

# 하나투어 (039130)

BUY(Maintain)

주가(2/23) 93,800원  
목표주가 130,000원

2016. 2. 24

## 우려보다 기대감을 가져야 할 시기

신규 면세점과 호텔 관련 불확실성 및 인바운드 고객 확보 경쟁 심화 우려 등이 맞물리며 주가는 급락했습니다. 물론 신규 사업이 궤도에 오르기 까지 시간은 필요하겠지만 15년 기준 3백7십 만명이 넘는 고객을 통해 경쟁사 대비 우위를 확보했고, 신규 사업은 아웃바운드 시장에서의 상승 효과 및 인바운드 수요 확보에 있어 차별적 경쟁력으로 작용할 것입니다. 따라서 하반기 실적 개선에 대한 기대감을 가져야 할 시기로 판단합니다.

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129

bhcho@kiwoom.com

키움증권



## 하나투어(039130)

### Stock Data

KOSPI (2/23)	1,914.22pt			
시가총액	10,896억원			
52주 주가동향	최고가 최저가 최고/최저가 대비 등락률	187,500원 82,300원 -49.97%	최고가 최저가 등락률	13.97%
수익률	1M 6M 1Y	1.6% -36.2% -3.6%	절대 상대	-0.2% -37.5% -0.9%

### Company Data

발행주식수	11,616천주
일평균 거래량(3M)	143천주
외국인 지분율	18.41%
배당수익률(15.E)	1.80%
BPS(15.E)	17,172원
주요 주주	박상환 외 22인
	18.76%

### Price Trend



### 하나투어 송객수 M/S



## Contents

### INVESTMENT SUMMARY

3

- > 신규 사업 수익성과 주력 사업 성장성에 대한 우려 3
- > 정상궤도 진입과 함께 여행 사업 경쟁력 강화 3
- > 다양한 우려, 그러나 변함없는 하나투어의 경쟁력 3

### I. 신규사업 수익성과 성장 속도에 대한 우려 4

- > 면세점과 호텔 사업 시장 안착 및 수익성 우려 4
- > 수익성이 부진한 호텔도 추가 확장 5
- > 하나투어의 M/S와 성장을 정체 6
- > 주력 사업 강화를 위한 사업 다각화 7
- > 해외 여행 기업도 사업 다각화 진행 8

### II. 다양한 우려, 변함없는 하나투어 경쟁력 9

- > 1) 부정적인 이벤트는 일회성이 아니라 매년 반복되는가? 9
- > 2) 중국인 포함 인바운드 유치 경쟁 심화 해결책은? 11
- > 3) LCC 비중 확대로 여행사 의존도가 축소되는가? 15
- > 4) 패키지 시장은 성숙 시장으로 진입하는가? 18

### III. VALUATION 20

- > 16년 영업이익은 YoY 58.0% 증가한 708억원 전망 20
- > 면세점 정상화와 함께 빌류에이션 프리미엄 회복 기대 21

- > 당사는 2월 23일 현재 '하나투어' 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.

# Investment Summary

## >>> 신규 사업 수익성과 주력 사업 성장성에 대한 우려

하나투어는 지난해 말 인천공항 면세점에 이어 시내 면세점과 인터넷 면세점도 각각 금년 초부터 영업을 개시했다. 면세점은 과거에는 황금알을 낳는 거위로 알려졌지만 1) 하나투어의 유통 사업 경험 부족에서 비롯된 수익성에 대한 우려와 2) 지난해부터 면세점 사업자는 늘어나는 반면 중국인을 비롯한 외국인 입국자 확보 경쟁은 치열해짐에 따라 선정과 함께 급등했던 주가는 오히려 면세점 확보 이전 수준까지 하락한 상황이다. 국내 호텔 사업 또한 기존 2개 사업장이 부진한 가운데 2분기에 추가로 3호 호텔 개장이 예정되어 있어 사업 확장 이후에 대한 우려가 나타나고 있다.

여기에 하나투어의 주력 사업인 내국인 송객 사업 성장을도 전체 시장 성장을과 차이가 축소되고 있고, 급등하던 M/S 상승 속도도 다소 숨 고르기 하는 모습이 나타나고 있다.

## >>> 정상궤도 진입과 함께 여행 사업 경쟁력 강화

물론 경험이 많지 않다는 점에서 면세점과 호텔 사업이 단기에 큰 수익을 창출하기는 쉽지 않을 것이다. 하지만 이들 사업이 정상 궤도에 진입하는데 하나투어가 15년 기준 3백7십만명의 송객수를 확보하고 있다는 점은 큰 도움이 될 것이다. 또한 다양해지는 여행객들의 요구와 상품가격이 하락하는 상황에서 성장성 강화를 위해 항공권과 객실을 볼록으로 확보하는 것은 리스크를 키울 수 있어 면세점과 일본 법인 등을 활용한 서비스의 차별적 매력을 강화하는 것이 더 긍정적인 해결책이 될 것이다. 또한 인바운드 고객 유치 경쟁이 국내 여행사 간의 경쟁뿐 아니라 동북아 국가 간의 경쟁으로 확대되고 있다는 점을 고려한다면 하나투어만의 특별함이 필요한 시기라고 판단한다. 인바운드 고객은 고객 확보 경쟁에 따른 지속적인 단가 하락으로 아직은 수익 기여도가 거의 없지만 향후 성장 잠재력 측면에서 결코 포기할 수 없는 사업이다. 더불어 면세점과 호텔 사업과의 상승효과까지 고려한다면 단기적인 비용 반영 이후 인바운드 및 아웃바운드 여행 사업강화로도 연결될 것이다.

## >>> 다양한 우려, 그러나 변함없는 하나투어의 경쟁력

결국 주가가 면세점 확보 전 수준으로 되돌아온 현시점에서는 신규 사업들의 수익성 및 여행업의 경쟁 심화에 대한 우려보다 면세점과 호텔 사업이 정상화 궤도에 진입하게 될 하반기 이후 여행업과의 시너지 효과가 얼마나 크게 발생할 것인가에 대한 기대를 하는 것이 바람직할 것이다. 그리고 각종 우려와 달리 패키지여행을 포함한 내국인 송객 사업의 성장 여력은 충분히 남아 있다고 판단됨에 따라 목표주가는 16년과 17년 전망치 수정에 따라 '130,000원'으로 하향하지만 투자의견 'BUY'는 유지한다.

# I. 신규사업 수익성과 성장 속도에 대한 우려

## >>> 면세점과 호텔 사업 시장 안착 및 수익성 우려

### 하나투어에겐 신규 사업, 외국인 확보 경쟁도 심화

하나투어는 M/S 1위로 다양한 노하우와 경쟁력을 가지고 있는 기존 내국인 해외 송객 사업 외에 면세점과 호텔 등의 신규 사업을 추가하고 있다. 하나투어가 지분 78.09%를 보유하고 있는 에스엠 면세점은 지난 11월 인천공항을 시작으로 금년 초 인사동 하나투어 본사에 총 7개층 규모의 시내 면세점과 인터넷 면세점을 오픈했다. 하지만 서울 시내 면세점 수는 하반기 오픈 예정인 두산과 신세계 등을 포함하면 총 7개로 확대되며, 중국인을 포함한 외래객 입국자 성장률도 예전 같은 수준을 기대하기 어렵다. 또한, 유통업인 면세점 사업이 하나투어로서는 신규 사업이기 때문에 수익성을 자신하기 쉽지 않으므로 단기적인 수익성 둔화 가능성의 부담 요인으로 작용하고 있다.

