

여행

Overweight
(Maintain)

2017. 02. 22

메타 엔진 확산, 패키지 여행사 수혜

Skyscanner, TripAdvisor, 네이버 항공권 등 여러 여행사의 항공권과 호텔 가격을 한눈에 비교/예약 할 수 있는 메타엔진이 확산됨에 따라 FIT 상품은 최저 가격 제시가 가장 중요한 변수로 작용하고 있습니다. 반면 패키지 상품은 세부 일정 표준화가 어려워 메타 엔진을 통한 검색보다 여행사 별 상품 구성 능력 차이가 경쟁력으로 작용하고 있습니다.

또한 패키지 고객을 통해 확보한 규모를 FIT 상품 가격 인하와 다양성 확대로 연결시킬 수도 있어 패키지 비중이 높은 하나투어와 모두투어의 M/S 추가 상승과 가격 경쟁력 강화가 기대됩니다.



조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129

bhcho@kiwoom.com

이창희

02) 3787-4751

Jaydenlee@kiwoom.com

키움증권

Contents



Investment Summary 3

- > 메타엔진(Meta Engine) 이용객 확산 3
- > 패키지 고객 기반 여행사 경쟁력 강화 3
- > 적극적 신규 사업 진출과 아웃바운드 중심의 안정적 성장 3

I. 늘어나는 출국자 4

- > 인천공항 확장과 항공사 공급 확대 4
- > 빠르게 늘어나고 있는 있는 FIT 시장 5
- > 메타 엔진 활성화에 따른 FIT 고객 선택의 변화 6
- > FIT 가격 차별화로 연결되는 패키지 고객 규모 7

II. 본격적 이익 증가 시기는? 8

- > ASP 하락은 수익 감소 요인 이기도 하지만 수요 창출 동력 8
- > 국제 유가 반등과 장거리 노선 증편 9
- > 다양해지는 인바운드 여객에 대응 10

III. 하나투어와 모두투어 11

- > 같은 업종, 다른 전략 11
- > 발목을 잡던 자회사 실적도 개선 전망 12
- > M/S 성장과 안정적 영업이익률 유지 전략의 차이 13

기업분석 14

- > 하나투어(039130) 15
- > 모두투어(080160) 19

- 당사는 2월 21일 현재 동 자료상 투자 의견이 제시된 기업중 '하나투어'의 발행주식을 1%이상 보유하고 있으며, 그 밖에 언급된 종목들의 발행주식은 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
 - 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

메타엔진 확산으로 패키지 고객 확보 가치 상승

>>> 메타엔진을 활용한 FIT 예약 증가

국내 아웃바운드 여행시장은 패키지 상품과 FIT 상품으로 양분되고 있다. FIT는 호텔과 항공권, 현지 이용권 등을 여행자가 직접 개별적으로 구입하는 방식이고, 패키지는 여행사가 호텔과 항공권, 현지 교통 수단 등을 한꺼번에 묶어 파는 방식이다. FIT 상품은 과거에는 각각의 여행사에 직접 접속해서 가격을 비교/예약해야 했기 때문에 여행사가 플랫폼의 역할을 수행하며 부가 상품 판매로도 연결시킬 수 있었지만 최근에는 항공권과 호텔 등 표준화된 상품은 스카이스캐너, 트립어드바이저, 네이버 등 여러 여행사의 가격을 한눈에 비교해주는 메타엔진 활용이 빠르게 늘어나고 있다. 대부분의 메타 엔진은 가격 순서대로 검색이 이루어지고 있는데 일부 자체 운영 호텔과 하드 블록 항공권을 제외하면 여행사의 차별적 가격 제시가 어려운 것이 현실이다.

>>> 패키지 고객 확보의 중요성

반면 패키지 상품은 여행사별 호텔, 식당, 교통 등 세부 조건이 다양하기 때문에 메타 엔진 비교가 쉽지 않다. 또한 높은 고연령대 출국자 비중과 낮은 가격 선호 고객, 그리고 자유여행이 쉽지 않은 지역이 존재한다는 점에서 패키지 여행객도 꾸준히 증가하고 있다. 무엇보다 구성 능력이 중요해 후발 주자가 따라잡기 어렵고, 패키지 고객 볼륨이 FIT 상품 가격과 다양성 강화로 연결될 수 있어 대형 패키지 여행사의 M/S 추가 상승이 기대된다.

>>> Top picks: 하나투어, 모두투어

우리는 Top picks로 인바운드 유치 경쟁은 계속되고 있지만 아웃바운드 M/S 성장이 이어지고 있어 면세점 적자 축소가 가시화되면 추가 반등이 기대되는 하나투어(투자 의견 BUY, 목표주가 99,000원)를 제시하고, 자유투어를 통해 아웃바운드 패키지 시장 수요를 다변화시키고 있고, 안정적 수익성이 유지되고 있는 모두투어(투자 의견 BUY, 목표주가 43,000원) 커버리지를 재개한다.

Investment Summary

>>> 메타 엔진(Meta Engine) 이용객 확산

지난 15년 YoY 기준 +20.1%, 16년 +15.3% 등 높은 성장을 이어가는 내국인 아웃바운드 여행 시장은 패키지 상품과 FIT 상품으로 양분화되고 있다. 패키지 여행은 모든 일정을 여행사가 구성하기 때문에 숙박 호텔과 항공편, 현지 교통 수단과 식당 등 출발일과 도착일은 동일해도 상품별로 많은 차이가 존재한다. 반면 FIT 여행은 항공권과 호텔 등을 여행객이 개별적으로 구성하기 때문에 높은 자유도를 가지고 있어 최근 수요가 급증하고 있지만 상대적으로 가격 부담이 높아 비용 절감에 더 민감한 경우가 많다. 최근에는 각각의 여행사를 직접 방문하기 보다 한번에 여러 여행사의 항공권과 호텔을 비교해주는 Skyscanner, TripAdvisor, 네이버 항공권 등 메타 엔진을 활용하는 여행객이 늘어나고 있다. 문제는 이들 메타 엔진은 대부분 가격 순서대로 검색되기 때문에 검색 상단에 위치하기 위해서는 최저 가격을 제시해야 하는데 항공권과 호텔은 전세기나 하드 블록 좌석, 직접 운영 호텔 등을 제외하면 여행사가 가격을 통제하기 어렵다는데 있다.

>>> 패키지 고객 기반 여행사 경쟁력 강화

FIT 시장이 빠르게 확대되고 있는 것은 사실이지만 패키지 여행 상품 이용 고객도 꾸준히 늘어나고 있다. 패키지 상품을 선호하는 고령 여행객 비중이 늘어나고 있고, 저렴한 패키지 상품의 가격 경쟁력과 자유 여행이 쉽지 않은 지역적 한계 등이 존재하고 있어 향후 시장이 FIT 중심으로 재편된다고 전망하기에는 무리가 있다. 무엇보다 패키지 상품은 구성 능력이 여행사별 경쟁력이어서 후발 주자가 따라잡기 쉽지 않고, 패키지 고객 규모를 통해 FIT 상품 가격 경쟁력을 강화시킬 수도 있고, 자사 홈페이지나 앱 등 플랫폼을 활용해 자사 다른 상품으로 유도시킬 수도 있어 패키지 고객 기반을 확보한 여행사의 프리미엄 적용이 타당하다고 판단한다.

>>> 적극적 신규 사업 진출과 아웃바운드 중심의 안정적 성장

하나투어와 모두투어는 대리점을 통해 패키지 상품을 주로 팔고 FIT 상품도 확대시키는 여행사라는 점은 동일하지만 세부 전략은 차이가 있다. 하나투어가 적극적인 M/S 확보와 함께 면세점과 호텔, FIT 등 다양한 신규 사업에 적극 진출하고 있는 가운데 모두투어는 자유투어와 함께 아웃바운드 패키지 시장에 집중하며 다양한 가격의 상품을 제시, 수익성을 유지하며 고객층을 다양화시키고 있다.

따라서 Top picks으로 인바운드 고객 유치 관련 정치적 불확실성이 일부 남아있고, 경쟁도 심화되고 있는 점은 부담이지만 아웃바운드 고객 M/S가 가장 크게 높아지고 있어 면세점 부문만 정상화된다면 빠른 벨류에이션 정상화가 기대되는 하나투어(투자 의견 BUY, 목표주가 99,000원)를 제시하고 자유투어 모객수가 늘어나며 아웃바운드 고객 다변화와 규모의 경제 효과가 진행되고 있고, 안정적 수익성으로 변동성이 낮은 모두투어(투자 의견 BUY, 목표주가 43,000원) Coverage를 재개한다.

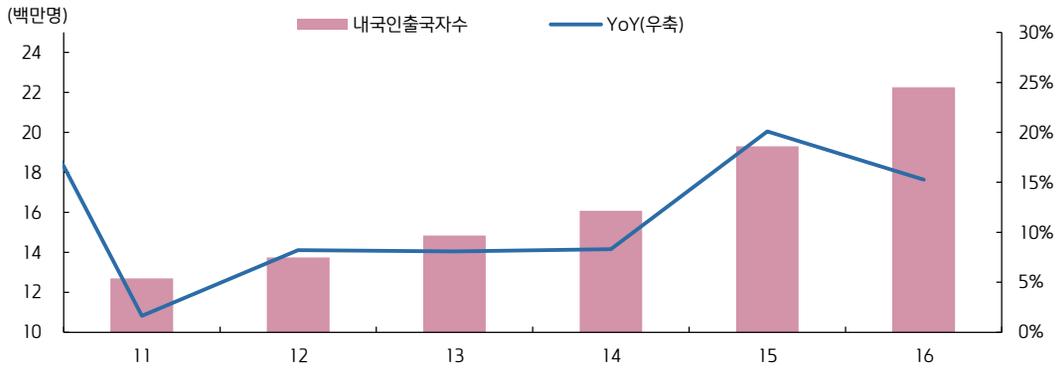
I. 늘어나는 출국자

>>> 인천공항 확장과 항공사 공급 확대

내국인 출국자 성장은 17년에도 지속 전망

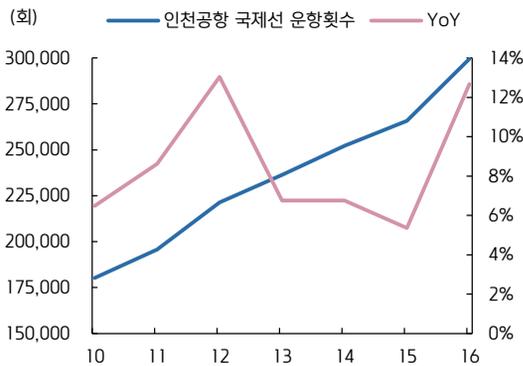
지난 16년 내국인 출국자는 2천2백만명으로 YoY 기준 15.3% 증가했다. 지난 14년 8.3%, 15년 20.1%에 이어 고성장이 지속되고 있다. 가격 메리트가 더해지는 LCC와 기존 FSC의 중장거리 노선 증편 등이 복합적으로 작용한 결과로 판단된다. 17년은 국내 경기에 대한 우려가 있고, 유가 상승으로 유류할증료가 다시 적용되는 등 부담 요인도 있지만 인천공항 확장과 국내 주요 항공사들의 항공기 추가 도입 등에 따라 가격과 목적지, 출발 시간 등의 선택의 폭이 넓어지는 긍정적 요인이 있어 추가 성장이 무난히 이어질 것으로 전망한다.

