

2011. 10. 17

Analyst

박소연 02) 3777-8051
sy.park@kbsec.co.kr

여행 (OVERWEIGHT)

Initiation

Recommendations

모두투어(080160)

투자의견: BUY (Initiate)
목표주가: 42,000원 (Initiate)

하나투어 (039130)

투자의견: BUY (Initiate)
목표주가: 48,000원 (Initiate)

업계 재편이 주는 Valuation premium 기회

KB투자증권은 여행업종에 대해 업황 자체의 안정적인 성장성과 더불어 업계 내 구조적 변화에 투자포인트를 맞춰야 할 때라고 판단한다. 대형 도매여행사 중심으로의 업계 재편 가속화로 여행업종의 향후 시장대비 premium은 확대될 것으로 예상된다. 또한 원달러 환율의 단기간 내 급등 후 안정화 시점에서 부각되는 여행주들의 저평가 merit에 주목해야 한다. 현 시점을 매수 적기로 판단함에 따라 여행업종에 대해 투자의견 OVERWEIGHT으로 커버리지를 개시한다.

▶ 대형 도매여행사 중심의 업계 재편 가속화는 시장대비 업종 premium의 신호

여행업종은 규모의 경제를 실현한 대형 도매여행사들 (하나투어와 모두투어)을 중심으로 M/S 확대와 영업레버리지 효과가 집중되는 구조적 변화의 과정에 놓여있다. 항공사들의 제로컴 정책으로 인해 대규모 sourcing 능력을 갖춘 상위 업체들만이 생존하여 향후에도 시장을 독식 (Winner takes it all)하는 구조는 가속화될 전망이다. 2개사 합산 출국자대비 송객수 M/S는 현 26%에서 2015년 40%로 확대될 것으로 예상된다. 따라서 여행산업의 성장성 (안정적인 출국자수 증가율)과 여행사 실적 반등이 맞물리는 시기에 확대되어 온 시장대비 valuation premium 기회가 다시 한번 도래했다고 판단한다.

▶ 여행수요와 공급으로 확인한 여행산업 성장성도 여전히 유효

여행산업은 2012~2013년에도 안정적인 성장을 지속할 것으로 예상된다. ① 소득규모 증가와 해외여행 소비심리 개선 (수요 요인), ② 항공좌석 공급 증가 (공급 요인)로 인해 2012년 및 2013년 출국자수 (승무원제외)는 전년동기대비 각 9.6%, 4.8% 증가할 전망이다. 특히 출국자수 증가와 가장 높은 상관관계를 보이는 GDP 성장률이 2013년까지 안정적인 증가세 (+3.8~4.2%)를 유지할 것으로 예상되는 점은 여행산업의 성장성에 긍정적인 요인이다.

▶ 원달러 환율 급등 후 안정화 시기는 여행주 valuation merit를 부각

한편 원달러 환율의 단기간 내 급등은 일시적으로 해외여행 심리를 위축시키고, 여행주들의 주가를 하락하게 하는 주요 원인으로 작용해 왔다. 그러나 대외 경기불안이 수년간 이어지거나 여행사들의 펀더멘털이 훼손되는 경우가 아닌 이상 원달러 환율의 단기 급등은 항상 여행주들에 valuation 저평가 merit를 부여해왔다. 환율 급등 후 안정화 시기의 출국자수 증가는 더 큰 폭으로 이루어졌음을 감안하면 여행주들의 주가가 과도하게 하락한 현 시점은 오히려 매수 기회로 판단하여야 한다.

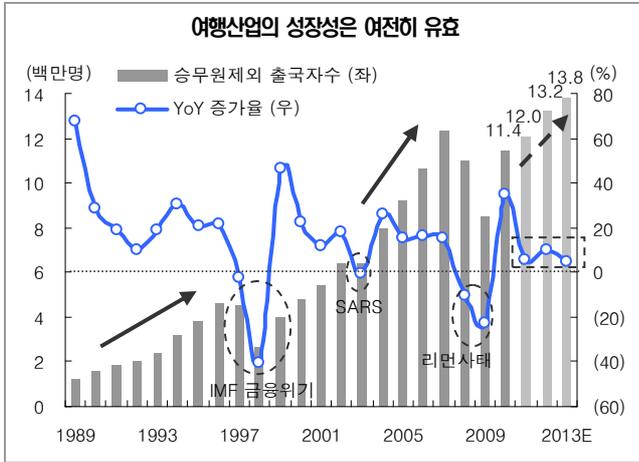
▶ 여행업종 투자의견 OVERWEIGHT 제시, 모두투어를 top-pick으로 추천

KB투자증권은 여행업종의 valuation premium 확대 가능성과 현재의 저평가 merit에 주목하여 투자의견 OVERWEIGHT으로 커버리지를 개시한다. 또한 산업 자체의 성장과 더불어 산업 내 구조적 변화로부터의 수혜가 예상되는 모두투어와 하나투어에 대해 BUY 투자의견과 목표주가를 각 42,000원, 48,000원으로 제시한다. Top-pick으로는 유통망 확대를 통한 외형성장과 적절한 비용통제로 수익성 개선을 동시에 시험하고 있는 모두투어를 추천한다. 하나투어의 신사업투자는 장기성장성 측면에서는 긍정적이지만, 투자효과가 매출액으로 가시화되기 전까지는 모두투어가 하나투어와의 valuation gap을 지속적으로 축소시킬 것이라는 판단이다.

Contents

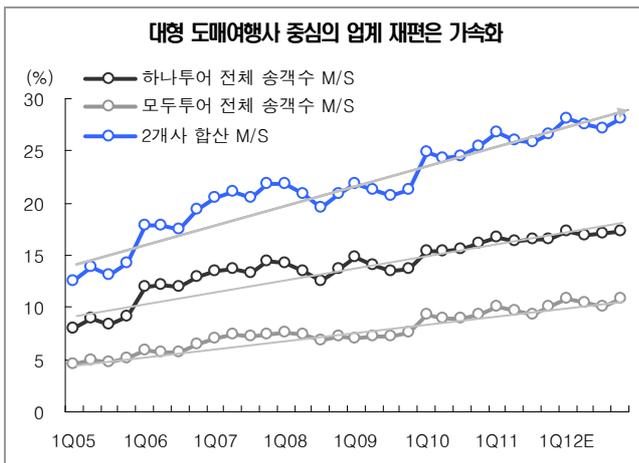
I. Focus Charts	4
II. Executive Summary	5
III. Valuation – DCF에 의한 목표주가 산정	6
1. DCF에 의한 valuation	6
2. Historical valuation	8
3. Relative valuation	11
IV. 주가 결정변수와 최근 주가 동향	13
V. Investment Points	15
1. 여행수요 (출국자수) 증가는 여전히 유효	15
2. 여행공급 (항공좌석) 증가가 수요를 견인	19
3. 여행산업 구조의 재편: Winner takes it all	20
VI. 여행업종 이슈와 Risk 요인	22
1. FIT 수요 비중의 증가로 인한 업계 판도 변화 우려	22
2. 매크로 변수들의 악화로 인한 주가 하락 우려	22
VII. 여행업종 투자전략 – valuation gap 축소로 top pick은 모두투어	23
1. 성장성: 전체 및 패키지 송객수 증가속도는 유사	24
2. 수익성: 지급수수료 및 마케팅 비용통제는 모두투어가 우세	24
3. 재무 안정성: 시가총액 대비 순현금 보유 비중도 모두투어가 우세	25
VIII. 실적 전망치와 Consensus와의 차이	26
Recommendations	
모두투어 (080160)	28
하나투어 (039130)	34
Appendices	39

I. Focus Charts



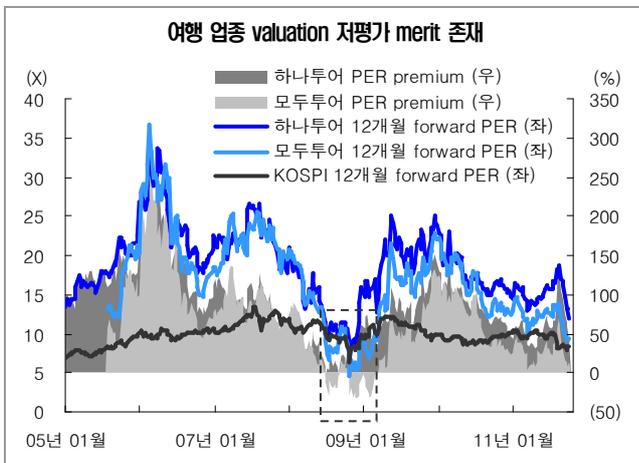
자료: 한국관광공사, KB투자증권

- 2011년 및 2012년 승무원제외 출국자수 각 1,203만명 (+5.3% YoY), 1,319만명 (+9.6% YoY)로 추정
- 출국자수 증가율과 높은 상관관계 (상관계수 0.98)를 보이는 GDP 성장률은 2012~2013년 4.0%, 4.2%로 안정적인 증가세를 유지할 전망. 고소득층을 중심으로 한 해외여행 실질소비능력도 지속 확대 될 것으로 판단됨
- 원달러 환율상승은 실질구매력 감소보다는 단기적인 해외여행 소비 심리를 위축시킴. 한편 환율이 단기간 내 급등 후 안정화되는 시기의 출국자수 증가율은 더 큰폭으로 반등하는 경향이 있음. 2012년까지 원달러 환율이 1,000원 수준을 회복한다면 출국자수는 향후에도 안정적 성장을 지속할 것으로 예상됨



자료: 한국관광공사, 각 사, KB투자증권

- Buying power를 통해 규모의 경제를 실현한 대형 도매여행사 중심으로 M/S 집중현상은 가속화되고 있음
- 이러한 구조적 변화는 항공사들의 제로컴 (zero commission) 정책이 촉매제 역할을 함
- 하나투어와 모두투어의 전체 출국자수대비 합산 송객수 M/S는 현재 26% 수준으로 추정되는데, '상위 업체들의 M/S → 규모의 경제 달성 및 수익성 개선 → 구매력 확대' 선순환 구조는 지속될 것임
- 2015년까지 2개사 합산 M/S는 40%를 상회할 것으로 예상



자료: Fnguide, KB투자증권

- 하나투어와 모두투어의 현 주가는 12개월 forward PER 각 14.7X, 10.2X 수준으로 역사적 저점평균과 비교해도 저평가되어 있는 상태
- 여행업종은 글로벌 경제침체기에도 시장대비 premium을 받아 옴
- 시장대비 premium은 특히 ① 출국자수의 견조한 장기성장성, ② 단기적인 성수기 효과가 맞물리는 시기에 더욱 확대된 바 있음
- 현 시점은 여행업종 valuation 저평가 merit와 향후 시장대비 premium 확대 가능성을 감안하면 매수 적기라고 판단함

II. Executive Summary

여행업종 투자접근법:
산업 내 구조적 변화와
업체간 valuation gap 방향성에도
초점을 맞춰야

지난 3월 일본 지진 이후 이연되었던 출국수요의 증가와 함께 한동안 반등을 지속하던 여행업 종 주기는 8월 전고점대비 9월말까지 평균 58.6% 하락하는 모습을 보였다. 이는 유럽발 대외 경제 불안으로 인한 원달러 환율 급등이 여행수요를 위축시킬 수 있다는 우려 때문이었다. 이렇듯 지금까지의 여행업종에 대한 투자포인트는 원달러 환율의 방향성과 출국자수 증가율 등 거시경제지표에 초점이 맞춰져 왔다. 그러나 이제는 업황에 대한 전망과 함께 여행산업 내의 구조적 변화와 업체간 valuation gap 방향성도 같이 고려하는 투자전략이 유효하다고 판단한다.

업계 재편의 모습:
규모의 경제를 실현한
대형 도매여행사들의
시장 과점체제는 가속화될 전망

여행업계는 규모의 경제 실현을 통해 생존한 상위 업체 (대형 도매여행사)들을 중심으로 M/S 확대가 가속화되는 등 재편의 모습을 보이고 있다. 항공사들의 '제로컴 (zero commission)' 정책이 이러한 여행산업의 구조적 변화를 촉진하고 있는데, buying power (대규모 sourcing 능력)를 갖춘 상위 여행업체들의 M/S 확대 → 규모의 경제 실현 및 수익성 개선 → 중소형 업체들의 대형 도매여행사 유통채널로의 편입 → 상위 업체들의 buying power 증가라는 선순환 구조는 지속될 것이다. 이는 최근 여행업계의 화두인 FIT 수요가 확대되는 환경에서도 하나투어와 모두투어가 시장 과점체제를 유지할 수 있는 원동력이 될 전망이다.

여행업종의 성장성은 유효:
1) 소득규모 증가,
2) 해외여행 소비심리 개선,
3) 항공좌석 공급 증가

또한 향후에도 출국자수 증가율이 양호한 성장을 보여 여행산업의 성장성은 여전히 유효하다고 판단한다. 과거 여행산업 초호황기 (2000~2007년)와 같은 수준의 출국자수 증가율 (연평균 성장률 11.2%)을 기대하기는 어렵지만, 출국자수 증가와 가장 높은 상관관계를 가지는 소득규모가 지속적으로 증가하고, 고소득층을 중심으로 한 해외여행 소비심리 및 실질소비능력이 확대될 것으로 전망하기 때문이다. 여행공급 측면에서도 저가항공사와 외항사를 중심으로 한 항공사들의 좌석공급이 확대되면서 여행수요를 견인할 것으로 예상된다.

원달러 환율의
급등 후 안정화 시기는
여행주들의 valuation merit 부각

한편 여행주의 주가 결정변수이자 출국자수 증가율에 영향을 미치는 원달러 환율의 단기 급등에 대한 우려가 존재한다. 그러나 환율상승의 효과는 실질구매력의 감소보다는 단기적인 해외여행 소비심리의 위축이라는 측면에서 분석되어야 한다. 역사적으로 원달러 환율이 단기 급등 후 안정화되던 시기에는 출국자수 증가율 또한 더 큰 폭으로 반등하는 모습을 보였다. 따라서 경기침체가 수 년간 지속되지 않는 이상 원달러 환율의 급등은 오히려 여행주에 valuation 저평가 merit를 부여하는 요인으로 작용한다.

여행업종 OVERWEIGHT
투자의견 제시,
현 시점은 매수 적기

KB투자증권은 여행산업 자체의 장기성장성과 산업 내 구조적 변화로부터의 동시 수혜를 통해 여행사들의 시장대비 premium이 재확대될 것으로 판단하여 업종 투자의견 OVERWEIGHT으로 커버리지를 개시한다. 또한 valuation 저평가 merit가 부각된 현 시점을 매수 적기로 판단한다.

모두투어: BUY, 목표주가 42,000원
하나투어: BUY, 목표주가 48,000원

현 시점에서는 유통망 확대를 통한 외형성장과 관관비 등의 비용통제를 통한 수익성 개선을 동시에 실현하고 있는 모두투어의 투자매력도가 더 높다고 판단하여 여행업종 top-pick으로 제시한다. 장기적인 성장을 위한 투자 확대로 비용 지출이 증가하고 있는 하나투어의 경우, 신사업 투자효과가 매출액으로 가시화되기 전까지는 모두투어가 하나투어의 valuation premium을 추격할 것으로 예상된다. 모두투어에 대해 BUY 투자의견 및 목표주가 42,000원 (DCF로 산출), 하나투어에 대해 BUY 투자의견 및 목표주가 48,000원 (상동)을 제시한다.

III. Valuation – DCF에 의한 목표주가 산정

DCF에 의한 목표주가 산정:
 하나투어 48,000원,
 모두투어 42,000원 제시

KB투자증권은 여행업종에 대해 투자 의견 OVERWEIGHT으로 분석을 개시한다. 분석대상 기업은 업계 재편의 중심에 있는 하나투어와 모두투어이며, 각각에 대해 투자 의견 BUY 및 12개월 목표주가 각 48,000원과 42,000원을 제시한다.

목표주가는 DCF (현금할인모형) 방식으로 산출한 후, implied PER을 historical PER과 동종기업 평균 PER 등과 비교하여 그 적정성을 판단하였다. DCF 방식의 absolute valuation을 주된 산출 방식으로 사용한 이유는 ① 현금흐름 예측이 상대적으로 용이한 여행업종의 특성, ② 타 직접 판매 및 중소형 여행사들과는 차별화된 간접판매 (Wholesale) business model로 국내외 유사기업을 선정하기 힘든 특성을 고려하였기 때문이다. 그러나 비/성수기에 따른 실적 및 주가변동성이 큰 경기민감주임을 감안하여 PER valuation으로 보완하였다.

1. DCF에 의한 valuation

여행업종 valuation을 위한 예측기간은 추정의 정확도를 높이기 위해 안정적인 현금흐름이 이어질 것으로 예상되는 2015년까지 (5년)로 설정하였다. 예측기간 이후의 영구성장률은 2%로 가정하였는데, 2015년 이후에는 FIT (Free Individual Tour 혹은 Foreign Independent Tour, 개별자유여행) 비중의 증가로 여행사들은 현 패키지상품 중심의 사업구조에서 성장을 멈추지 않고, 새로운 수익창출원을 갖추게 될 것으로 전망하기 때문이다.

하나투어와 모두투어의 WACC (가중평균자본비용)으로 각 10.2%, 12.8%를 적용한 결과, 적정주가는 각 48,000원과 42,000원으로 산출되었다.

