	3.0	2.7	2.5				
EV/EBITDA (배)	12.0	8.8	10.4	9.3	8.2				
배당수익률 (%)	2.4	2.8	2.6	2.9	3.2				
ROE (%)	12.2	13.8	16.0	16.3	16.5				
ROIC (%)	29.8	41.4	60.6	67.1	64.4				

적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-P = 개별재무제표
 자료: 강원랜드, 현대증권



가동률 상승은 현재 진행형

메르스의 영향에도 불구하고 견조한 2분기 실적 기록

메르스의 영향에도 불구하고 동사의 매출은 전년대비 9% 증가한 3,889억원을 기록하였다. 입장객 증가와 더불어 VIP테이블 및 슬롯머신 부문의 매출이 증가하며 전사 실적을 견인하였다. 판관비의 감소로 영업이익은 전년대비 20% 증가한 1,479억원을 기록하였으나, 법인세 및 기부금 등 영업외 비용이 발생하면서 순이익은 전년대비 3% 감소하였다.

하반기 가동률 상승은 여전히 현재 진행형

동사는 지난 3월 말과 5월 말에 총 437명의 인력을 정규직으로 전환 발령하였다. 이 중 테이블을 운영할 수 있는 달러 인력은 전체 전환 발령 인원의 68%인 297명이다. 전환 발령 된 인원으로는 현재의 가동률을 유지할 수 있는 수준이지만 2014년 하반기에 채용한 95명의 인력들을 2015년 말까지 추가로 전환 발령할 예정이어서 동사의 가동률은 점진적으로 상승할 수 있을 것으로 예상된다. 2015년 2분기 기준 동사의 미운영 테이블은 약 33대 정도로 파악된다. 보통 테이블 당 2.5교대가 이루어지는데, 하반기 전환 발령이 예정되어 있는 95명 중 65명이 달러 인력이라고 가정할 경우 미운영 테이블 중 26대의 테이블이 가동을 시작할 수 있을 것으로 기대된다.

위터월드: 더욱더 견고한 미래를 위해...

중장기 성장 모멘텀인 위터월드 공사는 설계 변경으로 인해 오픈 일정이 지연되었다. 기존 설계 대비 실내 면적 비중을 확대하면서 전체 면적을 늘리고 사계절용 위터파크로서의 기능을 보완하기 위해 오픈 일정을 2018년 상반기로 늦추었다. 일정은 지연되었지만, 실내 비중의 증가로 위터월드는 동절기에도 방문객을 유인할 수 있는 요소가 될 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 53,000원

동사에 대해 투자의견 BUY을 유지하고 목표주가를 중전 48,000원에서 53,000원으로 상향한다. 목표주가는 2016년 예상 EPS 2,514원에 목표 PER 21배를 적용하여 산출하였다. 목표 PER은 2013년 테이블 증설 당시 동사의 연간 평균 PER이다. 인력 충원이 올해 하반기에 완료될 것으로 예상됨에 따라 증설 효과가 본격적으로 반영되는 2016년으로 밸류에이션 시점을 변경하였다.

포괄손익계산서 (십억원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	1,361.3	1,496.5	1,659.9	1,796.1	2,030.4
매출원가	726.1	722.3	776.3	830.5	962.4
매출총이익	635.2	774.2	883.5	965.6	1,068.0
판매비와관리비	247.2	261.1	276.0	303.8	339.6
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	388.0	513.2	607.5	661.9	728.4
EBITDA	464.6	588.8	684.3	748.5	826.6
영업외손익	5.8	(17.2)	5.2	17.6	26.1
금융손익	35.1	45.0	46.9	48.5	50.0
지분손익	(11.9)	(20.0)	1.9	2.1	2.3
기타영업외손익	(17.4)	(42.2)	(43.7)	(32.9)	(26.2)
세전이익	393.8	495.9	612.7	679.5	754.5
법인세비용	96.2	136.6	158.9	169.9	188.6
당기순이익	297.6	359.3	453.8	509.6	565.9
지배기업순이익	297.6	359.4	453.9	509.6	565.9
총포괄이익	298.4	335.7	452.8	509.6	565.9
손비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	297.6	359.4	453.9	509.6	565.9

연금흐름표 (십억원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
당기순이익	297.6	359.3	453.8	509.6	565.9
유무형자산상각비	76.5	75.6	76.8	86.6	98.3
기타비연금손익 조정	95.7	161.7	151.2	117.8	146.3
운전자본투자	39.9	25.8	17.5	123.4	128.4
기타영업연금흐름	(85.3)	(112.0)	(107.9)	(169.9)	(188.6)
영업활동 현금흐름	424.4	510.4	591.6	667.6	750.2
설비투자	(102.9)	(80.0)	(152.5)	(281.5)	(281.5)
무형자산투자	(1.1)	(0.2)	(1.3)	(1.2)	(0.8)
단기금융자산 증감	274.4	190.1	(153.0)	(80.0)	(135.0)
투자자산증감	(360.6)	(537.5)	(73.1)	(15.0)	(10.0)
기타투자연금흐름	(3.1)	0.3	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	(193.3)	(427.4)	(379.9)	(377.7)	(427.3)
금융부채 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(153.1)	(148.0)	(172.3)	(226.9)	(254.8)
기타채무연금흐름	0.3	0.0	174.5	2.1	2.3
재무활동 현금흐름	(152.8)	(148.0)	2.2	(224.8)	(252.5)
기타연금흐름	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	78.3	(64.9)	213.9	65.1	70.4
기초 현금 및 현금성자산	88.6	166.9	102.0	315.9	381.0
기말 현금 및 현금성자산	166.9	102.0	315.9	381.0	451.4
총영업연금흐름	344.3	427.9	532.3	582.9	644.3
임여연금흐름	281.5	379.4	396.2	423.6	490.4
순연금흐름	(74.0)	287.0	430.3	145.1	205.4
순연금 (순차입금)	1,040.6	1,327.6	1,757.9	1,903.0	2,108.4

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 성장률	5.0	9.9	10.9	8.2	13.0
영업이익 성장률	(4.2)	32.3	18.4	9.0	10.0
EBITDA 성장률	(2.1)	26.7	16.2	9.4	10.4
지배기업순이익 성장률	(2.8)	20.8	26.3	12.3	11.0
수정순이익 성장률	(2.8)	20.8	26.3	12.3	11.0
영업이익률	28.5	34.3	36.6	36.9	35.9
EBITDA이익률	34.1	39.3	41.2	41.7	40.7
당기순이익률	21.9	24.0	27.3	28.4	27.9
수정순이익률	21.9	24.0	27.3	28.4	27.9

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세무 이익관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균의석주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (손비경상손익)
 순비경상손익: 세무 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 유희성손익, 중단사업손익 등을 포함)

적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-I =개별재무제표, IFRS-S =별도재무제표

자료: 경영연도, 현대증권

재무상태표 (십억원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
연금 및 현금성자산	166.9	102.0	315.9	315.9	451.4
단기금융자산	873.6	1,225.6	1,442.0	1,522.0	1,657.0
매출채권	6.1	5.3	5.9	6.4	7.0
재고자산	1.5	1.2	1.3	1.5	1.6
기타유동자산	32.2	37.7	46.6	50.9	57.0
유동자산	1,080.4	1,371.8	1,811.7	1,961.8	2,174.0
투자자산	468.4	435.5	445.0	460.0	470.0
유형자산	1,385.7	1,387.6	1,463.9	1,659.9	1,844.2
무형자산	3.6	3.2	3.5	3.6	3.3
이연법인세자산	141.7	161.8	156.2	156.2	156.2
기타비유동자산	22.2	15.3	14.8	14.8	14.8
비유동자산	2,021.6	2,003.3	2,083.4	2,294.5	2,488.5
자산총계	3,102.0	3,375.1	3,895.2	4,256.2	4,662.5
매입채무	2.2	3.3	2.5	2.7	3.0
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	568.0	621.3	854.9	933.0	1,028.0
유동부채	570.2	624.5	857.4	935.7	1,031.0
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	12.1	44.3	51.3	51.3	51.3
이연법인세부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	2.0	0.9	0.6	0.6	0.6
비유동부채	14.1	45.3	52.0	52.0	52.0
부채총계	584.3	669.8	909.3	987.7	1,082.9
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.3	129.4	129.4	129.4	129.4
기타자본항목	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)	(174.1)
기타포괄손익누계액	(0.9)	0.9	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	2,456.1	2,642.0	2,923.4	3,206.1	3,517.2
지배기업 자본총계	2,517.4	2,705.1	2,985.6	3,268.3	3,579.4
비지배자본	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
자본총계	2,517.7	2,705.4	2,985.8	3,268.5	3,579.6
부채와자본총계	3,102.0	3,375.2	3,895.1	4,256.2	4,662.5

