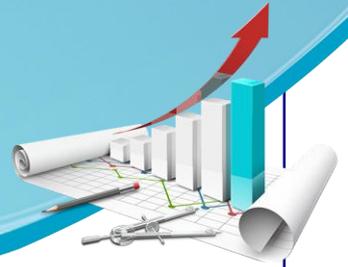


여행업



비중확대 (유지)

지금 매수해도 좋은 3가지 이유

1) 연결 실적으로 보면 이익은 더욱 증가한다

하나투어의 목표주가를 59,000원에서 69,000원으로 16.9% 상향한다. 연결 12개월 Forward EPS 3,456원에 Target PER 20배를 적용한 수준이다. 실적이 개선되고 있는 회사 26개를 연결한 2012년 연결 순이익은 별도 대비 15.1% 증가한다. 모두투어의 목표주가를 27,000원에서 29,000원으로 7.4% 상향한다. 연결 12개월 Forward EPS 1,735원에 Target PER 17배를 적용한 수준이다. 자회사 4개의 2012년 연결 순이익은 별도 대비 5.6% 증가한다. 향후 연결 실적을 생각해보면 하나투어가 조금 더 좋다.

2) 호텔업 진출을 통한 Inbound 사업 활성화

모두투어(9월)와 하나투어(11월)는 인사동에 각각 첫번째 호텔을 오픈할 계획이다. 동시에 자회사인 모두투어인터내셔널과 하나투어 ITC를 통한 Inbound 사업을 활성화시킬 계획을 가지고 있다. 모두투어인터내셔널은 2011년에 외국인 관광객 11만명을 데려와서 7억원대의 순이익을 기록했고, 업계 6등을 했다. 호텔을 이용해서 2013년에는 18만명의 관광객과 15억원의 순이익을 기대한다. 하나투어 ITC는 2011년에 외국인 관광객 8.5만명을 데려와서 6억원대의 순이익을 기록했고, 업계 10등을 했다. 향후 1,000개 객실로 연간 약 40만명의 관광객을 유치할 전망이다. 2013년에는 25억원의 순이익을 기대한다.

3) 출국자 증가와 M/S 상승에 따라 실적 개선 지속

하나투어의 3Q12 영업이익은 135억원(+48.2% YoY)으로 사상 최대 분기 실적 수준이다. 모두투어도 92억원(+46.7% YoY)으로 사상 최대 3분기 영업이익이 확실히 된다. 여름 성수기에 사상 최대의 출국자를 기록한 덕분이다. 양사의 시장점유율 상승은 빠르게 진행되고 있다. 7월 기준으로 시장점유율은 하나투어가 18.0%, 모두투어가 10.4%로 최대치에 근접한 수준이다. 예상보다 빠르게 대형 여행사 위주로 산업이 재편되고 있다. 항공권 공급량의 증가는 긍정적이다. 그리고, 호텔앤에어닷컴 덕분에 양사의 이익은 개선되고 있다.

[Analyst]

성준원 ☎ 02) 3772-1538
 책임연구원 ✉ jwsung79@shinhan.com

공영규 ☎ 02) 3772-1527
 연구원 ✉ jxlove1983@shinhan.com

Top Picks

종목명	투자의견	현재주가 (9월 3일, 원)	목표주가 (원)	상승여력 (%)
하나투어 (039130)	매수	49,650	69,000	39.0
모두투어 (080160)	매수	21,300	29,000	36.2

Contents

- 03 1. 연결 실적으로 보면 이익은 더욱 증가한다
- 08 2. 호텔업 진출을 통한 Inbound 사업 활성화
- 11 3. 출극자 증가와 M/S 상승에 따라 실적 개선 지속
- 19 **Company analysis**
 - 하나투어 (039130) - 매수 (유지), 목표주가: 69,000원 (상향)
 - 모두투어 (080160) - 매수 (유지), 목표주가: 29,000원 (상향)

1. 연결 실적으로 보면 이익은 더욱 증가한다

하나투어 목표주가 69,000원
모두투어 목표주가 29,000원

하나투어의 목표주가를 59,000원에서 69,000원으로 16.9% 상향한다. 연결 12개월 Forward EPS 3,456원에 Target PER 20배를 적용한 수준이다. 실적이 개선되고 있는 자회사 26개를 연결한 2012년 연결 순이익은 별도 대비 15.1% 증가한다.

모두투어의 목표주가를 27,000원에서 29,000원으로 7.4% 상향한다. 연결 12개월 Forward EPS 1,735원에 Target PER 17배를 적용한 수준이다. 자회사 4개를 연결한 2012년 연결 순이익은 별도 대비 5.3% 증가한다.

향후 연결 실적을 생각해보면 하나투어가 조금 더 좋다. 2012년 순이익으로만 비교해보면 현재주가 수준에서 하나투어의 PER은 19.5배이고, 모두투어의 PER은 14.7배이다. 하지만, 2013년 연결 순이익으로 비교해보면 하나투어의 PER은 14.3배, 모두투어의 PER은 11.3배로 두 회사의 격차가 축소되는 모습을 볼 수 있다. 하나투어의 연결 이익 개선폭이 모두투어보다 크기 때문이다.

하나투어 12개월 Forward 연결 PER Valuation: 목표주가 69,000원

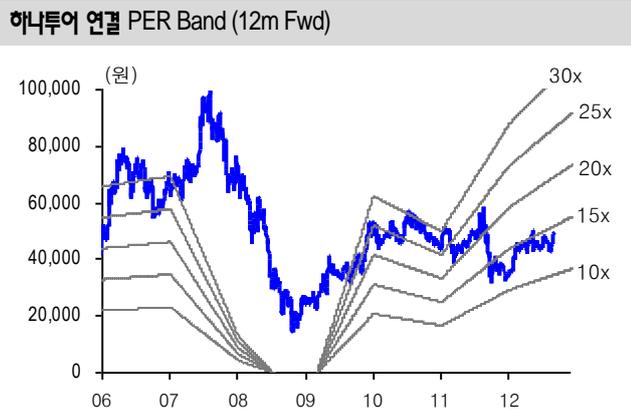
(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2012년 순이익	29.5	2012년 연결 순이익	34.0	연결 12개월 Forward 순이익	40.3	2013년 연결 순이익	43.4
EPS(원)	2,543	EPS(원)	2,927	연결 12개월 Forward EPS(원)	3,465	EPS(원)	3,734
목표주가(원)	59,000	목표주가(원)	67,321	목표주가(원)	69,304	목표주가(원)	74,687
Target PER(x)	23.0	Target PER(x)	23.0	Target PER(x)	20.0	Target PER(x)	20.0
현재주가(원)	49,650	현재주가(원)	49,650	현재주가(원)	49,650	현재주가(원)	49,650
현재주가 PER(x)	19.5	현재주가 PER(x)	17.0	현재주가 PER(x)	14.3	현재주가 PER(x)	13.3

자료: 신한금융투자 추정

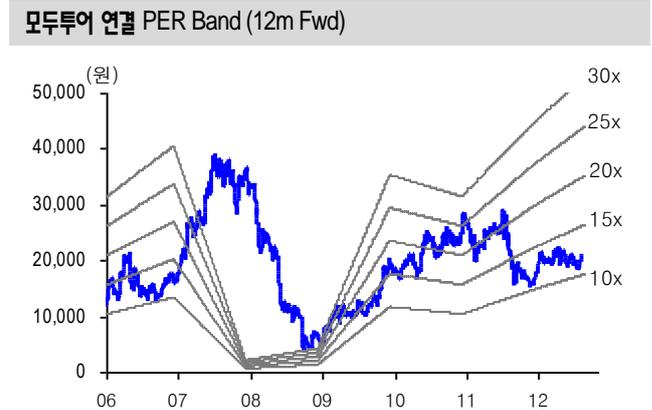
모두투어 12개월 Forward 연결 PER Valuation: 목표주가 29,000원

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2012년 순이익	17.9	2012년 연결 순이익	18.8	연결 12개월 Forward 순이익	22.1	2013년 연결 순이익	23.7
EPS(원)	1,419	EPS(원)	1,494	연결 12개월 Forward EPS(원)	1,713	EPS(원)	1,880
목표주가(원)	26,961	목표주가(원)	28,390	목표주가(원)	29,115	목표주가(원)	31,955
Target PER(x)	19.0	Target PER(x)	19.0	Target PER(x)	17.0	Target PER(x)	17.0
현재주가(원)	21,300	현재주가(원)	21,300	현재주가(원)	21,300	현재주가(원)	21,300
현재주가 PER(x)	14.7	현재주가 PER(x)	14.3	현재주가 PER(x)	12.4	현재주가 PER(x)	11.3

자료: 신한금융투자 추정



자료: 신한금융투자



자료: 신한금융투자

1) 하나투어: 2012년 연결 순이익은 별도 대비 15.1% 증가

하나투어 목표주가 69,000원

하나투어의 목표주가 69,000원은 연결 12개월 Forward EPS 3,456원에 Target PER 20배를 적용한 수준이다. 2012년 연결 자회사들의 영업이익은 70억원 수준으로 전망한다. 회사의 가이던스 90억원에 비해서는 보수적이다. 실적이 개선되고 있는 자회사 26개를 연결한 2012년 연결 순이익은 별도 대비 15.1% 증가한다.

