



영혼을 담은 종목추천, 인터넷 애널리스트 **이창영**입니다.

(02)3770-3537

changyoung.lee@tongyang.co.kr

동양증권

인터파크 (035080)

성장이 수익성과 만나다

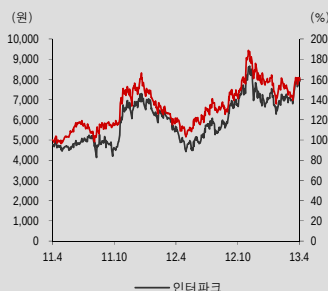
투자의견: BUY (I)
목표주가: 12,000원 (I)

인터넷 소매/유통

주가	8,350원
자본금	304억원
시가총액	5,080억원
주당순자산	7,214원
부채비율	82.24%
총발행주식수	60,842,093주
60일 평균 거래대금	58억원
60일 평균 거래량	802,263주
52주 고	8,650원
52주 저	4,430원
외인지분율	3.31%
주요주주	이기형 외 3인 38.42%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	17.9	18.3	53.5
상대	4.1	11.8	8.2
절대(달러환산)	14.2	12.3	54.0



자료: Datastream



Why This Report

고소득자여야 공연을 보고 해외여행을 간다는 말은 옛말이 되었습니다. 문화수준의 향상으로 공연과 해외여행은 점차 우리에게 일상이 되어 갑니다. 동사는 고성장 중인 인터넷 상거래의 다양한 사업을 영위하고 있었음에도, 출혈적인 마케팅 경쟁으로 수익성면에서 그동안 고전하였습니다. 그러나, 상품 구성비율의 조정과 높은 시장점유율을 기반으로 한 고수익 사업모델인 공연티켓, 여행 부문에서의 이익이 커지면서 지난해부터 턴어라운드를 시작했습니다. 동사의 수익성 개선이 구조적이며 지속적일 수 있는 이유를 분석해보았습니다.

Investment Point

성장성

- ▶ 동사가 속한 인터넷상거래(B2C,C2C,B2B) 시장은, 출혈적 마케팅 경쟁으로 수익성이 낮을 뿐, 매년 10~20%의 성장을 지속중에 있는 고성장 산업임.
- ▶ 특히 소득수준, 문화수준 향상에 따른 공연, 여행 시장의 성장은, 동사가 영위중인 인터넷 공연티켓 판매액, 여행관련 상품 판매액이 지난 7년간 연평균 각각 20%, 45% 성장하였음

수익성 개선이 지속 가능한 이유

- ▶ 고마진 상품인 티켓(2012년 영업이익률 18.2%), 여행(6.5%) 매출이 2010년 전체 매출 비중 41%에서 2012년 60%로 증가한 반면 저마진 상품인 쇼핑(3.7%), 도서(0.4%)는 59%에서 40%로 감소
- ▶ 티켓, 여행 상품이 고마진인 이유는, 동사가 각각 75%, 40%의 높은 시장점유율을 차지하고 있어, 출혈경쟁이 상대적으로 적기 때문임. 또한, 동사가 소유한 주요 공연장 및 공연운영권과 여행DB는 독보적인 시장점유율을 유지하는 근거가 되고 있어, 향후에도 높은 시장점유율을 유지가 가능하다는 판단임
- ▶ 동사의 일정률의 수수료 매출인식 방식은, 매출 변동비가 낮아, 고정비 레버리지 효과가 가능한 모델임. 2010~2012년 변동비성인 원가율은 66.8% → 62.4% → 60.8%로 감소하였고, 인건비를 포함한 판관비도 감소추세에 있어, 향후 매출액 증가시 영업이익률이 상승할 수 있는 비용구조가 정착된 것으로 판단됨
- ▶ 2012년 인터파크 INT 영업이익 149억원과 아이마켓코리아 지분법이익 92억원이 발생하였음에도, 연결영업이익 140억원에 불과했던 이유는, 16개(손)자회사 및 Holdings 영업손실이 컸기 때문임. 2013년 기타 연결(손)자회사의 구조조정 및 이익개선 가능성과 아이마켓 코리아 지분법이익 증가 가능성은 동사 이익개선에 주요한 원인으로 작용할 것으로 전망됨

Valuation

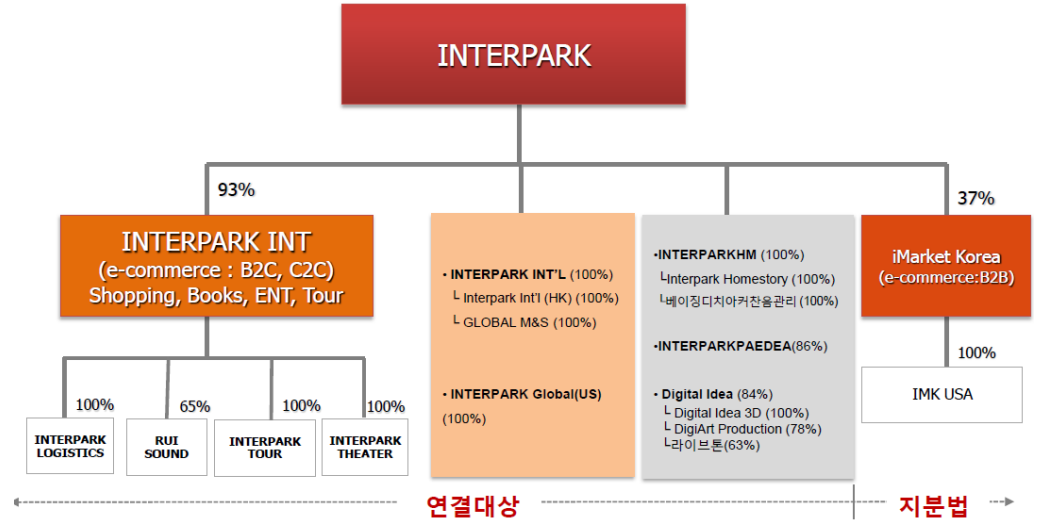
- ▶ 인터파크 적정기업가치 7,276억원 = (인터파크 INT 2013년 예상 순이익 183억원 * 25배) + {아이마켓코리아 시장예상평균 순이익 515억원 * 19.5배 * 37% * (1-10%)} - (순부채 523억원) + (자회사 장부가액 323억원)
- ▶ 인터파크 INT에 적용한 Target Multiple 25배는 시장 평균보다 높은 배수이나, 현재의 기업가치가 2조원이 넘는 동사 거래액 및 매출액 대비 0.5배(PSR) 수준에 불과한 상황이고, 높은 이익 성장 및 이익률 개선이 현재 시작되는 단계라는 점을 고려하여 고PER를 부여하였음. 아이마켓코리아의 지분가치는 2013년 시장 컨센서스 순이익과 2012년 평균 P/E 19.5배를 적용함

