

2018. 7. 16



▲ 엔터/레저

Analyst 이효진

02. 6098-6671

hyojinlee@meritz.co.kr

Buy(유지)

적정주가 (12개월) 116,000 원

현재주가 (7.13) 78,600 원

상승여력 47.6%

KOSPI 2,310.90pt

시가총액 9,130억원

발행주식수 1,162만주

유동주식비율 80.53%

외국인비중 22.25%

52주 최고/최저가 124,500원/74,100원

평균거래대금 138.0억원

주요주주(%)

박상환 외 25 인 14.74

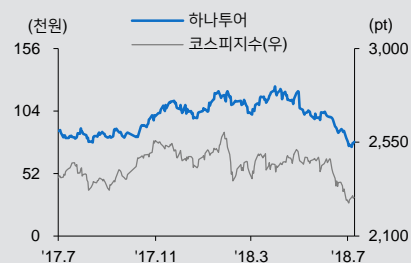
국민연금 11.15

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -20.7 -29.2 -3.6

상대주가 -15.3 -23.5 0.6

주가그래프



하나투어 039130

Fact Check

- ✓ 일본 자연재해 이벤트 소강 상태에 접어든 것으로 확인됨
- ✓ 인바운드 사업 적자폭 축소는 예상보다 빠른 속도로 진행되고 있음
- ✓ 아웃바운드보다 인바운드 업사이드 기대감이 유효한 점 감안, 섹터 Top pick 유지

Issue 1: 일본 영향은?

최근 일본 내 자연재해가 산업에 영향을 미치고 있음. 동사 패키지 내 일본 비중은 40%로, 업계 내 피해가 가장 클 것. 6월/7월은 영향권 내 있겠으나 8월/9월 일본 예약률은 플러스(YoY)로 전환된 것으로 확인됨. 영향을 받는 또 다른 법인은 '하나투어 재팬'. 본사 송출 기여도가 절반으로 실적에 영향을 끼쳤을 것

Issue 2: 면세점/호텔 현황

면세점과 호텔 적자 축소는 예상보다 빠른 속도로 진행되고 있음. SM면세점은 인사동 고정비 축소 및 공항 면세점 흑자에 힘입어 2분기부터는 적자 규모를 30억대(기존 40억대)까지 줄일 수 있을 것. 지난해 51억 적자를 기록한 마크호텔은 객실 점유율 상승으로 2분기 BEP에 근접한 것으로 추정됨. 관광 성수기인 하반기, 인바운드 회복이 더해질 경우 연간 흑자 전환도 가능

Issue 3: IT 투자

동사는 FIT 대상 호텔/항공권/현지투어 관련 사이트 재정비를 위한 프로젝트를 진행 중. 밸류에이션 리레이팅의 조건인 FIT monetizing을 위한 투자로 패키지에 집중된 현 상황에서 미래를 위한 필수적 선택이라는 것이 당사의 판단

적정주가 11만 6천원으로 하향

하나투어 재팬 추정치를 하향함에 따라 해외 사업에 적용하던 PER 배수를 기존 25배에서 20배로 조정, 적정주가를 11만6천원으로 하향함. 아웃바운드 사업보다는 인바운드 사업에서 업사이드를 기대할 수 있는 상황. 인바운드 적자 추가 축소 가능성 열려 있는 동사를 여행업 Top pick으로 유지함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	595.5	20.9	8.0	692	-78.0	16,312	95.6	4.1	16.3	4.2	145.3
2017	682.3	40.8	13.0	1,116	68.9	17,628	92.3	5.8	16.4	6.6	150.4
2018E	871.3	55.1	33.7	2,903	203.6	19,102	35.1	5.3	11.3	15.8	171.2
2019E	992.8	71.3	48.2	4,151	42.2	21,824	24.6	4.7	9.3	20.3	169.5
2020E	1,079.8	83.5	59.8	5,146	23.9	25,541	19.8	4.0	8.1	21.7	157.0

