산업분석

미디어/엔터/레저

2020. 1. 20

Overweight

BET PRAY LEAVE

베팅하고
기도하고
여행하라

Part I 최악의 일본부재는 지났고, 상저하고 실적에 베팅

Part II 입국자수 고성장 견조, 실적도 주가도 高高

eBEST
이베스트투자증권

안녕하십니까, 이베스트투자증권 미디어/엔터/레저 담당 **김현용**입니다.

지난 하반기 일본發 여행업 보릿고개는 아직도 진행형입니다. 다만, 3분기 전년동기대비 60%대로 급락한 일본 패키지 송출객수는 4분기에는 급기야 80~90%대 YoY 급락하며 월별로는 9~10월 저점을 지난 것으로 판단됩니다. 하나투어와 모두투어의 연말기준 1~2월 예약률 데이터가 전월비 소폭이나마 개선세가 이어지고 있는 점 또한 긍정적이라는 판단입니다.

한일 관계 정상화에 따른 일본 여행수요의 급격한 회복세를 가정하지 않더라도 여행업 투자심리는 의미 있게 바텀아웃할 것으로 예상합니다. 우선, 지난 하반기 60~90% 감소한 일본 여행수요 대비 올해 하반기는 YoY 개선세가 확실시됩니다. 따라서 최소한 실적의 상저하고 패턴은 가능할 전망이고 2019년 일본향 한국인 출국자수가 200만명 급감한 효과로 전체 출국자수는 0.7% 감소가 예상되나, 그 외 출국자수는 8.8% 증가한 2,300만명으로 추정되어 여행수요 증가는 여전히 진행형이라는 점이 확인됩니다.

한편, 카지노 업계도 중국과 일본을 중심으로 입국자수가 회복되며 전고점 수준에 다가서고 있는 점은 긍정적이라고 판단됩니다. 1~11월 누적 입국자수는 1,606만명으로 전년동기대비 14.5% 증가했는데, 이 가운데 중국이 551만명으로 전년동기대비 26.1%, 일본이 302만명으로 전년동기대비 12.1% 증가했습니다.

외국인 카지노 양사의 합산 카지노 매출액은 4분기까지 3개 분기째 의미 있는 플러스 성장률을 기록하며 빠르게 회복되고 있습니다. 2017년초부터 역신장세로 접어들어 약 2년간 이어진 마이너스 성장에서 확실히 벗어난 것으로 판단됩니다. 작년 하반기부터 양사 모두 홀드율 개선을 수반한 매출성장이 나타나고 있어 올해도 실적 개선은 이어질 가능성이 높다는 판단입니다.

이에 당사는 상저하고 실적, 사모펀드의 컨빅션 콜, 한일 관계 개선 최대 수혜주인 **하나투어(039130)**와 카지노 회복과 복합 리조트發 차별화된 실적 개선이 돋보이는 **파라다이스(034230)**를 **최선호주**로 **매수** 추천드립니다. 감사합니다.

통신/미디어
Analyst **김현용**
02 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **2 가지 Part** 로 구성되어 있습니다.

[Part I. 최악의 일본부재는 지났고, 상저하고 실적에 베팅]

지난 하반기 일본發 여행업 보릿고개는 아직도 진행형입니다. 다만, 3분기 전년동기대비 60%대로 급락한 일본 패키지 송출객수는 4분기에는 급기야 80~90%대 YoY 급락하며 월별로는 9~10월 저점을 지난 것으로 판단됩니다. 하나투어와 모두투어의 연말기준 1~2월 예약률 데이터가 전월비 소폭이나마 개선세가 이어지고 있는 점 또한 긍정적이라는 판단입니다.

한일 관계 정상화에 따른 일본 여행수요의 급격한 회복세를 가정하지 않더라도 여행업 투자심리는 의미 있게 바텀아웃할 것으로 예상합니다. 우선, 지난 하반기 60~90% 감소한 일본 여행수요 대비 올해 하반기는 YoY 개선세가 확실시됩니다. 따라서 최소한 실적의 상저하고 패턴은 가능할 전망이고 2019년 일본향 한국인 출국자수가 200만명 급감한 효과로 전체 출국자수는 0.7% 감소가 예상되나, 그 외 출국자수는 8.8% 증가한 2,300만명으로 추정되어 여행수요 증가는 여전히 진행형이라는 점이 확인됩니다.

최악의 일본 부재는 지나고 있고, 이제는 상저하고 실적에 적극적으로 베팅할 시기라는 판단입니다.

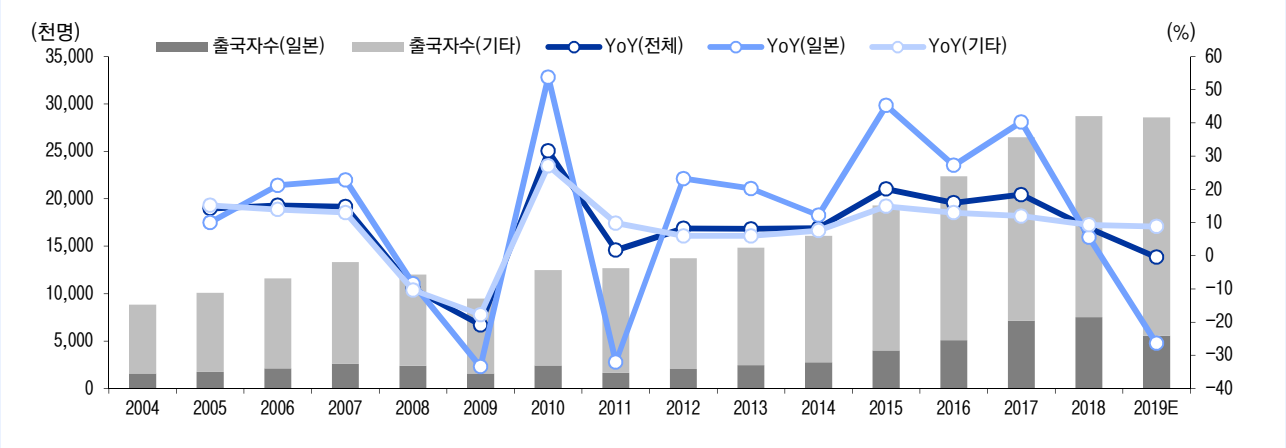
[Part II. 입국자수 고성장 견조, 실적도 주가도 高高]

카지노 업계도 중국과 일본을 중심으로 연간 입국자수가 회복되며 전고점 수준에 다가서고 있는 점은 긍정적이라고 판단됩니다. 1~11월 누적 입국자수는 1,606만명으로 전년동기대비 14.5% 증가했는데, 이 가운데 중국이 551만명으로 전년동기대비 26.1%, 일본이 302만명으로 전년동기대비 12.1% 증가했습니다.

외국인 카지노 양사의 합산 카지노 매출액은 4분기까지 3개 분기째 의미 있는 플러스 성장률을 기록하며 빠르게 회복되고 있습니다. 2017년초부터 역신장세로 접어들어 약 2년간 이어진 마이너스 성장에서 확실히 벗어난 것으로 판단됩니다. 작년 하반기부터 양사 모두 홀드율 개선을 수반한 매출성장이 나타나고 있어 올해도 실적 개선은 이어질 가능성이 높다는 판단입니다.

Key Charts

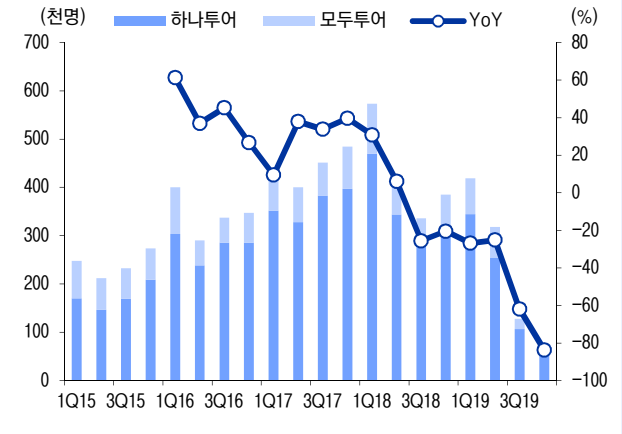
연간 주요 지역별 출국자수 & YoY



자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

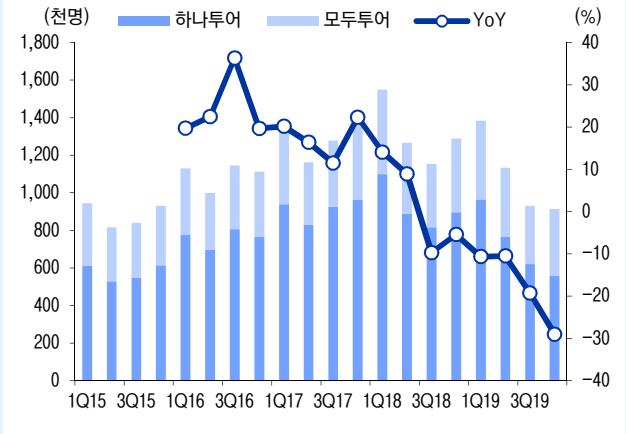
- **2019 년 출국자수 2,857 만명(YoY -0.4%): 일본외 +186 만명(+8.8%), 일본 -199 만명(-26.4%)**
- **전반적 여행 수요는 견조함 확인, 올해 4 월 총선과 7 월 도쿄올림픽 사이 한일관계 개선 가능**

하나(+)모두 일본 패키지 송출객수 추이



자료: 하나투어, 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

하나(+)모두 패키지 송출객수 추이

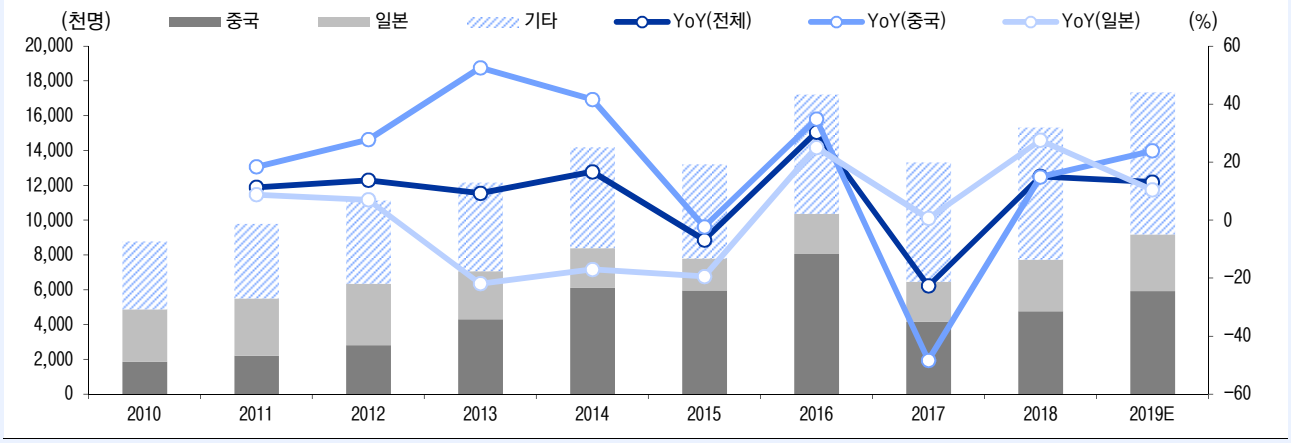


자료: 하나투어, 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

- **일본 패키지 송출객수 증감은 4 분기 바닥, 올해 하반기부터는 일본 포함 YoY 강한 성장률 예상**
- **일본 비중 높은 하나투어는 1 분기 예약률 저조, 그러나 모두투어는 2 월 두 자리수 플러스 전환**

Key Charts

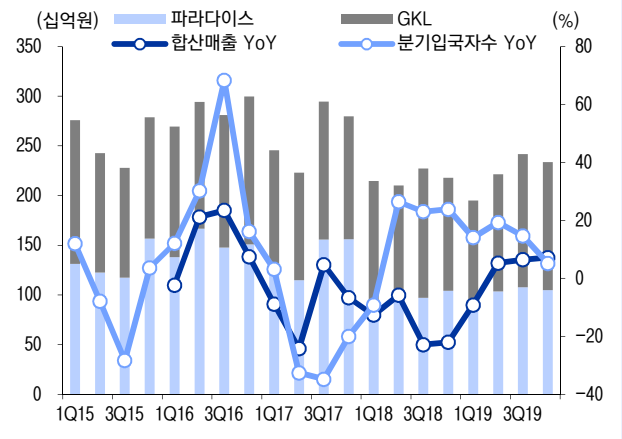
연간 주요 지역별 입국자수 & YoY



자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

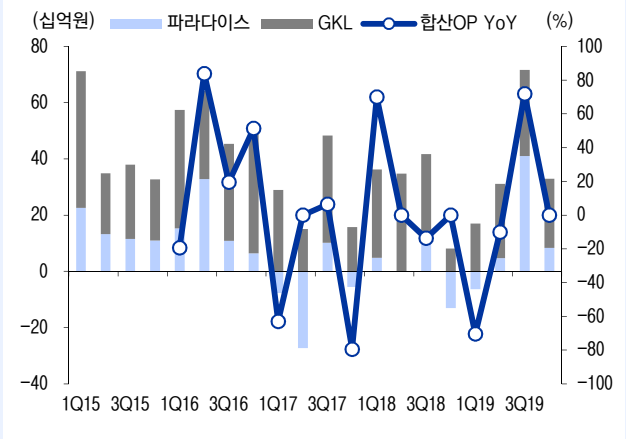
- 2019 년 입국자수 1,736 만명(YoY +13.1%)으로 중국(YoY +24%), 일본(YoY +10%) 빠른 회복
- 중국 인센티브 관광 재개 & 2 분기 한일관계 개선 기대감 → 올해 입국자수 사상 최대치 경신 유력

파라다이스(+)GKL 분기매출 & YoY



자료: GKL, 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터

파라다이스(+)GKL 분기 영업이익 & YoY



자료: GKL, 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터

- 외국인카지노는 입국자수가 올해 회복되며 전년 실적부진에서 흑전 턴어라운드로 벗어난 상태
- 하반기 들어 홀드율도 크게 반등하며 매출 성장에 기여 & 리조트 사업도 신성장 동력

산업분석

미디어/엔터/레저
Overweight

BET, PRAY, LEAVE
베팅하고 기도하고 여행하라

Contents

Part I	최악의 일본부재는 지났고, 상저하고 실적에 베팅	7
Part II	입국자수 고성장 견조, 실적도 주가도 高高	14

기업분석

하나투어 (039130)	20
모두투어 (080160)	28
인터파크 (108790)	35
JTC (950170)	38
GKL (114090)	42
파라다이스 (034230)	46

Part I

최악의 일본부재는 지났고, 상저하고 실적에 베팅

일본外 출국자수 2019년 YoY +9% & 올해 실적 상저하고 확실시

지난 하반기 일본發 여행업 보릿고개는 아직도 진행형입니다. 다만, 3분기 전년 동기대비 60%대로 급락한 일본 패키지 송출객수는 4분기에는 급기야 80~90% 대 YoY 급락하며 월별로는 9~10월 저점을 지난 것으로 판단됩니다. 하나투어와 모두투어의 연말기준 1~2월 예약률 데이터가 전월비 소폭이나마 개선세가 이어지고 있는 점 또한 긍정적이라는 판단입니다.

한일 관계 정상화에 따른 일본 여행수요의 급격한 회복세를 가정하지 않더라도 여행업 투자심리는 의미 있게 바텀아웃할 것으로 예상합니다. 우선, 지난 하반기 60~90% 감소한 일본 여행수요 대비 올해 하반기는 YoY 개선세가 확실시됩니다. 따라서 최소한 실적의 상저하고 패턴은 가능할 전망이고 2019년 일본향 한국인 출국자수가 200만명 급감한 효과로 전체 출국자수는 0.7% 감소가 예상되나, 그 외 출국자수는 8.8% 증가한 2,300만명으로 추정되어 여행수요 증가는 여전히 진행형이라는 점이 확인됩니다.

최악의 일본 부재는 지나고 있고, 이제는 상저하고 실적에 적극적으로 베팅할 시기라는 판단입니다.

출국자수(일본外) 성장 지속 & 입국자수 전고점 도달

출국자수 견조 & 입국자수 2년째 고성장

2019년 출국자수는 2,857만명(YoY -0.4%)으로 2009년 이래 10년 만에 소폭이나마 감소세가 예상된다. 일본 출국자수가 555만 명으로 전년비 26.4% 급감한 영향이 가장 크게 작용할 것으로 전망된다. 그러나 일본을 제외한 출국자수는 2,302만명으로 전년비 8.8% 성장할 것으로 예측돼, 여행 수요는 여전히 견조한 성장세를 기록 중인 것으로 판단된다. 일본 불매로 인한 여행 수요 급감은 아직 진행형이지만, 주요 여행사 예약률이 바닥을 찍었고 일본외 여행 수요는 견조한 성장률을 보이고 있어 여행주에 대해 매수 관점을 유지하는 것이 바람직하다는 판단이다.

한편, 2019년 입국자수는 1,736만명(YoY +13.1%)으로 2년째 두 자리수 성장하며 전고점(2016년 1,724만명)을 넘어설 것으로 전망된다. 중국 입국자수가 593만명으로 전년비 23.9% 급증하여, 한한령 직전인 2016년 입국자수 807만명의 73% 수준까지 커버된 것으로 파악된다. 아울러 일본 입국자수도 326만명으로 전년비 10.4% 성장하며 전체 입국자수 증가에 상당한 기여가 예상된다.

표1 주요 여행/카지노 종목 밸류에이션 테이블

(십억원)	연도	시가총액	매출액	영업이익	순이익	P/E	P/B	투자 포인트
하나투어	2018	655.2	828.3	24.9	10.6	87.0	4.0	■일본 패키지 송출객수 9~10월중 저점 통과
	2019E	-	777.4	11.3	-5.7	n/a	3.6	■3분기부터 기계적으로 실적은 YoY 플러스
	2020E	-	802.5	25.8	13.3	47.2	3.6	■IMM PE 평균 투자수익률 65%(투자기간 4년)
모두투어	2018	343.0	365.0	16.6	12.2	34.4	3.4	■일본 패키지 송출객수 9~10월중 저점 통과
	2019E	-	301.4	4.0	4.0	84.6	2.8	■일본 의존도 낮아 실적부진 영향 상대적↓
	2020E	-	321.2	17.0	14.5	23.5	2.7	■2월 예약률 플러스 전환, 밸류에이션 매력↑
인터파크 *	2018	165.8	528.5	4.4	-7.6	n/a	1.1	■티켓/투어로 전년 턴어라운드 대비 밸류 메리트
	2019E	-	514.1	16.1	14.2	12.8	1.1	■투어 일본비중 10%로 영향 제한적
	2020E	-	523.6	17.6	18.9	9.6	1.0	■티켓 압도적 시장 1위 & 솔루션 수출 가시권
JTC *	2018	300.0	518.9	22.9	8.0	28.8	1.3	■방일한국인 급감을 방일중국인 증가로 메이크업
	2019E	-	625.4	40.6	25.0	11.2	1.1	■7월 도쿄올림픽 비롯 하반기 한일관계 개선 可
	2020E	-	752.7	52.4	33.8	8.4	1.0	■주가 상승에도 여전히 PER 13배로 매력도↑
GKL	2018	1,376.3	480.3	105.1	77.7	19.8	2.7	■올해 중국 입국자수 중심 전방 환경 우호적
	2019E	-	491.0	102.7	73.7	18.5	2.3	■홀드율 증가 이어지며 실적 개선 지속 전망
	2020E	-	539.1	121.5	89.6	15.2	2.1	■탄탄한 재무구조에 PER 15배 이하로 매력적
파라다이스	2018	1,959.8	787.6	2.4	-44.1	n/a	1.3	■올해 중국 입국자수 중심 전방 환경 우호적
	2019E	-	977.4	61.0	30.2	60.5	1.5	■홀드율 증가 이어지며 실적 개선 지속 전망
	2020E	-	1,064.4	111.1	63.5	40.6	1.5	■파라다이스 시티 고성장으로 카지노외 실적 차별화

주: 인터파크와 JTC는 컨센서스 기준
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

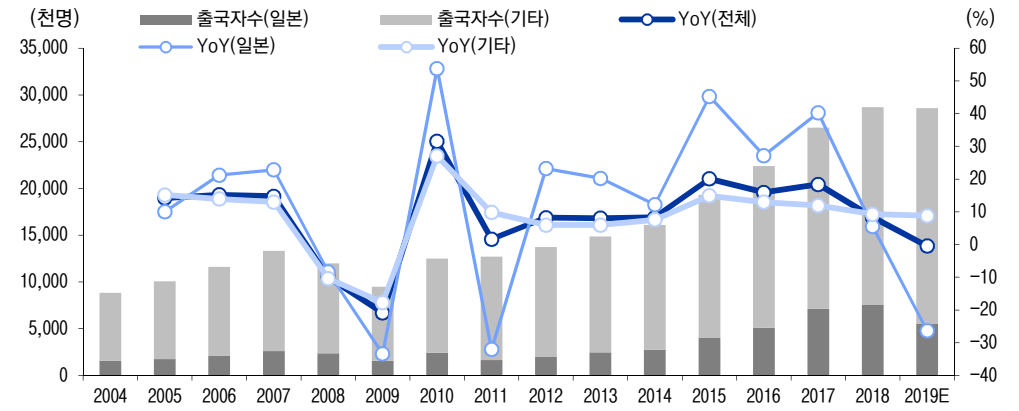
일본 제외 출국자수는 2019년에도 9% 증가

일본 불매 완화시 2020년 출국자수 3,000만명 가능

2019년 출국자수는 2,857만명(YoY -0.4%)으로 2009년 이래 10년 만에 소폭이나마 감소세가 예상된다. 일본 출국자수가 555만 명으로 전년비 26.4% 급감한 영향이 가장 크게 작용할 것으로 전망된다. 그러나 일본을 제외한 출국자수는 2,302만명으로 전년비 8.8% 성장할 것으로 예측돼, 여행 수요는 여전히 견조한 성장세를 기록 중인 것으로 판단된다.

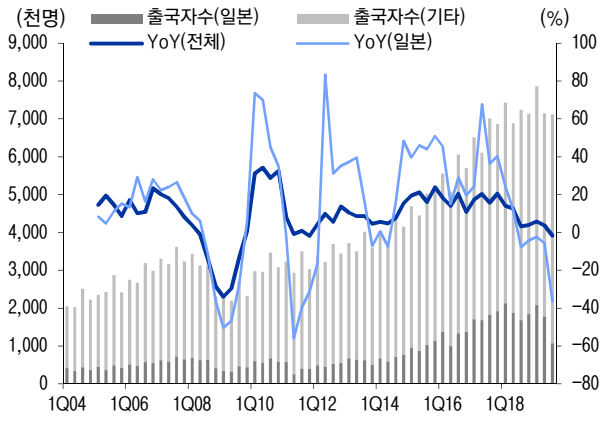
2020년 여행 수요의 근간인 출국자수 전망은 일본 불매의 완화 정도와 시기에 따라 변동성이 나타날 수 밖에 없는 상황이다. 그러나 올해 일본 출국자수가 150~200만명 감소한다는 보수적 가정을 하더라도 일본외 지역 수요가 200~250만명 전년만큼만 증가해주면 50~100만명 정도의 순증은 가능할 전망이다. 당사는 2020년 3,000만명에 근접하는 출국자수를 예상한다.

