

# 여행업



미디어/엔터/레저 담당 이우승  
Tel. 368-6156  
wslee@eugenefn.com

## 강한 실적 모멘텀을 보유한 내수 업종

### ■ 3Q12 실적 급증 전망

- 하나투어, 모두투어의 3Q12 영업이익은 각각 134억원(+47.6%yoy), 102억원(+61.6%yoy)으로 성수기 실적 급증이 이어질 전망
- 하나투어, 모두투어의 3Q12 해외여행 패키지송객수는 각각 42만명(+10.9%yoy), 24만명(+9.5%yoy)으로 전망하는데, 양 사의 영업수익 증가율은 여막진 상품 최소화 등을 통한 수익성 개선으로 인해 송객수 증가율을 상회할 것으로 예상(3Q12 영업수익은 하나투어 +17.1%yoy, 모두투어 +15.4%yoy 전망). 이익 레버리지 효과 발현으로 인해 양 사의 영업이익 증가율은 더욱 두드러질 전망

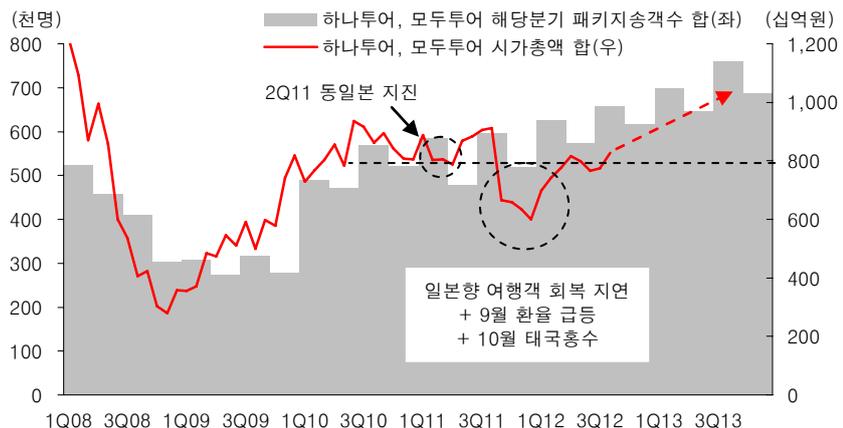
### ■ 여행 시장은 점점 더 대형 여행사에 우호적으로 변모 중

- 전체 출국자수 증가율 둔화에도 불구하고, 1) 대형 여행사 브랜드 로열티 확대, 2) 저가항공사 및 외항사의 대형 여행사 항공좌석 공급 확대, 3) 하나투어, 모두투어의 합작 자회사인 호텔앤에어닷컴을 통한 항공좌석 공동 소싱 등으로 인해 양 사의 M/S 상승과 동시에 협상력 확대에 따른 수익성 개선 지속 중
- 또한, 하나투어, 모두투어는 자회사를 통해 중장기 신성장동력인 인바운드 여행업 확대 중. 국내 호텔 객실을 확보하는 동시에 중국 등 해외 현지 여행사와 제휴하면서 인바운드 고객 유치 중. 향후 호텔 숙박료, 쇼핑 알선 수수료 등 수익 증가 예상

### ■ 1Q13까지 실적 급증 가시성 높음, 주가는 역사적 PER 밴드 하단에 위치

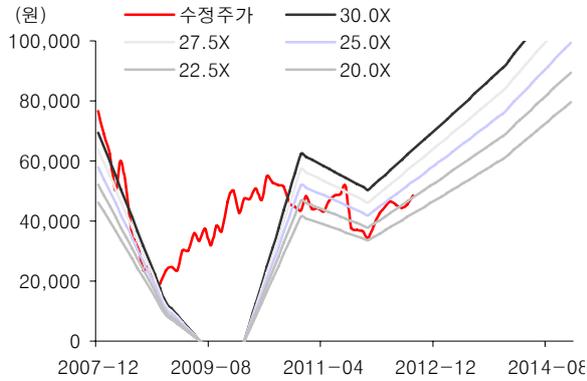
- 하나투어, 모두투어 주가는 내수 경기 침체 → 여행 수요 침체 → 여행사 실적 둔화의 악순환에 대한 우려로 인해 박스권에 머무르고 있다가 최근 상승 추세로 전환 시작
- 양 사는 경기 우려에도 불구하고, 1) 3Q12~1Q13까지의 강한 실적 기저효과, 2) 대형 여행사 M/S 상승 및 수익성 개선, 3) 9월부터 전년동기대비 환율 효과 상승 등을 기반으로 실적 급증이 이어질 가능성이 높음
- 현재 양 사 주가는 2010년 이후 PER Band 하단에 위치하고 있어, 3Q12 실적 모멘텀이 주가 상승 동력으로 작용할 전망. 하나투어, 모두투어에 대해 각각 목표주가 60,000원, 26,500원으로 매수 추천(하나투어ITC 등 자회사 성장성이 돋보이는 하나투어 선호)