내국인 출국자수와 YoY 증감률



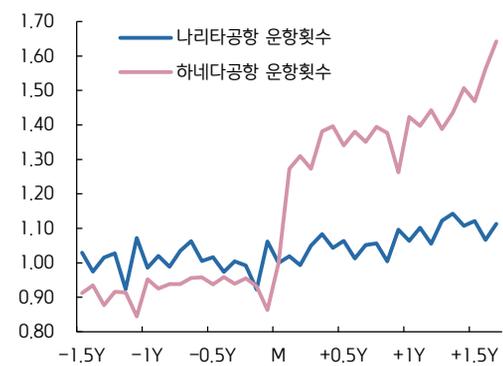
자료: 한국관광공사

인천공항 국제선 운항 편수와 YoY 증감률



자료: 인천공항공사

일본 공항 터미널 확장 전후 운항 횟수 증감 추이



자료: CEIC, M=터미널 확장 시점

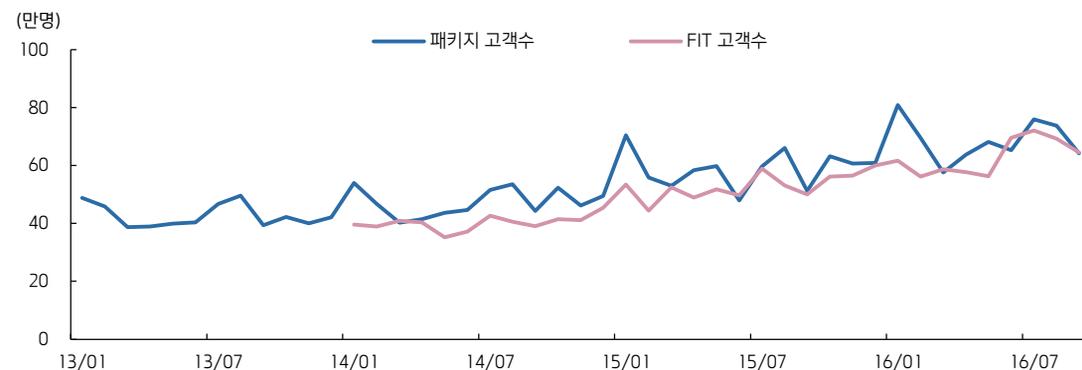
>>> 빠르게 늘어나고 있는 있는 FIT 시장

일본 노선 확대와 LCC 운항 편수 증가

국내 아웃바운드 여행 시장은 패키지 상품과 FIT 상품으로 양분되고 있다. 패키지는 말 그대로 항공권, 호텔, 현지식당과 이동 수단 등 모든 것이 포함되어 있고 가격도 상대적으로 저렴하지만 쇼핑 옵션과 낮은 자유도 등 부정적인 요인도 있다. 반면 FIT는 항공권과 호텔 등을 여행객이 직접 선택해서 자유로운 일정을 구성할 수 있지만 패키지에 비해 상대적으로 가격이 비싼 것이 단점이다. 한국여행업협회에 등록된 회원사들의 송객수 추이를 보면 여전히 패키지 고객 비중이 높지만 성장률은 FIT 부문이 높게 나타나고 있다.

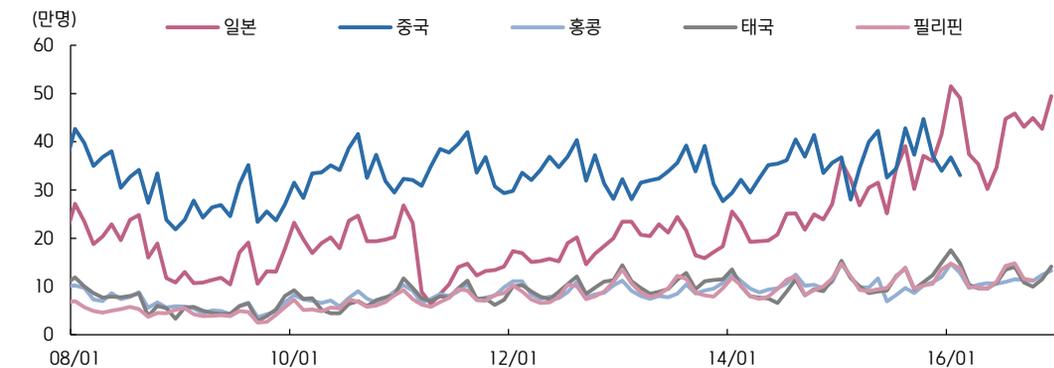
FIT 성장은 여러 요인이 있겠지만 거리가 가깝고 대중 교통이 편리한 일본 여행이 LCC들의 공격적인 항공권 가격과 운항 일정 확대와 맞물리고 있는 것이 주요 원인으로 판단한다. 특히 중국 노선 증편이 제한되고 있어 LCC들의 일본과 동남아 등지로의 운항 편수 증가는 17년에도 이어지며 FIT 고객을 유인할 전망이다.

패키지와 FIT 아웃바운드 송객수 추이



자료: 한국여행업협회

주요국 한국인 방문객수 추이



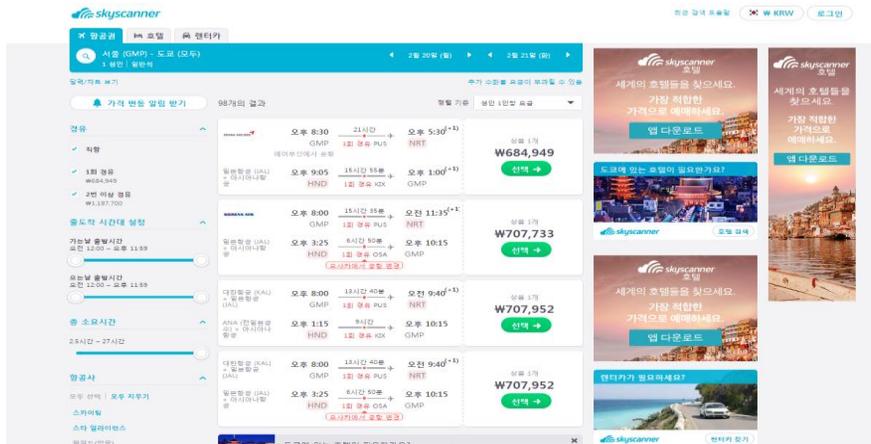
자료: 한국관광공사

>>> 메타 엔진 활성화에 따른 FIT 고객 선택의 변화

항공권과 호텔 등 표준화된 상품은 가장 낮은 가격 제시가 결정 요인

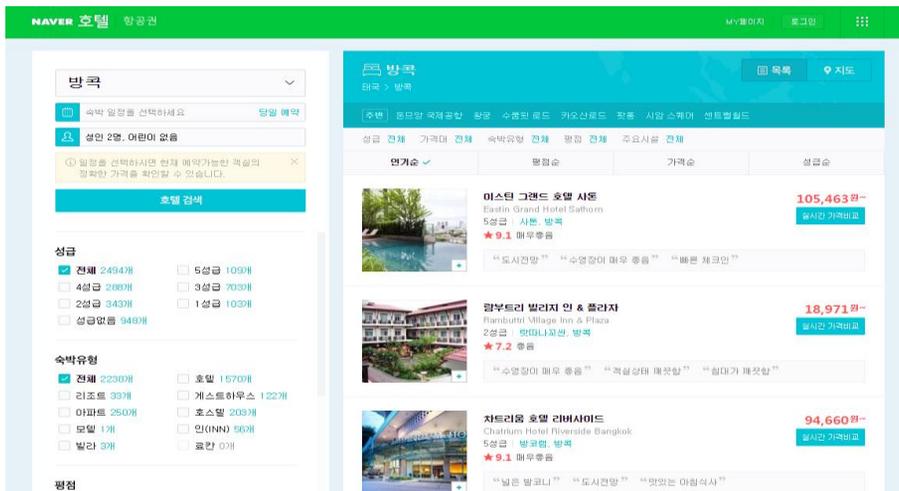
FIT 여행의 주요 구성 상품인 항공권과 호텔 등은 일정을 여행객이 정하고 나면 여행사별 차이점이 거의 없는 표준화된 상품이다. 예를 들면 특정 일자에 출발하는 대한항공 항공권은 A 여행사와 B 여행사 사이에 가격 외에는 차이점이 없는 것이다. 따라서 Skyscanner, TripAdvisor 등 해외 메타 엔진은 물론이고 국내에서도 네이버 항공권 예약 서비스 등을 활용하는 여행객이 증가하고 있다. 여행객 입장에서는 과거처럼 각각의 여행사 홈페이지와 앱을 방문하기 보다는 이들 메타 엔진을 활용하면 한눈에 항공권과 호텔 가격 비교/결제가 가능하기 때문이다. 따라서 여행객은 메타 엔진에서 가격 비교 이후 결제만 여행사에서 하는 경우가 많아 FIT 여행사는 플랫폼으로서의 기능은 약화되는 가운데 메타 엔진 검색 순위 상단에 노출되기 위해서 가장 낮은 가격을 제시해야 하는 부담이 높아지고 있다.

