

APR.2017



SK 증권



SK COMPANY ANALYSIS

# 하나투어(039130KS)

## 뭉쳐서 댔다!

유통/미디어/레저. 손윤경, CFA | 3773-8477, skcase1976@sk.com

연구원. 전영현 | 3773-9181, yj6752@sk.com

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

## Company Data

자본금	58 억원
발행주식수	1,162 만주
자사주	55 만주
액면가	500 원
시가총액	9,653 억원
주요주주	
박상환(외23)	14.85%
국민연금공단	8.08%
외국인지분률	24.10%
배당수익률	1.00%

## Stock Data

주가(17/04/17)	83,100 원
KOSPI	2145.76 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	102,500 원
52주 최저가	61,800 원
60일 평균 거래대금	95 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.5%	10.5%
6개월	20.3%	13.6%
12개월	-8.2%	-13.8%

## 하나투어 (039130/KS | 매수(유지) | T.P 110,000 원(상향))

### 뭉쳐서 났다!

하나투어의 목표주가를 84,000 원에서 110,000 원으로 상향하고 투자의견 매수 유지. 하나투어의 패키지 고객 증가가 예상을 초과하는 호조를 지속하고 있고 동사의 주가 하락을 주도했던 시내 면세점 사업의 축소가 기대되는 점을 반영한 것. 2017 년 하나투어는 패키지 상품 고도화를 통해 성장성과 함께 수익성도 추구할 계획. 여기에 매년 가파르게 증가하고 있는 해외 법인들의 이익 기여 역시 가속화될 것.

### 목표주가 110,000 원으로 상향, 투자의견 매수 유지

하나투어의 목표주가를 84,000 원에서 110,000 원으로 상향하고 투자의견 매수 유지. 하나투어의 패키지 상품 판매가 예상을 초과하는 호조를 보이고 있는 점과, 동사의 주가 하락을 주도했던 시내 면세점 사업 축소에 대한 기대를 반영한 것. 2017 년 하나투어는 패키지 상품의 고도화를 통해 성장성과 함께 수익성도 발전시켜 나갈 계획이며 여기에 더하여 매년 가파르게 증가하고 있는 해외 법인들의 이익 기여 역시 가속화될 것.

### 2017 년 패키지 상품 고도화에 집중: 성장성에 수익성을 더하는 요인

2013 년 이후 지속적으로 개별여행 분야의 경쟁력 강화를 위해 집중. 그 결과 개별여행 시장에서도 높은 경쟁력을 확인. 결국, 여행사의 경쟁력이 다양한 콘텐츠를 저렴한 가격에 공급할 수 있는 역량이고, 이 역량은 절대 고객수를 많이 확보한 업체가 유리함을 증명. 하나투어는 2017 년 다시 본업인 패키지 여행을 고도화하는 작업을 본격적으로 추진할 예정. 패키지 상품 고도화가 개별 여행 고객 확대에 집중하며 하락했던 판매 단가와 수익성을 회복시키며 다시 하나투어 영업이익의 고성장을 이끌 것으로 전망.

### 해외 사업의 고성장에 주목

당사가 하나투어를 주목하는 또 다른 주요 요인은 해외 법인의 고성장. 하나투어의 해외 법인 영업이익은 2013 년 28 억원에서 2016 년 205 억원으로 가파르게 증가. 하나투어 해외 법인들의 주요 고객은 한국에서 현지로 여행을 가는 하나투어 고객으로, 하나투어 본업과의 관련성이 높음. 2017 년 하나투어의 고객이 급증하고 있는 만큼, 해외 법인의 실적 기여 역시 크게 증가할 전망.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	3,855	4,594	5,955	7,271	8,871	10,302
yoy	%	9.3	19.2	29.6	22.1	22.0	16.1
영업이익	억원	404	448	209	523	801	1,112
yoy	%	0.2	10.6	-53.2	150.1	53.0	38.8
EBITDA	억원	476	546	384	819	1,115	1,417
세전이익	억원	462	469	239	583	861	1,172
순이익(지배주주)	억원	334	317	80	423	622	844
영업이익률%	%	10.5	9.7	3.5	7.2	9.0	10.8
EBITDA%	%	12.4	11.9	6.5	11.3	12.6	13.8
순이익률	%	9.2	7.4	1.3	6.1	7.3	8.6
EPS	원	2,879	2,732	692	3,641	5,352	7,267
PER	배	27.1	42.1	95.6	22.8	15.5	11.4
PBR	배	5.0	6.8	4.1	4.5	3.5	2.7
EV/EBITDA	배	14.8	21.4	16.5	9.9	6.5	4.4
ROE	%	18.3	16.8	4.2	21.0	25.5	26.9
순차입금	억원	-2,086	-1,890	-1,656	-1,942	-2,884	-4,042
부채비율	%	132.7	132.1	145.3	161.4	154.3	138.8

## Contents

1. 목표주가 110,000 원으로 상향, 투자 의견 매수 유지	3
2. 해외여행 수요, 개별 & 패키지 고르게 성장 중	6
3. 관광인프라 낮은 한국, 해외 여행 수요 성장세는 지속	10
4. 하나투어의 시장 내 지배력 절대적	13
5. 한국인의 해외 소비에 주목, 해외 사업의 놀라운 성장	16
6. 문제의 면세점, 시내면세점 사업 축소를 예상	20

## 1. 목표주가 110,000 원으로 상향, 투자의견 매수 유지

### 1. 2017 년 본업에 집중, 하나투어의 경쟁력을 확인할 것

하나투어의 목표주가를 기존 84,000 원에서 110,000 원으로 상향하고 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가 상향은 하나투어의 패키지 여행 수요가 예상을 초과하는 성장을 보이는 점과 동사의 주가 하락을 주도했던 시내 면세점의 사업 축소가 가시화될 것으로 예상되는 점을 반영하였다. 여기에 최근 가파르게 성장하고 있는 해외 법인의 실적 역시 예상보다 호조를 보이고 있는 하나투어의 패키지 여행 수요로 개선 가능성이 높다는 점을 고려하였다.

하나투어가 패키지 여행 시장에서 절대 강자임은 누구도 부인하지 못한다. 패키지 여행이 주로 중장년 층이 이용하는 상품인 만큼, 하나투어에 대해서는 젊은 층의 개별 여행이 활성화되면 점유율이 하락할 것이라는 우려가 있었다. 이러한 우려를 떨쳐버리기 위해 하나투어는 2013 년부터 본격적으로 개별 여행 수요를 흡수할 수 있는 다양한 콘텐츠를 마련하는 데 집중했다. 그 결과 하나투어는 개별 여행 시장에서도 높은 점유율을 확보하며 경쟁력을 증명하였다. 결국, 여행사의 경쟁력이 다양한 콘텐츠를 저렴한 가격에 공급할 수 있는 역량이라는 점과 이 역량은 절대 고객수를 많이 확보한 업체가 유리함을 증명한 것이다. 개별여행 시장에서도 높은 경쟁력을 확인한 하나투어는 2017 년 다시 본업인 패키지 여행을 고도화 하는 작업을 본격적으로 추진할 예정이다. 당사는 하나투어가 패키지 상품 고도화를 통해 개별 여행 고객 확대에 집중하며 하락했던 판매 단가와 수익성을 다시 회복시키며 영업이익 고성장을 재개할 것으로 전망한다.

또한 하나투어 주가 하락의 결정적인 요인이었던 시내면세점에 대해서는 1 년의 사업을 통해 자사의 경쟁력이 대규모 매장을 운영할 정도가 되지 않음을 경영진이 인지하였을 것으로 판단한다. 하나투어의 시내면세점은 전년도 280 억원 규모의 영업적자를 시현한 바 있다. 현재의 대형 매장은 다수의 대형 면세점 사업자들과 직접 경쟁하는 구조로 적자 규모를 축소하기 어렵다. 이에 따라 시내면세점에 대한 사업 전략이 현재의 대규모 매장 운영에서 실속을 챙길 수 있는 규모로 축소하는 것으로 전환될 것으로 판단한다.

