

하나투어(039130)

하반기 성장의 눈높이를 낮추자

영업이익 16% 감익, 컨센서스 하회
본사와 일본 자회사는 이익 감소, 면세점 및 호텔 사업은 손실폭 축소
7월 실적 및 예약률 감안시 3분기 실적 눈높이 낮춰야 할 것

Facts : 영업이익 15.9% 감소해 컨센서스 크게 하회

2분기 연결 매출액은 1,967억원으로 전년동기대비 5.9% 늘었으나 영업이익은 48억원(영업이익률 2.4%, -0.6%p YoY)으로 15.9% 감소해 시장 컨센서스를 크게 밑도는 부진한 실적을 시현했다. 본업의 수익성이 크게 저조했던 것으로 추정된다. 분기 중에 일본 오사카 지진(6월 18일) 등이 발생해 일본행 여행 수요에 영향을 미쳤고, 지방선거(6월 13일), 전년동기 황금연휴 기저효과 등이 이익의 레벨을 더욱 낮아보이게 만들었다. 금년부터 K-IFRS 1115호 도입으로 매출액 인식 방식이 변경됐는데, 전분기에는 전세기 수익 규모 차이로 기존과 새로운 회계기준간 매출액 괴리가 컸지만 2분기는 유사했던 것으로 추정된다. 별도와 국내외 자회사 등 세부 실적은 8월 중순에 공시될 반기보고서를 통해 확인 가능하다.

Pros & cons : 본업과 일본 자회사 감익, 면세점 및 호텔 손실 개선

패키지 송출객수는 7.3% 늘고 평균판매단가(ASP) 하락폭은 일본 비중 축소 등으로 전분기(-5.9%)대비 완화된 1.1%에 그쳤다. 그러나 지방선거, 자연재해 등 비우호적인 외부 환경, 일본행 여행 수요 약화 등으로 외형 성장이 예상보다 낮아 본사 영업이익은 50% 이상 역성장했다. 일본 자회사는 오사카에 영업장이 있는 스타샵과 증차 등에 따른 유아이버스 등의 감익으로 이익이 줄었다. SM면세점의 영업손실은 40억원으로 적자는 지속됐으나 전년동기(-95억원)와 전분기(-49억원)대비 손실 규모가 축소됐다. 마크호텔 등은 질적 성장을 통한 수익 개선으로 손실이 축소됐는데 추후 중국인 관광객 회복이 가시화되면 이익 기여도 가능할 전망이다.

Action : 하반기 눈높이 낮춰야 할 것, 목표주가 10.5만원으로 하향

실적 추정치 하향 조정을 반영해 목표주가를 105,000원(12MF PER 27배(면세점 사업 시작 전 과거 5년 평균) 적용)으로 기존대비 14.6% 낮춘다. 7월 패키지 송출객수가 13.9% 감소했고 8월(-2.9%), 9월(-5.2%), 10월(-12.1%)로 예약률도 약해 하반기 눈높이를 낮춰야 할 전망이다. 해외 여행에 대한 구조적 수요는 충분한 만큼 대외 환경 등이 나아지면 이익 증가 재개가 예상된다. 면세점, 호텔, 일본 자회사 등도 이익 이익의 질적 개선이 가능할 전망으로 매수 의견 유지한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 105,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(8/1)	2,307
주가(8/1)	78,600
시가총액(십억원)	913
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	124,500/74,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,549
유동주식비율/외국인지분율(%)	80.5/21.8
주요주주(%)	박상환 외 25 인 14.7
	국민연금 11.2

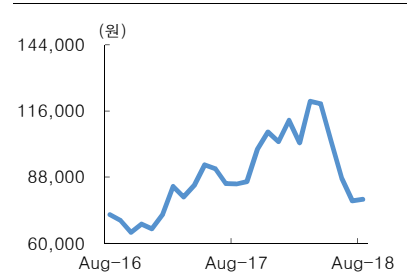
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	87.9	26.9	17.5
PBR(x)	5.0	3.7	3.3
ROE(%)	6.6	15.4	21.7
DY(%)	1.5	2.0	2.0
EV/EBITDA(x)	15.9	8.9	6.4
EPS(원)	1,172	2,918	4,492
BPS(원)	20,553	21,459	23,874