하나투어의 연결 대상 자회사는 26개, 그 중에서 하나투어 ITC는 주목할 회사

하나투어는 2012년에 연결 대상인 자회사가 26개 있다. 국내에 13개, 해외에 8개의 자회사가 있다. 해외에 있는 8개의 자회사와 21개의 사무소는 하나투어를 통한 출국자가 많아질수록 이익이 증가하는 구조를 가지고 있다. 하나투어의 고객이 자회사가 있는 국가로 패키지 여행을 가게 되면 그 나라에서 인바운드 여행사의 역할을 자회사들이 해주고 있다. 덕분에 하나투어는 국내에서 여행객들이 출발할 때 본사가 먼저 매출을 인식한다. 그리고 해외에서 패키지 여행객들이 옵션 쇼핑 및 관광을 하게 되면 자회사들이 커미션수익을 얻게 된다.

작년에는 일본 대지진 및 태국 홍수 때문에 자회사들의 이익이 좋지 못했다. 26개 중에서 9개 회사의 순이익은 적자였다. 특히, 일본쪽에서 적자가 크게 발생했다. 하지만, 올해에는 출국자가 증가하고 일본이 일정 부분 회복되면서 자회사의 실적이 좋아지고 있다.

하나투어 ITC는 2012년에 주목할 100% 자회사이다. 하나투어의 호텔 관련 사업은 앞으로 하나투어 ITC가 담당하게 된다. 특히, 외국인 인바운드 관련 사업의 활성화를 통해서 하나투어 ITC의 이익은 향후 3년간 급증할 전망이다. 2012년 연결 순이익은 7.5억원, 2013년 연결 순이익은 25억원(첫번째 호텔에서 5억원, 인바운드 사업에서 20억원)으로 예상된다.

하나투어 연결 실적 vs. 별도 실적				
(십억원)	2010	2011	2012F	2013F
(연결 자회사 실적)				
매출액	40.2	41.8	51.8	40.4
영업이익	4.5	2.1	7.0	4.0
세전이익	3.7	2.2	8.9	6.5
순이익	3.0	1.9	4.5	6.8
(K-IFRS 별도 실적)				
매출액	217.8	226.0	263.8	307.8
영업이익	27.2	22.1	35.7	45.0
세전이익	30.6	24.8	38.9	48.3
순이익	22.1	19.5	29.5	36.6
(K-IFRS 연결 실적)				
매출액	258.0	267.8	315.7	348.1
영업이익	31.6	24.2	42.7	49.0
세전이익	34.3	27.0	47.8	54.8
순이익	25.1	21.5	34.0	43.4
별도 대비 연결 순이익 증가 (%)	13.7	9.9	15.1	18.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

하나투어 26개 자회사들의 연결 순이익 추정

(백만원) 회사명	소재지	영업활동	지분율 (%)	순이익				연결 순이익			
				2010	2011	2012F	2013F	2010	2011	2012F	2013F
웹투어(주)	한국	여행서비스	80.12	697	883	1,016	1,067	558	708	814	855
(주)하나유스	한국	여행서비스	100.00	254	232	267	280	254	232	267	280
(주)제주하나투어	한국	여행서비스	77.35	431	319	415	436	333	247	321	337
(주)남강여행사	한국	여행서비스	100.00		(1)			9	(1)	0	0
(주)투어마케팅코리아	한국	여행서비스	70.00	297	183	275	302	208	128	192	212
(주)하나투어아이티씨, ITC	한국	여행서비스	100.00	506	629	755	2,500	506	629	755	2,500
(주)하나티앤미디어	한국	인쇄물제작	51.00	96	131	157	173	49	67	80	88
(주)하나비즈니스트래블	한국	여행서비스	100.00	441	537	618	680	441	537	618	680
(주)고려여행사네트워크	한국	여행서비스	60.00	(25)	(21)	(10)	(5)	(15)	(13)	(6)	(3)
(주)하나유학 *	한국	여행서비스	51.00		28			(14)	14	0	0
(주)CJ월드스	한국	여행서비스	50.00	(563)	338	406	446	(282)	169	203	223
(주)에이치엔티마케팅	한국	광고대행	80.00	24	(0)	27	28	19	(0)	21	22
(주)넥스투어	한국	여행서비스	100.00		(198)	(99)	(79)	0	(198)	(99)	(79)
(주)에이치티샵	한국	전자상거래	100.00	(0)	29	40	42	(0)	29	40	42
호텔앤에어닷컴(주)	한국	여행서비스	60.00		82	(8)	(6)	0	49	(5)	(3)
Hanatour CZECH S.R.O.	체코	여행서비스	100.00	(34)	(25)	15	17	(34)	(25)	15	17
HANATOUR EUROPE LTD	영국	여행서비스	70.00	179	162	203	223	125	114	142	156
SARL HANATOUR FRANCE	프랑스	여행서비스	99.00	(14)	(91)	(36)	(29)	(14)	(64)	(36)	(29)
HANATOUR JAPAN CO., LTD	일본	여행서비스	70.00		(8)	80	120	120	(5)	56	84
HANATOUR PTE LTD	싱가폴	여행서비스	100.00	9	58	72	79	9	58	72	79
HANATOUR CHINA	중국	여행서비스	100.00	470	463	672	739	470	463	672	739
HANATOUR HONGKONG CO., LTD	중국	여행서비스	100.00	57	106	154	170	57	106	154	170
HANATOUR TAIWAN SERVICE INC.	대만	여행서비스	100.00	48	28	44	48	48	28	44	48
(유)유아이관광버스	일본	여객운송	100.00	488	(591)	(59)	(47)	488	(591)	(59)	(47)
HANATOUR INTERNATIONAL JAPAN	일본	여행서비스	100.00		(765)	170	340	10	(765)	170	340
HANATOUR USA INC.	미국	여행서비스	100.00	461	41	62	74	461	41	62	74
HANATOUR PTY. LTD.	호주	여행서비스	100.00	(43)	(95)	(38)	(30)	(43)	(95)	(38)	(30)
합계				3,778	2,457	5,196	7,568	3,043	1,864	4,456	6,754

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 하나유학은 2012년에는 연결 자회사에 포함되지 않음. 하나유학을 뺀 연결 자회사는 26개.

2) 모두투어: 2012년 연결 순이익은 별도 대비 5.3% 증가

모두투어 목표주가 29,000원

모두투어의 목표주가 29,000원은 연결 12개월 Forward EPS 1,735원에 Target PER17배를 적용한 수준이다. 2012년 연결 자회사들의 영업이익은 24억원 수준으로 전망한다. 자회사 4개를 연결한 2012년 연결 순이익은 별도 대비 5.3% 증가한다.

모두투어인터내셔널은 핵심 자회사

모두투어는 2012년에 연결 대상인 자회사가 4개 있다. 하나투어와는 다르게 모두투어는 해외에 자회사를 두지 않고 위탁 계약을 맺은 회사들에게 고객을 보내주고 있다. 모두투어인터내셔널과 모두관광개발 덕분에 향후 실적은 개선될 전망이다.

모두투어인터내셔널은 모두투어에서 인바운드 담당 회사이다. 9월에 호텔 오픈과 함께 2012년에는 주목할 자회사이다. 현재는 모두투어인터내셔널이 국내의 중국인 인바운드 회사 중에서는 시장점유율이 1등이다. 2012년 연결 순이익은 7억원, 2013년 연결 순이익은 10억원으로 예상된다. 모두투어는 67.5%의 지분을 가지고 있고, 호텔신라가 19%의 지분을 소유하고 있다.