#### 하나투어 Valuation

	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
지배주주순이익(억원)	353	340	334	317	78	423	622	844	1,083
P/E Multiple (x)						30			
목표시가총액(억원)						12,687			
주식수(천주)						11,616			
목표주가(원)						109,217			

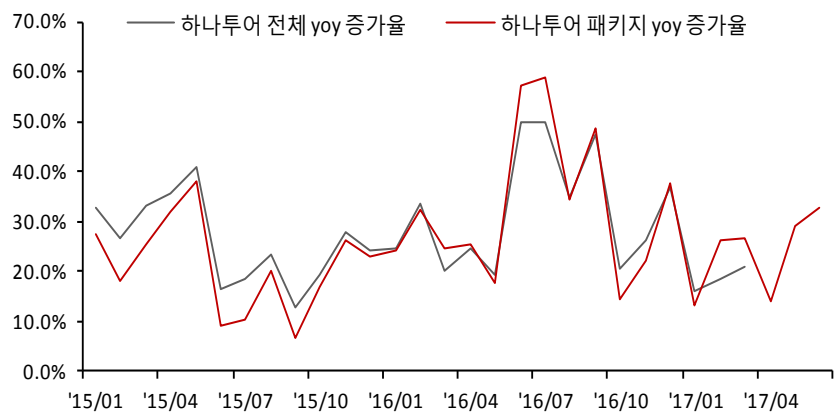
자료: SK 증권

## 2. 중국 사드 영향, 다행히 비수기로 타 지역으로 수요 이동 원할 했음

통상 여행 수요는 오랫동안 고민한 끝에 결정한 만큼, 여행 지역에 문제가 생길 경우 다른 지역으로 이동하는 경향이 있다. 그런데 성수기에 문제가 발생하면 소비자가 지역을 변경해 여행을 하고자 해도 주요 지역의 항공권 판매가 완료되어 여행지 변경이 불가능한 경우가 있다. 그러나 이번 중국과의 사드 갈등은 다행히 비수기에 발생함에 따라 일본 및 동남아 등 중국을 대체할 수 있는 여행지로 가는 항공권에 여유가 있었다. 이에 따라 중국 여행을 계획했던 소비자들 중, 사드 문제로 불거진 중국 내 상황이 불안하여 중국 여행을 원하지 않게 된 고객의 상당 부분이 일본 및 동남아 지역으로 여행지를 변경하는 것이 가능했다.

따라서 2분기 이후 중국 여행 수요의 증가가 둔화에도 불구하고 전체 여행 수요의 높은 성장은 지속되고 있다. 무엇보다도 5 월초의 장기 연휴가 해외 여행에 대한 관심을 증가시켜 수요를 자극하고 있어 2분기 해외 여행 수요의 고성장을 의심할 필요가 없다. 특히, 2017 년은 5 월뿐만 아니라 10 월에도 장기 연휴가 있어 해외로 출국하는 수요의 고성장은 담보되어 있다.

### 하나투어 여행객 증가율 추이



자료: 하나투어

하나투어 분기 및 연간 수익 전망

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015년	2016년	2017년E	2018E
영업수익	1,182	1,092	1,072	1,249	1,490	1,394	1,600	1,469	1,704	1,671	2,037	1,858	4,594	5,953	7,271	8,871
하나투어	969	864	859	908	1,038	925	1,041	915	1,151	1,145	1,394	1,224	3,600	3,920	4,914	6,167
항공권대매수익	36	30	28	28	27	30	28	35	24	30	25	35	122	120	115	104
국제관광알선수익	834	698	724	741	867	678	888	737	968	926	1,210	1,001	2,997	3,171	4,105	5,222
기타알선수익	78	95	89	112	110	105	94	103	123	136	126	145	373	411	530	669
기타수익	22	41	17	27	34	51	31	41	36	53	33	43	108	156	164	172
국내자회사	126	142	141	260	330	395	460	424	397	454	529	488	669	1,609	1,867	2,147
해외자회사	143	146	139	163	197	150	192	210	236	165	211	231	591	749	843	927
연결조정	-56	-61	-67	-82	-76	-88	-92	-81	-80	-92	-97	-85	-266	-337	-353	-371
영업이익	168	117	71	91	96	-28	104	38	157	31	185	150	447	209	523	801
하나투어	135	81	52	80	113	4	127	60	160	39	177	92	348	304	468	597
국내자회사	-2	7	-9	-28	-64	-77	-71	-64	-71	-65	-56	-25	-32	-276	-217	-142
해외자회사	36	29	27	39	47	45	48	65	68	57	63	83	131	205	272	346
영업이익률	14.3%	10.7%	6.6%	7.3%	6.4%	-2.0%	6.5%	2.6%	9.2%	1.8%	9.1%	8.1%	9.7%	3.5%	7.2%	9.0%
하나투어	13.9%	9.4%	6.1%	8.8%	10.9%	0.4%	12.2%	6.5%	13.9%	3.4%	12.7%	7.5%	9.7%	7.7%	9.5%	9.7%
국내자회사	-1.7%	4.9%	-6.1%	-10.8%	-19.4%	-19.4%	-15.5%	-15.2%	-17.9%	-14.4%	-10.5%	-5.2%	-4.8%	-17.2%	-11.6%	-6.6%
해외자회사	25.2%	19.8%	19.5%	24.2%	23.9%	29.7%	25.1%	31.1%	28.9%	34.7%	30.1%	36.1%	22.2%	27.4%	32.3%	37.3%
세전이익	178	135	52	105	94	-46	120	71	172	46	200	165	469	239	583	861
세전이익률	15.1%	12.4%	4.9%	8.4%	6.3%	-3.3%	7.5%	4.9%	10.1%	2.7%	9.8%	8.9%	10.2%	4.0%	8.0%	9.7%
당기순이익	128	106	34	74	38	-56	66	27	130	35	151	125	342	75	441	650
지배주주순이익	121	97	29	70	38	-47	64	22	127	29	148	118	317	78	423	622

자료: 하나투어, SK 증권

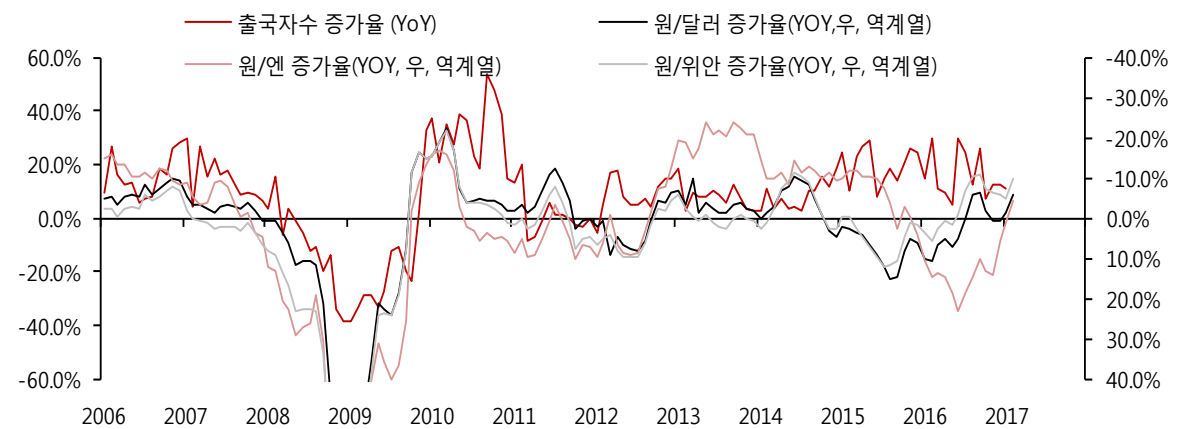
## 2. 해외여행 수요, 개별 & 패키지 고르게 성장 중

### 1. 절대적으로 높아진 소득, 해외 여행 수요는 지속적으로 증가

한국의 인당 GDP는 27,000 달러 수준으로 상승했다. 소득의 추가 성장이 둔화되고는 있으나 절대적으로 높아진 소득과 함께 여가 시간 역시 증가하며 소비자들의 해외 여행 수요는 지속적으로 증가하고 있다. 이에 따라 한국의 총 출국자 수도 지속적으로 증가하고 있다. 더욱 눈에 띄는 것은 달러 기준 인당 GDP를 결정하는 중요한 요인인 환율에 대한 출국 수요의 민감도 역시 낮아지고 있다는 점이다. 2015 년과 2016 년 원화 가치가 지속적으로 하락하는 가운데서도 출국자수는 지속적으로 증가하였다.

