

대한항공 JV로 환승 메리트 강화

Stopover를 카지노 고객으로

2017. 06. 14

키움증권 

키움증권 리서치센터

운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129

bhcho@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751

Jaydenlee@kiwoom.com

Contents

- Part I **중장거리 노선 확대, 인천공항 환승객 증가**
미국 항공사와 JV체결과 제2 여객 터미널 개장 효과
- Part II **Layover 를 Stopover 로**
단기 체류 승객을 카지노 Mass 고객으로
- Part III **관심종목**
대한항공(003490), 파라다이스(034230),
하나투어(039130), 한진칼(180640)



>>> 항공사간 Joint Venture를 통한 장거리 노선 증편으로 Stopover 승객 유입 기대

1) 대한항공과 델타항공과의 JV, 인천-미국 노선뿐 아니라 중국과 동남아 발 환승객 증가로 연결

인천공항 이용객수는 지난 08년 LCC가 운항을 시작한 이후 단거리 내국인 여행객과 중국인 입국자 등을 통해 고성장을 이어가고 있습니다. 여기에 금년 말 제2 여객 터미널 개장과 대한항공과 델타항공의 JV 체결에 따른 장거리 노선 확대 효과를 주목해야 할 것입니다. 양사간의 JV는 대한항공의 미국 노선 경쟁력 강화는 물론이고 미국으로 가려는 중국과 동남아 지역 환승객 유입으로 연결될 수 있기 때문입니다.

2) 늘어날 스톱 오버 고객을 카지노 Mass 고객으로 유치

인천공항 환승객은 지난 12년 이후 6백만명 수준에서 머물러 있습니다. 장거리 노선의 제한적인 증편 외에도 인천공항에서 서울 도심으로 이동이 한시간 이상 소요되고, 공항 주변에는 환승객을 위한 편의 시설이 부족했기 때문입니다. 하지만 미국 노선 편리성 강화가 예상되는 가운데 정부의 72시간 환승객 유치 정책이 공항에서 10분 거리의 파라다이스 시티 개장 맞물리며 하루 이상 체류하는 스톱 오버 고객의 카지노 유입이 기대됩니다.

>>> Top Picks: 대한항공, 파라다이스, 하나투어, 한진칼

- 대한항공(003490): JV를 통해 미주 노선 경쟁력 강화 및 단거리 환승 고객 확대
- 파라다이스(034230): 새로운 Mass 고객 유입에 대한 기대
- 하나투어(039130): M/S와 함께 패키지 고객 비중 주목
- 한진칼(180640): 대한항공과 진에어 가치 정상화

Part | 장거리 노선 확대,
환승객 증가로 연결

미국 항공사와 JV 체결과
제2 여객 터미널 개장 효과



I-1 대한항공과 델타항공과의 JV 설립 추진

◎ 대한항공과 델타항공과의 JV를 통해 노선 및 고객 확대 기대

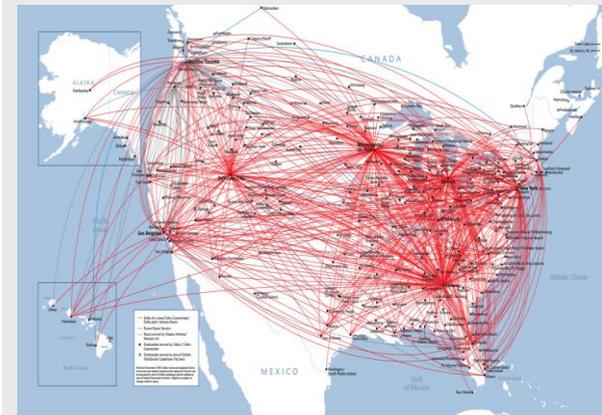
- 대한항공과 델타항공은 지난 3월 태평양 노선 전략적 제휴를 발표했다.
- 아직 구체적인 노선과 지분 교환, 좌석 배분 방법 등은 확정되지 않았지만 기존 스카이팀 얼라이언스 내에서의 관계보다는 강화될 것으로 전망됨.
- 향후 JV가 시행될 경우 한국-미국 노선 외에 미국 내 250여개 도시와 아시아 내 80여개 도시를 연결하는 운항 일정 제공이 기대됨.
- 델타항공은 지난 6월 애틀랜타 신규 취항 발표와 함께 JV 본계약 체결을 위한 협상이 순조롭게 진행되고 있다고 발표했다.

대한항공 미주 노선 현황

지역	공항명
워싱턴 D.C	워싱턴 덜레스 국제공항
뉴욕	뉴욕 존 F. 케네디 국제공항
델러스	델러스 포트워스 국제공항
로스앤젤레스	로스앤젤레스 국제공항
라스베이거스	매캐런 국제공항
샌프란시스코	샌프란시스코 국제공항
시애틀	시애틀 터코마 국제공항
시카고	시카고 오헤어 국제공항
애틀랜타	하츠필드 잭슨 애틀랜타 국제공항
호놀룰루	호놀룰루 국제공항
휴스턴	조지 부시 인터콘티넨털 공항
밴쿠버	밴쿠버 국제공항
토론토	토론토 피어슨 국제공항

자료: 대한항공

델타항공 미국 국내선 노선



자료: 델타항공

1-1 코드쉐어, 항공동맹, 그리고 Joint Venture로 강화

◎ 3대 항공 동맹에서 양자간 JV가 늘어나는 상황

- 전세계 항공업계는 항공사간의 제한적인 코드쉐어, 스카티팀, 스타얼라이언스, 원월드 등의 3대 항공 동맹 체제에서 양자간 JV 설립이 확대되고 있음.
- 코드쉐어는 단순히 좌석만 공유하는 경우가 많고, 항공 동맹이 다른 경우에도 특정 노선에서 진행되고 있음.
- 좌석 공유는 좌석을 블록으로 구입하거나, 항공사간 좌석을 교환하거나, 서로간에 자유롭게 판매하는 경우 등으로 구분됨.
- 항공동맹은 지난 97년 스타얼라이언스 설립 이후 3대 항공 동맹 체제가 이어지고 있고, 최근 LCC들의 항공 동맹 설립도 추진되고 있음.
- 좌석 외에 마일리지, 탑승수속 창구 이용과 마케팅까지 공유하는 경우가 대부분임.

3대 얼라이언스 구성 현황

			
항공동맹체명	SkyTeam(스카티팀)	Star Alliance(스타얼라이언스)	Oneworld(원월드)
설립년도	2000년	1997년	1998년
회원사수	20개	28개	15개
연간탑승객수	665 백만명	637 백만명	550 백만명
1일 운항횟수	17,343	18,043	14,000
주요회원사	Aeroflot-Russian Airlines Air France China Airlines Delta Korean Air	United Air Canada Air China Asiana Airlines Lufthansa	American Airlines Cathay Pacific Airways Japan Airlines Qatar Airways British Airways

자료: 각 얼라이언스 홈페이지

1-1 코드쉐어, 항공동맹, 그리고 Joint Venture로 강화

◎ 3대 항공 동맹에서 양자간 JV 설립이 늘어나는 상황

- 항공사간의 Joint Venture는 별도의 회사가 설립되는 것이 아니라 특정 노선에 대해 두개의 항공사가 체결하고 있음.
- 세부적인 조건은 공개되지 않고 있지만 일반적으로는 항공사간의 지분 교환, 운항 스케줄 공동 구성 및 수익과 손실까지 공유하는 경우도 있음.
- JV는 미국과 유럽 항공사들이 대서양 노선 강화를 위해 09년부터 설립되기 시작했고, 11년 일본 항공사들이 미국 항공사들과 태평양 노선에 대한 JV를 설립했음.
- 이후 아시아와 유럽, 아시아와 오세아니아 등 다양한 노선에서 JV 설립이 이어지고 있음.

세계 JV 체결 현황

연도	파트너	주요협력구간
2009	Air Canada, Lufthansa, United	대서양(미주-유럽)
2009	Delta, Air France, KLM, Alitalia	대서양(미주-유럽)
2010	American, British Airways, Lberia, Finnair	대서양(미주-유럽)
2011	ANA, United	태평양(아시아-미주)
2011	American, JAL	태평양(아시아-미주)
2011	Delta, Virgin Australia	미국-대양주
2012	ANA, Lufthansa, Austrian, Swiss	아시아-유럽
2013	British Airways, Japan Airlines, Finnair	아시아-유럽
2014	Delta, Virgin Atlantic	대서양(미주-유럽)
2015	China Eastern, Qantas	중국-대양주
2015	Air China, Air New Zealand	중국-대양주
2016	United, Air New Zealand	미국-대양주
2017	Air China, Lufthansa	아시아-유럽
2017	Lufthansa, Singapore	아시아-유럽

자료: 각사 홈페이지 및 언론 보도 참조

1-1 동북아 지역 연결 항공편 확보가 필요한 델타 항공

◎ JAL과 AA, ANA와 United간의 JV 체결과 하네다 공항 확장 정책

- 일본의 양대 항공사인 JAL과 ANA는 각각 American Airlines 및 United 항공과 태평양 노선에 대한 JV를 체결했음.
- JV의 효과는 상대 항공사의 국내선을 포함한 연결편을 활용하는데 있는데 일본의 국제선 항공 노선이 나리타공항으로 집중되던 시기에는 JV의 효과가 크지 않았음.
- 하지만 일본 정부가 외국인 유치 강화를 위해 도쿄로의 접근성이 높고, 국내선 비중이 높은 하네다 공항의 국제선 비중 증가를 진행하고 있어 하네다공항에서 연결편이 부족한 델타항공의 경쟁력 약화가 불가피한 상황임.
- 따라서 델타항공은 동북아 지역에서의 연결편 확보를 위해 대한항공과의 JV를 추진하는 것으로 판단됨.

하네다공항 국제선 신규 취항

지역	일시
뉴욕/존 F. 케네디	2016.10.30
로스앤젤레스	2011.2.21
시카고/오 헤어	2016.10.30
샌프란시스코	2010.10.31
호놀룰루	2010.10.31
토론토	2014.7.2
밴쿠버	2014.3.30
런던	2014.3.30
파리/드골	2010.10.31
프랑크푸르트	2014.3.30
뮌헨	2014.3.30

자료: 하네다공항, 키움증권

일본 항공사와 연결편이 없는 델타항공



자료: 하네다공항, 키움증권

1-2 아시아 지역에서 미국행 수요는 성장 지속

◎ 아시아 발 미국 행 수요는 규모와 성장성 측면에서 높은 매력 보유

- 지난 16년 9월 누적 국가별 미국 입국자수를 보면 육지로 연결되어 있는 캐나다와 멕시코 포함 상위 10개국 가운데 아시아 국가가 일본, 중국, 한국 순서로 높은 순위를 차지하고 있음.
- 성장률 측면에서는 미국과 항공자유화 협정을 체결하지 않은 중국이 13.3%의 높은 성장률을 이어가고 있음.
- 그러나 공항 측면에서 보면 나리타 공항과 인천 공항이 3등과 8등을 기록하고 있는 반면 중국 공항은 아직 상위 10대 공항에 자리잡지 못하고 있음.

