

여행업 (비중확대)

Hot Summer 추천주

투자의견 '비중확대': 모두투어와 하나투어 목표주가 상향, Top Pick은 모두투어

여행업종의 투자의견 '비중확대'를 제시한다. 모두투어(080160)는 투자의견 '매수'를 유지하고 목표주가는 기존 42,000원에서 53,000원으로 상향 제시한다. 하나투어(039130)는 투자의견 '매수'를 유지하고, 목표주가는 기존 60,000원에서 68,000원으로 상향한다. 양사 모두 하반기 실적의 성장이 기대되고 있으며, EPS 성장률과 ROE가 높고 Valuation이 상대적으로 낮은 모두투어를 여행업종 내 Top Pick으로 제시한다.

3분기 전망: 여름 성수기는 봄철 악몽을 떨쳐버릴 것

여행업의 최성수기인 3분기에 하나투어와 모두투어는 전년 동기 대비 성장할 것으로 예상된다. 작년 3분기도 강한 해외 여행 수요로 인해 호실적을 기록한 바 있으나, 올해 3분기 하나투어와 모두투어의 합산 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 15%, 14% 증가할 것으로 전망된다. 3월의 일본 대지진으로 인해 봄철 휴가 수요가 여름으로 일부 이연되어 실현될 것으로 예상되고, 여행업의 환경 변수가 호전되고 있어 하반기 여행 수요의 증가가 전망된다.

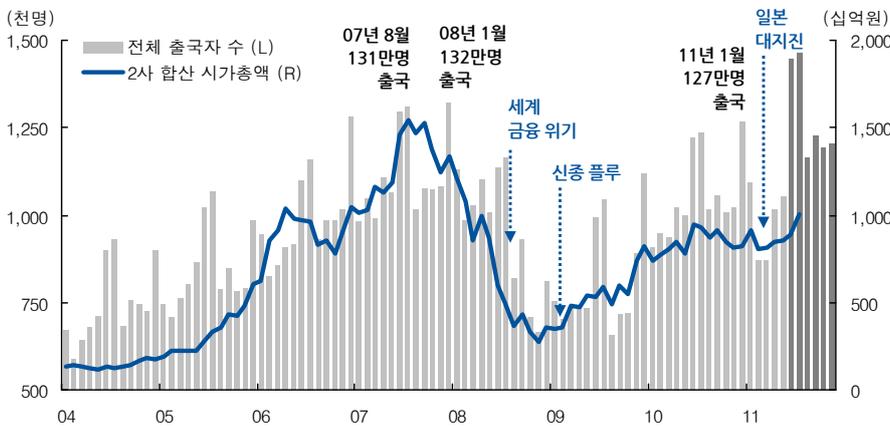
영업 환경 변수 호전: 환율이 밀어주고 항공이 끌어주고

원/달러 환율이 하락세로서 2011년 4분기 말 1,030원을 기록할 것으로 전망되고 있다. 국제선 운항횟수가 증가하고 국적기의 대형 여객기 도입, 외항사 및 저가 항공사 취항 등으로 여행 기업이 활용할 수 있는 항공 좌석의 증가가 진행되고 있다. 특히 전년 하계 기간 높은 수요 대비 항공 좌석 공급이 부족하여 여행 기업의 실적 성장이 제한되었던 현상은 올해 해소될 전망이다. 대한항공, 아시아나 등 항공사의 발권 수수료 폐지와 하나투어와 모두투어의 합작법인 설립 등 산업 흐름은 대형사 위주로 전개되고 있어, 점유율 상승이 예상된다. 2012년 초중고 주5일제 전면 실시, 대체휴일제 추진 등도 여행 수요에 긍정적으로 작용할 전망이다.

김창권
 02-768-4321
 changkwean.kim@dwsec.com

문지현
 02-768-3615
 jeehyun.moon@dwsec.com

출국자 수와 하나투어 및 모두투어 합산 시가총액의 월간 추이 및 전망



자료: 관광공사, Thomson Reuters, 대우증권 리서치센터

본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

■ 여름 성수기는 봄철 악몽을 떨쳐버릴 것

2분기 주요 여행사 하나투어와 모두투어의 합산 매출액과 영업이익, 순이익은 전년 동기 대비 각각 3%, 63%, 67% 하락했다 (K-IFRS 개별 기준). 2분기는 통상적인 비수기로 1분기 대비 낮은 실적을 기록하는 경향이 있으나, 2010년 2분기에는 2주간에 분포된 공휴일과 각 기업의 비용 제한 등으로 2010년 1분기 대비 실적이 성장한 바 있다. 이러한 높은 기저효과로 인해 올해 2분기의 매출액 성장 폭은 제한적이었고, 비용 상승 등으로 이익이 감소했다.

3분기 하나투어와 모두투어
합산 실적은 전년 동기비
성장 기록할 전망

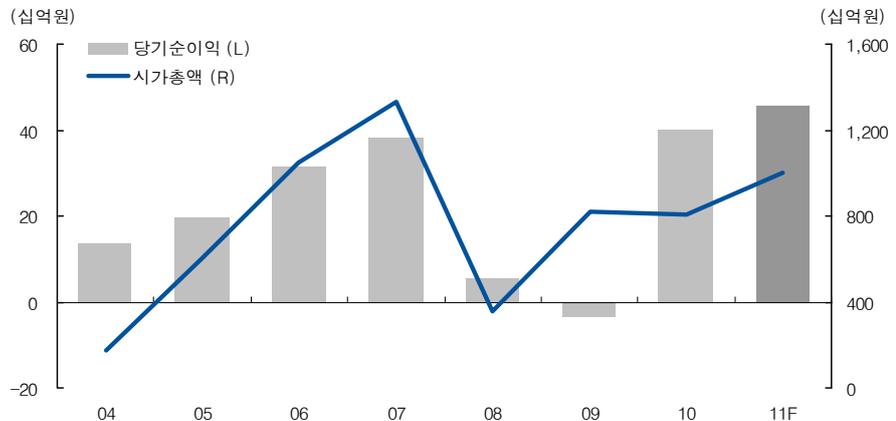
여행업의 최성수기인 3분기에 하나투어와 모두투어는 전년 동기 대비 성장할 것으로 예상된다. 여전히 작년 3분기도 강한 해외여행 수요 실현으로 인해 호실적을 기록한 바 있으나, 올해 3분기 합산 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 15%, 14% 증가할 것으로 전망된다. 3월의 일본 대지진으로 인해 봄철 휴가 수요가 여름으로 일부 이연되어 실현될 것으로 예상되고, 원/달러 환율이 전년 대비 현저히 하락하여 안정세에 있으며, 하계 국제선 운항횟수가 전년 대비 증가하고 국적기의 대형 여객기 도입으로 좌석 공급량이 늘어나 여행 수요를 충분히 소화할 것으로 전망된다.