2015 년과 2016 년 하락한 원화가치는 인당 GDP의 성장도 제한했다. 그러나 한국인들의 출국수요는 오히려 가파르게 증가했다. 이는 국내 여행 콘텐츠가 충분하지 않아서 나타난 현상이라는 판단이다. 한국은 높아진 소득 수준과 많아진 여가 시간으로 여행 수요가 확대되었는데, 이를 지속적으로 소화해 줄 국내 여행 콘텐츠가 충분하지 않다. 따라서 매년 국내 여행을 즐기던 여행 수요가 더 이상 국내에서 여행할 곳을 마땅히 찾지 못하며 해외 여행으로 수요가 전환되고 있는 것으로 볼 수 있다.

여행 수요 증가는 추세적: 환율 민감도 낮아졌지만, 원화 가치 상승은 분명 수요 증가에 도움이 될 듯



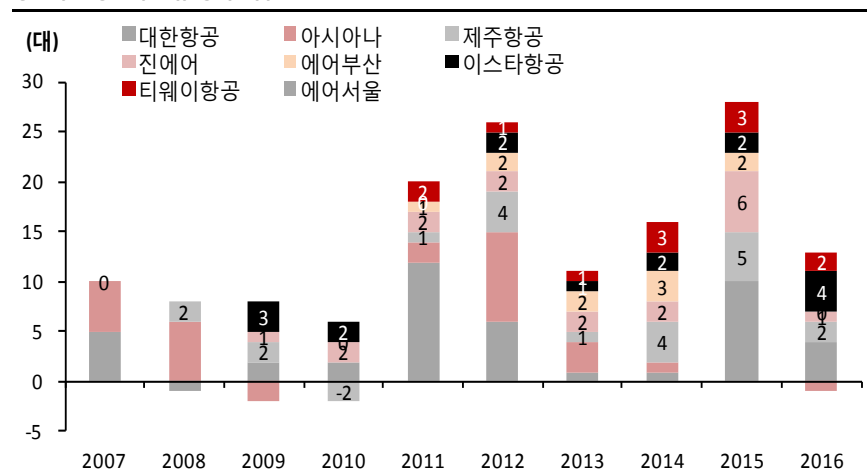
자료: 한국은행, SK 증권

## 2. 항공 인프라 개선, 해외 여행 수요를 자극하고 소화하고!

해외 여행을 하고자 하는 충분한 수요가 있더라도 이러한 수요를 현실화하기 위해서는 다양한 제도적 기반과 함께 항공 인프라가 구축되어 있어야 한다. 특히, 항공 좌석 공급이 수요를 소화할 수 있을 만큼 충분해야 한다. 우리나라는 2011년 이후 항공기 공급이 크게 증가하며 항공 수요를 충분히 소화할 수 있는 여건을 마련했다. 여기에 대한 항공/아시아나 항공과 같은 고가의 항공좌석뿐만 아니라 저가 항공들에 의해 공급되는 좌석 또한 증가해 항공권의 가격 역시 의미 있게 하락시켰고, 이는 다시 해외 여행 수요를 자극하는 역할을 했다.

향후에는 항공좌석의 공급을 원활하게 하기 위한 기초인 공항의 확장도 예정되어 있어 증가하는 해외 여행 수요를 지속적으로 수용할 수 있을 전망이다. 2017년말 인천공항 제 2 청사가 운영을 시작할 예정이다. 제 2 청사가 새롭게 운영되면 신규 취항하는 항공사 노선이 많아지고 이는 항공 좌석의 원활한 공급을 의미한다.

항공사별 항공기 신규 등록 대수



자료: 국토교통부



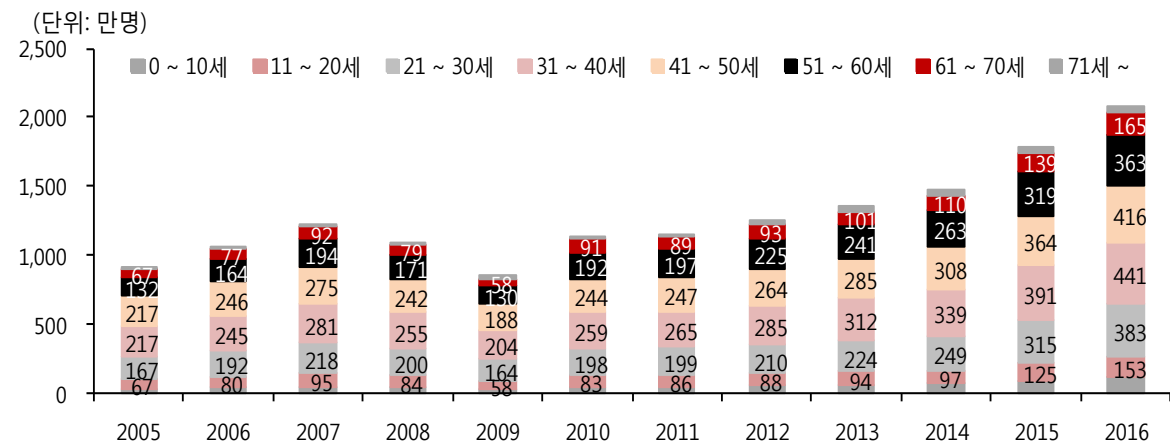
### 3. 여행사들의 적극적인 온라인 마케팅, 20 대 개별 여행을 활성화

총 출국자를 연령대 별로 나누어 보면 최근 2년 동안은 전 연령대에서 유사한 규모의 출국자 증가를 확인할 수 있다. 해외 여행에 대한 수요가 전 연령층에서 증가하고 있음을 의미한다.

특히, 금융위기 이후 뚜렷한 증가가 없었던 20 대의 출국 수요가 최근 가파르게 증가가 눈에 띈다. 금융위기 이후 20 대는 해외 여행을 가고 싶어도 상대적으로 자금 여력이 부족해 해외 여행을 하지 못했던 세대로 평가 받고 있었다. 그런데 최근 20 대의 해외 여행 수요가 증가하고 있는 것인데, 이들이 해외 여행을 갈 수 있을 정도로 항공권 가격이 인하되던 것이 주요 원인이다. 항공권 가격은 저가항공의 국제선 취항이 증가하며 가격이 하락하는 효과가 있었으며, 2013년부터 본격화된 온라인 항공권 최저가 경쟁이 항공권 가격을 의미 있게 하락시킨 것으로 추정된다. 여기에 호텔 가격 비교 사이트들도 활성화되며 항공권 가격뿐만 아니라 호텔 가격 역시 인하되는 효과가 나타나며 20 대 개별 여행 수요를 활성화시킨 것으로 판단한다. 실제로 20 대의 해외 여행은 2015년부터 가파르게 개선되고 있다.

향후에도 저가 항공의 국제선 취항은 지속적으로 증가할 예정이고, 여행사들이 적극적으로 합리적 가격의 호텔 및 여행 콘텐츠를 제공하려는 노력을 지속하고 있어 가격에 민감한 20 대 개별 여행 수요 역시 지속적으로 증가할 전망이다.

연령별 출국자 수



자료: 한국관광공사

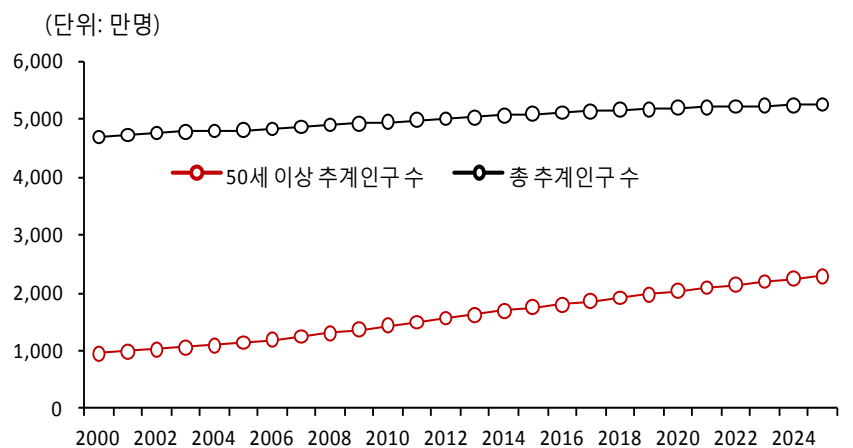
#### 4. '뭉쳐야 뜬다', 40~50 대 패키지 여행 수요를 자극

한편, 50 대 이상의 여행 수요가 가파르게 증가하는 것 또한 눈에 띄는데, 50 대 이상은 주로 여유 자금과 여가 시간이 풍부한 연령대로 장거리 여행과 같은 고가의 패키지 여행 시장의 성장을 주도하고 있다.