#### 에스엠 면세점

명칭	개장일	위치
SM 면세점 인천공항점	2015-11-01	DF 9 구역, 전품목 판매
SM 온라인면세점	2016-01-29	판매 상품 업데이트 중
SM 면세점 서울점	2016-01-29	종로구 인사동 5길 지하 1F~지상 6F

자료: 하나투어, 키움증권 정리

#### 하나투어 패키지 고객 대상 프로모션



자료: 하나투어

#### 에스엠 인터넷 면세점



자료: 하나투어

### >>> 수익성이 부진한 호텔도 추가 확장

#### 제3호 호텔 5월 오픈 예정, 장기적으로는 인바운드 고객 확보의 열쇠

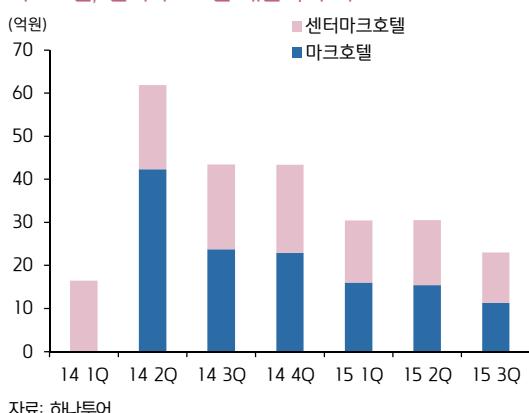
호텔사업은 현재 서울시에서 호텔 2곳, 총 538실 규모로 운영하고 있는데 오는 5월 남대문 부근에 576실 규모의 티마크 호텔 그랜드 오픈을 준비하고 있다. 하나투어 호텔들 위치는 관광객이 선호하는 서울시 주요 거점에 위치하고 있고, 객실당 평균 9만원 수준의 경쟁력 있는 가격을 유지하고 있지만 내국인 출국 수요와 연계가 쉽지 않고, 지난해에는 메르스 영향까지 겹치면서 부진이 계속되고 있다. 이 가운데 3호 호텔은 객실 규모가 1, 2호점을 합친 수준으로 커져서 외형 성장은 무난하겠지만, 객실 점유율 유지 차원에서 수익 창출은 더 어려워 질 수 있다는 우려도 있다. 이외에도 하나투어는 중국과 일본에도 티마크그랜드호텔 장가계와 티마크시티호텔 삿뽀로를 현지 호텔 사업자와의 제휴 및 하나투어 재팬을 통해 확보한 상황이다.

#### 하나투어 호텔

명칭	객실	위치	기타	지분율
센터마크호텔	250	서울시 종로구 인사동 5길 38	5개 스위트	50
T마크 호텔	288	서울시 종로구 종무로 3가 43번지	3개 스위트	100
T마크 호텔 그랜드	576	서울시 회현동		100
티마크시티호텔삿뽀로	246		중저가 비즈니스 호텔	
티마크그랜드호텔 장가계	502		프리미엄 특급 호텔	

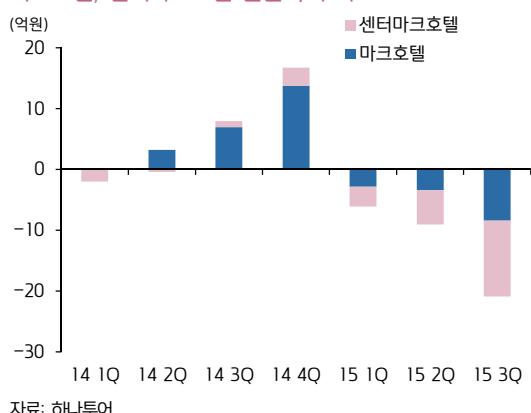
자료: 하나투어

#### 마크호텔, 센터마크호텔 매출액 추이



자료: 하나투어

#### 마크호텔, 센터마크호텔 순손익 추이



자료: 하나투어

## >>> 하나투어의 M/S와 성장률 정체

### 지속적인 고성장과 안정적인 수익률 유지 사이의 갈림길

하나투어 성장률의 잣대는 YoY 성장률을 보다는 시장 성장률을 얼마나 큰 폭으로 초과 성장해서 M/S를 높이는가에 달려 있었다. 이러한 초과 성장을 통해 지난 15년 2월 기준 M/S는 22.7%까지 높아지기도 했다. 하지만 하반기부터 성장률이 시장과 비슷한 수준에 머물며 M/S도 정체되는 모습이 나타나고 있다. 하나투어의 자체적인 성장률은 큰 변화가 없지만, 시장이 위낙 큰 폭으로 성장하고 있으므로 초과 성장을 이어가기 위해서는 항공권과 객실 확보가 필요하다. M/S 1위 기업인 하나투어의 항공권과 객실 추가 확보는 무난하겠지만, 적정 수요를 확보하지 못한다면 수익 변동성 확대라는 부메랑이 되어 돌아올 수도 있다.



자료: 하나투어, 한국관광공사



자료: 하나투어, 한국관광공사



자료: 하나투어, 한국관광공사



자료: 하나투어, 한국관광공사

### >>> 주력 사업 강화를 위한 사업 다각화

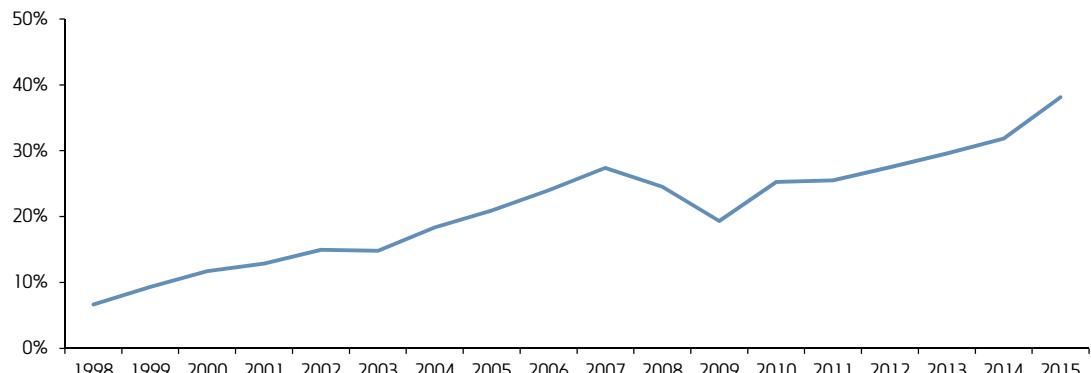
#### 선제적인 사업 확대가 하나투어의 경쟁력

우리는 하나투어의 주력 사업은 결국 여행업이라고 판단한다. 그러나 이미 앞서 언급한 것처럼 하나투어의 최근 성장률이 과거처럼 시장 성장률을 상회하지 못하는 상황에서 경험이 부족한 신규 사업까지 확장하다 보니 우려가 커지고 있다. 하나투어가 단순히 시장대비 초과 성장을 이어가는 것이 목표일 경우 항공사와 호텔 등과 연계해 블록 좌석과 객실을 많이 확보하고 현지 인력을 추가로 채용하면 쉽게 달성할 수 있다. 하지만 이 경우 사실상 매년 반복되는 각종 이벤트에 따라 수요가 주춤하는 시기에 고정비 부담이 높아져 수익성이 급등락할 수 있는 위험이 있다.

지난 3년간 하나투어 송객 성장률은 13년 15.7%, 14년 13.1%, 15년 25.5%씩을 기록했다. 즉 하나투어의 성장률이 둔화되지 않은 상황에서 무리하게 추가 성장을 추구하기보다는 수익성을 유지하는 가운데 수요를 확대하는 것이 타당하다고 판단한다. 그 방안 중의 하나가 추진 중인 면세점과 호텔 사업 확대가 될 것이다. 특히 중국인을 비롯한 인바운드 고객 사업이 아직 이익으로 연결되지 못하는 가운데 고객 확보 경쟁은 더욱 심화하고 있는 상황이라는 점에서 더욱 적절한 선택으로 판단한다.

우리는 과거 하나투어가 2위와의 M/S 격차를 확대할 수 있었던 요인이 많은 자회사에서 확인되는 다양한 투자의 결과라고 해석하고 있다. 예를 들어 수익성이 낮아 다른 여행사들이 꺼리던 FIT 사업에 대한 선제적인 투자는 티켓 가격에 대한 규모의 경제 효과로 연결되고 있고, 하나투어 재팬은 일본 패키지 서비스 강화뿐 아니라 독자적으로도 수익을 창출, 일본 증시 상장 가능성까지 거론되고 있다. 특히 면세점과 호텔 사업은 개별 사업의 성장과 함께 내국인 아웃바운드 수요는 물론 미래의 성장 동력으로도 포기할 수 없는 인바운드 수요 확보를 위한 필수 경쟁력으로 작용할 열쇠라는 점에서 수익성에 대한 단기적인 우려보다는 정상화 이후 주력 사업과의 시너지 효과를 기대하는 것이 바람직할 것이다.

인구 대비 출국자 수 비중



자료: 한국관광공사, 통계청

### >>> 해외 여행 기업도 사업 다각화 진행

#### 일본 H.I.S.도 상승효과를 유발할 수 있는 사업 확대로 이익 증대

주력 사업인 여행업을 강화하기 위해 사업을 다각화하는 것은 하나투어만의 일이 아니다. 해외여행이 일상화되고 있지만 원엔 환율처럼 방향성이 급변하는 경우 여행 지역뿐 아니라 인바운드/아웃바운드 수요가 역전되는 경우도 많기 때문이다. 따라서 다양한 외부 변수에도 안정적인 여행 수요를 유치하기 위해서는 여행업과 관련이 있는 사업으로 다각화가 필요하다.