투자의견 BUY, 목표주가 12,000원 신규 제시

- 수익성 높은 공연티켓판매, 항공권 및 여행상품 판매 사업부문의 고성장을 통한 수익 레버리지 효과 기대
- 아이마켓코리아 지분가치를 제외한 인터넷 쇼핑, 도서, 티켓, 여행 부문의 사업가치의 저평가 회복 국면

I. 기업 개요

인터파크 계열회사



자료: 인터파크

인터파크는 쇼핑, 도서, 티켓, 여행의 주요 4개 사업군을 영위하고 있는 ‘인터파크INT’와 기타 ‘16개의 연결대상 자(손자)회사’, 그리고 2013년부터 연결대상으로 추가될 ‘아이마켓코리아’의 18개회사로 구성되어 있다.

이하에서는 전체 연결실적 기준으로 매출액(76%) 및 이익기여도(110%)가 가장 높고, 인터파크 본래의 주력 사업부문인 인터파크 INT 중심으로 분석을 해보고자 한다.

인터파크의 2012년 연결 매출액 4,542억 중 76%는, 인터넷 쇼핑, 도서, 티켓, 여행의 인터파크 INT 매출액이 차지하고 있으며, 이와 관련된 유사 사업들로 구성된 16개 자회사들의 연결조정된 매출액과 아이마켓코리아 지분법이익 92억원을 포함한 지주사 매출액이 나머지 24%를 구성하고 있다.

2012년 연결 영업이익의 경우에는, 인터파크 연결영업이익 140억원 = 149억원(INT 영업이익) + 아이마켓코리아 지분법이익 92억원 - 지주사 손실 35억원 - 기타 자회사 손실 66억원으로 구성되어 있다.

인터파크 연결 및 주요 자회사 손익				(단위: 억원)
인터파크 연결	2012	2011	2010	
매출액	4,542	4,278	4,490	
INT	3,467	3,501	3,737	
Holdings & 기타 자회사 & 연결조정	1,076	776	753	
매출원가	2,991	2,824	2,932	
판매비와관리비	1,411	1,605	1,717	
영업이익(손실)	140	-151	-159	
INT	149	82	-79	
Holdings & 기타 자회사	-9	-233	-93	
당기순이익	128	-123	-72	
INT	2012	2011	2010	
매출액	3,467	3,501	3,737	
영업이익(손실)	149	82	-79	
쇼핑	20	20	-100	
도서	9	-3	-43	
ENT	100	60	40	
투어	20	10	5	
IMK	2012	2011	2010	
매출액	20,455	16,823	15,492	
순이익	385.6	345	311	
순이익률	1.9%	2.1%	2.0%	

자료: 인터파크, 동양증권 리서치센터

인터파크 연결 대상 자회사 현황 (단위: 억원)								
종속기업명	주요 영업활동	지분율	직접지분 소유기업	주요재무현황				
				자산총계	부채총계	자본총계	매출액	당기순이익
(주)인터파크아이엔티	전자상거래업	91%		3,160	2,221	939	3,467	125
(주)인터파크에이치엠	가구내 고용활동 및 프랜차이즈사업	100%		175	43	132	176	7.8
(주)인터파크인터내셔널	기타 가정용품 도매업 및 무역, 전자상거래업	100%	(주)인터파크	111	35	76	441	5.2
(주)인터파크페디아	영어교육사업	86%		-	-	-	-	-
(주)디지털아이디어	컴퓨터그래픽서비스업	84%		34	19	15	58	-
InterparkGlobal Corporation	미국내 현지법인 한국서적유통	100%		56	80	- 24	114	-
(주)인터파크로지스틱스	물류중개 및 관련서비스업	91%		17	0.4	16	13	-
(주)루이사운드	음향장비 임대업	59%	(주)인터파크 아이엔티	-	-	-	-	-
(주)인터파크투어	일반 및 국외 여행사업	91%		27	18	8.9	183	-
(주)인터파크씨어터	공연장 운영 및 공연기획	91%		6	20	- 14	21	1.6
(주)글로벌엠에스	일본내 통신판매업	100%	(주)인터파크	10	8.6	1.0	47	-
INTERPARK	무역업, 도소매업,			601	485	117	134	-
INTERNATIONAL	온라인 판매업	100%	(주)인터파크 인터내셔널	14	14	0.5	43	-
(주)지아트프로덕션	애니메이션 영화 및 비디오물 제작업	66%		1.8		1.8	0.5	
(주)디지털아이디어쓰리디	시스템 소프트웨어 개발 및 공급업	84%	(주)디지털 아이디어	-	-	-	-	-
(주)라이브톤	영화, 비디오물 및 방송프로그램 제작 관련서비스업	53%		14	34	- 20	55	0.8
베이징 디지털커뮤니케이션 유한공사	중국내 커피프랜차이즈사업	100%	(주)인터파크 에이치엠	-	-	-	-	-
(주)인터파크홈스토리(주1)	종합생활서비스업	100%		1.5	0.4	1.1	11	0
				-	-	-	-	-
				4.4	3.3	1.1	11	2
				10	4.4	5.1	2.3	- 4.8
				4.0	0.7	3.3	6.7	0.3