2013 년 '꽃보다 할배'가 시청자들에게 큰 관심을 받으며 중/장년층의 해외 여행 수요를 적극적으로 자극하였다. 실제로 50 대 이상의 연령대에서 해외 여행이 본격적으로 증가하기 시작한 시점은 2013 년부터다. 50 대 이상은 해외 여행을 할 때, 모든 것을 직접 준비해야 하는 개별여행보다는 대부분이 준비되어 있는 패키지 여행을 선호함을 추정할 수 있다. 다만, 대부분 소비자가 패키지 여행을 꺼려하는 이유는 과도한 쇼핑에 대한 우려 때문이다. 이에 따라 여행사들은 쇼핑 빈도를 줄이고 상품가격을 높인 패키지 여행 상품을 선보였고, 이 상품을 자금 여유가 있는 50 대 이상의 고객이 구매할 수 있도록 했다. 최근에는 '뭉쳐야 뜬다'라는 방송을 통해 고가의 패키지 상품이 소개가 되며 관련 수요를 확대시키고 있다.

당사는 한국의 50 대 이상 인구가 지속적으로 증가할 것으로 예상되는 만큼, 50 대 이상을 대상으로 한 고가의 패키지 여행 수요 역시 지금과 같은 고성장을 지속할 것으로 전망한다.

#### 50대 이상 추계인구 수



자료: 통계청

### 3. 관광인프라 낮은 한국, 해외 여행 수요의 성장세는 지속

#### 1. 인당 GDP가 일정 수준이 되면, 추가 성장이 없어도 출국 수요는 지속적으로 증가

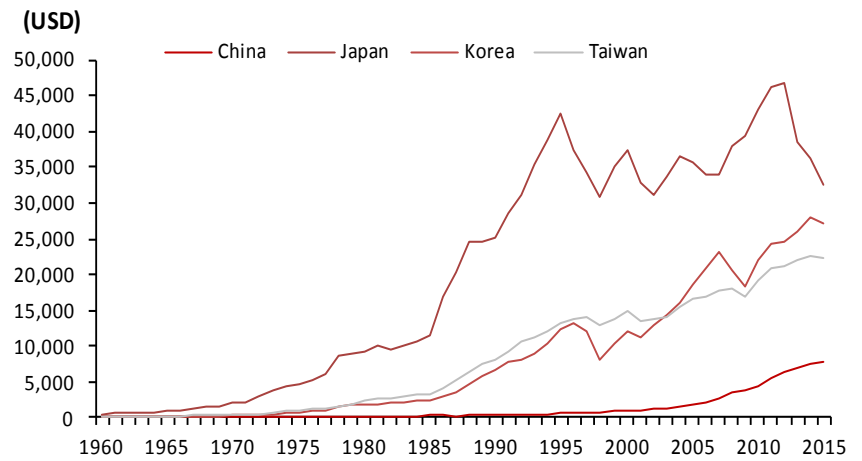
통상 여행 수요는 소득의 함수로 인지하는 경향이 강하다. 그러나 해외 여행 수요는 소득뿐만 아니라 국내의 관광 콘텐츠의 양에도 영향을 받는다. 즉 일정 수준까지 소득이 상승하면 이후에는 소득의 증가가 뚜렷하지 않아도 국내에 여행 콘텐츠가 충분하지 않을 경우, 해외로 출국하는 수요는 지속적으로 증가하는 모습을 보인다. 대표적인 사례가 대만이다.

대만은 소득의 성장이 상대적으로 둔화되고 있음에도 불구하고 인구 대비 출국자 비중은 가파르게 성장하는 모습을 지속하고 있다. 대만의 인구대비 출국자 비중은 인당 GDP가 20,000 달러를 돌파한 2011년부터 급격히 증가하고 있다. 인구 대비 출국자 비중이 가파르게 증가함에도 불구하고 대만의 인당 GDP 성장은 이전보다 둔화되고 있다. 심지어 2015년 대만의 인당 GDP는 전년 대비 감소하였지만 출국자 수는 지속적으로 성장하고 있다. 이는 대만이 인당 GDP 20,000 달러 수준에서 확산된 여행 수요를 자국내의 여행 콘텐츠가 소화할 수 없는 단계에 접어들었기 때문으로 판단한다. 즉 매년 국내 여행을 가던 수요가 더 이상 국내에서 가 볼만한 곳이 없어지며 해외로 눈을 돌리기 시작한 것이다. 여러 번의 국내 여행보다 해외 여행 한번을 원하는 소비자로 증가했을 것으로 추정된다. 그 결과 인당 GDP의 성장 없이도 해외 여행 수요가 급격히 증가하는 모습으로 나타나고 있는 것이다.

당사는 대만이 인당 GDP 20,000 달러 수준에서 여행 수요가 대중화된 것처럼 한국은 인당 GDP 25,000 달러에서 국내 여행 콘텐츠가 확산된 여행 수요를 충분히 소화할 수 없는 수준에 도달한 것으로 판단한다. 인당 GDP가 25,000 달러에 도달한 2013년 이후 인구대비 출국자 비중이 급격히 증가하고 있기 때문이다. 한국 역시 보편화된 여행 수요를 소화할 수 있는 국내 관광 콘텐츠가 충분하지 못해 해외로 여행을 떠나는 수요가 소득의 증가와 관계 없이 증가하고 있는 것으로 추정된다.

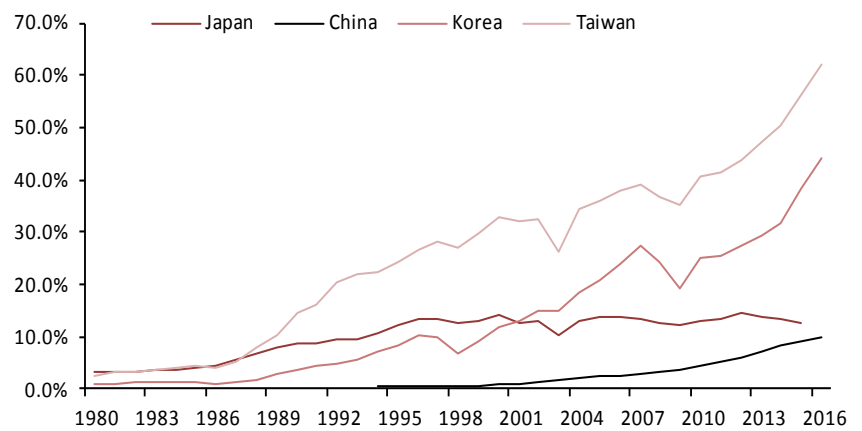
인당 GDP가 22,000 달러 수준에 머물고 있는 대만의 인구 대비 출국자 비중이 60%를 상회하는 것을 고려할 때, 당사는 2016년 현재 44%인 한국의 인구 대비 출국자 비중이 60% 이상으로 상승하는 것은 큰 무리가 없는 것으로 판단한다. 대만보다 국토 면적이 넓어 관광 콘텐츠가 상대적으로 많지만, 대만과 같이 자국민의 여행 수요가 보유한 관광 콘텐츠로 수용할 수 있는 수준을 넘어선 것으로 판단하기 때문이다.

### 주요 아시아 국가 인당 GDP



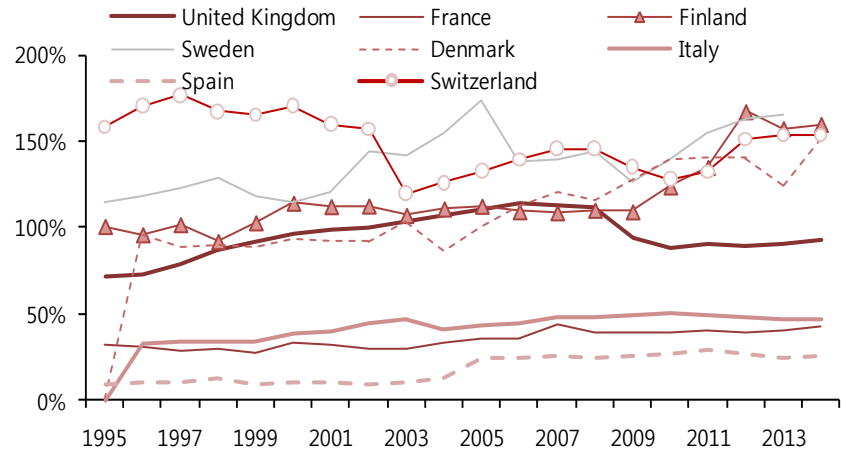
자료: 각국

### 주요 아시아 국가 인구 대비 출국자 비중



자료: 각국

## 주요 유럽 국가 인구 대비 출국자 비중



자료: WORLD BANK

## 주요 국가 국토 면적 및 인당 GDP

국가	면적	인당 GDP(USD)
한국	99,720 Km <sup>2</sup>	27,221
대만	25,980 Km <sup>2</sup>	22,294
일본	337,915 Km <sup>2</sup>	32,477
France	643,801 Km <sup>2</sup>	36,248
Spain	505,370 Km <sup>2</sup>	25,831
Sweden	450,295 Km <sup>2</sup>	50,272
Finland	338,145 Km <sup>2</sup>	41,920
Italy	301,340 Km <sup>2</sup>	29,847
United Kingdom	243,610 Km <sup>2</sup>	43,734
Denmark	43,094 Km <sup>2</sup>	52,002
Switzerland	41,277 Km <sup>2</sup>	80,214