그림 1. 출국자 수와 하나투어 및 모두투어 합산 시가총액 월간 추이 및 전망



주: 모두투어는 2005년 8월 상장, 2011년 7월 이후 출국자 수는 대우 예상치
자료: 관광공사, Thomson Reuters, 대우증권 리서치센터

그림 2. 하나투어 및 모두투어 합산 당기순이익과 시가총액 연간 추이 및 전망



주: 11년도 합산 시가총액은 전일 증가 기준
자료: 각 사, 대우증권 리서치센터

■ 영업 환경 변수 호전: 환율이 밀어주고 항공이 끌어주고

원/달러 환율 하락,
항공 좌석 공급 증가,
산업 구조는 대형사 유리,
정부 정책은 여행 수요 촉진

환율은 소비자의 여행 수요 실현의 주요 변수로 작용하여, 출국자 수와 여행 기업의 실적에 영향을 준다. 환율은 여행 상품의 잠재 소비자에게 중요한 고려 요소로 작용한다. 해외 소비 여력의 정도와 상품가, 항공비 등의 비용과 직결되기 때문이다. 원/달러 환율은 2011년 4분기 말 1,030원까지 하락할 것으로 전망되고 있다.

항공 좌석의 원활한 공급은 여행 기업의 실적 성장에 있어 기반이 된다. 2010년 하계의 출국자 수는 호황기 수준으로 회복했으나, 국제선 운항횟수가 제한적으로 증가해 공급 부족 현상이 일어나면서 여행 기업의 실적 성장에 있어 제한 요소로 작용했다. 그러나 2011년 하계 운항횟수는 전년 동기 대비 11%, 역대 최고 호황기였던 2007년 하계 대비해서도 5% 증가가 예상되어 있다. 국내 기업의 대형기 도입, 외항사 및 저가 항공사의 취항 등도 항공 좌석의 증가에 기여하고 있는 것으로 판단된다.

산업 구조적인 측면에서도 하나투어, 모두투어 등 대형 여행사에 우호적인 방향으로 흐름이 전개되고 있다. 2010년 1월 대한항공에 이어, 2011년 4월부터 아시아나항공도 항공권 발권시 수수료 지급을 중단했다. 중소형 여행 대리점들이 마진 확보를 위해 항공권 발권보다 패키지 판매로 전환하는 추세로, 도매 여행사는 항공권 고객이 흡수되고 패키지 판매 네트워크가 확대되어 점유율이 상승할 전망이다. 또한 양사는 합작 법인 '호텔앤에어닷컴(자본금 300억원, 하나투어 60%, 모두투어 40% 출자)'을 설립하여 여행 상품에 활용하는 호텔 및 항공 등 자원을 확보할 때 교섭력을 높이고, 호텔 및 항공 재고를 공유해 재고 부담을 줄여 상호 효율성을 높일 예정이다.

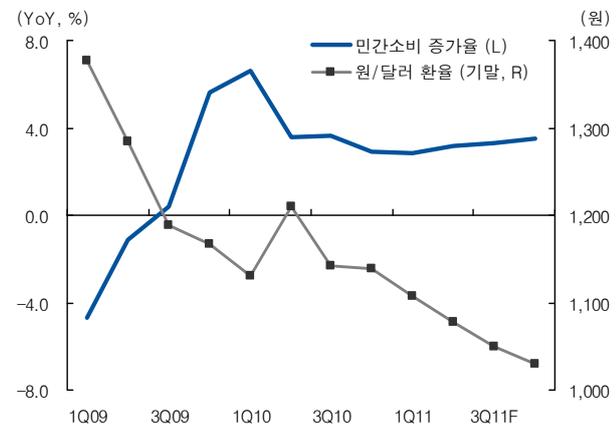
정부 정책 중 2012년부터 초/중/고등학교 주5일제 전면 실시, 대체공휴일 제도 추진 등은 해외 여행 수요를 촉진할 것으로 기대된다. 대한항공은 대형 여객기 A380을 올 여름부터 홍콩과 방콕 등 단거리 노선을 매일 1~2회 운행할 예정 등 단거리 해외 여행에 우호적인 공급 환경도 조성되고 있다.

표 1. 각국 공휴일 수 비교: 미국, 중국, 일본은 이미 대체공휴일 제도 실시 중 (일)

구분	한국	일본	중국대만	러시아	미국/독일
공휴일	14	20	16	14	10 / 8
토일 포함	118	124	120	118	114
대체공휴일제	시행 안 함	일요일만 적용 (월)	토일요일 적용 (월)	토일요일 적용 (월)	토일요일 적용 (금/월)

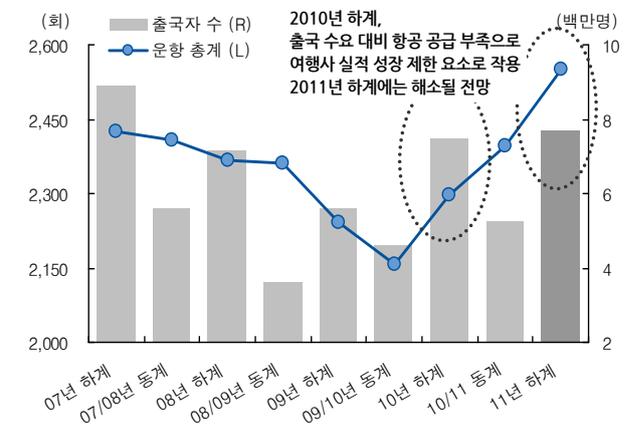
주: 한국의 경우 토요일 휴일 포함은 근로기준법에 의한 주40시간 근무제(주5일 근무) 적용,
일본 공휴일은 연말연시 휴일 5일 포함, 미국 및 독일은 주 별로 공휴일 수 차이 존재, 2009년 연구보고서 기준
자료: 한국문화관광연구원

그림 3. 민간 소비와 원/달러 환율 전망



주: 2011년 3분기부터는 대우 매크로 예상치
자료: 한국은행, 대우증권 리서치센터

그림 4. 하계 및 동계 국제선 운항 총계 및 출국자 수 추이



주: 대략적으로 하계는 4월~10월, 동계는 11월~3월
자료: 관광공사, 국토해양부, 대우증권 리서치센터

■ 글로벌 유사 기업과의 Valuation 비교

한국 여행 산업은
출국자 수 성장과
온라인화가 동시에 진행

글로벌 여행 기업을 살펴보면, 국가의 경제 환경과 지리와 언어 및 문화에 따른 여행 상품의 특성, 비즈니스 모델에 따라 Valuation 수준이 차별화되고 있는 것으로 판단된다.

1) **신흥국의 대표 국가인 중국**에서, 온라인 예약 기반의 비즈니스 모델을 갖고 있는 Ctrip이 2011년 예상 PER 38.5배로 업종 내 가장 높은 Valuation으로 시장에서 거래되고 있다. 중국은 경제 성장과 해외 여행 진입기, 해외와 언어적 차이로 인한 여행사 이용 증가 등으로 아웃바운드 및 인바운드 여행 산업이 성장세에 있다. Ctrip은 이러한 영업 환경 속에서 매출이 성장하는 중이며, 온라인 예약에 기반한 비즈니스 모델을 채택하고 있어 높은 수익성도 기록하고 있다.

2) **미국**의 경우 온라인 예약 비즈니스 모델을 보유한 기업 Priceline과 Expedia가 여행업과 동시에 전자상거래업으로 분류되고 있으며, 실적 개선 및 높은 수익성 전망으로 2011년 예상 PER이 상대적으로 높은 10배 중반~20배 중반 수준을 기록하고 있다.