주당지표 (원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
EPS	1,468	1,773	2,239	2,514	2,791
수정EPS	1,468	1,773	2,239	2,514	2,791
주당순자산(BPS)	12,417	13,343	14,726	16,121	17,655
주당매출액(SPS)	6,714	7,382	8,187	8,859	10,015
주당총영업연금흐름 (GCFFPS)	1,698	2,111	2,625	2,875	3,178
주당배당금	730	850	1,119	1,257	1,396
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	14.0	19.6	16.3	12.9	13.0

주주가지 및 재무구조 (%)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
ROE	12.2	13.8	16.0	16.3	16.5
ROA	9.9	11.1	12.5	12.5	12.7
ROIC	29.8	41.4	60.6	67.1	64.4
WACC	8.3	7.9	7.9	7.9	7.9
ROIC/WACC (배)	3.6	5.2	7.7	8.5	8.1
경제적이익 (EP, 십억원)	191.5	282.9	390.3	442.7	482.8
부채비율	23.2	24.8	30.5	30.2	30.3
순금융부채비율	순연금	순연금	순연금	순연금	순연금
이자보상배율 (배)	1,702.3	2,379.4	2,372.7	4,331.7	7,972.9

파라다이스 (034230)

Marketperform (하향)

주가(8/12)	21,700원	60일 평균 거래량	1,416,387주	52주 최고/최저가 (보통주)	40,650원
목표주가	25,500원 (중전 37,500원)	60일 평균 거래대금	372억원		20,700원
시가총액 (보통주)	2.0조원	외국인보유비중	8.3%	베타(12M, 일간수익률)	0.5
발행주식수 (보통주)	90,942,672주	수정EPS 성장률(15~17 CAGR)	14.7%	주요주주	파라다이스글로벌 외 15 인 47.2%
유동주식비율	46.5%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.4%		

계산기말	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	621.5	676.2	670.4	926.1	1,022.5
영업이익 (십억원)	132.3	79.0	91.6	188.8	196.4
순이익 (십억원)	107.7	105.8	105.1	135.8	159.6
지배기순이익 (십억원)	101.2	96.4	99.7	128.9	151.4
EPS (원)	1,297	1,178	1,168	1,514	1,778
수정EPS (원)	1,297	1,178	1,168	1,514	1,778
PER* (배)	21.9-12.4	35.1-19.1	18.6	14.3	12.2
PBR (배)	2.8	2.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (배)	15.4	17.3	14.5	7.3	6.4
배당수익률 (%)	1.3	2.5	2.8	2.8	2.8
ROE (%)	14.8	11.1	9.6	11.8	12.8
ROIC (%)	21.8	14.9	12.4	25.8	28.8

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	-10.1%	-28.5%	-3.8%
상대	-8.5%	-31.5%	-19.2%



적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-P = 개별재무제표
 자료: 파라다이스, 현대증권

단기 및 중장기 약재에 대한 관망 필요

메르스 여파와 중국인 VIP 대상 마케팅 위축에 따른 실적 감소

메르스 여파와 중국인 VIP 고객 대상 마케팅 위축에 따라 2분기 드랍액은 전년대비 21% 감소하였다. 이에 따라 2분기 연결기준 매출액은 전년대비 17% 감소한 1,227억원, 고정비 부담으로 영업이익은 전년대비 55% 감소한 132억원을 기록하였다. 7월 카지노 매출액 또한 전년대비 37% 감소한 340억원을 시현하였다. 이는 7월 3주차까지 메르스와 중국인 VIP 고객 감소에 기인하는 것으로 추정된다.

하반기 계절 카지노 인수효과와 일본인 및 기타 국적 VIP 입장객들의 회복 기대

약재가 겹치면서 영업활동이 다소 위축되기는 했지만, 계절 카지노 인수 효과는 유효할 전망이다. 특히 메르스의 진정 국면 돌입에 따라 하반기에는 일본인 및 기타 국적 VIP 입장객 수의 회복이 예상된다. 다만, 중국인 VIP 고객 대상 영업활동 재개의 시기가 불투명한 상황인 만큼 관망이 필요하다고 판단한다.

투자의견 Marketperform, 목표주가 25,500원으로 하향

동사에 대한 투자의견을 BUY에서 Marketperform으로 하향하고 목표주기도 중전 37,500원에서 25,500원으로 하향한다. 메르스의 영향은 진정되어가는 국면이지만, 중국인 VIP 대상 영업이 위축되어 있는 상황을 반영하여 투자의견을 하향하였다. 목표주가는 2015년과 2016년 예상 EPS의 평균인 1,207원에 목표 PER 21배를 적용하여 산출하였다. 목표 PER은 마카오 카지노들의 2015년 및 2016년 PER 컨센서스 평균을 적용하였다. 메르스 영향이 진정 국면에 진입한 상황에서 중국 정부의 부패척결 캠페인의 영향을 받는 마카오 카지노들과 동일한 수준의 밸류에이션을 받는 데에 무리가 없다고 판단한다.

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/13A (IFRS-C)	12/14A (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)
매출액	621.5	676.2	670.4	926.1	1,022.5
매출원가	446.2	532.1	505.9	653.7	734.3
매출총이익	175.3	144.1	164.6	272.4	288.2
판매비와관리비	43.0	65.0	73.0	83.6	91.8
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	132.3	79.0	91.6	188.8	196.4
EBITDA	149.8	101.5	114.7	210.3	218.8
영업외손익	9.4	40.0	27.7	(7.7)	(7.7)
금융손익	5.6	9.1	8.7	9.3	9.5
지분손익	(2.1)	(0.0)	(1.0)	(1.1)	(1.1)
기타영업외손익	6.0	30.9	19.9	(16.0)	8.0
세전이익	141.7	119.1	119.2	181.1	212.7
법인세비용	35.1	13.6	33.1	45.3	53.2
당기순이익	107.7	105.8	105.1	135.8	159.6
지배기업순이익	101.2	96.4	99.7	128.9	151.4
총포괄이익	106.8	103.7	106.9	135.8	159.6
지배기업총포괄이익	99.9	94.9	101.6	128.9	151.4
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	101.2	96.4	99.7	128.9	151.4

연금흐름표 (십억원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
당기순이익	107.7	105.8	105.1	135.8	159.6
유무형자산상각비	17.6	22.4	23.2	21.5	22.4
기타비연금손익 조정	50.3	2.0	31.8	46.3	54.3
운전자본투자	2.3	26.6	(77.7)	49.1	38.0
기타영업연금흐름	(22.2)	(21.5)	(53.9)	(45.3)	(53.2)
영업활동 현금흐름	155.7	135.3	28.5	207.5	221.0
설비투자	(15.4)	(77.0)	(42.7)	(34.0)	(27.5)
무형자산투자	(6.1)	7.9	(0.0)	0.0	0.0
단기금융자산 증감	89.0	(216.4)	(215.2)	(59.1)	(70.9)
투자자산증감	(2.9)	(12.6)	185.8	(4.5)	(2.4)
기타투자연금흐름	(147.6)	1.4	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	(83.0)	(296.6)	(72.2)	(97.6)	(100.8)
금융부채 증감	(19.7)	(0.1)	(11.5)	0.0	0.0
자본의 증감	71.2	282.5	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(15.6)	(35.1)	(51.3)	(51.1)	(51.1)
기타재무연금흐름	0.0	0.0	49.4	2.9	2.8
재무활동 현금흐름	35.9	247.3	(13.4)	(48.3)	(48.4)
기타연금흐름	(6.1)	(6.1)	(3.9)	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	102.5	79.8	(60.9)	61.7	71.9
기초 현금 및 현금성자산	143.3	252.3	338.6	277.6	339.3
기말 현금 및 현금성자산	245.9	332.1	277.6	339.3	411.2
총영업연금흐름	115.9	98.0	89.8	163.2	169.5
영여연금흐름	101.3	41.9	(23.5)	182.2	183.9
순연금흐름	29.0	305.8	(7.4)	120.8	142.8
순연금 (순자입금)	257.7	563.6	556.2	676.9	819.7

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 성장률	19.9	8.8	(0.9)	38.1	10.4
영업이익 성장률	47.3	(40.3)	15.9	106.1	4.0
EBITDA 성장률	45.3	(32.2)	13.0	83.3	4.0
지배기업순이익 성장률	35.5	(4.7)	3.4	29.3	17.5
수정순이익 성장률	35.5	(4.7)	3.4	29.3	17.5
영업이익률	21.3	11.7	13.7	20.4	19.2
EBITDA이익률	24.1	15.0	17.1	22.7	21.4
당기순이익률	17.3	15.6	15.7	14.7	15.6
수정순이익률	16.3	14.3	14.9	13.9	14.8

