

2012. 06. 04

Analyst

박소연 02) 3777-8051
sy.park@kbsec.co.kr

여행 (OVERWEIGHT)

산업 코멘트

Recommendations

하나투어 (039130)

투자 의견: BUY (유지)
목표주가: 60,000원 (유지)

모두투어 (080160)

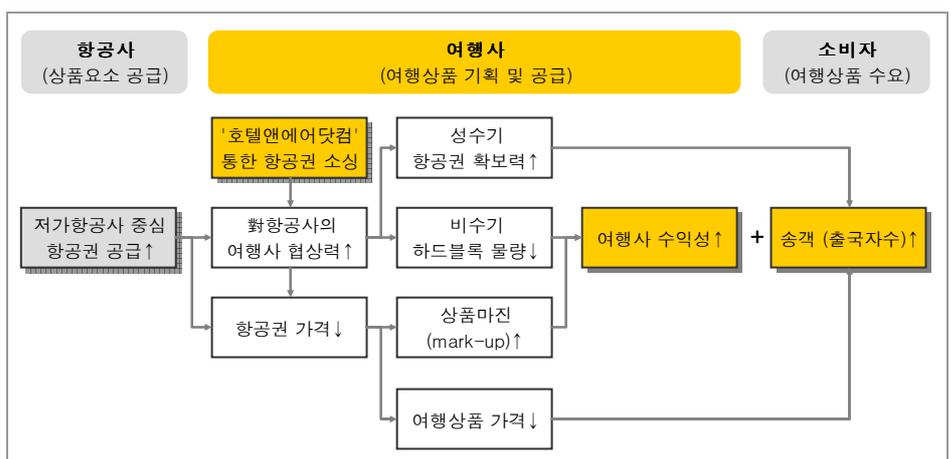
투자 의견: BUY (유지)
목표주가: 28,000원 (하향)

공급증가와 기초체력 강화의 하모니

하나투어와 모두투어는 5월에도 양호한 송객실적을 기록했다. 경제성장률 전망 하향에도 불구하고, 2012년 출국수요는 기존 KB투자증권 예상치 (+5.8% YoY)를 상회할 전망이다. 항공권의 공급증가는 가격하락으로 이어지며 출국수요를 견인하는 동시에 여행사의 상품마진 확보에도 기여하고 있다. '호텔앤에어닷컴'을 통한 이익개선도 2Q12부터 본격화될 전망이어서 여행업종에 대한 비중확대 전략을 유지한다.

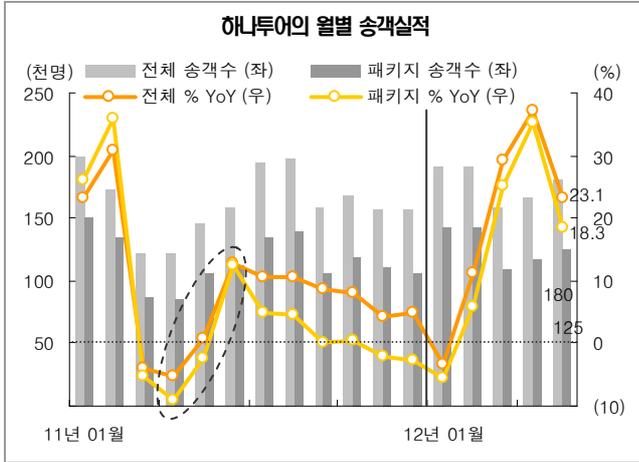
- 5월 여행사 송객실적 성장세 지속: 매크로 요인 (경제성장률)에 대한 민감도 완화**
 출국수요와 가장 높은 상관관계를 가지는 경제성장률에 대한 전망 하향이 이어짐에도 불구하고, 여행사들은 두 자릿수 대의 송객실적 성장률을 이어갔다. 하나투어는 5월 전체 송객수 179,682명 (+23.1% YoY), 패키지 송객수 125,269명 (+18.3% YoY)을 기록했다. 모두투어도 전체 송객수 105,732명 (+21.6% YoY), 패키지 송객수 72,817명 (+23.1% YoY)을 기록했다.
- 항공좌석의 공급증가는 출국수요를 견인하는 동시에 여행사 수익성 개선으로 이어져**
 저가항공사를 중심으로 항공좌석 공급이 증가하면서 항공권 가격하락이 출국수요를 견인하는 동시에 여행사들의 여행상품 마진확보에도 기여하고 있다. 5월 하나투어와 모두투어의 패키지 상품가격은 전년동기대비 각각 6.0%, 4.5% 하락한 반면, 패키지 상품원가의 46~48%를 차지하는 항공권 가격은 각각 12.5%, 10.9% 낮아진 것으로 추정된다.
- '호텔앤에어닷컴'의 효과는 2Q12부터: 비수기 여행상품 마진상승, 성수기 좌석 확보**
 양사 연합을 통한 기초체력 강화도 외형성장과 이익개선으로 이어지고 있다. 3월부터 본격적으로 양사의 하드블록 항공권 소싱을 시작한 '호텔앤에어닷컴'은 비수기 때는 하드블록 감소를 통해 손실을 절감하고, 성수기 때는 구매물량 확대를 통해 M/S 상승에 기여할 전망이다.
- 외형성장과 큰 폭의 이익개선 전망에 근거하여 업종 투자 의견 OVERWEIGHT 유지**
 비수기 하드블록 항공권 물량감소를 통해 이익개선 효과가 본격화 (4월 수탁금대비 영업이익 전환률 +1.5%p YoY)되고 있는 하나투어에 대해 여행 업종 내 top-pick 의견을 지속 유지한다. 한편, 모두투어에 대해 무상증자 (주당 0.52주, 신주배정 기준일 5/30, 신주상장 예정일 6/22)로 인한 주식수 증가를 반영해 기존 목표주가 42,000원을 28,000원으로 단순조정한다.

