

하나투어 (039130)

호텔/레저



02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	124,000원 (D)
현재주가 (5/17)	103,500원
상승여력	20%

시가총액	12,023억원
총발행주식수	11,616,185주
60일 평균 거래대금	116억원
60일 평균 거래량	103,552주
52주 고	124,500원
52주 저	77,800원
외인지분율	22.30%
주요주주	박상환 외 25 인 14.71%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.5)	(7.6)	9.9
상대	(11.3)	(8.6)	2.9
절대(달러환산)	(12.7)	(7.9)	13.6

본사 및 면세점, 상저하고 실적 흐름 전망

1Q18 Review 연결실적은 매출액 2,293억원(+19% YoY), 영업이익 120억원(+11% YoY), 당기순이익 67억원(+18% YoY)을 기록해 영업이익 기준으로 컨센서스를 25% 가량 하회. 부문별 영업이익은 본사 139억원, 국내 자회사 -70억원(면세점 -49억원, 기타 -21억원), 해외자회사 52억원. 컨센서스 하회는 본사 감익과 마크호텔(순손실 -15억원), 하나투어ITC(순손실 -7억원) 적자 등에 기인

1Q18 본사 실적은 매출액 1,586억원(+24% YoY), 영업이익 139억원(-16% YoY) 기록. 그동안 여행사들은 전체 수탁금에서 항공권 및 지상비를 제외한 수익만을 영업수익으로 인식해왔으나, 1Q18부터는 K-IFRS 1115호 도입효과로 인해 재고리스크가 있는 하드블록(항공권 및 호텔)을 활용해 여행상품을 구성시, 하드블록을 매출과 매출원가에 각각 계상하게 됨. 따라서, 하드블록을 제외한 매출로 봐야 기준 실적과 연속성을 갖게 되는 구조. 참고로, 본사 하드블록은 1Q17 138억원 → 1Q18 403억원으로 증가. **하드블록을 제외한 본사 매출액은 1,183억원(+4% YoY)에 그쳐 감익의 원인으로 작용.** 1Q18 본사의 해외 패키지 송객수는 110만명(+17% YoY), 해외 패키지 ASP는 62만원(-6% YoY) **기록.** 회계기준 변경으로 인해 Mark-up 분석은 불가능해졌으나, 평창올림픽, 대만지진 발생과 같은 비우호적 영업환경을 감안시, 동사의 Mark-up 하락(YoY) 가능성 존재. 영업비용단선에 인원충원 효과 등으로 인해 인건비가 274억원(+11% YoY)으로 증가한 점 이외엔 특이사항이 발견되지 않음

1Q18 SM면세점의 실적은 매출액 273억원(+9% QoQ), 영업적자 49억원(적자 QoQ) 기록. 인천공항 T2면세점 개장 관련 비용이 소액 발생한 점을 제외시, 평이했던 실적으로 평가. 1Q18 상품 재고자산은 119억원(+16% YoY)으로 증가했는데, 이는 T2면세점 개장에 따른 재고 확보 필요성에 기인

본사 및 면세점, 상저하고 실적 흐름 전망 **동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 13.5만원 → 12.4만원으로 하향 조정.** [표9 참조] 2018년 본사 및 면세점 실적은 상저하고의 흐름 예상. 이로 인해, 동사의 주가는 2Q18 들어 쉬어가는 흐름이 나타날 수 있지만, 3Q18부턴 점진적인 우상향 흐름 기대. **1)본사 영업이익은 1H18 216억원(-12% YoY), 2H18 264억원(+18% YoY) 추정.** 2Q18 본사 실적은 중단거리 중심의 패키지 믹스변화, 황금연휴 부재, 6월 지방선거 효과 등으로 인해 약세가 예상되나, 3Q18 본사 실적은 지방선거 관련 이연수요 발생 및 기저효과로 인해 긍정적 판단. **2)SM면세점 영업적자는 1H18 82억원 → 2H18 10억원 추정.** SM면세점은 2018년 4월 서울시내점 4층 매장을 폐쇄하면서 임차료 절감효과 발생 전망. 참고로, 하나투어ITC는 2018년 4월 SM면세점 서울시내점 앞에서 출발해 각 지방명소를 1박2일간 체험하는 외국인 전용 버스여행상품 'K-TRAVEL BUS' 론칭. 향후 중국인 관광객 증가시, 동 상품을 통한 서울시내점 집객력이 강화되면서 동 점포 매출에 긍정적 기여 기대

Quarterly earning forecasts					Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)					(억원, 원, %, 배)	
	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(억원, %)	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	2,223	36.7	-3.1	1,931	15.1		매출액	5,955	6,823	9,525	10,399
영업이익	110	126.0	-8.7	133	-17.4		영업이익	209	408	626	898
세전계속사업이익	114	1,257.6	-11.7	134	-14.9		지배순이익	80	130	374	577
지배순이익	58	흑전	-13.2	85	-31.9		PER	118.1	78.0	32.2	20.8
영업이익률 (%)	4.9	+1.9 %pt	-0.3 %pt	6.9	-2.0 %pt		PBR	4.8	4.7	5.5	4.9
지배순이익률 (%)	2.6	흑전	-0.3 %pt	4.4	-1.8 %pt		EV/EBITDA	20.9	13.4	12.0	8.7

[표 1] 1Q18 하나투어 연결 영업이익 120 억원(+17% YoY)

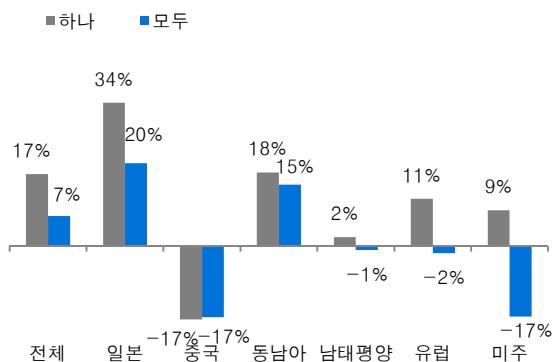
(단위: 억원)