미국 상위 10개 국가별 입국자수

	국가명	입국자수
1	CANADA	15,068,109
2	MEXICO	13,759,401
3	UNITED KINGDOM	3,462,031
4	JAPAN	2,694,855
5	PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA (EXCL HK)	2,378,560
6	GERMANY	1,541,495
7	SOUTH KOREA	1,460,524
8	FRANCE	1,253,613
9	BRAZIL	1,240,717
10	AUSTRALIA	1,017,878

자료: NTT, 16년 9월 누적 기준

To/From U.S. 상위 10개 해외 공항

	국가명	입국자수(백만명)
1	London Heathrow (LHR)	14.8
2	Toronto (YYZ)	13.3
3	Tokyo Narita (NRT)	9.7
4	Cancun (CUN)	8.9
5	Mexico City (MEX)	7.4
6	Paris/de Gaulle (CDG)	7.1
7	Frankfurt (FRA)	6.8
8	Incheon (ICN)	6.4
9	Vancouver (YVR)	5.6
10	Amsterdam (AMS)	5.0

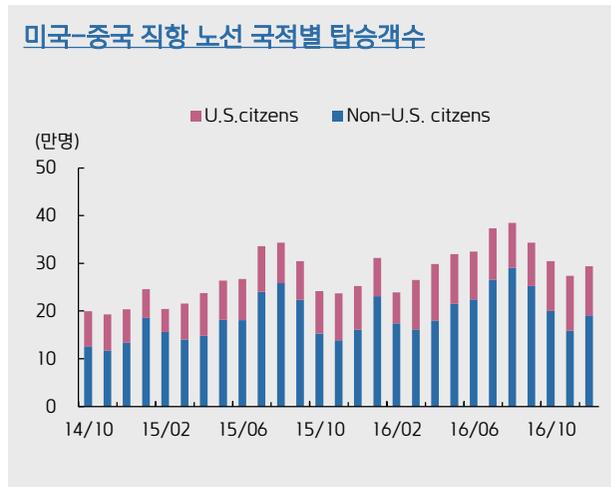
자료: NTT, 16년 연간 기준

1-2 미국-중국 노선은 공급 부족 상황

◎ 미국-중국 항공편 부족을 메워줄 인천-미국 항공편

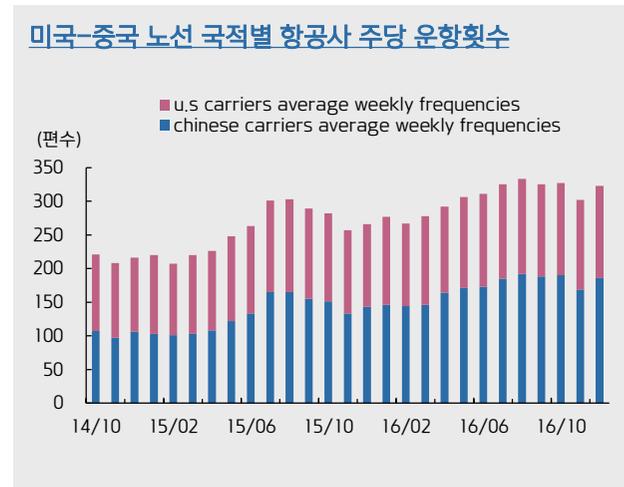
- 미국과 중국은 항공 자유화 협정이 체결되어 있지 않아 중국 주요 도시와 미국간의 직항 노선 운항 횟수 제한이 있음.
- 지난 16년 기준 미국-중국 직항 노선을 살펴보면 미국 시민권자 비중은 32%에 불과한 상황임.
- 미국 항공사들의 운항 편수도 중국 항공사들의 70% 수준이란 점을 감안하면 미국-중국 노선의 주요 고객은 중국인 포함 아시아인 점을 알 수 있음.
- 중국인들도 중국 항공사를 통한 직항을 선호할 수 있겠지만, 아직은 수요가 공급을 상회하는 수준으로 판단되는 만큼 인천공항과 대한항공의 환승객 수요는 추가 성장 여력이 남아 있다고 판단됨.
- 무엇보다 중국은 아직 국내선 수요가 크게 성장하고 있고, 북경과 상해 공항도 확장 공사가 진행되고 있는 만큼 단기간에 미국-중국간의 직항노선이 크게 증편될 가능성은 크지 않음.

미국-중국 직항 노선 국적별 탑승객수



자료: NTT

미국-중국 노선 국적별 항공사 주당 운항횟수



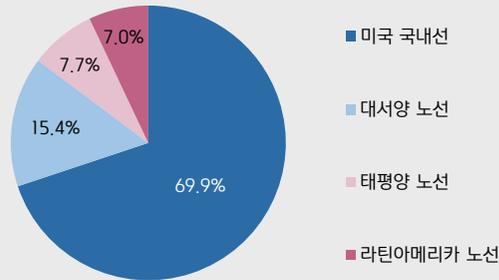
자료: NTT

1-2 델타항공의 태평양 노선 비중은 7% 초반

◎ 델타항공을 비롯한 미국 항공사의 낮은 국제선 비중

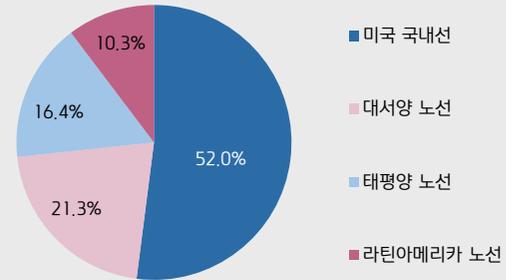
- 미국 항공사는 계속되는 가격 경쟁과 LCC의 점유율 확대 등의 과정에서 항공사간의 M&A를 통해 현재 American Airlines, United, Delta 등의 3대 국제 항공사로 재편됐지만 국내선에서는 사우스웨스트 항공을 포함한 LCC들과의 경쟁이 이어지고 있음.
- 미국은 국토가 넓어 여행 및 비즈니스 수요가 충분해 항공사들의 국내선 비중이 상당히 높음.
- 델타항공도 지난 16년 기준 국내선 매출 비중이 70%에 달하고 있고, 태평양 노선은 7%에 불과함.
- 따라서 국내선 비중을 줄이기 쉽지 않은 가운데 국제선 경쟁력 유지를 위해서 주요 국제 노선에서 JV를 설립하고 있음.

델타항공 노선별 매출 비중



자료: 델타항공, 16년 기준

유나이티드 항공 노선별 매출 비중



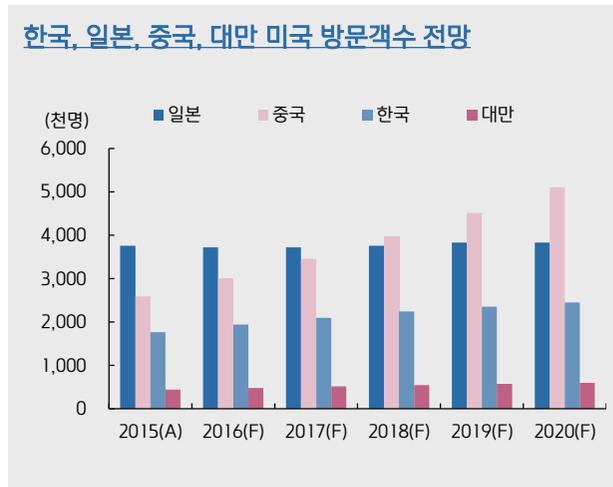
자료: 유나이티드항공, 16년 기준

I-3 인천공항 장거리 노선 운항편수 증가 기대

◎ 대한항공의 JV는 한국인 뿐 아니라 아시아 국가 수요도 유치 기대

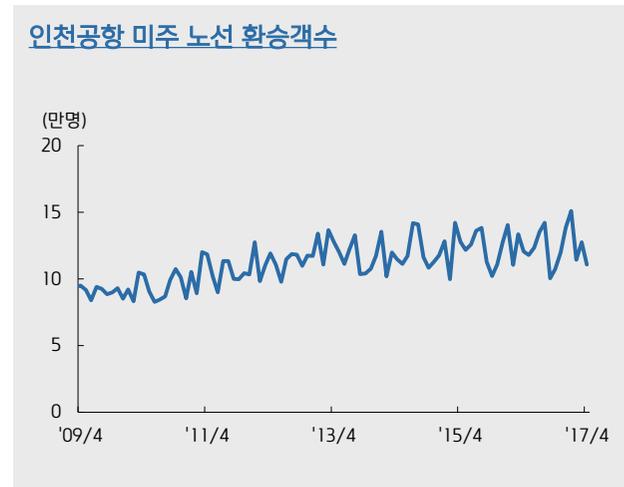
- 한국, 일본, 중국 등 3개국의 비중이 높기는 하지만 다른 아시아국가에서 미국으로 입국하는 수요도 상당한 수준임.
- 지난 16년 9월 기준 위의 3개국 포함 아시아국가의 미국 입국자수는 전체 입국자의 30.8%인 8백7십만명을 기록하고 있음.
- 인천공항의 미주 노선 증편은 16년 6백3십만명을 기록한 인천-미국 노선 수요 유치에도 긍정적으로 작용하겠지만 그 외에도 중국을 포함한 주변 국가에서 인천을 거쳐 미국으로 입국하려는 수요 유치에도 도움이 될 것임.
- 인천공항은 환승객 유치를 위해 다양한 노력을 하고 있지만 수요가 크게 늘지는 않는 상황임.
- 인천공항 환승객이 정체되고 있는 이유는 인천공항 노선이 단거리 중심으로 늘고 있고, 운항 시간이 특정 시간대에 몰리고 있기 때문임. 특히 장거리 노선 연결편이 크게 늘지 않고, 환승 대기 시간 동안의 즐길 시설이 부족하다는 것도 주된 요인으로 해석됨.

한국, 일본, 중국, 대만 미국 방문객수 전망



자료: NTT

인천공항 미주 노선 환승객수



자료: 인천공항공사

1-3 환승객 유치를 위한 싱가포르와 홍콩의 다양한 노력

◎ 환승객을 위한 싱가포르와 홍콩의 다양한 혜택

- 인천공항은 환승객에 기존 24시간 비자 면제 외에 72시간 무비자 입국을 확대하고 있음.
- 문제는 인천공항 주변에 환승객을 위한 시설이 거의 없다는 점에서 환승객들은 인천공항에 그대로 머무는 경우가 대부분이었음.

◎ 환승객 유치를 위한 싱가포르의 각종 연계 상품

- 싱가포르는 항공사와 호텔, 그리고 주요 관광지를 연계한 상품을 싱가포르항공 홈페이지를 통해 판매하고 있음.
- 단순 판매뿐 아니라 싱가포르항공의 항공권 발권에서부터 관련 상품으로 연결될 수 있게 구성되어 있음.
- 싱가포르항공은 창이 공항과 싱가포르관광청과 함께 하는 싱가포르 스톱오버 홀리데이 패키지외에 싱가포르 익스플로러 패스 등을 판매하며 시내 여행 수요를 창출하고 있음.

싱가포르 스톱오버 홀리데이

베이직 싱가포르 스톱오버 홀리데이	1인당 최저 S\$40의 합리적인 요금으로 이용 가능한 베이직 싱가포르 스톱오버 홀리데이에는 호텔 1박, 공항-호텔-공항 간의 셔틀버스 서비스가 포함되어 있음.
싱가포르 스톱오버 홀리데이	1인당 최저 S\$50 이라는 합리적인 요금에 이용할 수 있는 싱가포르 스톱오버 홀리데이에는 호텔 1박, 공항-호텔-공항 간의 셔틀버스 서비스, SIA Hop-on Bus 무료 탑승, 15여 곳 관광 명소 입장권 혜택 등이 포함되어 있음.