Skyscanner 항공권 검색 화면



자료: Skyscanner

네이버 호텔 검색 화면



자료: 네이버

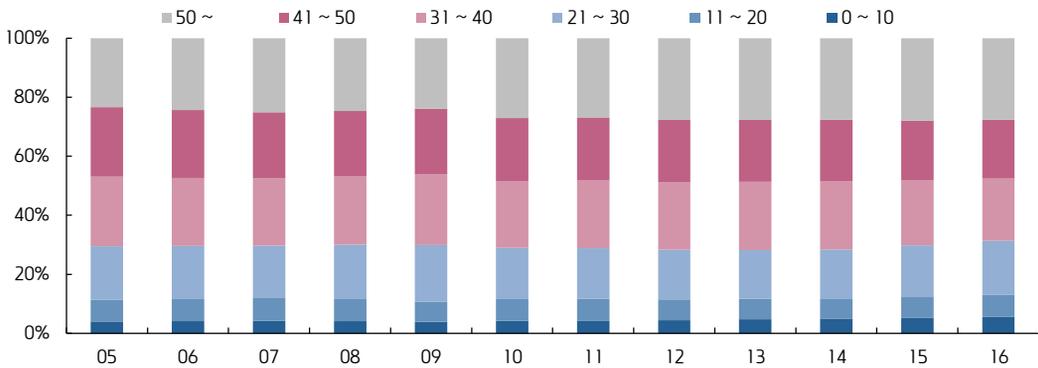
>>> FIT 가격 차별화로 연결되는 패키지 고객 규모

항공권과 객실 가격을 저렴하게 만드는 볼룸 인센티브

과거 여행사는 자사 홈페이지에 다양한 여행 관련 정보 제공 및 부가 상품 판매 등 플랫폼 기능으로 고객을 유인했지만 이제 메타 엔진 검색 상단에 노출되기 위해서는 최저가격 제시가 유일한 방법이다. 문제는 항공권과 객실 등은 전세기나 하드 블록, 직접 운영 호텔을 제외하면 여행사가 차별적인 가격 인하나 비용 절감 요인을 갖고 있지 못해 항공사와 호텔로부터 저렴하게 제공받는 방법이 사실상 유일하다는 점이다. 항공권의 경우 항공사별로 볼룸 인센티브를 여행사에 지급하고 있다. 인센티브 적용에는 다양한 요인이 작용하지만 용어 뜻처럼 많이 팔아주는 여행사가 제일 유리하다고 알려지고 있다.

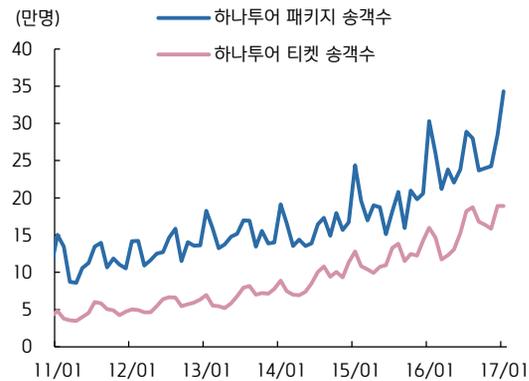
한편 패키지 상품은 FIT 상품과 달리 여행사의 노하우가 발휘된다는 특징이 있다. 즉 동일 일자에 동일 지역을 방문하더라도 현지 교통 수단과 식당, 각종 옵션 등 세부 차이가 많아 표준화가 어려워 메타 엔진 검색이 쉽지 않다. 또한 패키지 여행을 선호하는 50대 이상 출국자 비중이 꾸준히 늘어나고 있어 수요 기반도 안정적으로 유지되고 있다. 따라서 이미 일정 규모 이상 확보된 하나투어와 모두투어의 패키지 고객 기반은 쉽게 훼손되지 않으며 FIT 가격 경쟁력으로 연결될 것이다.

출국자 연령별 비중 추이



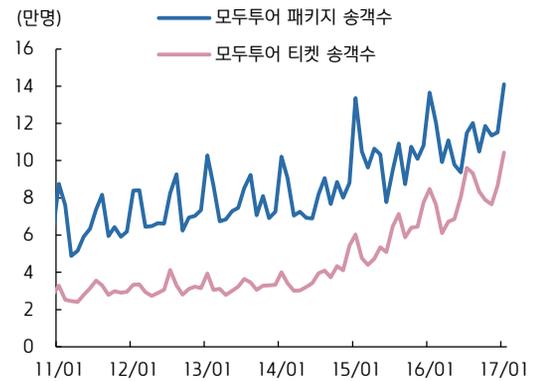
자료: 한국관광공사

하나투어 패키지과 FIT 송객수 추이



자료: 하나투어

모두투어 패키지과 FIT 송객수 추이



자료: 모두투어

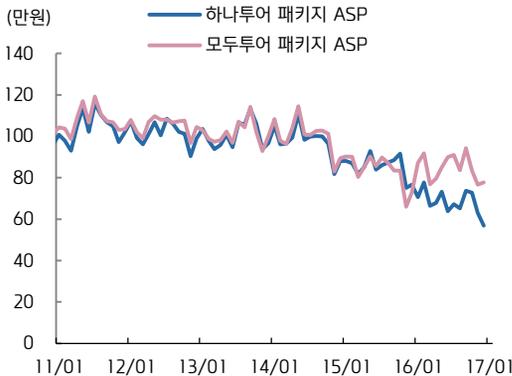
II. 본격적 이익 증가 시기는?

>>> ASP 하락은 수익 감소 요인이기도 하지만 수요 창출 동력

가격 경쟁은 여행사가 아닌 항공사에서 발생

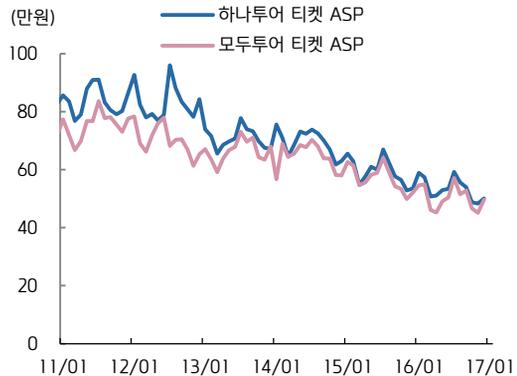
태풍, 지진, 전염병과 같은 각종 천재지변은 지속적으로 발생하고 있지만 출국자 변동성은 과거에 비해 낮아지고 있다. 여행지가 다양화되며 발생 지역을 피해 일정을 짜는 부담이 낮아진 영향도 있지만 항공권 가격이 국제 유가 하락과 함께 크게 낮아졌기 때문이다. 여행사는 판매가격의 일정 비율을 수익으로 인식하기 때문에 ASP 하락은 이익 측면에서 부정적으로 작용할 수 있다. 하지만 여행 비용 하락은 수요 창출 측면에서는 가장 큰 호재라고 판단한다. 무엇보다 수요 확보를 위한 가격 경쟁이 여행사 측면이 아니라 단거리 노선 공급을 크게 증가시키고 있는 항공사 측면에서 발생하고 있다는 점을 고려한다면 ASP 하락을 부정적으로만 볼 필요는 없다고 판단한다.

하나투어, 모두투어 패키지 상품 ASP



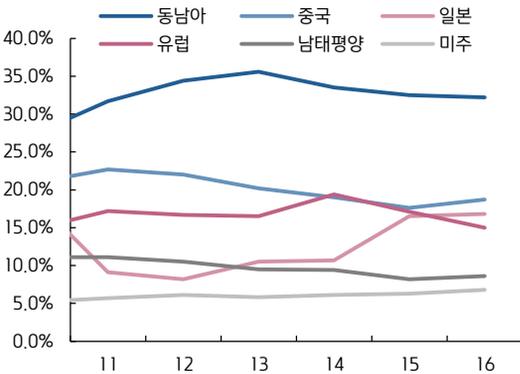
자료: 하나투어, 모두투어

하나투어, 모두투어 항공권 판매 상품 ASP



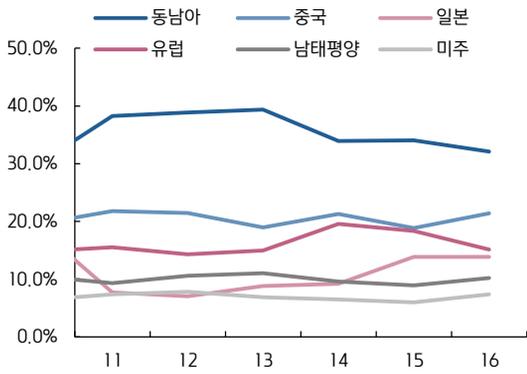
자료: 하나투어, 모두투어

하나투어 패키지 상품 지역 비중



자료: 하나투어

모두투어 패키지 상품 지역 비중



자료: 모두투어

>>> 국제 유가 반등과 장거리 노선 증편

대형기 도입과 대체 휴일 확산은 긍정적이지만 비중 급증은 힘들어

인천공항을 포함한 국내 주요 공항 이용객수는 꾸준히 증가하고 있지만 수요 확보를 위해 기존 FSC와 LCC간의 경쟁에서 LCC들내에서의 단거리 고객 확보 경쟁으로 확대되고 있다. LCC들은 서비스 차별화가 어려워 수요 확보를 위한 가격 경쟁은 17년에도 이어질 것으로 전망되지만 유가 상승과 FSC의 장거리 노선 증편을 통해 운임 하락 속도는 완화될 것으로 기대한다. 유류할증료는 17년 2월부터 다시 적용되기 시작했고, 대한항공 기준 중국, 일본 등 단거리 노선은 편도 기준 1,200원, 가장 먼 시카고, 뉴욕 등이 8,400원 수준이다. 항공사는 수요에 따라 운임을 탄력적으로 조정하기 때문에 수요에 부담을 주는 수준은 아니라고 판단한다.