	2016년				2017년				2018년				연간		
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	17년	18년(e)	19년(e)
연결매출액	1,490	1,397	1,600	1,469	1,713	1,626	1,669	1,814	2,293	2,223	2,481	2,528	6,823	9,525	10,399
본사	1,038	863	1,041	915	1,131	1,046	1,067	1,203	1,586	1,517	1,668	1,693	4,446	6,463	6,915
국내 자회사	330	438	460	424	428	436	435	430	473	556	640	645	1,729	2,314	2,702
SM 면세점	191	255	265	230	251	225	230	206	224	250	320	330	913	1,124	1,431
기타	140	183	195	194	177	211	205	224	248	306	320	315	817	1,189	1,271
해외 자회사	197	183	192	210	236	258	258	287	259	284	284	316	1,039	1,142	1,257
연결영업이익	96	-28	104	38	103	48	99	158	120	110	204	192	408	626	898
본사	113	4	127	60	159	86	94	129	139	77	147	117	468	480	583
국내 자회사	-64	-77	-71	-64	-107	-89	-47	-16	-70	-23	2	12	-259	-79	51
SM 면세점	-67	-78	-64	-71	-82	-95	-53	-45	-49	-33	-10	0	-276	-92	29
기타	3	1	-7	6	-25	6	6	29	-21	10	12	12	17	13	23
해외 자회사	47	45	48	43	51	51	50	55	52	56	56	62	207	226	264
OPM	6%	-2%	6%	3%	6%	3%	6%	9%	5%	5%	8%	8%	6%	7%	9%
본사	11%	0%	12%	7%	14%	8%	9%	11%	9%	5%	9%	7%	11%	7%	8%
국내 자회사	-19%	-17%	-16%	-15%	-25%	-20%	-11%	-4%	-15%	-4%	0%	2%	-15%	-3%	2%
SM 면세점	-35%	-30%	-24%	-31%	-33%	-42%	-23%	-22%	-22%	-13%	-3%	0%	-30%	-8%	2%
기타	2%	1%	-4%	3%	-14%	3%	3%	13%	-9%	3%	4%	4%	2%	1%	2%
해외 자회사	24%	24%	25%	20%	21%	20%	19%	19%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	21%
연결순이익(지배주주)	38	-47	64	25	52	-24	40	65	67	58	129	121	134	374	577
NIM	3%	-3%	4%	2%	3%	-2%	2%	4%	3%	3%	5%	5%	2%	4%	6%
성장성(YoY)															
연결매출액	26%	28%	49%	18%	15%	16%	4%	23%	34%	37%	49%	39%	15%	40%	9%
연결영업이익	-43%	적전	47%	-58%	7%	흑전	-5%	313%	17%	126%	107%	21%	95%	53%	44%
연결순이익	-69%	적전	120%	-62%	39%	적지	-37%	160%	27%	흑전	219%	85%	66%	188%	59%
[본사 실적 추정]															
[여행객 지표]															
패키지 승객수(만명)	77	70	81	77	94	83	93	97	110	99	110	115	367	436	498
(YoY)	27%	32%	47%	25%	21%	20%	15%	26%	17%	19%	19%	19%	20%	19%	14%
ASP(만원)	71.8	68.2	68.4	63.9	65.8	67.5	63.0	65.9	61.9	62.1	59.2	60.6	66.2	60.9	57.8
(YoY)	-13%	-17%	-14%	-14%	-8%	-1%	-8%	3%	-6%	-8%	-6%	-8%	-3%	-8%	-5%
본사 영업수익	1,038	863	1,041	915	1,131	1,046	1,067	1,203	1,586	1,517	1,668	1,693	4,446	6,463	7,046
항공권대매수익	27	30	28	35	27	26	22	28	28	25	36	29	103	117	132
국제관광알선수익	867	678	888	737	968	869	903	1,008	1,395	1,324	1,473	1,475	3,748	5,667	6,184
기타수익	144	156	125	144	136	151	142	167	163	168	159	188	596	678	729
본사 영업비용	925	860	914	855	972	960	973	1,074	1,447	1,440	1,521	1,575	3,979	5,984	6,384
급여 및 성과급	229	196	232	202	247	224	262	240	274	245	280	261	973	1,061	1,110
광고선전비	34	101	58	67	47	93	50	76	48	97	62	83	265	289	315
여행비지급수수료	381	316	369	322	409	375	372	422	436	405	474	461	1,578	1,777	2,021
주식보상비용	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0
기타	279	248	254	264	269	269	290	335	689	694	705	770	1,163	2,857	2,937
본사 영업이익	113	4	127	60	159	86	94	129	139	77	147	117	468	480	662
OPM	11%	0%	12%	7%	14%	8%	9%	11%	9%	5%	9%	7%	11%	7%	9%
본사 순이익	89	7	99	-100	144	-129	73	172	152	63	116	94	260	425	494
NIM	9%	1%	10%	-11%	13%	-12%	7%	14%	10%	4%	7%	6%	6%	7%	7%