표 1. DCF valuation을 위한 주요 가정

	하나투어	모두투어
투자 의견	BUY	BUY
목표주가 (원)	48,000	42,000
현 주가 (10/14, 원)	36,850	29,000
Upside (%)	30.3	44.8
WACC (%)	10.2	12.8
Cost of Equity (%)	10.2	12.8
무위험수익률 (%)	4.5	4.5
베타	0.8	1.2
시장 프리미엄 (%)	7.0	7.0
Cost of Debt (%)	8.0	8.0
부채비중	0.1	0.0
유효법인세율 (%)	23.8	23.1

자료: KB투자증권

주: 무위험수익률은 3년만기 국채수익률, 베타는 3년간 주가평균 시장수익률과의 상관계수 이용

표 2. 하나투어 목표주가 산정

(단위: 십억원)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E						
매출액	218	230	271	305	357	420						
EBIT	27	29	36	46	47	64						
(-) 법인세	7	7	9	11	11	15						
NOPLAT	20	22	28	35	36	49						
(+) 자산상각비	3	4	4	5	5	5						
(-) Capex	5	6	7	8	8	9						
(-) 순운전자본 증감	(34)	8	(2)	(3)	(3)	(5)						
FCF		12	27	35	36	50						
FCF의 현재가치		12	24	29	27	34						
FCF 현재가치의 합 (A)	126	[주당가치 민감도 분석]		영구성장률 (%)								
영속가치의 현재가치 (B)	299	(원)	0.0	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	
WACC	10.2	WACC (%)	9.6	50,042	50,180	50,318	50,456	50,594	50,732	50,870	51,008	51,146
영구성장률	2.0		9.8	49,189	49,323	49,457	49,590	49,724	49,858	49,992	50,126	50,260
기업가치 (C=A+B)	426		10.0	48,370	48,500	48,630	48,760	48,890	49,021	49,151	49,281	49,411
비영업자산가치 (D)	133		10.2	47,585	47,711	47,838	47,964	48,092	48,217	48,343	48,469	48,596
이자지급성 부채 (E)	0		10.4	46,831	46,953	47,076	47,199	47,322	47,445	47,567	47,690	47,813
보통주 주주가치 (F=C+D-E)	559		10.6	46,106	46,225	46,344	46,464	46,583	46,703	46,822	46,942	47,061
주당 주주가치 (원)	48,092		10.8	45,408	45,525	45,641	45,757	45,873	45,989	46,105	46,221	46,338

자료: KB투자증권

표 3. 모두투어 목표주가 산정

(단위: 십억원)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E						
매출액	117	131	155	177	205	239						
EBIT	19	21	29	36	41	49						
(-) 법인세	4	6	7	8	10	11						
NOPLAT	15	16	22	28	32	38						
(+) 자산상각비	1	1	2	2	2	3						
(-) Capex	1	2	2	2	3	3						
(-) 순운전자본 증감	(19)	3	(1)	(2)	(2)	(4)						
FCF		12	23	30	33	41						
FCF의 현재가치		12	21	23	23	25						
FCF 현재가치의 합 (A)	105	[주당가치 민감도 분석]		영구성장률 (%)								
영속가치의 현재가치 (B)	165	(원)	0.0	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	
WACC	12.8	WACC (%)	12.2	43,536	43,640	43,743	43,847	43,950	44,054	44,157	44,260	44,364
영구성장률	2.0		12.4	42,972	43,073	43,174	43,274	43,375	43,476	43,577	43,678	43,779
기업가치 (C=A+B)	270		12.6	42,426	42,524	42,623	42,721	42,819	42,918	43,016	43,115	43,213
비영업자산가치 (D)	86		12.8	41,897	41,993	42,090	42,186	42,282	42,378	42,474	42,570	42,666
이자지급성 부채 (E)	0		13.0	41,386	41,480	41,573	41,667	41,761	41,854	41,948	42,042	42,136
보통주 주주가치 (F=C+D-E)	355		13.2	40,890	40,982	41,073	41,165	41,256	41,348	41,439	41,531	41,622
주당 주주가치 (원)	42,282		13.4	40,410	40,500	40,589	40,678	40,768	40,857	40,946	41,035	41,125

자료: KB투자증권

2. Historical valuation

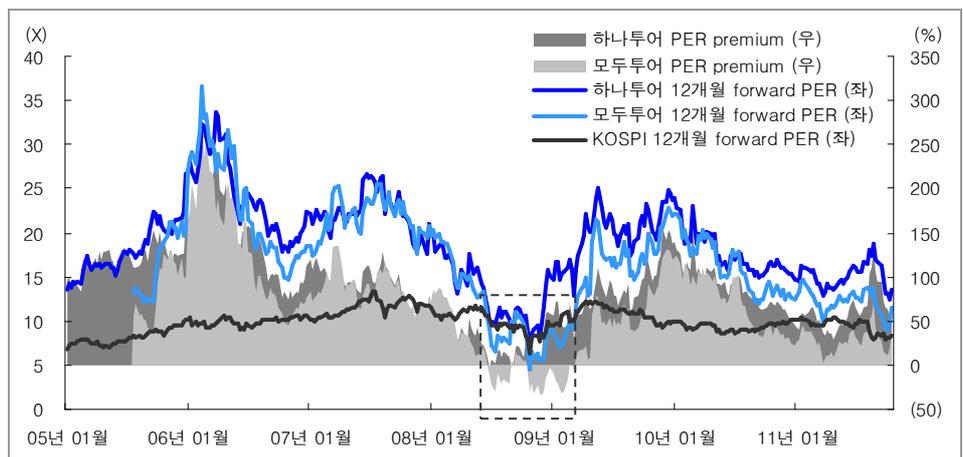
현 주기는 역사적 저점평균과 비교해도 낮은 수준, 시장대비 premium 확대 전망

하나투어와 모두투어의 현 주기는 12개월 forward PER 각 14.7X와 10.2X 수준으로, 지난 8년, 6년 (모두투어는 2005년 7월에 상장)간 저점평균대비 discount되어 있다. 2008~2009년 글로벌 경제불안 (리먼사태)의 영향으로 인한 비정상적인 순이익과 순손실효과를 배제한 6년, 4년 저점평균과 비교하더라도 각 2.5%, 37.4% discount되어 있다.

이는 최근의 유럽발 대외경제 불안과 원달러 환율의 단기 급등으로 인해 outbound 여행상품의 매출액 비중이 큰 두 기업에 대한 실적악화 우려가 반영되었기 때문이다. 그러나 <그림1>에서도 알 수 있듯이 여행업종은 2008년 하반기~2009년 초를 제외하고는 출국자수의 급증과 이에 따른 높은 이익성장성으로 인해 과거 6~8년간 항상 시장대비 premium을 받아왔다. 원달러 환율의 단기변동폭이 컸던 2008년 하반기~2009년 초에도 하나투어의 premium폭은 오히려 확대되었었고, 모두투어 역시 일시적으로는 시장대비 discount를 받다가 다시 premium 추세를 회복한 모습을 보였다. 환율이 valuation premium에 미치는 영향이 일시적이거나 제한적임을 알 수 있다.

여행업종의 시장대비 premium폭은 특히 ① 출국자수의 견조한 장기성장성과 ② 단기적인 성수기 효과로 인한 실적 호전 전망이 맞물리는 시기에 확대되어 왔다. 따라서 2012년 이후에도 지속될 출국수요의 안정적 증가세와 4분기에 다가올 연말연휴의 성수기 효과, 원달러 환율의 장기 안정화 추세를 감안하면, 향후 시장대비 여행업종의 premium폭은 다시 확대될 것으로 전망한다.

그림 1. 여행업종의 normalized PER은 항상 시장대비 premium을 받아 음: premium폭 확대시기 재도래



자료: Fnguide, KB투자증권

저점수준 판단을 위해 PBR valuation을 적용하더라도, 현 주기수준은 우려가 과도하게 반영되었다고 판단한다. 하나투어와 모두투어의 현 주기는 2011~2012년 12개월 forward PBR 각 3.5X, 2.6X로 역사적 저점평균보다도 낮아진 상태이다.

앞서 DCF로 산출한 하나투어의 목표주가 48,000원은 2011~2012년 12개월 forward PER 19.2X, PBR 4.5X, EV/EBITDA 10.7X 수준으로, 역사적 저점평균대비 약 12~18%이내의 premium만 부여된 상황이어서 무리없는 수준이라는 판단이다.

표 4. 하나투어의 historical valuation

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	8년 평균	6년 평균 ^{주)}	현재
PER (X)											
고점	18.9	17.9	29.8	35.9	42.8	167.9	n/a	27.3	48.6	28.8	
저점	7.0	9.8	10.1	21.1	26.1	31.8	n/a	20.6	18.1	15.8	
기말	17.3	16.1	29.8	32.2	33.1	53.8	n/a	21.0	29.0	24.9	14.7
평균	11.2	13.2	16.7	29.4	33.0	93.4	n/a	23.7	31.5	21.2	
PBR (X)											
고점	6.7	6.8	11.7	9.9	11.6	9.4	6.7	6.0	8.6	8.8	
저점	2.5	3.7	4.0	5.8	7.1	1.8	2.8	4.5	4.0	4.6	
기말	6.1	6.1	11.7	8.9	8.9	3.0	6.4	4.6	7.0	7.7	3.5
평균	3.9	5.0	6.6	8.1	8.9	5.3	4.4	5.2	5.9	6.3	
EV/EBITDA (X)											
고점	12.2	12.8	24.7	22.6	27.6	61.6	168.4	18.0	43.5	19.7	
저점	3.0	5.8	7.5	11.8	15.9	7.8	58.9	12.7	15.4	9.5	
기말	10.9	11.3	24.7	22.6	20.8	16.5	159.5	13.0	34.9	17.2	7.4
평균	6.2	8.7	13.3	18.2	20.7	32.2	103.4	15.2	27.2	13.7	

자료: Fnguide, KB투자증권

주: 순이익 급등과 급감으로 인한 비정상적인 PER valuation (2008년과 2009년 수치)을 제외한 과거 6년 평균

모두투어의 목표주가 42,000원은 2011~2012년 12개월 forward PER 14.7X, PBR 3.8X, EV/EBITDA 8.4X 수준으로 역사적 저점평균과 유사하거나, 오히려 낮은 수준이다.

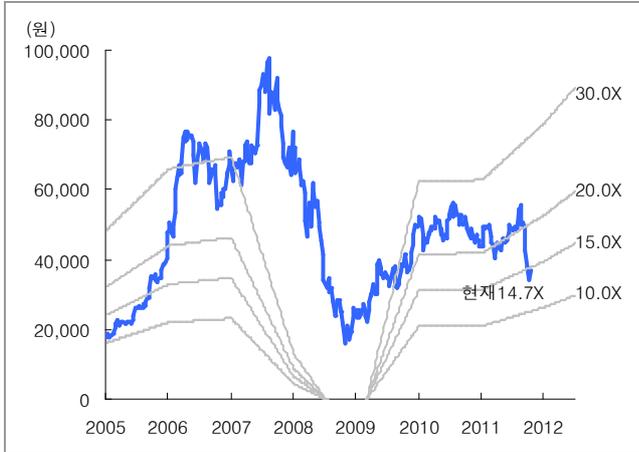
표 5. 모두투어의 historical valuation

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	6년 평균	4년 평균 ^{주)}	현재
PER (X)									
고점	42.1	31.5	43.2	743.6	195.9	20.5	179.5	34.3	
저점	19.8	14.9	17.5	73.4	54.7	12.9	32.2	16.3	
기말	38.3	26.1	39.1	139.8	193.1	18.6	75.8	30.5	10.2
평균	28.1	22.7	32.5	349.2	114.1	16.8	93.9	25.0	
PBR (X)									
고점	8.4	5.6	8.5	9.4	4.7	5.0	6.9	6.9	
저점	4.0	2.6	3.5	0.9	1.3	3.1	2.6	3.3	
기말	7.7	4.6	7.7	1.8	4.7	4.5	5.2	6.1	2.6
평균	5.6	4.0	6.4	4.4	2.8	4.1	4.5	5.0	
EV/EBITDA (X)									
고점	31.3	23.0	28.7	246.8	203.5	12.2	90.9	23.8	
저점	12.7	7.4	9.2	11.5	20.0	6.2	11.2	8.9	
기말	28.1	18.5	25.6	34.8	199.9	10.7	52.9	20.7	4.7
평균	19.6	14.9	20.5	108.3	97.3	9.3	45.0	16.1	

자료: Fnguide, KB투자증권

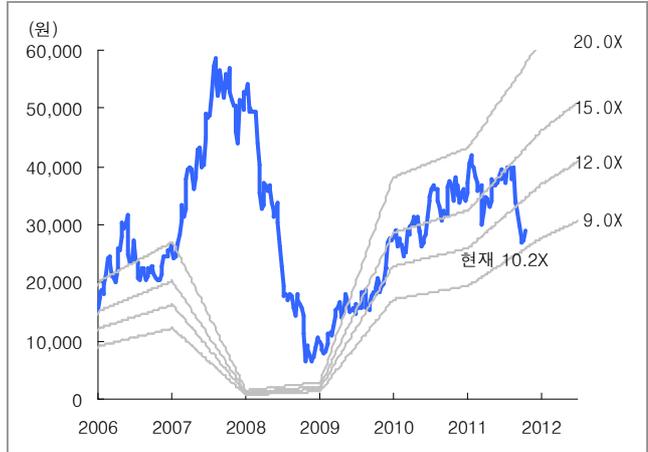
주: 순이익 급등과 급감으로 인한 비정상적인 PER valuation (2008년과 2009년 수치)을 제외한 과거 4년 평균

그림 2. 하나투어의 12개월 forward PER band



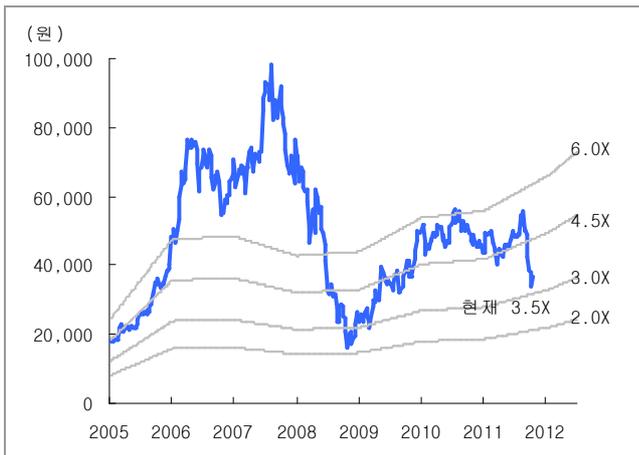
자료: Fnguide, KB투자증권

그림 3. 모두투어의 12개월 forward PER band



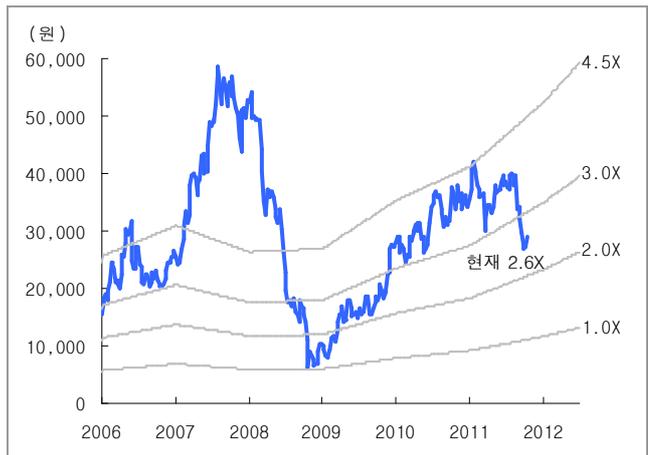
자료: Fnguide, KB투자증권

그림 4. 하나투어의 12개월 forward PBR band



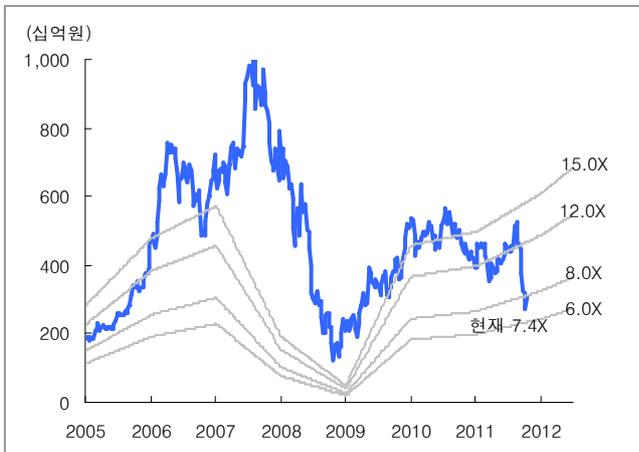
자료: Fnguide, KB투자증권

그림 5. 모두투어의 12개월 forward PBR band



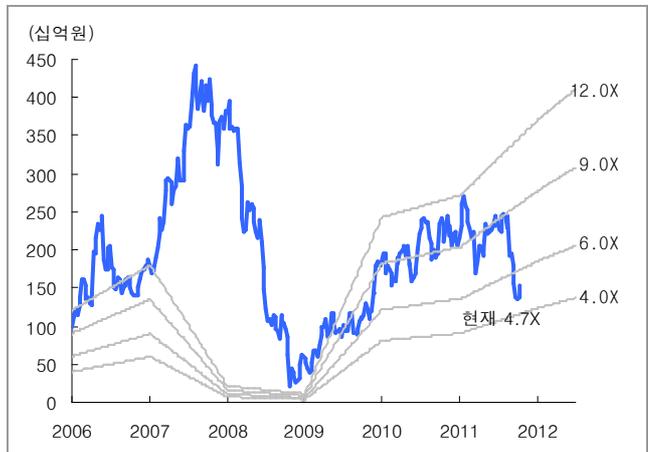
자료: Fnguide, KB투자증권

그림 6. 하나투어의 12개월 forward EV/EBITDA band



자료: Fnguide, KB투자증권

그림 7. 모두투어의 12개월 forward EV/EBITDA band



자료: Fnguide, KB투자증권

3. Relative valuation

꾸준한 이익성장성으로
유사기업 대비 premium은
적정한 수준

하나투어와 모두투어의 valuation 지표를 동종업종내 유사기업들과 직접 비교하기는 어려운 면이 있다. 앞서도 언급했듯이 패키지상품의 기획 및 설계만 담당하고 유통 및 모객은 제휴 채널 및 타 중소형 여행사들을 이용하는 ‘간접판매 혹은 도매 (wholesale)’ business model은 전세계적으로도 드물기 때문이다.

또한 global 여행사들의 valuation 지표는 각 나라마다의 특징을 감안하여 분석해야 한다. 미국의 경우, 대부분이 Expedia, Priceline.com과 같은 B2C 온라인 예약업체들로서 높은 PER premium을 받으며 거래되어 오고 있다. 유럽지역은 TUI Travel, Thomas Cook과 같은 영국 업체들이 대표적이거나, 자국민의 상용수요 (비즈니스 목적 출국) 비중이 높은 편이다. 일본은 우수한 관광 인프라 때문에 전통적으로 자국민의 국내 여행수요가 강하였으나, 최근에는 원전사태로 인해 출국비중이 높아지는 추세이다. 결국 Nasdaq에 상장되어 있는 Ctrip.com (온라인 여행서비스업체)을 제외하면 중국 여행사들이 하나투어, 모두투어의 상대적 valuation 비교대상에 근접한다고 할 수 있다.

하나투어와 모두투어의 현 주가수준은 2012년 예상 PER 및 PBR 기준으로 해외업체들의 평균 대비 10~20% 이상 높아보인다. 그러나 예상 EPS growth와 ROE 역시 해외업체 평균대비 20~80%이상 높은 점을 감안하면 현 valuation 수준은 오히려 저평가되어 있다고 판단한다. 또한 두 기업 모두 선진국형 온라인 예약형태의 business model 도입 및 정착과정에 있는 만큼, 장기적으로는 Priceline.com, Expedia 수준의 multiple도 충분히 적용가능하다는 판단이다.