자료: WORLD BANK

주: 2015 년 기준

## 4. 하나투어의 시장 내 지배력은 절대적

### (1) 2 위 사업자와 현저한 차이

#### : 패키지 상품 고도화 전략으로 수익성 확보

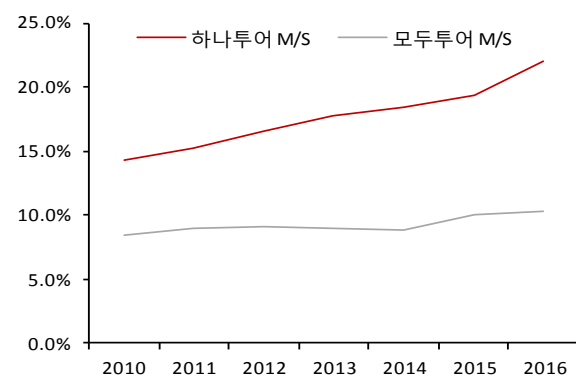
가격을 높이더라도 쇼핑은 축소  
: 소비자가 원하는 것

여행 수요 호조를 가장 크게 누릴 수 있는 업체가 하나투어라 판단한다. 하나투어의 점유율은 22%로 2 위 업체인 모두투어의 10.3% 대비 2 배가 넘는다. 이는 하나투어의 지배력이 절대적으로 높음을 의미한다. 특히, 하나투어의 송객 수 성장률은 2015 년과 2016 년에 더욱 강화되고 있는데, 개별 여행 콘텐츠를 활성화시키면서 하나투어를 이용하는 개별 여행객도 증가했기 때문이다. 개별 여행객에도 소구할 수 있는 콘텐츠를 제공할 역량이 있음을 확인한 하나투어는 2017 년, 보다 적극적으로 패키지 여행 상품에 집중할 계획이다. 자사의 본질적인 역량인 패키지 여행에서 성장성과 수익성을 함께 추구하기 위함이다.

2013 년부터 여행업계는 개별 여행 수요를 흡수하는 것이 장기 성장 동력으로 인식되었다. 인터파크 투어가 공격적으로 항공권 최저가 경쟁을 시작한 것이었다. 당시 하나투어는 패키지 여행의 절대 강자이지만 개별 여행에서는 경쟁력이 높지 않은 회사로 인식되고 있었다. 그러나 인터파크가 시작한 항공권 가격 경쟁은 실제로 하나투어의 점유율을 더 확대하는 결과로 나타났고 개별 여행 고객이 원하는 콘텐츠 역시 대형 패키지 여행사가 공급할 수 있음을 보여주었다.

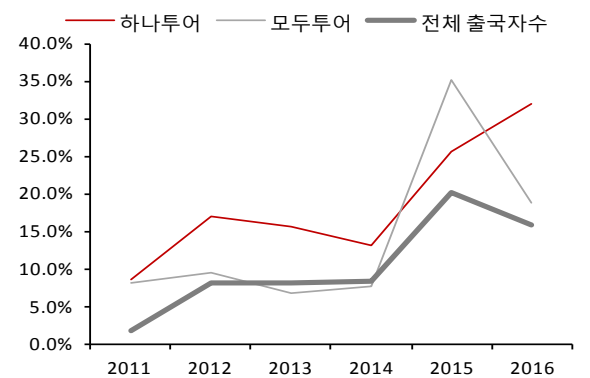
개별 여행 시장에서도 경쟁력을 확인한 하나투어는 2017 년부터 다시 패키지 여행에 집중할 계획이다. 패키지 여행 수요가 여전한 가운데, 패키지 여행에 대한 소비자들의 인식 변화가 나타나고 있어 성장성과 수익성을 함께 창출할 수 있는 분위기가 무르익었기 때문이다.

하나투어 전체 출국자수 대비 M/S 추이



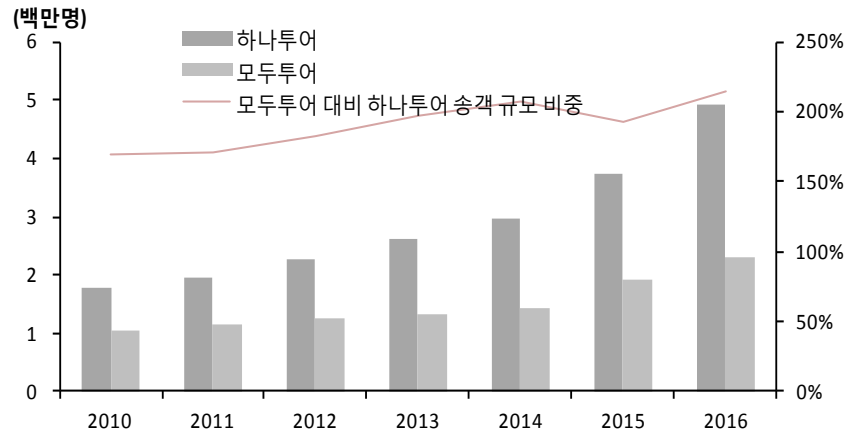
자료: 하나투어, 모두투어

하나투어/모두투어 전체 송출객수 및 총 출국자수 증가율 추이



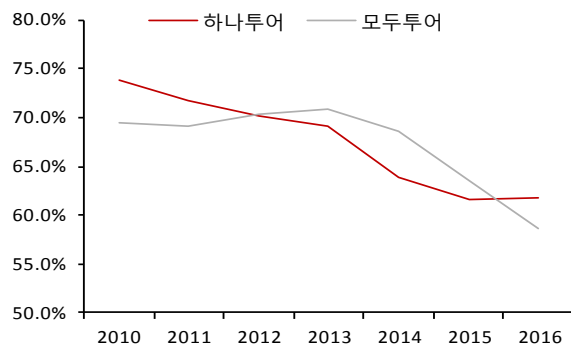
자료: 각 사

## 하나투어 vs 모두투어 전체 송객수



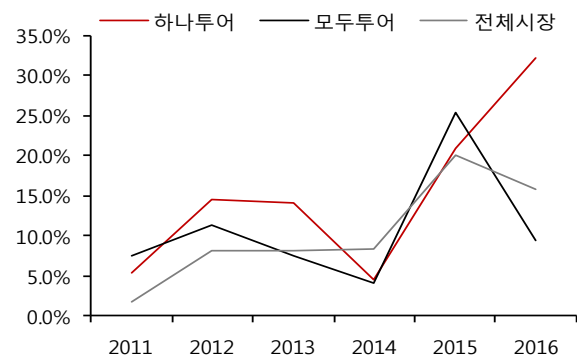
자료: 각 사

## 하나투어 vs 모두투어 전체 송출객수 중 패키지 고객수 비율



자료: 하나투어, 모두투어

## 하나투어 vs 모두투어 패키지 고객 증가율 추이



자료: 각 사

**기획 상품을 적극적으로 활용,  
프리미엄 이미지 구축**

최근 하나투어는 JTBC의 ‘몽쳐야 뜬다’를 후원하는 등 패키지 여행에 대한 홍보를 위한 노력을 적극적으로 하고 있다. ‘몽쳐야 뜬다’는 그 동안 패키지 여행에 대해 소비자들이 보유하고 있던 ‘관광지는 짧게 방문하고’ ‘쇼핑은 많이’ 하는 이미지를 지우는데 큰 역할을 하고 있다. 다소 뻘뻘하지만 효과적으로 관광을 할 수 있는 일정으로 가이드가 있는 것이 관광에 도움이 될 수 있음을 보여주고 있다.