주: 1Q18 국내 기타 자회사 및 해외자회사 매출액은 당사 추정치임. 2016~17년 본사 실적은 회계기준 조정 이전 기준

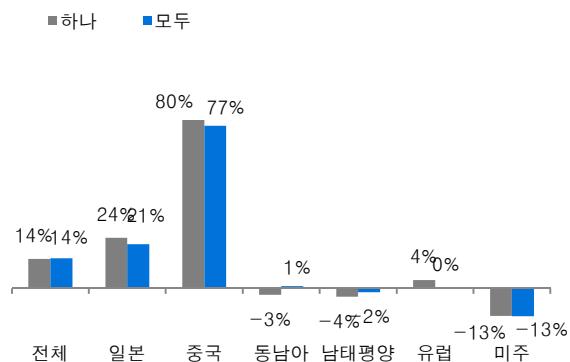
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 1Q18 하나/모두투어 목적지별 패키지 송객 성장률(YoY)



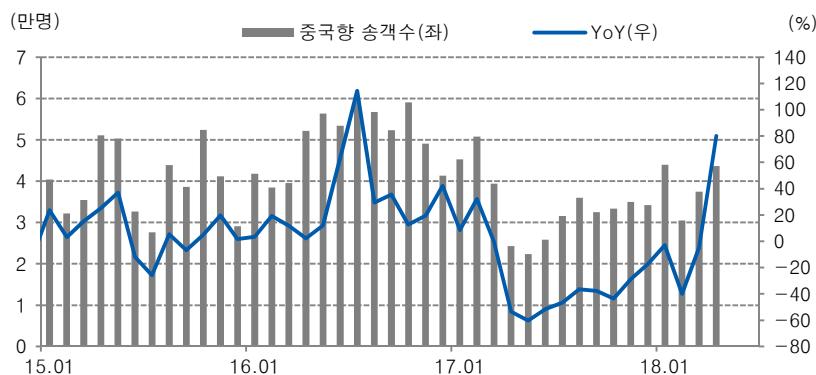
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2018년 4월 하나/모두투어 목적지별 패키지 송객 성장률(YoY)



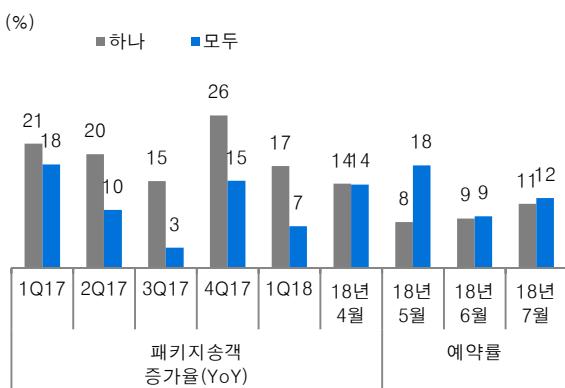
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 하나투어 중국항 패키지 송객수 추이



자료: 하나투어, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 하나/모두투어 예약률 (5월 1일 기준)



자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 하나투어, 12MF PER 추이 (컨센서스 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 하나투어 패키지상품 ASP 추이

	패키지 ASP(만원)						YoY					
	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주
2010	69.2	66.7	92.5	154.4	236.1	191.0	-	-	-	-	-	-
2011	61.0	77.6	87.9	179.6	243.7	197.0	-12%	16%	-5%	16%	3%	3%
2012	51.4	75.2	91.9	178.0	242.5	211.8	-16%	-3%	5%	-1%	-1%	7%
2013	54.8	80.8	92.0	170.9	206.6	205.3	7%	7%	0%	-4%	-15%	-3%
2014	47.6	80.1	89.9	169.9	184.9	206.4	-13%	-1%	-2%	-1%	-10%	1%
2015	46.9	73.4	84.6	142.6	172.1	184.8	-1%	-8%	-6%	-16%	-7%	-10%
2016	30.7	64.1	73.4	121.5	171.4	174.1	-35%	-13%	-13%	-15%	0%	-6%
2017	34.2	50.7	69.9	118.4	175.3	169.2	11%	-21%	-5%	-3%	2%	-3%
1Q13	63.6	75.5	94.1	201.7	209.3	219.3	11%	3%	-3%	3%	-8%	4%
2Q13	51.9	77.0	85.9	132.9	220.4	194.9	18%	2%	0%	-18%	-14%	3%
3Q13	55.2	86.1	97.2	176.1	211.1	218.6	6%	15%	4%	2%	-19%	-1%
4Q13	45.2	83.2	89.4	171.5	180.0	191.3	-13%	8%	0%	-3%	-12%	-17%
1Q14	55.7	80.5	94.1	205.3	175.6	188.1	-12%	7%	0%	2%	-16%	-14%
2Q14	46.1	82.0	89.6	146.5	187.9	200.4	-11%	7%	4%	10%	-15%	3%
3Q14	44.3	81.1	88.1	170.9	197.2	222.9	-20%	-6%	-9%	-3%	-7%	2%
4Q14	45.0	76.7	86.6	155.5	169.2	210.1	-1%	-8%	-3%	-9%	-6%	10%
1Q15	51.3	68.0	87.8	167.3	156.7	194.4	-8%	-15%	-7%	-18%	-11%	3%
2Q15	46.5	73.5	87.5	129.9	167.1	158.6	1%	-10%	-2%	-11%	-11%	-21%
3Q15	43.4	76.7	78.3	129.8	194.8	208.6	-2%	-5%	-11%	-24%	-1%	-6%
4Q15	46.6	75.0	83.8	140.1	162.1	178.7	3%	-2%	-3%	-10%	-4%	-15%
1Q16	42.8	62.4	82.3	152.2	137.5	154.7	-17%	-8%	-6%	-9%	-12%	-20%
2Q16	24.0	68.0	65.3	101.4	192.7	179.4	-48%	-7%	-25%	-22%	15%	13%
3Q16	25.7	64.8	70.0	121.1	186.9	193.0	-41%	-16%	-11%	-7%	-4%	-8%
4Q16	28.6	60.3	73.2	114.2	152.7	164.3	-38%	-20%	-13%	-19%	-6%	-8%
1Q17	35.8	59.5	74.5	130.3	139.9	170.3	-16%	-5%	-9%	-14%	2%	10%
2Q17	34.7	47.4	67.2	108.0	193.7	183.9	44%	-30%	3%	6%	1%	3%
3Q17	28.5	44.7	61.4	107.3	205.0	191.2	11%	-31%	-12%	-11%	10%	-1%
4Q17	37.7	47.2	75.2	127.7	144.1	139.4	32%	-22%	3%	12%	-6%	-15%
1Q18	33.8	50.0	75.2	128.0	130.7	159.7	-6%	-16%	1%	-2%	-7%	-6%
2017-01-31	33.6	63.3	80.4	147.2	147.4	175.3	-21%	10%	-3%	-14%	8%	3%
2017-02-28	37.2	55.6	73.8	139.1	129.4	159.4	-26%	-17%	-14%	-14%	-5%	7%
2017-03-31	37.2	60.2	68.1	103.6	142.6	178.3	7%	-6%	-10%	-12%	2%	23%
2017-04-30	40.9	51.5	67.1	100.6	199.9	208.5	36%	-30%	3%	2%	12%	30%
2017-05-31	33.7	43.5	68.9	116.5	198.0	182.8	47%	-38%	0%	9%	-3%	-5%
2017-06-30	30.3	47.1	65.5	108.4	183.8	164.1	65%	-22%	5%	10%	-6%	-12%
2017-07-31	24.6	46.3	64.0	108.7	218.5	175.4	6%	-20%	-6%	-10%	1%	-18%
2017-08-31	31.4	45.5	62.7	121.6	182.0	165.7	25%	-30%	-8%	-1%	6%	-8%
2017-09-30	30.7	42.4	56.9	91.9	213.1	219.9	4%	-42%	-24%	-23%	27%	19%
2017-10-31	49.5	60.3	79.1	132.5	171.7	189.4	65%	-7%	4%	22%	-12%	1%
2017-11-30	38.2	44.8	73.0	126.4	147.8	100.8	20%	-28%	7%	17%	14%	-35%
2017-12-31	29.3	36.9	74.2	125.1	104.9	118.8	16%	-29%	-1%	0%	-12%	-13%
2018-01-31	38.0	42.3	81.1	134.7	128.3	160.3	13%	-33%	1%	-9%	-13%	-9%
2018-02-28	30.0	54.0	73.9	134.4	125.6	140.1	-19%	-3%	0%	-3%	-3%	-12%
2018-03-31	33.4	55.7	68.6	113.5	136.4	180.1	-10%	-7%	1%	10%	-4%	1%

