

2013. 01. 17

Analyst

박소연 02) 3777-8051
sy.park@kbsec.co.kr

여행 (OVERWEIGHT)

Earnings Review

Recommendations

하나투어 (039130)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 70,000원 (유지)

모두투어 (080160)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 31,000원 (유지)

‘환경적 호재’와 ‘체질 개선’의 이중주

여행 업종의 4Q12 실적은 경기둔화에도 불구하고, 패키지 송객수의 견조한 성장세로 컨센서스에 부합했다. 2013년에도 출국자수가 7%의 안정적인 성장을 지속할 것으로 예상됨에 따라, 빠른 M/S 증가와 순수익률 개선이 기대되는 하나투어의 valuation premium이 확대될 전망이다.

▶ 여행 업종 4Q12 영업이익은 기저효과와 견조한 송객실적 증가에 힘입어 예상치에 부합

하나투어와 모두투어의 4Q12 합산 매출액과 영업이익 (K-IFRS 별도)은 전년동기대비 각각 31.2%, 1,504.3% 증가하며 시장 예상치에 부합했다. 호실적을 시현한 배경에는 4Q11 태국 홍수로 인한 기저효과도 있으나, 경기둔화에도 불구하고 양사 패키지 송객실적이 각각 41만 6천명 (+24.4% YoY), 21만 3천명 (+15.0% YoY)으로 견조한 성장을 지속한 것이 주요했다. 저비용 항공사 (LCC)들의 국제선 M/S가 8.3%로 증가하면서 여행사들의 상품가격은 전년동기 대비 3~4% 하락했으나, 항공권 공급이 여행수요를 견인하면서 상품마진은 오히려 개선됐다.

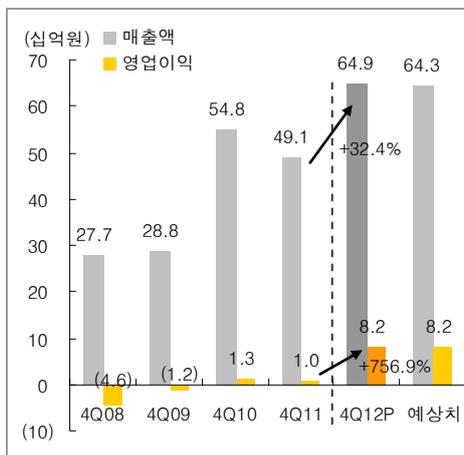
▶ 2013년에도 항공권 원가관리와 지급수수료 등의 비용통제가 수익성의 관건

2013년 출국자수는 항공노선과 좌석 증가를 통해 7%대의 성장을 지속할 것으로 예상되므로, 양사 모두 안정적인 외형 성장 (하나투어 +17.1% YoY, 모두투어 +12.5% YoY 예상)을 이어갈 수 있을 전망이다. 추가적인 수익성 개선을 위해서는 ‘호텔엔터테인먼트’를 통한 지속적인 항공권 원가관리와 대리점 지급수수료 등 영업비용 관리가 필요하다. 하나투어는 올해 상품마진 6%p 개선을 통해 영업이익 440억원 (+27.7% YoY)이 예상된다. 모두투어도 하나투어보다는 다소 낮지만, 0.2%p의 개선을 통해 영업이익 251억원 (+23.6% YoY) 시현이 기대된다.

▶ 빠른 M/S 증가와 순수익률 개선으로 하나투어의 Valuation premium 확대 전망

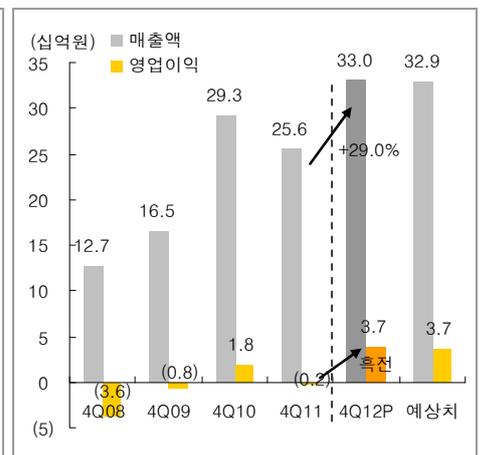
한편, 2013년 하나투어와 모두투어의 valuation gap은 현 7% 수준 대비 점차 확대될 것으로 예상된다. 여행 업종 자체의 견조한 성장성에 하나투어의 빠른 M/S 상승 (2013E +1.8%p YoY)와 수익률 개선세가 더해진다면, 과거 평균 30%의 premium은 더욱 확대될 수 있다고 판단한다. 따라서 여행 업종 top-pick으로 하나투어를 유지한다.