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/13A (IFRS-C)	12/14A (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	252.3	332.1	277.6	339.3	411.2
단기금융자산	87.5	311.8	347.4	406.5	477.4
매출채권	28.6	33.6	38.0	43.3	47.9
자고자산	2.6	2.5	2.9	3.3	3.6
기타유동자산	7.0	4.8	300.9	352.1	413.5
유동자산	378.0	705.1	966.8	1,144.4	1,353.6
투자자산	173.4	154.3	160.9	165.5	167.8
유형자산	483.6	550.1	577.7	593.9	602.4
무형자산	189.3	186.5	182.9	179.1	175.7
이연법인세자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	5.7	5.9	6.2	6.2	6.2
비유동자산	852.0	896.8	927.7	944.7	952.2
자산총계	1,230.0	1,601.9	1,894.5	2,089.1	2,305.8

	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
매입채무	7.0	1.7	1.6	1.9	2.3
단기금융부채	69.8	57.3	46.6	46.6	46.6
단기총량부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	171.1	269.3	517.5	623.1	727.2
유동부채	247.9	334.8	565.7	671.6	776.1
장기금융부채	12.3	23.1	22.3	22.3	22.3
장기총량부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	12.7	11.4	12.6	12.6	12.6
이연법인세부채	42.3	42.8	44.3	44.3	44.3
기타비유동부채	25.1	11.6	19.2	23.1	26.9
비유동부채	92.5	89.0	98.4	102.3	106.1
부채총계	340.4	423.7	664.1	773.9	882.2
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	99.2	295.0	291.7	291.7	291.7
기타자본항목	(41.6)	(17.4)	(17.4)	(17.4)	(17.4)
기타포괄손익누계액	(2.7)	(1.5)	0.5	0.5	0.5
이익잉여금	628.7	687.2	735.5	813.3	913.6
지배기업 자본총계	730.6	1,010.4	1,057.3	1,135.1	1,235.4
비지배지분	159.0	167.8	173.2	180.1	188.2
자본총계	889.6	1,178.2	1,230.4	1,315.2	1,423.6
부채와자본총계	1,230.0	1,601.9	1,894.5	2,089.1	2,305.8

주당지표 (원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
EPS	1,297	1,178	1,168	1,514	1,778
수정EPS	1,297	1,178	1,168	1,514	1,778
주당순자산(BPS)	9,364	11,813	12,412	13,325	14,503
주당매출액(SPS)	7,965	8,268	7,854	10,872	12,003
주당총영업연금흐름(GCFPS)	1,485	1,199	1,052	1,916	1,990
주당배당금	350	600	600	600	600
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	6.8	5.3	14.7	16.9	11.0

주주가지 및 재무구조 (%)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
ROE	14.8	11.1	9.6	11.8	12.8
ROA	9.7	7.7	6.3	7.1	7.5
ROIC	21.8	14.9	12.4	25.8	28.8
WACC	10.0	11.6	11.7	11.7	11.8
ROIC/WACC (배)	2.2	1.3	1.1	2.2	2.4
경제적이익 (EP, 십억원)	59.8	16.2	7.8	74.7	84.9
부채비율	38.3	36.0	54.0	58.8	62.0
순금융부채비율	순연금	순연금	순연금	순연금	순연금
이자보상배율 (배)	47.1	30.1	16.8	29.3	29.0

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) * (세무 외식관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균회석주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비경상손익)

순비경상손익: 세무 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 말회손익, 중단사업손익 등을 포함)

적용기준: IFRS-C -연결재무제표, IFRS-I -개별재무제표, IFRS-S -별도재무제표

자료: 파라다이스, 현대증권

GKL (114090)

BUY (유지)

주가(8/12)	30,250원	60일 평균 거래량	572,436주	52주 최고/최저가 (보통주)	49,150원
목표주가	41,000원 (중전 50,000원)	60일 평균 거래대금	187억원		27,850원
시가총액 (보통주)	1.9조원	외국인보유비중	10.4%	베타(12M, 일간수익률)	1.0
발행주식수 (보통주)	61,855,670주	수정EPS 성장률(15~17 CAGR)	11.8%	주요주주	한국관광공사 51.0%
유동주식비율	49.0%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.4%		

결산기말	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
(적용기준)	(IFRS-I)	(IFRS-I)	(IFRS-I)	(IFRS-I)	(IFRS-I)
매출액 (십억원)	561.3	540.7	553.4	680.2	729.8
영업이익 (십억원)	191.1	147.8	142.3	170.1	211.0
순이익 (십억원)	137.6	116.5	106.6	132.3	162.9
지배기업순이익 (십억원)	137.6	116.5	106.6	132.3	162.9
EPS (원)	2,224	1,884	1,724	2,138	2,634
수정EPS (원)	2,224	1,884	1,724	2,138	2,634
PER* (배)	18.6-12.1	26.3-16.6	17.5	14.1	11.5
PBR (배)	6.3	4.6	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA (배)	10.3	9.3	8.9	6.8	5.3
배당수익률 (%)	2.9	3.1	3.1	3.8	4.5
ROE (%)	37.8	28.2	23.5	25.8	27.3
ROIC (%)	(175.1)	(97.8)	(81.9)	(102.0)	(137.1)

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	1.7%	-29.7%	-19.4%
상대	4.5%	-25.3%	-20.8%



적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-P = 개별재무제표
 자료: GKL, 현대증권

차분히 기회를 기다리자

2분기 매출액 및 영업이익 전년 대비 각각 5% 증가

메르스의 영향에도 불구하고 동사의 2분기 입장객 수는 전년대비 12% 증가했다. 이로 인해 드랍액은 전년대비 6% 증가하였고, 매출액과 영업이익도 각각 5%씩 증가하였다. 경쟁사 대비 국적별 고객이 다변화 되어 있다는 점에서 메르스의 영향을 상대적으로 적게 받은 것으로 분석된다.

중국 정부의 부패 척결 캠페인에 대한 면역력은 상대적으로 높을 전망

중국인 VIP를 대상으로 하는 현지 영업은 당분간 재개하기 어려운 상황이다. 동사는 중국 현지에서 활동 중인 마케터들이 중국 공안에 체포됨에 따라 현지 마케팅 인력을 모두 철수시킨 상황이다. 하지만, 동사의 2014년 국적별 드랍액 비중을 살펴보면 중국인 입장객의 드랍액 비중은 53%로 경쟁사 대비 비중이 적은 것을 알 수 있다. 중국인 VIP 고객의 입장객 비중 또한 전체 입장객의 4% 수준으로 중국 정부의 부패 척결 캠페인이 동사의 실적에 미치는 영향은 경쟁사 대비 상대적으로 미미할 전망이다. 현재 메르스의 실질적인 종식 선언이 이루어진 만큼, 중국인 Mass 및 일본, 기타 외국인 입장객 수는 빠르게 회복할 것으로 전망한다.

영종도 복합리조트 사업자 진출에 대한 기대감은 여전히 유효하다

지난 6월 동사는 영종도 복합리조트 사업과 관련하여 인천국제공항공사와 MOU를 체결하였고, 투자자 모집을 위한 금융유간사 선정을 하였다. 정부의 방침은 연말까지 사업자 선정을 완료하겠다는 입장이다. 동사가 사업자로 선정될 가능성이 높은 것으로 기대됨에 따라 신사업 진출에 대한 시장의 기대감은 연말까지 투자심리 호전으로 이어질 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가는 41,000원으로 하향

동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 중전 50,000원에서 41,000원으로 하향한다. 목표주가는 2015년과 2016년 예상 EPS의 평균인 1,931원에 목표 PER 21배를 적용하여 산출하였다. 목표 PER은 마카오 카지노들의 2015년 및 2016년 PER 컨센서스 평균을 적용하였다. 메르스 영향이 진정 국면에 진입한 상황에서 중국 정부의 부패척결 캠페인의 영향을 받는 마카오 카지노들과 동일한 수준의 밸류에이션을 받는데 무리가 없다고 판단한다.