주: 하나투어 ASP는 수탁금, 송객수 데이터를 활용해 역산한 수치임

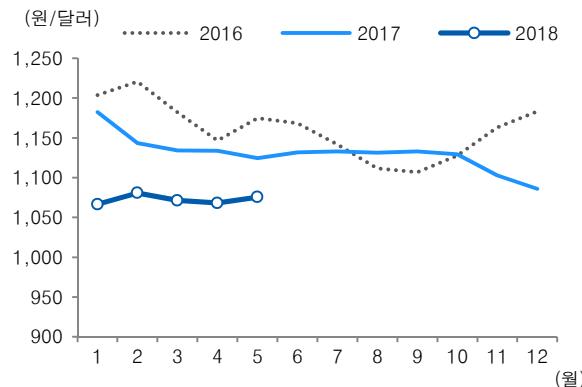
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 하나투어 패키지상품 송객수 추이

	패키지상품 송객수(명)						YoY					
	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주	일본	중국	동남아	남태평양	유럽	미주
2010	347,510	396,863	371,936	90,603	80,033	34,476	-	-	-	-	-	-
2011	202,028	433,979	519,353	90,147	104,018	42,681	-42%	9%	40%	-1%	30%	24%
2012	257,065	477,560	606,721	96,019	110,774	47,130	27%	10%	17%	7%	6%	10%
2013	350,671	460,531	707,751	101,840	146,380	51,915	36%	-4%	17%	6%	32%	10%
2014	416,458	442,105	692,947	102,422	193,452	54,740	19%	-4%	-2%	1%	32%	5%
2015	694,910	474,743	764,104	113,809	187,750	66,127	67%	7%	10%	11%	-3%	21%
2016	1,113,639	599,341	918,744	147,550	184,660	80,483	60%	26%	20%	30%	-2%	22%
2017	1,462,942	410,524	1,285,004	176,610	234,610	97,018	31%	-32%	40%	20%	27%	21%
1Q13	97,443	102,633	215,672	24,305	23,894	9,889	56%	-7%	31%	-8%	26%	-5%
2Q13	103,331	110,278	145,031	23,832	41,637	12,729	84%	-14%	24%	21%	22%	-2%
3Q13	87,997	123,003	173,947	25,774	48,475	14,908	35%	-4%	13%	4%	35%	19%
4Q13	61,899	124,617	173,101	27,928	32,374	14,390	-16%	13%	2%	11%	49%	28%
1Q14	99,622	94,562	221,424	26,851	37,600	12,326	2%	-8%	3%	10%	57%	25%
2Q14	81,081	114,573	126,140	24,401	59,119	13,109	-22%	4%	-13%	2%	42%	3%
3Q14	109,578	120,225	158,697	23,426	60,034	15,363	25%	-2%	-9%	-9%	24%	3%
4Q14	126,177	112,745	186,687	27,744	36,699	13,942	104%	-10%	8%	-1%	13%	-3%
1Q15	170,085	108,005	247,600	30,056	40,459	13,422	71%	14%	12%	12%	8%	9%
2Q15	146,375	134,045	148,229	26,143	57,603	16,422	81%	17%	18%	7%	-3%	25%
3Q15	169,687	110,079	170,123	26,256	55,411	17,514	55%	-8%	7%	12%	-8%	14%
4Q15	208,764	122,613	198,152	31,353	34,278	18,769	65%	9%	6%	13%	-7%	35%
1Q16	303,199	119,707	263,515	32,963	38,067	17,115	78%	11%	6%	10%	-6%	28%
2Q16	238,673	161,883	189,012	34,155	53,485	19,374	63%	21%	28%	31%	-7%	18%
3Q16	285,731	168,298	236,426	37,313	55,553	22,988	68%	53%	39%	42%	0%	31%
4Q16	286,036	149,453	229,791	43,119	37,555	21,006	37%	22%	16%	38%	10%	12%