일본 자연재해 이벤트, 8월부터
소강 상태로 추정

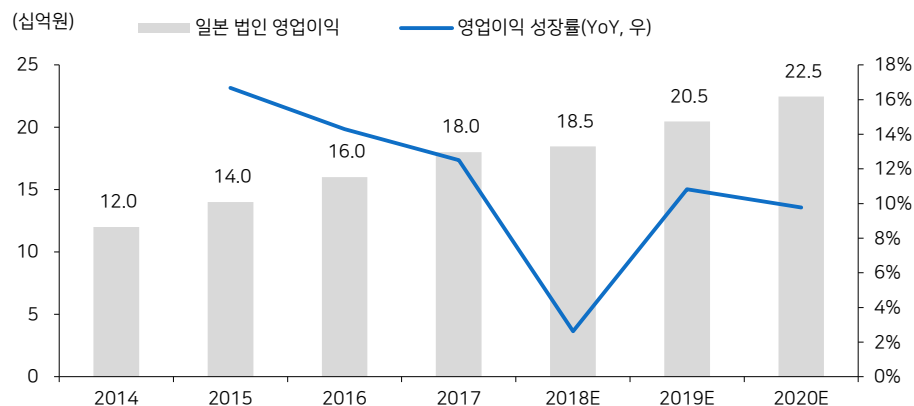
Issue 1: 일본 자연재해 이벤트, 소강 상태 접어든 것으로 추정

6월말 지진, 7월초 홍수 피해에 이르기까지 최근 일본 내 자연재해가 산업에 영향을 미치고 있다. 동사 패키지 사업 내 일본 지역이 차지하는 비중은 인원 기준 40%에 달해 일본 이벤트에 의한 피해는 업계 내 가장 피해가 클 것으로 판단한다. 이로 인해 6월과 7월은 영향권 하에 있었던 것으로 추정된다. 다만 8월, 9월 일본 예약률은 전년대비 플러스로 전환된 것으로 확인되어 이벤트에 의한 영향은 소강 상태에 접어든 것으로 보인다.

일본 법인 또한 영향권 하에 있어

영향을 받는 또 다른 법인은 '하나투어 재팬'이다. 본사 송출 인원에 대한 기여도가 절반에 달하는 만큼 6월 및 7월 실적에 영향을 끼쳤을 것으로 판단된다. 이를 반영하여 하나투어 재팬의 2018년 영업이익 추정치를 기존 200억원에서 185억원으로 하향한다.

그림1 하나투어 재팬 영업이익 전망: 올해는 지난해와 비슷한 수준일 것



자료: 메리츠증권 리서치센터

Issue 2: 인바운드 사업 현황, 예상보다 빠른 적자 축소 보여

하나투어의 인바운드 관련 사업으로는 SM면세점, 마크호텔, 그리고 인바운드 패키지 등이 있다. 이 중 면세점과 호텔의 적자가 예상보다 빠른 속도로 축소되고 있는 것으로 보인다.

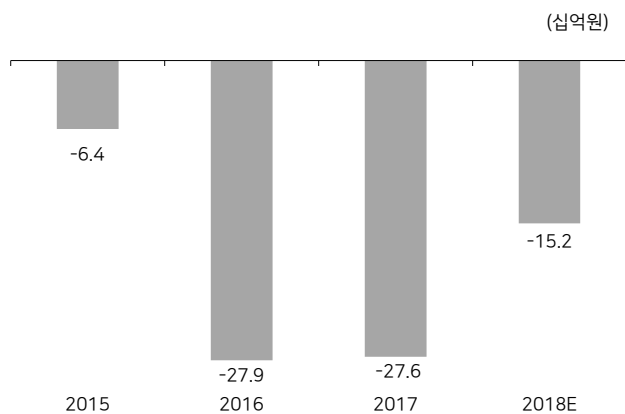
인사동, 4월 추가 면적 축소
공항 면세점, 2분기부터 흑자
구간 진입

SM면세점은 인사동과 공항 두 곳을 포함하여 총 3개점을 운영하고 있다. 인사동 면세점은 지난 4월, 3층과 4층을 하나로 합치는 추가 면적 축소를 진행했다. 공항 면세점(2개 합산)은 4월 손익분기점(BEP) 진입에 성공, 이후 소폭의 흑자를 기록 중이다. 공항면세점의 경우 당사가 기존 추정하던 연간 10억대 영업이익을 무난히 달성할 수 있을 것으로 본다. 인사동 고정비 축소 및 공항 면세점 흑자에 힘입어 2분기부터는 적자 규모를 30억대까지 줄일 수 있을 것으로 추정한다.

