



2018년 11월 2일 | Equity Research

# 하나투어 (039130)

## 2월 예약률이 발표될 12월이 변곡점이 될 것

### 힘들지만 마지막 1달만 기다려보자

'19년 예상 EPS를 -13% 하향하고, 낮아진 시장의 밸류에이션을 감안해 목표 P/E도 25배(기준 27배)로 하향해 목표주가를 70,000원(-22%)으로 하향한다. 1) 소비자심리지수가 올해 1월 110 → 10월 99까지 가파르게 하락했고, 2) 4분기 적자 전환 가능성까지 감안할 때 단기간 추세 반전이 쉽지 않다. 그러나, 내년 2월~6월의 기저효과(올림픽/지방선거/월드컵)를 감안할 때 12월에 발표되는 2월 예약률부터 높은 성장이 나타나면 추세적 상승 반전을 기대할 수 있다. 밸류에이션은 이미 역사적 하단을 뚫고 내려가고 있어 투자 매력은 충분하다 못해 남는다. 힘들지만 1달만 기다려보자.

### 3Q Review: OPM 2.5%(-3.4%p YoY)

3분기 영업수익/영업이익은 2,084억원(+3% YoY)/52억원(-42%)으로 컨센서스(54억원)에 부합했다. 송객 수는 138만명(-6%)으로 2010년 이후 분기 기준 첫 역 성장했으나, 일본 향 패키지 부진(-27%)으로 ASP는 오히려 13% 상승했다. 부문별 영업이익은 별도 70억원(-25% YoY), 면세점 포함 국내 자회사 -27억원(+20억원), 해외자회사 9억원(-83%)이다. 별도가 예상(36억원)보다 좋았는데 패키지 ASP 상승 폭이 예상(+10%)보다 컸기 때문이다. 해외 자회사 부진은 일본 송객 수 감소로 하나투어 재팬이 어려워지면서 BEP 수준(기준 분기 영업이익 40억원 내외)을 기록했기 때문이다.

### 4Q Preview: OPM -0.1%(-8.8%p YoY)

4분기 예상 영업수익/영업이익은 각각 1,943억원(+7% YoY)/-2억원(적자전환)으로 조심스럽지만 적자 전환의 가능성이 있다. 10월 송객 수는 +3% 성장했지만, 11월/12월 예약률은 -10%/-6%이기 때문이다. 10월 발표한 동 기간 예약률인 -17%/-18%보다 확연히 개선되었지만 4분기 평균으로는 -4% 내외의 성장률을 예상한다. 리드타임이 짧아진 만큼 반등 폭이 더 가팔라진다면 추가적인 개선 여지는 분명하다. 다만, ASP는 역 기저효과로 -9%로 추정된다. 비용에서는 성수기인 3분기 여행 수요 부진으로 일부 하드블락에 대한 손상차손이 판관비로 반영될 수 있다.

### Update

## BUY

| TP(12M): 70,000원(하향) | CP(11월 1일): 61,500원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,024.46		
52주 최고/최저(원)	124,500/56,700	831.6	922.0
시가총액(십억원)	714.4	29.3	57.4
시가총액비중(%)	0.06	21.1	43.0
발행주식수(천주)	11,616.2	EPS(원)	1,562 3,385
60일 평균 거래량(천주)	188.8	BPS(원)	18,754 20,915
60일 평균 거래대금(십억원)	12.8		
18년 배당금(예상,원)	1,500		
18년 배당수익률(예상, %)	2.44		
외국인지분율(%)	12.94		
주요주주 지분율(%)			
박상환 외 25 인	14.78		
국민연금	10.44		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(19.6) (48.3) (36.1)		
상대	(7.1) (35.8) (19.3)		

Stock Price		
(천원)	하나투어(작)	상대지수(우)
131		
121		
111		
101		
91		
81		
71		
61		
51		
17.10 18.1 18.4 18.7 18.10	150	130
	120	110
	110	90
	100	80
	90	70
	80	60
	70	50

