

# IN-N-OUT Tourism

트래픽 확대를 기대한다면 주목

Part I Outbound Traffic 확대 수혜 업종(항공, 여행)

Part II Inbund Traffic 확대 수혜 업종(카지노, 면세점)



안녕하세요.

이베스트투자증권 항공/레저/엔터 담당 **황현준** 입니다.

이번 보고서에서는 In-N-Out 트래픽 확대 시 주목해야할 업종 및 종목에 대해 다뤘습니다.

우리나라의 아웃바운드 트래픽은 성장을 지속하고 있습니다.

그 동안 부진했던 인바운드 트래픽은 올해 회복세에 들어섰습니다.

해외 여행객들의 약 80%가 같은 지역 내에서 여행하기 때문에 (Intra-regionla Tourism)

인접국 중심의 In-N-Out 트래픽 확대는 지속될 것으로 보입니다.

이에 따라 근거리 항공 노선을 중심으로 공급늘리고 있는 **국내 LCC**와

구조적으로 성장하는 중국의 해외 여행 수요를 흡수할 수 있는

국내 **외국인 카지노** 및 **면세점** 업종의 수혜가 예상됩니다.

최근 관련 업종의 주가가 부진하지만 In-N-Out 트래픽이 구조적으로 성장할 것으로 생각하신다면

매수해야되는 시점이라고 판단합니다.

금번 자료가 투자 판단에 도움을 드릴 수 있었으면 합니다.

감사합니다.

엔터/레저/항공

Analyst **황현준**

02 379 8919

realjun20@ebestsec.co.kr



**Part I**에서는 Outbound Traffic 확대 수혜 업종인 항공과 여행에 대해 다뤘습니다.

우리나라의 해외 여행 수요는 지속 확대되는 중이며  
해외 여행 지출액 기준 작년 8위로 Top 여행 Spender로 자리매김 중입니다.  
우리나라 국민의 연간 여행횟수는 약 1회에 불과하기 때문에 아직 성장 여력이 많다고 생각합니다.  
아웃바운드 트래픽 확대는 근거리 여행 위주(Intra-regional Tourism)로 나타날 것으로 보여  
근거리 노선을 중심으로 공급을 늘리고 있는 국내 LCC의 실적은 우상향할 것으로 예상됩니다.  
여행사업자도 아웃바운드 트래픽 확대에 따른 수혜가 예상됩니다.  
최근 내국인 출국자수와 패키지 송출객 볼륨 성장률이 디커플링되는 모습을 보이고 있습니다.  
아웃바운드 트래픽 확대가 온전히 패키지 볼륨 성장으로 이어지는 않겠지만  
여행 경험을 쌓아나가는 성장시장에서는 패키지 여행에 대한 선호도가 존재한다고 판단됩니다.

**Part II**에서는 Inbound Traffic 확대 수혜 업종인 외국인 카지노와 면세점에 대해 다뤘습니다.

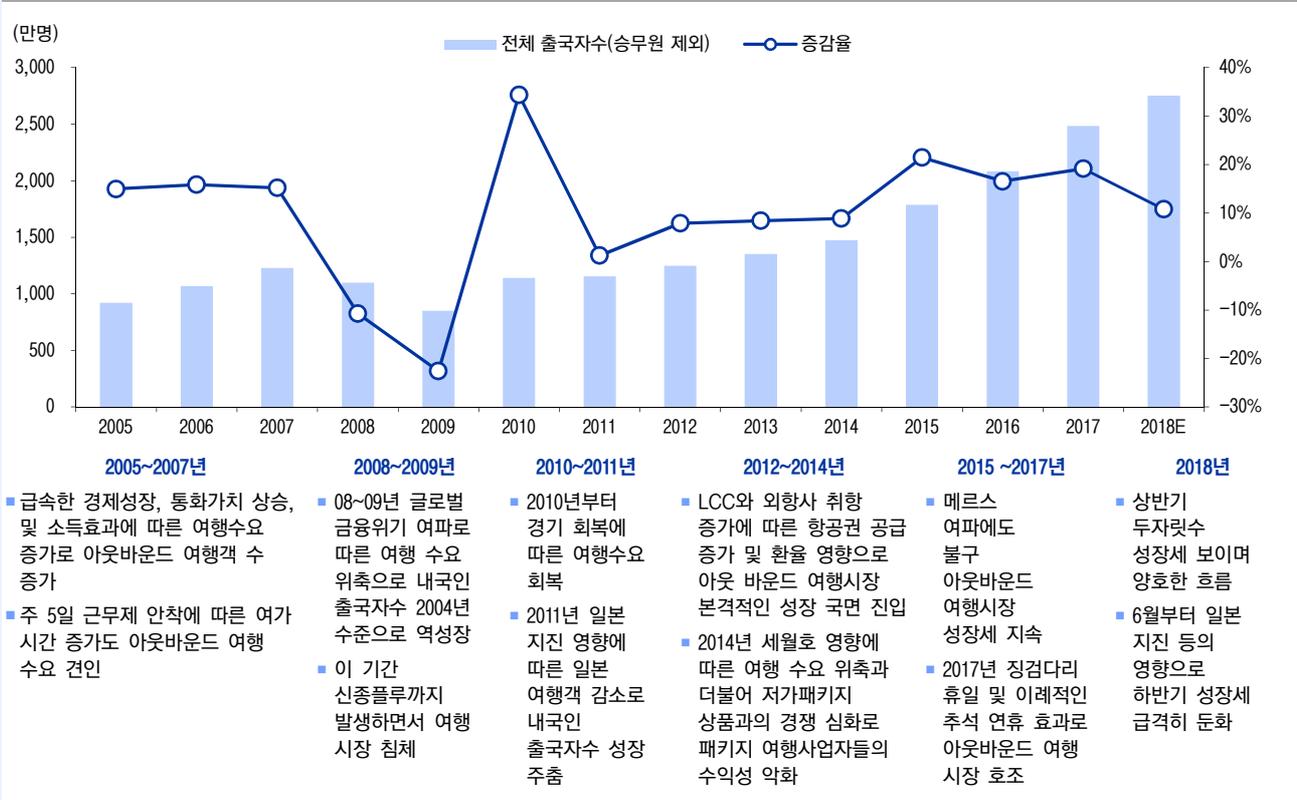
올해 4월부터 중국인 입국객수는 턴어라운드하면서 인바운드 트래픽은 회복세에 진입했습니다  
중국인 소득수준 향상, 항공권 공급 확대 등 구조적 요인에 힘입어  
향후 아웃바운드 여행 트래픽이 늘어날 여력이 높습니다.  
인접국인 우리나라는 Intra-regional tourism으로 인해 중국의 아웃바운드 트래픽  
확대의 수혜를 지속 향유할 수 있을 것으로 판단됩니다.  
외국인 카지노는 방한 중국인 트래픽 회복이 중국인 VIP 카지노 수요의  
본질적인 회복을 견인하지는 못할 것으로 보입니다.  
하지만 중국인 입국객을 중심으로 한 인바운드 트래픽의 회복은 Mass 고객 유인하여 VIP 의존도 축소, 카지노  
매출 신장, 비카지노 부분 매출 확대가 가능하게 할 것으로 판단됩니다.  
면세점은 중국인 인바운드 트래픽이 늘어나면 중장기적으로 타이공 의존도가 낮아지는  
안정적인 사업구조로 변모할 것으로 판단된다.

아웃바운드 트래픽 확대 수혜주로 **제주항공**과 **티웨이항공**을,  
인바운드 트래픽 확대 수혜주로 **파라다이스**와 **호텔신라**를 제시합니다.

감사합니다.

# Key Charts

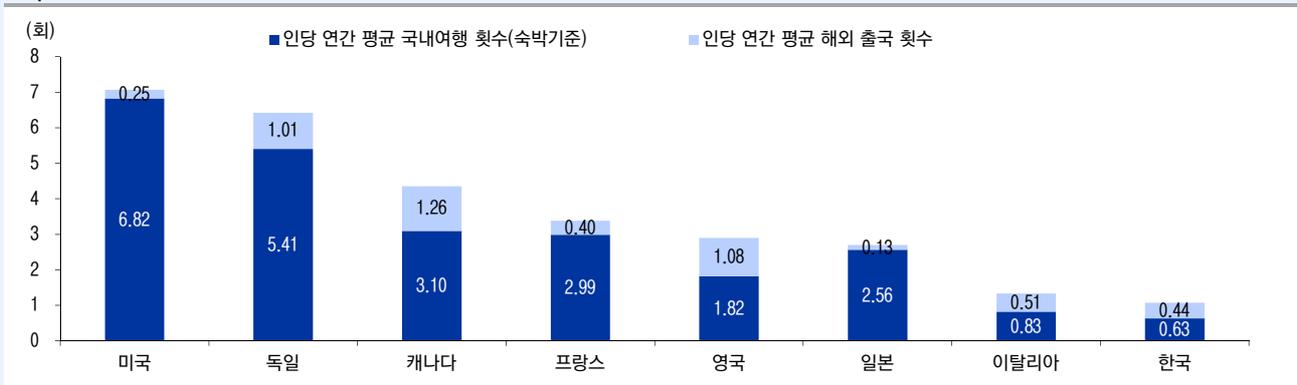
## 내국인 출국자수 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 내국인 출국자수는 글로벌 경기, 대외 악재 등의 영향으로 감소하고 다시 회복
- 잇단 지역별 악재에 따라 단기적으로 위축, 향후 이연 수요가 강하게 나올 것으로 것으로 기대

## Top 아웃바운드 여행국 여행횟수

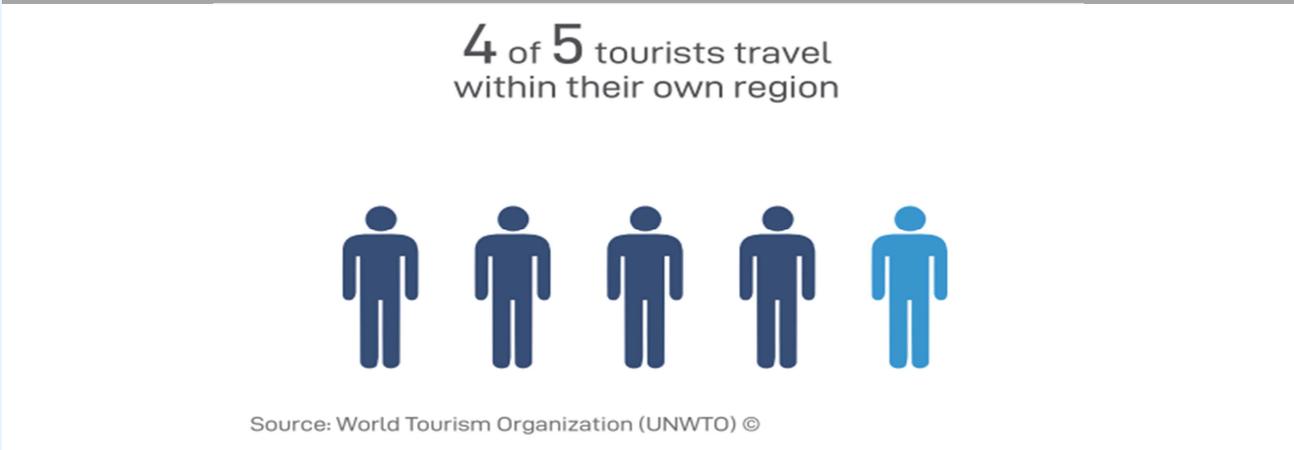


자료: 각국 관광청, 이베스트투자증권 리서치센터

- 우리나라 국민의 연간 평균 여행 횟수는 약 1 회에 불과
- 연평균 국내여행 횟수가 0.6 회 수준에서 유지, 여행수요는 해외 여행 쪽으로 확대

## Key Charts

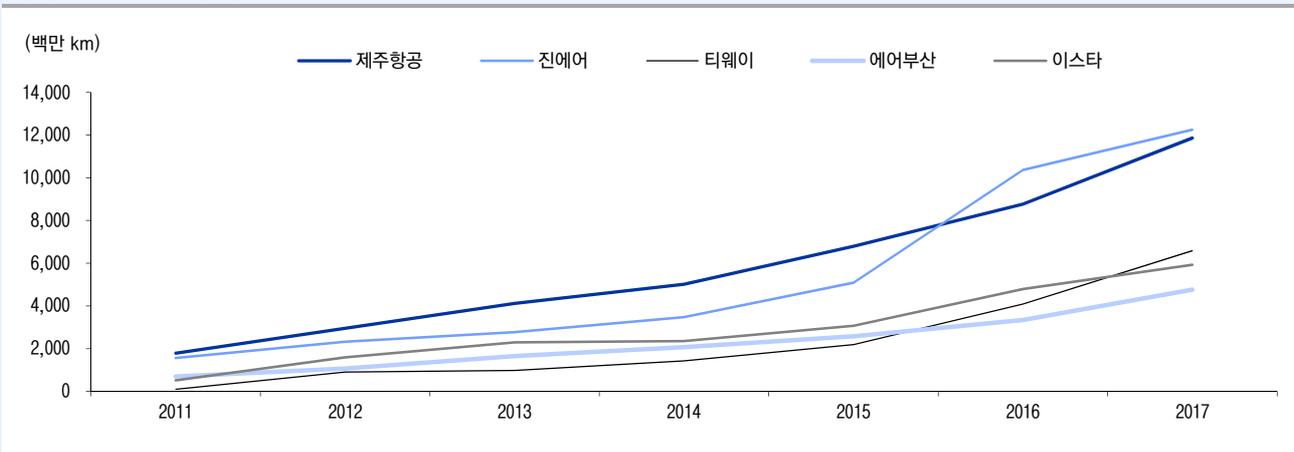
80%의 여행객이 지역 내에서 여행



자료:WTO, 이베스트투자증권 리서치센터

- 글로벌 해외 여행객들의 약 80%가 같은 지역 내에서 여행
- 우리나라의 아웃바운드 여행 수요는 근거리 여행 위주로의 성장이 이어질 것으로 예상

국내 LCC ASK 추이

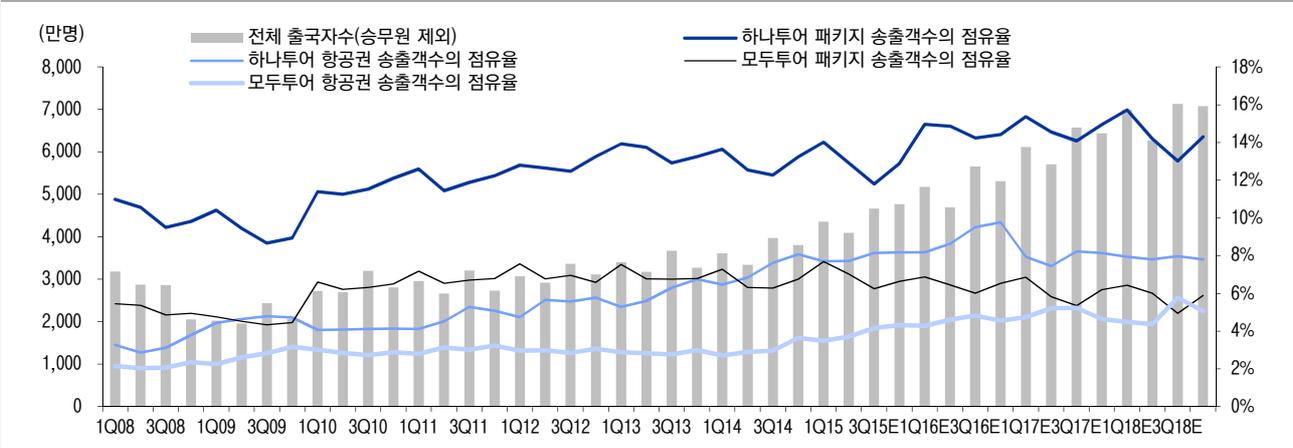


자료: 항공 포털, 이베스트투자증권 리서치센터

- 아웃바운드 여행 시장은 구조적으로 아직 성장 여력이 높고 80%의 여행 수요가 같은 지역 내에서 이루어지기 때문에(Intra-regional Tourism) 단거리 항공 노선에 대한 수요는 지속될 것으로 예상
- 국내 LCC 들은 공급 확대에 걸맞은 수요에 힘입어 외형 및 이익 규모가 확대될 것으로 전망

## Key Charts

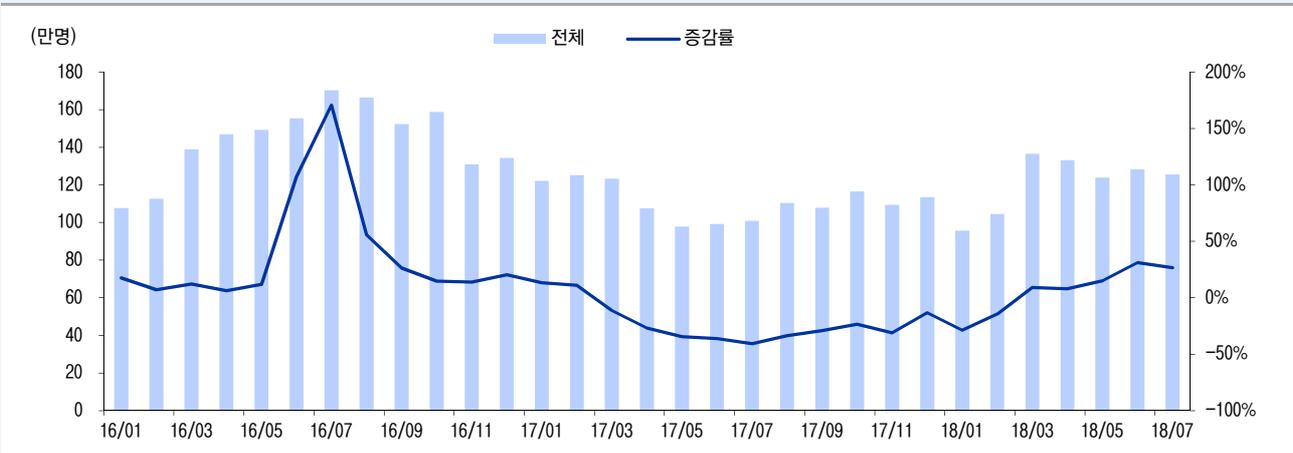
하나투어 & 모두투어 송출객 볼륨 점유율



자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

- 내국인 출국자수와 패키지 송출객 볼륨이 디커플링면서 패키지 여행 시장 성장성에 우려
- 여행 수요가 늘어나는 구간에서는 패키지 여행 상품 판매도 호조를 보일 것으로 판단

월별 방한 입국자수 추이

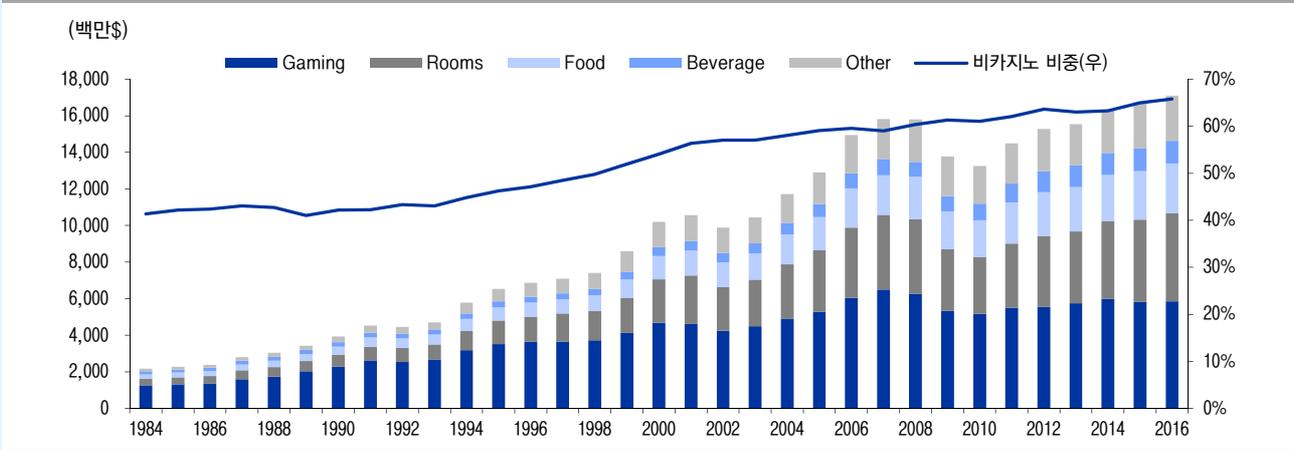


자료: KTO, 이베스트투자증권 리서치센터

- 올해 4월부터 중국인 입국객수는 턱어라운드
- 우리나라는 Intra-regional tourism 으로 인해 중국의 아웃바운드 트래픽 확대 수혜를 지속 향유 전망

## Key Charts

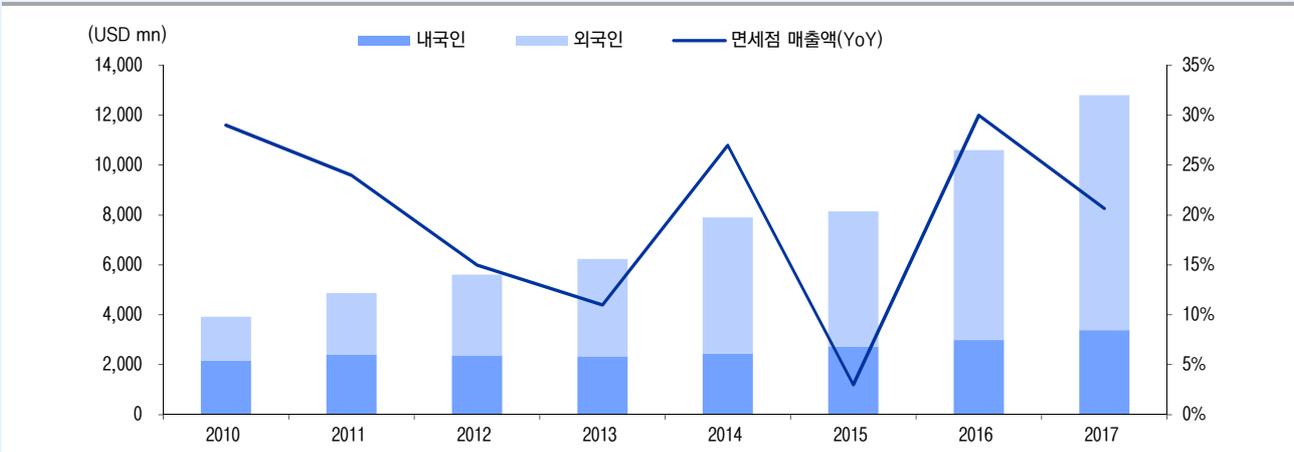
라스베가스 부분별 매출 및 비카지노 비중



자료: UNLV, 이베스트투자증권 리서치센터

- 올해 4월부터 중국인 입국객수는 턴어라운드
- 인바운드 트래픽 확대는 중장기적으로 국내 외국인 카지노를 Repositioning 할 것으로 기대

연간 국내 면세점 사업 시장 규모 추이



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

- 국내 면세점 시장의 성장은 파이공이 견인
- 중국인 인바운드 트래픽이 늘어나면 중장기적으로 안정적인 사업구조로 변모할 것으로 판단

산업분석

## 항공/레저 Overweight

# IN-N-OUT Tourism

트래픽 확대를 기대한다면 주목

# Contents

Part I	Outbound Traffic 확대 수혜 업종(항공, 여행)	9
Part II	Inbound Traffic 확대 수혜 업종(카지노, 면세점)	40

### 기업분석

대한항공 (003490)	58
아시아나항공 (020560)	64
제주항공(089590)	68
진에어 (272450)	73
티웨이항공 (091810)	76
하나투어 (039130)	79
모두투어 (080160)	84
파라다이스 (034230)	88
GKL (114090)	95
호텔신라 (008770)	98

---

# Part I

---

## Outbound Traffic 확대 수혜 업종(항공, 여행)

### 항공&여행 업종 주목

우리나라의 해외 여행 수요는 지속 확대되는 중이며 해외 여행 지출액 기준 작년 8위로 Top 여행 Spender로 자리매김 중입니다. 우리나라 국민의 연간 여행횟수는 약 1회에 불과하기 때문에 아직 성장 여력이 많다고 생각합니다. 아웃바운드 트래픽 확대는 근거리 여행 위주(Intra-regional Tourism)로 나타날 것으로 보여 근거리 노선을 중심으로 공급을 늘리고 있는 국내 LCC의 실적은 우상향할 것으로 예상됩니다. 여행사업자도 아웃바운드 트래픽 확대에 따른 수혜가 예상됩니다. 최근 내국인 출국자수와 패키지 송출객 볼륨 성장률이 디커플링되는 모습을 보이고 있습니다. 아웃바운드 트래픽 확대가 온전히 패키지 볼륨 성장으로 이어지는 않겠지만 여행 경험을 쌓아나가는 성장시장에서는 패키지 여행에 대한 선호도가 존재한다고 판단됩니다.

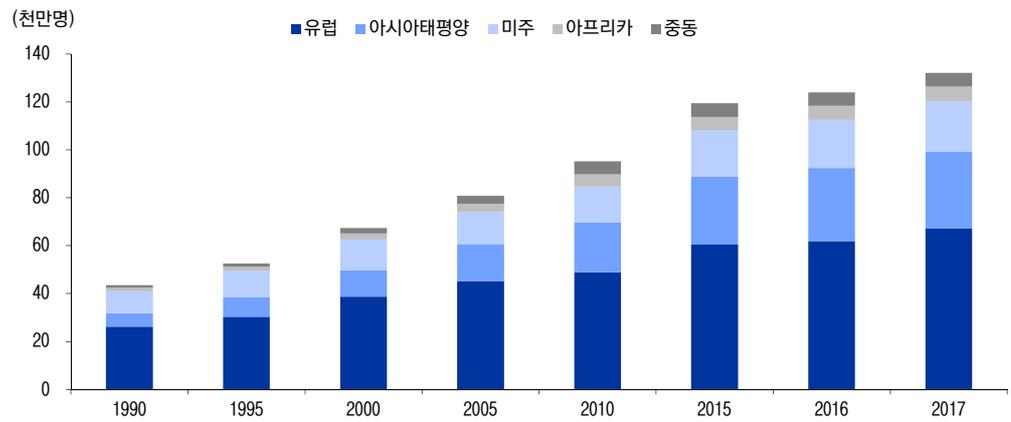
# World Tourism Overview

## 글로벌 여행시장은 지속 성장 중

World Tourism Organization에 따르면 2017년 전세계 해외 여행객수는 13.2억 명에 달했다. 이는 전년대비 8,400만명(+6.8%) 증가한 수준으로 2009년 글로벌 경기침체 이후 가장 높은 성장세를 보였고 기존 UNWTO의 2010-2020년 성장률 전망치인 연평균 3.8%를 상회하는 수준이었다. 지역별로는 유럽과 아프리카가 평균을 상회하는 성장을 기록했다.

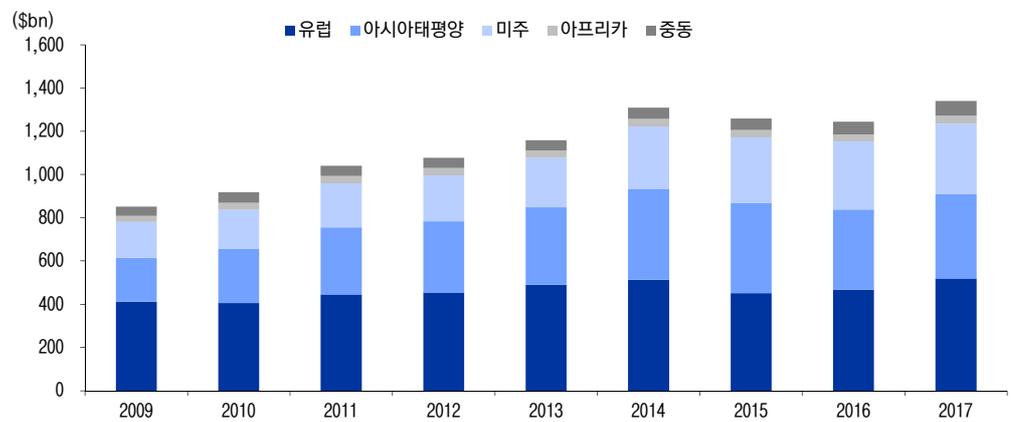
실질 금액 기준으로 2017년 글로벌 여행 시장은 1.34조 달러 규모로 전년대비 4.9% 확대되었고 유럽과 중동 지역의 성장세가 두드러졌다. 경기 호전에 따른 메이저 시장의 견조한 아웃바운드 수요, 안보 이슈가 있었던 지역에 대한 여행 수요 회복, 그리고 부진했던 브라질/러시아의 아웃바운드 수요의 회복 등이 전체 여행시장 성장을 견인했다.

그림1 글로벌 해외 여행객수 추이



자료: UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 글로벌 관광수입 추이



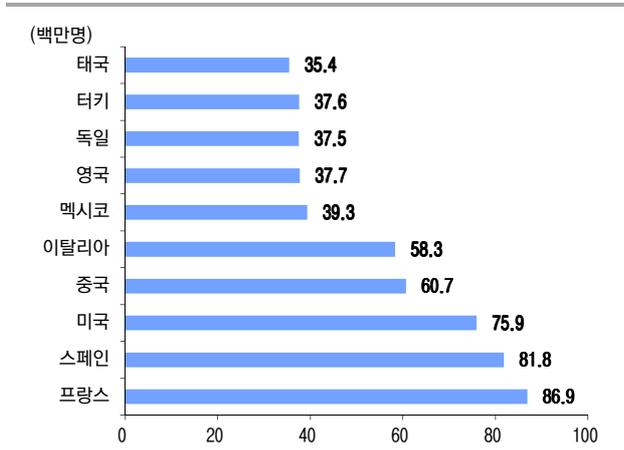
자료: UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

### 목적지 별로는 미국, 프랑스, 스페인, 태국이 강세

국가별로는 작년에 이어 프랑스가 해외 여행객 입국수가 가장 많았다. 스페인은 인바운드 여행객수가 전년대비 8.6% 증가한 8,180만명에 달하며 미국을 제치고 2위로 올라섰다. 아시아 지역에서는 중국이 약 6천만명으로 4위, 태국이 3.5천만명으로 10위권을 유지했고 우리나라는 전년대비 20% 이상 감소하며 부진했다. 미국을 제외한 Top 목적지 대부분 국가들의 해외 여행객 입국수가 확대된 모습이다.

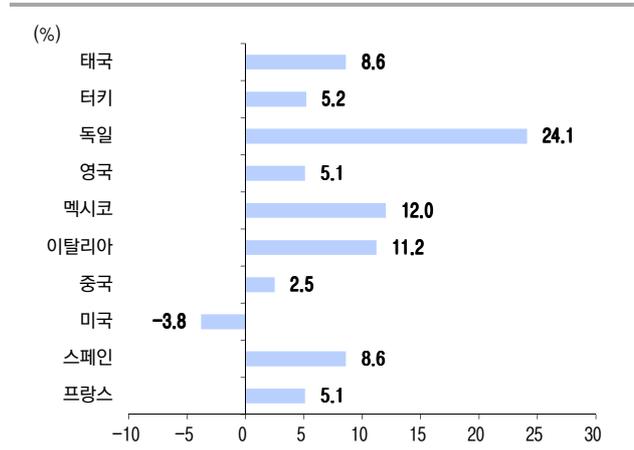
관광 수입 측면에서는 미국이 해외 여행객 수가 전년대비 감소했음에도 불구하고 2.1조 달러를 벌어들이며 1위 자리를 수성했다. 일본은 6년 연속 두릿수 성장세를 보이며 10위 권에 진입했으며 작년 5위권이었던 중국은 산정방식 수정의 영향으로 12위에 랭크 되었다. 우리나라의 2017년 관광수입은 약 134억 달러 수준으로 전년대비 약 22% 감소하였다.

그림3 2017년 주요 국가별 인바운드 여행객 수



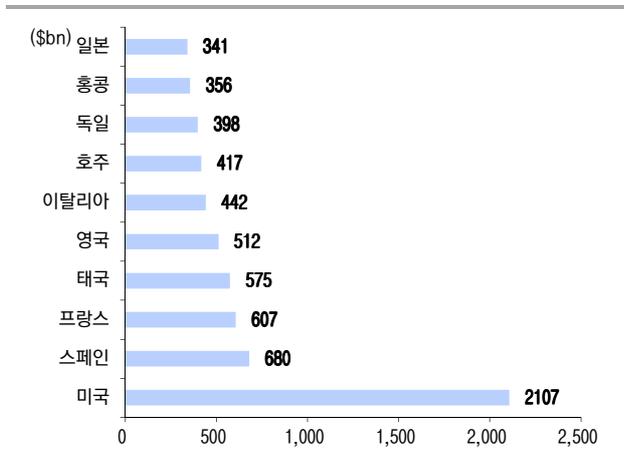
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 2017년 주요 국가별 인바운드 여행객 증감률



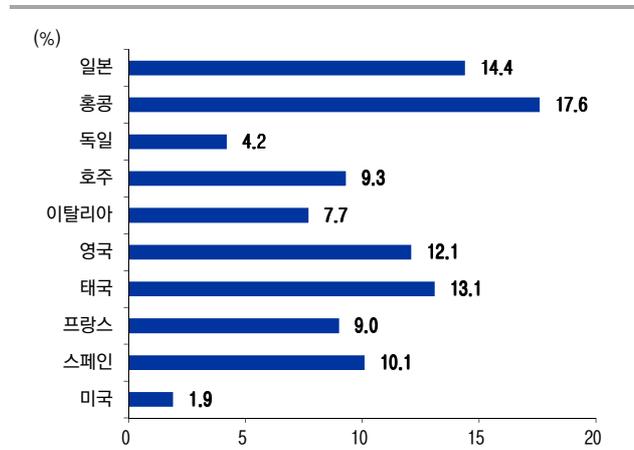
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 2017년 주요 국가별 관광객 수입



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 2017년 주요 국가별 관광객 수입 증감률



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 현지통화 기준

## 글로벌 해외 여행 시장은 꾸준히 성장할 것으로 전망

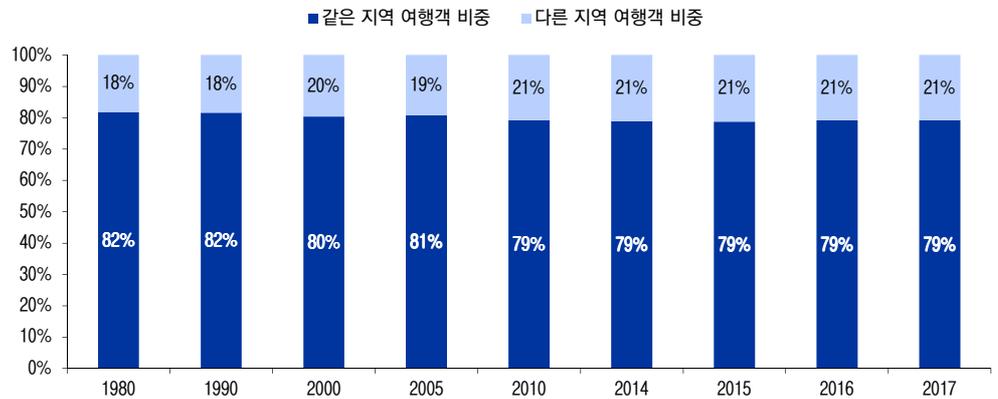
글로벌 해외 여행객 수는 2030년까지 연평균 3% 이상 성장할 것으로 전망된다. 이는 매년 약 4,300만명씩 순증한다는 것이며 1995-2010년까지 매년 평균 약 2,800만명이 늘어난 것을 감안하면 괄목할만한 수준이라고 판단된다. 지역별로 봤을 아시아태평양 지역의 성장이 두드러질 것으로 예상된다. 해외 여행객들의 약 80%가 같은 지역 내에서 여행한다는 점을 감안하면 이는 곧 아시아태평양 지역 국가들의 아웃바운드 여행객의 견조한 성장세가 이어질 것과 연결된다.

표1 글로벌 인바운드 여행객수 추이 및 전망

	인바운드 여행객 수(백만)									성장률(%)					점유율(%)		
	1980	1995	2000	2005	2010	2015	2016	2017	2030E	80-95	95-10	16-17	10-20	20-30	2010	2017	2030E
<b>World</b>	<b>277</b>	<b>527</b>	<b>674</b>	<b>509</b>	<b>940</b>	<b>1,189</b>	<b>1,235</b>	<b>1,323</b>	<b>1,809</b>	<b>4.4</b>	<b>3.9</b>	<b>6.8</b>	<b>3.8</b>	<b>2.9</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
선진국	194	334	424	470	498	654	685	726	772	3.7	2.7	5.9	2.6	1.8	53	55	43
개발도상국	83	193	250	339	442	536	550	597	1,037	5.8	5.7	7.8	4.9	3.8	47	45	57
<b>미주</b>	<b>62</b>	<b>109</b>	<b>128</b>	<b>133</b>	<b>150</b>	<b>193</b>	<b>199</b>	<b>209</b>	<b>248</b>	<b>3.8</b>	<b>2.1</b>	<b>4.0</b>	<b>2.9</b>	<b>2.2</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>14</b>
북미	48	81	92	90	98	128	131	135	138	3.5	1.3	3.0	2.0	1.4	10	10	8
캐리비안	7	14	17	19	20	24	25	26	30	5.0	2.4	2.9	2.4	1.7	2	2	2
남미	6	12	15	18	24	31	33	37	58	4.8	4.8	8.3	5.3	3.9	3	3	3
<b>아시아퍼시픽</b>	<b>23</b>	<b>82</b>	<b>110</b>	<b>154</b>	<b>204</b>	<b>284</b>	<b>308</b>	<b>323</b>	<b>535</b>	<b>8.9</b>	<b>6.3</b>	<b>5.6</b>	<b>5.7</b>	<b>4.2</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>30</b>
동북아시아	10	41	58	86	112	142	154	160	293	9.9	6.8	3.4	5.7	4.2	12	12	17
동남아시아	8	28	36	49	70	104	113	120	187	8.7	6.2	8.6	5.8	4.3	7	9	10
오세아니아	2	8	10	11	12	14	16	17	19	8.7	2.4	6.0	2.9	2.0	1	1	1
남아시아	2	4	6	8	11	23	25	27	36	4.3	6.6	5.6	6.8	5.3	1	2	2
<b>유럽</b>	<b>177</b>	<b>304</b>	<b>387</b>	<b>453</b>	<b>475</b>	<b>604</b>	<b>616</b>	<b>671</b>	<b>744</b>	<b>3.7</b>	<b>3.0</b>	<b>8.3</b>	<b>2.7</b>	<b>1.8</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>41</b>
북유럽	20	36	45	60	58	75	80	78	82	3.8	3.2	5.6	2.2	1.4	6	6	5
서유럽	68	112	140	142	154	181	182	193	222	3.4	2.1	6.1	2.3	1.4	16	15	12
중/동유럽	27	58	70	95	95	121	126	134	176	5.3	3.3	5.3	3.7	2.5	10	10	10
남/Medit.	62	98	133	156	169	226	229	266	264	3.1	3.7	12.3	2.6	1.9	18	20	15
<b>중동</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>22</b>	<b>34</b>	<b>61</b>	<b>56</b>	<b>54</b>	<b>58</b>	<b>149</b>	<b>4.5</b>	<b>10.5</b>	<b>4.6</b>	<b>5.2</b>	<b>4.0</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>8</b>
<b>아프리카</b>	<b>7</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>35</b>	<b>50</b>	<b>53</b>	<b>58</b>	<b>63</b>	<b>134</b>	<b>6.7</b>	<b>6.7</b>	<b>8.6</b>	<b>5.4</b>	<b>4.6</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>7</b>

자료: UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 글로벌 아웃바운드 여행객 목적지별 비중 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

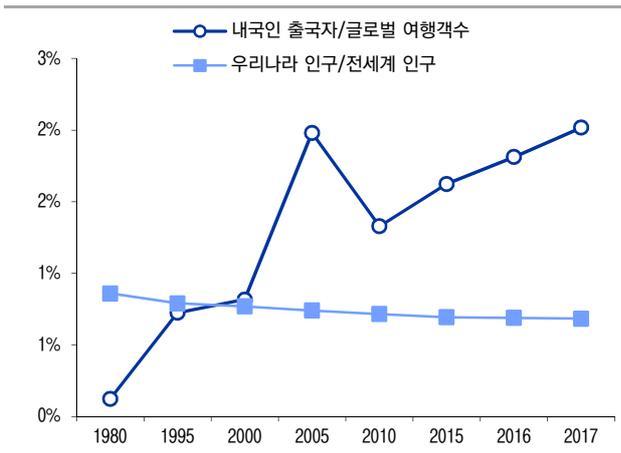
# 우리나라 Outbound Tourism 점검

## 우리나라는 Top 여행 Spender

과거 글로벌 아웃바운드 여행 시장은 선진국 중심으로 형성이 되어있었으나 최근에는 가처분 소득 수준 확대에 기인한 이머징 국가들의 해외 여행객수가 가파른 성장세를 보이고 있다. 지역별로 보면 아직까지 유럽에서 가장 많은 아웃바운드 여행객이 나오고 있으며 아태지역 비중이 빠르게 올라오고 있다.

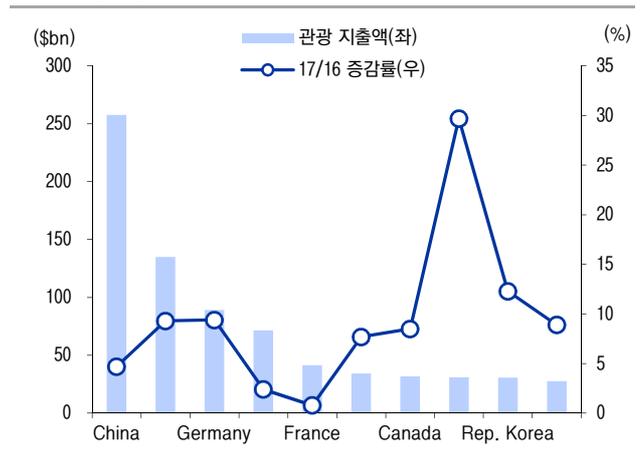
글로벌 아웃바운드 시장에서 우리나라의 위치는 견고해지고 있다. 전세계 여행객수에서 우리나라가 차지하는 비중은 2017년 2.0%로 확대되고 있는 모습이다. 2017년 기준 내국인 출국자수는 2,600만명을 넘어섰고 해외 여행 지출액은 300억 달러에 달했다. 우리나라는 해외 여행 지출액 기준 작년 8위로 Top 여행 Spender로 자리매김 중이다.

그림1 우리나라 해외 여행객 및 인구 비중 추이



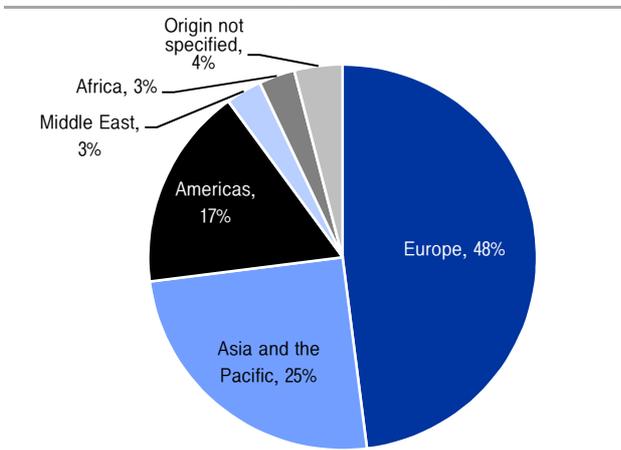
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 Top Spenders 2017



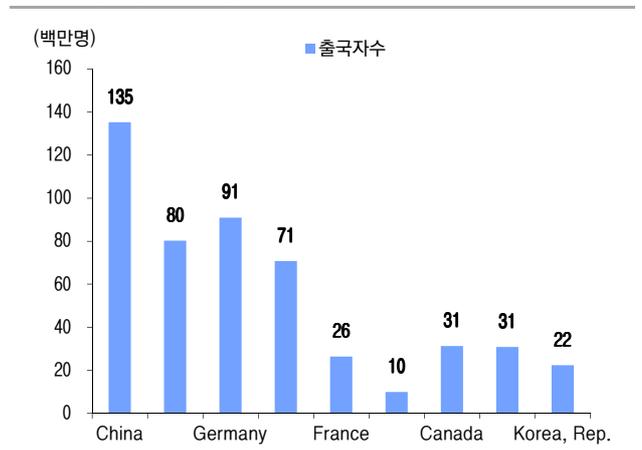
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 글로벌 아웃바운드 여행객 지역별 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 Top Spending 국가들의 출국자수 규모



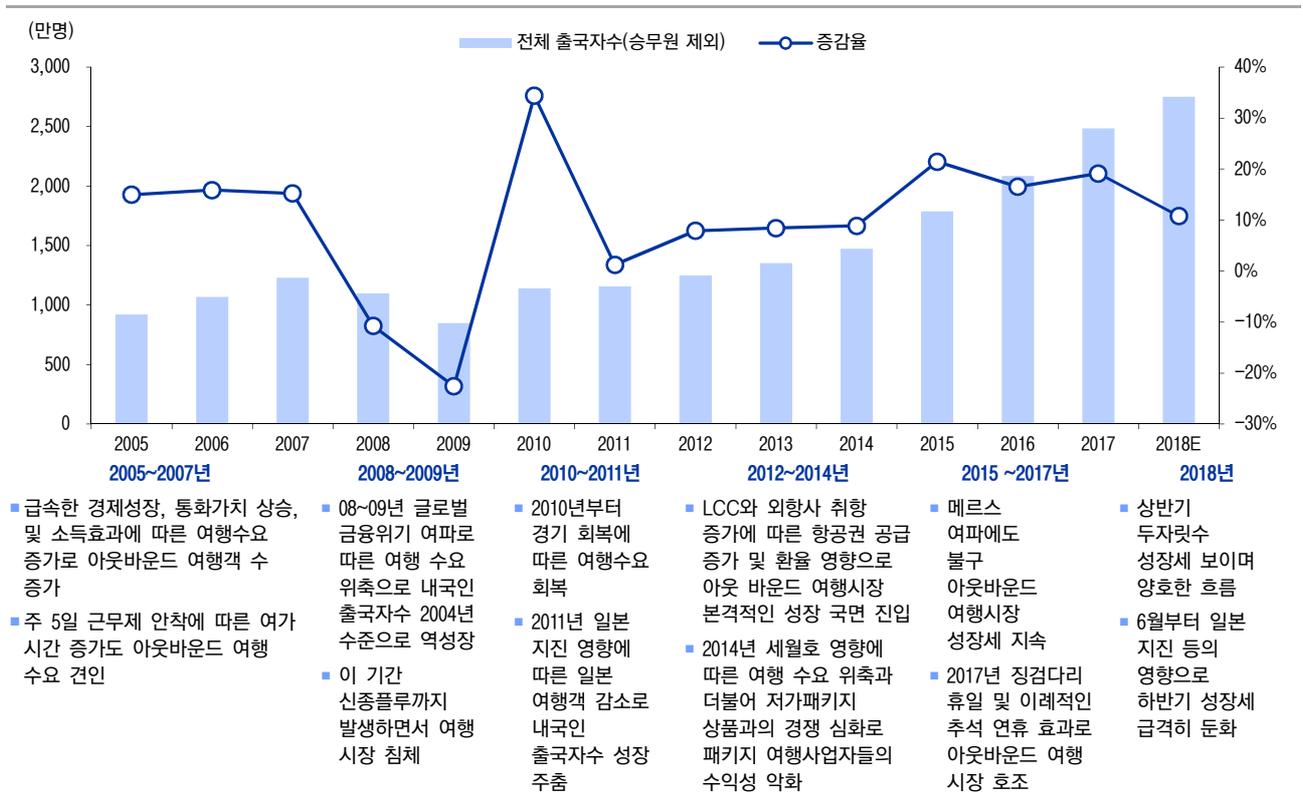
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 국내 아웃바운드 여행객은 계속 늘어날 것

과거 내국인 출국자수는 글로벌 경기, 대외 악재 등의 영향으로 감소하고 다시 회복하는 등 변동성을 보여왔다. 하지만 2012년부터 최근까지는 국민 해외여행 수요의 구조적 확대를 기반으로 두 자릿수 성장을 지속 중이다. 2017 기준 승무원을 제외한 내국인 출국자수는 2,500만명에 육박했고 올해에도 성장세가 이어지고 있다.

국내 아웃바운드 여행 수요의 견조한 성장세는 향후에도 이어질 것으로 전망된다. 이는, 1) 여가 선호 현상의 확대, 2) 실질적인 여가 시간 확대에 따른 여행 여건 개선, 3) LCC 취향 증가에 따른 여행 비용 감소 등 구조적 요인이 작용하며 여행 수요 확대로 지속 이어질 것으로 예상되기 때문이다. 올해에도 상반기까지 견조한 성장세가 유지되었으나 우리나라 해외여행 수요의 가장 큰 비중을 차지하는 일본 여행 수요가 지진, 홍수, 폭염 등의 영향으로 위축되면서 성수기임에도 불구하고 하반기 내국인 출국자수 성장세는 둔화되고 있는 모습이다. 그리고 작년 추석연휴로 인한 기저효과가 있기 때문에 하반기 내내 부진이 이어질 가능성이 존재한다. 하지만 해외 수요의 구조적 성장 스토리는 지속 유효하다고 판단되며 악재에 따라 단기적으로 위축될 수는 있으나 향후 이연된 여행 수요가 강하게 나타날 수 있을 것으로 기대한다.

그림5 내국인 출국자수 추이



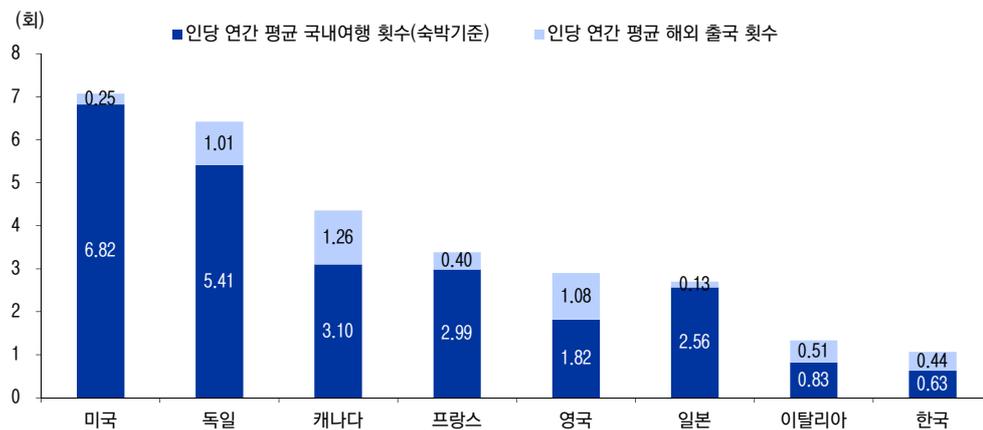
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 국내 아웃바운드 여행 시장은 성장 여력이 많은 성장 시장

2016년 기준 우리나라의 국민의 연간 평균 해외 출국 횟수는 약 0.43회이다. 미국, 독일, 영국 등 글로벌 Top 아웃바운드 여행국의 인당 연간 평균 해외 출국 횟수가 0.75회 수준이고 소득 및 여가시간 등의 차이를 감안하면 우리나라의 국민당 연평균 출국 횟수가 크게 낮은 수준은 아닌 것처럼 보인다.