모두투어 연결 실적 vs. 별도 실적				
(십억원)	2010	2011	2012F	2013F
(연결 자회사 실적)				
매출액	4.8	3.9	6.6	9.2
영업이익	0.6	0.7	2.4	3.7
세전이익	0.5	0.8	2.7	4.0
순이익	0.2	0.3	0.9	1.5
(K-IFRS 별도 실적)				
매출액	117.1	121.0	137.3	167.5
영업이익	17.5	16.0	21.1	26.2
세전이익	19.6	18.3	23.7	29.5
순이익	14.9	13.3	17.9	22.2
(K-IFRS 연결 실적)				
매출액	121.9	125.0	144.0	176.6
영업이익	18.1	16.7	23.5	29.9
세전이익	20.1	19.1	26.4	33.5
순이익	15.1	13.6	18.8	23.7
별도 대비 연결 순이익 증가 (%)	1.5	2.2	5.3	6.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

모두투어 4개 자회사들의 연결 순이익 추정											
(백만원) 회사명	소재지	영업활동	지분율 (%)	순이익				연결 순이익			
				2010	2011	2012F	2013F	2010	2011	2012F	2013F
모두투어인터내셔널	한국	여행서비스	67.50	722	739	1,035	1,480	487	499	698	999
모두투어H&D	한국	여행서비스	80.00	(411)	(249)	(199)	(100)	(329)	(199)	(159)	(80)
크루즈인터내셔널	한국	여행서비스	59.20	21	11	17	25	13	7	10	15
모두관광개발(제주호텔)	한국	호텔서비스	100.00			400	520			400	520
합계				332	501	1,252	1,925	171	306	949	1,454

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 모두관광개발은 2012년 인수한 제주도 로베로호텔을 운영하는 자회사임.

여행업 Global Peers

Ticker		039130 KS	080160 KS	PCLN US	EXPE US	CTRP US	600138 CH	Long US
회사명		하나투어	모두투어	Priceline	Expedia	Ctrip	China CYTS	eLong
시가총액 (십억원)		576.7	268.4	34,084.1	7,888.4	2,624.7	1,289.5	581.7
Sales	2011	226.0	121.0	4,825.2	3,820.9	615.7	1,419.1	100.5
(십억원)	2012F	265.0	142.0	5,860.4	4,450.5	739.8	1,713.3	128.3
	2013F	310.4	171.7	6,878.7	4,925.6	871.0	1,985.0	163.5
OP	2011	21.2	14.9	1,549.8	554.4	187.6	119.6	8.5
(십억원)	2012F	35.5	22.4	2,068.7	619.9	146.5	138.2	(1.2)
	2013F	44.7	30.1	2,525.1	714.4	171.6	157.1	10.9
OP margin	2011	9.4	12.3	32.1	14.5	30.5	8.4	8.4
(%)	2012F	13.4	15.8	35.3	13.9	19.8	8.1	(0.9)
	2013F	14.4	17.5	36.7	14.5	19.7	7.9	6.7
NP	2011	19.5	13.3	1,170.3	523.2	189.5	45.8	6.7
(십억원)	2012F	29.2	18.5	1,775.6	474.4	179.9	61.4	15.8
	2013F	36.5	24.4	2,147.2	550.0	214.0	70.4	23.3
NP margin	2011	8.6	11.0	24.3	13.7	30.8	3.2	6.7
(%)	2012F	11.0	13.1	30.3	10.7	24.3	3.6	12.3
	2013F	11.8	14.2	31.2	11.2	24.6	3.5	14.3
EPS Growth	2011	(18.4)	(13.3)	85.2	11.8	1.8	0.3	51.6
(%YoY)	2012F	41.7	49.9	45.2	(11.8)	(9.6)	30.9	68.1
	2013F	25.7	30.5	19.9	18.7	19.6	13.0	45.5
P/E	2011	19.1	14.6	22.9	11.9	20.9	23.5	75.1
(x)	2012F	19.6	13.1	20.1	17.1	15.3	21.6	45.3
	2013F	15.6	10.0	16.7	14.4	12.8	19.1	31.2
P/B	2011	3.3	2.7	9.0	1.8	3.0	2.5	1.6
(x)	2012F	4.5	2.9	8.1	3.8	2.1	2.0	N/A
	2013F	3.7	2.4	5.8	3.4	1.8	1.8	N/A
EV/EBITDA	2011	11.2	9.3	14.7	5.4	14.2	9.4	19.7
(x)	2012F	12.3	9.9	14.5	7.8	10.2	9.9	N/A
	2013F	10.0	7.5	12.0	6.9	8.5	8.7	N/A
ROE	2011	17.6	19.4	48.2	19.4	16.7	11.0	2.5
(%)	2012F	23.6	23.1	44.4	19.1	11.4	12.5	N/A
	2013F	25.5	25.8	38.0	21.9	11.4	13.0	N/A

자료: Bloomberg Consensus

2. 호텔업 진출을 통한 Inbound 사업 활성화

1) Inbound 사업 현황

모두투어인터내셔널, 하나투어 ITC를 통해서 Inbound 사업 진행

모두투어는 자회사 모두투어인터내셔널을 통해서 외국인 관광객의 한국 관광을 도와주는 Inbound 사업을 영위하고 있다. 2010년 기준으로 111,205명의 인원을 한국으로 데려왔다. 중국인 Inbound를 담당하는 회사 중에서 시장점유율 1위 회사이다. 2011년 순이익은 7.5억원 수준이었다. 2012년에는 순이익이 10억원, 2013년에는 15억원은 나올 전망이다.

하나투어는 자회사 하나투어 ITC를 통해서 외국인 Inbound 사업을 하고 있다. 2011년 순이익은 6.3억원 수준이었다. 2012년에는 순이익이 7.6억원, 2013년 25억원은 가능할 전망이다.

두 회사는 2012년 현재 연결 실적으로 계산되고는 있지만, 실적 개선에 크게 기여하지는 못하고 있다. 호텔사업을 통해 확보된 호텔에 Inbound 손님을 많이 데려오고, 그 사람들이 옵션 상품(면세점 쇼핑, 카지노 게임 등)을 많이 소비한다면 향후 실적은 크게 개선될 것이다.

2010년 여행사별 외국인 유치 실적		
순위	이름	인원수 (명)
1	HIS Korea	251,489
2	한진관광	210,861
3	전국관광	125,976
4	체스투어즈	122,919
5	코네스트코리아	116,668
6	모두투어인터내셔널	111,205
7	세한여행사	104,216
8	동보여행사	97,883
9	세방여행	92,304
10	롯데관광	87,177
11	세일관광	84,832
12	하나투어 ITC	83,275
13	세계투어	81,810
14	아주인센티브	80,632
15	KTB투어	79,372
16	롯데JTB	75,345
17	한나라관광	73,103

자료: 한국일반여행업협회

2) 하나투어 호텔(하나씨티호텔-센터마크호텔)

하나투어 호텔: 260객실, 11월 오픈 예정

하나투어는 신영자산개발과 공동으로 각각 50억원씩 투자해서 260객실의 호텔을 11월에 오픈할 예정이다. 신영자산개발이 건물을 소유하고, 하나투어가 임차를 한 후에 리모델링을 하는 방식이다. 2013년 6월에는 충무로에 2번째 호텔을 오픈할 계획을 가지고 있다. 국내에 1,000 객실(호텔 4개)을 확보할 예정이어서 하나투어 ITC의 실적 개선이 기대된다. 게다가, 3~5년 후에는 중국인이 많이 가는 해외 주요 도시의 호텔 확보를 통해 추가적인 수입도 얻을 전망이다.

3) 모두투어 호텔(아벤트리 종로관광호텔)

모두투어 호텔: 160객실, 9월 오픈 예정

모두투어는 자기관리부동산투자회사(호텔리츠)의 지분 약 20%를 30억원에 인수했다. ‘아벤트리’라는 이름의 호텔리츠가 건물을 임대하고, 9월까지 160객실의 호텔로 리모델링을 하는 방식이다. 리츠의 자본금 약 150억원, 그리고 일부분의 차입을 통해서 호텔의 리모델링을 진행하고 있다. 향후 모두투어는 1~2개 정도의 호텔을 호텔리츠의 형식으로 투자할 계획이다.

하니투어와 모두투어의 신규 호텔 위치 (서울시)

모두투어의 160객실 호텔 (천마 빌딩)

하니투어의 260객실 호텔 (옛날 맥도날드 본사 빌딩)

하니투어 본사 건물



자료: 네이버지도, 신한금융투자

**외국인은 매년 증가하고 있음.
외국인의 약 70%가 서울에서 숙박
추정**

**2012년 서울의 호텔 객실은 하루
평균 15,733개씩 부족할 전망**

4) 서울에 호텔이 부족하다

서울지역의 호텔이 부족하다는 사실은 이미 많이 알려져있다. 이미 특1급 호텔을 운영하고 있는 호텔신라는 2013년에 3개의 비즈니스 호텔을 오픈하기로 했다. 그 외에 수많은 호텔 오픈 계획이 있다. 당분간은 공급과잉에 대한 우려는 없다. 입국자가 빠르게 증가하고 있기 때문이다.