그림1 연간 출국자수 추이



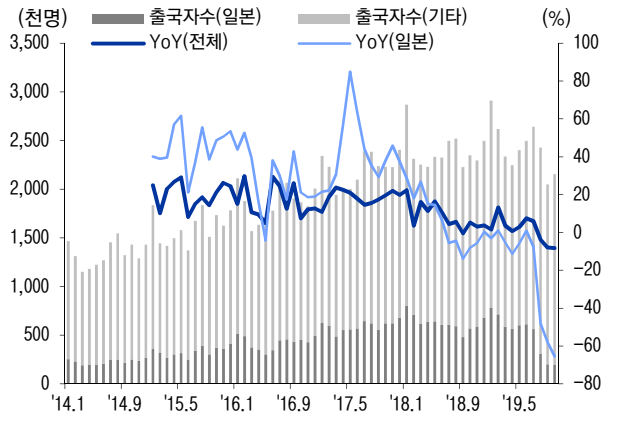
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 분기별 출국자수 추이



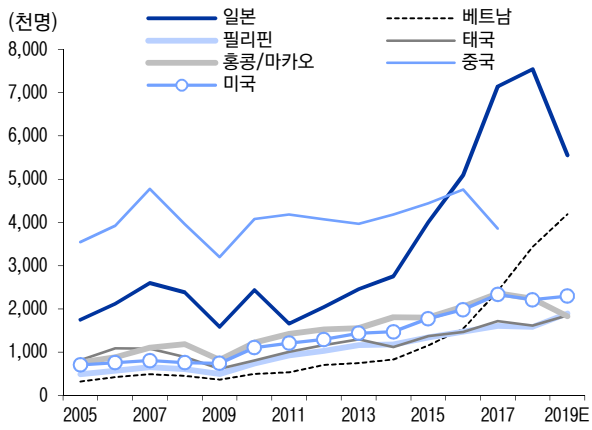
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 월별 출국자수 추이



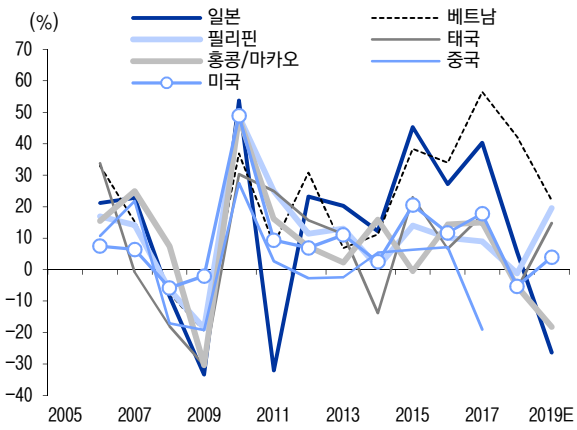
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 연간 출국자수 지역별 구성



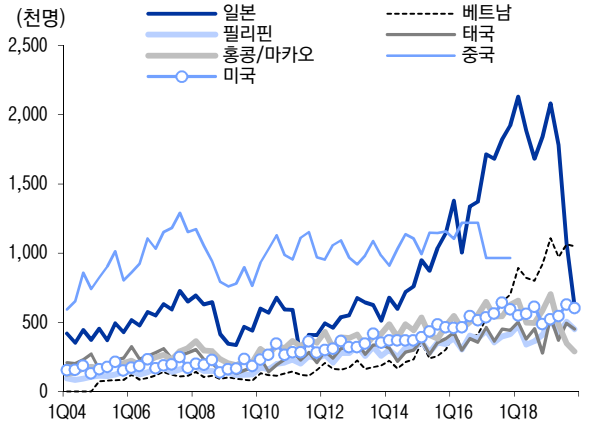
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 연간 출국자수 지역별 YoY



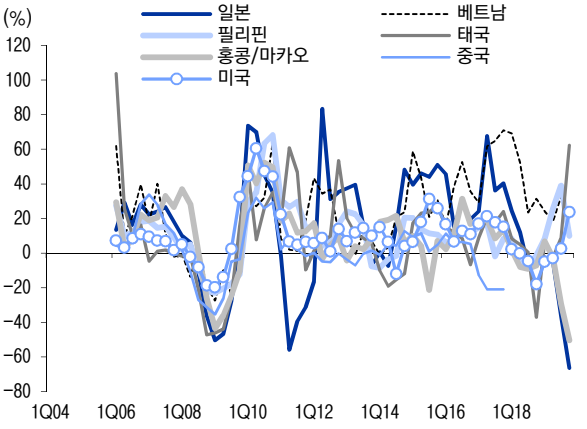
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 분기 출국자수 지역별 구성



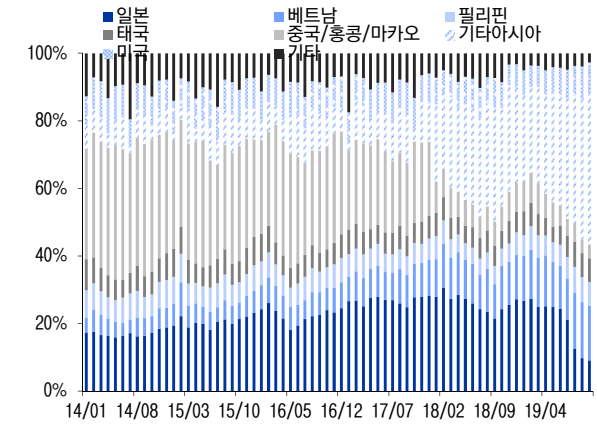
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 분기 출국자수 지역별 YoY



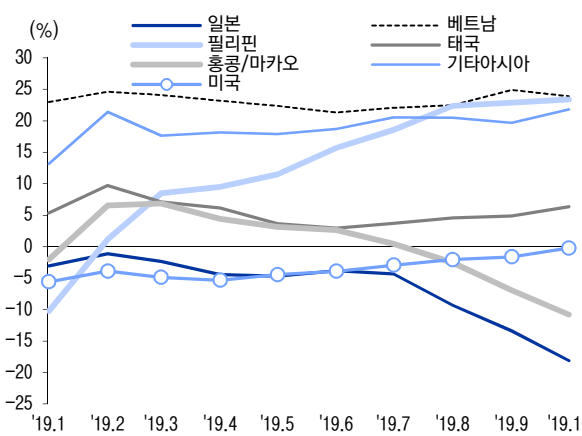
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 월별 출국자수 지역별 구성



자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 2019년 월별 누적 YoY 지역별 추이



자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

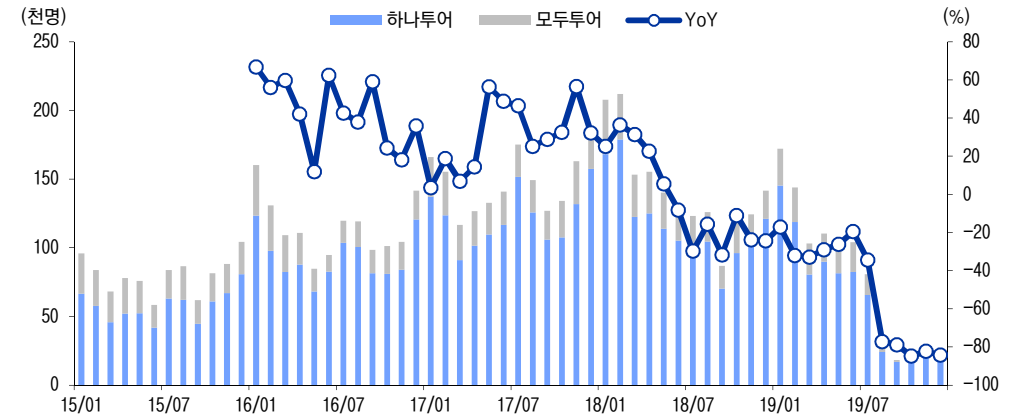
저점 통과 중인 일본불매 → 실적 상저하고 뚜렷할 전망

10월 YoY -84.7%로 바닥을 친 패키지 송출객수

일본 불매가 본격 확산된 2019년 8월부터 일본 패키지 송출객수는 곤두박질치며, 전년동월비 80% 수준의 감소세가 6개월째 이어지고 있다. 작년 10월 YoY -84.7%로 저점을 형성후 의미 있는 반등은 아직이지만, 바닥 다지기는 거의 끝나가는 것으로 파악된다.

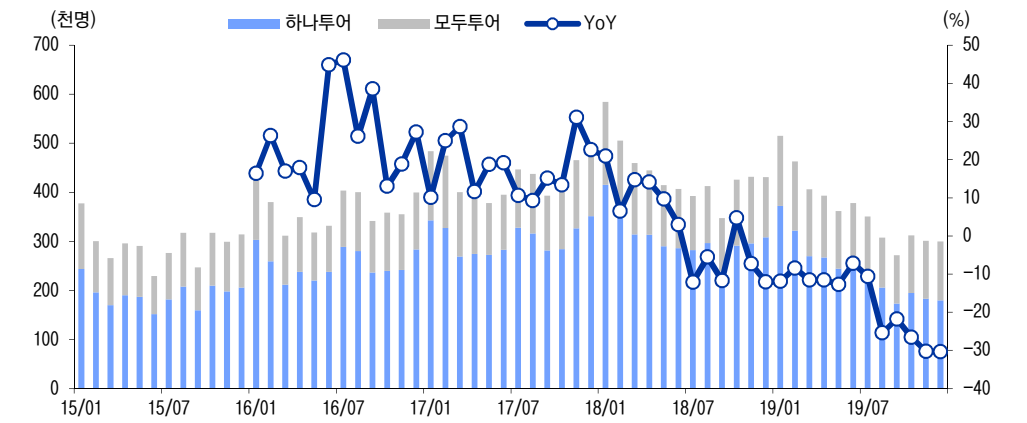
전체 송출객수도 4분기 기준 30% 가깝게 전년동기대비 하락했다. 일본 비중이 35%로 높은 하나투어의 경우 전체 송출객수가 4분기 37.7% 급감했고, 월별로도 12월까지 회복세를 보이지 못하고 있다. 반면, 일본 비중이 20%로 낮은 모두투어의 경우 4분기 전체 송출객수는 YoY -9.3% 하락으로 선전했고 12월에는 YoY -2.0%까지 낙폭을 축소한 점은 긍정적이었다.

그림10 하나투어 (+) 모두투어 일본 패키지 송출객수 추이



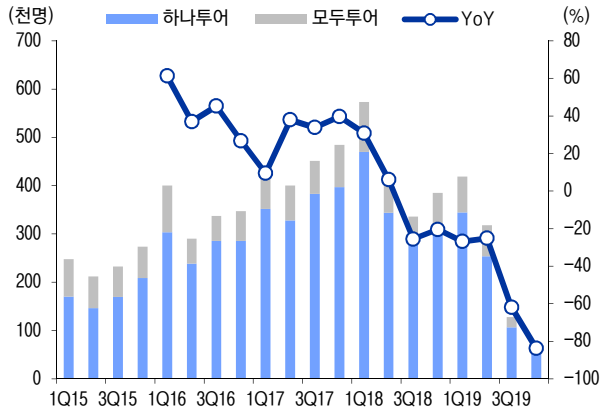
자료: 하나투어, 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 하나투어 (+) 모두투어 전체 패키지 송출객수 추이



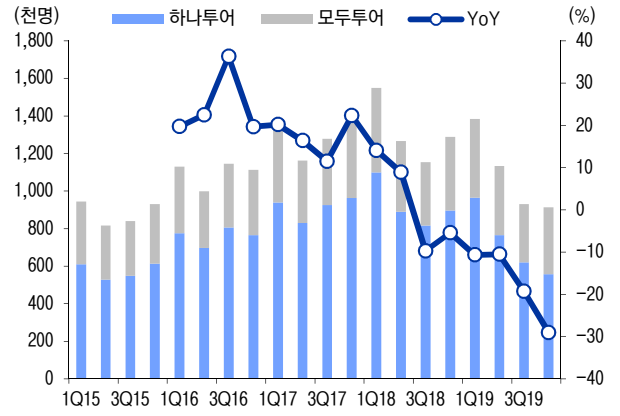
자료: 하나투어, 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 하나 (+) 모두 분기별 일본 패키지 송출객수



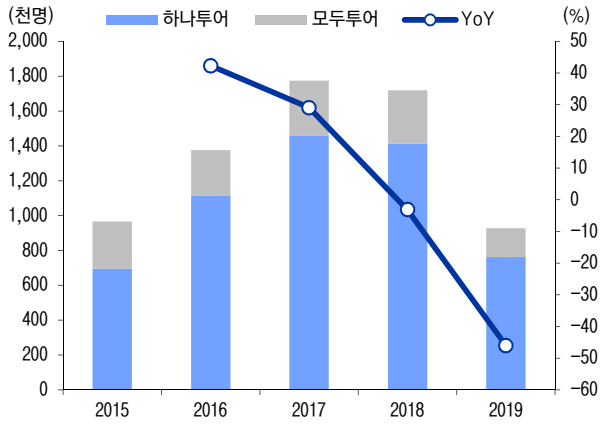
자료: 하나투어, 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 하나 (+) 모두 분기별 전체 패키지 송출객수



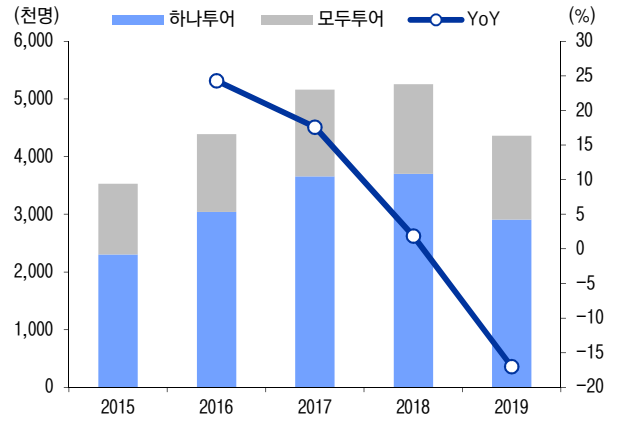
자료: 하나투어, 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 하나 (+) 모두 연간 일본 패키지 송출객수



자료: 하나투어, 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 하나 (+) 모두 연간 전체 패키지 송출객수



자료: 하나투어, 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

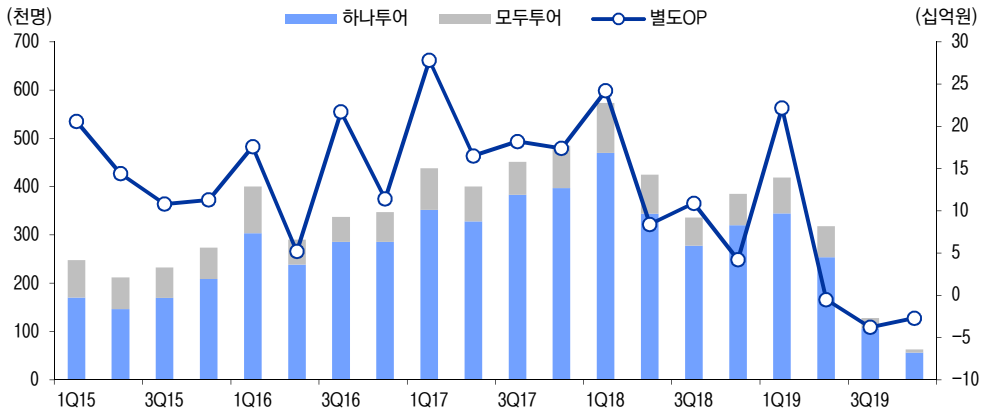
송출객수와 영업이익, 하반기는 반드시 개선

고개를 드는 예약률 & 일본 불매 지속돼도 하반기 실적 반등

일본 비중이 높은 하나투어의 예약률은 아직 가파른 반등 기조를 보이지 않고 있으나, 모두투어의 경우 2월 예약률이 12월말 발표기준 +11%까지 돌아섰고, 동일시점 기준 1분기 월별 예약률 단순평균값은 +0.9%로 플러스 전환이 기대되는 상황이다. 하나투어도 최악은 지나는 것으로 판단되는데, 12월 송출객수 YoY -42%를 기록한 이후 1월 예약률은 -32%, 2월 예약률은 -18%로 회복되고 있기 때문이다.

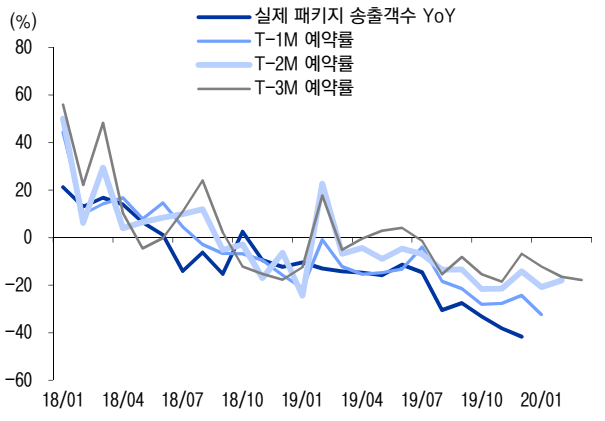
올해는 7월 하순부터 도쿄올림픽이 개최된다. 이에 따라 최소한의 도쿄 출장/여행 수요는 백업될 것으로 예상되며, 민간에서의 자율적인 불매 운동이 상반기 내내 지속된다 하더라도 올해 하반기부터는 기계적인 반등이 확실시된다. 하반기 실적 턴어라운드에 베팅할 시점이다.

그림16 하나투어 (+) 모두투어 송출객수 & 별도 OP 추이



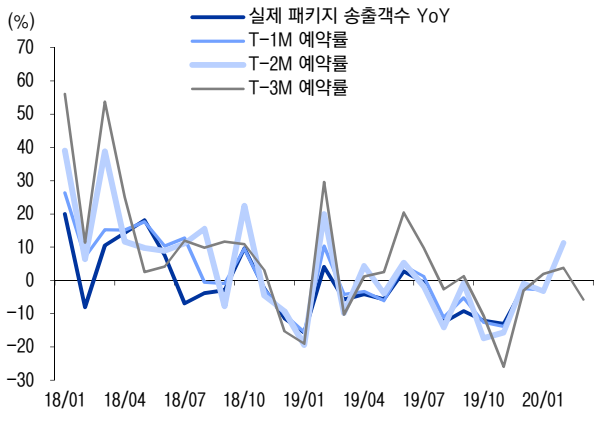
자료: 하나투어, 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 하나투어 예약률 추이



자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 모두투어 예약률 추이



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

입국자수 고성장 견조, 실적도 주가도 高高

입국자수 두 자리수 성장 지속되며 가파른 실적 회복 이어진다

카지노 업계도 중국과 일본을 중심으로 연간 입국자수가 회복되며 전고점 수준에 다가서고 있는 점은 긍정적이라고 판단됩니다. 1~11월 누적 입국자수는 1,606만명으로 전년동기대비 14.5% 증가했는데, 이 가운데 중국이 551만명으로 전년동기대비 26.1%, 일본이 302만명으로 전년동기대비 12.1% 증가했습니다.

외국인 카지노 양사의 합산 카지노 매출액은 4분기까지 3개 분기째 의미 있는 플러스 성장률을 기록하며 빠르게 회복되고 있습니다. 2017년초부터 역신장세로 접어들어 약 2년간 이어진 마이너스 성장에서 확실히 벗어난 것으로 판단됩니다. 작년 하반기부터 양사 모두 홀드율 개선을 수반한 매출성장이 나타나고 있어 올해도 실적 개선은 이어질 가능성이 높다는 판단입니다.

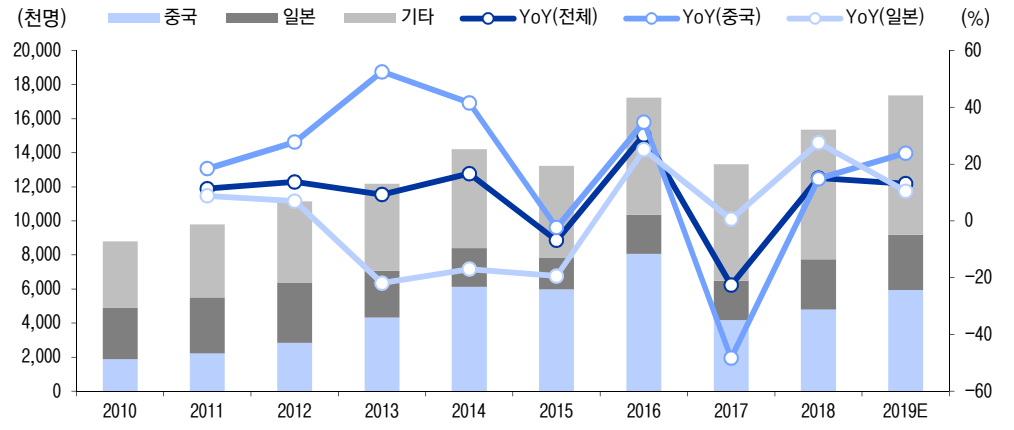
2019년 입국자수 역사적 고점 타이 기록 전망

2019년 입국자수 中/日 모두 호조세 동반하며 역사적 고점 기록

2019년 입국자수는 1,736만명(YoY +13.1%)으로 2년째 두 자리수 성장하며 전고점(2016년 1,724만명)을 넘어설 것으로 전망된다. 중국 입국자수가 593만명으로 전년비 23.9% 급증하여, 한한령 직전인 2016년 입국자수 807만명의 73% 수준까지 커버될 것으로 전망된다. 아울러 일본 입국자수도 326만명으로 전년비 10.4% 성장하며 전체 입국자수 증가에 상당한 기여가 예상된다.

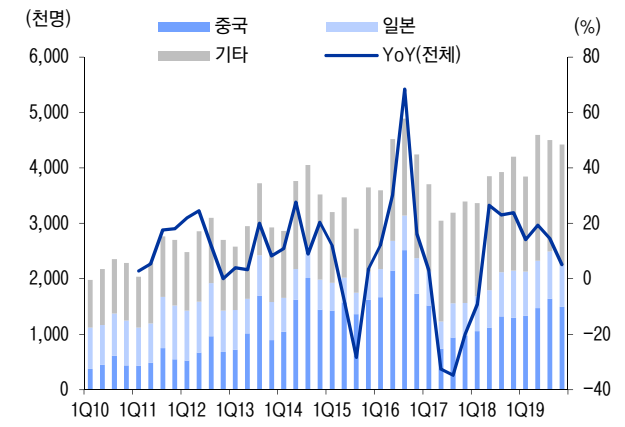
중국 입국자수는 한한령 직후인 2017년 417만명(YoY -48.3%)으로 저점 형성후 2년 연속 두 자리수 반등 중이며, 일본의 경우 불매 운동과 무관하게 꾸준히 입국자수가 증가세를 기록 중이다.