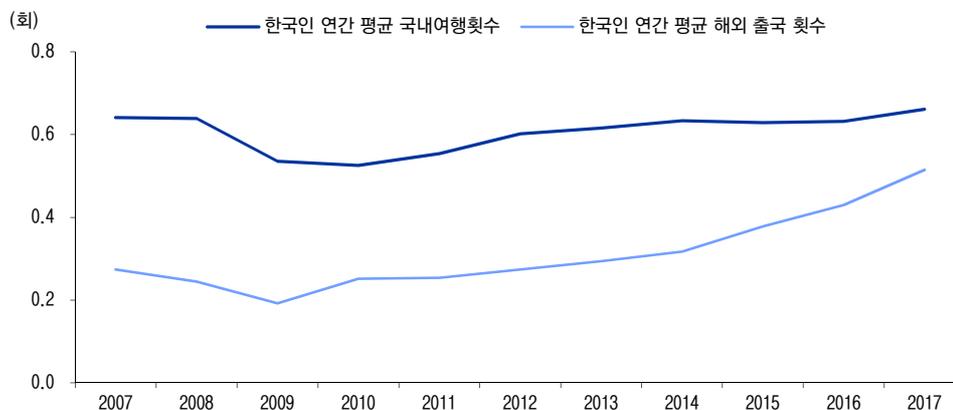
하지만 국내여행(숙박기준) 횟수를 합산한 연평균 전체 여행횟수로 비교하면 다르다. 글로벌 Top 아웃바운드 여행국 중 연간 평균 해외 출국 횟수가 상대적으로 낮은 미국과 프랑스도 국민들이 자국 내 관광 자원을 활용하여 여행을 많이 하기 때문에 연간 평균 여행 횟수는 각각 7.3회, 3.4회인 것으로 파악된다. 반면 우리나라는 2010년부터 해외 여행 수요 확대로 출국 횟수가 꾸준히 높아지고 있지만 연평균 국내여행 횟수가 0.6회 수준에서 유지되고 있어 우리나라 국민의 연간 평균 여행 횟수는 약 1회에 불과하다.

그림6 Top 아웃바운드 여행국 여행횟수



자료: 각국 관광청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 내국인 평균 여행 횟수 추이



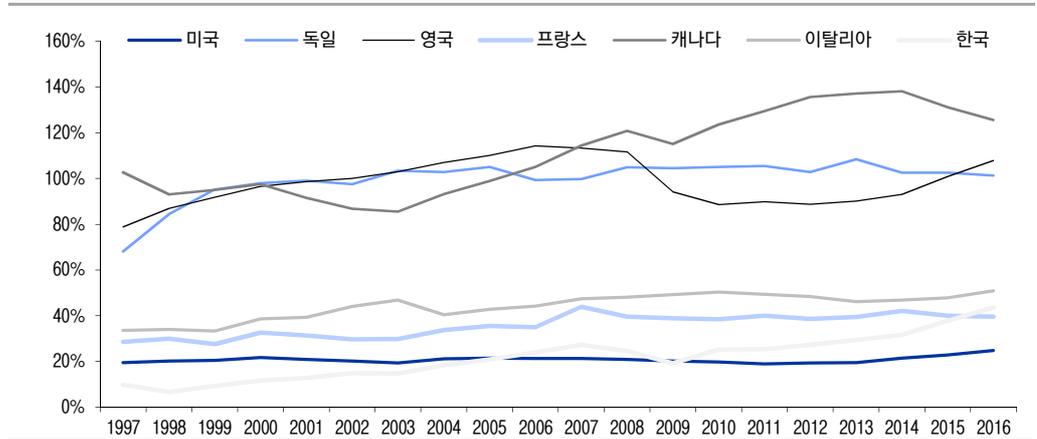
자료: 문체부, 이베스트투자증권 리서치센터

### 근거리 해외 여행 수요 지속 견조할 것으로 판단

이에 따라 아직까지 평균 근무시간이 OECD 회원국 평균 대비 높은 수준인 우리나라는 여가 선호 현상이 점진적으로 확대됨에 따라 여행에 대한 수요가 큰 폭으로 성장할 수 있는 구간에 머물러있다는 판단이다. 그리고 여행 수요는 국내여행 보다는 해외여행에서 성장세가 두드러질 것으로 예상된다.

이는 국가 면적 등의 영향 때문에 상대적으로 여행 자원 부족한 국가에서는 여가 선호 현상 확대가 국내 여행보다는 해외 여행을 중심으로 나타나는 것으로 파악되기 때문이다. 그리고 글로벌 해외 여행객들의 약 80%가 같은 지역 내에서 여행한다는 점을 감안하면 우리나라의 아웃바운드 여행 수요는 근거리 여행 위주로의 성장이 이어질 것으로 보인다.

그림8 Top 아웃바운드 여행국 연간 내국인 출국자 비중 추이



자료: 각국 관광청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 80%의 여행객이 지역 내에서 여행

4 of 5 tourists travel within their own region



Source: World Tourism Organization (UNWTO) ©

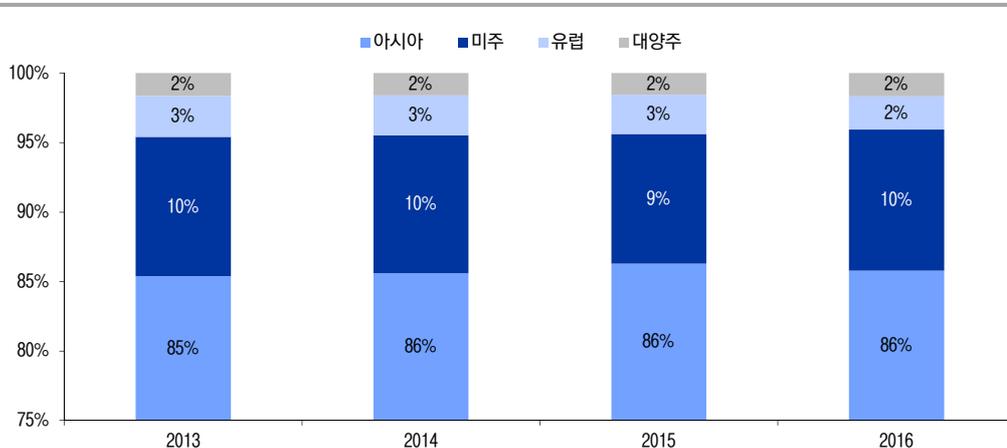
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 우리나라 주요 목적지 별 출국자수

방문국가 (명, %)	2013년		2014년		2015년		2016년		2017년		
	출국자수	증감률									
아시아	일 본	2,456,165	20.2	2,755,313	12.2	4,002,095	45.3	5,090,302	27.2	7,140,165	40.3
	중 국	3,969,000	-2.5	4,181,800	5.4	4,444,400	6.3	4,762,200	7.2	-	-
	대 만	351,301	35.6	527,684	50.2	658,757	24.8	884,397	34.3	1,054,380	19.2
	홍 콩	1,083,543	0.5	1,251,047	15.5	1,243,293	-0.6	1,392,367	12.0	1,487,670	6.8
	태 국	1,295,342	11.3	1,116,493	-13.8	1,372,989	23.0	1,464,218	6.6	1,709,070	16.7
	말레이시아	274,622	-3.3	385,769	40.5	421,161	9.2	444,439	5.5	484,528	9.0
	싱가포르	471,768	6.0	536,975	13.8	577,082	7.5	566,503	-1.8	631,297	11.4
	마 카 오	474,269	6.6	554,521	16.9	554,144	-0.1	662,263	19.5	874,253	32.0
	필 리 핀	1,165,789	13.1	1,175,472	0.8	1,339,678	14.0	1,475,081	10.1	1,607,821	9.0
	인도네시아	324,560	15.6	328,122	1.1	353,729	7.8	343,887	-2.8	354,270	11.8
	베 트 남	748,727	6.8	832,969	11.3	1,152,349	38.3	1,543,883	34.0	2,415,245	56.4
터 키	187,040	17.6	248,654	32.9	222,580	-10.5	106,904	-52.0	120,622	12.8	
미주	미 국	1,359,924	8.7	1,449,538	6.6	1,764,871	21.8	1,973,882	11.8	1,724,622	18.1
	캐 나 다	144,579	3.3	162,536	12.4	188,585	16.0	243,939	29.4	293,666	20.4
유럽	독 일	228,865	10	254,332	11.1	296,900	16.7	318,330	7.2	367,172	15.3
	영 국	208,886	23.5	210,728	0.9	237,363	12.6	208,413	-12.2	157,165	-9.3
대양주	호 주	197,500	0.4	204,500	3.5	230,000	12.5	280,100	21.8	301,800	7.7
	뉴질랜드	50,992	-3.6	55,488	8.8	64,992	17.1	82,384	26.8	70,736	9.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 우리나라 출국자수 목적지별 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

# 아웃바운드 트래픽 확대 수혜 1) 항공

## 아웃바운드 여행 수요가 항공 업종을 견인 중

IATA에 따르면 올해 글로벌 항공 여객 트래픽은 전년대비 7%, 항공 화물은 전년대비 4% 증가할 것으로 전망된다. 전세계적으로 해외 여행객이 증가하는 추세이고 그 중 57%가 이동 수단으로 항공을 이용함에 따라 항공 여객 트래픽도 늘고 있다. 이에 힘입어 유가 상승에 따른 비용 부담 확대에도 불구하고 글로벌 항공운송업은 견조한 실적을 유지하고 있는 모습이다.

표3 글로벌 항공운송산업 지표 추이

(단위: 십억불)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
<b>Revenue</b>	<b>465</b>	<b>510</b>	<b>570</b>	<b>476</b>	<b>564</b>	<b>642</b>	<b>706</b>	<b>720</b>	<b>751</b>	<b>718</b>	<b>709</b>	<b>754</b>	<b>834</b>
YoY(%)	12.6	9.7	11.8	-16.5	18.5	13.8	10.0	2.0	4.3	-4.4	-1.3	6.3	10.6
여객	365	399	444	374	445	512	531	539	539	518	498	534	590
YoY(%)	13.0	9.3	11.3	-15.8	19.0	15.1	3.7	1.5	0.0	-3.9	-3.9	7.2	10.5
화물	76.2	84.2	87.9	70.6	88.6	96.1	95.1	92.1	92.9	83.8	80.8	95.9	104.8
YoY(%)	11.1	10.5	4.4	-19.7	25.5	8.5	-1.0	-3.2	0.9	-9.8	-3.6	18.7	9.3
<b>트래픽 볼륨</b>													
여객 Growth, rpk, %	6.9	7.9	2.4	-1.2	8	6.3	5.3	5.7	6	7.4	7.4	8.1	7
sched Passengers (백만)	2,255	2,452	2,489	2,479	2,695	2,859	2,991	3,143	3,326	3,565	3,815	4,093	4,358
화물 Growth, ftk+mtk, %	4.8	3.3	-3.3	-8.8	19.4	0.5	-1.1	1.8	5.8	2.3	3.6	9.7	4
Frieght tonnes(백만)	44.6	46.7	46.4	42.3	50.5	50.7	50.7	51.7	54	54.8	57	61.5	63.6
여객 Yield(%)	5.9	1.3	8.5	-14.8	10.4	7.5	-1.4	-3.9	-5.5	-10.7	-8.8	-0.8	3.2
화물 Yield(%)	5.9	6.9	8	-11.9	4.7	8	0	-4.8	-4.7	-11.9	-6.9	8.1	5.1
<b>Expense</b>	<b>450</b>	<b>490</b>	<b>571</b>	<b>474</b>	<b>536</b>	<b>623</b>	<b>687</b>	<b>695</b>	<b>716</b>	<b>659</b>	<b>649</b>	<b>697</b>	<b>778</b>
YoY(%)	10.0	8.9	16.5	-17.0	13.1	16.2	10.3	1.2	3.0	-8.0	-1.5	7.4	11.6
유류비	127	146	203	134	151	191	228	231	224	174	135	149	188
크루드 오일	65.1	73	99	62	79.4	111.2	111.8	108.8	99.9	53.9	44.6	54.9	70
제트 오일 \$/b	87.9	90	126.7	71.1	91.4	127.5	129.6	124.5	114.8	66.7	52.1	66.7	84
연료 소모량(십억갤론)	69	71	70	66	70	72	73	74	77	81	85	90	94
Non 유류비	323	344	368	340	385	432	459	464	492	485	514	548	590
Flights	25.5	26.7	26.5	25.9	27.8	30.1	31.2	32	33	34.8	35.4	36.8	39
BEP load factor(%)	60.7	60.3	62.2	61.8	63.5	64.1	64.7	64.5	63.9	61.9	62	64	64.6
Weight Load factor achieved(%)	62.7	62.7	62.1	62	66.8	66.1	66.4	66.8	67.9	67.7	67.7	69.2	69.3
Passenger Load factor achieved(%)	76.1	77.1	76.1	76.2	78.7	78.5	79.4	79.7	80	50.6	80.5	81.5	81.7
<b>Operating Profit</b>	<b>15</b>	<b>19.9</b>	<b>-1.1</b>	<b>1.9</b>	<b>27.6</b>	<b>19.8</b>	<b>18.4</b>	<b>25.3</b>	<b>35.5</b>	<b>62</b>	<b>60.1</b>	<b>56.3</b>	<b>56.3</b>
YoY(%)	<b>240.9</b>	<b>32.7</b>	<b>적전</b>	<b>흑전</b>	<b>1352.6</b>	<b>-28.3</b>	<b>-7.1</b>	<b>37.5</b>	<b>40.3</b>	<b>74.6</b>	<b>-3.1</b>	<b>-6.3</b>	<b>0.0</b>
%margin	3.2	3.9	-0.2	0.4	4.9	3.1	2.6	3.5	4.7	8.6	8.5	7.5	6.8
<b>Net Profit</b>	<b>5.0</b>	<b>14.7</b>	<b>-26.1</b>	<b>-4.6</b>	<b>17.3</b>	<b>8.3</b>	<b>9.2</b>	<b>10.7</b>	<b>13.8</b>	<b>36.0</b>	<b>32.0</b>	<b>38.0</b>	<b>33.8</b>
YoY(%)	<b>흑전</b>	<b>194.0</b>	<b>적전</b>	<b>적지</b>	<b>흑전</b>	<b>-52.0</b>	<b>10.8</b>	<b>16.3</b>	<b>29.0</b>	<b>160.9</b>	<b>-91.1</b>	<b>1087.5</b>	<b>-11.1</b>
%margin	1.1	2.9	-4.6	-1.0	3.1	1.3	1.3	1.5	1.8	5.0	0.5	5.0	4.1

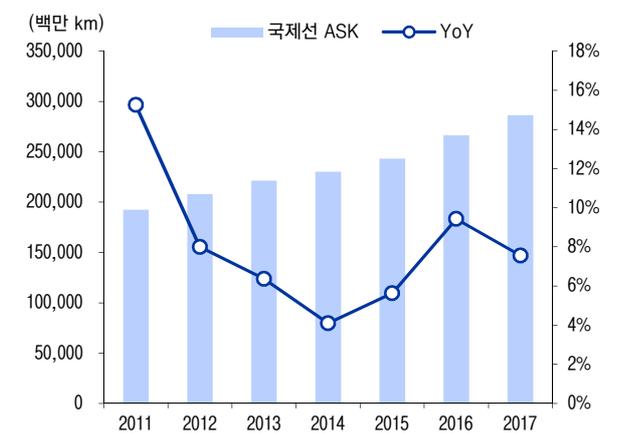
자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터

## 근거리 노선이 국내 항공업종을 견인

우리나라의 경우에도 국내 아웃바운드 여행 수요에 힘입어 국제선 항공 여객 수송량이 확대되고 있는 모습이다. 이는 2010년 이후 제주항공, 진에어 등 국내 저가항공사들이 근거리 국제 여객 공급을 가파르게 늘리면서 아웃바운드 여행 수요를 흡수하며 성장하고 있기 때문이다. 2017년 기준 국내 LCC들이 우리나라 전체 국제선 ASK와 RPK에서 차지하는 비중은 각각 15%, 16%까지 확대되었다.

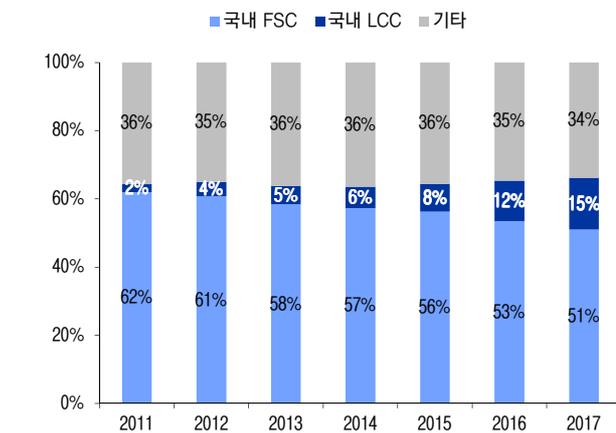
아웃바운드 여행 수요 성장이 최근까지 일본 및 동남아 등 단거리 중심의 여객 호조를 견인하고 있다. THAAD 이슈 영향으로 중국 노선이 부진한 점은 아쉽지만 올해 들어 점차 회복되고 있는 모습이다. 이에 힘입어 2017년 인천공항의 국제선 운항횟수, 여객 수송은 각각 전년대비 6.1%, 7.5% 늘었고 올해 상반기에도 견조한 성장세를 보이고 있다.

그림11 국제선 ASK 추이



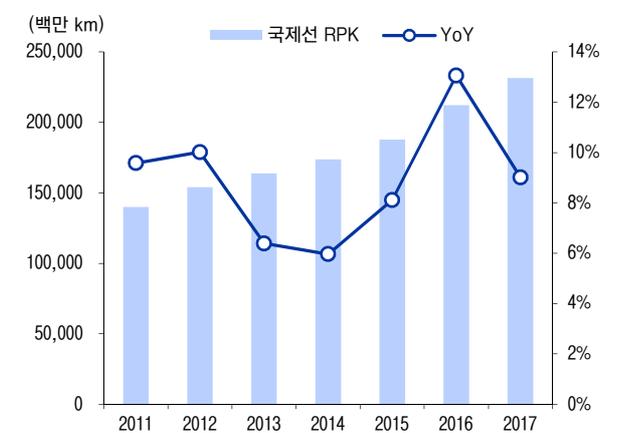
자료: 항공포털, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 국제선 ASK 비중 추이



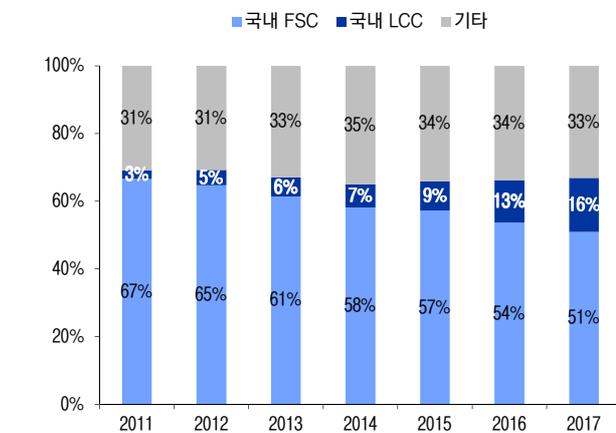
자료: 항공포털, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 국제선 RPK 추이



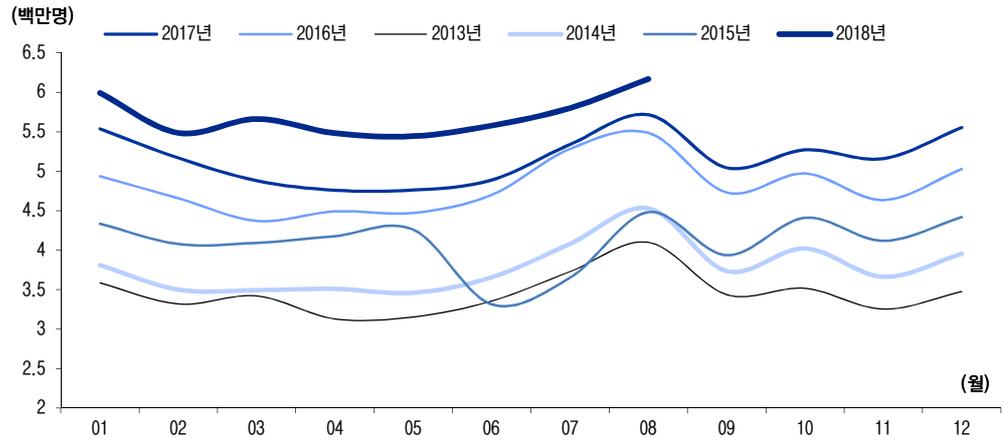
자료: 항공포털, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 국제선 RPK 비중 추이



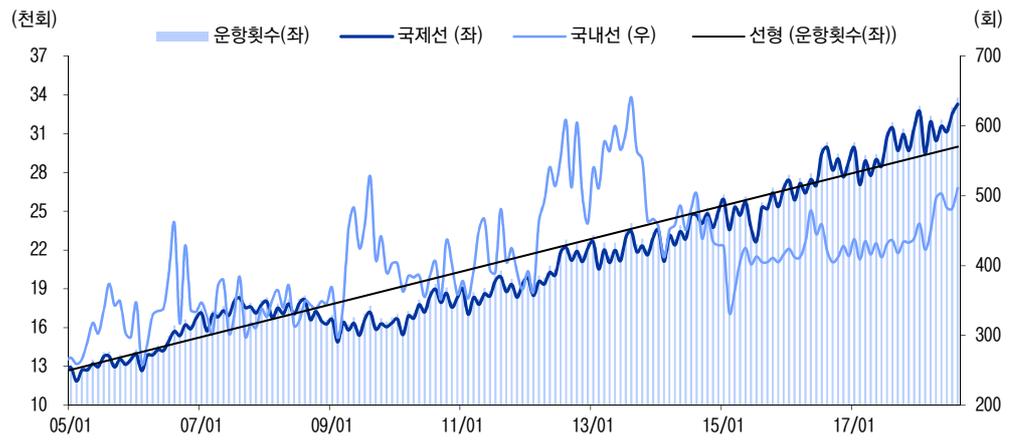
자료: 항공포털, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 인천공항 여객수 추이



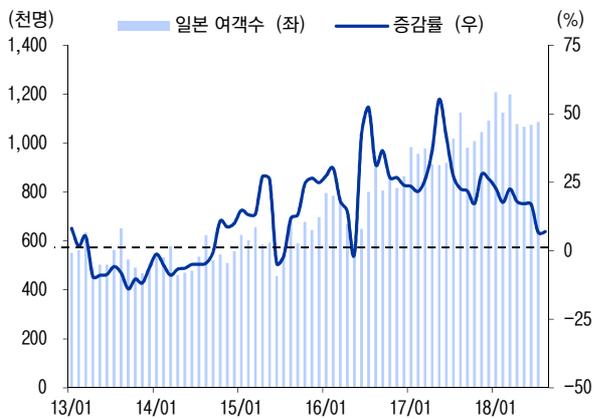
자료: 인천공항, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 인천공항 운항횟수 추이



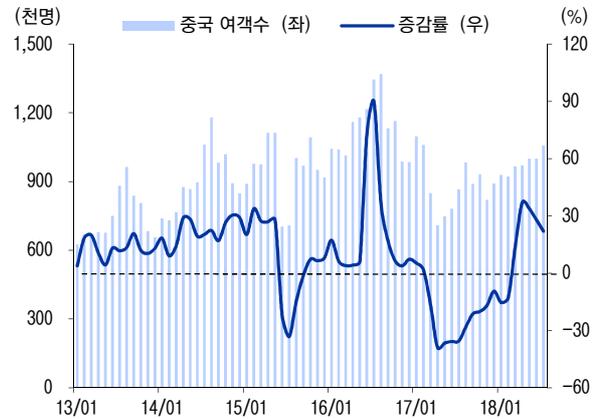
자료: 인천공항, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 인천공항 일본 여객수 추이



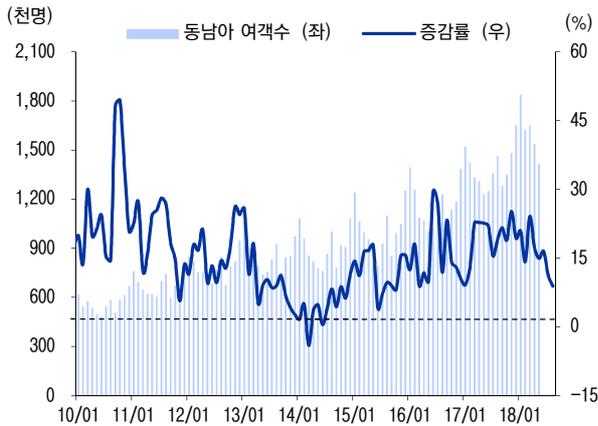
자료: 인천공항, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 인천공항 중국 여객수 추이



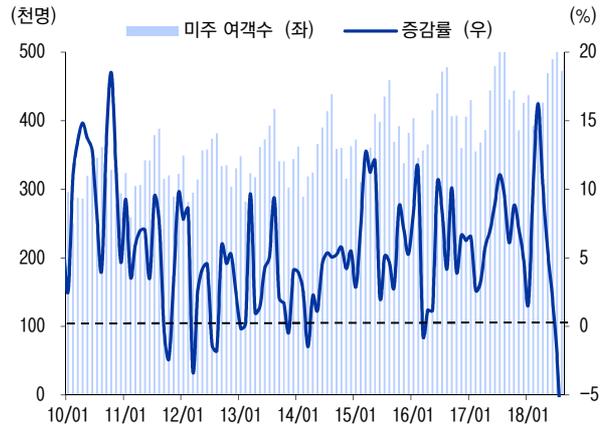
자료: 인천공항, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 인천공항 동남아 여객수 추이



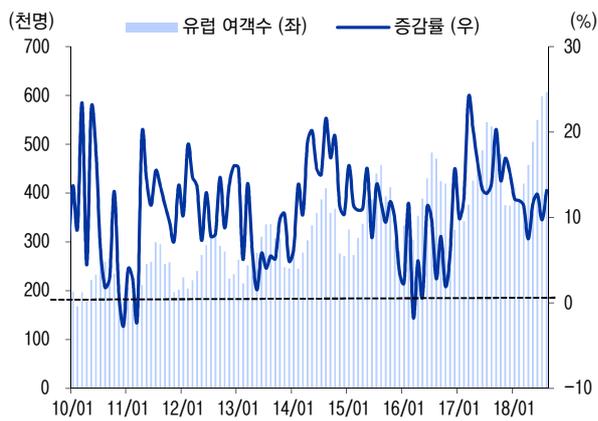
자료: 인천공항, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 인천공항 미주 여객수 추이



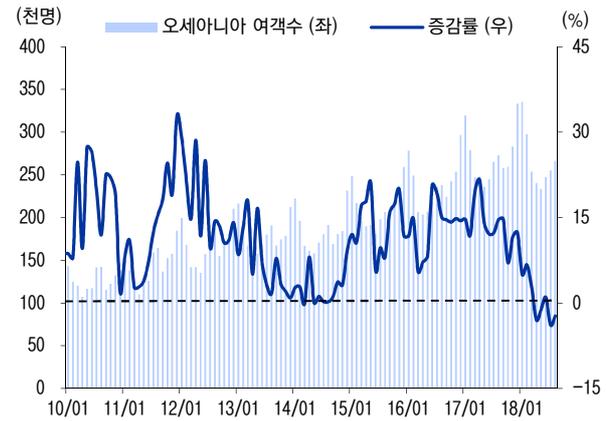
자료: 인천공항, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 인천공항 유럽 여객수 추이



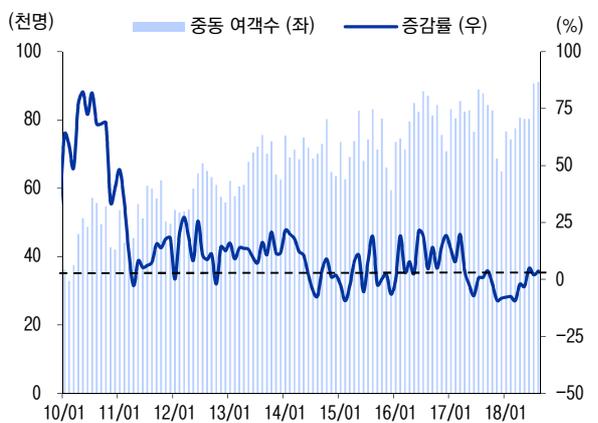
자료: 인천공항, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 인천공항 오세아니아 여객수 추이



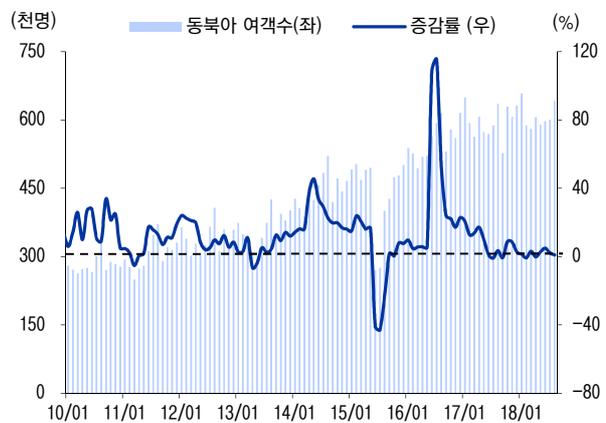
자료: 인천공항, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 인천공항 중동 여객수 추이



자료: 인천공항, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 인천공항 동북아 여객수 추이



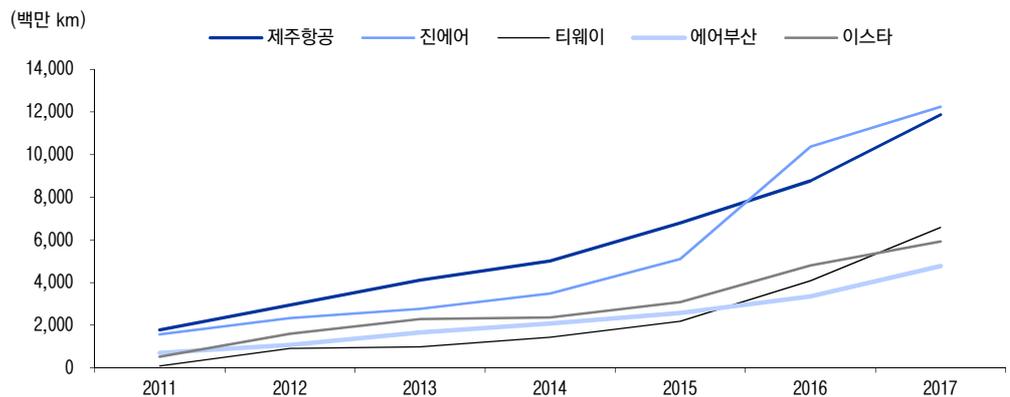
자료: 인천공항, 이베스트투자증권 리서치센터

## 아웃바운드 여행 수요에 기반한 국내 LCC에 대한 우호적인 시각 유지

국내 LCC들의 실적은 유가 상승에 따른 비용 부담 확대에도 불구하고 여행 수요 확대에 기반한 가파른 공급 증가에 힘입어 우상향하고 있는 모습이다. 향후에도 국내 LCC들은 공급 확대를 통한 아웃바운드 여행수요 흡수와 더불어 규모의 경제 효과를 통한 수익성 개선 전략을 지속 유지할 것으로 보인다. 하지만 최근 국내 LCC들의 주가는 부진한 모습이다.

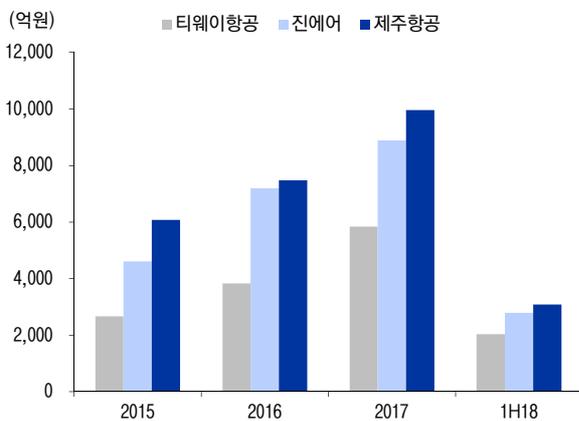
이는 최근 대외 악재 등의 영향으로 내국인 출국자 증가세가 예상보다 둔화됨에 따라 향후 해외 여행 수요 성장에 대한 의구심이 생기면서 국내 LCC들의 경쟁 심화에 대한 우려가 작용했다고 판단된다. 이미 국내 LCC들은 많은 노선을 취항하고 있고 운영하고 있는 기재의 한계로 단거리 중심의 신규 노선 취항에 대한 제한이 있을 수 밖에 없다. 소비자 입장에서 공급 증가는 일정에 대한 선택의 폭을 확대시키고 항공사간 경쟁으로 인한 낮은 항공 운임의 혜택을 누릴 수 있었기 때문에 여객 수요에 긍정적으로 작용할 수 있다. 하지만 항공사들 간의 경쟁 심화로 공급과잉 노선이 생기고 낮은 운임 지속되면 경영환경이 악화될 수 밖에 없다.

그림25 국내 LCC ASK 추이



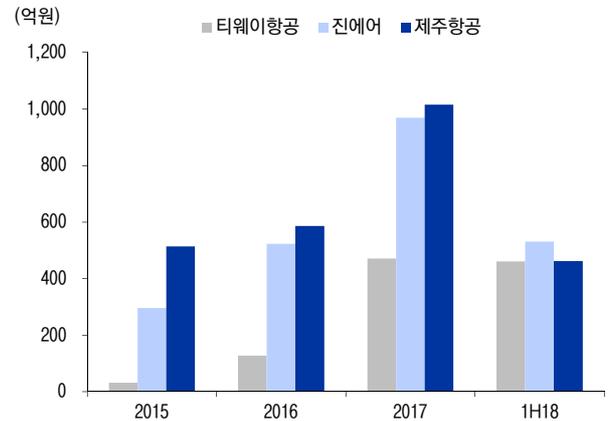
자료: 항공포털, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 국내 주요 LCC 매출액 추이



자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 국내 주요 LCC 영업이익 추이



자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 제주항공 노선도



자료: 구글, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 진에어 노선도



자료: 구글, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 티웨이항공 노선도



자료: 구글, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 이스타항공 노선도



자료: 구글, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 국내 LCC 주가 추이

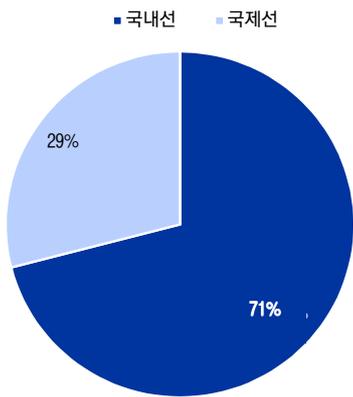


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

작년 델타 등 미국 메이저 항공사들의 이익이 감소했다. 이는 RPM 증가에 따른 외형 성장보다 유가 상승에 따른 유류비 증가가 더 크게 작용했기 때문이다. 미국 항공 여객 산업에서는 국내선이 70% 이상의 비중을 차지하고 미국 국내선은 메이저 4사 체재 안착으로 경쟁적인 운임 인하 움직임이 둔화되었다. 하지만 공급 및 CASM(공급 마일당 비용)을 조절하며 Yield의 컨트롤이 일부 가능해진 미국 국내선 시장도 작년 유가 상승에 따른 유류비 증가를 운임에 온전히 반영하지 못하면서 이익이 감소하는 모습을 보였다.

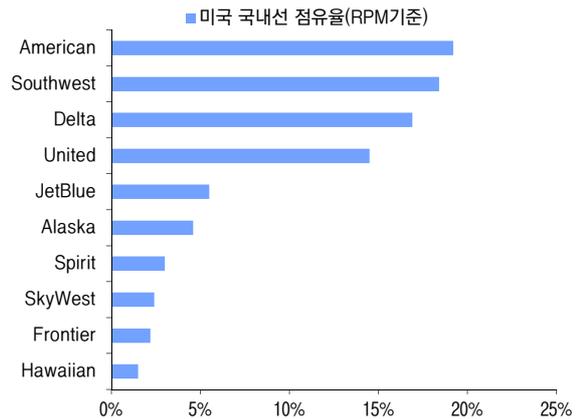
그렇기 때문에 단거리 노선 경쟁 심화로 낮은 운임이 지속될 수 밖에 없는 국내 LCC들의 향후 방향성에 대해 고민이 되는 시점이라고 판단된다. 하지만 전연한 바와 같이 우리나라 아웃바운드 여행 시장은 구조적으로 아직 성장 여력이 높고 80%의 여행 수요가 같은 지역 내에서 이루어지기 때문에(Intra-regional Tourism) 단거리 항공 노선에 대한 수요는 지속될 것으로 예상된다. 이에 국내 LCC들은 공급 확대에 걸맞은 수요에 힘입어 외형 및 이익 규모가 확대될 것으로 전망된다.

그림33 미국 항공 여객업 비중(2017년 RPM 기준)



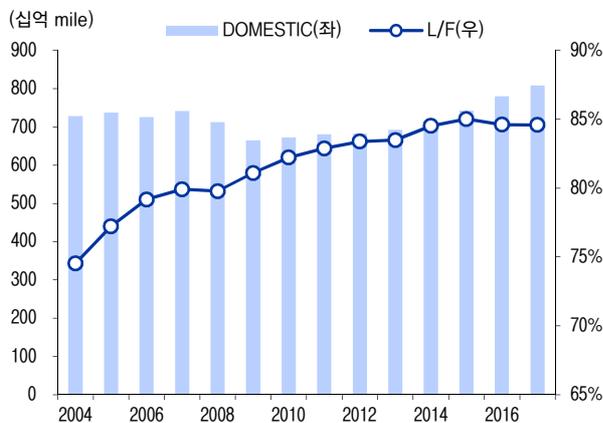
자료: TranStats, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 2017년 미국 항공사 국내선 점유율



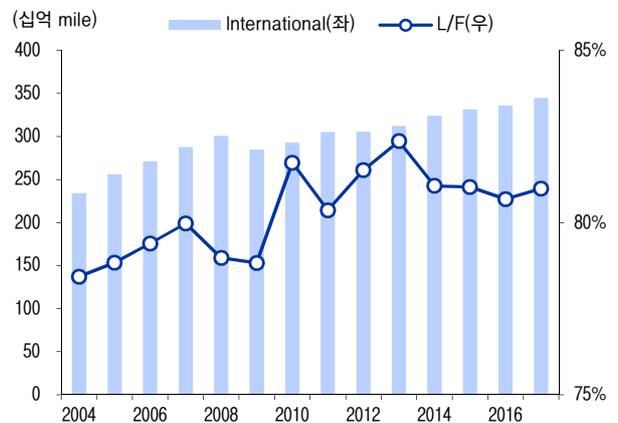
자료: TranStats 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 미국 항공사 국내선 ASK 및 L/F 추이



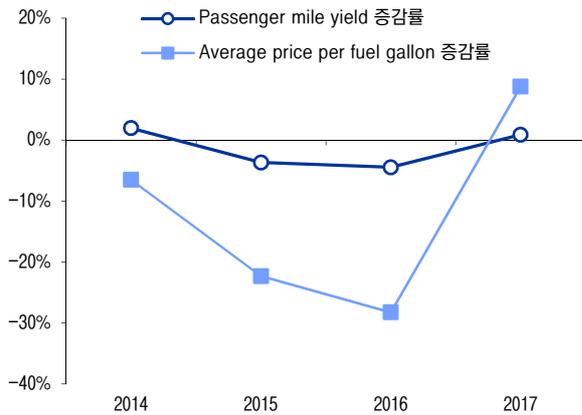
자료: TranStats, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 미국 항공사 국제선 ASK 및 L/F 추이



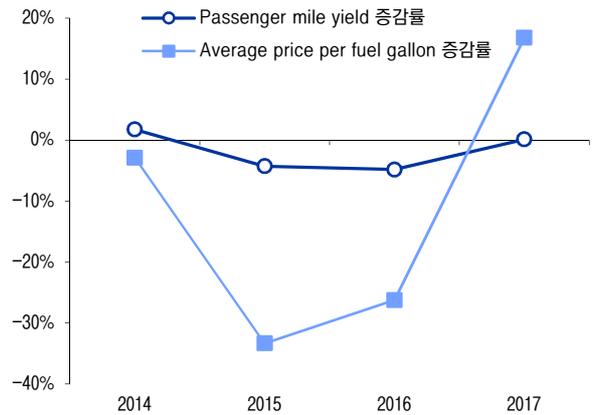
자료: TranStats 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 델타항공 Yield/유류비 증감률 추이



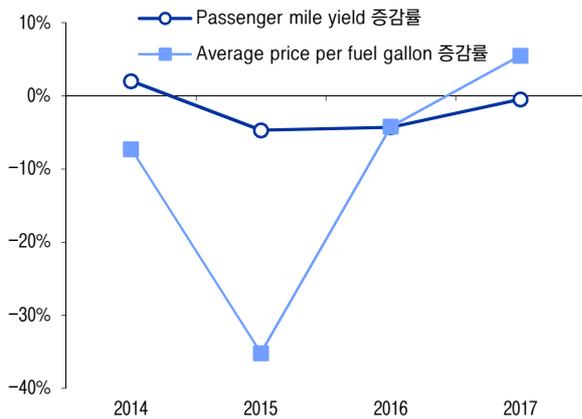
자료: 델타항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 유나이티드항공 Yield/유류비 증감률 추이



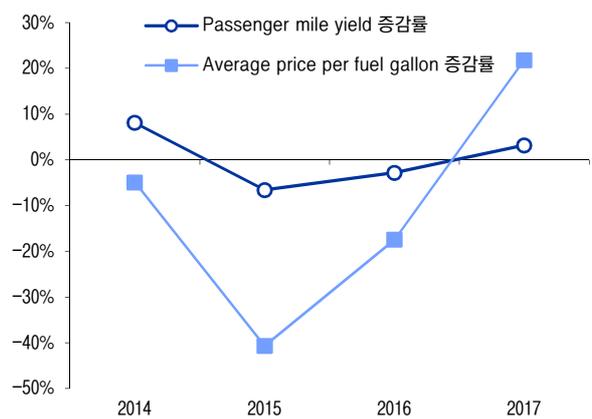
자료: 유나이티드항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 사우스웨스트항공 Yield/유류비 증감률 추이



자료: 사우스웨스트항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 아메리칸항공 Yield/유류비 증감률 추이



자료: 아메리칸항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 미국 메이저 항공 4사 주가 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 미국 메이저 항공사 Key Financials

(단위: 십억원)		아메리칸 에어라인스 그룹	델타 에어라인스	유나이티드 콘티넨탈 홀딩스	사우스웨스트 에어라인스
시가총액		19,689	39,517	22,602	34,719
매출액	2016	46,638.8	46,010.9	42,432.3	23,708.3
	2017	47,722.0	46,633.1	42,666.8	23,937.3
	2018E	50,919.8	50,121.5	45,780.8	24,936.6
	2019E	52,967.4	52,232.5	48,300.0	26,504.2
영업이익	2016	6,133.4	8,069.5	5,035.3	4,364.4
	2017	4,588.2	6,912.9	3,955.1	3,974.3
	2018E	4,123.3	6,060.9	3,804.7	3,736.3
	2019E	4,673.8	6,751.8	4,052.9	4,224.5
영업이익률 (%)	2016	13.2	17.5	11.9	18.4
	2017	11.0	14.4	9.3	16.7
	2018E	10.4	14.0	8.4	18.6
	2019E	10.7	14.3	8.3	17.9
순이익	2016	8,243.6	10,277.3	7,330.1	5,781.7
	2017	6,868.8	9,439.9	6,384.9	5,351.4
	2018E	6,483.7	8,738.3	6,254.5	5,051.8
	2019E	7,276.2	9,640.9	6,809.9	5,702.4
EPS (원)	2016	3,106.2	5,075.9	2,626.8	2,604.7
	2017	2,169.7	4,044.4	2,409.4	3,943.8
	2018E	2,427.3	4,351.1	2,436.6	2,794.2
	2019E	3,044.2	5,120.1	2,598.5	3,139.9
BPS (원)	2016	5,629.6	6,755.6	7,962.7	4,155.5
	2017	4,432.2	5,619.4	7,959.9	6,557.9
	2018E	5,417.6	6,403.2	8,733.8	4,786.6
	2019E	6,650.5	7,532.6	10,167.1	5,676.3
Net debt	2016	9,013.0	20,311.8	33,247.2	16,575.6
	2017	(2,310.6)	20,703.7	31,650.3	17,600.0
	2018E	8,728.4	23,873.1	39,879.0	21,465.3
	2019E	13,509.7	29,306.7	46,661.9	25,682.5
PER(배)	2016	7.8	9.2	8.5	13.3
	2017	7.4	10.1	10.5	14.6
	2018E	7.8	8.9	9.4	12.5
	2019E	6.3	7.6	8.0	10.6
PBR(배)	2016	6.3	2.9	2.6	3.8
	2017	(2.2)	2.7	2.4	3.2
	2018E	4.8	2.4	2.0	2.8
	2019E	3.1	1.9	1.7	2.3
EV/EBITDA	2016	5.9	4.5	4.8	6.6
	2017	7.4	5.1	5.3	7.2
	2018E	6.4	5.3	5.5	7.0
	2019E	5.7	4.8	5.1	6.2
ROE(%)	2016	56.8	37.8	25.7	28.4
	2017	51.8	25.2	26.0	40.4
	2018E	(451.8)	27.9	22.9	23.3
	2019E	135.9	28.2	22.8	24.0

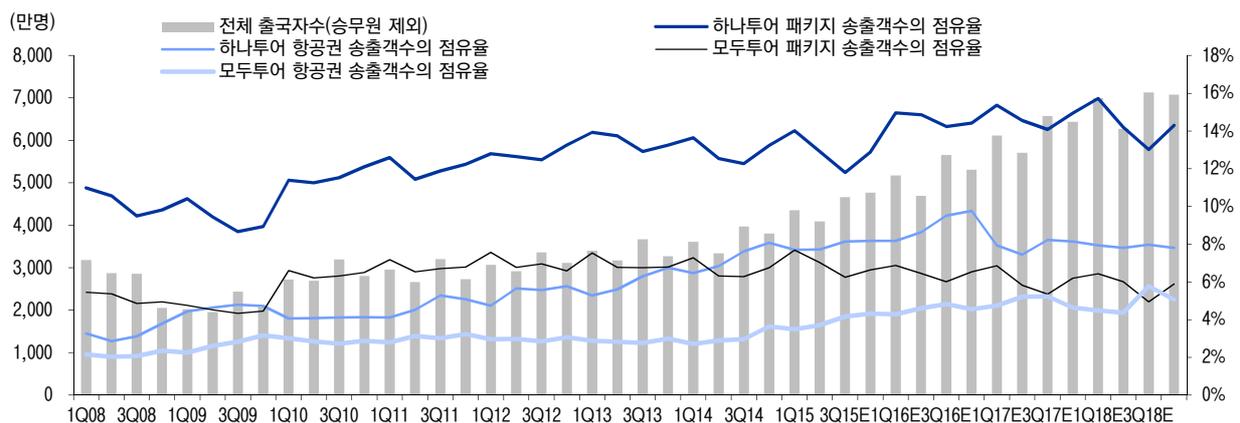
# 해외 여행 수요 확대 수혜 1) 여행사업자

## 패키지 여행 상품 판매 성장 이어질 것

하나투어와 모두투어의 매출에서 패키지 여행 상품 판매가 차지하는 비중은 85%에 수준이다. 아웃바운드 여행 수요 확대로 출국자수가 꾸준히 증가하고 있는 가운데 전체 내국인 출국자에서 하나투어의 패키지 송출객수가 차지하는 비중은 꾸준히 늘어왔다. 모두투어도 패키지 송출객 점유율이 유지되면서 패키지 송출객 볼륨이 지속 확대되었다.

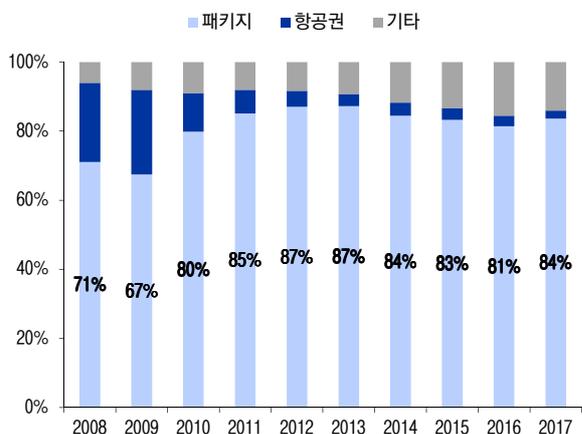
최근 여행 성수기임에도 불구하고 국내 여행 사업자의 패키지 송출객 볼륨이 대외 악재 등의 여파로 역성장했다. 이에 따라 국내 여행사업자들의 주가는 크게 부진하였다. 이와 더불어 이 기간 내국인 출국자수는 성장세가 이어지면서 패키지 송출객 볼륨과 디커플링되는 모습을 보이면서 향후 패키지 여행 시장 성장성에 대한 우려가 부각됐다.

그림42 하나투어 & 모두투어 송출객별 점유율 추이



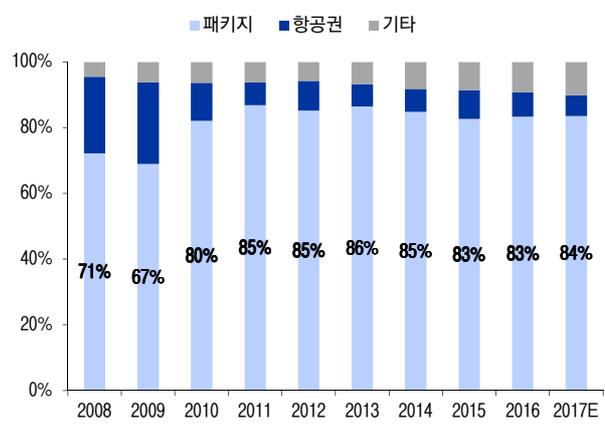
자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 하나투어 본사 매출 Breakdown



자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 모두투어 본사 매출 Breakdown



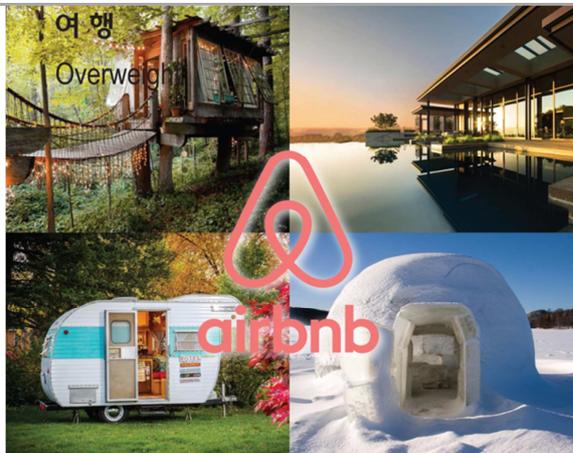
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

하지만 구조적 요인에 의해 아웃바운드 여행 수요가 늘어나는 구간에서는 패키지 여행 상품 판매도 호조를 보일 것으로 판단된다. 이는 우리나라 아웃바운드 여행 시장이 성장세를 거듭해왔지만 여전히 성장시장이라고 생각되고 여행 경험을 쌓아나가는 성장시장에서는 패키지 여행에 대한 선호도가 존재한다고 판단되기 때문이다.