외국인 관광객은 2012년에 1,100만명을 넘어서고, 그 이후에도 지속적으로 증가할 것이다. 보수적으로 서울에서 숙박을 하는 외국인이 방문객의 70%정도로 가정하고 투숙일수 5일, 호텔이 용비용 75%, 객실이용률 90%로 가정해서 계산해보았다. 2012년에 신규 오픈해서 공급되는 호텔이 있어도 일평균 15,733실이 부족할 전망이다.

객실이용률이 90%로 높기 때문에 여기서 더 오르는 힘들다. 2014년에는 서울지역에 50~70개의 호텔이 신규로 더 오픈될 예정이다. 그렇더라도, 2014년에 일평균 16,035개의 객실이 여전히 부족할 전망이다. 외국인 입국자가 꾸준히 증가하기 때문이다.

이러한 상황에서 모두투어와 하나투어의 호텔 확보는 전략적으로 중요한 결정이고, 좋은 선택이었다. 특히, 직접 건물을 매입하는 방법이 아니라 임대계약을 맺은 후 리모델링을 통한 호텔운영은 투자비용 절감 및 호텔 오픈시기를 앞당길 수 있다는 점에서 긍정적으로 평가할 수 있다.

서울지역 호텔의 객실수 부족분 추정

(명)	10	11	12F	13F	14F
(외국인)					
전체입국자수	8,797,658	9,794,796	10,397,424	10,929,243	11,540,274
서울지역방문자 (70%)	6,158,361	6,764,415	7,210,647	7,540,570	7,947,642
호텔이용비용	75%	75%	75%	75%	75%
호텔이용자	4,618,770	5,073,311	5,407,985	5,655,428	5,960,731
투숙인원	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
필요객실수 (5박기준)	11,546,926	12,683,278	13,519,963	14,138,569	14,901,828
(내국인)					
호텔이용자	1,514,166	1,529,308	1,544,601	1,560,047	1,575,647
투숙인원	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
필요객실수 (1박기준)	757,083	764,654	772,300	780,023	787,824
(객실수)					
현재 공급가능 (일평균)	23,644	23,644	23,644	23,644	23,644
객실이용률	85%	85%	85%	85%	85%
이용가능객실 (연간)	7,335,551	7,335,551	7,335,551	7,335,551	7,335,551
부족한 객실수 (연간)	4,968,458	6,112,381	6,956,712	7,583,041	8,354,101
부족한 객실수 (일평균)	13,612	16,746	19,059	20,775	22,888
(40개 호텔 공급 확대 계획, 개)					
공급가능 객실수 (일평균)	23,644	26,117	29,443	33,843	39,926
증가된 객실수 (일평균)	0	2,473	3,326	4,400	6,083
부족한 객실수 (일평균)	13,612	14,273	15,733	16,375	16,805
(70개 호텔 공급 확대 계획, 개)					
공급가능 객실수 (일평균)	23,644	26,117	30,544	36,842	43,695
증가된 객실수 (일평균)	0	2,473	4,427	6,298	6,853
부족한 객실수 (일평균)	13,612	14,273	14,632	14,477	16,035

자료: 한국관광공사, 문화체육관광부, 서울특별시, 신한금융투자 추정

3. 출국자 증가와 M/S 상승에 따라 실적 개선 지속

1) 출국자 전망: 2012년은 1,357만명(+7.0% YoY), 2013년은 1,430만명(+5.3% YoY)

출국자 전망

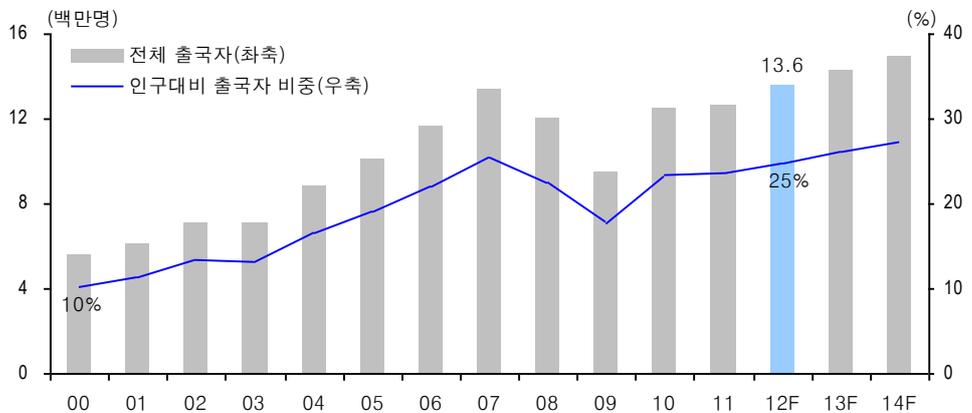
2012년: 1,357만명(+7.0% YoY)

2013년: 1,430만명(+5.3% YoY)

2012년 출국자는 사상 최대인 1,357만명(+7.0% YoY)이 될 전망이다. 2007년의 1,330만명 수준을 넘어서는 것이다. 복수로 집계되는 승무원을 제외할 경우 1,243만명이고, 인구대비 약 25% 수준이 출국한다. 1번 이상 출국하는 순출국자는 약 880만명 정도로 추정된다.

2013년 출국자는 1,430만명(+5.3% YoY) 수준을 예상한다. 출국자는 지속적으로 증가할 것이다. 지리적인 위치 및 GDP 수준이 비슷한 대만은 40%(중국행 제외시 33%)의 인구대비 출국자 비중을 보인다. 우리나라도 최소 30%(승무원 포함 1,650만명) 수준까지는 올라갈 수 있다는 추정이 가능하다.

전체 출국자수(승무원 포함) 및 인구대비 출국자 비중



자료: 통계청, 한국관광공사, 신한금융투자 추정

2012년 출국자 증가는 여행 경기 회복 + 징검다리 연휴 + 빨간날 + 주 5일 수업제 덕분

2011년과 2012년의 ‘빨간날(주말+공휴일)’은 동일하다. 하지만, 2012년에는 주 5일 수업제가 처음으로 시행되고, 총선과 대선이 있다. 5월, 9월, 10월, 12월에는 징검다리 휴일도 가능하다. 예상보다 출국자가 증가할 수 있는 여건은 이미 마련되었다. 경제사정이 악화되지만 않고, 자연 재해만 없다면 출국자는 기존의 예상치보다 증가할 가능성이 높다.

2012년 공휴일 및 연휴 정리

월	공휴일 및 연휴
1월	구정연휴: 23일 월요일 ~24일 화요일
2월	없음
3월	주 5일 수업제 시작 (앞으로 계속됨)
4월	총선: 11일 수요일
5월	노동절: 1일 화요일 (징검다리: 4.28 토~5.1 월), 어린이날: 5일 토요일, 석가탄신일: 28일 월요일 (징검다리: 5.26 토~5.28 월)
6월	현충일: 6일 수요일
7월	성수기 휴가 시즌
8월	성수기 휴가 시즌, 광복절: 15일 수요일
9월	추석: 30일 일요일 (추석연휴 가능일: 9.29 토~10.1 월 국군의날~10.3 수 개천절까지)
10월	국군의날: 1일 월요일, 개천절: 3일 수요일 (징검다리: 10.1 월~10.3 수, 추석연휴 가능일: 9.29 토~10.3 수)
11월	없음
12월	대선: 19일 수요일, 성탄절: 25일 화요일 (징검다리: 12.22 토~12.25 화, 징검다리: 29 토~2013년 1월 1일 화)

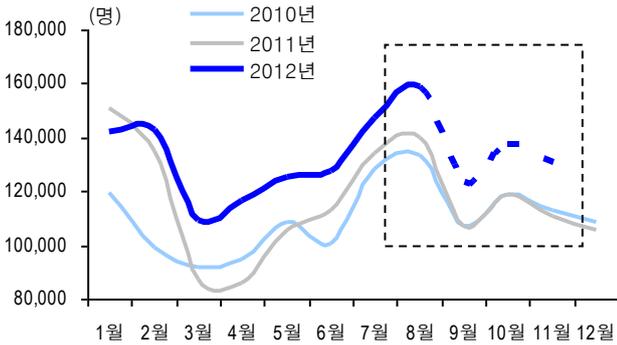
자료: 신한금융투자

2) 예약률과 시장점유율(M/S)는 우상향 지속

하나투어와 모두투어의 예약률은 지속적으로 올라가고 있음

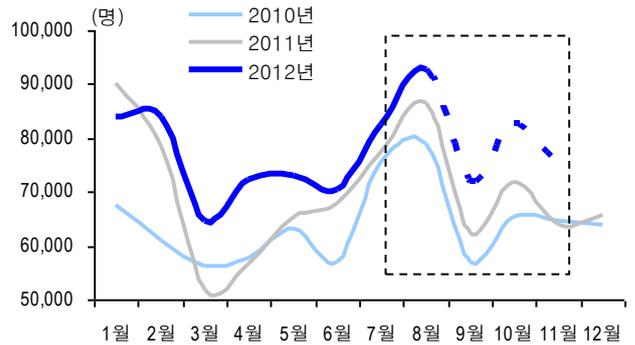
선행지수인 예약률은 2012년 내내 증가세를 유지하고 있다. 덕분에 실제 출국자도 계속 증가해 오고 있다. 하나투어의 9월, 10월, 11월 예약률은 전년 동기 대비 각각 +4%, +31%, +18%를 기록중이다. 모두투어도 마찬가지로 9월, 10월, 11월 예약률이 전년 동기 대비 각각 -1%, +24%, +18% 수준이다. 9월과 10월의 예약률은 평균으로 보는 편이 적절하다. 9월과 10월에 추석 연휴 및 개천절 연휴가 겹쳐 있어서 9월 예약률은 낮은 것 처럼 보이고, 10월 예약률은 높아 보이기 때문이다.