그림19 연간 입국자수 추이



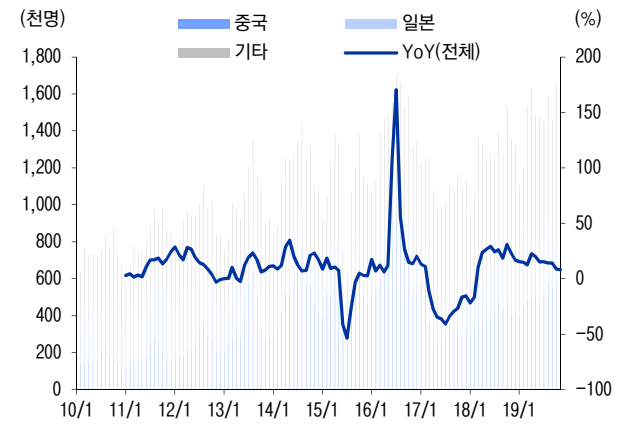
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 분기별 입국자수 추이



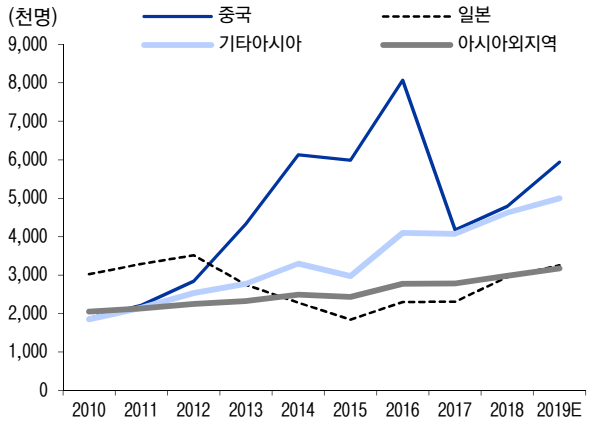
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 월별 입국자수 추이



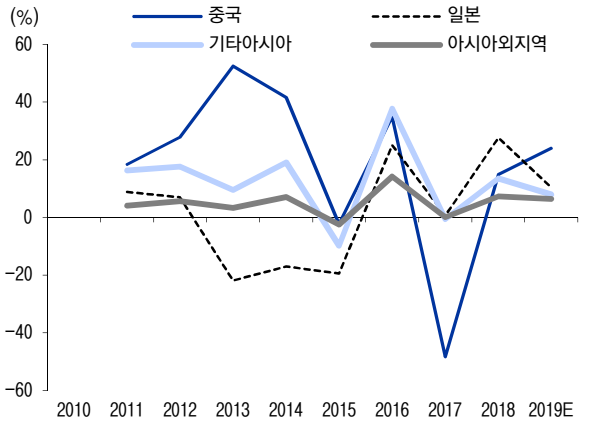
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 연간 입국자수 지역별 구성



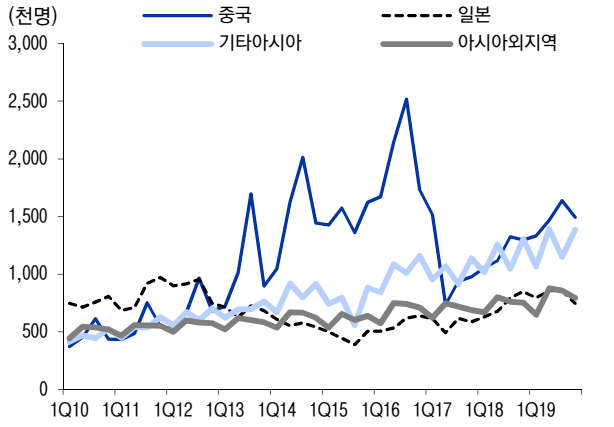
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 연간 입국자수 지역별 YoY



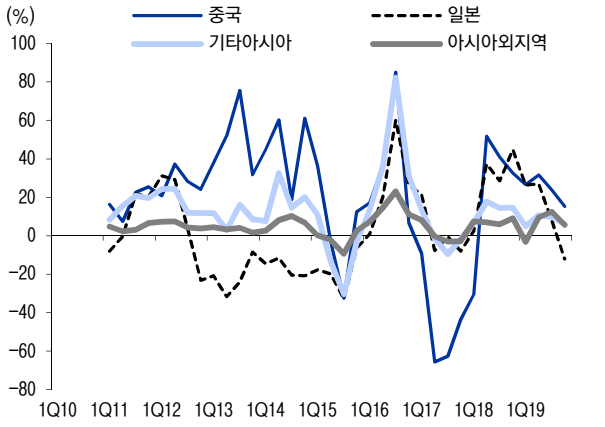
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 분기 입국자수 지역별 구성



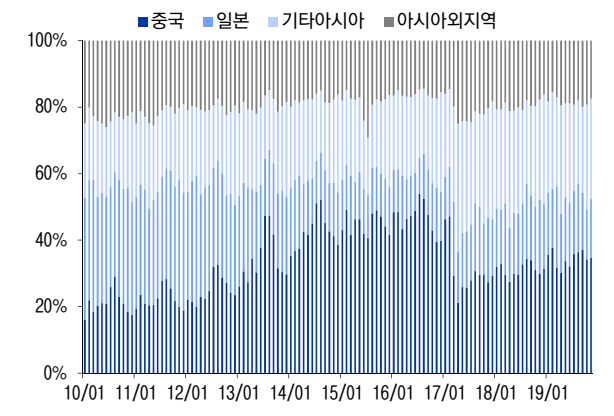
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 분기 입국자수 지역별 YoY



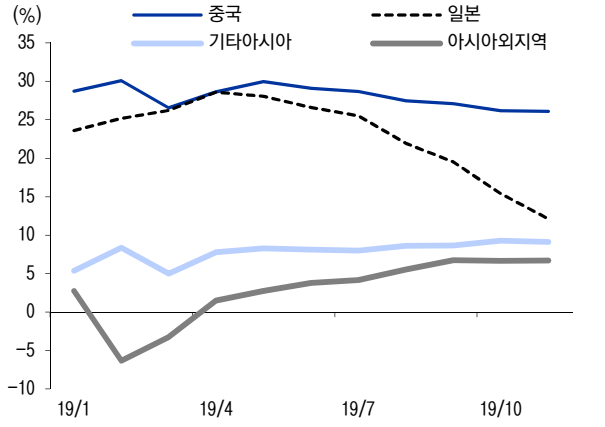
자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 월별 입국자수 지역별 구성



자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 2019년 월별 누적 YoY 지역별 추이



자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

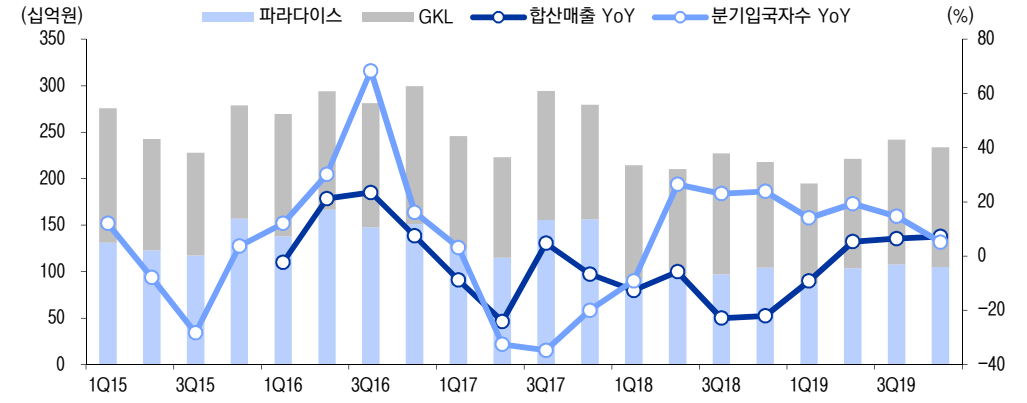
외국인 카지노, 가파른 실적 반등에 이어 역사적 고점 두드린다

올해 입국자수 사상 최대치 유력: 카지노 매출 반등세 이어질 전망

작년은 한한령의 지속과 한일관계 경색이라는 겹악재에도 불구하고, 입국자수가 두 자리수 성장하며 역사적 고점을 기록한 점에서 긍정적이었다고 판단된다. 중국 입국자수가 600만명 선을 거의 회복했고, 일본 입국자수도 7년만에 300만명을 돌파한 점을 감안시 2020년 입국자수도 두 자리에 근접하는 성장세로 1,900만명에 근접할 것으로 전망한다.

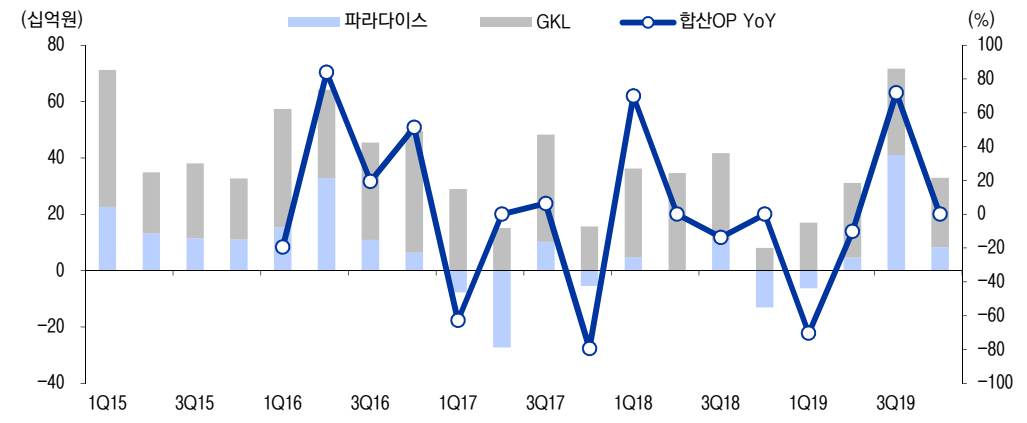
외국인 카지노 양사의 합산 카지노 매출액은 4분기까지 3개 분기째 의미 있는 플러스 성장률을 기록하며 빠르게 회복되고 있다. 2017년초부터 역신장세로 접어들어 약 2년간 이어진 마이너스 성장에서 확실히 벗어난 것으로 판단된다. 작년 하반기부터 양사 모두 홀드율 개선을 수반한 매출성장이 나타나고 있어 올해도 실적 개선은 이어질 가능성이 높다는 판단이다.

그림28 파라다이스 (+) GKL 카지노 매출액 & YoY 추이



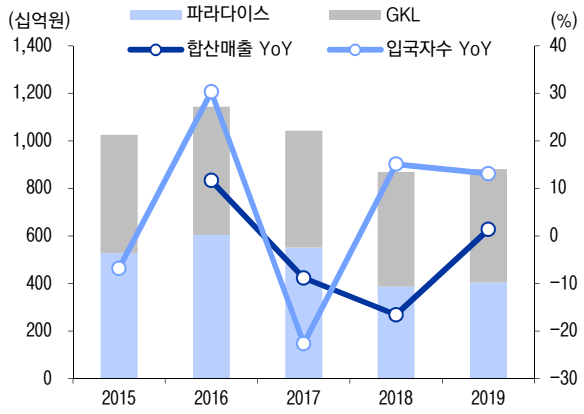
자료: 파라다이스, GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 파라다이스 (+) GKL 분기 영업이익 & YoY 추이



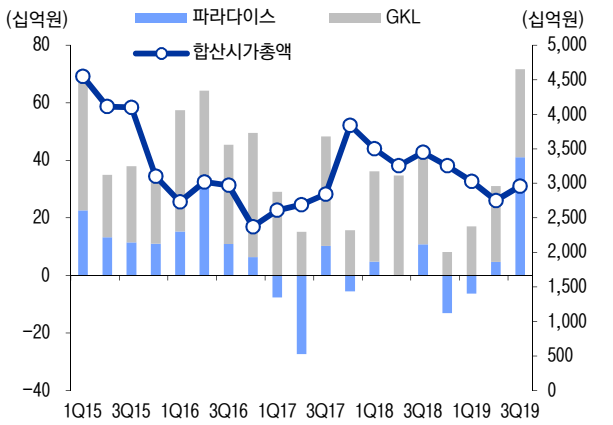
자료: 파라다이스, GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 파라다이스 (+) GKL 연간 카지노 매출액 & YoY



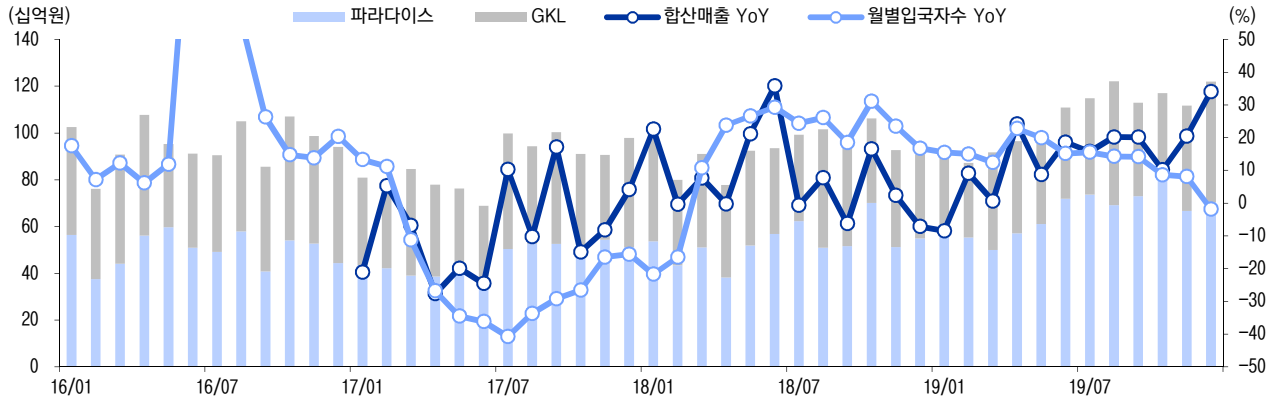
자료: 파라다이스, GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 파라다이스 (+) GKL 연간 OP & 합산시총



자료: 파라다이스, GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 파라다이스 (+) GKL 월별 카지노 매출액 & YoY 추이



자료: 파라다이스, GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

하나투어 (039130)	20
모두투어 (080160)	28
인터파크 (108790)	35
JTC (950170)	38
GKL (114090)	42
파라다이스 (034230)	46

Universe

종목명	투자판단	목표주가
하나투어	Buy (신규)	70,000 원(신규)
모두투어	Buy (신규)	25,000 원(신규)
인터파크	NR	NR
JTC	NR	NR
GKL	Buy (신규)	26,000 원(신규)
파라다이스	Buy (신규)	27,000 원(신규)

하나투어 (039130)

2020. 1. 20 | 미디어/엔터/레저

일본 불매 바닥 통과중 흑기사 IMM의 등장

Analyst 김현용
02. 3779-8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가 70,000 원
현재주가 56,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

4Q 실적미스 불가피하나, 저점 통과중인 대장주라는 점 매력적

동사 4분기 실적은 매출액 1,777억원(YoY -8.3%), 영업손실 27억원(YoY 적자전환)으로 전분기에 이어 적자를 이어갈 것으로 예상된다. 이는 일본비중이 높은 동사의 경우, 9~10월 중 저점을 통과했지만 반등은 미약했던 일본 패키지 송출객수가 급감했던 영향인 것으로 판단된다. 다만, 자회사 실적 선전으로 본업 부진에 비해 적자폭은 제한적일 전망이다.

IMM PE 의 최대주주 등극: 58,000 원에 컨빅션 콜

동사는 12월 할증 3자배정 유증을 통해 IMM PE로 최대주주가 변경된 바 있다. 기준주가 대비 16.3% 할증 증자로 IMM PE는 하나투어에 대해 58,000원에 컨빅션 콜을 한 셈이다. 동 최대주주의 최근 15건 투자 엑시트 사례를 조사한 결과 평균적으로 약 4년간 투자하여 65%의 수익률을 거둔 것으로 나타났다. 여행업 업황의 바닥 통과가 끝나가는 신호로 해석된다.

하반기 본업 회복 & 자회사 효과로 전사 턴어라운드 확실시

3분기 실적에서도 나타난 자회사 방어 효과는 4분기에도 이어질 전망이다. 면세점은 2019년 예상 영업손실 -45억원 수준으로 전년비 100억원에 가까운 증익이 예상된다. 호텔도 2019년 소폭의 영업흑자로 별도 부진을 만회하는데 일정 부분 기여한 것으로 판단한다. 여기에 더해 본업도 하반기 YoY 플러스 전환은 확실시되는 상황이기 때문에 연결실적의 가파른 턴어라운드가 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 7만원 제시하며 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 7만원을 제시하며 커버리지를 개시하도록 한다. 목표주가 70,000원은 영업 정상화가 풀로 반영되는 내년 EPS에 Target PER 33배를 적용하여 산정하였다. 1) 업황이 저점을 통과 중인 점, 2) 메이저 사모펀드로 최대주주가 변경되며 유입자금이 온라인 강화에 투자되는 점을 감안하고 동사 역사적 PER 밴드 범위를 고려할 때 Target PER는 적정하다는 판단이다.

Stock Data

KOSPI (1/17)		2,250.57 pt
시가총액		6,552 억원
발행주식수		11,616 천주
52 주 최고가/최저가		77,400 / 39,200 원
90 일 일평균거래대금		51.73 억원
외국인 지분율		10.6%
배당수익률(19.12E)		2.3%
BPS(19.12E)		15,764 원
KOSPI 대비	1 개월	12.1%
	6 개월	16.4%
	12 개월	-28.3%
주주구성	박상환(외 6 인)	13.5%
	키움프라이빗에쿼티	10.4%
	국민연금공단(외 1 인)	6.9%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	804	41	38	13	1,191	64.1	62	86.5	15.7	5.7	6.6
2018	828	25	22	11	791	-33.6	47	87.0	13.3	4.0	4.3
2019E	777	11	-7	-6	-322	적전	85	-176.6	9.8	3.6	-1.9
2020E	803	26	17	13	1,205	흑전	97	47.2	8.1	3.6	7.3
2021E	875	40	32	23	2,113	75.3	103	26.9	7.3	3.5	12.5

자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

IMM PE로의 최대주주 변경: 58,000원에 컨빅션 콜

동사는 12월 할증 3자배정 유증을 통해 IMM PE로 최대주주가 변경된 바 있다. 기준주가 대비 16.3% 할증 증자로 IMM PE는 하나투어에 대해 58,000원에 컨빅션 콜을 한 셈이다. 동 최대주주의 최근 15건 투자 엑시트 사례를 조사한 결과 평균적으로 약 4년간 투자하여 65%의 수익률을 거둔 것으로 나타났다. 여행업 업황의 바닥 통과가 끝나가는 신호로 해석된다.

표2 IMM PE 투자 포트폴리오 상세 내역

기업명	산업	투자일	지분율	투자금액	단가	매각일	매각 금액	총 수익률	투자 기간	연환산 (%)
하나투어	여행업	'20.02	16.7%	1,347 억	58,000					
에어퍼스트	산업가스	'19.04	100%	1.3 조						
신한지주	금융	'19.04	CPS 3.7%	7,500 억						
K Bank	금융	'18.10	10%	470 억						
쏘카	차량공유	'18.04	CPS 12%	600 억						
W 컨셉 코리아	e 커머스	'17.11	80%	612 억						
현대삼호중공업	조선	'17.07	우선주 714 만주	4,000 억	56,000					
에이블씨앤씨	화장품	'17.06	57%	3,914 억						
우리은행	금융	'16.11	6%	4,500 억						
iNtRON Biotech	바이오	'16.07	CPS 42 만주	270 억	64,000					
레진엔터	웹툰	'16.07	19%	500 억	56,000					
Mars Ent. Group	영화	'16.05	컨소시엄 61.9%	4,891 억중 천억						
대한전선	전선	'15.09	SPC 71%	3,000 억	500					
현대 LNG 해운	운송(LNG)	'14.06	80%	5,000 억	62,500					
할리스에프엔비	카페	'13.07	65%	450 억						
교보생명	보험	'12.09	5.2%	2,624 억						
태림포장그룹	골판지	'15.07	100%	3,500 억		'19.10	7,300 억	108.6%	4.25	25.5%
제넥신	제약	'14.10	CPS	200 억		'16.08	400 억	100.0%	1.83	54.5%
티브로드	케이블 TV	'14.02	20.1%	2,000 억		'19.06	3,041 억	52.1%	5.33	9.8%
포스코특수강	철강	'13.08	12%	1,250 억	29,000	'15.02	1,600 억	4.0%	1.50	2.6%
알보젠코리아	제약	'12.10	33%	600 억		'14.02	700 억	16.7%	1.33	12.5%
한독	제약	'12.10	36.4%	740 억		'18.03	1,500 억	102.7%	5.09	20.2%
GS 이니마	수처리	'12.05	20%	700 억		'19.07	887 억	26.8%	7.16	3.7%
캐프	제조업	'10.03	100%	600 억		'19.10	800 억	33.3%	7.00	4.8%
셀트리온제약	제약	'10.02	n/a	300 억		'14.02	380 억	26.7%	4.00	6.7%
하이마트	유통	'10.01	CPS 389 만주	1,750 억	45,000	'12.08	2,777 억	58.8%	2.50	23.5%
노벨리스코리아	제조업	'10.12	19.9%	1,400 억	15,000	'12.11	2,513 억	80.0%	1.92	41.7%
두산 DST	방산	'09.06	49%(JV)	2,156 억		'16.05	3,405 억	57.9%	6.92	8.4%
삼화왕관	제조업	'09.06	6.87%	67 억	25,614 원	'10.10	156 억	134.2%	1.33	100.6%
SRS KOREA	프랜차이즈	'09.06	49%(JV)	500 억		'12.09	810 억	62.0%	3.25	19.1%
KAI	방산	'09.06	10.3%	950 억	19,492 원	'14.02	2,100 억	121.1%	4.67	25.9%
평균								**65.6%**	**3.87**	**24.0%**

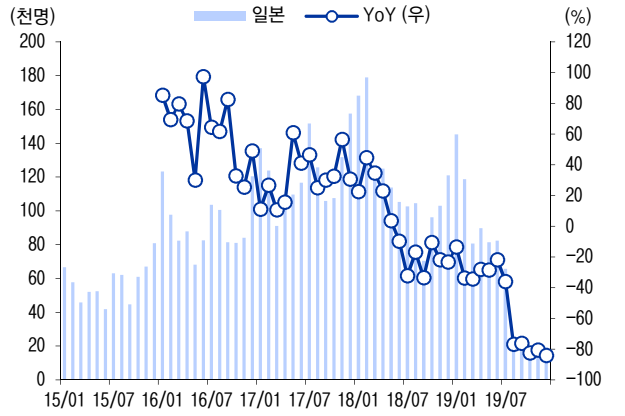
자료: IMM PE, 하나투어, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

5개월째 일본 송출객수 80% 감소세 지속 & 예약률 반등도 아직은 요원

동사의 경우 일본 송출객수가 전체 일본 출국자수의 15~20%를 차지할 정도로 일본 여행에서 압도적인 시장 포지션을 차지하고 있었다. 이는 모객수 기준 경쟁사 모두 투어의 4배에 달하는 물량이다. 따라서 작년 하반기 일본 불매 영향의 직격타를 맞은 상황이며 해가 바뀌어 6개월째 이어지고 있다. 월별 감소율로도 12월 84% 감소로 최대치를 기록하는 등 개선세는 나타나지 않는 상황이다.