자료: 싱가포르항공 홈페이지

싱가포르 익스플로러 패스

싱가포를 경유하거나, 목적지로 방문하는 경우, 예약할때 싱가포르 익스플로러 패스(Singapore Explorer Pass)를 추가하면 해당 유효 기간 동안 20여 곳의 관광 명소를 1회씩 이용가능함	
케이블카(스카이패스)	센토사 입장권 + 7개 프리미엄 명소 중 택 1
차이나타운 푸드 스트리트	이미지 오브 싱가포르 LIVE 와 마담 투소
차이나타운 헤리티지 센터	센토사 4D 어드벤처랜드 (1일 무제한)
가든스바이더베이 (2개 온실)	트리아이 박물관
인도 헤리티지 센터	웍스오브타인 프리미엄 좌석 (7,40pm, 8,40pm)
조니 워킹 투어 (5개 코스 중 택1)	세그웨이 편 라이드 (2회 이용권 + 물 1병)
주룡새공원	스카이라인 루지 센토사 (2회 이용권)
리공첸 자연 역사 박물관	타이거 스카이 타워 (무제한 탑승 + 콤보 선택)
말레이 헤리티지 센터	싱가포르 플라이어
민트 장난감 박물관	싱가포르 우표 박물관
싱가포르 국립 미술관	싱가포르 동물원 (트램 불포함)
싱가포르 국립 박물관	SIA 홈온 버스(Hop-on Bus) 탑승권 (유효기간내 무제한 탑승)
국립 오케이드 가든	ClimbMax (코스 중 택1)
사이언스 센터 & 영화 1편	싱가포르 리버 크루즈

자료: 싱가포르항공 홈페이지

I-3 한국인 환승객도 증가 추세

◎ 저렴한 스톱 오버 항공권 판매로 홍콩 방문 메리트 강화

- 캐세이 퍼시픽은 스톱 오버 항공권을 예약할 경우 일정 수준의 할인률이 적용되는 항공권을 판매하며 홍콩 경유의 부담을 낮추고 있고, 홍콩관광진흥청과의 프로모션도 꾸준히 진행되고 있음.
- 프로모션에는 홍콩 시내로의 무료 공항철도 이용권과 홍콩 시내 버스 투어 등을 포함시켜 시내 접근성을 높이고 있음.

◎ 환승에 따른 불편함과 새로운 경험을 저렴하게 할 수 있다는 편리함

- 인터파크 투어에 따르면 경유 항공권을 이용하는 한국인도 19% 수준에 달하고 있고, 가장 선호하는 국가는 홍콩으로 나타나고 있음.
- 이외에도 싱가포르, 방콕, 도쿄 등도 공항과 도심간의 접근성을 개선시키며 환승객을 유지하고 있음.
- 환승은 직항 노선에 비해 불편함도 있지만 저렴한 가격에 다양한 지역을 방문할 수 있다는 메리트도 있어 한국인의 환승 수요도 증가하고 있는 추세임.



자료: 캐세이 퍼시픽 홈페이지

한국인의 주요 경유 국가

	국가명
1	홍콩
2	파리
3	프랑크푸르트
4	싱가포르
5	로마
6	런던
7	방콕
8	도쿄
9	모스크바
10	샌프란시스코

자료: 인터파크투어, 17년 1~4월 기준

Part II Layover 를 Stopover 로

단기 체류 승객을
카지노 Mass 고객으로



II-1 환승객이 스톱 오버 고객으로 확대 될 수 있는가

◎ 성장률이 정체된 인천공항 환승객

- 고성장이 이어지고 있는 인천공항 국제여객수 가운데 환승객수는 12년 이후 연간 6백만명 수준에서 정체되어 있음.
- LCC들의 취항 확대로 단거리 노선 수요 중심으로 성장이 나타나는 가운데 장거리 노선 연결편이 부족하기 때문임.

◎ Layover 고객을 Stopover 고객으로 연결

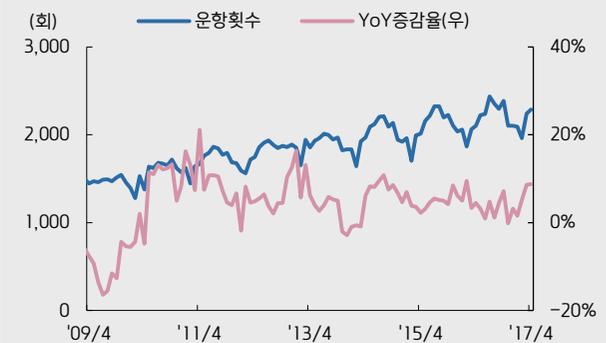
- Layover는 24시간 미만 체류하는 경우로 항공 연결편에 소요되는 시간때문에 어쩔 수 없이 체류하는 경우가 많음. 따라서 공항 부근에서 접근성이 떨어지는 지역으로는 이동하기 어려움.
- Stopover는 중간 기착지에서 24시간 이상 체류하는 경우로 공항에 체류하기 보다는 영종도를 비롯한 인근 지역으로 이동할 가능성이 높아 관광 산업에 도움이 될 수 있을 것임.

인천공항 미주 노선 운항 횟수와 YoY 증감률



자료: 인천공항공사

인천공항 구주 노선 운항 횟수와 YoY 증감률



자료: 인천공항공사

II-1 정부와 인천공항의 환승객 유인책 강화

◎ 72시간 무비자 입국 허가 정책

- 지난 3월 1일 기준 한국으로 무비자 입국이 가능한 국가는 48개 국가임.
- 그러나 제3국 여행 통과객은 특정 11개 국가 국민을 제외하면 72시간 이내의 환승이 허용되고 있음.
- 또한 일본 단체 비자를 소지한 중국인 단체 관광객은 15일까지 체류가 가능하고, 제주를 방문하는 관광객도 15일간 무비자 체류가 가능함.

◎ 인천공항의 환승 인센티브 강화

- 인천공항은 제2 여객터미널 개장과 함께 항공사 터미널을 재배치하고, 특정 시간에 집중되는 항공편을 조정하는 것은 물론이고 각종 환승 인센티브 제도를 확대하고 있음.
- 또한 진에어와 에어부산, 에어서울 등 환승객 연결이 상대적으로 용이한 LCC들의 단거리 노선 취항도 늘어나고 있고, 제주항공 등 기존 LCC들도 해외 LCC와 함께 네트워크를 구축하고 있다는 점도 긍정적임.

정부의 환승객 유치 정책

환승관광외국인 무비자 입국허가 대상자

(일반환승객) 기존 제3국 여행 통과객 무사증 입국대상자 이외에
본국 또는 제3국을 가기 위하여 인천공항에서 환승하는 외국인으로 환승관광프로그램에 참가하는 사람(이하 "일반 환승객"이라함)

※ 다만, 제주도 무사증입국 불허국가 11개국(가나, 나이지리아, 마케도니아, 수단, 시리아, 아프카니스탄, 이라크, 이란, 코소보, 쿠바, 팔레스타인) 국민 제외

허가 조건	72시간 이내의 환승 항공권 소지하고 수도권에서 72시간 이내 체류
체류자격 및 기간	관광통과(B-2), 72 시간 (수도권에 체류, 3일 이내 체류)

(일본단체사증소지 중국인 단체관광객) 일본 단체사증을 소지하고
중국에서 출발하여우리나라를 거쳐 일본으로 가거나, 일본에서 출발하여 우리나라를 거쳐 중국 또는 제3국으로 가는 중국 단체 관광객

허가 조건	15일 이내 환승 항공권 소지하고 15일 이내 체류 * 24시간 전까지 명단을 제출하고, 출발 15일 이내의 환승항공권을 소지해야함
체류자격 및 기간	관광통과(B-2), 15일

(제주 단체환승객) 제주도를 방문하기 위하여 중국(홍콩·마카오 포함)을 출발
인천·김포·김해·청주·무안·대구국제공항으로 입국하여 5일 이내(양양국제공항은 10일 이내) 기간 동안 관광 가능 지역에서 체류하려는 중국인 단체 관광객

허가 조건	환승관광 참여 여행사 및 중국 측 전담 여행사(주중국관 단체비자신청 대행사)가 주관하고, 5일(양양공항 10일) 이내의 제주행 국내선 항공권 또는 승선권 소지
체류자격 및 기간	관광통과(B-2), 15일 이내

※ 제주 입도를 조건으로 관광가능지역 체류기간은 5일(양양 10일) 범위내 허용, 환승안내도우미 운영에 동의

자료: 국토교통부, 언론 보도, 키움증권 정리

II-1 중국도 72시간 무비자 정책 활용

◎ 72시간경유 무비자 정책 확대

- 베이징에서는 제3국 비자를 소지하고 있는 일부 국적 외국인에 대하여 72시간 동안 베이징에 머무를 수 있는 무비자 제도를 13년 1월부터 실시중임.
- 베이징에서 비행기 환승을 하는 경우 정식 중국 입국 비자 사증 발급대신 베이징 수도 국제공항 입국 검문기관에서 72시간 머무를 수 있는 무비자 수속 신청이 가능하고, 현재 약 53개 국가의 관광객에 한해 적용되고 있음.

◎ 주요 도시로 환승정책 확대, 일부 도시에서는 144시간까지 무비자 체류 가능

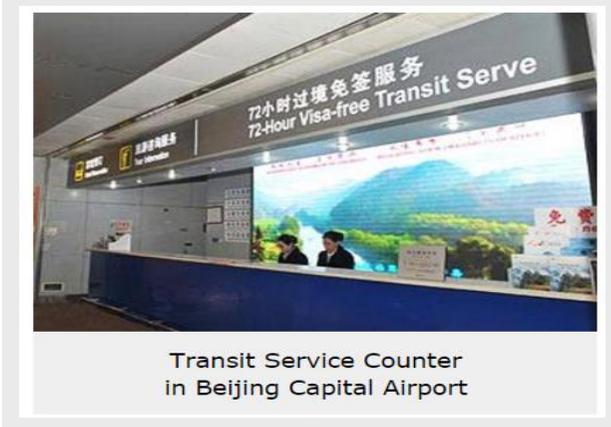
- 베이징, 상하이, 광저우, 청도 등 18개 도시로 72시간 무비자 정책을 확대시킴
- 도시별로 여행 가능한 지역이 정해져 있으며 상하이, 장수, 광둥 지역 등 일부 지역에 한해서 144시간까지 무비자로 체류 가능한 정책을 추가적으로 도입하는 등 환승객 유치에 공을 들이고 있음.

72시간 무비자 환승정책



자료: 중국공안부, 키움증권 정리

베이징수도공항 72시간 무비자 수속



자료: 중국공안부, 키움증권 정리

II-1 일본의 환승 경쟁력 약화는 한국에 호재

◎ 일본 나리타 국제공항 환승률은 하락중

- 나리타 공항은 지난 2000년대 초반 30%에 달하던 환승률이 지난 해 14.3%까지 급격히 감소한 상황에서 단기체류승객을 위해 환승관광 프로그램을 운영 중.
- 자원봉사 가이드 투어를 운영하고 있고 총 소요시간 3시간의 4가지 코스의 문화체험을 제공 하고 있음
- 일본 절 체험, 음식문화 체험, 전원지대 체험, 일본 역사체험 프로그램 등 다양한 프로그램 구성이 특징.
- 그러나 앞에서 언급한 것처럼 하네다공항의 국제선 기능 강화가 나리타공항의 환승률 감소를 연결되고 있는 만큼 인천공항에는 반사 이익으로 나타날 전망이다.



자료: Narita Transit Program, 키움증권 정리



자료: 키움증권

II-2 카지노 VIP와 Mass 고객

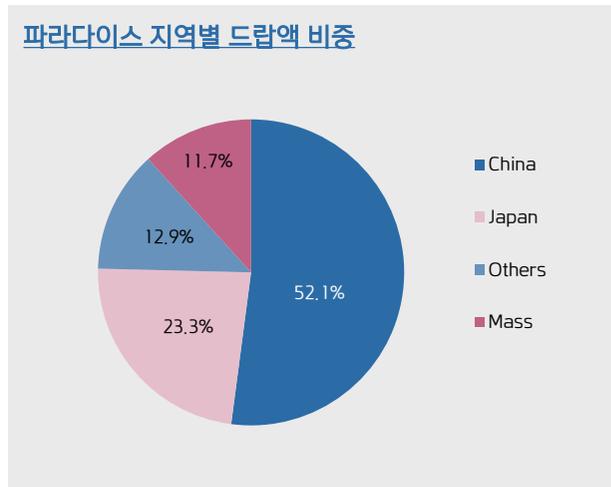
◎ 국내 카지노는 VIP 중심의 영업

- 국내에 있는 카지노는 강원랜드를 제외하면 모두 외국인 전용 카지노임.
- 내국인 입장이 제한되어 있는 만큼 시장 규모의 한계가 있어 대규모 시설 투자를 하기보다는 VIP 고객 중심의 영업을 이어오고 있음.