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.1)	(33.9)	(12.2)
KOSPI 대비(%p)	(9.2)	(23.8)	(7.4)

주가추이



자료: WISEfn

최민하

mhchoi@truefriend.com

<표 1> 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	185.8	166.9	181.4	229.3	196.7	(14.2)	5.9	205.8
영업이익	5.7	9.9	15.8	12.0	4.8	(60.1)	(15.9)	7.7
영업이익률(%)	3.1	5.9	8.7	5.2	2.4	(2.8)	(0.6)	3.7
세전이익	1.7	10.4	15.4	12.9	5.2	(59.5)	209.8	8.2
순이익	(2.2)	4.0	6.5	6.7	1.8	(72.6)	(흑전)	5.0

주: 2Q17, 1Q18, 2Q18 실적은 K-IFRS 1115호 회계 기준에 근거한 수치

자료: 하나투어, FnGuide, 한국투자증권

<표 2> 분기 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, 천명, %, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
출국자수(승무원 제외)	5,178	4,695	5,659	5,312	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	7,586	7,370
하나's 전체송출객수	1,198	1,103	1,344	1,285	1,424	1,257	1,466	1,487	1,661	1,383	1,523	1,651
하나's 패키지송출객수	775	697	806	766	939	830	925	963	1,100	890	944	1,043
시장점유율	23.1	23.5	23.7	24.2	23.3	22.0	22.3	23.1	23.7	21.4	20.1	22.4
매출액	149.0	139.7	160.0	146.9	193.0	185.8	166.9	181.4	229.3	196.7	240.5	244.1
본사	103.8	86.3	104.1	91.5	127.4	123.6	106.7	120.3	158.6	127.5	157.9	155.4
연결자회사	52.7	62.1	65.2	63.5	66.4	69.4	69.5	71.7	78.7	71.2	72.6	77.3
SM 면세점	19.1	25.5	26.5	23.0	24.5	22.2	24.1	21.1	21.5	22.8	24.6	23.7
영업비용	139.4	142.5	149.7	143.1	182.2	180.1	157.1	165.6	217.3	191.9	224.8	226.9
영업이익	9.6	(2.8)	10.4	3.8	10.8	5.7	9.9	15.8	12.0	4.8	15.7	17.2
영업이익률	6.4	(2.0)	6.5	2.6	5.6	3.1	5.9	8.7	5.2	2.4	6.5	7.1
본사	11	0.4	12.7	6.0	16.4	8.6	9.4	12.9	13.9	3.9	9.9	8.6
자회사	(1.7)	(3.2)	(2.3)	(2.2)	(5.6)	(3.8)	0.5	3.9	(1.9)	0.7	5.8	8.6
SM 면세점	(6.7)	(7.5)	(6.6)	(7.1)	(8.2)	(9.5)	(5.3)	(4.5)	(4.9)	(4.0)	(2.9)	(1.5)
세전이익	9.4	(4.6)	12.0	7.1	12.0	1.7	10.4	15.4	12.9	5.2	17.2	20.5
지배주주순이익	3.8	(4.7)	6.4	2.5	5.6	(2.2)	4.0	6.5	6.7	1.8	10.7	13.1
(YoY)												
출국자수(승무원 제외)	18.9	14.7	21.3	11.4	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	15.4	14.5
하나's 전체송출객수	26.2	30.5	43.6	28.0	18.9	14.0	9.1	15.7	16.6	10.0	3.9	11.0
하나's 패키지송출객수	27.1	31.7	46.7	24.7	21.3	19.2	14.9	25.8	17.1	7.3	2.0	8.4
시장점유율	1.3	2.9	3.7	3.1	0.2	(1.5)	(1.4)	(1.1)	0.4	(0.6)	(2.2)	(0.7)
매출액	26.1	27.9	49.4	17.6	NM	NM	4.3	23.5	18.8	5.9	NM	NM
본사	7.1	(0.1)	21.2	0.8	NM	NM	2.5	31.4	24.4	3.2	NM	NM
연결자회사	96.3	115.3	132.7	49.9	NM	NM	6.7	12.9	18.6	2.5	NM	NM
SM 면세점	—	—	25,572.9	124.4	NM	NM	(9.1)	(8.3)	(12.3)	2.5	NM	NM
영업비용	37.5	46.2	49.5	23.6	NM	NM	4.9	15.7	19.3	6.6	NM	NM
영업이익	(43.0)	(적전)	46.7	(58.5)	12.7	(흑전)	(4.9)	317.7	11.0	(15.9)	59.5	9.0
영업이익률	(7.8)	(12.8)	(0.1)	(4.7)	(0.8)	5.1	(0.6)	6.1	(0.4)	(0.6)	0.6	(1.7)
본사	(15.9)	(95.5)	143.5	(25.1)	45.2	2,238.6	(26.2)	115.4	(15.6)	(54.6)	5.6	(33.0)
자회사	(적전)	(적전)	(적전)	(적전)	(적지)	(적지)	(흑전)	(흑전)	(적지)	(흑전)	1,114.6	120.2
SM 면세점	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)
세전이익	(47.0)	(적전)	130.3	(31.7)	26.8	(흑전)	(13.5)	115.3	7.8	209.8	65.6	33.6
지배주주순이익	(68.8)	(적전)	119.9	(64.0)	49.9	(적지)	(37.4)	159.8	18.1	(흑전)	166.0	100.0