대한항공과 아시아나항공은 장거리 노선 확대를 위해 B787-9와 A350 등의 도입을 이어가고 있고, 대체 휴일이나 징검다리 휴일 등을 활용하는 장거리 여행객이 늘어나고 있는 것도 사실이다. 하지만 상대적으로 높은 가격과 시간 측면의 제한이 있어 큰 폭의 비중 증가는 기대하기 어렵다. 따라서 단거리 노선에서의 항공사의 가격 경쟁 수준이 ASP 반등의 열쇠가 될 전망이다.

싱가포르 제트유와 YoY 증감률



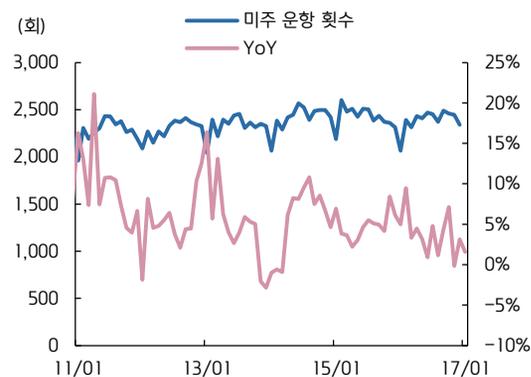
자료: Bloomberg

대한항공, 아시아나항공 중/대형기 도입 예정 시기

	1Q	2Q	3Q	4Q
B747-8i		2	1	
B787-9	1	1	2	1
A350		1	2	1

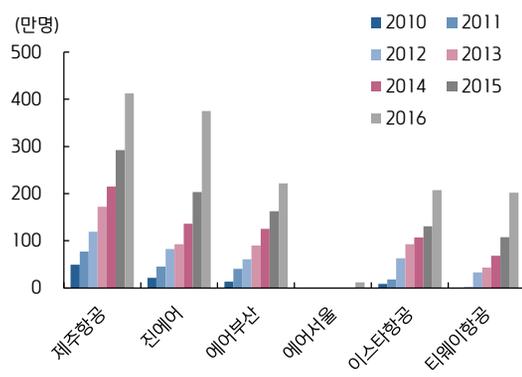
자료: 대한항공, 아시아나항공

인천공항 미주 노선 운항 횟수와 YoY 증감률



자료: 인천공항공사

국내 주요 LCC 국제선 이용객수



자료: 인천공항공사

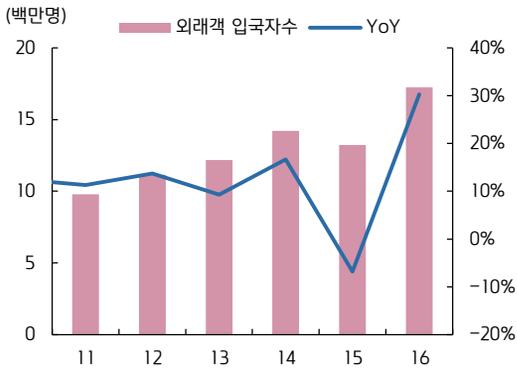
>>> 다양해지는 인바운드 여객에 대응

중국인 입국 수요 감소 우려는 과도, 다만 다양화는 추가 진행 전망

지난 16년 외래객 입국자수는 1천7백만명으로 YoY 30.3% 증가했고, 관심이 집중되고 있는 중국인은 34.8% 증가하며 8백만명을 넘어섰다. 상반기는 긍정적인 메르스 기저 효과가, 하반기에는 사드 관련 정치적 이슈가 부정적으로 작용했음을 감안하면 양호한 수준으로 판단한다. 사드 배치와 관련한 중국 정부 규제 이슈는 중국 여행사의 단체 여행 상품 판매에는 부정적으로 작용할 수 있지만 1) 개별 여행객은 정치적 이슈보다는 지리적 근접성과 가격적 메리트에 따라 목적지를 결정하고, 2) 중국인 출국자가 집중되던 홍콩과 마카오 지역으로의 출국 수요가 다른 지역으로 다변화되고 있고, 3) 중국의 항공기 주문과 공항 건설이 계속되는 등 중국인 출국자수의 장기적 추가 성장은 무난할 전망이다.

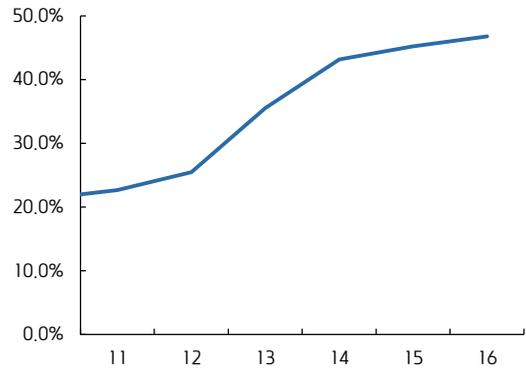
다만 한국을 비롯해 동북아시아 대부분의 국가들이 중국인 유치를 위한 노력을 이어가고 있어 중국 노선 항공기 증편과 서울과 제주를 제외한 2선 도시 활성화가 필요하고, 16년 기준 46.8%에 달하는 중국인 입국자 비중에 따른 인바운드 변동성 완화를 위한 일본과 동남아 입국자 다변화 등은 추가적으로 진행될 필요가 있겠다.

외래객 입국자수와 YoY 증감률



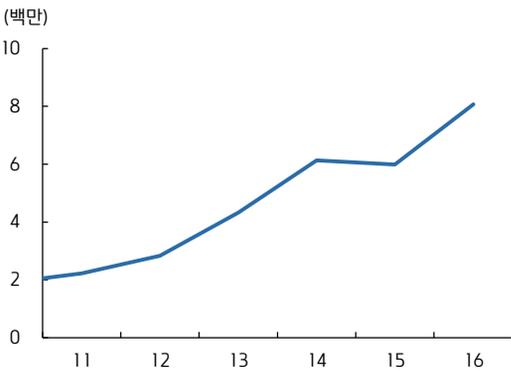
자료: 한국관광공사

외래객 입국자 가운데 중국인 비중



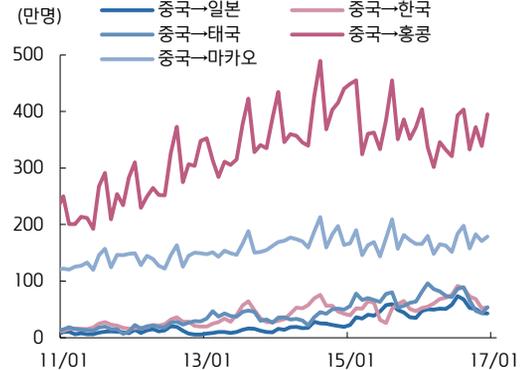
자료: 한국관광공사

연도별 중국인 입국자수



자료: 한국관광공사

중국인 주요국 출국자수



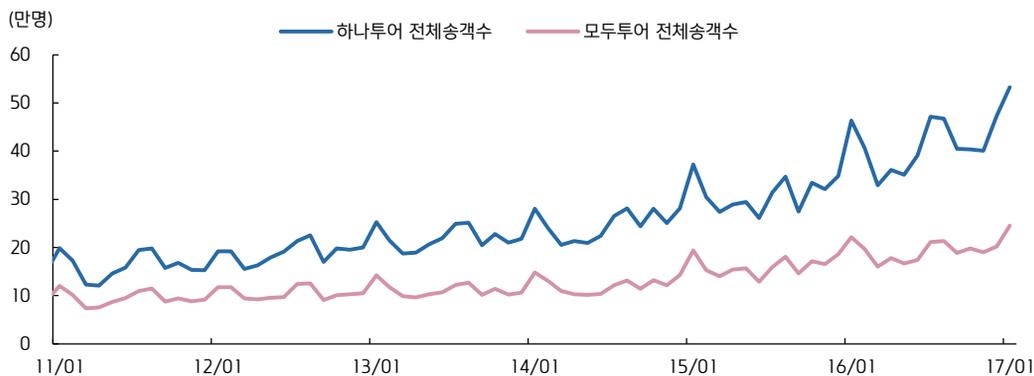
자료: CEIC

III. 하나투어와 모두투어

>>> 같은 업종, 다른 전략

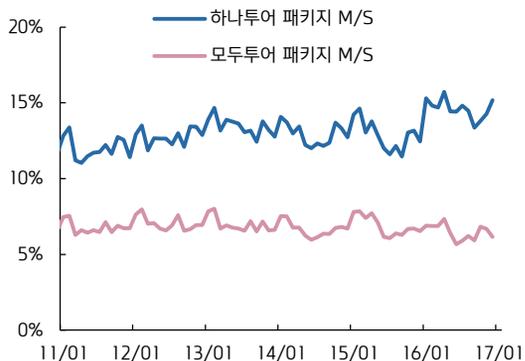
하나투어와 모두투어는 패키지 상품 판매 중심에서 FIT와 각종 부가 티켓 판매 등으로 사업 영역을 확대하는 동일한 사업 구조를 가지고 있지만 성장성과 수익성 측면에서 다른 전략을 구사하고 있다. 하나투어가 적극적인 M/S 확장과 면세점 진출 등 여행 관련 사업 다각화를 추진하며 성장을 이어가는 반면 모두투어는 수익성을 유지하는 가운데 패키지 상품 중심의 영업을 이어가고 있다.