일본 여행사인 H.I.S.도 테마파크와 호텔사업, 운수사업 등 여행사업과 연관성이 높은 사업을 함께 영위하고 있다. 외형은 여행 사업 부문이 80%대 후반으로 가장 크지만, 수익성 측면에서 보면 테마파크와 호텔 사업, 그리고 자국 버스 운송 사업 등도 안정적인 규모의 이익을 유지하고 있다. 반면 해외 운송 사업은 현지 상황과 환율 영향으로 부진이 나타나고 있다. 사업부별 손익은 차이가 있지만, 테마파크를 이용하기 위해 H.I.S.의 여행 상품을 구매하는 수요도 있을 수 있고, H.I.S.의 여행객을 H.I.S. 호텔에 투숙하도록 유도해 호텔 투숙객을 늘리는 등 사업부별 상승작용을 유발할 수 있는 각종 사업을 추가하면 대형 여행사와의 경쟁력을 강화해 M/S를 상승시키고 있다는 점을 고려하면 하나투어의 사업 다각화도 얼마나 빨리 상승효과로 연결될지가 관건일 뿐 사업 자체를 부정적으로 볼 필요는 없다고 판단된다.

H.I.S. 사업 부문별 매출액과 영업이익 (단위: 백만엔)

		Travel	Theme Park	Hotel	Transportation	Kyushu Sanko Group	Other	Total
<b>Business</b>								
<b>Net Sales</b>	2014	468,551	26,233	5,413	3,255	25,175	-5,384	523,246
	2015	476,174	32,532	6,429	2,787	23,428	-3,896	537,456
	YoY	1.6%	24.0%	18.8%	-14.4%	-6.9%	-27.6%	2.7%
<b>Operating Incomes</b>	2014	10,309	7,718	260	-1,792	1,259	-1,849	15,906
	2015	12,535	9,403	345	-1,347	1,040	-2,007	19,970
	YoY	21.6%	21.8%	32.7%	-24.8%	-17.4%		25.6%

자료: H.I.S.

## II. 다양한 우려, 변함없는 하나투어 경쟁력

### >>> 1) 부정적인 이벤트는 일회성이 아니라 매년 반복되는가?

#### 메르스와 세월호 사건, 태국 쿠데타, 동남아시아 쓰나미 등 계속되는 이벤트

여행 심리에 영향을 미치는 전염병과 자연재해와 같은 각종 이벤트는 지난 2003년 SARS가 부각된 이후 지난해 메르스와 최근 지카 바이러스까지 이어지고 있다. 또한, 세계 곳곳에 테러·쿠데타·쓰나미 같은 분쟁과 자연재해 등도 꾸준히 발생하고 있어 이벤트 발생에 따른 변동성 확대는 사실상 일회성이 아닌 매년 반복되는 이슈라고 받아들이는 것이 오히려 적절할 것이다.

#### 06년 이후 각종 자연재해와 전염병 등 이벤트 발생 상황

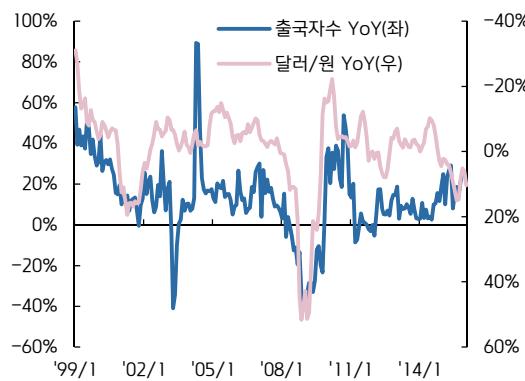
Date	Events	Category
2006년 5월	인도네시아 자바 요가카르 지진 - 사망/실종 5,749명 터키에서 조류독감 유행	자연재해 전염병
2006년 9월	태국 쿠데타 발생	정치 및 종교 분쟁
2006년 10월	북한 핵실험으로 남북긴장 고조	정치 및 종교 분쟁
2007년 2월	조류독감 확산: 일본, 평가리, 한국, 라오스, 파키스탄 러시아, 슬로베니아, 태국, 터키, 영국	전염병
2007년 11월	방글라데시 사이클론 (11.15) - 사망/실종 3,000명	자연재해
2007년 11월	조류독감 유럽 전역에서 유행	전염병
2008년 5월	미얀마 사이클론 - 사망/실종 13만8천명 중국 사천성 대지진(규모 7.9) - 사망/실종 8만7천명	자연재해 자연재해
2008년 11월	태국 PAD 반정부 시위대 수완나품, 돈무앙 2개 공항점거(11.25~12.5)	정치 및 종교 분쟁
2009년 4월	멕시코 신종플루(돼지독감) 확산으로 멕시코 전지역 여행제한 발령 한국, 싱가폴, 일본, 남미, 유럽 등 각국에서 신종플루(돼지독감) 확산	전염병 전염병
2009년 9월	인도네시아 수마트라 지진 - 사망/실종 1,195명	자연재해
2010년 4월	중국 칭하이성 지진 - 사망/실종 2,968명 아이슬란드 화산재 사태로 파리공항 폐쇄(4.15~4.21)	자연재해 자연재해
2010년 5월	중국 남부 홍수 - 사망/실종 1,691명 천안함 사건으로 남북 긴장 고조	자연재해 정치 및 종교 분쟁
2010년 10월	인도네시아 메리파화산 분화 및 지진해일 - 사망/실종 530명 센카쿠열도 문제로 중·일 관계 악화	자연재해 정치 및 종교 분쟁
2010년 11월	북한 연평도 포격 도발로 남북 긴장 고조	정치 및 종교 분쟁
2011년 3월	일본 9.0 강진 및 쓰나미(후쿠시마 원전사태) - 사망/실종 19,846명	자연재해
2011년 8월	태국 홍수 - 사망/실종 813명	자연재해
2011년 10월	터키 동남부 지진 - 사망/실종 604명	자연재해
2011년 12월	필리핀 열대성폭풍우 '와시' - 사망/실종 1,430명	자연재해
2012년 9월	독도 문제로 일본 우의단체들과 한일 마찰 고조	정치 및 종교 분쟁
2012년 12월	필리핀 태풍 '보파' - 사망/실종 1,800명 한국 주5일제 수업 전면실시(2012.3.1)	자연재해 정치 및 종교 분쟁
2013년 4월	중국 신종 조류독감(H7N9) 유행	전염병
2013년 5월	북한 단거리 미사일 발사로 인한 남북 관계 악화로 개성공단 잠정 폐쇄 보스톤 마라톤 테러 발생	정치 및 종교 분쟁 정치 및 종교 분쟁
2013년 11월	필리핀 태풍 '하이옌' - 사망/실종 7,788명	자연재해
2013년 12월	서아프리카 에볼라 바이러스 대유행 기니에서 시작된 후 2년 이상 지속 카리브해 치쿤구니아 바이러스 대유행	전염병 전염병
2014년 4월	세월호 침몰 발생 - 사망/실종 304명	자연재해
2014년 5월	태국 군부 쿠데타선언으로 태국 전역 여행경보 2단계(여행자제)로 상향	정치 및 종교 분쟁
2015년 6월	한국 메르스 발생	전염병
2015년 7월	홍콩 내 독감(H3N2) 사망자 증가로 홍콩 전역 여행경보 발령	전염병
2015년 10월	브라질·콜롬비아 지카바이러스 유행 시작	전염병
2015년 11월	프랑스 파리 테러 - 사망: 130명 부상: 352~368명	정치 및 종교 분쟁

자료: 국가재난정보센터, 외교부, 언론보도, WHO

## 여행 상품 가격 하락과 다양성 강화 등에 따라 변동성 약화

각종 전염병과 자연재해가 매년 반복되고 있지만 내국인 출국자 증감에 미치는 영향은 점차 약화되고 있다. 변동성이 완화되는 이유는 과거보다 여행 가능 지역이 다양화됨에 따라 이벤트 발생 지역을 제외한 다른 지역으로 여행을 떠나는 것이 가능해졌고, 이벤트 발생 시기에 저렴해진 여행 상품 가격을 이용하려는 수요도 증가하고 있기 때문이다. 또한 과거에는 여행 비용에 가장 큰 변수로 작용했던 환율 등락 효과도 여행 상품 가격의 지속적인 하락으로 영향력이 약화되고 있다. 따라서 향후에도 해외여객수는 레저 시간 증가와 선택의 폭 확대 등을 통해 꾸준하게 성장할 것으로 전망한다.