◎ 중국인 VIP 에 따른 높은 수익성과 변동성

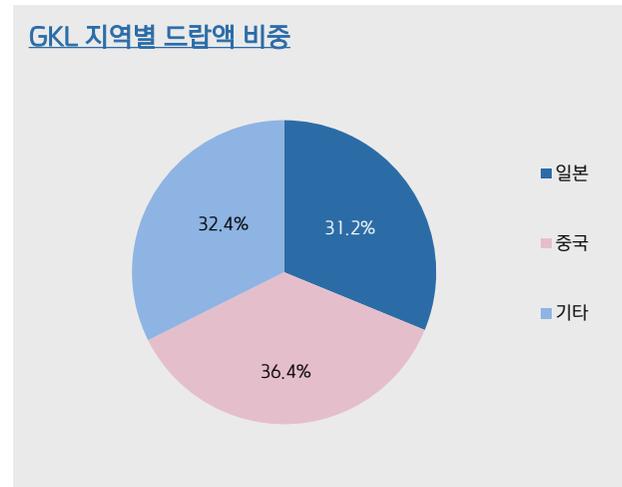
- 특히 지리적 이점을 활용해 중국 동북 지역에 거주하는 중국인 VIP 유치에 집중해왔음.
- VIP들은 인당 높은 드랍 금액으로 카지노 수익에 크게 기여해 왔음.
- 마카오, 싱가포르 등에 비해 비행시간이 짧다는 점이 국내 카지노의 주요 메리트임.
- 하지만 높은 특정 지역 고객 비중은 최근 사드 배치 같은 이벤트 발생시 변동성이 높다는 점이 단점임.

파라다이스 지역별 드랍액 비중



자료: 파라다이스, Mass 고객은 지역별 구분 없음.

GKL 지역별 드랍액 비중



자료: GKL

II-2 Mass 고객 유치를 위한 복합 리조트 건립

◎ Mass 고객 유치를 위한 복합리조트 건립

- 마카오와 싱가포르 카지노는 최근 복합 리조트 형태의 카지노가 늘어나고 있음.
- 기존 VIP 위주의 영업에서 가족 단위 여행객 유치로 방향을 전환하기 위함으로 판단됨.

◎ Mass 고객들의 Drop 금액은 낮지만 카지노는 높은 승률 확보

- 인당 드롭 금액 기준으로는 Mass 고객과 게임당 수천만원부터 수억원을 베풀하는 VIP고객과 비교 자체가 무의미함.
- 그러나 마카오 카지노의 사례를 살펴보면 Mass 고객에 대한 카지노의 win rate이 VIP에 비해 월등히 높아 순매출은 높다는 특징이 있음.
- Mass 고객은 콤프 등의 부가적인 비용이 없다는 점도 장점이 될 것임.

Galaxy Macau 15~16년 영업지표

GALAXY MACAU	(HK\$ mil)	
	2015	2016
VIP Gaming Turnover	555,142	490,694
VIP Net Win	19,940	19,540
win %	3.6%	4.0%
Mass Turnover	26,984	32,046
Mass Net Win	11,605	13,969
win %	43.0%	43.6%
Electronic Gaming Turnover	40,945	46,531
Electronic Gaming Net Win	1,604	1,730
	3.9%	3.7%

자료: Galaxy Macau

Wynn Palace 15~ 16년 영업지표

Wynn Macau	(HK\$ TH)	
	2015	2016
VIP table games turnover	449,024,510	365,211,608
VIP gross table games win	12,867,822	12,010,418
table games win as a % of turnover	2.9%	3.3%
Mass market table drop	37,661,198	35,591,412
Mass market gross table games win	7,345,574	6,810,648
table games win as a % of turnover	19.50%	19.1%
Slot machine handle	30,708,952	29,293,116
Slot machine win	1,468,038	1,116,655
Average number of gaming tables	458	366
Daily gross win per gaming table	120,951	140,633
Average number of slots	708	802
Average daily win per slot	5,680	3,806

자료: Wynn Palace

II-2 인천공항 부근의 복합리조트 개장

◎ 기존 호텔과 다른 복합 리조트 개장

- 인천공항 부근에는 파라다이스시티 개장 이전에도 하얏트, 네스트 등 여러 호텔이 있었고, 인근 송도에도 많은 호텔들이 위치하고 있음.
- 복합리조트의 정확한 개념은 없지만 고급 호텔시설에 컨벤션 센터, 테마 파크 및 물놀이 시설, 쇼핑몰, 각종 공연장 등 다양한 위락시설이 함께 포함된 곳을 지칭하고 있음.
- 해외의 경우 싱가포르 마리나베이 샌즈와 최근 오픈하고 있는 마카오 카지노 등을 꼽을 수 있음.

◎ 인천공항 주변의 레저 시설 부족

- 인천공항 환승객이 정체된 이유는 연결편 증감 이슈도 있겠지만 인천공항 주변에 매력적인 관광 시설이 없었다는 점도 고려해야 할 것임.
- 홍콩이나 싱가포르대비 공항에서 서울 시내로 이동 시간이 더 길게 소요된다는 점에서 공항 주변에 환승객을 위한 편의 시설 건설이 필요한 상황이었음.

싱가포르 마리나베이 샌즈 엔터테인먼트 시설



자료: 마리나베이 샌즈 홈페이지

마카오 스튜디오 시티 엔터테인먼트 시설



자료: 스튜디오 시티 홈페이지

II-2 파라다이스시티를 통한 파라다이스의 변화

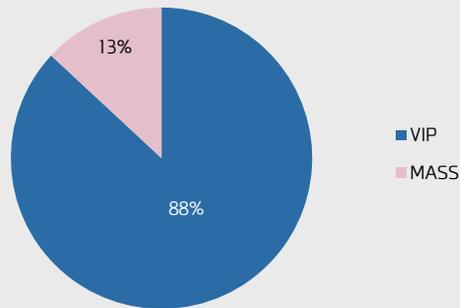
◎ 지난 16년 파라다이스 VIP 드롭액 비중 88%

- 파라다이스의 지난 16년 VIP 매출 비중은 88%로 과거에 비해 낮아지고는 있지만 여전히 높은 수준임.
- 기존 워커히, 인천, 부산, 제주 카지노 모두 호텔의 일부 층을 사용하고 있고 있어 가족 단위 여행객을 유치하기에는 한계가 있었음.

◎ Mass 고객 유치가 쉽지 않던 워커히 사업장

- 또한 기존 워커히 사업장의 경우 서울에 위치하고는 있지만 일반 고객들의 접근성이 경쟁사인 GKL에 비해 떨어지고 있었음.
- 따라서 Mass 고객 유치를 위해 노력하기보다는 중국 VIP 고객 중심의 영업을 이어왔음.

파라다이스 매출 VIP와 Mass 드롭액 비중



자료: 파라다이스

파라다이스 카지노 별 매출액 추이



자료: 파라다이스

II-2 파라다이스시티의 높은 접근성과 대중성

◎ 인천공항에서 대중 교통으로 5~10분

- 지난 4월 오픈한 파라다이스 시티는 인천공항에서 대중 교통으로 5~10분만에 접근이 가능함.
- 인천공항에서 셔틀 버스와 자기부상열차로 추가 비용 부담 없이 접근이 가능하다는 점도 메리트임.

◎ 새로운 Mass 고객 유입을 위한 시설 확보

- 기존 국내 외국인 전용 카지노는 카지노 이외의 부대 시설이 거의 없어 카지노를 목적으로 하지 않는 신규 고객 창출에 한계가 있었음.
- 18년 6월 개장 예정인 2단계 시설은 클럽과 놀이공원, 스파, 쇼핑몰, 공연장 등으로 구성될 예정이어서 새로운 Mass 고객을 유입 시킬 것으로 기대함.

파라다이스 시티



자료: 파라다이스

파라다이스 시티



자료: 키움증권

II-2 인천공항 환승객을 파라다이스 Mass 고객으로

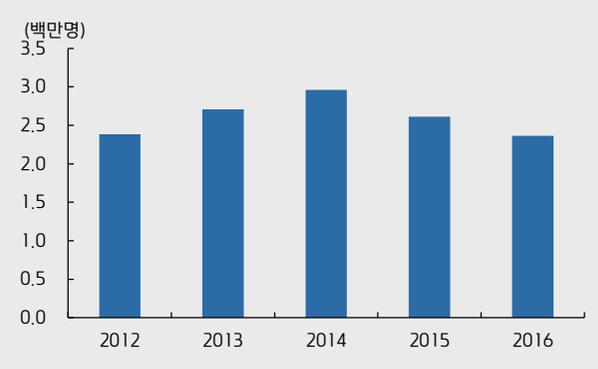
◎ 16년 외국인 전용 카지노 방문객수 2,362,544명

- 지난해 국내 16개 외국인 전용 카지노를 방문한 외국인수는 2백3십만명으로 전체 외국인 입국자수의 13.7%까지 낮아졌음.
- 13년 이후 전체 외국인 입국자수 대비 카지노 고객 비중은 계속 축소되고 있음.
- 이 가운데 서울에 위치한 파라다이스와 GKL 2곳 카지노 방문객수는 약 1백6십만명으로 전체 카지노 이용객수의 약 70%를 차지하고 있음.
- 이들 카지노는 서울에 위치하고 있고, 외국인 단체 관광객도 방문하고 있지만 일반 호텔에 입점해 있는 상황으로 신규 Mass 고객 유치에는 어려움이 있었음.

◎ 16년 인천공항 환승객수 6,327,042명

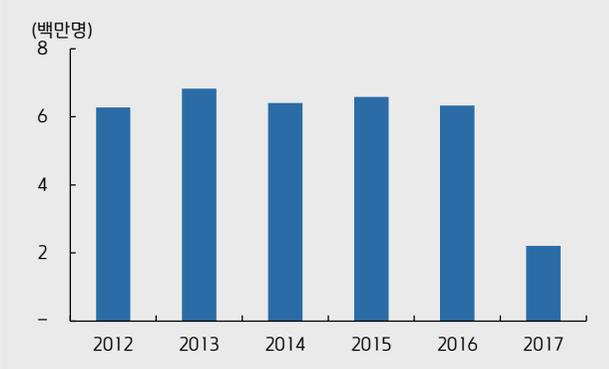
- 지난 16년 인천공항 환승객수는 6백3십만명을 넘어섰음. 출발과 도착이 이중 반영되는 점을 감안해도 연간 카지노 방문객수를 상회하는 수치임.
- 따라서 추가 성장이 기대되는 인천공항 환승객을 파라다이스 카지노 Mass 고객으로 유입시킬 경우 파라다이스의 사업 구조는 큰 폭의 긍정적 변화가 기대됨.

카지노 연도별 방문객수



자료: 관광지식정보시스템

인천공항 연도별 환승객수



자료: 인천공항공사, 17년 4월 시점

Part III 관심종목

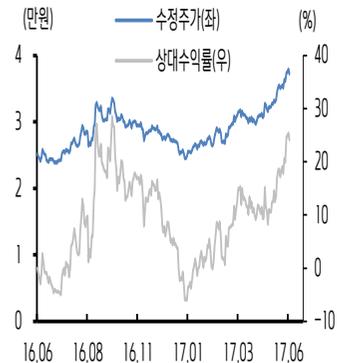
- ◎ 대한항공(003490)
- ◎ 파라다이스(034230)
- ◎ 하나투어(039130)
- ◎ 한진칼(180640)

대한항공(003490)

BUY (Maintain)

주가(6/13):37,300원/TP:45,000원

KOSPI(6/13)	2,374.70pt		
시가총액	35,377억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	187,500원	63,800원	
최고/최저가 대비 등락율	-26.93%	114.73%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-16.7%	-14.5%
	6M	29.9%	33.5%
	1Y	97.7%	109.0%
발행주식수	11,616천주		
일평균 거래량(3M)	147천주		
외국인 지분율	24.44%		
배당수익률(17.E)	1.80%		
BPS(17.E)	18,427원		



◎ JV를 통해 미주 노선 경쟁력 강화 및 단거리 환승 고객 확대

- LCC와의 경쟁, 높은 부채 비율과 자회사 지원 우려 등의 마무리 이후 다시 수요가 안정적인 장거리 노선 비중이 높고, 서비스를 차별점으로 내세우는 대한항공에 대한 재평가가 진행되고 있음.
- 지난 16년 국제 유가가 비정상적으로 낮은 수준을 기록했었다는 점에서 전년 동기 대비 영업이익 증액이 쉽지는 않은 상황이지만 유류비 상승을 강한 국제 여객과 화물 수요를 통해 만회하고 있음.
- 특히 델타항공과의 JV 체결과 제2 여객터미널 입주가 예정되어 있는 가운데 내국인 출국 수요 성장이 이어지고 있고, 해운 계열사 정리에 이어 진에어 상장이 성공적으로 진행된다면 그룹 재무 이슈도 해소될 것으로 기대됨. 따라서 투자자의견 'BUY'를 유지하고 목표주가 '45,000원'을 제시함.