하나투어, 모두투어 송객수 추이



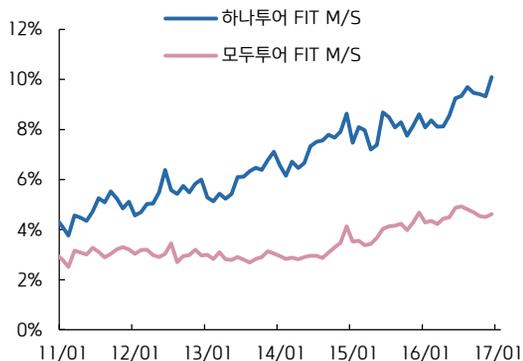
자료: 하나투어, 모두투어

하나투어, 모두투어 패키지 M/S 추이



자료: 하나투어, 모두투어

하나투어, 모두투어 FIT M/S 추이



자료: 하나투어, 모두투어

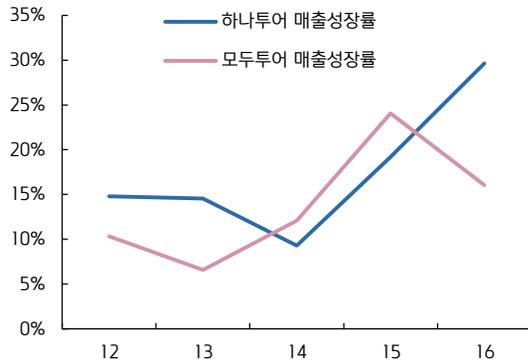
>>> 발목을 잡던 자회사 실적도 개선 전망

SM면세점과 자유투어 적자폭 축소 모멘텀 기대

하지만 지난 16년 하나투어와 모두투어 IFRS 연결 기준 영업이익은 M/S 경쟁 및 성장 전략 차이가 아니라 계열사 수익에서 발목을 잡았다. 하나투어는 SM면세점의, 모두투어는 자유투어의 영업 부진이 이어졌기 때문이다. 하나투어 자회사 SM면세점의 경우 시내 면세점이 늘어나고 있고, 전체 입국자의 절반 수준을 차지하는 중국인 입국자, 그 가운데서 면세점의 주요 고객인 단체 여행객 유치 경쟁이 더욱 심화되고 있는 상황을 고려하면 빠른 턴어라운드는 쉽지 않을 것이다. 하지만 유통 사업 경험 부족으로 발생했던 매장 구성과 인터넷 면세점 재고 관리 이슈 해소와 하나투어 아웃바운드 고객의 면세점 유입 등도 순조롭게 진행되고 있어 적자 규모 축소는 무난할 것으로 전망한다.

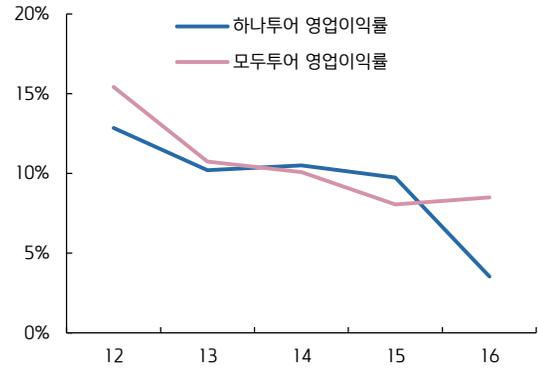
모두투어 자회사 자유투어의 경우 모두투어와 동일한 사업 구조를 가지고 있지만 모두투어보다 저렴한 가격대의 상품을 제시, 고객층을 다양화하고, 티켓 확보에서 규모의 경제 효과를 강화하기 위해 인수했다. 하지만 14~15년 송객수가 월 1천명 수준에 불과해 적자가 지속됐다. 그러나 지속적인 상품 강화와 적극적인 광고를 통해 월 송객수가 16년 1만명을 넘어서는 성장을 이어가며 외형 성장과 고정비 부담 감소 효과가 동시에 진행되고 있어 17년도 추가 개선이 기대된다.

하나투어, 모두투어 매출성장률



자료: Dataguide, IFRS 연결 기준

하나투어, 모두투어 영업이익률



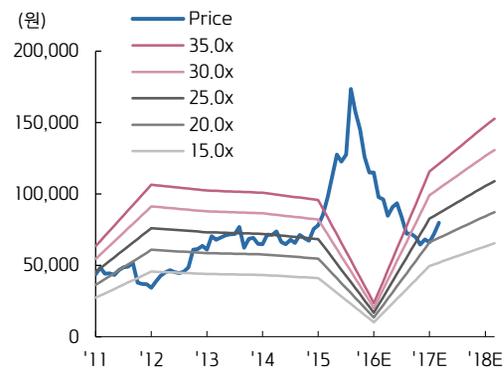
자료: Dataguide, IFRS 연결 기준

>>> M/S 성장과 안정적 영업이익률 유지 전략의 차이

사업을 확대한 하나투어 수익성 정상화 시기가 관건

과거 하나투어는 여행사 내에서는 M/S 1위 기업의 프리미엄이, 여행객이라는 동일한 매출원을 가지고 있는 항공사 대비로는 높은 수익성과 성장성에 대한 프리미엄을 적용 받고 있었다. 그러나 15년 하나투어가 시내 면세점 사업자로 선정된 이후 면세점 적자가 이어지고, 중국과의 정치적 우려가 인바운드 관련 사업에 부담으로 작용하며 프리미엄 요인이 약화됐다. 우리는 17년 업종별로는 인바운드 고객 관련 불확실성과 경쟁 우려가 남아 있는 항공 업종보다 수요가 아웃바운드 여행객 중심이고 패키지 기반 대형사의 M/S 상승이 이어지고 있는 여행주의 모멘텀이 더 강하다고 판단한다. 여행주 가운데서는 모두투어가 불확실성이 낮고 수익성이 좋은 아웃바운드 패키지 여행 사업에 집중하며 면세점 적자 축소 규모 및 시기에 중국과의 정치적 불확실성이 작용하고 있는 하나투어와의 밸류에이션 갭 축소를 시도하고 있다. 하지만 우리는 하나투어의 높아진 M/S가 수익성 개선으로 연결되고 면세점 관련 적자 규모 축소가 확인되면 다시 프리미엄 적용이 가능해질 것으로 전망한다.

하나투어 PER 밴드



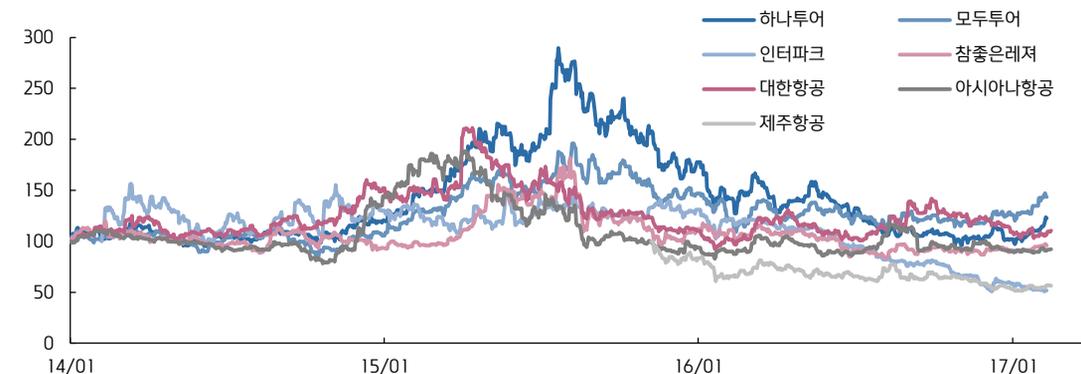
자료: Dataguide, IFRS 연결 기준

모두투어 PER 밴드



자료: Dataguide, IFRS 연결 기준

하나투어, 모두투어, 인터파크, 참좋은레저, 대한항공, 아시아나항공, 제주항공 시가총액 추이 (2014.1 = 100)



자료: Dataguide



기업분석

하나투어
(039130)

BUY(Maintain)/목표주가 99,000원(상향)
16년 M/S 23.6%

모두투어
(080160)

BUY(Reinitiate)/목표주가 43,000원
수요층 다양화를 통한 이익 개선

하나투어 (039130)



BUY(Maintain)

주가(2/21) 82,200원

목표주가 99,000원(상향)

하나투어는 지난 16년 기준 전체 출국자 시장에서 M/S 23.6%로 전년 대비 2.8% 증가했다. 특히 패키지 고객 성장률이 32.2%를 기록, 31.5%를 기록한 FIT 성장률을 상회했다는 점도 긍정적이었다. 시내 면세점 영업적자가 이어지고 있다는 점은 아쉽지만 인터넷 면세점 정상화와 패키지 고객과의 시너지 효과도 나타나고 있어 적자규모는 점진적으로 축소될 것으로 전망한다. 따라서 17년은 높아진 M/S가 수익으로 본격적으로 연결될 것으로 전망, 목표주가를 '99,000원'으로 상향하고 투자 의견 'BUY'를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (2/21)	2,102.93pt	
시가총액	9,549억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	108,000원	61,800원
최고/최저가대비 등락률	-26.11%	29.13%
주가수익률	절대	상대
	1M	13.5%
	6M	17.5%
	1Y	-17.3%
		-24.0%

Company Data

발행주식수	11,616천주
일평균 거래량(3M)	105천주
외국인 지분율	24.34%
배당수익률(16.E)	1.30%
BPS(16.E)	16,329원
주요 주주	박상환 외 23인 14.86%

Price Trend



16년 M/S 23.6%

>>> 면세점 적자는 지속되고 있지만...

하나투어 주가는 지난 15년 시내 면세점 사업자 선정 이후 급등했지만 외국인 유치 경쟁 심화와 중국과의 정치적 갈등 심화, 그리고 예상보다 큰 면세점 적자 발생 등이 부담으로 작용하며 면세점 선정 이전 수준으로 하락했다. 비록 시내 면세점 적자 축소는 아직 확인되지 못하고 있지만 인터넷 면세점 활성화와 매장 재편 등이 진행되고 있어 적자폭은 점진적으로 축소될 가능성을 높을 것으로 전망된다.