자료: DART

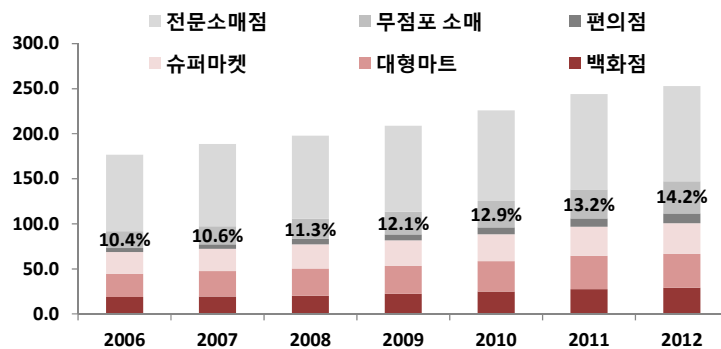
II. 성장성

전자상거래시장 성장 추이							(단위: 조원)
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	12/'11 YoY
기업간(B2B)	464	560	593	747	913	1,051	15%
기업 · 정부간(B2G)	37	52	59	53	58	62	7%
기업 · 소비자간(B2C)	10.2	11.4	12.0	16.0	18.5	19.6	6%
소비자간(C2C)	5.0	6.2	8.0	8.5	9.8	11.8	21%
합계	517	630	672	824	1,000	1,145	15%
YoY 성장률	25%	22%	7%	23%	21%	15%	

자료: 통계청

동사가 영위하고 있는 전자상거래 시장(B2C, C2C, 아이마켓코리아의 B2B)은, 매년 10~20%의 성장을 지속중에 있는 고성장 산업이다. 이러한 고성장은 기존 전통 상거래시장에서 인터넷을 통한 상거래 비중이 증가함에 따른 영향이며, 향후 모바일 상거래 확대에 성장성은 지속될 것으로 예상된다.

국내 전체 유통시장 규모 vs 전자상거래 비중 추이 (단위: 조원)



자료: 통계청

인터넷 도서시장 매출 추이					(단위: 억원)
구분	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년
전체 도서시장	23,657	25,054	25,804	27,244	28,000
YoY 성장률	-12%	6%	3%	6%	3%
인터넷서점	5,727	6,896	7,253	8,938	9,270
YoY 성장률	27%	20%	5%	23%	4%
인터넷서점비중	24.2%	27.5%	28.1%	32.8%	33.1%

자료: 대한출판문화협회

이러한 인터넷 상거래 시장 고성장 수혜로 동사의 경우에도, 2010년, 2011년 거래 대금 기준 각각 22%, 17%의 고성장을 구가하고 있는 중이다. 2012년의 경우 전년 대비 성장률이 감소하였는데, 이는 저마진 사업인 쇼핑부문의 수익률 개선을 위한 상품 구성비율(Product Mix)의 변화로 전년 대비 쇼핑 거래액만 2,315억원이 감소한 영향이며, 티켓(ENT), 여행 부분은 전년 대비 각각 28%, 21%의 고성장을 유지하였다.

인터파크 INT 부문별 거래액 추이							(단위: 억원)
	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
쇼핑	6,128	8,443	7,597	7,118	6,592	4,386	4,794
YoY 성장률	-27%	11%	7%	8%	50%	-9%	
도서	2,307	2,608	2,937	2,499	2,192	1,935	1,404
YoY 성장률	-12%	-11%	18%	14%	13%	38%	
ENT	5,738	4,470	3,225	2,728	2,739	2,294	1,913
YoY 성장률	28%	39%	18%	0%	19%	20%	
투어	6,787	5,595	4,217	2,432	2,236	1,141	725
YoY 성장률	21%	33%	73%	9%	96%	57%	
합계	20,960	21,116	17,976	14,778	13,760	9,754	8,836
YoY 성장률	-1%	17%	22%	7%	41%	10%	

자료: 인터파크

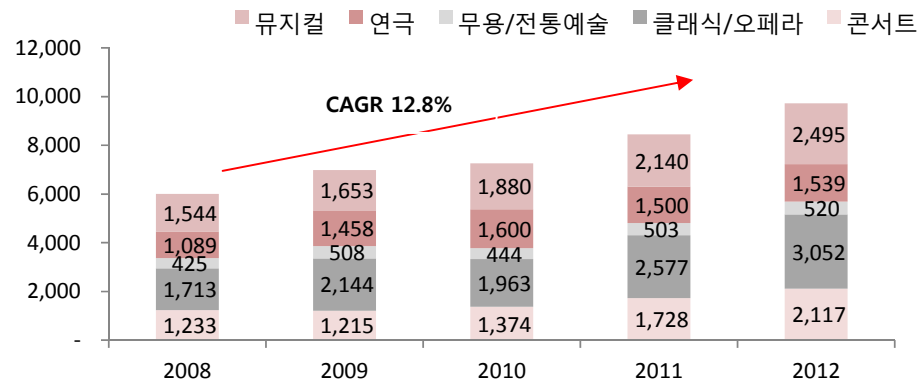
인터파크 INT의 4개 부문 중 최근 성장성이 가장 높은 부분은 공연 티켓과 여행사업부문이다.

국민소득 증가 및 문화수준 향상에 따른 문화소비 지출 증가로 지난 6년간 콘서트 공연판매액은 연평균 19%, 뮤지컬 공연은 21% 증가 중에 있다. 그럼에도 불구하고 국내 문화소비지출이 GDP에서 차지하는 비중은 3.7%로 OECD 평균 5.5%, 미국 6.5%, 일본 6.2%로 향후 성장여력은 충분하다는 판단이다.

공연 티켓 판매 시장점유율의 75%를 차지하고 있는 인터파크(INT의 ENT 부문)는, 공연 시장 증가에 따른 티켓판매 증가의 수혜를 받고 있는 상황이다.