표 6. Global 여행사 valuation 비교

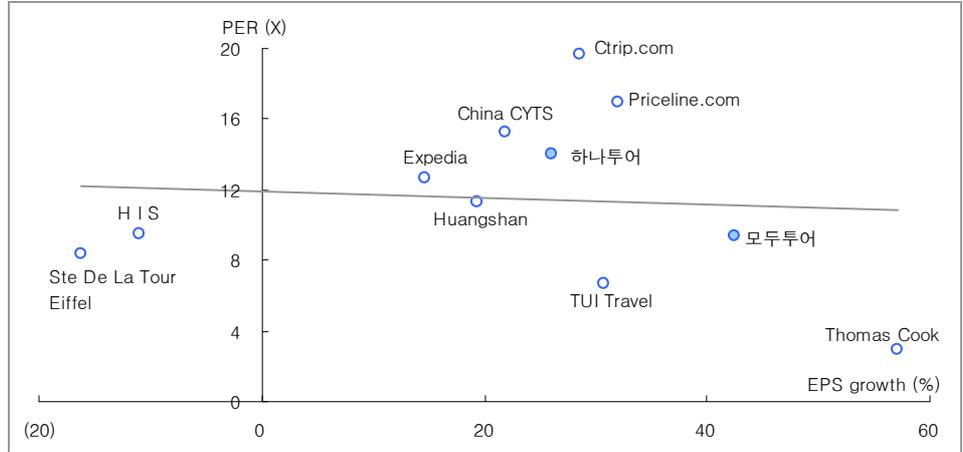
	시가총액 (백만달러)	EPS growth (%)		PER (X)		ROE (%)		PBR (X)		EV/EBITDA (X)		
		2011C	2012C	2011C	2012C	2011C	2012C	2011C	2012C	2011C	2012C	
미국	Priceline.com	24,842	84.3	32.0	22.1	16.9	48.8	41.6	9.1	6.1	16.2	12.4
	Expedia	7,657	17.4	14.6	14.4	12.7	19.1	17.5	2.5	2.1	6.9	6.3
	평균		50.9	23.3	18.2	14.8	33.9	29.5	5.8	4.1	11.5	9.4
유럽	TUI Travel	2,921	흑전	30.7	7.2	6.7	13.0	14.1	0.9	0.9	4.5	4.2
	Thomas Cook	681	흑전	57.0	3.1	2.9	8.4	9.6	0.2	0.2	3.3	3.1
	Ste De La Tour Eiffel	361	(17.8)	(16.2)	8.0	8.3	8.5	9.9	0.6	0.6	16.4	16.3
	평균		(17.8)	23.8	6.1	6.0	9.9	11.2	0.6	0.6	8.0	7.9
중국	Ctrip.com ^{주1)}	5,028	(0.2)	28.5	24.5	19.6	18.9	18.7	4.5	3.7	20.8	16.1
	Huangshan Tourism	1,000	28.5	19.4	13.7	11.3	17.0	17.8	2.3	2.0	12.8	10.7
	China CYTS	904	25.8	21.8	18.6	15.3	13.0	13.7	2.0	1.8	8.8	7.3
	평균		18.0	23.2	18.9	15.4	16.3	16.7	3.0	2.5	14.2	11.4
일본	H I S	942	179.7	(11.0)	10.9	9.4	13.9	11.0	1.1	1.0	0.7	0.6
한국 ^{주2)}	하나투어	370	0.8	26.0	17.6	14.0	21.4	24.1	4.0	3.4	9.1	6.9
	모두투어	211	13.6	42.5	13.4	9.4	25.4	29.6	3.2	2.5	6.6	4.2
	평균		7.2	34.3	15.5	11.7	23.4	26.8	3.6	2.9	7.9	5.5

자료: Bloomberg (10월 14일 기준)

주1: Ctrip.com은 미국 Nasdaq에 상장되어 있음

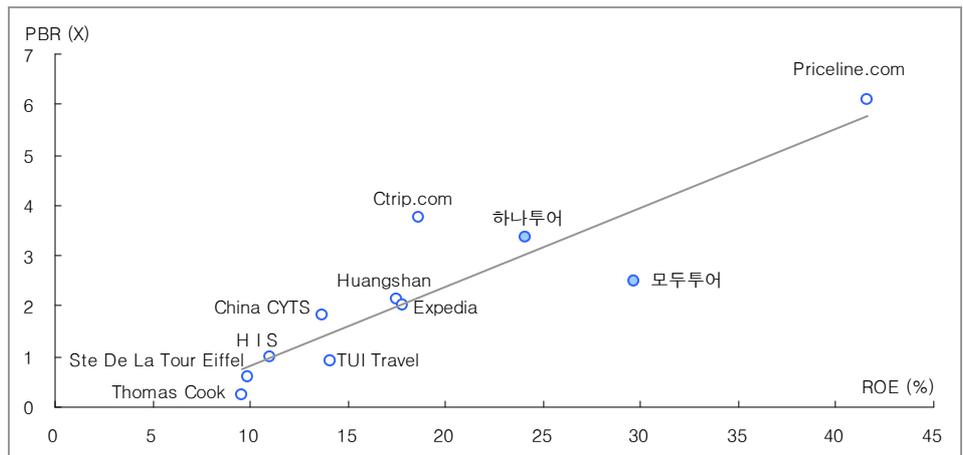
주2: 하나투어와 모두투어의 valuation은 KB투자증권 추정치에 근거

그림 8. Global 여행사들의 2012년 예상 EPS growth - PER valuation



자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 9. Global 여행사들의 2012년 예상 ROE - PBR valuation



자료: Bloomberg, KB투자증권

IV. 주가 결정변수와 최근 주가 동향

매크로 변수 점검 결과
향후 주가 반등 예상
→ 지금은 여행업종 매수 적기

연초부터 현재까지의 여행업종의 주가지수 (2개사 시가총액 합산)는 KOSPI대비 6.2%pts underperform 하고 있다. 대외변수에 의해 시장수익률을 하회하는 모습은 2번에 걸쳐 나타났는데, ① 지난 3월 발생했던 일본 지진 (천재지변), ② 9월 이후 단기간 내 급등한 원달러 환율 (매크로 경제지표)이 출국수요에 부정적인センチ멘털 요인으로 작용했기 때문이다.

그림 10. 최근 여행업종 주가지수는 원달러 환율의 단기 급등으로 시장을 underperform



자료: Fnguide, KB투자증권

반면, 최근 일주일간은 기관들의 매수가 이어지면서 시장수익률을 상회하는 모습으로 돌아섰다. 단기간 내 주가하락에 대한 일시적인 상승이라고 볼 수도 있지만, KB투자증권은 여행사 주가에 직접적인 영향을 미치는 매크로 변수들 (원달러 환율과 내수경기회복 등 대외환경과 이로 인한 출국자수 증가율)이 장기적으로 안정화될 것이라는 전망에 근거하여 향후 주가반등이 이어질 것으로 예상한다.

표 7. 하나투어와 모두투어의 주기수익률과 투자지별 순매수 동향

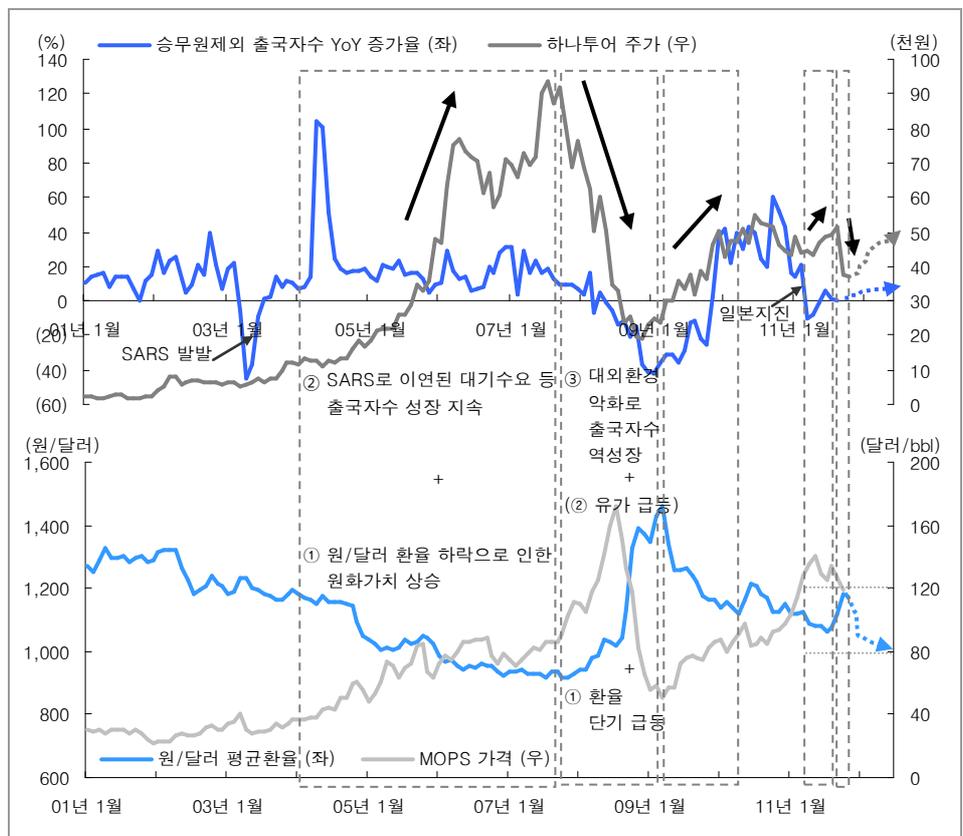
(단위: %)	절대수익률		KOSPI대비 상대수익률	
	하나투어	모두투어	하나투어	모두투어
1W	8.5	6.0	4.2	1.7
1M	(21.0)	(5.2)	(25.9)	(10.2)
3M	(21.7)	(21.5)	(7.9)	(7.7)
6M	(14.9)	(17.0)	(0.6)	(2.7)
12M	(23.7)	(21.0)	(20.3)	(17.6)
YTD	(15.4)	(18.3)	(4.9)	(7.8)
(단위: 십억원)	기관 누적 순매수		외국인 누적 순매수	
	하나투어	모두투어	하나투어	모두투어
1W	1.1	0.2	(0.6)	1.2
1M	(7.5)	2.0	(7.0)	(3.7)

자료: Fnguide (10월 14일 기준), KB투자증권

주가 결정변수:
원달러 환율과 출국자수 증가율

여행주의 주가 결정변수는 ① 원달러 환율과 ② 출국자수 증가율이다. <그림11>에서와 같이 역사적으로 여행주 주가는 출국자수 증가율과 동행하는 모습을 보여왔다. 그리고 출국자수 증가율은 원달러 환율의 하락으로 인해 원화가치가 증가하는 시기에 지속 상승하였다. 여기에 2003년 4월의 SARS와 같은 일시적 자연재해가 더해질 경우, 지연된 대기수요가 그 이듬해에 나타나며 출국자수 증가율을 더욱 확대시키는 모습을 확인할 수 있다. 반면, 유가 (MOPS, 싱가포르항공유)의 등락은 출국자수 증가율과 주가에 직접적인 영향을 미치지 않음을 알 수 있다. 유가 상승은 항공권내 유통할증료 상승요인이지만, 여행사 실적과는 무관하기 때문이다.

그림 11. 주가 결정변수 (원달러 환율 + 출국자수 증가율)를 고려시 향후 여행주 주가 반등 가능할 전망



자료: Fnguide, 한국관광공사, KB투자증권

KB투자증권 house view에 의하면 향후 원달러 환율은 2012년말 1,000원 수준까지 안정화될 전망이다. 또한 소득규모 및 소비심리 증가 등이 출국수요로 이어지고, 올해 일본 지진에 대한 대기수요가 2012년부터 점차 현실화 (동남아 등 대체지역으로 전환)되면서 출국자수 증가율과 여행사 실적, 주가 모두 반등이 예상된다. 따라서 현 시점을 여행업종 매수 적기로 판단한다.

표 8. KB투자증권의 원달러 환율 전망 (house view: 2012년말까지 1,000원/달러 수준으로 안정화 시 여행 출국수요 반등 가능)

(원/달러)	2011E				2011E	2012E				2012E
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11E		1Q12E	2Q12E	3Q12E	4Q12E	
원달러 환율	1,120.6	1,083.6	1,082.8	1,056.7	1,085.9	1,022.0	1,015.0	1,000.0	980.0	1,004.3

자료: KB투자증권 전망

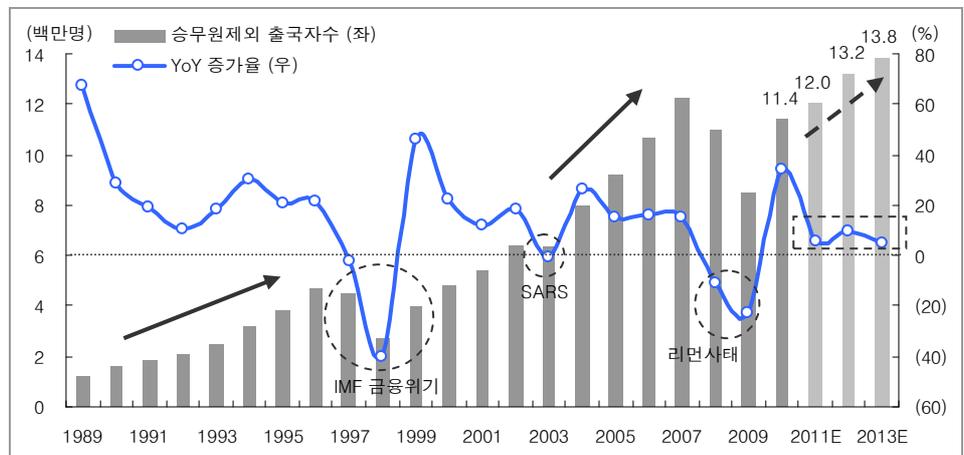
V. Investment Points

1. 여행수요 (출국자수) 증가는 여전히 유효

여행업종 장기성장성 유효
소득규모 증가와 소비심리 개선
→ 양호한 출국자수 증가율 유지

KB투자증권은 2011년 및 2012년 outbound 여행수요 (승무원제외 출국자수)를 각 1,203만명 (+5.3% YoY), 1,319만명 (+9.6% YoY)으로 추정하여 여행산업의 성장성이 여전히 유효할 것으로 판단한다. 향후에도 출국자수가 양호한 성장을 지속할 것으로 전망하는 이유는 장기적으로 ① 소득규모, ② 소비심리, ③ 원달러 환율 등의 매크로 지표 개선 추세를 예상하기 때문이다.

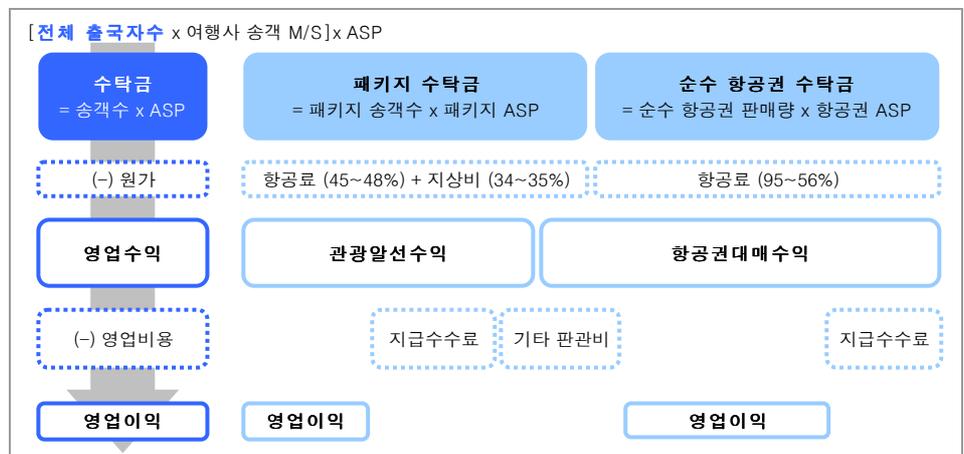
그림 12. 향후 출국자수는 양호한 성장률 (2010~2013년 CAGR +4.9%)을 지속할 전망



자료: 한국관광공사, KB투자증권 추정

출국자수 추이 분석이 중요한 이유는 출국자수가 여행사 실적추정의 출발점이 되기 때문이다. 고객으로부터 받은 [수탁금]에서 [항공료+지상비] 등의 원가를 차감한 영업수익을 매출액으로 인식하는데, 이 때 수탁금은 [(전체 출국자수 x 각 여행사의 송객 M/S) x ASP]에 의해 결정된다.

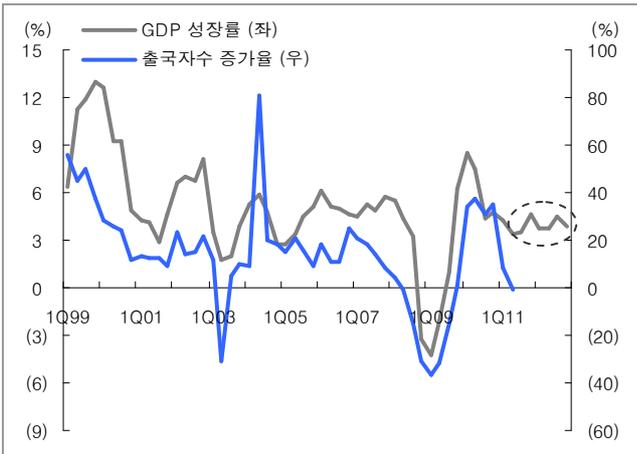
그림 13. 전체 출국자수는 여행업종 시장규모 및 여행사 실적 추정의 출발점



자료: KB투자증권 정리

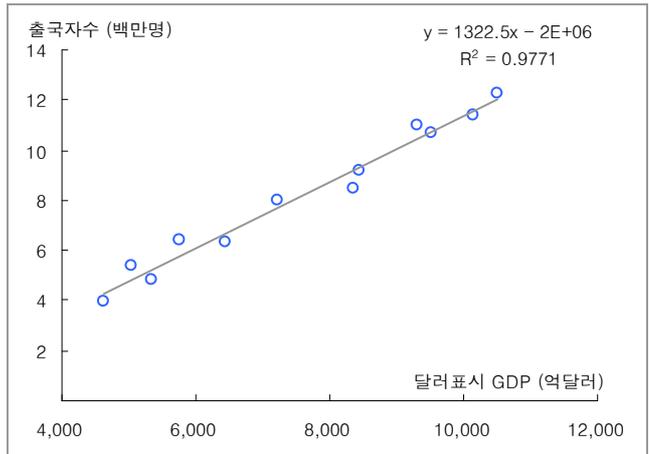
① **소득규모의 증가와 출국자수 증가율:** 출국자수 증가와 가장 높은 상관관계를 보이는 요인은 소득규모이다. 고가의 해외 여행상품을 구매할 수 있는 금전적 여유가 뒷받침되어야 하기 때문에 GDP 성장률은 출국자수 증가율과 연동된다. KB투자증권 house view에 의하면 2011~2013년 GDP 성장률이 3.8%~4.2%로 안정적인 증가세를 유지할 것으로 예상되어 출국자수 증가율에 대한 긍정적인 전망을 뒷받침한다.

그림 14. 출국자수 증가율과 동행하는 GDP 성장률은 안정적 증가 전망



자료: 한국은행, KB투자증권

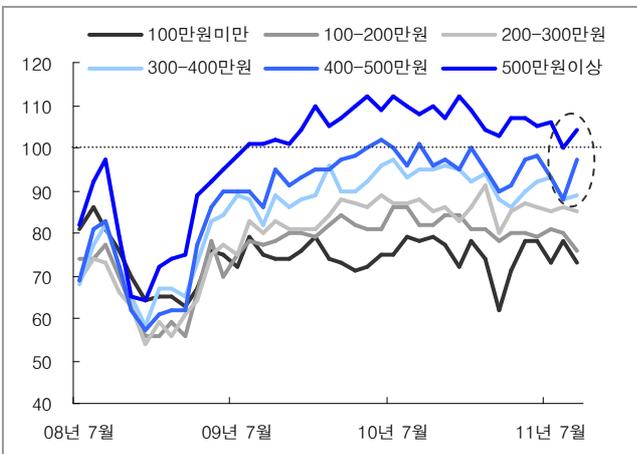
그림 15. GDP와 출국자수의 높은 상관관계 (R²=0.98)



자료: 한국은행, KB투자증권

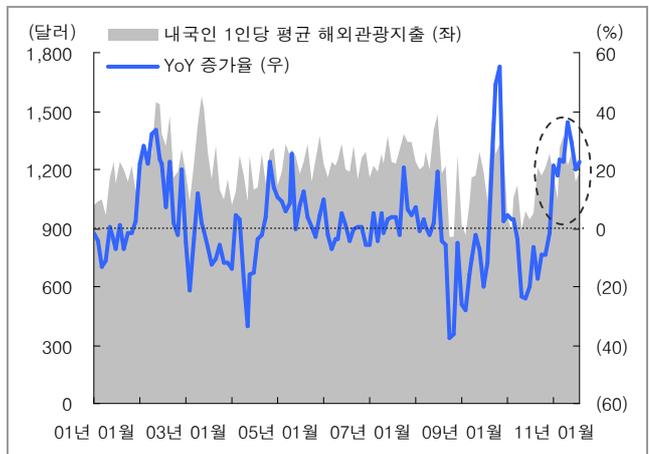
② **소비심리 개선 요인:** 소득규모의 증가 효과가 해외여행의 실제 소비로 이어지려면 소비심리가 개선되어야 한다. 현 패키지 여행상품의 평균 ASP는 100만원 수준, 북미와 유럽 등 장거리노선의 패키지상품 ASP는 무려 250~300만원을 육박한다. 따라서 이러한 해외여행 상품에 대한 실질소비능력을 갖추려면 적어도 월평균 소득수준이 300만원 이상은 되어야 한다. 한국은행의 소비자동향조사 결과에 따르면 소득수준별 국내·해외 여행비지출전망 CSI (소비자전망지수)는 월평균소득 300만원 이상을 중심으로 반등하는 추세이다. 1인당 해외관광지출액도 지속 높은 성장률을 유지하고 있어 해외여행의 실질소비능력은 지속 확대될 전망이다.