### 여행 수요 여전히 견조 → 대형 여행사 주가 상승 트렌드로 전환 전망



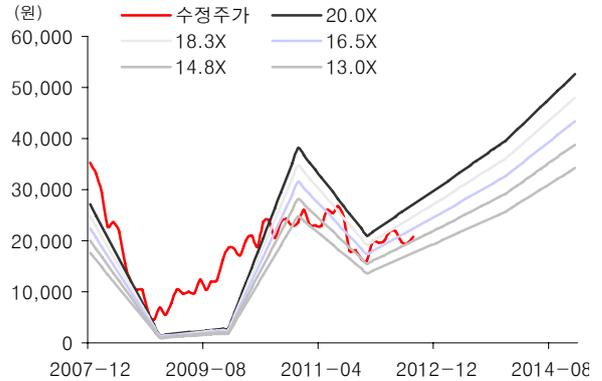


**도표 1** 하나투어 PER Band Chart  
: 밴드 하단에서 상승 중



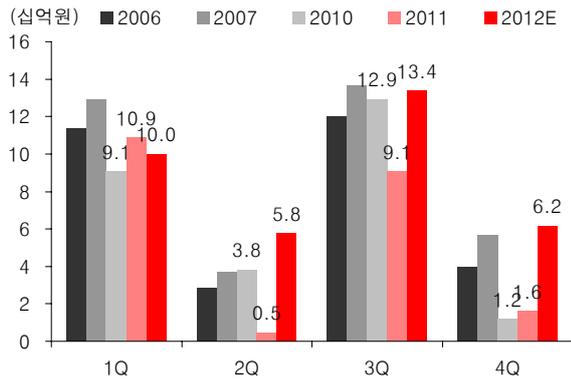
자료: 유진투자증권

**도표 2** 모두투어 PER Band Chart  
: 밴드 하단에서 상승 중



자료: 유진투자증권

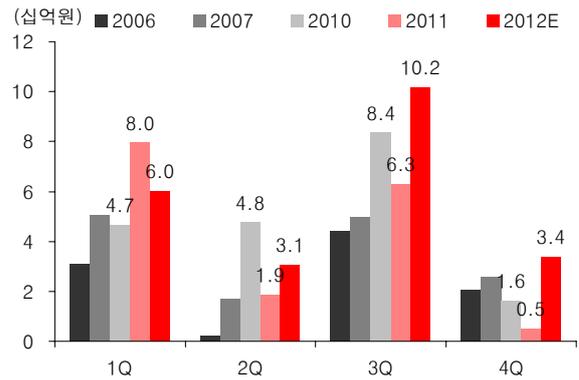
**도표 3** 하나투어 영업이익  
: 실적 급증 이어질 전망



자료: 하나투어, 유진투자증권

주: 2008년, 2009년은 각각 연간 98억원, 4억원 영업이익 기록

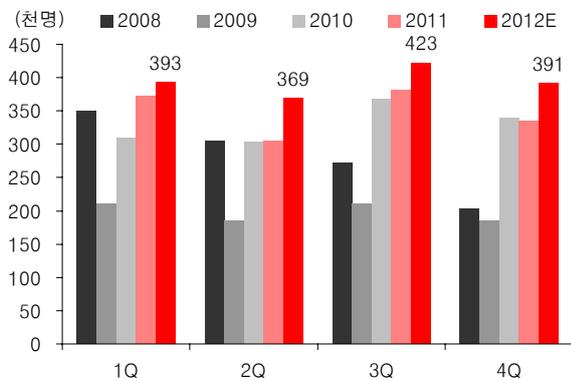
**도표 4** 모두투어 영업이익  
: 성수기 실적 기대감 유효



자료: 모두투어, 유진투자증권

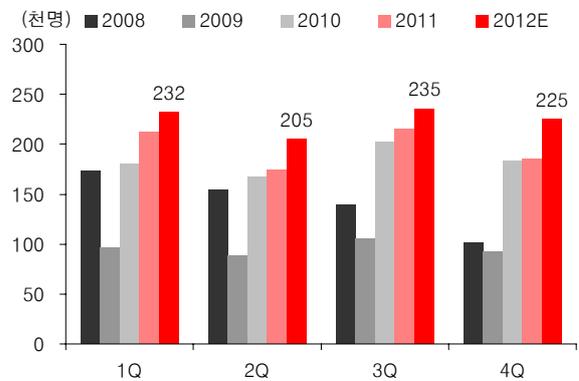
주: 2008년, 2009년은 각각 연간 9억원, 2억원 영업이익 기록

**도표 5** 하나투어 해외여행 패키지 송객수  
: 건조한 증가 추이 지속