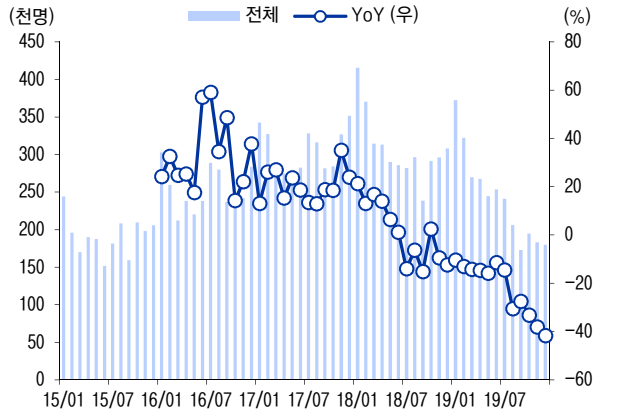
예약률도 마이너스 성장률에서 큰 폭의 개선은 없는 상황이 길어지고 있다는 판단이다. 1월 예약률은 3개월 전 추정치부터 각각 -12%, -21%, -32%로 악화되고 있으며 2~3월 예약률도 현재로서는 -18% 수준으로 1분기까지도 큰 폭의 실적 감소가 불가피하다고 판단된다.

그림33 월별 일본 패키지 송출객수 & YoY



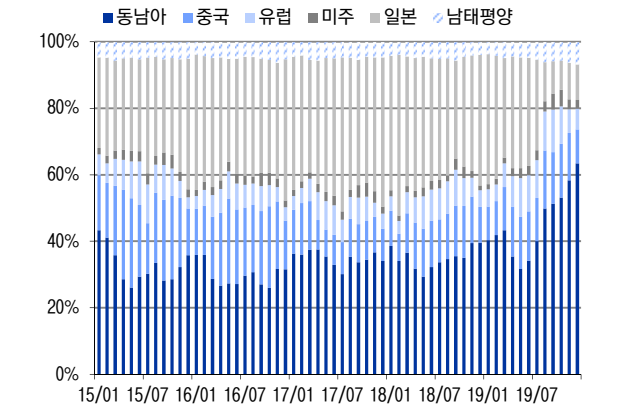
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 월별 전체 패키지 송출객수 & YoY



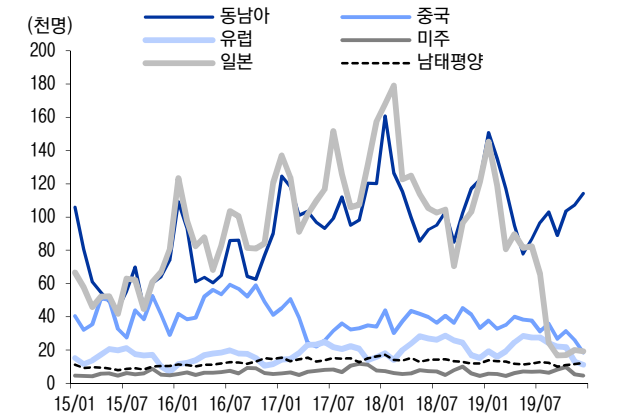
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 월별 지역별 패키지 송출객수 비중



자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 월별 지역별 패키지 송출객수



자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

4Q19 & 2020년 실적 전망

동사 4분기 실적은 매출액 1,777억원(YoY -8.3%), 영업손실 27억원(YoY 적자전환)으로 전분기에 이어 적자를 이어갈 것으로 예상된다. 이는 일본비중이 높은 동사의 경우, 9~10월 중 저점을 통과했지만 반등은 미약했던 일본 패키지 송출객수가 급감했던 영향인 것으로 판단된다. 다만, 자회사 실적 선전으로 본업 부진에 비해 적자폭은 제한적일 전망이다.

2020년 동사 실적은 매출액 8,025억원(YoY +3.2%), 영업이익 258억원(YoY +128.3%)으로 전년비 2배 이상 증익되며 2018년 이익 레벨을 회복할 것으로 예상한다. 4월 총선과 7월말 개시하는 도쿄 올림픽을 감안할 때, 일본 패키지 시장의 회복세가 올해 하반기부터는 점진적으로 가능할 것으로 가정했다. 본업 회복에 자회사의 견조한 실적이 더해지며 뚜렷한 상저하고 실적 패턴이 예상된다.

표3 하나투어 실적 추이 및 전망(연결 기준)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
영업수익	**229.3**	**196.7**	**208.4**	**193.8**	**222.9**	**193.7**	**183.2**	**177.7**	**804.3**	**828.2**	**777.4**	**802.5**
YoY	*33.9%*	*21.0%*	*24.9%*	*6.8%*	*-2.8%*	*-1.5%*	*-12.1%*	*-8.3%*	*14.6%*	*3.0%*	*-6.1%*	*3.2%*
별도	158.6	125.9	137.6	120.0	149.7	114.6	107.4	110.0	535.2	542.1	481.7	497.3
자회사	70.7	70.8	70.8	73.8	73.2	79.1	75.8	67.7	269.1	286.1	295.7	305.2
영업이익	**12**	**4.7**	**5.2**	**2.9**	**13.2**	**3.6**	**-2.8**	**-2.7**	**41.1**	**24.8**	**11.3**	**25.8**
YoY	*16.5%*	*-2.1%*	*-47.5%*	*-81.6%*	*10.0%*	*-23.4%*	*-153.8%*	*-193.1%*	*94.3%*	*-39.7%*	*-54.4%*	*128.3%*
별도	13.9	3.8	7.3	1.7	12.9	-0.9	-2.5	-2.4	47.1	26.6	7.1	19.6
자회사	-1.9	0.9	-2.1	1.2	0.3	4.5	-0.3	-0.3	-6.0	-1.8	4.2	6.2
OPM(%)	5.2%	2.4%	2.5%	1.5%	5.9%	1.9%	-1.5%	-1.5%	5.1%	3.0%	1.5%	3.2%
별도	8.8%	3.0%	5.3%	1.4%	8.6%	-0.8%	-2.3%	-2.2%	8.8%	4.9%	1.5%	3.9%
자회사	-2.7%	1.3%	-3.0%	1.6%	0.4%	5.7%	-0.4%	-0.4%	-2.2%	-0.6%	1.4%	2.0%

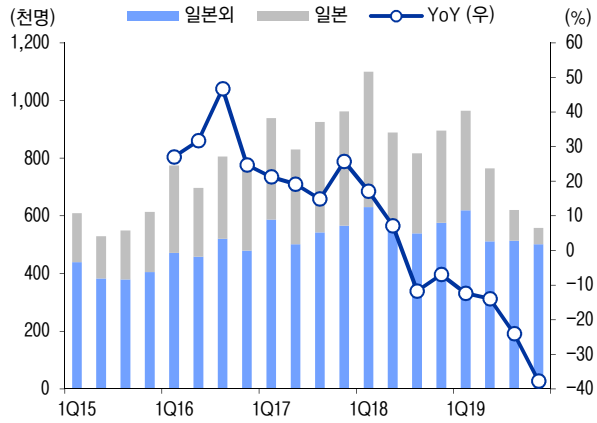
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 하나투어 실적 추이 및 전망(별도 기준)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
영업수익	**158.6**	**125.9**	**137.6**	**120.0**	**149.7**	**114.6**	**107.4**	**110.0**	**444.6**	**542.1**	**481.7**	**497.3**
YoY	*40.2%*	*20.4%*	*29.0%*	*-0.2%*	*-5.6%*	*-9.0%*	*-21.9%*	*-8.3%*	*15.3%*	*21.9%*	*-11.1%*	*3.2%*
항공권대매	2.7	2.2	2.1	2.5	1.6	1.6	2.4	2.5	10.3	9.6	8.1	8.4
국제관광알선	100.8	88.0	89.6	80.7	98.1	78.6	74.4	76.2	374.8	359.1	327.3	337.9
기타	55.1	35.7	45.9	36.8	50.0	34.4	30.6	31.3	59.4	173.5	146.3	151.0
영업이익	**13.9**	**3.8**	**7.3**	**1.7**	**12.9**	**-0.9**	**-2.5**	**-2.4**	**46.8**	**26.6**	**7.1**	**19.6**
YoY	*-12.6%*	*-55.8%*	*-22.3%*	*-86.8%*	*-7.4%*	*적전*	*적전*	*적전*	*53.9%*	*-43.2%*	*-73.3%*	*176.1%*
OPM	8.8%	3.0%	5.3%	1.4%	8.6%	-0.8%	-2.3%	-2.2%	10.5%	4.9%	1.5%	3.9%

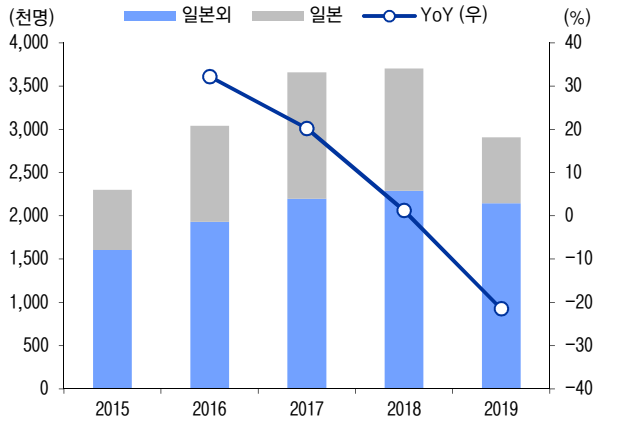
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 분기별 패키지 송출객수 & YoY



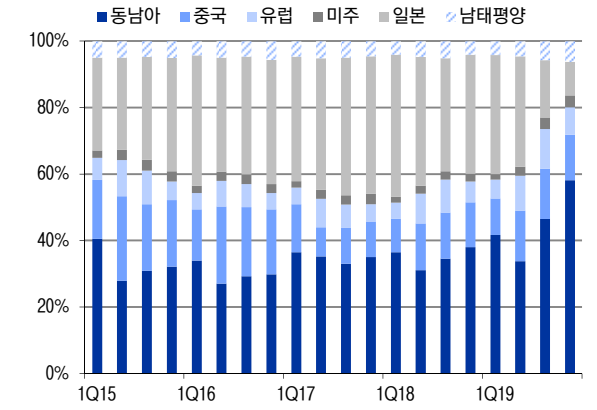
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 연간 패키지 송출객수 & YoY



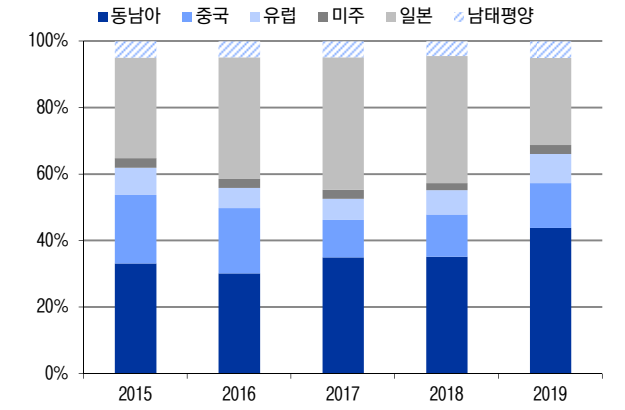
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 분기별 지역별 패키지 송출객수 비중



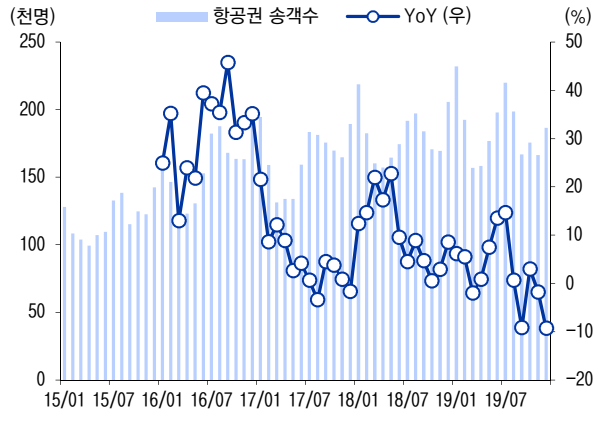
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 연간 지역별 패키지 송출객수 비중



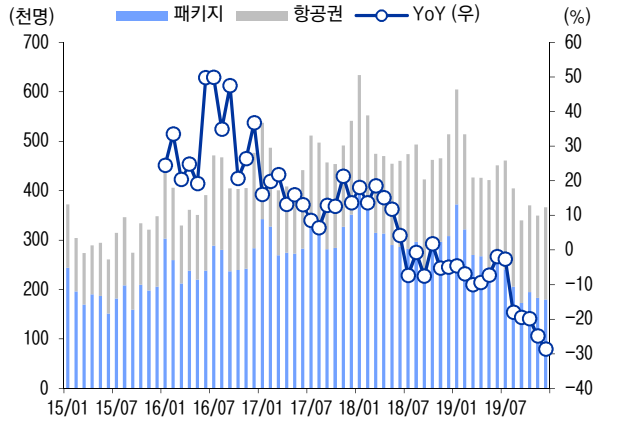
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 월별 항공권 송객수 & YoY



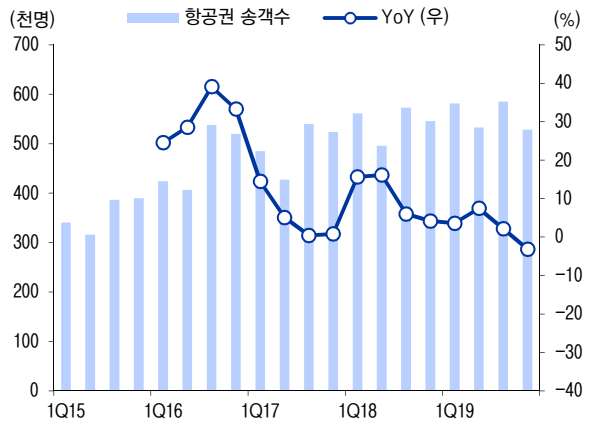
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 월별 패키지 (+) 항공권 총송객수 & YoY



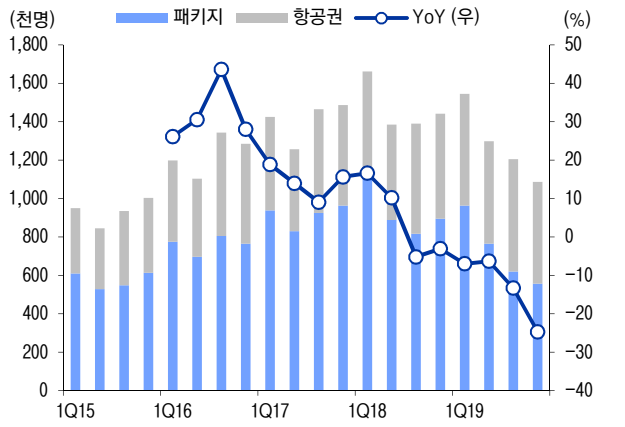
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 분기별 항공권 송객수 & YoY



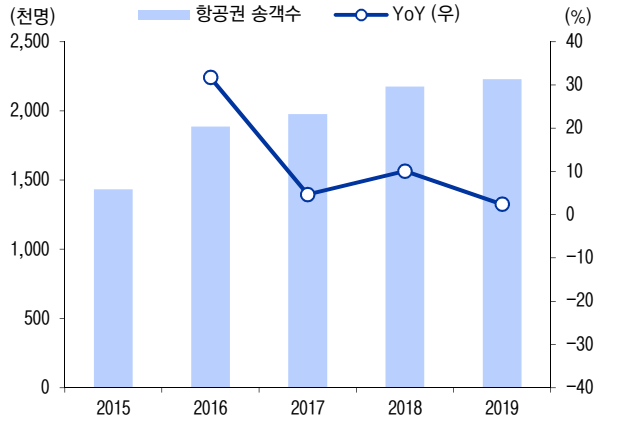
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 분기별 패키지 (+) 항공권 총송객수 & YoY



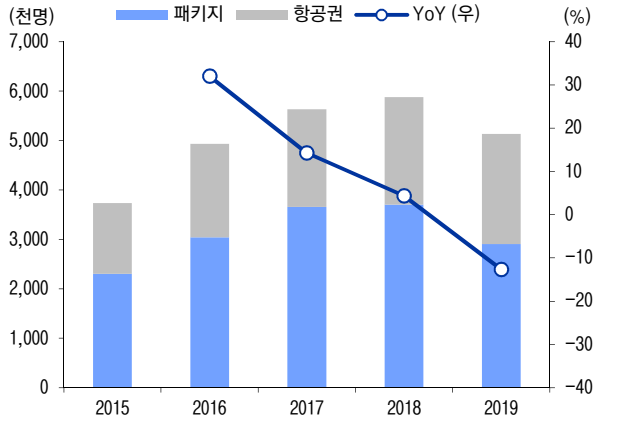
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 연간 항공권 송객수 & YoY



자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 연간 패키지 (+) 항공권 총송객수 & YoY

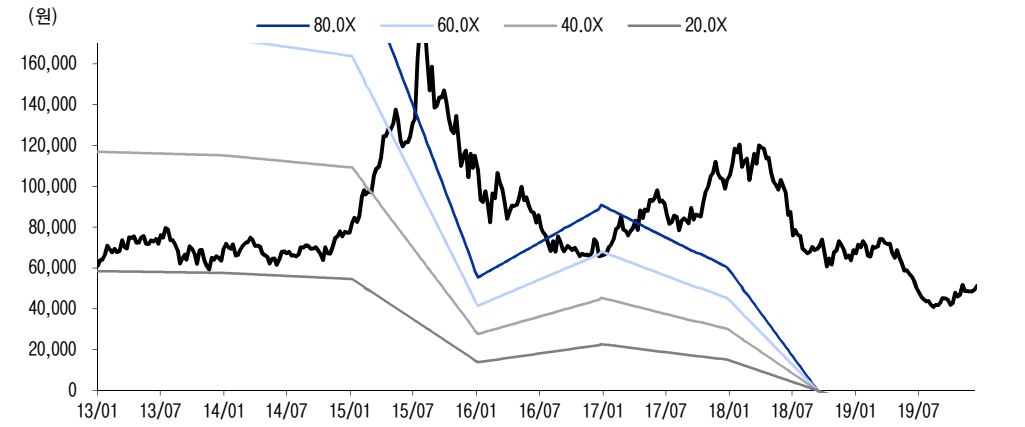


자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 및 밸류에이션

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 7만원을 제시하며 커버리지를 개시하도록 한다. 목표주가 70,000원은 영업 정상화가 풀로 반영되는 내년 EPS에 Target PER 33배를 적용하여 산정하였다. 1) 업황이 저점을 통과 중인 점, 2) 메이저 사모펀드로 최대주주가 변경되며 유입자금이 온라인 강화에 투자되는 점을 감안하고 동사 역사적 PER 밴드 범위를 고려할 때 Target PER는 적정하다는 판단이다.

그림47 하나투어 PER 밴드차트



자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 하나투어 PBR 밴드차트

자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

하나투어 (039130)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	455	498	471	526	581
현금 및 현금성자산	228	158	120	150	181
매출채권 및 기타채권	101	100	107	119	129
재고자산	57	53	46	51	55
기타유동자산	68	187	198	206	215
비유동자산	173	218	500	460	428
관계기업투자등	18	11	15	15	16
유형자산	83	110	350	299	258
무형자산	14	22	38	44	49
자산총계	**628**	**716**	**972**	**985**	**1,009**
유동부채	362	414	471	487	504
매입채무 및 기타재무	110	116	108	120	130
단기금융부채	17	75	175	172	170
기타유동부채	235	223	187	195	203
비유동부채	20	63	278	277	275
장기금융부채	8	48	268	266	264
기타비유동부채	12	15	10	10	11
부채총계	**382**	**476**	**749**	**764**	**779**
지배주주지분	209	200	183	182	191
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	115	111	111	111	111
이익잉여금	127	118	101	100	109
비지배주주지분(연결)	37	40	39	39	39
자본총계	**246**	**240**	**222**	**221**	**230**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**804**	**828**	**777**	**803**	**875**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**804**	**828**	**777**	**803**	**875**
판매비 및 관리비	763	803	766	777	835
영업이익	**41**	**25**	**11**	**26**	**40**
(EBITDA)	62	47	85	97	103
금융손익	3	0	-18	-4	-3
이자비용	1	1	10	10	10
관계기업등 투자손익	-2	0	-2	-4	-4
기타영업외손익	-4	-2	2	-1	-1
세전계속사업이익	**38**	**22**	**-7**	**17**	**32**
계속사업법인세비용	25	12	-1	4	8
계속사업이익	13	11	-6	13	23
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**13**	**11**	**-6**	**13**	**23**
지배주주	13	9	-4	13	23
총포괄이익	**9**	**13**	**-6**	**13**	**23**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	5.1	3.0	1.5	3.2	4.5
EBITDA 마진률 (%)	7.7	5.7	10.9	12.1	11.8
당기순이익률 (%)	1.6	1.3	-0.7	1.7	2.7
ROA (%)	2.3	1.3	-0.4	1.4	2.3
ROE (%)	6.6	4.3	-1.9	7.3	12.5
ROIC (%)	n/a	n/a	3.7	5.5	9.1

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**66**	**20**	**28**	**90**	**93**
당기순이익(손실)	13	11	-6	13	23
비현금수익비용가감	66	52	103	76	68
유형자산감가상각비	16	18	69	63	54
무형자산상각비	4	4	4	8	9
기타현금수익비용	4	2	30	4	4
영업활동 자산부채변동	2	-14	-58	1	1
매출채권 감소(증가)	-18	-3	-4	-12	-11
재고자산 감소(증가)	-1	5	8	-5	-5
매입채무 증가(감소)	2	-4	-2	12	11
기타자산, 부채변동	19	-11	-61	6	6
투자활동 현금	**-22**	**-131**	**-55**	**-41**	**-43**
유형자산처분(취득)	-21	-12	-5	-12	-14
무형자산 감소(증가)	-4	-7	-24	-14	-14
투자자산 감소(증가)	-3	-108	-21	-11	-11
기타투자활동	6	-4	-5	-4	-4
재무활동 현금	**33**	**37**	**-13**	**-19**	**-18**
차입금의 증가(감소)	7	57	1	-5	-4
자본의 증가(감소)	-17	-18	-14	-14	-14
배당금의 지급	17	18	14	14	14
기타재무활동	43	-2	0	0	0
현금의 증가	**72**	**-71**	**-38**	**30**	**32**
기초현금	156	228	158	120	150
기말현금	228	158	120	150	181

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	86.5	87.0	-176.6	47.2	26.9
P/B	5.7	4.0	3.6	3.6	3.5
EV/EBITDA	15.7	13.3	9.8	8.1	7.3
P/CF	15.2	12.7	6.8	7.4	7.2
배당수익률 (%)	1.5	1.9	2.3	2.3	2.3
성장성 (%)					
매출액	35.1	3.0	-6.1	3.2	9.0
영업이익	96.4	-39.5	-54.4	127.4	53.9
세전이익	60.0	-41.7	적전	흑전	82.4
당기순이익	71.8	-18.1	적전	흑전	75.3
EPS	64.1	-33.6	적전	흑전	75.3
안정성 (%)					
부채비율	155.6	198.5	336.7	345.0	338.0
유동비율	125.5	120.3	100.1	107.9	115.3
순차입금/자기자본(x)	-92.9	-70.7	77.6	59.6	38.9
영업이익/금융비용(x)	56.5	19.8	1.1	2.6	4.0
총차입금 (십억원)	26	123	444	439	435
순차입금 (십억원)	-228	-170	173	132	90
주당지표(원)					
EPS	1,191	791	-322	1,205	2,113
BPS	17,984	17,206	15,764	15,674	16,449
CFPS	6,781	5,428	8,388	7,694	7,881
DPS	1,500	1,300	1,300	1,300	1,300

자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

모두투어 (080160)

2020. 1. 20 | 미디어/엔터/레저

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

일본 영향 낮아진 가운데, 고개를 드는 예약률

Buy (initiate)

목표주가 25,000 원
현재주가 18,150 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

4분기 적자 불가피하나, 일본 없이도 경쟁사 대비 빠른 흑전 가능

4 분기 실적은 매출액 692 억원(YoY −8.8%), 영업손실 28 억원(YoY 적자전환)으로 예상되어 시장기대치를 소폭 하회할 전망이다. 일본 송출객수가 10 월 −94%에서 12 월 −85%로 숫자 상 개선되었으나 여전히 80%가 넘는 감소를 보였다. 전체 송출객수는 10~11 월 12~13% 감소에서 12 월 2% 감소로 눈에 띄게 개선되었는데 이는 동남아와 남태평양이 20~50%대 상승한 점에 기인한다. 일본 송출객수 의존도가 2%로 낮아져 있어, 견조한 전체 여행 수요 하에서 상반기 중 흑전도 가능해 보인다.