물론 요즘은 Tripadvisor 등 온라인 여행 정보 사이트에서 쉽게 정보를 얻고, Skyscanner 등 항공권 부킹 사이트에서 저렴한 항공권 구매하고, Airbnb/Hotels.com 등에서 원하는 숙소를 예약해서 해외로 가서 구글맵으로 길을 찾고 Uber를 타고 이동을 하는 등 자유 여행을 하기에 좋은 여건이 마련되어있다. 하지만 이러한 서비스는 주로 해외 여행 경험이 다수 있거나 젊은 밀레니얼 세대가 이용하고 있다. 2017년 기준만 15세 이상 전국민 중 해외여행 경험률이 20% 미만인 현 시점에서는 한동안 패키지 여행 수요는 지속될 것으로 판단된다.

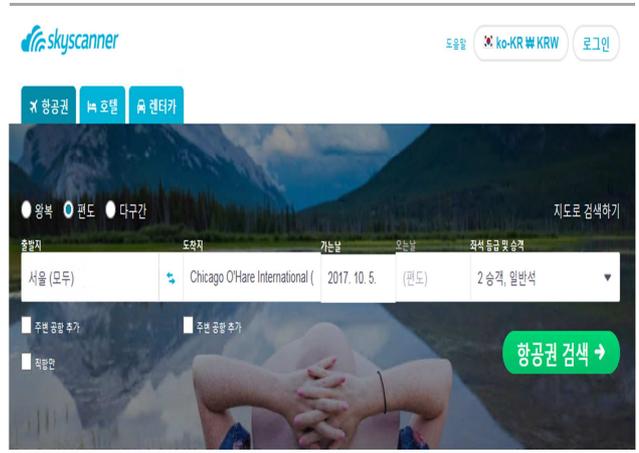
과거 케이스를 보면 2011년 3월 일본 대지진, 2014년 4월 세월호 참사 등의 영향으로 아웃바운드 패키지 송출객 볼륨이 3개월정도 역성장이 지속되었다. 영향력의 차이는 있지만 성수기임에도 불구하고 볼륨 성장이 나오지 않을 가능성을 배제할 수 없는 상황이고 작년 추석연휴로 인한 기저효과가 있어 송출객 볼륨 부진은 몇 개월간 이어질 수도 있을 것이라는 우려도 존재한다. 하지만 해외 수요의 구조적 성장세는 지속 유효하다고 판단되며 악재에 따라 단기적으로 위축될 수는 있으나 향후 이연된 여행 수요가 강하게 나타날 수 있을 것으로 기대한다.

그림45 홈 셰어링 플랫폼 에어비앤비



자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 항공권 검색 플랫폼, 스카이스캐너



자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

## Appendix 1) 아웃바운드 여행객 확대 요인 분석

### 1) 여가 선호 현상의 확대

일반적으로 소득이 증가하면 노동과 여가 사이의 선호관계에 따라 trade-off가 발생한다. 개발도상국이나 후진국의 경우 소득이 증가하면 여가의 기회비용이 높아져 여가 시간을 줄이고 노동 공급시간을 늘리는 대체효과가 더 크게 작용한다. 선진국의 경우 노동 공급량이 감소하고 여가에 할애하는 시간이 늘어나는 소득효과가 작용한다.

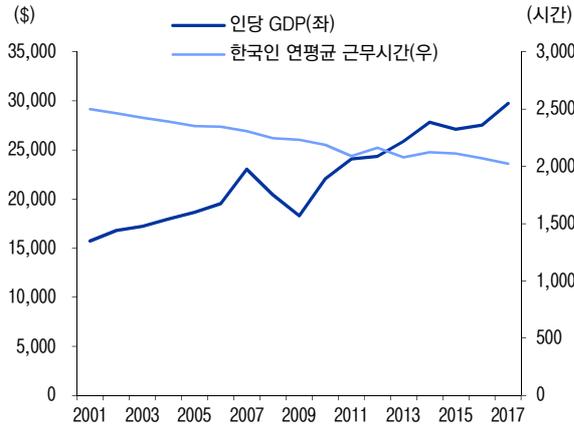
글로벌 Top 아웃바운드 여행국들은 소득이 확대되는 구간에서 연평균 근무시간이 줄어들고 해외 여행객이 증가하는 모습을 보이고 있다. 우리나라도 여가에 할애하는 시간이 늘어남에 따라 이는 곧 여행 수요 확대로 이어지고 가계 지출에서 여행비용의 비중이 확대되고 있는 모습이다.

표5 주요 OECD 회원국 평균 근무시간 추이

국가명	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016 인당GDP(\$)
독일	1,424	1,418	1,373	1,390	1,393	1,375	1,362	1,366	1,371	1,363	41,936
덴마크	1,456	1,450	1,446	1,436	1,455	1,437	1,457	1,458	1,457	1,410	51,989
노르웨이	1,426	1,430	1,407	1,415	1,421	1,420	1,408	1,427	1,424	1,424	74,400
네덜란드	1,430	1,430	1,422	1,421	1,422	1,413	1,415	1,420	1,419	1,430	44,300
프랑스	1,500	1,507	1,489	1,494	1,496	1,490	1,474	1,473	1,482	1,472	36,855
스위스	1,633	1,623	1,615	1,612	1,605	1,591	1,573	1,568	1,590	1,590	80,945
오스트리아	1,736	1,729	1,673	1,669	1,676	1,653	1,637	1,629	1,625	1,601	43,775
스웨덴	1,612	1,617	1,609	1,635	1,632	1,618	1,609	1,611	1,612	1,621	50,580
핀란드	1,691	1,685	1,661	1,668	1,662	1,650	1,640	1,643	1,646	1,653	42,311
오스트레일리아	1,713	1,717	1,690	1,692	1,700	1,679	1,663	1,664	1,665	1,669	49,928
영국	1,677	1,659	1,651	1,650	1,634	1,654	1,666	1,677	1,674	1,676	39,899
스페인	1,704	1,713	1,720	1,710	1,716	1,700	1,696	1,698	1,691	1,695	25,832
캐나다	1,741	1,735	1,701	1,703	1,700	1,713	1,707	1,703	1,706	1,703	43,249
일본	1,785	1,771	1,714	1,733	1,728	1,745	1,734	1,729	1,719	1,713	38,894
이탈리아	1,818	1,807	1,776	1,777	1,773	1,734	1,720	1,719	1,725	1,730	30,527
체코	1,784	1,790	1,779	1,800	1,806	1,776	1,763	1,771	1,779	1,770	17,548
미국	1,798	1,792	1,767	1,778	1,786	1,789	1,787	1,789	1,790	1,783	57,467
터키	1,911	1,900	1,881	1,877	1,864	1,855	1,832	1,832	-	1832	9,126
<b>한국</b>	<b>2,306</b>	<b>2,246</b>	<b>2,232</b>	<b>2,187</b>	<b>2,090</b>	<b>2,163</b>	<b>2,079</b>	<b>2,124</b>	<b>2,113</b>	<b>2,069</b>	<b>27,539</b>
멕시코	2,261	2,258	2,250	2,242	2,250	2,226	2,237	2,228	2,246	2,255	9,005
<b>OECD 평균</b>	<b>1,785</b>	<b>1,782</b>	<b>1,756</b>	<b>1,755</b>	<b>1,755</b>	<b>1,744</b>	<b>1,736</b>	<b>1,737</b>	<b>1,732</b>	<b>1,763</b>	<b>36,810</b>

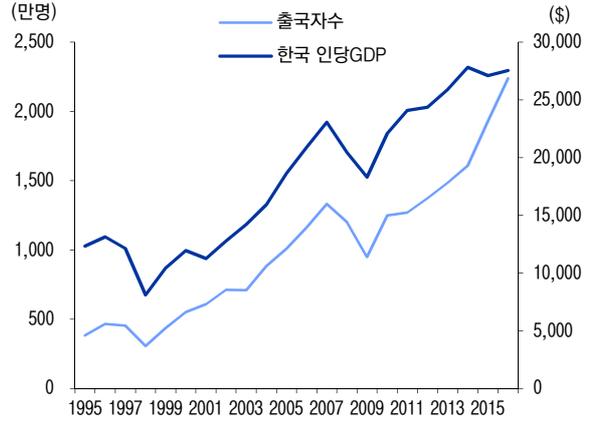
자료: OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 우리나라 인당 GDP 및 근무시간 추이



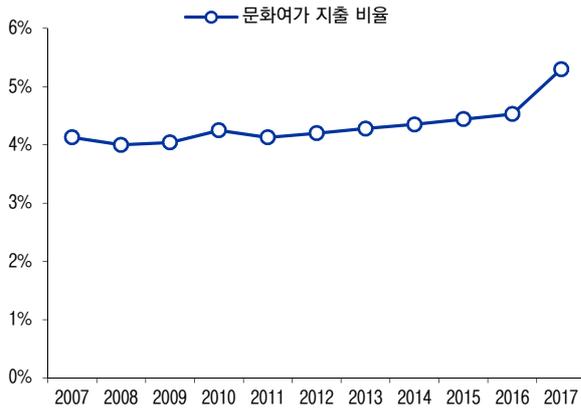
자료: World Bank, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 우리나라 출국자수 및 인당 GDP 추이



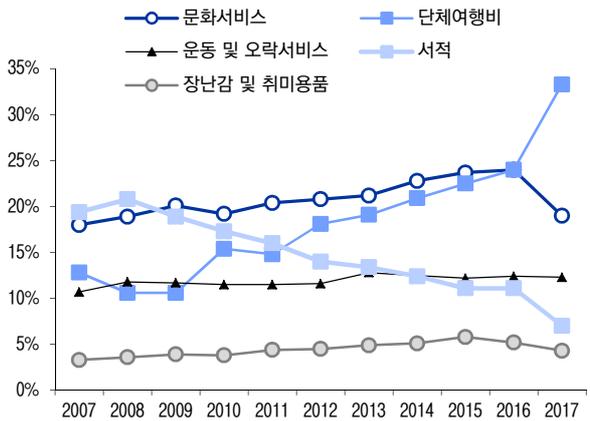
자료: World Bank, UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 우리나라 문화 여가비 지출 비중 추이



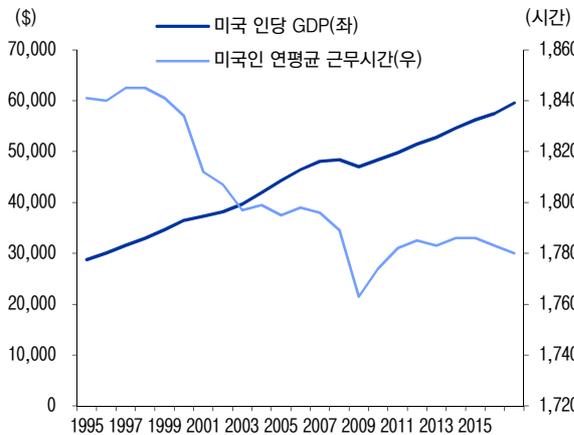
자료: 문체부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 문화 여가비 품목별 지출 비중 추이



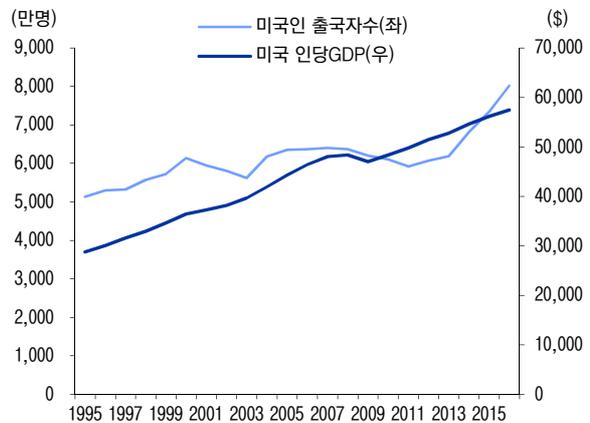
자료: 문체부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 미국 인당 GDP 및 근무시간 추이



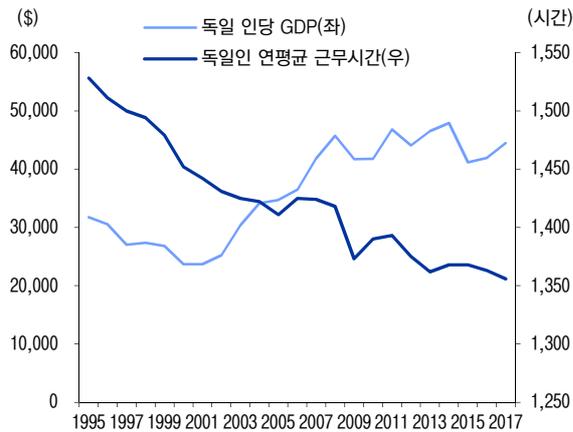
자료: World Bank, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 미국 출국자수 및 인당 GDP 추이



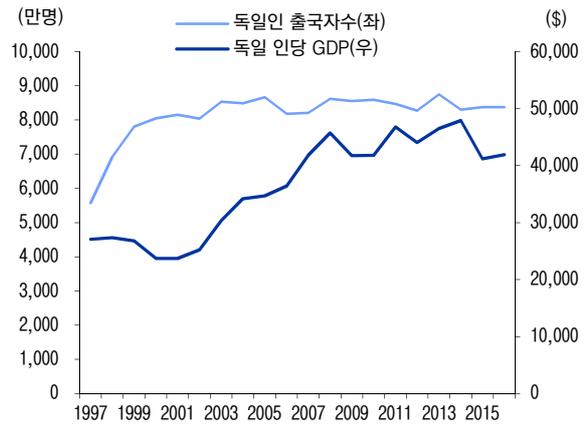
자료: World Bank, UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 독일 인당 GDP 및 근무시간 추이



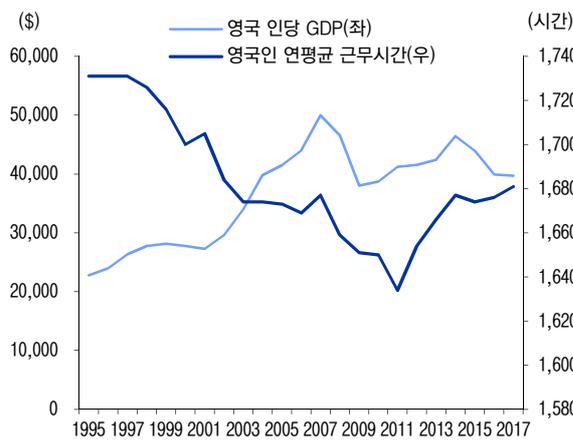
자료: World Bank, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 독일 출국자수 및 인당 GDP 추이



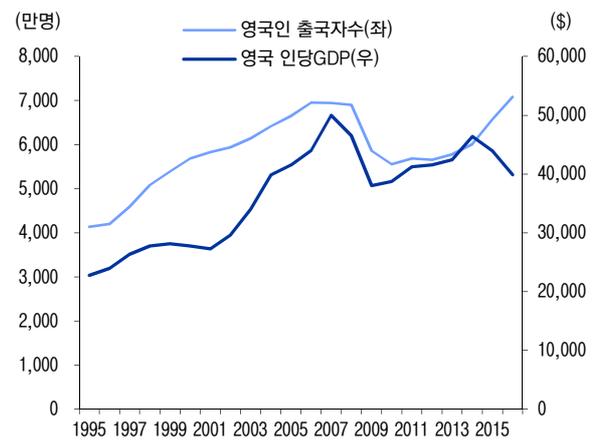
자료: World Bank, UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 영국 인당 GDP 및 근무시간 추이



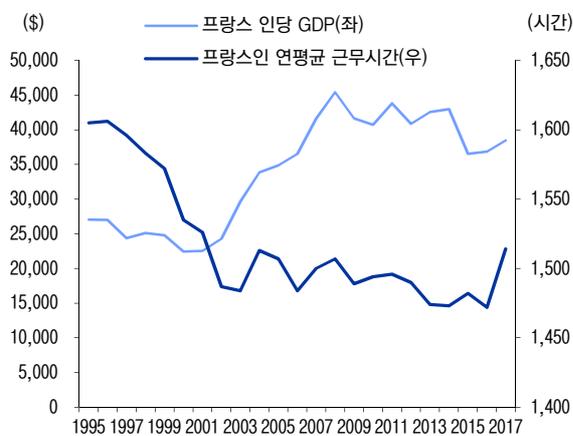
자료: World Bank, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 영국 출국자수 및 인당 GDP 추이



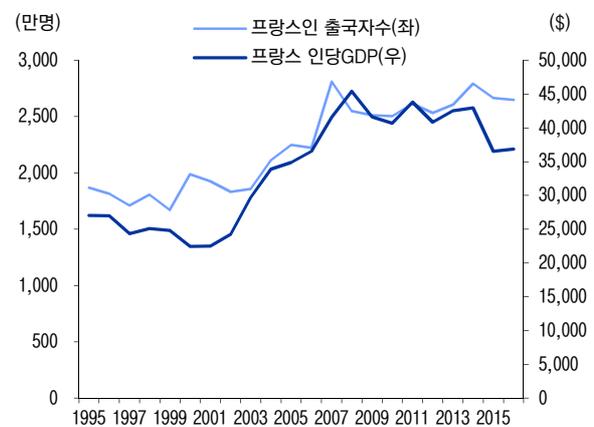
자료: World Bank, UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 프랑스 인당 GDP 및 근무시간 추이



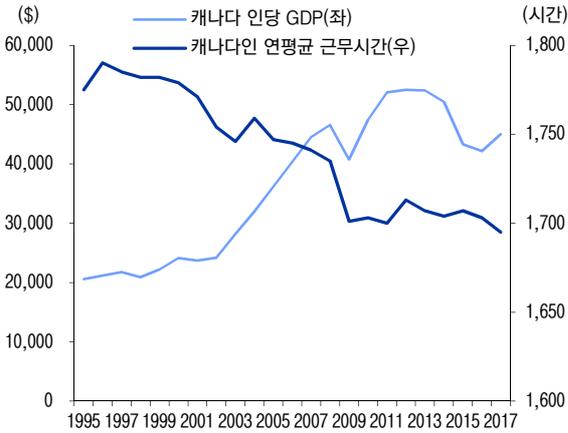
자료: World Bank, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 프랑스 출국자수 및 인당 GDP 추이



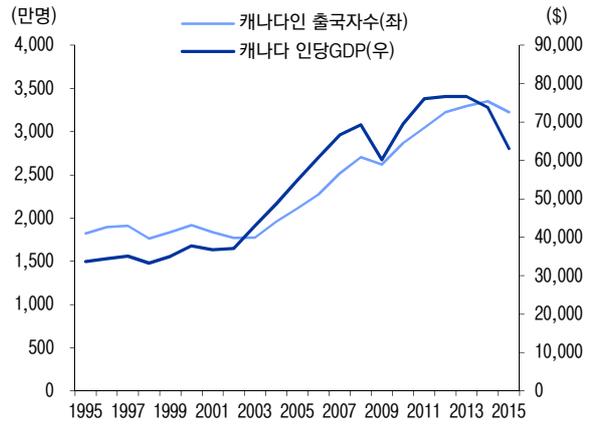
자료: World Bank, UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 캐나다 인당 GDP 및 근무시간 추이



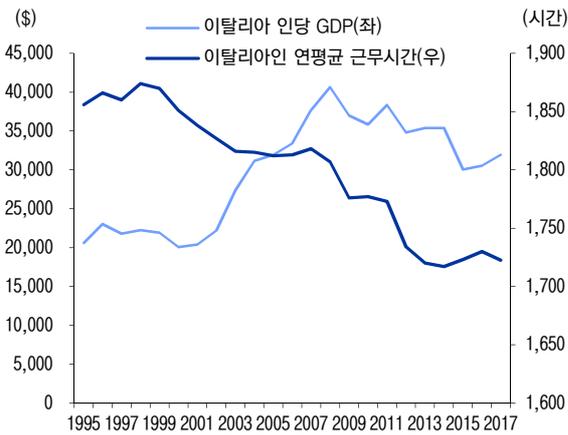
자료: World Bank, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 캐나다 출국자수 및 인당 GDP 추이



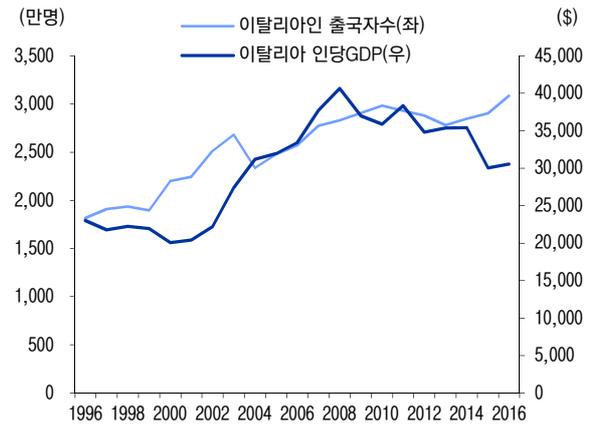
자료: World Bank, UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 이탈리아 인당 GDP 및 근무시간 추이



자료: World Bank, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 이탈리아 출국자수 및 인당 GDP 추이



자료: World Bank, UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

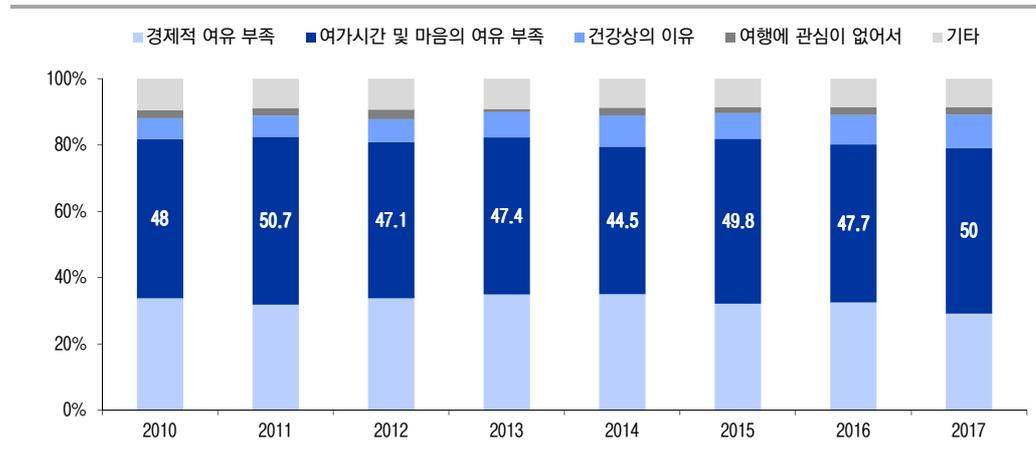
## 2) 실질적인 여가 시간의 증가

문화체육관광부가 수행한 국민 해외여행 실태조사에 의하면 우리나라 국민들이 해외여행을 하지 않은 주요 이유 중 '여가시간 및 마음의 여유 부족'이 가장 많다. 그리고 해외여행 시기로 주중을 이용해 다녀오는 비율이 가장 높았다. 하지만 휴일의 증가로 여가를 즐길 수 있는 시간이 늘어나고 있고 이는 아웃바운드 여행 시장 성장에 긍정적으로 작용하고 있다.

2004년 7월부터 단계적으로 실시된 주 5일근무제는 아웃바운드 시장의 성장을 촉진시켰다. 여기에 대체휴일제 시행으로 2015년부터 10년 간 공휴일이 11일 늘어나게 되었다. 대체휴일제에 따른 효과로 설과 추석에 4일 이상의 연휴가 확보되면서 단거리뿐 아니라 장거리 여행까지 선택할 수 있는 저변이 마련되며 해외 여행 수요를 촉진시키고 있다.

그리고 문재인 정부의 국정과제 중 하나인 '휴식있는 삶을 위한 일과 생활의 균형 실현'을 위해 정부가 모범 고용주로서 정부기관 초과근무 단축 및 연차 휴가 활성화 방안이 추진되고 있다. 초과근무 총량제 적용 확대, 초과 근무가 과도한 현업 공무원 제도 개편, 생산성 향상을 위한 업무 혁신 등을 통해 불필요한 초과근무를 축소하고 민간 기업에 적용되고 있는 연차유급휴가 사용 촉진제도 도입, 장기/분산 휴가 확산 등 연가 사용을 촉진할 계획인 것으로 파악된다. 7월부터 주 52시간 근무제가 적용이 현실화되고 이러한 사회적 움직임을 통한 실질적으로 활용 가능한 휴일의 증가는 향후 아웃바운드 여행에 대한 수요 확대에 긍정적으로 작용할 것으로 기대된다.

그림63 해외여행을 하지 않는 이유



자료: 문체부, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 2015-2024 공휴일

명칭	2015		2016		2017		2018		2019	
	날짜	요일	날짜	요일	날짜	요일	날짜	요일	날짜	요일
신정	1/1	목	1/1	금	1/1	일	1/1	월	1/1	화
설날연휴	2/18-2/20	수-금	2/8-2/10	월-수 (수-대체 휴일)	1/2	금-월 (월-대체 휴일)	2/15-2/18	목-토	2/4-2/6	월-수
삼일절	3/1	일	3/1	화	3/1	수	3/1	목	3/1	월
어린이날	5/5	화	5/5	목	5/5	금	5/5	토 (월-대체 휴일)	5/5	일 (월-대체 휴일)
석가탄신일	5/25	월	5/14	토	5/3	수	5/22	화	5/12	일
현충일	6/6	토	6/6	월	6/6	화	6/6	수	6/6	목
광복절	8/15	토	8/15	월	8/15	화	8/15	수	8/15	목
추석연휴	9/26-9/29	토-화 (화-대체 휴일)	9/14-9/16	수-금	10/4-10/5	수-목	9/22-9/26	토-수 (수-대체 휴일)	9/12-9/14	목-토
개천절	10/3	토	10/3	월	10/3	화	10/3	수	10/3	목
한글날	10/9	금	10/9	일	10/9	월	10/9	화	10/9	수
크리스마스	12/25	금	12/25	일	12/25	월	12/25	화	12/25	수
기타	8/15	임시 공휴일	4/13	수 (20대 국회의원선거)	5/9	수 (19대 대통령선거)	6/13	지방선거		
			5/6	임시 공휴일	10/2	임시 공휴일				
명칭	2020		2021		2022		2023		2024	
	날짜	요일	날짜	요일	날짜	요일	날짜	요일	날짜	요일
신정	1/1	수	1/1	금	1/1	토	1/1	일	1/1	월
설날	2/24-2/27	금-월 (월-대체 휴일)	2/11-2/13	목-토	1/30-2/2	월-수	1/21-1/24	토-화 (화-대체 휴일)	2/9-2/12	금-월 (월-대체 휴일)
삼일절	3/1	일	3/1	월	3/1	화	3/1	수	3/1	금
어린이날	5/5	화	5/5	수	5/5	목	5/5	금	5/5	일 (월-대체 휴일)
석가탄신일	4/30	목	5/19	수		일	5/27	토	5/15	수
현충일	6/6	토	6/6	일	6/6	월	6/6	화	6/6	목
광복절	8/15	토	8/15	일	8/15	월	8/15	화	8/15	목
추석	9/30-10/2	수-금	9/20-9/22	월-수		금-월 (월-대체 휴일)	9/28-9/30	목-토	9/16-9/18	월-수
개천절	10/3	토	10/3	일	10/3	월	10/3	화	10/3	목
한글날	10/9	금	10/9	토	10/9	일	10/9	월	10/9	수
크리스마스	12/25	금	12/25	토	12/25	일	12/25	월	12/25	수
기타	4/15	수 (21대 국회의원선거)			12/21	수 (20대 대통령선거)			4/10	수 (22대 국회의원선거)

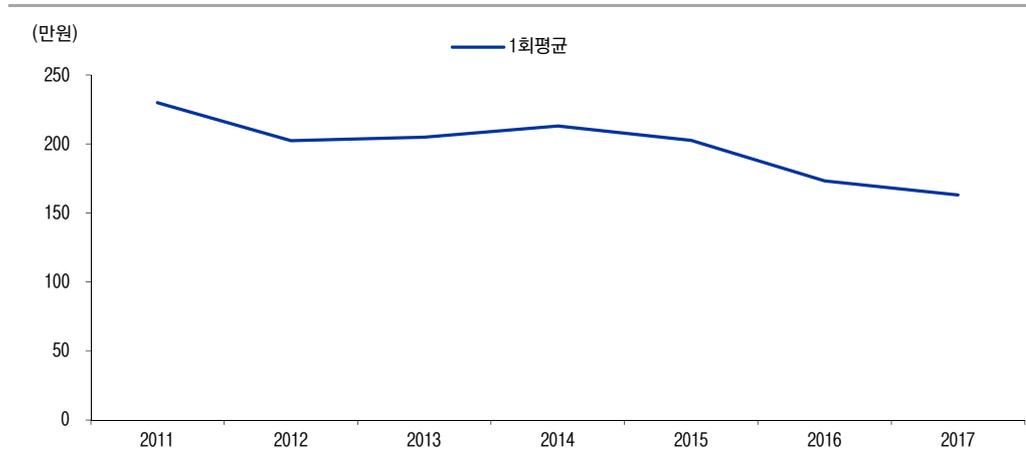
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 3) 여행비용 감소

국민 해외여행 실태조사에 의하면 우리나라 해외여행 경험자들의 1회 평균 여행 지출액은 163만원으로 2016년 대비 약 6% 감소한 것으로 나타난다. 이는 LCC 취항 증가에 따른 저가 항공편 확대에 기인한 것으로 판단된다.

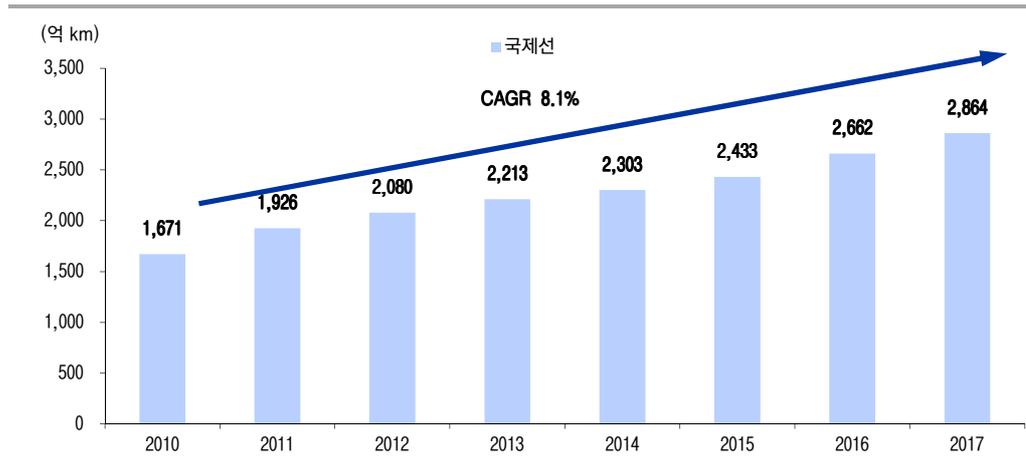
항공편 증가에 따른 여행비용 감소로 아웃바운드 여행 시장이 확대될 수 있는 기반이 마련되고 있다. 2017년 기준 우리나라의 전체 국제선 공급좌석킬로(ASK)는 2,864억 킬로미터로 2010년부터 연 CAGR 8.1%로 증가했다. 이는 LCC 및 외항사 취항 증가로 운항이 증가하고 있기 때문이다.

그림64 해외여행 경험자 1회 평균 여행 지출액 추이



자료: KTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 국내 항공사 국제선 전체 ASK 추이



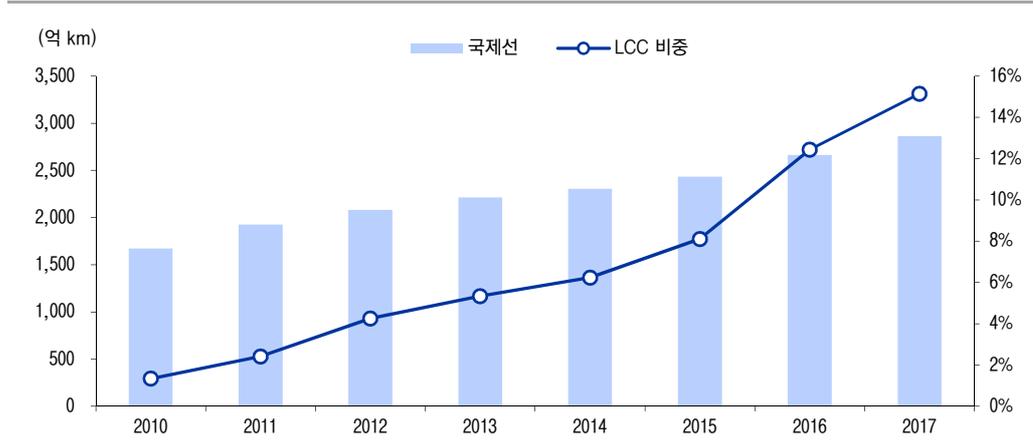
자료: 항공포털, 이베스트투자증권 리서치센터

제주항공, 진에어 등 LCC는 보유 기재수를 늘려가며 국내선뿐만 아니라 국제선에서도 영역을 확대하고 있다. 전체 국제선 ASK에서 LCC가 차지하는 비중은 지속 확대되어 2017년 기준 15% 수준까지 올라왔다.

국적기 뿐만 아니라 외항사 및 LCC 취항 증가로 인해 여행자들은 더욱 다양한 경로를 본인의 예산, 선호도 등에 부합하는 패키지 상품이나 항공사를 통하여 여행할 수 있게 되면서 여행 수요는 증가하는 중이다. 그리고 항공 좌석 공급 증가로 항공사간에 경쟁이 심화되면서 여행 상품 가격이 낮아지는 점도 아웃바운드 여행 수요를 촉진 시켰다.

향후에도 이러한 상황이 지속 전개되어 아웃바운드 여행 시장의 성장세가 지속될 것으로 판단된다. 이는, 인천공항이 향후 증가하는 항공수요에 대응하기 위해 확장 사업을 진행 중이기 때문이다. 확장 후 인천 국제 공항의 연간 처리가능 여객 수는 6,200만명, 여객 계류장은 164개소로 증가하게 된다. 이에 따라, 국내 취항 항공편이 증가하면서 아웃바운드 여행 시장 확대의 기반은 강화될 것으로 기대된다.

그림66 국내 LCC 국내선 비중(ASK 기준)



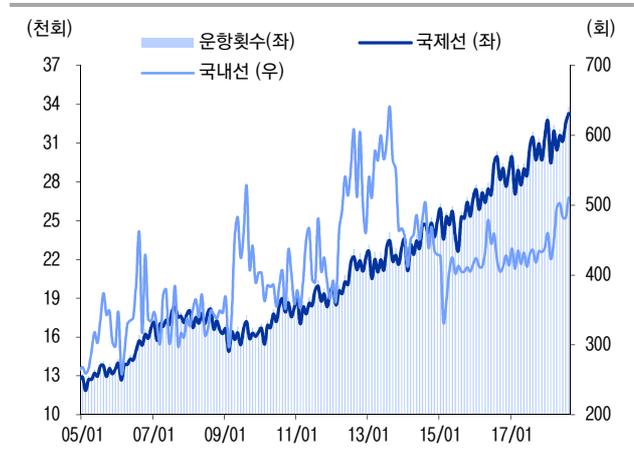
자료: 항공포털, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 인천공항 운항횟수 추이



자료: 인천공항, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 인천공항 여객수 추이



자료: 인천공항, 이베스트투자증권 리서치센터

## Appendix 2) AirBnB

### 숙박질서 파괴자

Airbnb는 2008년 미국에서 설립된 홈 셰어링 Home Sharing 플랫폼이다. 최초 사업은 창업자가 집세를 마련하기 위해 자신 아파트의 빈 공간을 누군가에게 빌려주기 위한 웹사이트를 구축하면서 시작되었다. Air Bed와 Breakfast를 제공한다는 의미에서 Air Bed & Breakfast라고 이름 붙였다.

Airbnb를 통해 호스트는 자신의 집으로 돈을 벌고 게스트는 더 특별하거나 저렴하게 여행할 수 있는 기회 얻게 되었다. 호스트와 게스트 간의 네트워크 효과가 발생함에 따라 사용자 커뮤니티가 지속 확대되고 있고 이를 기반으로 Airbnb는 성장 중이다. Airbnb는 최근 기준 191개국 65,000개 도시에 3백만 개 이상의 숙소를 제공하게 되었고 글로벌 그 어떤 숙박 사업자보다도 많은 숙소를 제공하는 사업자로 자리매김 중이다.

이에 힘입어 Airbnb의 2016년 매출은 17억 달러, EBITDA는 1.6억 달러에 달한 것으로 파악된다. 작년 기준 약 8천만명이었던 Airbnb의 연간 게스트 수는 향후 고성장을 지속할 것으로 전망되고 있다. 투자자들은 2020년에 이르면 매출이 85억 달러, EBITDA가 35억 달러에 달할 것으로 예상하고 있는 것으로 파악된다. 이에 따라 2009년 최초 펀딩 당시 240만 달러 수준이었던 Airbnb의 기업가치는 2017년 3월 기준으로 300억 달러로 크게 확대되며 여느 메이저 호텔 체인보다 큰 규모로 성장했다.

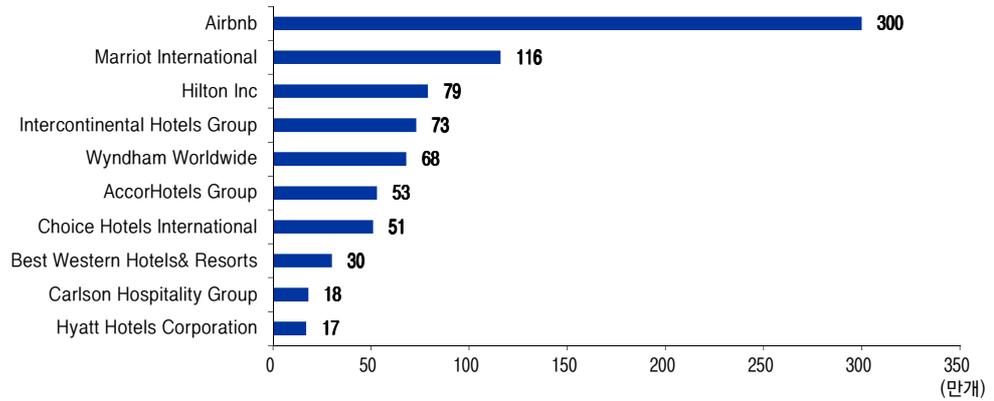
Airbnb는 창업자들의 장난 같은 아이디어에서 시작되어 홈셰어링을 통해 여행객들에게 특별한 숙박을 통해 현지인처럼 살아볼수 있도록 하는 서비스를 제공하며 지금까지 성장해왔고 글로벌 숙박 시장에서 자리매김하고 있다. Airbnb는 여기서 그치지 않고 향후 숙소 중개 사업과 더불어 여행, 체험, 항공 등 숙박 외에 여행의 나머지 영역들까지 커버하며 One Stop 플랫폼으로 진화 중이다.

표7 Airbnb 통계 at a Glance

내용	내용	내용			
사용자수	1.5억명	미국에 등록 숙소 수	66만개	파리에 등록된 숙소 수	7.8만개
등록 숙소 수	4백만개	프랑스에 등록 숙소 수	48.5만개	런던에 등록된 숙소 수	4.7만개
즉시 예약 가능한 숙소 수	1.9백만개	이탈리아에 등록 숙소 수	34만개	뉴욕에 등록된 숙소 수	4.6만개
게스트 남성 비율	46%	스페인에 등록 숙소 수	24.5만개	리우데자네이우에 등록된 숙소 수	3.3만개
직원 수	2,368명	영국에 등록 숙소 수	17.5만개	LA에 등록된 숙소 수	2.6만개
최근 기업가치	310억 달러	등록된 오두막 수	13만개	바르셀로나에 등록된 숙소 수	2.3만개
조달된 자본	34억 달러	등록된 성 수	12만개	로마에 등록된 숙소 수	2.3만개
2017년 예상 게스트 수	1억명	등록된 RV 수	30만개	코펜하겐에 등록된 숙소 수	2만개
2017년 매출액 추정	28억달러	등록된 보트 수	57만개	시드니에 등록된 숙소 수	2만개

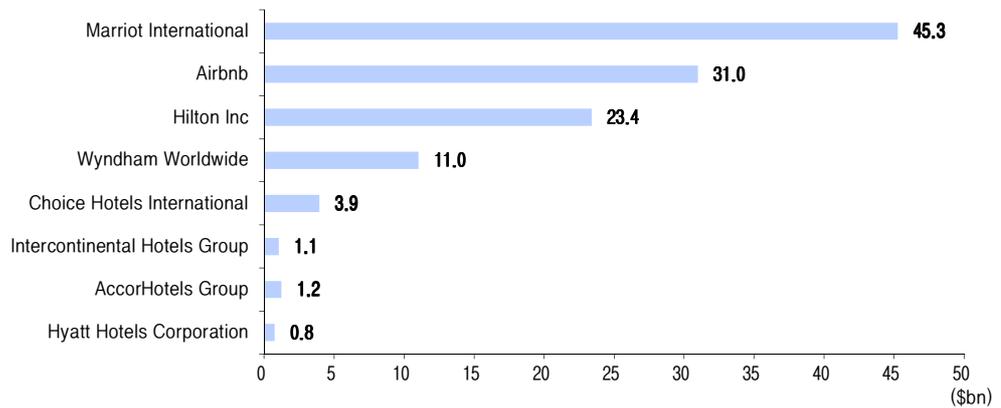
자료: AirDNA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 Airbnb 와 호텔 사업자 Room/Listing 규모 비교



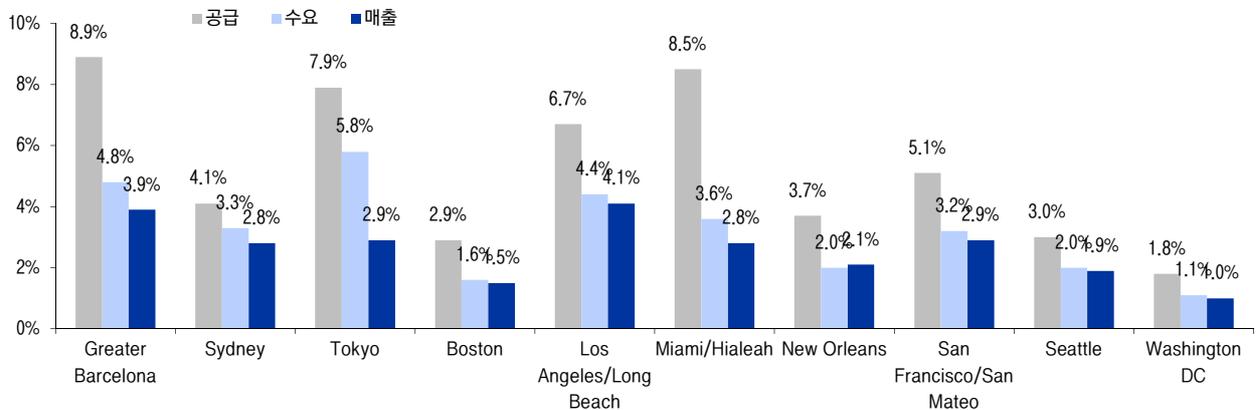
자료: STR, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 Airbnb 와 호텔 사업자 기업가치 규모 비교



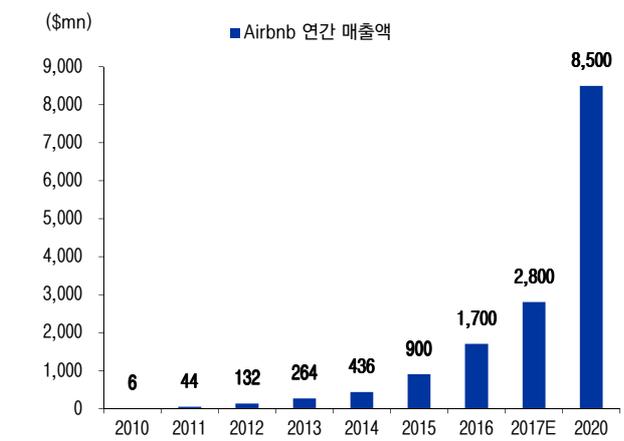
자료: STR, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 주요 도시에서의 Airbnb 점유율



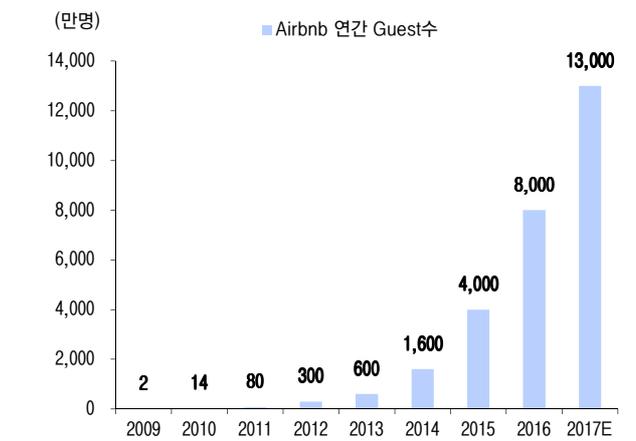
자료: STR, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 Airbnb 연간 매출액 추이 및 전망



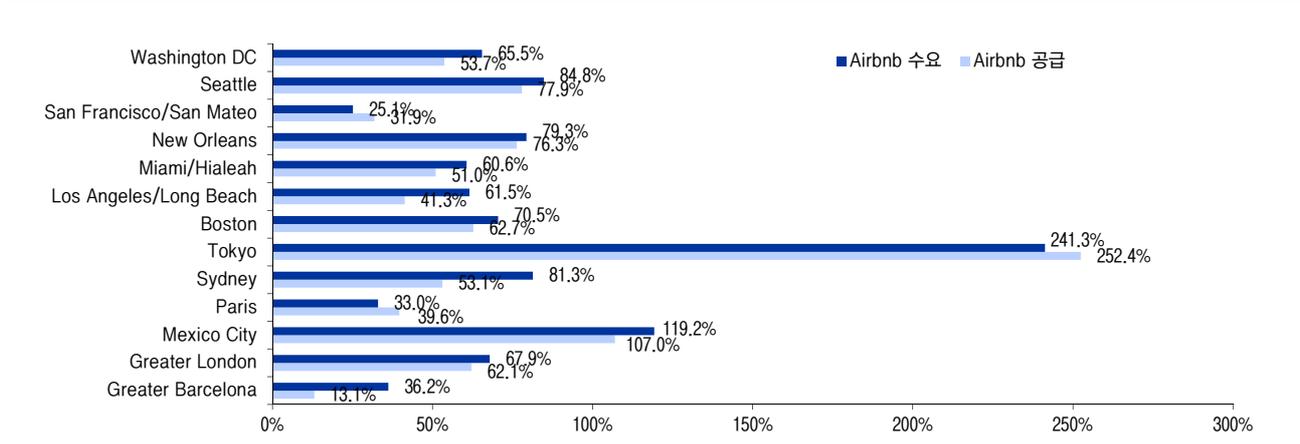
자료: 언론보도취합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 Airbnb 연간 게스트 수 추이 및 전망



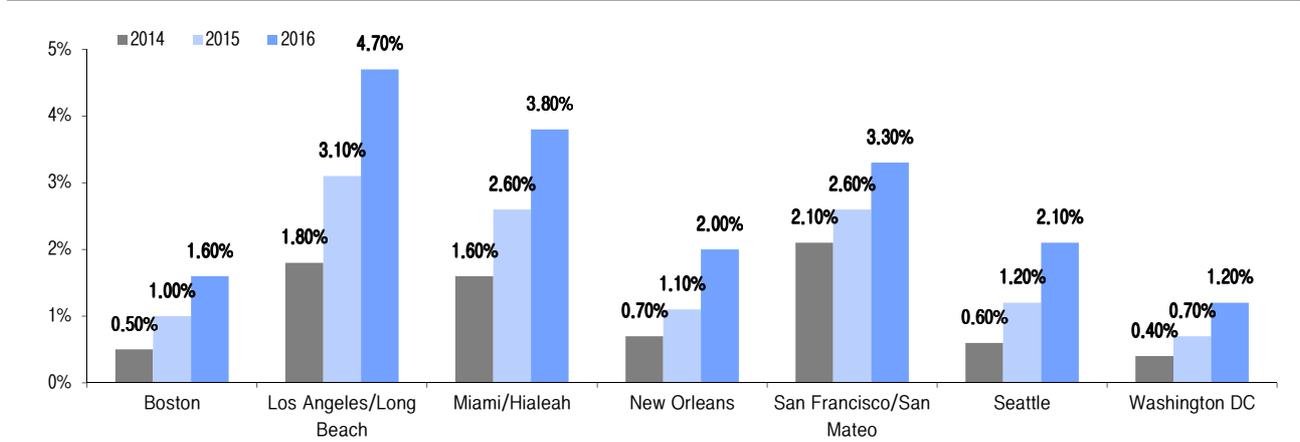
자료: 언론보도취합 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 2017년 주요 도시에서의 Airbnb 수급 증감률



자료: STR, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 주요 도시에서의 Airbnb 출장 여행 수요 점유율



자료: STR, 이베스트투자증권 리서치센터

---

# Part II

---

## Inbound Traffic 확대 수혜 업종(카지노, 면세점)

### 외국인 카지노 & 면세점 수혜

올해 4월부터 중국인 입국객수는 턴어라운드하면서 인바운드 트래픽은 회복세에 진입했습니다. 중국은 소득수준 향상, 항공권 공급 확대 등 구조적 요인에 힘입어 향후 아웃바운드 여행 트래픽이 늘어날 여력이 높습니다. 인접국인 우리나라는 Intra-regional tourism으로 인해 중국의 아웃바운드 트래픽 확대의 수혜를 지속 향유할 수 있을 것으로 판단됩니다. 외국인 카지노는 방한 중국인 트래픽 회복이 중국인 VIP 카지노 수요의 본질적인 회복을 견인하지는 못할 것으로 보입니다. 하지만 중국인 입국객을 중심으로 한 인바운드 트래픽의 회복은 Mass 고객 유인하여 VIP 의존도 축소, 카지노 매출 신장, 비카지노 부분 매출 확대가 가능하게 할 것으로 판단됩니다. 면세점은 중국인 인바운드 트래픽이 늘어나면 중장기적으로 타이공 의존도가 낮아지는 안정적인 사업구조로 변모할 것으로 판단됩니다.