1Q17	351,762	135,460	343,714	43,868	47,156	17,682	16%	13%	30%	33%	24%	3%
2Q17	329,261	72,471	294,660	42,146	71,553	22,740	38%	-55%	56%	23%	34%	17%
3Q17	383,447	100,046	306,591	45,730	65,033	25,744	34%	-41%	30%	23%	17%	12%
4Q17	398,472	102,547	340,039	44,866	50,868	30,851	39%	-31%	48%	4%	35%	47%
1Q18	471,612	111,947	403,993	44,811	52,466	19,195	34%	-17%	18%	2%	11%	9%
2017-01-31	136,916	45,282	124,436	15,688	14,262	6,061	11%	8%	14%	32%	23%	7%
2017-02-28	123,861	50,780	118,371	13,724	14,754	6,519	27%	32%	27%	24%	18%	0%
2017-03-31	90,985	39,399	100,906	14,456	18,140	5,102	10%	0%	65%	45%	30%	3%
2017-04-30	101,579	24,258	103,398	15,464	23,045	6,974	16%	-53%	62%	39%	36%	10%
2017-05-31	110,784	22,338	97,804	12,678	23,545	7,547	62%	-60%	62%	14%	31%	20%
2017-06-30	116,898	25,876	93,457	14,003	24,963	8,219	41%	-52%	44%	18%	34%	22%
2017-07-31	151,457	31,539	99,123	15,596	21,835	8,318	46%	-47%	16%	22%	10%	9%
2017-08-31	125,650	35,997	112,066	14,942	20,715	6,792	25%	-37%	30%	18%	15%	13%
2017-09-30	106,339	32,509	95,402	15,191	22,483	10,634	30%	-38%	48%	28%	27%	14%
2017-10-31	107,876	33,361	98,523	13,095	20,889	11,848	33%	-43%	57%	2%	37%	30%
2017-11-30	132,307	35,002	120,756	15,051	14,001	11,201	57%	-29%	57%	-2%	31%	80%
2017-12-31	158,289	34,184	120,760	16,721	15,978	7,803	31%	-17%	34%	12%	37%	37%
2018-01-31	168,086	43,961	160,759	17,240	18,102	7,327	23%	-3%	29%	10%	27%	21%
2018-02-28	180,435	30,523	127,503	13,523	14,296	6,182	46%	-40%	8%	-1%	-3%	-5%
2018-03-31	123,091	37,462	115,732	14,048	20,069	5,686	35%	-5%	15%	-3%	11%	11%
2018-04-30	125,584	43,667	100,196	14,894	24,034	6,093	24%	80%	-3%	-4%	4%	-13%

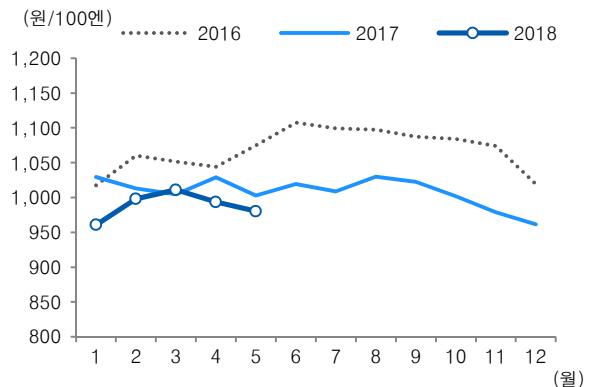
자료: 하나투어, 유인티증권 리서치센터

[그림 6] 원/달러 환율 추이



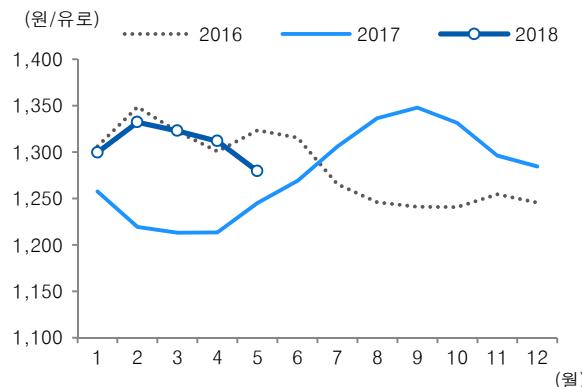
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 원/100엔 환율 추이



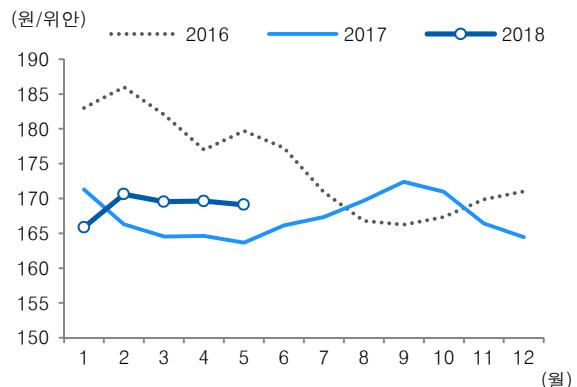
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 원/유로 환율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 원/위안 환율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] 하나투어 ITC 및 마크호텔 실적 추이