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/13A (IFRS-1)	12/14A (IFRS-1)	12/15F (IFRS-1)	12/16F (IFRS-1)	12/17F (IFRS-1)
매출액	561.3	540.7	553.4	680.2	729.8
매출원가	336.6	358.6	374.8	468.8	474.4
매출총이익	224.7	182.1	178.6	211.4	255.4
판매비와관리비	33.6	34.3	36.3	41.3	44.4
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	191.1	147.8	142.3	170.1	211.0
EBITDA	201.8	159.1	155.0	194.5	235.4
영업외손익	(4.3)	5.4	(1.0)	6.2	6.2
금융손익	7.4	10.4	10.1	10.4	10.7
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(11.7)	(5.0)	(11.1)	(4.2)	(4.5)
세전이익	186.9	153.2	141.3	176.4	217.2
법인세비용	49.3	36.6	34.7	44.1	54.3
당기순이익	137.6	116.5	106.6	132.3	162.9
지배기업순이익	137.6	116.5	106.6	132.3	162.9
총포괄이익	139.4	108.8	106.7	132.3	162.9
지배기업총포괄이익	139.4	108.8	106.7	132.3	162.9
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	137.6	116.5	106.6	132.3	162.9

연금흐름표 (십억원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
당기순이익	137.6	116.5	106.6	132.3	162.9
유무형자산상각비	10.7	11.4	12.8	24.4	24.4
기타비연금손익 조정	46.0	27.3	33.5	44.1	54.3
운전자본투자	(12.4)	38.0	11.4	(11.4)	(8.7)
기타영업연금흐름	(11.4)	(34.1)	(32.5)	(44.1)	(54.3)
영업활동 현금흐름	170.5	159.0	131.8	145.2	178.7
실비투자	(8.9)	(13.5)	(75.3)	(20.0)	(24.0)
무형자산투자	(1.8)	(0.0)	(2.1)	(2.2)	(2.1)
단기금융자산 증감	0.0	0.0	(17.3)	(50.0)	(50.0)
투자자산증감	(83.7)	12.4	(35.5)	(3.5)	(4.2)
기타투자연금흐름	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	(93.2)	(1.1)	(130.3)	(75.7)	(80.3)
금융부채 증감	(3.1)	(0.3)	(0.0)	0.1	0.0
자본의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(75.3)	(72.9)	(62.0)	(58.2)	(70.2)
기타재무연금흐름	0.0	0.0	53.9	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(78.4)	(73.3)	(8.1)	(58.0)	(70.2)
기타연금흐름	(0.2)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	(1.2)	84.8	(6.6)	11.5	28.3
기초 현금 및 현금성자산	104.9	103.7	188.5	181.8	193.3
기말 현금 및 현금성자산	103.7	188.5	181.8	193.3	221.6
총영업연금흐름	152.4	118.1	118.1	151.9	182.6
영여연금흐름	128.9	140.9	55.3	118.3	147.9
순연금흐름	98.9	88.5	43.4	61.3	78.2
순연금 (순자입금)	418.8	507.3	550.7	612.0	690.3

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 성장률	11.7	(3.7)	2.3	22.9	7.3
영업이익 성장률	30.5	(22.7)	(3.7)	19.5	24.0
EBITDA 성장률	25.7	(21.2)	(2.6)	25.5	21.0
지배기업순이익 성장률	(4.5)	(15.3)	(8.5)	24.1	23.1
수정순이익 성장률	(4.5)	(15.3)	(8.5)	24.1	23.1
영업이익률	34.0	27.3	25.7	25.0	28.9
EBITDA이익률	36.0	29.4	28.0	28.6	32.3
당기순이익률	24.5	21.5	19.3	19.5	22.3
수정순이익률	24.5	21.5	19.3	19.5	22.3

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/13A (IFRS-1)	12/14A (IFRS-1)	12/15F (IFRS-1)	12/16F (IFRS-1)	12/17F (IFRS-1)
현금 및 현금성자산	103.7	188.5	181.8	193.3	221.6
단기금융자산	315.9	319.3	369.3	419.3	469.3
매출채권	6.9	14.8	9.6	12.7	15.0
자고자산	2.4	2.0	2.3	3.0	3.6
기타유동자산	6.3	4.6	8.5	11.1	13.1
유동자산	435.2	529.2	571.5	639.4	722.5
투자자산	49.2	34.0	37.3	40.8	45.0
유형자산	35.5	38.2	101.2	97.4	97.6
무형자산	11.8	10.5	12.3	13.9	15.4
이연법인세자산	22.4	28.1	30.2	30.2	30.2
기타비유동자산	8.8	11.0	7.7	7.7	7.7
비유동자산	127.7	121.9	188.7	190.0	195.8
자산총계	562.9	651.0	760.2	829.4	918.3

매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기금융부채	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	159.3	204.7	267.5	262.5	258.7
유동부채	159.6	205.0	267.9	263.0	259.2
장기금융부채	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
장기충당부채	3.3	3.8	3.8	3.8	3.8
퇴직급여부채	4.0	10.6	12.3	12.3	12.3
이연법인세부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	7.8	14.6	16.2	16.2	16.2
부채총계	167.4	219.6	284.1	279.2	275.4
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
기타자본항목	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	343.0	379.1	423.7	497.9	590.6
지배기업 자본총계	395.5	431.4	476.1	550.2	642.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	395.5	431.4	476.1	550.2	642.9
부채와자본총계	562.9	651.0	760.2	829.4	918.3

주당지표 (원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
EPS	2,224	1,884	1,724	2,138	2,634
수정EPS	2,224	1,884	1,724	2,138	2,634
주당순자산(BPS)	6,395	6,974	7,697	8,895	10,394
주당매출액(SPS)	9,075	8,741	8,946	10,996	11,799
주당총영업연금흐름 (GCFPS)	2,464	1,909	1,909	2,456	2,953
주당배당금	1,179	1,002	940	1,135	1,368
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	(9.5)	(1.3)	11.8	18.7	12.9

주주가지 및 재무구조 (%)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
ROE	37.8	28.2	23.5	25.8	27.3
ROA	25.8	19.2	15.1	16.7	18.7
ROIC	(175.1)	(97.8)	(81.9)	(102.0)	(137.1)
WACC	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
ROIC/WACC (배)	(20.9)	(11.7)	(9.8)	(12.2)	(16.4)
경제적이익 (EP, 십억원)	147.7	114.3	116.0	138.4	168.3
부채비율	42.3	50.9	59.7	50.7	42.8
순금융부채비율	순연금	순연금	순연금	순연금	순연금
이자보상배율 (배)	2,873.1	6,163.5	784.7	984.4	1,191.6

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세무 외적관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균회석주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비경상손익)
 순비경상손익: 세무 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 말회손익, 중단사업손익 등을 포함)
 적용기준: IFRS-C -연결재무제표, IFRS-1 >개별재무제표, IFRS-S -별도재무제표
 자료: GKL, 현대증권

하나투어 (039130)

BUY (유지)

주가(8/12)	158,000원	60일 평균 거래량	152,979주	52주 최고/최저가 (보통주)	187,500원				
목표주가	200,000원(중전 145,000원)	60일 평균 거래대금	224억원		63,800원				
시가총액 (보통주)	2.0조원	외국인보유비중	24.3%	베타(12M, 일간수익률)	1.1				
발행주식수 (보통주)	11,616,185주	수정EPS 성장률(15~17 CAGR)	36.2%	주요주주	박상환 외 22 인 18.8%				
유동주식비율	76.3%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.4%						
결산기말	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F	주가상승률	1개월	3개월	6개월
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	절대	18.8%	13.3%	61.4%
매출액 (십억원)	352.7	385.5	482.0	860.0	1,046.8	상대	22.1%	20.2%	58.6%
영업이익 (십억원)	40.4	40.4	61.1	91.7	111.3				
순이익 (십억원)	36.1	35.4	51.6	75.6	91.9				
지배기업순이익 (십억원)	34.0	33.4	48.6	68.3	83.5				
EPS (원)	2,999	2,991	4,406	6,191	7,562				
수정EPS (원)	2,999	2,991	4,406	6,191	7,562				
PER* (배)	27.2-19.3	27.2-20.5	35.9	25.5	20.9				
PBR (배)	3.9	4.8	8.1	6.5	5.2				
EV/EBITDA (배)	12.8	14.8	25.4	16.9	13.5				
배당수익률 (%)	1.7	1.7	0.8	0.8	0.8				
ROE (%)	19.5	18.2	24.6	28.3	27.5				
ROIC (%)	(94.3)	(52.4)	(54.2)	(69.2)	(68.4)				



적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
 자료: 하나투어, 현대증권

일본행 송객 호조와 신사업 진출의 수혜 기대

메르스 사태에도 불구하고 견조한 실적 시현

메르스 사태에도 불구하고 동사의 2분기 연결 기준 매출액은 전년대비 21% 성장한 1,092억원, 영업이익은 전년대비 79% 성장한 117억원을 시현하였다. 이는 타 지역 대비 판매가가 높은 유럽 지역의 송객 성장률이 전년 대비 24% 증가하였고, 일본행 송객이 전년 대비 91% 성장한 데에 기인한다. 한편, 동사의 2분기 전체 송객 수는 83만명으로 전년 대비 29% 증가하며 시장 성장률인 23%를 상회하였다.