3) **일본과 유럽**의 대표 여행사 주식들은 2011년 예상 PER 10배 이하의 상대적으로 낮은 Valuation 수준으로 거래되고 있다. 일본과 유럽의 기업들은 각국의 부진한 경제 성장 전망으로부터 자유롭지 못한 모습이며, 총인구 대비 출국 비율이 이미 많이 상승하여 산업이 성숙되었다. 오프라인 위주의 비즈니스 모델로 상대적으로 낮은 수익성을 기록하는 점도 할인 요소로 작용하는 것으로 판단된다.

4) **한국**의 여행 기업인 하나투어와 모두투어는 각각 2011년 기준 PER 23.9배, 19.3배로 거래되고 있다. 두 기업은 총인구 대비 출국 비율이 아직 상승 여력이 있는 성장 시장에서 사업을 영위하고 있고, 양사의 전체 출국자 수 대비 송출객 수 점유율은 각각 약 14%, 8% 수준으로 기존 시장 내에서도 상승 여력이 있다고 판단된다. 현재는 비즈니스 모델 상 오프라인 판매 비율이 높으나 도매 공급사에서 거래 구조 상 일정한 마진 확보가 가능하며 제한적인 고정 비용 구조로 규모의 경제에 따른 영업 레버리지가 가능하여, 타국의 오프라인 기반 여행 기업 대비 높은 ROE를 기록하고 있다. 온라인 예약 수요 증대 등에 따라 온라인 예약 시스템을 개편했으며, 온라인 거래액이 증가세에 있다.

표 2. 국내외 주요 여행 기업의 수익 예상과 Valuation (2011F)

(각국통화, %, 배)

국가	기업명	회계연도	매출액	영업이익	순이익	주가	ROE	EPS	EPSG	PER	영업이익률	순이익률
한국	하나투어	201112	250	32	27	55,200	23.1	2,312	11.3	23.9	12.8	10.8
	모두투어	201112	137	23	19	43,150	26.3	2,240	17.5	19.3	16.9	13.7
	한국 평균						24.7			21.6	14.2	11.8
중국	Ctrip	201112	558	201	181	44.98	18.7	1.17	10.3	38.5	36.0	32.3
	Beijing Capital Tourism	201112	2,613	257	179	17.28	16.7	0.81	0.0	21.3	9.8	6.8
	China CYTS Tours	201112	7,693	686	313	14.82	13.1	0.76	18.0	19.6	8.9	4.1
	중국 평균						16.1			29.5	22.6	18.6
일본	HIS	201110	403	9	9	2,220	14.6	268.30	157.1	8.3	2.3	2.2
	Kinki Nippon Tourist	201112	65	2	2	101	--	23.20	596.7	4.4	3.7	3.4
	일본 평균						14.6			6.3	2.3	2.2
미국	Priceline	201112	4,224	1,276	1,029	538.86	43.3	20.34	50.8	26.5	30.2	24.4
	Expedia	201112	3,927	884	546	31.40	19.5	1.95	14.7	16.1	22.5	13.9
	Travelzoo	201112	155	40	24	55.13	34.0	1.45	81.0	38.1	25.8	15.5
	Orbitz	201112	778	37	-6	3.40	6.0	-0.05	적전	--	4.7	-0.8
	미국 평균						25.7			26.6	24.6	17.5
유럽	TUI Travel	201109	14,018	423	245	193.60	12.3	22.82	4.2	8.5	3.0	1.7
	Thomas Cook	201109	10,485	356	159	0.73	8.5	0.19	-32.5	3.9	3.4	1.5
	유럽 평균						10.4			8.4	3.2	1.6
평균						19.3				18.9	13.7	10.1

주: 한국 기업 K-IFRS 개별 기준, 주당 데이터 제외 한국/일본 십억, 그 외 백만 단위, 중국 기업 중 Ctrip은 미국, 그 외 중국 상장, 자료: Thomson Reuters, 대우증권 리서치센터

■ 온라인 여행 예약 증가는 여행 산업의 장기 트렌드를 대변

온라인 여행 예약 거래액
고성장 중

온라인 여행 예약의 증가세는 여행 산업의 장기 트렌드와 밀접하게 닿아있다. 여행사의 이용 고객층을 소득 수준과 여행 경험도에 따라 나뉘었을 때, 하위층에서는 새로 유입되고 있는 부분도 많으나, 상위층에서는 급속히 이탈하고 있는 것으로 판단된다. 이탈 고객은 FIT(Free Individual Traveler)로 대표되는데, 가이드가 포함된 풀 패키지가 아닌 에어텔 (항공, 호텔) 예약만 이용하고, 상품 구성 요소의 적극적인 가격 비교를 추구하는 성향이 있다.

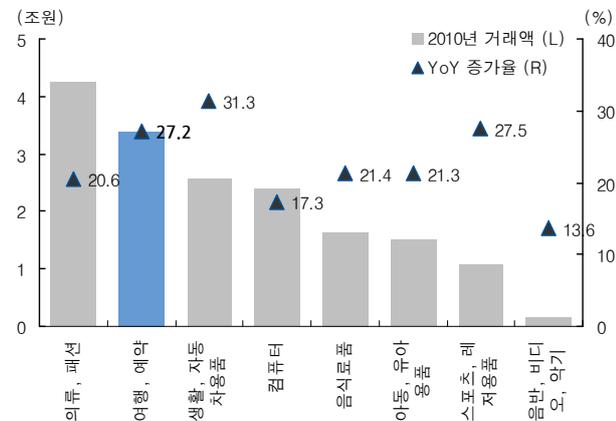
이러한 트렌드는 1) 국내 온라인 쇼핑물 상품군별 거래액에서 여행 및 예약 부문이 두 번째로 큰 규모로 성장했으며, 2010년에 27.4%의 높은 전년비 성장률을 기록한 것, 2) 대표적인 항공 및 호텔 예약 사이트인 인터파크 투어의 거래액이 증가세를 이어가고 있다는 것 등을 통해 감지되고 있다. 3) 최근 글로벌 온라인 여행사 Expedia도 한국 진출을 공식화하며, 국내 고객을 대상으로 글로벌 호텔 예약 사업을 시작했다. 항공권과 호텔은 비교적 표준화된 상품이나, 제공사 등의 조건과 계절성에 따라 가격이 달라지고 상대적으로 고가이기 때문에 가격 비교 유인이 높다. 따라서 **가격 비교가 수반된 온라인 여행 예약은 앞으로도 성장 가능성이 높다고 판단된다.**

오프라인을 통한 모객이 대부분을 차지하는 하나투어와 모두투어는 고객 특성 상 이런 흐름에 내성이 있는 편으로 판단된다. 1) 한국인의 해외 여행 경험이 2010년 총인구 대비 출국자 비율 25.9%를 고려할 때 아직 적은 편이며, 2) 주 고객층이 가격 및 시간, 언어적 문제 등으로 패키지 상품에 편리성을 느끼는 가족 단위, 직장인, 단체 여행객 등으로서 이들은 앞으로도 양사의 주요 고객으로 남을 것으로 전망된다.

