



여행좌석 구하기가 힘들다

업종 투자 의견 Overweight 유지, 목표주가 상향

여행업종에 대한 투자 의견 Overweight을 유지한 가운데 하나투어와 모두투어에 대한 목표주가를 각각 60,000원과 33,000원으로 상향한다. 목표주가 상향의 이유는 1분기부터 분출될 것으로 예상했던 여행수요가 우리의 낙관적 예상보다도 빠르고 강력하게 증가하고 있어 이를 실적추정에 반영했기 때문이다. 우리는 하나투어, 모두투어의 2010년 추정 영업이익을 각각 26%, 20% 상향한다. 목표주가는 현금흐름할인모형으로 산출했으며, 2010년 P/E 28배~22배, P/B 7.1배~4.4배로 과거 평균수준이다.

보다 빠르고, 보다 강력하고

우리는 금융위기 이후 소비심리 둔화와 신종플루의 영향으로 극심하게 위축되었던 여행수요가 소비심리가 개선되는 가운데 신종플루의 영향력이 완화되면서 2010년에는 급격하게 증가할 것이라 판단했다. 최근 나타나고 있는 여행수요의 분출은 우리의 이러한 낙관적 예상보다도 빠르고 강력한 것이다. 하나투어의 1월/2월 선예약률은 각각 +98%/+150%이고, 모두투어의 경우 +133%/+108%이다.

강력한 여행수요의 회복에 힘입어 여행업체들의 2010년 실적이 큰 폭으로 개선될 것이다. 전체 패키지 여행객수가 증가하는 가운데 기획력과 좌석 확보력이 뛰어난 대형업체 위주로 시장이 재편되면서 업계 1위~2위인 하나투어, 모두투어의 시장점유율이 상승할 것이다. 또한, 수탁금 대비 매출인식물도 지속적으로 상승하고 있어 여행수요 증가에 따른 이익 증가폭은 더욱 클 것이다. 우리는 하나투어와 모두투어의 2010년 매출액이 각각 70%/63% 증가할 것이며, 영업이익은 각각 266억원(+1,744%)/139억원(+2,213%)을 기록하며 큰 폭으로 개선될 것으로 예상한다.

호전되고 있는 정책변수

정부의 정책이 긍정적으로 변하고 있는 것도 급격한 턴어라운드를 지지해주는 요인이다. 정부는 1) 2010년 한중 한시적인 상호 무비자 입국, 2) 주말과 겹치는 법정 공휴일에 대한 대체휴무제, 3) 공공부문 임직원에게 대한 연차휴가의 의무사용, 4) 봄/가을방학 학교장 재량허용 등을 고려하고 있다. 이러한 정책들은 시간적인 측면에서의 제약요건을 완화시키면서 잠재여행수요의 현실화를 가속시킬 것이다. 우리는 정책이 확정되면 실적추정에 추가적으로 반영할 것이다.

Financial Data

	단위	하나투어			모두투어		
종목코드		039130			080160		
현재 주가	원	50,200			27,900		
목표 주가	원	60,000			33,000		
상승 여력	%	19.5			18.3		
시가총액	십억원	583			234		
연도		2008	2009F	2010F	2008	2009F	2010F
매출액	십억원	172.8	121.6	197.9	83.3	57.7	94.2
영업이익	십억원	9.8	1.4	26.6	0.9	0.6	13.9
세전이익	십억원	8.2	1.5	31.4	1.3	2.2	16.1
순이익	십억원	5.0	1.1	24.5	0.6	1.7	12.5
EPS	원	433	96	2,105	74	197	1,493
증감율	%	(81)	(77.8)	2,085.6	(95)	166.7	659.4
PER	배	53.8	521.2	23.8	139.8	141.9	18.7
PBR	배	2.4	5.4	4.7	1.5	4.0	3.3
EV/EBITDA	배	33.8	7,176.2	193.1	-56.7	465.8	12.5
ROE	%	5.3	1.3	27.0	1.2	3.3	22.1