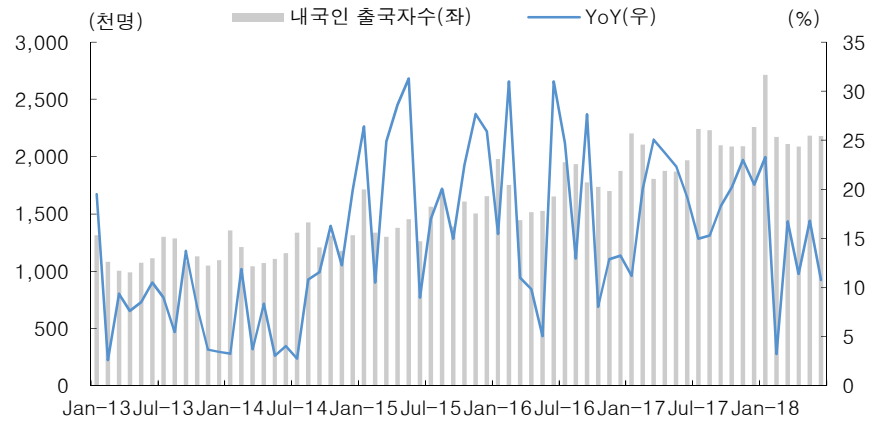
주: 1. SM면세점의 인천공항점은 15년 11월 1일 그랜드오픈(10월 말 소규모 오픈; 서울 시내점은 16년 1월 29일 부분 개장, 4월 29일 그랜드 오픈