원/달러 환율과 내국인 출국사수 YoY 추이



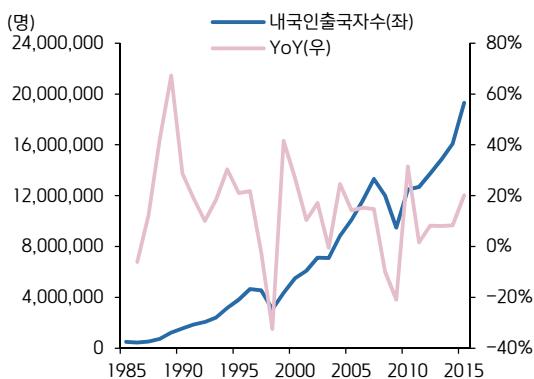
자료: Bloomberg, 한국관광공사

원/엔 환율과 한국인 일본 출국자 수 YoY 추이



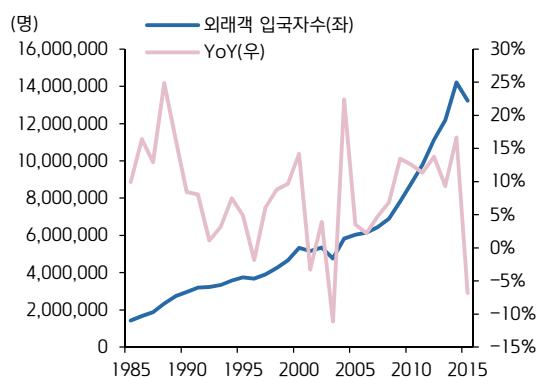
자료: Bloomberg, 한국관광공사

연간 내국인 출국자 수와 YoY 증감률.



자료: 한국관광공사

연간 외래객 입국자 수와 YoY 증감률



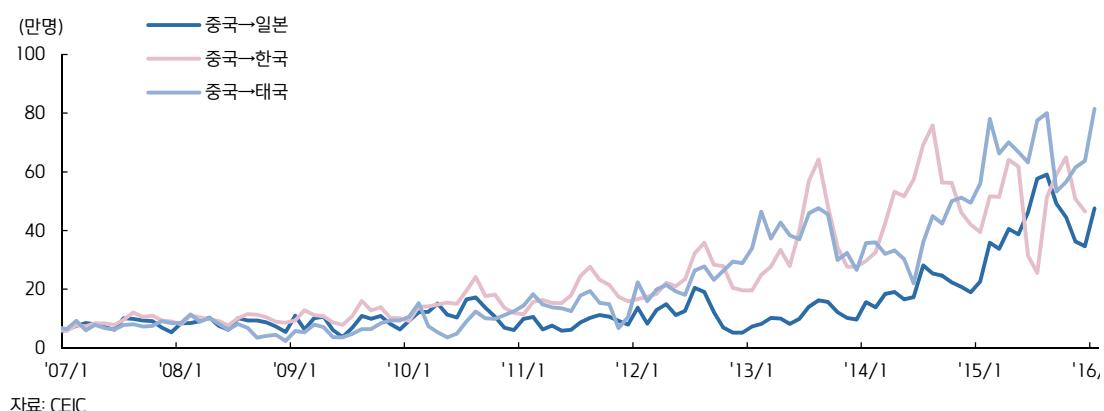
자료: 한국관광공사

## >>> 2) 중국인 포함 인바운드 유치 경쟁 심화 해결책은?

### 중국인 출국자 증가율 둔화 우려 및 중국인 유치를 위한 전 세계적 경쟁 심화

중국인의 해외여행목적 개인 여행객은 지난 2000년 5백만명 이후 지난 15년 1억2천만명까지 빠르게 성장했고 전체 인구 대비 출국자 비중도 8.7%까지 높아졌다. 이에 따른 추가 성장 속도에 대한 의문이 존재하는 가운데 일본을 포함한 동북아 지역 국가들도 중국인 유치 경쟁에 나서고 있다. 한편 우리나라 외래객 입국자 수 가운데 중국인이 차지하는 비중은 지난 15년 기준 45%에 달하고 있어 중국인 입국객 수의 지속적인 성장이 절실하다. 특히 일본은 지리적 위치도 우리와 비슷해 메르스 발생 당시 반사수해를 크게 경험했었다. 일본은 엔저 효과뿐 아니라 동경과 오사카와 같은 대도시 외에도 다양한 관광지를 보유하고 있어 전체 공항 이용객의 85%가 서울(인천+김포)에 집중되는 우리나라에 비해 외국인 유치 여건이 더욱 좋다고 볼 수 있고 이국적인 경험이 가능한 태국으로의 수요도 급증하고 있다.

#### 한국, 태국, 일본 지역으로의 중국인 여행객 월별 추이



자료: CEIC

#### 한국 공항별 국제선 이용객 수 추이와 국제선 이용객 비중 (단위: 명)

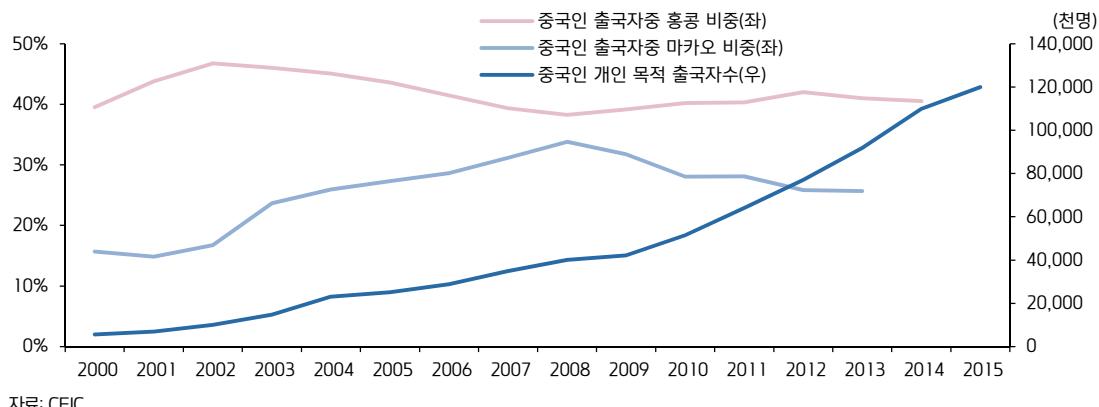
	인천	김해	김포	제주	대구	청주	무안	양양	Total	서울 (인천 +김포) 비중	김해 비중	제주 비중
2011	34,354,855	3,517,967	3,663,042	716,771	165,429	149,253	75,490	5,748	42,648,555	89.1%	8.2%	1.7%
2012	38,138,520	4,008,966	4,077,772	1,082,579	147,311	143,787	78,903	23,345	47,701,183	88.5%	8.4%	2.3%
2013	40,535,963	4,441,531	3,943,437	1,558,514	139,654	214,881	114,256	38,023	50,986,259	87.2%	8.7%	3.1%
2014	44,622,366	4,830,749	4,063,913	2,249,776	222,086	465,963	146,104	176,635	56,777,592	85.7%	8.5%	4.0%
2015	48,404,295	5,909,610	4,009,683	1,983,983	330,161	506,527	182,460	106,526	61,433,245	85.3%	9.6%	3.2%

자료: 국토교통부

## 1) 홍콩과 마카오 출국자 가운데 5천5백만명의 육상 운송 이용객 수에 주목

소득 수준 상승 외에 중국인의 해외여행 추가 증가를 기대하는 이유는 홍콩과 마카오 출국자 수에 있다. 이 지역으로의 출국자 수를 주목하는 이유는 지난 13년 기준 전체 출국자의 43.8%와 27.4%가 집중된 지역이라는 점과 육상 운송 수단으로 출국하는 사람이 많다는 특징 때문이다. 지난 15년 홍콩으로 입국한 중국인 4천5백만명 가운데 육상으로 입국한 사람은 84.1%인 3천8백만명 수준이며, 마카오로 입국한 2천만명 가운데 84.3%인 1천7백만명이 육상으로 입국한 것으로 파악되고 있다. 즉 6천5백만명 가운데는 여행객도 있겠지만, 중국에서 홍콩과 마카오로 출퇴근하는 수요도 상당수 포함된 것으로 해석할 수 있어 인구 대비 출국자 수 비중은 추가 상승 여력이 남아 있다고 판단된다.