일본행 출국자 수 증가로 인한 자회사 성장

성수기 효과와 메르스 사태의 종식 국면 진입에 따라 3분기 출국자 수 또한 성장세를 이어갈 수 있을 것으로 예상된다. 동사의 일본행 송객 또한 지속적인 성장세를 보일 것으로 전망됨에 따라 하나투어 재팬을 비롯한 일본 자회사들의 실적 성장이 기대된다.

면세점 사업 진출의 수혜 기대

오는 10월 가오폰이 예정되어 있는 인천공항 면세점과 2016년 1분기 오픈을 목표로 하고 있는 SM면세점 또한 동사의 중장기 성장성에 기여할 전망이다. 당사가 예상하는 시내 면세점과 공항면세점의 2016년 합산 매출은 2,644억원, 영업이익은 210억원 수준이다.

투자의견 BUY, 목표주가 200,000원으로 상향

동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 국내외 자회사 성장과 면세점 사업의 예상 실적을 반영하여 목표주가를 중전 145,000원에서 200,000원으로 상향한다. 목표주가는 2016년 예상 EPS 6,191원에 목표 PER 32배를 적용하여 산출하였다. 목표 PER은 2006년~2014년까지 동사의 연간 평균 PER을 평균한 값이다. 밸류에이션의 시점을 중전 12개월 forward에서 면세점 사업이 가시화 되고 자회사 성장 효과가 본격화되는 2016년으로 변경하였다.

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/13A (IFRS-C)	12/14A (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)
매출액	352.7	385.5	482.0	860.0	1,046.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	156.0	193.3
매출총이익	352.7	385.5	482.0	704.0	853.6
판매비와관리비	312.3	345.0	420.8	612.3	742.3
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	40.4	40.4	61.1	91.7	111.3
EBITDA	45.6	47.6	69.6	99.9	119.4
영업외손익	8.5	5.8	7.7	9.1	11.2
금융손익	5.0	4.1	6.5	7.8	9.9
지분법손익	(0.1)	0.4	0.4	0.4	0.4
기타영업외손익	3.6	1.3	0.8	0.9	0.9
세전이익	48.8	46.2	68.9	100.8	122.5
법인세비용	12.8	10.8	17.3	25.2	30.6
당기순이익	36.1	35.4	51.6	75.6	91.9
지배기업순이익	34.0	33.4	48.6	68.3	83.5
총포괄이익	35.3	34.5	51.6	75.6	91.9
지배기업총포괄이익	33.4	32.7	48.6	68.3	83.5
소비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	34.0	33.4	48.6	68.3	83.5

연금흐름표 (십억원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
당기순이익	36.1	35.4	51.6	75.6	91.9
유무형자산상각비	5.2	7.2	8.5	8.2	8.1
기타비연금손익 조정	16.2	14.6	18.4	24.8	30.2
운전자본투자	1.3	54.7	19.0	29.0	19.1
기타영업연금흐름	(12.8)	(8.2)	(14.4)	(25.2)	(30.6)
영업활동 현금흐름	45.9	103.7	83.0	114.4	118.6
설비투자	(7.3)	(10.0)	(8.5)	(8.0)	(8.0)
무형자산투자	(3.1)	(3.5)	(2.5)	(2.0)	(1.1)
단기금융자산 증감	(22.4)	(9.6)	(7.7)	(7.0)	(7.0)
투자자산증감	(6.4)	(12.8)	(1.1)	(6.5)	(4.0)
기타투자연금흐름	(2.2)	(3.6)	1.8	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	(41.3)	(39.5)	(18.0)	(23.6)	(20.2)
금융부채 증감	(3.6)	9.1	0.6	1.5	1.5
자본의 증감	0.4	(26.7)	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(11.6)	(14.1)	(14.3)	(14.4)	(14.4)
기타재무연금흐름	(0.4)	(0.0)	(12.3)	0.4	0.4
재무활동 현금흐름	(15.0)	(31.7)	(26.0)	(12.5)	(12.5)
기타연금흐름	(0.7)	(0.3)	(0.1)	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	(11.2)	32.1	38.8	76.3	86.0
기초 현금 및 현금성자산	93.0	81.9	113.9	152.8	229.1
기말 현금 및 현금성자산	81.9	113.9	152.8	229.1	315.1
총영업연금흐름	35.2	36.7	53.6	76.9	91.5
영여연금흐름	25.5	78.2	62.5	95.9	101.4
순연금흐름	(6.0)	34.2	45.2	81.9	91.6
순연금 (순자금)	174.1	208.4	253.6	335.5	427.0

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 성장률	14.6	9.3	25.0	78.4	21.7
영업이익 성장률	2.0	0.0	51.2	50.1	21.4
EBITDA 성장률	(0.9)	4.4	46.2	43.5	19.5
지배기업순이익 성장률	(3.7)	(1.8)	45.5	40.5	22.3
수정순이익 성장률	(3.7)	(1.8)	45.5	40.5	22.3
영업이익률	11.5	10.5	12.7	10.7	10.6
EBITDA이익률	12.9	12.3	14.4	11.6	11.4
당기순이익률	10.2	9.2	10.7	8.8	8.8
수정순이익률	9.6	8.7	10.1	7.9	8.0

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/13A (IFRS-C)	12/14A (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	81.9	113.9	152.8	229.1	315.1
단기금융자산	100.7	113.9	121.0	128.0	135.0
매출채권	61.1	49.9	49.3	85.2	107.5
자고자산	0.4	1.0	1.3	2.2	2.8
기타유동자산	34.4	37.7	41.3	45.0	48.6
유동자산	278.5	316.4	365.6	489.5	609.0
투자자산	46.4	55.2	55.9	62.4	66.5
유형자산	34.8	46.3	50.6	52.7	54.3
무형자산	11.2	12.3	11.0	10.7	10.1
이연법인세자산	4.3	5.8	6.4	6.4	6.4
기타비유동자산	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
비유동자산	98.0	121.0	125.3	133.6	138.7
자산총계	376.5	437.4	490.9	623.1	747.7
매입채무	54.0	75.8	73.0	129.3	161.9
단기금융부채	7.4	15.7	17.1	18.6	20.0
단기총량부채	0.9	2.0	2.1	2.1	2.1
기타유동부채	118.5	149.5	162.6	175.7	188.8
유동부채	180.8	243.0	254.7	325.6	372.7
장기금융부채	1.0	3.8	3.1	3.1	3.1
장기총량부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
이연법인세부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.7	2.1	3.0	3.0	3.0
비유동부채	3.1	6.4	6.6	6.6	6.6
부채총계	183.9	249.4	261.3	332.2	379.3
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	91.1	92.1	91.8	91.8	91.8
기타자본항목	(8.8)	(34.7)	(34.2)	(34.2)	(34.2)
기타포괄손익누계액	(0.8)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
이익잉여금	98.8	118.6	152.9	206.9	276.0
지배기업 자본총계	186.2	180.3	214.7	268.7	337.8
비지배지분	6.5	7.7	14.9	22.2	30.6
자본총계	192.6	188.0	229.6	290.9	368.4
부채와자본총계	376.5	437.4	490.9	623.1	747.7

주당지표 (원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
EPS	2,999	2,991	4,406	6,191	7,562
수정EPS	2,999	2,991	4,406	6,191	7,562
주당순자산(BPS)	16,415	16,369	19,448	24,339	30,601
주당매출액(SPS)	31,149	34,485	43,707	77,896	94,822
주당총영업연금흐름 (GCFPS)	3,105	3,280	4,864	6,966	8,284
주당배당금	1,100	1,300	1,300	1,300	1,300
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	11.4	27.3	36.2	26.7	20.3

주주가지 및 재무구조 (%)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
ROE	19.5	18.2	24.6	28.3	27.5
ROA	9.9	8.7	11.2	13.6	13.4
ROIC	(94.3)	(52.4)	(54.2)	(69.2)	(68.4)
WACC	(0.8)	3.5	3.5	3.5	3.5
ROIC/WACC (배)	120.2	(15.1)	(15.5)	(19.8)	(19.5)
경제적이익 (EP, 십억원)	29.7	30.6	48.0	71.7	87.3
부채비율	95.5	132.7	113.8	114.2	102.9
순금융부채비율	순연금	순연금	순연금	순연금	순연금
이자보상배율 (배)	234.0	175.2	226.9	310.1	352.9

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) * (세무 외적관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균회석주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (소비경상손익)

순이익성장률: 세무 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 말회손익, 중단사업손익 등을 포함)