동남아 패키지 시장에서 하나투어와의 격차 감소

동사 동남아 송출객수는 3 분기 YoY +7.4%, 4 분기 YoY +15.8%로 급증세를 이어갔다. 2~3 년 전만 해도 하나투어 동남아 패키지 송출객수의 55% 전후였으나, 최근에는 65% 이상 수준으로 상당히 격차를 줄인 것으로 나타난다. 일본 불매 영향으로 주력 여행지로 급부상한 동남아에서 1 위 사업자와 갭을 줄인 점은 긍정적으로 판단된다.

한일관계 개선시 올림픽 직후 특수와 기저 겹친 실적급등 가능

7월 24일부터 도쿄올림픽이 개최되고, 그 이전인 4월 한국에서는 총선이 있다. 즉, 2분기 중 한일 관계 개선의 물꼬를 틀 가능성이 높다고 판단되며 여행 수요 부활시 3분기부터는 전년동기대비 송출객수 급증이 가능한 구조로 판단된다. 1) 일본외 여행 수요는 작년에도 9% 성장했다는 점, 2) 일본도 하반기 개선 여지가 굉장히 높은 점 등 동사의 전방 업황은 분명히 저점을 지났다.

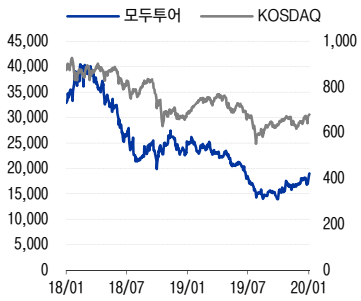
투자의견 매수, 목표주가 25,000원 제시하며 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 25,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 25,000원은 영업 정상화가 풀로 반영되는 내년 EPS에 Target PER 23배(하나투어 대비 30% 할인)를 적용하여 산정하였다. 일본 영향력이 급감하며 12월 송출객수가 회복된 점과 연초 예약률이 플러스로 전환한 점을 감안하면 지금은 역사적 밴드 하단의 동사를 적극 매수할 시점이라 판단한다.

Stock Data

KOSDAQ (1/17)		688.41 pt
시가총액		3,430 억원
발행주식수		18,900 천주
52 주 최고가/최저가		26,150 / 13,950 원
90 일 일평균거래대금		25.98 억원
외국인 지분율		23.4%
배당수익률(19.12E)		1.8%
BPS(19.12E)		6,706 원
KOSDAQ 대비	1 개월	6.3%
	6 개월	3.9%
	12 개월	3.1%
주주구성	우종웅(외 15 인)	15.2%
	JP Morgan Investment	10.1%
	자사주(외 1 인)	5.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	372	34	35	25	1,368	45.3	37	22.3	12.9	4.2	20.8
2018	365	17	16	12	700	-48.8	21	34.4	16.8	3.4	9.3
2019E	301	4	7	4	225	-67.9	13	84.6	23.1	2.8	3.1
2020E	321	17	20	14	809	260.0	22	23.5	12.5	2.7	11.1
2021E	348	23	26	19	1,079	33.4	28	17.6	9.2	2.4	13.7

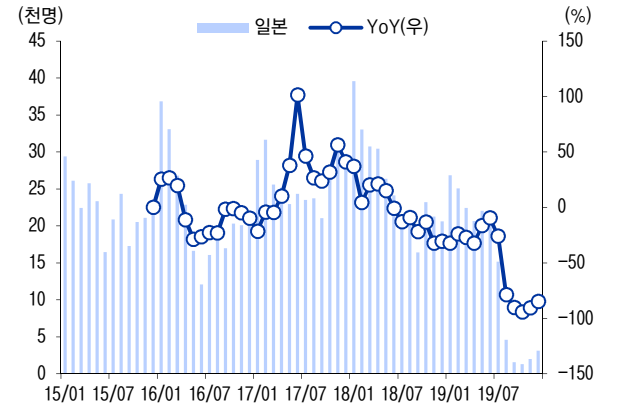
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

일본 영향력 급감하며 12월 패키지 송출객수 YoY -2%까지 회복

동사 일본 패키지 송출객수 비중은 통상 20% 수준에서 현재는 5% 미만으로 떨어졌다. 작년 연간으로도 10%로 하락하여 실적에서 미치는 영향력도 급감한 상태다. 12월까지도 일본 송출객수의 의미 있는 개선은 없었지만, 하나투어와는 다르게 동사는 전체 송출객수에서 YoY -2%라는 뛰어난 성적표를 발표했다. 동남아 송출객수가 12월에만 YoY +22.4% 급증하며 YoY +56.4% 급증한 남태평양과 더불어 전체 송출객수를 견인했다.

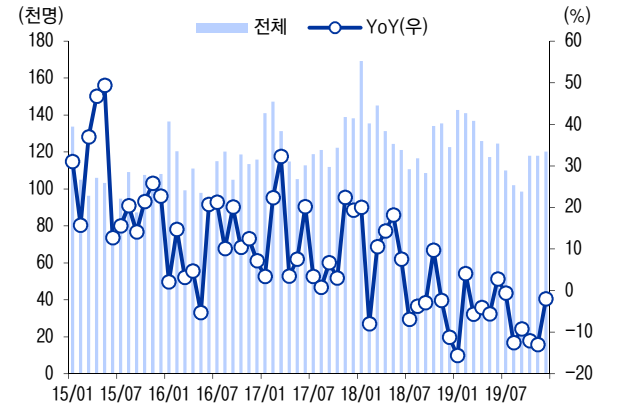
예약률도 1월 -2.8%로 예상되어 양호한 수준을 보이고 있고, 특히 2월은 +11.3%로 가파르게 플러스 전환한 상태를 예측하고 있다. 일본(2시간 거리)에서 동남아/남태평양(3~5시간 거리)으로의 수요 전환이 비교적 매끄럽게 이루어진 결과물로 판단되며, 경쟁사 대비 1개 분기 이상 빠른 턴어라운드가 가능할 전망이다.

그림49 월별 일본 패키지 송출객수 & YoY



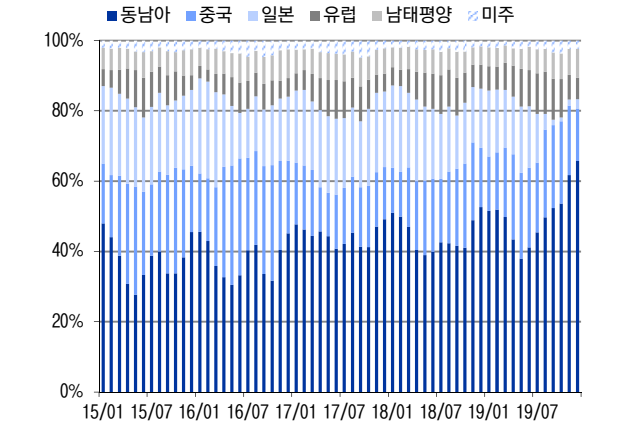
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 월별 전체 패키지 송출객수 & YoY



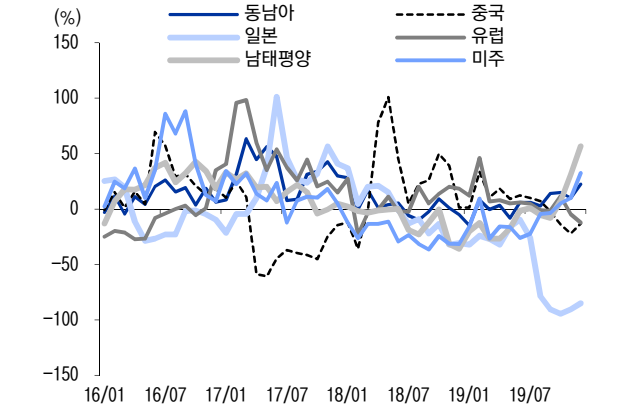
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 월별 지역별 패키지 송출객수 비중



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 월별 지역별 패키지 송출객수 YoY



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

4Q19 & 2020년 실적 전망

4분기 실적은 매출액 692억원(YoY -8.8%), 영업손실 28억원(YoY 적자전환)으로 예상되어 시장기대치를 소폭 하회할 전망이다. 일본 송출객수가 10월 -94%에서 12월 -85%로 숫자 상 개선되었으나 여전히 80%가 넘는 감소를 보였다. 전체 송출객 수는 10~11월 12~13% 감소에서 12월 2% 감소로 눈에 띄게 개선되었는데 이는 동남아와 남태평양이 20~50%대 상승한 점에 기인한다. 일본 송출객수 의존도가 2%로 낮아져 있어, 견조한 전체 여행 수요 하에서 상반기 중 흑전도 가능해 보인다.

2020년 실적은 매출액 3,212억원(YoY +6.6%), 영업이익 170억원(YoY +325%)으로 전망되어, 2018년 이익 체력을 회복할 가능성이 높다고 판단된다. 일본 영업이 점진적으로 회복됨을 가정했지만, 당사 예상보다 다소 늦어지더라도 동사의 경우 동남아를 비롯한 대체상품 비중을 높여둔 상황이라 실적 전망치의 급하향은 제한적일 것으로 전망한다.

표5 모두투어 실적 추이 및 전망(연결 기준)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
영업수익	109.2	82.6	97.3	75.9	92.3	70.6	69.3	69.2	372.1	365.0	301.4	321.2
YoY	*48.0%*	*24.0%*	*33.3%*	*-2.1%*	*-15.5%*	*-14.5%*	*-28.8%*	*-8.8%*	*56.9%*	*-1.9%*	*-17.4%*	*6.6%*
별도	94.3	70.4	82.3	64.1	78.0	57.4	56.0	55.9	326.1	310.9	256.7	273.6
자회사	14.9	12.2	15.0	11.8	14.3	13.2	13.3	13.3	46.0	54.1	44.7	47.6
영업이익	9.5	4.1	2.5	0.6	9.1	-0.2	-2.2	-2.8	33.9	16.6	4.0	17.0
YoY	*-20.1%*	*-45.4%*	*-66.3%*	*-88.1%*	*-4.2%*	*적전*	*적전*	*적전*	*59.7%*	*-51.0%*	*-75.9%*	*325.0%*
별도	10.5	4.6	3.6	2.7	9.3	0.4	-1.3	-1.7	33.8	21.2	5.1	21.7
자회사	-1.0	-0.5	-0.9	-1.9	-0.2	-0.6	-0.9	-1.1	0.1	-4.6	-1.1	-4.7
OPM(%)	8.7%	5.0%	2.6%	0.8%	9.9%	-0.3%	-3.2%	-4.0%	9.1%	4.5%	1.3%	5.3%
별도	11.1%	6.5%	4.4%	4.2%	11.9%	0.7%	-2.3%	-3.0%	10.4%	6.8%	2.0%	7.9%
자회사	-6.7%	-4.1%	-6.0%	-16.1%	-1.4%	-4.5%	-6.8%	-8.3%	0.2%	-8.5%	-2.5%	-9.9%

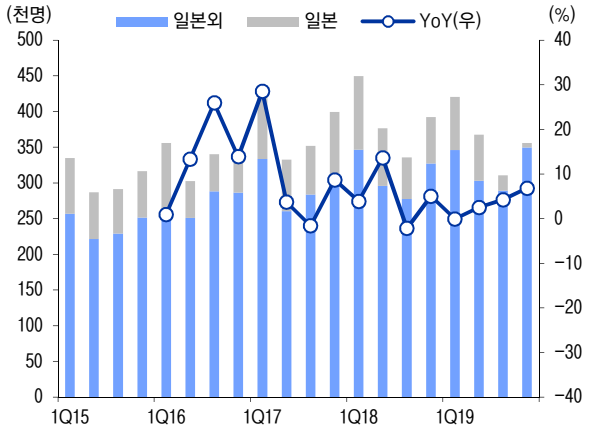
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 모두투어 실적 추이 및 전망(별도 기준)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출	94.3	70.4	82.3	64.1	78.0	57.4	56.0	55.9	326.1	310.9	256.7	273.6
YoY	*46.2%*	*22.9%*	*31.7%*	*-2.1%*	*-17.3%*	*-18.5%*	*-32.0%*	*-12.8%*	*32.5%*	*-4.7%*	*-17.4%*	*6.6%*
항공권판매	5.0	3.5	4.0	4.1	4.1	3.9	4.7	4.7	17.5	16.7	13.8	14.7
해외여행알선	77.2	57.7	67.8	50.9	64.4	43.7	44.7	44.7	266.0	253.6	209.4	223.2
기타알선	11.8	9.3	10.4	8.8	9.5	9.8	6.5	6.5	42.6	40.6	33.5	35.7
영업이익	10.5	4.6	3.6	2.7	9.3	0.4	-1.3	-1.7	33.8	21.2	5.1	21.7
YoY	*-12.6%*	*-41.3%*	*-59.0%*	*-45.0%*	*-11.4%*	*-91.3%*	*-136.1%*	*163.0%*	*34.7%*	*-37.3%*	*-75.9%*	*325.5%*
OPM(%)	11.1%	6.5%	4.4%	4.2%	11.9%	0.7%	-2.3%	-3.0%	10.4%	6.8%	2.0%	7.9%

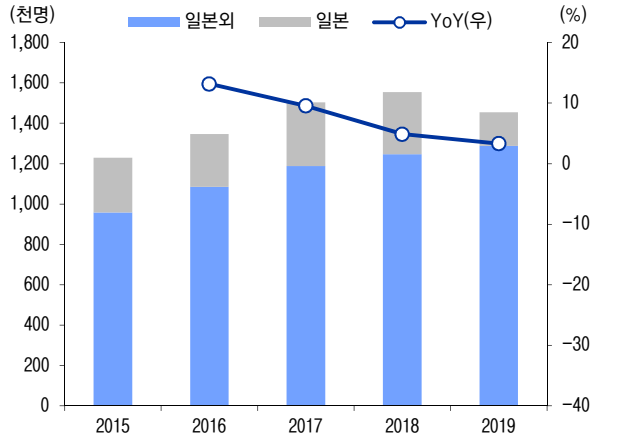
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 분기별 패키지 송출객수 & YoY



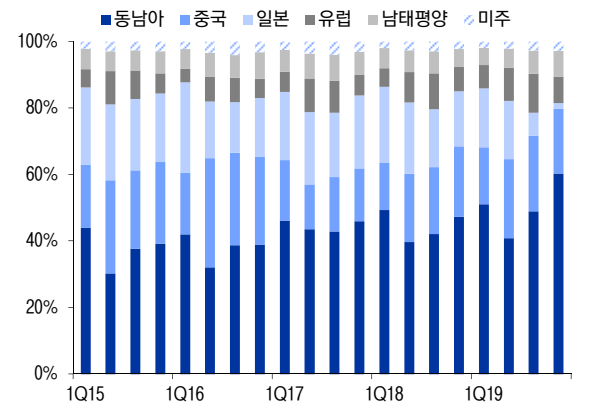
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 연간 패키지 송출객수 & YoY



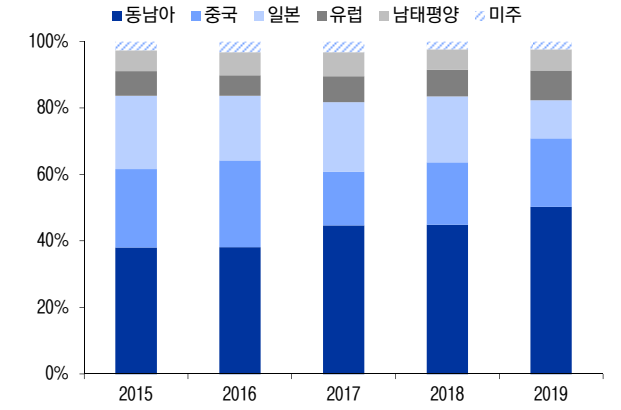
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 분기별 지역별 패키지 송출객수 비중



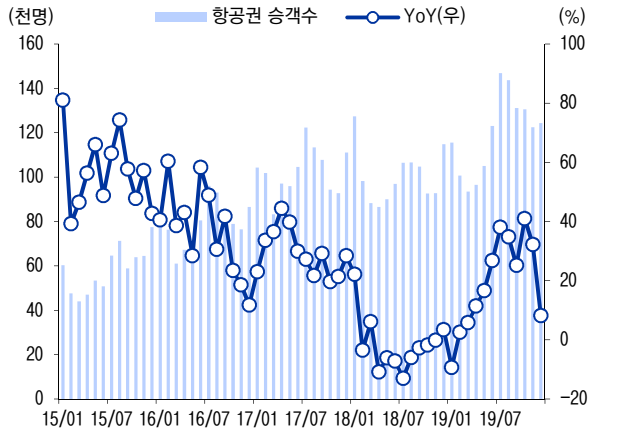
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 연간 지역별 패키지 송출객수 비중



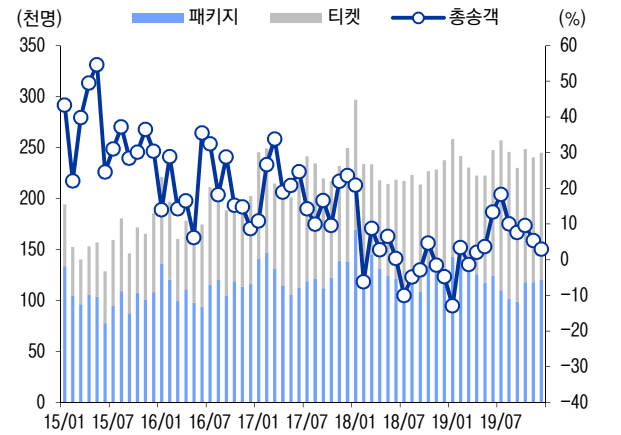
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 월별 항공권 송객수 & YoY



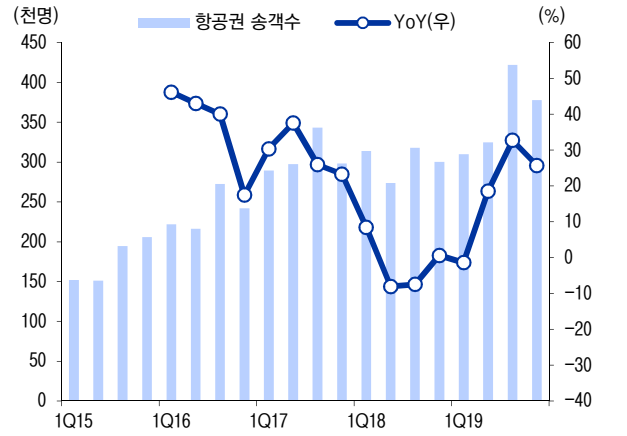
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 월별 패키지 (+) 항공권 총송객수 & YoY



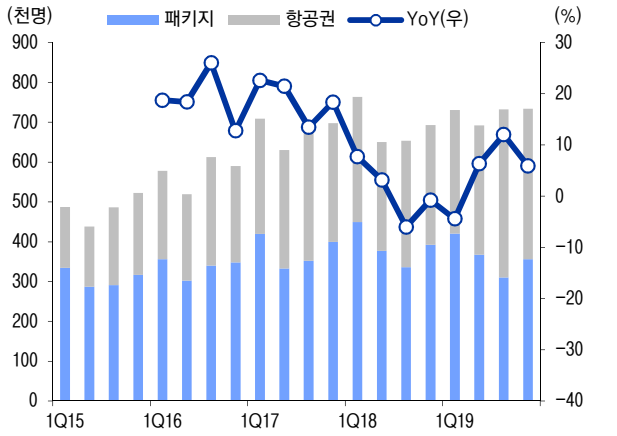
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 분기별 항공권 송객수 & YoY



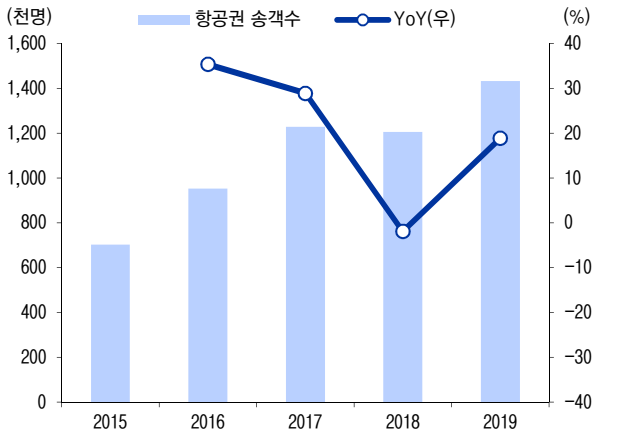
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 분기별 패키지 (+) 항공권 총송객수 & YoY



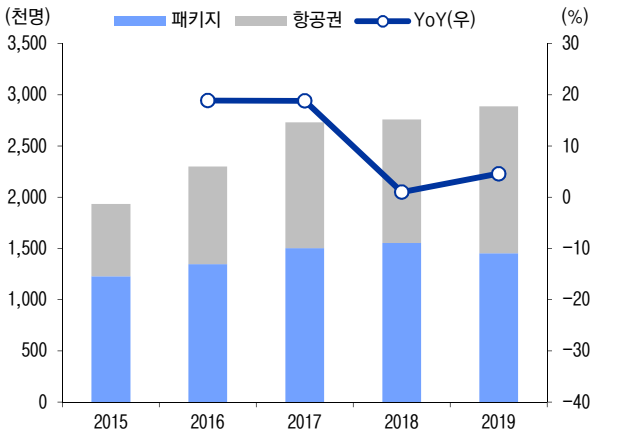
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 연간 항공권 송객수 & YoY



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 연간 패키지 (+) 항공권 총송객수 & YoY

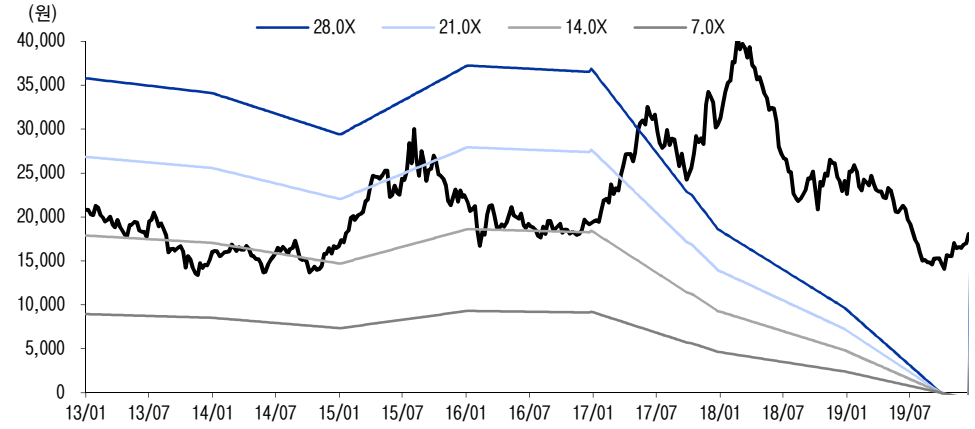


자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 및 밸류에이션

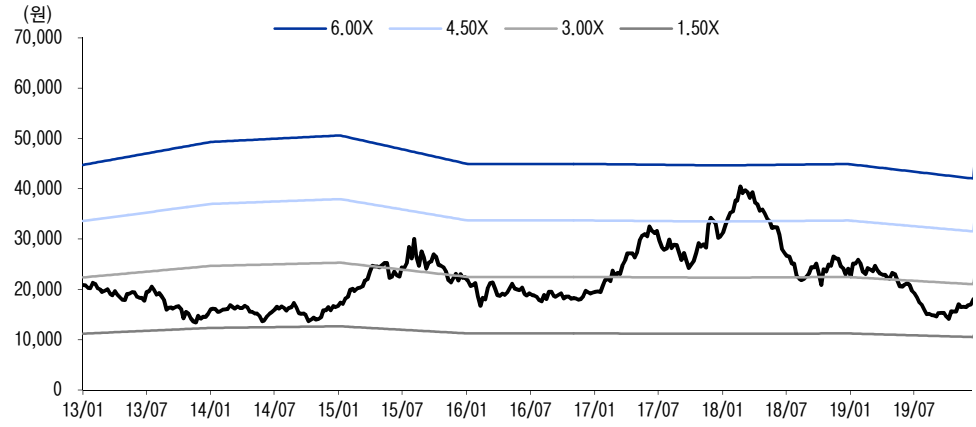
동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 25,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 25,000원은 영업 정상화가 풀로 반영되는 내년 EPS에 Target PER 23배(하나투어 대비 30% 할인)를 적용하여 산정하였다. 일본 영향력이 급감하며 12월 송출객수가 회복된 점과 연초 예약률이 플러스로 전환한 점을 감안하면 지금은 역사적 밴드 하단의 동사를 적극 매수할 시점이라 판단한다.