항공권 공급증가와 여행사간 연합이 외형성장과 수익성 개선으로 이어져



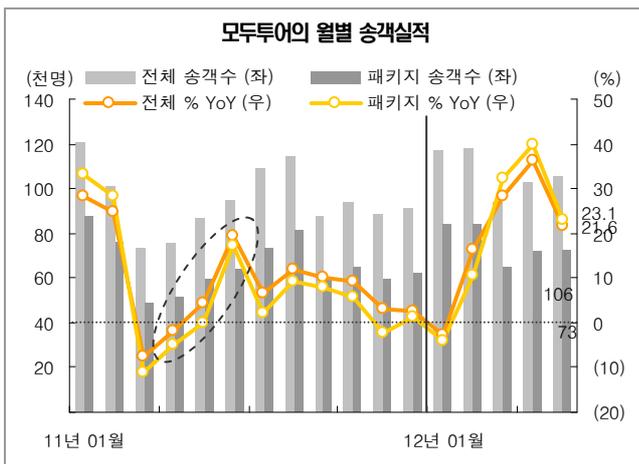
자료: KB투자증권

I. 여행사 송객실적과 주가: 환율과 경제성장률에 대한 민감도 완화



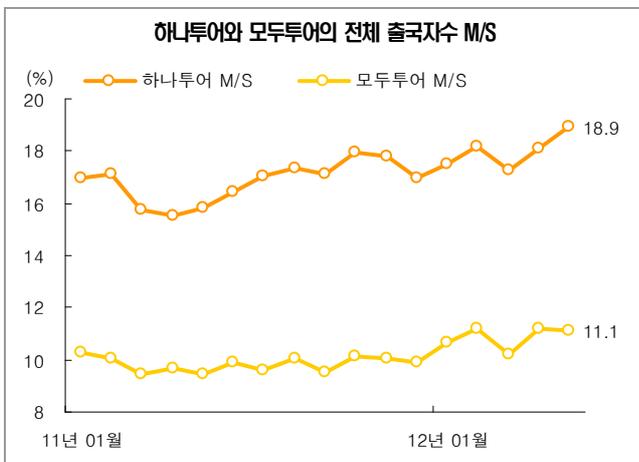
자료: 하나투어, KB투자증권

- 하나투어의 5월 전체 송객수는 179,682명 (+23.1% YoY), 패키지 송객수는 125,269명 (+18.3% YoY)
- 2011년 5월은 3월 일본지진의 영향에서 서서히 회복되는 시기였으므로, 올해 5월의 호실적은 기저효과 때문만은 아님



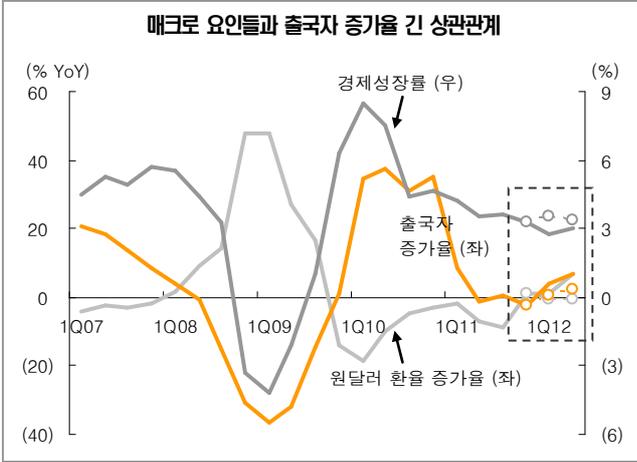
자료: 모두투어, KB투자증권

- 모두투어의 5월 전체 송객수는 105,732명 (+21.6% YoY), 패키지 송객수는 72,817명 (+23.1% YoY)
- 모두투어도 2011년 5월 실적은 점진적인 회복세였으므로, 3~4월 대비 기저효과는 낮아진 것으로 판단