2. K-IFRS 1115호 도입으로 매출액 인식 기준이 변경돼 1Q17~2Q17 실적은 소급 적용. 그러나 3Q17~4Q17 실적은 기존 회계기준에 근거한 수치

회계기준 변경으로 크게 변경된 매출액, 영업비용 증가율에 대한 부분은 YoY 표기를 제외

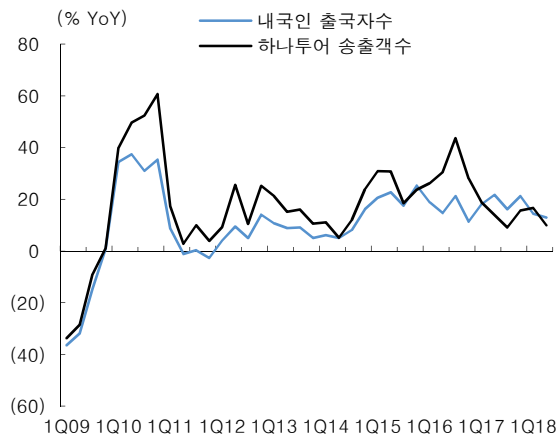
자료: 하나투어, 한국투자증권

[그림 1] 월간 내국인 출국자수



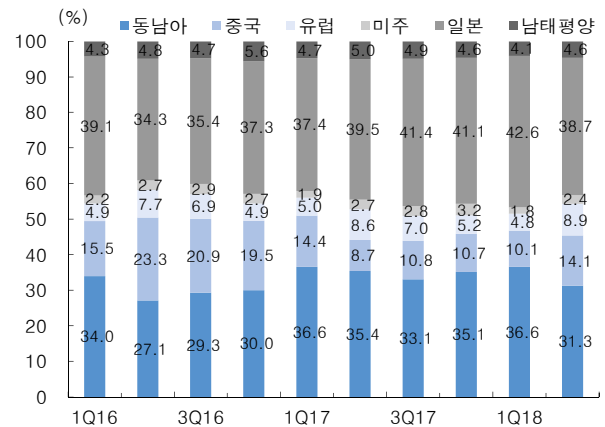
주: 승무원 제외한 수치 기준
자료: 한국관광공사, 한국투자증권

[그림 2] 출국자수와 하나투어 송출객수 성장률



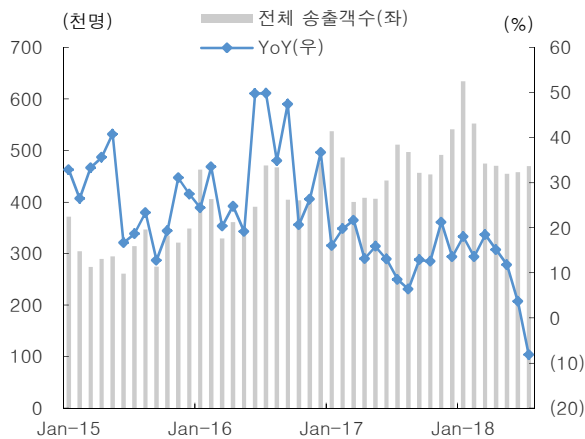
자료: 하나투어, 한국투자증권

[그림 3] 하나투어의 지역별 모객 비중(인원 기준)



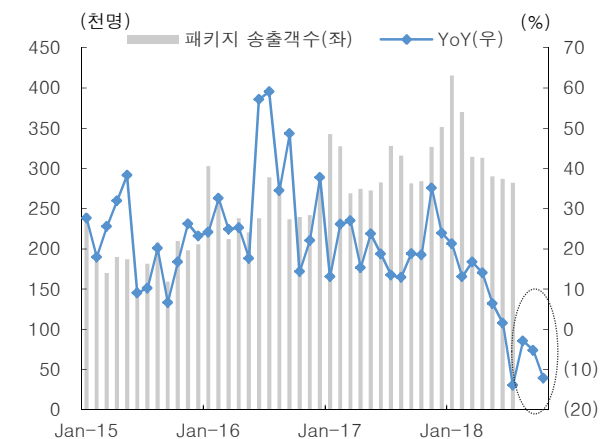
주: 국내는 제외하고 해외 송출객수 기준으로 재계산
자료: 하나투어, 한국투자증권