투자지표	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	115,448	117,319	116,360	123,503	132,058
보고영업이익(억원)	8,831	11,208	9,671	11,262	12,659
핵심영업이익(억원)	8,831	11,208	9,671	11,262	12,659
EBITDA(억원)	25,340	28,723	27,121	28,656	30,003
세전이익(억원)	-4,864	-7,174	10,319	4,869	6,127
순이익(억원)	-5,630	-5,568	8,023	3,786	4,764
지배기업주주순이익(억원)	-5,650	-5,649	8,002	3,776	4,752
EPS(원)	-7,864	-7,530	10,799	5,096	6,412
증감율(%)	N/A	N/A	N/A	-52.8	25.8
PER(배)	-3.3	-3.4	2.4	5.0	4.0
PBR(배)	0.8	1.0	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	6.2	5.3	5.3	4.7	4.1
보고영업이익률(%)	7.6	9.6	8.3	9.1	9.6
핵심영업이익률(%)	7.6	9.6	8.3	9.1	9.6
ROE(%)	-24.0	-25.5	35.3	13.2	14.5
순부채비율(%)	547.5	707.9	460.5	371.0	289.9

대형기 보유와 서비스 차별성

◎ 높은 장거리 노선 비중과 대형기 도입 지속

- 지난 1분기 대한항공 국제 여객 매출 가운데 미주 노선 비중은 25%, 유럽 노선 비중은 14%를 차지하고 있음.
- 장거리 노선 강화를 위해 B787과 B747 등 대형 항공기를 꾸준히 도입하고 있고, 델타 항공과의 노선 공유가 본격화되면 추가적인 비중 확대도 가능할 전망이다.

◎ 화물기 규모와 서비스 경쟁력으로 차별성 부각

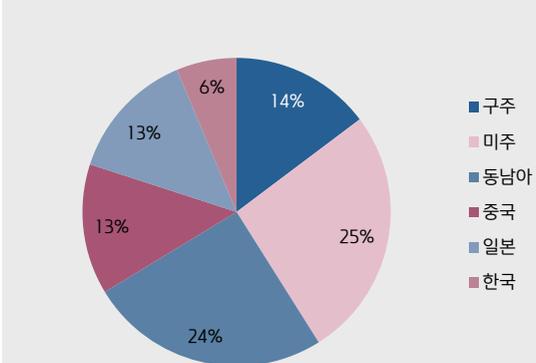
- 국제 화물은 계절적 비수기에도 신규 경쟁자의 진입이 없어 과거에 비해 양호한 실적을 이어가고 있음.
- 국제 여객도 단거리 노선 중심으로 가격 경쟁이 여전히 진행되고 있지만 서비스를 선택 기준으로 하는 수요에 대한 대한항공의 차별성이 부각되고 있다는 점이 긍정적임.

대한항공 여객기 보유 상황

기종	2016년 3월말	2017년 도입 예정(월)
A380	10	
A330	29	
B747-400	5	
B747-8I	7	④⑤⑦
B777	38	
B787-9	1	④⑦⑨⑫
B737	39	
CS300	0	⑧⑩⑪⑫⑬⑭
여객기 계	129	14
B747F	13	
B747-8F	7	
B777F	11	⑩
화물기 계	31	1
Total	160	15

자료: 대한항공

대한항공 여객 사업 노선별 매출 비중



자료: 대한항공, 17년 1Q 기준

재무제표

표준회계기준		(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
매출액	115,448	117,319	116,360	123,503	132,058	
매출원가	95,174	94,352	94,594	99,153	105,396	
매출총이익	20,274	22,966	21,767	24,350	26,661	
판매비및일반관리비	11,443	11,758	12,096	13,088	14,002	
영업이익(보고)	8,831	11,208	9,671	11,262	12,659	
영업이익(핵심)	8,831	11,208	9,671	11,262	12,659	
영업외손익	-13,695	-18,382	649	-6,393	-6,531	
이자수익	400	288	178	180	192	
배당금수익	43	39	179	180	192	
외환이익	3,603	4,717	9,245	0	0	
이자비용	3,707	4,068	4,251	4,406	4,406	
외환손실	9,732	7,448	1,771	0	0	
관계기업지분법손익	175	-1,123	-39	0	0	
투자및기타자산지분손익	-1,715	-2,123	-855	0	0	
금융상품평가및기타금융이익	-1,760	-1,490	100	0	0	
기타	-1,002	-7,175	-2,137	-2,347	-2,509	
법인세차감전이익	-4,864	-7,174	10,319	4,869	6,127	
법인세비용	-855	-1,606	2,296	1,084	1,364	
유효법인세율 (%)	17.6%	22.4%	22.3%	22.3%	22.3%	
당기순이익	-5,630	-5,568	8,023	3,786	4,764	
지배주주지분순이익(억원)	-5,650	-5,649	8,002	3,776	4,752	
EBITDA	25,340	28,723	27,121	28,656	30,003	
연금순이익(Cash Earnings)	10,880	11,947	25,474	21,180	22,108	
수정당기순이익	-2,766	-2,765	8,596	3,786	4,764	
증감률(% YoY)						
매출액	-3.1	1.6	-0.8	6.1	6.9	
영업이익(보고)	123.4	26.9	-13.7	16.5	12.4	
영업이익(핵심)	123.4	26.9	-13.7	16.5	12.4	
EBITDA	27.4	13.4	-5.6	5.7	4.7	
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	-52.8	25.8	
EPS	N/A	N/A	N/A	-52.8	25.8	
수정순이익	N/A	N/A	N/A	-56.0	25.8	

현금흐름표		(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
영업활동 현금흐름	27,280	28,063	22,488	21,785	22,867	
당기순이익	-5,630	-5,568	8,023	3,786	4,764	
감가상각비	16,109	16,983	16,983	16,983	16,983	
무형자산상각비	400	533	468	412	362	
외환손익	4,946	2,176	-7,474	0	0	
자산지분손익	1,781	2,415	855	0	0	
지분법손익	-175	-1,123	39	0	0	
영업활동자산부채 증감	524	-972	-3,841	783	938	
기타	9,325	11,375	7,436	-179	-180	
투자활동 현금흐름	4,187	-8,735	-13,723	-13,988	-14,183	
투자자산의 처분	18,842	-1,040	42	-312	-373	
유형자산의 처분	3,183	2,719	0	0	0	
유형자산의 취득	-17,427	-11,451	-13,000	-13,000	-13,000	
무형자산의 처분	4	12	0	0	0	
기타	-413	1,025	-765	-676	-810	
재무활동 현금흐름	-29,966	-18,293	666	2,000	2,136	
단기차입금의 증가	-48,856	-39,337	0	0	0	
장기차입금의 증가	8,566	11,396	0	0	0	
자본의 증가	4,942	35	0	0	0	
배당금지급	-141	-233	0	0	0	
기타	5,523	9,846	666	2,000	2,136	
연금및현금성자산의순증가	1,709	1,224	9,431	7,798	10,820	
기초 현금및현금성자산	7,966	9,675	10,899	20,330	30,128	
기말 현금및현금성자산	9,675	10,899	20,330	30,128	40,948	
Gross Cash Flow	26,756	29,035	26,329	21,002	21,929	
Op Free Cash Flow	6,887	13,803	7,940	13,714	14,878	

재무상태표		(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
유동자산	32,891	33,280	41,083	52,154	64,500	
현금및현금성자산	9,675	10,899	20,330	30,128	40,948	
유동금융자산	3,396	1,958	1,942	2,061	2,204	
매출채권및유동채권	14,378	14,627	14,508	15,398	16,465	
재고자산	4,906	5,647	4,156	4,411	4,716	
기타유동비금융자산	536	148	147	156	167	
비유동자산	208,912	206,285	201,671	198,674	195,968	
장기매출채권및기타비유동채권	6,581	5,743	5,696	6,045	6,464	
투자자산	11,442	6,655	6,629	7,000	7,410	
유형자산	178,507	178,733	174,750	170,768	166,785	
무형자산	2,947	3,582	3,582	3,170	2,809	
기타비유동자산	9,435	11,105	11,014	11,690	12,500	
자산총계	241,804	239,565	242,754	250,828	260,468	
유동부채	84,504	91,311	85,960	87,136	88,545	
매입채무및기타유동채무	23,627	24,426	24,426	20,246	21,649	
단기차입금	8,694	11,680	11,680	11,680	11,680	
유동성장기차입금	51,617	55,122	55,122	55,122	55,122	
기타유동부채	565	83	82	88	94	
비유동부채	132,309	129,511	130,228	133,140	136,607	
장기매입채무및비유동채무	12,755	18,260	18,111	19,223	20,554	
사채및성장기차입금	89,569	78,736	78,736	78,736	78,736	
기타비유동부채	29,985	32,515	33,181	35,181	37,317	
부채총계	216,813	220,822	215,988	220,276	225,152	
자본금	3,698	3,698	3,698	3,698	3,698	
주식발행초과금	6,029	6,029	6,029	6,029	6,029	
이익잉여금	7,943	-1,929	6,073	9,850	14,601	
기타자본	6,202	9,810	9,810	9,810	9,810	
지배주주지분자본총계	23,871	17,607	25,609	29,385	34,137	
비지배주주지분자본총계	1,119	1,137	1,157	1,167	1,180	
자본총계	24,990	18,744	26,767	30,552	35,316	
순차입금	136,810	132,681	123,266	113,349	102,386	
총차입금	149,880	145,538	145,538	145,538	145,538	

투자지표		(단위: 원, 백%)				
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
주당 지표(원)						
EPS	-7,864	-7,530	10,799	5,096	6,412	
BPS	33,637	25,228	36,027	41,123	47,535	
주당 EBITDA	35,398	38,841	36,505	38,571	40,384	
CFPS	15,198	16,155	34,287	28,508	29,757	
DPS	0	0	0	0	0	
주가배수(배)						
PER	-3.3	-3.4	2.4	5.0	4.0	
PBR	0.8	1.0	0.7	0.6	0.5	
EV/EBITDA	6.2	5.3	5.3	4.7	4.1	
PCFR	1.7	1.6	0.7	0.9	0.9	
수익성(%)						
영업이익률(보고)	7.6	9.6	8.3	9.1	9.6	
영업이익률(핵심)	7.6	9.6	8.3	9.1	9.6	
EBITDA margin	21.9	24.5	23.3	23.2	22.7	
순이익률	-4.9	-4.7	6.9	3.1	3.6	
자기자본이익률(ROE)	-24.0	-25.5	35.3	13.2	14.5	
투자자본이익률(ROIC)	4.3	5.2	4.4	5.2	6.1	
안정성(%)						
부채비율	867.6	1,178.1	806.9	721.0	637.5	
순차입금비율	547.5	707.9	460.5	371.0	289.9	
이자보상배율(배)	2.4	2.8	2.3	2.6	2.9	
활동성(배)						
매출채권회전율	8.1	8.1	8.0	8.3	8.3	
재고자산회전율	25.1	22.2	23.7	28.8	28.9	
매입채무회전율	5.4	4.9	5.3	6.3	6.3	