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	595.5	682.3	828.7	928.0	1,030.6
영업이익	십억원	20.9	40.8	21.8	48.8	63.5
세전이익	십억원	23.9	38.0	24.1	52.3	65.6
순이익	십억원	8.0	13.0	12.5	32.6	44.5
EPS	원	692	1,116	1,077	2,810	3,828
증감률	%	(74.7)	61.3	(3.5)	160.9	36.2
PER	배	95.55	92.28	57.13	21.89	16.07
PBR	배	3.44	5.01	3.04	2.85	2.56
EV/EBITDA	배	16.27	16.39	12.56	7.06	5.22
ROE	%	4.16	6.58	6.17	15.64	19.28
BPS	원	19,237	20,553	20,200	21,581	23,980
DPS	원	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500



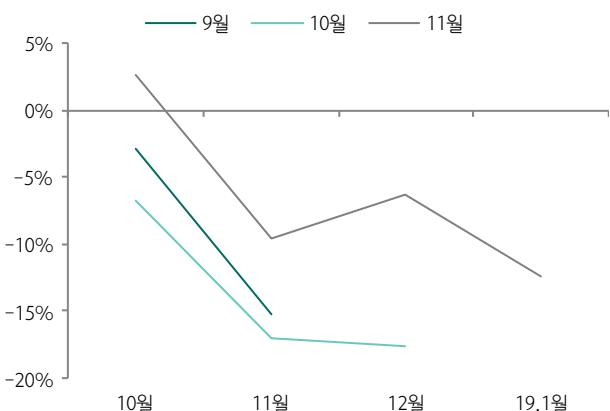
Analyst 이기훈  
02-3771-7722  
sacredkh@hanafn.com

표 1 하나투어 목표주가 하향

지배주주순이익('19년)	33	십억원
주식 수	11,616	천주
EPS	2,810	원
목표 P/E('19년)	25.0	배
목표 주가	70,242	원
현재 주가	70,000	원
상승 여력	61,500	원
	14%	%

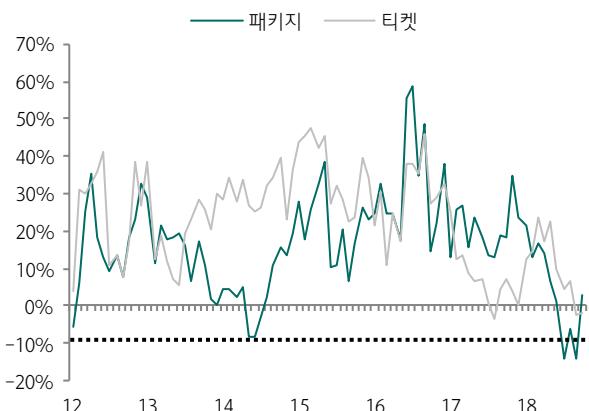
자료: 하나금융투자

그림 1. 하나투어 예약률 추이 – 1달만 더 기다려보자



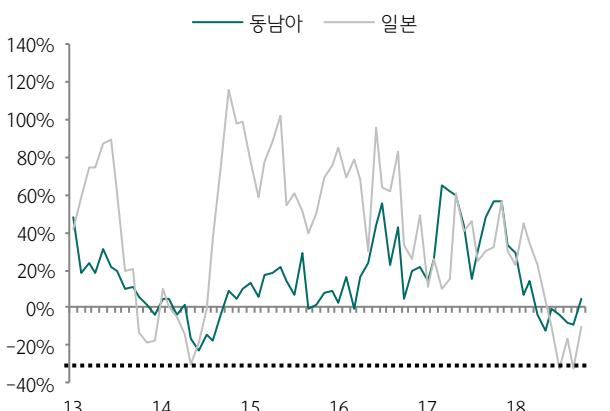
자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 2. 하나투어 패키지/티켓 성장률 – 개선 가능성을 보여준 10월