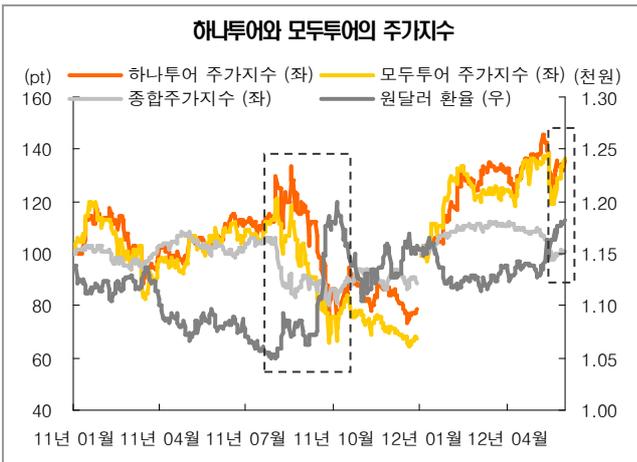
자료: 한국관광공사, 각 사, KB투자증권
 주: 5월 출국자수는 미발표, KB투자증권 추정치

- KB투자증권은 5월 승무원제의 전체 출국자수를 948,551명 (+2.9% YoY)으로 추정
- 이에 따라 하나투어의 5월 M/S는 18.9% (+3.1%p YoY), 모두투어는 11.1% (+1.7%p YoY)로 추정
- 2사 합산 M/S는 30.1% (+4.8%p YoY)로 대형 도매여행사 중심의 M/S 집중 현상은 가속되고 있음을 반증



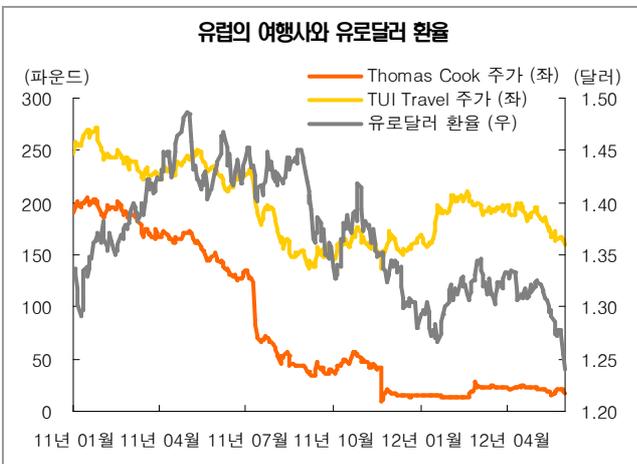
자료: 한국은행, 한국관광공사, KB투자증권
 주: 점선은 KB투자증권의 기준 추정치 (2012년 1월 기준)

- 출국수요의 구조적인 턴어라운드: 매크로 지표에 대한 민감도 완화
- 전체 출국자수와 가장 높은 상관관계를 보이는 **경제성장률** (GDP 증가율, 상관계수 0.97)은 연초 전망대비 0.7%p 낮아짐에도 불구하고, 1Q12 출국자수는 기존 전망치를 3.2% 상회
- 이는 **항공권 공급증가**로 여행상품 가격이 하락하면서 **출국수요를 견인**하고 있기 때문으로 판단



자료: Fnguide, KB투자증권
 주: 2011~2012년 1월 2일의 종가, 주가지수를 각각 100으로 환산

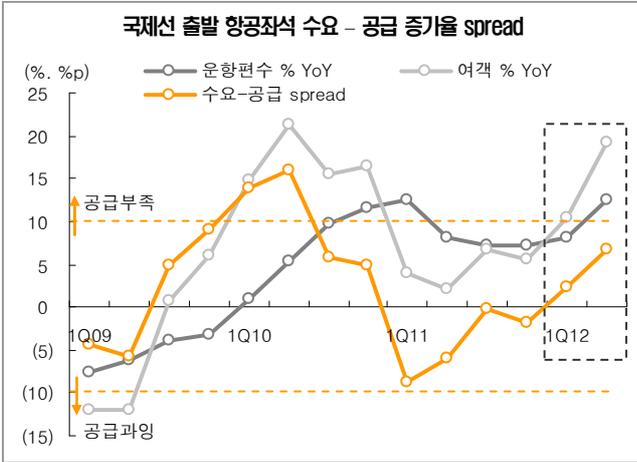
- 원달러 환율은 단기간내 급상승 (2~3개월간 100원 상승)시 여행주 주가에 부정적임
- 그러나 **원달러 환율도 연초 전망대비 1.9% 증가**했음에도 불구하고, **여행주들의 YTD 수익률은 KOSPI를 36%pts outperform**하고 있음