적용기준: IFRS-C -연결재무제표, IFRS-I >개별재무제표, IFRS-S >별도재무제표

자료: 이니티브, 현대증권

모두투어 (080160)

BUY (유지)

주가(8/13)	40,100원	60일 평균 거래량	211,519주	52주 최고/최저가 (보통주)	45,000원
목표주가	60,000원(전 42,500원)	60일 평균 거래대금	78억원		19,050원
시가총액 (보통주)	5,053억원	외국인보유비중	27.5%	베타(12M, 일간수익률)	1.1
발행주식수 (보통주)	12,600,000주	수정EPS 성장률(15~17 CAGR)	27.4%	주요주주	우종웅 외 7 인 17.9%
유동주식비율	76.5%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.4%		
결산기말	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	147.0	164.7	206.7	228.8	248.2
영업이익 (십억원)	15.8	16.6	28.5	38.3	38.8
순이익 (십억원)	15.3	14.0	23.1	30.0	31.6
지배기업순이익 (십억원)	16.1	15.3	23.2	30.1	31.8
EPS (원)	1,334	1,279	1,927	2,505	2,642
수정EPS (원)	1,334	1,279	1,927	2,505	2,642
PER* (배)	24.5-14.8	20.8-14.7	20.8	16.0	15.2
PBR (배)	3.1	2.9	4.2	3.4	2.9
EV/EBITDA (배)	12.3	13.6	14.1	10.3	9.7
배당수익률 (%)	2.2	2.1	1.3	1.3	1.3
ROE (%)	18.7	16.3	21.6	23.5	20.8
ROIC (%)	(227.6)	(85.1)	(95.6)	(155.3)	(223.3)

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	9.7%	3.6%	33.0%
상대	12.4%	-1.9%	10.6%



적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-P = 개별재무제표
 자료: 모두투어, 현대증권

항공권 확보를 통한 비상

**세월호 기저효과로
 영업이익 전년대비
 141% 증가**

동사의 2분기 연결 기준 매출액은 전년대비 33% 증가한 486억원, 영업이익은 전년대비 141% 증가한 51억원을 기록하였다. 전년 동기에 있었던 세월호의 기저효과가 작용하면서 2분기 승객은 전년대비 43% 증가한 44만명을 기록하였다.

**항공권 예약 시스템
 교체에 따른 항공권
 승객 증가 지속**

동사는 2014년 8월 기존 국적 항공사의 자체 항공권 예약 시스템을 글로벌 시스템인 아 마테우스로 교체 하였다. 이에 따라 제휴 항공사 수는 기존 100여개에서 700여개로 증가 하게 되었다. 또한 글로벌 시스템으로의 교체에 따라 제휴 채널 (삼성카드, C-trip, 스카 이스캐너 등)이 다양화 되면서 월별 항공권 승객은 20%~80%까지 성장하고 있다. 견조 한 승객 증가를 통해 2015년 동사의 항공권 판매 부문 매출은 전년대비 41% 성장한 153억원을 기록할 전망이다.

**항공권 확보는
 패키지 Mix 다양화로
 이어질 전망**

항공권의 확보는 패키지 상품의 Mix 개선으로 이어질 전망이다. 동사는 기존대비 다양한 LCC 항공권을 확보할 수 있을 것이고 이를 통해 저렴한 여행 상품을 기획할 수 있어 저 가 패키지 여행에 대한 여행객들의 수요를 흡수할 수 있을 것이다. 또한 항공권 확보를 통 해 성장하고 있는 개별자유여행 (FIT) 시장 또한 공략할 수 있을 것으로 기대된다.

**투자의견 BUY,
 목표주가 60,000원으로
 상향**

동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 종전 42,500원에서 60,000원으로 상향한다. 목표주가는 2015년과 2016년 예상 EPS의 평균인 2,216원에 목표 PER 27배 를 적용하여 산출하였다. 목표 PER은 하나투어 대비 15%의 할인율을 적용하여 산출하였 다. 2010년부터 지난 5년간 동사의 평균 PER이 하나투어 대비 15% 할인된 가격에서 거 래 되어 왔고, 견실한 본업의 성장성을 감안하면 밸류에이션 매력이 부각될 수 있는 구간 이라고 판단한다.

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/13A (IFRS-C)	12/14A (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)
매출액	147.0	164.7	206.7	228.8	248.2
매출원가	1.5	3.9	3.9	1.7	1.8
매출총이익	145.4	160.8	202.7	227.1	246.4
판매비와관리비	129.6	144.2	174.2	188.7	207.6
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	15.8	16.6	28.5	38.3	38.8
EBITDA	17.1	18.8	31.2	40.9	41.3
영업외손익	4.3	2.7	3.1	1.6	3.3
금융손익	1.7	0.7	1.0	0.0	1.3
자본손익	0.0	0.2	1.1	0.7	0.8
기타영업외손익	2.6	1.8	1.0	0.9	1.3
세전이익	20.1	19.3	31.6	40.0	42.2
법인세비용	4.8	5.3	8.5	10.0	10.5
당기순이익	15.3	14.0	23.1	30.0	31.6
지배기업순이익	16.1	15.3	23.2	30.1	31.8
총포괄이익	15.2	13.1	23.1	30.0	31.6
지배기업총포괄이익	16.0	14.4	23.2	30.1	31.8
손비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	16.1	15.3	23.2	30.1	31.8

현금흐름표 (십억원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
당기순이익	15.3	14.0	23.1	30.0	31.6
유무형자산상각비	1.3	2.1	2.7	2.5	2.5
기타비현금손익 조정	9.3	5.7	7.4	9.3	9.8
운전자본투자	(6.5)	11.3	(4.4)	(1.1)	(0.1)
기타영업현금흐름	(4.0)	(3.8)	(8.0)	(10.0)	(10.5)
영업활동 현금흐름	15.5	29.4	20.7	30.7	33.3
설비투자	(0.8)	(3.5)	(4.2)	(8.0)	(6.8)
무형자산투자	(0.4)	(0.5)	(0.2)	0.0	0.0
단기금융자산 증감	(7.9)	4.6	4.3	4.4	4.4
투자자산증감	(3.2)	(46.2)	(0.3)	(1.0)	(1.0)
기타투자현금흐름	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	(12.3)	(45.6)	(0.4)	(4.6)	(3.4)
금융부채 증감	1.1	32.3	0.3	0.0	0.0
자본의 증감	(4.1)	7.3	8.8	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(5.5)	(6.0)	(6.1)	(6.1)	(6.1)
기타재무현금흐름	0.0	0.0	6.9	0.7	0.8
재무활동 현금흐름	(8.5)	33.6	9.8	(5.4)	(5.4)
기타현금흐름	(0.0)	1.6	(0.0)	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	(5.4)	18.9	30.1	20.7	24.4
기초 현금 및 현금성자산	41.8	36.4	55.3	85.3	106.0
기말 현금 및 현금성자산	36.4	55.3	85.3	106.0	130.4
총영업현금흐름	14.1	14.2	23.3	31.3	31.6
잉여현금흐름	6.4	20.8	14.4	22.2	24.7
순현금흐름	1.2	(19.4)	25.5	16.3	20.1
순현금 (순차입금)	79.8	60.4	85.9	102.2	122.3

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 성장률	6.6	12.0	25.5	10.7	8.5
영업이익 성장률	(25.8)	5.1	71.7	34.4	1.3
EBITDA 성장률	(24.3)	9.9	66.0	31.1	1.0
지배기업순이익 성장률	(8.5)	(5.0)	51.6	29.7	5.6
수정순이익 성장률	(8.5)	(5.0)	51.6	29.7	5.6
영업이익률	10.7	10.1	13.8	16.7	15.6
EBITDA이익률	11.6	11.4	15.1	17.9	16.6
당기순이익률	10.4	8.5	11.2	13.1	12.7
수정순이익률	11.0	9.3	11.2	13.2	12.8

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세무 회식관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균의석주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (손비경상손익)
 손비경상손익: 세무 비경상항목의 손익(자매기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 영업외손익, 종다사업손익 등을 포함)
 적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-1 = 개별재무제표, IFRS-S = 별도재무제표

자료: 오뚜기, 현대증권

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/13A (IFRS-C)	12/14A (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	36.4	55.3	85.3	106.0	130.4
단기금융자산	46.3	41.9	37.6	33.2	28.9
매출채권	22.0	19.2	18.1	20.6	22.0
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	12.3	15.9	19.6	23.2	26.8
유동자산	117.0	132.3	160.6	183.0	208.2
투자자산	18.8	68.5	69.0	70.0	71.0
유형자산	10.0	13.4	15.5	21.2	25.7
무형자산	1.3	4.3	4.1	3.9	3.7
이연법인채자산	1.6	1.6	1.8	1.8	1.8
기타비유동자산	3.6	4.2	4.2	4.2	4.2
비유동자산	35.3	92.0	94.5	101.0	106.3
자산총계	152.3	224.3	255.1	284.0	314.5