자료: 하나투어, 유진투자증권

**도표 6** 모두투어 해외여행 패키지 송객수  
: M/S 상승으로 지속 상승 중



자료: 모두투어, 유진투자증권

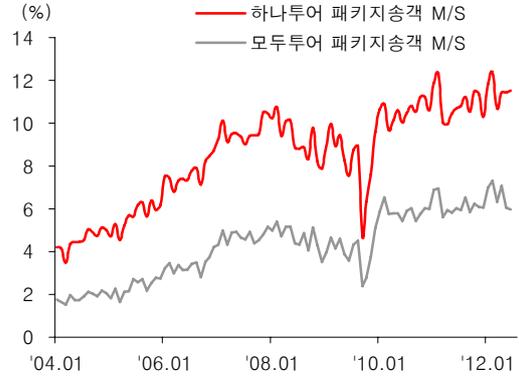


**도표 7** 하나투어, 모두투어 총 송객 M/S



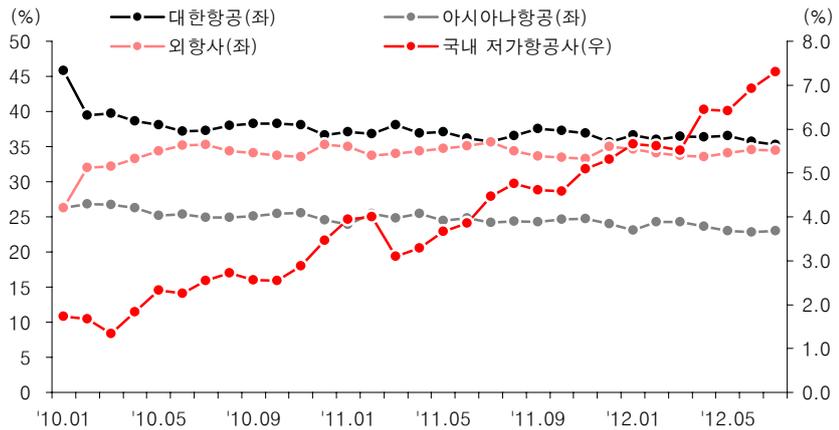
자료: KTO, 양 사, 유진투자증권  
주: 해당업체 총 송객수/국내 총 출국자수로 M/S 산정

**도표 8** 하나투어, 모두투어 패키지 송객 M/S



자료: KTO, 양 사, 유진투자증권  
주: 해당업체 패키지 송객수/국내 총 출국자수로 M/S 산정

**도표 9** 항공사별 국제선 출발 여객수 추이: 저가항공사 비중 확대



자료: 인천공항, 한국공항공사, 유진투자증권



**도표 10 하나투어 목표주가 60,000원, 투자의견 BUY 유지**

(단위: 원, 배)	내용
3Q12~2Q13E 자회사 실적 반영 조정EPS 합계	3,257
Target PER Multiple(2010년 이후 연간 PER 하단 평균)	18.5
<b>목표주가</b>	<b>60,000</b>