[그림 4] 하나투어의 전체 송출객수 성장률



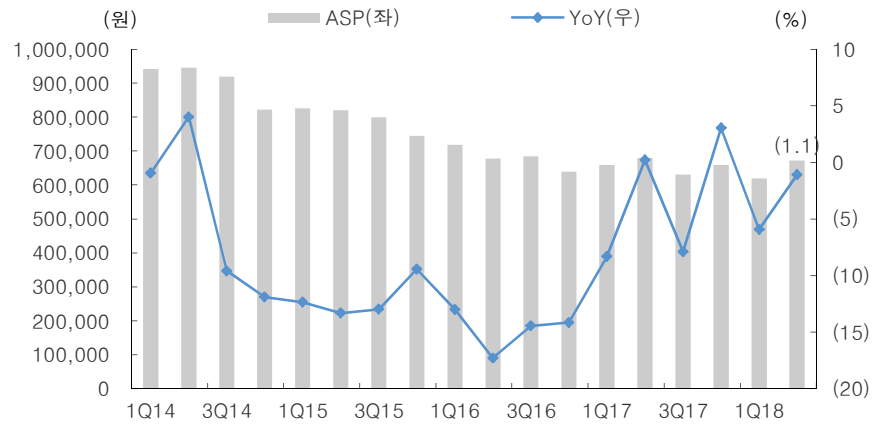
자료: 하나투어, 한국투자증권

[그림 5] 하나투어의 패키지 송출객수 성장률 및 예측률



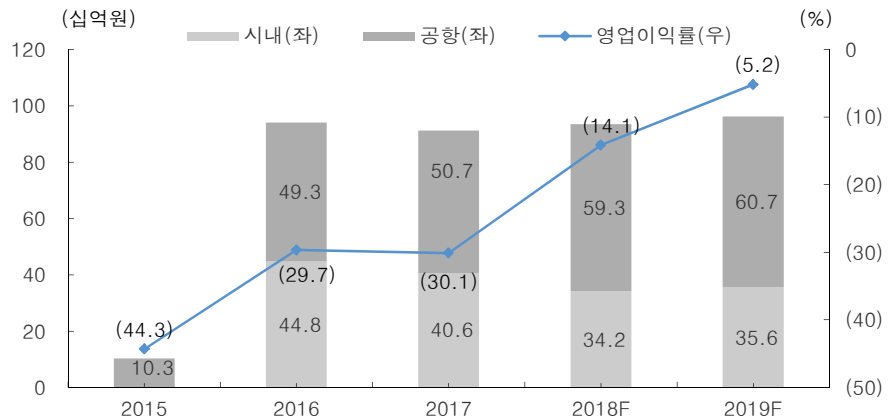
주: 2018년 8~10월 예약률은 8월 1일 발표 기준
자료: 하나투어, 한국투자증권

[그림 6] ASP 추이



자료: 하나투어, 한국투자증권

[그림 7] 면세점 실적 전망



자료: 하나투어, 한국투자증권

<표 3> 하나투어 재팬이 운영중인 호텔

호텔명	로고	외관사진	객실수	오픈 연도	주소
티마크 시티호텔 삿포로			246 실	2015년 4월	홋카이도 삿포로시 주오구 미나미 7 조 니시 5 초메 5 Chome Minami 7 Jonishi, Chuo, Sapporo, Hokkaido, Japan 1- 美食カラオケ空間エル・カーサ南7条本店"
티마크 시티호텔 도쿄 오오모리			288 실	2018년 7월 1일 개장	도쿄시 오타쿠 오모리혼초 1-2-10 1-2-10 Omorihoncho, Ota-ku, Tokyo, Japan 東京都大田区大森本町 1-2-10

자료: 하나투어 재팬, 한국투자증권

〈표 4〉연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, 천명, %, %p)

	2014	2015	YoY	2016	YoY	2017	YoY	2018F	YoY	2019F	YoY
출국자수(승무원제외)	14,726	17,886	21.5	20,844	16.5	24,837	19.2	28,407	14.4	31,569	11.1
하나's 전체승출객수	2,974	3,735	25.6	4,930	32.0	5,634	14.3	6,218	10.4	6,919	11.3
하나's 패키지승출객수	1,902	2,301	21.0	3,042	32.2	3,658	20.2	3,978	8.8	4,436	11.5
시장점유율	20.2	20.9	0.7	23.7	2.8	22.7	(1.0)	21.9	(0.8)	21.9	0.0
매출액	385.5	459.4	19.2	595.5	29.6	682.3	14.6	910.7	NM	1,003.3	10.2
본사	315.4	360.0	14.1	385.8	7.2	444.6	15.3	599.4	NM	651.2	8.6
자회사	90.5	126.0	39.3	243.5	93.2	277.0	13.8	299.9	NM	318.4	6.2
SM 면세점	—	10.4	—	94.1	808.2	91.9	(2.3)	92.5	NM	96.3	4.1
영업비용	345.0	414.7	20.2	574.6	38.6	641.5	11.6	860.9	NM	929.7	8.0
영업이익	40.4	44.7	10.6	20.9	(53.2)	40.8	95.1	49.8	21.9	73.6	47.8
영업이익률	10.5	9.7	(0.8)	3.5	(6.2)	6.0	2.5	5.5	(0.5)	7.3	1.9
본사	31.4	34.8	10.8	30.4	(12.7)	46.8	54.0	36.3	(22.4)	46.4	27.8
자회사	9.0	10.0	10.3	(9.4)	(적전)	(5.0)	(적지)	13.3	(흑전)	27.2	104.7
SM 면세점	—	(6.4)	—	(27.9)	(적지)	(27.6)	(적지)	(13.3)	(적지)	(5.0)	(적지)
세전이익	46.2	46.9	1.6	23.9	(49.0)	44.9	87.6	55.8	24.3	81.1	45.2
지배주주순이익	33.4	31.7	(5.1)	8.0	(74.7)	26.0	223.7	32.3	24.2	49.7	53.9