물론, ‘몽쳐야 뜬다’에서 소개되는 상품은 대중적이기 보다는 좀 더 다양한 관광 일정을 포함한 고가의 상품이다. 그런데 고가의 상품임에도 불구하고 소비자들은 ‘몽쳐야 뜬다’에서 소개한 패키지를 직접 구매하고 싶어한다. 본질적인 목적인 ‘여행’을 즐길 수 있다면 가격에 민감하지 않은 소비자가 많음을 확인할 수 있다. 이는 과거 패키지 여행자들이 가격으로 경쟁하던 시절이 끝났음을 보여주는 사례라 할 수 있다.

이러한 트렌드에 맞춰 하나투어는 셰프 오세득과 함께 하는 ‘오세득 셰프투어’와 이봉주 선수와 함께 하는 ‘괌 마라톤 2017 패키지’ 등과 같은 고가의 기획 상품들을 선보였고 소비자들 반응 역시 좋았던 것으로 파악된다. 이 밖에도 허영호 대장과 에베레스트 트레킹 여행, 지리여행 전문가 박종관 교수와 떠나는 세계지리여행, 홍익대학교 하지는 교수와 함께 떠나는 르네상스미술사 여행 등 특정 테마를 가진 여행 상품을 소개하며 패키지 여행의 고도화를 추구하고 있다.

테마여행은 고가임에도 불구하고 매니아층들에게 소구하며 수익성을 높일 수 있다는 점에서 실질적으로 하나투어의 수익성을 개선하는 상품이다. 아직 테마여행은 초기 단계에 있어 단기적으로 하나투어 전체의 수익성 개선 요인으로 성장할 수 있을지에 대한 판단을 하기는 쉽지 않으나, 하나투어의 패키지 여행이 과거와 달리 다양한 모습으로 성장할 수 있음을 보여주는 좋은 사례다.

**패키지 상품 마케팅 활동**



자료: 하나투어



## 5. 한국인의 해외 소비에 주목, 해외 사업의 놀라운 성장

### (1) 현지에서의 사업 확대, 일본 법인의 고성장 주목

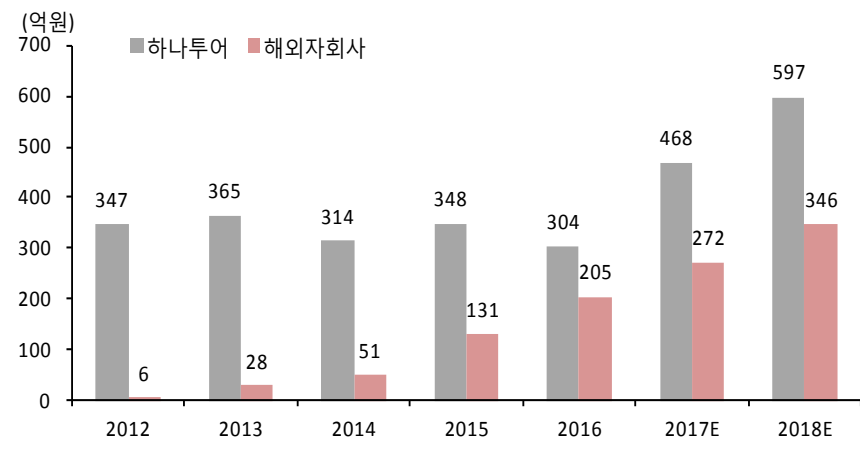
당사가 하나투어를 주목하는 또 다른 주요 요인은 해외 법인들의 고성장이다. 하나투어의 해외 법인들의 주요 고객은 한국에서 현지로 여행을 가는 하나투어 고객이라 할 수 있다. 하나투어의 해외 법인들의 영업이익 기여는 2013년 28억원에서 2016년 205억원으로 가파르게 증가하였다.

**일본, 한국인의 반복 여행이 많음**  
**: 일본으로의 여행객 증가세 지속될**  
**전망**

대부분이 일본 법인이라 할 수 있는데, 일본에서는 현지 여행을 진행할 수 있는 버스와 호텔, 면세점 등을 운영하고 있다. 일본 법인은 국내에서 일본으로 여행을 가는 여행객 수가 증가하면 할수록 실적이 개선되는 모습을 예상할 수 있다. 일본은 짧은 휴가로도 여행을 갈 수 있는 지역으로 해외 여행을 즐기는 젊은 층을 중심으로 반복 여행이 많은 지역이다. 일본은 우리나라와 비교하여 상대적으로 넓은 국토 면적을 보유하고 있는 나라로 관광 콘텐츠가 많다. 이것이 일본으로의 반복 여행이 많은 이유다. 젊은 층만큼이나 중장년 패키지 여행객들 역시 일본 방문이 많다. 실제로 대지진이 발생하며 원전 문제가 불거졌던 2011년을 제외하고 하나투어를 통해 일본으로의 패키지 여행을 간 고객의 수는 가파르게 증가하고 있다.

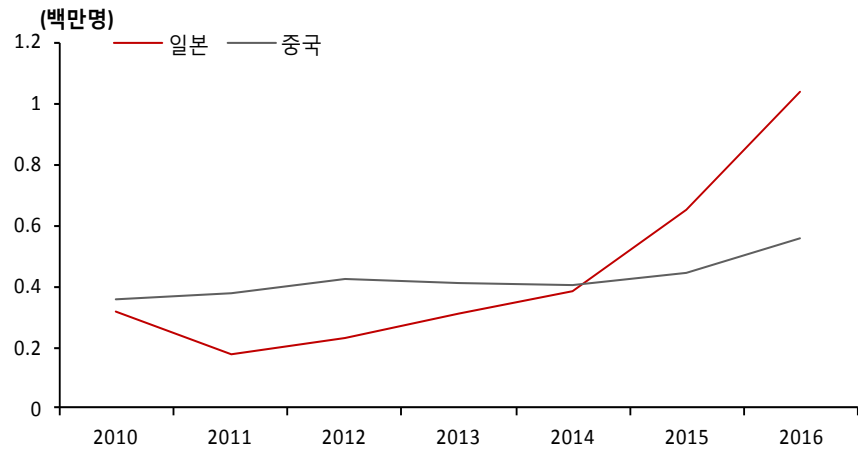
향후에도 일본으로의 관광은 원화 대비 엔화 가치가 급등하거나 2011년과 같은 재해가 발생하지 않는 이상 지속될 전망이다. 따라서 일본 법인을 중심으로 한 해외 법인의 높은 영업이익 기여 역시 지속될 전망이다.