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2015	2016	2017
매출액 (억원)																
- 하나투어 ITC	13	19	12	20	15	22	7	19	11	10	6	10	14	64	63	36
- 마크호텔	16	15	11	20	20	37	60	66	53	51	56	66	61	63	182	227
순이익 (억원)																
- 하나투어 ITC	-2	0	-3	3	-1	2	-16	5	-16	-1	-5	-9	-6	-1	-10	-30
- 마크호텔	-3	-1	-5	-7	-4	-14	-10	-5	-17	-16	-14	-4	-15	-15	-33	-51

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] SM 면세점 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2016년				2017년				2018년				연간			
	1 분기	2 분기	3 분기	4 분기	1 분기	2 분기	3 분기	4 분기	1 분기	2 분기(e)	3 분기(e)	4 분기(e)	15년	16년	17년	18년(e)
매출액	191	255	265	230	251	225	230	206	224	250	320	330	104	941	913	1,124
매출원가	67	94	101	94	136	158	143	120	129	127	156	161	38	355	556	573
COGS Ratio	35%	37%	38%	41%	54%	70%	62%	58%	58%	51%	49%	49%	37%	38%	61%	51%
매출총이익	124	161	164	136	115	67	88	86	95	123	164	169	66	586	357	551
GPM	65%	63%	62%	59%	46%	30%	38%	42%	42%	49%	51%	51%	63%	62%	39%	49%
판관비	191	236	230	207	198	162	141	132	144	156	174	169	131	865	633	643
SG&A Ratio	100%	92%	87%	90%	79%	72%	61%	64%	64%	62%	54%	51%	127%	92%	69%	57%
- 인건비	20	21	20	18	20	17	17	17	21	21	21	21	22	79	71	82
- 광고선전비	21	34	42	30	30	25	11	1	3	22	22	22	15	127	67	69
- 유/무형자산비	6	11	13	13	14	14	13	13	11	11	11	11	3	44	53	46
- 지급수수료	50	73	67	64	54	29	23	24	25	30	48	43	20	254	131	146
- 지급임차료	83	86	79	67	69	69	69	69	76	64	64	64	65	315	276	268
- 기타	10	11	10	15	10	8	8	8	8	8	8	8	6	46	34	33
영업이익	-67	-75	-66	-71	-82	-95	-53	-45	-49	-33	-10	0	-66	-279	-276	-92
OPM	-35%	-29%	-25%	-31%	-33%	-42%	-23%	-22%	-22%	-13%	-3%	0%	-63%	-30%	-30%	-8%
지급수수료 / 매출액	26%	29%	25%	28%	22%	13%	10%	12%	11%	12%	15%	13%	19%	27%	14%	13%
상품재고자산	-	210	225	207	191	141	116	103	119	-	-	-	66	207	103	-

주: 상기 손익계산서의 매출액은 순매출 기준임. 하니투어의 SM 면세점 지분율은 90.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 6] SM 면세점 임대차 계약

구분	인천공항점 (제 1 터미널)	인천공항점 (제 2 터미널)	서울 시내점	물류창고
임대면적(매장)	918m ²	825m ²	9,981m ² → 5,315m ² (-47%)	2,314m ²
임대기간	영업개시일로부터 5년	영업개시일로부터 5년	2015.9.1~2025.8.31	2015.10.1~2018.9.30
계약대상	인천국제공항공사	인천국제공항공사	하니투어, 천호기업→ 하니투어	한국면세점협회
연 임대료	223억원	91억원	66억원 → 48억원	6억원

주: 서울 시내점은 2Q17~3Q17 매장규모 축소.

자료: SM 면세점

[그림 10] SM 면세점 앞에서 출발하는 외국인 전용 버스여행상품 『K-Travel Bus』 와 『EG 셔틀버스』



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 7] 일본 주요 자회사 실적 추이

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2015	2016	2017
본사 일본향 패키지(만명) (YoY)	17.0 71%	14.6 81%	17.0 55%	20.9 65%	30.3 78%	23.9 63%	28.6 68%	28.6 37%	35.2 16%	32.9 38%	38.3 34%	39.8 39%	47.2 34%	69.5 67%	111.4 60%	146.3 31%
매출액 (억원)																
- 하나투어재팬	38	35	36	36	49	41	47	45	52	54	54	67	140	145	182	227
- 유아이관광버스	28	37	22	33	34	37	40	41	45	52	56	59	57	120	152	213
- 스타샵	-	-	-	-	68	36	37	61	80	90	82	99	102	-	202	351
영업이익 (억원)																
- 하나투어재팬	21	10	13	13	22	12	18	17	25	21	23	28	27	57	69	97
- 유아이관광버스	8	10	9	11	11	11	11	3	4	7	5	4	2	38	36	20
- 스타샵	-	-	-	-	11	2	3	9	12	12	10	14	15	-	24	48

주: 일본 스타샵 분기 실적은 1Q17 부터 공시되고 있음

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 8] 하나투어재팬 연결 실적 추이

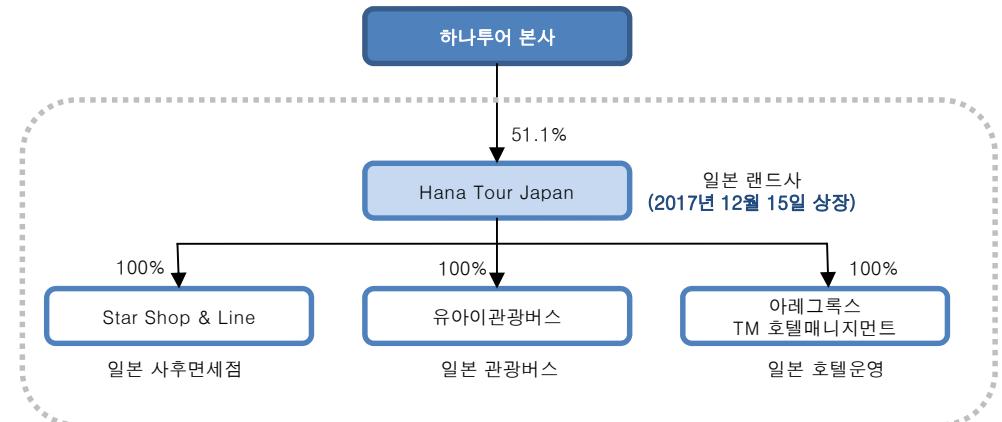
(단위: 백만엔)