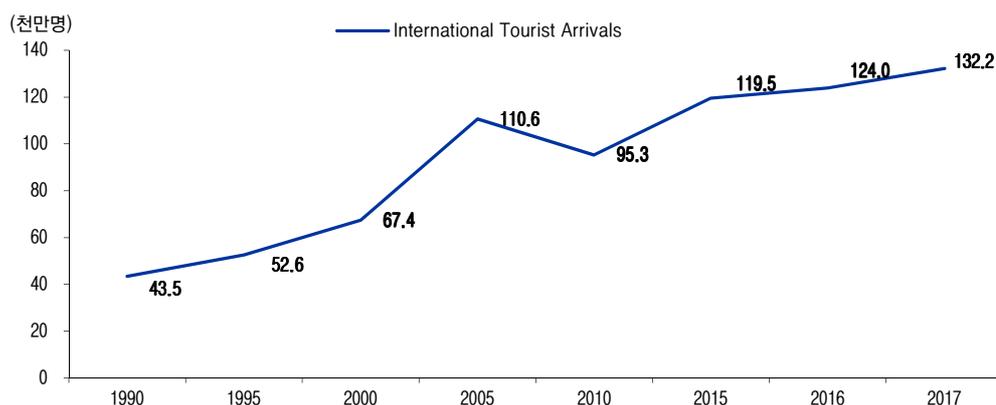
# 우리나라 Inbound Tourism 점검

## 우리나라 인바운드 투어리즘은 약세

글로벌 관광객수가 꾸준히 증가하고 있는 가운데 아시아 태평양 지역에서는 중국, 홍콩, 말레이시아, 태국 순으로 인바운드 관광객을 유치하고 있다. 우리나라는 2017년 전년 대비 23.0% 감소한 약 1,336만 명을 유치하면서 아시아 태평양 지역에서 4% 수준의 점유율을 차지하고 했다.

관광수입 기준으로는 중국에 이어 태국이 아태 지역내에서 2위에 올랐고 객당 호주가 약 11%의 점유율로 입국자수 규모 대비 많은 관광 수입을 올리고 있는 모습이다. 우리나라는 작년 관광객 규모가 크게 줄면서 관광수입 점유율도 3.4% 수준으로 낮아졌다.

그림76 글로벌 관광객수 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 아태지역 주요 국가 외국인 입국자수 & 관광수입

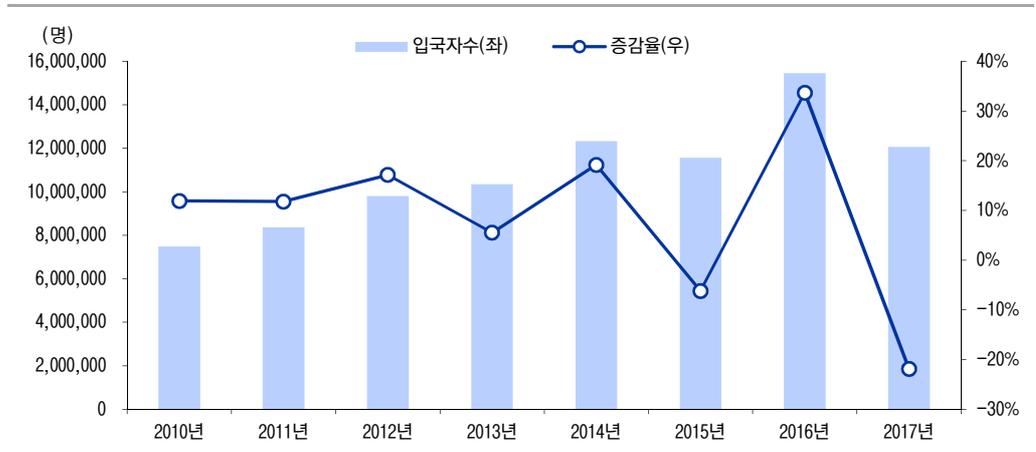
	외국인 입국자수			증감률(%)		점유율(%)		관광수입		점유율(%)	면적 (만km <sup>2</sup> )
	2010	2016	2017	16/15	17/16	2017	2010	2016	2017	2017	
<b>아태 지역</b>	208,174	305,967	323,059	7.7	5.6	100.0	254,367	370,804	389,559	100.0	
중국	55,665	59,270	60,740	4.2	2.5	18.8	45,814	44,432	32,617	8.4	9,596,960
홍콩	20,085	26,553	27,885	-0.5	5.0	8.6	22,200	32,846	33,304	8.5	1,104
일본	8,611	24,039	28,691	21.8	19.4	8.9	13,199	30,679	34,054	8.7	377,915
<b>한국</b>	<b>8,798</b>	<b>17,242</b>	<b>13,336</b>	<b>30.3</b>	<b>-22.7</b>	<b>4.1</b>	<b>10,328</b>	<b>17,332</b>	<b>13,427</b>	<b>3.4</b>	<b>100,363</b>
마카오	11,926	15,704	17,255	9.8	9.9	5.3	22,276	30,373	35,575	9.1	26.8
말레이시아	24,577	26,757	25,948	4.0	-3.0	8.0	18,115	18,075	18,323	4.7	329,847
싱가폴	9,161	12,914	13,906	7.2	7.7	4.3	14,178	18,945	19,707	5.1	697
태국	15,936	32,588	35,381	8.9	8.6	11.0	20,104	48,792	57,477	14.8	513,120
베트남	5,050	10,013	12,922	26.0	29.1	4.0	4,450	8,250	8,861	2.3	331,210
호주	5,872	8,269	8,815	11.0	6.6	2.7	32,584	37,040	41,732	10.7	7,741,220

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

우리나라는 2016년까지 국토 면적의 열위에도 불구하고 화장품 쇼핑, K-POP 한류 등의 관광 콘텐츠의 영향으로 아시아 지역 관광객 중심으로 인바운드 트래픽이 우상향하는 추세를 보였다. 하지만 한국 단체여행 전면금지(금한령) 조치로 중국인 입국자수가 전년의 절반 수준까지 급감하면서 외국인 입국자수 규모가 축소되었다. 국가별은 중국이 절반 가까이 줄긴 했지만 약 400만명으로 전체 입국자의 33%의 비중으로 가장 많았고 일본, 대만, 미국이 뒤를 이었다.

입국자 수 증가 폭이 가장 큰 국가는 베트남으로 전년대비 33% 증가했고 그 외 필리핀, 러시아, 중동, 대만 순으로 증가 폭이 크게 나타났다. 아시아 지역 입국자수의 비중은 약 80%로 우리나라도 Intra-regional Tourism의 추세를 보였다.

그림77 방한 입국자수 추이



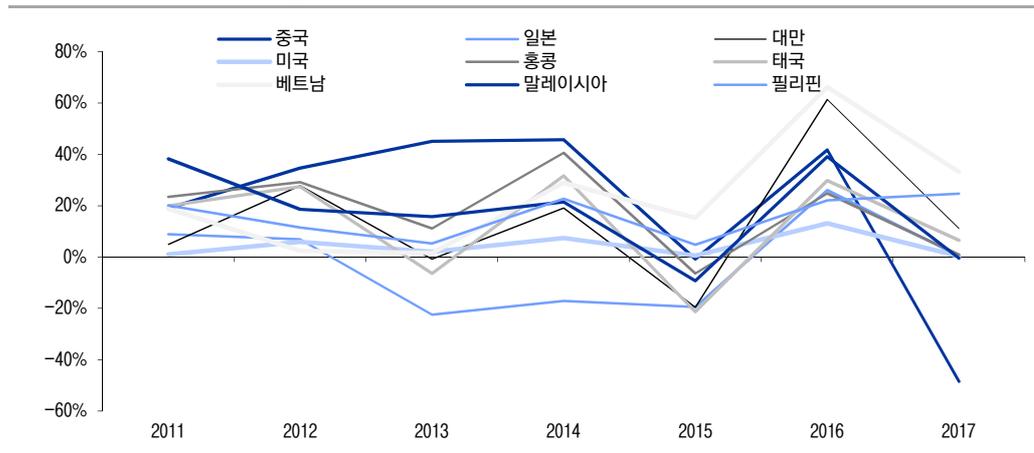
자료: 관광지식정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 국가별 입국자 수

국가별	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2017년 비중	16년대비 증감률
1 중국	1,627,828	1,936,690	2,608,113	3,785,076	5,514,555	5,467,782	7,752,022	3,998,771	33.1%	-48.4%
2 일본	2,988,231	3,253,036	3,478,031	2,695,910	2,234,582	1,800,993	2,270,396	2,280,597	18.9%	0.4%
3 대만	400,281	419,999	536,877	532,721	634,160	510,089	823,417	915,080	7.6%	11.1%
4 미국	608,106	614,465	651,069	664,497	713,551	717,272	811,417	813,610	6.7%	0.3%
5 홍콩	220,582	272,330	351,658	390,930	549,710	514,769	642,338	647,992	5.4%	0.9%
6 태국	217,277	260,555	332,173	310,956	409,382	321,972	417,800	444,940	3.7%	6.5%
7 베트남	71,115	84,549	86,657	88,021	113,485	130,740	217,265	289,365	2.4%	33.2%
8 말레이시아	98,569	136,216	161,605	186,941	227,052	206,053	286,738	285,614	2.4%	-0.4%
9 필리핀	89,668	107,645	120,023	126,410	155,081	162,547	198,382	247,296	2.0%	24.7%
10 러시아	74,930	83,799	101,721	116,872	161,953	138,274	177,583	214,534	1.8%	20.8%
기타	1,090,072	1,199,200	1,375,512	1,446,084	1,613,242	1,591,701	1,859,452	1,932,847	16.0%	3.9%
합계	7,486,659	8,368,484	9,803,439	10,344,418	12,326,753	11,562,192	15,456,810	12,070,646	100.0%	-21.9%

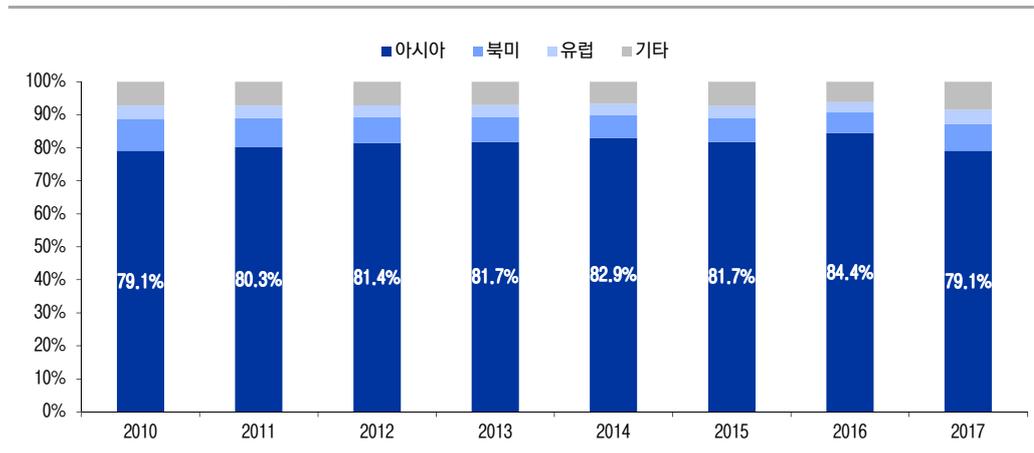
자료: 관광지식정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 주요 국가별 입국자 증감률 추이



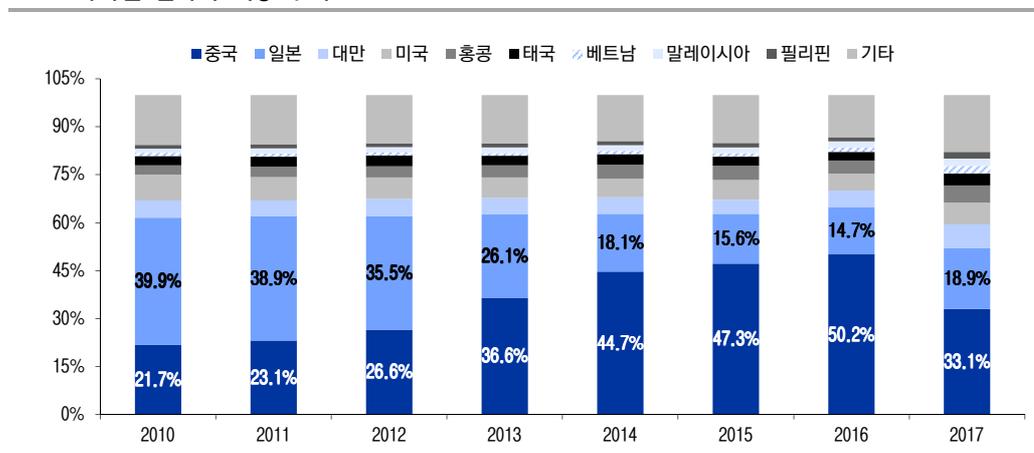
자료: 관광지식정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 지역별 입국자수 비중



자료: 관광지식정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 국가별 입국자 비중 추이



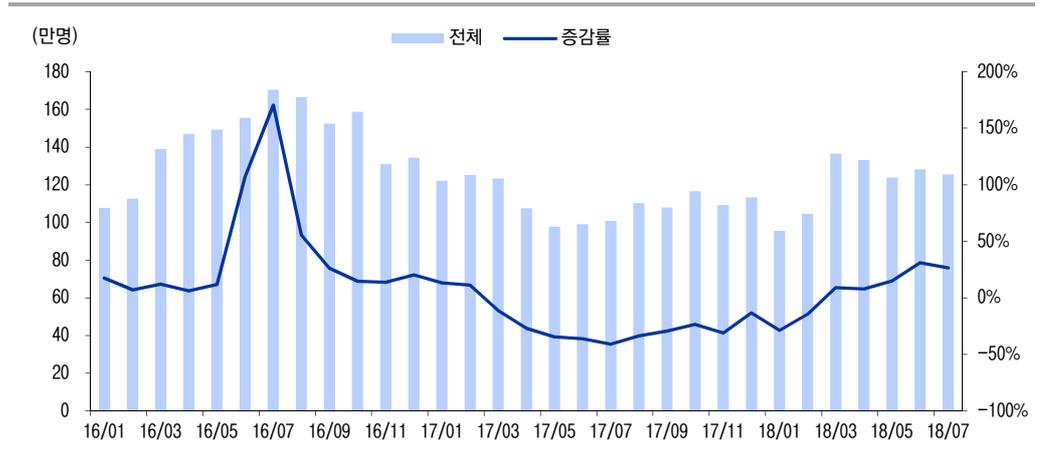
자료: 관광지식정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

## 우리나라 Inbound Tourism의 핵심은 중국

방한 입국자 수는 2016년 7월을 고점으로 하락하는 모습을 보였다. 이는 방한 입국자 중 가장 큰 비중을 차지하는 중국인 입국자 감소에 기인한다. 한반도 사드배치 결정 이후 가시화된 중국 금한령 영향으로 단체관광객이 끊기면서 중국인 입국자수는 작년 3월부터 12개월 연속 역성장했다. 중국의 아웃바운드 여행 수요가 지속 확대되는 상황에서 제재로 인해 우리나라는 중국인 입국자가 크게 감소했다는 점은 아쉬운 부분이다.

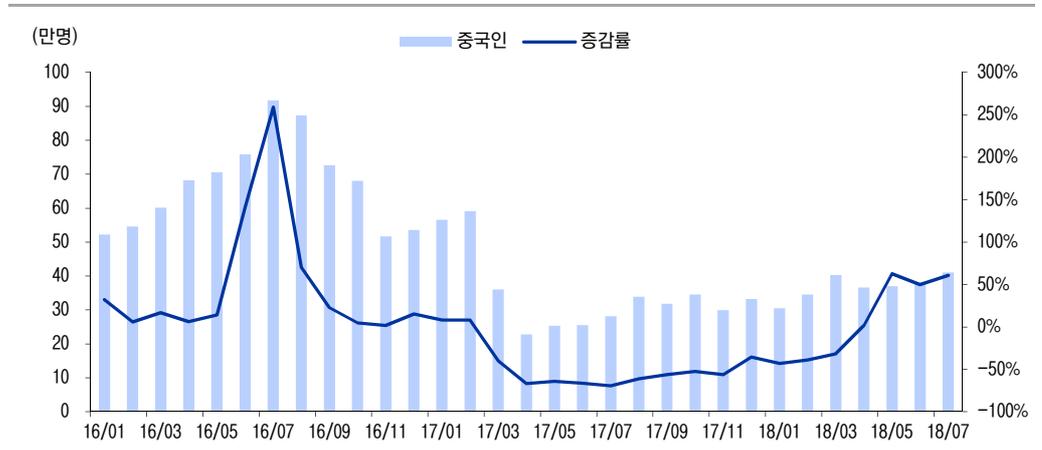
올해 4월부터 중국인 입국객수는 턱어라운드하였다. 일부지역 단체관광 재개, 항공여객 증가 등 우호적인 기조 속에서 7월 기준 방한 중국인수는 2016년 월평균의 60% 수준까지 올라오며 우리나라 인바운드 트래픽은 회복세를 보였다. 중국은 소득수준 향상, 항공권 공급 확대 등 구조적 요인에 힘입어 향후 아웃바운드 여행 트래픽이 늘어날 여력이 높고 인접국인 우리나라는 Intra-regional tourism으로 인해 중국의 아웃바운드 트래픽 확대의 수혜를 지속 향유할 수 있을 것으로 판단된다. 인당 해외 여행 지출도 많은 중국발 트래픽이 우리나라 인바운드 투어 시장 확대를 견인할 것으로 판단된다.

그림81 월별 방한 입국자수 추이



자료: 관광지식정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 월별 방한 중국인수 추이



자료: 관광지식정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 최근 5년간 「중국」 외래관광객 여행 실태

설문 항목	응답 항목	2017년	2016년	2015년	2014년	2013년
최근 3년간 방문 횟수(%)	1회	40.3	70.5	62.2	79.8	74.3
	2회	21.7	11.8	16.8	11.6	12.2
	3회	11.8	5.6	7.2	3.8	4.9
	4회 이상	26.2	12.1	13.9	4.8	8.7
여행형태(%)	개별여행	91.7	56.6	56.7	57.8	53.8
	단체여행	6.9	37.4	40.9	39.4	42.8
	Air-tel Tour	1.4	5.9	2.4	2.8	3.4
주요 방문 목적(%)	여가/워락/휴가	49.1	66.1	67.5	74.4	59.5
	쇼핑	18.1	18.4	14.0	12.5	8.7
	사업/전문활동	13.6	6.6	7.8	5.9	13.4
	교육	9.3	4.1	3.0	2.5	8.0

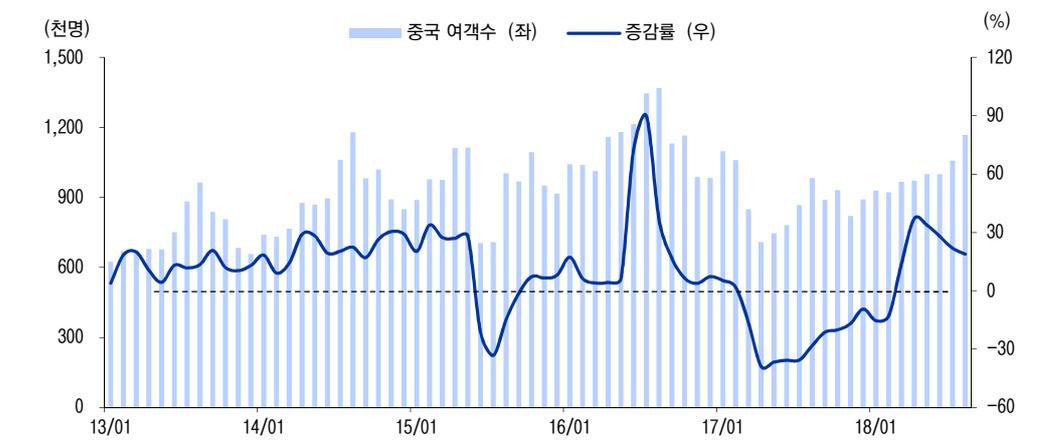
자료: KTO, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 금한령 이후 중국 입국자 관련 주요 뉴스플로우 내용

구분/날짜	내용
2018-09-06	中씨트립 만난 이부진, 한국단체관광 재개 '물꼬': 이 사장은 상하이 씨트립 량젠장(梁建章) 회장과 쑤제(孫潔) CEO와 방한 중국 관광 활성화를 위한 협력 강화 방안을 논의
2018-09-03	유커, 충북관광 재개: 방한단체관광 제한 허용후 978명 청주공항 통해 입국
2018-08-29	중국, 한국 단체관광 재개 속도: 난징시부터 풀려, 허용지역 6개 성/직할시로 늘어
2018-08-28	한국은행 제주본부 도내 경제동향 간담회 개최: 사드갈등 이전 중국인 관광객수 회복 불투명: 최근 중국 정부의 잇따른 방한 허용에도 불구하고, 대규모 단체 관광객 수송이 가능한 전세기, 크루즈 운항은 제한
2018-08-27	중국인 관광객 수 지난 7월 41만명 YoY +46% 증가, 국내 항공사 중국 수요 회복 위한 신규 취항 및 공급 확대
2018-08-23	중국 상하이시도 한국 단체관광 금지령 해제: 베이징/산둥/충칭에 이어 관광재개 지역 5곳으로 늘어
2018-08-23	23일 중국 여행연구원에 따르면 상반기 한국을 방문한 중국 관광객 수는 217만 명으로, 전년 대비 52% 증가
2018-08-12	돌아온 유커, 서울. 제주로만 몰렸다: 전체 외국인도 서울-제주 쏠려- 면세점 매출 격차 3배 벌어져
2018-07-25	한반도 긴장완화에 지난달 외국인 관광객 전년대비 29.3
2018-07-24	제주-중국 항공노선 재개 단체 관광 풀리나: 국내외 항공사들이 사드 사태 이후 닫힌 중국 항공길이 열리면서 주목
2018-06-05	돌아온 유커...여행수치 적자 14개월만에 최소
2018-05-29	중국인 관광객 다시 온다, 4월 중국항공노선 이용자 급증
2018-04-13	방한 중국인 관광객 13개월만에 증가...13.3% ↑
2018-01-08	中 유커 떠난 자리, '동남아'가 메웠다 :한국관광공사에 따르면 지난해 방한 중국인 관광객은 416만9353명으로 2016년의 806만7722명보다 48.3% 줄었음 외래 관광객 전체로는 22.7% 줄어든 1333만5758명에 그쳤다.
2017-06-31	중국인 관광객 1~6월 225만 2915명, 전년도 381만 6756명 (YoY -41%) 6월 방한 중국 관광객은 방한상품 판매 금지 조치로 인해 감소세가 지속되며, 전년 동월 대비 66.4% 감소 일본은 북한 도발 관련 한반도 정세로 인해 방한관광객이 전년동월 대비 6.9% 감소 미국은 북핵 이슈 관련 언론 보도 지속으로 인해 방한 심리 위축되면서 전년 동월 대비 3.7% 감소
2017-04-31	중국인 관광객 1~6월 225만 2915명, 전년도 381만 6756명 (YoY -41%)
2017-03-30	중국인 관광객 1~6월 225만 2915명, 전년도 381만 6756명 (YoY -41%)
2017-02-20	17년 1~2월 지사별 테마상품 개발 및 유치를 위한 팸투어, 설명회, 세미나 등 판촉활동 추진에 따라 개별 여행객 및 인센티브 단체 방한객이 증가하며 전년 동월대비 각 8%대 증가
2016-12-31	2016년 11월 금한령 조치 이후 11월 성장세 둔화 되었으나 12월은 개별여행객 타깃 이벤트 강화와 동계방한관광. 연말연시 전후 주말 활용 방한객이 증가하여 YoY 15.1% 증가한 수치 보임

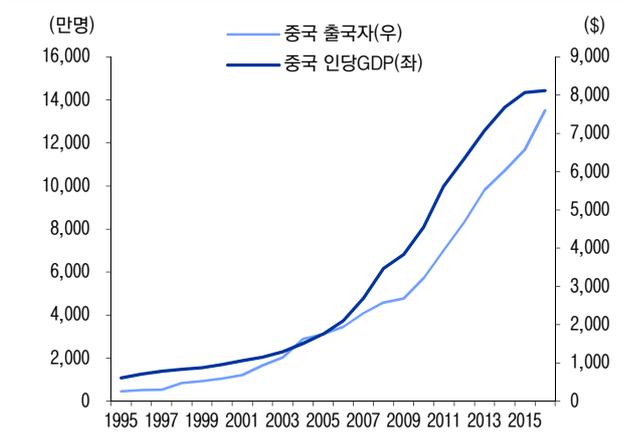
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 중국 여객 수송 추이



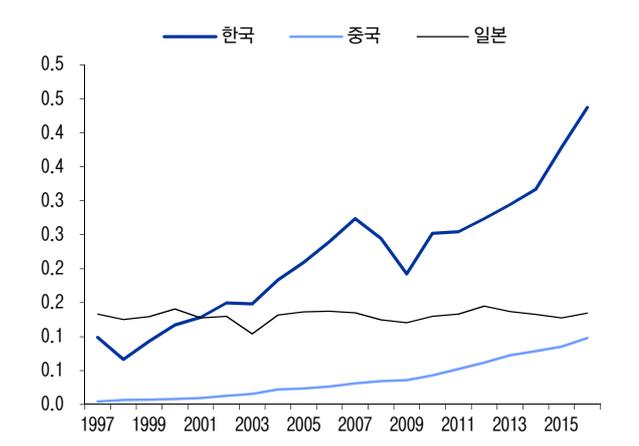
자료: 인천공항, 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 중국 인당 GDP VS 출국자수



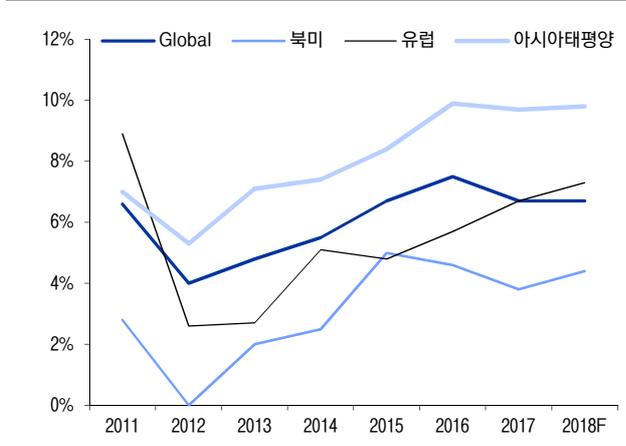
자료: World Bank, 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 인구당 출국 횟수 추이



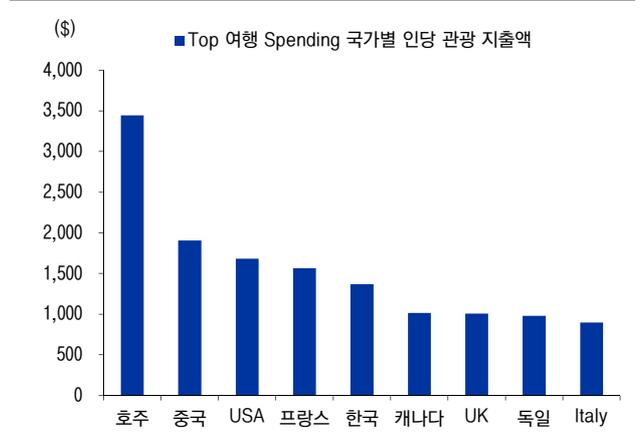
자료: World Bank, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 지역별 항공사 전체 ASK 증감률



자료: IATA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 국가별 인당 관광 지출액



자료: World Bank, 이베스트투자증권 리서치센터

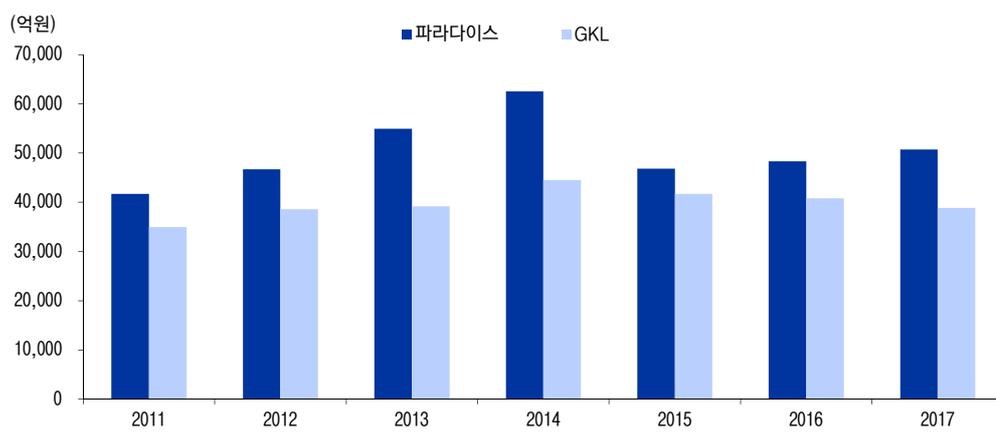
# 인바운드 투어리즘 확대 수혜업종 1) 외국인 카지노

## 인바운드 트래픽 확대는 카지노+비카지노 실적 성장으로 이어질 것

파라다이스와 GKL의 드랍액은 2014년을 고점 대비 낮아졌다. 이는 중국의 반부패 정책 및 사드 배치로 인한 한중 관계 이슈로 인한 중국인 VIP 드랍액 감소에 기인한다. VIP 고객 중심으로 형성되어 국내 외국인 카지노 시장의 침체는 불가피했다.

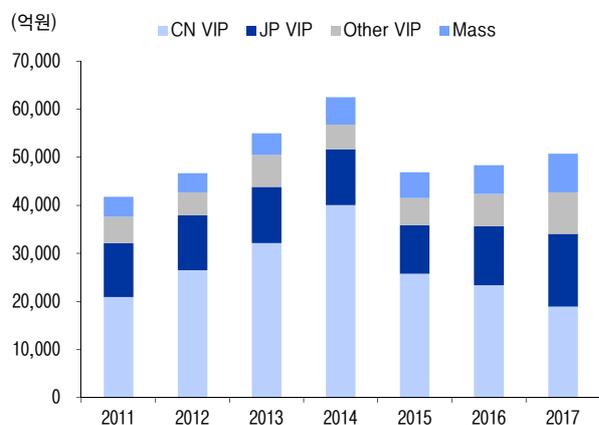
파라다이스는 전체 드랍액에서 중국인 VIP가 차지하는 비중은 2014년 64%에서 작년 37% 수준으로 하락하였다. GKL도 VIP 비중이 높은 강남 영업장의 드랍액 비중이 2014년 58%에서 작년 기준 47%까지 하락했다.

그림88 파라다이스 & GKL 드랍액 추이



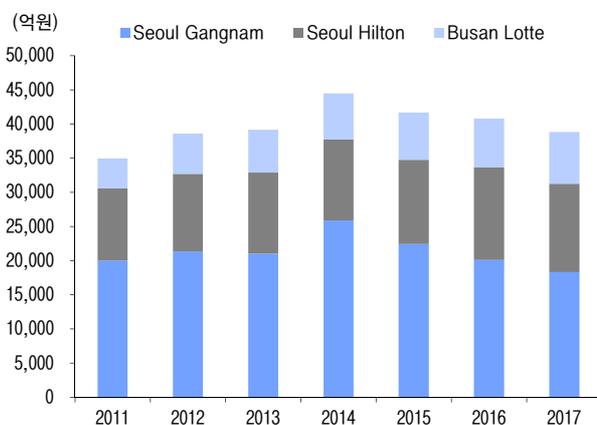
자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 파라다이스 고객별 드랍액 추이



자료: 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 GKL 영업장별 드랍액추이

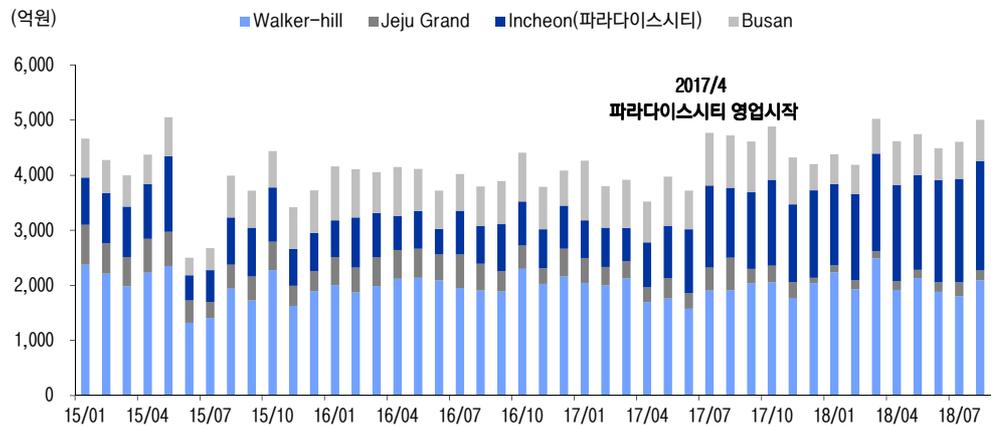


자료: GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

올해 4월부터 중국인 인바운드 트래픽이 돌아섰음에도 불구하고 파라다이스와 GKL의 중국인 VIP 드랍액 부진은 이어지고 있다. 이는 인바운드 트래픽 감소와 2014년부터 중국 정부의 부패 척결의 영향으로 마카오에서부터 이어진 중국인 VIP 드랍액 부진은 개별 이슈이기 때문이라고 판단된다. 따라서 향후에도 방한 중국인 트래픽 회복이 중국인 VIP 카지노 수요의 본질적인 회복을 견인하지는 못할 것으로 보인다.

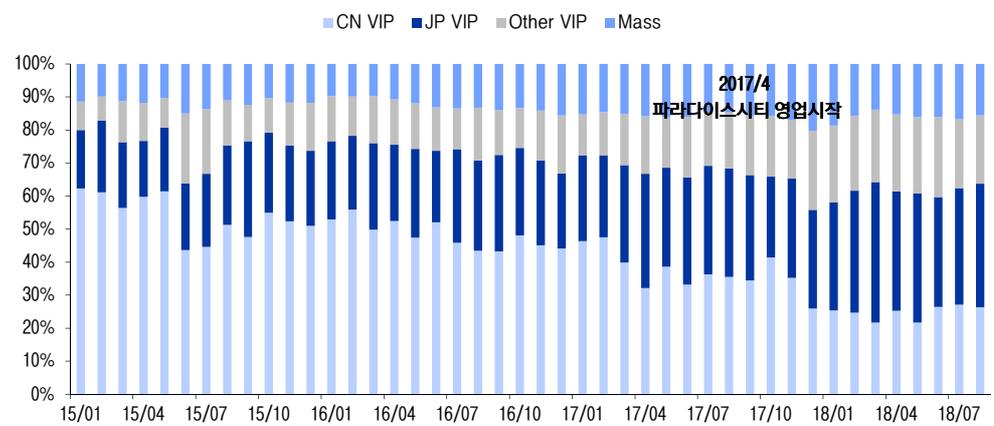
하지만 중국인 입국객을 중심으로 한 인바운드 트래픽의 회복은 향후 파라다이스와 GKL에게 호재이다. 이는 1) 파라다이스는 파라다이스시티를 통해 Mass 고객 유인하여 VIP 의존도 축소, 카지노 매출 신장, 비카지노 부분 매출 확대가 가능하게끔 라스베가스나 마카오 카지노 사업자들과 같이 Repositioning이 되었기 때문이다. 그리고 2) GKL은 영업장들이 인바운드 트래픽 확대가 곧 Mass 고객 증가로 이어질 수 있는 지리적 이점을 갖추고 있기 때문이다.

그림91 파라다이스 월간 영업장별 드랍액 추이



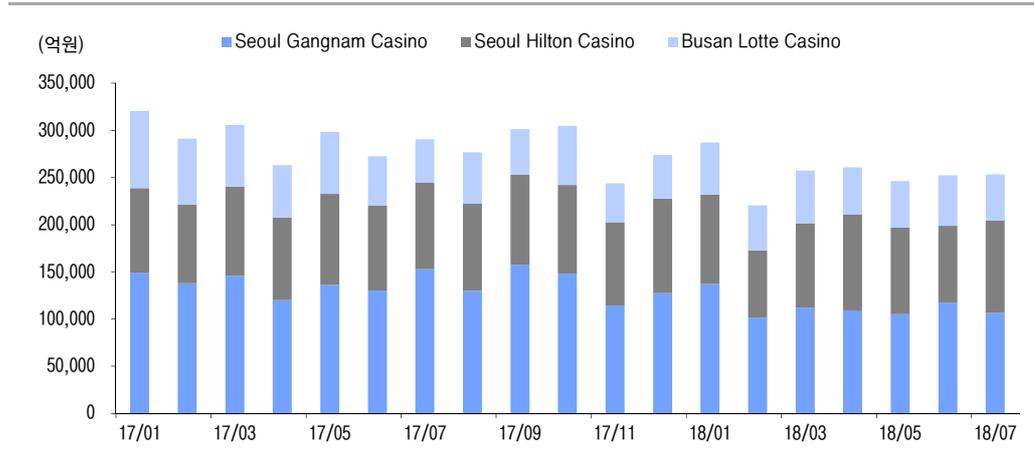
자료: 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 파라다이스 월간 고객별 드랍액 비중 추이



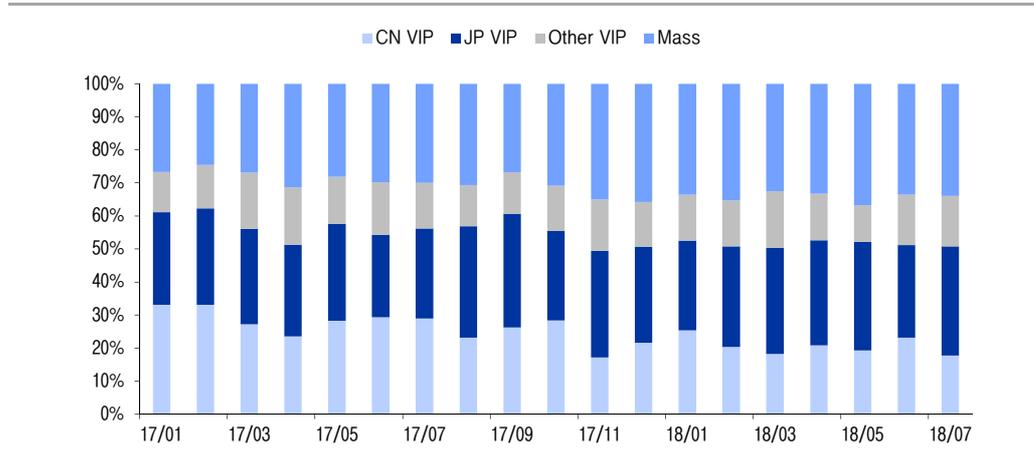
자료: 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 GKL 월간 영업장별 드락액 추이



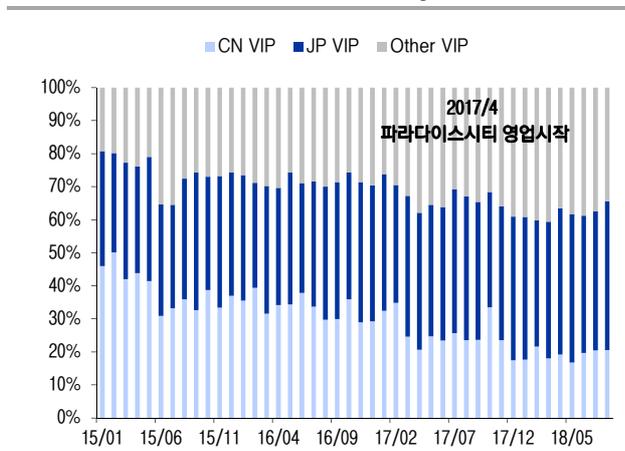
자료: GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 GKL 파라다이스 월간 고객별 드락액 비중 추이



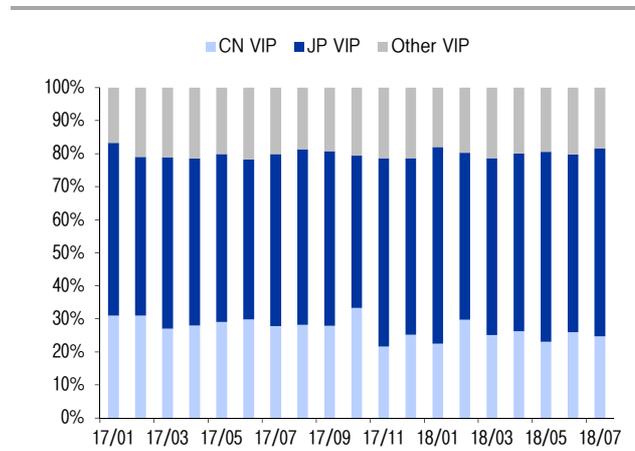
자료: GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 파라다이스 월간 VIP 별 Visiting 비중 추이



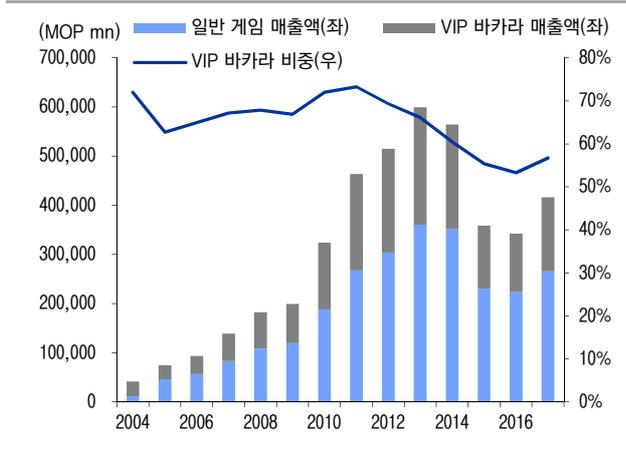
자료: 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 GKL 월간 VIP 방문객 비중 추이



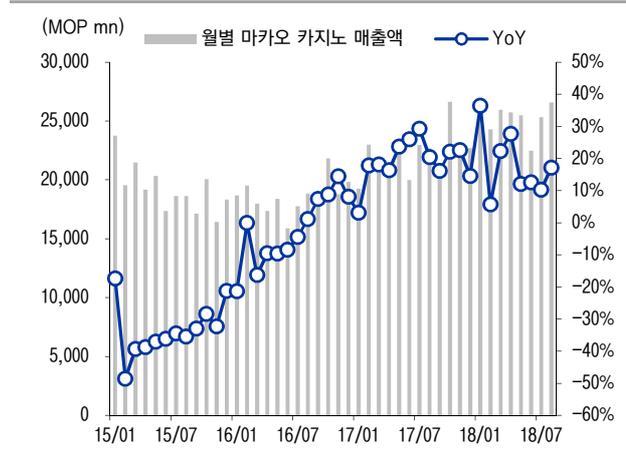
자료: GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 마카오 게임 매출액 추이



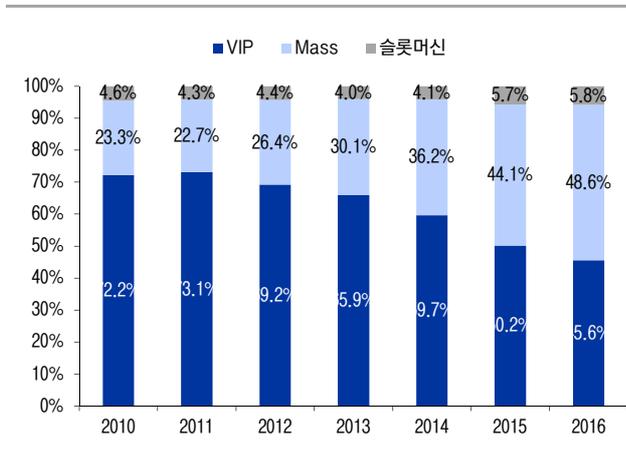
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 마카오 월별 매출액 추이



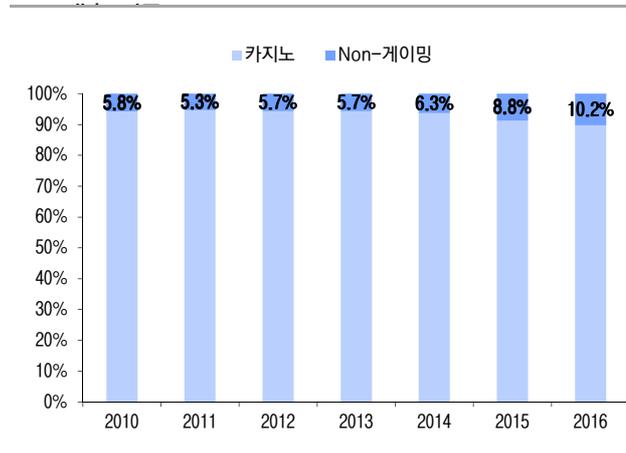
자료: DICJ, 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 마카오 카지노 시장 고객별 매출 비중



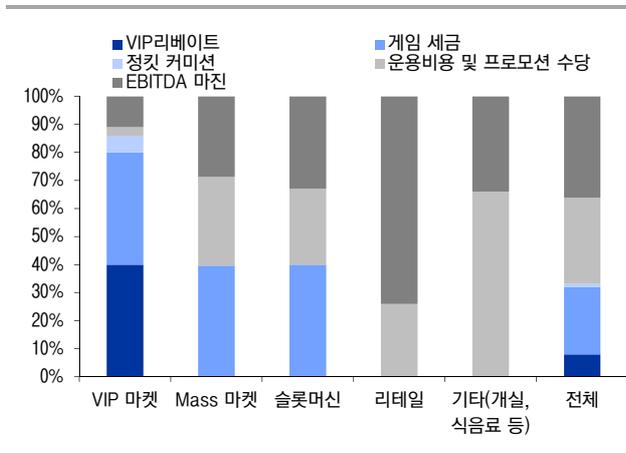
자료: KCA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 마카오 복합리조트 시장에서의 카지노와 비카지노



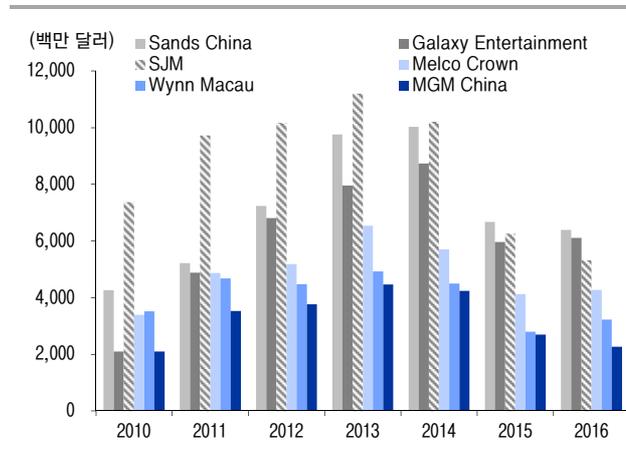
자료: KCA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 마카오 마켓별 수익성 비교



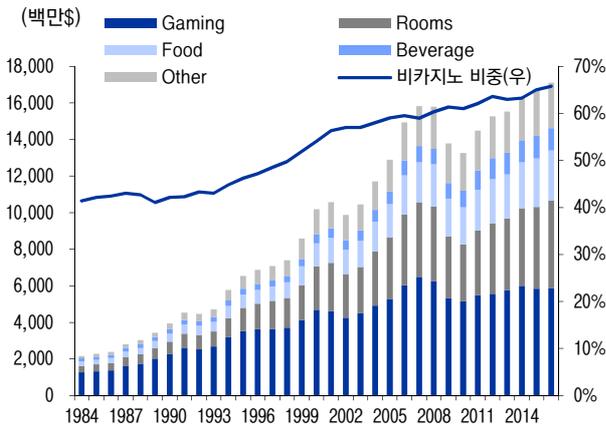
자료: KCA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 마카오 IR 업체별 카지노 매출 추이



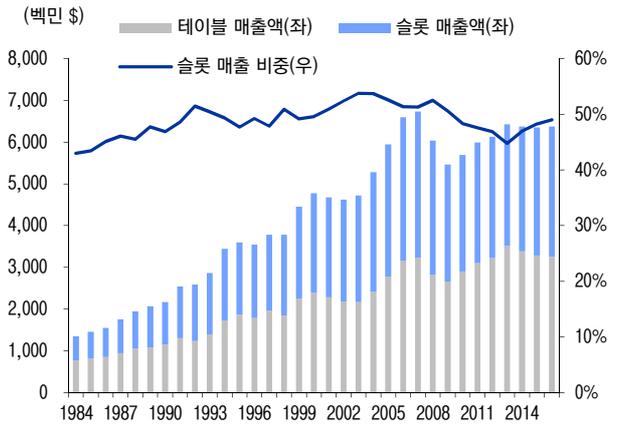
자료: KCA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 라스베가스 부분별 매출 및 비카지노 비중 추이



자료: UNLV, 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 라스베가스 스트립 카지노 부분별 매출액 추이



자료: UNLV, 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 파라다이스시티 조감도



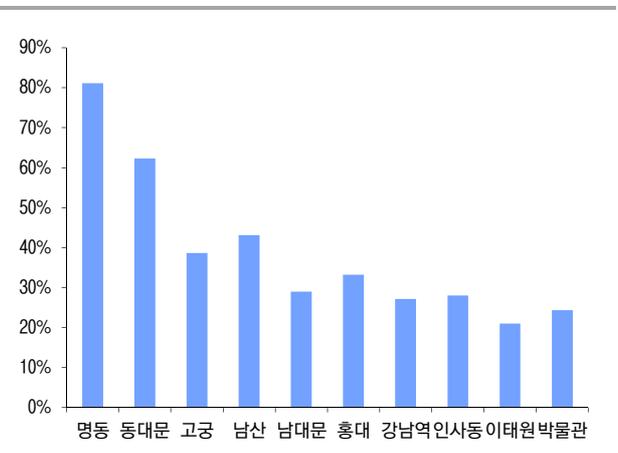
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림106 GKL 주요 영업장 개요

구분	세븐럭카지노 서울강남코엑스점	세븐럭카지노 서울강북힐튼점
허가일	2006년 1월	2006년 5월
위치	서울특별시 강남구 테헤란로 87길 58 코엑스센터 컨벤션 별관	서울특별시 중구 소월로 50 밀레니엄 남산힐튼호텔
카지노장(m <sup>2</sup> )	2,110(약 638평)	1,728(약 523평)
테이블 게임(대수)	바카라: 56 블랙잭: 14 룰렛: 3 다이사이: 1 포커: 4 텍사스홀덤: 4 합계: 82	바카라: 28 블랙잭: 12 룰렛: 4 다이사이: 1 포커: 5 카지노워: 1 합계: 82
머신 게임(대수)	슬롯머신: 8 비디오머신: 113 합계: 121	슬롯머신: 24 비디오머신: 128 합계: 152

자료: GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 방한 외국인 서울지역 방문지(중복응답)



자료: KTO, 이베스트투자증권 리서치센터

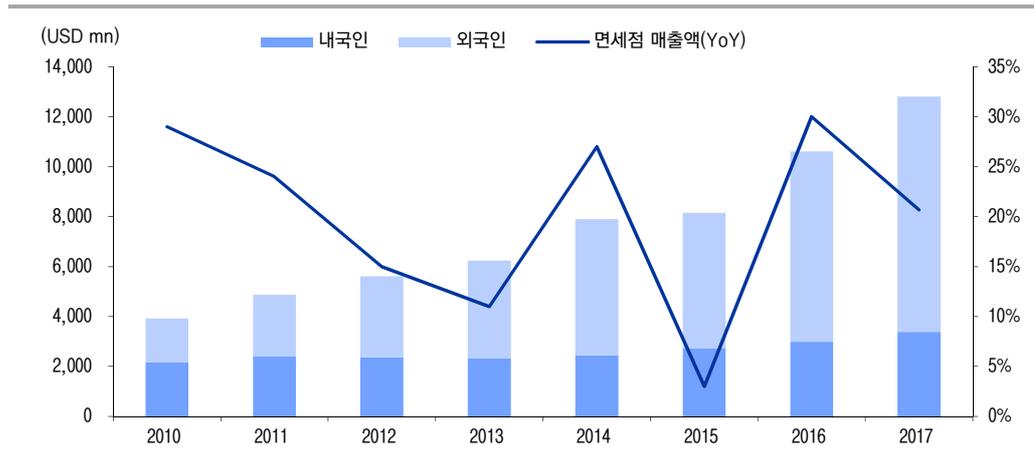
## 인바운드 투어리즘 확대 수혜업종 2) 면세사업자

### 따이공이 견인한 성장

2017년 국내 면세점 시장 규모는 128억 달러 규모로 전년대비 20.7% 확대되며 성장세를 지속하고 있다. 2017년 외국인/내국인의 비중은 74%/26%이고, 외국인/내국인의 2009-2017년 CAGR은 12%/26%으로 외국인이 성장을 견인하는 모습이다.