하나투어 본사 영업이익 vs 해외 자회사 영업이익 추이 및 전망



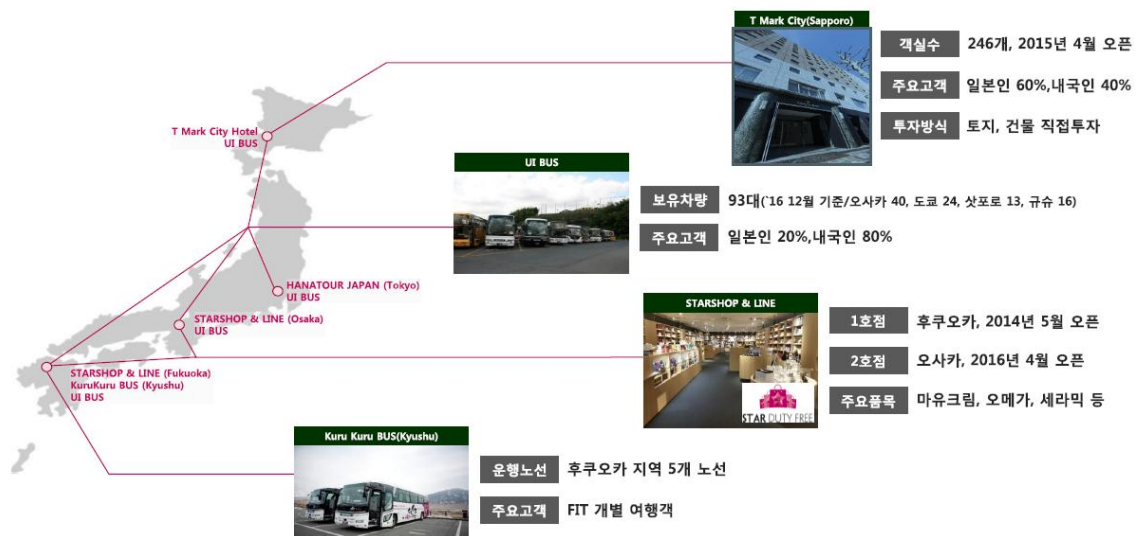
자료: 하나투어, SK 증권

### 하나투어 일본/중국 패키지 여행객 수 추이



자료: 하나투어, SK 증권

### 하나투어 재팬



자료: 하나투어

## (2) 하나투어의 해외 사업, 내국인의 해외 소비를 흡수하는 컨셉

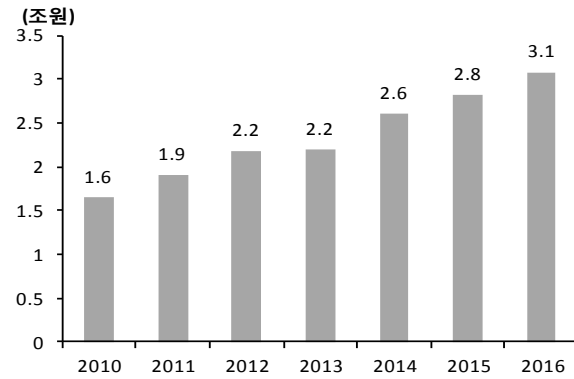
특히, 당사는 하나투어의 해외 면세점 사업에 주목하다. 일본에서 하나투어는 쇼핑 일정을 줄이고 하나투어 면세점만을 들러 기념품을 구매할 수 있도록 하는 여행 상품을 판매하고 있다. 후쿠오카와 오사카 지역에서 각각 10 여평의 하나투어 면세점을 운영하고 있는데, 각 점포에서 연간 20 억원의 영업이익을 창출하고 있다.

대부분의 여행객들은 해외 여행을 떠나며 일정 금액을 현지에서 사용할 경비로 준비해 가는데, 하나투어의 해외 면세점 사업이 경비를 소비할 수 있는 장을 성공적으로 마련해 주고 있다. 하나투어의 수탁금이 3 조원을 초과하고 있는 점을 고려할 때, 하나투어 여행객들이 해외에서 사용할 금액으로 준비해 가는 금액은 1 조원(상품 가격의 30%를 필요 경비로 준비하는 것으로 가정했을 때)에 이를 것으로 추정한다. 하나투어의 해외 면세점 사업이 확대되어 여행객들의 준비된 경비를 흡수할 수 있다면 하나투어의 가치는 차원이 다른 수준을 형성할 수 있을 것이다.

지금까지 하나투어가 해외에서 내국인의 소비를 흡수하는 방법은 현지에서 내국인들이 쇼핑센터를 방문하여 소비하는 금액의 일정 부분을 배분 받는 것이 대부분이었다. 그러나 내국인들의 패키지 여행이 많은 쇼핑보다는 관광에 집중하고 쇼핑은 최소한의 기념품을 구매하는 것으로 변화하고 있다. 즉 한국에서 고가의 패키지 상품을 구매하여 현지에서 여행하고, 여행을 가서는 필요한 기념품을 구매하는 형태로 여행과 관련한 소비 패턴이 변화하고 있는 것이다. 이에 따라 앞서 언급한 바와 같이 패키지 상품의 고도화가 나타나며 쇼핑센터 방문을 최소화한 상품들의 판매가 증가하고 있는데, 이는 현지에서의 쇼핑센터와의 관계에서 하나투어의 협상력이 낮아지는 결과로 나타날 수 있다. 즉 하나투어가 얻을 수 있는 쇼핑 커미션이 작아 질 수 있다. 이를 타개 하기 위해 하나투어는 자사 패키지 고객의 선물 수요를 흡수하기 위해 쇼핑 서비스를 직접 제공하기로 하고 작은 규모의 면세점을 운영하기 시작한 것이다.

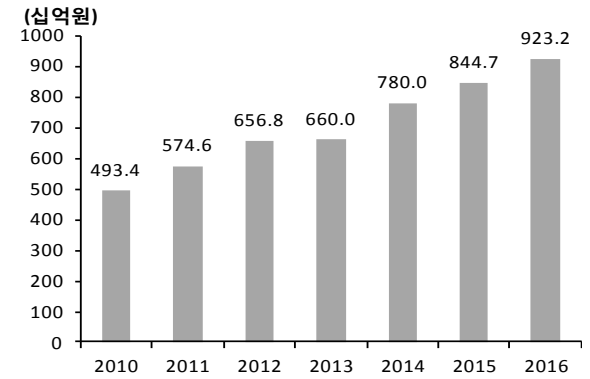
이렇게 시작한 하나투어의 면세점은 놀라운 실적을 기록하며 하나투어의 새로운 성장 동력으로 자리잡아 가고 있다. 하나투어는 쇼핑을 축소한 패키지 상품을 상대적으로 높은 가격으로 판매하여 가격 인상 효과를 누리는 가운데, 일본 현지에서 내국인의 선물 수요 흡수를 통한 이익 창출이라는 두 마리 토끼를 모두 잡고 있다.

### 하나투어 수탁금 추이



자료: 하나투어

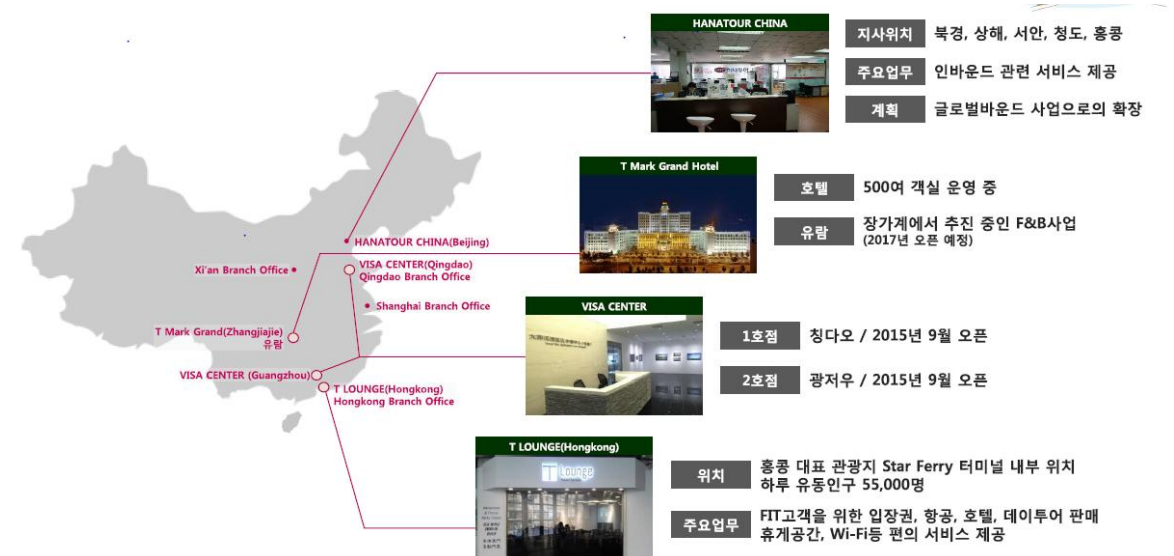
### 패키지 혹은 티켓 가격의 30%를 필요 경비로 준비한다면...



자료: SK 증권

또한 당사는 하나투어의 면세점을 제외한 해외 사업 역시 내국인을 대상으로 하고 있다는 점에서 사업의 확장 가능성이 높다는 판단이다. 특정 지역으로 여행을 가는 한국인의 수가 많다면 하나투어 재팬의 사업을 적용해 볼 수 있기 때문이다. 무엇보다 하나투어 패키지 고객이 많은 지역은 일본과 같이 버스 및 호텔 사업을 직접 시도할 수 있을 것이다. 대표적인 사례가 중국이다. 사드 갈등이 불거지며 본격적으로 사업을 확대하는 데는 시간이 필요할 것으로 보이나, 중국 역시 일본과 함께 한국인이 짧은 여유를 즐길 수 있는 여행 지역인 만큼, 장기적으로 하나투어의 중국 사업 역시 의미 있는 실적을 기여할 수 있을 것으로 판단한다.

### 하나투어 차이나



자료: 하나투어

## 6. 문제의 면세점, 시내면세점 사업 축소를 예상

투자자들이 가장 우려를 하고 있으며 하나투어 주가가 장기 하락한 원인이었던 시내면세점 사업은 사업 규모를 축소할 가능성이 높아 보인다.