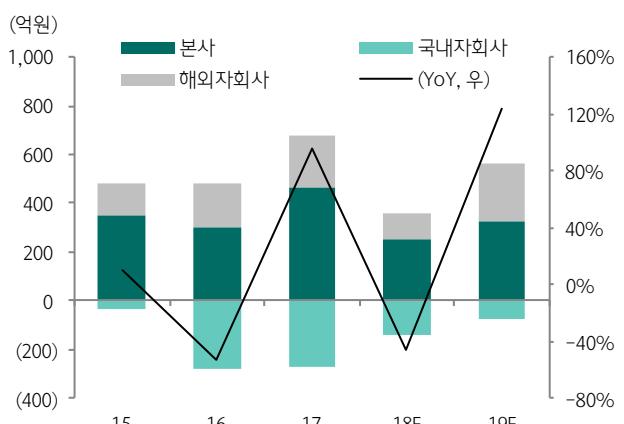
자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 3 동남아/일본 송객 수 증가율 – 일본이 더 회복되어야 한다



자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 4 하나투어 부문별 영업이익 – '19년 자회사 합산 159 억원



자료: 하나투어, 하나금융투자

표 2. 하나투어 주요 가정

(단위: 천명, 천원)

	17	18	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F
출국자수	24,837	27,321	30,599	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,935	6,936
하나투어 송객 수	5,630	5,934	6,707	1,422	1,256	1,466	1,487	1,660	1,381	1,377	1,516
패키지	3,658	3,740	4,227	939	831	925	963	1,102	891	821	926
항공권(FIT)	1,972	2,194	2,480	483	425	540	524	558	490	556	590
YoY											
출국자수	19%	10%	12%	18%	22%	16%	21%	14%	13%	6%	8%
하나투어 송객 수	15%	5%	13%	19%	15%	9%	17%	17%	10%	-6%	2%
패키지	20%	2%	13%	21%	19%	15%	26%	17%	7%	-11%	-4%
항공권(FIT)	6%	11%	13%	15%	7%	1%	4%	15%	15%	3%	13%
하나투어 M/S	23%	22%	22%	23%	22%	22%	23%	24%	21%	20%	22%
ASP											
패키지	664	647	630	662	706	630	662	619	671	713	600
항공권(FIT)	558	535	516	550	559	595	526	536	530	608	472
YoY											
패키지	-2%	-3%	-3%	-8%	4%	-8%	4%	-7%	-5%	13%	-9%
항공권(FIT)	-1%	-4%	-4%	-3%	4%	5%	6%	-3%	-5%	2%	-10%

자료: 하나금융투자

표 3. 하나투어 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	17	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F
수탁금	3,529	3,596	3,941	887	824	905	913	980	857	924	834
매출 전환율	12.6%	15.2%	15.2%	12.8%	12.7%	11.8%	13.2%	16.2%	14.7%	14.9%	14.7%
영업수익	682	829	928	171	163	167	181	229	197	208	194
본사	445	545	599	113	105	107	120	159	126	138	123
국내 자회사	82	96	106	18	21	20	22	20	25	25	27
면세점	91	100	106	25	23	23	21	22	25	27	25
해외자회사	104	127	160	24	26	26	29	37	32	28	30
영업이익	41	22	49	10	5	10	16	12	5	5	(0)
본사	47	25	33	16	9	9	13	14	4	7	0
OPM	6.0%	2.6%	5.3%	6.0%	3.0%	5.9%	8.7%	5.2%	2.4%	2.5%	-0.1%
당기순이익	13	13	34	5	-4	4	7	8	3	5	(3)