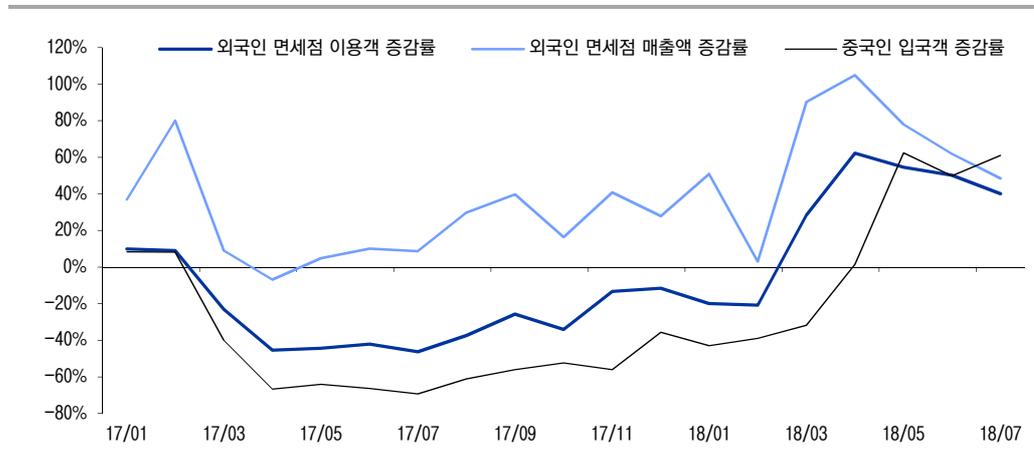
고무적인 점은 중국인 입국객의 감소로 인바운드 트래픽이 큰 폭으로 감소한 구간에서도 국내 면세점 시장은 가파른 성장세를 보였다. 이 기간 국내 면세점 시장의 성장은 타이공이 견인하였다. 중국인 관광객 감소에 따른 공백을 무색게하는 타이공의 구매력 확대에 의해 국내 면세 시장은 작년 호황이었다.

그림108 연간 국내 면세점 사업 시장 규모 추이



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림109 연간 국내 면세점 사업 시장 규모 추이



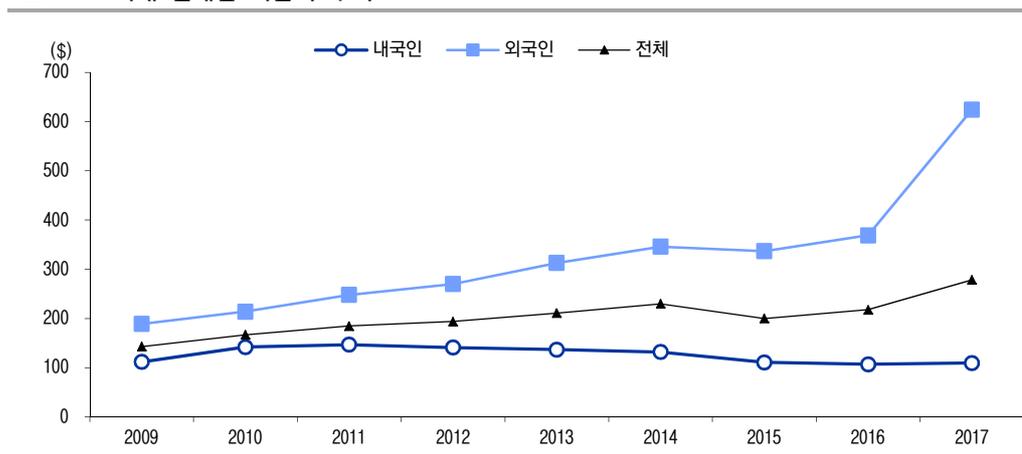
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

### 우려 존재하지만 인바운드 트래픽 확대로 성장 지속될 것

ARPU가 높은 파이공 수요에 힘입어 국내 면세점 시장은 큰 폭으로 성장했지만 중국 정부의 파이공 규제 강화 가능성이 부각되는 등 파이공에 의존도가 높은 국내 면세 사업자의 매출 지속성에 대한 우려가 존재한다. 하지만 파이공 매출에 대한 리스크는 계속 존재해왔고 최근 중국내 웨이상 활성화로 인해 파이공의 구매 수요는 당분간 유효할 것으로 보인다.

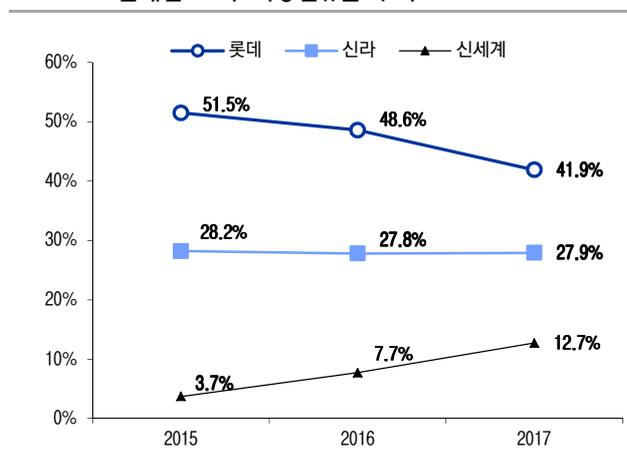
그리고 경쟁심화에 대한 우려가 있다. 올해 하반기 강남에 신세계 면세점, 현대박화점 면세점이 오픈하는 등 서울 시내면세점이 기존 10개에서 13개로 늘어날 예정이다. 하지만 과거에도 그랬듯이 상품의 Buying Power 등의 우위를 갖춘 상위 업체들은 점유율을 유지하면서 중국인 인바운드 트래픽 증가에 따른 전체 시장 성장의 수혜를 향유할 것으로 예상된다. 중국인 인바운드 트래픽이 늘어나면 면세사업자들은 CAPA나 알선수수료 이슈로 단기적으로 실적에 부담요인으로 작용할 수 있겠으나 중장기적으로 파이공 의존도가 낮아지는 안정적인 사업구조로 변모할 것으로 판단된다.

그림110 국내 면세점 객단가 추이



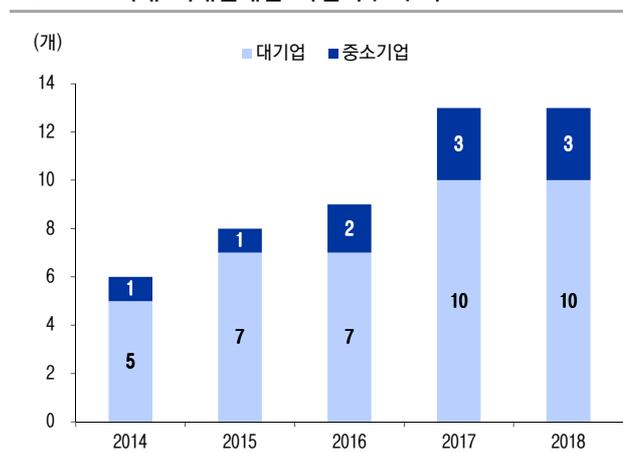
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 면세점 3사 시장점유율 추이



자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 국내 시내면세점 사업자수 추이



자료: 관세청, 베스트투자증권 리서치센터

표12 중국인 인바운드 트래픽 확대 가정시 면세점 시장 전망

	2017	2018E	2019E	2020E
<b>방한 중국인수</b>	<b>3,998,771</b>	<b>4,398,648</b>	<b>5,498,310</b>	<b>6,872,888</b>
YoY	-21%	10%	25%	25%
시내면세점 방문 중국인 비중	41%	41%	41%	41%
<b>전체 면세점 매출액</b>	<b>12,812</b>	<b>13,367</b>	<b>13,813</b>	<b>14,370</b>
YoY		4%	3%	4%
내국인	3,381	3,381	3,381	3,381
외국인	9,431	9,986	10,432	10,989
<b>전체 방문객</b>	<b>45,989,107</b>	<b>46,151,297</b>	<b>46,597,317</b>	<b>47,154,843</b>
YoY		0%	1%	1%
내국인	30,877,720	30,877,720	30,877,720	30,877,720
외국인	15,111,387	15,273,576	15,719,597	16,277,122
<b>시내</b>				
매출	8,337	8,418	8,641	8,920
매출비중	88%	84%	83%	81%
ARPU	849	843	828	812
객수	9,822,402	9,984,590.80	10,430,611.22	10,988,136.75
<b>따이공</b>				
매출	6,670	6,670	6,670	6,670
매출비중	80%	79%	77%	75%
ARPU	2000	2000	2000	2000
객수	3,334,832	3,334,832	3,334,832	3,334,832
<b>비따이공</b>				
매출	1,667	1,749	1,972	2,250
매출비중	20%	21%	23%	25%
ARPU	257	263	278	294
객수	6,487,570	6,649,759.07	7,095,779.50	7,653,305.03
<b>비따이공 중국인</b>				
매출	811	892	1,115	1,394
매출비중	10%	11%	13%	16%
ARPU	500	500	500	500
객수	1,621,892	1,784,082	2,230,102	2,787,628
<b>비따이공 중국인의외</b>				
매출	856	856	856	856
매출비중	10%	10%	10%	10%
ARPU	176	176	176	176
객수	4,865,677	4,865,677	4,865,677	4,865,677

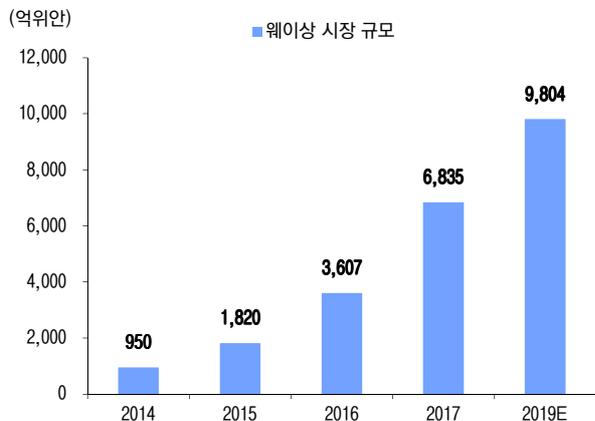
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 국내 면세점 사업자 현황

시내					출국장			
개수	면세점	점구분	지역	크기	개수	면세점	점구분	크기
1	SM면세점	서울점(인사동)	서울	9,917	1	롯데면세점	인천공항점 T1	1,324
2	갤러리아면세점	갤러리아면세점 63점	서울	172	2	롯데면세점	인천공항점 T2	1,106
3	동화면세점	본점(광화문)	서울	6,459	3	신라면세점	인천공항점 T1	5,091
4	두타면세점	본점(동대문)	서울	16,825	4	신라면세점	인천공항점 T2	2,100
5	롯데면세점	명동본점	서울	13,355	5	신세계면세점	인천공항점 T1 (기존)	1,814
6	롯데면세점	코엑스점	서울	5,827	6	신세계면세점	인천공항점 T1 (신규)	6,091
7	롯데면세점	월드타워점	서울	17,334	7	신세계면세점	인천공항점 T2	4,889
8	신라면세점	서울점(장충동)	서울	7,270	8	SM면세점	인천공항점 T1	859
9	신세계면세점	명동점	서울	15,138	9	SM면세점	인천공항점 T2	825
10	신세계면세점	강남점(반포)	서울	13,570	10	엔타스면세점	인천공항점 T1	171
11	에이치디씨신라면세점	본점(용산점)	서울	18,113	11	엔타스면세점	인천공항점 T2	741
12	롯데면세점	제주점	제주	3,561	12	엔타스면세점	인천항만점	
13	신라면세점	제주점	제주	4,009	13	시티플러스면세점	인천공항점 T1	924
14	제주관광공사면세점	시내점(국제선)	제주	4,009	14	시티플러스면세점	인천공항점 T2	741
15	롯데면세점	부산점	부산	6,600	15	탑시티면세점	인천공항점 T2	
16	부산면세점	부산면세점 옹두산점	부산	1,500	16	롯데면세점	김포공항점	397
17	신세계면세점	부산점	부산	8,700	17	롯데면세점	김해공항점	980
18	엔타스면세점	본점(인천)	인천	2,885	18	듀프리트마스출리코리아	김해공항점	434
19	진산면세점	울산점	울산	583	19	부산면세점	부산항점	1,677
20	신우면세점	대전점	대전	408	20	신라면세점	제주공항점	1,112
21	그랜드면세점	시내점	대구	1,224	21	(주)시티면세점	청주공항점	200
22	대동면세점	창원점	경남	990	22	그랜드면세점	대구공항점	487
23	양코르면세점	수원점	경기	2,660	23	(주)국민산업면세점	무안공항점	110
24	(주)알펜시아면세점	본점	강원	600	24	GADF면세점	군산항점	
25	중원면세점	청주점	충북	3,762	25	그랜드면세점	인천공항 T1	234
26	현대면세점	무역센터점(11월 오픈)	서울	14,005	26	신라면세점	김포공항점	733

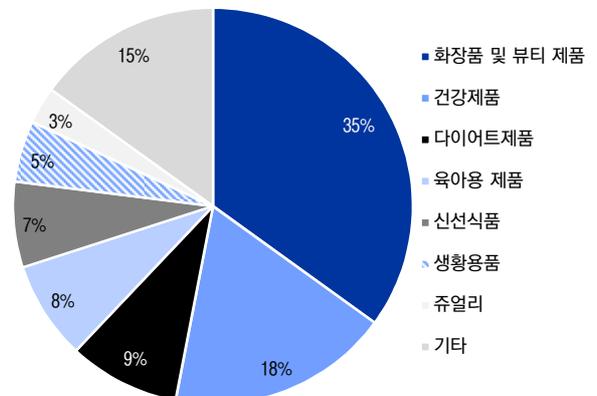
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림113 웨이상 시장규모 추이 및 전망



자료: KOTRA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림114 웨이상 주요 판매 상품



자료: KOTRA, 이베스트투자증권 리서치센터



# 기업분석

대한항공 (003490)	58
아시아나항공 (020560)	64
제주항공 (089590)	68
진에어 (272450)	73
티웨이항공 (091810)	76
하나투어 (039130)	79
모두투어 (080160)	84
파라다이스 (034230)	88
GKL (114090)	95
호텔신라 (008770)	98

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
대한항공	Buy (유지)	40,000 원(하향)
아시아나항공	Buy (유지)	6,000 원(하향)
제주항공	Buy (유지)	60,000 원(하향)
진에어	Buy (신규)	27,000 원(신규)
티웨이항공	Buy (신규)	15,000 원(신규)
하나투어	Buy (유지)	90,000 원(하향)
모두투어	Buy (유지)	29,000 원(유지)
파라다이스	Buy (유지)	27,000 원(유지)
GKL	Buy (유지)	31,000 원(유지)
호텔신라	Buy (신규)	140,000 원(신규)

# 대한항공 (003490)

2019. 09. 11

엔터/레저/항공

## 밸류에이션 저점 + 기회 요인

Analyst **황현준**

02. 3779-8919

Realjun20@ebestsec.co.kr

### 밸류에이션 저점 + 기회 요인

최근 동사의 주가는 해외 수요 부진에 따른 여객 수요에 대한 우려, 유가 상승에 따른 비용 증가, 오퍼 이슈 부각 등의 악재의 영향으로 인해 하락하여 밸류에이션 저점에 머물러있다. 하지만 사드 이슈로 부진했던 중국 노선이 회복되고 있고 델타와의 JV 운영 효과가 가시화되는 등 기회 요인이 존재한다. 이에 힘입어 동사의 탐라인은 지속 견조할 것으로 예상되며 추가적인 유가 상승으로 인한 비용 이슈만 없다면 동사 실적은 기저부담이 있는 4분기를 지나면 개선세를 보일 것으로 예상된다.

## Buy (maintain)

목표주가 **40,000 원**

현재주가 **27,450 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### 3분기 Preview

대한항공의 3분기 연결 실적은 매출액 3.4조원(+5.9% YoY), 영업이익 3,504억원(-1.4% YoY)를 기록하며 컨센서스 영업이익 3,799억원을 하회할 것으로 예상된다. 수요에 대한 우려가 있지만 최근까지 1) 국제 여객 RPK는 견조한 흐름을 보이고 있는 것으로 파악되고 원화기준 Yield는 전년동기대비 하이싱글의 상승세가 예상된다. 2) 국내 여객은 공급을 지속 축소하고 중국이나 동남아항 노선으로 전환되고 있으며, 3) 화물운송의 경우 물동량 줄고 있지만 두 자릿수 Yield 상승이 이어지면서 성장세를 매출 확대 추세가 이어지고 있는 것으로 보인다. 하지만 유가 상승의 영향으로 유류비(8,498억 원, +29%YoY) 증가하고 LA 호텔적자 지속 등의 영향으로 연결이익이 소폭 감소할 것으로 예상된다.

### Stock Data

KOSPI (9/10)	2,288.66 pt
시가총액	26,035 억원
발행주식	94,845 천주
52 주 최고가 / 최저가	38,550 / 27,050 원
90 일 일평균거래대금	129.46 억원
외국인 지분율	16.5%
배당익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	33,908 원
KOSPI 대비 상대이익률	1개월 -17.3%
	6개월 -6.9%
	12개월 -11.4%
주주구성	한진칼외 9인 33.4%
	국민연금공단 11.5%

### 투자의견 Buy, 목표주가 40,000원

대한항공에 대해 투자의견 Buy을 유지하고 실적 추정치 변경을 반영하여 목표주가를 40,000원으로 하향한다. 목표주가는 동사 올해 예상 BPS 대비 PBR 1.2배 수준이다. 최근 주가 부진으로 동사의 주가는 PBR 0.8 수준에 머물러 있기 때문에 밸류에이션 매력에 높은 상황이다. 하반기 실적에 대한 눈높이는 낮아졌지만 여행 수요는 우려보다는 견조하고 델타와의 JV, 아웃바운드 여행 수요 확대, 중국 노선 회복 등 긍정적인 기회 요인은 지속 유효하다고 판단된다.

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	11,732	1,121	-717	-557	-7,291	적지	2,872	-3.5	5.3	1.7	-31.4
2017	12,092	940	1,122	802	8,345	흑전	2,633	4.1	5.7	1.2	40.0
2018E	12,902	785	-121	-118	-1,242	적전	2,486	-22.1	6.2	0.8	-3.9
2019E	13,297	966	370	268	2,825	흑전	2,718	9.7	5.6	0.7	7.9
2020E	13,577	1,041	472	389	4,092	44.9	2,994	6.7	4.9	0.7	10.4

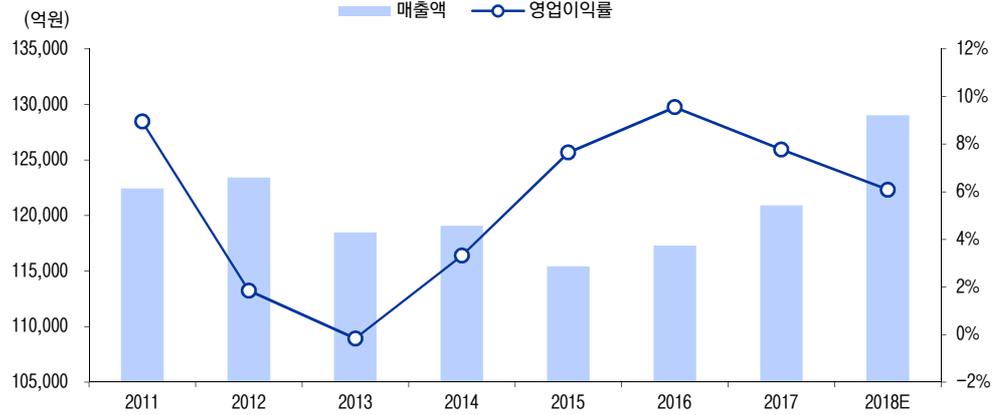
자료:대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표14 대한항공 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
<b>영업수익</b>	<b>28,660</b>	<b>29,052</b>	<b>32,139</b>	<b>31,071</b>	<b>31,020</b>	<b>31,058</b>	<b>34,027</b>	<b>32,916</b>	<b>117,318</b>	<b>120,922</b>	<b>129,022</b>
YoY	0.0%	3.1%	3.1%	6.1%	8.2%	6.9%	5.9%	5.9%	1.6%	3.1%	6.7%
국제여객	15,740	15,540	17,850	16,250	17,531	17,149	19,206	17,339	64,727	65,379	71,224
YoY	-2.6%	1.6%	-3.3%	9.8%	11.4%	10.4%	7.6%	6.7%	4.4%	1.0%	8.9%
RPK(백만Km)	17,925	18,382	20,024	18,418	18,785	19,330	21,360	19,179	73,029	74,749	78,654
Yield(원)	88	84	88	88	91	87	90	90	89	87	89
L/F	80.3%	79.4%	80.3%	76.8%	79.4%	80.7%	84.3%	80.6%	78.6%	79.2%	81.7%
국내여객	1,040	1,426	1,375	1,206	996	1,326	1,327	1,217	4,922	5,047	4,866
YoY	2.8%	7.3%	-2.2%	2.6%	-4.3%	-7.0%	-3.5%	0.9%	3.6%	2.5%	-3.6%
RPK(백만Km)	813	767	675	563	783	754	677	550	2,880	2,895	2,706
Yield(원)	165	176	178	179	173	186	174	179	172	174	175
L/F	75.3%	80.1%	77.7%	77.1%	72.3%	80.3%	78.0%	77.1%	77.7%	77.7%	75.6%
화물	6,408	6,729	7,002	7,959	6,970	7,113	7,372	8,489	24,575	28,099	29,943
YoY	11.2%	13.1%	20.6%	12.8%	8.8%	5.7%	5.3%	6.7%	-6.2%	14.3%	6.6%
FTK(백만톤)	2,020	2,113	2,179	2,280	2,008	2,023	2,061	2,212	8,163	8,592	8,304
Yield(원)	286	289	292	319	316	324	323	347	270	296	328
L/F	78.2%	77.9%	78.0%	79.9%	76.6%	75.9%	78.1%	79.0%	76.9%	78.5%	77.4%
기타(연결조정 포함)	5,472	5,358	5,911	5,656	5,524	5,471	6,122	5,871	23,094	22,397	22,988
<b>영업비용</b>	<b>26,745</b>	<b>27,324</b>	<b>28,584</b>	<b>28,871</b>	<b>29,357</b>	<b>30,391</b>	<b>30,523</b>	<b>30,898</b>	<b>106,110</b>	<b>111,524</b>	<b>121,169</b>
YoY	5.1%	2.8%	7.5%	5.0%	9.8%	11.2%	6.8%	7.0%	-0.5%	5.1%	8.6%
연료유류비	6,302	6,186	6,594	7,075	7,293	7,979	8,498	8,639	21,775	26,157	32,408
YoY	32.6%	18.1%	12.5%	19.4%	15.7%	29.0%	28.9%	22.1%	-22.6%	20.1%	23.9%
소비량(만배럴)	780	829	894	894	819	849	901	888	3,347	3,397	3,456
도입유가(\$/배럴)	70	67	67	70	86	87	90	92	56	68	0
감가상각비	4,201	4,034	4,121	4,176	3,977	4,104	4,215	4,241	17,525	16,533	16,536
YoY	-2.5%	-9.4%	-7.5%	-3.1%	-5.3%	1.7%	2.3%	1.5%	6.8%	-5.7%	0.0%
임차료	660	660	710	808	788	807	824	835	2,838	3,254	3,417
YoY	43.8%	29.4%	20.5%	26.3%	19.4%	22.3%	16.1%	3.4%	29.1%	14.7%	5.0%
인건비	4,464	5,056	4,670	4,733	5,185	5,397	4,773	4,837	18,016	18,924	20,192
YoY	0.7%	11.5%	-5.0%	3.0%	13.0%	6.7%	2.2%	2.2%	0.2%	5.0%	6.7%
정비수리비	1,050	1,076	824	1,114	1,136	879	840	1,103	4,194	4,064	3,958
YoY	4.2%	0.9%	2.9%	6.7%	3.0%	4.2%	1.9%	-1.0%	10.3%	-3.1%	-2.6%
기타(연결조정 포함)	10,067	10,311	11,665	10,966	10,978	11,225	11,373	11,244	41,761	42,593	44,657
<b>영업이익</b>	<b>1,915</b>	<b>1,728</b>	<b>3,555</b>	<b>2,200</b>	<b>1,663</b>	<b>667</b>	<b>3,504</b>	<b>2,019</b>	<b>11,208</b>	<b>9,398</b>	<b>7,853</b>
YoY	-40.8%	8.5%	-22.7%	23.4%	-13.1%	-61.4%	-1.4%	-8.2%	26.9%	-16.1%	-16.4%
영업이익률	6.7%	5.9%	11.1%	7.1%	5.4%	2.1%	10.3%	6.1%	9.6%	7.8%	6.1%
<b>영업외손익</b>	<b>5,277</b>	<b>-4,187</b>	<b>-2,462</b>	<b>4,518</b>	<b>-1,643</b>	<b>-4,467</b>	<b>-1,460</b>	<b>-1,463</b>	<b>-18,381</b>	<b>3,146</b>	<b>-9,064</b>
순이자손익	-978	-1,149	-1,175	-1,139	-1,519	-1,280	-1,229	-1,264	-3,780	-4,442	-5,291
외화관련손익	7,474	-2,565	-966	6,012	-149	-3,712	0	0	-2,731	9,955	-3,861
기타손익	-1,219	-472	-321	-355	24	525	-231	-199	-11,870	-2,367	88
세전이익	7,192	-2,459	1,093	6,717	-11	-3,799	2,044	555	-7,174	12,543	-1,210
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>5,577</b>	<b>-2,033</b>	<b>579</b>	<b>5,031</b>	<b>-103</b>	<b>-3,042</b>	<b>1,547</b>	<b>420</b>	<b>-5,649</b>	<b>9,154</b>	<b>-1,178</b>
YoY	흑전	흑전	-88.61%	흑전	-101.86%	49.65%	167.41%	-91.65%	적지	흑전	-112.9%
순이익률	19.46%	-7.00%	1.80%	16.19%	-0.33%	-9.79%	4.55%	1.28%	-4.8%	7.6%	-0.9%

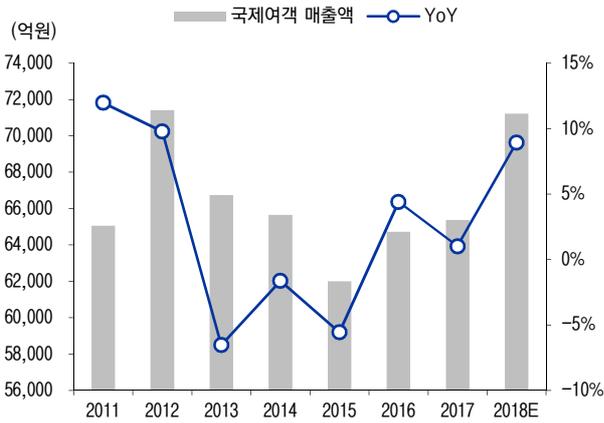
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림115 대한항공 연간 연결 매출액 및 영업이익률 추이



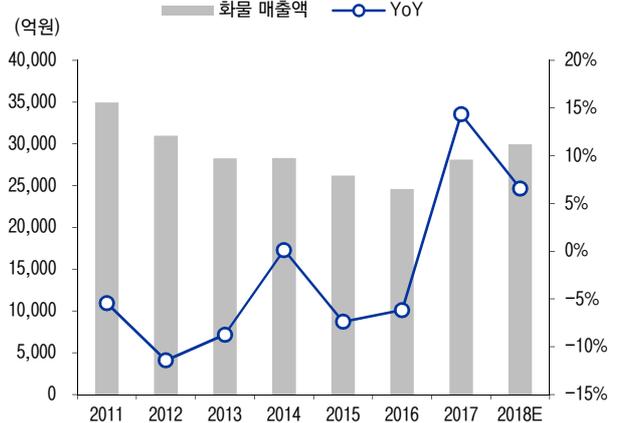
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림116 대한항공 국제여객 매출액 추이



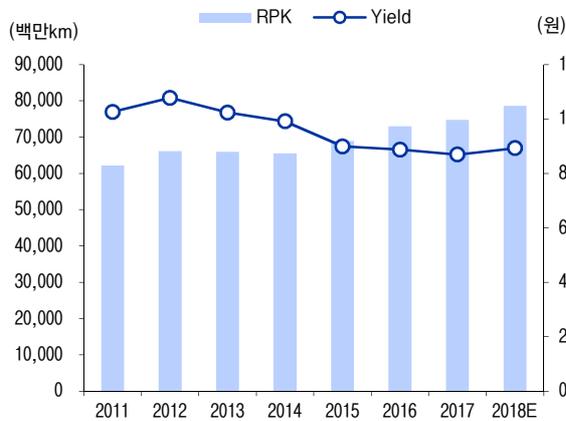
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림117 대한항공 화물 매출액 추이



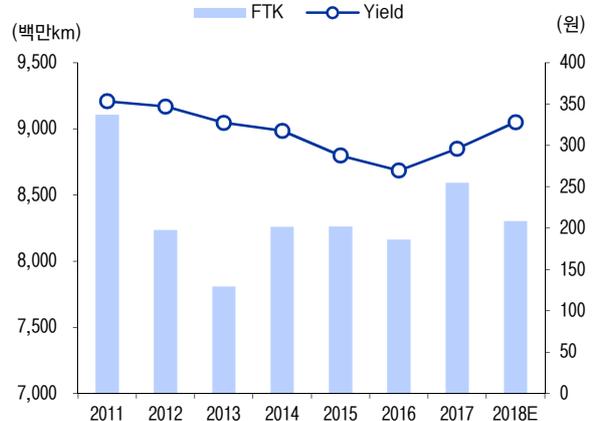
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 대한항공 국제선 RPK 및 Yield 추이



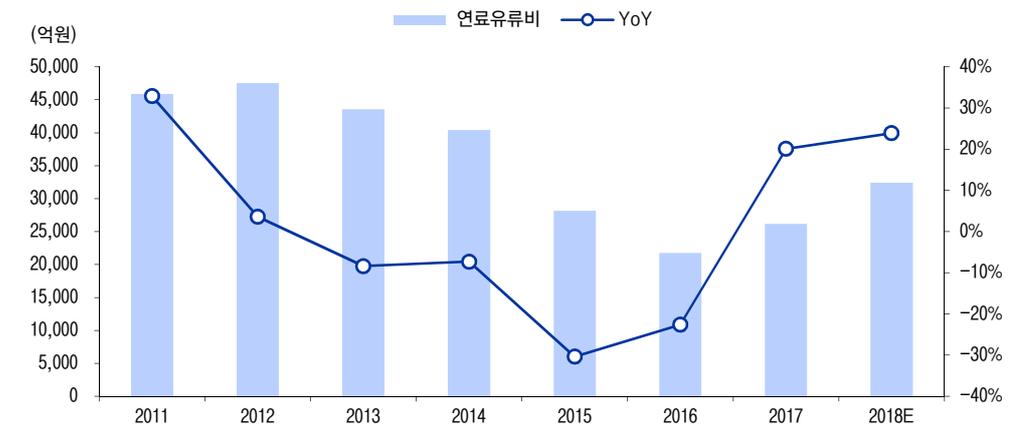
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림119 대한항공 화물 FTK 및 Yield 추이



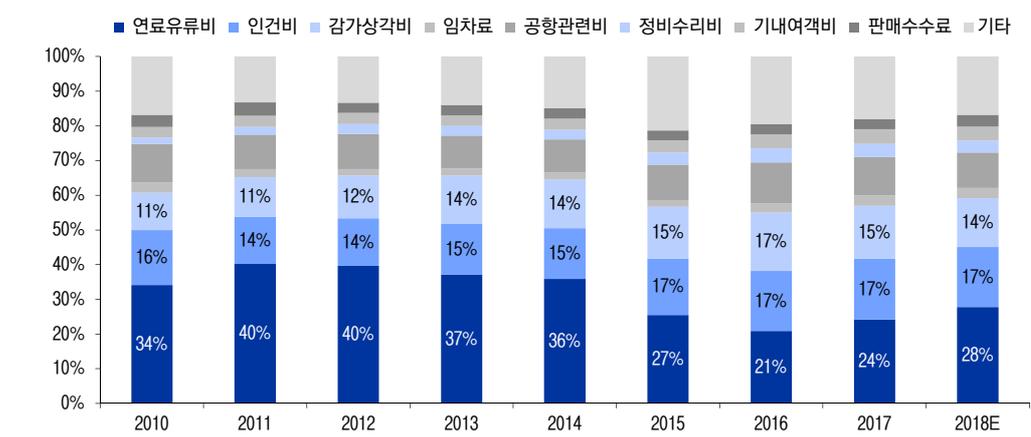
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림120 대한항공 연간 연료 유류비 추이



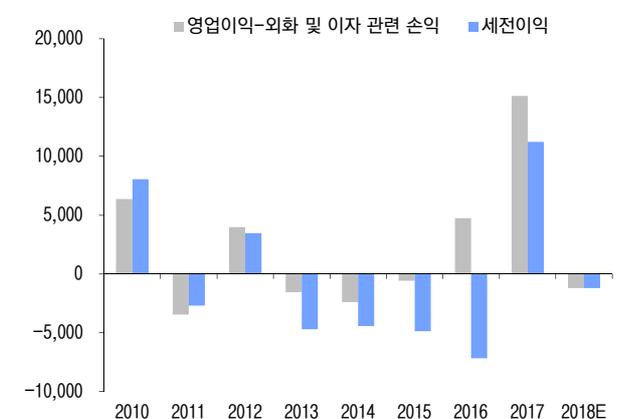
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림121 대한항공 영업비용 Breakdown



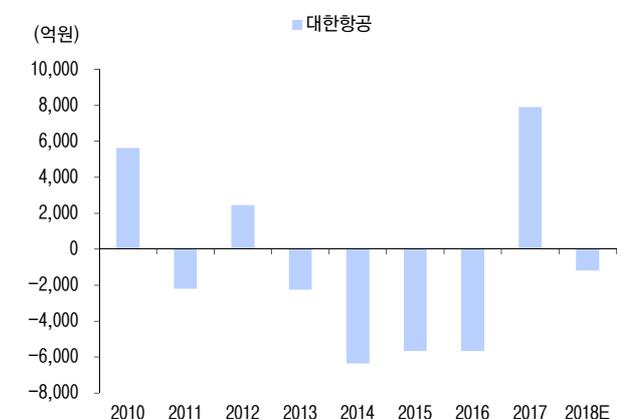
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림122 대한항공 기타 영업외 손실 추이



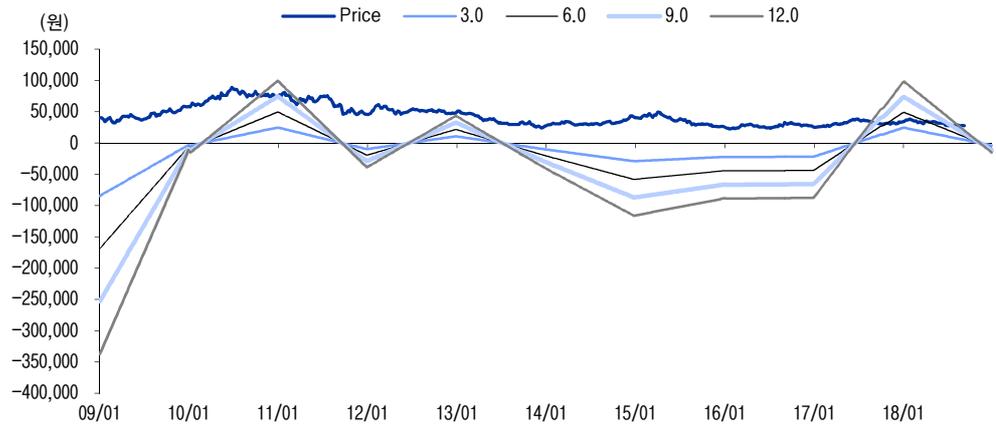
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림123 대한항공 순이익 추이 및 전망



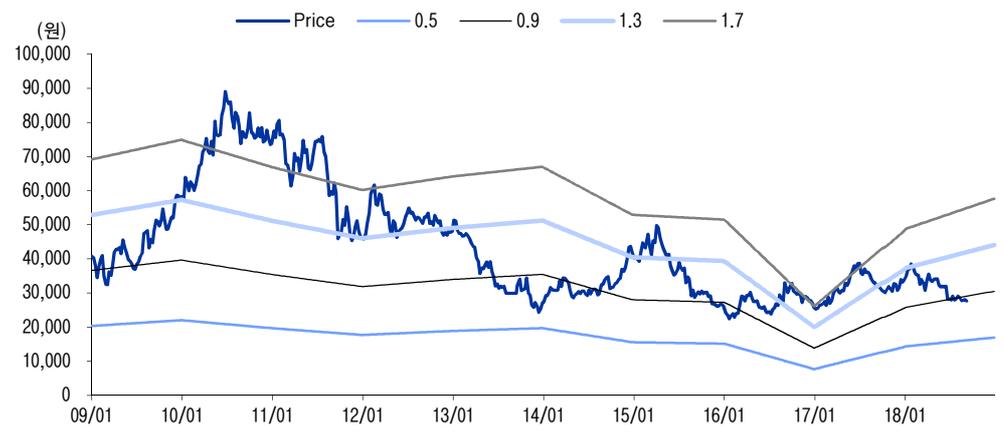
자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림124 대한항공 PER 밴드차트



자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림125 대한항공 PBR 밴드차트



자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

## 대한항공 (003490)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	3,328	3,582	7,563	11,802	16,403
현금 및 현금성자산	1,090	761	4,545	8,673	13,182
매출채권 및 기타채권	874	908	1,018	1,053	1,075
재고자산	565	683	719	744	760
기타유동자산	799	1,230	1,280	1,332	1,386
<b>비유동자산</b>	20,579	20,970	21,275	21,590	21,750
관계기업투자등	245	208	217	226	235
유형자산	17,873	18,907	19,189	19,472	19,592
무형자산	405	363	318	278	243
<b>자산총계</b>	<b>23,907</b>	<b>24,553</b>	<b>28,838</b>	<b>33,393</b>	<b>38,153</b>
<b>유동부채</b>	9,131	6,638	6,743	6,838	6,933
매입채무 및 기타채무	320	320	347	359	367
단기금융부채	6,679	4,143	4,133	4,124	4,116
기타유동부채	2,132	2,175	2,263	2,355	2,451
<b>비유동부채</b>	12,951	14,259	18,720	22,909	27,187
장기금융부채	7,913	9,511	13,779	17,768	21,836
기타비유동부채	5,038	4,749	4,941	5,142	5,350
<b>부채총계</b>	<b>22,082</b>	<b>20,898</b>	<b>25,463</b>	<b>29,748</b>	<b>34,120</b>
<b>지배주주지분</b>	1,210	2,746	3,254	3,523	3,912
자본금	370	480	480	480	480
자본잉여금	603	946	946	946	946
이익잉여금	-193	577	459	727	1,116
비지배주주지분(연결)	114	122	122	122	122
<b>자본총계</b>	<b>1,324</b>	<b>2,867</b>	<b>3,375</b>	<b>3,645</b>	<b>4,034</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,806</b>	<b>2,320</b>	<b>1,548</b>	<b>2,199</b>	<b>2,547</b>
당기순이익(손실)	-557	802	-118	268	389
비현금익비용가감	3,449	1,518	1,724	1,914	2,122
유형자산감가상각비	1,698	1,648	1,654	1,712	1,917
무형자산상각비	53	45	47	41	36
기타현금익비용	1,698	-175	23	161	169
영업활동 자산부채변동	-97	0	-58	16	37
매출채권 감소(증가)	-63	-19	-110	-35	-22
재고자산 감소(증가)	-73	-116	-37	-25	-16
매입채무 증가(감소)	-129	5	27	12	8
기타자산, 부채변동	168	130	62	64	67
<b>투자활동 현금</b>	<b>-874</b>	<b>-1,626</b>	<b>-2,007</b>	<b>-2,052</b>	<b>-2,098</b>
유형자산처분(취득)	-873	-1,795	-1,935	-1,995	-2,036
무형자산 감소(증가)	1	1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-83	-396	-10	6	5
기타투자활동	81	564	-61	-63	-66
<b>재무활동 현금</b>	<b>-1,829</b>	<b>-1,022</b>	<b>4,243</b>	<b>3,982</b>	<b>4,060</b>
차입금의 증가(감소)	-2,794	-1,836	4,257	3,981	4,060
자본의 증가(감소)	-20	814	-15	1	0
배당금의 지급	23	0	0	0	0
기타재무활동	985	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>122</b>	<b>-329</b>	<b>3,784</b>	<b>4,128</b>	<b>4,509</b>
기초현금	967	1,090	761	4,545	8,673
기말현금	1,090	761	4,545	8,673	13,182

자료: 대한항공, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>11,732</b>	<b>12,092</b>	<b>12,902</b>	<b>13,297</b>	<b>13,577</b>
매출원가	9,435	9,991	10,609	11,037	11,269
<b>매출총이익</b>	<b>2,297</b>	<b>2,101</b>	<b>2,293</b>	<b>2,261</b>	<b>2,308</b>
판매비 및 관리비	1,176	1,161	1,508	1,295	1,267
<b>영업이익</b>	<b>1,121</b>	<b>940</b>	<b>785</b>	<b>966</b>	<b>1,041</b>
(EBITDA)	2,872	2,633	2,486	2,718	2,994
금융손익	-647	574	-904	-488	-461
이자비용	407	457	557	521	531
관계기업등 투자손익	-455	-15	22	39	39
기타영업외손익	-736	-377	-24	-147	-148
<b>세전계속사업이익</b>	<b>-717</b>	<b>1,122</b>	<b>-121</b>	<b>370</b>	<b>472</b>
계속사업법인세비용	-161	320	-3	102	83
계속사업이익	-557	802	-118	268	389
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-557</b>	<b>802</b>	<b>-118</b>	<b>268</b>	<b>389</b>
지배주주	-565	792	-118	268	388
<b>총포괄이익</b>	<b>-563</b>	<b>830</b>	<b>-118</b>	<b>268</b>	<b>389</b>
매출총이익률 (%)	19.6	17.4	17.8	17.0	17.0
영업이익률 (%)	9.6	7.8	6.1	7.3	7.7
EBITDA 마진률 (%)	24.5	21.8	19.3	20.4	22.1
당기순이익률 (%)	-4.7	6.6	-0.9	2.0	2.9
ROA (%)	-2.3	3.3	-0.4	0.9	1.1
ROE (%)	-31.4	40.0	-3.9	7.9	10.4
ROIC (%)	5.3	4.4	3.6	4.4	5.4

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	-3.5	4.1	-22.1	9.7	6.7
P/B	1.7	1.2	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.3	5.7	6.2	5.6	4.9
P/CF	0.7	1.4	1.6	1.2	1.0
배당익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	1.6	3.1	6.7	3.1	2.1
영업이익	26.9	-16.2	-16.4	23.0	7.8
세전이익	적지	흑전	적전	흑전	27.5
당기순이익	적지	흑전	적전	흑전	44.9
EPS	적지	흑전	적전	흑전	44.9
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	1,667.9	728.8	754.4	816.2	845.9
유동비율	36.4	54.0	112.2	172.6	236.6
순차입금/자기자본(x)	1,005.1	429.7	378.4	345.7	300.6
영업이익/금융비용(x)	2.8	2.1	1.4	1.9	2.0
총차입금 (십억원)	14,593	13,654	17,911	21,892	25,952
순차입금 (십억원)	13,307	12,320	12,771	12,599	12,125
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-7,291	8,345	-1,242	2,825	4,092
BPS	15,367	28,613	33,908	36,717	40,768
CFPS	36,725	24,176	16,741	22,741	26,163
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

# 아시아나항공 (020560)

2018. 09. 11

엔터/레저/항공

Analyst **황현준**

02. 3779-8919

Realjun20@ebestsec.co.kr

## 중국 인바운드 트래픽 회복 기대

### 중국 노선 회복 기대

사드 이슈 이후 인해 중국 노선의 부진이 이어졌지만 최근 중국노선의 회복세가 지속되고 있는 모습이다. 이와 더불어 3분기 유럽 및 미주 장거리 노선 호조로 3분기 RPK와 달러 Yield가 각각 7%, 9% 개선되며 국제여객 매출액은 전년동기 대비 8% 증가할 것으로 예상된다. 화물 운송은 물동량 감소로 FTK가 소폭 감소할 것으로 보이고 Yield가 개선세는 지속될 것으로 예상된다.

우호적인 영업 환경에도 불구하고 급유단가 상승에 따른 유류비 증가로 비용 부담은 확대는 모습이 지속되고 있다. 하지만 중국 인바운드 트래픽이 올라오면서 주력 노선이 회복되는 모습은 내년에도 이어질 것으로 전망된다. 이에 따른 수익성 개선세를 지켜볼 필요가 있다고 판단된다.

그리고 사옥 매각 및 기내식 영업권 매각으로 마련한 재원을 통해 7월 만기도래한 회사채 1,500억원의 상환이 완료되었다. 그리고 향후 영구채/ ABS 발행 등을 통한 유동성 확보로 동사의 재무리스크는 점차 완화될 수 있을 것으로 기대된다.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 6,000원 하향

동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 6,000원으로 하향한다. 목표주가는 동사의 2018년 예상 BPS 대비 동사 과거 5개년 평균 PBR 1.1배 수준이다. 동사의 현재 주가는 밸류에이션 저점에 머물러 있지만 방한 중국인 증가에 따른 주력 중국 노선 회복과 더불어 동사 재무 안정성 개선 흐름을 눈 여겨 볼 필요가 있다고 판단된다.