하나투어의 4Q12 영업이익 +757% YoY



자료: 하나투어, Fnguide, KB투자증권

모두투어의 4Q12 영업이익 흑자전환



자료: 모두투어, Fnguide, KB투자증권

Contents

I. 여행 업종 4Q12 Review: '환경적 호재'와 '체질 개선'의 이중주	3
II. 외형 성장 출국수요 (Q)의 빠른 증가가 상품가격 (P)의 하락을 상쇄	4
III. 수익성 개선: 항공권 원가와 지급수수료 통제가 관건	6
IV. 실적 전망	8
V. Valuation	12
VI. 최근 주가추이와 수급 동향	15
Appendices	16
1. Glossary	16
2. Global peers comparison	17

I. 여행 업종 4Q12 Review: '환경적 호재'와 '체질 개선'의 이중주

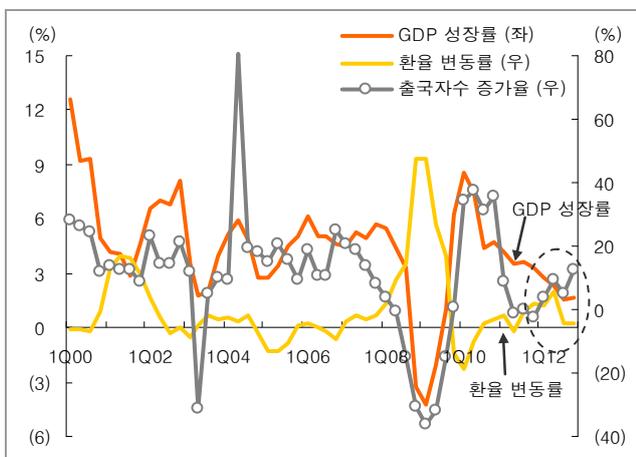
4Q12 여행 업종 2사 합산 매출액과 영업이익은 KB투자증권 예상치와 시장 컨센서스에 부합했다. 4Q11 태국홍수로 인해 기저효과가 작용했기 때문이기도 하지만, 경제성장률의 지속적인 하향에도 불구하고, 출국수요가 견조하게 성장하면서 외형 성장과 수익성 개선을 동시에 견인했기 때문이다. 특히 저비용 항공사 (LCC)들의 국제선 분담률이 9%대에 근접하면서, 항공권을 포함한 여행 상품의 가격은 하락한 반면, 여행 수요는 증가하는 주요 원인으로 작용했다.

표 1. 여행 업종 4Q12 Review

(단위: 십억원)		4Q12P			3Q12		4Q11			
		공시 실적	KB 추정치 차이 (% , %p)	컨센서스 차이 (% , %p)	실적 QoQ (% , %p)		실적 YoY (% , %p)			
여행 2사 합산	매출액	97.9	97.8	0.1	97.2	0.7	112.3	(12.8)	74.6	31.2
	영업이익	11.9	12.4	(4.4)	12.0	(0.6)	19.4	(38.8)	0.7	1,504.3
	순이익	10.5	10.6	(1.6)	10.3	1.3	16.3	(35.7)	3.0	244.7
	영업이익률 (%)	12.1	12.7	(0.6)	12.3	(0.2)	17.3	(5.1)	1.0	11.1
	순이익률	10.7	10.9	(0.2)	10.6	0.1	14.5	(3.8)	4.1	6.6
하나투어	매출액	64.9	64.8	0.2	64.3	1.0	72.8	(10.8)	49.1	32.4
	영업이익	8.2	9.0	(9.6)	8.2	(0.9)	11.6	(29.3)	1.0	756.9
	순이익	7.3	7.6	(4.3)	7.1	2.7	9.4	(23.0)	3.0	138.4
	영업이익률 (%)	12.6	13.9	(1.4)	12.8	(0.2)	15.9	(3.3)	1.9	10.6
	순이익률	11.2	11.7	(0.5)	11.0	0.2	12.9	(1.8)	6.2	5.0
모두투어	매출액	33.0	33.0	(0.2)	32.9	0.2	39.5	(16.5)	25.6	29.0
	영업이익	3.7	3.4	9.4	3.7	(0.0)	7.9	(52.7)	(0.2)	흑전
	순이익	3.2	3.0	5.0	3.3	(1.7)	6.8	(53.2)	(0.0)	흑전
	영업이익률 (%)	11.3	10.3	1.0	11.3	(0.0)	19.9	(8.6)	(0.8)	12.1
	순이익률	9.7	9.2	0.5	9.9	(0.2)	17.3	(7.6)	(0.0)	9.7