자료: 하나대투증권

TP Upgrade

Industry Analysis

January 4, 2010

Analyst 송선재

유통/미디어/엔터테인먼트

02-3771-7512

sunjae.song@hanaw.com

종목 투자 의견

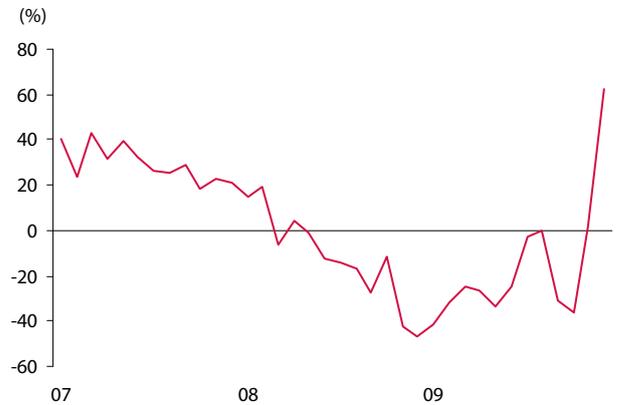
종목명	Rating	TP(12M)
하나투어	BUY	60,000
모두투어	BUY	33,000

그림 1. 전체 출국자수 증가율은 여전히 마이너스지만...



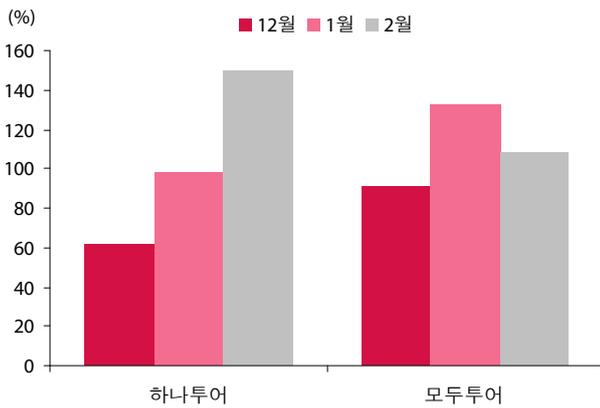
자료: KATA

그림 2. 한달 앞서 발표되는 하나투어 출국자수를 보면 플러스 전환



자료: 하나투어, 하나대투증권

그림 3. 1월 / 2월 선예약률은 +100%~+150% 기록 중



자료: 하나투어, 모두투어

그림 4. 경기선행지수 호조세 지속



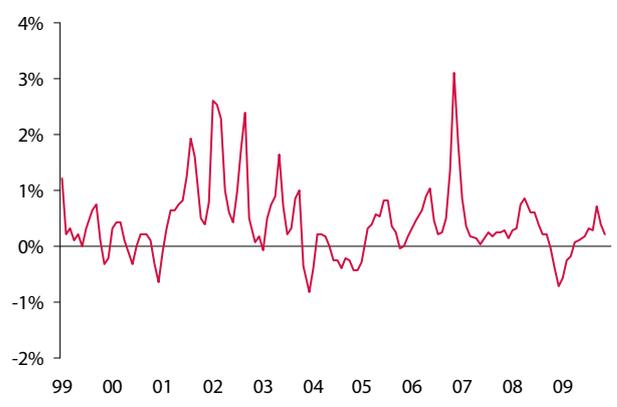
자료: 한국은행

그림 5. KOSPI 상승으로 자산효과 발휘될 전망



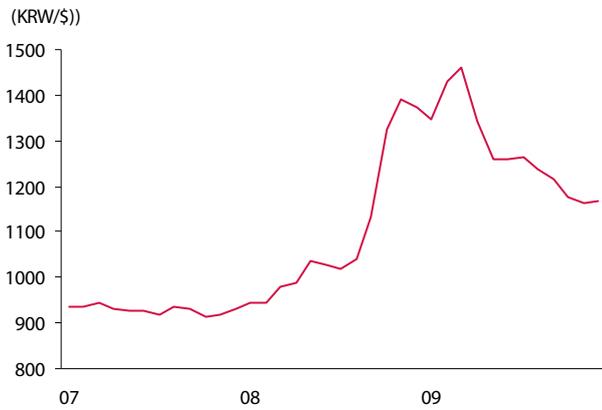
자료: KRX

그림 6. 주택가격 추이도 양호한 편



자료: 국민은행

그림 7. 환율부담은 크게 완화된 상황



자료: 한국은행