>>> 내국인 출국자 성장 지속

지난 16년 내국인 출국자는 YoY 15.3% 성장한 2천2백 만명으로 전체 인구 대비 43%에 달했다. 낮은 수준은 아니지만 출국자 성장은 17년에도 지속될 것으로 전망한다. 그 근거는 LCC와 FSC의 항공기 추가 도입과 인천공항 제2 여객터미널 확장으로 운항 편수가 급증하고, 수요 확보를 위한 항공사의 가격 경쟁이 이어질 전망이기 때문이다. 이에 따른 가장 큰 수혜는 M/S 1위 여행사인 하나투어에 집중될 것이다.

>>> 17년 영업이익 485억원 제시

주가는 저점 대비 반등하고 있지만 본업인 내국인 아웃바운드 여행 사업 강세가 예상되고 있는 가운데 면세점 사업 적자 축소가 확인된다면 추가 상승도 무난할 것으로 전망한다. 따라서 17년 영업이익을 485억원으로 제시하며 목표주가를 '99,000원'으로 상향하고 투자 의견 'BUY'를 유지한다.

투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	3,855	4,594	5,956	6,736	7,366
보고영업이익(억원)	404	447	210	485	628
핵심영업이익(억원)	404	447	210	485	628
EBITDA(억원)	476	540	290	569	717
세전이익(억원)	462	469	243	535	684
순이익(억원)	354	342	72	406	518
지배주주지분순이익(억원)	334	317	78	383	490
EPS(원)	2,879	2,732	669	3,301	4,216
증감율(%YoY)	-1.5	-5.1	-75.5	393.3	27.7
PER(배)	27.1	42.1	171.8	34.8	27.3
PBR(배)	5.0	6.8	7.0	6.3	5.4
EV/EBITDA(배)	15.7	23.1	35.7	20.8	16.1
보고영업이익률(%)	10.5	9.7	3.5	7.2	8.5
핵심영업이익률(%)	10.5	9.7	3.5	7.2	8.5

>>> 패키지 여행 시장 지속 성장

16년 패키지 고객 + 32.2%, FIT 고객 +31.5% 증가

17년 M/S 상승 효과가 이익 증가로 연결, 18년 인천공항 확장 효과 온기 반영

하나투어 M/S는 지난 16년 말 기준 패키지 고객 14.6%, 항공권 고객 9.0% 등 총 23.6%를 기록, 15년말 대비 2.8% 상승했다. 점유율 상승, 즉 고객 증가가 중요한 이유는 항공사로부터 제공받는 볼륨 인센티브 외에 여행 상품 모객이 이루어지지 못해 출발이 취소되거나 연기되는 것을 방지해 더 많은 상품 구성으로 더 많은 여행객을 유인할 수 있기 때문이다. 아쉬운 점은 하나투어가 빠른 M/S 확대에는 성공했지만 수익성 개선은 더디게 진행되고 있다는 점이다. 단거리 노선 고객 특히 일본 노선 고객이 증가하며 ASP가 낮아졌고, 광고비가 늘어난 것도 영향을 주었다. 17년은 FSC의 대형기 도입과 유류할증료 부과 등이 예상되고 있지만 LCC들의 운항 편수 확대도 예상되고 있어 큰 폭의 ASP 개선은 기대하기 쉽지 않다.

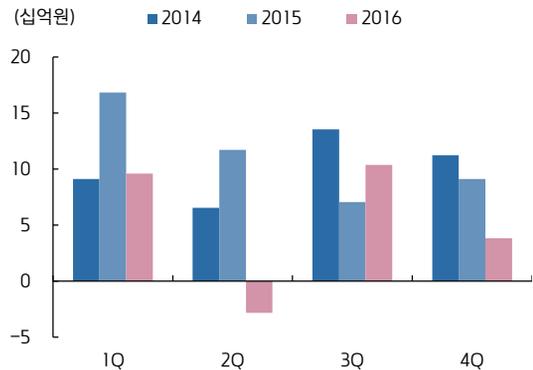
다만 16년 IFRS 연결 기준 영업이익에 가장 큰 부담을 주었던 계열사 실적도 적자 규모 축소가 아직 확인되지는 않고 있지만 정치적 이슈에 따른 중국인 입국자 감소 우려가 실제 실적에 미치는 영향 이상으로 주가에 부담이 되었고, 17년에는 낮아진 상품 가격에 덕분에 수요가 급증하며 고정비 부담이 낮아져 큰 폭의 영업이익 개선이 기대되며, 18년에는 인천공항 확장 효과가 온기로 반영되며 수요를 유인할 것이란 점을 고려해야 할 것이다. 벨류에이션의 경우 15년 이익 증가와 무관하게 면세점 관련 기대감으로 주가가 급등했었고, 16년은 이익 급감으로 PER 밴드의 유의성이 약화됐지만 이익이 정상화되는 17년은 다시 적용이 가능하다고 판단한다. 따라서 투자이견 'BUY'와 목표주가 '99,000원'을 제시한다.

하나투어 별도 기준 분기별 영업이익



자료: Dataguide, IFRS 별도 기준

하나투어 연결 기준 분기별 영업이익



자료: Dataguide, IFRS 연결 기준

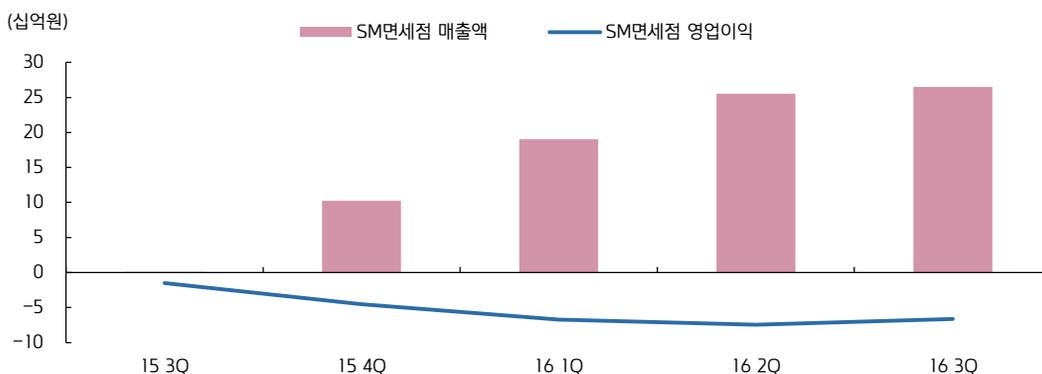
>>> SM면세점과 하나투어JAPAN

온라인 면세점과 하나투어 고객과의 시너지 효과 기대

엔저와 LCC 증편으로 하나투어JAPAN 실적 추가 개선 전망

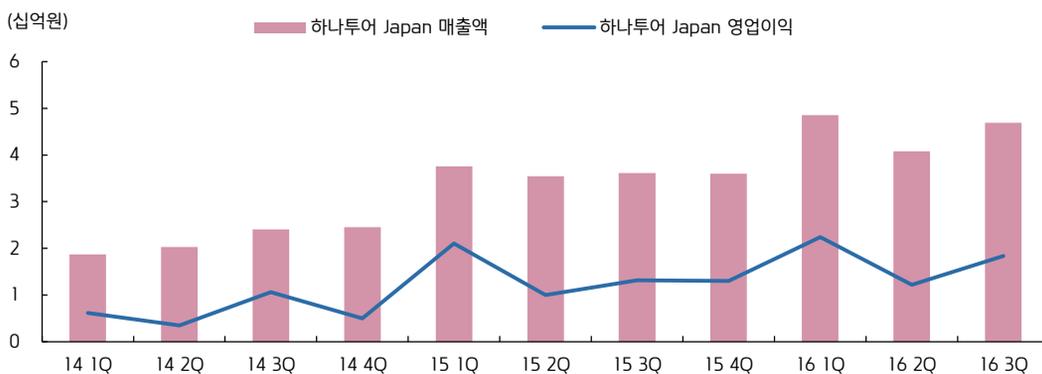
하나투어는 시내 면세점 정상화 지연 및 중국인 입국자 관련 정치적 이슈가 발생할 때마다 조정을 받았다. 물론 SM면세점의 영업 적자 규모가 좀처럼 축소되지 못하고 있고, 시내 면세점의 중국인 확보 경쟁은 더욱 심해지고 있고, 명품 중심의 대기업 면세점과 차별화가 진행되지 못하고 있다는 점은 아쉬운 상황이다. 17년에도 중국인 단체 여행객 규제에 대한 우려가 남아 있고, 면세점 수도 늘어날 예정이어서 시내 면세점 흑자 전환이 쉽지 않을 전망이다지만 우리가 기대하는 것은 온라인 부문의 성장이다. 내국인 출국자, 특히 하나투어 패키지 고객과 시너지가 기대됐던 온라인 면세점도 초기 경험 부족과 재고 관리 문제가 있었지만 상대적으로 빠르게 정상화되고 있는 것으로 파악되고 있어 적자 축소에 도움이 될 전망이다. 하나투어JAPAN은 도쿄와 오사카, 후쿠오카 등으로의 자유여행객은 물론이고 하나투어 본사의 패키지 고객도 안정적으로 성장하고 있고, 수익성 좋은 관광 버스 100여대와 호텔, 스타샵 2곳을 자체 운영하며 수익원을 강화시키고 있어 17년에도 엔저와 LCC 공급 확대 효과와 맞물리며 추가적인 수익 기여가 기대된다.