그림63 모두투어 PER 밴드 차트



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 모두투어 PBR 밴드 차트



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

모두투어 (080160)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	221	201	200	220	241
현금 및 현금성자산	53	57	46	54	65
매출채권 및 기타채권	46	29	32	37	41
재고자산	25	11	13	15	16
기타유동자산	97	104	110	114	119
비유동자산	130	134	175	174	173
관계기업투자등	9	9	11	11	12
유형자산	100	101	141	138	136
무형자산	3	1	1	1	0
자산총계	**351**	**335**	**375**	**394**	**414**
유동부채	153	147	142	154	162
매입채무 및 기타재무	60	45	53	62	67
단기금융부채	15	23	9	9	9
기타유동부채	77	78	80	83	87
비유동부채	33	27	79	77	75
장기금융부채	30	24	76	74	72
기타비유동부채	3	3	3	3	3
부채총계	**186**	**173**	**221**	**231**	**238**
지배주주지분	136	133	127	135	148
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	29	29	29	29	29
이익잉여금	116	120	118	126	139
비지배주주지분(연결)	28	28	28	28	28
자본총계	**164**	**161**	**155**	**163**	**176**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**372**	**365**	**301**	**321**	**348**
매출원가	94	87	59	77	83
매출총이익	**278**	**278**	**242**	**245**	**265**
판매비 및 관리비	244	261	238	228	242
영업이익	**34**	**17**	**4**	**17**	**23**
(EBITDA)	37	21	13	22	28
금융손익	-1	2	0	-1	-1
이자비용	0	1	3	3	3
관계기업등 투자손익	3	0	2	3	3
기타영업외손익	-1	-3	1	1	1
세전계속사업이익	**35**	**16**	**7**	**20**	**26**
계속사업법인세비용	9	6	3	5	7
계속사업이익	26	10	4	14	19
중단사업이익	-1	2	0	0	0
당기순이익	**25**	**12**	**4**	**14**	**19**
지배주주	25	13	4	14	19
총포괄이익	**25**	**12**	**4**	**14**	**19**
매출총이익률 (%)	74.6	76.2	80.3	76.2	76.2
영업이익률 (%)	9.1	4.6	1.3	5.3	6.7
EBITDA 마진률 (%)	9.9	5.6	4.2	6.9	8.2
당기순이익률 (%)	6.7	3.3	1.3	4.5	5.5
ROA (%)	8.9	3.7	1.1	3.8	4.8
ROE (%)	20.8	9.3	3.1	11.1	13.7
ROIC (%)	n/a	21.5	3.9	16.9	25.1

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**38**	**34**	**12**	**22**	**26**
당기순이익(손실)	25	12	4	14	19
비현금수익비용가감	11	12	13	3	3
유형자산감가상각비	2	4	8	5	5
무형자산상각비	1	0	0	0	0
기타현금수익비용	-1	-5	5	-2	-2
영업활동 자산부채변동	11	18	-2	4	4
매출채권 감소(증가)	-11	19	0	-5	-3
재고자산 감소(증가)	-16	14	-2	-2	-1
매입채무 증가(감소)	15	-16	3	9	5
기타자산, 부채변동	23	1	-2	3	3
투자활동 현금	**-54**	**-18**	**-29**	**-6**	**-6**
유형자산처분(취득)	-4	-3	-27	-3	-3
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-38	-13	0	-2	-2
기타투자활동	-12	-2	-2	-1	-1
재무활동 현금	**11**	**-13**	**5**	**-8**	**-8**
차입금의 증가(감소)	2	2	16	-2	-2
자본의 증가(감소)	10	-9	-5	-6	-6
배당금의 지급	7	9	6	6	6
기타재무활동	0	-7	-6	0	0
현금의 증가	**-5**	**4**	**-11**	**8**	**12**
기초현금	58	53	57	46	54
기말현금	53	57	46	54	65

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	22.3	34.4	84.6	23.5	17.6
P/B	4.2	3.4	2.8	2.7	2.4
EV/EBITDA	12.9	16.8	23.1	12.5	9.2
P/CF	16.0	19.0	20.7	20.8	16.4
배당수익률 (%)	1.5	1.5	1.8	1.8	1.8
성장성 (%)					
매출액	56.9	-1.9	-17.4	6.6	8.5
영업이익	68.6	-51.1	-76.2	330.4	37.2
세전이익	51.6	-54.6	-58.1	196.7	33.4
당기순이익	56.8	-51.1	-67.2	262.7	33.4
EPS	45.3	-48.8	-67.9	260.0	33.4
안정성 (%)					
부채비율	113.2	107.6	142.9	142.0	135.3
유동비율	144.7	136.8	141.5	143.2	148.3
순차입금/자기자본(x)	-60.3	-67.5	-42.5	-49.0	-55.6
영업이익/금융비용(x)	82.0	11.9	1.4	4.9	7.0
총차입금 (십억원)	45	47	85	83	81
순차입금 (십억원)	-99	-109	-66	-80	-98
주당지표(원)					
EPS	1,368	700	225	809	1,079
BPS	7,208	7,056	6,706	7,141	7,832
CFPS	1,907	1,270	919	913	1,160
DPS	450	350	350	350	350

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

인터파크 (108790)

2020. 1. 20 | 미디어/엔터/레저

티켓·투어로 턴어라운드! 추가 성장은 고민

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

NR

목표주가	NR
현재주가	5,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

전년 영업이익 160~170억원으로 정상 이익 회귀

동사 2019년 실적은 영업이익 160~170억원(4분기 40~50억원)으로 시장기대치를 충족하며, 2017년 수준을 회복할 전망이다. 연간으로는 투어가 하반기 일본 불매 영향이 있었지만, 견조한 티켓 실적과 쇼핑/도서 부문의 구조적 턴어라운드 효과로 실적은 빠르게 회복된 것으로 판단된다. 4분기 실적은 티켓 성수기 효과가 반영되며 영업이익 40~50억원을 예상한다.

투어 내 일본비중 10%로 실적 영향은 제한적

투어 거래액 가운데 일본 비중은 해외항공권(전체 거래액의 50%)의 15%, 패키지(전체 거래액의 15~20%)의 10~15%로 합산시 10% 초반대로 파악된다. 동사는 자유여행 중심의 믹스로 해외항공권 거래액 비중이 절반 이상을 차지하고 있어 패키지 취소가 주를 이루는 일본 불매로부터 직접적인 실적 타격은 제한적인 상황이라 판단한다.

티켓부문 압도적 시장점유율과 솔루션 수출도 가시권

국내 전체 공연시장(뮤지컬, 콘서트, 스포츠, 전시회 등)에서 동사 티켓 점유율은 70%를 상회하여, 압도적 1위 지위를 유지하고 있다. 아울러 사업부문 영업이익률도 안정적으로 두 자리수를 유지하고 있다. 특히, 콘서트는 80% 이상의 시장점유율을 보유하고 있고 국내 주요 스포츠 이벤트에서도 독점판매를 거의 독식하는 상황이다. 그리고 최근에는 티켓팅 솔루션 수출까지 가시권에 들어오며 빠르게 영역을 확장하고 있다.

영업이익 10배의 현재 시가총액은 매력적

작년 영업이익을 기준으로도 동사의 현재 시가총액은 10배수 수준에 불과해 밸류에이션 상으로는 매력적인 구간에 머물고 있다는 판단이다. 4대 주요 사업부문 가운데 고성장이 가능한 분야가 뚜렷하지 않아, 잠재 성장률이 낮은 점이 동사에 밸류에이션을 낮게 줄 수 밖에 없는 이유라고 보여진다. 그럼에도 티켓의 안정적 성장과 여행의 하반기 회복이 이루어질 전망인 점은 시장의 관심이 요구된다.

Stock Data

KOSDAQ (1/17)		688.41 pt
시가총액		1,658 억원
발행주식수		33,155 천주
52 주 최고가/최저가		6,550/4,740 원
90 일 일평균거래대금		1.51 원
외국인 지분율		3.3%
배당수익률(19.12E)		2.0%
BPS(19.12E)		6,951 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-8.0%
	6 개월	-6.9%
	12 개월	-1.5%
주주구성	인터파크홀딩스	68.5%
	자사주신탁(외 1 인)	2.7%
	자사주(외 1 인)	1.7%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	407	17	15	11	335	373.3	26	68.5	26.4	4.8	8.5
2015	402	23	23	17	518	54.6	33	44.1	20.3	4.4	10.5
2016	466	9	4	3	71	-85.3	19	144.0	14.3	2.0	1.4
2017	483	16	12	9	253	257.7	27	36.7	9.0	1.8	5.0
2018	529	4	-4	-8	-205	적전	16	n/a	3.8	1.1	-4.1

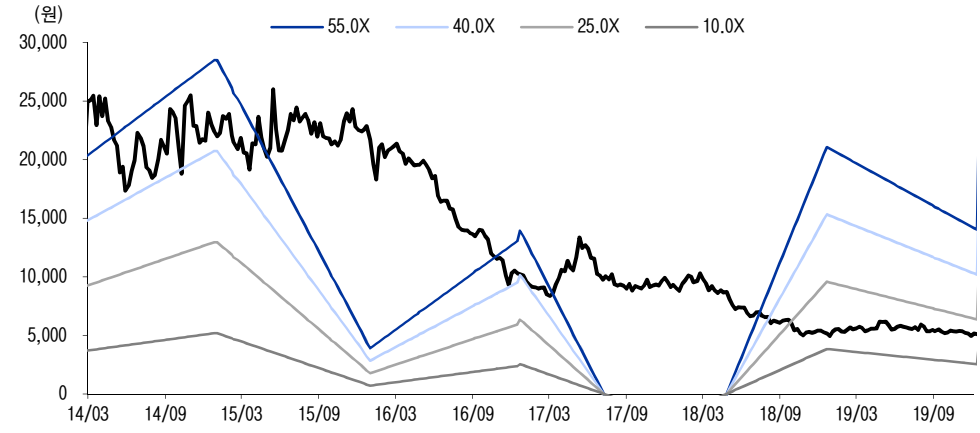
자료: 인터파크, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표7 인터파크 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	126.2	113.8	145.1	143.5	132.3	118.6	126.4	150.0	482.5	528.5	545.1	548.7
YoY	*1.5%*	*7.9%*	*19.7%*	*9.0%*	*4.8%*	*4.2%*	*-12.9%*	*4.5%*	*3.4%*	*9.5%*	*3.1%*	*0.7%*
투어	26.7	24.7	32.0	21.9	25.4	25.5	31.6	26.8	105.5	105.3	110.5	114.7
ENT	29.4	20.7	45.6	49.8	31.3	25.6	27.8	44.5	133.6	145.5	142.1	144.6
쇼핑	22.0	23.1	20.2	22.2	19.7	21.4	19.0	26.0	85.6	87.4	90.2	95.8
도서	47.8	44.9	47.0	47.3	53.6	43.7	45.5	50.4	157.8	187.0	193.0	184.3
영업이익	-2.5	0.7	4.2	2.0	5.1	2.6	4.2	4.8	16.5	4.4	17.3	18.0
YoY	*적전*	*-59.3%*	*105.2%*	*-31.2%*	*흑전*	*273.2%*	*1.0%*	*135.4%*	*76.8%*	*-73.2%*	*292.5%*	*4.0%*
영업이익률(%)	-2.0%	0.6%	2.9%	1.4%	3.8%	2.2%	3.4%	3.2%	3.4%	0.8%	3.2%	3.3%

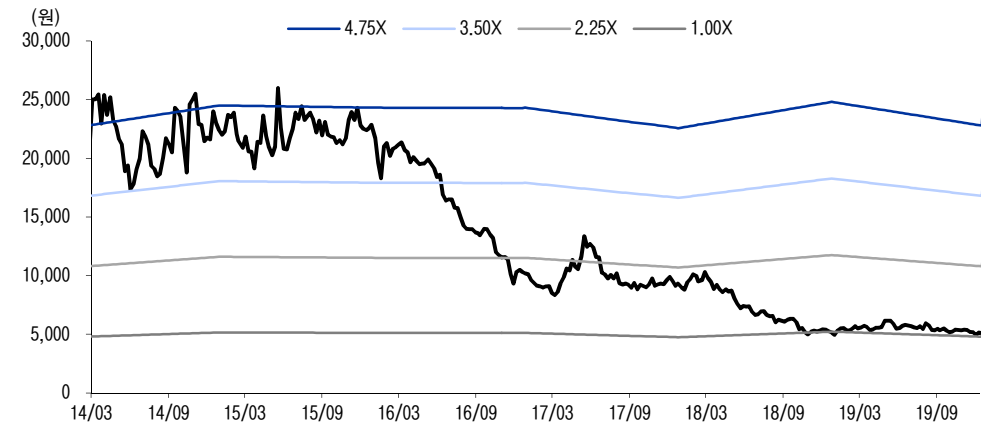
자료: 인터파크, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 인터파크 PER 밴드차트



자료: 인터파크, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 인터파크 PBR 밴드차트



자료: 인터파크, 이베스트투자증권 리서치센터

인터파크 (108790)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	272	311	313	359	397
현금 및 현금성자산	60	71	67	48	80
매출채권 및 기타채권	76	83	89	132	132
재고자산	35	34	40	39	34
기타유동자산	101	124	118	140	151
비유동자산	156	153	155	168	168
관계기업투자등	11	12	10	8	4
유형자산	44	44	46	47	53
무형자산	89	85	83	87	81
자산총계	**428**	**465**	**467**	**527**	**564**
유동부채	237	262	299	355	405
매입채무 및 기타재무	53	55	66	93	81
단기금융부채	4	4	35	36	42
기타유동부채	180	203	198	226	282
비유동부채	37	33	4	3	3
장기금융부채	37	33	3	2	1
기타비유동부채	0	0	1	1	2
부채총계	**274**	**296**	**303**	**358**	**408**
지배주주지분	154	170	165	170	156
자본금	16	16	17	17	17
자본잉여금	100	97	98	98	97
이익잉여금	42	56	50	55	45
비지배주주지분(연결)	-1	0	0	-1	1
자본총계	**154**	**169**	**165**	**169**	**157**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	**407**	**402**	**466**	**483**	**529**
매출원가	250	207	245	263	308
매출총이익	**158**	**195**	**222**	**219**	**220**
판매비 및 관리비	141	172	213	203	216
영업이익	**17**	**23**	**9**	**16**	**4**
(EBITDA)	26	33	19	27	16
금융손익	-1	0	-1	-1	0
이자비용	2	2	3	1	2
관계기업등 투자손익	0	-1	3	-2	-4
기타영업외손익	0	1	-7	-1	-4
세전계속사업이익	**15**	**23**	**4**	**12**	**-4**
계속사업법인세비용	4	6	2	4	4
계속사업이익	11	17	3	9	-8
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**11**	**17**	**3**	**9**	**-8**
지배주주	11	17	2	8	-7
총포괄이익	**11**	**17**	**3**	**8**	**-8**
매출총이익률 (%)	39	49	48	45	42
영업이익률 (%)	4	6	2	3	1
EBITDA 마진률 (%)	6	8	4	6	3
당기순이익률 (%)	2.7	4.1	0.5	1.8	-1.4
ROA (%)	2.7	3.8	0.5	1.7	-1.2
ROE (%)	8.5	10.5	1.4	5.0	-4.1
ROIC (%)	16.2	21.8	7.2	13.1	4.8

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	**10**	**29**	**-5**	**26**	**64**
당기순이익(손실)	11	17	3	9	-8
비현금수익비용가감	19	18	13	17	24
유형자산감가상각비	4	5	5	5	7
무형자산상각비	4	4	5	5	5
기타현금수익비용	0	-1	-3	2	2
영업활동 자산부채변동	-13	0	-15	3	55
매출채권 감소(증가)	-31	21	17	-5	6
재고자산 감소(증가)	6	1	-6	4	6
매입채무 증가(감소)	-9	5	-2	-3	1
기타자산, 부채변동	21	-28	-24	7	42
투자활동 현금	**-23**	**-13**	**7**	**-42**	**-26**
유형자산처분(취득)	-6	-1	-7	-6	-10
무형자산 감소(증가)	-7	-1	-2	-4	-1
투자자산 감소(증가)	-7	-12	12	-19	-14
기타투자활동	-3	1	4	-13	-1
재무활동 현금	**25**	**-5**	**-6**	**-2**	**-6**
차입금의 증가(감소)	-16	-4	1	1	0
자본의 증가(감소)	41	-3	-8	-3	-5
배당금의 지급	0	3	8	3	5
기타재무활동	0	2	1	0	-1
현금의 증가	**11**	**11**	**-4**	**-19**	**32**
기초현금	48	60	71	67	48
기말현금	60	71	67	48	80

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	68.5	44.1	144.0	36.7	(25.2)
P/B	4.8	4.4	2.0	1.8	1.1
EV/EBITDA	26.4	20.3	14.3	9.0	3.8
P/CF	24.7	21.8	21.8	11.8	10.4
배당수익률 (%)	0.4	1.1	1.0	1.6	1.9
성장성 (%)					
매출액	-12.7	-1.3	16.0	3.4	9.5
영업이익	83.9	37.0	-60.3	76.8	-73.2
세전이익	277.0	48.7	-82.2	207.0	적전
당기순이익	338.5	50.8	-84.9	252.3	적전
EPS	373.3	54.6	-86.3	257.7	적전
안정성 (%)					
부채비율	178.3	174.5	184.0	212.2	259.7
유동비율	114.5	118.8	104.7	101.0	98.0
순차입금/자기자본(x)	-38.8	-49.7	-41.6	-40.6	-71.5
영업이익/금융비용(x)	7.4	14.9	3.4	12.1	2.9
총차입금 (십억원)	40	37	38	39	42
순차입금 (십억원)	-60	-84	-69	-68	-112
주당지표(원)					
EPS	335	518	71	253	-205
BPS	4,737	5,158	4,981	5,119	4,712
CFPS	931	1,046	468	791	498
DPS	100	250	100	150	100

자료:인터파크, 이베스트투자증권 리서치센터

JTC (950170)

2020. 1. 20 | 미디어/엔터/레저

도쿄올림픽으로 우호적 전방 & 한일관계 개선可

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

방일한국인 감소를 상쇄한 방일중국인 증가로 상반기 호실적

동사 회계연도 기준 상반기('19.02.01~08.31)는 방일중국인 증가 효과가 방일한국인 감소 효과를 상쇄하며 전년비 실적 급증세를 연출했다. 동기간 매출액은 323억엔(YoY +20.5%), 영업이익 25억엔(YoY +90%)을 기록하며, 연간 가이던스 OP의 80% 이상을 이미 달성했다. FY 3분기('19.09.01~11.30)는 아직 실적 발표 전이지만, 방일외국인수 데이터로 미루어 볼 때 상반기 대비로는 이익증가율이 둔화되지만 양호한 실적이 예상된다.

상반기 1개 출점에 이어 하반기 2개 출점이 완료된 것으로 파악되며, 올해는 한일관계 개선 여부와 시기라는 변수가 있겠지만 전년도에서 이월된 1~2개의 점포 증설은 가까운 시점에 이루어질 것으로 전망된다.

7월 도쿄올림픽, 이후 카지노까지 다수 모멘텀 보유

2020년 7~8월 개최되는 도쿄올림픽 기간에는 단체여행상품의 가격 상승, 개별여행객 수요 급증이 맞물리며 단체 여행객 수요는 다소 위축이 불가피하다. 그러나 올림픽 인프라 활용 측면에서 올림픽이 끝난 9~10월부터 단체 여행객 중심의 수요 급증이 기대된다. 2025년으로 예상하는 일본 내 카지노 개설은 또 한 번의 방일외국인수 격상의 계기가 될 전망이다.

가이던스 상회 가능성↑ & 여전히 PER 13배 수준

상반기 실적(OP 25억엔)과 나쁘지 않았던 3분기 업황, 그리고 전분기비 소폭이나마 개선이 예상되는 4분기를 종합해보면 FY2019 영업이익은 35억엔(390억원)이 가능해 보인다. 동사의 높은 유효세율을 적용해도 당기순이익은 220억원 이상으로 지난 수 개월간 바닥에서의 주가상승에도 여전히 PER 13배로 매력적인 구간이라 판단된다.