자료: 하나금융투자

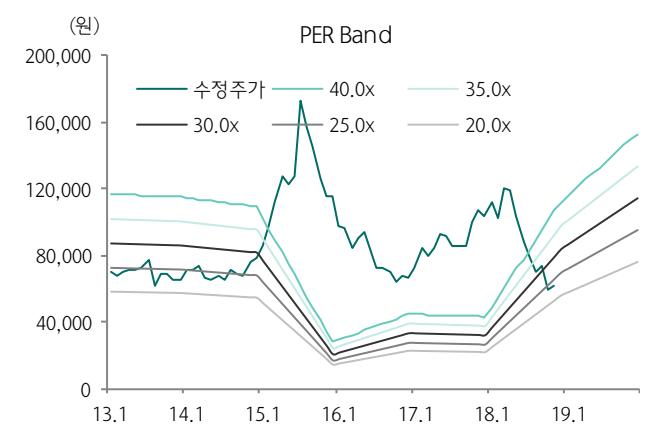
표 4. 하나투어 면세점 실적 추정

(단위: 억원)

	16	17	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F
매출액	940	913	997	1,060	251	225	230	206	224	251	268	254
시내	307	234	152	171	82	63	44	46	41	37	37	36
공항	634	678	846	889	169	162	186	160	183	214	230	218
매출총이익	586	357	447	498	115	67	88	86	95	113	122	117
GPM	62%	39%	45%	47%	46%	30%	38%	42%	42%	45%	46%	46%
판관비	865	633	593	607	198	162	141	132	144	154	149	146
임차료	315	276	321	326	69	69	69	69	76	82	82	82
영업이익	(279)	(276)	(145)	(108)	(82)	(95)	(53)	(45)	(49)	(40)	(27)	(29)
OPM	-30%	-30%	-15%	-10%	-33%	-42%	-23%	-22%	-22%	-16%	-10%	-12%

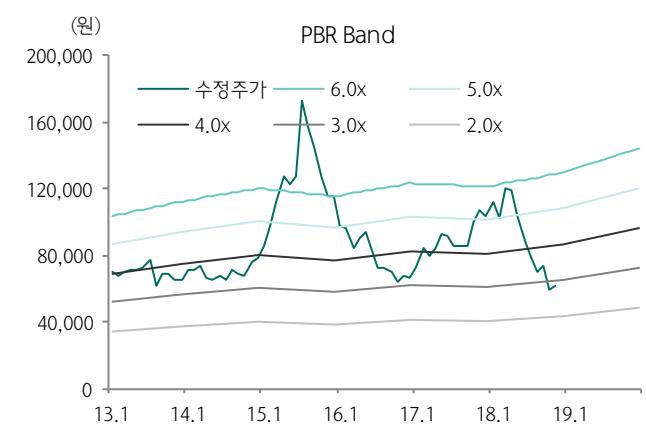
자료: 하나금융투자

그림 5. 하나투어 12MF P/E 차트 – 역사적 하단 부근



자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 6. 하나투어 12MF P/B 차트 – 역사적 하단을 뚫고 내려가는 종



자료: 하나투어, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>595.5</b>	<b>682.3</b>	<b>828.7</b>	<b>928.0</b>	<b>1,030.6</b>
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	595.5	682.3	828.7	928.0	1,030.6
판관비	574.6	641.5	807.0	879.2	967.1
<b>영업이익</b>	<b>20.9</b>	<b>40.8</b>	<b>21.8</b>	<b>48.8</b>	<b>63.5</b>
금융순익	1.8	1.5	1.6	1.9	2.2
종속/관계기업손익	(0.2)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.4	(2.8)	0.7	1.6	0.0
<b>세전이익</b>	<b>23.9</b>	<b>38.0</b>	<b>24.1</b>	<b>52.3</b>	<b>65.6</b>
법인세	16.4	25.3	11.3	18.3	25.3
계속사업이익	7.5	12.7	12.8	34.0	40.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>7.5</b>	<b>12.7</b>	<b>12.8</b>	<b>34.0</b>	<b>40.3</b>
비지배주주지분					
순이익	(0.5)	(0.3)	0.3	1.4	(4.1)
<b>지배주주순이익</b>	<b>8.0</b>	<b>13.0</b>	<b>12.5</b>	<b>32.6</b>	<b>44.5</b>
지배주주지분포괄이익	8.4	9.4	14.8	39.4	46.7
NOPAT	6.6	13.7	11.5	31.7	39.0
EBITDA	38.4	61.3	38.6	62.8	75.4
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	29.6	14.6	21.5	12.0	11.1
NOPAT증가율	(79.8)	107.6	(16.1)	175.7	23.0
EBITDA증가율	(29.7)	59.6	(37.0)	62.7	20.1
영업이익증가율	(53.2)	95.2	(46.6)	123.9	30.1
(지배주주)순익증가율	(74.8)	62.5	(3.8)	160.8	36.5
EPS증가율	(74.7)	61.3	(3.5)	160.9	36.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	6.4	9.0	4.7	6.8	7.3
영업이익률	3.5	6.0	2.6	5.3	6.2
계속사업이익률	1.3	1.9	1.5	3.7	3.9