## Buy (maintain)

목표주가 **6,000 원**

현재주가 **4,120 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSPI (9/10)	2,288.66 pt
시가총액	8,456 억원
발행주식	205,235 천주
52 주 최고가 / 최저가	5,460 / 4,015 원
90 일 일평균거래대금	74.03 억원
외국인 지분율	11.3%
배당익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	5,524 원
KOSPI 대비 상대익률	1 개월 -7.7%
	6 개월 6.6%
	12 개월 -0.7%
주주구성	금호산업(주)와 4인 33.5%
	금호석유화학(주) 12.0%
	에스엠 자사주 펀드 1.3%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	5,764	256	70	53	227	흑전	658	18.6	7.9	1.0	5.7
2017	6,227	276	352	248	1,227	439.6	723	3.7	7.1	0.8	24.7
2018E	6,761	283	25	-21	-101	적전	283	-40.7	19.2	0.7	-1.8
2019E	6,910	359	223	170	830	흑전	359	5.0	15.6	0.6	14.0
2020E	7,043	380	245	186	909	9.6	380	4.5	15.2	0.6	13.4

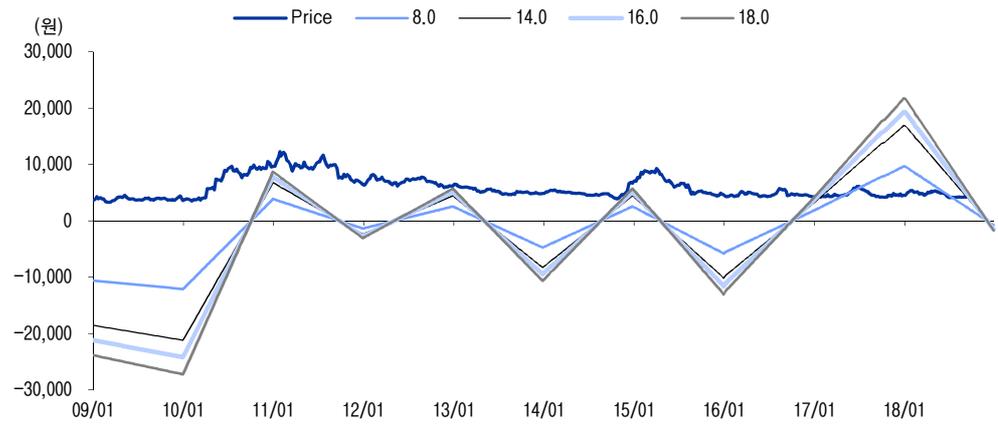
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표15 아시아나항공 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>영업수익</b>	<b>14,571</b>	<b>14,919</b>	<b>16,308</b>	<b>16,473</b>	<b>16,028</b>	<b>16,429</b>	<b>17,621</b>	<b>17,548</b>	<b>57,851</b>	<b>62,270</b>	<b>67,627</b>
YoY	6.5%	8.5%	4.8%	10.8%	10.0%	10.1%	8.1%	6.5%	4.4%	7.6%	8.6%
국제여객	8,141	7,752	9,041	8,433	8,759	8,710	9,780	9,556	32,742	33,367	36,805
YoY	0.1%	1.1%	-2.7%	10.3%	7.6%	12.4%	8.2%	13.3%	4.4%	1.9%	10.3%
RPK(백만Km)	9,978	10,113	11,165	10,622	10,986	11,102	11,903	11,301	40,321	41,877	45,293
Yield(원)	81	76	81	79	79	77	82	84	81	79	81
L/F	81.3%	80.6%	83.3%	81.7%	85.5%	84.8%	85.3%	83.0%	82.5%	81.8%	83.4%
국내여객	623	873	885	837	687	962	897	778	2,876	3,218	3,324
YoY	-1.1%	11.8%	6.0%	32.8%	10.3%	10.2%	1.3%	-7.0%	-0.7%	11.9%	3.3%
RPK(백만Km)	498	613	643	573	544	640	638	552	2,190	2,327	2,375
Yield(원)	125	143	137	143	128	148	143	143	131	138	140
L/F	80.0%	86.7%	88.5%	86.4%	84.4%	89.5%	88.6%	86.5%	84.3%	85.6%	87.3%
화물	2,986	3,377	3,375	3,858	3,275	3,505	3,364	3,929	11,798	13,597	14,072
YoY	16.2%	22.7%	18.8%	6.2%	9.7%	3.8%	-0.3%	1.8%	-2.8%	15.2%	3.5%
FTK(백만톤)	1,064	1,189	1,193	1,225	1,100	1,168	1,191	1,215	4,296	4,672	4,674
Yield(원)	263	268	268	315	292	289	274	316	258	278	293
L/F	78.9%	82.5%	81.9%	81.6%	78.0%	79.8%	81.0%	81.5%	76.4%	0.5%	0.3%
기타(연결조정 포함)	2,821	2,917	3,006	3,344	3,307	3,252	3,580	3,285	10,434	12,088	13,425
<b>영업비용</b>	<b>14,308</b>	<b>14,490</b>	<b>15,123</b>	<b>15,591</b>	<b>15,385</b>	<b>16,049</b>	<b>16,548</b>	<b>16,801</b>	<b>55,280</b>	<b>59,513</b>	<b>64,783</b>
YoY	7.3%	7.7%	7.7%	7.9%	7.5%	10.8%	9.4%	7.8%	0.6%	7.7%	8.9%
연료유류비	3,567	3,378	3,565	3,862	3,982	4,380	4,614	4,827	12,386	14,372	17,803
YoY	23.7%	15.3%	9.6%	16.4%	11.6%	29.7%	29.4%	25.0%	-15.0%	16.0%	23.9%
소비량(만배럴)	413	456	494	484	433	476	515	507	1,761	1,848	1,930
도입유가(\$/배럴)	71	67	67	76	85	91	90	93	61	69	87
감가상각비	960	1,011	1,069	1,117	1,076	1,106	1,106	1,106	3,663	4,157	4,393
YoY	-0.6%	9.6%	27.8%	19.0%	12.1%	9.4%	3.4%	-1.0%	-4.4%	13.5%	5.7%
임차료	1,443	1,508	1,556	1,563	1,535	1,563	1,589	1,614	5,736	6,070	6,301
YoY	4.6%	7.6%	5.6%	5.6%	6.4%	3.7%	2.1%	3.2%	9.8%	5.8%	3.8%
인건비	1,846	1,813	1,872	1,879	1,901	1,867	1,928	1,935	7,218	7,410	7,632
YoY	3.7%	1.1%	0.7%	5.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	4.7%	2.7%	3.0%
정비수리비	943	1,129	1,247	1,043	996	1,185	1,309	1,095	3,811	4,362	4,586
YoY	-1.1%	25.9%	23.5%	9.6%	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%	8.5%	14.5%	5.1%
기타(연결조정 포함)	5,549	5,651	5,814	6,127	5,895	5,947	6,002	6,223	22,467	23,141	24,068
<b>영업이익</b>	<b>262</b>	<b>428</b>	<b>1,185</b>	<b>882</b>	<b>643</b>	<b>380</b>	<b>1,073</b>	<b>748</b>	<b>2,571</b>	<b>2,757</b>	<b>2,844</b>
YoY	-26.8%	48.7%	-21.9%	116.2%	145.3%	-11.2%	-9.4%	-15.2%	457.9%	7.3%	3.1%
영업이익률	1.8%	2.9%	7.3%	5.4%	4.0%	2.3%	6.1%	4.3%	4.4%	4.4%	4.2%
영업외손익	1,058	-1,451	-915	2,060	-693	-1,170	1,589	-357	-1,862	752	-630
순이자손익	-402	-420	-438	-437	-424	-390	-430	-448	-1,436	-1,727	-1,758
외화관련손익	1,570	-934	-384	1,105	-115	-440	0	0	-620	1,358	-555
기타손익	-111	-98	-94	1,392	-154	-340	2,019	91	194	1,121	1,683
세전이익	1,320	-1,023	270	2,942	-50	-790	2,662	391	709	3,509	2,214
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>1,006</b>	<b>-753</b>	<b>170</b>	<b>1,863</b>	<b>-54</b>	<b>-512</b>	<b>2,034</b>	<b>299</b>	<b>493</b>	<b>2,286</b>	<b>1,766</b>
YoY	127.6%	흑전	-88.7%	흑전	n/a	흑전	1096.0%	흑전	흑전	363.9%	-22.7%
순이익률	6.9%	-5.0%	1.0%	11.3%	-0.3%	-3.1%	11.5%	1.7%	0.9%	3.7%	2.6%

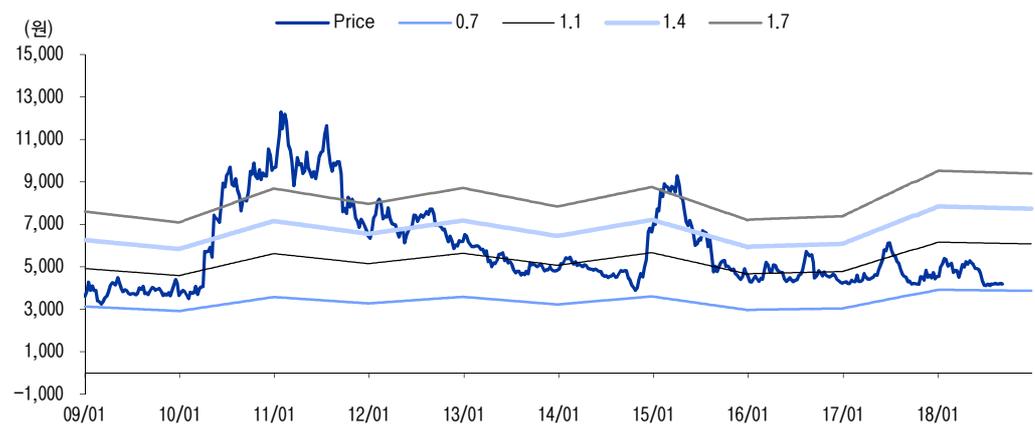
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림126 PER 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림127 PBR 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 아시아나항공 (020560)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	1,197	1,221	885	735	594
현금 및 현금성자산	271	276	-117	-294	-460
매출채권 및 기타채권	440	465	489	500	509
재고자산	210	234	257	262	267
기타유동자산	276	246	256	266	277
<b>비유동자산</b>	7,033	7,329	7,747	8,175	8,613
관계기업투자등	449	325	338	352	366
유형자산	5,156	5,364	5,714	6,072	6,436
무형자산	246	262	261	259	257
<b>자산총계</b>	<b>8,229</b>	<b>8,551</b>	<b>8,632</b>	<b>8,910</b>	<b>9,207</b>
<b>유동부채</b>	3,274	3,544	3,587	3,638	3,690
매입채무 및 기타채무	461	448	452	461	470
단기금융부채	1,925	2,124	2,124	2,124	2,124
기타유동부채	887	973	1,012	1,053	1,096
<b>비유동부채</b>	3,914	3,764	3,819	3,876	3,936
장기금융부채	2,690	2,402	2,402	2,402	2,402
기타비유동부채	1,224	1,362	1,417	1,475	1,534
<b>부채총계</b>	<b>7,187</b>	<b>7,308</b>	<b>7,406</b>	<b>7,515</b>	<b>7,626</b>
<b>지배주주지분</b>	892	1,151	1,134	1,303	1,489
자본금	1,026	1,026	1,026	1,026	1,026
자본잉여금	1	1	1	1	1
이익잉여금	-121	155	135	304	490
비지배주주지분(연결)	150	92	92	92	92
<b>자본총계</b>	<b>1,042</b>	<b>1,242</b>	<b>1,226</b>	<b>1,395</b>	<b>1,581</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>659</b>	<b>518</b>	<b>-5</b>	<b>220</b>	<b>240</b>
당기순이익(손실)	53	248	-21	170	186
비현금익비용가감	702	270	28	24	26
유형자산감가상각비	401	447	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금익비용	301	-177	28	24	26
영업활동 자산부채변동	12	0	-12	26	28
매출채권 감소(증가)	-51	-26	-24	-11	-9
재고자산 감소(증가)	-9	-23	-23	-6	-5
매입채무 증가(감소)	42	-31	3	10	9
기타자산, 부채변동	30	80	31	32	34
<b>투자활동 현금</b>	<b>-55</b>	<b>-611</b>	<b>-388</b>	<b>-396</b>	<b>-406</b>
유형자산처분(취득)	-189	-433	-350	-358	-365
무형자산 감소(증가)	-7	-6	2	2	2
투자자산 감소(증가)	51	24	16	18	17
기타투자활동	89	-196	-56	-58	-61
<b>재무활동 현금</b>	<b>-512</b>	<b>99</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	-561	86	0	0	0
자본의 증가(감소)	50	13	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>88</b>	<b>5</b>	<b>-393</b>	<b>-177</b>	<b>-166</b>
기초현금	183	271	276	-117	-294
기말현금	271	276	-117	-294	-460

자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>5,764</b>	<b>6,227</b>	<b>6,761</b>	<b>6,910</b>	<b>7,043</b>
매출원가	4,909	5,341	5,767	5,873	5,972
<b>매출총이익</b>	<b>854</b>	<b>886</b>	<b>994</b>	<b>1,036</b>	<b>1,071</b>
판매비 및 관리비	598	610	711	677	690
<b>영업이익</b>	<b>256</b>	<b>276</b>	<b>283</b>	<b>359</b>	<b>380</b>
(EBITDA)	658	723	283	359	380
금융손익	-196	-33	-232	-170	-169
이자비용	144	173	176	179	179
관계기업등 투자손익	58	142	31	34	34
기타영업외손익	-48	-33	-56	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>70</b>	<b>352</b>	<b>25</b>	<b>223</b>	<b>245</b>
계속사업법인세비용	19	103	46	54	59
계속사업이익	51	248	-21	170	186
중단사업이익	2	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>53</b>	<b>248</b>	<b>-21</b>	<b>170</b>	<b>186</b>
지배주주	49	252	-21	170	187
<b>총포괄이익</b>	<b>41</b>	<b>217</b>	<b>-21</b>	<b>170</b>	<b>186</b>
매출총이익률 (%)	14.8	14.2	14.7	15.0	15.2
영업이익률 (%)	4.5	4.4	4.2	5.2	5.4
EBITDA 마진률 (%)	11.4	11.6	4.2	5.2	5.4
당기순이익률 (%)	0.9	4.0	-0.3	2.5	2.6
ROA (%)	0.6	3.0	-0.2	1.9	2.1
ROE (%)	5.7	24.7	-1.8	14.0	13.4
ROIC (%)	3.8	3.9	-4.4	4.8	4.8

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	18.6	3.7	-40.7	5.0	4.5
P/B	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	7.9	7.1	19.2	15.6	15.2
P/CF	1.2	1.8	111.5	4.4	4.0
배당익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	4.0	8.0	8.6	2.2	1.9
영업이익	456.6	7.6	2.6	27.0	5.8
세전이익	흑전	400.1	-92.8	784.6	9.6
당기순이익	흑전	372.6	적전	흑전	9.6
EPS	흑전	439.6	적전	흑전	9.6
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	689.9	588.2	604.3	538.6	482.3
유동비율	36.6	34.5	24.7	20.2	16.1
순차입금/자기자본(x)	413.8	338.6	375.2	342.1	312.3
영업이익/금융비용(x)	1.8	1.6	1.6	2.0	2.1
총차입금 (십억원)	4,615	4,526	4,526	4,526	4,526
순차입금 (십억원)	4,312	4,207	4,599	4,773	4,938
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	227	1,227	-101	830	909
BPS	4,346	5,607	5,524	6,351	7,257
CFPS	3,483	2,522	37	943	1,034
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

# 제주항공 (089590)

2018. 09. 11

엔터/레저/항공

## 아웃바운드 트래픽 확대의 최대 수혜주

Analyst 황현준

02. 3779-8919

Realjun20@ebestsec.co.kr

### 아웃바운드 트래픽 확대의 최대 수혜주

국내 LCC들의 실적은 유가 상승에 따른 비용 부담 확대에도 불구하고 여행 수요 확대에 기반한 가파른 공급 증가에 힘입어 우상향하고 있는 모습이다. 향후에도 국내 LCC들은 공급 확대를 통한 아웃바운드 여행수요 흡수와 더불어 규모의 경제 효과를 통한 수익성 개선 전략을 지속 유지할 것으로 보인다. 우리나라 아웃바운드 여행 시장은 구조적으로 아직 성장 여력이 높고 80%의 여행 수요가 같은 지역 내에서 이루어지기 때문에(Intra-regional Tourism) 단거리 항공 노선에 대한 수요는 지속될 것으로 예상된다. 국내 LCC들은 공급 확대에 걸맞은 수요에 힘입어 외형 및 이익 규모가 확대될 것으로 전망되며 시장 우위를 점하고 있는 제주항공이 이에 따른 최대 수혜주라고 판단된다.

## Buy (maintain)

목표주가 60,000 원

현재주가 37,100 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### 3Q18 Preview

잇단 일본 재해 등의 영향으로 여행 수요가 위축될 것이라는 우려가 있다. 여행 수요 위축에 따른 운임 조정, 지방발 노선 확대 등의 영향으로 3분기 Yield 개선은 쉽지 않아 보이나 동사의 여객 수송량 확대는 지속될 것으로 예상된다. 3분기 실적은 매출액 3,419억원(+27.7% YoY), 영업이익 413억원(8.2% YoY)으로 컨센서스 영업이익 460억원을 하회할 것으로 예상된다. 국제 여객 수송은 큰 폭의 공급 확대가 지속되는 가운데 7,8월 수요가 약세 우려가 있었음에도 불구하고 운임 조정 효과로 견조한 L/F가 유지될 것으로 보인다. 이에 따라 국제선 RPK는 약 38% 증가하고 원화 기준 Yield가 전년동기대비 3% 높아 질 것으로 가정하였다. 국내선은 RPK와 Yield는 각각 약 +1%, +0%의 증감률을 보일 것으로 예상된다. 하지만 유가상승과 공급증가의 영향으로 유류비가 전년동기대비 약 60% 증가 등 영업비용이 확대됨에 따라 수익성은 저하될 것으로 보인다.

### Stock Data

KOSPI (9/10)	2,288.66 pt
시가총액	9,778 억원
발행주식	26,357 천주
52 주 최고가 / 최저가	51,000 / 32,350 원
90 일 일평균거래대금	47.39 억원
외국인 지분율	10.9%
배당익률(18.12E)	1.6%
BPS(18.12E)	15,729 원
KOSPI 대비 상대익률	1개월 -8.0%
	6개월 -6.7%
	12개월 -1.8%
주주구성	AK 홀딩스와 9인 59.6%
	제주특별자치도청 7.6%

### 투자의견 Buy, 목표주가 60,000원 하향

제주항공에 대한 투자의견 Buy와 유지하고 실적 추정치 변경을 반영하여 목표주가는 60,000원으로 하향한다. 목표주가는 동사 12개월 Forward 실적 기준 대비 동사 과거 4개년 평균인 PER 15배 수준이다. 동사는 강한 국내 아웃바운드 여행 수요 확대에 따른 국제 여객 수송량 증가로 실적 개선세를 유지할 것으로 예상됨에 따라 적용 밸류에이션은 무리가 없다고 판단된다. 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	748	59	69	53	2,036	11.4	73	12.3	4.6	2.4	21.1
2017	996	102	101	77	2,927	43.8	127	12.1	5.1	2.8	25.6
2018E	1,238	113	130	99	3,771	28.9	161	9.8	4.0	2.4	26.7
2019E	1,538	142	153	116	4,406	16.8	202	8.4	3.0	1.9	25.0
2020E	1,861	174	185	140	5,312	20.6	248	7.0	2.2	1.5	24.3

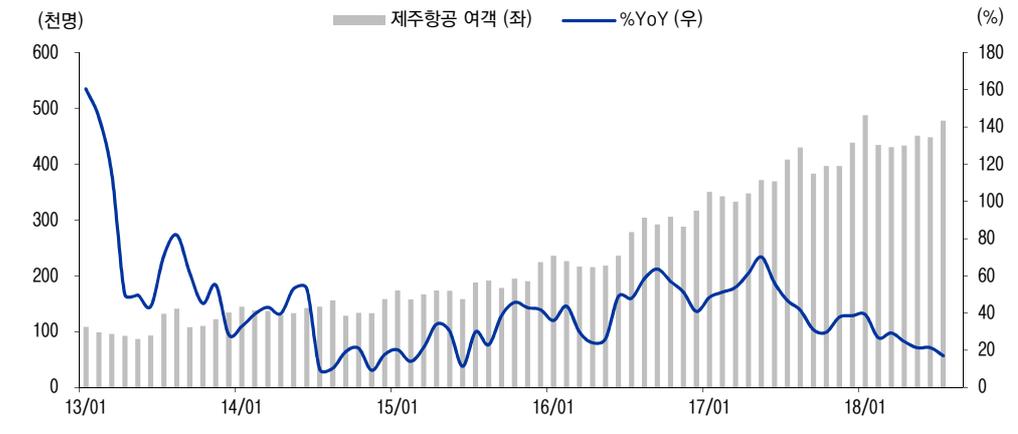
자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표16 제주항공 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
<b>영업수익</b>	<b>2,402</b>	<b>2,276</b>	<b>2,666</b>	<b>2,615</b>	<b>3,084</b>	<b>2,833</b>	<b>3,348</b>	<b>3,120</b>	<b>7,476</b>	<b>9,959</b>	<b>12,385</b>
YoY	37.8%	37.3%	17.5%	39.3%	28.1%	25.3%	24.8%	19.0%	21.9%	32.0%	24.1%
국제여객	1,801	1,464	1,850	1,832	2,396	1,963	2,477	2,339	4,925	6,947	9,175
YoY	49.4%	50.0%	25.3%	44.6%	33.1%	34.1%	33.9%	27.7%	32.7%	41.1%	32.1%
RPK(백만Km)	2,935	2,744	3,136	3,099	3,665	3,641	4,268	3,908	8,443	11,914	15,482
Yield(원)	66	59	63	65	71	54	64	66	58	58	59
L/F(%)	88.8%	86.2%	90.6%	89.1%	91.0%	86.0%	90.0%	89.0%	85.2%	88.2%	88.2%
국내여객	438	609	617	568	470	634	597	518	2,029	2,232	2,219
YoY	4.4%	14.0%	-0.5%	24.6%	7.4%	4.1%	-3.2%	-8.9%	1.9%	10.0%	-0.6%
RPK(백만Km)	489	554	568	559	523	566	572	562	2,164	2,170	2,223
Yield(원)	96	117	115	101	95	117	115	101	94	103	100
L/F(%)	94.9%	95.7%	95.8%	95.2%	93.3%	93.8%	95.8%	95.2%	92.1%	95.6%	96.9%
기타	164	203	199	215	218	236	273	264	522	781	991
<b>영업비용</b>	<b>2,129</b>	<b>2,118</b>	<b>2,262</b>	<b>2,438</b>	<b>2,622</b>	<b>2,761</b>	<b>3,000</b>	<b>2,918</b>	<b>6,890</b>	<b>8,947</b>	<b>11,301</b>
YoY	35.1%	31.2%	23.3%	30.7%	23.2%	30.3%	32.6%	19.7%	23.8%	29.9%	26.3%
연료유류비	552	487	533	561	712	784	855	802	1,492	2,133	3,153
YoY	91.4%	41.9%	27.6%	26.6%	29.0%	61.0%	60.4%	43.0%	4.2%	42.9%	47.8%
소비량(만배럴)	505	476	516	582	700	847	855	802	1,492	2,080	3,204
도입유가(\$/배럴)	65	62	60	71	79	85	83	86	58	64	83
임차료	298	308	319	293	307	362	383	415	1,102	1,218	1,466
YoY	29.5%	3.9%	-6.4%	10.1%	21.2%	36.6%	38.7%	21.4%	29.7%	10.6%	0.0%
인건비	340	390	392	366	430	472	490	448	1,060	1,488	1,840
YoY	30.5%	50.8%	41.8%	38.5%	26.4%	21.0%	24.9%	22.5%	32.5%	40.4%	23.6%
정비수리비	209	207	217	220	210	254	267	310	875	853	1,041
YoY	-0.5%	0.0%	-5.2%	-3.9%	0.6%	22.5%	23.1%	40.9%	29.8%	-2.5%	22.0%
기타	730	726	801	999	963	890	1,005	944	2,362	3,256	3,801
<b>영업이익</b>	<b>272</b>	<b>162</b>	<b>404</b>	<b>177</b>	<b>462</b>	<b>119</b>	<b>348</b>	<b>202</b>	<b>586</b>	<b>1,015</b>	<b>1,131</b>
YoY	74.3%	2446.3%	5.8%	321.4%	69.9%	-26.5%	-13.9%	14.0%	14.0%	73.2%	11.4%
영업이익률	11.3%	7.1%	15.2%	6.8%	15.0%	4.2%	10.4%	6.5%	7.8%	10.2%	9.1%
영업외손익	-52	37	20	-15	9	97	45	22	103	-10	173
세전이익	220	199	424	162	471	216	393	224	690	1,005	1,304
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>170</b>	<b>151</b>	<b>321</b>	<b>129</b>	<b>361</b>	<b>164</b>	<b>299</b>	<b>170</b>	<b>532</b>	<b>772</b>	<b>994</b>
YoY	41.4%	229.2%	12.8%	59.3%	112.4%	8.5%	-7.1%	31.8%	12.8%	45.0%	28.8%
순이익률	7.1%	6.6%	12.1%	4.9%	11.7%	5.8%	8.9%	5.5%	7.1%	7.7%	8.0%

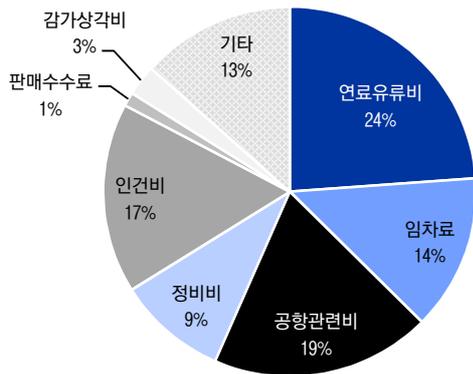
자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림128 제주항공 월별 여객수송량 추이 및 증감률



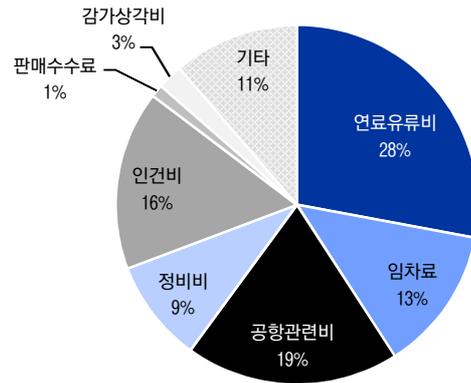
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림129 582017년 제주항공 비용 Breakdown



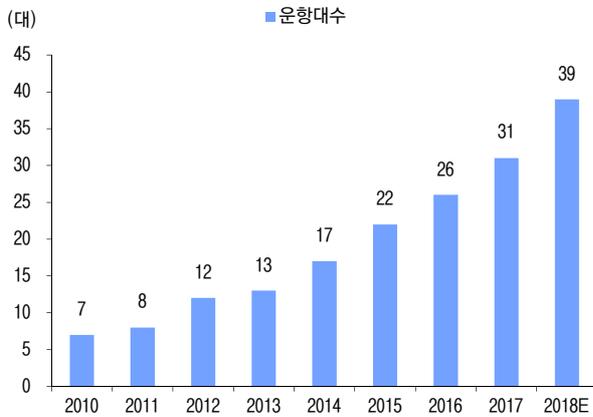
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림130 2018년 제주항공 비용 Breakdown



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림131 제주항공 항공기 운항대수 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림132 내국인 출국자수 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표17 LCC Peer Valuation

(단위 : 십억원)		제주항공	웨스트제트 에어라인	에어아시아 X	춘추항공	세부항공	이지제트	라이언에어
매출액	2016	748	3,612.8	1,093.9	1,472.4	1,513.4	7,313.7	8,377.9
	2017	996	3,923.8	1,200.0	1,834.8	1,526.4	8,300.1	10,146.0
	2018E	1,248	4,073.5	1,374.9	2,212.5	1,557.9	9,179.0	11,403.5
	2019E	1,479	4,481.1	1,566.0	2,688.3	1,758.1	9,975.7	12,318.3
영업이익	2016	58	385.6	23.1	120.8	300.9	585.4	1,933.2
	2017	101	382.6	37.6	302.0	227.4	838.9	1,930.4
	2018E	130	110.6	31.5	243.7	174.6	1,017.8	2,099.0
	2019E	155	249.4	52.0	346.8	200.2	1,073.4	2,430.2
영업이익률 (%)	2016	8	10.7	2.1	8.2	19.9	8.0	23.1
	2017	10	9.7	3.1	16.5	14.9	10.1	19.0
	2018E	10	2.7	2.3	11.0	11.2	11.1	18.4
	2019E	10	5.6	3.3	12.9	11.4	10.8	19.7
순이익	2016	53	258.9	12.6	166.2	238.5	442.0	1,658.4
	2017	78	247.1	26.0	211.3	177.4	573.4	1,612.1
	2018E	106	68.7	18.3	255.0	128.8	763.2	1,760.7
	2019E	122	162.3	38.7	339.6	156.9	762.6	1,992.5
EPS (원)	2016	2,036	2,156	3	208	394	1,122	1,327
	2017	2,960	2,126	6	265	293	1,690	1,407
	2018E	4,027	612	5	281	219	2,011	1,566
	2019E	4,601	1,394	10	373	259	2,075	1,788
BPS (원)	2016	10,342	15,792	65	1,593	1,346	10,820	4,342
	2017	12,643	16,529	63	1,736	1,402	11,050	5,772
	2018E	15,694	17,055	71	2,261	1,518	12,282	7,065
	2019E	19,582	17,602	78	2,603	1,730	13,383	8,494
Net debt	2016	-325	472	261	810	792	-547	306
	2017	-301	482	151	752	542	1	356
	2018E	-307	1,645	129	-34	709	106	4
	2019E	-250	1,508	198	-53	897	419	-690
PER(배)	2016	12	9.3	32.7	30.9	5.8	15.7	13.8
	2017	12	11.1	13.8	23.6	7.7	12.8	12.7
	2018E	10	26.1	18.2	19.0	7.3	10.7	11.4
	2019E	9	11.5	8.6	14.3	6.2	10.4	9.9
PBR(배)	2016	2	1.3	1.5	4.0	1.7	1.7	4.0
	2017	3	1.4	1.4	3.5	1.5	2.0	3.1
	2018E	2	0.9	1.2	2.4	1.1	1.8	2.5
	2019E	2	0.9	1.1	2.1	0.9	1.6	2.1
EV/EBITDA	2016	5	4.1	12.6	27.8	4.9	7.5	8.8
	2017	5	4.2	7.7	13.5	5.1	6.5	7.6
	2018E	5	4.9	10.6	13.4	5.1	5.6	7.1
	2019E	4	3.7	5.8	10.8	4.4	5.4	6.5
ROE(%)	2016	21	14.7	5.5	13.7	33.4	11.1	32.8
	2017	26	13.3	10.0	16.0	21.6	15.4	26.4
	2018E	28	4.1	5.3	13.4	14.9	17.4	24.8
	2019E	26	8.6	13.2	14.7	16.2	16.9	23.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 제주항공 (089590)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	437	449	491	555	638
현금 및 현금성자산	167	102	130	169	224
매출채권 및 기타채권	29	45	45	56	68
재고자산	8	9	12	14	18
기타유동자산	232	292	304	316	329
<b>비유동자산</b>	164	351	412	481	558
관계기업투자등	8	41	43	45	47
유형자산	59	171	212	263	324
무형자산	12	19	32	43	52
<b>자산총계</b>	<b>600</b>	<b>800</b>	<b>903</b>	<b>1,037</b>	<b>1,196</b>
<b>유동부채</b>	261	368	384	413	444
매입채무 및 기타채무	55	71	78	96	117
단기금융부채	20	58	58	58	58
기타유동부채	185	239	248	258	269
<b>비유동부채</b>	67	101	105	109	113
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	67	101	105	109	113
<b>부채총계</b>	<b>328</b>	<b>469</b>	<b>489</b>	<b>522</b>	<b>557</b>
<b>지배주주지분</b>	272	331	415	515	639
자본금	131	132	132	132	132
자본잉여금	89	90	90	90	90
이익잉여금	51	114	198	298	423
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>272</b>	<b>331</b>	<b>415</b>	<b>515</b>	<b>639</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>117</b>	<b>160</b>	<b>163</b>	<b>194</b>	<b>233</b>
당기순이익(손실)	53	77	99	116	140
비현금익비용가감	26	82	52	64	79
유형자산감가상각비	11	20	42	52	64
무형자산상각비	4	5	6	9	11
기타현금익비용	12	57	4	4	4
영업활동 자산부채변동	39	0	12	13	14
매출채권 감소(증가)	1	-8	0	-11	-12
재고자산 감소(증가)	-2	-1	-2	-3	-3
매입채무 증가(감소)	0	0	6	19	20
기타자산, 부채변동	40	9	8	8	8
<b>투자활동 현금</b>	<b>-69</b>	<b>-245</b>	<b>-119</b>	<b>-140</b>	<b>-162</b>
유형자산처분(취득)	-30	-133	-83	-103	-124
무형자산 감소(증가)	-1	-6	-20	-20	-20
투자자산 감소(증가)	-27	-70	-12	-12	-13
기타투자활동	-10	-36	-5	-5	-5
<b>재무활동 현금</b>	<b>-7</b>	<b>20</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>
차입금의 증가(감소)	0	38	0	0	0
자본의 증가(감소)	-8	-18	-16	-16	-16
배당금의 지급	10	13	16	16	16
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>42</b>	<b>-65</b>	<b>28</b>	<b>38</b>	<b>55</b>
기초현금	126	167	102	130	169
기말현금	167	102	130	169	224

자료: 제주항공, 이베스트투자증권

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>748</b>	<b>996</b>	<b>1,238</b>	<b>1,538</b>	<b>1,861</b>
매출원가	602	774	988	1,226	1,481
<b>매출총이익</b>	<b>146</b>	<b>222</b>	<b>250</b>	<b>312</b>	<b>380</b>
판매비 및 관리비	87	120	137	170	206
<b>영업이익</b>	<b>59</b>	<b>102</b>	<b>113</b>	<b>142</b>	<b>174</b>
(EBITDA)	73	127	161	202	248
금융손익	5	1	1	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	5	-2	16	10	10
<b>세전계속사업이익</b>	<b>69</b>	<b>101</b>	<b>130</b>	<b>153</b>	<b>185</b>
계속사업법인세비용	16	23	31	37	45
계속사업이익	53	77	99	116	140
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>53</b>	<b>77</b>	<b>99</b>	<b>116</b>	<b>140</b>
지배주주	53	77	99	116	140
<b>총포괄이익</b>	<b>53</b>	<b>77</b>	<b>99</b>	<b>116</b>	<b>140</b>
매출총이익률 (%)	19.5	22.3	20.2	20.3	20.4
영업이익률 (%)	7.8	10.2	9.1	9.2	9.3
EBITDA 마진률 (%)	9.7	12.7	13.0	13.1	13.3
당기순이익률 (%)	7.1	7.7	8.0	7.5	7.5
ROA (%)	9.9	11.0	11.7	12.0	12.5
ROE (%)	21.1	25.6	26.7	25.0	24.3
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	159.1	109.0

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	12.3	12.1	9.8	8.4	7.0
P/B	2.4	2.8	2.4	1.9	1.5
EV/EBITDA	4.6	5.1	4.0	3.0	2.2
P/CF	8.3	5.8	6.5	5.4	4.5
배당익률 (%)	2.0	1.7	1.6	1.6	1.6
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	23.0	33.3	24.3	24.2	21.0
영업이익	14.1	73.1	11.4	25.6	22.3
세전이익	30.2	45.7	29.7	17.5	20.6
당기순이익	12.8	45.0	28.9	16.8	20.6
EPS	11.4	43.8	28.9	16.8	20.6
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	120.6	141.6	117.9	101.3	87.1
유동비율	167.5	121.9	127.8	134.5	143.8
순차입금/자기자본(x)	-119.5	-87.9	-79.3	-73.3	-69.4
영업이익/금융비용(x)	141.0	224.0	275.3	345.6	422.7
총차입금 (십억원)	20	58	58	58	58
순차입금 (십억원)	-325	-291	-329	-378	-443
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,036	2,927	3,771	4,406	5,312
BPS	10,351	12,558	15,729	19,535	24,248
CFPS	3,021	6,055	5,730	6,852	8,303
DPS	500	600	600	600	600

# 진에어 (272450)

## 기다려보자

2018. 09. 11

엔터/레저/항공

Analyst **황현준**

02. 3779-8919

Realjun20@ebestsec.co.kr

### 아쉽지만 기다려보자

국내 LCC들은 공급 확대를 통한 아웃바운드 여행수요 흡수와 더불어 규모의 경제 효과를 통한 수익성 개선 전략을 통해 성장했다. 하지만 진에어는 이 전략이 당분간 유효하지 않은 상황이다. 지난달 국토부가 면허 취소 대상에 올랐던 진에어에 대해 면허 유지를 결정하였으나 일정기간 신규노선 허가 제한, 신규 항공기 등록 및 부정기편 운항허가 제한 등 제재를 내렸다.

진에어는 대한항공과의 관계를 통해 대형기를 운영하면서 다른 LCC 들과 차별화되는 노선 전략을 취하며 성장해왔다. 하지만 당분간 공급 확대를 통한 성장이 제한적일 수밖에 없는 상황이 됐고 이에 따라 다른 사업자들의 시장 지배력이 강화될 우려가 존재한다. 하지만 국토부의 조치는 영구적인 것이 아니고, 진에어 기존 노선은 정상 운영되고 있으며, 신기재 도입 및 신규 노선 취항보다 현재 운영 중인 노선에 집중하는 것이 수익성 측면에서는 더 유리할 수 있다고 판단된다. 따라서 지금 상황은 아쉽지만 경영정상화를 통해 제재가 풀리게 되면 진에어는 아웃바운드 여행 수요를 흡수하며 2차 성장기에 진입할 것으로 판단된다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 27,000 제시

통사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 27,000을 신규로 제시한다. 목표주가는 동사 12개월 Forward 예상EPS 2,639원에 제주항공 목표주가 적용 밸류에이션에 30% 할인한 PER 10.3배를 적용하여 산정하였다. 진에어는 국토부의 제재 조치로 당분간 다른 LCC처럼 공급을 늘릴 수 없는 상황이지만 아웃바운드 여행 수요를 기반으로 기존 운영 중인 노선으로 양호한 실적을 유지할 것으로 보인다 그리고 제재 조치가 해제될 경우 실적 추정치 상향 및 밸류에이션 리레이팅이 가능하기 때문에 현 주가는 접근 가능한 수준이라고 판단된다.

## Buy (initiate)

목표주가 **27,000 원**

현재주가 **20,050 원**

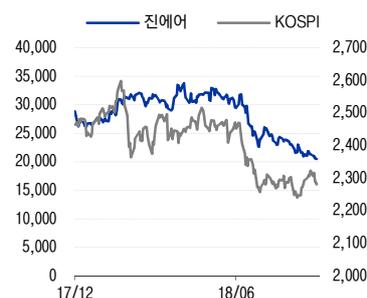
### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSPI (9/10)	2,288.66 pt
시가총액	6,015 억원
발행주식	30,000 천주
52 주 최고가 / 최저가	33,800 / 20,050 원
90 일 일평균거래대금	107.58 억원
외국인 지분율	6.4%
배당이익률(18.12E)	1.2%
BPS(18.12E)	10,133 원
KOSPI 대비 상대이익률	1개월 -13.3%
	6개월 -29.8%
	12개월 #N/A
주주구성	한진칼 60.0%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	720	52	51	39	n/a	n/a	62	n/a	-2.1	n/a	60.9
2017	888	97	97	74	2,469	n/a	114	10.7	4.3	3.4	47.8
2018E	1,026	108	101	77	2,573	4.2	126	7.8	1.8	2.0	28.8
2019E	1,112	120	118	89	2,971	15.5	136	6.7	1.0	1.6	25.8
2020E	1,292	153	151	114	3,805	28.1	169	5.3	0.2	1.2	26.0

자료: 진에어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표18 진에어 목표주가 산출

항목	산출내역 (원)	비고
EPS	2,639	12개월 Forward 예상EPS
적용 PER(x)	10.3	제주항공 목표 밸류에이션에 30% 할인
프리미엄(%)		
적정가치	27,182	
<b>목표주가</b>	<b>27,000</b>	
<b>현주가</b>	<b>20,050</b>	9월 10일 증가 기준
<b>상승여력(%)</b>	<b>35%</b>	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표19 진에어 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
<b>영업수익</b>	<b>2,327</b>	<b>1,912</b>	<b>2,325</b>	<b>2,320</b>	<b>2,799</b>	<b>2,265</b>	<b>2,673</b>	<b>2,524</b>	<b>7,196</b>	<b>8,884</b>	<b>10,261</b>
YoY	29.3%	31.5%	6.0%	32.6%	20.3%	18.5%	14.9%	8.8%	56.1%	23.5%	15.5%
국제여객	1,888	1,248	1,720	1,792	2,369	1,546	2,033	1,967	5,081	6,648	7,916
YoY	32.2%	47.0%	9.6%	45.0%	25.5%	23.9%	18.2%	9.8%		30.8%	19.1%
RPK(백만Km)	2,867	2,199	2,796	2,851	3,142	2,359	3,019	2,961	8,620	10,713	11,481
Yield(원)	65.9	56.8	61.5	62.9	75.4	65.5	68.0	67.1	59.2	62.1	69.3
L/F(%)	89.0%	86.6%	87.9%	85.0%	89.0%	83.2%	85.0%	85.0%	83.0%	87.1%	85.7%
국내여객	321	558	492	404	309	553	470	389	1,751	1,775	1,721
YoY	7.5%	9.9%	-8.4%	-0.8%	-3.9%	-0.9%	-4.5%	-3.6%	14.2%	1.4%	-3.0%
RPK(백만Km)	2,867	2,199	2,796	2,851	3,142	2,359	3,019	2,961	8,620	10,713	11,481
Yield(원)	101	123	126	120	112	131	125	116	107	119	122
L/F(%)	95.2%	94.6%	94.9%	96.3%	96.3%	96.3%	96.5%	96.3%	95.1%	94.9%	94.5%
기타	118	106	113	124	121	166	170	168	364	461	624
<b>영업비용</b>	<b>1,986</b>	<b>1,788</b>	<b>2,010</b>	<b>2,130</b>	<b>2,267</b>	<b>2,203</b>	<b>2,396</b>	<b>2,318</b>	<b>6,675</b>	<b>7,914</b>	<b>9,184</b>
YoY	35.1%	31.2%	23.3%	30.7%	23.2%	30.3%	32.9%	18.8%	54.7%	18.6%	16.1%
<b>영업이익</b>	<b>341</b>	<b>124</b>	<b>315</b>	<b>190</b>	<b>532</b>	<b>62</b>	<b>276</b>	<b>206</b>	<b>521</b>	<b>970</b>	<b>1,077</b>
YoY	27.7%	-285.1%	-21.4%	-337.5%	55.9%	-49.7%	-12.3%	8.7%	76.2%	86.2%	11.0%
영업이익률	14.7%	6.5%	13.5%	8.2%	19.0%	2.8%	10.3%	8.2%	7.2%	10.9%	10.5%
세전이익	335	104	315	190	526	15	273	201	505	944	1,015
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>254</b>	<b>82</b>	<b>315</b>	<b>190</b>	<b>403</b>	<b>10</b>	<b>207</b>	<b>153</b>	<b>393</b>	<b>841</b>	<b>772</b>
YoY					112.4%	-19.7%	2.8%	87.4%	73.3%	45.0%	36.7%
순이익률	10.9%	4.3%	13.5%	8.2%	14.4%	0.4%	7.7%	6.0%	5.5%	9.5%	7.5%

자료: 진에어, 이베스트투자증권 리서치센터

## 진에어 (272450)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	215	399	486	576	690
현금 및 현금성자산	32	42	67	137	231
매출채권 및 기타채권	25	30	37	41	45
재고자산	0	0	1	1	1
기타유동자산	158	327	382	397	413
<b>비유동자산</b>	87	99	98	101	104
관계기업투자등	3	4	4	4	4
유형자산	41	52	35	32	30
무형자산	1	1	10	14	16
<b>자산총계</b>	<b>302</b>	<b>498</b>	<b>584</b>	<b>677</b>	<b>794</b>
<b>유동부채</b>	185	233	251	262	272
매입채무 및 기타채무	10	13	10	11	12
단기금융부채	13	18	19	19	19
기타유동부채	162	202	222	231	241
<b>비유동부채</b>	39	34	29	29	30
장기금융부채	34	28	20	20	20
기타비유동부채	5	6	9	10	10
<b>부채총계</b>	<b>224</b>	<b>266</b>	<b>280</b>	<b>291</b>	<b>302</b>
<b>지배주주지분</b>	78	232	304	386	492
자본금	27	30	30	30	30
자본잉여금	0	92	92	92	92
이익잉여금	51	110	182	264	371
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>78</b>	<b>232</b>	<b>304</b>	<b>386</b>	<b>492</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>69</b>	<b>125</b>	<b>98</b>	<b>111</b>	<b>137</b>
당기순이익(손실)	39	74	77	89	114
비현금익비용가감	26	46	39	18	18
유형자산감가상각비	10	17	16	13	13
무형자산상각비	0	0	2	3	4
기타현금익비용	0	-1	20	1	1
영업활동 자산부채변동	10	18	-1	5	5
매출채권 감소(증가)	-5	-3	-7	-4	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	2	3	-3	1	1
기타자산, 부채변동	13	18	10	8	8
<b>투자활동 현금</b>	<b>-77</b>	<b>-171</b>	<b>-57</b>	<b>-34</b>	<b>-36</b>
유형자산처분(취득)	-1	-8	-5	-10	-11
무형자산 감소(증가)	0	0	-6	-7	-7
투자자산 감소(증가)	-73	-163	-45	-15	-15
기타투자활동	-3	0	-1	-2	-2
<b>재무활동 현금</b>	<b>-23</b>	<b>59</b>	<b>-18</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>
차입금의 증가(감소)	-9	-18	-9	0	0
자본의 증가(감소)	-11	81	-8	-8	-8
배당금의 지급	11	14	8	8	8
기타재무활동	-3	-5	-2	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-31</b>	<b>11</b>	<b>25</b>	<b>70</b>	<b>93</b>
기초현금	63	32	42	67	137
기말현금	32	42	67	137	231

자료: 진에어, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>720</b>	<b>888</b>	<b>1,026</b>	<b>1,112</b>	<b>1,292</b>
매출원가	621	734	817	897	1,039
<b>매출총이익</b>	<b>99</b>	<b>154</b>	<b>209</b>	<b>215</b>	<b>253</b>
판매비 및 관리비	47	57	101	95	101
<b>영업이익</b>	<b>52</b>	<b>97</b>	<b>108</b>	<b>120</b>	<b>153</b>
(EBITDA)	62	114	126	136	169
금융손익	-1	2	6	6	6
이자비용	3	5	3	3	3
관계기업등 투자손익	1	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-3	-12	-8	-8
<b>세전계속사업이익</b>	<b>51</b>	<b>97</b>	<b>101</b>	<b>118</b>	<b>151</b>
계속사업법인세비용	11	22	24	28	36
계속사업이익	39	74	77	89	114
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>39</b>	<b>74</b>	<b>77</b>	<b>89</b>	<b>114</b>
지배주주	39	74	77	89	114
<b>총포괄이익</b>	<b>39</b>	<b>74</b>	<b>77</b>	<b>89</b>	<b>114</b>
매출총이익률 (%)	13.8	17.4	20.3	19.3	19.6
영업이익률 (%)	7.3	10.9	10.5	10.8	11.8
EBITDA 마진률 (%)	8.6	12.9	12.3	12.3	13.1
당기순이익률 (%)	5.5	8.3	7.5	8.0	8.8
ROA (%)	15.6	18.5	14.3	14.1	15.5
ROE (%)	60.9	47.8	28.8	25.8	26.0
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	n/a	10.7	7.8	6.7	5.3
P/B	n/a	3.4	2.0	1.6	1.2
EV/EBITDA	-2.1	4.3	1.8	1.0	0.2
P/CF	#VALUE!	6.6	5.2	5.6	4.6
배당익률 (%)	#VALUE!	0.9	1.2	1.2	1.2
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	56.0	23.4	15.5	8.3	16.3
영업이익	76.2	85.4	11.1	11.1	27.6
세전이익	72.9	90.9	5.1	15.9	28.1
당기순이익	73.3	88.4	4.2	15.5	28.1
EPS	n/a	n/a	4.2	15.5	28.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	287.9	115.0	92.3	75.5	61.3
유동비율	116.0	171.5	193.3	220.2	253.5
순차입금/자기자본(x)	-165.6	-131.0	-125.1	-120.5	-116.4
영업이익/금융비용(x)	17.0	19.6	32.0	36.0	45.9
총차입금 (십억원)	47	46	39	39	39
순차입금 (십억원)	-129	-304	-380	-465	-573
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	n/a	2,469	2,573	2,971	3,805
BPS	14,428	7,727	10,133	12,854	16,409
CFPS	n/a	4,019	3,861	3,557	4,393
DPS	n/a	250	250	250	250

# 티웨이항공 (091810)

2018. 09. 11

엔터/레저/항공

## 성장하는 국내 #3 LCC 사업자

Analyst 황현준

02. 3779-8919

Realjun20@ebestsec.co.kr

### 해외 여행 수요 확대와 함께 성장하는 국내 #3 LCC 사업자

티웨이항공의 5년 평균 ASK 성장률은 50% 수준이며 Peer들처럼 아웃바운드 트래픽 확대에 맞춰 공급 확대를 통한 성장 전략 추진 중이다. 우리나라 아웃바운드 여행 시장은 구조적으로 아직 성장 여력이 높고 80%의 여행 수요가 같은 지역 내에서 이루어지기 때문에(Intra-regional Tourism) 단거리 항공 노선에 대한 수요는 지속될 것으로 예상된다. 현재 티웨이항공은 B373(189석) 20대를 운영 중이며 B737 MAX를 2019년부터 10대를 도입 예정이다. 이를 통한 외형 성장과 더불어 규모의 경제 효과로 CASK를 낮춰 수익성이 제고되고 푸켓, 싱가포르 등에 신규 취항할 것으로 보인다.

또한 티웨이는 대구공항 선점 및 청주-오사카-괌을 연결하는 5자유 노선 등을 통한 노선 다변화로 동사 여객 수요를 지속적으로 확보하고 단거리 노선 포화로 운임 개선이 어려운 상황에서 번들서비스의 영향 및 향후 승객 확대에 의해 향후 부가 실적 기여도 높아질 것으로 예상된다.

잇단 일본 재해 등의 영향으로 여행 수요가 위축될 것이라는 우려가 있다. 7월초까지 일본노선이 부진했지만 8월부터는 회복되는 모습을 보이고 있는 것으로 파악된다. 동사 3분기 실적은 매출액 2,113억원(+27.9% YoY), 영업이익 245억원(19% YoY)으로 컨센서스 영업이익 382억원을 하회할 것으로 예상된다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 15,000 제시

동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 15,000을 신규로 제시한다. 목표주가는 동사 12개월 Forward 예상EPS 1,241원에 제주항공 목표주가 적용 밸류에이션에 20% 할인한 PER 11.9배를 적용하여 산정하였다. 동사의 주가는 상장 후 공모가 밑에서 움직이고 이는 저평가 영역이라고 판단되며 매수 전략이 유효할 것으로 보인다.