	2015	2016	2017
매출	4,620	5,112	7,926
Travel	1,796	1,769	2,767
Duty Free Stores	1,516	1,757	3,241
Bus Tours	849	943	1,195
Hotels Operation	408	597	668
Others - Rental Cars	51	46	56
영업이익	1,248	1,166	1,756
Travel	771	721	1,365
Duty Free Stores	395	319	451
Bus Tours	217	248	245
Hotels Operation	31	154	177
Others - Rental Cars	7	-4	-17
OPM	27%	23%	22%
Travel	43%	41%	49%
Duty Free Stores	26%	18%	14%
Bus Tours	26%	26%	21%
Hotels Operation	8%	26%	27%
Others - Rental Cars	13%	-8%	-30%
세전이익	1,390	1,407	1,890
법인세 비용	486	465	611
순이익	903	942	1,279

주: 2017년 연간 실적은 2017년 12월 15일에 발표된 하나투어재팬의 가이던스 기준

자료: Bloomberg, 하나투어재팬, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 하나투어 일본 자회사



자료: 하나투어, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 하나투어재팬 시가총액 추이



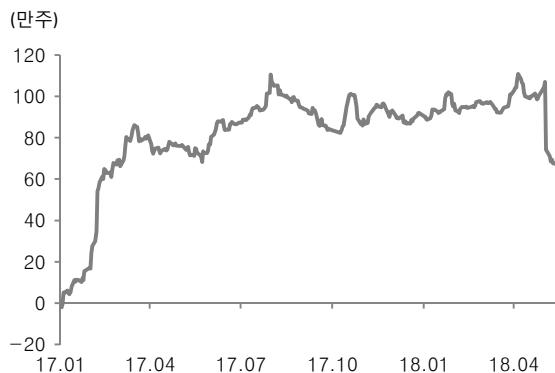
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 9] 하나투어, 목표주가 산출방식 (Sum-of-the-parts)

부문	가치	비고
본사 영업가치	12,313 억원	본사 12MF 순이익 440 억원 x Target PER 28 배
면세점 및 국내자회사 영업가치	0 억원	
일본 자회사 지분가치	1,394 억원	하나투어재팬 1개월 평균 시가총액 3,896 억원 x 지분율 51.1% x 할인율 30%
기타 해외자회사 영업가치	0 억원	
보통주 주주가치(A)	13,706 억원	
발행주식수(B)	1,107 만주	발행주식수 1,162 만주 - 자사주 55 만주
주당 주주가치(C=A/B)	124,000 원	

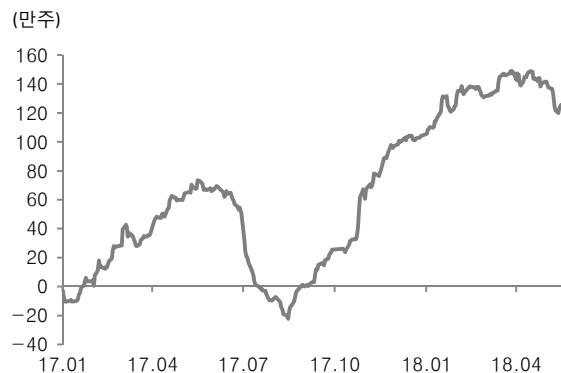
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 하나투어 외국인 누적 순매수 수량 추이 (2017.1.1~현재)



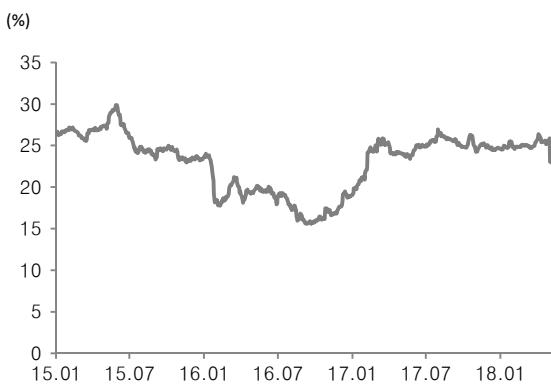
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 하나투어 기관 누적 순매수 수량 추이 (2017.1.1~현재)



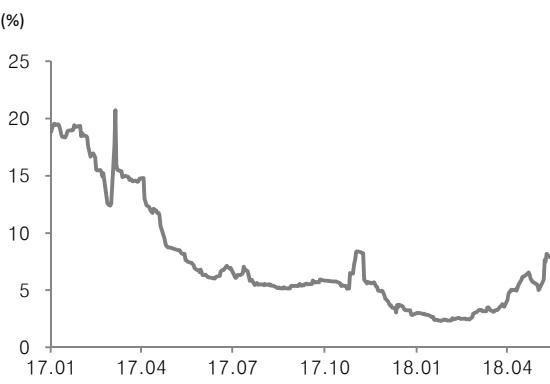
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 하나투어 외인지분율 추이 (2015.1.1~현재)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 하나투어 발행주식수 대비 대차잔고 추이 (2017.1.1~현재)