인터파크 ENT 부문 티켓 판매 공연수

(단위 : 개)



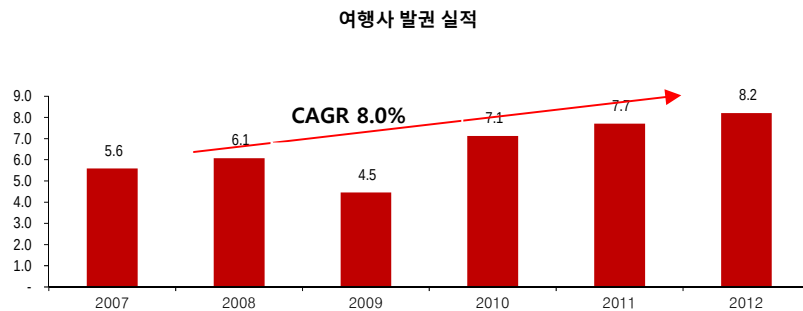
자료: 인터파크

여행 부문 역시도 국민소득 증가 및 여행 수요 증가에 따라 지난 6년간 항공권 발권 실적도 연평균 8%로 꾸준히 성장중에 있다. 2011년 우리나라의 인구 대비 출국률은 26%로 선진국 40% 대비 아직 낮은 단계여서 향후 지속적인 증가가 예상된다.

온라인 항공권 판매 시장의 40%를 차지하고 있는 인터파크(INT의 투어부문)은 이러한 여행시장 확대에 따른 수혜로 지난 7년간 연평균 45%의 고성장을 기록중에 있다.

여행사 발권 실적 추이

(단위 : 조원)



자료: 여행신문, 2012, 인터파크

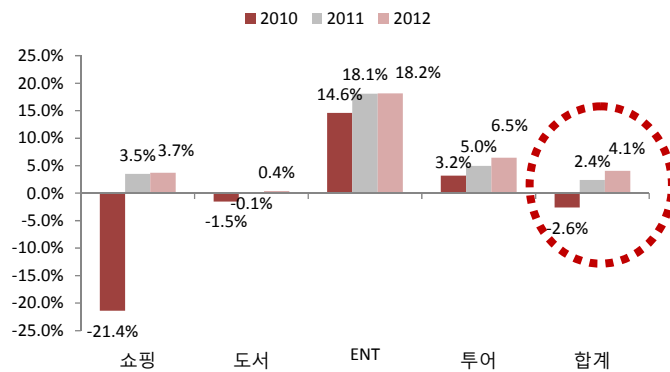
III. 수익성 개선이 지속가능한 이유

1. 저마진 매출에서 고마진 매출로의 이동

동사는 2010년 쇼핑(42%)+도서(16%)가 전체 거래액에서 차지하는 비중은 59%였으나, 2011년 52%, 2012년에는 40%(쇼핑 29%, 도서 11%)로 감소하였고, 반대로 티켓(18%)+여행(23%)비중은 41%에서, 2011년 48%, 2012년 60%(티켓 27%, 여행 32%)로 증가하였다.

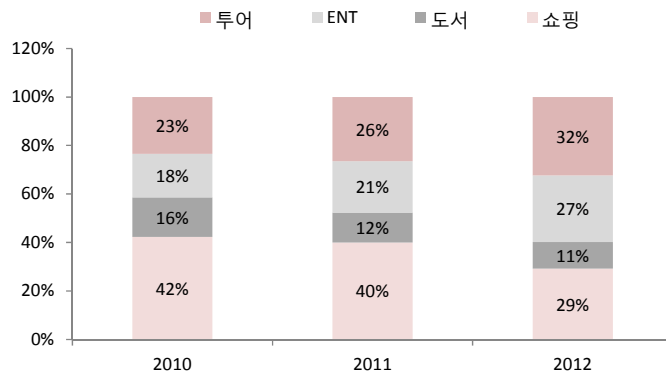
아래 차트와 같이 시장 구조상 저마진 사업인 쇼핑, 도서 부문의 매출비중은 줄고, 고마진 사업인 티켓(ENT), 여행 부문의 매출 비중이 높아지면서, 전체 영업이익률은 2010년 -2.1%에서, 2011년 +2.3%, 2012년 +4.3%로 개선되었다.

인터파크 INT 사업부문별 영업이익률



자료: 인터파크

인터파크 INT 사업부문별 거래총액 비중



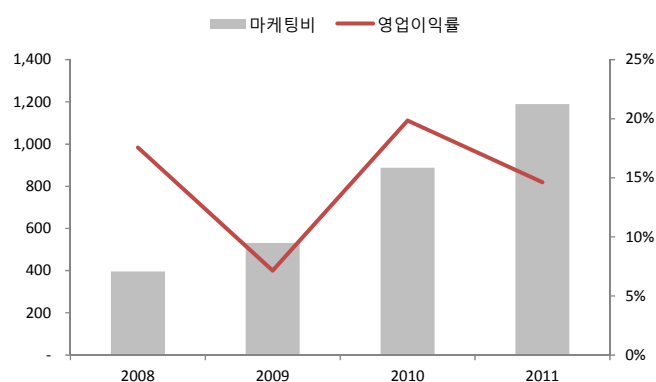
자료: 인터파크

온라인 쇼핑 시장이 고성장 산업임에도 불구하고 저마진 구조였던 이유는, 시장내 치열한 경쟁으로 인한 마케팅비 출혈경쟁이 주요 원인이던 것으로 분석된다.

온라인 쇼핑 시장 1위 사업자인 지마켓(이베이코리아)의 경우도 '11번가'의 공격적인 시장진출로 인해 지속적이며 높은 마케팅비 증가, 영업이익률 감소를 보이고 있는 것이 국내 온라인 쇼핑시장의 현황이다.