하나투어 패키지 송출객 추이 (점선 부분은 예약률)



자료: 회사 자료, 신한금융투자
주: 추석 연휴 때문에 9월과 10월의 예약률을 평균해서 9월에 50%, 10월에 50% 배분

모두투어 패키지 송출객 추이 (점선 부분은 예약률)



자료: 회사 자료, 신한금융투자
주: 추석 연휴 때문에 9월과 10월의 예약률을 평균해서 9월에 50%, 10월에 50% 배분

7월 시장점유율

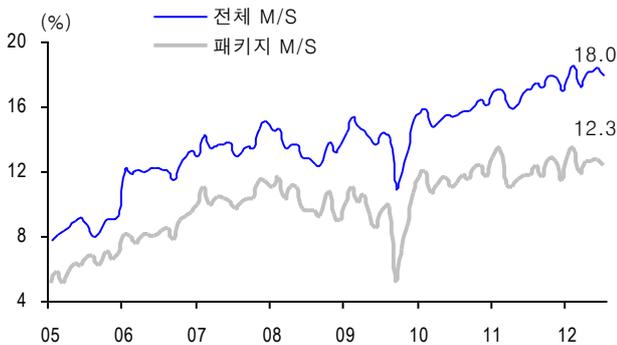
하나투어 M/S: 18.0% 모두투어 M/S: 10.4%

2012년 들어서 하나투어와 모두투어의 시장점유율은 더욱 빠르게 올라가고 있다. 7월 기준으로 양사는 높은 수준의 시장점유율을 기록하고 있다. 월별 전체 출국자 중에서 하나투어의 전체 시장점유율(하나투어의 패키지 및 항공권을 이용해서 출국한 사람)은 18.0%로 최고치에 근접한 수준이었다. 모두투어의 전체 시장점유율 또한 10.4%로 높은 수준이었다. 시장점유율의 상승 추세는 향후 2~3년간 지속될 전망이다.

항공사 Zero-Commission은 대형 여행사의 시장점유율 상승을 가속화 시킴

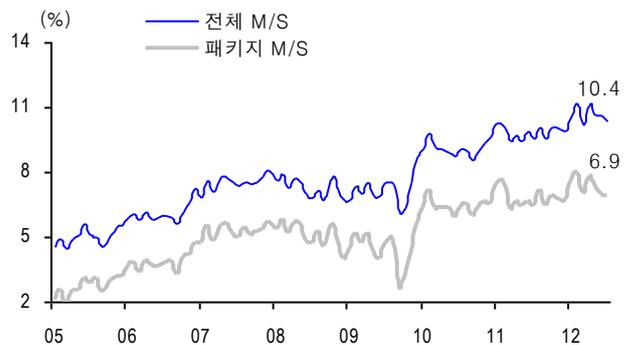
시장점유율이 올라가는 가장 큰 이유는 항공권의 확보 및 항공권 수수료 수입에서 찾을 수 있다. 2010년 대한항공, 그리고 2011년 아시아나항공이 항공권에 대한 수수료 지급을 중단했다. Zero-Commission(항공권 판매 수수료 지급 중지)이 시작되면서 항공권 수수료를 주된 수입 원으로 삼고 있던 중소규모의 여행사들은 경영환경이 어려워졌다. 항공권에 대한 Deposit(선수금)을 지불하기 힘들어진 중소 여행사들은 자금력이 있는 대형 여행사(하나투어, 모두투어, 호텔앤에어닷컴)로부터 항공권을 사와야 하는 수준까지 되었다. 덕분에 항공권에 대한 경쟁력을 가지고 있는 대형 여행사의 시장점유율은 지속적으로 올라가고 있다.

하나투어 전체(패키지+항공권) 및 패키지 시장점유율(월별)



자료: 한국관광공사, 회사 자료, 신한금융투자

모두투어 전체(패키지+항공권) 및 패키지 시장점유율(월별)



자료: 한국관광공사, 회사 자료, 신한금융투자

월별 출국자 추이 vs. 하나투어/모두투어의 승객수 및 시장점유율 추이

(명)	출국자				하나투어				모두투어				하나투어 M/S (%)		모두투어 M/S (%)	
	전체 (% YoY)	승무원제외 (% YoY)	전체 (% YoY)	패키지 (% YoY)	전체 (% YoY)	패키지 (% YoY)	전체 (% YoY)	패키지 (% YoY)	전체	패키지	전체	패키지	전체	패키지		
Jan.10	1,118,261	37.6	1,030,400	41.6	161,177	53.5	119,282	63.7	93,745	91.7	65,771	103.6	15.6	11.6	9.1	6.4
Feb.10	908,103	20.5	828,037	22.2	131,863	26.3	99,077	31.8	81,128	62.7	59,227	69.1	15.9	12.0	9.8	7.2
Mar.10	950,185	35.3	863,958	39.6	127,771	40.1	91,808	46.7	79,352	83.2	54,843	88.5	14.8	10.6	9.2	6.3
Apr.10	935,904	27.4	850,874	30.2	127,951	34.7	94,784	37.0	77,160	55.8	54,163	59.9	15.0	11.1	9.1	6.4
May.10	1,023,815	38.8	932,517	42.7	145,057	58.0	108,413	78.1	83,141	85.1	59,188	107.0	15.6	11.6	8.9	6.3
Jun.10	997,597	36.4	910,832	39.6	140,429	57.0	100,109	81.6	79,473	75.5	54,231	106.4	15.4	11.0	8.7	6.0
Jul.10	1,223,723	22.8	1,132,334	24.3	175,890	34.1	128,141	46.8	102,719	50.1	72,381	67.6	15.5	11.3	9.1	6.4
Aug.10	1,235,742	18.6	1,140,239	19.9	179,279	34.4	133,639	43.7	102,416	44.0	74,613	59.5	15.7	11.7	9.0	6.5
Sep.10	1,013,123	53.9	923,116	60.1	144,964	128.8	106,669	244.3	79,207	124.6	55,014	250.2	15.7	11.6	8.6	6.0
Oct.10	1,055,581	47.7	963,341	52.6	155,420	104.3	118,367	161.5	86,284	115.9	60,878	206.6	16.1	12.3	9.0	6.3
Nov.10	1,004,902	39.2	914,754	42.9	150,360	76.6	112,792	105.4	85,541	77.9	60,577	123.0	16.4	12.3	9.4	6.6
Dec.10	1,021,428	14.9	928,829	15.8	149,584	22.5	108,340	27.2	89,135	27.3	61,164	34.9	16.1	11.7	9.6	6.6
Jan.11	1,268,007	13.4	1,172,536	13.8	198,742	23.3	150,470	26.1	120,389	28.4	87,479	33.0	16.9	12.8	10.3	7.5
Feb.11	1,091,628	20.2	1,005,722	21.5	172,382	30.7	134,601	35.9	101,242	24.8	75,982	28.3	17.1	13.4	10.1	7.6
Mar.11	868,694	(8.6)	777,259	(10.0)	125,934	(1.4)	87,133	(5.1)	73,308	(7.6)	48,742	(11.1)	16.2	11.2	9.4	6.3
Apr.11	867,487	(7.3)	780,352	(8.3)	124,081	(3.0)	86,155	(9.1)	75,635	(2.0)	51,547	(4.8)	15.9	11.0	9.7	6.6
May.11	1,014,409	(0.9)	921,976	(1.1)	150,010	3.4	105,908	(2.3)	86,940	4.6	59,159	(0.0)	16.3	11.5	9.4	6.4
Jun.11	1,053,658	5.6	962,049	5.6	163,041	16.1	112,755	12.6	95,009	19.5	63,475	17.0	16.9	11.7	9.9	6.6
Jul.11	1,241,629	1.5	1,142,357	0.9	194,678	10.7	134,426	4.9	109,385	6.5	73,828	2.0	17.0	11.8	9.6	6.5
Aug.11	1,247,222	0.9	1,132,991	(0.6)	198,158	10.5	139,836	4.6	114,670	12.0	81,595	9.4	17.5	12.3	10.1	7.2
Sep.11	1,013,507	0.0	918,341	(0.5)	157,549	8.7	106,755	0.1	87,296	10.2	59,440	8.0	17.2	11.6	9.5	6.5
Oct.11	1,032,589	(2.2)	932,759	(3.2)	167,868	8.0	118,817	0.4	94,305	9.3	64,336	5.7	18.0	12.7	10.1	6.9
Nov.11	974,255	(3.0)	879,791	(3.8)	156,502	4.1	110,472	(2.1)	88,246	3.2	59,207	(2.3)	17.8	12.6	10.0	6.7
Dec.11	1,020,648	(0.1)	921,723	(0.8)	156,664	4.7	105,235	(2.9)	91,398	2.5	61,878	1.2	17.0	11.4	9.9	6.7
Jan.12	1,200,782	(5.3)	1,099,531	(6.2)	196,850	(1.0)	141,947	(5.7)	117,268	(2.6)	83,852	(4.1)	17.9	12.9	10.7	7.6
Feb.12	1,150,334	5.4	1,054,817	4.9	196,215	13.8	142,515	5.9	117,677	16.2	84,123	10.7	18.6	13.5	11.2	8.0
Mar.12	1,018,952	17.3	919,070	18.2	158,640	26.0	109,038	25.1	93,924	28.1	64,468	32.3	17.3	11.9	10.2	7.0
Apr.12	1,018,645	17.4	919,446	17.8	166,166	33.9	116,417	35.1	102,944	36.1	72,122	39.9	18.1	12.7	11.2	7.8
May.12	1,096,950	8.1	990,943	7.5	179,682	19.8	125,269	18.3	105,732	21.6	72,817	23.1	18.1	12.6	10.7	7.3
Jun.12	1,109,273	5.3	1,006,344	4.6	185,619	13.8	127,783	13.3	106,596	12.2	70,256	10.7	18.4	8.8	10.6	7.3
Jul.12	1,305,418	5.1	1,193,939	4.5	214,580	10.2	146,923	9.3	123,901	13.3	82,600	11.9	18.0	5.5	10.4	8.4
Aug.12					226,117	14.1	158,843	13.6	125,671	9.6	92,563	13.4				