오프라인 유지와 함께
온라인 동시에 공략

그러나 여행 경험이 많아지면서 자유 여행을 선호하는 경향이 강해지며, 온라인 예약의 편리성과 가격 비교를 통한 합리적인 소비에 익숙해지는 고객이 증가하고 있다. 이에 대한 대응을 위해 양사는 1) 저가 상품 및 온라인 예약 전용 브랜드 및 사이트를 만들고, 2) 패키지 상품에 대해서도 온라인 예약을 확대하며, 3) 여행 관련 정보 및 마일리지 제공을 통한 충성도 제고 등의 정책으로 **온라인 거래액의 점진적인 증가를 꾀하고 있다.** 또한 4) 하나투어와 모두투어의 ‘호텔앤에어닷컴’이라는 합작법인 설립 결정은 자유여행 선호 증가에 따른 항공 및 호텔에 대한 개별적인 수요에 대응하고, 계절성이나 영업 환경에 따른 재고 위험 부담을 양사 협력으로 감소시키기 위한 것으로 판단된다.

그림 5. 2010년 국내 전체 온라인 쇼핑물 상품군별 거래액



자료: 통계청, 대우증권 리서치센터

그림 6. 인터파크 투어 월간 거래액 추이



자료: 인터파크, 대우증권 리서치센터

모두투어 (080160/매수)

모범생이 때를 잘 만난다면? 실적 우등생이 원화 강세 흐름을 만나다

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	53,000
현재주가(11/08/03, 원)	43,150
상승여력	22.8
EPS 성장률(11F,%)	17.5
MKT EPS 성장률(11F,%)	6.1
P/E(11F,x)	19.3
MKT P/E(11F,x)	11.0
KOSDAQ	531.91
시가총액(십억원)	362
발행주식수(백만주)	8
60D 일평균 거래량(천주)	79
60D 일평균 거래대금(십억원)	3
배당수익률(11F,%)	1.6
유동주식비율(%)	77.0
52주 최저가(원)	27,900
52주 최고가(원)	44,100
베타(12M, 일간수익률)	0.9
주기변동성(12M daily,%,SD)	2.8
외국인 보유비중(%)	16.3
주요주주	
우종웅 외 4인(18.75)	
프랭클린템플턴투자신탁운용(주)(8.56)	
국민연금관리공단(7.82)	

주기상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.6	8.0	23.5
상대주가	14.4	8.3	8.1

- 투자의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 42,000원에서 53,000원으로 상향
- 3분기 실적은 성장 폭 확대될 것으로 전망, 송출객 수 점유율 상승과 패키지 판매 확대 중
- 경쟁 기업 대비 높은 수익성 대비 낮은 Valuation, 환율 하락세가 긍정적

모두투어에 대한 투자의견 '매수'를 유지하며, 목표주가는 기존 42,000원에서 53,000원으로 상향한다. 목표주가는 동사의 2011년 예상 EPS에 경쟁 기업인 하나투어의 전일 증가 기준 2011년 예상 PER을 대입한 값이다. 동사의 상대적으로 높은 ROE와 영업이익률, 시장점유율 상승세를 고려할 때, **현재 유사 기업 대비 할인된 Valuation 수준으로 거래되고 있다고** 판단된다.

동사의 2분기 실적은 시장 예상치를 하회하였다. K-IFRS 개별 기준, 2분기 매출액이 전년 동기 대비 2.2% 감소했고, 영업이익은 전년 동기 대비 54.5% 감소했다. 이는 작년 동기의 높은 기저효과 때문으로 파악된다. 2010년 2분기 2개 주간에 걸쳐 휴일이 있었던 데 반해 올해는 1개 주간에 휴일이 분포했다. 3월 중순의 일본 지진 여파로 봄철 해외여행 수요가 주춤했던 것도 부정적 요인으로 파악된다. 또한 2010년 하반기부터 광고선전비가 증가하여, 전년 동기 대비 광고선전비가 40.7% 증가한 것도 영업이익의 전년 동기비 하락을 유발했다.

동사의 3분기 실적은 2분기 부진을 딛고 성장 폭이 확대될 것으로 기대된다. K-IFRS 개별 기준, 3분기 매출액은 전년 동기 대비 16.7% 증가하고, 영업이익은 전년 동기 대비 24.1% 증가할 전망이다. 전체 출국자 수 대비 모두투어의 송출객 수 점유율은 2010년 8%대에서 2011년부터 9%대로 상승 중이다. 작년 1월 대한항공에 이어, 올해 4월부터 아시아나가 항공권 발권 수수료 지급을 중단한 것도 도매 여행사인 모두투어에 유리하게 작용할 전망이다. 중소형 여행 대리점들이 마진 확보를 위해 항공권 발권보다 패키지 판매를 늘리고 있는 것으로 파악되고 있다.

모두투어의 연간 순이익과 시가총액 추이를 동사가 상장된 2006년 이후부터 살펴보면, 2010년 이익의 대폭적인 성장을 보여준 데 비해 시가총액의 증가는 더뎠던 것으로 판단된다. 2011년 순이익은 전년 대비 17.5% 증가할 것으로 전망되고 있다. 동사가 경쟁 기업 대비 높은 수익성에도 불구하고 할인되어 거래되고 있다는 점, 여행주 주가의 주요 변수인 원/달러 환율이 1,000원대로 하락하여 안정세에 있다는 점 등이 긍정적으로 작용하여, 실적 성장에 동행하는 주가 상승이 가능할 것으로 판단된다.



▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/09	61	0	0.5	1	145	1	2	2.4	193.1	4.7	203.4
12/10	117	19	16.6	16	1,906	20	33	27.6	18.6	4.5	11.0
12/11F	137	23	16.9	19	2,240	24	20	26.3	19.3	4.7	11.3
12/12F	165	31	18.6	25	2,936	31	27	28.5	14.7	3.8	8.0
12/13F	194	41	21.2	33	3,911	41	34	30.1	11.0	3.0	5.3