그림 16. 국내해외 여행비지출전망 CSI는 고소득층을 중심으로 개선중



자료: 한국은행, KB투자증권

그림 17. 높은 해외관광지출 증가율은 해외여행 실질소비능력 확대를 의미



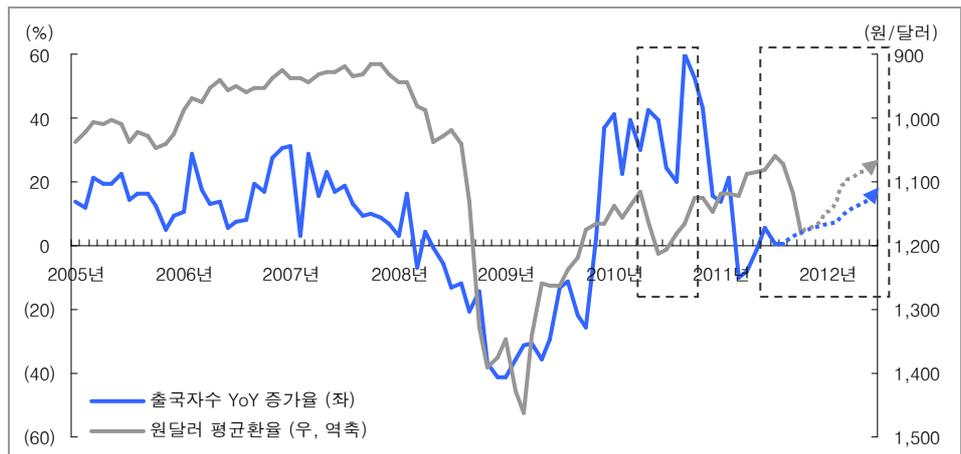
자료: 한국은행, KB투자증권

③ **원달러 환율의 영향**: 소득규모 증가와 소비심리 개선이 출국자수의 장기성장성을 결정한다면 환율은 단기적인 출국 timing에 영향을 미친다. 원달러 환율과 총출국자수 증가율은 역의 상관관계를 보인다. 환율이 단기간 내 급등할 경우 여행사의 영업이익에 미치는 영향은 미미하지만 여행객의 현지 지출 (교통비, 식비 등) 증가에 대한 부담심리가 출국 수요를 위축시킬 수 있기 때문이다.

여행사의 패키지상품은 기획 단계에서부터 이미 가격이 고정되어 있기 때문에 판매가 이루어진 날부터 출발일까지 약 1~3개월의 시차 동안 원달러 환율이 급등하더라도 사전에 고정된 가격으로 패키지서비스가 진행된다. 현지 렌트사와 협의 단계부터 가격을 고정하기 때문에 환위험의 전가가 가능하다. 다만 환율이 단기 급등한 이후의 상품가격에는 상승분이 반영될 수 있다. 그러나 실제 패키지상품 가격 중 환율이 영향을 미칠 수 있는 지상비 (현지교통비, 식비 등)의 비중은 34~35%에 불과하여 100원/달러 상승분에 대한 현지에서의 지출액 상승 효과는 3~4% 수준에 머무를 전망이다.

따라서 환율상승의 효과는 ‘실질구매력의 감소’라기보다는 ‘단기적인 해외여행 소비심리 위축’이라는 측면에서 분석해야 한다. <그림18>에서도 보듯이 2010년 4~6월까지 평균환율은 1,117원에서 1,212원으로 3개월새 약 100원 가량 급등하였고, 출국자수 증가율은 3.1%p 가량 감소하였다. 그러나 이후 7~10월까지 4개월동안 평균환율이 1,207원에서 1,123원으로 하락하면서 출국자수 증가율은 약 16.3%p 가량 반등한 모습을 확인할 수 있다. 최근 유럽발 글로벌 대외경제 불안이 이슈화되면서 환율은 8~9월 2개월 동안 1,073원에서 1,190원까지 급등하였는데 점차 환율이 하락 안정화된다면 과거처럼 단기적으로 늘렸던 출국 대기수요는 더 큰 폭의 출국자수 증가율로 나타날 것으로 예상된다.

그림 18. 원달러 환율의 단기 급등 후 하락 안정화 추세는 더 큰 폭의 출국자수 증가율로 나타날 전망



자료: Fnguide, 한국관광공사, KB투자증권

2011년 및 2012년 출국자수
전년대비 5.3%, 9.6% 성장 전망

KB투자증권은 출국자와 가장 상관관계가 높은 GDP로 회귀분석을 한 결과, 2011~2012년 승무원 제외 출국자수를 각 1,203만명 (+5.3% YoY), 1,319만명 (+9.6% YoY)으로 추정한다. 이는 한국관광공사, 여행사들의 예상치 및 시장 컨센서스를 다소 하회하는 수준이나, 현 대외경제와 내수경기회복에 대한 가시성이 과거 outbound 여행산업의 고성장 시기와 같지 않음을 감안한다면 과거와 같은 10~14% 이상의 연평균 성장률을 기대하기는 무리라는 판단이다. 그럼에도 불구하고 올해 출국자수는 2007년 최고치 수준을 회복, 2012~2013년에도 5~9%대의 안정적인 성장세를 꾸준히 이어갈 전망이다.

표 9. GDP와의 회귀분석을 통한 출국자수 전망

	출국자수				총 인구수 ¹⁾		GDP 성장률 ²⁾ (%)	원달러 환율 ²⁾ (원)
	승무원제외 (천명)	YoY 증가율 (%)	Seasonality (%)	승무원포함 (천명)	인구수 (천명)	인구대비출국율 (%)		
1Q09	2,025	(36.4)	23.8	2,263	49,773	4.1	(4.2)	1,411.4
2Q09	1,959	(31.9)	23.1	2,190	49,773	3.9	(2.1)	1,289.9
3Q09	2,439	(14.7)	28.7	2,725	49,773	4.9	1.0	1,240.9
4Q09	2,073	0.8	24.4	2,317	49,773	4.2	6.3	1,169.0
1Q10	2,722	34.5	23.8	2,977	50,516	5.4	8.5	1,144.9
2Q10	2,694	37.5	23.6	2,946	50,516	5.3	7.5	1,163.3
3Q10	3,196	31.1	28.0	3,495	50,516	6.3	4.4	1,184.6
4Q10	2,807	35.4	24.6	3,070	50,516	5.6	4.7	1,132.8
1Q11	2,956	8.6	24.6	3,110	50,634	5.8	4.2	1,120.6
2Q11	2,664	(1.1)	22.2	2,803	50,634	5.3	3.4	1,083.6
3Q11E	3,341	4.6	27.8	3,515	50,634	6.6	3.5	1,082.8
4Q11E	3,065	9.2	25.5	3,225	50,634	6.1	4.6	1,056.7
1Q12E	3,297	11.5	25.0	3,611	50,731	6.5	3.7	1,022.0
2Q12E	3,111	16.7	23.6	3,407	50,731	6.1	3.7	1,015.0
3Q12E	3,643	9.0	27.6	3,991	50,731	7.2	4.5	1,000.0
4Q12E	3,136	2.3	23.8	3,435	50,731	6.2	3.9	980.0
2005	9,209	15.0	-	10,080	48,782	18.9	16.9	1,024.1
2006	10,671	15.9	-	11,610	48,992	21.8	12.6	955.2
2007	12,295	15.2	-	13,325	49,269	25.0	10.3	929.2
2008	10,973	(10.8)	-	11,996	49,540	22.2	(11.3)	1,099.3
2009	8,495	(22.6)	-	9,494	49,773	17.1	(10.4)	1,276.7
2010	11,419	34.4	-	12,488	50,516	22.6	21.6	1,156.4
2011E	12,026	5.3	-	12,653	50,634	23.8	3.8	1,085.9
2012E	13,186	9.6	-	14,445	50,731	26.0	4.0	1,004.3
2013E	13,824	4.8	-	14,479	50,814	27.2	4.2	1,000.0

자료: 한국관광공사, 한국은행, 통계청, KB투자증권 추정

주1: 2011년 이후의 총 인구수는 통계청 추계인구 수치, 분기별 총 인구수는 연간 인구수를 동일하게 적용

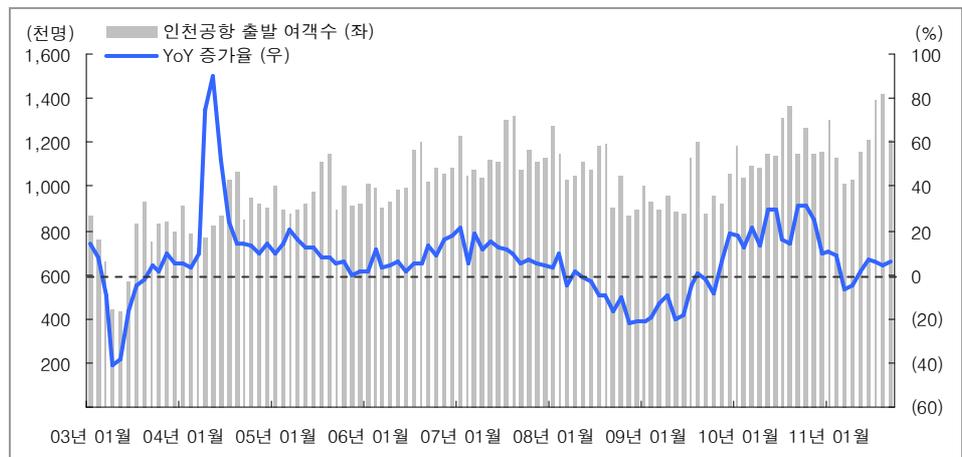
주2: 3Q11 이후의 GDP 성장률과 환율 가정은 KB투자증권 매크로/전략팀 house view에 근거

2. 여행공급 (항공좌석) 증가가 수요를 견인

항공좌석 공급 증가가 여행수요를 견인

대형 국적사, 저가항공사 (Low Cost Carrier) 및 외항사들의 항공좌석 공급증가도 출국수요를 견인할 전망이다. 지난 2003년부터 여행공급 (항공좌석)은 여행수요 대비 항상 부족했다. 특히 2010년은 2009년 경제불안으로 지연되었던 여행 잠재수요들이 경기회복과 맞물리면서 현실화되는 시기였으나, 항공좌석 공급이 수요를 뒷받침하지 못하였다. 한편 이번 4분기부터는 항공사들의 경쟁적 운항노선 및 편수 증가로 좌석 공급이 전년동기대비 10%가량 증가할 전망이다.

그림 19. 인천공항의 국제선 출발 여객수는 증가세

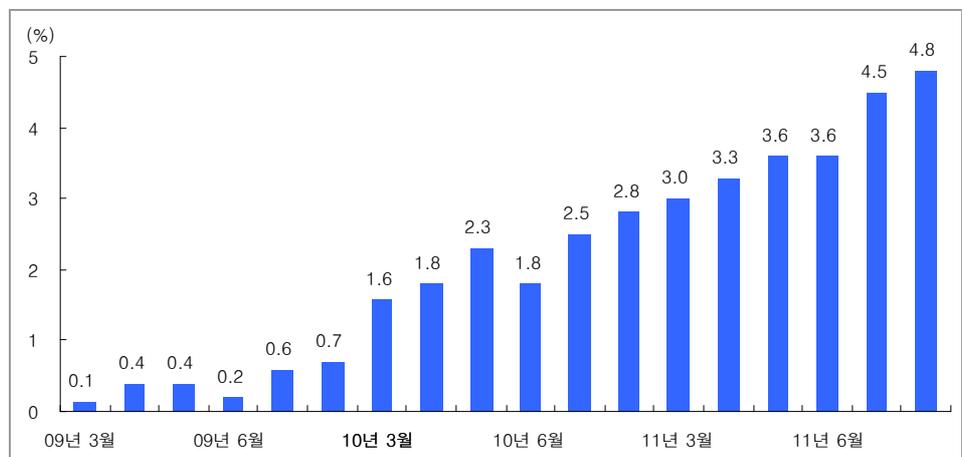


자료: 인천공항공사, KB투자증권

저가항공사의 비중확대
→ 항공권 가격 하락
→ 여행수요 확대

특히 저가항공사들의 좌석공급 확대는 항공권의 가격 하락 → 패키지 등 여행상품 가격의 하락으로 이어지면서 여행수요를 더욱 자극할 것으로 예상된다. 또한 저가항공사들의 좌석공급은 중국, 동남아 등 단거리노선 중심으로 확대되는 경우가 많아서 지난 2분기부터 줄어든 일본여행수요의 대체재로 작용할 가능성이 높다.

그림 20. 국적사내 저가항공사의 국제선 여객 분담율은 지속 상승중



자료: 국토해양부, KB투자증권
주: 연도별 3~8월까지의 data 비교

3. 여행산업 구조의 재편: Winner takes it all

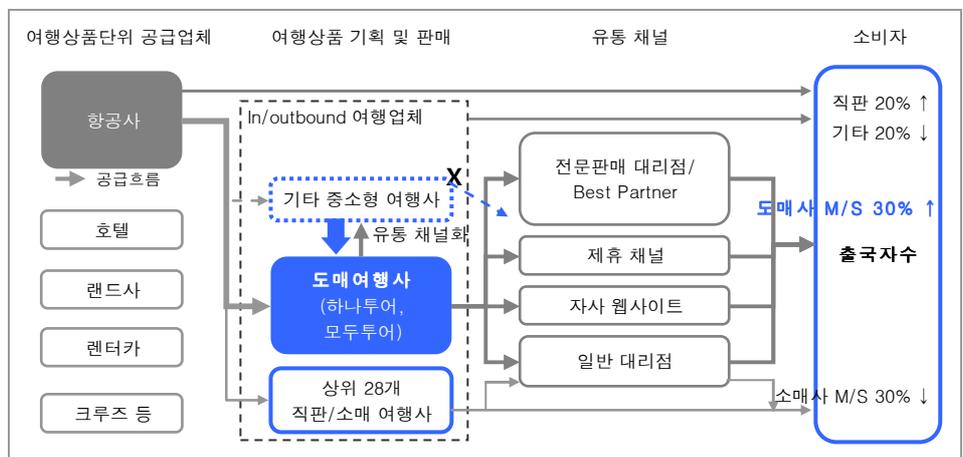
대형 도매여행사 중심으로 M/S 집중 지속

한편 여행업계는 구매력 (Buying power)을 통한 규모의 경제 실현이 가능한 대형 도매여행사 (하나투어, 모두투어) 중심으로의 재편이 심화되고 있다. 현재 우리나라의 in/outbound 상품을 모두 취급하는 8,000여개의 여행사 중 자사의 패키지상품을 직접 기획하고 판매할 수 있는 여행사들은 상위 30여개 정도에 불과하다. 이 중에서도 하나투어와 모두투어를 제외한 나머지 여행사들은 직영점을 갖추고, 신문광고 등을 통해 B2C 고객을 하는 직접판매 소매사들이다.

대규모 sourcing 능력을 갖춘 도매여행사들은 규모의 경제 실현을 통해 가격경쟁력을 확보할 수 있게 된다. 규모의 경제 효과는 곧 낮은 고정비 비중으로 이어져 영업이익 증가율이 매출액 성장률을 넘어서는 영업레버리지 효과 창출이 가능함을 의미한다. 항공권 등의 대규모 물량 확보가 가능한 도매 여행업체가 되기 위해서는 ① 오랜기간 동안의 know-how를 통한 정확한 수요예측과 상품 기획력, ② 양질의 다양한 여행상품 portfolio를 구성할 수 있는 브랜드 인지도 및 신뢰도, ③ 유통망을 통해 소비자들을 모객할 수 있는 유통채널력이 핵심이다.

그러나 우리나라 outbound 여행산업은 여행수요대비 공급 (특히 항공권)이 부족했던 탓에 전통적으로 ‘공급자 우위’의 환경이 조성될 수 밖에 없었다. 항공사들은 부족한 공급물량을 모객 능력우위의 대형 여행사들에게 우선적으로 배정했고, 일정물량을 확보한 대형사들은 규모의 경제 실현을 통해 더욱 M/S를 확대하는 선순환 효과를 누릴 수 있었다.

그림 21. 여행업계 재편: 규모의 경제를 갖춘 대형 도매사로의 집중이 더욱 심화



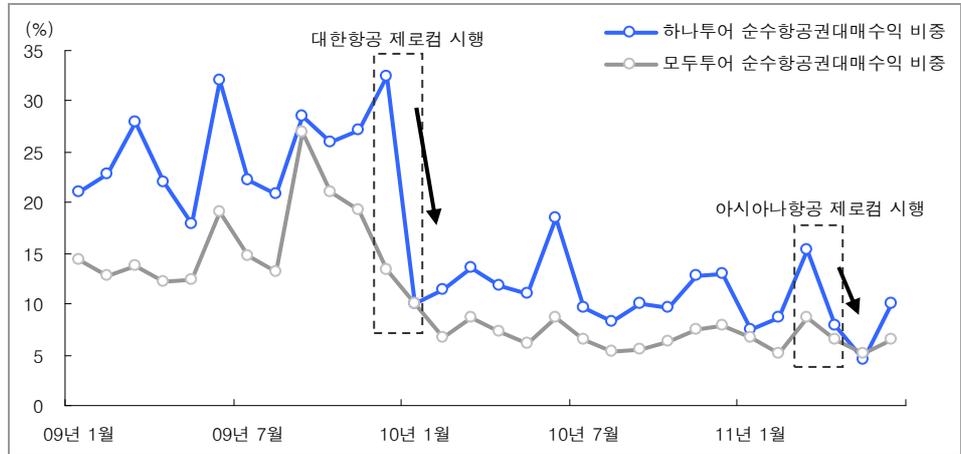
자료: KB투자증권 정리

주: 자사 웹사이트나 제휴 채널 (홈쇼핑, 온라인 쇼핑몰 등)을 이용하더라도 전문판매 대리점 등을 거침 (B2B2C의 비즈니스 모델)

항공사들의 제로컴 정책은 여행업의 구조적 변화를 가속화

특히 국적사를 중심으로 한 항공사들의 원가부담 완화를 위한 ‘제로컴 (zero commission)’ 정책은 이러한 산업의 구조적 변화를 더욱 앞당기는 촉매제 역할을 하고 있다. 그동안 항공사들의 항공권 대매수익 (항공권 가격의 7~9% 수준)에 의존하던 중소형여행사들은 주요 수익원이 없어짐에 따라 도산하거나, 대형 도매여행사들의 유통 채널로 편입되어 대리점 수수료수익 (7% 수준)을 받는 추세이기 때문이다. 반면, 이러한 업계 재편의 최대 수혜자는 하나투어와 모두투어로서 상위 2개사의 M/S 확대를 통한 수익성 개선은 향후에도 더욱 가속화될 전망이다.

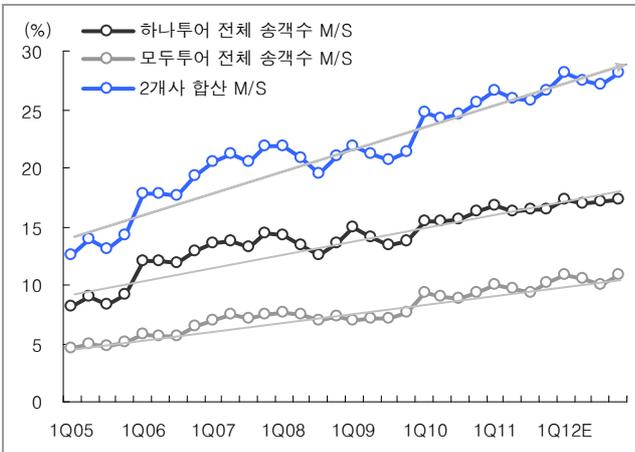
그림 22. 항공사들의 제로컴 정책은 하나투어와 모두투어의 M/S 확대를 심화



자료: 각 사, KB투자증권

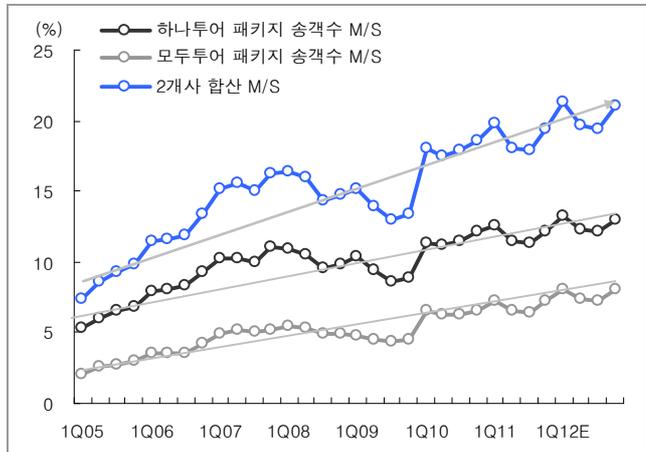
전체 출국자수대비 송객수 M/S 추이는 하나투어와 모두투어를 중심으로 집중되고 있으며, 2015년까지 두개사 합산 M/S는 40%를 상회할 전망이다. 특히 순수 항공권 대매수익의 비중이 낮아짐에 따라 전체 영업수익에서 패키지수익이 차지하는 비중은 더욱 확대되며, 전체 출국자수대비 패키지 송객수 M/S 또한 증가하고 있다.