NR

목표주가	NR
현재주가	8,570 원

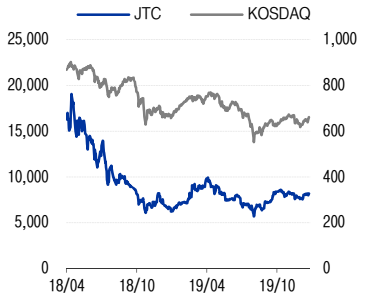
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSDAQ (1/17)		688.41 pt
시가총액		3,000 억원
발행주식수		35,006 천주
52 주 최고가/최저가		9,920 / 5,690 원
90 일 일평균거래대금		7.36 억원
외국인 지분율		9.9%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		6,701 원
KOSDAQ 대비	1 개월	3.0%
	6 개월	9.8%
	12 개월	23.8%
주주구성	구철모(외 9 인)	64.4%
	박영배(외 1 인)	0.2%
	Ura Yoshira(외 1 인)	0.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2015	627	90	91	60	2,399	n/a	93	n/a	n/a	n/a	n/a
2016	533	27	26	15	595	n/a	31	n/a	n/a	n/a	12.4
2017	532	31	31	25	979	n/a	36	n/a	n/a	n/a	18.5
2018	519	23	17	8	301	-69.1	29	28.8	11.5	1.3	4.1

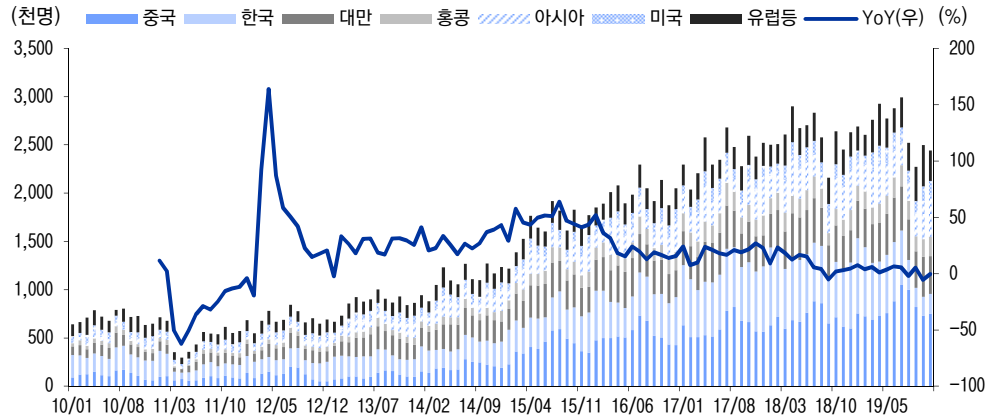
자료: JTC, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

10~11월 방일외국인수 감소세 전환되었지만 폭은 제한적

10월 방일외국인수는 250만명(YoY -5.5%), 11월 244만명(YoY -0.4%)으로 4분기 들어 방일한국인(10월 20만명, 11월 21만명)의 65% 급감이 전체 방문객수에 부정적인 영향을 미친 것은 사실이다. 그러나 방일중국인수가 동기간 각각 73만명(YoY +2.1%), 75만명(YoY +21.6%)으로 전체 방일외국인수를 견인하고 있는 점은 긍정적이다.

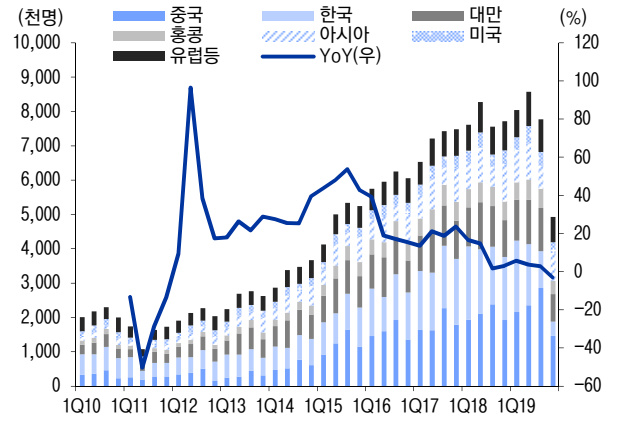
동사 회계연도 3분기(9~11월) 방일외국인수는 721만명(YoY -0.6%)으로 상반기 YoY +3.4% 성장한 것과 비교시 소폭 하락 반전한 것으로 집계된다. 그러나 방일한국인 급감(103만명 감소, YoY -63.2%)을 중국/대만/홍콩이 증가(51만명 증가, YoY +14.5%)하며 일정 부분은 메이크업한 것으로 파악된다. 그리고 동사의 경우 매출 의존도가 방일중국인에 압도적으로 높아 방일외국인수 증감율보다는 호실적이 예상된다.

그림67 방일외국인수 월별 추이



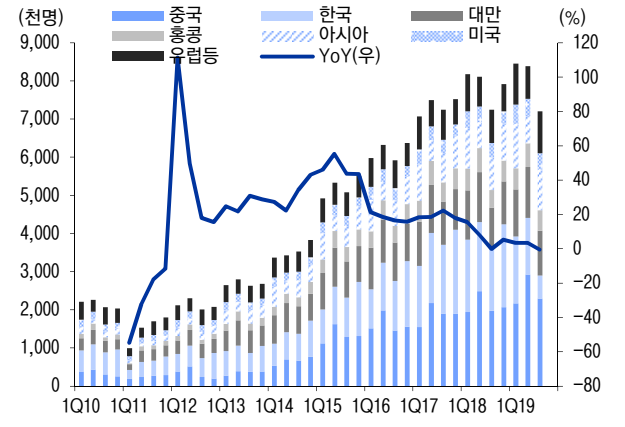
자료: JNTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 방일외국인수 분기별 추이(CY 기준)



자료: JNTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 방일외국인수 분기별 추이(FY 기준)

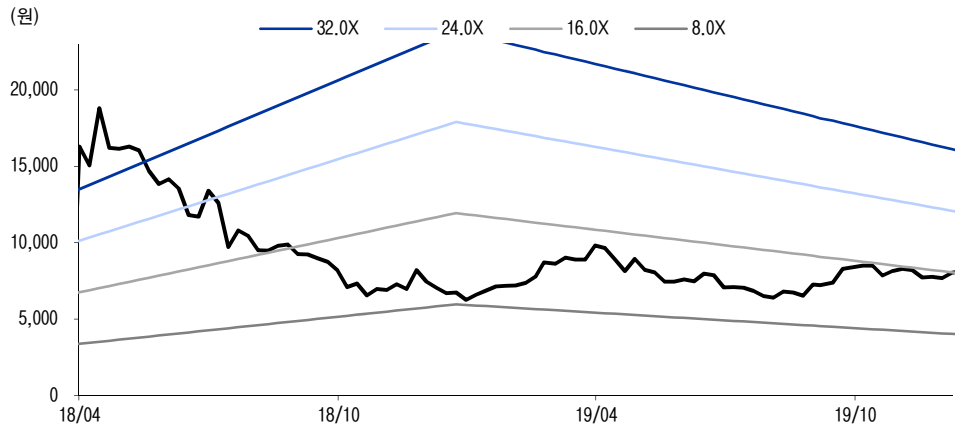


자료: JNTO, 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

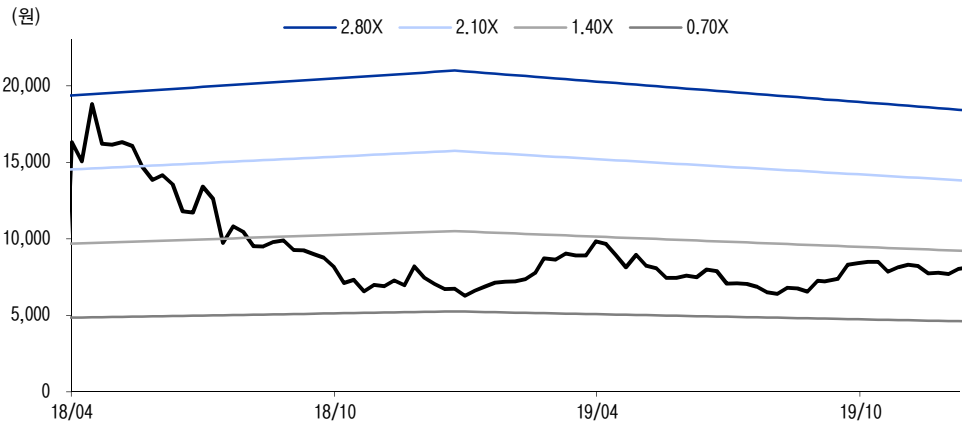
상반기 실적(OP 25억엔)과 나쁘지 않았던 3분기 업황, 그리고 전분기비 소폭이나마 개선이 예상되는 4분기를 종합해보면 FY2019 영업이익은 35억엔(390억원)이 가능해 보인다. 동사의 높은 유효세율을 적용해도 당기순이익은 220억원 이상으로 지난 수 개월간 바닥에서의 주가상승에도 여전히 PER 13배로 매력적인 구간이라 판단된다.

그림70 JTC PER 밴드 차트



자료: JTC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 JTC PBR 밴드 차트



자료: JTC, 이베스트투자증권 리서치센터

JTC (950170)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	n/a	196	172	156	228
현금 및 현금성자산	n/a	42	78	52	103
매출채권 및 기타채권	n/a	31	25	30	29
재고자산	n/a	90	61	58	65
기타유동자산	n/a	33	9	16	23
비유동자산	n/a	57	78	82	133
관계기업투자등	n/a	0	0	0	0
유형자산	n/a	31	42	45	63
무형자산	n/a	0	1	1	13
자산총계	**n/a**	**253**	**250**	**238**	**360**
유동부채	n/a	104	76	58	66
매입채무 및 기타재무	n/a	26	24	31	39
단기금융부채	n/a	10	16	15	10
기타유동부채	n/a	68	36	12	16
비유동부채	n/a	29	53	37	50
장기금융부채	n/a	24	44	28	37
기타비유동부채	n/a	6	9	8	13
부채총계	**n/a**	**134**	**129**	**94**	**116**
지배주주지분	n/a	119	121	144	235
자본금	n/a	7	6	6	49
자본잉여금	n/a	6	6	6	48
이익잉여금	n/a	102	105	128	135
비지배주주지분(연결)	n/a	0	0	0	10
자본총계	**n/a**	**119**	**121**	**144**	**244**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	**n/a**	**627**	**533**	**532**	**519**
매출원가	n/a	151	145	157	159
매출총이익	**n/a**	**476**	**388**	**375**	**360**
판매비 및 관리비	n/a	386	355	344	337
영업이익	**n/a**	**90**	**27**	**31**	**23**
(EBITDA)	n/a	93	31	36	29
금융손익	n/a	0	0	-1	-1
이자비용	n/a	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	n/a	1	0	0	0
기타영업외손익	n/a	0	0	0	0
세전계속사업이익	**n/a**	**91**	**26**	**31**	**17**
계속사업법인세비용	n/a	40	11	6	9
계속사업이익	n/a	50	15	25	8
중단사업이익	n/a	10	0	0	0
당기순이익	**n/a**	**60**	**15**	**25**	**8**
지배주주	n/a	60	15	25	10
총포괄이익	**n/a**	**60**	**15**	**25**	**10**
매출총이익률 (%)	n/a	76	73	70	70
영업이익률 (%)	n/a	14	5	6	4
EBITDA 마진률 (%)	n/a	15	6	7	6
당기순이익률 (%)	n/a	9.6	2.8	4.6	1.5
ROA (%)	n/a	n/a	5.9	10.0	2.7
ROE (%)	n/a	n/a	12.4	18.5	5.5
ROIC (%)	n/a	n/a	14.7	21.5	9.1

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	**n/a**	**12**	**46**	**4**	**13**
당기순이익(손실)	n/a	69	15	25	8
비현금수익비용가감	n/a	41	17	15	25
유형자산감가상각비	n/a	3	4	5	5
무형자산상각비	n/a	0	0	0	0
기타현금수익비용	n/a	-1	0	0	0
영업활동 자산부채변동	n/a	-77	67	1	-9
매출채권 감소(증가)	n/a	-5	11	-5	1
재고자산 감소(증가)	n/a	-69	24	3	-7
매입채무 증가(감소)	n/a	-2	1	7	8
기타자산, 부채변동	n/a	-2	31	-4	-11
투자활동 현금	**n/a**	**-26**	**-32**	**-11**	**-53**
유형자산처분(취득)	n/a	-20	-15	-3	-8
무형자산 감소(증가)	n/a	0	0	0	-12
투자자산 감소(증가)	n/a	-2	1	5	-30
기타투자활동	n/a	-5	-18	-13	-3
재무활동 현금	**n/a**	**10**	**27**	**-18**	**90**
차입금의 증가(감소)	n/a	13	30	-15	10
자본의 증가(감소)	n/a	-3	-3	-3	80
배당금의 지급	n/a	3	3	3	3
기타재무활동	n/a	0	0	0	0
현금의 증가	**n/a**	**-5**	**41**	**-25**	**50**
기초현금	n/a	47	42	78	53
기말현금	n/a	42	82	53	103

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	n/a	n/a	28.8
P/B	n/a	n/a	n/a	n/a	1.3
EV/EBITDA	n/a	(0.1)	(0.6)	(0.3)	11.0
P/CF	n/a	n/a	n/a	n/a	18.6
배당수익률 (%)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)	n/a				
매출액	n/a	n/a	-14.9	-0.1	-2.5
영업이익	n/a	n/a	-70.2	16.8	-26.2
세전이익	n/a	n/a	-71.0	17.3	-45.2
당기순이익	n/a	n/a	-75.2	64.6	-68.0
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	-69.1
안정성 (%)	n/a				
부채비율	n/a	112.3	106.6	65.6	47.6
유동비율	n/a	187.7	226.6	271.1	343.8
순차입금/자기자본(x)	n/a	-8.0	-15.8	-7.8	n/a
영업이익/금융비용(x)	n/a	463.9	99.5	110.1	n/a
총차입금 (십억원)	n/a	34	60	43	n/a
순차입금 (십억원)	n/a	-10	-19	-11	n/a
주당지표(원)	n/a				
EPS	n/a	2,399	595	979	303
BPS	n/a	4,750	4,834	5,741	6,701
CFPS	n/a	2,522	753	1,168	469
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: JTC, 이베스트투자증권 리서치센터

GKL (114090)

2020. 1. 20 | 미디어/엔터/레저

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

견고한 펀더멘털 위에 성장을 재점화하다

단일사업기업으로 탄탄한 재무구조와 안정적 수익성 매력적

동사는 외국인카지노 단일사업을 영위하고 있으며, 한국관광공사가 지분 51%를 보유 중인 공기업 성격이 짙다. 경쟁사와의 가장 큰 차이점은 30%대의 낮은 부채비율에서 보여지는 탄탄한 재무구조, 분기 단위로도 흑자를 지속하는 안정적인 수익성 유지 능력에 있다.

아쉬웠던 성장성 이제는 재점화한다

입국자수가 2018년부터 조금씩이나마 회복되며 2019년에는 외국인 카지노 업황이 완벽한 턴어라운드에 성공했다. 올해는 중국인 VIP 고객수도 회복이 가능한 업황이기에 카지노 매출의 두 자리수 성장(YoY +9.8%)까지도 노려볼 만하다. 경쟁사와 비교시 카지노 외 사업이 거의 없어 추가 성장동력에서 투자매력도가 제한적이라고 볼 수 있지만, 밸류에이션이 훨씬 싸고 투자 안정성이 높은 점은 동사만의 강점이라고 판단한다.

4분기 홀드율 대폭 개선으로 호실적 이어갈 전망

4분기 동사 실적은 매출액 1,311억원(YoY +17.3%), 영업이익 287억원(YoY +254%)으로 고성장 달성과 시장기대치 충족이 동시에 예상된다. 외형 고성장은 드롭액 감소에도 홀드율이 전년비 3%p 이상 크게 개선된 효과에 기인한다. 올해도 외부 환경을 감안시 드롭액과 홀드율에 모두 우호적인 상황으로 이익 개선은 지속될 가능성이 높다고 판단된다.

투자의견 매수, 목표주가 26,000원 제시하며 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 26,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Fwd EPS에 Target PER 18배를 적용하여 산정하였다. 투자의견 매수의 근거로는 1) 중국인 입국자수가 전고점을 회복할만큼 올해는 증가할 가능성이 높아, 외국인 카지노에 우호적인 외부 환경이고, 2) 작년 하반기부터 급격히 개선된 홀드율이 이어지며 증익 속도가 더욱 가파르게 될 가능성이 높은 점으로 요약된다.

Buy (initiate)

목표주가 26,000 원
현재주가 22,250 원

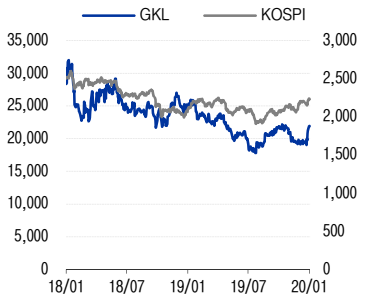
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

Stock Data

KOSPI (1/17)		2,250.57 pt
시가총액		13,763 억원
발행주식수		61,856 천주
52 주 최고가/최저가		25,950 / 17,800 원
90 일 일평균거래대금		29.87 억원
외국인 지분율		7.9%
배당수익률(19.12E)		3.2%
BPS(19.12E)		9,500 원
KOSPI 대비	1 개월	8.6%
	6 개월	12.1%
	12 개월	-18.7%
주주구성	한국관광공사(외 1 인)	51.0%
	국민연금공단(외 1 인)	13.4%
	신영자산운용(외 2 인)	8.3%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	501	108	107	81	1,302	-29.6	124	22.5	10.2	3.4	15.3
2018	480	105	104	78	1,257	-3.5	121	19.8	9.1	2.7	14.2
2019E	491	103	102	74	1,191	-5.2	134	18.5	8.3	2.3	12.8
2020E	539	122	120	90	1,449	21.6	135	15.2	7.9	2.1	14.7
2021E	577	133	132	99	1,598	10.3	147	13.8	7.0	2.0	15.0

자료: GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

4Q19 & 2020년 실적 전망

4분기 실적은 매출액 1,311억원(YoY +17.3%), 영업이익 287억원(YoY +254%)으로 고성장 달성과 시장기대치 충족이 동시에 예상된다. 외형 고성장은 드롭액 감소에도 홀드율이 전년비 3%p 이상 크게 개선된 효과에 기인한다. 올해도 외부 환경을 감안시 드롭액과 홀드율에 모두 우호적인 상황으로 이익 개선은 지속될 가능성이 높다고 판단된다.

2020년 동사 실적은 매출액 5,391억원(YoY +9.8%), 영업이익 1,215억원(YoY +18.3%)으로 외형과 이익 모두 가파르게 성장할 것으로 예상된다. 3~4월 중 한한령 기대감이 높아진 상황에서 이미 작년 중국인 입국자수는 600만명에 근접하며 전고점의 73%까지 회복했다. 우호적인 외부 환경, 내부적인 홀드율 증가로 당분간 외국인 카지노에 대한 실적 성장과 투자 심리는 높은 수준을 유지할 것으로 예상한다.

표8 GKL 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
수익(매출액)	**121.9**	**116.1**	**130.4**	**111.8**	**109.2**	**117.4**	**133.4**	**131.1**	**501.3**	**480.3**	**491.0**	**539.1**
YoY	-2.7%	5.9%	-5.9%	-12.4%	-10.5%	1.0%	2.3%	17.3%	-8.6%	-4.2%	2.2%	9.8%
카지노매출액	122.0	116.7	130.0	113.8	108.2	117.7	134.1	133.1	491.5	482.4	493.1	541.5
YoY	-2.4%	6.1%	-5.7%	-12.5%	-10.6%	1.0%	3.2%	17.0%	-10.2%	-2.9%	2.2%	9.8%
기타	-0.1	-0.6	0.4	2.0	1.0	-0.3	-0.7	-2.0	9.8	-2.1	-2.1	-2.4
YoY	-21.0%	-9.5%	-20.7%	-2.5%	-1.1%	11.7%	-275.0%	-202.3%	-17.6%	-13.8%	2.2%	9.8%
지점별 매출합	122.0	116.7	130.0	113.8	108.2	117.7	134.1	133.1	491.5	482.4	493.1	541.5
서울 강남	50.8	44.5	56.5	43.4	42.9	39.9	48.9.	67.7	198.9	195.1	199.4	219.0
서울 힐튼	47.8	48.5	54.6	52.0	46.6	55.1	64.5	41.2	207.2	202.9	207.4	227.7
부산 롯데	23.4	23.7	18.9	18.4	18.7	22.7	20.7	24.2	85.4	84.4	86.3	94.7
테이블 매출	107.9	101.9	116.1	99.0	94.2	102.0	118.9	119.3	424.3	424.9	434.4	476.9
서울 강남	45.6	39.3	52.1	38.1	37.5	34.5	40.2	66.8	171.5	175.1	179.0	196.5
서울 힐튼	40.8	41.2	47.2	44.8	40.0	47.0	54.8	36.0	176.3	173.9	177.8	195.2
부산 롯데	21.5	21.4	16.8	16.2	16.6	20.6	24.0	16.5	76.5	76.0	77.7	85.3
슬롯머신 매출	14.1	14.8	13.9	14.7	14.1	15.7	15.2	13.8	67.2	57.5	58.8	64.5
서울 강남	5.2	5.1	4.4	5.3	5.4	5.5	5.3	4.3	27.4	20.1	20.5	22.6
서울 힐튼	7.1	7.4	7.4	7.2	6.6	8.2	7.9	6.9	30.9	29.0	29.6	32.6
부산 롯데	1.8	2.3	2.1	2.2	2.1	2.1	2.0	2.4	8.8	8.4	8.6	9.4
매출원가	82.7	74.8	87.7	94.6	84.2	82.9	90.6	89.1	365.2	339.8	346.9	366.6
카지노 콤프	12.1	12.3	13.8	15.4	13.1	13.2	14.4	13.9	64.4	53.5	54.6	57.7
관광진흥기금	11.8	11.3	12.6	10.9	10.5	11.4	12.5	13.2	47.5	46.6	47.6	50.3
개별소비세	3.6	3.4	4.0	2.8	3.2	3.5	3.8	3.6	14.2	13.8	14.1	14.9
영업이익	**31.4**	**34.7**	**30.9**	**8.1**	**17.0**	**26.4**	**30.6**	**28.7**	**108.2**	**105.1**	**102.7**	**121.5**
YoY	8.2%	129.6%	-18.8%	-48.5%	-45.9%	23.8%	-1.0%	254.3%	-28.5%	-2.9%	-2.3%	18.3%
OPM(%)	25.7%	29.9%	23.7%	7.2%	15.6%	22.5%	22.9%	21.9%	21.6%	21.9%	20.9%	22.5%

자료: GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

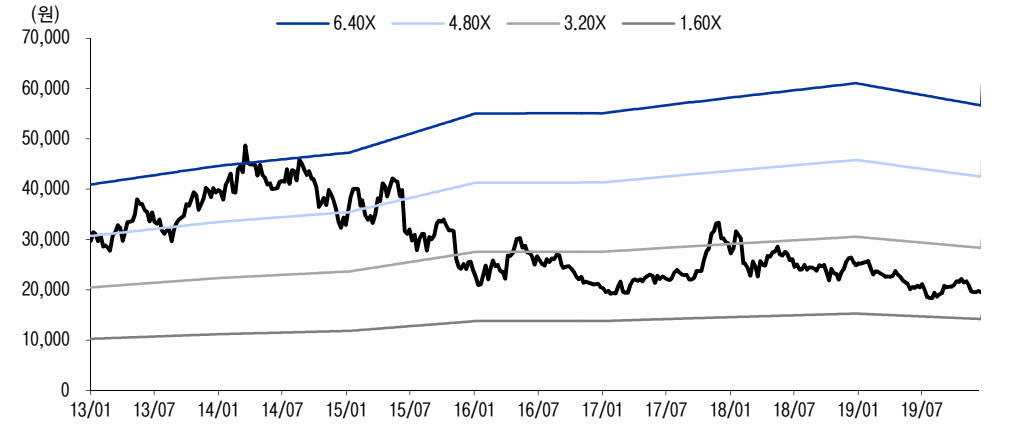
밸류에이션 및 투자의견

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 26,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Fwd EPS에 Target PER 18배를 적용하여 산정하였다. 투자의견 매수의 근거로는 1) 중국인 입국자수가 전고점을 회복할만큼 올해는 증가할 가능성이 높아, 외국인 카지노에 우호적인 외부 환경이고, 2) 작년 하반기부터 급격히 개선된 홀드율이 이어지며 증익 속도가 더욱 가파르게 될 가능성이 높은 점으로 요약된다.