자료: Bloomberg, KB투자증권

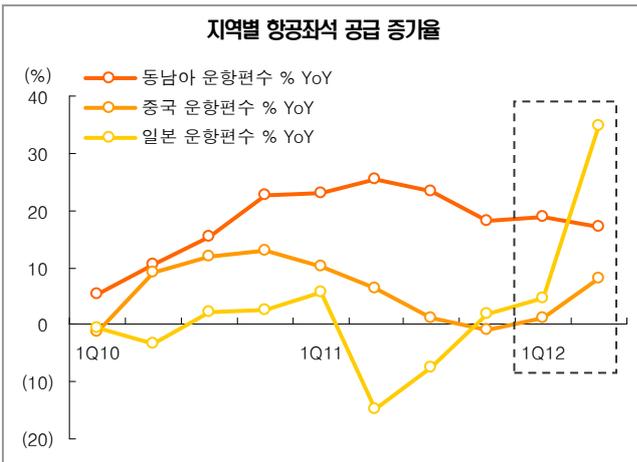
- **유럽발 금융위기로 여행수요가 침체**되면서 유럽의 여행사들의 실적 약화와 자금난을 겪고 있는 것과는 상반되는 모습
- 전 세계 패키지 여행사의 시초인 영국의 Thomas Cook은 2011년 영업손실 3억 9,800만 파운드 기록. 자금경색으로 (부채 약 18억 파운드) 지난해 말 영국 지점 200개 폐쇄, 보유 항공기 매각, 인도법인 매각 결정

II. 공급증가와 기초체력 강화의 하모니: 항공권 가격감소와 상품마진 상승



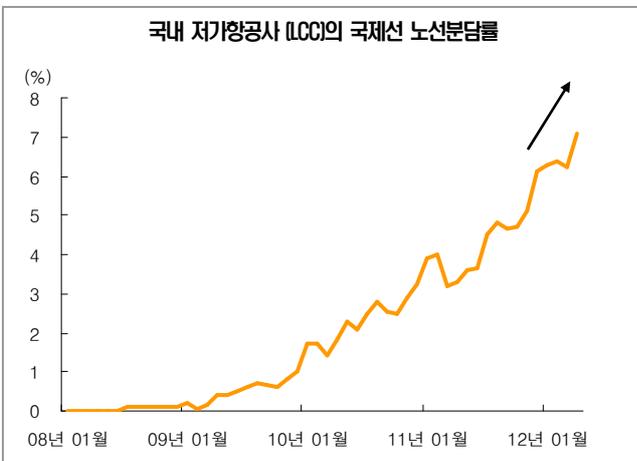
자료: 인천국제공항공사, KB투자증권
주: [수요-공급 증가율 spread]=[국제선 출발 여객 증가율]-[출발 운항편수 증가율]

- 인천공항 출발 국제선의 항공권 공급 (운항편수) 증가율은 1Q12 +8.1% YoY를 기록. 2Q12에도 +12.4% YoY 전망
- 항공권 수요 spread (여객 증가율과 운항편수 증가율의 차이)는 '-10~+10%' 범위 내에 있어, 항공권 공급증가가 출국수요를 견인하는 모습



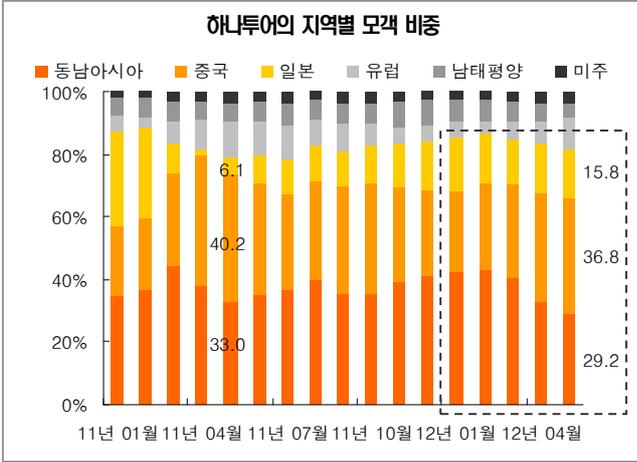
자료: 인천국제공항공사, KB투자증권

- 좌석공급 증가는 주로 동남아, 중국, 일본 등 단거리노선에 특히 집중되고 있음
- 중국과 동남아 항공노선은 일본지역의 대체지로서 매력 부각
- 일본인들의 한국으로의 출국수요가 높아지면서, 일본지역으로의 항공노선도 급증하는 추세. 2Q12 일본지역 운항편수는 +34.7% YoY로 예상



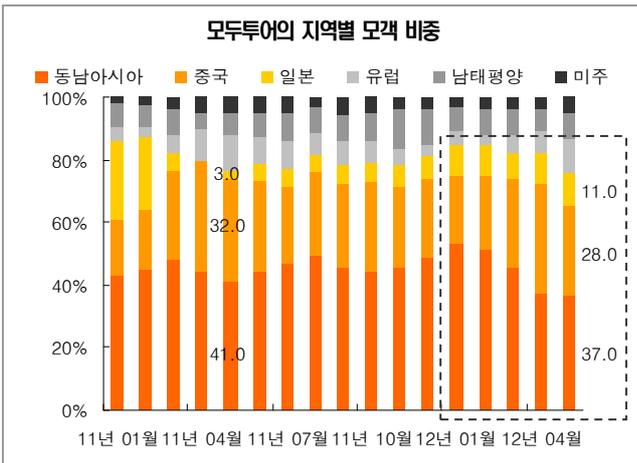
자료: 국토해양부, KB투자증권

- 단거리노선의 항공권 공급증가는 국내 저가항공사들의 국제선 노선 확대가 주요원인
- 국내 저가항공사들의 국제선 노선분담률은 2012년 4월 현재 7.1% (+3.8%p YoY)로 급성장. 수익 기여도가 높은 국제선으로 2010년 하반기부터 노선확대 지속