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	692	1,116	1,077	2,810	3,828
BPS	19,237	20,553	20,200	21,581	23,980
CFPS	4,396	6,756	3,372	5,539	6,479
EBITDAPS	3,308	5,281	3,323	5,410	6,489
SPS	51,268	58,738	71,342	79,888	88,720
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
<b>주가지표(배)</b>					
PER	95.6	92.3	57.1	21.9	16.1
PBR	3.4	5.0	3.0	2.8	2.6
PCFR	15.0	15.2	18.2	11.1	9.5
EV/EBITDA	16.3	16.4	12.6	7.1	5.2
PSR	1.3	1.8	0.9	0.8	0.7
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	4.2	6.6	6.2	15.6	19.3
ROA	1.6	2.3	2.0	4.7	5.8
ROIC	(34.5)	(98.1)	(20.7)	(33.0)	(31.1)
부채비율	145.3	150.4	179.4	185.6	187.3
순부채비율	(77.9)	(94.4)	(112.2)	(121.3)	(127.6)
이자보상배율(배)	33.5	56.1	26.9	60.4	78.6

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

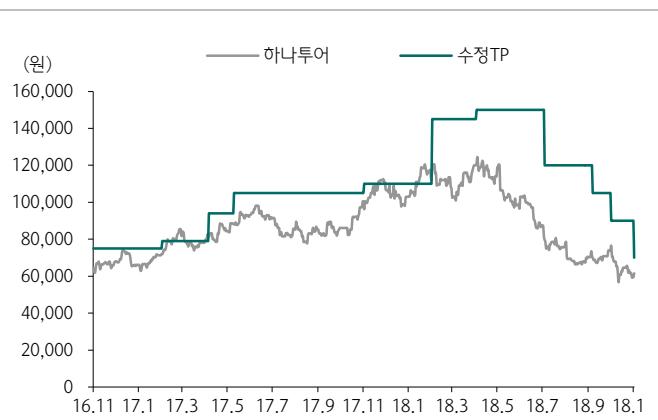
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>345.7</b>	<b>430.3</b>	<b>489.1</b>	<b>553.9</b>	<b>624.2</b>
금융자산	185.9	253.9	286.4	328.6	374.7
현금성자산	156.0	228.4	257.1	294.9	335.9
매출채권 등	96.7	98.0	108.8	120.8	134.1
재고자산	24.3	14.6	17.7	19.8	22.0
기타유동자산	38.8	63.8	76.2	84.7	93.4
<b>비유동자산</b>	<b>174.6</b>	<b>174.5</b>	<b>173.5</b>	<b>171.8</b>	<b>172.6</b>
투자자산	52.7	50.7	61.6	69.0	76.6
금융자산	40.9	39.6	48.1	53.8	59.8
유형자산	91.8	82.6	74.0	67.5	62.4
무형자산	15.9	13.9	10.6	8.1	6.3
기타비유동자산	14.2	27.3	27.3	27.2	27.3
<b>자산총계</b>	<b>520.2</b>	<b>604.7</b>	<b>662.6</b>	<b>725.8</b>	<b>796.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>286.7</b>	<b>343.1</b>	<b>402.8</b>	<b>447.3</b>	<b>493.3</b>
금융부채	7.8	17.6	12.0	12.1	12.3
매입채무 등	123.7	144.6	175.7	196.7	218.5
기타유동부채	155.2	180.9	215.1	238.5	262.5
<b>비유동부채</b>	<b>21.5</b>	<b>20.2</b>	<b>22.7</b>	<b>24.4</b>	<b>26.2</b>
금융부채	12.9	8.4	8.4	8.4	8.4
기타비유동부채	8.6	11.8	14.3	16.0	17.8
<b>부채총계</b>	<b>308.2</b>	<b>363.3</b>	<b>425.5</b>	<b>471.7</b>	<b>519.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>189.5</b>	<b>204.8</b>	<b>200.7</b>	<b>216.7</b>	<b>244.6</b>
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	92.0	114.5	114.5	114.5	114.5
자본조정	(33.9)	(34.0)	(34.0)	(34.0)	(34.0)
기타포괄이익누계액	(0.8)	(4.4)	(4.4)	(4.4)	(4.4)
이익잉여금	126.4	122.8	118.7	134.7	162.6
<b>비지배주주지분</b>	<b>22.6</b>	<b>36.7</b>	<b>36.5</b>	<b>37.4</b>	<b>32.8</b>
<b>자본총계</b>	<b>212.1</b>	<b>241.5</b>	<b>237.2</b>	<b>254.1</b>	<b>277.4</b>
<b>순금융부채</b>	<b>(165.2)</b>	<b>(227.9)</b>	<b>(266.0)</b>	<b>(308.1)</b>	<b>(354.0)</b>

## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>27.5</b>	<b>66.2</b>	<b>71.1</b>	<b>71.5</b>	<b>75.6</b>
당기순이익	7.5	12.7	12.8	34.0	40.3
조정	27.3	51.2	16.8	14.0	12.0
감가상각비	17.5	20.5	16.8	14.0	11.9
외환거래손익	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.2	1.5	0.0	0.0	0.0
기타	9.3	28.8	0.0	0.0	0.1
영업활동 변동	(7.3)	2.3	41.5	23.5	23.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>6.7</b>	<b>(21.8)</b>	<b>(20.2)</b>	<b>(17.2)</b>	<b>(18.2)</b>
투자자산감소(증가)	23.1	4.1	(11.4)	(7.8)	(8.1)
유형자산감소(증가)	(47.2)	(21.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
기타	30.8	(4.9)	(3.8)	(4.4)	(5.1)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(25.5)</b>	<b>32.9</b>	<b>(22.3)</b>	<b>(16.4)</b>	<b>(16.4)</b>
금융부채증가(감소)	(10.1)	5.3	(5.7)	0.2	0.2
자본증가(감소)	1.1	22.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.4	22.2	0.0	0.0	0.0
배당지급	(16.9)	(17.1)	(16.6)	(16.6)	(16.6)
<b>현금의 증감</b>	<b>9.6</b>	<b>72.3</b>	<b>28.7</b>	<b>37.9</b>	<b>41.0</b>
Unlevered CFO	51.1	78.5	39.2	64.3	75.3
Free Cash Flow	(20.5)	44.8	66.1	66.5	70.6

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

하나투어



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.11.2	BUY	70,000		
18.10.2	BUY	90,000	-29.65%	-21.56%
18.9.7	BUY	105,000	-33.62%	-29.62%
18.7.4	BUY	120,000	-39.56%	-32.75%
18.4.3	BUY	150,000	-30.27%	-17.00%
18.2.2	BUY	145,000	-23.12%	-16.90%
17.11.2	BUY	110,000	-1.94%	9.55%
17.5.10	BUY	105,000	-16.28%	-4.29%
17.4.6	BUY	94,000	-10.59%	-5.74%
17.2.2	BUY	79,000	-0.45%	8.10%
16.11.2	BUY	75,000	-9.64%	-1.20%
16.8.2	BUY	85,000	-18.03%	-11.29%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.1%	7.0%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 11월 1일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 11월 02일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 11월 02일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.