마크호텔 2분기부터 BEP 근접

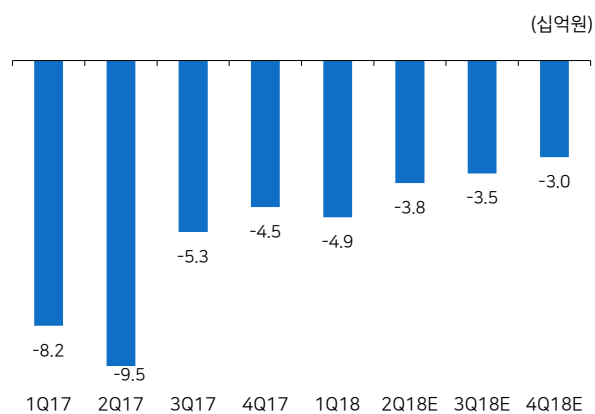
마크호텔은 지난해 중국 인바운드 감소로 타격을 입으며 글로벌 OTA에 입점하기 시작했다. 덕분에 OCC(객실 점유율)는 하락하지 않았지만, ADR(객단가)이 하락했고 이로 인해 51억 적자를 기록한 바 있다. 1분기까지 지난해와 유사한 트렌드를 보인 바 있으나 최근 본사 직접 물량 비중을 늘리며 2분기 BEP에 근접한 것으로 추정된다. 관광 성수기인 하반기 인바운드 회복 속도에 따라 마크호텔은 연간 흑자 전환도 가능하다.

그림2 SM면세점 적자 올해 152억원까지 줄어



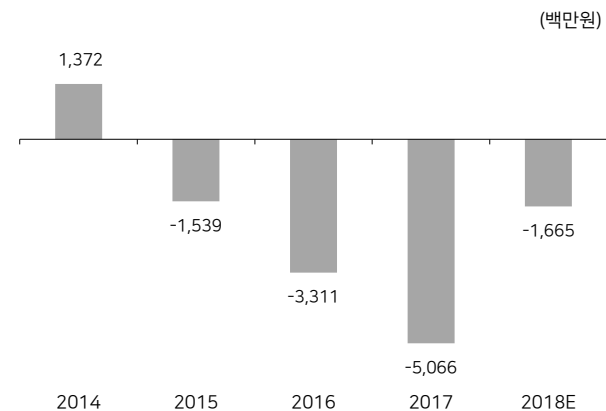
자료: SM면세점, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 분기당 40억대 적자에서 2분기 30억대까지 적자 축소



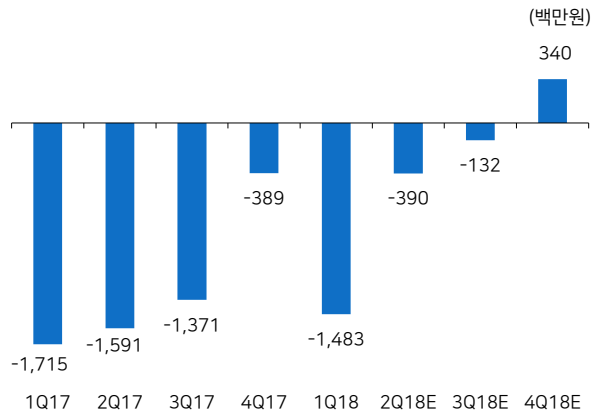
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 하나투어 2018년 호텔 적자, 2015년과 유사할 것



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 2분기부터 마크호텔은 BEP에 근접



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Issue 3: IT 투자, 지금이 아니면 늦다

IT 투자

총 투자액: 약 300억원

프로젝트 기간: 내년 말까지

동사는 FIT 대상 호텔/항공권/현지투어 관련 사이트 재정비를 위한 프로젝트를 진행 중이다. 총 투자금액은 약 300억원이며 프로젝트는 내년 말까지 진행될 예정이다. 동사에 따르면 호텔은 올해 말까지, 항공과 현지투어는 내년 6월까지 론칭하는 것이 목표다.