자료: 유진투자증권

**도표 11 하나투어 분기 실적 전망 및 주요 Assumptions(K-IFRS 개별 기준)**

(단위: 십억원, %)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E	2011	2012E	2013E
<b>영업수익</b>	<b>63.5</b>	<b>47.6</b>	<b>66.2</b>	<b>48.8</b>	<b>63.2</b>	<b>57.4</b>	<b>77.5</b>	<b>63.4</b>	<b>226.0</b>	<b>261.6</b>	<b>305.5</b>
국제관광알선수익	53.1	39.8	58.7	41.1	55.4	48.9	68.7	53.7	192.7	226.7	266.8
항공권대매수익	5.8	3.4	3.3	3.0	3.2	2.9	3.9	3.2	15.6	13.2	15.4
기타수익	4.6	4.3	4.2	4.7	4.7	5.7	4.8	6.4	17.8	21.6	23.3
<b>판매비</b>	<b>52.8</b>	<b>47.2</b>	<b>56.7</b>	<b>48.1</b>	<b>53.5</b>	<b>52.9</b>	<b>64.2</b>	<b>57.4</b>	<b>204.8</b>	<b>227.9</b>	<b>262.4</b>
기타영업수익	0.3	0.4	0.4	1.0	0.4	1.4	0.5	0.6	2.1	2.8	2.5
기타영업비용	0.2	0.2	0.8	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4	1.3	1.1	1.2
<b>영업이익</b>	<b>10.9</b>	<b>0.5</b>	<b>9.1</b>	<b>1.6</b>	<b>10.0</b>	<b>5.8</b>	<b>13.4</b>	<b>6.2</b>	<b>22.0</b>	<b>35.3</b>	<b>44.4</b>
영업이익률	17.1	1.0	13.7	3.3	15.8	10.1	17.3	9.7	9.7	13.5	14.5
영업외수익	1.5	0.9	0.6	1.0	1.0	1.1	0.6	0.3	4.0	2.9	4.2
영업외비용	0.2	0.6	0.1	0.4	0.2	0.1	0.2	0.1	1.3	0.6	0.5
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>12.1</b>	<b>0.7</b>	<b>9.6</b>	<b>2.2</b>	<b>10.8</b>	<b>6.7</b>	<b>13.8</b>	<b>6.3</b>	<b>26.1</b>	<b>36.4</b>	<b>46.8</b>
세전이익률	19.1	1.5	14.6	4.4	17.1	11.7	17.8	9.9	11.5	13.9	15.3
<b>당기순이익</b>	<b>9.2</b>	<b>0.2</b>	<b>7.1</b>	<b>2.8</b>	<b>8.3</b>	<b>4.9</b>	<b>10.5</b>	<b>4.8</b>	<b>20.8</b>	<b>27.3</b>	<b>35.2</b>
당기순이익률	14.5	0.4	10.7	5.7	13.1	8.6	13.5	7.5	9.2	10.4	11.5
*지분법손익	-0.7	0.6	1.5	1.2	0.5	1.2	2.5	1.0	2.6	5.2	8.1
<b>*조정순이익</b>	<b>8.5</b>	<b>0.8</b>	<b>8.6</b>	<b>4.0</b>	<b>8.8</b>	<b>6.2</b>	<b>13.0</b>	<b>5.8</b>	<b>23.4</b>	<b>32.5</b>	<b>43.3</b>
<b>Key assumptions</b>											
출국자수('000)	3,228	2,936	3,502	3,027	3,370	3,225	3,763	3,352	12,694	13,711	14,684
패키지승객('000)	372	305	381	334	393	369	423	391	1,392	1,577	1,762
항공권승객('000)	122	121	169	146	158	162	202	178	558	700	801
패키지수탁금	364.3	325.7	423.7	339.1	398.4	379.3	493.6	416.6	1,452.9	1,687.9	1,982.1
항공권수탁금	100.2	104.3	144.1	113.9	123.4	129.2	180.2	145.3	462.5	578.1	695.2