그림 23. 전체 출국자수대비 상위 2개사의 송객수 M/S 증가 심화



자료: 한국관광공사, 각 사, KB투자증권

그림 24. 패키지 송객수 M/S 확대는 규모의 경제 효과 확대를 의미



자료: 한국관광공사, 각 사, KB투자증권

대형사들의 외형성장은 수익성 개선으로 이어짐

2개사의 M/S가 증가할수록 영업레버리지 효과는 확대될 전망이다. 영업비용 중 54~56%를 차지하는 대리점 지급수수료는 변동비 성격이므로 매출이 증가할수록 인건비 (영업비용의 29~31% 수준) 등의 고정비 부담은 낮아지게 된다. KB투자증권은 하나투어와 모두투어의 2012년 매출액이 전년대비 각 17.7%, 18.4% 증가하는 한편, 영업이익 (발표영업이익)은 전년대비 각 23.3%, 36.6% 증가할 것으로 전망한다.

VI. 여행업종 이슈와 Risk 요인

1. FIT 수요 비중의 증가로 인한 업계 판도 변화 우려

최근 여행업계의 화두는 ‘FIT (Free Individual Tour 혹은 Foreign Independent Tour)’ 수요이다. 현 outbound, 패키지 여행상품 중심의 여행산업 business model은 향후 국내 관광인프라의 점진적 개선, 20~30대 연령층의 여행수요 비중 증가 등에 힘입어 점차 변화해 갈 가능성이 존재한다. FIT 수요의 비중 증가로 기존 여행사들의 실적이 하락할 것이라는 우려가 존재한다.

그러나 업계의 구도가 변하더라도 오히려 기존 패키지상품중심의 outbound 시장에서 항공권과 호텔 등에 대한 buying power를 확보해 오던 업체들만이 살아남는 ‘승자승 독식 (Winner takes it all)’ 구조는 더욱 심화될 것이다. FIT 시장에서의 핵심은 다양한 양질의 개별상품단위 (항공권 /호텔)를 확보하여 낮은 가격으로 공급하는 능력이다. 그러기 위해서는 규모의 경제 달성을 통해 원가경쟁력이 있어야 하는데, 이는 현 패키지상품중심의 시장에서 buying power를 가진 업체들이 아니면 “소품종 다량의” customized된 여행수요에 대응하기가 힘들다.

이미 업계 선두업체들은 buying power를 더욱 확대하기 위해 선제적으로 대응을 하는 모습이다. 하나투어와 모두투어는 최근 항공권 하드블록 재고의 효율적 운영을 위해 “호텔엔에어닷컴”이라는 합작회사를 설립하였다. 향후 호텔사업부문에서도 협업이 이루어질 것으로 예상되면서 두 회사의 buying power와 대공급자 협상력은 더욱 강화될 전망이다.

2. 매크로 변수들의 악화로 인한 주가 하락 우려

한편 고가의 해외여행은 필수소비재/서비스가 아니기 때문에 대외경제가 불안해질 경우 가장 먼저 소비가 위축될 수 있다. 따라서 원달러 환율과 유가 등 매크로 변수들의 단기 악화로 인한 해외여행 소비심리와 이로 인한 여행사들의 실적 및 주가 하락 리스크는 여전히 존재한다.

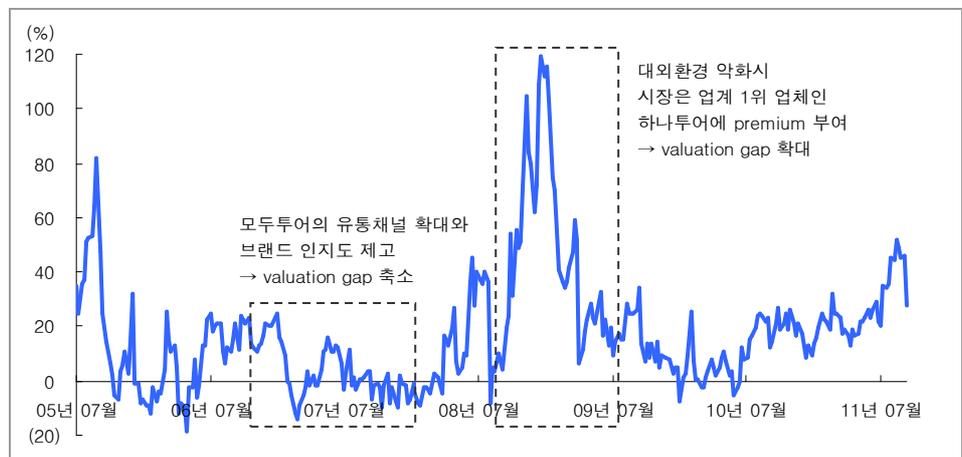
그러나 앞서도 살펴본 바와 같이 대외경제 불안과 금융위기가 수년간 지속되지 않는 한 매크로 변수들이 악화 후 개선되는 국면에서는 여행사 실적과 주가가 모두 큰 폭으로 회복하는 추세를 확인하였다. 이러한 특성을 감안하면 매크로 변수가 악화되는 시기에 주가의 저점을 예측 후 향후 반등 timing을 판단하는 투자전략이 가능할 것이다.

VII. 여행업종 투자전략 - valuation gap 축소로 top pick은 모두투어

하나투어의 신사업 투자효과가 매출액으로 가시화되기 전까지는 두 회사 valuation gap 지속 축소

역사적으로 하나투어는 ‘업계 1위’의 premium을 적용받아 왔다. 특히 모두투어 대비 valuation gap은 글로벌 대외경제 등 매크로 환경이 불안할 때 더욱 벌어지는 모습을 확인할 수 있다. 모두투어는 2005년 7월 상장 이후, M/S 확대 노력 (출국자수대비 전체 송객수 M/S는 2006년 5.9%에서 2007년 7.3%로 상승) 및 유통망 확충을 통해 하나투어와의 valuation 격차를 줄이는데 집중한 결과, 2006~2007년 여행업 호황과 실적 성장성이 맞물리는 상황에서는 오히려 하나투어 대비 premium을 적용받았다. 그러나 시장은 리먼사태와 같은 거시경제가 불안한 환경에서는 ‘업계 1위’ 기업의 안정성을 선택하였다.

그림 25. 하나투어와 모두투어의 valuation gap은 축소될 것으로 예상



자료: Fnguide, KB투자증권
주: 12개월 forward PER 기준

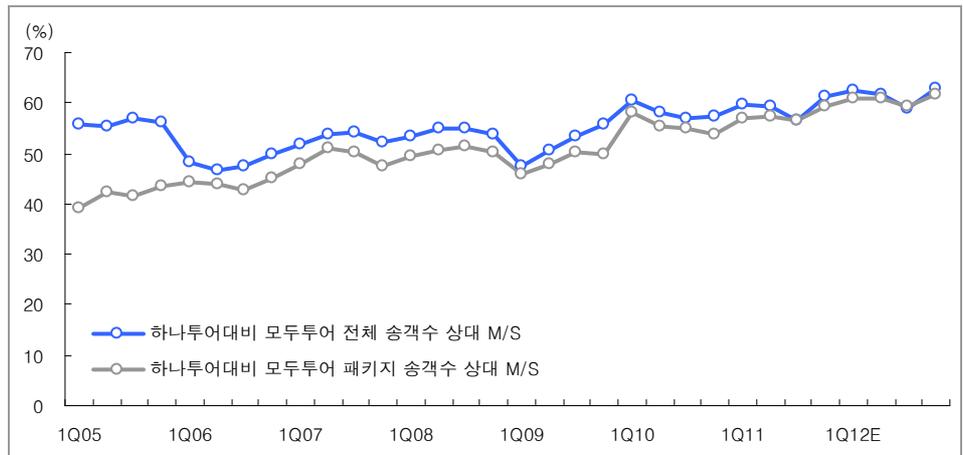
한편 2012년까지는 하나투어와 모두투어간 valuation gap이 축소될 것으로 예상하는데, 두 회사의 전략 차이로 인해 모두투어의 이익 증가율이 더 커질 전망이다. 하나투어는 FIT 등 신사업에 투자로 인해 2012년에도 판매비 지출이 이어질 것이다. 반면, 모두투어의 경우 중단기적으로 M/S를 꾸준히 확대하고 유통능력을 확대하는 전략을 지속하고 있어서 2012년에도 두 기업의 이익률 차이는 좁혀지기 어려워 보인다.

이미 두 기업 모두 타 업체대비 규모의 경제를 확보하고 있는 현 시점에서는 추가적 외형성장성보다는 적절한 비용통제로 일정 수준의 수익성을 확보하고 있는 종목에 집중하는 것이 보다 합리적이라고 판단한다. 따라서 비용통제 측면에서 보다 우위에 있는 모두투어를 선호주로 제시한다. 다만 2012년 이후 FIT 투자에 대한 매출액 효과가 가시화될 경우, 하나투어의 모두투어대비 premium은 다시 확대될 수 있을 것이다.

1. 성장상: 전체 및 패키지 송객수 증가속도는 유사

하나투어와 모두투어의 송객수 M/S 증가 속도는 유사하다. 앞서도 언급한 바와 같이 상위 2개사가 서로의 M/S를 놓고 경쟁하는 체제가 아니라 8,000여개의 중소형 여행사들의 M/S를 하나투어와 모두투어가 흡수해가는 형태이기 때문이다. 따라서 향후 하나투어와 모두투어의 M/S는 모두 증가하더라도 두 회사간 M/S 격차는 당분간 지금의 수준을 유지할 전망이다.

그림 26. 하나투어와 모두투어의 M/S 격차는 당분간 유지될 것으로 예상

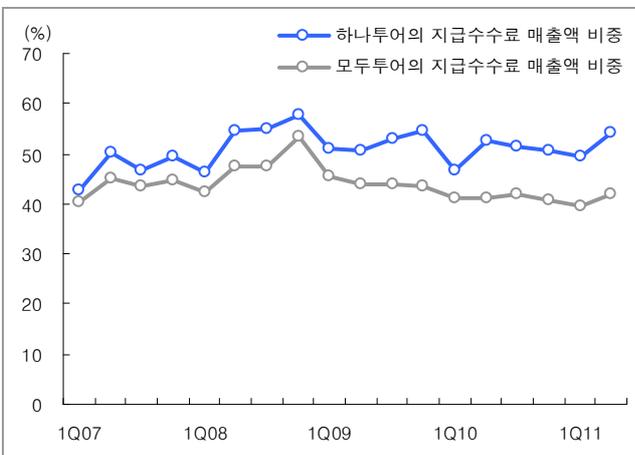


자료: 한국관광공사, 각 사, KB투자증권

2. 수익상: 지급수수료 및 마케팅 비용통제는 모두투어가 우세

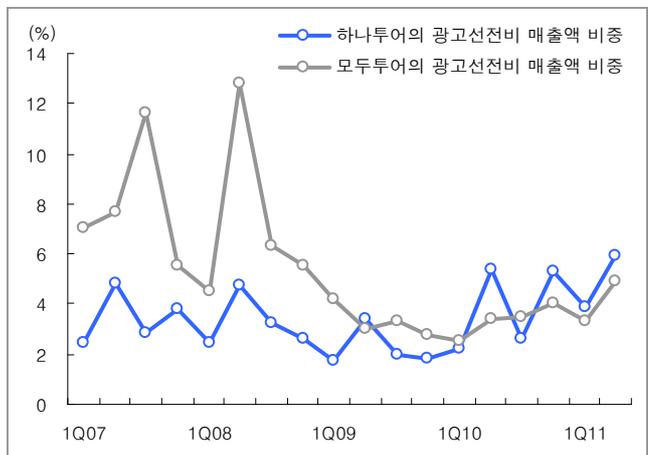
하나투어의 매출액대비 판관비 비중은 본격적인 FIT 사업에의 투자를 시작한 4Q10 이후 평균 5~6% 수준을 형성하며 증가하고 있다. 특히 올해 일본 지진의 영향으로 집행하지 못했던 FIT 관련 광고선전비 52억원 가량 등이 2012년에 추가로 집행될 가능성도 있어 비용통제 측면에서는 모두투어의 우위가 예상된다.

그림 27. 모두투어는 전판점 등 유통채널 지급수수료를 적절히 통제중



자료: 각 사, KB투자증권

그림 28. 하나투어는 신사업 투자 및 관련 마케팅 비용이 증가하는 상황



자료: 각 사, KB투자증권

3. 재무 안정성: 시가총액 대비 순현금 보유 비중도 모두투어가 우세

하나투어와 모두투어는 양호한 현금흐름으로 순현금 상태를 지속적으로 유지해오고 있다. 모두투어의 현 시가총액 대비 2012년말 예상 순현금 비중은 47.1%로 하나투어의 34.2% 대비 상대적으로 재무 안정성이 우수한 것으로 판단된다. 또한 앞서 DCF 모형으로 산출한 목표주가 기준 예상 시가총액과 대비해서도 모두투어의 순현금 비중이 높아 valuation 상 저평가 매력이 존재한다.

표 10. 시가총액 대비 순현금 비중 비교

(단위: 십억원)	하나투어	모두투어	모두투어/하나투어 (%)
현 주가 (10/14, 원)	36,850	29,000	78.7
시가총액	428	244	56.9
2012년 예상 순현금	146	115	78.4
시가총액 - 순현금	282	129	45.8
순현금/시가총액 (%)	34.2	47.1	-
목표주가 (원)	48,000	42,000	87.5
시가총액	558	353	63.3
2012년 예상 순현금	146	115	78.4
시가총액 - 순현금	411	238	57.9
순현금/시가총액 (%)	26.2	32.5	-

자료: Fnguide, KB투자증권

VIII. 실적 전망치와 Consensus와의 차이

KB투자증권은 하나투어의 2011년 K-IFRS 매출액 및 영업이익 (발표영업이익 기준)을 각 2,301억원 (+5.5% YoY)과 294억원 (+8.2% YoY)으로 전망한다. 실적 전망을 위해 2011년 예상 출국자수 (승무원제외) 1,203만명 대비 하나투어의 전체 송객수는 199만명 (M/S 16.5%), 패키지 송객수는 143만명 (M/S 11.9%)으로 가정하였다.

하나투어의 예상 실적은 회사의 연초 가이드스 (매출액 2,904억원 및 영업이익 350억원 수준)와 컨센서스 수준을 7~15% 하회하는데, 이는 3월 초 발생한 일본 지진의 영향으로 인해 당초 예상대비 모객수가 감소했기 때문이다. 영업이익률 컨센서스는 연초의 높았던 수준에서 지속적으로 낮아지는 모습이다. 2012년에도 신사업 관련 광고선전비 등 판관비 지출이 이어질 것으로 예상하기 때문인 것으로 보인다.

모두투어의 2011년 K-IFRS 매출액 및 영업이익 (발표영업이익 기준)은 각 1,306억원 (+11.6% YoY)과 221억원 (+13.9% YoY)으로 전망한다. 하나투어의 실적 전망과 같은 방식으로, 2011년 예상 출국자수 1,203만명 대비 전체 송객수는 117만명 (M/S 9.8%), 패키지 송객수는 82만명 (M/S 6.8%)으로 가정하였다.

모두투어 역시 회사의 연초 가이드스 (매출액 1,470억원 및 영업이익 280억원 수준)와 컨센서스 수준을 하회할 것으로 예상된다. 그러나 10월 들어 4분기부터의 연말 모객 성장률이 다시 증가할 것이라는 인식과 함께 2012년 영업이익 추정치는 9월대비 상향되는 모습이다. 컨센서스 수치들은 일본 지진으로 인한 실적 부진을 지속적으로 반영하고 있다.

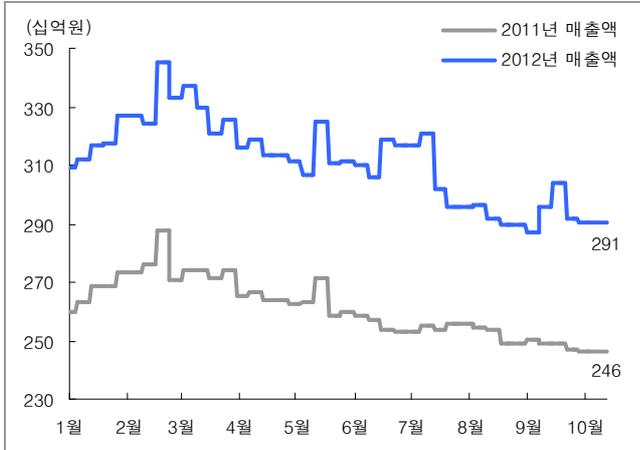
표 11. KB투자증권 실적 전망과 Consensus와의 비교

(단위: 십억원)		KB투자증권 추정치		Consensus		차이 (% , %p)	
		2011E	2012E	2011C	2012C	2011E	2012E
하나투어	매출액	230	271	246	291	(6.5)	(6.9)
	영업이익	29	36	30	37	(3.3)	(2.7)
	당기순이익	24	31	25	31	(4.0)	0.0
	EPS (원)	2,095	2,640	2,185	2,654	(4.1)	(0.5)
	영업이익률 (%)	12.8	13.4	12.2	12.7	0.6	0.7
	당기순이익률 (%)	10.6	11.3	10.2	10.7	0.4	0.6
모두투어	매출액	131	155	133	158	(1.9)	(1.7)
	영업이익	22	30	23	31	(2.5)	(4.8)
	당기순이익	18	26	19	24	(3.5)	6.2
	EPS (원)	2,165	3,085	2,221	2,913	(2.5)	5.9
	영업이익률 (%)	16.9	19.5	16.9	20.0	(0.0)	(0.5)
	당기순이익률 (%)	13.9	16.7	14.0	15.5	(0.1)	1.2