주: 1. SM면세점의 인천공항점은 15년 11월 1일 그랜드오픈(10월 말 소규모 오픈); 서울 시내점은 16년 1월 29일 부분 개장, 4월 29일 그랜드 오픈
 2. K-IFRS 1115호 도입으로 매출액 인식 기준이 변경돼 1Q17~2Q17 실적은 소급 적용. 그러나 3Q17~4Q17 및 2017년 실적은 기존 회계기준에 근거한 수치
 회계기준 변경으로 크게 변경된 매출액, 영업비용 증가율에 대한 부분은 YoY 표기를 제외
 자료: 하나투어, 한국투자증권

〈표 5〉실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	952.7	910.7	(4.4)	1,057.1	1,003.3	(5.1)
영업이익	57.8	49.8	(13.9)	80.0	73.6	(8.0)
영업이익률	6.1	5.5	(0.6)	7.6	7.3	(0.2)
세전이익	65.3	55.8	(14.6)	90.2	81.1	(10.1)
순이익	39.6	32.3	(18.5)	57.3	49.7	(13.2)

주: 매출액 변경은 K-IFRS 1115호 도입에 따른 매출액 인식 기준 변경에 기인

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

하나투어는 1993년 설립된 여행업체로 2000년 코스닥 시장에 상장됐으며, 2011년 유가증권 시장으로 이전 상장했음. 하나투어는 대리점, 온라인, 쇼핑몰 등의 다양한 채널을 통해 여행 상품을 판매하고 있는 여행 홀세일러 업체. 18년 2분기 말 기준 연결대상 자회사는 총 34개로 국내 19개, 해외 15개 업체를 보유.

- 아웃바운드(Outbound) 여행: 국내 관광객을 해외로 보내는 것
- 인바운드(Inbound) 여행: 외국 관광객을 국내로 유치하는 것
- 하드블럭(Hard Block): 특정 여행사가 특정 여행지의 좌석 수요를 미리 확보하기 위해 항공사에 선납해놓은 티켓

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	346	430	532	585	620
현금성자산	156	228	279	317	333
매출채권및기타채권	97	98	130	134	140
재고자산	24	15	20	23	25
비유동자산	175	174	240	255	271
투자자산	53	51	68	75	81
유형자산	92	83	114	118	119
무형자산	16	14	21	22	27
자산총계	520	605	772	840	890
유동부채	287	343	498	532	535
매입채무및기타채무	124	145	191	212	229
단기차입금및단기사채	3	10	8	10	11
유동성장기부채	3	6	4	7	7
비유동부채	22	20	19	17	19
사채	3	2	0	0	0
장기차입금및금융부채	10	6	3	0	0
부채총계	308	363	517	550	554
지배주주지분	189	205	215	243	280
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	92	115	115	115	115
기타자본	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)
이익잉여금	126	123	137	169	210
비지배주주지분	23	37	40	48	56
자본총계	212	241	256	291	336

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	28	66	175	95	88
당기순이익	8	13	36	58	69
유형자산감가상각비	13	16	14	14	12
무형자산상각비	4	4	6	7	8
자산부채변동	(7)	2	114	10	(10)
기타	10	31	5	6	9
투자활동현금흐름	7	(22)	(92)	(33)	(45)
유형자산투자	(48)	(21)	(46)	(17)	(13)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	50	3	(21)	(11)	(10)
무형자산순증	(4)	(4)	(14)	(7)	(13)
기타	8	0	(11)	2	(9)
재무활동현금흐름	(26)	33	(32)	(24)	(27)
자본의증가	3	43	0	0	0
차입금의순증	(12)	7	(10)	1	2
배당금지급	(17)	(17)	(17)	(18)	(18)
기타	0	0	(5)	(7)	(11)
기타현금흐름	1	(5)	0	0	0
현금의증가	10	72	51	38	16