그림72 GKL PER 밴드 차트

자료: GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 GKL PBR 밴드 차트



자료: GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

GKL (114090)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	566	456	373	413	460
현금 및 현금성자산	125	131	138	168	205
매출채권 및 기타채권	10	10	13	14	15
재고자산	2	2	3	3	3
기타유동자산	428	312	219	228	237
비유동자산	166	310	512	525	539
관계기업투자등	1	151	172	179	186
유형자산	93	86	76	71	68
무형자산	9	10	9	9	8
자산총계	**732**	**766**	**885**	**937**	**999**
유동부채	170	169	174	181	187
매입채무 및 기타재무	24	28	30	32	35
단기금융부채	0	0	22	21	20
기타유동부채	146	140	122	127	132
비유동부채	30	35	124	123	123
장기금융부채	0	0	80	78	76
기타비유동부채	30	35	44	46	47
부채총계	**200**	**204**	**297**	**304**	**310**
지배주주지분	532	562	588	633	688
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	480	510	535	581	636
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**532**	**562**	**588**	**633**	**688**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**501**	**480**	**491**	**539**	**577**
매출원가	355	340	347	367	392
매출총이익	**146**	**141**	**144**	**173**	**185**
판매비 및 관리비	38	36	41	51	51
영업이익	**108**	**105**	**103**	**122**	**133**
(EBITDA)	124	121	134	135	147
금융손익	7	10	8	8	8
이자비용	0	0	4	4	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-8	-11	-9	-9	-9
세전계속사업이익	**107**	**104**	**102**	**120**	**132**
계속사업법인세비용	27	26	28	30	33
계속사업이익	81	78	74	90	99
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**81**	**78**	**74**	**90**	**99**
지배주주	81	78	74	90	99
총포괄이익	**80**	**78**	**74**	**90**	**99**
매출총이익률 (%)	29.2	29.3	29.4	32.0	32.0
영업이익률 (%)	21.6	21.9	20.9	22.5	23.1
EBITDA 마진률 (%)	24.8	25.3	27.3	25.1	25.4
당기순이익률 (%)	16.1	16.2	15.0	16.6	17.1
ROA (%)	11.0	10.4	8.9	9.8	10.2
ROE (%)	15.3	14.2	12.8	14.7	15.0
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	54.9	60.9

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**78**	**93**	**97**	**111**	**120**
당기순이익(손실)	81	78	74	90	99
비현금수익비용가감	42	42	53	16	15
유형자산감가상각비	15	16	31	14	13
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-1	0	22	2	2
영업활동 자산부채변동	-23	-2	-21	6	6
매출채권 감소(증가)	1	1	-4	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-11	3	6	3	2
기타자산, 부채변동	-12	-7	-23	5	5
투자활동 현금	**-83**	**-42**	**-26**	**-35**	**-36**
유형자산처분(취득)	-9	-8	-5	-9	-9
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-4	-16	-16
기타투자활동	-73	-33	-16	-10	-11
재무활동 현금	**-61**	**-45**	**-64**	**-47**	**-47**
차입금의 증가(감소)	0	0	-20	-3	-3
자본의 증가(감소)	-62	-45	-44	-44	-44
배당금의 지급	62	45	44	44	44
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**-66**	**6**	**7**	**30**	**36**
기초현금	191	125	131	138	168
기말현금	125	131	138	168	205

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	22.5	19.8	18.5	15.2	13.8
P/B	3.4	2.7	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	10.2	9.1	8.3	7.9	7.0
P/CF	14.7	12.9	10.7	12.9	11.9
배당수익률 (%)	2.5	2.9	3.2	3.2	3.2
성장성 (%)					
매출액	-8.6	-4.2	2.2	9.8	7.0
영업이익	-28.5	-2.9	-2.3	18.3	9.8
세전이익	-28.5	-3.1	-1.9	17.5	10.3
당기순이익	-29.6	-3.5	-5.2	21.6	10.3
EPS	-29.6	-3.5	-5.2	21.6	10.3
안정성 (%)					
부채비율	37.6	36.2	50.6	48.0	45.1
유동비율	333.9	270.3	214.5	228.6	245.8
순차입금/자기자본(x)	-103.1	-77.9	-42.4	-45.9	-49.2
영업이익/금융비용(x)	9,842.4	11,370.0	26.8	33.0	37.5
총차입금 (십억원)	0	0	102	99	96
순차입금 (십억원)	-549	-438	-249	-290	-339
주당지표(원)					
EPS	1,302	1,257	1,191	1,449	1,598
BPS	8,602	9,087	9,500	10,239	11,127
CFPS	1,988	1,930	2,052	1,703	1,841
DPS	730	710	710	710	710

자료: GKL, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

파라다이스 (034230)

2020. 1. 20 | 미디어/엔터/레저

몰려 오는 외국인, 그리고 파라다이스 시티!

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가 27,000 원
현재주가 21,550 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

올해 입국자수 사상 최대치 경신이 유력한 우호적 외부 환경

2019년 입국자수는 한한령 지속, 한일관계 경색이라는 불리한 조건에도 두 자리수 성장에 성공했다. 특히, 중국 입국자수는 작년 600만명에 근접하며 한한령 이전 고점의 75% 수준을 커버했다. 일본도 재차 연간 입국자수 300만명을 돌파하여 2020년 카지노 전방 환경은 호조세를 이어갈 전망이다. 올해 입국자수는 전년비 10% 가량 증가한 1,900만명을 예상한다.

4분기 실적도 시장기대치 충족할 전망

전언한 입국자수 증가세와 하반기 홀드율 증가가 겹치며 동사 실적도 빠르게 개선되고 있다. 4분기 동사 실적은 매출액 2,674억원(YoY +23.5%), 영업이익 215억원(YoY 흑전)으로 시장기대치를 5% 상회할 것으로 예상된다. 매출은 홀드율이 4분기 13%로 전년동기대비 2.6%p 크게 개선된 효과에 기인하며, 콤프를 비롯한 비용은 효율적 수준에서 집행되며 흑자전환에 성공할 것으로 전망한다.

파라다이스 시티가 강력한 중장기 성장 동력

복합 리조트 파라다이스 시티는 2차 오픈 후 매출 급등을 동반하며 전사 연결실적 성장에 가장 크게 기여하고 있다. 2019년에도 복합리조트 매출은 전년비 52% 성장한 것으로 파악되며, 높아진 베이스에도 올해 20%대 이상 성장하며 전사를 견인할 것으로 예상된다. 카지노의 경우 매스고객 비중이 의미 있게 늘어나며 중국인 VIP 감소를 메이크업하고 있는 점은 긍정적이다.

투자의견 매수, 목표주가 27,000원 제시하며 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 27,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Fwd EPS에 Target PER 35배를 적용하여 산정했다. 투자의견 매수 근거는 1) 입국자수가 중/일 증가를 중심으로 올해 사상 최대치가 예상되는 우호적 외부 환경, 2) 카지노 홀드율 증가를 수반한 본업 실적 개선 지속, 3) 복합리조트 고성장세로 요약된다.

Stock Data

KOSDAQ (1/17)		688.41 pt
시가총액		19,598 억원
발행주식수		90,943 천주
52 주 최고가/최저가		21,800 / 13,800 원
90 일 일평균거래대금		125.28 억원
외국인 지분율		7.5%
배당수익률(19.12E)		0.5%
BPS(19.12E)		14,229 원
KOSDAQ 대비	1 개월	5.3%
	6 개월	33.2%
	12 개월	7.9%
주주구성	파라다이스글로벌	46.6%
	자사주(외 1 인)	6.3%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	668	-30	-34	-40	-222	적전	30	-100.2	86.2	2.0	-1.9
2018	788	2	-43	-44	-247	적지	75	-76.3	32.9	1.3	-1.9
2019E	977	61	46	30	360	흑전	161	60.5	18.5	1.5	2.4
2020E	1,064	111	115	63	537	48.9	197	40.6	15.3	1.5	3.5
2021E	1,161	149	154	85	761	33.4	237	30.4	12.8	1.4	4.5

자료: 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

4Q19 & 2020년 실적 전망

전언한 입국자수 증가세와 하반기 홀드율 증가가 겹치며 동사 실적도 빠르게 개선되고 있다. 4분기 동사 실적은 매출액 2,674억원(YoY +23.5%), 영업이익 215억원(YoY 흑전)으로 시장기대치를 5% 상회할 것으로 예상된다. 매출은 홀드율이 4분기 13.1%로 전년동기대비 2.7%p 크게 개선된 효과에 기인하며, 콤프를 비롯한 비용은 효율적 수준에서 집행되며 흑자전환에 성공할 것으로 전망한다.

2020년 동사 실적은 매출액 1조 644억원(YoY +8.9%), 영업이익 1,111억원(YoY +82.1%)으로 두 배에 가까운 증익과 더불어 사상 최대치의 외형과 이익을 기록할 가능성이 높다고 판단된다. 주된 근거로는 중국인 VIP 귀환을 비롯한 본업 이익체력 증가, 파라다이스 시티 고성장 지속으로 리조트 이익 기여 급증으로 요약된다.

표9 파라다이스 실적 추이 및 전망

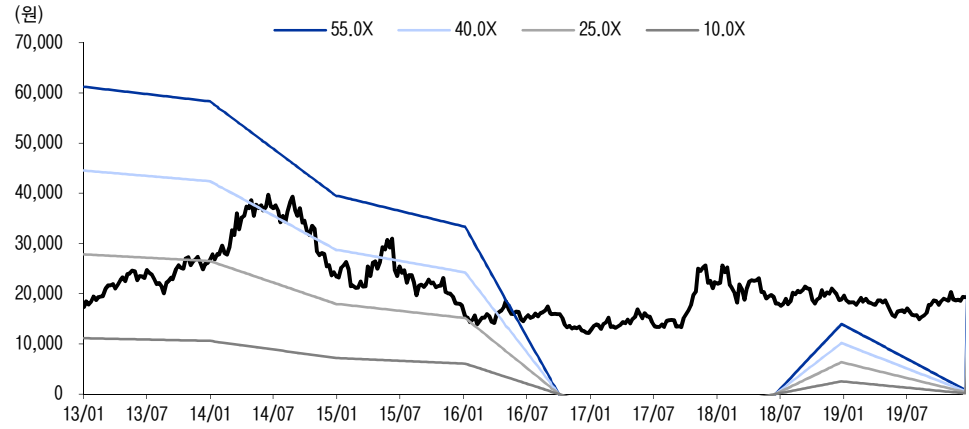
(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	**179.5**	**181.1**	**210.5**	**216.6**	**201.7**	**233.9**	**274.4**	**267.4**	**668.0**	**787.6**	**977.4**	**1,064.4**
YoY	*26.0%*	*29.4%*	*7.3%*	*14.2%*	*12.4%*	*29.2%*	*30.4%*	*23.5%*	*-3.9%*	*17.9%*	*24.1%*	*8.9%*
카지노	92.6	93.5	97.1	104.2	86.7	103.7	107.7	102.5	551.3	387.3	400.6	412.0
Table	81.8	83.4	86.0	93.6	75.3	92.5	94.6	85.3	514.7	344.7	347.7	354.4
Slot	10.8	10.1	11.1	10.6	11.4	11.2	13.1	17.2	36.6	42.6	52.9	57.6
호텔	17.4	19.4	23.1	21.5	19.6	20.4	25.2	25.8	98.7	81.4	91.0	95.0
복합리조트	65.0	64.3	84.3	87.3	90.7	105.8	135.2	131.7	255.2	300.9	463.4	537.1
기타	4.4	3.9	6.0	3.6	4.7	4.0	6.3	7.3	18.0	18.0	22.3	20.3
매출원가	159.2	161.7	180.3	207.9	190.5	200.9	211.3	213.9	598.0	709.0	816.6	851.5
카지노	80.6	80.9	91.3	82.5	81.2	86.9	91.4	126.8	453.4	335.4	386.3	367.9
호텔	17.0	18.8	13.7	25.0	17.4	17.2	18.1	33.1	129.4	74.5	85.8	81.7
복합리조트	58.3	58.6	71.4	96.7	88.7	93.5	98.3	47.8	-	285	328.3	412
기타	3.3	3.3	3.9	3.7	3.2	3.3	3.5	6.2	15.2	14.1	16.2	14.4
판관비	15.5	19.5	19.4	21.8	17.5	28.3	22.1	32.0	100.4	76.2	99.8	101.8
영업이익	**4.8**	**-0.1**	**10.8**	**-13.1**	**-6.3**	**4.7**	**41.1**	**21.5**	**-30.4**	**2.4**	**61.0**	**111.1**
YoY	*흑전*	*적지*	*3.5%*	*적지*	*적전*	*흑전*	*280.0%*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*2,441.7*	*82.1%*
영업이익률	2.7%	-0.1%	5.1%	-6.1%	-3.1%	2.0%	15.0%	8.0%	-4.6%	0.3%	6.2%	10.4%

자료: 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 및 밸류에이션

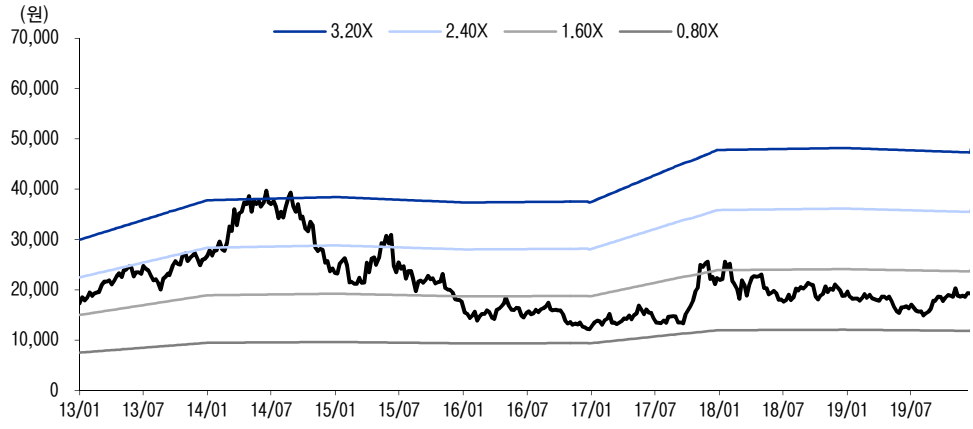
동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 27,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Fwd EPS에 Target PER 35배를 적용하여 산정했다. 투자의견 매수 근거는 1) 입국자수가 중/일 증가를 중심으로 올해 사상 최대치가 예상되는 우호적 외부 환경, 2) 카지노 홀드율 증가를 수반한 본업 실적 개선 지속, 3) 복합리조트 고성장세로 요약된다.

그림74 파라다이스 PER 밴드 차트



자료: 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 파라다이스 PBR 밴드 차트



자료: 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터

파라다이스 (034230)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	345	328	271	223	187
현금 및 현금성자산	172	207	150	100	58
매출채권 및 기타채권	18	27	24	22	24
재고자산	5	7	6	7	7
기타유동자산	149	87	90	94	98
비유동자산	2,091	2,823	3,050	3,149	3,242
관계기업투자등	6	2	1	2	2
유형자산	1,624	2,263	2,298	2,386	2,467
무형자산	290	276	268	259	250
자산총계	**2,435**	**3,151**	**3,320**	**3,371**	**3,429**
유동부채	253	422	475	485	496
매입채무 및 기타재무	50	119	61	66	72
단기금융부채	52	109	225	222	219
기타유동부채	150	194	189	197	205
비유동부채	889	1,103	1,209	1,213	1,207
장기금융부채	822	899	993	988	973
기타비유동부채	67	204	216	225	234
부채총계	**1,142**	**1,525**	**1,684**	**1,698**	**1,703**
지배주주지분	994	1,272	1,294	1,331	1,384
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	295	295	295	295	295
이익잉여금	680	643	665	702	755
비지배주주지분(연결)	299	354	342	342	342
자본총계	**1,293**	**1,626**	**1,636**	**1,673**	**1,726**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**668**	**788**	**977**	**1,064**	**1,161**
매출원가	598	709	817	851	906
매출총이익	**70**	**79**	**161**	**213**	**255**
판매비 및 관리비	100	76	100	102	107
영업이익	**-30**	**2**	**61**	**111**	**149**
(EBITDA)	30	75	161	197	237
금융손익	-20	-28	-45	-45	-44
이자비용	25	33	51	52	51
관계기업등 투자손익	0	-1	31	62	62
기타영업외손익	17	-16	-1	-12	-12
세전계속사업이익	**-34**	**-43**	**46**	**115**	**154**
계속사업법인세비용	6	1	16	52	69
계속사업이익	-40	-44	30	63	85
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-40**	**-44**	**30**	**63**	**85**
지배주주	-19	-21	31	46	61
총포괄이익	**-43**	**271**	**30**	**63**	**85**
매출총이익률 (%)	10.5	10.0	16.5	20.0	22.0
영업이익률 (%)	-4.5	0.3	6.2	10.4	12.8
EBITDA 마진률 (%)	4.5	9.5	16.5	18.5	20.4
당기순이익률 (%)	-6.0	-5.6	3.1	6.0	7.3
ROA (%)	-0.8	-0.8	0.9	1.4	1.8
ROE (%)	-1.9	-1.9	2.4	3.5	4.5
ROIC (%)	-1.3	0.1	1.6	2.3	3.0

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**4**	**106**	**109**	**92**	**107**
당기순이익(손실)	-40	-44	30	63	85
비현금수익비용가감	103	148	134	15	12
유형자산감가상각비	51	63	90	76	79
무형자산상각비	9	10	10	9	9
기타현금수익비용	1	2	34	-71	-76
영업활동 자산부채변동	-27	28	-31	14	11
매출채권 감소(증가)	4	-9	0	2	-2
재고자산 감소(증가)	-3	-1	1	-1	-1
매입채무 증가(감소)	5	7	0	5	6
기타자산, 부채변동	-33	31	-31	7	7
투자활동 현금	**-207**	**-224**	**-143**	**-126**	**-122**
유형자산처분(취득)	-340	-270	-159	-165	-160
무형자산 감소(증가)	0	0	1	0	0
투자자산 감소(증가)	147	66	8	59	59
기타투자활동	-15	-19	7	-20	-20
재무활동 현금	**194**	**151**	**-24**	**-17**	**-27**
차입금의 증가(감소)	165	115	-16	-8	-18
자본의 증가(감소)	28	36	-9	-9	-9
배당금의 지급	26	9	9	9	9
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**-10**	**35**	**-57**	**-50**	**-42**
기초현금	182	172	207	150	100
기말현금	172	207	150	100	58

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	-100.2	-76.3	60.5	40.6	30.4
P/B	2.0	1.3	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	86.2	32.9	18.5	15.3	12.8
P/CF	32.0	16.5	12.1	25.3	20.6
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	-3.9	17.9	24.1	8.9	9.1
영업이익	적전	흑전	2,432.2	82.3	34.0
세전이익	적전	적지	흑전	149.1	33.4
당기순이익	적전	적지	흑전	109.9	33.4
EPS	적전	적지	흑전	48.9	33.4
안정성 (%)					
부채비율	88.3	93.8	102.9	101.5	98.7
유동비율	136.4	77.7	57.0	45.9	37.8
순차입금/자기자본(x)	44.4	45.4	60.9	61.9	61.2
영업이익/금융비용(x)	-1.2	0.1	1.2	2.1	2.9
총차입금 (십억원)	874	1,007	1,218	1,210	1,192
순차입금 (십억원)	574	738	996	1,036	1,056
주당지표(원)					
EPS	-222	-247	360	537	761
BPS	10,932	13,989	14,229	14,638	15,215
CFPS	696	1,142	1,806	862	1,059
DPS	100	100	100	100	100

자료: 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

하나투어 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
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	-15.0		-24.9
2018.12.26		커버리지제외			
2020.01.20	신규	김현용			
2020.01.20	Buy	70,000			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

모두투어 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2018.02.02	Buy	45,000	-10.1		-25.8
2018.08.06	Buy	29,000	-5.3		-18.0
2018.12.26		커버리지제외			
2020.01.20	신규	김현용			
2020.01.20	Buy	25,000			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

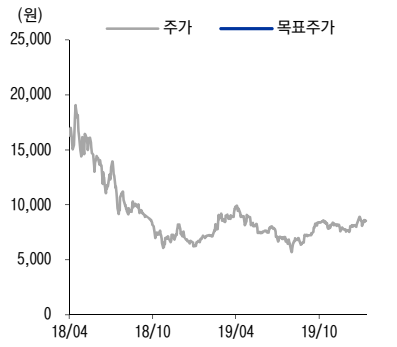
인터파크 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2020.01,20	변경	김현용			
2020.01.20	NR	NR			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

JTC 목표주가 추이

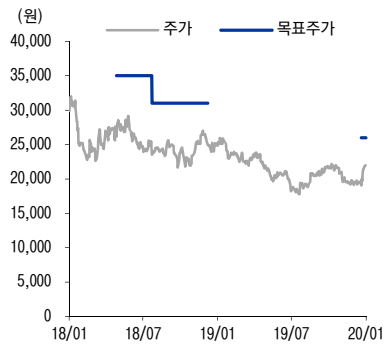


투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2020.01.20	변경	김현용			
2020.01.20	NR	NR			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

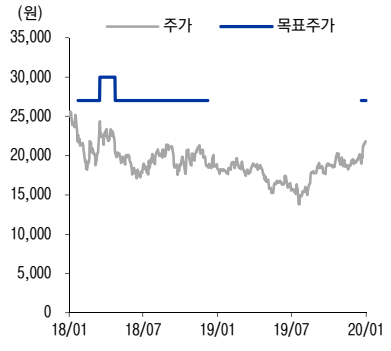
GKL 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2018.05.14	Buy	35,000	-16.7		-25.6						
2018.08.09	Buy	31,000	-12.9		-22.0						
2018.12.26		커버리지제외									
2020.01.20	신규	김현용									
2020.01.20	Buy	26,000									

파라다이스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2018.04.03	Buy	30,000	-18.8		-24.9						
2018.05.11	Buy	27,000	-20.7		-28.0						
2018.12.26		커버리지제외									
2020.01.20	신규	김현용									
2020.01.20	Buy	27,000									

Compliance Notice

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

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 수 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 수 없습니다.

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

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	95.0% 5.0%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2019. 1. 1 ~ 2019. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)