전체 중국인 출국자 수와 홍콩/마카오 행 비중 추이



자료: CEIC

중국인 홍콩 입국자 수와 육로 입국자 수 비중



자료: CEIC

중국인 마카오 입국자 수와 육로 입국자 수 비중



자료: CEIC

## 2) 17년 인천공항 확장으로 출국자 수와 입국자 수 계단식 상승 기대

지난 15년 인천공항 이용객 수는 4천8백만명으로 전체 공항 국제선 이용객 수 대비 78.8%를 차지할 정도로 인천공항의 중요성은 높다. 하지만 인천공항은 이미 지난 14년 설계 기준 처리 인원인 4천4백만명을 넘어설 때 따라 증편을 통한 내국인 출국자 증가 및 외래객 입국자 유치가 쉽지 않은 상황이었다. 하지만 17년 4분기부터 연간 1천8백만명 처리가 가능한 제2여객 터미널이 확장 오픈할 예정이다. 공항을 오픈한다고 수요가 자동으로 증가하는 것은 아니지만, 여행객 증가의 선제 조건인 항공편 증편이 큰 폭으로 증가할 가능성이 높아 아웃바운드 및 인바운드 고객 확대 가능성은 커진다고 판단된다.

### 인천공항 3단계 사업 내용

구분	1,2단계	3단계	비고
여객터미널	T1 ↔ 탑승동A(44백만명)	T2 일부(18백만명)	62백만명
화물터미널	450만톤	130만톤	580만톤
여객계류장	108개소	56개소	164개소
IAT(셔틀트레인)	0.9km 복선서틀	1.5km 복선서틀	
BHS	88km	42km	
랜드	철도 서울역↔T1(61km)	T1↔T2(6.4km)	복선 67.4km
사이드	진입도로 왕복 8차로	왕복 8차로	
	연결도로 해당사항 없음	T1 ↔ T2(4차로)	

자료: 인천공항공사

### 인천공항 3단계 사업 일정



자료: 인천공항공사

### 3) 국내 항공사의 중국 노선에 대한 적극성

또 다른 긍정적 요인은 국내 항공사의 적극적인 중국 노선 취항이 될 것이다. 항공업은 자국을 거점으로 출발해야 한다는 폐쇄성이 있어 국적 항공사별 수익 노선 차이가 발생할 수 있는데 일본 항공사와 한국 항공사 간에도 중국 노선에 대한 차이가 있다. 일본 JAL과 대한항공의 비슷한 거리의 국내선과 국제선 운임을 살펴보면 JAL은 국내선 운임 수준도 상당히 높고 경쟁도 제한적인 국내선 비중을 높게 가져가지만 대한항공은 운항 거리가 짧고 경쟁이 심해 국내선 운임이 낮다. 반면 중국과는 아직 오픈스카이 협정을 체결하지 않아 경쟁 강도가 덜하고 운임 측면의 메리트가 높아 중국 노선을 비롯한 국제선에 집중하는 모습을 확인할 수 있다. 아직 중국과 항공 자유화 협정이 체결되지 못하고 있어 주요 노선에 대한 경쟁은 낮은 상황이고 부정기편 활용과 지리적 이점을 활용한 환승객 유치 등을 통한 한국 항공사의 적극적 취항은 중국인 입국 수요 확보에 도움이 될 것이다.

KAL 국내선 운항거리와 운임

노선	최저운임	최고운임	운항거리
김포-제주	88,000	158,000	276
김포-부산	145,000	152,000	215
김포-광주	139,000	139,000	167

자료: KAL, 가격은 홈페이지 기준, 운항거리는 마일리지 적립 기준

KAL 국제선 운항거리와 운임

노선	최저운임	최고운임	운항거리
인천-대련	264,600	464,600	293
인천-웨이하이	204,600	464,600	249
인천-베이징	284,600	584,600	568
인천-동경	405,500	725,400	758
인천-후쿠오카	278,400	474,900	347

자료: KAL, 가격은 홈페이지 기준, 운항거리는 마일리지 적립 기준

JAL 국내선 운항거리와 운임

노선	최저운임	최고운임	운항거리
Tokyo-Sapporo	30,480	35,180	510
Tokyo-Fukuoka	32,080	47,380	567
Tokyo-Okinawa	40,380	47,880	984
Tokyo-Ishigaki	51,680	54,680	1,224

자료: JAL, 가격은 홈페이지 기준, 운항거리는 마일리지 적립 기준

JAL 국제선 운항거리와 운임

노선	최저운임	최고운임	운항거리
Tokyo-Beijing	55,000	67,000	1,313
Tokyo-Seoul	29,000	47,000	758
Tokyo-Shanghai	58,000	87,000	1,111
Tokyo-Busan	33,000	40,000	618

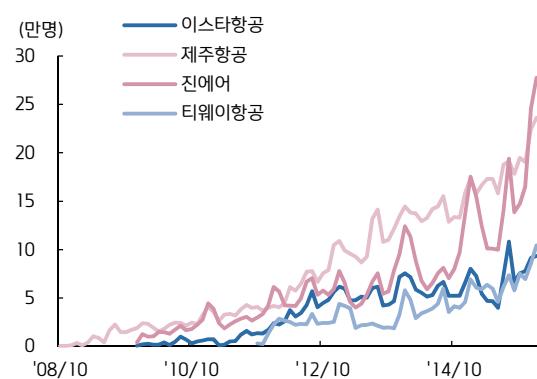
자료: JAL, 가격은 홈페이지 기준, 운항거리는 마일리지 적립 기준

### >>> 3) LCC 비중 확대로 여행사 의존도가 축소되는가?

#### 비용절감을 위한 LCC의 노력

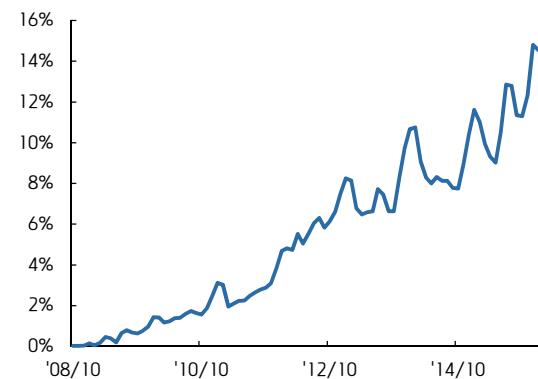
지난 2~3년간 내국인 출국자 수 증가를 견인하는 것은 LCC들이다. LCC들은 기존 FSC 대비 서비스는 부족하지만 저렴한 가격을 메리트로 내세우며 운항 시간이 짧은 단거리 노선 중심으로 취항을 확대하고 있다. 국내 5개 LCC들의 항공기 보유 대수도 지난 11년 말 32대에서 15년 말 82대로 큰 폭으로 증가했고, 16년에도 항공기는 추가될 전망이다. 우리는 LCC들이 기존 여행 수요를 가지고 경쟁하는 것 이 아니라 저렴한 여행 상품을 구성할 수 있게 만들어 신규 수요를 창출하고 있어 출입국자 수 증가에는 호재로 판단하고 있다. 문제는 LCC들이 저렴한 항공권을 제시하기 위해서는 각종 비용을 절약해야 하는데 이를 위해 여행사 판매 물량을 줄이고 자체 판매량을 늘리려 할 수 있다는 점이다. 이 경우 여행사의 LCC 티켓 확보가 어려워져 시장 성장 대비 하나투어의 판매가 둔화할 가능성도 있다.

LCC 국제 여객 수 추이



자료: 인천공항공사

LCC 국제 여객 수 비중 추이



자료: 인천공항공사

국내 5대 LCC 항공기 보유대수 추이

	제주항공	진에어	에어부산	이스타항공	티웨이항공	TOTAL
2011-12-31	8	7	7	6	4	32
2013-09-30	10	7	8	7	4	36
2014-04-30	15	11	12	8	7	53
2015-02-25	18	13	14	10	9	64
2015-12-31	22	19	16	13	12	82

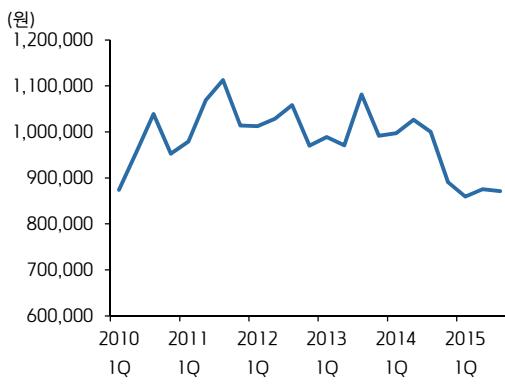
자료: 국토교통부

## 여전히 높은 패키지 시장 비중과 낮아지는 국제 유가

LCC뿐만이 아니라 대한항공과 아시아나항공 등도 자사 홈페이지를 통한 할인 항공권 판매로 비용 절감을 시도하고 있다. 하지만 우리는 이런 움직임이 해외 사례들처럼 확산될 것으로 보지는 않고 있다. 가장 큰 이유는 국내 항공 수요는 안정적 상용 수요가 존재하는 미국과 일부 노선을 제외하면 상당 부분이 요일별 편차가 큰 여행 수요에 의존하고 있다는 점이다. 더군다나 언어와 치안, 가격 이슈로 인해 일본과 동남아 일부 국가를 제외하면 자유여행을 떠날 수 있는 지역도 한정적이라 패키지 시장 성장이 지속될 가능성성이 커 항공사들이 여행사 의존도를 급격하게 줄이기는 어려울 것이기 때문이다.