자료: 한국관광공사, 신한금융투자

주: 1) 하나투어와 모두투어 시장점유율 계산시 승무원이 제외된 출국자를 기준으로 함

2) Aug.12 자료는 하나투어와 모두투어의 데이터만 발표된 상태, 국내 패키지 여행자수 포함

항공권 공급량 증가는 대형 여행사의 패키지 가격을 낮춰줘서 긍정적

3) 항공권 공급량 증가는 무조건 긍정적

항공권 공급량 증가는 여행사들에게 긍정적이다. 항공권 공급이 늘어나게 되면 항공사들 간에 경쟁이 치열해지게 되고, 좌석이 팔리지 않을 위험도 증가하게 된다. 항공사들은 대형 여행사에게 좌석의 상당부분을 미리 팔게 된다. 하나투어와 모두투어는 싼 가격에 항공권을 대량으로 확보한 후 적절한 패키지 상품을 만들어서 팔기가 용이해지게 된다.

대한항공과 아시아나항공의 경우는 한국인들이 선호하기 때문에 좌석의 판매가 상대적으로 쉬운 편이다. 하지만, LCC(Low Cost Carrier, 저비용항공사)나 신규로 취항하는 외국 국적 항공사들의 경우는 항공권 판매가 쉽지 않은 경우가 많다. 특히, 2012년에는 2011년 대비 LCC의 운항횟수가 대폭 증가한다. 전년 하계에는 주 80회 였는데, 금년에는 주 217회로 171.3% YoY 증가한 수준이다.

2012년에 4개의 일본계 LCC가 신규취항하고, 5개의 국내 LCC가 일본 노선을 증편함

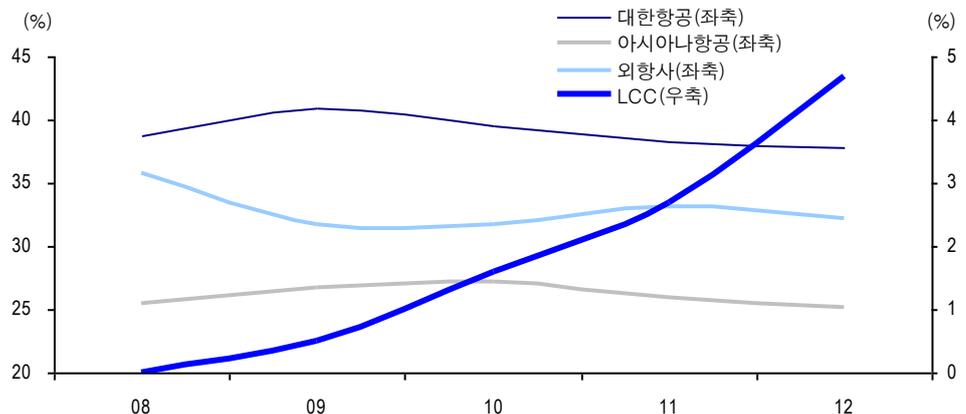
4개의 일본계 LCC(저비용항공사)가 2012년에 한국에 신규로 취항한다는 점은 상당히 긍정적이다. 일본은 항공권 가격이 상대적으로 높은 수준으로 평가되는 지역이다. 하지만, 일본계 LCC(피치항공, 스타플라이어, 에어아시아재팬, 제트스타재팬)가 신규 취항 및 증편을(최소 주 7회~14회)하고, 국내 LCC(이스타항공, 제주항공, 진에어, 티웨이항공, 부산항공)가 운항횟수를 증편(최소 주 130회)하면서 항공권 가격이 낮아질 가능성이 높아졌다.

2012년 하계기간(3월25일~10월27일)중 국제선 항공 노선 증편

국가	11년 하계	12년 하계	증감편수	(% YoY)
싱가폴	42	81	39	92.9
베트남	73	96	23	31.5
홍콩	148	190	42	28.4
태국	131	163	32	24.4
필리핀	149	174	25	16.8
호주	23	26	3	13.0
타이완	77	85	8	10.4
중국	807	860	53	6.6
일본	546	581	35	6.4
유럽	213	212	(1)	(0.5)
미국	383	379	(4)	(1.0)
인도네시아	37	26	(11)	(29.7)
마카오	14	9	(5)	(35.7)
나머지 국가들의 합	164	136	(28)	(17.1)
총계	2,550	2,838	288	11.3

자료: 국토해양부, 신한금융투자

항공사별 출국자 운송 비중 추이



자료: 한국공항공사, 인천국제공항, 신한금융투자

**호텔앤에어닷컴 덕분에 항공권의
원활한 확보 가능 및 이익률 개선**

4) 호텔앤에어닷컴은 새로운 무기

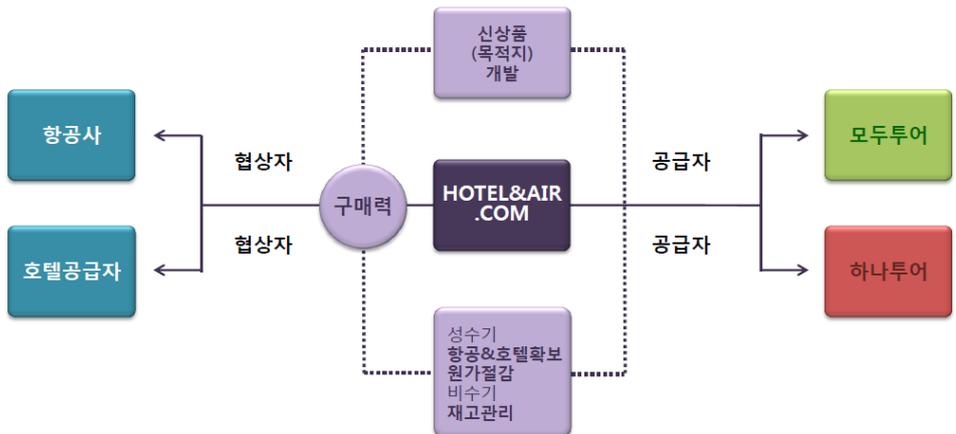
양사가 공동출자를 통해서 설립한 ‘호텔앤에어닷컴’이라는 회사는 2011년 12월부터 영업을 시작했다. 자본금은 300억원이고 하나투어가 180억원(60%), 모두투어가 120억원(40%)를 출자했다. 하나투어의 연결실적에 반영되고, 모두투어의 지분법이익으로 잡힌다.