투자 금액 중 OPEX는 20억원 수준이며 이 외 금액은 자산화하여 향후 상각할 예정이다. 프로젝트와 관련해 컨설팅 비용(OPEX에 포함)이 2분기 실적에 인식될 가능성이 존재하나 내년까지 사용될 OPEX가 20억원인 만큼 규모는 제한적일 것이다.

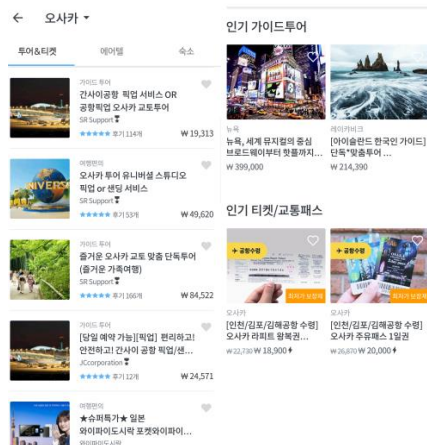
현지투어 사업은 '밸류에이션 re-rating'의 필수 조건'

특히 프로젝트에 포함되어 있는 현지투어 사업은 '밸류에이션 re-rating의 조건'인 FIT를 통한 수익 창출이 가능하게 된다는 점에서 필요한 투자라고 본다. 대부분의 여행업체의 이익이 FIT에게 잠식당하는 패키지에 집중된 상황이기 때문에 동 투자의 필요도가 높다는 것이 당사의 판단이다.

자칫 늦으면 스타트업에게 시장 먹힐 가능성 높아

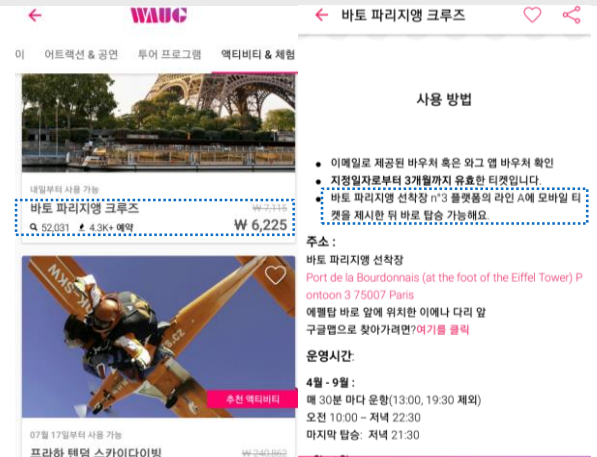
최근 '마이리얼트립', '와그', '트리플' 등 현지투어를 중심으로 FIT 침투에 활발한 국내 스타트업들의 성장세가 눈에 띈다. 업계에 따르면 현지투어(액티비티)시장 규모는 국내 기준 37조원에 달하며 매년 10% 이상의 성장세를 보이고 있다. 투자 시기가 자칫 늦어질 경우 음식 배달 시장을 '배달의 민족'이 압도적 1위 사업자로 자리매김했듯 스타트업에게 빼앗길 수 있다. 이 때문에 동사의 IT투자는 시의 적절한 투자라는 것이 당사의 판단이다.

그림6 현지 액티비티 전문 국내 스타트업, '마이리얼트립'



자료: 마이리얼트립, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 또 다른 액티비티 전문 스타트업, '와그'



자료: 와그, 메리츠증권증권 리서치센터

- 1) 본사 추정치 하향
- 2) 일본 법인 추정치 하향
- 3) 해외 사업 배수 조정

추정치 및 PER 배수 변경으로 적정 주가 11 만 6 천원으로 하향

하나투어에 대한 적정주가를 기존 13만원에서 11만6천원으로 하향한다. 적정주가 산출 방법은 기존과 동일한 SOTP 방식을 사용했으나 1) 하나투어 본사 추정치를 하향, 2) 하나투어 재팬 추정치를 하향함에 따라 3) 해외 사업에 적용하던 PER 배수를 기존 25배에서 20배로 조정한데 따른다.