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 모두투어, 대우증권 리서치센터

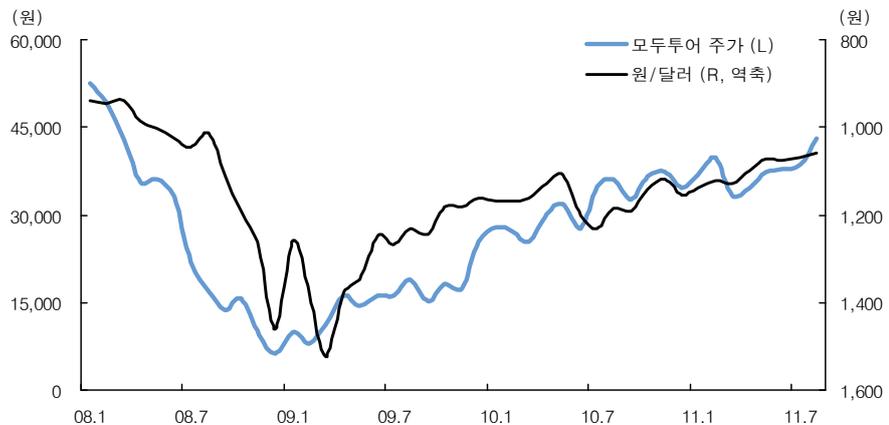
표 3. 모두투어 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %, 천명, 원, 달러)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11F	4Q11F	2010	2011F
매출액	25	27	36	29	34	26	43	34	117	137
영업수익	25	26	36	29	34	26	42	34	117	136
항공권	5	5	6	6	6	3	4	3	23	15
여행알선	19	20	29	21	27	22	37	29	89	114
기타	1	1	1	2	2	2	2	2	5	7
기타수익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
매출비중										
영업수익	99.2	98.8	100.0	100.0	99.5	99.4	99.6	99.5	100.0	99.5
항공권	19.6	20.5	16.5	22.0	16.2	10.5	8.7	9.6	19.5	11.1
여행알선	75.3	73.6	79.9	72.2	77.9	82.9	87.0	85.1	75.9	83.5
기타	4.2	4.7	3.5	5.9	5.3	6.0	4.0	4.7	4.6	4.9
기타수익	0.8	1.2	0.0	0.0	0.5	0.6	0.4	0.5	0.0	0.5
영업이익	5	4	8	2	8	2	10	3	19	23
영업이익률	18.3	15.1	22.6	6.0	23.4	7.0	24.0	9.2	16.6	16.9
당기순이익	4	3	6	2	6	2	8	3	16	19
순이익률	15.2	13.1	17.8	7.0	18.3	6.5	18.9	8.3	13.7	13.7
YoY 성장률										
매출액	93.4	89.8	104.5	77.8	35.0	-2.2	16.7	17.2	90.8	17.0
영업수익	91.8	87.5	104.5	77.8	35.4	-1.6	16.2	16.6	90.8	16.4
항공권	17.6	34.2	14.7	10.4	11.9	-50.2	-38.9	-48.5	18.1	-33.3
여행알선	133.0	116.3	147.8	114.8	39.6	10.3	26.9	38.2	129.0	28.6
기타	56.6	39.7	58.1	115.1	69.5	24.0	31.0	-5.0	66.8	25.5
영업이익	1319.2	1341.3	2013.6	흑전	72.4	-54.5	24.1	77.8	6,835.0	19.2
당기순이익	644.2	727.2	1412.2	흑전	61.8	-51.1	23.7	38.8	1,219.2	17.5
주요 변수										
총 출국자 수	2,977	2,957	3,473	3,082	3,228	2,936	4,180	3,519	12,488	13,862
기업 송출객 수	265	258	301	276	304	277	382	353	1,100	1,316
출국자 수 대비 점유율	8.9	8.7	8.7	9.0	9.4	9.4	9.1	10.0	8.8	9.5
환율 (원/달러 평균)	1,144	1,163	1,186	1,133	1,120	1,084	1,060	1,030	1,156	1,074
유가 (두바이)	76.0	78.1	74.1	84.5	100.6	104.5	100.0	104.0	78.2	102.3

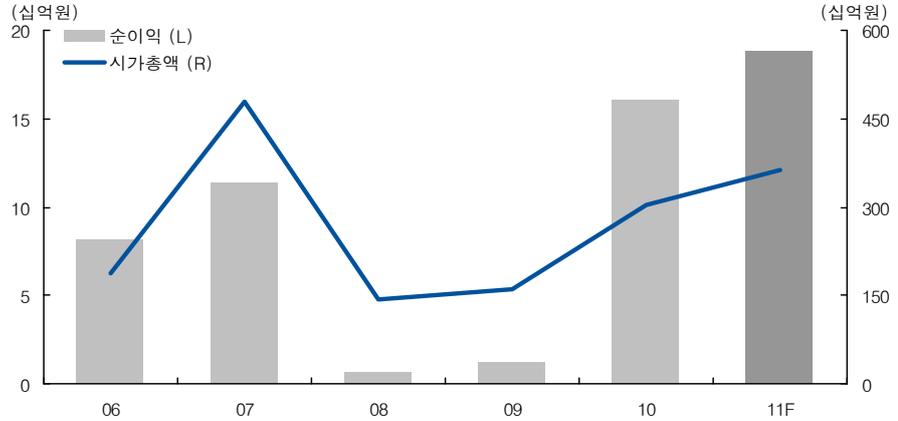
주: 2010년 상반기 및 2011년 수치는 K-IFRS 개별 기준, 2010년 하반기는 K-GAAP 분사 기준, 사측에서 2010년 하반기 K-IFRS 기준 데이터 미제공
자료: 모두투어, 대우증권 리서치센터

그림 7. 원/달러 환율과 모두투어 주가 월간 추이



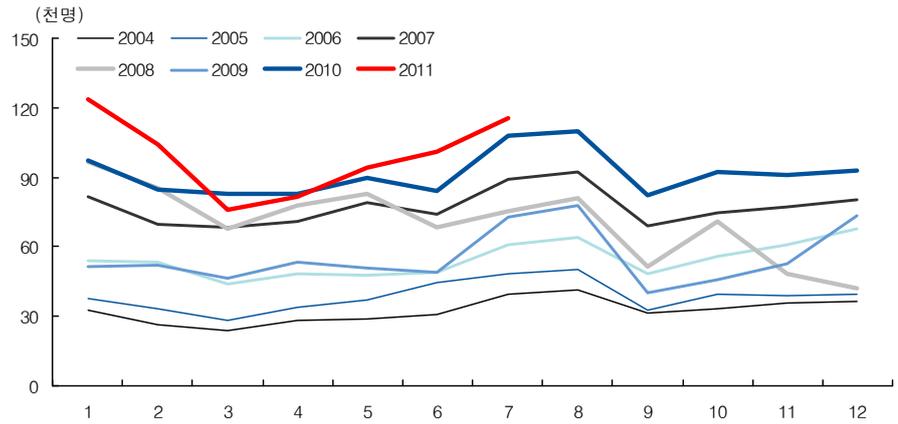
자료: Thomson Reuters, 대우증권 리서치센터

그림 8. 연간 당기순이익과 시가총액 추이



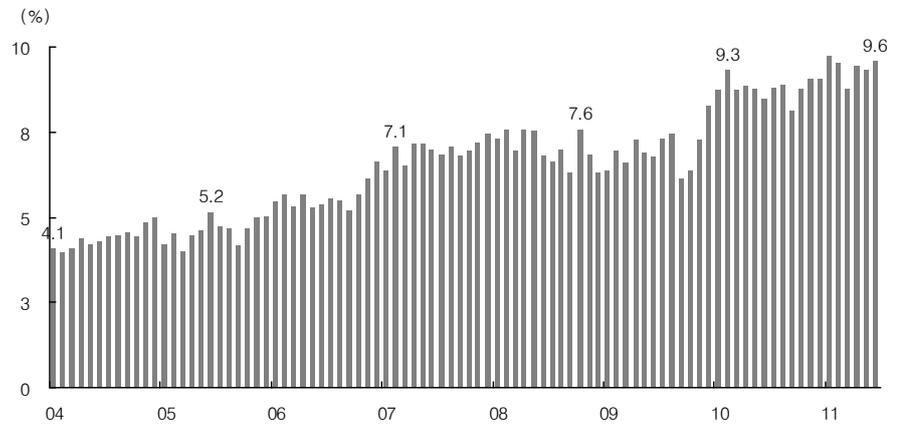
주: 2006년 상장, 2010년까지는 K-GAAP 본사, 2011년 K-IFRS 개별 기준 예상치, 2011년 시가총액은 전일 기준
자료: 모두투어, 대우증권 리서치센터