호텔앤에어닷컴의 설립 목적은 크게 보면 5가지가 있다. 1) 하나투어와 모두투어가 필요로 하는 항공권을 제때에 원활히 공급하기 위함, 2) 하나투어와 모두투어가 성수기에 과도한 항공권 Hard Block(항공좌석의 대량 확보, 100~200석 규모) 경쟁을 하지 못하게 하기 위함, 3) 하나투어와 모두투어가 항공권을 낮은 가격에 확보할 수 있도록 Bargaining Power를 키워주기 위함, 4) 하나투어와 모두투어의 팔리지 않은 항공권을 ‘뺑처리’ 해주는 역할을 하기 위함, 5) 해외 호텔 방을 대량으로 싸게 확보하기 위함.

성수기에는 한정된 항공권을 호텔앤에어닷컴이 선점하면서 중소형 여행사들에 비해서 더욱 풍부한 항공권 조달 능력을 가지게 되었다. 비수기에는 대형 항공사에게서 강제로 할당 받은 항공권 때문에 재고 손실 부담이 있었는데, 호텔앤에어닷컴이 중간에서 손실을 줄여주거나 없애주는 역할을 한다. 덕분에 하나투어와 모두투어의 실적 개선에 도움이 되고 있다.

특히, 항공권 사용량이 많았던 하나투어는 비수기때 항공권 재고 손실이 줄어들면서 이익률이 개선되고 있다. 수탁금에서 매출로 인식되지 못하고 손실로 처리되던 부분이 사라지면서 매출인식비율이 올라가고 있기 때문이다.

호텔앤에어닷컴 사업 개념도



자료: 모두투어 IR자료

5) 하나투어 별도 실적 전망: 2012년 영업이익 357억원(+61.6% YoY) 예상

3Q12 영업이익 135억원(+48.2% YoY) 전망

3Q12 영업이익은 135억원(+48.2% YoY)으로 사상 최대 분기 실적이었던 2007년 3분기의 136억원에 근접할 전망이다. 여름 성수기에 사상 최대의 출국자를 기록한 덕분이다. 원래는 155억원을 넘는 영업이익이 예상되었으나, 매출을 출발하는 시점이 아닌 여행객이 돌아오는 시점에 인식하는 Cut-off 방식 때문에 3분기 이익을 4분기로 넘기게 되면서 135억원으로 바뀌었다. 연간 이익은 거의 동일하다. 9월 말~10월 초까지 걸쳐있는 추석연휴 때문에 9월 말에 출발해서 10월 초에 돌아오는 여행객이 많기 때문이다.

2012년 영업이익 357억원(+61.6% YoY) 전망

4Q12 영업이익은 65억원(+306.9% YoY)으로 작년에 비해서 큰 폭의 성장이 기대된다. 작년 10월 말부터 시작된 태국 대홍수의 기저효과 때문이다. 2012년에는 사상 최대의 출국자가 예상된다. 호텔앤에어닷컴 덕분에 이익률이 개선되는 모습을 보이고 있어서 긍정적이다.

2012년 K-IFRS 별도 매출액은 2,638억원(+16.7% YoY), 영업이익은 357억원(+61.6% YoY)을 기록할 전망이다. 2013년에도 출국자의 증가가 예상된다. 덕분에 영업이익은 450억원(+26.1% YoY) 수준은 충분히 달성 가능해 보인다.

하나투어 분기 및 연간 실적 추이															
(십억원, 천명)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012F	2013F
<주요 가정>															
출국자수 (승무원제외)	2,956	2,664	3,194	2,734	3,073	2,917	3,415	3,024	3,258	3,063	3,610	3,169	11,548	12,430	13,100
하나투어 송출객수(PKG+AIR)	494	425	550	473	547	531	652	575	626	593	720	636	1,942	2,305	2,574
하나투어 송출객수(PKG)	372	305	381	334	393	369	441	393	427	404	491	434	1,392	1,597	1,756
M/S (PKG+AIR, %)	16.7	16.0	17.2	17.3	17.8	18.2	19.1	19.0	19.2	19.3	19.9	20.1	17.3	19.0	20.1
M/S (PKG, %)	12.6	11.4	11.9	12.2	12.8	12.7	12.9	13.0	13.1	13.2	13.6	13.7	12.2	13.0	13.7
여행알선 PKG 수탁금	364.3	325.8	423.7	339.1	398.3	379.3	499.9	402.6	447.2	436.9	573.8	454.3	1,453.0	1,680.2	1,912.2
항공권 AIR 수탁금	100.3	104.4	144.1	113.9	123.4	129.2	187.2	147.3	165.3	158.3	209.2	166.2	462.7	587.2	699.0
<실적 추정>															
영업수익(매출액)	63.5	47.6	66.2	48.8	63.0	57.4	71.4	72.0	75.0	67.4	96.1	69.2	226.0	263.8	307.8
해외여행알선매출	53.1	39.8	58.7	41.1	55.2	48.9	62.9	63.4	66.2	59.0	86.1	60.4	192.7	230.4	271.7
항공권매출	5.8	3.4	3.3	3.0	3.2	2.9	4.0	4.3	4.1	3.9	5.6	4.1	15.6	14.3	17.6
기타수입	4.6	4.3	4.2	4.7	4.7	5.7	4.5	4.3	4.8	4.6	4.5	4.6	17.8	19.2	18.4
영업비용(판관비)	52.8	47.2	56.7	48.1	53.5	52.9	58.4	65.7	63.6	60.0	78.6	62.3	204.8	230.4	264.4
급여	12.7	11.3	13.1	11.9	13.6	12.9	12.8	18.4	15.7	14.2	17.8	17.3	49.0	57.7	65.0
지급수수료	24.3	18.9	25.1	18.8	23.3	20.3	26.1	26.1	27.6	24.5	34.1	25.1	87.0	95.8	111.3
광고선전비	2.4	2.8	2.4	2.0	1.5	3.1	2.3	2.6	2.5	3.7	3.0	2.4	9.6	9.4	11.6
기타	13.3	14.2	16.2	15.5	15.1	16.6	17.3	18.6	17.8	17.5	23.7	17.5	59.2	67.5	76.5
영업이익	10.9	0.5	9.1	1.6	9.9	5.8	13.5	6.5	11.9	7.9	17.8	7.5	22.1	35.7	45.0
순이익	9.3	0.2	7.0	2.9	8.2	4.9	10.9	5.5	10.0	5.9	15.0	5.7	19.3	29.5	36.6
<% YoY>															
출국자수 (승무원제외)	8.6	(1.1)	(0.1)	(2.6)	4.0	9.5	6.9	10.6	6.0	5.0	5.7	4.8	1.1	7.6	5.4
하나투어 송출객수(PKG+AIR)	17.3	2.9	10.0	3.9	10.8	25.0	18.6	21.4	14.4	11.5	10.3	10.8	8.5	18.7	11.7
영업수익	31.2	(1.7)	0.1	(11.1)	(0.8)	20.8	7.8	47.7	19.1	17.4	34.7	(3.9)	3.8	16.7	16.6
영업이익	19.3	(86.3)	(29.7)	20.6	(8.7)	1,011.3	48.2	306.9	19.6	36.3	32.2	14.4	(18.7)	61.6	26.1
순이익	15.4	(92.9)	(29.2)	156.6	(11.7)	2,181.7	56.3	91.4	22.1	20.2	37.0	4.6	(12.4)	52.7	24.0
<이익률 %>															
영업이익률	17.1	1.1	13.7	3.3	15.7	10.1	18.9	9.1	15.8	11.7	18.5	10.8	9.8	13.5	14.6
순이익률	14.6	0.5	10.6	5.9	13.0	8.6	15.3	7.6	13.3	8.8	15.6	8.3	8.6	11.2	11.9

자료: 한국공항공사, 회사 자료, 신한금융투자 추정

6) 모두투어 별도 실적 전망: 2012년 영업이익 211억원(+31.5% YoY) 예상

3Q12 영업이익 92억원 (+46.7% YoY) 전망

3Q12 영업이익은 92억원(+46.7% YoY)으로 사상 최대 분기 실적을 기록할 전망이다. 여름 성수기에 사상 최대의 출국자를 기록한 덕분이다. 모두투어는 하나투어와는 다르게 매출을 출발하는 시점에 인식하는 Cut-off 방식을 사용한다. 9월 말~10월 초까지 걸쳐있는 추석연휴 때문에 9월 말에 출발하는 사람들의 이익은 3분기에 이익으로 계산되게 된다.