지마켓(이베이코리아) 마케팅비 vs 영업이익률

(단위 : 억 원)

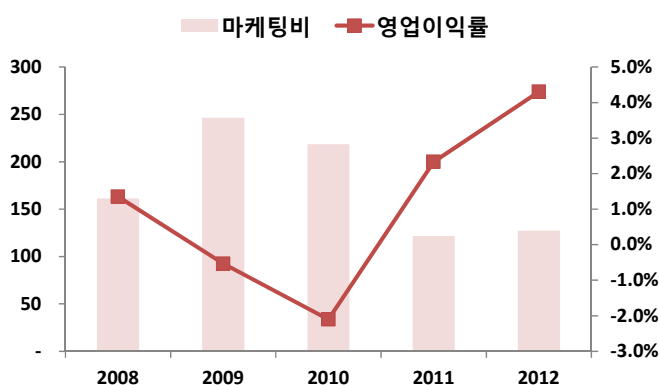


자료: DART

반면 동사의 경우, 인터넷 쇼핑물 업력 18년의 충성도 높은 고객을 기반으로, 과도한 마케팅 경쟁은 피하고, 시장점유율은 유지하였던 것이 영업마진을 개선에 원인이 되었다는 판단이다.

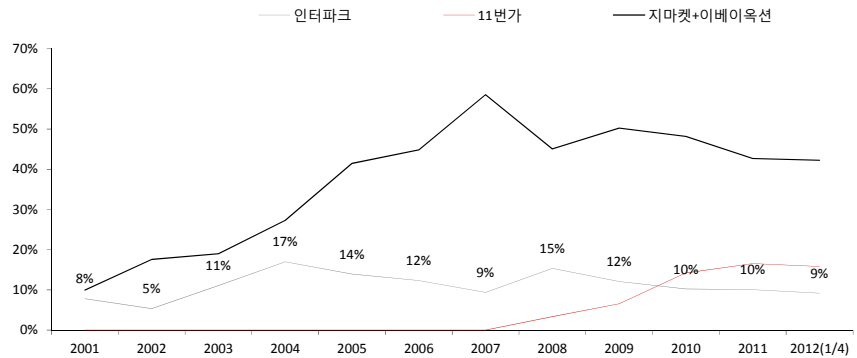
인터파크 INT 마케팅비 vs 영업이익률

(단위 : 억 원)



자료: DART

온라인 쇼핑몰 시장점유율 추이

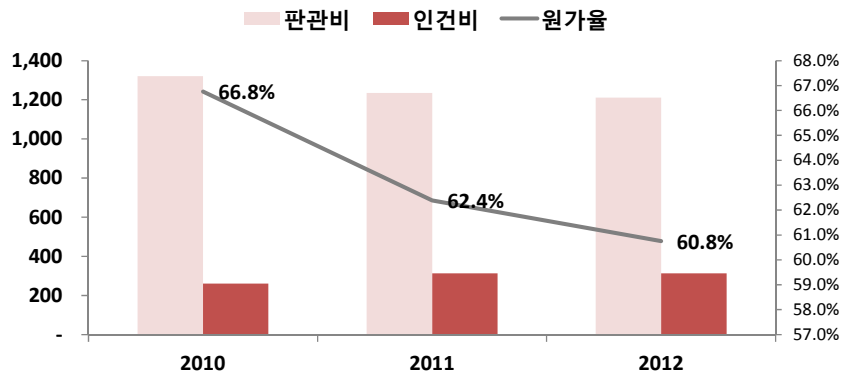


자료: 한국온라인쇼핑협회

이러한 매출구성 변화에 따른 마진을 개선과 고마진 사업군인 티켓, 여행 부문의 고성장이 예상되는 바, 마진을 개선 추세는 향후에도 지속가능할 것으로 예상된다.

2. 레버리지 효과 기대

인터파크 INT 판관비, 인건비, 원가율 추이 (2010~2012) (억원)



자료: 인터파크

동사(인터파크 INT)는 지난 3년간 매출액의 큰 변화 없이, 매출액 구성비율의 변경으로 변동비인 원가율이 2010년 66.8%에서 2011년 62.4%, 2012년 60.8%로 지속 감소하였다.

같은 기간 인건비를 포함한 고정비 성격인 판매관리비용도 6.5%, 1.9% 감소하는 추세여서, 향후 매출액 증가시 영업이익률이 상승할 수 있는 비용구조가 정착된 것으로 판단된다.

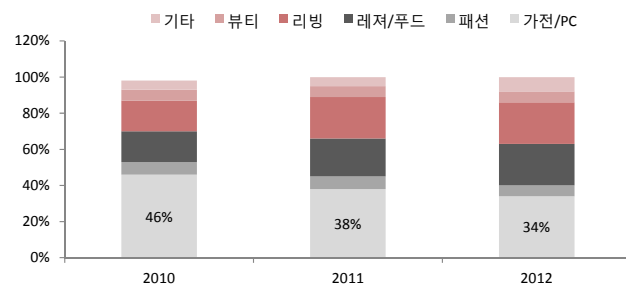
3. 인터파크 INT 부문별 수익개선 전망

(1) 쇼핑

쇼핑부문의 경우 역마진(판매수수료 수입 +2%, 카드결제 수수료 -2%, 가격비교사이트 지급수수료 -2%) 구조의 가전/PC 판매거래액 비중이 2010년 46%에서 2012년 34%로 감소한 반면, 4~7%의 판매수수료를 매출로 인식할 수 있는 다른 카테고리의 상품 매출 비중이 증가하며, 2010년 100억원의 영업손실에서, 2012년 영업이익 20억원 규모의 흑자 사업으로 전환되었다.

동사가 마케팅 경쟁에 다시 뛰어들지 않는 이상, 현재의 상품 구성 변화가 계속되고 고정비 레버리지효과가 발생할 것으로 예상되는 바, 영업이익 및 영업이익률 개선은 지속될 수 있을 것으로 예상된다.