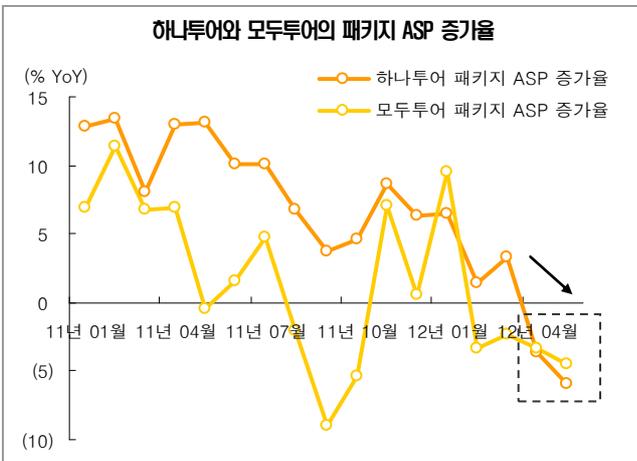
자료: 하나투어, KB투자증권

- 단거리노선 중심의 항공권 공급증가는 여행사 실적증가에도 긍정적. **5월 하나투어 패키지 고객의 동남아, 중국, 일본 합산 인원비중은 81.8% 수준**
- 전년동기대비 합산비중은 큰 차이가 없으나, 지역별 mix는 변동. **일본지역 인원비중은 15.8%로 전년동기대비 +9.7%p 상승**
- 1Q12는 전통적으로 동남아지역 성수기, 2Q12는 중국지역 성수기이므로, 하나투어의 지역별 mix도 일부 변동



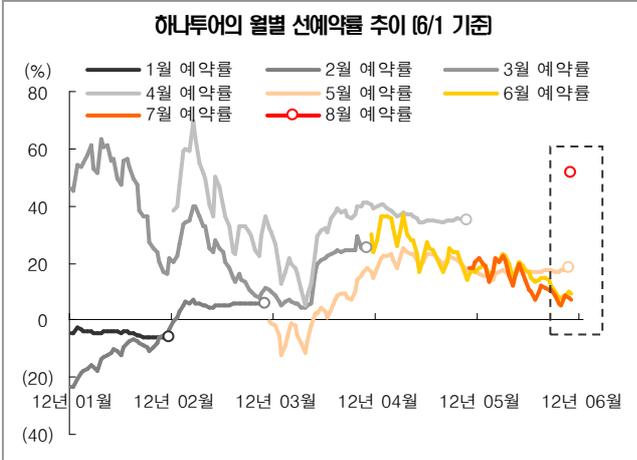
자료: 모두투어, KB투자증권

- **5월 모두투어 패키지 고객의 동남아, 중국, 일본 합산 인원비중은 76.0% 수준**
- 전년동기대비 합산비중은 큰 차이가 없으나, 지역별 mix는 변동. **일본지역 인원비중은 11.0%로 전년동기대비 +8.0%p 상승**
- 1Q12는 전통적으로 동남아지역 성수기, 2Q12는 중국지역 성수기이므로, 모두투어의 지역별 mix도 일부 변동



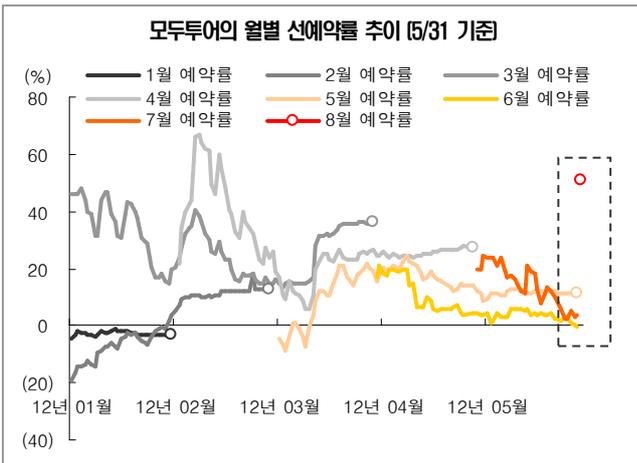
자료:

- 하나투어와 모두투어의 5월 패키지 ASP는 전년동기대비 각각 **6.0%, 4.5% 하락**
- 이는 패키지 상품의 주요 구성요소인 항공권의 공급이 증가하면서, **항공권 가격이 하락한 때문**
- 항공권 가격하락폭 대비 여행사들의 상품가격 하락폭은 낮아, 상품마진 상승에 기여, **상품가격 하락시 출국수요를 자극**하는 효과도 있음