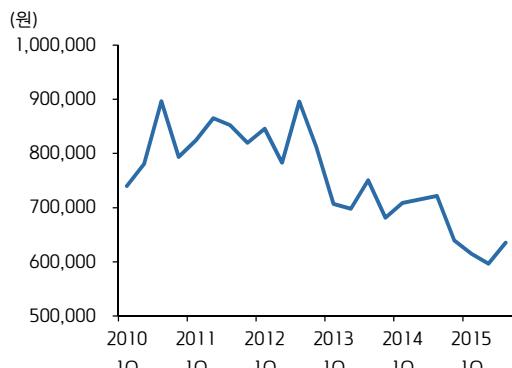
또한, 국제 유가가 여전히 낮은 수준에 머무르며 유류할증료 1단계를 크게 하회하고 있다는 점도 호재가 될 것이다. 항공사 입장에서는 유류할증료 하단에서의 유가 하락은 이익으로 직결될 수 있는 만큼 항공권 가격 인하를 통해 추가 수요 확보에 나설 가능성도 크기 때문이다.

하나투어 인당 패키지 상품 가격 추이



자료: 하나투어

하나투어 인당 티켓 판매 가격 추이



자료: 하나투어

싱가포르 제트유와 유류할증료

(배럴/달러)



자료: 국토교통부, Bloomberg

## 장거리 노선 여행 시장 확대 기대

항공사 기재 측면에서 하나투어에 추가적인 호재는 대한항공과 아시아나항공 등 기존 FSC들이 16년 초대형기 도입을 확대할 예정이란 점이다. 대한항공과 아시아나항공은 금년 A380, B747과 같은 초대형기 중심의 도입 계획을 발표하고 있다. 이러한 대형기의 도입은 미국과 유럽 등 장거리 노선 증편으로 연결될 가능성이 크다. 하나투어는 지난 수년간 인당 판매 단가 상승 및 수요 변동성 축소를 위해 미국과 유럽 등의 장거리 여객 비중 확대를 시도해 왔다는 점에서 장거리 여객 증가의 전제조건인 항공사의 장거리 노선 취항이 확대되는 16년부터 점진적인 장거리 노선 비중의 추가 확대가 기대된다.

### 대한항공과 아시아나항공 16년 항공기 도입 계획

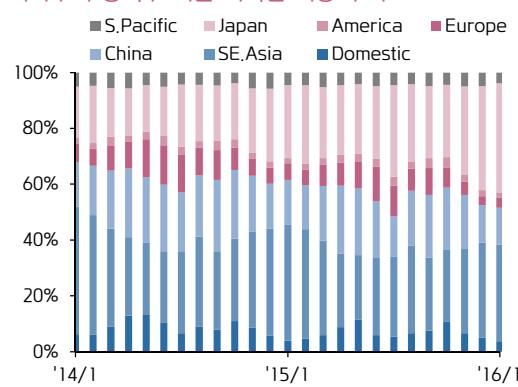
	기종	15년 말 보유대수	16년 계획	평균 좌석수
대한항공	B747-8I	4	상반기 3대 도입	368
	B777	37	상반기 2대 도입	277~291
아시아나항공	A380	4	하반기 2대 추가 도입	495석

자료: 대한항공, 아시아나항공

주: 1) 대한항공 특이사항: 16년 진에어에 B737 2대 재임대 제외하면 16년 도입되는 5대 모두 대형기,

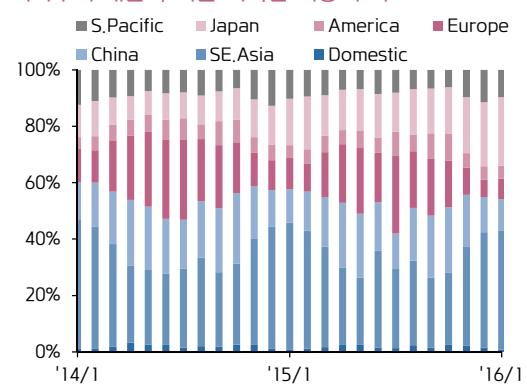
2) 아시아나항공 특이사항: 단거리 노선 축소, 미국과 유럽 노선 강화

### 하나투어 송객수 기준 지역별 비중 추이



자료: 하나투어

### 하나투어 매출액 기준 지역별 비중 추이



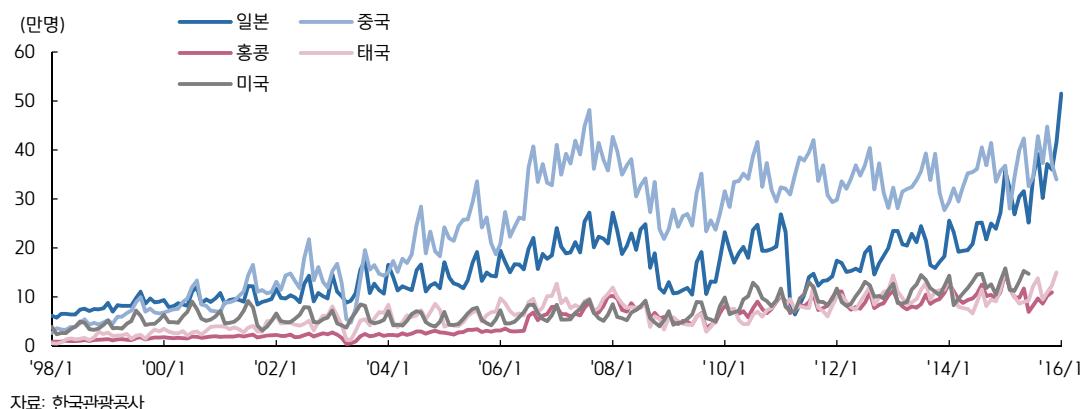
자료: 하나투어

## >>> 4) 패키지 시장은 성숙 시장으로 진입하는가?

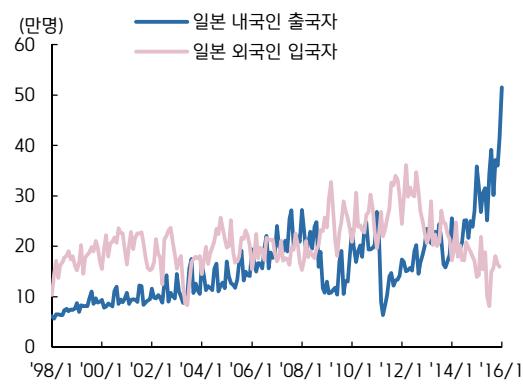
### 최근 일본 중심으로 해외여행객 급증

지난 하반기 이후 하나투어 성장률이 시장 성장률과 비슷한 수준을 보이자 패키지 시장이 성숙 시장으로 진입한 것이 아니냐는 의문이 다시 제기되고 있다. 하나투어에 있어 패키지 사업이 중요한 이유는 1) 패키지 사업은 FIT 사업보다 상품 기획 측면에서 후발 업체가 비슷한 경쟁력을 확보하기 쉽지 않고, 2) 판매에 따른 수익성이 FIT 대비 높고, 3) 해외 자회사와 호텔 사업 등과의 시너지 효과도 기대할 수 있기 때문이다. 우리는 최근 출국자 및 FIT 고객 급증이 가격 부담이 적고 대중 교통이 편리한 일본 노선 수요 급증 영향으로 해석하고 있다. 따라서 우리는 이 같은 일본 여행객 증가로 인한 출국자 성장을 급증을 전체적인 시장의 변화로 해석하고 패키지 시장의 성숙을 논하기엔 다소 성급하다고 판단한다.