그림 9. 연도별 월간 송출객수 추이



자료: 모두투어, 대우증권 리서치센터

그림 10. 월간 전체 출국자 수 대비 송출객 수 점유율



자료: 관광공사, 모두투어, 대우증권 리서치센터

모두투어 (080160)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
매출액	117	137	165	194
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	117	137	165	194
판매비와관리비	98	114	134	153
조정영업이익	19	23	31	41
영업이익	19	23	31	41
비영업손익	1	3	3	4
순금융비용	-2	-3	-3	-4
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	21	26	34	45
계속사업법인세비용	5	7	9	12
계속사업이익	16	19	25	33
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	16	19	25	33
지배주주	16	19	25	33
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	16	19	25	33
지배주주	16	19	25	33
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	20	24	31	41
FCF	33	20	27	34
EBITDA마진율 (%)	17.3	17.5	18.8	21.2
영업이익률 (%)	16.6	16.9	18.6	21.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	13.7	13.7	15.0	16.9

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
유동자산	114	135	166	204
현금 및 현금성자산	28	44	68	98
매출채권 및 기타채권	15	17	21	24
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	18	21	25	29
비유동자산	11	9	10	10
관계기업투자등	4	1	1	1
유형자산	1	1	1	1
무형자산	0	0	0	0
자산총계	124	144	176	215
유동부채	52	61	73	86
매입채무 및 기타채무	30	35	43	50
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	22	25	30	36
비유동부채	7	7	7	7
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	2
부채총계	58	67	80	93
지배주주지분	66	77	96	122
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	30	30	30	30
이익잉여금	40	52	71	96
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	66	77	96	122

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
영업활동으로 인한 현금흐름	36	13	26	33
당기순이익	16	19	25	33
비현금수익비용가감	3	6	6	8
유형자산감가상각비	1	1	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-3	-1	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	18	-6	4	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-3	-3	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	3	7	8
법인세납부	0	-6	-9	-12
투자활동으로 인한 현금흐름	-25	3	3	4
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-22	-1	0	0
기타투자활동	-2	4	3	4
재무활동으로 인한 현금흐름	0	0	-6	-7
장단기금융부채의 감소(증가)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-6	-7
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	11	16	23	30
기초현금	17	28	44	68
기말현금	28	44	68	98

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
P/E (x)	18.6	19.3	14.7	11.0
P/CF (x)	17.7	18.5	14.5	11.0
P/B (x)	4.5	4.7	3.8	3.0
EV/EBITDA (x)	11.0	11.3	8.0	5.3
EPS (원)	1,906	2,240	2,936	3,911
CFPS (원)	2,003	2,335	2,976	3,929
BPS (원)	7,839	9,187	11,452	14,502
DPS (원)	600	700	900	1,200
배당성향 (%)	30.1	29.9	29.3	29.4
배당수익률 (%)	1.7	1.8	2.4	3.2
매출액증가율 (%)	90.8	17.0	20.2	18.0
EBITDA증가율 (%)	2,067.4	18.4	29.3	33.2
영업이익증가율 (%)	6,835.0	19.2	32.3	34.2
EPS증가율 (%)	1,219.2	17.5	31.1	33.2
매출채권 회전을 (회)	9.6	9.2	9.3	9.2
재고자산 회전을 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전을 (회)	-	-	-	-
ROA (%)	15.2	14.0	15.4	16.8
ROE (%)	27.6	26.3	28.5	30.1
ROIC (%)	-	-	-	-
부채비율 (%)	88.4	87.0	82.7	76.3
유동비율 (%)	219.6	223.8	228.7	238.2
순차입금/자기자본 (%)	-	-	-	-
영업이익/금융비용 (x)	-	-	-	-

주: K-IFRS 개별 기준, 자료: 모두투어, 대우증권 리서치센터 예상

하나투어 (039130/매수)

두 마리 토끼(단기적 실적 개선, 장기적 신성장) 잡기!

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	68,000
현재주가(11/08/03, 원)	55,200
상승여력	23.2
EPS 성장률(11F,%)	11.3
MKT EPS 성장률(11F,%)	6.1
P/E(11F,x)	23.9
MKT P/E(11F,x)	11.0
KOSDAQ	531.91
시가총액(십억원)	641
발행주식수(백만주)	12
60D 일평균 거래량(천주)	72
60D 일평균 거래대금(십억원)	4
배당수익률(11F,%)	1.5
유동주식비율(%)	73.0
52주 최저가(원)	37,300
52주 최고가(원)	57,800
베타(12M, 일간수익률)	0.5
주기변동성(12M daily,%,SD)	2.2
외국인 보유비중(%)	29.8
주요주주	
박상한 외 14인(20.46)	
하나투어 자사주(6.55)	
SIMSL 외 1인(5.51)	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.0	11.5	4.9
상대주가	15.8	11.8	-10.5

- 투자의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 60,000원에서 68,000원으로 상향
- 2분기 부진을 딛고, 3분기 실적은 전년 동기 대비 개선될 전망
- 호텔 및 신성장 사업 등 1위 기업으로서 투자 확대에 따른 수익성 하락 가능성은 상존한 것으로 판단

하나투어에 대한 투자의견 '매수'를 유지하며, 목표주가는 기존 60,000원에서 68,000원으로 상향한다. 목표주가는 동사의 2011년 예상 EPS에 글로벌 여행 기업 중 각국 1위 점유율을 기록하고 있는 기업들의 2011년 예상 PER 평균을 대입한 값이다. 하나투어는 과거 2007년 원화 강세기였던 호황기 PER 30배 수준보다는 할인되어 거래되고 있다.

동사의 2분기 실적은 영업이익 5억원을 기록하여 BEP와 유사한 수준을 기록한 것으로 판단된다. 3월 중순의 일본 지진으로 인해 봄철 해외 여행 기획상품 판매가 저조했고, 일본 영업부 인력의 재배치에 시간 소모가 걸린 점, 일부 일본 고객이 회복되었으나 저마진의 상품이었다는 점 등이 실적에 악영향을 끼친 것으로 파악된다.

3분기 실적은 전년 동기 대비 개선될 것으로 전망된다. 매출액과 영업이익이 각각 전년 동기 대비 11.5%, 13.1% 증가할 것으로 예상된다. 7월 패키지 예약이 전년 동월비 5% 증가했으며, 8월 패키지 예약은 전년 동월비 9% 증가세에 있다. 항공 공급이 전년 대비 증가했으며, 원화 강세 흐름이 해외 소비를 촉진하고 있고, 고객 점유율이 상승 추세에 있어, 여름 성수기 여행 매출의 증가는 순조로운 것으로 판단된다.