파라다이스(034240)

BUY (Reinitiate)

주가(6/13):15,650원/TP:19,000원

KOSPI(6/13)	2,374.70pt		
시가총액	14,233억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	17,450원	12,050원	
최고/최저가 대비 등락율	-10.03%	30.29%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	2.3%	-1.0%
	6M	23.1%	11.7%
	1Y	-4.0%	2.1%
발행주식수	90,943천주		
일평균 거래량(3M)	968천주		
외국인 지분율	3.37%		
배당수익률(17.E)	2.47%		
BPS(17.E)	11,479원		



◎ 새로운 Mass 고객 유입에 대한 기대

- VIP 고객, 그 가운데서도 중국인 VIP의 경우 높은 드롭금액에 따른 메리트가 있지만 메르스나 사드 배치 등 각종 이벤트에 따른 변동성이 크다는 단점도 있음.
- 기존 워커히 카지노는 위치와 규모 측면에서 가족 단위의 관광객을 유치하기는 어려움이 있었음.
- 하지만 인천공항 부근에 가족 단위 관광객 유치 설비가 확보된 파라다이스 시티를 개장함에 따라 새로운 수요 유치가 가능할 것으로 기대함.
- 해외 관광객에게는 아직 파라다이스라는 브랜드가 생소하다는 점에서 초기 홍보비 부담은 불가피하겠지만 늘어나게 될 인천공항 환승객을 Mass 고객으로 유입시킨다면 VIP 비중을 낮추면서 이익도 극대화 시킬 수 있을 것으로 기대됨. 따라서 18년 이후 Mass 고객 유입 효과가 이익으로의 연결이 본격화될 것으로 판단된다는 점에서 투자조건 'BUY'와 목표주가 '19,000원'을 제시함.

투자지표	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	6,154	6,949	7,159	9,029	10,354
보고영업이익(억원)	583	658	55	629	913
핵심영업이익(억원)	583	658	55	629	913
EBITDA(억원)	859	982	367	967	1,239
세전이익(억원)	791	754	239	728	1,053
순이익(억원)	718	576	134	552	798
지배기업주순이익(억원)	652	551	202	552	798
EPS(원)	717	606	222	607	877
증감율(%)	-32.3	-15.5	-63.4	173.7	44.6
PER(배)	24.6	20.0	54.8	20.0	13.8
PBR(배)	1.6	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	18.0	14.4	31.7	14.7	10.5
보고영업이익률(%)	9.5	9.5	0.8	7.0	8.8
핵심영업이익률(%)	9.5	9.5	0.8	7.0	8.8
ROE(%)	5.8	4.4	1.0	4.2	5.9
순부채비율(%)	-16.9	19.6	33.2	23.8	14.0

환승객을 Mass 고객으로 연결

◎ 인천공항에서 대중 교통으로 10분 이내 위치

- 파라다이스시티의 장점은 공항에서 이동 거리와 복합 리조트 시설이 될 것임.
- 위치는 기존 하얏트 호텔과 사실상 동일해 근접성은 여전하지만 Mass 고객을 유치하기에는 시설이 부족했음.
- 파라다이스시티는 기존 하얏트 호텔보다는 수영장과 공연 시설, 쇼핑몰 등을 확대시켰음.

◎ 초기 비용 발생은 불가피하겠지만 18년 이후 본격적인 고객 확대 기대

- 주요 고객이 될 외래객에게 파라다이스 브랜드 호텔은 생소하다는 점에서 초기 홍보 비용을 포함한 고정 비용 증가는 불가피할 전망이다.
- 아직 일부 시설이 공사가 진행중이고, 마카오나 싱가포르 복합 리조트와 비교하기에는 무리가 있을 수 있지만 동북아 지역에서 신규 수요, 특히 환승객을 카지노로 유입시키기에는 충분하다고 판단됨.

파라다이스 시티



자료: 키움증권

파라다이스 시티



자료: 키움증권

재무제표

표준외환계산서					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,154	6,949	7,159	9,029	10,354
매출원가	4,927	5,564	6,033	7,358	8,334
매출총이익	1,226	1,384	1,125	1,671	2,020
판매비와일반관리비	643	726	1,071	1,042	1,107
영업이익(보고)	583	658	55	629	913
영업이익(핵심)	583	658	55	629	913
영업외손익	208	97	184	99	140
이자수익	123	95	93	145	172
배당금수익	0	0	3	5	6
외환이익	70	90	11	0	0
이자비용	30	35	144	141	141
외환손실	54	74	17	0	0
관계기업지분법손익	-10	0	0	0	0
투자및기타자산지분손익	37	5	-3	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-4	0	0	0
기타	72	19	240	90	104
법인세자감전이익	791	754	239	728	1,053
법인세비용	238	178	105	176	255
유효법인세율 (%)	30.0%	23.6%	44.0%	24.2%	24.2%
당기순이익	718	576	134	552	798
지배주주지분순이익(억원)	652	551	202	552	798
EBITDA	859	982	367	967	1,239
연금순이익(Cash Earnings)	994	900	445	890	1,124
수정당기순이익	693	575	136	552	798
증감률(% YoY)					
매출액	-9.0	12.9	3.0	26.1	14.7
영업이익(보고)	-26.2	12.8	-91.7	1,048.2	45.1
영업이익(핵심)	-26.2	12.8	-91.7	1,048.2	45.1
EBITDA	-15.4	14.3	-62.7	163.8	28.2
지배주주지분 당기순이익	-32.3	-15.5	-63.4	173.7	44.6
EPS	-32.3	-15.5	-63.4	173.7	44.6
수정순이익	-36.4	-17.0	-76.4	307.0	44.6

현금흐름표					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-7	1,122	501	1,359	1,454
당기순이익	718	576	134	552	798
감가상각비	221	257	252	285	280
무형자산상각비	55	67	60	53	47
외환손익	-4	-4	6	0	0
자산지분손익	47	7	3	0	0
지분법손익	10	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-252	-6	53	472	335
기타	-801	225	-6	-3	-5
투자활동 현금흐름	-3,981	-4,991	-1,492	-678	-480
투자자산의 처분	43	603	511	-678	-480
유형자산의 처분	71	0	0	0	0
유형자산의 취득	-2,956	-4,898	-2,000	0	0
무형자산의 처분	-4	-18	0	0	0
기타	-1,135	-679	-3	0	0
재무활동 현금흐름	3,986	2,302	-215	-102	-139
당기차입금의 증가	-209	121	0	0	0
장기차입금의 증가	3,815	2,500	0	0	0
자본의 증가	895	0	0	0	0
배당금지급	-428	-319	-256	-256	-256
기타	-87	0	41	154	117
연금및연금성자산의순증가	2	-1,565	-1,206	579	835
기초 현금및금융성자산	3,386	3,388	1,823	617	1,196
기말 현금및금융성자산	3,388	1,823	617	1,196	2,031
Gross Cash Flow	246	1,128	448	887	1,119
Op Free Cash Flow	-2,528	-4,095	-1,594	1,287	1,353

재무상태표					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	6,981	4,920	3,203	4,457	5,771
현금및현금성자산	3,388	1,823	617	1,196	2,031
유동금융자산	3,199	2,672	2,148	2,709	3,106
매출채권및유동채권	352	326	336	424	486
채고자산	27	24	25	31	36
기타유동비금융자산	15	75	77	97	111
비유동자산	12,958	18,160	19,866	19,678	19,460
장기매출채권및기타비유동채권	121	111	114	144	165
투자자산	1,728	1,829	1,842	1,963	2,051
유형자산	8,309	13,370	15,118	14,832	14,553
무형자산	2,799	2,851	2,792	2,739	2,692
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	19,939	23,080	23,068	24,135	25,231
유동부채	2,396	2,899	2,966	3,557	3,976
매입채무및기타유동채무	1,813	2,081	2,144	2,705	3,102
단기차입금	364	596	596	596	596
유동성장기차입금	101	108	108	108	108
기타유동부채	118	114	118	149	171
비유동부채	4,678	7,084	7,128	7,307	7,442
장기매입채무및비유동채무	113	95	98	123	141
사채및장기차입금	3,949	6,365	6,365	6,365	6,365
기타비유동부채	616	625	665	819	936
부채총계	7,074	9,984	10,094	10,864	11,417
자본금	470	470	470	470	470
주식발행초과금	687	687	687	687	687
이익잉여금	7,061	7,269	7,267	7,614	8,204
기타자본	2,009	2,014	2,014	2,014	2,014
지배주주지분자본총계	10,227	10,441	10,439	10,785	11,375
비지배주주지분자본총계	2,638	2,656	2,536	2,486	2,438
자본총계	12,865	13,097	12,975	13,271	13,813
순차입금	-2,174	2,573	4,303	3,163	1,931
총차입금	4,413	7,068	7,068	7,068	7,068

투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	717	606	222	607	877
BPS	11,245	11,481	11,479	11,859	12,508
주당EBITDA	944	1,080	403	1,063	1,363
CFPS	1,093	990	490	979	1,236
DPS	375	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	24.6	20.0	54.8	20.0	13.8
PBR	1.6	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	18.0	14.4	31.7	14.7	10.5
PCFR	16.1	12.3	24.8	12.4	9.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.5	9.5	0.8	7.0	8.8
영업이익률(핵심)	9.5	9.5	0.8	7.0	8.8
EBITDA margin	14.0	14.1	5.1	10.7	12.0
순이익률	11.7	8.3	1.9	6.1	7.7
자기자본이익률(ROE)	5.8	4.4	1.0	4.2	5.9
투자자본이익률(ROIC)	7.4	5.2	0.3	3.6	5.5
안정성(%)					
부채비율	55.0	76.2	77.8	81.9	82.7
순차입금비율	-16.9	19.6	33.2	23.8	14.0
이자보상배율(배)	19.5	18.7	0.4	4.4	6.5
활동성(배)					
매출채권회전율	16.7	20.5	21.6	23.8	22.8
채고자산회전율	235.9	272.3	293.5	322.6	309.0
매입채무회전율	3.3	3.6	3.4	3.7	3.6

하나투어(039130)

BUY (Maintain)

주가(6/13):93,800원/TP:115,000원

KOSPI(6/13)	2,374.70pt	
시가총액	10,896억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	98,200원	61,800원
최고/최저가 대비 등락율	-3.87%	52.75%
주가수익률	절대	상대
	1M 7.5%	4.2%
	6M 28.8%	10.7%
	1Y 7.9%	-7.7%
발행주식수	11,616천주	
일평균 거래량(3M)	104천주	
외국인 지분율	25.02%	
배당수익률(17.E)	2.27%	
BPS(17.E)	17,704원	



◎ M/S와 함께 패키지 고객 비중 상승 주목

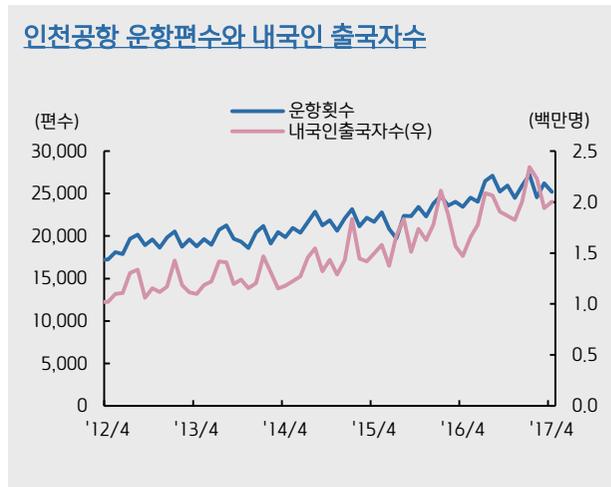
- 하나투어는 시내 면세점 진출 이후 적자가 지속되며 내국인 출국자 시장의 높은 성장의 수혜가 이익 증가로 반영되지 못하고 있음.
- 여전히 가장 높은 M/S를 유지하고는 있지만 경쟁사의 M/S가 빠르게 높아지고 있다는 점도 성장성 메리트 를 약화시키고 있음.
- 하지만 시내 면세점 축소가 진행되고 있고, 추가 확보한 공항 면세점은 고객 유치가 상대적으로 수월하다는 점에서 하반기부터는 면세점 이슈는 일단락 될 것으로 전망됨.
- 따라서 하나투어의 패키지 부문의 M/S 상승 속도를 주목하는 한편 늘어나는 항공편의 수혜는 여행사에 있다는 점에서 투자이견 'BUY'와 목표주가 '115,000원'을 제시함.