그림 8. 고소득층의 여행소비심리 개선



자료: 한국은행

그림 9. 하나투어의 매출인식을 상승



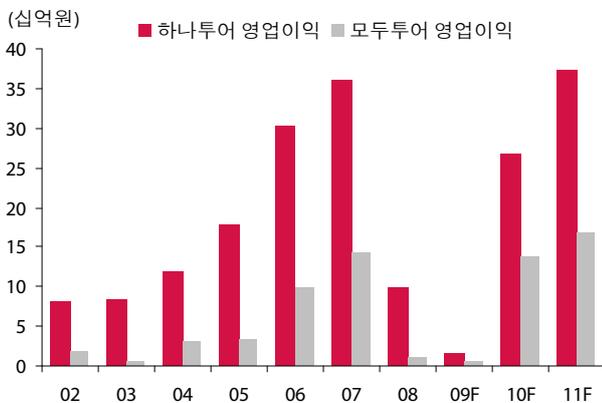
자료: 하나투어, 하나대투증권

그림 10. 모두투어의 매출인식을 역시 상승 중



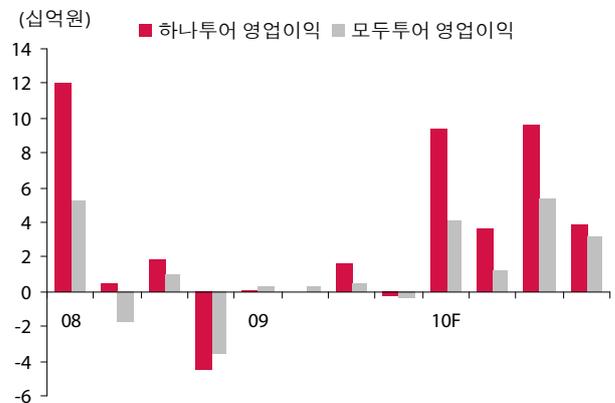
자료: 모두투어, 하나대투증권

그림 11. 연간 영업이익 추이와 전망



자료: 하나투어, 모두투어, 하나대투증권

그림 12. 분기 영업이익 추이와 전망



자료: 하나투어, 모두투어, 하나대투증권

표 1. 하나투어 수익추정 변경

(단위: 십억원, 배, %)

	변경 전			변경 후		차이	
	08	09F	10F	09F	10F	09F	10F
매출액	172.8	117.1	182.3	121.6	197.9	3.8	8.5
영업이익	9.8	0.1	21.1	1.4	26.6	1,342.2	26.1
세전이익	8.2	0.0	25.4	1.5	31.4	n/a	23.4
순이익	5.0	0.0	19.8	1.1	24.5	n/a	23.5
Margin							
영업이익률	5.7	0.1	11.6	1.2	13.4	1.1P	1.9P
세전이익률	4.7	0.0	13.9	1.2	15.8	1.2P	1.9P
순이익률	2.9	0.0	10.9	0.9	12.4	0.9P	1.5P