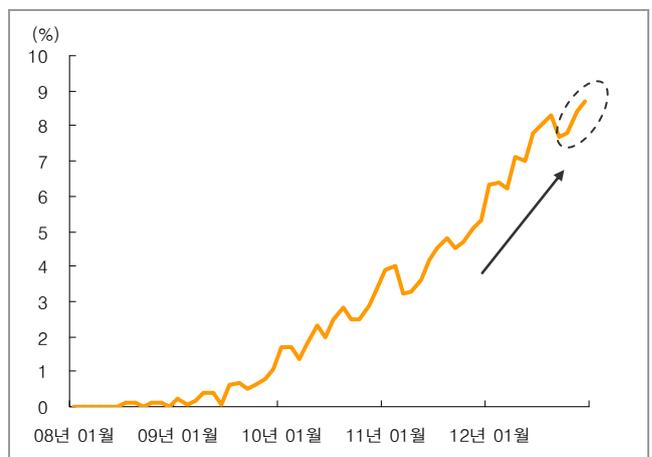
자료: 각 사, Fnguide, KB투자증권

그림 1. 4Q12 출국자는 경제성장률 하향에도 불구하고 +12% YoY 전망



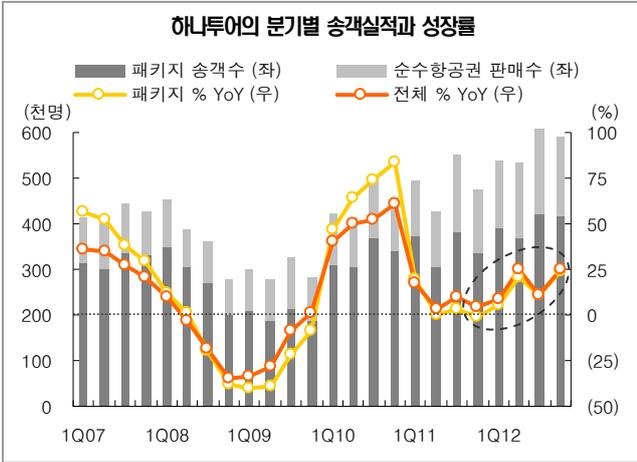
자료: 한국은행, 한국관광공사, KB투자증권

그림 2. LCC의 국제선 M/S 증가가 상품가격 하락과 수요 증가를 견인



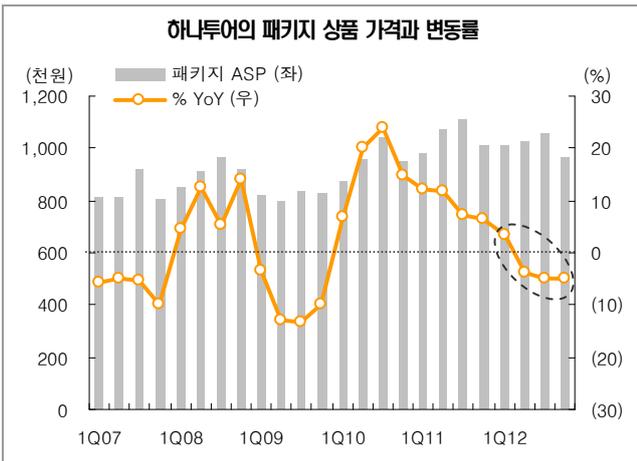
자료: 국토해양부, KB투자증권

II. 외형 성장: 출국수요 (Q)의 빠른 증가가 상품가격 (P)의 하락을 상쇄



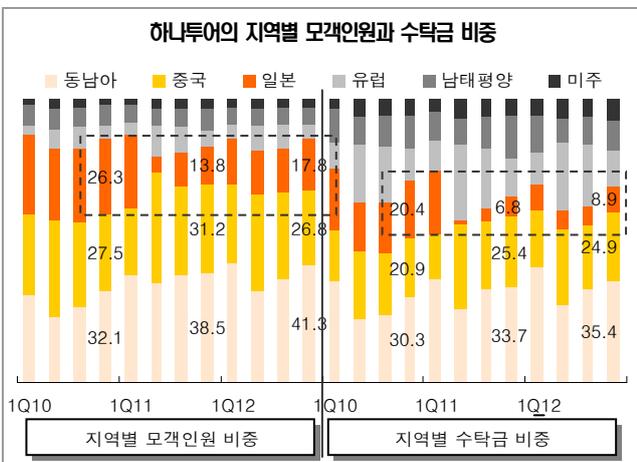
자료: 하나투어, KB투자증권

- 하나투어의 4Q12 전체 송객수는 59만 2천명 (+25.2% YoY), 패키지 송객수는 41만 6천명 (+24.4% YoY) 기록
- 4Q11 태국 홍수로 인한 기저효과도 있으나, 4Q12 전체 출국자수 자체의 성장 (+12.2% YoY 추정)에 하나투어의 빠른 M/S 증가세 (+1.7%p YoY)가 더해졌기 때문