투자지표	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	4,594	5,955	6,711	7,278	7,944
보고영업이익(억원)	447	209	389	689	869
핵심영업이익(억원)	447	209	389	689	869
EBITDA(억원)	546	384	538	876	1,091
세전이익(억원)	469	239	434	739	924
순이익(억원)	342	75	292	560	700
지배기업주주순이익(억원)	317	80	310	596	745
EPS(원)	2,732	692	2,669	5,128	6,410
증감율(%)	-5.1	-74.7	285.8	92.1	25.0
PER(배)	42.1	95.6	24.8	12.9	10.3
PBR(배)	6.8	4.1	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA(배)	22.9	14.4	10.0	5.9	4.4
보고영업이익률(%)	9.7	3.5	5.8	9.5	10.9
핵심영업이익률(%)	9.7	3.5	5.8	9.5	10.9
ROE(%)	16.9	3.5	13.4	22.9	24.1
순부채비율(%)	-87.0	-78.1	-81.6	-77.1	-76.6

여행객 선택의 폭이 늘어난다

- ◎ 제2 여객 터미널 개장과 LCC 항공기 추가 도입 등 운항 횟수 증가는 여행객 증가의 가장 큰 호재
 - 내국인 출국자수 성장의 가장 큰 동력은 항공기 운항횟수 증가임.
 - 항공편 증가는 여행지 확대는 물론이고 항공사들의 탑승률 유지 노력으로 연결되는 경우가 많기 때문임.
 - 여기에 LCC들의 증편은 가격 메리트를 더욱 강화시킬 것으로 기대됨.

- ◎ M/S와 함께 패키지 고객 비중 상승 주목
 - 시내 면세점 이슈도 2분기를 정점으로 하반기에는 완화될 것으로 기대됨에 따라 다시 여행업에 주목해야 할 것임.
 - 우리는 수익 회복 측면에서 하나투어의 M/S, 특히 패키지 고객 비중 증가 속도에 주목할 필요가 있다고 판단함.
 - 가격에 민감한 티켓 판매보다 패키지 상품의 수익성이 높고 고객들의 충성도가 높기 때문임.



자료: 인천공항공사, 한국관광공사



자료: 하나투어, 한국관광공사

재무제표

표준회계기준					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,594	5,955	6,711	7,278	7,944
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,594	5,955	6,711	7,278	7,944
판매비및일반관리비	4,147	5,746	6,322	6,589	7,075
영업이익(보고)	447	209	389	689	869
영업이익(핵심)	447	209	389	689	869
영업외손익	22	30	45	50	55
이자수익	37	23	24	27	30
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	29	60	25	0	0
이자비용	4	6	1	0	0
외환손실	43	70	13	0	0
관계기업지분법손익	-5	-2	-2	0	0
투자및기타자산지분손익	-8	2	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-5	-6	-7	0	0
기타	21	28	21	23	25
법인세차감전이익	469	239	434	739	924
법인세비용	128	164	143	179	224
유효법인세율 (%)	27.2%	68.6%	32.9%	24.2%	24.2%
당기순이익	342	75	292	560	700
지배주주지분순이익(억원)	317	80	310	596	745
EBITDA	546	384	538	876	1,091
연금순이익(Cash Earnings)	440	250	440	747	922
수정당기순이익	351	76	298	560	700
증감률(% YoY)					
매출액	19.2	29.6	12.7	8.5	9.2
영업이익(보고)	10.6	-53.2	85.7	77.2	26.2
영업이익(핵심)	10.6	-53.2	85.7	77.2	26.2
EBITDA	14.8	-29.7	39.9	63.0	24.5
지배주주지분 당기순이익	-5.1	-74.7	285.8	92.1	25.0
EPS	-5.1	-74.7	285.8	92.1	25.0
수정순이익	-0.9	-78.3	290.1	88.0	25.0

현금흐름표					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	348	269	832	856	1,049
당기순이익	342	75	292	560	700
감가상각비	61	131	115	161	201
무형자산상각비	37	43	34	26	20
외환손익	2	3	-12	0	0
자산지분손익	11	2	1	0	0
지분법손익	5	5	2	0	0
영업활동자산부채 증감	-199	-79	388	109	128
기타	89	88	12	0	0
투자활동 현금흐름	-9	67	-529	-515	-522
투자자산의 처분	239	492	-50	-37	-44
유형자산의 처분	4	8	0	0	0
유형자산의 취득	-164	-480	-480	-480	-480
무형자산의 처분	-81	-41	0	0	0
기타	-8	88	1	2	2
재무활동 현금흐름	-22	-250	-165	-165	-165
단기차입금의 증가	31	-184	0	0	0
장기차입금의 증가	61	68	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-161	-169	-166	-166	-166
기타	47	35	1	1	1
현금및현금성자산의순증가	326	96	138	176	363
기초 현금및현금성자산	1,139	1,465	1,560	1,699	1,874
기말 현금및현금성자산	1,465	1,560	1,699	1,874	2,237
Gross Cash Flow	547	348	443	747	922
Op Free Cash Flow	-19	-359	351	338	528

재무상태표					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,402	3,457	3,561	3,894	4,441
현금및현금성자산	1,465	1,560	1,699	1,874	2,237
유동금융자산	730	298	336	364	398
매출채권및유동채권	1,115	1,354	1,526	1,655	1,807
재고자산	93	243	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,641	1,746	2,130	2,463	2,770
장기매출채권및기타비유동채권	296	353	397	431	471
투자자산	500	236	246	255	266
유형자산	593	918	1,283	1,602	1,882
무형자산	169	159	126	99	79
기타비유동자산	83	80	78	76	73
자산총계	5,044	5,202	5,691	6,357	7,211
유동부채	2,754	2,867	3,218	3,482	3,792
매입채무및기타유동채무	1,361	1,476	1,663	1,804	1,969
단기차입금	199	43	43	43	43
유동성장기차입금	24	30	30	30	30
기타유동부채	1,171	1,317	1,482	1,605	1,750
비유동부채	116	215	226	234	244
장기매입채무및비유동채무	29	76	86	93	102
사채및장기차입금	82	129	129	129	129
기타비유동부채	6	10	11	12	13
부채총계	2,871	3,082	3,444	3,716	4,036
자본금	58	58	58	58	58
주식발행초과금	607	607	607	607	607
이익잉여금	1,349	1,264	1,426	1,869	2,457
기타자본	-45	-34	-34	-34	-34
지배주주지분자본총계	1,969	1,895	2,057	2,500	3,088
비지배주주지분자본총계	204	226	190	140	87
자본총계	2,173	2,121	2,246	2,641	3,175
순차입금	-1,890	-1,656	-1,832	-2,036	-2,432
총자산규모	305	202	202	202	202

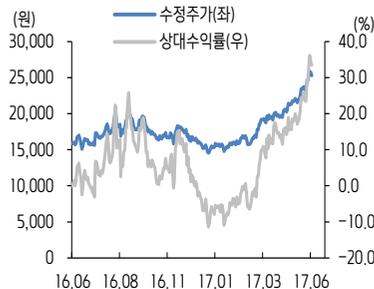
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,732	692	2,669	5,128	6,410
BPS	16,952	16,312	17,704	21,523	26,580
주당EBITDA	4,703	3,308	4,628	7,543	9,389
CFPS	3,792	2,154	3,791	6,433	7,934
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	42.1	95.6	24.8	12.9	10.3
PBR	6.8	4.1	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA	22.9	14.4	10.0	5.9	4.4
PCFR	30.3	30.7	17.4	10.3	8.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.7	3.5	5.8	9.5	10.9
영업이익률(핵심)	9.7	3.5	5.8	9.5	10.9
EBITDA margin	11.9	6.5	8.0	12.0	13.7
순이익률	7.4	1.3	4.3	7.7	8.8
자기자본이익률(ROE)	16.9	3.5	13.4	22.9	24.1
투자자본이익률(ROIC)	-70.6	-85.4	240.5	280.1	191.4
안정성(%)					
부채비율	132.1	145.3	153.3	140.7	127.1
순차입금비율	-87.0	-78.1	-81.6	-77.1	-76.6
이자보상배율(배)	110.4	33.5	268.5	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	4.6	4.8	4.7	4.6	4.6
재고자산회전율	89.0	35.4	55.1	N/A	N/A
매입채무회전율	3.4	4.2	4.3	4.2	4.2

한진칼(180640)

BUY (Maintain)

주가(6/13): 25,800원/TP: 31,000원

KOSPI(6/13)	1,937.56pt		
시가총액	15,275억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	25,850원	14,550원	
최고/최저가 대비 등락율	-2.13%	73.88%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	16.3%	12.8%
	6M	54.3%	32.6%
	1Y	48.4%	27.0%
발행주식수	59,707천주		
일평균 거래량(3M)	538천주		
외국인 지분율	4.67%		
배당수익률(17.E)	0.00%		
BPS(17.E)	17,986원		



◎ 대한항공과 진에어 가치 정상화

- 한진칼은 한진 그룹의 지주 회사로 상장 기업으로는 대한항공과 한진, 그리고 비상장 기업으로는 진에어와 정석기업 등을 보유하고 있음.
- 따라서 보유 자산의 가치 평가가 가장 중요한 이슈인데 대한항공은 재무 부담 완화와 영업 호조 지속이, 비상장 기업으로 할인률이 적용되던 진에어는 상장을 준비하고 있어 한진칼 기업 가치 평가에도 플러스 요인으로 작용이 기대됨.
- LCC들간의 경쟁이 계속 이어지고 있지만 진에어는 다른 LCC들과 달리 성수기 B777 기를 활용한 장거리 노선에서도 안착하는 모습이 나타나고 있다는 점이 긍정적임.
- 지주사의 특성상 보유 자산에 대해 어느 수준의 할인율을 적용할 지가 관건인 가운데 상장 기업에 대해서는 전일 증가 대비 20% 할인율, 비상장 기업은 장부가를, 상장을 준비중인 진에어에 대해서는 비교 기업인 제주항공 시가 총액 수준을 적용해 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '31,000원'을 제시함.