쇼핑 부문 상품 매출(거래액) 비중 (Product Mix) 변화 추이



자료: 인터파크

(2) 도서

도서 사업부문은 전자책 단말기 관련 투자와 관련된 감액손실이 2010년 50억원, 2011년 20억원 등이 반영되며, 각각 43억원, 3억원의 영업손실이 발생하였다. 또한, 최근 스마트 단말기 보급확대에 따른 도서시장의 침체로 2년 연속 매출액이 감소하였다.

그러나, ①감액손실은 종료되었고, ②최근 마진율이 높은 단행본 매출 비중이 증가하고 있으며, ③ 현재 법안 발의 중인 도서정가제가 확대되어 인터넷 서점간 치열적인 마케팅 경쟁이 줄어들었다면, 2012년 흑자로 전환된 이익의 폭과 이익률이 향후 더욱 개선될 수 있을 것으로 판단된다.

참고로 새로 개정 추진 중인 도서정가제는, 발행일로부터 18개월 이내의 신간의 경우 최대 할인율이 현행 18%에서 10%로 제한되고, 할인률 제한이 없었던 실용도서, 초등학생용 학습참고서까지 도서정가제 적용 대상이 확대되게 된다는 내용이다. 또한, 아직 높은 가격(정가의 70%)과 주요 저작권자의 반대로 아직 개화되지 않고 있는 전자책시장이 국내에도 열린다면, 동사 도서부문 마진율 및 성장성 제고에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.

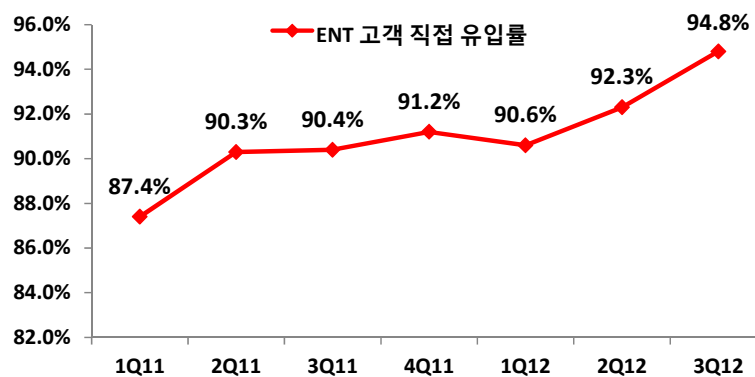
(3) ENT (티켓)

동사의 온라인 쇼핑, 도서 사업부문이 고성장 산업임에도 불구하고 마진율이 낮았던 이유는 치열한 경쟁에 따른 출혈경쟁비용(마케팅비)때문이었다. 그러나, 동사의 티켓 사업부문 만큼은 전체 티켓 판매시장의 약 75% 시장점유율(업계추정)을 차지하고 있어 상대적으로 출혈적 경쟁이 적은 상황이다.

동사가 공연 티켓 판매 시장의 높은 시장점유율을 확보/유지 할수 있는 이유는, 자가 소유의 이태원 블루스퀘어, 서교동 인터파크 아트센터 등의 공연장을 직접 운영하고 있고, 세종문화회관 공연장 운영권을 대행하고 있어, 흥행성 높은 공연 확보가 상대적으로 용이하기 때문인 것으로 분석된다.

이처럼 시장 내 진입장벽으로 작용하고 있는 동사의 공연운영권 보유상황은, 향후에도 공연티켓 판매시장내에서의 높은 시장점유율을 유지할 수 있을 전망이다. 또한, 티켓 판매의 경우 동사 사이트로의 직접 방문 유입률이 높아, 가격 비교사이트와의 수익 배분이 없고, 티켓 판매금액 중 7%의 높은 수수료율을 유지하고 있어, 매출액 증가에 따른 영업마진율이 증가할 수 있는 사업부문일 것이라 판단이다.

ENT (티켓) 고객 직접 유입률



자료: 인터파크

(4) 여행

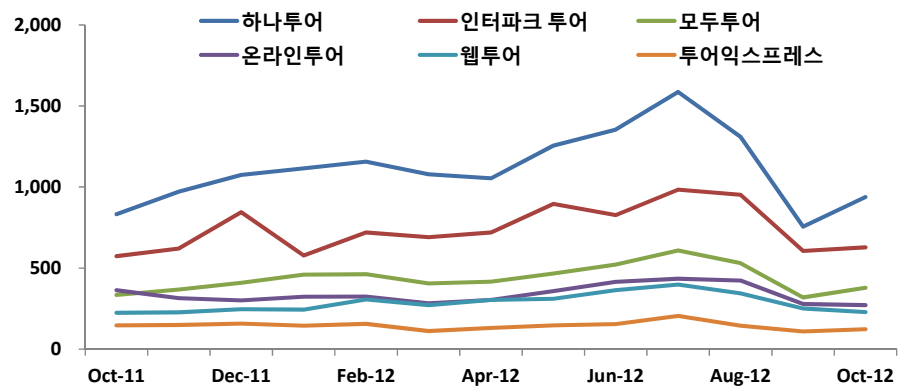
여행부문의 매출은 크게 항공권 매출과 호텔 숙박권 예약 등 비항공권 매출로 구성되어 있다. 항공권 매출은 항공권 판매금액의 3%를 수수료로 수취하는데, 이는 온라인 항공권 판매 1위 사업자로서의 대량 구매 할인(Volume Discount)을 적용받기 때문에 가능한 수수료율이다.

비항공권 매출의 경우 예약금액의 약 8%의 상대적으로 높은 수수료율을 수수료로 수취하고 있다. 여행부문의 경우도 온라인 항공권 판매 1위 (시장점유율 40%), 인터넷 여행사이트 1위 사업자로서의 과점적 지위가 향후 동사에게 안정적인 수익률을 보장해줄 수 있을 것으로 판단된다.

또한, 국내 최대의 해외 항공사, 해외 호텔 DB 를 보유한 동사의 경쟁력이 이러한 시장점유율을 유지해줄 수 있을 것으로 판단된다.