SM면세점 분기별 매출액과 영업이익



자료: 하나투어

하나투어JAPAN 분기별 매출액과 영업이익



자료: 하나투어

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	3,855	4,594	5,956	6,736	7,366
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,855	4,594	5,956	6,736	7,366
판매비및일반관리비	3,450	4,147	5,746	6,251	6,738
영업이익(보고)	404	447	210	485	628
영업이익(핵심)	404	447	210	485	628
영업외손익	58	22	33	51	56
이자수익	43	37	24	30	34
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	21	29	45	0	0
이자비용	3	4	5	0	0
외환손실	23	43	80	0	0
관계기업지분법손익	4	-5	-2	0	0
투자및기타자산처분손익	3	-8	2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-4	-5	0	0	0
기타	16	21	48	20	22
법인세차감전이익	462	469	243	535	684
법인세비용	108	128	171	130	165
유효법인세율 (%)	23.4%	27.2%	70.3%	24.2%	24.2%
당기순이익	354	342	72	406	518
지배주주지분순이익(억원)	334	317	78	383	490
EBITDA	476	540	290	569	717
현금순이익(Cash Earnings)	425	434	153	490	607
수정당기순이익	355	351	71	406	518
증감률(% , YoY)					
매출액	9.3	19.2	29.6	13.1	9.4
영업이익(핵심)	0.2	10.6	-53.1	131.1	29.5
EBITDA	4.4	13.4	-46.2	96.1	25.9
지배주주지분 당기순이익	-1.5	-5.1	-75.5	393.3	27.7
EPS	-1.5	-5.1	-75.5	393.3	27.7
수정순이익	-2.5	-0.9	-79.9	474.1	27.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,015	348	583	682	761
당기순이익	354	342	72	406	518
감가상각비	40	55	50	60	69
무형자산상각비	32	37	30	24	20
외환손익	-2	2	34	0	0
자산처분손익	3	11	-2	0	0
지분법손익	-4	5	2	0	0
영업활동자산부채 증감	526	-199	431	191	155
기타	67	95	-34	0	0
투자활동현금흐름	-395	-9	-492	-383	-372
투자자산의 처분	-224	239	-293	-169	-136
유형자산의 취득	3	4	0	0	0
무형자산의 취득	-103	-164	-164	-164	-164
무형자산의 처분	-35	-81	0	0	0
기타	-36	-8	-35	-50	-72
재무활동현금흐름	-296	-22	-165	-165	-177
당기차입금의 증가	95	31	0	0	0
장기차입금의 증가	18	61	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-141	-161	-166	-166	-177
기타	-267	47	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	321	326	-74	133	213
기초현금및현금성자산	819	1,139	1,465	1,391	1,524
기말현금및현금성자산	1,139	1,465	1,391	1,524	1,736
Gross Cash Flow	490	547	153	490	607
Op Free Cash Flow	768	-26	506	479	555

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,164	3,402	3,782	4,228	4,694
현금및현금성자산	1,139	1,465	1,391	1,524	1,736
유동금융자산	1,139	730	946	1,070	1,170
매출채권및유동채권	876	1,115	1,445	1,634	1,787
재고자산	10	93	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,210	1,641	1,924	2,149	2,373
장기매출채권및기타비유동채권	215	296	384	434	474
투자자산	350	500	576	620	657
유형자산	463	593	707	811	907
무형자산	123	169	139	115	95
기타비유동자산	58	83	118	169	240
자산총계	4,374	5,044	5,706	6,377	7,067
유동부채	2,430	2,754	3,501	3,927	4,272
매입채무및기타유동채무	1,304	1,381	1,790	2,025	2,214
단기차입금	140	199	199	199	199
유동성장기차입금	15	24	24	24	24
기타유동부채	971	1,151	1,489	1,680	1,835
비유동부채	64	116	125	130	134
장기매입채무및비유동채무	21	29	37	42	46
사채및장기차입금	38	82	82	82	82
기타비유동부채	5	6	6	6	6
부채총계	2,494	2,871	3,626	4,057	4,406
자본금	58	58	58	58	58
주식발행초과금	607	607	607	607	607
이익잉여금	1,186	1,349	1,277	1,510	1,837
기타자본	-48	-45	-45	-45	-45
지배주주지분자본총계	1,803	1,969	1,897	2,129	2,457
비지배주주지분자본총계	77	204	182	190	204
자본총계	1,880	2,173	2,079	2,320	2,661
순차입금	-2,086	-1,890	-2,032	-2,289	-2,602
총차입금	193	305	305	305	305

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,879	2,732	669	3,301	4,216
BPS	15,521	16,952	16,329	18,330	21,150
주당EBITDA	4,098	4,647	2,499	4,900	6,169
CFPS	3,662	3,735	1,313	4,220	5,223
DPS	1,300	1,500	1,500	1,600	1,600
주가배수(배)					
PER	27.1	42.1	171.8	34.8	27.3
PBR	5.0	6.8	7.0	6.3	5.4
EV/EBITDA	15.7	23.1	35.7	20.8	16.1
PCFR	21.3	30.8	87.6	27.3	22.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.5	9.7	3.5	7.2	8.5
영업이익률(핵심)	10.5	9.7	3.5	7.2	8.5
EBITDA margin	12.3	11.7	4.9	8.5	9.7
순이익률	9.2	7.4	1.2	6.0	7.0
자기자본이익률(ROE)	18.6	16.9	3.4	18.5	20.8
투자자본이익률(ROIC)	-77.8	-70.6	-33.2	-51.9	-59.3
안정성(%)					
부채비율	132.7	132.1	174.4	174.9	165.6
순차입금비율	-111.0	-87.0	-97.7	-98.7	-97.8
이자보상배율(배)	148.9	110.4	45.2	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	4.2	4.6	4.7	4.4	4.3
재고자산회전율	526.9	89.0	128.0	N/A	N/A
매입채무회전율	3.4	3.4	3.8	3.5	3.5

모두투어 (080160)



BUY(Reinitiate)

주가(2/21) 34,100원

목표주가 43,000원

모두투어는 지난 수년간의 출국자 급성장 국면에서 M/S가 더디게 증가하는 아쉬운 모습을 보여줬다. 하지만 수요 다각화를 위해 인수한 자유투어 고객이 늘어나면서 고정비 부담 감소와 외형 성장을 통한 수익 개선이 동시에 진행되고 있다. 무엇보다 변동성이 커진 인바운드 시장이 수익에 미치는 영향이 크지 않고, 안정적 성장이 기대되는 아웃바운드 고객 중심으로 사업을 확대하고 있다는 점이 가장 큰 투자 메리트가 될 것이다. 따라서 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '43,000원'으로 커버리지를 재개한다.

Stock Data

KOSDAQ (2/21)	622.47pt		
시가총액	4,297억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	33,800원	26,200원	
최고/최저가대비 등락율	0.00%	29.01%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	16.0%	16.4%
	6M	25.0%	40.3%
	1Y	23.1%	28.0%

Company Data

발행주식수	12,600천주
일평균 거래량(3M)	72천주
외국인 지분율	29.93%
배당수익률(16.E)	1.78%
BPS(16.E)	8,861원
주요 주주	우종웅 외 3인 16.64%

Price Trend



수요층 다양화를 통한 이익 개선

>>> 더딘 M/S 확대, 안정적 수익성 유지

모두투어는 내국인 출국자 시장의 높은 성장에 비해 M/S가 더디게 확대되고 있는 점은 아쉽지만 안정적 수익성이 유지되고 있다는 점은 긍정적이다. 다만 시장에서는 안정성보다는 성장성에 대해 프리미엄을 더 적용하는 경우가 많아서 경쟁사 대비 할인 거래가 이루어져왔다.

>>> 자유투어 고객 증가

자유투어는 모두투어와 동일한 패키지 여행 중심의 사업 구조를 가지고 있다. 다만 자유투어는 모두투어에 비해 낮은 가격의 여행 상품을 판매하며 수요층을 확대시키고 있다. 항공사도 FSC와 LCC가 존재하듯이 여행사도 저가와 고가 상품을 같은 회사가 판매하기는 쉽지 않기 때문이다. 자유투어도 초기에는 고객 확보에 어려움을 겪으며 모두투어 수익에 부담을 주었지만 고객 규모가 꾸준히 증가하고 있어 이익 창출은 물론 양사의 시너지 효과 창출도 기대된다.

>>> 17년 영업이익 277억원 제시

모두투어는 M/S 측면에서는 17년에도 급격한 개선을 기대하기 어렵지만 수익성 측면에서는 불확실성이 남아 있는 인바운드 시장 관련 비중이 낮고, 자유투어와의 시너지 효과 및 아웃바운드 시장 성장의 수혜가 무난히 반영될 전망이다. 따라서 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '43,000원'으로 커버리지를 재개한다.

투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	1,647	2,043	2,371	2,841	3,217
보고영업이익(억원)	166	165	201	277	343
핵심영업이익(억원)	166	165	201	277	343
EBITDA(억원)	188	195	226	301	366
세전이익(억원)	193	180	229	298	367
순이익(억원)	140	128	160	226	278
지배주주지분순이익(억원)	153	132	166	228	281
EPS(원)	1,218	1,051	1,320	1,813	2,234
증감율(%YoY)	-4.7	-13.7	25.6	37.4	23.2
PER(배)	19.9	32.1	25.5	18.6	15.1
PBR(배)	3.1	4.3	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA(배)	11.6	17.7	14.4	10.6	8.0
보고영업이익률(%)	10.1	8.1	8.5	9.7	10.7
핵심영업이익률(%)	10.1	8.1	8.5	9.7	10.7