자료: Fnguide, KB투자증권

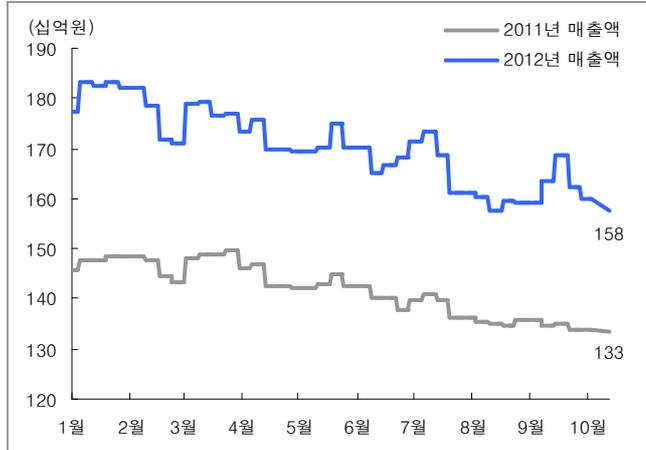
주: K-IFRS 별도 기준, 영업이익은 발표영업이익 기준

그림 29. 하나투어의 2011~2012년 매출액 컨센서스 추이



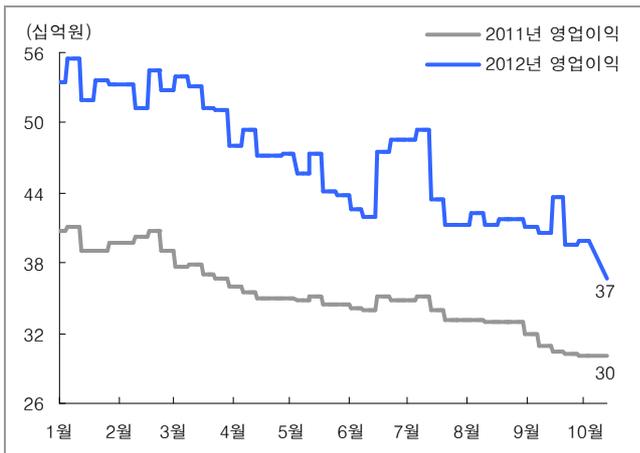
자료: Fnguide, KB투자증권

그림 30. 모두투어의 2011~2012년 매출액 컨센서스 추이



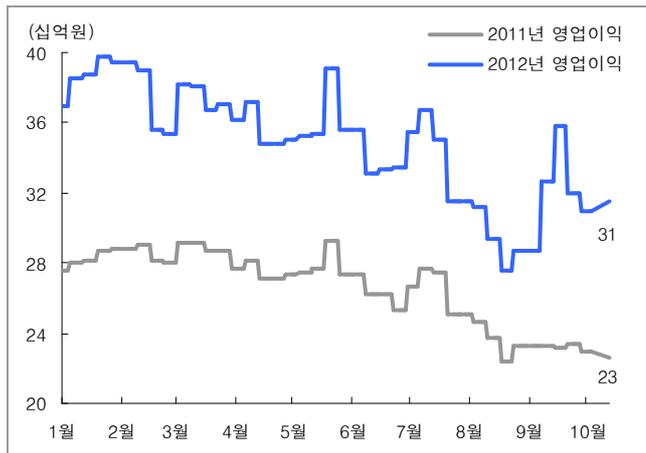
자료: Fnguide, KB투자증권

그림 31. 하나투어의 2011~2012년 영업이익 컨센서스 추이



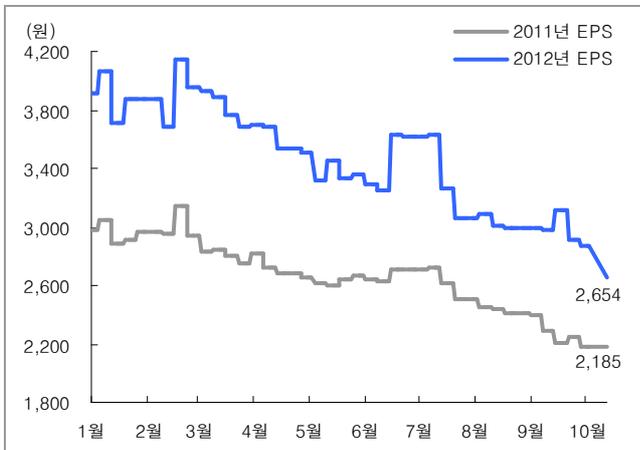
자료: Fnguide, KB투자증권

그림 32. 모두투어의 2011~2012년 영업이익 컨센서스 추이



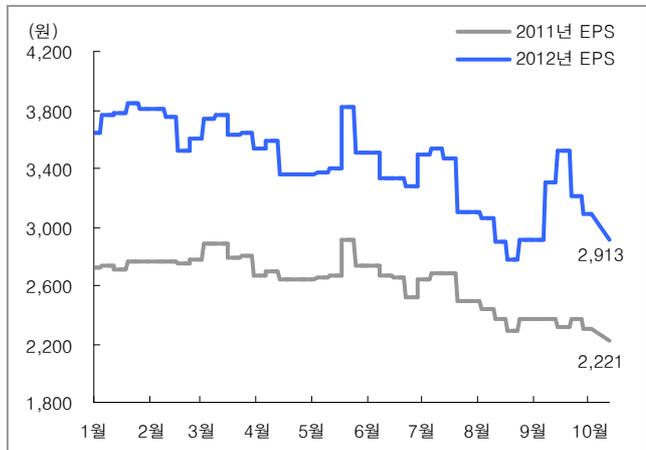
자료: Fnguide, KB투자증권

그림 33. 하나투어의 2011~2012년 EPS 컨센서스 추이



자료: Fnguide, KB투자증권

그림 34. 모두투어의 2011~2012년 EPS 컨센서스 추이



자료: Fnguide, KB투자증권

박소연 (02) 3777-8051
sy.park@kbsec.co.kr

모두투어 (080160)

Initiation

투자 의견 (Initiate) **BUY**
목표주가 (Initiate) **42,000 (원)**

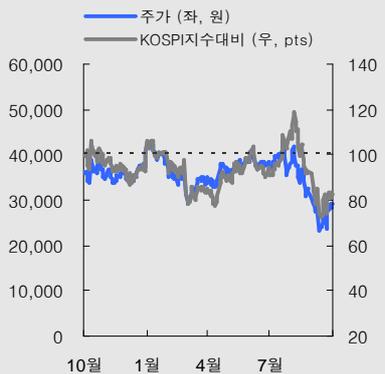
Upside / Downside (%)	44.8
현재가 (10/14, 원)	29,000
Consensus target price (원)	40,000
Difference from consensus (%)	5.0

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2010	2011E	2012E	2013E
매출액 (십억원)	117	131	155	177
영업이익 (십억원)	19	21	29	36
순이익 (십억원)	16	18	26	31
EPS (원)	1,906	2,165	3,085	3,735
증감률 (%)	1,219.2	13.6	42.5	21.1
PER (X)	18.6	13.4	9.4	7.8
EV/EBITDA (X)	10.7	6.6	4.2	2.7
PBR (X)	4.5	3.2	2.5	2.0
ROE (%)	27.6	25.4	29.6	28.2

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(5.2)	(21.5)	(17.0)	(21.0)
KOSPI대비 상대수익률	(10.2)	(7.7)	(2.7)	(17.6)



Trading Data

시가총액 (십억원)	244
유통주식수 (백만주)	6
Free Float (%)	70.4
52주 최고/최저 (원)	43,150 / 23,350
거래대금 (3M, 십억원)	4
외국인 소유지분율 (%)	10.6
주요주주 지분율 (%)	우종용외 4인 18.7

자료: Fnguide, KB투자증권
주: 2011년 이후 K-IFRS 별도, 조정영업이익 기준

Again 2007

모두투어는 2012년에도 M/S 확대를 통한 외형성장과 브랜드 경쟁력 강화를 통해 경쟁사와의 격차를 줄여나갈 것으로 예상된다. 3Q까지의 일본 지역 실적 회복이 더뎠지만, 중국과 동남아시아 지역으로의 대체수요가 증가하고 있어 4Q11부터의 실적 반등이 예상된다. BUY 투자 의견 및 목표주가 42,000원으로 커버리지를 개시한다.

■ 외형성장과 수익성 개선으로 1위와의 valuation gap은 지속 축소될 전망

모두투어는 2012년에도 공격적인 M/S 확대와 비용통제 전략으로 외형성장과 수익성 개선을 동시에 시현할 전망이다. 모두투어는 2007년 당시와 같이 자사 패키지 상품만을 취급하는 베스트 파트너 (BP) 대리점 수 확장 등을 통해 2012년 패키지 송객수 M/S를 7.6% (+0.8%p YoY)까지 확대할 것으로 예상된다. 또한 신사업 관련 광고선전비 등이 증가하고 있는 경쟁사 대비 보수적인 영업비용 전략을 통해 2012년 경쟁사와의 valuation gap은 점차 축소될 것으로 판단된다.

■ 2012년 매출액 및 영업이익은 전년동기대비 각 18.4%, 36.6% 증가 예상

2012년 K-IFRS 별도 기준 매출액 및 영업이익 (발표영업이익 기준)은 각 1,547억원 (+18.4% YoY), 302억원 (+36.6% YoY)으로 예상된다. 2012년 패키지 송객수는 전년 동기대비 23.3% 증가한 100만 6천명을 기록하여 패키지 수탁금은 전년동기대비 25.8% 증가한 1조 1,063억원에 이를 것으로 추정한다. 한편 지급수수료와 광고선전비 통제를 통해 2012년 영업이익률은 19.5% (+2.6%p)로 개선될 전망이다.

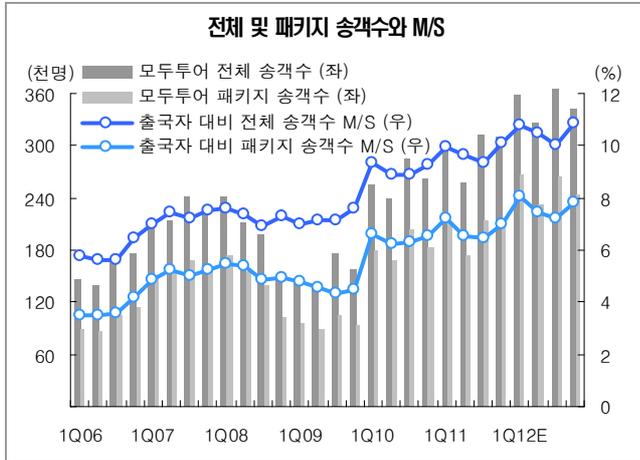
■ 일본 지진 영향은 서서히 회복중

한편 3Q11 매출액 및 영업이익은 각 367억원 (+0.1% YoY), 68억원 (-10.3% YoY)으로 8월에 제시한 회사 가이드를 약 17% 하회하였다. 예상대비 더뎠던 일본지역 매출액 회복세가 주요 원인이었다. 그러나 ① 일본 패키지 수요가 더 높은 ASP의 중국과 동남아시아 지역으로 대체되고 있는 점, ② 경쟁사와 달리 3Q 일본 패키지 ASP가 과거 비수기 수준으로 회복된 점을 감안하면 4Q부터는 실적 회복 속도가 빨라질 것으로 판단한다. 또한 올해 4Q에는 작년과 같은 일회성 인센티브 지급이 이루어지지 않을 예정이어서 4Q11 영업이익은 약 54억원으로 추정된다.

■ BUY 투자 의견 및 목표주가 42,000원 제시

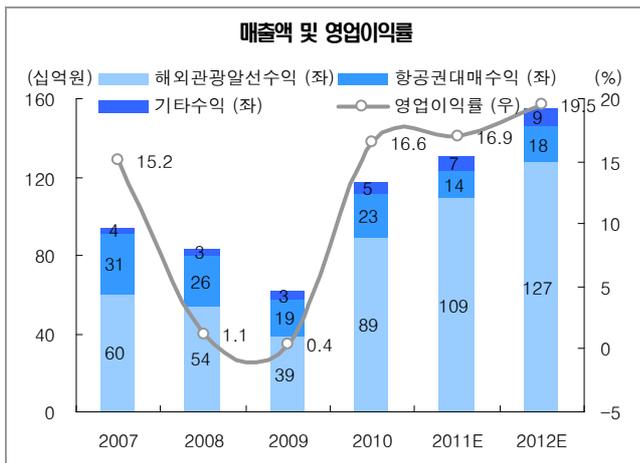
KB투자증권은 모두투어에 대해 BUY 투자 의견 및 목표주가 42,000원 (DCF모형, WACC 12.8%, 영구성장률 2.0% 적용)으로 커버리지를 개시한다. 현 주가는 2011~2012년 12개월 forward PER 10.2X, PBR 2.6X 수준으로 2008~2009년을 제외한 지난 4년간의 역사적 저점평균 16.3X와 3.3X보다도 낮은 상태이다. 4Q부터의 실적 반등이 예상되고, 과도하게 하락한 주가의 valuation 매력도를 감안하여 현 시점에서의 매수를 다시 한번 강조한다.

I. Focus Charts



자료: 한국관광공사, 모두투어, KB투자증권

- 모두투어의 2012년 전체 및 패키지 송객수는 전년동기대비 각 18.3%, 23.3% 증가한 138만 9천명, 100만 6천명으로 예상
- 출국자수 (승무원제외) 대비 전체 및 패키지 송객수 M/S는 전년동기 대비 각 0.8%p, 0.8%p 증가한 10.5%, 7.6%를 기록할 전망



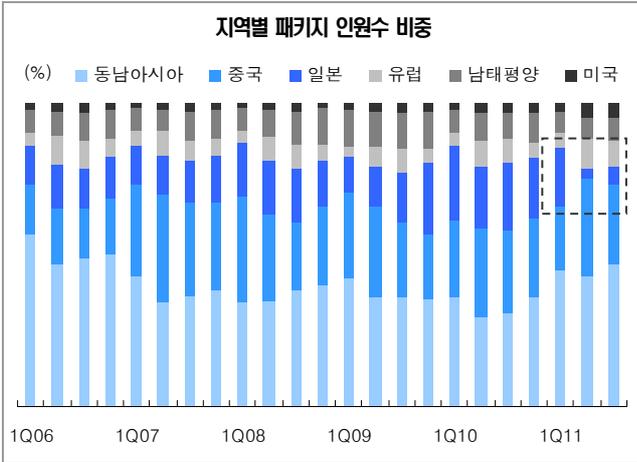
자료: 모두투어, KB투자증권

- 2012년 예상 매출액 및 영업이익은 각 1,547억원 (+18.4% YoY), 302억원 (+36.6% YoY)
- 광고선전비 등 판관비 통제를 통해 영업이익률은 19.5% (+2.6%p YoY)에 이를 것으로 예상



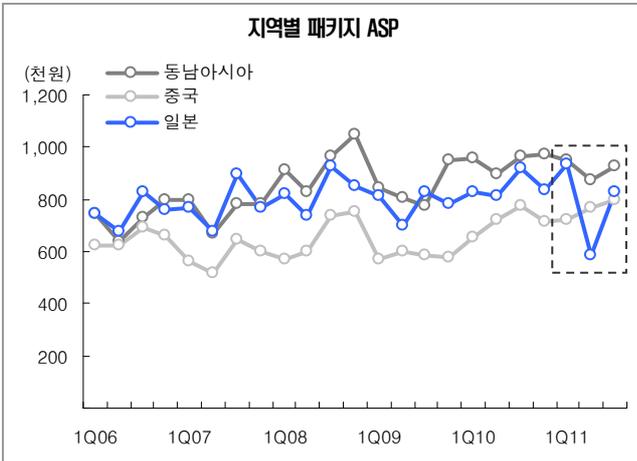
자료: Fnguide, KB투자증권

- 모두투어는 2005년 7월 상장 이후, 2007년 여행업종 호황기에 공격적인 M/S 확대 노력 (출국자수대비 전체 송객수 M/S는 2006년 5.9%에서 2007년 7.3%로 상승)으로 하나투어와의 valuation gap을 축소시키는데 성공함
- 반면 하나투어는 환율급등과 같은 대외경제 불안 시기에 모두투어 대비 premium을 받는 경향을 보임
- 2012년에도 모두투어는 M/S 확대를 통한 외형성장과 수익성 방어로 하나투어와의 valuation gap을 빠르게 축소시킬 것으로 예상



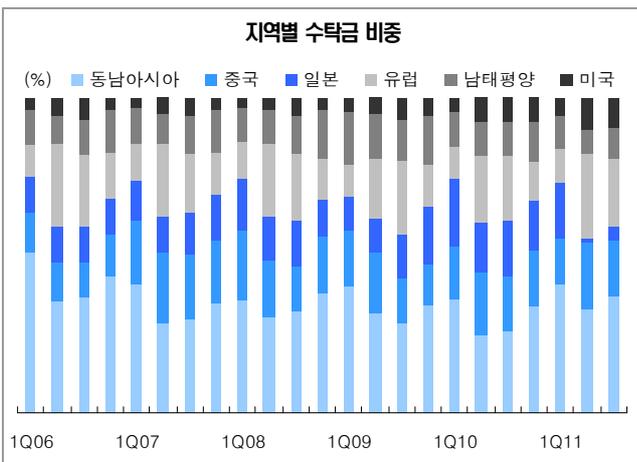
자료: 모두투어, KB투자증권

- 지난 3월 일본 지진의 영향으로 일본 패키지 고객수 비중은 대폭 감소하였으나 3Q11부터 서서히 회복중인 것으로 판단됨. 한편 일본 패키지 고객들은 중국과 동남아시아 지역으로 일부 대체전환됨. 저가 항공사들의 해당지역 노선공급 증가도 긍정적인 요인으로 작용
- 일본 패키지 고객수 비중 1Q11 19.8% → 2Q11 3.0% (-16.8%p) → 3Q11 6.1% (+3.1%p)
- 중국 패키지 고객수 비중: 1Q11 20.7% → 2Q11 32.0% (+11.3%p QoQ) → 3Q11 26.0% (-6.0%p QoQ)
- 동남아시아 패키지 고객수 비중: 1Q11 45.1% → 2Q11 43.3% (-1.8%p QoQ) → 3Q11 47.3% (+4.0%p QoQ)



자료: 모두투어, KB투자증권

- 일본 지역 패키지 수요진작을 위한 여행사들의 '저가상품' 전략은 당분간 불가피해 보였으나, 3Q11 모두투어의 일본 패키지 평균 ASP는 과거 비수기 수준으로 회복됨
- 중국 지역은 일본 지역의 대체 여행지로 부상하면서 일본과 패키지 ASP 격차를 줄임. 두 지역의 3Q11 ASP는 유사한 수준



자료: 모두투어, KB투자증권

- 일본 대비 패키지 ASP가 높은 동남아시아 지역과 중국 지역의 패키지 고객수가 증가할 경우, 전체 수탁금이 증가하는 효과가 예상됨
- 패키지 ASP가 가장 높은 유럽지역 고객수 증가로 유럽지역 수탁금도 증가한 상황이어서 수익성 개선에 긍정적임

II. 실적 전망

표 1. 연도별 실적 전망 및 주요 기정

(단위: 십억원)	2008	2009	2010	2011E	2012E
영업수익	83	61	117	131	155
해외관광알선수익	54	39	89	109	127
항공권대매수익	26	19	23	14	18
기타수익	3	3	5	7	9
영업비용	82	61	98	109	125
인건비	26	22	34	35	36
지급수수료	39	27	48	56	69
광고선전비	6	2	4	4	5
기타 판관비	11	10	12	14	15
영업이익	1	0	19	22	30
YoY %	(93.6)	(74.3)	8,128.3	13.9	36.6
영업이익률 (%)	1.1	0.4	16.6	16.9	19.5
법인세비용차감전이익	1	1	21	25	34
YoY %	(92.1)	19.3	1,290.5	18.1	37.1
세전이익률 (%)	1.5	2.4	17.8	18.8	21.8
당기순이익	1	1	16	18	26
YoY %	(94.6)	96.1	1,424.5	(3.4)	42.4
순이익률 (%)	0.7	2.0	15.8	13.7	16.4
출국자수 및 송객수					
승무원제외 출국자 수 (천명)	10,973	8,495	11,419	12,026	13,186
YoY %	(10.8)	(22.6)	34.4	5.3	9.6
전체 송객수 (천명)	803	615	1,039	1,174	1,389
YoY %	(10.1)	(23.4)	69.1	13.0	18.3
패키지 송객수 (천명)	568	383	732	816	1,006
YoY %	(9.3)	(32.6)	91.0	11.5	23.3
순수 항공권 판매량 (천명)	234	231	307	358	384
YoY %	(12.2)	(1.3)	32.7	16.6	7.0
패키지 송객수 비중 (%)	70.8	62.3	70.4	69.5	72.4
출국자대비 전체 송객 M/S	7.3	7.2	9.1	9.8	10.5
출국자대비 패키지 송객 M/S	5.2	4.5	6.4	6.8	7.6