**Buy (initiate)**

목표주가 15,000 원

현재주가 9,620 원

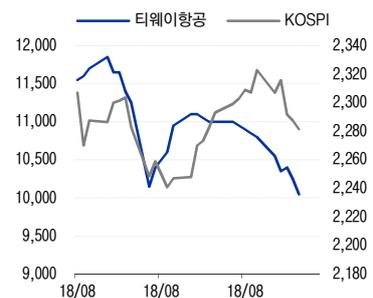
#### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

#### Stock Data

KOSPI (9/10)	2,288.66 pt
시가총액	4,519 억원
발행주식	46,975 천주
52 주 최고가 / 최저가	11,850 / 9,620 원
90 일 일평균거래대금	59.24 억원
외국인 지분율	0.5%
배당이익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	2,975 원
KOSPI 대비 상대이익률	1 개월 -14.7%
	6 개월 #N/A
	12 개월 #N/A
주주구성	티웨이홀딩스외 10 인 58.3%
	티웨이항공우리사주조 9.3%

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	383	13	2	2	n/a	n/a	23	n/a	-0.8	n/a	-123.3
2017	584	47	45	40	n/a	n/a	61	n/a	-1.8	n/a	n/a
2018E	787	79	78	59	1,254	n/a	96	7.7	2.9	3.2	83.7
2019E	1,024	115	112	84	1,783	42.2	133	5.4	1.4	1.8	57.3
2020E	1,301	140	138	103	2,197	23.2	160	4.4	0.5	1.2	43.1

자료:티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표20 티웨이 목표주가 산출

항목	산출내역 (원)	비고
EPS	1,241	12개월 Forward 예상EPS
적용 PER(x)	11.9	제주항공 목표 밸류에이션에 20% 할인
프리미엄(%)		
적정가치	14,768	
<b>목표주가</b>	<b>15,000</b>	
<b>현주가</b>	<b>9,620</b>	9월 10일 증가 기준
<b>상승여력(%)</b>	<b>56%</b>	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표21 티웨이항공 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
<b>영업수익</b>	<b>1,359</b>	<b>1,255</b>	<b>1,652</b>	<b>1,574</b>	<b>2,038</b>	<b>1,693</b>	<b>2,136</b>	<b>2,005</b>	<b>3,828</b>	<b>5,840</b>	<b>7,872</b>
YoY					50.0%	34.9%	29.3%	27.4%	43.4%	52.6%	34.8%
국제여객	1,001	818	1,196	1,137	1,627	1,153	1,594	1,537		4,152	5,912
YoY					62.5%	41.0%	33.3%	35.2%			42.4%
RPK(백만Km)	1,242	1,249	1,615	1,568	1,933	1,795	2,155	2,022		5,674	7,905
Yield(원)	80.0	65.0	74.0	72.0	84.0	63.0	73.4	75.4		75.1	74.2
L/F(%)	87.6%	80.3%	84.4%	83.6%	87.2%	84.1%	84.0%	83.8%		83.9%	84.7%
국내여객	295	367	375	341	281	374	367	298		1,378	1,320
YoY	7.5%	9.9%	-8.4%	-0.8%	-3.9%	-0.9%	3.3%	1.5%			-4.2%
RPK(백만Km)	273	245	283	285	251	241	270	272		1,100	1,063
Yield(원)	108	131	136	124	114	125	130	120		128	123
L/F(%)	92.5%	93.3%	91.4%	90.7%	90.1%	96.6%	96.3%	90.7%		91.9%	93.5%
기타	63	70	81	96	130	166	175	170		310	641
<b>영업비용</b>	<b>1,202</b>	<b>1,206</b>	<b>1,393</b>	<b>1,517</b>	<b>1,577</b>	<b>1,677</b>	<b>1,900</b>	<b>1,931</b>	<b>6,675</b>	<b>5,317</b>	<b>7,085</b>
YoY	35.1%	31.2%	23.3%	30.7%	23.2%	30.3%	32.9%	18.8%	54.7%	-20.3%	33.2%
<b>영업이익</b>	<b>157</b>	<b>49</b>	<b>259</b>	<b>57</b>	<b>461</b>	<b>16</b>	<b>237</b>	<b>74</b>	<b>128</b>	<b>471</b>	<b>788</b>
YoY					194.2%	-68.2%	-8.6%	29.1%	302.7%	268.0%	67.2%
영업이익률	11.5%	3.9%	15.7%	3.6%	22.6%	0.9%	11.1%	3.7%	3.3%	8.1%	10.0%

자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

## 티웨이항공 (091810)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	45	156	226	324	446
현금 및 현금성자산	16	108	93	181	289
매출채권 및 기타채권	9	14	15	18	24
재고자산	4	7	7	9	12
기타유동자산	16	28	112	117	122
<b>비유동자산</b>	53	69	73	75	81
관계기업투자등	3	1	1	1	1
유형자산	22	31	31	32	37
무형자산	4	4	4	3	3
<b>자산총계</b>	<b>98</b>	<b>226</b>	<b>299</b>	<b>399</b>	<b>527</b>
<b>유동부채</b>	85	166	167	182	205
매입채무 및 기타채무	27	47	43	53	71
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	58	119	124	129	134
<b>비유동부채</b>	15	23	28	29	30
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	15	23	28	29	30
<b>부채총계</b>	<b>100</b>	<b>189</b>	<b>195</b>	<b>211</b>	<b>236</b>
<b>지배주주지분</b>	-2	37	104	188	291
자본금	17	17	18	18	18
자본잉여금	32	32	41	41	41
이익잉여금	-51	-13	45	129	232
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>-2</b>	<b>37</b>	<b>104</b>	<b>188</b>	<b>291</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>37</b>	<b>116</b>	<b>77</b>	<b>114</b>	<b>139</b>
당기순이익(손실)	2	40	59	84	103
비현금익비용가감	21	27	35	21	23
유형자산감가상각비	9	13	16	17	19
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금익비용	0	3	18	3	3
영업활동 자산부채변동	14	49	-13	9	13
매출채권 감소(증가)	-3	-13	-1	-4	-6
재고자산 감소(증가)	-2	-3	0	-2	-3
매입채무 증가(감소)	9	20	-4	10	18
기타자산, 부채변동	9	45	-7	4	4
<b>투자활동 현금</b>	<b>-16</b>	<b>-24</b>	<b>-103</b>	<b>-26</b>	<b>-31</b>
유형자산처분(취득)	-7	-11	-15	-19	-24
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	6	0	-84	-5	-5
기타투자활동	-14	-13	-4	-2	-2
<b>재무활동 현금</b>	<b>-15</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	-15	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	10	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>6</b>	<b>91</b>	<b>-15</b>	<b>88</b>	<b>108</b>
기초현금	10	16	108	93	181
기말현금	16	108	93	181	289

자료: 티웨이항공, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>383</b>	<b>584</b>	<b>787</b>	<b>1,024</b>	<b>1,301</b>
매출원가	334	486	610	825	1,043
<b>매출총이익</b>	<b>49</b>	<b>98</b>	<b>177</b>	<b>199</b>	<b>258</b>
판매비 및 관리비	36	51	98	84	118
<b>영업이익</b>	<b>13</b>	<b>47</b>	<b>79</b>	<b>115</b>	<b>140</b>
(EBITDA)	23	61	96	133	160
금융손익	-1	0	0	-1	-1
이자비용	1	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	-2	-2	-2	-2
기타영업외손익	-9	-1	1	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>2</b>	<b>45</b>	<b>78</b>	<b>112</b>	<b>138</b>
계속사업법인세비용	0	5	19	28	34
계속사업이익	2	40	59	84	103
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>2</b>	<b>40</b>	<b>59</b>	<b>84</b>	<b>103</b>
지배주주	2	40	59	84	103
<b>총포괄이익</b>	<b>2</b>	<b>40</b>	<b>59</b>	<b>84</b>	<b>103</b>
매출총이익률 (%)	12.7	16.9	22.5	19.4	19.8
영업이익률 (%)	3.3	8.1	10.0	11.2	10.8
EBITDA 마진률 (%)	6.0	10.4	12.2	13.0	12.3
당기순이익률 (%)	0.5	6.8	7.5	8.2	7.9
ROA (%)	2.3	24.5	22.5	24.0	22.3
ROE (%)	-123.3	n/a	83.7	57.3	43.1
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	n/a	n/a	7.7	5.4	4.4
P/B	n/a	n/a	3.2	1.8	1.2
EV/EBITDA	-0.8	-1.8	2.9	1.4	0.5
P/CF	-	-	4.8	4.3	3.6
배당익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	43.4	52.6	34.8	30.0	27.1
영업이익	302.7	267.3	67.8	44.9	22.4
세전이익	-9.7	1,700.0	75.1	43.1	22.9
당기순이익	-27.7	1,898.5	48.4	42.2	23.2
EPS	n/a	n/a	n/a	42.2	23.2
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	n/a	518.3	186.9	112.5	81.0
유동비율	52.7	94.3	135.9	178.0	217.0
순차입금/자기자본(x)	1,077.7	-296.1	-168.4	-141.9	-129.9
영업이익/금융비용(x)	13.5	162.0	344.9	643.4	801.6
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-18	-108	-175	-267	-378
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	n/a	n/a	1,254	1,783	2,197
BPS	n/a	1,080	2,975	5,368	8,314
CFPS	n/a	n/a	2,007	2,226	2,680
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

# 하나투어 (039130)

2018. 09. 11

엔터/레저/항공

## 여행 수요 위축 지속, 향후 이연 수요 기대

Analyst **황현준**

02. 3779-8919

Realjun20@ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가 **90,000 원**

현재주가 **67,500 원**

### 대외 악재의 영향으로 여행 수요 위축 지속, 향후 이연 수요 기대

최근 여행 성수기임에도 불구하고 국내 여행 사업자의 패키지 송출객 볼륨이 대외 악재 등의 여파로 역성장했다. 이에 따라 국내 여행사업자들의 주가는 크게 부진하였다. 이와 더불어 이 기간 내국인 출국자수는 성장세가 이어지면서 패키지 송출객 볼륨과 디커플링되는 모습을 보이면서 향후 패키지 여행 시장 성장성에 대한 우려가 부각됐다.

8월 전체 송출객 볼륨은 전년동월대비 -1.4%, 패키지 송출객 볼륨은 -6.1% 감소했다. 지역별 증감률은 일본 -17%, 미주-25%, 남태평양 -1%, 동남아 -8%, 중국 +14%, 유럽 +37% 였다. 일단 일본 재해로 송출객 가장 큰 송출객 비중을 차지하는 일본 지역 패키지 볼륨이 감소하면서 부진한 모습이 지속되고 있다. 9월 1일 기준 9-11월 예약률도 -7%, -3%, -15%로 약세이다. 성수기임에도 불구하고 볼륨 성장이나오지 않고 있고 작년 추석연휴로 인한 기저효과가 있어 송출객 볼륨 부진이 3분기 내내 이어질 수 있는 상황이다.

하지만 해외 수요의 구조적 성장세는 지속 유효하다고 판단되며 악재에 따라 단기적으로 위축될 수는 있으나 향후 이연된 여행 수요가 강하게 나타날 수 있을 것으로 기대한다. 그리고 구조적 요인에 의해 아웃바운드 여행 수요가 늘어나는 구간에서는 패키지 여행 상품 판매도 호조를 보일 것으로 판단된다. 이는 우리나라 아웃바운드 여행 시장이 성장세를 거듭해왔지만 여전히 성장시장이라고 생각하고 여행 경험을 쌓아나가는 성장시장에서는 패키지 여행에 대한 선호도가 존재한다고 판단되기 때문이다.

### 투자 의견 Buy 목표주가 90,000원 하향

대외 악재에 따른 송출객 볼륨 부진으로 단기적으로는 눈높이 하향이 불가피해 보인다. 하지만 이연 수요 기대감, 아웃바운드 여행 수요의 구조적 성장, 자회사 실적 개선 등 동사 중장기적 실적 개선 요인은 지속 유효하다고 판단되어 투자 의견은 Buy를 유지하고 목표주가는 90,000원으로 하향한다. 목표주가는 12개월 Forward 실적 기준 PER 30 배 수준이다.

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSPI (9/10)	2,288.66 pt
시가총액	7,841 억원
발행주식	11,616 천주
52 주 최고가 / 최저가	124,500 / 66,300 원
90 일 일평균거래대금	126.66 억원
외국인 지분율	14.8%
배당익률(18.12E)	1.2%
BPS(18.12E)	17,047 원
KOSPI 대비 상대익률	1개월 -1.3%
	6개월 -31.1%
	12개월 -15.2%
주주구성	박상환외 25인 14.8%
	국민연금공단 9.9%
	SIMSL 외 1인 5.5%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	596	21	24	8	692	-74.7	38	95.6	15.7	4.1	4.2
2017	682	41	38	13	1,014	46.5	60	77.5	12.4	4.9	6.3
2018E	848	28	33	22	1,678	65.6	44	40.2	14.1	4.0	10.2
2019E	968	65	69	52	4,098	144.1	83	16.5	7.2	3.3	21.7
2020E	1,065	66	66	50	3,892	-5.0	87	17.3	6.7	2.8	17.3

자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

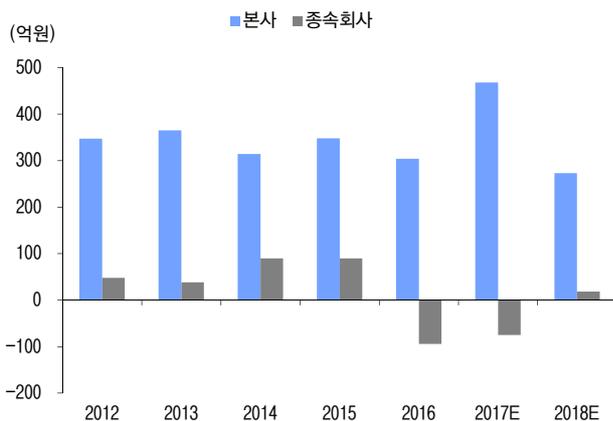
표22 하나투어 분기별 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>영업수익</b>	<b>171</b>	<b>163</b>	<b>167</b>	<b>181</b>	<b>229</b>	<b>197</b>	<b>199</b>	<b>223</b>	<b>682</b>	<b>848</b>	<b>968</b>
% YoY	15	16	4	23	34	21	19	23	15	24	14
하나투어 본사	113	105	107	120	159	145	137	148	445	588	637
% YoY	9	21	3	31	40	38	28	23	15	32	8
종속회사	66	69	70	76	79	74	74	88	281	314	385
SM 면세점	25	21	24	21	22	22	25	21	91	90	91
<b>영업비용</b>	<b>161</b>	<b>158</b>	<b>157</b>	<b>166</b>	<b>217</b>	<b>192</b>	<b>194</b>	<b>216</b>	<b>642</b>	<b>820</b>	<b>903</b>
% YoY	16	11	5	16	35	22	24	30	12	28	10
하나투어 본사	97	96	97	107	145	141	133	142	398	561	595
% YoY	5	12	7	26	49	47	37	32	12	41	6
종속회사	72	73	69	74	81	72	73	86	288	312	359
% YoY	32	11	1	10	13	-1	6	16	13	8	15
<b>영업이익</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>41</b>	<b>28</b>	<b>65</b>
% YoY	7	흑전	-5	311	17	-1	-53	-57	94	-31	130
하나투어 본사	16	9	9	13	14	4	4	6	47	27	42
% YoY	41	2239	-26	115	-13	-54	-60	-56	54	-42	52
종속회사	-6	-4	0	1	-2	1	1	2	-7	2	27
SM 면세점	-8	-9	-5	-5	-5	-4	-3	-3	-28	-15	-9
% 영업이익률	6	3	6	9	5	2	2	3	6	3	7
세전이익	11	1	10	15	13	5	6	9	38	34	69
% YoY	21	흑전	-13	106	13	523	-43	-39	57	-12	105
<b>지배지분순이익</b>	<b>5</b>	<b>-2</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>20</b>	<b>48</b>
% YoY	39	흑전	-37	142	35	#VALUE!	4	23	58	61	141

자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

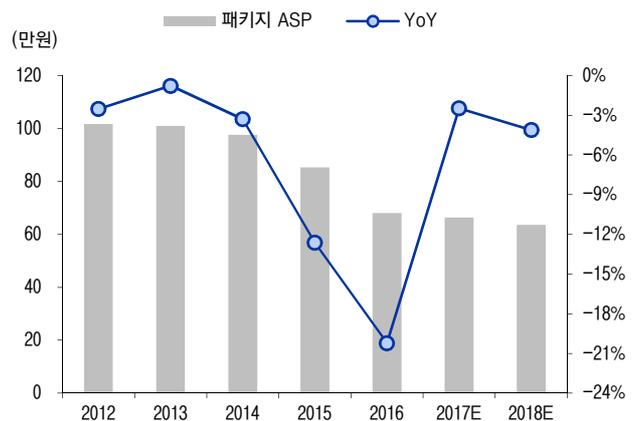
(주) K-IFRS 1115호 도입에 따른 매출액 인식 기준 변경으로 1Q17을 제외한 과거 데이터는 기존 회계기준에 근거한 수치

그림133 하나투어 영업이익 구분 추이



자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림134 하나투어 패키지 ASP 추이



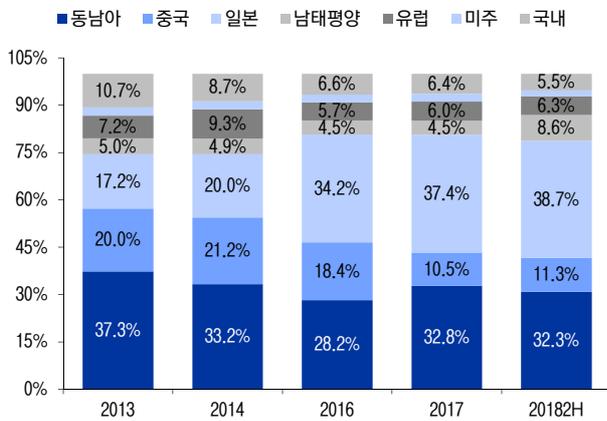
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

표23 하나투어 실적 추이 및 전망 (IFRS 별도)

(단위: 억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>총 수탁금</b>	8,870	8,241	9,045	9,130	9,803	8,920	8,770	9,296	35,287	36,789	41,118
YoY	11.7%	19.7%	5.9%	23.3%	10.5%	8.2%	-3.0%	1.8%	14.7%	4.3%	11.8%
<b>영업수익</b>	1,131	1,046	1,067	1,203	1,586	1,447	1,368	1,479	4,446	5,879	6,369
YoY	8.9%	21.1%	2.5%	31.4%	40.2%	38.4%	28.2%	22.9%	15.3%	32.2%	8.3%
항공권대매수익	27	26	22	28	28	24	29	26	103	107	115
국제관광알선수익	961	869	903	985	1,008	919	845	958	3,719	3,729	4,252
기타알선수익	143	150	141	190	148	153	144	145	625	591	602
<b>영업이익</b>	159	86	94	129	139	40	38	57	468	273	417
YoY	40.7%	2238.6%	-26.2%	115.4%	-12.9%	-53.6%	-59.9%	-55.8%	54.1%	-41.6%	52.5%
영업이익률 (%)	14.1%	8.2%	8.8%	10.7%	8.7%	2.8%	2.7%	3.9%	10.5%	4.6%	6.5%
<b>송출객 Data (천명)</b>											
전체 내국인 출국자수 (승무원 제외)	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,272	7,131	7,082	24,837	27,483	30,789
YoY	18.1%	21.7%	16.1%	21.2%	14.4%	9.8%	8.5%	10.0%	19.1%	10.7%	12.0%
하나투어 전체 송출객수	1,424	1,257	1,466	1,487	1,656	1,381	1,497	1,579	5,635	6,113	6,962
YoY	18.9%	14.0%	9.1%	15.7%	16.2%	9.8%	2.1%	6.2%	14.3%	8.5%	13.9%
하나투어 패키지 송출객수	939	832	925	963	1,100	891	928	1,011	3,660	3,930	4,547
YoY	21.2%	19.3%	14.9%	25.7%	17.1%	7.1%	0.3%	5.0%	20.2%	7.4%	15.7%

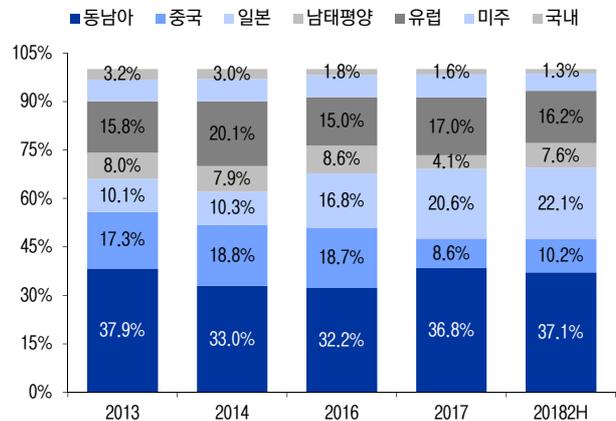
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림135 하나투어 지역별 인원비중



자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림136 하나투어 지역별 매출비중



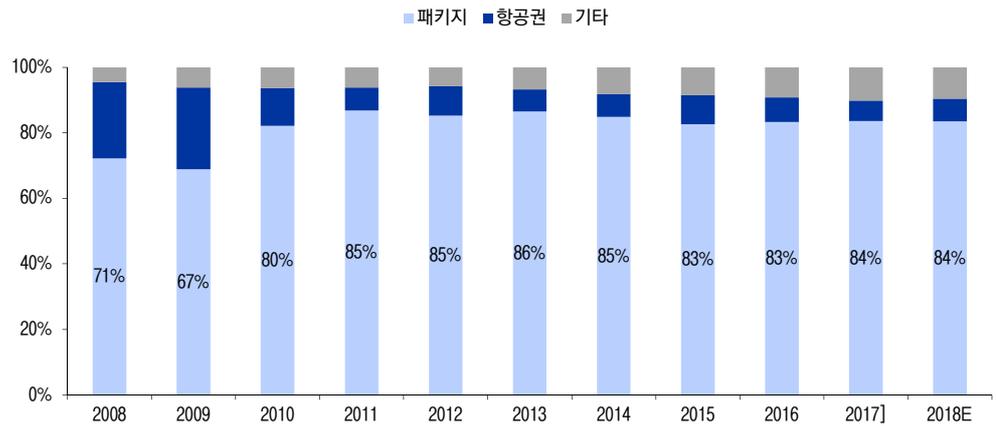
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림137 하나투어 패키지 송출객 불륨 증감률 추이



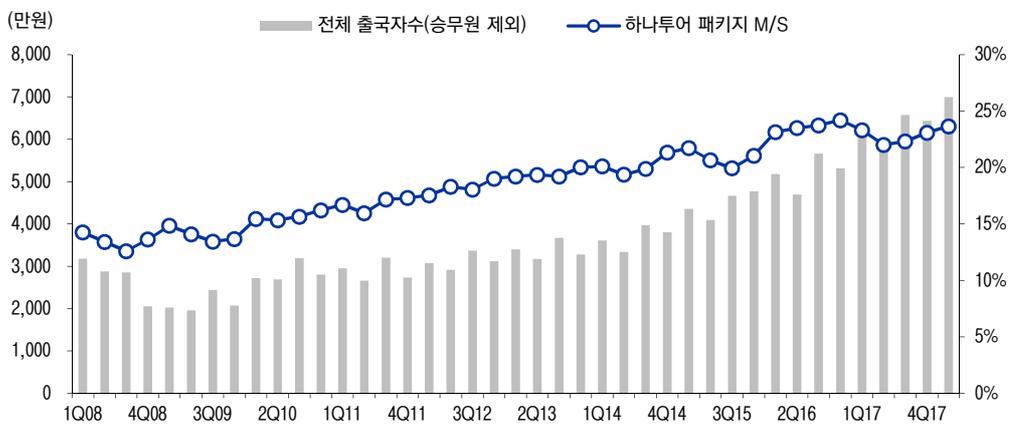
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림138 하나투어 본사 매출 Breakdown



자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림139 하나투어 송출객별 점유율 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 하나투어 (039130)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	346	411	433	481	521
현금 및 현금성자산	156	171	161	180	198
매출채권 및 기타채권	90	99	122	141	156
재고자산	24	18	22	26	29
기타유동자산	76	123	128	133	139
<b>비유동자산</b>	174	182	204	227	251
관계기업투자등	17	18	19	20	20
유형자산	92	91	109	129	150
무형자산	16	16	16	16	16
<b>자산총계</b>	<b>519</b>	<b>594</b>	<b>637</b>	<b>708</b>	<b>772</b>
<b>유동부채</b>	287	360	391	419	443
매입채무 및 기타채무	85	88	108	126	138
단기금융부채	7	16	16	16	16
기타유동부채	194	256	266	277	288
<b>비유동부채</b>	22	26	27	27	27
장기금융부채	13	13	13	13	13
기타비유동부채	9	13	13	13	13
<b>부채총계</b>	<b>308</b>	<b>387</b>	<b>417</b>	<b>445</b>	<b>469</b>
<b>지배주주지분</b>	189	186	198	241	281
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	92	92	92	92	92
이익잉여금	126	123	135	178	219
비지배주주지분(연결)	23	21	21	21	21
<b>자본총계</b>	<b>212</b>	<b>207</b>	<b>219</b>	<b>262</b>	<b>303</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>27</b>	<b>54</b>	<b>38</b>	<b>72</b>	<b>74</b>
당기순이익(손실)	8	13	22	52	50
비현금익비용가감	44	46	16	19	21
유형자산감가상각비	13	15	12	15	17
무형자산상각비	4	4	4	4	4
기타현금익비용	26	27	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-8	-4	0	1	3
매출채권 감소(증가)	-24	-17	-23	-20	-14
재고자산 감소(증가)	-15	3	-4	-4	-3
매입채무 증가(감소)	2	5	20	17	13
기타자산, 부채변동	29	4	7	7	7
<b>투자활동 현금</b>	<b>7</b>	<b>-39</b>	<b>-39</b>	<b>-43</b>	<b>-47</b>
유형자산처분(취득)	-47	-24	-30	-35	-38
무형자산 감소(증가)	-4	-4	-4	-4	-4
투자자산 감소(증가)	37	-2	-2	-2	-2
기타투자활동	21	-9	-2	-2	-3
<b>재무활동 현금</b>	<b>-25</b>	<b>0</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>
차입금의 증가(감소)	-12	10	0	0	0
자본의 증가(감소)	-17	-9	-9	-9	-9
배당금의 지급	17	9	9	9	9
기타재무활동	3	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>-10</b>	<b>20</b>	<b>18</b>
기초현금	146	156	171	161	180
기말현금	156	171	161	180	198

자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>596</b>	<b>682</b>	<b>848</b>	<b>968</b>	<b>1,065</b>
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>596</b>	<b>682</b>	<b>848</b>	<b>968</b>	<b>1,065</b>
판매비 및 관리비	575	642	820	903	999
<b>영업이익</b>	<b>21</b>	<b>41</b>	<b>28</b>	<b>65</b>	<b>66</b>
(EBITDA)	38	60	44	83	87
금융손익	1	2	2	2	0
이자비용	1	1	1	1	0
관계기업등 투자손익	0	-2	0	0	0
기타영업외손익	2	-3	4	3	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>24</b>	<b>38</b>	<b>33</b>	<b>69</b>	<b>66</b>
계속사업법인세비용	16	25	12	17	16
계속사업이익	8	13	22	52	50
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>8</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>52</b>	<b>50</b>
지배주주	8	12	19	48	45
<b>총포괄이익</b>	<b>8</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>52</b>	<b>50</b>
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	3.5	6.0	3.3	6.7	6.2
EBITDA 마진률 (%)	6.5	8.8	5.2	8.6	8.1
당기순이익률 (%)	1.3	1.8	2.5	5.4	4.7
ROA (%)	1.6	2.1	3.2	7.1	6.1
ROE (%)	4.2	6.3	10.2	21.7	17.3
ROIC (%)	n/a	59.7	67.4	102.8	72.6

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	95.6	77.5	40.2	16.5	17.3
P/B	4.1	4.9	4.0	3.3	2.8
EV/EBITDA	15.7	12.4	14.1	7.2	6.7
P/CF	15.0	15.7	20.7	11.0	11.1
배당익률 (%)	1.2	1.0	1.2	1.2	1.2
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	29.6	14.6	24.3	14.2	10.0
영업이익	-53.2	94.5	-30.7	129.9	1.5
세전이익	-49.0	58.3	-12.4	107.2	-4.8
당기순이익	-78.0	67.4	71.2	142.4	-5.0
EPS	-74.7	46.5	65.6	144.1	-5.0
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	145.3	186.6	190.1	169.7	155.0
유동비율	120.6	114.2	110.9	114.9	117.8
순차입금/자기자본(x)	-78.1	-83.0	-74.4	-70.3	-67.2
영업이익/금융비용(x)	33.5	51.8	34.6	78.8	n/a
총차입금 (십억원)	20	29	29	29	29
순차입금 (십억원)	-166	-172	-163	-184	-204
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	692	1,014	1,678	4,098	3,892
BPS	16,312	15,990	17,047	20,750	24,227
CFPS	4,396	5,005	3,268	6,109	6,097
DPS	800	800	800	800	800

# 모두투어 (080160)

2018. 09. 11

엔터/레저/항공

## 이연된 여행 수요 기대

### 이연된 여행 수요 기대

8월 전체 송출객 볼륨은 전년동월대비 -4.8%, 패키지 송출객 볼륨은 -3.8% 감소했다. 지역별 증감률은 일본 -20%, 미주-33%, 남태평양 -24%, 동남아 -10%, 중국 +23%, 유럽 +37% 였다. 유럽과 중국 외 나머지 지역의 볼륨이 부진했다. 9월 1일 기준 9-11월 예약률은 -1%, +23%, +3% 이다. 성수기임에도 불구하고 지역별 약재의 영향으로 볼륨 성장이 나오지 않고 있어 아쉽지만 예약률이 개선되는 모습을 보여 이연 수요에 기대되는 상황이다..

우리나라 해외 수요의 구조적 성장세는 지속 유효하다고 판단된다. 약재에 따라 단기적으로 수요가 위축될 수는 있으나 향후 이연된 여행 수요가 강하게 나타날 수 있을 것으로 기대한다. 최근 내국인 출국자수는 성장세와 패키지 송출객 볼륨과 디커플링되는 모습을 보이면서 향후 패키지 여행 시장 성장성에 대한 우려가 부각됐다. 하지만 구조적 요인에 의해 아웃바운드 여행 수요가 늘어나는 구간에서는 패키지 여행 상품 판매도 호조를 보일 것으로 예상됨 따라 동사도 늘어나는 아웃바운드 트래픽에서 점유율을 지키며 성장할 수 있을 것으로 판단된다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 29,000원 유지

잇단 약재의 영향으로 여행업종에 대한 투자심리가 악화되어. 동사의 주가는 부진한 상황이다. 하지만 이연된 여행 수요가 발생할 것으로 기대되고 송출객 볼륨으로 확인되면 동사의 주가는 반등할 수 있을 것으로 판단된다. 동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 29,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 Forward 실적 기준 PER 25배 수준이다.

Analyst **황현준**

02. 3779-8919

Realjun20@ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가 **29,000 원**

현재주가 **22,850 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSDAQ (9/10)	816.16 pt
시가총액	4,319 억원
발행주식	18,900 천주
52 주 최고가 / 최저가	40,450 / 21,400 원
90 일 일평균거래대금	59.6 억원
외국인 지분율	33.6%
배당이익률(18.12E)	2.2%
BPS(18.12E)	6,999 원
KOSDAQ 대비 상대이익률	1개월 -0.8%
	6개월 -36.7%
	12개월 -27.3%
주주구성	우종용외 13인 15.4%
	국민연금공단 5.3%
	Columbia 5.0%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	204	16	18	13	701	-13.7	20	32.1	18.4	4.3	13.4
2016	237	20	23	16	887	26.6	23	21.8	11.8	3.5	16.5
2017	291	32	34	26	1,403	58.1	36	16.3	8.6	3.6	23.7
2018E	385	27	29	22	1,152	-17.8	30	19.8	9.6	3.3	17.3
2019E	413	35	36	27	1,446	25.5	39	15.8	7.1	2.9	19.4

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표24 모두투어 실적 추이 및 전망 (IFRS 연결)

(단위: 억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>영업수익</b>	<b>740</b>	<b>673</b>	<b>727</b>	<b>770</b>	<b>1098</b>	<b>834</b>	<b>860</b>	<b>930</b>	<b>2,371</b>	<b>2,909</b>	<b>3,722</b>
YoY	24.3%	23.9%	13.2%	30.3%	48.4%	24.0%	18.3%	20.8%	16.0%	22.7%	27.9%
모두투어 본사	643	573	625	652	943	704	723	768	2,058	2,494	3,139
YoY	10.0%	9.5%	6.3%	11.1%	7.3%	6.4%	7.3%	10.4%	12.9%	21.1%	25.9%
종속회사	100.4	106.2	106.8	131.4	170.4	140.8	125.3	149.9	327	445	586
YoY	50.7%	29.2%	20.5%	46.2%	69.7%	32.5%	17.3%	14.1%	32.5%	17.3%	14.1%
<b>영업이익</b>	<b>110</b>	<b>73</b>	<b>81</b>	<b>55</b>	<b>91</b>	<b>40</b>	<b>59</b>	<b>75</b>	<b>201</b>	<b>320</b>	<b>266</b>
YoY	154.8%	99.9%	-2.3%	45.4%	-17.1%	-45.6%	-27.1%	35.7%	22.3%	59.1%	-17.0%
영업이익률	14.9%	10.9%	11.2%	7.2%	8.3%	4.8%	6.9%	8.1%	8.5%	11.0%	7.1%
모두투어 본사	119	79	88	45	105	46	60	62	259	331	273
YoY	83.6%	56.8%	-2.1%	-17.2%	-11.8%	-41.3%	-32.6%	38.5%	15.4%	27.6%	-17.6%
종속회사	-7	-5	-7	13	-14	-7	-3	10	-53	-6	-13
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
<b>세전이익</b>	<b>108.6</b>	<b>84.0</b>	<b>84.7</b>	<b>60.7</b>	<b>96.5</b>	<b>43.8</b>	<b>62.5</b>	<b>80.4</b>	<b>234</b>	<b>338</b>	<b>283</b>
YoY	122.1%	80.6%	-6.9%	28.4%	-11.2%	-47.9%	-26.1%	32.5%	15.6%	44.7%	-16.2%
<b>지배지분순이익</b>	<b>80.9</b>	<b>60.9</b>	<b>63.5</b>	<b>64.9</b>	<b>74.3</b>	<b>29.7</b>	<b>48.8</b>	<b>61.7</b>	<b>168</b>	<b>270</b>	<b>215</b>
YoY	130.5%	71.6%	-8.3%	127.5%	-8.1%	-51.2%	-23.0%	-4.9%	16.9%	60.5%	-20.6%

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 영업수익은 별도 순매출 + 자회사 합산실적 기준

(\*) K-IFRS 1115호 도입에 따른 매출액 인식 기준 변경으로 1Q18을 제외한 과거 데이터는 기존 회계기준에 근거한 수치

표25 모두투어 실적 추이 및 전망 (IFRS 별도)

(단위: 억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
<b>총 수탁금</b>	<b>5,090</b>	<b>4,470</b>	<b>5,089</b>	<b>5,021</b>	<b>5,498</b>	<b>4,571</b>	<b>5,322</b>	<b>5,331</b>	<b>16,238</b>	<b>19,670</b>	<b>20,723</b>
YoY	20.6%	24.0%	12.8%	28.8%	8.0%	2.3%	4.6%	6.2%	10.0%	21.1%	5.4%
<b>영업수익</b>	<b>643</b>	<b>573</b>	<b>625</b>	<b>652</b>	<b>943</b>	<b>704</b>	<b>723</b>	<b>768</b>	<b>2,058</b>	<b>2,494</b>	<b>3,139</b>
YoY	21.1%	23.6%	12.2%	28.7%	46.6%	22.9%	15.8%	17.7%	12.9%	21.1%	25.9%
항공권대매수익	34	37	37	48	50	35	59	50	153	157	194
국제관광알선수익	551	480	517	535	772	577	559	618	1,715	2,083	2,526
기타알선수익	58	56	71	69	121	93	106	100	190	254	420
<b>영업이익</b>	<b>119</b>	<b>79</b>	<b>88</b>	<b>45</b>	<b>105</b>	<b>46</b>	<b>60</b>	<b>62</b>	<b>259</b>	<b>331</b>	<b>273</b>
YoY	83.6%	56.8%	-2.1%	-17.2%	-11.8%	-41.3%	-32.6%	38.5%	15.4%	27.6%	-17.6%
영업이익률	18.6%	13.7%	14.1%	6.8%	11.2%	6.6%	8.2%	8.1%	12.6%	13.3%	8.7%
<b>송출객 Data (천명)</b>											
전체 내국인 출국자수 (승무원 제외)	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,272	7,131	7,082	20,845	24,837	27,483
YoY	18.1%	21.7%	16.1%	21.2%	14.4%	9.8%	8.5%	10.0%	16.5%	19.1%	10.7%
모두투어 전체 송출객수	709	630	695	698	764	650	765	776	2,299	2,733	2,955
YoY	22.6%	21.5%	13.5%	18.4%	7.7%	3.2%	10.0%	11.2%	18.9%	18.8%	8.1%
모두투어 패키지 송출객수	420	333	352	399	450	377	353	418	1,346	1,504	1,597
YoY	17.8%	10.0%	3.5%	15.0%	7.2%	13.2%	0.3%	4.6%	9.4%	11.7%	6.2%

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

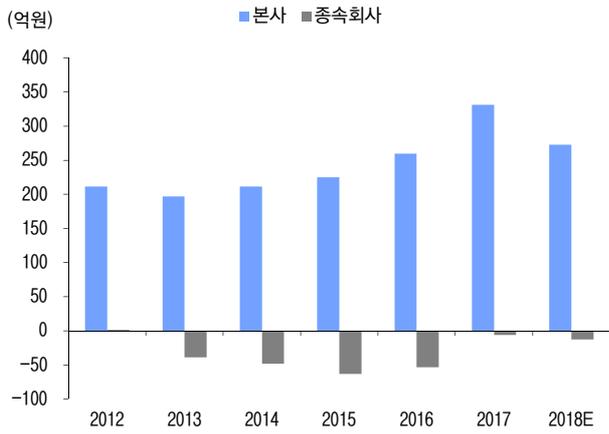
주: 영업수익은 순매출 기준

그림140 모두투어 패키지 송출객 볼륨 증감률 추이



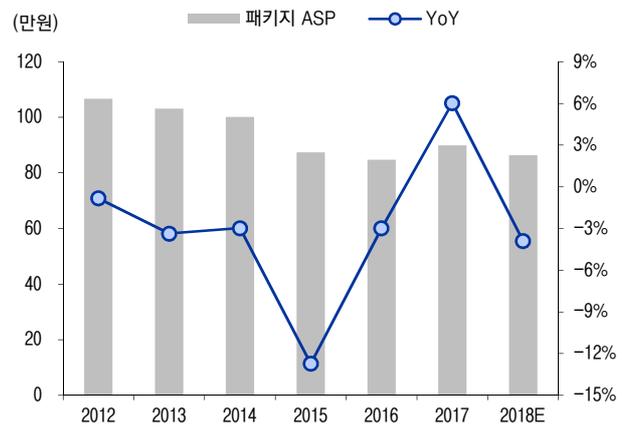
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림141 모두투어 영업이익 구분 추이



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림142 모두투어 패키지 ASP 추이



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

## 모두투어 (080160)

### 재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	114	151	184	213	231
현금 및 현금성자산	45	58	85	101	112
매출채권 및 기타채권	26	38	42	53	58
재고자산	4	0	0	0	0
기타유동자산	40	54	56	59	61
<b>비유동자산</b>	68	59	60	61	69
관계기업투자등	28	22	22	23	24
유형자산	15	22	20	18	23
무형자산	5	6	7	9	10
<b>자산총계</b>	<b>182</b>	<b>210</b>	<b>244</b>	<b>274</b>	<b>301</b>
<b>유동부채</b>	76	103	120	138	147
매입채무 및 기타채무	31	46	61	77	83
단기금융부채	1	3	3	3	3
기타유동부채	43	53	56	58	60
<b>비유동부채</b>	7	5	5	5	5
장기금융부채	4	2	2	2	2
기타비유동부채	3	2	2	3	3
<b>부채총계</b>	<b>83</b>	<b>108</b>	<b>124</b>	<b>143</b>	<b>152</b>
<b>지배주주지분</b>	100	103	120	132	150
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	28	28	28	28	28
이익잉여금	85	98	114	127	144
비지배주주지분(연결)	0	-1	-1	-1	-1
<b>자본총계</b>	<b>100</b>	<b>103</b>	<b>119</b>	<b>131</b>	<b>149</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-3</b>	<b>36</b>	<b>41</b>	<b>31</b>	<b>34</b>
당기순이익(손실)	13	16	26	22	27
비현금익비용가감	8	20	3	3	3
유형자산감가상각비	2	2	3	3	3
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금익비용	5	17	-1	-1	-1
영업활동 자산부채변동	-19	0	12	7	4
매출채권 감소(증가)	-4	-8	-4	-11	-5
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-15	16	14	16	7
기타자산, 부채변동	0	-8	2	2	2
<b>투자활동 현금</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-13</b>
유형자산처분(취득)	-2	-1	-1	-1	-9
무형자산 감소(증가)	0	-1	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	18	-14	-1	-2	-2
기타투자활동	-21	10	0	0	0
<b>재무활동 현금</b>	<b>-2</b>	<b>-17</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>
차입금의 증가(감소)	2	1	0	0	0
자본의 증가(감소)	3	-18	-10	-10	-10
배당금의 지급	6	10	10	10	10
기타재무활동	-6	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-11</b>	<b>14</b>	<b>26</b>	<b>16</b>	<b>12</b>
기초현금	55	45	58	85	101
기말현금	45	58	85	101	112

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>204</b>	<b>237</b>	<b>291</b>	<b>385</b>	<b>413</b>
매출원가	8	11	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>196</b>	<b>226</b>	<b>291</b>	<b>385</b>	<b>413</b>
판매비 및 관리비	180	206	259	359	378
<b>영업이익</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>32</b>	<b>27</b>	<b>35</b>
(EBITDA)	20	23	36	30	39
금융손익	1	2	1	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	2	1	1	1
기타영업외손익	0	-1	0	1	-1
<b>세전계속사업이익</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>34</b>	<b>29</b>	<b>36</b>
계속사업법인세비용	5	7	7	7	9
계속사업이익	13	16	26	22	27
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>26</b>	<b>22</b>	<b>27</b>
지배주주	13	17	26	22	27
<b>총포괄이익</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>26</b>	<b>22</b>	<b>27</b>
매출총이익률 (%)	96.0	95.3	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	8.1	8.5	11.0	6.9	8.5
EBITDA 마진률 (%)	9.6	9.7	12.3	7.9	9.5
당기순이익률 (%)	6.3	6.6	9.1	5.7	6.6
ROA (%)	6.5	8.5	11.7	8.4	9.5
ROE (%)	13.4	16.5	23.7	17.3	19.4
ROIC (%)	68.3	n/a	n/a	n/a	n/a

### 주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	32.1	21.8	16.3	19.8	15.8
P/B	4.3	3.5	3.6	3.3	2.9
EV/EBITDA	18.4	11.8	8.6	9.6	7.1
P/CF	20.0	10.1	14.8	17.6	14.1
배당익률 (%)	2.3	2.6	2.2	2.2	2.2
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	24.1	16.0	22.7	32.4	7.2
영업이익	-0.9	22.3	59.1	-16.8	31.4
세전이익	-7.0	26.3	48.9	-14.2	24.1
당기순이익	-8.7	22.0	69.4	-17.8	25.5
EPS	-13.7	26.6	58.1	-17.8	25.5
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	83.1	104.9	104.1	108.5	101.6
유동비율	151.2	146.6	153.5	154.6	157.8
순차입금/자기자본(x)	-65.8	-92.4	-102.9	-107.0	-103.3
영업이익/금융비용(x)	37.0	46.2	73.1	60.5	79.1
총차입금 (십억원)	5	5	5	5	5
순차입금 (십억원)	-66	-95	-123	-141	-154
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	701	887	1,403	1,152	1,446
BPS	5,274	5,474	6,357	6,999	7,935
CFPS	1,125	1,908	1,541	1,301	1,625
DPS	510	510	510	510	510

# 파라다이스 (034230)

2018. 01. 29

엔터/레저/항공

## 인바운드 트래픽을 통해 Repostinging

### 인바운드 트래픽을 통해 Repostinging

올해 4월부터 중국인 인바운드 트래픽이 돌아섰음에도 불구하고 파라다이스의 중국인 VIP 드랩액 부진은 이어지고 있다. 이는 인바운드 트래픽 감소와 2014년부터 중국 정부의 부패 척결의 영향으로 마카오에서부터 이어진 중국인 VIP 드랩액 부진은 개별 이슈이기 때문이라고 판단된다. 따라서 향후에도 방한 중국인 트래픽 회복이 중국인 VIP 카지노 수요의 본질적인 회복을 견인하지는 못할 것으로 보인다.

하지만 중국인 입국객을 중심으로 한 인바운드 트래픽의 회복은 향후 파라다이스에게 호재이다. 이는 파라다이스시티를 통해 Mass 고객 유인하여 VIP 의존도 축소, 카지노 매출 신장, 비카지노 부분 매출 확대가 가능하게끔 라스베이거스나 마카오 카지노 사업자들과 같이 Repostinging이 되었기 때문이다. 단기적으로는 비용 이슈가 있겠지만 중장적으로 다변화된 고객 믹스를 기반으로 성장할 수 있는 모멘텀이 될 것으로 기대된다.

### 8월 드랩액 전년대비 +6.0%

7월 카지노 드랩액은 전년대비 6% 증가했다. 중국인 VIP 드랩액이 21% 감소하며 부진이 이어지는 아쉬운 모습이 지속 중이다. 하지만 8월은 홀드율이 9.6%(-0.7%p)로 낮아져 8월 카지노 매출은 2% 감소했다. 파라다이스 시티의 8월 드랩액은 전년대비 56% 증가하며 개장 이후 높은 드랩액 성장을 시현 중이다. 파라다이스시티는 올해 9월 2차 오픈으로 리조트형 카지노로서 입지를 굳히며 모객력이 한층 강화될 것으로 보여 인바운드 트래픽을 흡수하며 드랩액 성장을 지속할 수 있을 것으로 예상된다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 27,000원 유지

동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 27,000원을 유지한다. 9월 2차 오픈 관련 비용으로 단기적으로 비용 이슈가 있다. 하지만 파라다이스시티의 안착에 따른 리조트 카지노 사업자로서의 방향성 정립 및 중국인 고객 방문 회복에 따른 동사 드랩액 성장에 기대감은 여전히 유효하다.

Analyst 황현준

02. 3779-8919

Realjun20@ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가 27,000 원

현재주가 19,900 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSDAQ (9/10)	816.16 pt
시가총액	18,098 억원
발행주식	90,943 천주
52 주 최고가 / 최저가	27,250 / 13,150 원
90 일 일평균거래대금	151.51 억원
외국인 지분율	3.9%
배당이익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	10,731 원
KOSDAQ 대비 상대이익률	1개월 -5.5%
	6개월 -3.2%
	12개월 -13.0%
주주구성	파라다이스글로벌외 46.7%
	파라다이스 자사주 6.3%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	695	66	75	58	647	-15.5	98	18.8	13.9	1.1	5.3
2017	668	-30	-34	-40	-222	적전	30	-100.2	86.2	2.0	-1.9
2018E	826	-2	-19	-13	-115	적지	88	-173.2	26.7	1.9	-1.0
2019E	1,035	103	92	70	741	흑전	205	26.8	10.7	1.7	6.3
2020E	1,190	139	128	97	1,024	38.1	241	19.4	8.3	1.6	8.1

자료:파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표26 파라다이스 실적 추정 및 전망

(억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>테이블 드림액</b>	<b>11,990</b>	<b>11,232</b>	<b>14,113</b>	<b>13,421</b>	<b>13,864</b>	<b>15,645</b>	<b>15,767</b>	<b>48,325</b>	<b>50,756</b>	<b>58,881</b>	<b>58,881</b>
YoY	-3%	-6%	5%	8%	23%	11%	17%	-25%	5%	16%	16%
워커힐	6,174	5,048	5,860	5,873	5,937	6,270	6,461	24,459	22,955	25,328	25,328
YoY	5.3%	-20.5%	1.9%	-9.5%	17.6%	7.0%	10.0%	5%	-6%	10%	10%
부산	2,710	2,332	2,830	2,299	2,122	2,547	2,299	9,414	10,172	8,676	8,676
YoY	4.4%	-0.8%	30.5%	0.1%	-9.0%	-10.0%	0.0%	26%	8%	-15%	-15%
파라다이스시티	1,999	2,931	4,150	4,568	5,326	5,810	6,395	8,760	13,647	22,347	22,347
YoY	-15.9%	66.1%	77.9%	99.7%	81.8%	40.0%	40.0%	-14%	56%	64%	64%
제주	1,106	921	1,273	681	479	1,019	613	5,693	3,982	2,530	2,530
YoY	-25.9%	-39.6%	-12.9%	-43.8%	-48.0%	-20.0%	-10.0%	-3%	-30%	-36%	-36%
<b>홀드올</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>10.9%</b>	<b>9.9%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.6%</b>	<b>12.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>11.0%</b>
<b>연결 매출액</b>	<b>1,424</b>	<b>1,396</b>	<b>1,961</b>	<b>1,896</b>	<b>1,795</b>	<b>1,811</b>	<b>2,351</b>	<b>2,300</b>	<b>6,949</b>	<b>6,678</b>	<b>8,256</b>
YoY	-9.3%	-26.1%	11.9%	9.2%	26.0%	29.7%	19.9%	21.3%	13%	-4%	24%
Casino	1,246	1,149	1,556	1,562	1,483	1,469	1,898	1,931	6,034	5,513	6,781
Hotel	133	211	346	297	268	303	399	335	761	987	1,304
Others	45	39	59	37	44	39	54	34	154	180	171
<b>매출원가</b>	<b>1,245</b>	<b>1,324</b>	<b>1,636</b>	<b>1,776</b>	<b>1,592</b>	<b>1,617</b>	<b>1,937</b>	<b>2,000</b>	<b>5,564</b>	<b>5,980</b>	<b>7,145</b>
YoY	0.0%	-4.1%	11.2%	20.9%	27.9%	22.1%	18.4%	12.6%	13%	7%	19%
Casino	1,033	1,018	1,199	1,285	1,170	1,176	1,484	1,538	4,769	4,534	5,368
Hotel	174	271	395	454	390	408	421	433	656	1,294	1,651
Others	37	36	42	37	33	33	31	29	139	152	126
<b>판매비</b>	<b>257</b>	<b>348</b>	<b>223</b>	<b>176</b>	<b>155</b>	<b>195</b>	<b>396</b>	<b>387</b>	<b>726</b>	<b>1,004</b>	<b>1,133</b>
YoY	49.7%	91.3%	29.8%	-12.5%	-39.7%	-44.0%	77.1%	120.5%	13%	38%	13%
<b>영업이익</b>	<b>-77</b>	<b>-273</b>	<b>102</b>	<b>-55</b>	<b>48</b>	<b>-1</b>	<b>18</b>	<b>-88</b>	<b>658</b>	<b>-304</b>	<b>-22</b>
YoY	적전	적전	-7.1%	n/a	흑전	흑전	-81.8%	n/a	12%	적전	적지
영업이익률	-5.4%	-19.6%	5.2%	-2.9%	2.7%	0.0%	0.8%	-3.8%	9%	-5%	0%
금융수익	18	15	12	29	11	21	20	25	95	74	76
금융비용(이자비용)	36	58	106	107	84	85	76	81	35	308	326
기타이익	210	91	66	89	65	66	53	60	236	456	245
기타비용	36	51	45	48	40	38	32	52	199	179	162
세전이익	79	-277	29	-92	0	-36	-17	-136	754	-261	-189
<b>순이익</b>	<b>13</b>	<b>-298</b>	<b>14</b>	<b>-70</b>	<b>11</b>	<b>-27</b>	<b>-13</b>	<b>-104</b>	<b>576</b>	<b>-340</b>	<b>-132</b>
YoY	-92.0%	n/a	-86.5%	n/a	-11.5%	n/a	n/a	n/a	8%	적전	적지
NPM	5.7%	-13.9%	2.2%	-3.3%	1.7%	-1.4%	-0.5%	-4.1%	8.3%	-5.1%	-1.6%
지배주주 순이익	81	-195	42	-63	31	-25	-12	-93	551	-134	-98

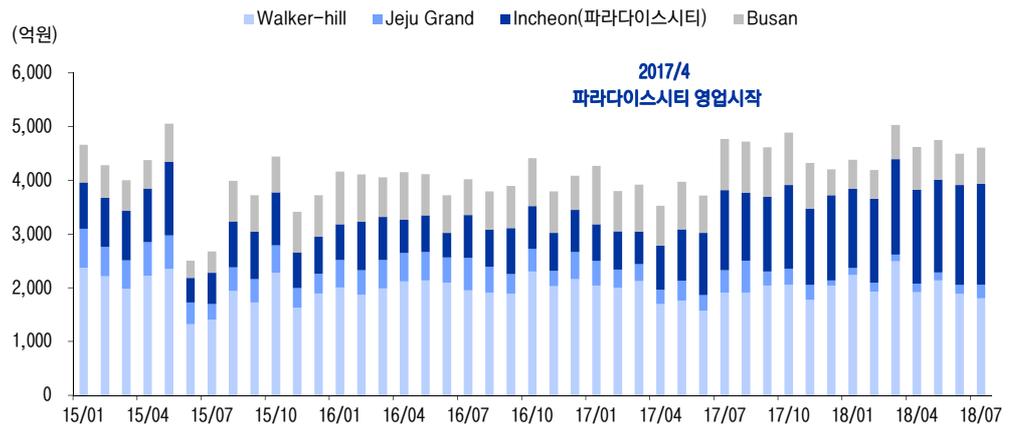
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표27 파라다이스 연간 드랍액 추이 및 전망

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>Paradise</b>	<b>46,693</b>	<b>54,969</b>	<b>62,588</b>	<b>46,862</b>	<b>48,323</b>	<b>51,719</b>	<b>64,884</b>	<b>70,873</b>
YoY	12%	18%	14%	-25%	3%	7%	25%	9%
Walker-hill	26,874	29,625	32,744	23,353	24,459	22,955	25,328	28,368
YoY	11%	10%	11%	-29%	5%	-5%	9%	5%
Jeju Grand	4,592	6,822	8,248	5,863	5,693	4,392	5,362	3,162
YoY	62%	49%	21%	-29%	-3%	-23%	22%	20%
Paradise City	8,163	10,617	12,032	10,191	8,757	13,655	23,071	29,800
YoY	1%	30%	13%	-15%	-14%	56%	69%	24%
Busan	7,063	7,905	9,563	7,455	9,414	10,423	11,115	9,543
YoY	7.7%	11.9%	21.0%	-22.0%	26.3%	10.7%	6.6%	1.0%
홀드올	12%	11%	10%	11%	12%	10%	11%	11%
<b>카지노 매출</b>	<b>5,695</b>	<b>6,452</b>	<b>6,690</b>	<b>5,679</b>	<b>6,083</b>	<b>5,630</b>	<b>7,263</b>	<b>8,419</b>
YoY	9%	13%	4%	-15%	7%	-7%	29%	16%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림143 파라다이스 영업장별 월별 드랍액 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

가이드라인으로 참고하고자 파라다이스시티의 향후 드랍액을 영업 면적 및 영업 시설 기준으로 추정해 보았다.