자료: 유안타증권 리서치센터

하나투어 (039130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,955	6,823	9,525	10,399	11,372	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	5,955	6,823	9,525	10,399	11,372	
판관비	5,746	6,415	8,900	9,501	10,159	
영업이익	209	408	626	898	1,213	
EBITDA	384	613	832	1,105	1,358	
영업외손익	30	-28	23	21	28	
외환관련손익	-10	11	0	0	0	
이자손익	17	14	18	21	28	
관계기업관련손익	-2	-15	0	0	0	
기타	25	-38	5	0	0	
법인세비용차감전순손익	239	380	649	920	1,241	
법인세비용	164	253	222	267	344	
계속사업순손익	75	127	427	652	897	
증단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	75	127	427	652	897	
지배지분순이익	80	130	374	577	818	
포괄순이익	80	81	273	498	743	
지배지분포괄이익	84	94	275	499	744	

주: 영업이익의 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동부채		3,457	4,303	4,883	5,442	6,334
현금및현금성자산		1,560	2,284	2,442	2,895	3,637
매출채권 및 기타채권		967	980	1,345	1,437	1,566
재고자산		243	146	203	217	237
비유동부채		1,746	1,745	1,576	1,408	1,363
유형자산		918	826	723	620	550
관계기업등 지분관련자산		118	112	90	68	108
기타투자자산		409	396	396	396	396
자산총계		5,202	6,047	6,459	6,850	7,697
유동부채		2,867	3,431	3,847	3,954	4,094
매입채무 및 기타채무		1,237	1,446	1,776	1,859	1,975
단기차입금		34	105	197	221	244
유동성장기부채		22	52	52	52	52
비유동부채		215	202	202	202	202
장기차입금		80	52	52	52	52
사채		32	22	22	22	22
부채총계		3,082	3,633	4,049	4,155	4,296
지배지분		1,895	2,048	2,102	2,359	2,978
자본금		58	58	58	58	58
자본잉여금		920	1,145	1,145	1,145	1,145
이익잉여금		1,264	1,228	1,436	1,847	2,466
비지배지분		226	367	309	336	424
자본총계		2,121	2,415	2,410	2,694	3,401
순차입금		-1,666	-2,291	-2,357	-2,786	-3,505
총차입금		193	248	341	364	387

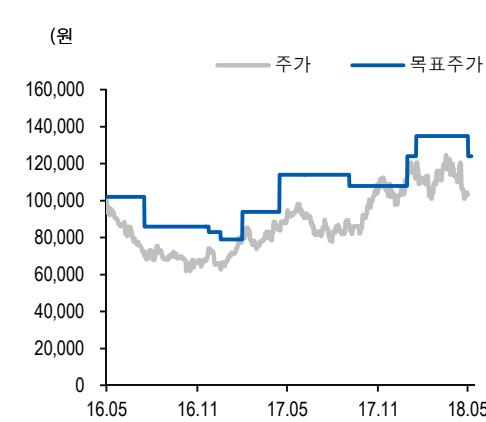
현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	275	662	874	1,183	1,357	
당기순이익	75	127	427	652	897	
감가상각비	131	161	163	163	130	
외환손익	3	4	0	0	0	
증속,관계기업관련손익	5	15	0	0	0	
자산부채의 증감	-73	23	65	146	137	
기타현금흐름	134	332	220	222	193	
투자활동 현금흐름	67	-218	-94	-93	-93	
투자자산	145	40	-40	-40	-40	
유형자산 증가 (CAPEX)	-480	-214	-60	-60	-60	
유형자산 감소	8	4	0	0	0	
기타현금흐름	394	-48	6	7	7	
재무활동 현금흐름	-255	329	534	519	485	
단기차입금	-161	77	93	23	23	
사채 및 장기차입금	47	1	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-169	-171	-171	-171	-204	
기타현금흐름	28	421	612	666	666	
연결범위변동 등 기타	9	-50	-1,156	-1,156	-1,006	
현금의 증감	96	723	158	452	743	
기초 현금	1,465	1,560	2,284	2,442	2,895	
기말 현금	1,560	2,284	2,442	2,895	3,637	
NOPLAT	209	408	626	898	1,213	
FCF	-313	151	623	930	1,098	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정지는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS		692	1,116	3,219	4,970	7,044
BPS		17,122	18,502	18,989	21,313	26,906
EBITDAPS		3,308	5,281	7,166	9,511	11,690
SPS		51,268	58,738	82,001	89,522	97,895
DPS		1,500	1,500	1,500	1,800	2,150
PER		118.1	78.0	32.2	20.8	14.7
PBR		4.8	4.7	5.5	4.9	3.8
EV/EBITDA		20.9	13.4	12.0	8.7	6.6
PSR		1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)		29.6	14.6	39.6	9.2	9.4
영업이익 증가율 (%)		-53.2	95.1	53.3	43.5	35.1
지배순이익 증가율 (%)		-74.7	61.3	188.4	54.4	41.7
매출총이익률 (%)		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)		3.5	6.0	6.6	8.6	10.7
지배순이익률 (%)		1.3	1.9	3.9	5.6	7.2
EBITDA 마진 (%)		6.5	9.0	8.7	10.6	11.9
ROIC		-19.5	-42.7	-74.5	-99.3	-120.2
ROA		1.6	2.3	6.0	8.7	11.2
ROE		4.2	6.6	18.0	25.9	30.7
부채비율 (%)		145.3	150.4	168.0	154.2	126.3
순차입금/자기자본 (%)		-87.9	-111.9	-112.1	-118.1	-117.7
영업이익/금융비용 (배)		33.5	56.1	67.2	88.6	112.4

하나투어 (039130) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 * - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-05-15

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.