자료: 모두투어, KB투자증권

주: 2011년부터 K-IFRS 별도 기준 적용, 발표영업이익 기준

표 2. 분기별 실적 전망 및 주요 가정

(단위: 십억원)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11P	4Q11E	1Q12E	2Q12E	3Q12E	4Q12E
영업수익	25	26	36	29	34	26	37	34	39	37	42	37
해외관광알선수익	19	20	29	21	27	21	32	29	32	30	35	30
항공권대매수익	5	5	6	6	6	3	3	3	4	4	5	4
기타수익	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2
영업비용	20	22	28	28	26	24	30	29	29	29	37	31
인건비	7	7	8	11	8	8	10	8	8	8	10	10
지급수수료	10	11	15	12	13	11	12	20	16	15	21	17
광고선전비	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	1
기타 판관비	3	3	3	3	3	4	7	0	3	4	4	3
영업이익	5	5	8	2	8	2	7	5	10	8	6	6
YoY %	1,331.4	1,609.6	2,047.3	흑전	71.0	(58.6)	(18.9)	230.8	27.6	302.0	(16.9)	20.2
영업이익률 (%)	18.6	18.1	23.0	5.6	23.5	7.6	18.5	15.8	26.3	21.6	13.3	17.5
법인세비용차감전이익	5	5	9	2	9	3	7	6	11	9	7	7
YoY %	662.2	706.3	1,362.4	흑전	63.0	(45.4)	(16.6)	183.3	28.7	247.7	(10.6)	19.1
세전이익률 (%)	21.0	17.5	24.0	7.5	25.2	9.8	19.9	18.1	28.4	23.9	15.5	20.0
당기순이익	4	3	9	2	6	2	5	5	8	7	5	6
YoY %	668.6	729.5	2,024.1	흑전	56.7	(46.9)	(41.5)	148.1	35.8	264.2	(5.9)	19.1
순이익률 (%)	15.9	13.3	25.0	6.6	18.4	7.2	14.5	13.9	21.9	18.4	11.9	15.3
출국자수 및 송객수												
승무원제외 출국자 수 (천명)	2,722	2,694	3,196	2,807	2,956	2,664	3,341	3,065	3,297	3,111	3,643	3,136
YoY %	34.5	37.5	31.1	35.4	8.6	(1.1)	4.6	9.2	11.5	16.7	9.0	2.3
전체 송객수 (천명)	254	240	284	261	295	258	311	310	357	326	366	341
YoY %	78.9	71.6	62.6	65.1	16.0	7.4	9.5	19.0	20.9	26.5	17.6	9.8
패키지 송객수 (천명)	180	168	202	183	212	174	215	215	266	231	263	245
YoY %	86.5	88.9	91.1	97.7	18.0	3.9	6.4	17.6	25.5	32.8	22.6	14.0
순수 항공권 판매량 (천명)	74	72	82	78	83	83	96	96	90	94	103	96
YoY %	62.9	41.6	19.1	19.3	11.2	15.5	17.2	22.2	9.0	13.2	6.6	0.3
패키지 송객수 비중 (%)	70.7	69.9	71.0	70.0	71.9	67.6	69.0	69.2	74.7	71.0	71.9	71.8
출국자대비 전체 송객 M/S	9.3	8.9	8.9	9.3	10.0	9.7	9.3	10.1	10.8	10.5	10.1	10.9
출국자대비 패키지 송객 M/S	6.6	6.2	6.3	6.5	7.2	6.5	6.4	7.0	8.1	7.4	7.2	7.8

자료: 모두투어, KB투자증권

주: 2011년부터 K-IFRS 별도 기준 적용, 발표영업이익 기준

손익계산서	[십억원]				
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	61	117	131	155	177
증감률 (YoY %)	(26.3)	90.8	11.6	18.4	14.4
매출원가	0	0	0	0	0
판매 및 일반관리비	61	98	109	125	141
기타	0	0	(0)	(0)	(0)
영업이익	0	19	21	29	36
증감률 (YoY %)	(69.5)	6,835.0	10.1	36.7	22.7
EBITDA	1	20	23	31	38
증감률 (YoY %)	(47.0)	2,067.4	12.0	36.4	22.1
이자수익	2	2	2	3	4
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	(1)	1	0	0	0
기타	(1)	0	1	1	1
세전계속사업손익	1	21	25	34	41
증감률 (YoY %)	19.3	1,290.5	18.1	37.1	21.1
법인세비용	0	5	6	8	9
당기순이익	1	16	18	26	31
증감률 (YoY %)	96.1	1,219.2	13.6	42.5	21.1
순이익의 귀속					
지배주주	1	16	18	26	31
비지배주주	0	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	0.5	16.6	16.4	18.9	20.3
EBITDA마진	1.5	17.3	17.4	20.0	21.3
세전이익률	2.4	17.8	18.8	21.8	23.0
순이익률	2.0	13.7	13.9	16.7	17.7

대차대조표	[십억원]				
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
자산총계	86	124	138	161	194
유동자산	78	114	128	151	183
현금성자산	48	81	93	115	143
매출채권	13	15	17	19	22
재고자산	0	0	0	0	0
기타	17	18	18	18	18
비유동자산	8	11	10	10	11
투자자산	7	9	8	8	8
유형자산	1	1	2	2	2
무형자산	0	0	0	0	0
부채총계	36	58	60	64	70
유동부채	31	52	52	54	60
매입채무	18	30	30	32	38
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타	13	21	22	22	22
비유동부채	5	7	9	9	10
비유동이자부채	0	0	0	0	0
기타	5	7	9	9	10
자본총계	50	66	77	98	124
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	30	30	30	30	30
이익잉여금	24	40	51	72	98
자본조정	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	(48)	(81)	(93)	(115)	(143)
이자지급성부채	0	0	0	0	0

현금흐름표	[십억원]				
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
영업현금	5	36	19	29	36
당기순이익	1	16	18	26	31
자산상각비	1	1	1	2	2
기타비현금성손익	1	(1)	7	0	0
운전자본증감	0	18	(4)	1	2
매출채권감소 (증가)	(6)	(1)	(3)	(1)	(3)
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	5	12	(0)	2	5
기타	1	6	(1)	0	0
투자현금	(0)	(25)	(3)	(4)	(5)
단기투자자산감소 (증가)	(1)	(22)	0	(2)	(2)
장기투자증권감소 (증가)	0	(0)	(0)	(0)	(0)
설비투자	(0)	(1)	(2)	(2)	(2)
유무형자산감소 (증가)	0	0	(0)	0	0
재무현금	(0)	(0)	(5)	(5)	(5)
차입금증가 (감소)	0	0	0	0	0
자본증가 (감소)	(0)	(0)	(5)	(5)	(5)
배당금지급	0	0	5	5	5
현금 증감	5	11	11	20	26
총현금흐름 (Gross CF)	5	19	26	28	34
(-) 운전자본증가 (감소)	(1)	(19)	3	(1)	(2)
(-) 설비투자	0	1	2	2	2
(+) 자산매각	0	0	(0)	0	0
Free Cash Flow	6	36	21	27	34
(-) 기타투자	(0)	0	0	0	0
잉여현금	6	36	21	27	34

자료: Fnguide, KB투자증권
 주: 2011년 이후 K-IFRS 별도, 조정영업이익 기준

주요투자지표	[십억원]				
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Multiples (X, %, 원)					
PER	193.1	18.6	13.4	9.4	7.8
PBR	4.7	4.5	3.2	2.5	2.0
PSR	3.8	2.5	1.9	1.6	1.4
EV/ EBITDA	199.0	10.7	6.6	4.2	2.7
배당수익률	0.2	1.7	2.1	2.1	2.1
EPS	144	1,906	2,165	3,085	3,735
BPS	5,981	7,839	9,173	11,657	14,792
SPS	7,307	13,939	15,550	18,418	21,073
DPS	50	600	600	600	600
수익성지표 (%)					
ROA	1.5	15.2	13.9	17.3	17.7
ROE	2.4	27.6	25.4	29.6	28.2
ROIC	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성지표 (% , X)					
부채비율	71.5	88.4	78.5	64.8	56.0
순차입비율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	255.7	219.6	247.6	278.4	305.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	5.9	8.4	8.2	8.6	8.7
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
자산/자본구조 (%)					
투자자본	(0.7)	(27.9)	(22.2)	(18.7)	(16.6)
차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: EPS는 완전회석 EPS

박소연 (02) 3777-8051
sy.park@kbsec.co.kr

하나투어 (039130)

Initiation

투자 의견 (Initiate) **BUY**
목표주가 (Initiate) **48,000 (원)**

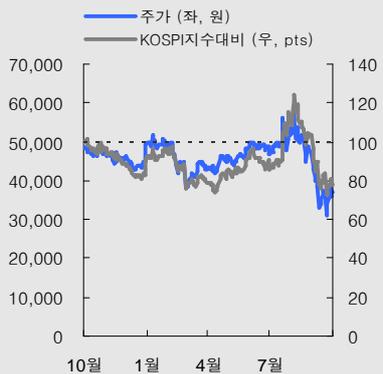
Upside / Downside (%)	30.3
현재가 (10/14, 원)	36,850
Consensus target price (원)	60,350
Difference from consensus (%)	(20.5)

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2010	2011E	2012E	2013E
매출액 (십억원)	218	230	271	305
영업이익 (십억원)	27	29	36	46
순이익 (십억원)	24	24	31	39
EPS (원)	2,078	2,095	2,640	3,338
증감률 (%)	흑전	0.8	26.0	26.4
PER (X)	21.0	17.6	14.0	11.0
EV/EBITDA (X)	12.9	9.1	6.9	5.0
PBR (X)	4.9	4.0	3.4	2.8
ROE (%)	23.9	21.4	24.1	25.5

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(21.0)	(21.7)	(14.9)	(23.7)
KOSPI대비 상대수익률	(25.9)	(7.8)	(0.6)	(20.3)



Trading Data

시가총액 (십억원)	428
유통주식수 (백만주)	9
Free Float (%)	77.3
52주 최고/최저 (원)	58,100 / 31,050
거래대금 (3M, 십억원)	8
외국인 소유지분율 (%)	26.4
주요주주 지분율 (%)	박상환외 13인 20.5

자료: Fnguide, KB투자증권
주: 2011년 이후 K-IFRS 별도, 조정영업이익 기준

퀀텀 점프를 위한 성장통

FIT 수요에 대비한 하나투어의 선제적 투자는 장기성장성 측면에서는 긍정적이지만, 단기적으로는 광고선전비 등 비용증가로 수익성 개선은 더딜 것으로 예상된다. 신사업 투자효과가 매출액으로 가시화된다면 다시 한번 '업계 1위'의 premium 수혜가 가능하다고 판단하여 BUY 투자 의견 및 목표주가 48,000원으로 커버리지를 제시한다.

■ FIT 시장에서도 '업계 1위' 고수를 위한 선제적 투자 진행중

하나투어는 FIT (Free Individual Tour) 수요 증가에 선제적인 대응을 위해 ① 글로벌 자회사, 해외사무소의 호텔 재고 확인 시스템, ② 하나투어닷컴 개편 등 IT 시스템과 인력확충에 투자를 지속하고 있다. 또한 이미 일정 수준의 sourcing 능력을 갖춘 항공권 외에도 호텔 상품을 위한 ① Direct sourcing 확대 (B2C), ② 제휴 온라인 채널 등에서의 상품 판매 (B2B), ③ 걸리버, Expedia와 같은 해외 온라인 여행 예약 업체와의 상호교환 (Global B2B exchange) 전략을 강화할 계획이다.

■ 2012년은 새로운 도약을 준비하는 과도기

향후 새로운 수익창출원을 위한 선제적 투자라는 점에서는 긍정적이지만, 단기적으로는 관련 광고선전비 (올해 120억원 가량 집행 예정)와 인건비 등의 비용이 증가하고 있어서 수익성 개선은 더뎠고 있는 모습이다. 그러나 FIT 수요가 본격적으로 증가할 경우, 결국 대규모 항공권과 호텔 sourcing 능력을 가진 기존 패키지 상위 업체들이 시장을 독식하게 될 가능성이 높다. 따라서 2012년은 장기성장성을 위한 준비기간이 될 전망이다.

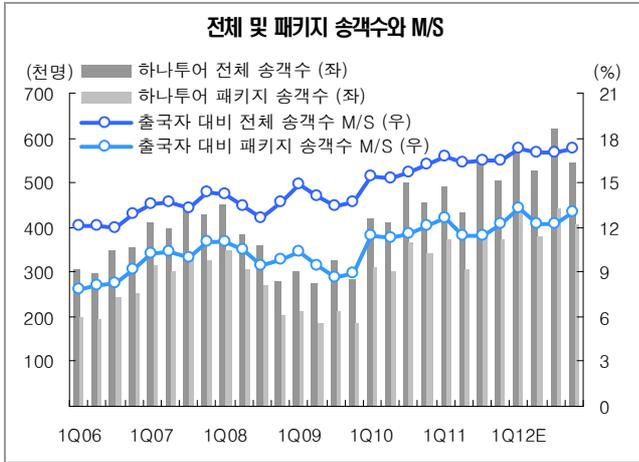
■ 일본 지진 영향은 4Q부터 반등할 것으로 예상

한편 패키지상품을 중심으로 한 기존 사업부문은 전문판매점 등 유통 채널의 확장을 통해 지속적으로 M/S를 확대 (2012년 출국자수대비 전체 송객수 M/S 17.2%, 패키지 M/S 12.7% 예상)해 나갈 것으로 전망된다. 2012년 K-IFRS 별도 기준 매출액 및 영업이익 (발표영업이익)은 각 2,709억원 (+17.7% YoY), 363억원 (+23.3% YoY)으로 예상된다. 2012년 패키지 송객수는 전년동기대비 16.7% 증가한 167만 1천명에 이를 것으로 추정되어 4Q부터 실적 반등은 지속될 것이라고 판단한다.

■ BUY 투자 의견 및 목표주가 48,000원 제시

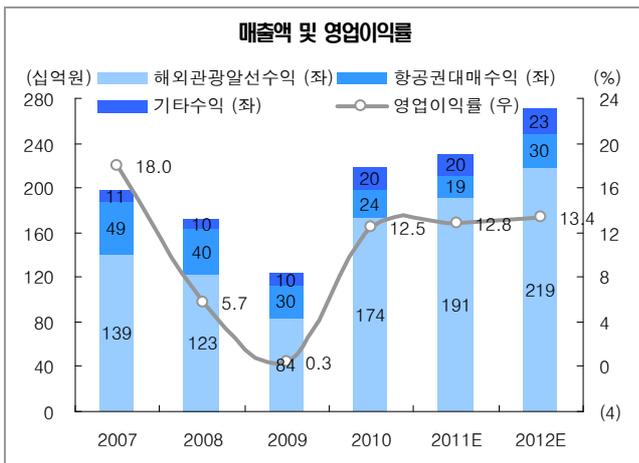
KB투자증권은 하나투어에 대해 투자 의견 BUY 및 목표주가 48,000원으로 커버리지를 제시한다. 현 주가는 2011~2012년 12개월 forward PER 14.8X, PBR 3.5X 수준으로 과거 역사적 6년 평균 (2008~2009년 제외)과 비교하면 절대적으로 저평가되어 있다. 그러나 현재의 신사업투자가 안정적인 매출액으로 가시화되기 전까지는 경쟁사로부터의 valuation 추격이 불가피해 보인다. 2012년 이후 가시화에 성공한다면 '업계 1위'로서의 premium을 다시 한번 향유할 수 있을 것이다.

I. Focus Charts



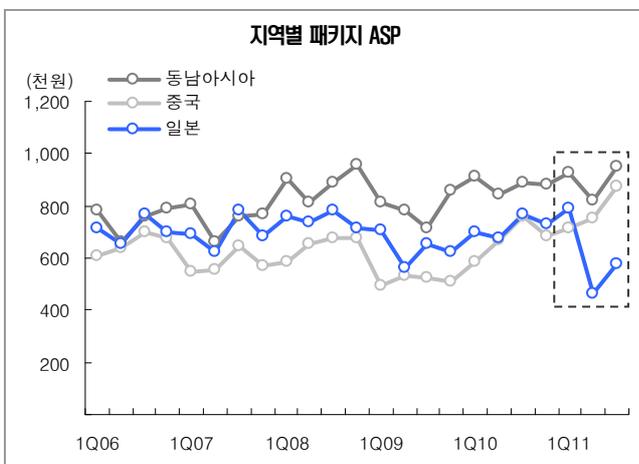
자료: 한국관광공사, 하나투어, KB투자증권

- 하나투어의 2012년 전체 및 패키지 송객수는 전년동기대비 각 14.1%, 16.7% 증가한 226만 4천명, 167만 1천명으로 예상
- 출국자수 (승무원제외) 대비 전체 및 패키지 송객수 M/S는 전년동기 대비 각 0.7%p, 0.8%p 증가한 17.2%, 12.7%를 기록할 전망



자료: 하나투어, KB투자증권

- 2012년 예상 매출액 및 영업이익은 각 2,709억원 (+17.7% YoY), 363억원 (+23.3% YoY)
- FIT 등 신사업 관련 인건비, 광고선전비 등 영업비용은 전년동기대비 25.3% 증가할 것으로 전망
- 영업이익률은 전년동기대비 0.6%p 개선된 13.4%로 예상



자료: 하나투어, KB투자증권

- 일본 지역 패키지 수요진작을 위한 여행사들의 '저가상품' 전략은 당분간 불가피할 것으로 예상됨. 하나투어의 일본 패키지 ASP는 50만원대로 하락
- 반면 중국과 동남아시아 지역 ASP는 일본 지진 발발 이전 1Q11 ASP보다도 높아진 상황임. 두 지역으로의 대체 수요 발생시 수탁금 및 실적 증가에 긍정적일 것으로 예상

II. 실적 전망

표 1. 연도별 실적 전망 및 주요 기정

(단위: 십억원)	2008	2009	2010	2011E	2012E
영업수익	173	124	218	230	271
해외관광알선수익	123	84	174	191	219
항공권대매수익	40	30	24	19	30
기타수익	10	10	20	20	23
영업비용	163	123	191	201	235
인건비	52	45	57	63	68
지급수수료	91	65	110	110	130
광고선전비	6	3	8	10	14
기타 판관비	14	11	15	18	23
영업이익	10	0	27	29	36
YoY %	(72.7)	(95.7)	6,304.2	8.2	23.3
영업이익률 (%)	5.7	0.3	12.5	12.8	13.4
법인세비용차감전이익	8	(3)	33	33	40
YoY %	(80)	적전	흑전	(1)	24
세전이익률 (%)	4.7	(2.4)	15.0	14.1	14.9
당기순이익	5	(5)	24	24	31
YoY %	(81.3)	적전	흑전	0.8	26.0
순이익률 (%)	2.9	(4)	11.1	10.6	11.3
출국자수 및 승객수					
승무원제외 출국자 수 (천명)	10,973	8,495	11,419	12,026	13,186
YoY %	(10.8)	(22.6)	34.4	5.3	9.6
전체 승객수 (천명)	1,480	1,188	1,790	1,985	2,264
YoY %	(12.1)	(19.7)	50.6	10.9	14.1
패키지 승객수 (천명)	1,127	792	1,321	1,432	1,671
YoY %	(11.8)	(29.7)	66.8	8.3	16.7
순수 항공권 판매량 (천명)	353	396	468	553	593
YoY %	(13.3)	12.0	18.3	18.1	7.3
패키지 승객수 비중 (%)	76.1	66.7	73.8	72.1	73.8
출국자대비 전체 승객 M/S	13.5	14.0	15.7	16.5	17.2
출국자대비 패키지 승객 M/S	10.3	9.3	11.6	11.9	12.7