2016 년 본격적으로 영업을 시작했던 하나투어의 시내면세점은 매 분기 70 억원 규모의 적자로 연간 280 억의 적자를 기록하며 하나투어 실적 부진의 주요 원인이 되었다. 면세점 사업의 실적 부진에도 경영진은 수요의 회복 가능성에 대한 기대를 접지 못하며 2017 년 1 분기까지 사업을 이끌어 오고 있다. 그러나 사드 갈등으로 주요 타겟 고객으로 생각했던 중국인 고객 유치 활동이 더욱 어려워졌다. 지난 1 년간의 경험으로 하나투어 경영진은 중국인 고객 유치가 쉽지 않음을 인지했을 것으로 추정한다. 또한 하나투어 면세점의 부진이 절대적으로 규모가 큰 롯데면세점/신라면세점/신세계면세점 등과의 가격 및 품목 경쟁에서 열위에 있기 때문임을 인지했을 것으로 추정한다. 이는 사드 문제가 해소된다 하더라도 하나투어의 면세점 실적 개선에 대한 전망이 밝을 수 없음을 의미하는 것이다. 따라서 당사는 하나투어가 시내면세점 사업을 의미 있게 축소하는 의사결정을 내릴 것으로 추정한다.

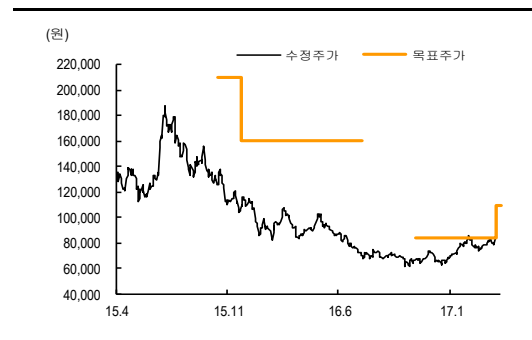
면세점 사업의 축소가 가시화될 경우, 단기 실적은 사업 구조조정 비용 등이 추가로 발생하는 것이 불가피 하나, 장기적으로 면세점 사업의 규모를 유지했을 경우 발생할 것으로 예상되는 대규모 손실을 제한할 수 있다는 점에서 동사의 가치는 상승할 전망이다.

하나투어 분기별 면세점 적자 규모 추이



자료: 하나투어, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.04.19	매수	110,000원
	2016.11.24	매수	84,000원
	2016.11.15	매수	84,000원
	2016.08.05	담당자 변경	
	2016.02.29	매수	160,000원
	2016.01.14	매수	160,000원
	2015.12.16	매수	160,000원
	2015.11.02	매수	210,000원
	2015.10.02	매수	
	2015.07.02	Not Rated	



## Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 4월 19일 기준)

매수	95.1%	중립	4.9%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	3,164	3,403	3,457	4,167	5,558
현금및현금성자산	1,139	1,465	1,560	1,847	2,789
매출채권및기타채권	538	613	895	1,133	1,385
재고자산	10	93	243	308	377
<b>비유동자산</b>	1,210	1,641	1,746	2,108	2,209
장기금융자산	91	264	94	94	94
유형자산	463	593	918	1,145	1,113
무형자산	123	169	159	158	157
<b>자산총계</b>	4,374	5,044	5,203	6,274	7,767
<b>유동부채</b>	2,430	2,754	2,867	3,607	4,394
단기금융부채	155	223	73	73	73
매입채무 및 기타채무	804	825	849	1,074	1,313
단기충당부채	20	23	21	27	33
<b>비유동부채</b>	64	116	215	267	319
장기금융부채	38	82	129	129	129
장기매입채무 및 기타채무	20	27	76	125	174
장기충당부채	0	6	7	9	11
<b>부채총계</b>	2,494	2,871	3,082	3,874	4,713
<b>지배주주지분</b>	1,803	1,969	1,895	2,139	2,737
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	921	910	920	920	920
기타자본구성요소	-347	-337	-339	-339	-339
자기주식	-372	-356	-340	-340	-340
이익잉여금	1,186	1,349	1,264	1,521	2,143
비지배주주지분	77	204	226	261	318
<b>자본총계</b>	1,880	2,173	2,121	2,400	3,055
<b>부채외자본총계</b>	4,374	5,044	5,203	6,274	7,767

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	972	314	246	904	1,147
당기순이익(손실)	354	342	75	441	650
비현금성항목등	218	289	435	378	465
유형자산감가상각비	40	61	131	253	272
무형자산상각비	32	37	44	42	42
기타	84	88	109	-53	-46
운전자본감소(증가)	526	-199	-79	226	240
매출채권및기타채권의 감소(증가)	104	-71	-235	-237	-252
재고자산감소(증가)	-6	-82	-151	-65	-69
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	222	-31	17	225	239
기타	205	-14	290	303	322
법인세납부	-126	-117	-185	-140	-208
<b>투자활동현금흐름</b>	-350	27	98	-497	-250
금융자산감소(증가)	-185	239	451	0	0
유형자산감소(증가)	-100	-160	-472	-480	-240
무형자산감소(증가)	-35	-81	-41	-41	-41
기타	-29	29	160	24	31
<b>재무활동현금흐름</b>	-298	-25	-258	-121	45
단기금융부채증가(감소)	95	31	-184	0	0
장기금융부채증가(감소)	18	61	68	0	0
자본의증가(감소)	-267	-3	0	0	0
배당금의 지급	-141	-161	-169	-166	0
기타	-2	48	26	45	45
<b>현금의 증가(감소)</b>	321	326	96	286	942
기초현금	819	1,139	1,465	1,560	1,847
기말현금	1,139	1,465	1,560	1,847	2,789
FCF	804	44	-454	396	878

자료 : 하나투어, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	3,855	4,594	5,955	7,271	8,871
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	3,855	4,594	5,955	7,271	8,871
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	3,450	4,147	5,746	6,747	8,070
영업이익	404	448	209	523	801
영업이익률 (%)	10.5	9.7	3.5	7.2	9.0
비영업손익	58	22	30	60	60
<b>순금융비용</b>	-41	-33	-17	-20	-27
외환관련손익	-2	-14	-10	-7	-7
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	4	-5	-2	-5	-5
세전계속사업이익	462	469	239	583	861
세전계속사업이익률 (%)	12.0	10.2	4.0	8.0	9.7
계속사업법인세	108	128	164	143	211
<b>계속사업이익</b>	354	342	75	441	650
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	354	342	75	441	650
<b>순이익률 (%)</b>	9.2	7.4	1.3	6.1	7.3
지배주주	334	317	80	423	622
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	8.67	6.91	1.35	5.82	7.01
<b>비지배주주</b>	20	24	-5	18	28
<b>총포괄이익</b>	345	347	80	445	655
<b>지배주주</b>	327	321	84	410	598
<b>비지배주주</b>	18	26	-4	35	57
EBITDA	476	546	384	819	1,115

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	9.3	19.2	29.6	22.1	22.0
영업이익	0.2	10.6	-53.2	150.1	53.0
세전계속사업이익	-5.4	1.6	-49.0	143.7	47.6
EBITDA	4.4	14.8	-29.7	113.0	36.2
EPS(계속사업)	-1.5	-5.1	-74.7	426.3	47.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	18.3	16.8	4.2	21.0	25.5
ROA	8.7	7.3	1.5	7.7	9.3
EBITDA마진	12.4	11.9	6.5	11.3	12.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	130.2	123.5	120.6	115.5	126.5
부채비율	132.7	132.1	145.3	161.4	154.3
순차입금/자기자본	-110.9	-87.0	-78.1	-80.9	-94.4
EBITDA/이자비용(배)	175.2	134.8	61.4	211.8	288.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,879	2,732	692	3,641	5,352
BPS	15,521	16,952	16,312	18,412	23,561
CFPS	3,494	3,583	2,198	6,180	8,056
주당 현금배당금	1,300	1,500	1,500	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	27.9	68.6	163.4	23.5	16.0
PER(최저)	21.4	28.3	89.3	17.3	11.7
PBR(최고)	5.2	11.1	6.9	4.6	3.6
PBR(최저)	4.0	4.6	3.8	3.4	2.7
PCR	22.3	32.1	30.1	13.5	10.3
EV/EBITDA(최고)	15.4	36.8	30.6	10.2	6.8
EV/EBITDA(최저)	10.9	13.4	15.2	7.0	4.4