매입채무	0.0	0.0	33.1	33.1	33.1
단기금융부채	0.6	6.0	5.8	5.8	5.8
단기총당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	56.0	78.2	50.0	55.0	60.0
유동부채	56.7	84.2	88.9	93.9	98.9
장기금융부채	2.2	30.8	31.2	31.2	31.2
장기총당부채	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
퇴직급여부채	3.6	0.1	0.1	0.1	0.1
이연법인채부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
비유동부채	5.9	31.1	31.5	31.5	31.5
부채총계	62.6	115.2	120.4	125.4	130.4
자본금	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
자본잉여금	28.1	28.4	28.5	28.5	28.5
기타자본항목	(14.9)	(14.2)	(14.2)	(14.2)	(14.2)
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	69.8	78.2	95.4	119.3	145.0
지배기업 자본총계	89.4	98.7	116.0	140.0	165.6
비지배지분	0.4	10.4	18.8	18.6	18.5
자본총계	89.8	109.1	134.8	158.6	184.1
부채와자본총계	152.4	224.3	255.2	284.0	314.5

주당지표 (원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
EPS	1,334	1,279	1,927	2,505	2,642
수정EPS	1,334	1,279	1,927	2,505	2,642
주당순자산(BPS)	7,458	8,218	9,654	11,648	13,780
주당매출액(SPS)	12,183	13,726	17,201	19,035	20,650
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	1,166	1,179	1,935	2,604	2,627
주당배당금	500	510	510	510	510
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	9.9	23.3	27.4	11.9	5.4

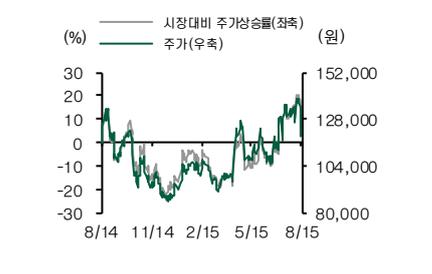
주주가지 및 재무구조 (%)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
ROE	18.7	16.3	21.6	23.5	20.8
ROA	10.2	7.7	10.0	11.4	10.8
ROIC	(227.6)	(85.1)	(95.6)	(155.3)	(223.3)
WACC	9.1	7.5	7.8	7.8	7.8
ROIC/WACC (배)	(25.0)	(11.3)	(12.2)	(19.8)	(28.6)
경제적이익 (EP, 십억원)	13.1	12.5	22.3	30.5	30.3
부채비율	69.7	105.7	89.3	79.0	70.8
순금융부채비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율 (배)	695.2	26.6	29.4	35.7	53.2

호텔신라 (008770)

BUY (유지)

주가(8/12)	119,000원	60일 평균 거래량	581,626주	52주 최고/최저가 (보통주)	138,000원
목표주가	160,000원(중전 150,000원)	60일 평균 거래대금	706억원		85,800원
시가총액 (보통주)	4.9조원	외국인보유비중	39.3%	베타(12M, 일간수익률)	1.8
발행주식수 (보통주)	39,248,121주	수정EPS 성장률(15~17 CAGR)	71.3%	주요주주	삼성생명보험 외 5 인 17.5%
유동주식비율	80.8%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.4%		
결산기말	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	2,297.0	2,909.0	3,427.1	3,892.7	4,507.7
영업이익 (십억원)	86.6	139.0	172.8	274.4	347.1
순이익 (십억원)	10.8	73.5	102.4	220.7	369.6
지배기업순이익 (십억원)	10.8	73.5	102.4	220.7	369.6
EPS (원)	275	1,867	2,602	5,607	9,392
수정EPS (원)	275	1,867	2,602	5,607	9,392
PER* (배)	267.2-150.0	72.6-29.7	45.7	21.2	12.7
PBR (배)	3.9	4.9	5.7	4.5	3.4
EV/EBITDA (배)	21.7	19.9	21.4	14.7	11.4
배당수익률 (%)	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	1.6	10.4	13.2	23.8	30.6
ROIC (%)	9.2	11.3	14.8	23.9	29.3

	1개월	3개월	6개월
절대	-7.0%	11.7%	11.7%
상대	-4.4%	18.6%	9.8%



적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
 자료: 호텔신라, 현대증권

HDC신라면세점을 통한 점유율 확대 및 온라인 채널 진출

창이 공항 면세점과 메르스의 사태의 영향 반영 된 실적

2분기 동사의 연결 기준 매출액은 전년 대비 19% 성장한 8,447억원, 영업이익은 전년 대비 11% 감소한 294억원을 기록하였다. 영업이익의 감소는 2014년 2분기에 창이공항 면세점의 실적이 반영되지 않았기 때문에 기저효과가 발생하였기 때문이다. 그러나 메르스 사태로 인한 입국자 수 감소에도 불구하고 별도기준 면세점 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 6%와 31% 성장하였다.

메르스 사태의 정상화

메르스 사태로 인한 중국인 관광객 감소는 7월 4주차까지 지속된 것으로 판단된다. 이에 따라 동사의 3분기 면세사업부 실적에 부정적 영향이 있을 수 있다. 다만, WHO의 공식적인 중식 선언이 다가오고 있고, 중국 정부가 한국 여행 자제령을 해제한 만큼 방한 중국인의 수는 점진적으로 회복할 전망이다.

중국 온라인 채널로의 진출

또한 동사는 최근 중국의 알리바바가 운영하는 티몰을 통해 대중국 온라인 면세점 시장에 뛰어들었다. 이는 동사가 중국인 FIT 여행객들의 수요를 충족함과 동시에 여행사에 지불하는 고객 알선 수수료, 부지 확보를 위한 대규모 투자, 공항 면세점 임대료 등의 비용에 대한 고민을 할 필요가 없음을 의미한다. 또한, DFASS 인수를 통해 원가 경쟁력이 확보된 만큼 온라인 면세점 시장으로의 진출은 동사의 신 성장 동력이 될 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 160,000원으로 상향

동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 중전 150,000원에서 160,000원으로 상향한다. 목표주가는 HDC신라면세점의 사업이 안정화 될 것으로 예상되는 2017년 예상 EPS 9,392원에 목표 PER 17배를 적용하여 산출하였다. 목표 PER은 국내 면세점 시장에서 외국인 매출 비중이 내국인 비중을 처음으로 상회한 2011년 당시 동사의 연간 평균 PER을 20% 할인한 값이다. 신규 시내 면세점 사업자들과의 사업이 안정화 되는 2017년이 산업의 구조적 변화가 있었던 2011년과 유사할 것으로 예상되지만, HDC신라면세점의 사업 안정화까지의 소요되는 시간과 불확실성을 고려하여 할인율을 적용하였다.

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/13A (IFRS-C)	12/14A (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)
매출액	2,297.0	2,909.0	3,427.1	3,892.7	4,507.7
매출원가	1,327.4	1,612.9	1,842.2	2,080.7	2,384.6
매출총이익	969.6	1,296.1	1,584.9	1,812.0	2,123.1
판매비와관리비	883.0	1,157.1	1,412.1	1,537.6	1,776.0
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	86.6	139.0	172.8	274.4	347.1
EBITDA	137.7	202.8	249.5	354.4	426.1
영업외손익	(70.5)	(25.2)	(28.0)	19.8	145.7
금융손익	(6.4)	(10.7)	(12.3)	(12.0)	(13.1)
지분법손익	0.0	0.0	(6.1)	40.3	145.0
기타영업외손익	(64.2)	(14.5)	(9.5)	(8.4)	13.8
세전이익	16.0	113.8	144.8	294.2	492.8
법인세비용	5.2	40.3	42.4	73.6	123.2
당기순이익	10.8	73.5	102.4	220.7	369.6
지배기업순이익	10.8	73.5	102.4	220.7	369.6
총포괄이익	1.2	57.4	106.5	220.7	369.6
지배기업총포괄이익	1.2	57.4	106.5	220.7	369.6
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	10.8	73.5	102.4	220.7	369.6