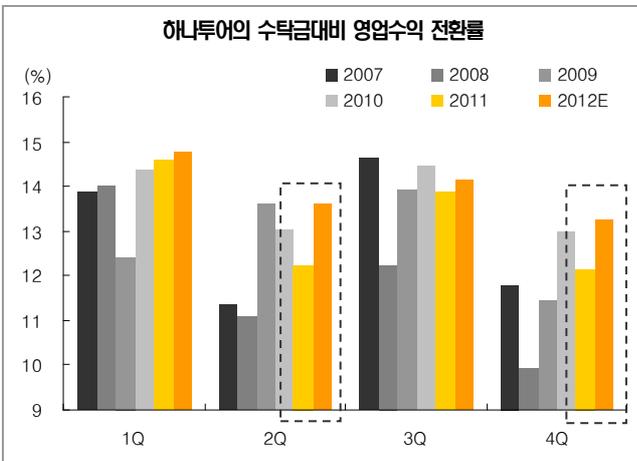
자료: 하나투어, KB투자증권

- 하나투어의 예약률은 6월 +9.1% YoY, 7월 +7.3% YoY, 8월 +51.5% YoY
- 6~7월 예약률이 다소 둔화된 것처럼 보일 수 있으나, 2011년 6월은 일본지진의 기저효과에서 벗어나 출국수요가 서서히 반등하는 시기였음
- 8월의 높은 예약률 수준을 감안하면 2Q12 전체로 보면 두자릿수대의 높은 송객실적 증가율을 지속 유지할 전망



자료: 모두투어, KB투자증권

- 모두투어의 예약률은 6월 -0.7% YoY, 7월 +3.9% YoY, 8월 +51.0% YoY
- 모두투어의 올해 6월 예약률이 (-)인 것은, 전통적으로 일본지역에서 강세를 보였던 하나투어보다 일본지진의 영향에서 빨리 회복되었기 때문. 2011년 6월의 송객실적 base가 다소 높은 상황



자료: 하나투어, KB투자증권

주: 수탁금대비 영업수익 전환률 = 국제관광알선수익/패키지수탁금 (상품마진 대체지표)

- 항공권 가격감소와 '호텔앤에어닷컴'을 통한 하드블록 항공권 대응으로 여행사의 상품마진 (mark-up) 확보가 용이해짐
- '호텔앤에어닷컴'의 효과는 하드블록의 피해가 심했던 비수기 (2Q, 4Q)에 극대화될 전망
- 하나투어와 모두투어 양사가 합작설립했으나, '호텔앤에어닷컴'을 통한 수혜는 하나투어가 더 클 것으로 예상. 모두투어는 하드블록 항공권을 줄여서 상품마진을 확보해야 하는 동시에, 일정부분 늘어난 물량을 판매해 M/S도 확대해야 하는 상황이기 때문

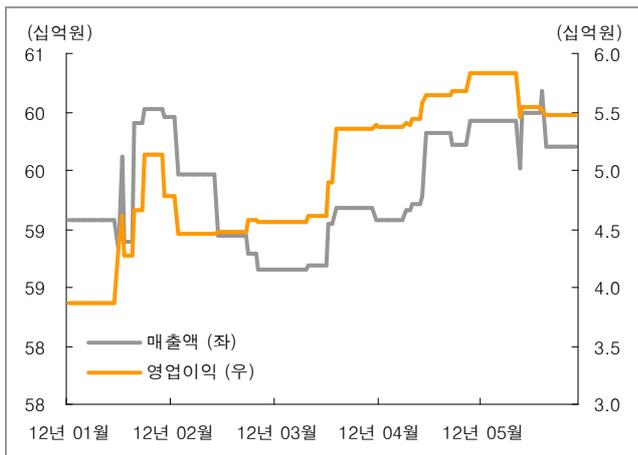
III. 실적 전망과 컨센서스 추이

표 1. 하나투어와 모두투어의 실적전망

(단위: 십억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12E	3Q12E	4Q12E	2011	2012E
하나투어										
매출액	63.5	47.6	66.2	48.8	63.2	61.2	80.7	64.9	226.0	270.2
영업이익	10.9	0.5	9.1	1.6	10.0	6.0	15.8	5.4	22.1	37.1
순이익	9.3	0.2	7.0	3.0	8.2	5.2	12.7	4.9	19.5	31.1
영업이익률 (%)	17.1	1.1	13.7	3.3	15.8	9.8	19.5	8.3	9.8	13.7
순이익률 (%)	14.6	0.5	10.6	6.2	13.0	8.5	15.7	7.6	8.6	11.5
% YoY										
매출액	31.2	(1.7)	0.1	(11.1)	(0.4)	28.8	22.0	33.1	3.8	19.5
영업이익	19.3	(86.3)	(29.7)	20.6	(8.3)	1,055.1	73.6	235.6	(18.7)	68.2
순이익	15.1	(92.9)	(29.2)	172.4	(11.1)	2,310.6	81.5	62.5	(11.6)	59.3
모두투어										
매출액	33.9	25.8	36.3	25.1	32.5	31.0	44.8	34.0	121.0	142.3
영업이익	8.0	2.0	6.3	(0.2)	6.0	3.2	10.3	4.3	16.0	23.8
순이익	6.2	1.9	5.2	(0.3)	4.8	2.8	8.0	3.5	13.0	19.1
영업이익률 (%)	23.5	7.6	17.3	(0.8)	18.5	10.3	22.9	12.6	13.2	16.7
순이익률 (%)	18.4	7.2	14.3	(1.2)	14.8	8.9	17.9	10.3	10.7	13.4
% YoY										
매출액	35.4	(2.1)	(0.3)	(14.4)	(4.1)	20.4	23.3	35.7	3.4	17.6
영업이익	72.4	(56.9)	(18.3)	적전	(24.6)	62.8	63.2	흑전	(14.3)	48.4
순이익	61.8	(52.5)	(40.3)	적전	(22.7)	49.2	54.3	흑전	(19.9)	48.6