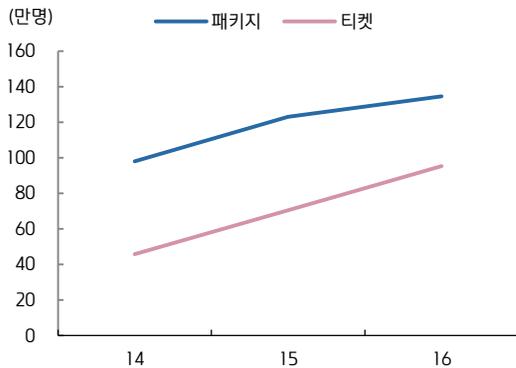
>>> 아웃바운드 여행객 중심으로 안정성과 수익성 개선 기대

자유투어의 모객 규모 증가 효과

수요 다각화를 통한 패키지 고객 부문 시너지 창출

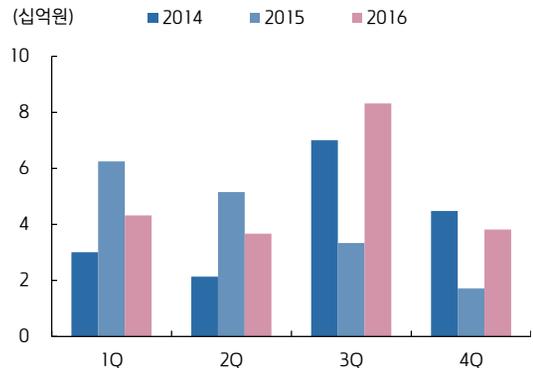
모두투어는 지난 13~15년까지 160억 내외의 영업이익과 8~10% 내외의 영업이익률을 기록했고, 16년에는 영업이익 201억원과 영업이익률 8.5%를 달성했다. 전체 출국자 대비 M/S는 15년 10.8%에서 16년 11.0%로 성장은 이어지고 있지만 경쟁사 대비로는 상대적으로 다소 더딘 상황이다. 모두투어는 M/S 확대와 사업 다각화를 적극적으로 추진하기 보다는 수익성을 유지하며 아웃바운드 패키지 여행 시장에 집중하고 있었기 때문이다. 하지만 다양한 가격대의 여행 수요 흡수를 위해 인수한 자회사 자유투어의 모객수가 지난해부터 늘어나면서 고정비 상쇄 효과 및 항공사와의 협상력 강화로 연결되고 있어 주목할 필요가 있겠다. 무엇보다 모두투어와 자유투어의 주요 사업이 안정적 추가 성장이 기대되는 아웃바운드 여객 중심으로 구성되어 있어 변동성이 확대되고 있는 인바운드 여행객 증감 이슈에서 상대적으로 자유롭다는 점이 강점이다. 따라서 17년 영업이익이 277억원까지 늘어날 것으로 제시하며 경쟁사 대비 M/S 격차에 따른 밸류에이션 할인을 적용, 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '43,000원'으로 커버리지를 재개한다.

모두투어 송객수



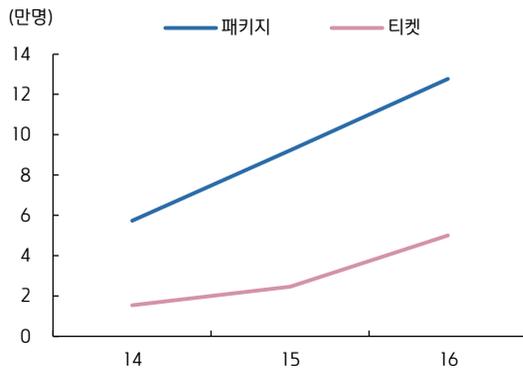
자료: 모두투어

모두투어 분기별 영업이익



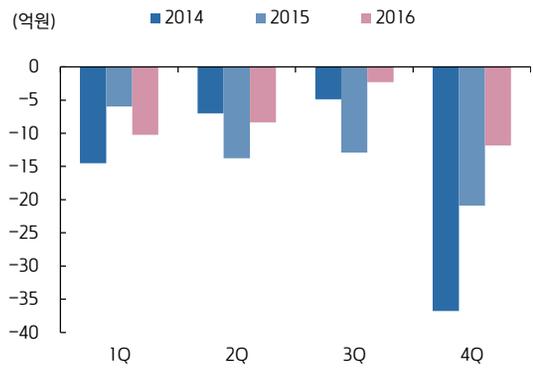
자료: Dataguide, IFRS 연결 기준

자유투어 송객수



자료: 모두투어

자유투어 분기별 영업이익



자료: Dataguide, IFRS 별도 기준

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,647	2,043	2,371	2,841	3,217
매출원가	39	82	112	127	143
매출총이익	1,608	1,961	2,259	2,714	3,073
판매비및일반관리비	1,442	1,797	2,058	2,438	2,730
영업이익(보고)	166	165	201	277	343
영업이익(핵심)	166	165	201	277	343
영업외손익	27	15	28	21	24
이자수익	15	10	11	18	21
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	8	6	6	0	0
이자비용	7	4	3	0	0
외환손실	5	4	13	0	0
관계기업지분법손익	2	2	13	0	0
투자및기타자산처분손익	34	1	2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-9	6	0	0
기타	-18	13	6	3	3
법인세차감전이익	193	180	229	298	367
법인세비용	53	51	69	72	89
유효법인세율 (%)	27.3%	28.6%	30.0%	24.2%	24.2%
당기순이익	140	128	160	226	278
지배주주지분순이익(억원)	153	132	166	228	281
EBITDA	188	195	226	301	366
현금순이익(Cash Earnings)	162	159	186	250	302
수정당기순이익	116	134	155	226	278
증감률(% , YoY)					
매출액	12.1	24.1	16.0	19.8	13.2
매출원가	5.2	-0.9	22.3	37.4	23.8
영업이익(핵심)	5.2	-0.9	22.3	37.4	23.8
EBITDA	9.6	4.2	16.0	32.9	21.7
지배주주지분 당기순이익	-4.7	-13.7	25.6	37.4	23.2
EPS	-4.7	-13.7	25.6	37.4	23.2
수정순이익	-23.6	15.3	15.9	45.6	23.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	294	-30	266	326	363
당기순이익	140	128	160	226	278
감가상각비	17	24	21	21	22
무형자산상각비	4	7	5	3	2
외환손익	1	-1	7	0	0
자산처분손익	0	1	-2	0	0
지분법손익	0	0	-13	0	0
영업활동자산부채 증감	113	-191	94	76	61
기타	18	3	-7	0	0
투자활동현금흐름	-441	-55	-96	-128	-111
투자자산의 처분	-401	74	-67	-96	-77
유형자산의 취득	0	1	0	0	0
유형자산의 취득	-35	-25	-25	-25	-25
무형자산의 취득	-5	-5	0	0	0
기타	0	-101	-4	-7	-9
재무활동현금흐름	336	-21	-46	-71	-71
당기차입금의 증가	45	-19	0	0	0
장기차입금의 증가	278	36	0	0	0
자본의 증가	76	88	0	0	0
배당금지급	-60	-61	-46	-71	-71
기타	-3	-65	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	189	-106	124	127	181
기초현금및현금성자산	364	553	446	570	697
기말현금및현금성자산	553	446	570	697	878
Gross Cash Flow	181	161	171	250	302
Op Free Cash Flow	215	-72	247	285	320

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,323	1,145	1,333	1,611	1,913
현금및현금성자산	553	446	570	697	878
유동금융자산	419	260	301	361	409
매출채권및유동채권	351	386	448	536	607
재고자산	0	41	0	0	0
기타유동비금융자산	0	12	13	16	18
비유동자산	920	680	732	789	838
장기매출채권및기타비유동채권	42	54	62	75	85
투자자산	685	409	448	484	514
유형자산	134	147	151	155	158
무형자산	43	49	45	41	39
기타비유동자산	16	21	26	33	42
자산총계	2,243	1,825	2,065	2,400	2,751
유동부채	842	757	877	1,050	1,188
매입채무및기타유동채무	527	450	523	626	709
단기차입금	59	2	2	2	2
유동성장기차입금	0	5	5	5	5
기타유동부채	255	299	347	416	471
비유동부채	311	71	76	84	90
장기매입채무및비유동채무	18	32	38	45	51
사채및장기차입금	291	37	37	37	37
기타비유동부채	2	2	2	2	3
부채총계	1,152	828	954	1,134	1,278
자본금	63	63	63	63	63
주식발행초과금	278	278	278	278	278
이익잉여금	782	854	975	1,132	1,342
기타자본	-136	-199	-199	-199	-199
지배주주지분자본총계	987	996	1,116	1,274	1,484
비지배주주지분자본총계	104	0	-6	-8	-11
자본총계	1,091	997	1,111	1,266	1,473
순차입금	-621	-662	-828	-1,015	-1,243
총차입금	351	44	44	44	44

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,218	1,051	1,320	1,813	2,234
BPS	7,835	7,906	8,861	10,108	11,776
당당EBITDA	1,488	1,550	1,798	2,389	2,908
CFPS	1,284	1,262	1,473	1,983	2,395
DPS	510	390	600	600	600
주가배수(배)					
PER	19.9	32.1	25.5	18.6	15.1
PBR	3.1	4.3	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	11.6	17.7	14.4	10.6	8.0
PCFR	18.8	26.7	22.9	17.0	14.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.1	8.1	8.5	9.7	10.7
영업이익률(핵심)	10.1	8.1	8.5	9.7	10.7
EBITDA margin	11.4	9.6	9.6	10.6	11.4
순이익률	8.5	6.3	6.8	7.9	8.6
자기자본이익률(ROE)	14.1	12.3	15.2	19.0	20.3
투자자본이익률(ROIC)	-68.9	-60.1	-86.9	-80.4	-79.0
안정성(%)					
부채비율	105.7	83.1	85.9	89.6	86.8
순차입금비율	-56.9	-66.4	-74.5	-80.2	-84.4
이자보상배율(배)	23.6	37.0	74.9	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	4.7	5.5	5.7	5.8	5.6
재고자산회전율	3,787.0	98.0	115.0	N/A	N/A
매입채무회전율	3.6	4.2	4.9	4.9	4.8

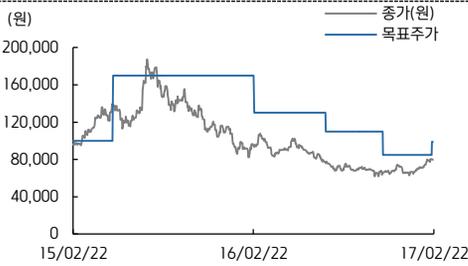
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
하나투어 (039130)	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
	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)	99,000원

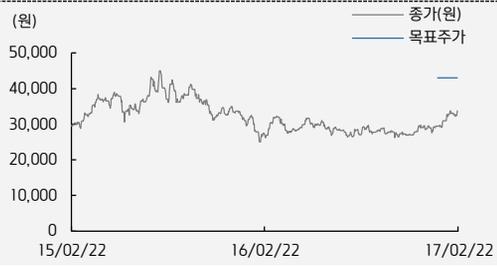
종목명	일자	투자 의견	목표주가
모두투어 (080160)	2017-02-22	BUY(Reinitiate)	43,000원

목표주가 추이 (2개년)

하나투어(039130)



모두투어(080160)



투자 의견 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 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%