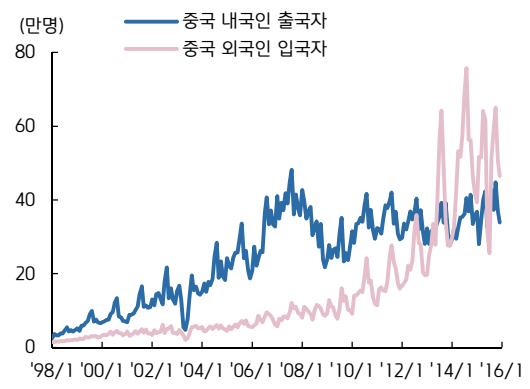
### 내국인 주요 출국 국가



### 한국인 일본 출국자 수와 일본인 입국자 수



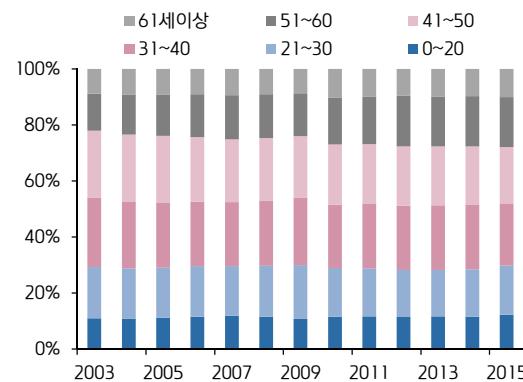
### 한국인 중국 출국자 수와 중국인 입국자 수



## 50대 이상 출국자 비중 상승과 하나투어 상품 가격 메리트 강화

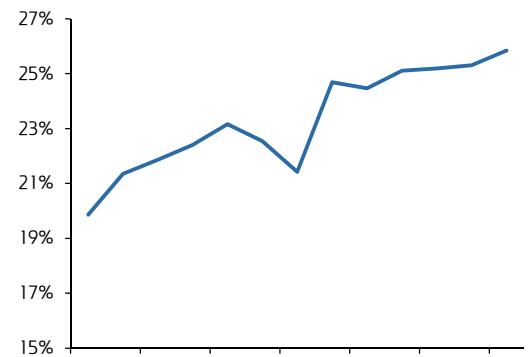
일본 노선 수요 증가와 함께 주목할 점은 전체 출국자 가운데 50대 이상 연령층의 비중이 높아지고 있다는 점이다. 상대적으로 자금 여력과 여가 시간이 충분하고, 해외여행 경험이 풍부할 것으로 추정되는 연령대인 만큼 가격적 측면보다 여행의 질적 측면이 더욱 중요하게 작용할 것으로 판단하기 때문이다. 최근 일본으로의 쓸림 현상이 나타나고 있지만, 국내 항공사는 물론이고 해외 항공사도 취항을 늘리며 해외여행 지역이 다양화되고 있고, 높아지는 점유율과 함께 하나투어 패키지 상품의 가격 메리트도 강화되고 있는 만큼 패키지여행 시장의 성장 여력은 여전히 남아 있는 것으로 전망한다.

내국인 출국자 수 연령대 별 비중



자료: 한국관광공사

전체 출국자 수 대비 50세 이상 출국자 수 비중



자료: 한국관광공사

### III. Valuation

#### >>> 16년 영업이익은 YoY 58.0% 증가한 708억원 전망

##### 여행 부문은 견조, 면세점과 호텔 사업 정상화 및 시너지 창출 시기가 관건

하나투어는 영업이익은 지난 12년부터 14년까지 연간 400억원 수준을 유지했고, 15년에도 448억원으로 소폭 개선을 보이는 데 그쳤다. 내국인 출국자 수가 메르스 영향에도 불구하고 YoY 기준 21.5% 성장했다는 점과 하나투어 송객수도 25.5%나 증가한 것을 고려한다면 다소 아쉬운 실적이라고 볼 수 있다. 우리는 해외여행이 일상적인 레저 수단으로 자리 잡음에 따라 내국인 출국자 수의 변동이 과거보다 환율과 경기 상황에 대해 덜 민감할 것이며 자연재해를 포함한 각종 이벤트도 매년 반복될 것으로 전망하지만 중요한 것은 이벤트의 발생 시점이라고 판단한다. 이벤트 발생 시기에도 적정 수요를 유지하기 위해 상품 가격을 인하해야 하기 때문에 성수기에 부정적 이벤트가 발생하면 연간 송객수에 큰 변화가 없어도 영업이익 규모 감소가 불가피하기 때문이다.

##### 하나투어 분기별 실적 전망

	2015 1Q	2015 2Q	2015 3Q	2015 4Q	2016 1Q(E)	2016 2Q(E)	2016 3Q(E)	2016 4Q(E)	2014	2015	2016E
매출 Total	969.27	864.38	858.81	880.82	1,025.61	981.41	1,183.08	982.91	3,154.18	3,573.29	4,173.02
항공권대매수익	35.56	30.44	28.45	40.13	43.68	40.71	36.95	49.39	118.57	134.58	170.73
국제관광알선수익	834.06	697.96	724.45	732.88	858.90	821.17	1,004.10	815.31	2,664.79	2,989.35	3,499.48
기타	99.65	135.99	105.91	107.81	123.03	119.53	142.04	118.21	370.82	449.36	502.80
비용 Total	834.71	783.05	806.64	776.69	914.48	875.49	1,016.59	900.24	2,839.99	3,201.09	3,706.81
급여 및 성과급	216.15	187.35	205.00	182.84	224.80	209.83	250.09	206.61	726.84	791.34	891.34
광고선전비	40.83	63.99	44.31	44.04	52.75	50.80	59.39	49.00	174.55	193.16	211.93
여행비지급수수료	354.37	312.48	326.51	330.18	373.56	360.53	417.29	380.91	1,120.00	1,323.54	1,532.29
기타	223.36	219.23	230.83	219.62	263.37	254.32	289.82	263.72	818.59	893.05	1,071.24
영업이익	134.56	81.33	52.17	104.14	111.13	105.92	166.49	82.67	314.19	372.20	466.21
하나투어 총송객수	950,010	845,015	930,510	961,353	1,103,532	1,056,049	1,203,723	1,112,862	2,973,581	3,686,888	4,476,166
YoY	30.9%	30.7%	17.8%	18.4%	16.2%	25.0%	29.4%	15.8%	13.1%	24.0%	21.4%
출국자수 대비 M/S	21.8%	20.6%	19.9%	22.9%	23.3%	23.6%	23.8%	24.4%	20.2%	21.3%	23.8%
하나투어 패키지 여객수	609,628	528,817	549,604	612,915	700,956	662,268	753,591	681,856	1,902,124	2,300,964	2,798,671
YoY	23.8%	26.4%	12.8%	21.6%	15.0%	25.2%	37.1%	11.2%	4.6%	21.0%	21.6%

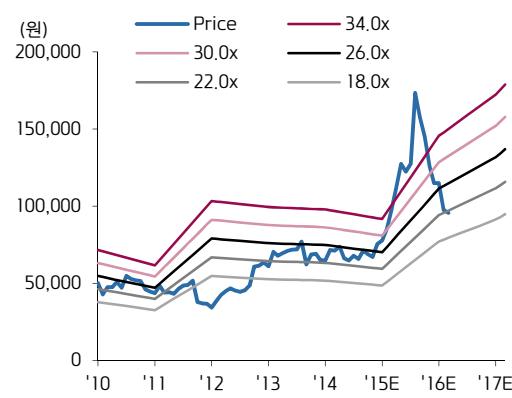
자료: 하나투어, 키움증권 추정, 주: 매출액과 영업이익 등은 별도 기준

### >>> 면세점 정상화와 함께 벨류에이션 프리미엄 회복 기대

#### 신규 사업에 대한 과도한 우려보다 정상화 이후 본업과의 상승효과 가능

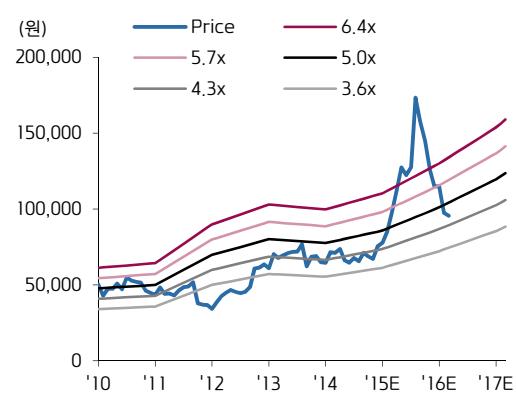
과거 하나투어는 항공주에 비해 이익 안정성이 높고, 부채 부담도 제한적이며, 1위 기업의 M/S도 계속 높아지고 있다는 점에서 상대적으로 높은 프리미엄에 거래가 이루어져 왔다. 그러나 지난해 시내 면세점 확보 이후 기대감에 따른 급등 시기를 제외하면 사상 최대 이익 기대에도 불구하고 과거 평균 수준에 머물고 있는 상황이다. 여행업 여행 상품 가격이 생각보다 빠르게 하락하고 있지만 이에 따른 반사 효과로 수요도 많이 늘어나고 있고, 면세점과 호텔 사업이 단기적으로는 수익성에 부정적으로 작용할 수 있겠지만 장기적으로는 이들 사업의 수익 창출은 물론이고 본업인 여행 수요에 도움이 될 수 있다는 점을 고려하면 과거보다 오히려 프리미엄 거래가 타당하다고 판단한다. 따라서 목표주가는 16년 수익 전망 조정에 따라 '130,000원'으로 소폭 하향하지만, 면세점 정상화 이후 시너지 효과를 감안해 투자의견 'BUY'는 유지한다.