자료: 하나투어, 유진투자증권

주1: 패키지승객, 항공권승객, 패키지수탁금, 항공권수탁금은 국내 포함하지 않은 수치 / 주2: 조정순이익은 당기순이익에 지분법손익 합산한 연결기준 실적 대응치



**도표 12 모두투어 목표주가 26,500원, 투자 의견 BUY 유지**

(단위: 원, 배)	내용
3Q12~2Q13E EPS 합계	1,684
Target PER Multiple(하나투어 Target PER대비 10% Discount)	15.7
<b>목표주가</b>	<b>26,500</b>

자료: 유진투자증권

**도표 13 모두투어 분기 실적 전망 및 주요 Assumptions(K-IFRS 개별 기준)**

(단위: 십억원, %)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E	2011	2012E	2013E
<b>영업수익</b>	<b>33.9</b>	<b>25.8</b>	<b>36.3</b>	<b>25.0</b>	<b>32.5</b>	<b>28.4</b>	<b>41.9</b>	<b>33.6</b>	<b>121.0</b>	<b>136.4</b>	<b>164.7</b>
해외여행알선수입	26.5	21.5	31.5	19.9	27.5	23.7	36.1	27.7	99.4	115.0	138.7
항공권판매수수료	5.5	2.7	3.1	2.9	3.1	3.1	4.1	3.6	14.2	13.8	16.9
기타수입	1.8	1.6	1.7	2.3	1.8	1.6	1.7	2.4	7.4	7.5	9.1
기타수익	0.2	0.3	0.2	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	1.2	0.9	1.2
<b>영업비용</b>	<b>26.1</b>	<b>24.2</b>	<b>30.2</b>	<b>25.0</b>	<b>26.5</b>	<b>25.5</b>	<b>32.0</b>	<b>30.6</b>	<b>105.5</b>	<b>114.7</b>	<b>136.0</b>
<b>영업이익</b>	<b>8.0</b>	<b>1.9</b>	<b>6.3</b>	<b>0.5</b>	<b>6.0</b>	<b>3.1</b>	<b>10.2</b>	<b>3.4</b>	<b>16.6</b>	<b>22.6</b>	<b>30.0</b>
영업이익률	23.4	7.1	17.3	2.0	18.4	10.7	24.1	9.9	13.6	16.5	18.1
순금융손익	0.6	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.8	2.2	2.5	2.8
<b>세전이익</b>	<b>8.5</b>	<b>2.4</b>	<b>6.9</b>	<b>1.0</b>	<b>6.6</b>	<b>3.6</b>	<b>10.8</b>	<b>4.2</b>	<b>18.3</b>	<b>25.2</b>	<b>32.8</b>
세전이익률	25.1	9.1	18.8	4.0	20.3	12.7	25.5	12.3	15.0	18.3	19.7
<b>당기순이익</b>	<b>6.2</b>	<b>1.7</b>	<b>5.2</b>	<b>0.4</b>	<b>4.8</b>	<b>2.8</b>	<b>8.2</b>	<b>3.2</b>	<b>13.3</b>	<b>19.0</b>	<b>24.9</b>
당기순이익률	18.3	6.7	14.2	1.5	14.8	9.8	19.4	9.3	10.9	13.8	15.0
<b>Key assumptions</b>											
출국자수('000)	3,228	2,936	3,502	3,027	3,370	3,225	3,763	3,352	12,694	13,711	14,684
패키지승객('000)	219	190	226	201	245	215	248	237	837	945	1,085
항공권승객('000)	85	87	102	94	98	100	117	110	368	425	483
패키지수탁금	218.0	193.1	242.0	193.7	240.1	213.6	277.8	239.9	846.9	971.4	1,172.7
항공권수탁금	60.1	62.3	77.3	66.9	69.7	65.4	92.5	82.5	266.6	310.2	370.3

자료: 모두투어, 유진투자증권

주: 패키지승객, 항공권승객, 패키지수탁금, 항공권수탁금은 국내의 포함 수치 / 모두투어의 경우 자회사 실적 미미하여 K-IFRS 개별 기준 실적만 명시



**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급**

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 종가대비 0%미만