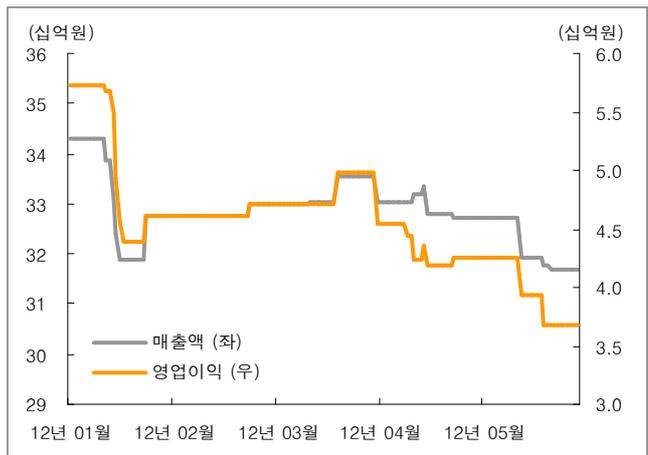
자료: 각 사, KB투자증권

그림 1. 하나투어의 2012 매출액 및 영업이익 컨센서스 추이



자료: Fnguide, KB투자증권

그림 2. 모두투어의 2012 매출액 및 영업이익 컨센서스 추이



자료: Fnguide, KB투자증권

Appendix

1. 저가항공사들의 운항노선

표 2. 2012년 저가항공사들의 일본, 중국 취항노선

구분	항공사명	지역	현 취항노선	운항 횟수	신규 취항노선	운항 횟수	취항 예정시기	
국내 LCC	제주항공	일본	인천 - 오사카	주 7회				
			김포 - 오사카	주 7회				
			김포 - 나고야	주 7회				
			인천 - 기타큐슈	주 3회				
			인천 - 나고야	주 7회 (4/30~ 신규)				
			인천 - 후쿠오카	주 7회 (3/30~ 신규)				
			제주 - 오사카	주 5회 (4/28~ 증편)				
		중국				인천 - 칭다오	주 7회	6/22~
	이스타항공	일본	인천 - 오사카	주 14회				
			인천 - 나리타	주 7회				
			인천 - 삿포로	-				
		중국 (대만)		김포 - 쑹산	주 3회 (5/1~ 신규)			
에어부산	일본	김해 - 나리타	주 7회					
		김해 - 오사카	주 14회					
		김해 - 후쿠오카	주 14회					
		김해 - 칭다오	(3/19~ 신규)					
티웨이항공	일본	인천 - 후쿠오카	주 14회					
	중국 (대만)	김포 - 쑹산	주 4회 (4/30~ 신규)					
진에어	일본	인천 - 삿포로	주 4회		인천 - 옌타이	주 4회	7/5~	
일본계 LCC	피치항공	일본	인천 - 오사카	주 7회 (5/8~ 신규)				
	스타플라이어	일본			부산 - 기타큐슈	주 14회	7/12~	
	에어아시아재팬	일본			인천/부산 - 나리타		10월	
	제트스타재팬	일본			미정		하반기	