2011년 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 14.4%, 17.0% 증가할 것으로 예상되며, 전체출국자수 대비 송출객 수 점유율은 작년 14%대에서 15%대로 상승할 것으로 전망된다. 동사는 작년에 여행 수요 회복에 따른 매출 증가 수혜를 받았으나, 신성장 사업에 대한 투자 확대 및 인력 증대 등 관관비 증가로 인해 수익성 하락에 대한 우려를 받은 바 있다. 그러나 올해 들어 신성장 부서 인력이 영업 일선으로 재배치되고, 투자규모 및 관관비 등이 수익성 관리 차원에서 기존 계획보다 감소되는 추세인 것으로 파악되고 있다.

호텔 사업은 장기적인 관점에서 자회사 인바운드 사업 강화 맥락으로 진행될 것으로 예상되며, 현재로서는 건물 인수보다는 임차 형식의 운영이 검토되고 있어 단기적인 수익성에는 큰 변수로 작용하지 않을 전망이다. 다만 1위 기업으로서 경영진이 국내외 여행 인프라 확충 등 투자에 대한 필요성을 피력하고 있어, 경쟁 기업 대비 이익률 하락 압력 가능성은 상존한 것으로 판단된다.



▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/09	124	0	0.3	-5	-416	3	-5	-5.4	-	6.9	158.8
12/10	218	27	12.5	24	2,078	31	52	23.9	21.0	4.9	12.9
12/11F	250	32	12.8	27	2,312	35	33	23.1	23.9	5.6	14.0
12/12F	295	48	16.3	38	3,236	51	48	27.7	17.1	4.5	8.6
12/13F	342	60	17.6	47	4,082	63	57	28.4	13.5	3.6	6.2

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 하나투어, 대우증권 리서치센터

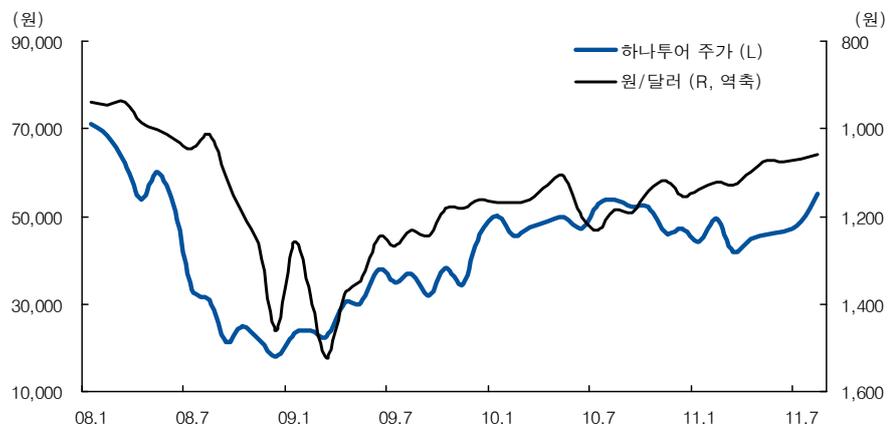
표 4. 하나투어 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %, 천명, 원, 달러)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11F	4Q11F	2010	2011F
매출액	49	49	66	55	64	48	74	64	218	250
영업수익	48	48	66	55	64	48	74	64	218	248
항공권	6	6	6	6	6	3	5	4	24	18
여행알선	39	38	56	42	53	40	64	55	174	212
기타	4	5	4	6	5	4	5	4	20	18
기타수익	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1
매출비중										
영업수익	98.7	98.7	100.0	100.0	99.5	99.2	99.5	99.4	100.0	99.4
항공권	11.3	12.2	9.2	11.7	9.2	7.2	6.1	6.0	11.2	7.1
여행알선	79.3	77.0	84.1	76.8	82.7	83.0	87.1	86.4	79.8	85.0
기타	8.2	9.5	6.7	11.7	7.7	9.0	6.3	7.0	9.0	7.3
기타수익	1.3	1.3	0.0	0.0	0.5	0.8	0.5	0.6	0.0	0.6
영업이익	9	4	13	1	11	1	14	6	27	32
영업이익률	18.6	7.8	19.2	1.8	17.0	1.2	19.5	9.5	12.5	12.8
당기순이익	8	3	6	2	9	0	12	5	24	27
순이익률	16.4	6.2	9.8	3.8	14.5	0.8	16.8	7.5	11.1	10.8
YoY 성장률										
매출액	60.2	65.3	90.1	90.6	30.1	-2.0	11.5	16.5	76.0	14.4
영업수익	60.1	63.8	90.1	90.6	31.2	-1.5	11.0	15.8	76.7	13.8
항공권	-19.9	-11.9	-22.5	-23.2	5.9	-42.6	-25.8	-40.2	-18.4	-27.7
여행알선	81.4	88.7	126.3	139.3	35.7	5.6	15.5	31.0	108.1	21.9
기타	110.1	70.4	88.5	127.3	22.5	-6.4	4.5	-30.2	100.6	-6.6
영업이익	13553.3	흑전	677.0	흑전	19.3	-85.4	13.1	517.3	6,304.3	17.0
당기순이익	흑전	흑전	376.0	흑전	15.1	-87.2	91.7	131.6	흑전	11.3
주요 변수										
총 출국자 수	2,977	2,957	3,473	3,082	3,228	2,936	4,180	3,519	12,488	13,862
기업 송출객 수	421	413	500	455	494	434	619	559	1,790	2,106
출국자 수 대비 점유율	14.1	14.0	14.4	14.8	15.3	14.8	14.8	15.9	14.3	15.2
환율 (원/달러 평균)	1,144	1,163	1,186	1,133	1,120	1,084	1,060	1,030	1,156	1,074
유가 (두바이)	76.0	78.1	74.1	84.5	100.6	104.5	100.0	104.0	78.2	102.3

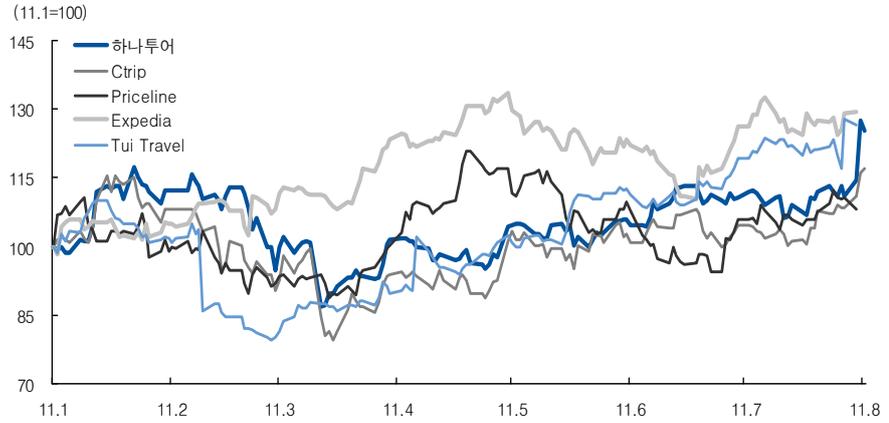
주: 2010년 상반기 및 2011년 수치는 K-IFRS 개별 기준, 2010년 하반기는 K-GAAP 분사 기준, 사측에서 2010년 하반기 K-IFRS 기준 데이터 미제공
자료: 하나투어, 대우증권 리서치센터