본사 추정치는 일본 자연재해로 6월 및 7월 패키지 사업에 영향을 미쳤을 것으로 판단하여 하향 조정했다. 하나투어 재팬 또한 본사 기여도가 절반에 달하는 점을 감안하여 실적을 하향조정했다. 동사의 해외사업 영업이익의 90%가 하나투어 재팬에서 발생하는데, 이에 따라 2020년까지 연평균 성장률이 기존 14%에서 9%로 낮아진 점을 반영하여 밸류에이션 배수를 기존 25배에서 20배로 조정했다.

동사에 대한 적정주가를 11만6천원으로 하향하나 투자의견 Buy는 유지한다. 아웃바운드(패키지) 사업보다는 인바운드 사업의 업사이드 발생 가능성이 높다. 인바운드 사업의 적자가 추가로 축소될 수 있는 가능성 열려 있는 동사를 여행업 Top pick으로 유지한다.

표1 가치합산 방식으로 선출된 하나투어의 적정주가 11만6천원

	가치 (십억원)	주당가치 (원)	밸류에이션 방법
하나투어 본사	813	69,959	Fwd12M PER 20배. 모두투어와 동일 (1)
해외사업가치	326	28,072	Fwd12M PER 20배. 2017~2020 CAGR 9% OP 성장 전망 (2)
에스엠면세점	0		가치산정제외
Net cash	205	17,648	1Q18 기준 (3)
Total	1,344	115,679	(1)+(2)+(3)

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

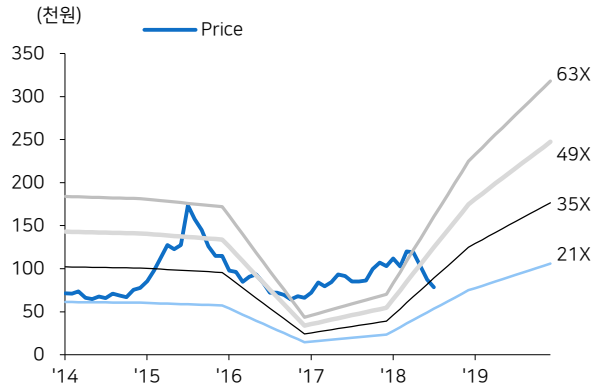
표2 이익 증가 대부분은 인바운드 사업의 적자 축소에서 기인

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
하나투어 인바운드 사업	1.8	-8.0	-32.2	-35.6	-18.3
면세점 (에스엠면세점)	-	-6.4	-27.9	-27.6	-15.2
호텔 (마크호텔)	1.4	-1.5	-3.3	-5.1	-1.7
패키지 (하나투어 ITC)	0.4	-0.1	-1	-3	-1.5

주: 하나투어 ITC는 영업이익 발표하지 않아 순이익으로 대체 활용

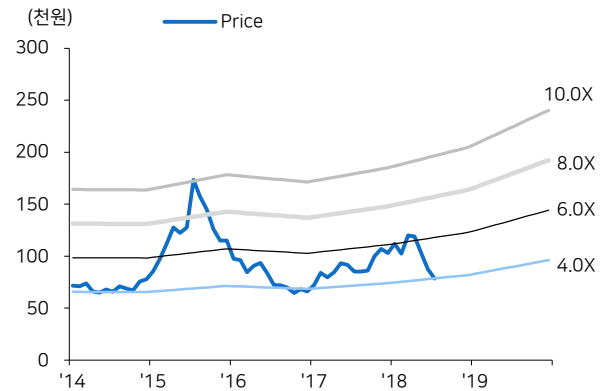
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 PER band