자료: 각 사, KB투자증권 정리

2. Global peers comparison

표 3. 글로벌 주요 여행사 valuation 비교

	하나투어	모두투어	Priceline.com	Expedia	Thomas Cook	TUI Travel	Ctrip.com	China CYTS	HIS
현재가 (원, 달러, 6/1)	46,350	22,000	610.5	44.7	0.3	2.4	17.8	2.7	32.3
시가총액 (십억원, 백만달러)	538.0	277.0	30,399	5,674	235	2,723	2,561	1,104	1,106
절대수익률 (%)									
1M	(0.6)	0.8	(17.8)	(17.8)	(16.7)	(14.0)	(15.1)	0.1	(2.8)
3M	8.8	12.3	(0.2)	(0.2)	(33.6)	(13.5)	(32.8)	1.7	18.8
6M	26.5	29.1	28.7	28.7	2.5	(0.6)	(32.4)	6.8	34.8
12M	(0.6)	(12.5)	21.4	21.4	(86.3)	(25.5)	(59.1)	25.8	34.4
상대수익률 (%)									
1M	6.8	8.3	(8.9)	16.7	(7.8)	(5.1)	(6.3)	9.0	6.0
3M	18.4	22.0	6.2	41.9	(27.1)	(7.0)	(26.3)	8.2	25.2
6M	30.7	33.3	24.9	72.5	(1.3)	(4.5)	(36.2)	3.0	31.0
12M	13.7	1.8	22.0	76.5	(85.7)	(24.9)	(58.5)	26.4	35.0
PER (X)									
2011	20.4	15.3	38.1	10.1	n/a	n/a	38.2	22.4	19.3
2012C	17.3	9.7	26.9	17.1	1.1	7.0	12.2	23.7	10.2
2013C	13.2	7.1	19.2	15.7	4.0	6.7	14.7	20.5	10.6
PBR (X)									
2011	3.6	2.8	10.8	1.2	0.9	1.4	6.3	2.6	1.2
2012C	4.3	2.2	11.7	4.2	0.1	0.9	2.3	2.3	1.3
2013C	3.4	1.8	8.0	3.6	0.2	0.9	2.1	1.9	1.2
ROE (%)									
2011	17.6	19.4	22.1	10.0	5.3	4.1	31.0	n/a	0.8
2012C	25.5	24.3	19.1	7.3	3.3	4.4	8.8	11.7	2.3
2013C	27.6	26.9	14.0	6.7	4.4	4.5	9.9	9.3	1.8
매출액 성장률 (%)									
2011	3.8	3.4	31.9	2.6	(3.5)	(1.9)	49.9	1.5	13.7
2012C	19.5	17.6	40.5	14.3	3.5	4.4	28.0	37.6	25.4
2013C	17.4	18.0	26.4	9.9	3.0	3.5	19.8	22.4	10.8
영업이익 성장률 (%)									
2011	(18.7)	(14.3)	67.1	(22.2)	2.8	8.2	58.6	(19.3)	(6.6)
2012C	68.2	48.4	80.4	(4.2)	27.0	21.1	12.3	50.4	61.6
2013C	32.3	38.3	35.5	9.6	(28.8)	(6.5)	(19.3)	19.3	26.0
순이익 성장률 (%)									
2011	(11.6)	(19.9)	7.8	40.7	적전	적지	64.5	5.5	6.6
2012C	59.3	48.6	100.2	(18.0)	흑전	흑전	7.6	17.3	169.5
2013C	31.5	37.2	38.7	(3.7)	적전	(11.6)	(21.0)	17.7	(5.1)
영업이익률 (%)									
2011	9.8	13.2	25.5	17.3	2.8	2.8	36.6	7.9	1.8
2012C	13.7	16.7	32.7	14.5	3.4	3.3	32.1	8.6	2.3
2013C	15.5	19.6	35.1	14.4	2.4	3.0	21.6	8.4	2.6
순이익률 (%)									
2011	8.6	10.7	20.9	10.1	0.1	(0.5)	33.1	4.2	1.0
2012C	11.5	13.4	17.1	13.9	(0.0)	(0.9)	36.4	4.4	1.0
2013C	12.9	15.6	24.4	10.0	0.5	1.1	30.6	3.8	2.1

자료: Bloomberg, KB투자증권 (하나투어, 모두투어의 valuation은 KB투자증권 추정치)

Compliance Notice

2012년 6월 4일 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 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	하나투어 주가 및 KB투자증권 목표주가	
하나투어	2010/07/08	BUY	64,000			
	2010/08/10	BUY	64,000			
	2010/09/17	BUY	64,000			
	2010/10/14	BUY	64,000			
	2010/12/17	BUY	64,000			
	2011/01/17	BUY	64,000			
	2011/01/26	BUY	64,000			
	2011/04/08	BUY	60,000			
	2011/06/13	BUY	60,000			
	2011/06/13	BUY	60,000			
	<담당 Analyst 변경>					
	2011/10/17	BUY	48,000			
	2011/10/18	BUY	48,000			
	2011/12/02	BUY	48,000			
	2012/01/06	BUY	48,000			
	2012/01/30	BUY	48,000			
	2012/03/19	BUY	60,000			
	2012/04/02	BUY	60,000			
	2012/04/17	BUY	60,000			
	2012/06/04	BUY	60,000			

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	모두투어 주가 및 KB투자증권 목표주가	
모두투어	2010/08/10	BUY	48,000			
	2010/09/17	BUY	48,000			
	2010/10/14	BUY	48,000			
	2010/10/22	BUY	48,000			
	2010/11/04	BUY	48,000			
	2010/12/03	BUY	48,000			
	2010/12/17	BUY	48,000			
	2011/01/17	BUY	58,000			
	2011/03/04	BUY	58,000			
	2011/03/30	BUY	58,000			
	2011/04/28	BUY	58,000			
	2011/05/18	BUY	58,000			
	2011/07/01	BUY	58,000			
	<담당 Analyst 변경>					
	2011/10/17	BUY	42,000			
	2011/12/02	BUY	42,000			
	2012/01/06	BUY	42,000			
	2012/04/02	BUY	42,000			
	2012/04/17	BUY	42,000			
	2012/06/04	BUY	28,000	무상증자 반영		

투자등급 및 적용기준		
구분	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, KB투자증권의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.