연금흐름표 (십억원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
당기순이익	10.8	73.5	102.4	220.7	369.6
유무형자산상각비	51.1	63.8	76.7	80.0	79.0
기타비연금손익 조정	53.0	59.2	59.1	33.3	(21.8)
운전자본투자	54.6	(62.1)	47.8	(47.8)	12.8
기타영업연금흐름	(17.0)	(12.3)	(46.0)	(73.6)	(123.2)
영업활동 현금흐름	152.5	122.1	240.0	212.6	316.5
설비투자	(216.6)	(128.4)	(137.0)	(83.7)	(60.4)
무형자산투자	(6.4)	(4.7)	0.0	0.0	0.0
단기금융자산 증감	0.3	2.0	0.8	0.0	0.0
투자자산증감	(63.0)	(9.9)	(17.9)	(20.9)	(21.1)
기타투자연금흐름	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	(285.3)	(140.7)	(154.1)	(104.5)	(81.5)
금융부채 증감	119.3	9.4	0.0	0.0	0.0
자본의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(11.8)	(5.9)	(13.8)	(13.8)	(13.8)
기타채무연금흐름	(22.3)	(23.8)	(12.8)	26.4	131.1
재무활동 현금흐름	85.1	(20.3)	(26.6)	12.6	117.3
기타연금흐름	(0.1)	(0.2)	(1.4)	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	(47.8)	(39.1)	57.9	120.7	352.2
기초 현금 및 현금성자산	273.6	225.9	186.7	244.6	365.3
기말 현금 및 현금성자산	225.9	186.7	244.6	365.3	717.5
총영업연금흐름	112.4	150.2	198.2	285.7	338.2
잉여연금흐름	(20.4)	(58.8)	95.1	140.3	276.7
순연금흐름	(167.6)	(49.0)	57.1	120.7	352.2
순연금 (순자입금)	(362.2)	(411.2)	(354.1)	(233.5)	118.8

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 성장률	3.5	26.6	17.8	13.6	15.8
영업이익 성장률	(33.0)	60.5	24.3	58.8	26.5
EBITDA 성장률	(21.0)	47.3	23.0	42.0	20.2
지배기업순이익 성장률	(89.3)	580.6	39.3	115.5	67.5
수정순이익 성장률	(89.3)	580.6	39.3	115.5	67.5
영업이익률	3.8	4.8	5.0	7.0	7.7
EBITDA이익률	6.0	7.0	7.3	9.1	9.5
당기순이익률	0.5	2.5	3.0	5.7	8.2
수정순이익률	0.5	2.5	3.0	5.7	8.2

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/13A (IFRS-C)	12/14A (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	225.9	186.7	244.6	365.3	717.5
단기금융자산	0.5	0.7	0.0	0.0	0.0
매출채권	56.6	51.2	45.8	40.4	35.0
자고자산	336.8	493.5	650.2	806.9	963.6
기타유동자산	89.4	90.9	92.4	93.9	95.4
유동자산	709.1	823.0	1,033.0	1,306.5	1,811.5
투자자산	336.3	344.7	367.5	388.3	409.4
유형자산	643.4	703.6	770.2	780.7	767.0
무형자산	23.3	32.7	24.9	18.1	13.1
이연법인세자산	0.0	3.4	3.8	3.8	3.8
기타비유동자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	1,002.9	1,084.5	1,166.3	1,190.8	1,193.3
자산총계	1,712.1	1,907.5	2,199.3	2,497.3	3,004.8

매입채무	137.3	192.8	319.3	339.0	419.3
단기금융부채	139.9	0.0	0.0	0.0	0.0
단기총량부채	3.2	5.0	4.7	4.7	4.7
기타유동부채	152.1	237.4	322.8	408.1	493.5
유동부채	432.5	435.2	646.8	751.8	917.4
장기금융부채	448.7	598.6	598.7	598.7	598.7
장기총량부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	9.6	17.7	21.0	21.0	21.0
이연법인세부채	4.6	1.8	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	138.0	124.1	110.2	96.4	82.5
비유동부채	601.0	742.3	729.9	716.0	702.1
부채총계	1,033.5	1,177.5	1,376.7	1,467.8	1,619.6
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타자본항목	(3.9)	(3.9)	(3.9)	(3.9)	(3.9)
기타포괄손익누계액	(2.0)	(6.3)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
이익잉여금	287.9	343.6	432.2	639.1	994.8
지배기업 자본총계	678.6	730.0	822.7	1,029.5	1,385.3
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	678.6	730.0	822.7	1,029.5	1,385.3
부채와자본총계	1,712.1	1,907.5	2,199.4	2,497.3	3,004.9

주당지표 (원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
EPS	275	1,867	2,602	5,607	9,392
수정EPS	275	1,867	2,602	5,607	9,392
주당순자산(BPS)	17,243	18,549	20,904	26,160	35,201
주당매출액(SPS)	58,371	73,920	87,085	98,916	114,543
주당총영업연금흐름 (GCFPS)	2,856	3,818	5,035	7,259	8,594
주당배당금	150	350	350	350	350
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	0.4	173.3	71.3	40.8	15.2

주주가지 및 재무구조 (%)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
ROE	1.6	10.4	13.2	23.8	30.6
ROA	1.9	5.2	6.0	10.3	14.3
ROIC	9.2	11.3	14.8	23.9	29.3
WACC	2.7	8.7	8.9	8.9	9.0
ROIC/WACC (배)	3.4	1.3	1.7	2.7	3.3
경제적이익 (EP, 십억원)	44.9	23.9	49.0	131.8	179.3
부채비율	152.3	161.3	167.3	142.6	116.9
순금융부채비율	53.4	56.3	43.0	22.7	순연금
이자보상배율 (배)	5.1	7.8	9.2	12.4	14.2

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) * (세무 외적관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균회석주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비경상손익)

순비경상손익: 세무 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 말회손익, 중단사업손익 등을 포함)

적용기준: IFRS-C -연결재무제표, IFRS-I -개별재무제표, IFRS-S -별도재무제표

자료: 모빌리아, 현대증권

투자자 고지사항

■ 투자의견 및 목표주가 변경내역



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
강원랜드	15/05/21	BUY	48,000
	15/08/12	BUY	53,000



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
파라다이스	13/11/08	BUY	31,000
	14/02/18	BUY	36,000
	15/05/27	BUY	37,500
	15/08/12	Marketperform	25,500



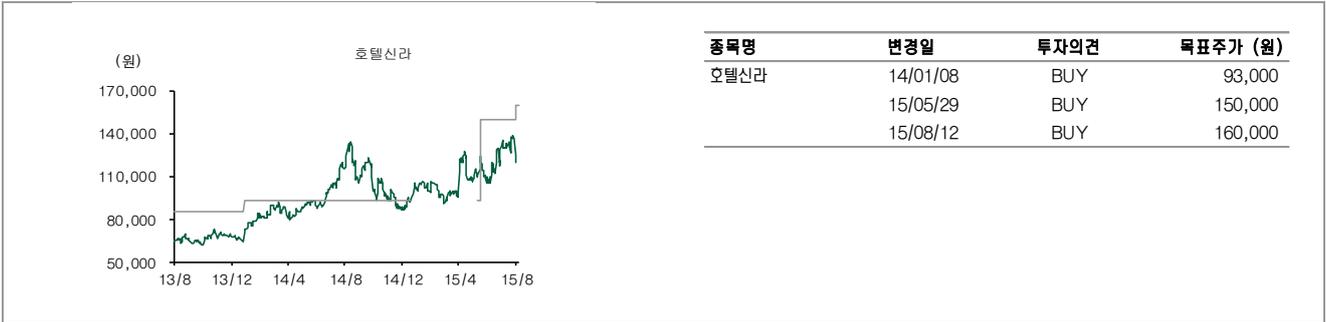
종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
GKL	13/08/14	BUY	41,000
	14/02/14	BUY	46,600
	15/05/25	BUY	50,000
	15/08/12	BUY	41,000



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
하나투어	13/11/04	BUY	80,300
	15/06/05	BUY	145,000
	15/08/12	BUY	200,000



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
모두투어	13/10/28	BUY	32,500
	15/06/02	BUY	42,500
	15/08/12	BUY	60,000



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
호텔신라	14/01/08	BUY	93,000
	15/05/29	BUY	150,000
	15/08/12	BUY	160,000

종목명	인수 변경 업무관련	1년 이내 IPO	BW/CW/EW 인수계약	유상증자 모집주선	주식 등 1% 이상보유	자사주 취득/처분	ELW 발행	유동성공급	채무이행 보증	계열사 관계	공개매수 사무관련
강원랜드							○	○			
파라다이스							○	○			
GKL											
아나투어											
모두투어											
호텔신라							○	○			

■ 당사는 등 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.

■ 투자 의견 분류: **신입**: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / **가업**: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상) (주가 —, 목표주가 —)

■ 투자등급 비율 (2015. 06. 30 기준)

매수	중립	매도
89.7	10.3	-

* 최근 1년간 투자 의견을 제시한 리포트 기준

■ 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으며 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.