그림 11. 원/달러 환율과 하나투어 주가 월간 추이



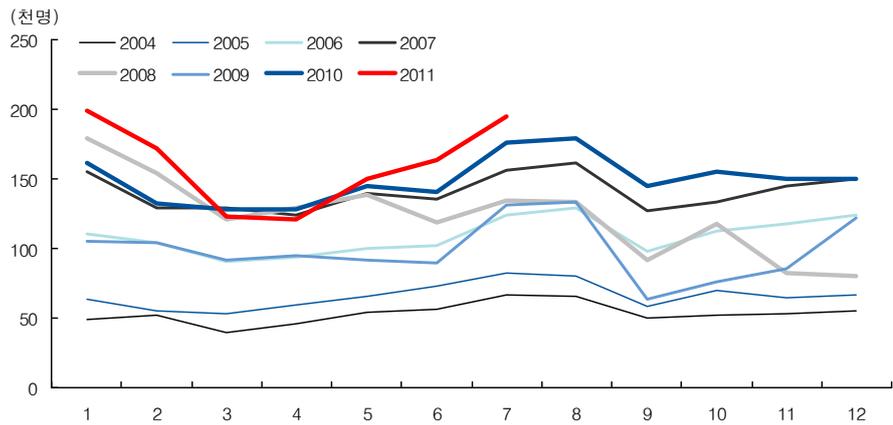
자료: Thomson Reuters, 대우증권 리서치센터

그림 12. 하나투어와 글로벌 주요 여행주 주가 추이



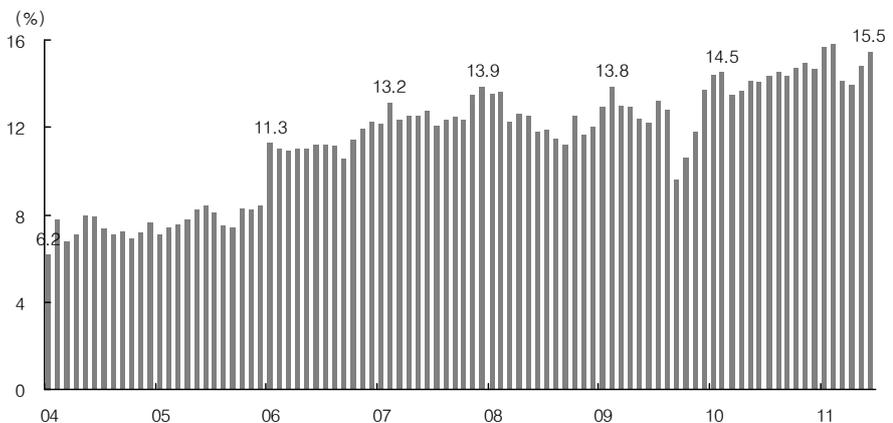
자료: Thomson Reuters, 대우증권 리서치센터

그림 13. 연도별 월간 송출객수 추이



자료: 하나투어, 대우증권 리서치센터

그림 14. 월간 전체 출국자 수 대비 송출객 수 점유율



자료: 관광공사, 하나투어, 대우증권 리서치센터

하나투어 (039130)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
매출액	218	250	295	342
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	218	250	295	342
판매비와관리비	191	218	247	282
조정영업이익	27	32	48	60
영업이익	27	32	48	60
비영업손익	6	3	3	5
순금융비용	-3	-4	-5	-7
관계기업등 투자손익	3	0	0	0
세전계속사업손익	33	35	52	65
계속사업법인세비용	9	8	14	18
계속사업이익	24	27	38	47
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	24	27	38	47
지배주주	24	27	38	47
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	24	27	38	47
지배주주	24	27	38	47
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	31	35	51	63
FCF	52	33	48	57
EBITDA마진율 (%)	14.0	13.9	17.3	18.5
영업이익률 (%)	12.5	12.8	16.3	17.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.1	10.8	12.7	13.9

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
유동자산	156	207	259	318
현금 및 현금성자산	65	105	148	197
매출채권 및 기타채권	24	28	33	38
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	20	23	27	31
비유동자산	65	41	42	43
관계기업투자등	21	2	2	2
유형자산	31	25	25	25
무형자산	7	8	8	8
자산총계	220	248	301	361
유동부채	109	125	148	171
매입채무 및 기타채무	44	51	60	69
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	65	74	88	102
비유동부채	0	2	4	5
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	0	2	4	5
부채총계	110	127	151	177
지배주주지분	111	122	150	184
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	82	82	82	82
이익잉여금	38	53	82	116
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	111	122	150	184

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
영업활동으로 인한 현금흐름	63	35	50	59
당기순이익	24	27	38	47
비현금수익비용가감	9	9	14	16
유형자산감가상각비	1	0	0	0
무형자산상각비	2	3	3	3
기타	-8	-3	-2	-2
영업활동으로인한자산및부채의변동	30	8	13	13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	7	-4	-5	-5
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	17	6	9	10
법인세납부	0	-8	-14	-18
투자활동으로 인한 현금흐름	-28	19	2	4
유형자산처분(취득)	-2	0	0	0
무형자산감소(증가)	-3	-3	-3	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-20	-5	0	0
기타투자활동	-3	28	5	7
재무활동으로 인한 현금흐름	-8	-13	-9	-13
장단기금융부채의 감소(증가)	0	1	0	0
자본의 증가(감소)	0	-3	0	0
배당금의 지급	-7	-11	-9	-13
기타재무활동	-1	0	0	0
현금의증가	27	40	43	49
기초현금	38	65	105	148
기말현금	65	105	148	197

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
P/E (x)	21.0	23.9	17.1	13.5
P/CF (x)	18.5	21.6	15.8	12.7
P/B (x)	4.9	5.6	4.5	3.6
EV/EBITDA (x)	12.9	14.0	8.6	6.2
EPS (원)	2,078	2,312	3,236	4,082
CFPS (원)	2,360	2,560	3,498	4,350
BPS (원)	8,959	9,804	12,220	15,162
DPS (원)	850	850	1,200	1,500
배당성향 (%)	38.8	34.4	34.7	34.3
배당수익률 (%)	2.0	1.7	2.4	3.1
매출액증가율 (%)	76.1	14.4	18.2	15.9
EBITDA증가율 (%)	833.0	13.9	47.3	23.7
영업이익증가율 (%)	6,304.3	17.0	51.1	25.0
EPS증가율 (%)	흑전	11.3	39.9	26.1
매출채권 회전을 (회)	9.9	10.0	10.1	10.0
재고자산 회전을 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전을 (회)	-	-	-	-
ROA (%)	12.6	11.5	13.7	14.3
ROE (%)	23.9	23.1	27.7	28.4
ROIC (%)	-	-	-	-
부채비율 (%)	98.8	104.3	100.9	95.9
유동비율 (%)	142.4	165.6	175.5	185.7
순차입금/자기자본 (%)	-	-	-	-
영업이익/금융비용 (x)	-	-	-	-

주: K-IFRS 개별 기준, 자료: 하나투어, 대우증권 리서치센터 예상

▶ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자이견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)