자료: 하나투어, 하나대투증권

표 2. 하나투어 DCF Valuation

업체	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F ~
NOPAT	-1.6	20.7	29.4	35.8	40.9	
(+) D&A	2.9	3.1	3.4	3.8	4.2	
Gross Cash Flow	1.3	23.8	32.8	39.6	45.0	
(-) Increase in WC	-7.1	-26.8	-7.5	-3.7	-4.3	
(-) Capex	2.9	4.3	4.8	5.3	5.7	
(-) Increase in other assets	-0.9	1.4	0.6	0.5	0.4	
Free Cash Flow	6.5	45.0	35.0	37.5	43.2	
Discount Factor	1.00	0.91	0.83	0.76	0.69	
PV of FCF	6.5	41.0	29.0	28.3	29.7	
Total PV of FCF to 2013	134.6					
Continuing Value (CV)						654.7
PV of CV	450.3					
Value of Firm	584.9					
Net Debt & N-O Assets	116					
Value of Equity	700.4					
# of Shares (thousand)	11,616					
Value per Share (Won)	60,297					
Current Price	48,300					
Upside Potential %	24.8					
Implied PER(x)	28.6					

비고: 할인율 9.8% (RF 4.3%, RP 7%, Beta 0.8), 영구성장률 3% 기준
 자료: 하나대투증권

표 3. 하나투어 Sensitivity Analysis

	할인률	영구성장률				
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
	7.8%	62,940	70,470	81,138	97,419	125,331
	8.8%	56,149	61,595	68,919	79,295	95,131
	9.8%	50,904	54,999	60,297	67,423	77,517
	10.8%	46,733	49,904	53,889	59,045	65,979
	11.8%	43,337	45,852	48,939	52,817	57,836

자료: 하나대투증권

표 4. 모두투어 수익추정 변경

(단위: 십억원, 배, %)

	변경 전			변경 후		차이	
	08	09F	10F	09F	10F	09F	10F
매출액	83.3	57.5	88.8	57.7	94.2	0.2	6.1
영업이익	0.9	0.6	11.6	0.6	13.9	7.9	20.2
세전이익	1.3	2.1	13.7	2.2	16.1	2.1	17.5
순이익	0.6	1.6	10.7	1.7	12.5	2.1	17.5
Margin							
영업이익률	1.1	1.0	13.0	1.0	14.8	0.1P	1.7P
세전이익률	1.5	3.7	15.4	3.8	17.1	0.1P	1.7P
순이익률	0.7	2.8	12.0	2.9	13.3	0.1P	1.3P

자료: 모두투어, 하나대투증권

표 5. 모두투어 DCF Valuation

업체	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F ~
NOPAT	-0.2	10.2	12.6	15.2	16.9	
(+) D&A	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	
Gross Cash Flow	0.5	11.0	13.5	16.2	18.1	
(-) Increase in WC	-2.3	-0.6	-0.2	-0.6	-0.8	
(-) Capex	0.6	0.9	1.0	1.2	1.3	
(-) Increase in other assets	-1.6	2.3	0.8	0.8	0.6	
Free Cash Flow	3.8	8.4	11.9	14.8	17.0	
Discount Factor	1.00	0.91	0.83	0.75	0.69	
PV of FCF	3.8	7.6	9.9	11.2	11.7	
Total PV of FCF to 2013	44.1					
Continuing Value (CV)						254.0
PV of CV	174.0					
Value of Firm	218.1					
Net Debt & N-O Assets	57					
Value of Equity	275.1					
# of Shares (thousand)	8,400					
Value per Share (Won)	32,748					
Current Price	27,350					
Upside Potential %	19.7					
Implied PER(x)	21.9					

비고: 할인율 9.9% (RF 4.3%, RP 7%, Beta 0.8), 영구성장률 3% 기준

자료: 하나대투증권

표 6. 모두투어 Sensitivity Analysis

		영구성장률				
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
할인률	7.9%	34,138	38,097	43,673	52,108	66,360
	8.9%	30,554	33,430	37,282	42,705	50,909
	9.9%	27,780	29,950	32,748	36,495	41,772
	10.9%	25,570	27,255	29,367	32,090	35,736
	11.9%	23,770	25,109	26,749	28,804	31,455

자료: 하나대투증권

표 7. 하나투어 P/E Multiple 추이

(단위: 배)