여행사이트 순방문자수 추이

(단위 : 천명)



자료: 인사이트

4. 기타

2012년 인터파크 INT 에서 149억원의 영업이익과 아이마켓코리아의 지분법 이익 92억원이 발생 하였음에도 불구하고, 인터파크 연결 영업이익은 140억원에 불과하였다. 이러한 원인은 과거 지마켓 지분 매각 이후 유입된 현금자산의 투자과정에서 늘어난 16개 (손)자회사의 영업손실 66억원이 주요한 이유였다.

그러나, 동사는 2013년 손실자회사의 구조조정 및 손익 개선 추진으로 (손)자회사들의 손실금액이 대폭 축소될 것으로 전망된다. 또한, 아이마켓 코리아의 매출 증가 및 이익률 개선으로 지분법 이익액도 확대될 수 있을 것으로 예상된다.

IV. 리스크

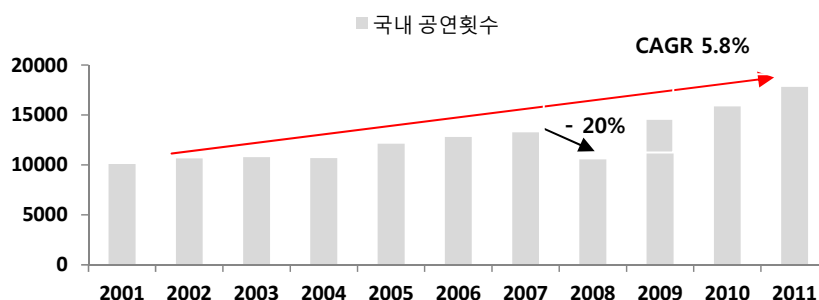
1. 경기변동

인터넷 쇼핑, 도서 등은 상대적으로 경기변동에 둔감하지만, 공연 티켓, 여행 등은 경기변동에 민감한 사업부문이어서, 향후 경기침체에 따른 여가지출 비용이 감소된다면, 동사의 현재 주요 이익원인 티켓(ENT), 여행 사업 부문에서의 실적악화가 발생할 수 있을 것으로 판단된다. 실제로 2009년 글로벌 금융위기에 따른 경기침체로 항공권 발권 실적은 전년 대비 27%로 급감했으며, 국내 공연 횟수도 2008년 전년대비 20% 급감한 바 있기 때문이다.

하지만, 한국의 오락 관련 지출이 GDP 에서 차지하는 비중은 3.7%로, OECD 평균 5.5%, 미국 6.5%, 일본 6.2% 대비 아직은 낮은 수준이어서, 리스크 보다는 향후 성장 가능성이 더욱 높다는 의견이다.

국내 공연횟수

(단위 : 회)



자료: 문화체육관광부

2. 아이마켓코리아 관련 금융부채 평가 손실

동사가 2011년 12월 아이마켓코리아 인수 시 공동으로 참여했던, 우리 PE(지분 11.55%)와의 손실 보전 계약으로 인해, 매분기 아이마켓코리아 주가와 연동하여 금융부채 평가손익(충당금 환입, 환출)이 발생한다. 2012년의 경우 아이마켓코리아의 주가가 연초대비 연말에 79% 상승하면서 관련 평가이익이 244억원 발생하였다. 그러나, 반대로 아이마켓 코리아의 주가가 하락하게 되면 평가손실이 발생할 수 있고, 2013년 들어 연초대비 현재(3월29일 기준) 7.6% 주가가 하락한 상황이어서 1분기 관련 손실이 예상된다.

하지만, 이러한 손실(또는 이익)은 동사 본래의 영업과는 무관한 손익이며, 3년후에는 종료되는 손익이라는 점에서, 동사 기업가치에 미치는 영향은 제한적일 것이라는 판단이다.

V. 실적 추정 및 Valuation

인터파크 Earnings Estimates						(단위: 억원)
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
I. 연결 매출액	4,490	4,278	4,542	4,847	5,206	5,671
INT	3,737	3,501	3,467	3,544	3,944	4,276
Holdings & 기타 자회사 & 연결조정	753	776	1,076	1,303	1,262	1,396
II. 매출원가	2,932	2,824	2,991	3,110	3,196	3,358
IV. 판매비와관리비	1,717	1,605	1,411	1,408	1,501	1,575
V. 영업이익(손실)	-	-	140	328	508	738
INT	-	82	149	218	328	439
Holdings & 기타 자회사	-	-	-	111	180	299
영업이익률	-1.8%	1.9%	3.3%	4.5%	6.3%	7.7%
VI. 지배주주 순이익	-	-	128	251	400	557
INT	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	3,737	3,501	3,467	3,544	3,944	4,276
영업이익	-	82	149	218	328	439
쇼핑	-	20	20	28	36	41
도서	-	-	9	29	37	48
ENT	40	60	100	129	215	302
투어	5	10	20	31	40	49
순이익	-	87	125	183	275	369
거래총액	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
쇼핑	7,597	8,443	6,128	6,008	6,321	6,634
YoY	7%	11%	-27%	-2%	5%	5%
도서	2,937	2,608	2,307	2,450	2,611	2,794
YoY	18%	-11%	-12%	6%	7%	7%
ENT	3,225	4,470	5,738	6,954	8,088	9,058
YoY	18%	39%	28%	21%	16%	12%
투어	4,217	5,595	6,787	8,327	10,090	11,870
YoY	73%	33%	21%	23%	21%	18%
합계	17,976	21,116	20,960	23,739	27,110	30,355
YoY	22%	17%	-1%	13%	14%	12%

자료: 동양증권 리서치센터

Valuation				(단위: 억원)	
	지분가치	지분율	기업가치	2013년 예상 순이익	적용 멀티플
INT	4,134	91%	4,566	183	25
아이마켓코리아*	3,342.34	37%	10,043	515	19.5
기타 자회사	323	2012년말 순자산 장부가액 기준			
순현금	-523	2012년말 연결재무제표 기준			
합계(적정 기업가치)				7,276	
발행주식수(천주)				60,842	
적정 주당가액 (원)				11,959	
현주가 (원)				8,350	
상승여력				43%	

자료: 동양증권 리서치센터

인터파크 적정 기업가치 산정은 주력 사업 부문인 인터파크 INT 와 아이마켓코리아, 16개 자회사
의 가치를 합산하였고, 순부채 금액을 차감하여 계산하였다.