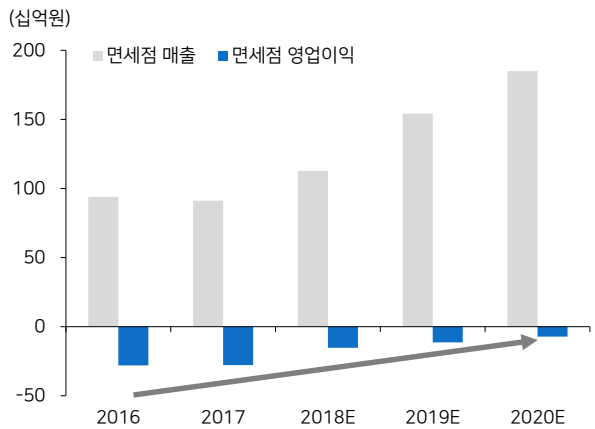
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 PBR band



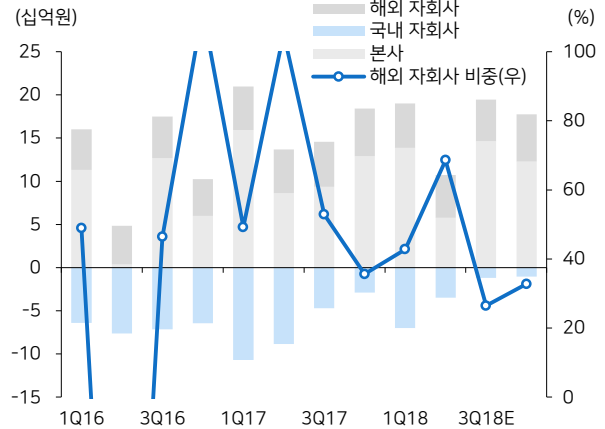
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 SM면세점 적자폭 올해부터 크게 축소



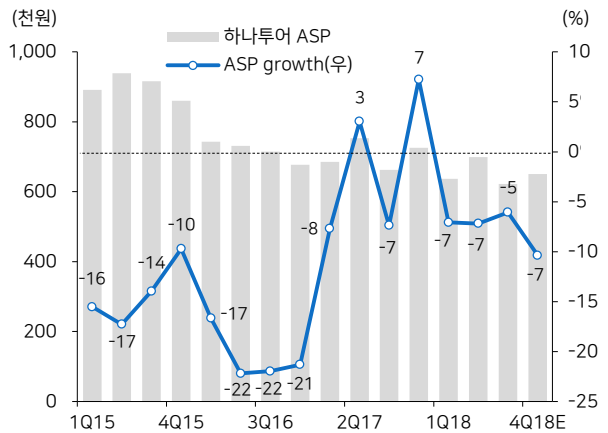
자료: 하나투어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 부문별 영업이익 기여도 추이



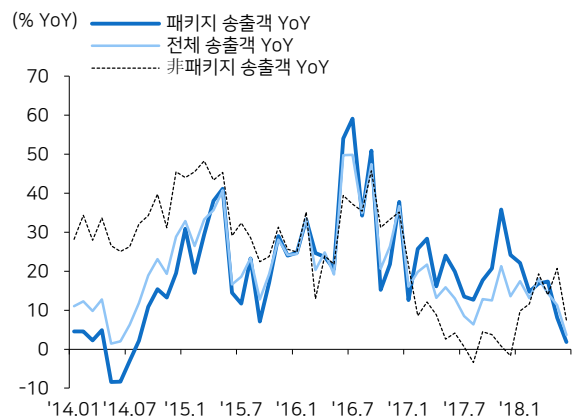
자료: 하나투어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 하나투어 ASP 성장률은 올해 -8%로 전망



주: 2016년 일본 지진 여파로 ASP 일시적으로 크게 하락
자료: 하나투어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 하나투어 패키지 송출객 6월 1.8% YoY 성장