2012년 영업이익 211억원(+31.5% YoY) 전망

4Q12 영업이익은 31억원(흑자전환)으로 작년에 비해서 큰 폭의 성장이 기대된다. 작년 10월 말부터 시작된 태국 대홍수의 기저효과 때문이다. 2012년에는 사상 최대의 출국자가 예상된다. 하나투어 보다는 적지만 그래도 모두투어도 호텔앤에어닷컴 덕분에 이익률이 개선되는 모습을 보이고 있어서 긍정적이다.

2012년 K-IFRS 별도 매출액은 1,373억원(+13.4% YoY), 영업이익은 211억원(+31.5% YoY)을 기록할 전망이다. 2013년에도 출국자의 증가가 예상된다. 덕분에 영업이익은 262억원(+24.6% YoY) 수준은 충분히 달성 가능해 보인다.

모두투어 분기 및 연간 실적 추이															
(십억원, 전망)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012F	2013F
<주요 가정>															
출국자수 (승무원제외)	2,956	2,664	3,194	2,734	3,073	2,917	3,415	3,024	3,258	3,063	3,610	3,169	11,548	12,430	13,100
모두투어 송출객수(PKG+AIR)	295	258	311	274	329	315	360	332	372	354	439	390	1,138	1,337	1,556
모두투어 송출객수(PKG)	212	174	215	185	232	215	246	227	254	242	300	266	787	920	1,062
M/S (PKG+AIR, %)	10.0	9.7	9.7	10.0	10.7	10.8	10.5	11.0	11.4	11.6	12.2	12.3	39.4	43.0	47.5
M/S (PKG, %)	7.2	6.5	6.7	6.8	7.6	7.4	7.2	7.5	7.8	7.9	8.3	8.4	27.2	29.6	32.4
여행알선 PKG 수탁금	218.0	193.1	242.0	193.7	240.1	213.6	271.8	232.6	266.4	253.8	329.8	284.3	846.9	958.1	1,134.3
항공권 AIR 수탁금	60.1	62.3	77.3	66.9	68.9	65.4	89.8	72.4	87.3	81.0	104.0	88.2	266.6	296.5	360.6
<실적 추정>															
영업수익(매출액)	34.0	26.1	36.5	25.6	32.6	28.7	42.9	33.2	38.3	36.1	52.3	40.7	121.0	137.3	167.5
해외여행알선매출	26.5	21.5	31.5	20.0	27.5	23.9	35.9	27.8	32.0	30.2	44.9	34.4	99.5	115.1	141.6
항공권매출	5.5	2.7	3.1	2.9	3.1	2.9	4.2	3.3	4.1	3.8	4.9	4.3	14.2	13.6	17.1
기타수입	1.8	1.6	1.7	2.2	1.9	1.7	2.6	2.0	2.0	1.9	2.3	1.9	7.4	8.1	8.2
영업비용(판매비)	26.1	24.1	30.2	25.0	26.7	25.8	33.6	30.1	31.4	31.2	41.5	37.1	106.2	116.3	141.2
급여	8.2	8.2	9.8	9.1	8.6	8.8	10.1	10.4	10.0	11.1	11.9	12.7	35.3	37.9	45.6
지급수수료	13.4	10.9	15.4	11.0	13.7	12.0	17.7	14.0	16.1	15.1	21.9	17.1	50.8	57.4	70.2
광고선전비	1.1	1.3	1.0	0.8	1.1	1.0	1.1	1.1	1.3	1.2	1.9	1.3	4.2	4.4	5.7
기타	3.4	3.8	4.0	4.0	3.3	3.9	4.7	4.6	4.0	3.8	5.8	6.0	15.1	16.6	19.6
영업이익	8.0	2.0	6.3	(0.2)	5.9	2.8	9.2	3.1	6.8	4.8	10.9	3.7	16.0	21.1	26.2
순이익	6.2	1.9	5.3	0.6	5.1	2.3	8.0	2.5	5.9	3.5	9.7	3.2	13.3	17.9	22.2
<% YoY>															
출국자수 (승무원제외)	8.6	(1.1)	(0.1)	(2.6)	4.0	9.5	6.9	10.6	6.0	5.0	5.7	4.8	1.1	7.6	5.4
모두투어 송출객수(PKG+AIR)	16.0	7.4	9.5	5.0	11.5	22.4	15.7	21.2	13.2	12.4	21.8	17.4	9.5	17.5	16.4
영업수익	36.2	(0.9)	0.1	(12.6)	(4.3)	9.9	17.5	29.7	17.5	25.9	22.1	22.7	3.4	13.4	21.9
영업이익	71.0	(58.6)	(24.8)	적전	(25.8)	44.5	46.7	흑전	16.0	69.7	17.7	19.9	(8.4)	31.5	24.6
순이익	56.7	(46.9)	(17.8)	(70.1)	(18.7)	25.3	50.0	304.8	15.8	49.2	21.0	29.3	(11.0)	34.9	24.4
<이익률 %>															
영업이익률	23.4	7.6	17.3	(0.8)	18.1	9.9	21.6	9.2	17.9	13.4	20.8	9.0	13.2	15.3	15.7
순이익률	18.3	7.1	14.6	2.4	15.5	8.1	18.7	7.5	15.3	9.6	18.5	7.9	11.0	13.0	13.3

자료: 한국공항공사, 회사 자료, 신한금융투자 추정

고객지원센터 : 1588-0365

서울특별시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워



www.shinhaninvest.com



신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	남대문	02) 757-0707	마포	02) 718-0900	PB서초영업소	02) 3482-1221	영업부	02) 3772-1200
PB강남영업소	02) 3011-5500	태평로골드PB센터	02) 757-1192	명동	02) 752-6655	서교동	02) 335-6600	서여의도영업소	02) 784-0977-9
강남중앙	02) 6354-5300	노원역	02) 937-0707	명품PB센터강남	02) 559-3399	송파	02) 449-0808	PB여의도영업소	02) 6337-3300
PB스타타워영업소	02) 2112-4500	논현	02) 518-2222	목동	02) 2653-0844	신논현역	02) 875-1851	올림픽	02) 448-0707
관악	02) 887-0809	답십리	02) 2217-2114	목동중앙	02) 2649-0101	신당	02) 2254-4090	잠실롯데캐슬	02) 2143-0800
광고	02) 739-7155	성수동영업소	02) 466-4228	반포	02) 533-1851	압구정	02) 511-0005	잠실신천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	대치센트레빌	02) 554-2878	보라매	02) 820-2000	여의도	02) 3775-4270	중부	02) 2270-6500
종로영업소	02) 722-4388	도곡	02) 2057-0707	삼성역	02) 563-3770	동부이촌동영업소	02) 798-4805	창동	02) 995-0123
구로	02) 857-8600	양재동영업소	02) 3463-1842	삼풍	02) 3477-4567	연희동	02) 3142-6363	강북영업소	02) 906-0192
중앙유통단지영업소	02) 2101-3621	동대문	02) 2232-7100	남부터미널영업소	02) 522-7861	영등포	02) 2677-7711		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	부천상동영업소	032) 323-9380	수원	031) 246-0606	의정부	031) 848-9100	평택	031) 657-9010
구월동	032) 464-0707	분당	031) 712-0109	안산	031) 485-4481	일산	031) 907-3100	평촌	031) 381-8686
동두천	031) 862-1851	PB분당영업소	031) 783-4100	야탑역	031) 622-1400	정자동	031) 715-8600		
부천	032) 327-1012	산본	031) 392-1141	연수	032) 819-0110	죽전	031) 898-0011		
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	부산	051) 243-0707	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777
동래	051) 505-6400	말양	055) 355-7707	PB부산영업소	051) 608-9500	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500
대구·경북지역									
구미	054) 451-0707	대구동	053) 944-0707	시지	053) 793-8282	안동	054) 855-0606	포항	054) 252-0370
대구	053) 423-7700	대구서	053) 642-0606						
대전·충북지역									
대전둔산	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600	청주지웰시티	043) 232-1088		
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911	정읍	063) 531-0606	수완	062) 956-0707
군산	063) 442-9171	여수	061) 682-5262						
강원지역									
강릉	033) 642-1777			제주지역					
				서귀포	064) 732-3377	제주	064) 743-9011		
PWM센터									
반포	02) 3478-2400	압구정	02) 541-5566	Privilege서울	02) 6050-8100	해운대	051) 701-2200	압구정중앙	02) 547-0202
서울파이낸스	02) 778-9600	도곡	02) 554-8619						
PB센터									
강남	02) 3011-5500	여의도	02) 6337-3300	분당	031) 783-1400	스타타워	02) 2112-4500	서초	02) 3482-1221
부산	051) 608-9500								
해외현지법인									
뉴욕	(1-212) 397-4000	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356				

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용) : 매수 ; 15% 이상, Trading BUY ; 0~15%, 중립 ; -15~0%, 축소 ; -15% 이하

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성준원, 공영규). 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 대표 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료 제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.