1) 영업 면적 기준

- 파라다이스시티 영업면적은 15,632m2 워커히에 5배 수준
- 1m2 당 추정 방문객수를 152명라고 가정
- 방문객 중 VIP 비중은 5%, 7.5%, 10%로 세가지로구분
- VIP당 드랍액은 2,032만원, Mass 당 드랍액은 90만원으로 가정
- 추정 드랍액은 4.4조원에서 6.7조원으로 수준으로 추정

표28 파라다이스 게임시설 기준 드랍액 추정

	워커히			힐튼			강남			비고
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
영업면적(m2)	3,178	3,971	3,971	2,811	2,811	2,811	6,060	6,094	6,094	
<b>총 방문객수(명)</b>	<b>796,363</b>	<b>572,959</b>	<b>379,517</b>	<b>898,546</b>	<b>919,799</b>	<b>763,060</b>	<b>451,429</b>	<b>470,735</b>	<b>524,670</b>	
VIP	133,080	97,403	64,518	47,888	51,855	50,287	75,438	74,076	69,181	
MASS	663,283	475,556	314,999	850,658	867,944	712,773	375,991	396,659	455,489	
VIP 비중	17%	17%	17%	5%	6%	7%	17%	16%	13%	워커히 vip 비중 17% 가정
Mass 비중	83%	83%	83%	95%	94%	93%	83%	84%	87%	
<b>면적당 방문객(명)</b>	<b>251</b>	<b>180</b>	<b>119</b>	<b>320</b>	<b>327</b>	<b>271</b>	<b>74</b>	<b>77</b>	<b>86</b>	
VIP	42	25	16	17	18	18	12	12	11	
MASS	209	120	79	303	309	254	62	65	75	
<b>드랍액(억원)</b>	<b>32,744</b>	<b>23,353</b>	<b>24,459</b>	<b>11,833</b>	<b>12,342</b>	<b>13,530</b>	<b>25,905</b>	<b>22,421</b>	<b>20,118</b>	
VIP	28,369	19,533	20,423	4,733	4,839	5,574	22,278	19,282	16,597	
MASS	4,375	3,820	4,036	7,100	7,503	7,956	3,627	3,139	3,521	
VIP 비중	87%	84%	83%	40%	39%	41%	86%	86%	83%	
Mass 비중	13%	16%	17%	60%	61%	59%	14%	14%	18%	
VIP 당 드랍액(만원)	2,132	2,005	3,166	988	933	1,108	2,953	2,603	2,399	
Mass 당 드랍액(만원)	66	80	128	83	86	112	96	79	77	
<b>파라다이스시티 드랍액 추정</b>										
영업 면적				15,632						
1m2 당 추정 방문객수				152			2014-2016 주요 외국인 카지노 1m2 당 평균 방문객수에서 20% 할인			
추정 방문객(명)				2,371,136						
	<b>VIP 비중 5%</b>			<b>VIP 비중 7.5%</b>			<b>VIP 비중 10%</b>			VIP 방문객 비중 단계별 가정
VIP 방문객	118,557			177,835			237,114			
Mass 방문객	2,252,579			2,193,300			2,134,022			
<b>추정 드랍액(억원)</b>	<b>44,334</b>			<b>55,847</b>			<b>67,359</b>			
VIP	24,090			36,136			48,181			2014-2016 주요 외국인 카지노 평균 VIP 고객당 드랍액 기준
MASS	20,244			19,711			19,179			2014-2016 주요 외국인 카지노 평균 Mass 고객당 드랍액 기준
VIP 비중	54%			65%			72%			
Mass 비중	46%			35%			28%			

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2) 영업 시설 기준

- 파라다이스시티 보유 시설은 테이블 154개, 슬롯머신 281개, ETG 4대
- 시설당 드랍액은 주요 외국인 카지노들의 2014-2016년 연간 평균으로 세가지로 구분
- ETG는 해당 테이블 4개로 가정
- 추정 드랍액은 호황기였던 2014년 시설당 드랍액 기준 5.2조원, 2016년 기준으로는 4.1조원 수준으로 추정

표29 파라다이스 게임시설 기준 드랍액 추정

	워커힐			힐튼			강남			비고
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
테이블수	90	104	105	55	51	51	73	82	82	워커힐 슬롯머신 드랍액은 강남점 슬롯머신 홀드율은 기준으로 역산
슬롯머신수	147	131	139	152	142	152	121	121	121	
<b>총 드랍액(억원)</b>	<b>32,744</b>	<b>23,353</b>	<b>24,459</b>	<b>11,833</b>	<b>12,342</b>	<b>13,530</b>	<b>25,905</b>	<b>22,421</b>	<b>20,118</b>	
테이블	30,923	21,537	22,952	9,712	9,796	11,407	24,098	20,227	18,143	
슬롯머신	1,822	1,816	1,507	2,120	2,546	2,123	1,807	2,194	1,975	
테이블당 드랍액	343.58	207.09	218.59	176.59	192.08	223.66	330.11	246.67	221.25	
슬롯머신당 드랍액	12.39	13.86	10.84	13.95	17.93	13.97	14.93	18.13	16.32	
<b>카지노 매출</b>	<b>4,165</b>	<b>3,497</b>	<b>3,511</b>	<b>2,002</b>	<b>1,962</b>	<b>2,201</b>	<b>2,584</b>	<b>2,153</b>	<b>2,346</b>	
테이블	3,892	3,225	3,285	1,670	1,643	1,880	2,280	1,821	2,057	
슬롯머신	273	272	226	332	319	321	304	332	289	
<b>홀드율</b>	<b>12.7%</b>	<b>15.0%</b>	<b>14.4%</b>	<b>16.9%</b>	<b>15.9%</b>	<b>16.3%</b>	<b>10.0%</b>	<b>9.6%</b>	<b>11.7%</b>	
테이블	12.6%	15.0%	14.3%	17.2%	16.8%	16.5%	9.5%	9.0%	11.3%	
슬롯머신	15.0%	15.0%	15.0%	15.7%	12.5%	15.1%	16.8%	15.1%	14.6%	
<b>파라다이스시티 드랍액 추정</b>										
테이블	170			ETG 4대는 테이블 4대 수준으로 가정						
슬롯머신	281									
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>							
테이블당 드랍액(억원)	283	215	221	주요 외국인 카지노 평균						
슬롯머신당 드랍액(억원)	13.7	16.6	13.7	주요 외국인 카지노 평균						
<b>추정 드랍액(억원)</b>	<b>52,049</b>	<b>41,274</b>	<b>41,451</b>							
테이블	48,183	36,598	37,598							
슬롯머신	3,866	4,676	3,853							

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표30 Peer Valuation

(단위 : 십억원)		원 마카오	원 리조트	라스베이거스 샌즈	샌즈 중국	MGM 인터내셔널	MGM 중국 홀딩스	갤럭시 그룹
매출액	2017	5,229.4	7,130.4	14,565.2	8,723.1	12,181.7	2,228.1	9,061.5
	2018E	5,886.6	7,579.3	14,536.5	9,381.5	12,944.0	3,229.8	9,772.8
	2019E	6,337.4	8,346.0	15,199.6	10,139.1	14,085.2	3,905.8	10,544.2
영업이익	2017	779.1	1,193.5	3,914.4	2,017.1	1,939.6	380.8	1,415.4
	2018E	1,117.1	1,549.4	4,177.3	2,415.2	2,055.3	493.7	1,771.1
	2019E	1,241.0	1,765.9	4,496.0	2,739.2	2,529.3	703.1	1,933.0
영업이익률 (%)	2017	14.9	16.7	26.9	23.1	15.9	17.1	15.6
	2018E	19.0	20.4	28.7	25.7	15.9	15.3	18.1
	2019E	19.6	21.2	29.6	27.0	18.0	18.0	18.3
EBITDA	2017	1,182	1,818	5,238	2,781	3,063	497	1,901
	2018E	1,486	2,146	5,197	3,164	3,322	806	2,251
	2019E	1,628	2,398	5,516	3,495	3,753	1,029	2,456
순이익	2017	536.9	844.8	3,172.6	1,812.5	2,216.4	336.7	1,524.2
	2018E	866.5	930.1	2,769.1	2,181.1	785.4	392.5	1,690.7
	2019E	1,012.6	1,098.4	2,924.9	2,460.8	1,141.4	606.9	1,869.0
EPS (원)	2017	103	8,276	4,003	225	3,873	89	356
	2018E	163	8,155	3,532	265	1,506	101	390
	2019E	190	9,788	3,859	302	2,030	156	432
BPS (원)	2017	79	9,822	8,784	600	14,349	306	1,759
	2018E	114	24,702	13,545	619	18,818	375	1,996
	2019E	141	40,598	14,179	630	21,546	466	2,311
Net debt	2017	3,127	7,106	7,707	3,387	12,178	1,715	-968
	2018E	2,829	7,055	6,192	3,541	11,796	1,749	-3,447
	2019E	2,325	6,318	5,305	3,602	10,426	1,119	-4,451
PER(배)	2017	34.9	20.4	23.8	26.0	31.0	38.7	25.6
	2018E	23.5	23.7	21.7	21.5	24.7	27.0	24.7
	2019E	20.2	19.8	19.8	18.9	18.4	17.6	22.3
PBR(배)	2017	42.9	18.3	8.4	9.2	2.5	10.6	4.9
	2018E	34.3	8.0	5.7	9.4	2.0	7.4	4.9
	2019E	27.8	4.8	5.5	9.2	1.8	6.0	4.2
EV/EBITDA	2017	18.6	15.0	13.6	18.2	12.7	29.9	20.1
	2018E	15.8	13.2	13.3	15.9	11.3	15.3	18.3
	2019E	14.4	11.8	12.6	14.4	10.0	12.0	16.7
ROE(%)	2017	135.7	135.1	44.3	33.6	28.3	29.5	20.6
	2018E	172.4	36.7	43.9	43.4	9.1	29.3	20.7
	2019E	153.1	55.9	39.6	48.7	13.0	35.4	19.4

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## 파라다이스 (034230)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	492	345	370	548	749
현금 및 현금성자산	182	172	187	353	542
매출채권 및 기타채권	20	18	21	25	29
재고자산	2	5	7	8	9
기타유동자산	287	149	155	162	168
<b>비유동자산</b>	1,816	2,091	2,062	1,968	1,874
관계기업투자등	12	6	7	7	7
유형자산	1,337	1,624	1,597	1,504	1,410
무형자산	285	290	281	273	265
<b>자산총계</b>	<b>2,308</b>	<b>2,435</b>	<b>2,432</b>	<b>2,516</b>	<b>2,623</b>
<b>유동부채</b>	290	253	265	283	300
매입채무 및 기타채무	46	50	57	68	78
단기금융부채	71	52	52	52	52
기타유동부채	173	150	156	163	169
<b>비유동부채</b>	708	889	892	895	898
장기금융부채	639	822	822	822	822
기타비유동부채	70	67	70	73	76
<b>부채총계</b>	<b>998</b>	<b>1,142</b>	<b>1,157</b>	<b>1,178</b>	<b>1,198</b>
<b>지배주주지분</b>	1,044	994	976	1,039	1,126
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	295	295	295	295	295
이익잉여금	727	680	662	725	812
비지배주주지분(연결)	266	299	299	299	299
<b>자본총계</b>	<b>1,310</b>	<b>1,293</b>	<b>1,275</b>	<b>1,338</b>	<b>1,425</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>112</b>	<b>4</b>	<b>91</b>	<b>179</b>	<b>203</b>
당기순이익(손실)	58	-40	-13	70	97
비현금비용가감	62	113	97	98	95
유형자산감가상각비	26	51	82	94	94
무형자산상각비	7	9	9	8	8
기타현금비용	-1	0	6	-4	-7
영업활동 자산부채변동	-1	-37	7	11	11
매출채권 감소(증가)	3	1	-3	-4	-4
재고자산 감소(증가)	0	-3	-1	-1	-1
매입채무 증가(감소)	4	9	6	11	10
기타자산, 부채변동	-8	-44	5	5	6
<b>투자활동 현금</b>	<b>-499</b>	<b>-207</b>	<b>-68</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>
유형자산처분(취득)	-490	-340	-55	0	0
무형자산 감소(증가)	-2	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	66	147	-5	-6	-6
기타투자활동	-73	-15	-7	-7	-7
<b>재무활동 현금</b>	<b>230</b>	<b>194</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	262	165	0	0	0
자본의 증가(감소)	-32	28	-9	0	0
배당금의 지급	32	26	9	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-157</b>	<b>-10</b>	<b>15</b>	<b>166</b>	<b>189</b>
기초현금	339	182	172	187	353
기말현금	182	172	187	353	542

자료: 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>695</b>	<b>668</b>	<b>826</b>	<b>1,035</b>	<b>1,190</b>
매출원가	556	598	715	817	926
<b>매출총이익</b>	<b>138</b>	<b>70</b>	<b>111</b>	<b>218</b>	<b>265</b>
판매비 및 관리비	73	100	113	115	126
<b>영업이익</b>	<b>66</b>	<b>-30</b>	<b>-2</b>	<b>103</b>	<b>139</b>
(EBITDA)	98	30	88	205	241
금융손익	8	-20	-25	-24	-24
이자비용	4	25	33	32	32
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	17	8	13	13
<b>세전계속사업이익</b>	<b>75</b>	<b>-34</b>	<b>-19</b>	<b>92</b>	<b>128</b>
계속사업법인세비용	18	6	-6	22	31
계속사업이익	58	-40	-13	70	97
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>58</b>	<b>-40</b>	<b>-13</b>	<b>70</b>	<b>97</b>
지배주주	55	-19	-10	63	87
<b>총포괄이익</b>	<b>58</b>	<b>-43</b>	<b>-13</b>	<b>70</b>	<b>97</b>
매출총이익률 (%)	19.9	10.5	13.5	21.1	22.2
영업이익률 (%)	9.5	-4.5	-0.3	10.0	11.7
EBITDA 마진률 (%)	14.1	4.5	10.7	19.8	20.2
당기순이익률 (%)	8.3	-6.0	-1.6	6.8	8.1
ROA (%)	2.6	-0.8	-0.4	2.6	3.4
ROE (%)	5.3	-1.9	-1.0	6.3	8.1
ROIC (%)	3.9	-1.3	-0.1	4.4	6.3

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	18.8	-100.2	-173.2	26.8	19.4
P/B	1.1	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	13.9	86.2	26.7	10.7	8.3
P/CF	9.2	27.9	21.7	10.8	9.4
배당익률 (%)	2.5	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	12.9	-3.9	23.6	25.4	15.0
영업이익	12.8	적전	적지	흑전	34.2
세전이익	-4.7	적전	적지	흑전	38.5
당기순이익	-19.8	적전	적지	흑전	38.1
EPS	-15.5	적전	적지	흑전	38.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	76.2	88.3	90.8	88.0	84.0
유동비율	169.7	136.4	139.5	193.7	249.9
순차입금/자기자본(x)	19.9	44.4	43.4	28.6	13.1
영업이익/금융비용(x)	18.7	-1.2	-0.1	3.2	4.3
총차입금 (십억원)	710	874	874	874	874
순차입금 (십억원)	261	574	554	382	187
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	647	-222	-115	741	1,024
BPS	11,481	10,932	10,731	11,426	12,385
CFPS	1,315	800	919	1,847	2,110
DPS	300	n/a	n/a	n/a	n/a

# GKL (114090)

2018. 09. 11

엔터/레저/항공

Analyst **황현준**

02. 3779-8919

Realjun20@ebestsec.co.kr

## 인바운드 트래픽 확대 수혜

### 인바운드 트래픽 확대 수혜

올해 4월부터 중국인 인바운드 트래픽이 돌아섰음에도 불구하고 GKL의 중국인 VIP 드랩액 부진은 이어지고 있다. 이는 인바운드 트래픽 감소와 2014년부터 중국 정부의 부패 척결의 영향으로 마카오에서부터 이어진 중국인 VIP 드랩액 부진은 개별 이슈이기 때문이라고 판단된다. 따라서 향후에도 방한 중국인 트래픽 회복이 중국인 VIP 카지노 수요의 본질적인 회복을 견인하지는 못할 것으로 보인다. 하지만 중국인 입국객을 중심으로 한 인바운드 트래픽의 회복은 향후 GKL에게 호재이다. GKL은 영업장들이 인바운드 트래픽 확대가 곧 Mass 고객 증가로 이어질 수 있는 지리적 이점을 갖추고 있기 때문이다.

### 7월 드랩액 전년대비 13% 감소했지만 반등 기대

동사의 올해 7월 전체 테이블 드랩액은 2,533억원(-13% YoY), 홀드율은 13.1%(-1.9%p)로 전년보다 부진한 상황이다. 중국인 VIP의 영향(-46%YoY)으로 VIP 드랩액 감소세가 이어지고 있는 모습이다. 동사의 중국인 VIP 드랩액 비중은 18% 수준까지 하락했다. 중국인 VIP 드랩액 회복이 예상보다 늦어지고 있지만 하반기 프로모션을 통해 드랩액 회복이 기대된다. 이와 더불어 인바운드 트래픽 회복세에 따른 Mass 드랩액 증가 기대되는 상황이다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 31,000원 유지

동사에 대한 투자의견을 Buy와 목표주가 31,000원 를 유지한다. 목표주가는 올해 예상 실적 대비 PER 20배 수준이다. 동사는 신규 카지노 수요 창출 모멘텀이 없지만 향후 중국인 방문객 회복에 따른 드랩액 회복에 대한 기대감은 여전히 유효하다는 판단이다.

**Buy (maintain)**

목표주가 **31,000 원**

현재주가 **23,350 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSPI (9/10)		2,288.66 pt
시가총액		14,443 억원
발행주식		61,856 천주
52 주 최고가 / 최저가	34,000 / 21,950 원	
90 일 일평균거래대금		58.42 억원
외국인 지분율		11.9%
배당이익률(18.12E)		4.3%
BPS(18.12E)		9,401 원
KOSPI 대비 상대이익률	1 개월	-2.8%
	6 개월	-2.0%
	12 개월	8.5%
주주구성	한국관광공사	51.0%
	국민연금공단	11.3%
	신영자산운용	5.9%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	506	118	121	92	1,483	-21.3	131	16.3	7.8	3.3	20.7
2016	548	151	150	114	1,849	24.6	164	11.1	4.4	2.4	23.5
2017	501	108	108	81	1,314	-28.9	137	17.8	6.3	2.6	15.3
2018E	497	120	128	97	1,572	19.6	144	14.9	5.6	2.5	17.2
2019E	539	144	153	117	1,884	19.8	166	12.4	4.4	2.3	19.1

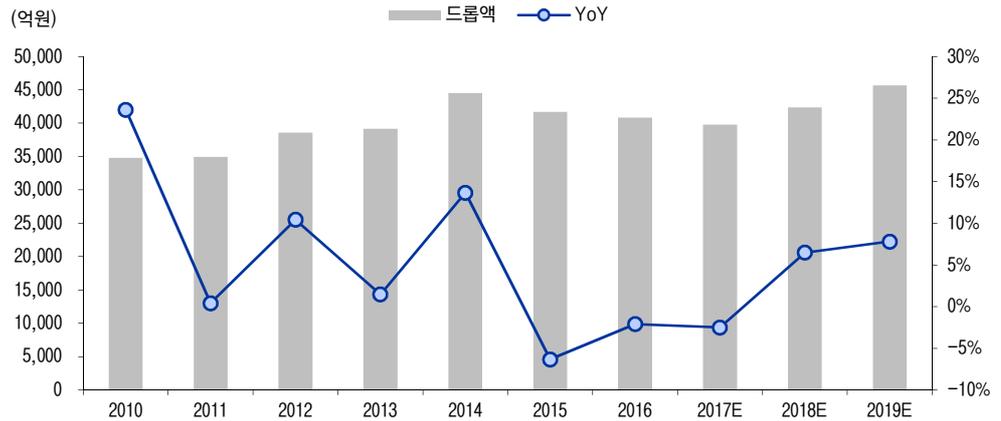
자료:GKL, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표31 GKL 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>추정 실적</b>											
Drop	10,300	9,493	9,772	9,290	8,655	8,588	9,088	9,569	40,815	38,856	35,900
Drop yoy(%)	7	-6	-4	-15	-16	-10	-7	3	-2.1	-4.8	-7.6
카지노 순매출액	1,211	1,082	1,388	1,234	1,220	1,167	1,245	1,311	5,408	4,915	4,942
yoy(%)	-8	-15	4	-17	1	8	-10	6	-5.8	7.5	-9.1
Hold Ratio(%)	12	11	14	13	14	14	14	14	13.3	12.6	13.8
<b>매출액</b>	<b>1,253</b>	<b>1,097</b>	<b>1,387</b>	<b>1,252</b>	<b>1,219</b>	<b>1,161</b>	<b>1,261</b>	<b>1,327</b>	<b>5,482</b>	<b>5,013</b>	<b>4,968</b>
매출액 yoy(%)	-8	-15	3	-16	-3	6	-9	4	8	-9	-1
<b>영업이익</b>	<b>315</b>	<b>176</b>	<b>407</b>	<b>159</b>	<b>314</b>	<b>347</b>	<b>315</b>	<b>221</b>	<b>1,512</b>	<b>1,082</b>	<b>1,198</b>
영업이익 yoy(%)	-25	-44	18	-63	0	97	-22	21	27.7	-28.5	10.7
영업이익률(%)	25	16	29	13	26	30	25	17	27.6	21.6	24.1
<b>순이익</b>	<b>175</b>	<b>154</b>	<b>334</b>	<b>128</b>	<b>289</b>	<b>265</b>	<b>241</b>	<b>190</b>	<b>1,143</b>	<b>816</b>	<b>985</b>
순이익률(%)	14	14	24	10	24	23	19	14	20.9	16.3	19.8

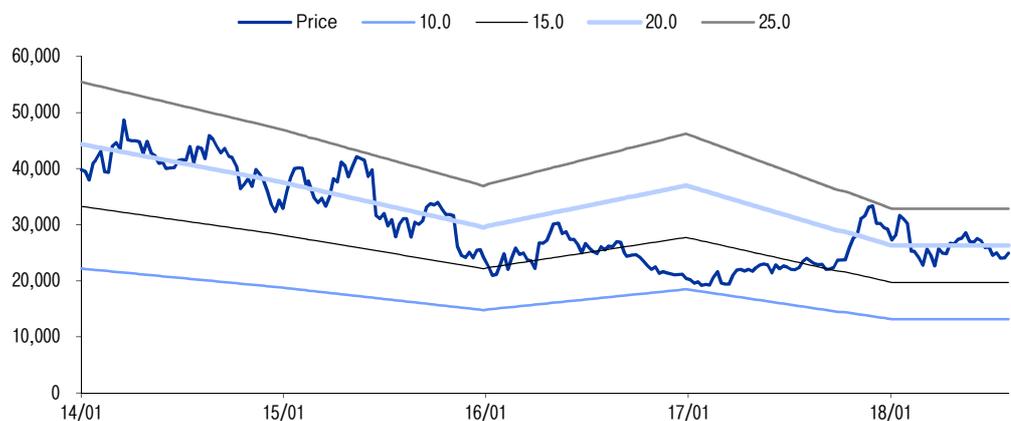
자료: GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림144 GKL 연간 드랍액 추이 및 전망



자료: GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림145 GKL PER Band



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## GKL (114090)

### 재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	494	558	601	654	724
현금 및 현금성자산	195	191	223	261	315
매출채권 및 기타채권	8	11	8	8	9
재고자산	2	2	2	2	2
기타유동자산	289	354	368	383	398
<b>비유동자산</b>	157	173	159	150	145
관계기업투자등	7	2	2	2	2
유형자산	78	99	83	71	64
무형자산	10	9	9	9	9
<b>자산총계</b>	<b>651</b>	<b>730</b>	<b>760</b>	<b>804</b>	<b>869</b>
<b>유동부채</b>	169	186	188	195	204
매입채무 및 기타채무	22	23	18	19	21
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	147	163	169	176	183
<b>비유동부채</b>	25	26	27	28	29
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	25	26	27	28	29
<b>부채총계</b>	<b>194</b>	<b>211</b>	<b>214</b>	<b>223</b>	<b>233</b>
<b>지배주주지분</b>	456	519	546	582	636
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	404	466	494	529	584
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>456</b>	<b>519</b>	<b>546</b>	<b>582</b>	<b>636</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>86</b>	<b>109</b>	<b>115</b>	<b>130</b>	<b>147</b>
당기순이익(손실)	92	114	81	97	117
비현금익비용가감	39	-6	30	26	23
유형자산감가상각비	12	12	28	24	21
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금익비용	26	-18	1	1	1
영업활동 자산부채변동	-20	0	4	7	8
매출채권 감소(증가)	9	-3	3	0	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-27	10	-5	1	1
기타자산, 부채변동	-2	-7	6	7	7
<b>투자활동 현금</b>	<b>-18</b>	<b>-55</b>	<b>-29</b>	<b>-30</b>	<b>-32</b>
유형자산처분(취득)	-53	-34	-12	-12	-13
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-19	-14	-15	-15
기타투자활동	35	-1	-3	-3	-3
<b>재무활동 현금</b>	<b>-62</b>	<b>-58</b>	<b>-54</b>	<b>-62</b>	<b>-62</b>
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	-62	-58	-54	-62	-62
배당금의 지급	62	58	54	62	62
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>6</b>	<b>-3</b>	<b>32</b>	<b>38</b>	<b>53</b>
기초현금	188	195	191	223	261
기말현금	195	191	223	261	315

자료: 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>506</b>	<b>548</b>	<b>501</b>	<b>497</b>	<b>539</b>
매출원가	351	365	355	339	357
<b>매출총이익</b>	<b>155</b>	<b>183</b>	<b>146</b>	<b>158</b>	<b>182</b>
판매비 및 관리비	37	32	38	38	38
<b>영업이익</b>	<b>118</b>	<b>151</b>	<b>108</b>	<b>120</b>	<b>144</b>
(EBITDA)	131	164	137	144	166
금융손익	8	9	10	11	12
이자비용	0	0	1	1	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-6	-10	-10	-3	-3
<b>세전계속사업이익</b>	<b>121</b>	<b>150</b>	<b>108</b>	<b>128</b>	<b>153</b>
계속사업법인세비용	29	36	27	31	37
계속사업이익	92	114	81	97	117
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>92</b>	<b>114</b>	<b>81</b>	<b>97</b>	<b>117</b>
지배주주	92	114	81	97	117
<b>총포괄이익</b>	<b>92</b>	<b>114</b>	<b>81</b>	<b>97</b>	<b>117</b>
매출총이익률 (%)	30.6	33.4	29.2	31.7	33.8
영업이익률 (%)	23.4	27.6	21.6	24.1	26.7
EBITDA 마진률 (%)	25.9	29.9	27.3	29.0	30.7
당기순이익률 (%)	18.1	20.9	16.2	19.6	21.6
ROA (%)	14.1	16.6	10.9	12.4	13.9
ROE (%)	20.7	23.5	15.3	17.2	19.1
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

### 주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	16.3	11.1	17.8	14.9	12.4
P/B	3.3	2.4	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	7.8	4.4	6.3	5.6	4.4
P/CF	11.5	11.6	13.0	11.8	10.4
배당익률 (%)	3.8	4.3	4.3	4.3	4.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-6.5	8.4	-8.6	-0.9	8.6
영업이익	-19.9	27.7	-28.5	10.7	20.4
세전이익	-21.0	24.1	-28.1	18.3	19.8
당기순이익	-21.3	24.6	-28.9	19.6	19.8
EPS	-21.3	24.6	-28.9	19.6	19.8
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	42.6	40.8	39.2	38.3	36.6
유동비율	292.6	299.9	320.5	335.3	355.2
순차입금/자기자본(x)	-105.0	-104.1	-107.3	-109.9	-111.2
영업이익/금융비용(x)	11,252.6	120,946.4	81.1	198.8	n/a
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-479	-540	-586	-639	-707
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,483	1,849	1,314	1,572	1,884
BPS	7,376	8,386	8,830	9,401	10,285
CFPS	2,111	1,758	1,794	1,984	2,250
DPS	930	870	1,000	1,000	1,000

# 호텔신라 (008770)

2018. 09. 11

엔터/레저/항공

## 성장세 이어질 것

Analyst **황현준**

02. 3779-8919

Realjun20@ebestsec.co.kr

### 우려 존재하지만 인바운드 트래픽 확대로 성장 지속될 것

ARPU가 높은 타이공 수요에 힘입어 국내 면세점 시장은 큰 폭으로 성장했지만 중국 정부의 타이공 규제 강화 가능성이 부각되는 등 타이공에 의존도가 높은 국내 면세 사업자의 매출 지속성에 대한 우려가 존재한다. 하지만 타이공 매출에 대한 리스크는 계속 존재해왔고 최근 중국내 웨이상 활성화로 인해 타이공의 구매 수요는 당분간 유효할 것으로 보인다.

그리고 경쟁심화에 대한 우려가 있다. 올해 하반기 강남에 신세계 면세점, 현대박화점 면세점이 오픈하는 등 서울 시내면세점이 기존 10개에서 13개로 늘어날 예정이다. 하지만 과거에도 그랬듯이 상품의 Buying Power 등의 우위를 갖춘 상위 업체들은 점유율을 유지하면서 중국인 인바운드 트래픽 증가에 따른 전체 시장 성장의 수혜를 향유할 것으로 예상된다. 중국인 인바운드 트래픽이 늘어나면 면세사업자들은 CAPA나 알선수수료 이슈로 단기적으로 실적에 부담요인으로 작용할 수 있겠으나 중장기적으로 타이공 의존도가 낮아지는 안정적인 사업구조로 변모할 것으로 판단된다.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 140,000원 제시

통사에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 140,000원을 신규로 제시한다. 목표주가는 동사 12개월 Forward 예상 EPS 5,518원에 Target PER 25배를 적용하여 산정하였다. 호텔신라는 타이공 구매력이 지속되는 가운데 중국인 인바운드 트래픽이 회복세에 진입했고 해외공항 면세점도 실적 개선에 대한 가시성이 높은 상황이다. 이에 힘입어 동사는 가파른 실적 성장을 시현할 것으로 전망되며 현 시점에서 통사에 대한 매수 전략이 유효할 것으로 판단된다.

**Buy (initiate)**

목표주가 **140,000 원**

현재주가 **98,200 원**

#### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

#### Stock Data

KOSPI (9/10)	2,288.66 pt
시가총액	38,542 억원
발행주식	39,248 천주
52 주 최고가 / 최저가	132,000 / 52,600 원
90 일 일평균거래대금	527.99 억원
외국인 지분율	33.9%
배당이익률(18.12E)	0.4%
BPS(18.12E)	21,031 원
KOSPI 대비 상대이익률	1개월 -4.5%
	6개월 13.5%
	12개월 77.4%
주주구성	삼성생명보험(주)외 17.2%
	국민연금공단 12.7%
	호텔신라 자사주 5.4%

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	3,715	79	52	28	742	57.5	153	64.9	15.1	2.9	4.0
2017	4,011	73	45	25	673	-9.2	145	126.1	26.0	5.1	3.8
2018E	4,833	253	242	187	5,039	648.3	326	19.5	12.7	4.7	24.8
2019E	5,692	299	300	228	6,123	21.5	371	16.0	10.8	3.7	24.0
2020E	6,498	343	348	263	7,091	15.8	415	13.8	9.3	3.0	22.3

자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표32 호텔신라 실적 추이 및 전망 (IFRS 연결)

(단위: 억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액(IFRS변경후)</b>	<b>8,786</b>	<b>8,010</b>	<b>9,343</b>	<b>8,880</b>	<b>11,247</b>	<b>11,758</b>	<b>13,480</b>	<b>13,065</b>	<b>35,060</b>	<b>49,549</b>	<b>59,243</b>
YoY%					28.0	46.8	44.3	47.1		41.3	19.6
면세유통 (IFRS변경후)	7,827	6,913	8,163	7,762	10,137	10,549	12,232	11,916	30,665	44,834	54,274
YoY%					29.5	52.6	49.8	53.5		46.2	21.1
<b>매출액(IFRS변경전)</b>	<b>10,258</b>	<b>8,941</b>	<b>10,553</b>	<b>10,105</b>	<b>11,861</b>	<b>12,273</b>	<b>12,829</b>	<b>12,498</b>	<b>39,857</b>	<b>49,461</b>	<b>56,923</b>
YoY%	15	-6	13	8	16	37	22	24	7	24	15
면세유통	9,299	7,844	9,373	8,992	10,751	11,064	11,581	11,355	35,508	44,751	51,960
YoY%	16	-9	13	8	16	41	24	26	7	26	16
호텔	691	860	949	934	856	960	989	945	3,434	3,751	3,957
생활레저	268	237	231	183	254	249	259	203	919	964	1,013
<b>영업이익</b>	<b>100</b>	<b>173</b>	<b>304</b>	<b>155</b>	<b>442</b>	<b>692</b>	<b>779</b>	<b>612</b>	<b>732</b>	<b>2,525</b>	<b>2,987</b>
YoY%	-48	-8	20	0	342	300	156	295	-7	245	18
면세유통	169	82	235	99	476	637	703	570	585	2,386	2,833
YoY%	-39	-47	27	-43	182	677	199	476	-26	308	19
호텔	-109	20	12	-11	-84	22	13	-11	-88	-61	-57
생활레저	40	71	57	67	50	33	64	53	235	200	210
영업이익률(%)	1	2	3	2	4	6	6	5	2	5	5

자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터

(주) K-IFRS 1115호 도입에 따른 매출액 인식 기준 변경으로

그림146 호텔신라 부문별 매출 및 추이



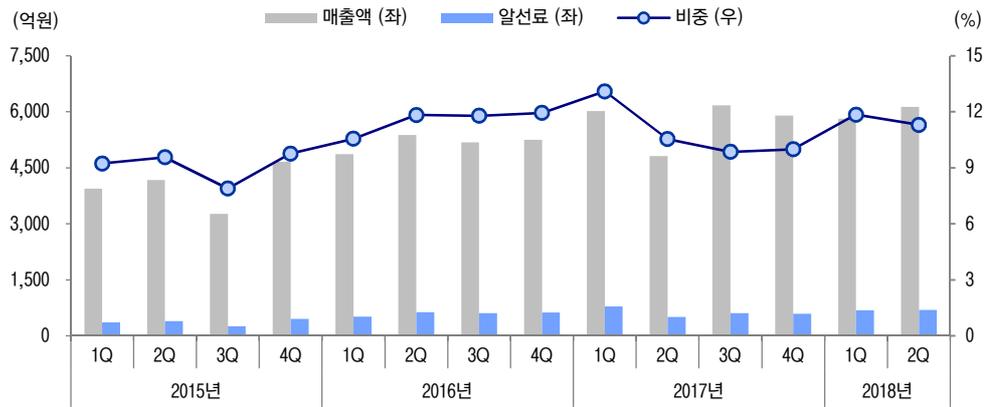
자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터

그림147 호텔신라 부문별 영업이익 및 추이



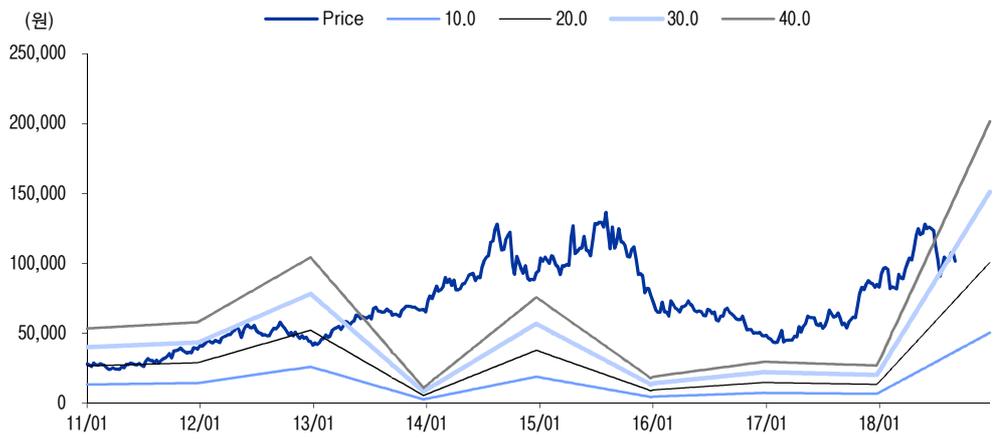
자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터

그림148 시내점 매출액 대비 알선수수료 추이



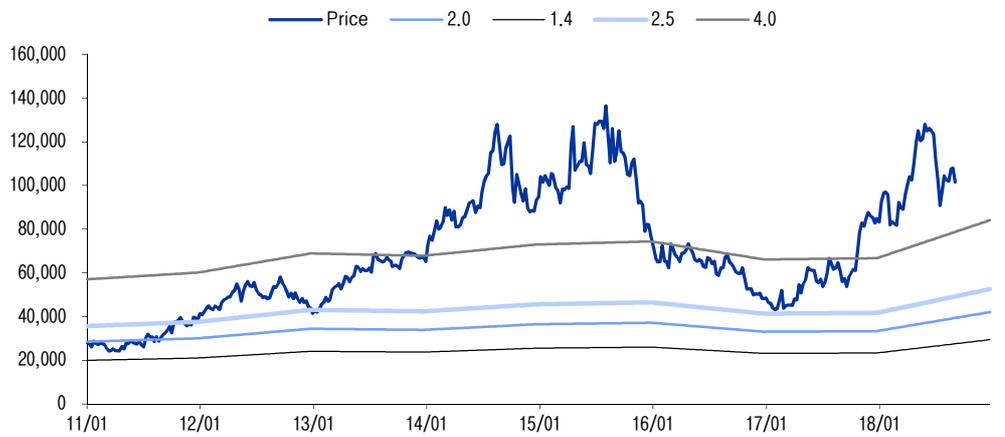
자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터

그림149 호텔신라 PER Band



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림150 호텔신라 PBR Band



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 호텔신라 (008770)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	1,079	1,198	1,289	1,546	1,831
현금 및 현금성자산	347	474	448	582	734
매출채권 및 기타채권	184	160	193	223	255
재고자산	471	500	579	669	767
기타유동자산	77	64	70	73	76
<b>비유동자산</b>	962	1,051	1,085	1,119	1,167
관계기업투자등	36	34	35	36	38
유형자산	707	693	706	737	778
무형자산	48	44	38	28	21
<b>자산총계</b>	<b>2,041</b>	<b>2,250</b>	<b>2,374</b>	<b>2,665</b>	<b>2,998</b>
<b>유동부채</b>	740	910	1,001	1,076	1,157
매입채무 및 기타채무	256	322	368	426	488
단기금융부채	153	222	188	188	188
기타유동부채	331	367	444	462	481
<b>비유동부채</b>	639	672	532	533	535
장기금융부채	599	649	499	499	499
기타비유동부채	41	23	33	34	36
<b>부채총계</b>	<b>1,379</b>	<b>1,582</b>	<b>1,532</b>	<b>1,609</b>	<b>1,692</b>
<b>지배주주지분</b>	662	667	841	1,056	1,306
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
이익잉여금	371	382	555	770	1,020
비지배주주지분(연결)	0	1	1	1	1
<b>자본총계</b>	<b>662</b>	<b>668</b>	<b>842</b>	<b>1,056</b>	<b>1,306</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>114</b>	<b>200</b>	<b>269</b>	<b>241</b>	<b>269</b>
당기순이익(손실)	28	25	187	228	263
비현금익비용가감	139	130	102	61	58
유형자산감가상각비	61	58	60	61	65
무형자산상각비	14	13	13	10	8
기타현금익비용	15	11	29	-11	-15
영업활동 자산부채변동	-29	59	-10	-47	-52
매출채권 감소(증가)	-45	40	-14	-30	-33
재고자산 감소(증가)	-2	-35	-106	-90	-98
매입채무 증가(감소)	3	70	68	57	62
기타자산, 부채변동	14	-16	42	15	16
<b>투자활동 현금</b>	<b>146</b>	<b>-163</b>	<b>-91</b>	<b>-94</b>	<b>-104</b>
유형자산처분(취득)	-67	-60	-72	-92	-105
무형자산 감소(증가)	1	1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-2	-1	4	11	14
기타투자활동	214	-103	-23	-12	-13
<b>재무활동 현금</b>	<b>-236</b>	<b>94</b>	<b>-205</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>
차입금의 증가(감소)	-98	129	-181	0	0
자본의 증가(감소)	-14	-13	-13	-13	-13
배당금의 지급	14	13	13	13	13
기타재무활동	-124	-22	-10	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>21</b>	<b>128</b>	<b>-26</b>	<b>134</b>	<b>152</b>
기초현금	326	347	474	448	582
기말현금	347	474	448	582	734

자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>3,715</b>	<b>4,011</b>	<b>4,833</b>	<b>5,692</b>	<b>6,498</b>
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>3,715</b>	<b>4,011</b>	<b>4,833</b>	<b>5,692</b>	<b>6,498</b>
판매비 및 관리비	3,636	3,938	4,580	5,394	6,155
<b>영업이익</b>	<b>79</b>	<b>73</b>	<b>253</b>	<b>299</b>	<b>343</b>
(EBITDA)	153	145	326	371	415
금융손익	-17	-9	-12	-9	-10
이자비용	32	22	19	17	18
관계기업등 투자손익	-11	-8	1	13	16
기타영업외손익	2	-12	0	-2	-2
<b>세전계속사업이익</b>	<b>52</b>	<b>45</b>	<b>242</b>	<b>300</b>	<b>348</b>
계속사업법인세비용	25	19	55	73	84
계속사업이익	28	25	187	228	263
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>28</b>	<b>25</b>	<b>187</b>	<b>228</b>	<b>263</b>
지배주주	28	25	187	228	263
<b>총포괄이익</b>	<b>30</b>	<b>21</b>	<b>187</b>	<b>228</b>	<b>263</b>
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	2.1	1.8	5.2	5.2	5.3
EBITDA 마진률 (%)	4.1	3.6	6.7	6.5	6.4
당기순이익률 (%)	0.7	0.6	3.9	4.0	4.1
ROA (%)	1.3	1.2	8.1	9.0	9.3
ROE (%)	4.0	3.8	24.8	24.0	22.3
ROIC (%)	3.7	4.0	18.9	21.0	22.3

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	64.9	126.1	19.5	16.0	13.8
P/B	2.9	5.1	4.7	3.7	3.0
EV/EBITDA	15.1	26.0	12.7	10.8	9.3
P/CF	11.6	21.8	13.6	13.6	12.2
배당익률 (%)	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	14.3	8.0	20.5	17.8	14.2
영업이익	2.4	-7.4	245.8	18.2	14.8
세전이익	19.2	-14.6	441.2	24.0	15.8
당기순이익	50.6	-9.1	640.7	21.5	15.8
EPS	57.5	-9.2	648.3	21.5	15.8
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	208.5	236.7	182.0	152.4	129.5
유동비율	145.8	131.7	128.9	143.7	158.3
순차입금/자기자본(x)	61.1	58.7	27.7	9.4	-4.1
영업이익/금융비용(x)	2.4	3.3	13.5	17.9	19.5
총차입금 (십억원)	752	870	687	687	687
순차입금 (십억원)	404	392	233	99	-53
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	742	673	5,039	6,123	7,091
BPS	16,539	16,687	21,031	26,388	32,642
CFPS	4,166	3,889	7,242	7,204	8,025
DPS	350	350	350	350	350

대한항공 목표주가 추이		투자이견 변동내역			투자이견			과리율(%)																																						
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																					
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비																																			
		<table border="1"> <tr> <td>2015.04.27</td> <td>변경</td> <td>황현준</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2017.03.14</td> <td>Buy</td> <td>36,000</td> <td>7.6</td> <td>-8.9</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2017.06.23</td> <td>Buy</td> <td>47,000</td> <td>-17.7</td> <td>-28.3</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2018.06.24</td> <td>Buy</td> <td>47,000</td> <td>-38.1</td> <td>-40.1</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2018.07.18</td> <td>Buy</td> <td>42,000</td> <td>-29.5</td> <td>-33.0</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2018.09.11</td> <td>Buy</td> <td>40,000</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </table>	2015.04.27	변경	황현준				2017.03.14	Buy	36,000	7.6	-8.9		2017.06.23	Buy	47,000	-17.7	-28.3		2018.06.24	Buy	47,000	-38.1	-40.1		2018.07.18	Buy	42,000	-29.5	-33.0		2018.09.11	Buy	40,000											
2015.04.27	변경	황현준																																												
2017.03.14	Buy	36,000	7.6	-8.9																																										
2017.06.23	Buy	47,000	-17.7	-28.3																																										
2018.06.24	Buy	47,000	-38.1	-40.1																																										
2018.07.18	Buy	42,000	-29.5	-33.0																																										
2018.09.11	Buy	40,000																																												

아시아나항공 목표주가 추이		투자이견 변동내역			투자이견			과리율(%)																																
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																															
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비																													
		<table border="1"> <tr> <td>2015.04.27</td> <td>변경</td> <td>황현준</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2017.03.14</td> <td>Hold</td> <td>4,900</td> <td>27.3</td> <td>4.3</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2017.08.11</td> <td>Buy</td> <td>7,000</td> <td>-22.0</td> <td>-33.3</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2018.08.12</td> <td>Buy</td> <td>7,000</td> <td>-15.9</td> <td>-31.7</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2018.09.11</td> <td>Buy</td> <td>6,000</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </table>	2015.04.27	변경	황현준				2017.03.14	Hold	4,900	27.3	4.3		2017.08.11	Buy	7,000	-22.0	-33.3		2018.08.12	Buy	7,000	-15.9	-31.7		2018.09.11	Buy	6,000											
2015.04.27	변경	황현준																																						
2017.03.14	Hold	4,900	27.3	4.3																																				
2017.08.11	Buy	7,000	-22.0	-33.3																																				
2018.08.12	Buy	7,000	-15.9	-31.7																																				
2018.09.11	Buy	6,000																																						

제주항공 목표주가 추이		투자이견 변동내역			투자이견			과리율(%)																																												
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																											
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비																																									
		<table border="1"> <tr> <td>2015.04.27</td> <td>변경</td> <td>황현준</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2017.03.14</td> <td>Hold</td> <td>26,500</td> <td></td> <td>-2.1</td> <td>14.1</td> </tr> <tr> <td>2017.04.27</td> <td>Hold</td> <td>34,000</td> <td>17.4</td> <td>5.4</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2017.06.28</td> <td>Buy</td> <td>48,000</td> <td>-17.7</td> <td>-24.0</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2018.02.07</td> <td>Buy</td> <td>53,000</td> <td>-6.2</td> <td>-15.6</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2018.05.09</td> <td>Buy</td> <td>65,000</td> <td>-21.5</td> <td>-32.3</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2018.09.11</td> <td>Buy</td> <td>60,000</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </table>	2015.04.27	변경	황현준				2017.03.14	Hold	26,500		-2.1	14.1	2017.04.27	Hold	34,000	17.4	5.4		2017.06.28	Buy	48,000	-17.7	-24.0		2018.02.07	Buy	53,000	-6.2	-15.6		2018.05.09	Buy	65,000	-21.5	-32.3		2018.09.11	Buy	60,000											
2015.04.27	변경	황현준																																																		
2017.03.14	Hold	26,500		-2.1	14.1																																															
2017.04.27	Hold	34,000	17.4	5.4																																																
2017.06.28	Buy	48,000	-17.7	-24.0																																																
2018.02.07	Buy	53,000	-6.2	-15.6																																																
2018.05.09	Buy	65,000	-21.5	-32.3																																																
2018.09.11	Buy	60,000																																																		

진에어 목표주가 추이		투자이견 변동내역			투자이견			과리율(%)														
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)													
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비											
		<table border="1"> <tr> <td>2018.09.11</td> <td>변경</td> <td>황현준</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2018.09.11</td> <td>Buy</td> <td>27,000</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </table>	2018.09.11	변경	황현준				2018.09.11	Buy	27,000											
2018.09.11	변경	황현준																				
2018.09.11	Buy	27,000																				

티웨이항공 목표주가 추이		투자이견 변동내역			과리율(%)			과리율(%)			
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2018.09.11	변경	황현준									
2018.09.11	Buy	15,000									

하나투어 목표주가 추이		투자이견 변동내역			과리율(%)			과리율(%)			
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2015.04.27	변경	황현준									
2016.10.10	Buy	100,000	-25.9		-32.3						
2017.02.02	Buy	90,000	9.1		-5.8						
2017.08.02	Buy	105,000	-4.3		-17.7						
2017.11.02	Buy	120,000	-6.3		-10.9						
2017.12.05	Buy	145,000	-16.9		-25.0						
2018.02.02	Buy	160,000	-22.2		-34.3						
2018.07.13	Buy	120,000	-32.8		-36.2						
2018.08.03	Buy	95,000	-22.6		-27.7						
2018.09.11	Buy	90,000									

모두투어 목표주가 추이		투자이견 변동내역			과리율(%)			과리율(%)			
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2015.04.27	변경	황현준									
2016.10.10	Buy	43,000	-9.2		-28.8						
2017.04.05	Buy	47,000	-12.4		-14.3						
2017.05.11	Buy	50,000	-5.3		-8.6						
2017.06.02	Buy	55,000	-10.4		-17.8						
2017.08.02	Buy	37,000	-2.2		-22.8						
2017.12.05	Buy	45,000	-10.1		-25.8						
2018.08.06	Buy	29,000									

파라다이스목표주가 추이		투자이견 변동내역			과리율(%)			과리율(%)			
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2015.04.27	변경	황현준									
2016.10.10	Hold	18,000	-13.3		-21.9						
2016.11.04	Hold	14,000	23.9		-0.5						
2017.08.09	Hold	16,000	20.9		-5.9						
2017.10.27	Hold	19,000		3.7	7.0						
2017.11.08	Buy	27,000	0.9		-16.3						
2018.04.03	Buy	30,000	-18.8		-24.9						
2018.05.11	Buy	27,000									

GKL 목표주가 추이		투자 의견 변동내역									
		투자 의견	목표 가격	과리율(%)			투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
일시											
2015.04.27	변경	황현준									
2016.10.10	Hold	27,000	-11.3		-21.9						
2017.02.10	Hold	21,000	44.5		7.6						
2017.11.09	Buy	37,000	-8.1		-24.6						
2018.05.14	Buy	35,000	-16.7		-25.6						
2018.08.09	Buy	31,000									

호텔신라 목표주가 추이		투자 의견 변동내역									
		투자 의견	목표 가격	과리율(%)			투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
일시											
2016.10.04	변경	오린아									
2016.10.04	Buy	80,000	-22.0		-35.0						
2017.01.26	Hold	40,000		7.0	30.1						
2017.07.26	Hold	50,000		5.2	21.7						
2017.10.30	Hold	64,000		18.6	54.4						
2018.09.11	변경	황현준									
2018.09.11	Buy	140,000									

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 황현준)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	절대익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+20% 이상 기대	93.0%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		Hold (보유) Sell (매도)	-20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	7.0%	
		<b>합계</b>		<b>100.0%</b>	투자 의견 비율은 2017. 7. 1 ~ 2018. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)