년도	05	06	07	08	05년~08년 평균	05년~07년 평균
PER(High)	29.8	36.0	42.8	167.9	69.1	36.2
PER(Low)	10.1	21.2	26.1	31.8	22.3	19.1
PER(Avg)	16.7	29.5	33.0	93.4	43.1	26.4
PER(End)	29.8	32.3	33.1	53.8	37.2	31.7

자료: KRX, 하나투어, 하나대투증권

주: 2009년은 이익급감으로 의미가 적어 제외

표 8. 하나투어 P/B Multiple과 ROE 추이

(단위: 배, %)

년도	05	06	07	08	09	05년~09년 평균	05년~07년 평균
PBR(High)	11.7	9.9	11.6	9.4	7.5	10.0	11.1
PBR(Low)	4.0	5.8	7.1	1.8	3.1	4.4	5.6
PBR(Avg)	6.6	8.1	8.9	5.3	4.9	6.8	7.9
PBR(End)	11.7	8.9	8.9	3.0	6.9	7.9	9.9
ROE	47.3	34.6	28.0	5.3	-0.2	23.0	36.6

자료: KRX, 하나투어, 하나대투증권

표 9. 모두투어 P/E Multiple 추이

(단위: 배)

년도	05	06	07	08	05년~08년 평균	05년~07년 평균
PER(High)	37.8	31.1	43.2	743.6	213.9	37.4
PER(Low)	17.7	14.7	17.5	73.4	30.8	16.6
PER(Avg)	25.2	22.4	32.5	349.2	107.3	26.7
PER(End)	34.3	25.8	39.1	139.8	59.7	33.1

자료: KRX, 모두투어, 하나대투증권

주: 2009년은 이익급감으로 의미가 적어 제외

표 10. 모두투어 P/B Multiple과 ROE 추이

(단위: 배, %)

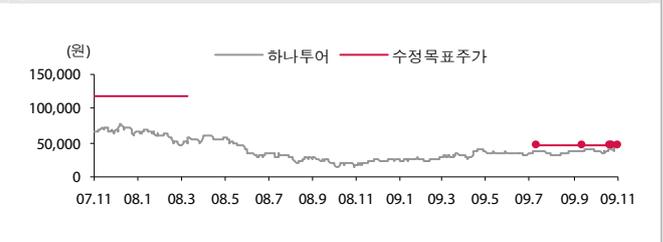
년도	05	06	07	08	09	05년~09년 평균	05년~07년 평균
PBR(High)	8.5	5.6	8.5	9.4	4.7	7.3	7.5
PBR(Low)	4.0	2.6	3.5	0.9	1.3	2.5	3.4
PBR(Avg)	5.6	4.0	6.4	4.4	2.7	4.6	5.4
PBR(End)	7.7	4.6	7.7	1.8	4.5	5.3	6.7
ROE	28.4	26.1	21.5	1.2	3.3	16.1	25.4

자료: KRX, 모두투어, 하나대투증권

투자의견 변동 내역

종목명	날짜	투자의견	수정목표주가
하나투어	10.1.4	BUY	60,000 원
	09.8.3	BUY	47,000 원

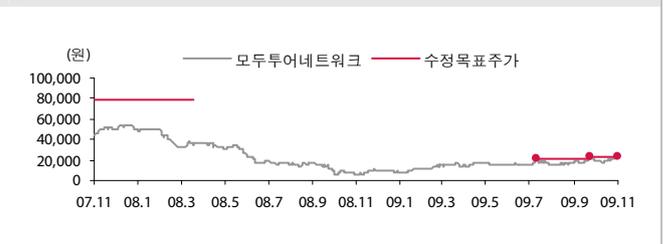
목표주가 추이



투자의견 변동 내역

종목명	날짜	투자의견	수정목표주가
모두투어	10.1.4	BUY	33,000 원
	09.10.16	BUY	23,600 원
	09.8.3	BUY	22,000 원

목표주가 추이



투자의견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석

분류	적용기준
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

2. 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(증권사)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2010년 1월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(증권사)는 2010년 1월 4일 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.