자료: 하나투어, KB투자증권

주: 2011년부터 K-IFRS 별도 기준 적용, 발표영업이익 기준

표 2. 분기별 실적 전망 및 주요 가정

(단위: 십억원)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11E	4Q11E	1Q12E	2Q12E	3Q12E	4Q12E
영업수익	48	48	66	55	64	48	64	55	67	64	78	62
해외관광알선수익	39	37	56	42	53	40	53	45	54	52	63	50
항공권대매수익	6	6	6	6	6	3	6	4	7	7	9	7
기타수익	4	5	4	6	5	4	6	5	6	5	6	6
영업비용	40	44	54	54	53	47	54	47	57	57	64	57
인건비	13	13	14	18	15	15	17	16	17	16	18	18
지급수수료	23	25	34	28	31	26	30	23	33	31	37	29
광고선전비	1	3	2	3	2	3	2	3	3	4	3	3
기타 판관비	3	3	4	6	4	4	4	6	5	5	6	7
영업이익	9	5	13	1	11	1	10	8	10	7	14	5
YoY %	13,329.4	흑전	674.8	흑전	21.3	(88.1)	(18.3)	639.7	(7.5)	1,176.9	38.6	(34.5)
영업이익률 (%)	18.5	9.4	19.1	1.9	17.1	1.1	16.1	14.0	15.1	10.7	18.4	8.1
법인세비용차감전이익	9	6	15	3	12	1	11	8	11	8	15	6
YoY %	흑전	흑전	581.9	흑전	30.7	(77.8)	(23.0)	164.0	(9.0)	524.4	36.9	(27.7)
세전이익률 (%)	19.0	11.7	22.1	5.9	19.0	2.6	17.5	15.5	16.5	12.3	19.8	9.9
당기순이익	7	4	11	2	9	0	8	6	8	6	12	5
YoY %	흑전	흑전	704.7	흑전	37.2	(94.9)	(23.2)	199.5	(10.0)	2,653.6	39.3	(27.8)
순이익률 (%)	13.9	8.8	16.6	3.9	14.6	0.5	13.1	11.8	12.5	9.3	15.0	7.5
출국자수 및 송객수												
승무원제외 출국자 수 (천명)	2,722	2,694	3,196	2,807	2,956	2,664	3,341	3,065	3,297	3,111	3,643	3,136
YoY %	34.5	37.5	31.1	35.4	8.6	(1.1)	4.6	9.2	11.5	16.7	9.0	2.3
전체 송객수 (천명)	421	413	500	455	494	434	550	506	571	529	622	543
YoY %	40.0	49.7	52.5	60.7	17.3	5.0	10.0	11.2	15.6	21.8	13.0	7.3
패키지 송객수 (천명)	310	303	368	339	372	305	381	374	438	381	445	407
YoY %	47.3	63.8	74.4	83.2	20.0	0.5	3.4	10.1	17.7	24.9	16.7	9.0
순수 항공권 판매량 (천명)	111	110	132	116	122	129	169	133	132	148	177	136
YoY %	23.0	21.0	12.8	18.2	9.9	17.5	28.6	14.5	8.8	14.3	4.7	2.3
패키지 송객수 비중 (%)	73.7	73.4	73.7	74.6	75.4	70.2	69.2	73.8	76.8	72.0	71.5	75.0
출국자대비 전체 송객 M/S	15.5	15.3	15.7	16.2	16.7	16.3	16.5	16.5	17.3	17.0	17.1	17.3
출국자대비 패키지 송객 M/S	11.4	11.3	11.5	12.1	12.6	11.4	11.4	12.2	13.3	12.2	12.2	13.0

자료: 하나투어, KB투자증권

주: 2011년부터 K-IFRS 별도 기준 적용, 발표영업이익 기준

손익계산서	[십억원]				
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	124	218	230	271	305
증감률 (YoY %)	(28.3)	76.0	5.5	17.7	12.4
매출원가	0	0	0	0	0
판매 및 일반관리비	123	191	201	235	258
기타	0	0	(0)	(0)	(0)
영업이익	0	27	29	36	46
증감률 (YoY %)	(95.7)	6,304.3	7.8	24.1	26.8
EBITDA	3	30	33	41	51
증감률 (YoY %)	(74.3)	833.0	8.8	22.6	25.1
이자수익	3	3	4	5	5
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	(6)	3	0	0	0
기타	(13)	6	(1)	(1)	(0)
세전계속사업손익	(3)	33	33	40	51
증감률 (YoY %)	적전	흑전	(0.7)	23.7	26.4
법인세비용	2	9	8	10	12
당기순이익	(5)	24	24	31	39
증감률 (YoY %)	적전	흑전	0.8	26.0	26.4
순이익의 귀속					
지배주주	(5)	24	24	31	39
비지배주주	0	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	0.3	12.5	12.7	13.4	15.1
EBITDA마진	2.6	14.0	14.4	15.0	16.7
세전이익률	(2.4)	15.0	14.1	14.9	16.7
순이익률	(3.9)	11.1	10.6	11.3	12.7

현금흐름표	[십억원]				
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
영업현금	11	63	35	37	46
당기순이익	(5)	24	24	31	39
자산상각비	3	3	4	4	5
기타비현금성손익	7	(3)	25	0	(0)
운전자본증감	(3)	30	(12)	2	3
매출채권감소 (증가)	(4)	7	(7)	(4)	(0)
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	(5)	16	(0)	6	8
기타	6	7	(5)	0	0
투자현금	13	(28)	(14)	(10)	(10)
단기투자자산감소 (증가)	17	(20)	(7)	(2)	(2)
장기투자증권감소 (증가)	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(0)	(2)	(2)	(3)	(3)
유무형자산감소 (증가)	(1)	(3)	(4)	(5)	(5)
재무현금	(6)	(8)	(14)	(10)	(10)
차입금증가 (감소)	0	0	(0)	0	0
자본증가 (감소)	(5)	(7)	(6)	(10)	(10)
배당금지급	5	7	6	10	10
현금 증감	19	27	8	17	26
총현금흐름 (Gross CF)	14	33	53	35	44
(-) 운전자본증가 (감소)	7	(34)	8	(2)	(3)
(-) 설비투자	0	2	2	3	3
(+) 자산매각	(1)	(3)	(4)	(5)	(5)
Free Cash Flow	6	62	39	30	39
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	6	62	39	30	39

자료: Fnguide, KB투자증권

주: 2011년 이후 K-IFRS 별도, 조정영업이익 기준

대차대조표	[십억원]				
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
자산총계	162	220	226	253	291
유동자산	105	156	178	202	236
현금성자산	64	112	127	147	175
매출채권	31	24	31	35	41
재고자산	0	0	0	0	0
기타	9	20	20	20	20
비유동자산	58	65	48	51	54
투자자산	22	27	13	14	14
유형자산	31	31	26	27	29
무형자산	6	7	9	10	12
부채총계	71	109	109	115	124
유동부채	71	109	109	115	124
매입채무	28	44	43	49	57
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타	43	65	66	66	67
비유동부채	0	0	0	0	0
비유동이자부채	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
자본총계	91	111	117	138	167
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	72	82	86	86	86
이익잉여금	21	38	51	72	101
자본조정	(8)	(15)	(25)	(25)	(25)
지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	(64)	(112)	(127)	(146)	(175)
이자지급성부채	0	0	0	0	0

주요투자지표	[십억원]				
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Multiples (X, %, 원)					
PER	n/a	21.0	17.6	14.0	11.0
PBR	6.8	4.9	4.0	3.4	2.8
PSR	4.7	2.3	1.9	1.6	1.4
EV/ EBITDA	158.8	12.9	9.1	6.9	5.0
배당수익률	1.0	2.0	2.3	2.3	2.3
EPS	(416)	2,078	2,095	2,640	3,338
BPS	7,334	8,959	9,310	10,969	13,360
SPS	10,666	18,777	19,809	23,324	26,224
DPS	500	850	850	850	850
수익성지표 (%)					
ROA	(3.1)	12.6	10.9	12.8	14.3
ROE	(5.4)	23.9	21.4	24.1	25.5
ROIC	4.5	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성지표 (% , X)					
부채비율	78.5	98.8	92.7	83.5	74.2
순차입비율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	146.7	142.4	164.0	175.4	190.8
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.8	1.1	1.0	1.1	1.1
매출채권회전율	5.0	7.9	8.4	8.2	8.0
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
자산/자본구조 (%)					
투자자본	10.1	(19.1)	(9.0)	(6.9)	(5.4)
차입금	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1

주: EPS는 원전회석 EPS

Appendices

표 1. 주요 여행사 valuation 비교

	하나투어	모두투어	Expedia	Priceline.com	Thomas Cook	TUI Travel	Ctrip.com	HIS	해외 평균
현재가 (10/14, 원, 달러)	36,850	29,000	28.0	499.1	0.8	2.6	35.0	27.5	
시가총액 (십억원, 백만달러)	428	244	7,657	24,842	681	2,921	5,028	942	
절대수익률 (%)									
1M	(21.0)	(5.2)	(5.2)	(5.6)	44.8	15.8	(7.9)	4.3	7.7
3M	(21.7)	(21.5)	(7.6)	(7.2)	(36.3)	(19.1)	(21.6)	1.4	(15.1)
6M	(14.9)	(17.0)	18.2	(4.1)	(67.8)	(29.5)	(22.2)	18.4	(14.5)
12M	(23.7)	(21.0)	0.9	44.8	(70.5)	(24.7)	(28.1)	28.0	(8.3)
상대수익률 (%)									
1M	(25.9)	(10.2)	(8.0)	(8.4)	41.9	13.0	(10.8)	1.5	4.9
3M	(7.8)	(7.7)	0.6	0.9	(28.1)	(11.0)	(13.5)	9.5	(6.9)
6M	(0.6)	(2.7)	25.7	3.4	(60.3)	(22.1)	(14.8)	25.8	(7.1)
12M	(20.3)	(17.6)	(3.4)	40.5	(74.8)	(28.9)	(32.4)	23.7	(12.6)
PER (X)									
2010	21.0	18.6	17.1	38.1	n/a	n/a	38.2	19.4	28.2
2011C	17.6	13.4	14.4	22.1	3.1	7.2	24.5	10.9	13.7
2012C	14.0	9.4	12.7	16.9	2.9	6.7	19.6	9.4	11.4
PBR (X)									
2010	4.9	4.5	2.6	10.8	0.9	1.4	6.3	1.2	3.9
2011C	4.0	3.2	2.5	9.1	0.2	0.9	4.5	1.1	3.1
2012C	3.4	2.5	2.1	6.1	0.2	0.9	3.7	1.0	2.4
ROE (%)									
2010	23.9	27.6	15.7	33.7	(0.2)	(5.0)	23.5	6.6	12.4
2011C	21.4	25.4	19.1	48.8	8.4	13.0	18.9	13.9	20.3
2012C	24.1	29.6	17.5	41.6	9.6	14.1	18.7	11.0	18.7
매출액 성장률 (%)									
2010	76.0	90.8	13.3	31.9	(3.5)	(2.7)	49.9	13.7	17.1
2011C	5.5	11.6	17.8	40.5	5.0	4.5	26.3	24.4	19.8
2012C	17.7	18.4	11.9	25.4	2.1	1.6	26.5	8.8	12.7
영업이익 성장률 (%)									
2010	6,304.3	6,835.0	9.5	67.1	2.8	21.2	58.6	(6.6)	25.4
2011C	7.8	10.1	11.9	75.4	25.1	9.1	19.0	61.8	33.7
2012C	24.1	36.7	11.9	30.4	3.5	5.1	31.3	14.8	16.2
순이익 성장률 (%)									
2010	흑전	1,219.2	40.7	7.8	적전	적지	64.5	6.6	29.9
2011C	0.8	13.6	15.1	96.1	흑전	흑전	7.9	179.8	74.7
2012C	26.0	42.5	14.9	32.8	79.7	11.2	31.1	(11.0)	26.5
영업이익률 (%)									
2010	12.5	16.6	22.0	25.5	2.8	3.2	36.6	1.8	15.3
2011C	12.7	16.4	20.9	31.8	3.3	3.4	34.5	2.3	16.0
2012C	13.4	18.9	20.9	33.1	3.4	3.5	35.8	2.5	16.5
순이익률 (%)									
2010	11.1	13.7	10.1	20.9	0.1	(0.5)	33.1	1.0	10.8
2011C	10.6	13.9	12.6	17.1	(0.0)	(0.8)	36.4	1.0	11.0
2012C	11.3	16.7	12.3	23.9	0.6	1.3	31.1	2.2	11.9

자료: Bloomberg, KB투자증권 (하나투어와 모두투어의 valuation은 KB투자증권 추정치, K-IFRS 별도 및 조정영업이익 기준)

표 2. 여행업종 용어 정리

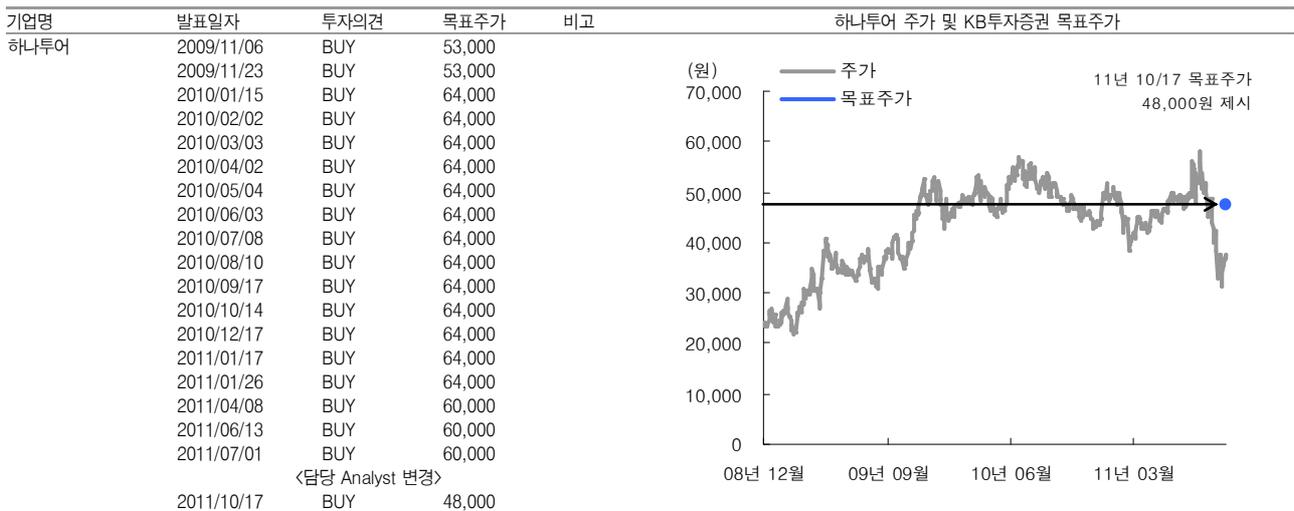
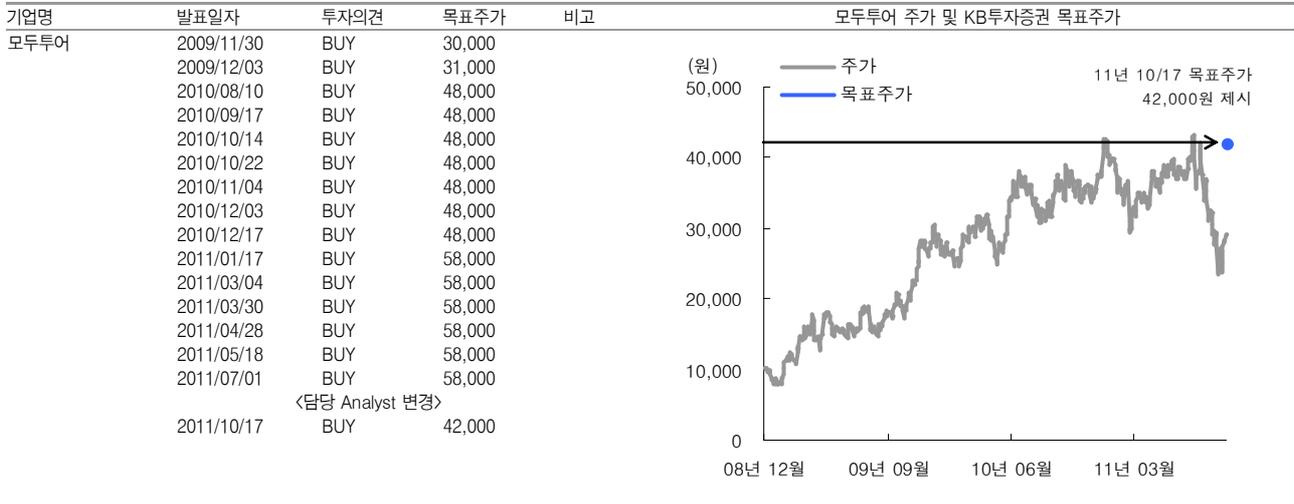
용어	의미
간접판매 (간판) 여행사	- 항공권 확보 후 해당지역 랜드사와 같이 상품 설계 및 기획만 담당하는 도매여행사 (B2B) - 전국 대리점 체제의 중소형 여행사들과 온라인 포털, 제휴사들이 상품 판매 및 모객 담당
직접판매 (직판) 여행사	- 상품 기획과 직영점 운영을 통한 직접 판매를 모두 담당 - 주로 신문광고 등을 통해 모객 (B2C)
상용 여행사	기업들을 대상으로 하는 비즈니스 여행 담당
랜드사	국내 여행사가 거래하는 현지의 여행사. 의뢰내역에 따라 현지에서의 일정 및 숙식을 보조함
전체 승객수	여행사의 패키지상품 및 항공권 최종 구매 고객수
패키지 승객수	여행사의 패키지상품 최종 구매고객 수 (=관광목적 승객수)
패키지 모객수	여행사의 패키지상품 모집 고객수
선예약률	출발 해당월 이전의 예약률. 승객이 가능한 전체 상품 중 예약이 완료된 정도
일평균 예약수	일정 기간에 모집된 예약자수를 일 평균한 수
일평균 순예약수	일정 기간에 모집된 예약 중 취소를 뺀 순 예약자수를 일 평균한 수
ASP (Average Selling Price)	여행사 상품의 평균 단가
LCC (Low Cost Carrier)	저가 항공사
FIT	Free Individual Tour (개별자유여행) / Foreign Independent Tour (소규모 개별여행상품)
제로컴 (Zero commission)	항공권 대매 여행사에게 지급하던 발권수수료 (항공권 가격의 7~9%) 폐지
TASF (Travel Agent Service Fee)	제로컴을 시행하는 항공사들의 항공권 예약 및 발권에 대한 취급 수수료
하드 블록	- 여행사가 항공사에 항공료를 선납 후 좌석을 미리 확보하는 제도 - 항공사는 비수기 좌석 소진 risk를 여행사로 이전시켜 현금 선확보 및 재고부담 완화 가능 - 여행사는 risk를 부담하는 대신 성수기에 좌석 확보가 용이한 장점
소프트 블록	하드 블록과 반대되는 개념. 좌석당 일정 보증금 지불 후 반납 가능

자료: KB투자증권 정리

Compliance Notice

2011년 10월 17일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자이력



투자등급 및 적용기준	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.

 KB 투자증권

투자 휴머니즘

KB 투자증권

☞ 본사 및 지점망

고객지원센터 1599-7000 / 1544-6000

본사	서울시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워 21, 22, 23F	02) 3777-8000
울촌	서울시 영등포구 여의도동 24-1 율촌빌딩 2, 4, 5F	
압구정 PB 센터	서울시 강남구 신사동 617-3 LG패션 서관 3층	02) 2096-3004
도곡 PB 센터	서울시 강남구 도곡2동 467-14 삼성엔지니어링 빌딩 1층	02) 2096-3014
잠실중앙지점	서울시 송파구 잠실동 27-6 1층	02) 2096-3024
서현역지점	경기도 성남시 분당구 서현동 248-5 코코빌딩 2층	031) 8017-8614
목동 PB 센터	서울시 양천구 목동 907-16 KB국민은행 빌딩 2층	02) 2096-3044
여의도지점	서울시 영등포구 여의도동 36-3, KB국민은행 영업부 내	02) 2096-3054