인터파크 INT 에 적용된 Multiple 25배가 시장 평균 멀티플 대비 높은 배수이기는 하지만, 2조원이
넘는 동사의 거래액과 매출액 대비 1배(PSR) 수준에 불과한 현재의 낮은 기업가치 상황에서, 높은
이익성장 및 이익률 개선이 시작되는 단계라는 점을 고려하여 높은 멀티플을 부여하였다.

아이마켓코리아에 적용된 2013년 순이익 추정치는 시장 컨센서스를 적용하였고, 적용 멀티플은 지
난 1년동안의 평균 P/E 를 적용하였다. 자회사 지분가치의 중복 계산을 배제하기위한 할인율은
10%를 적용하였다.

동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 12,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다.

인터파크 (035080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F
매출액	4,542	4,847	5,206	5,671	6,324
매출원가	2,991	3,110	3,196	3,358	3,558
매출총이익	1,552	1,737	2,010	2,313	2,766
판매비	1,411	1,408	1,501	1,575	1,708
영업이익	140	328	508	738	1,058
EBITDA	253	422	592	813	1,124
영업외손익	178	-8	13	43	81
외환관련손익	-1	1	1	1	1
이자손익	-74	-3	14	38	72
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	253	-6	-2	4	8
법인세비용차감전순이익	318	321	521	781	1,139
법인세비용	190	71	115	172	251
계속사업순이익	128	250	406	609	889
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	128	250	406	609	889
지배지분순이익	125	245	398	597	870
포괄순이익	115	237	394	597	876
지배지분포괄이익	112	232	385	583	856

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

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F
유동자산	2,405	2,577	2,944	3,562	4,461
현금및현금성자산	429	483	712	1,147	1,822
매출채권 및 기타채권	961	1,084	1,180	1,293	1,430
재고자산	347	303	306	334	372
비유동자산	4,995	5,058	5,160	5,271	5,381
유형자산	519	560	610	660	710
관계기업등 지분관련자산	3,595	3,606	3,617	3,628	3,638
기타투자자산	122	122	122	122	122
자산총계	7,400	7,635	8,104	8,833	9,842
유동부채	2,694	2,890	3,072	3,311	3,551
매입채무 및 기타채무	1,772	2,041	2,292	2,595	2,893
단기차입금	609	509	409	309	209
유동성장기부채	17	17	17	17	17
비유동부채	739	555	465	375	285
장기차입금	644	444	344	244	144
사채	0	0	0	0	0
부채총계	3,433	3,446	3,538	3,686	3,836
지배지분	3,882	4,100	4,469	5,036	5,878
자본금	304	304	304	304	304
자본잉여금	889	889	889	889	889
이익잉여금	2,969	3,200	3,581	4,162	5,016
비지배지분	85	90	98	110	128
자본총계	3,967	4,189	4,566	5,146	6,006
순차입금	633	253	-204	-870	-1,781
총차입금	1,270	970	770	570	370

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	-369	-35	55	235	438
당기순이익	128	250	406	609	889
감가상각비	66	51	44	38	32
외환손익	1	-1	-1	-1	-1
총속, 관계기업관련손익	-89	0	0	0	0
자산부채의 증감	-454	-157	-213	-227	-295
기타현금흐름	-21	-179	-182	-185	-187
투자활동 현금흐름	528	1	-2	-6	-9
투자자산	94	-11	-11	-11	-11
유형자산 증가 (CAPEX)	-174	0	0	0	0
유형자산 감소	10	0	0	0	0
기타현금흐름	598	11	8	5	1
재무활동 현금흐름	-274	-350	-252	-252	-252
단기차입금	-518	-100	-100	-100	-100
사채 및 장기차입금	-329	-200	-100	-100	-100
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	-14	-16	-16	-16
기타현금흐름	573	-36	-36	-36	-36
연결범위변동 등 기타	2	435	429	458	499
현금의 증감	-114	51	229	435	675
기초 현금	546	432	483	712	1,147
기말 현금	432	483	712	1,147	1,822
NOPLAT	140	328	508	738	1,058
FCF	-458	193	267	423	596

자료: 동양증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
 4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F
EPS	205	403	655	981	1,431
BPS	6,856	7,214	7,821	8,754	10,136
EBITDAPS	417	694	973	1,336	1,848
SPS	7,466	7,966	8,556	9,321	10,395
DPS	30	30	30	30	30
PER	30.1	20.7	12.8	8.5	5.8
PBR	0.9	1.2	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	17.7	12.8	8.4	5.3	3.0
PSR	0.8	1.0	1.0	0.9	0.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	6.2	6.7	7.4	8.9	11.5
영업이익 증가율 (%)	-192.9	134.2	54.7	45.2	43.3
지배순이익 증가율 (%)	-231.3	96.2	62.4	49.9	45.8
매출총이익률 (%)	34.2	35.8	38.6	40.8	43.7
영업이익률 (%)	3.1	6.8	9.8	13.0	16.7
지배순이익률 (%)	2.8	5.1	7.6	10.5	13.8
EBITDA 마진 (%)	5.6	8.7	11.4	14.3	17.8
ROIC	9.2	32.5	58.9	97.8	158.8
ROA	1.6	3.3	5.1	7.1	9.3
ROE	3.5	6.1	9.3	12.6	16.0
부채비율 (%)	86.6	82.2	77.5	71.6	63.9
순차입금/자기자본 (%)	16.3	6.2	-4.6	-17.3	-30.3
영업이익/금융비용 (배)	1.4	9.8	18.2	31.7	54.5