주: 하나투어 월별 송출객수 성장률. 송출객은 출발일 기준
자료: 하나투어, 메리츠증권증권 리서치센터

하나투어 (039130)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	595.5	682.3	871.3	992.8	1,079.8
매출액증가율 (%)	29.6	14.6	27.7	13.9	8.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	595.5	682.3	871.3	992.8	1,079.8
판매관리비	574.6	641.5	815.7	921.5	996.2
영업이익	20.9	40.8	55.1	71.3	83.5
영업이익률	3.5	6.0	6.3	7.2	7.7
금융손익	1.9	1.5	2.1	2.9	3.7
종속/관계기업손익	-0.2	-1.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.4	-2.8	3.8	4.2	4.5
세전계속사업이익	24.0	38.0	61.0	78.3	91.7
법인세비용	16.4	25.3	22.4	23.4	23.6
당기순이익	7.5	12.7	38.6	54.9	68.0
지배주주지분 순이익	8.0	13.0	33.7	48.2	59.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	27.5	66.2	110.8	104.8	102.8
당기순이익(손실)	7.5	12.7	38.6	54.9	68.0
유형자산상각비	13.1	16.1	23.9	18.6	12.4
무형자산상각비	4.4	4.4	3.7	2.7	1.9
운전자본의 증감	-7.3	2.3	44.6	28.7	20.5
투자활동 현금흐름	6.7	-21.8	-37.3	-10.3	-10.5
유형자산의증가(CAPEX)	-48.0	-21.4	-20.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	21.4	0.5	-10.2	-0.7	-2.3
재무활동 현금흐름	-25.5	32.9	-22.2	-16.4	-16.4
차입금의 증감	-10.1	5.4	-5.6	0.2	0.2
자본의 증가	1.1	22.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	9.6	72.3	51.3	78.1	75.9
기초현금	146.5	156.1	228.4	279.7	357.8
기말현금	156.1	228.4	279.7	357.8	433.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	345.7	430.3	537.5	651.5	753.1
현금및현금성자산	156.1	228.4	279.7	357.8	433.7
매출채권	80.4	92.7	118.4	134.9	146.7
재고자산	24.4	14.6	18.6	21.2	23.0
비유동자산	174.6	174.5	177.1	161.6	154.6
유형자산	91.8	82.6	78.6	65.1	57.7
무형자산	15.9	13.9	10.3	7.6	5.7
투자자산	52.7	50.7	61.0	61.7	64.0
자산총계	520.3	604.7	714.6	813.1	907.7
유동부채	286.7	343.1	427.7	485.8	527.5
매입채무	77.1	83.7	106.9	121.8	132.5
단기차입금	3.4	10.5	10.5	10.5	10.5
유동성장기부채	3.0	5.9	0.0	0.0	0.0
비유동부채	21.5	20.2	23.4	25.5	27.0
사채	3.3	2.2	2.2	2.2	2.2
장기차입금	8.0	5.2	5.2	5.2	5.2
부채총계	308.2	363.3	451.1	511.4	554.5
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	92.0	114.5	114.5	114.5	114.5
기타포괄이익누계액	-0.8	-4.4	-4.4	-4.4	-4.4
이익잉여금	126.4	122.8	139.9	171.5	214.7
비지배주주지분	22.6	36.7	41.6	48.3	56.5
자본총계	212.1	241.5	263.5	301.8	353.2

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	51,268	58,738	75,006	85,467	92,954
EPS(지배주주)	692	1,116	2,903	4,151	5,146
CFPS	4,396	6,756	7,449	8,324	8,808
EBITDAPS	3,308	5,281	7,123	7,963	8,422
BPS	16,312	17,628	19,102	21,824	25,541
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
배당수익률(%)	2.3	1.5	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	95.6	92.3	35.1	24.6	19.8
PCR	15.0	15.2	13.7	12.3	11.6
PSR	1.3	1.8	1.4	1.2	1.1
PBR	4.1	5.8	5.3	4.7	4.0
EBITDA	38.4	61.4	82.7	92.5	97.8
EV/EBITDA	16.3	16.4	11.3	9.3	8.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	6.6	15.8	20.3	21.7
EBITDA 이익률	6.5	9.0	9.5	9.3	9.1
부채비율	145.3	150.4	171.2	169.5	157.0
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	33.5	56.1	76.1	111.3	129.2
매출채권회전율(x)	8.6	7.9	8.3	7.8	7.7
재고자산회전율(x)	35.4	35.1	52.6	49.9	48.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이효진)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

하나투어 (039130) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