하나투어 PER 밴드



자료: FnGuide

하나투어 PBR 밴드



자료: FnGuide

## 손익계산서

12월 결산	2013	2014	2015P	2016E	2017E
매출액	3,527	3,855	4,594	7,107	8,142
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,527	3,855	4,594	7,107	8,142
판매비및일반관리비	3,123	3,450	4,146	6,399	7,307
영업이익(보고)	404	404	448	708	835
영업이익(핵심)	404	404	448	708	835
영업외손익	85	58	21	78	96
이자수익	53	43	40	57	72
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	26	21	21	0	0
이자비용	2	3	2	0	0
외환손실	24	23	42	0	0
관계기업지분법순익	-1	4	-3	0	0
투자및기타자산처분손익	2	3	-8	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-7	-4	-4	0	0
기타	38	16	20	21	24
법인세차감전이익	488	462	469	786	931
법인세비용	128	108	129	242	287
유효법인세율 (%)	26.2%	23.4%	27.5%	30.8%	30.8%
당기순이익	361	354	340	544	644
지분법적용순이익(억원)	340	334	313	497	589
EBITDA	456	476	510	769	897
현금순이익(Cash Earnings)	413	425	401	605	706
수정당기순이익	364	355	349	544	644
증감율(%), YoY					
매출액	14.6	9.3	19.2	54.7	14.6
영업이익(보고)	1.9	0.2	10.8	58.0	17.9
영업이익(핵심)	1.9	0.2	10.8	58.0	17.9
EBITDA	-1.0	4.4	7.0	51.0	16.6
지배주주지분 당기순이익	-3.8	-1.5	-6.3	58.8	18.4
EPS	-3.8	-1.5	-6.3	58.8	18.4
수정순이익	-3.3	-2.5	-1.6	55.9	18.4

(단위: 억원)

## 대차대조표

12월 결산	2013	2014	2015P	2016E	2017E
유동자산	2,785	3,164	3,723	5,391	6,319
현금및현금성자산	819	1,139	1,321	1,676	2,063
유동금융자산	1,007	1,139	1,358	2,100	2,406
매출채권및유동채권	955	876	1,044	1,615	1,850
재고자산	4	10	0	0	0
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	980	1,210	1,327	1,596	1,756
장기매출채권및기타비유동채권	161	215	257	397	455
투자자산	316	350	364	424	448
유형자산	348	463	529	591	647
무형자산	112	123	98	79	63
기타비유동자산	43	58	79	106	143
자산총계	3,765	4,374	5,050	6,986	8,076
유동부채	1,808	2,430	2,887	4,412	5,017
매입채무및기타유동채무	931	1,304	1,555	2,405	2,755
단기차입금	69	140	140	140	140
유동성장기차입금	3	15	15	15	15
기타유동부채	805	971	1,178	1,852	2,108
비유동부채	31	64	70	85	94
장기매입채무및비유동채무	17	21	25	38	43
사채및장기차입금	10	38	38	38	38
기타비유동부채	4	5	7	9	12
부채총계	1,839	2,494	2,957	4,497	5,111
자본금	58	58	58	58	58
주식발행초과금	607	607	607	607	607
이익잉여금	988	1,186	1,378	1,735	2,164
기타자본	209	-48	-48	-48	-48
지배주주지분자본총계	1,862	1,803	1,995	2,351	2,781
비지배주주지분자본총계	65	77	98	138	184
자본총계	1,926	1,880	2,093	2,489	2,965
순자입금	-1,743	-2,086	-2,487	-3,583	-4,277
총차입금	82	193	193	193	193

(단위: 억원)

(단위: 억원)

## 현금흐름표

12월 결산	2013	2014	2015P	2016E	2017E
영업활동현금흐름	457	1,015	675	1,432	1,024
당기순이익	361	354	340	544	644
감가상각비	30	40	37	42	47
무형자산상각비	23	32	25	19	15
외환손익	3	-2	21	0	0
자산처분손익	2	3	8	0	0
지분법손익	-2	-4	3	0	0
영업활동자산부채 증감	11	526	262	827	318
기타	31	67	-21	0	0
투자활동현금흐름	-413	-395	-368	-933	-471
투자자산의 처분	-287	-224	-236	-802	-330
유형자산의 처분	4	3	0	0	0
유형자산의 취득	-77	-103	-103	-103	-103
무형자산의 처분	-31	-35	0	0	0
기타	-22	-36	-29	-27	-37
재무활동현금흐름	-148	-296	-125	-146	-166
단기차입금의 증가	-34	95	0	0	0
장기차입금의 증가	0	18	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-116	-141	-127	-148	-169
기타	1	-267	2	2	3
현금및현금성자산의순증가	-112	321	182	354	388
기초현금및현금성자산	930	819	1,139	1,321	1,676
기말현금및현금성자산	819	1,139	1,321	1,676	2,063
Gross Cash Flow	446	490	413	605	706
Op Free Cash Flow	253	768	560	1,322	910

(단위: 억원)

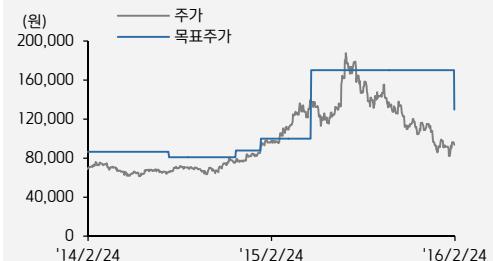
## 투자지표

12월 결산	2013	2014	2015P	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	2,923	2,879	2,697	4,282	5,071
BPS	16,026	15,521	17,172	20,242	23,939
주당EBITDA	3,923	4,098	4,386	6,624	7,722
CFPS	3,553	3,662	3,455	5,212	6,079
DPS	1,100	1,300	1,500	1,600	1,600
주가배수(배)					
PER	22.1	27.1	28.9	18.2	15.4
PBR	4.0	5.0	4.5	3.8	3.3
EV/EBITDA	13.7	15.7	14.4	8.2	6.3
PCFR	18.2	21.3	22.5	14.9	12.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	11.4	10.5	9.8	10.0	10.3
영업이익률(핵심)	11.4	10.5	9.8	10.0	10.3
EBITDA margin	12.9	12.3	11.1	10.8	11.0
순이익률	10.2	9.2	7.4	7.7	7.9
자기자본이익률(ROE)	19.4	18.6	17.1	23.7	23.6
투하자본이익률(ROIC)	-144.5	-77.8	-46.7	-43.6	-35.9
안정성(%)					
부채비율	95.5	132.7	141.3	180.7	172.4
순자본비율	-90.5	-111.0	-118.8	-144.0	-144.3
이자보상배율(배)	207.2	148.9	201.8	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	3.9	4.2	4.8	5.3	4.7
재고자산회전율	857.1	526.9	900.8	N/A	N/A
매입채무회전율	3.9	3.4	3.2	3.6	3.2

## 투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
하나투어 (039130)	2014/04/09	BUY(Maintain)	86,500원
	2014/08/04	BUY(Maintain)	81,000원
	2014/10/14	BUY(Maintain)	81,000원
	2014/11/04	BUY(Maintain)	81,000원
	2014/12/15	BUY(Maintain)	88,000원
	2015/02/03	BUY(Maintain)	100,000원
	2015/05/14	BUY(Maintain)	170,000원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	170,000원
	2015/09/16	BUY(Maintain)	170,000원
	2016/02/24	BUY(Maintain)	130,000원

## 목표주가 추이 (2개년)



## 투자의견 및 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 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%