투자지표	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	7,223	9,910	12,050	13,546	14,947
보고영업이익(억원)	743	990	1,262	1,383	1,481
핵심영업이익(억원)	743	990	1,262	1,383	1,481
EBITDA(억원)	1,039	1,349	1,598	1,701	1,782
세전이익(억원)	-1,913	-4,519	907	997	1,063
순이익(억원)	-2,052	-3,964	703	772	824
지배기업주주순이익(억원)	-2,164	-4,068	721	793	845
EPS(원)	-4,028	-7,134	1,208	1,327	1,416
증감율(%)	N/A	N/A	N/A	9.9	6.7
PER(배)	-4.7	-2.2	12.7	11.6	10.8
PBR(배)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	12.0	9.0	6.9	5.7	4.5
보고영업이익률(%)	10.3	10.0	10.5	10.2	9.9
핵심영업이익률(%)	10.3	10.0	10.5	10.2	9.9
ROE(%)	-13.4	-31.2	6.2	6.4	6.4
순부채비율(%)	18.4	29.2	17.5	6.2	-7.0

보유 자산 가치 정상화

◎ 한진 그룹 지주사로 보유 자산 가치 정상화

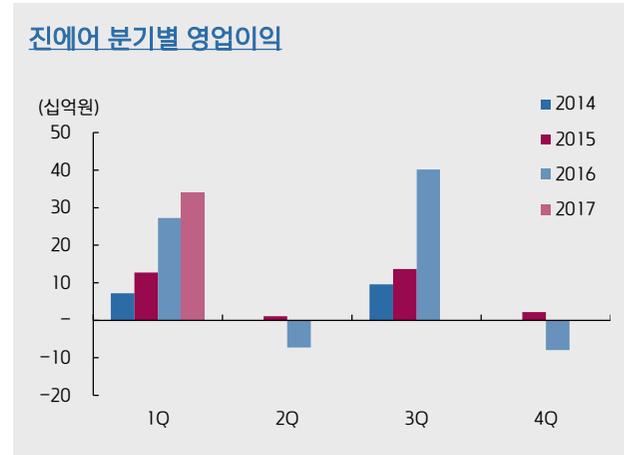
- 한진 그룹의 지주사인 한진칼은 지난 해 보유 기업들의 주가 약세와 일부 상표권에 대한 손상차손 등이 이어짐에 따라 기업 가치 대비 저평가가 이어졌음.
- 하지만 상장 기업인 한진과 대한항공의 재무 구조가 정상화되며 주가가 반등하고 있고, 비상장 기업으로 상장 기업 대비 할인율 적용이 불가피했던 진에어도 상장을 준비하고 있음.

◎ 할인율이 해소되는 자회사들

- 한진칼이 보유하고 있는 자산에는 큰 변화가 없지만 자산 가치가 크게 상승하고 있는 점을 반영해야 할 것임.
- 대한항공은 이익 증가와 연구채 발행 등으로 재무 불확실성 해소 및 영업 활동 정상화가, 진에어는 비상장 기업 할인율 해소와 성수기 B777기를 활용한 장거리 노선에서 경쟁 LCC와 차별적인 성과를 기록하고 있기 때문임.
- 따라서 우리는 상장 기업에 대해서는 전일 종가 기준 80%, 비상장 기업은 장부가, 진에어에 대해서는 제주항공 수준을 적용해 목표주가를 산정한 만큼 공격적이지는 않다고 판단됨.



자료: 인천공항공사



자료: 진에어

재무제표

표준회계기준		(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
매출액	7,223	9,910	12,050	13,546	14,947	
매출원가	5,631	7,980	9,374	10,537	11,627	
매출총이익	1,592	1,930	2,677	3,009	3,320	
판매비와 일반관리비	849	941	1,414	1,626	1,839	
영업이익(보고)	743	990	1,262	1,383	1,481	
영업이익(핵심)	743	990	1,262	1,383	1,481	
영업외손익	-2,656	-5,509	-355	-386	-418	
이자수익	49	47	54	57	60	
배당금수익	2	3	3	3	4	
외환이익	43	90	0	0	0	
이자비용	221	251	291	312	332	
외환손실	34	88	0	0	0	
관계기업지분법손익	-2,429	-3,505	0	0	0	
투자및기타자산지분손익	0	0	0	0	0	
금융상품평가및기타금융이익	5	0	0	0	0	
기타	-72	-1,805	-121	-135	-149	
법인세차감 전이익	-1,913	-4,519	907	997	1,063	
법인세비용	139	-555	204	224	239	
유효법인세율 (%)	-7.3%	12.3%	22.5%	22.5%	22.5%	
당기순이익	-2,052	-3,964	703	772	824	
지배주주지분순이익(억원)	-2,164	-4,068	721	793	845	
EBITDA	1,039	1,349	1,598	1,701	1,782	
연금순이익(Cash Earnings)	-1,756	-3,605	1,039	1,090	1,125	
수정당기순이익	-2,057	-3,964	703	772	824	
증감율(% YoY)						
매출액	15.6	37.2	21.6	12.4	10.3	
영업이익(보고)	-1.6	33.3	27.5	9.6	7.1	
영업이익(핵심)	-1.6	33.3	27.5	9.6	7.1	
EBITDA	6.5	29.9	18.5	6.4	4.8	
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	9.9	6.7	
EPS	N/A	N/A	N/A	9.9	6.7	
수정순이익	N/A	N/A	N/A	9.9	6.7	

한국회계기준		(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
영업활동현금흐름	1,194	1,388	1,117	1,261	1,700	
당기순이익	-2,052	-3,964	703	772	824	
평가상각비	274	338	320	305	291	
무형자산상각비	22	22	16	13	10	
외환손익	-8	7	0	0	0	
자산지분손익	0	1	0	0	0	
지분법손익	0	0	0	0	0	
영업활동자산부채 증감	207	22	81	174	578	
기타	2,751	4,964	-3	-3	-3	
투자활동현금흐름	-930	-2,570	-413	-281	-237	
투자자산의 처분	-855	-663	-320	-183	-135	
유형자산의 처분	0	2	0	0	0	
유형자산의 취득	-72	-49	-49	-49	-49	
무형자산의 처분	-8	-1,859	0	0	0	
기타	4	0	-44	-48	-53	
재무활동현금흐름	-40	807	1,175	634	632	
당기차입금의 증가	-223	608	1,000	500	500	
차기차입금의 증가	434	-80	0	0	0	
자본의 증가	0	902	0	0	0	
배당금지급	-88	-106	0	0	0	
기타	-163	-517	175	134	132	
현금및현금성자산의순증가	231	-380	1,880	1,614	2,094	
기초 현금및현금성자산	980	1,211	832	2,712	4,326	
기말 현금및현금성자산	1,211	832	2,712	4,326	6,420	
Gross Cash Flow	987	1,366	1,036	1,087	1,121	
Op Free Cash Flow	1,221	-659	1,346	1,514	1,977	

재무상태표		(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
유동자산	3,306	3,785	6,137	8,041	10,370	
현금및현금성자산	1,211	832	2,712	4,326	6,420	
유동금융자산	1,343	2,119	2,410	2,574	2,691	
매출채권및유동채권	731	816	992	1,115	1,230	
재고자산	20	19	23	26	29	
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0	
비유동자산	19,844	16,835	16,704	16,563	16,439	
장기매출채권및기타비유동채권	306	374	455	512	565	
투자자산	13,496	9,986	10,017	10,040	10,062	
유형자산	5,807	5,970	5,699	5,444	5,202	
무형자산	90	69	52	40	30	
기타비유동자산	145	436	479	527	580	
자산총계	23,150	20,620	22,841	24,603	26,808	
유동부채	3,662	7,603	8,932	9,779	11,020	
매입채무및기타유동채무	2,017	2,314	2,678	3,010	3,737	
당기차입금	900	1,731	2,331	3,231	3,731	
유동성장기차입금	657	3,402	3,402	3,402	3,402	
기타유동부채	88	155	121	135	149	
비유동부채	5,069	1,988	2,176	2,319	2,460	
장기매입채무및비유동채무	54	61	74	84	92	
사채및장기차입금	3,648	1,040	1,040	1,040	1,040	
기타비유동부채	1,367	887	1,062	1,196	1,328	
부채총계	8,731	9,591	11,108	12,098	13,479	
자본금	1,333	1,493	1,493	1,493	1,493	
주식발행초과금	10,673	11,415	11,415	11,415	11,415	
이익잉여금	208	-5,219	-4,497	-3,705	-2,859	
기타자본	1,009	2,329	2,329	2,329	2,329	
지배주주지분자본총계	13,223	10,017	10,739	11,531	12,377	
비지배주주지분자본총계	1,197	1,013	994	974	952	
자본총계	14,419	11,030	11,733	12,505	13,329	
순차입금	2,650	3,223	2,052	774	-937	
총차입금	5,205	6,173	7,173	7,673	8,173	

투자지표		(단위: 원, 백, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
주당 지표(원)						
EPS	-4,028	-7,134	1,208	1,327	1,416	
BPS	24,550	16,777	17,986	19,313	20,729	
주당 EBITDA	1,934	2,366	2,677	2,849	2,984	
CFPS	-3,270	-6,322	1,740	1,826	1,884	
DPS	75	0	0	0	0	
주가배수(배)						
PER	-4.7	-2.2	12.7	11.6	10.8	
PBR	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7	
EV/EBITDA	12.0	9.0	6.9	5.7	4.5	
PCFR	-5.8	-2.4	8.8	8.4	8.1	
수익성(%)						
영업이익률(보고)	10.3	10.0	10.5	10.2	9.9	
영업이익률(핵심)	10.3	10.0	10.5	10.2	9.9	
EBITDA margin	14.4	13.6	13.3	12.6	11.9	
순이익률	-28.4	-40.0	5.8	5.7	5.5	
자기자본이익률(ROE)	-13.4	-31.2	6.2	6.4	6.4	
투자자본이익률(ROIC)	15.7	18.3	21.6	26.0	32.9	
안정성(%)						
부채비율	60.6	87.0	94.7	96.7	101.1	
순차입금비율	18.4	29.2	17.5	6.2	-7.0	
이자부담배율(배)	3.4	3.9	4.3	4.4	4.5	
활동성(배)						
매출채권회전율	10.8	12.8	13.3	12.9	12.7	
재고자산회전율	345.5	498.6	564.0	544.0	539.2	
매입채무회전율	4.4	4.6	4.8	4.8	4.4	

투자의견 변동내역 및

목표주가 그래프

- > 당사는 6월 13일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 투자의견 적용기준

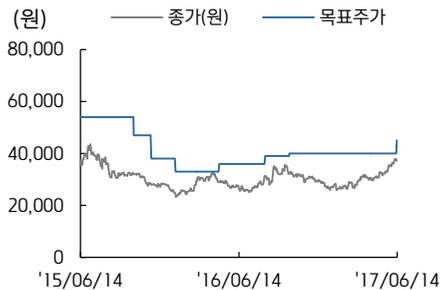
기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

◎ 투자등급 비율 통계 (2016/04/01~2017/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

종목명	일자	투자의견	목표주가
대한항공 (003490)	2015-06-09	BUY(Maintain)	54,000원
	2015-07-01	BUY(Maintain)	54,000원
	2015-10-15	BUY(Maintain)	47,000원
	2015-11-24	BUY(Maintain)	38,000원
	2016-01-19	BUY(Maintain)	33,000원
	2016-02-03	BUY(Maintain)	33,000원
	2016-04-29	BUY(Maintain)	36,000원
	2016-06-03	BUY(Maintain)	36,000원
	2016-07-18	BUY(Maintain)	36,000원
	2016-08-16	BUY(Maintain)	39,000원
	2016-10-11	BUY(Maintain)	40,000원
	2016-10-26	BUY(Maintain)	40,000원
	2017-05-12	BUY(Maintain)	40,000원
	2017-06-14	BUY(Maintain)	45,000원



종목명	일자	투자의견	목표주가
파라다이스 (034230)		BUY(Reinitiate)	19,000원



종목명	일자	투자의견	목표주가
하나투어 (039130)	2015-06-29	BUY(Maintain)	170,000원
	2015-09-16	BUY(Maintain)	170,000원
	2016-02-24	BUY(Maintain)	130,000원
	2016-06-03	BUY(Maintain)	130,000원
	2016-07-18	BUY(Maintain)	110,000원
	2016-11-28	BUY(Maintain)	85,000원
	2017-02-22	BUY(Maintain)	85,000원
	2017-05-11	BUY(Maintain)	108,000원
2017-06-14	BUY(Maintain)	115,000원	



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

종목명	일자	투자의견	목표주가
한진칼 (180640)	2015-07-01	BUY(Initiate)	35,000원
	2015-11-24	BUY(Maintain)	29,000원
	2016-05-19	BUY(Maintain)	27,000원
	2016-08-17	BUY(Maintain)	27,000원
	2016-11-28	BUY(Maintain)	27,000원
	2017-05-16	BUY(Maintain)	27,000원
	2017-06-14	BUY(Maintain)	31,000원