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

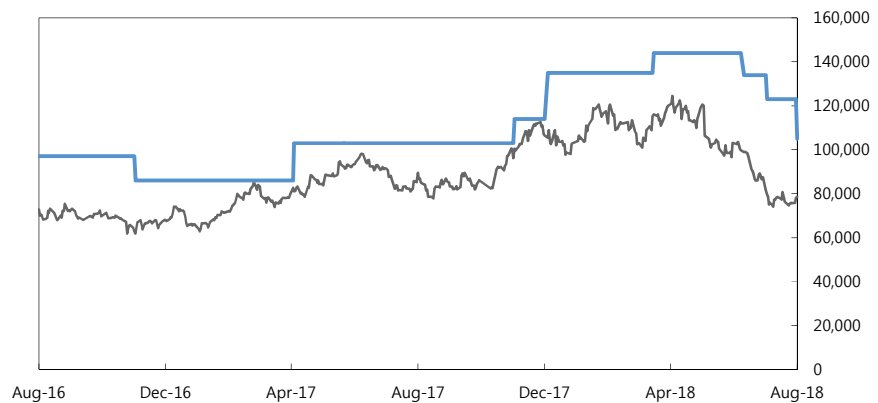
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	596	682	911	1,003	1,088
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	596	682	911	1,003	1,088
판매관리비	575	641	861	930	1,003
영업이익	21	41	50	74	86
금융수익	2	2	3	4	4
이자수익	2	2	3	4	4
금융비용	1	1	1	1	1
이자비용	1	1	1	1	1
기타영업외손익	1	(3)	3	5	7
관계기업관련손익	(0)	(2)	1	0	0
세전계속사업이익	24	38	56	81	96
법인세비용	16	25	19	24	27
연결당기순이익	8	13	36	58	69
지배주주지분순이익	8	13	32	50	60
기타포괄이익	0	(5)	(5)	(5)	(5)
총포괄이익	8	8	32	53	64
지배주주지분포괄이익	8	9	28	46	56
EBITDA	38	61	70	94	106

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 (원)					
EPS	727	1,172	2,918	4,492	5,380
BPS	19,237	20,553	21,459	23,874	27,040
DPS	1,500	1,500	1,600	1,600	1,700
성장성(%, YoY)					
매출증가율	29.6	14.6	33.5	10.2	8.5
영업이익증가율	(53.2)	95.1	21.9	47.8	16.5
순이익증가율	(74.7)	61.3	149.1	53.9	19.8
EPS증가율	(74.7)	61.2	149.0	53.9	19.8
EBITDA증가율	(29.7)	59.7	14.5	33.3	12.6
수익성(%)					
영업이익률	3.5	6.0	5.5	7.3	7.9
순이익률	1.3	1.9	3.5	5.0	5.5
EBITDA Margin	6.5	9.0	7.7	9.3	9.7
ROA	1.5	2.3	5.3	7.1	8.0
ROE	4.2	6.6	15.4	21.7	22.7
배당수익률	2.3	1.5	2.0	2.0	2.2
배당성향	206.6	128.0	54.8	35.6	31.6
안정성					
순차입금(십억원)	(165)	(228)	(295)	(325)	(347)
차입금/자본총계비율(%)	9.7	10.8	5.9	5.8	5.5
Valuation(X)					
PER	90.9	87.9	26.9	17.5	14.6
PBR	3.4	5.0	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	15.6	15.9	8.9	6.4	5.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
하나투어(039130)	2016.07.25	매수	97,000원	-28.0	-22.3
	2016.11.02	매수	86,000원	-16.0	-0.7
	2017.04.04	매수	103,000원	-15.2	-2.4
	2017.11.02	매수	114,000원	-5.9	-1.3
	2017.12.04	매수	135,000원	-19.2	-10.7
	2018.03.16	매수	144,000원	-23.2	-13.5
	2018.06.11	매수	134,000원	-32.9	-26.0
	2018.07.03	매수	123,000원	-37.6	-34.4
	2018.08.01	매수	105,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 1일 현재 하나투어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.