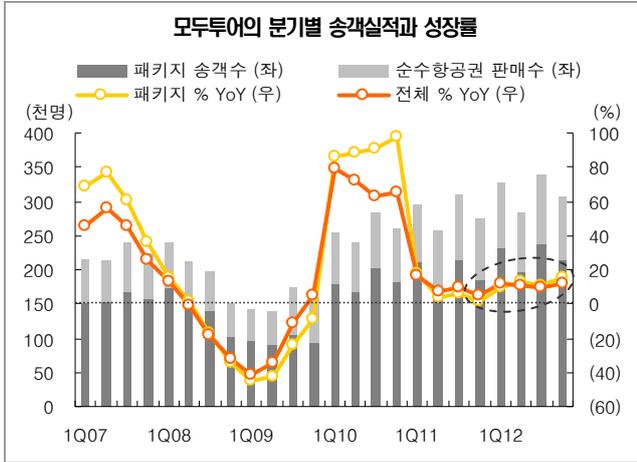
자료: 하나투어, KB투자증권

- 하나투어의 4Q12 패키지 상품 가격은 96만 2천원으로 전년동기대비 5.1% 하락한 것으로 추정됨
- 저비용 항공사와 외항사들의 진입 확대로 인해 패키지 상품가격은 3Q11을 기점으로 지속 하락세. 그러나 상품가격 하락에도 불구하고, 출국수요는 더 빠른 속도로 성장하고 있어, 여행사의 수익성은 오히려 증가하는 상황



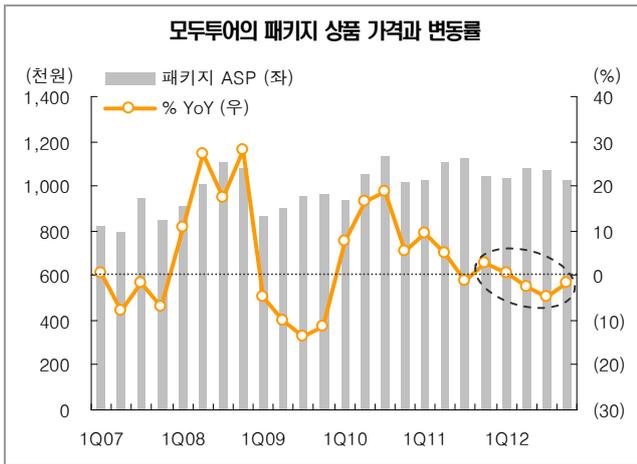
자료: 하나투어, KB투자증권

- 하나투어의 4Q12 일본지역 모객인원 비중은 전체의 17.8%로, 2Q11 일본지진 발발 이전 수준에 근접한 것으로 보임. 그러나, 4Q12 일본지역의 수탁금 비중은 여전히 8.9%로 한자릿수 대에 머물러 있음
- 일본지역으로의 수요진작을 위해 저가상품 위주의 출사가 이어졌기 때문. 일본지역은 여전히 수익성 면에서는 기여가 크지 않은 것으로 판단



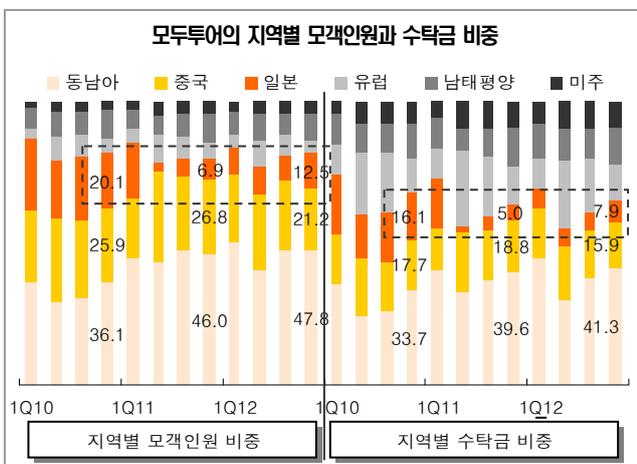
자료: 모두투어, KB투자증권

- 모두투어의 4Q12 전체 송객수는 30만 8천명 (+12.4% YoY), 패키지 송객수는 21만 3천명 (+15.0% YoY)
- 하나투어와 마찬가지로 출국수요 증가에 따른 송객실적 상승세 유지



자료: 모두투어, KB투자증권

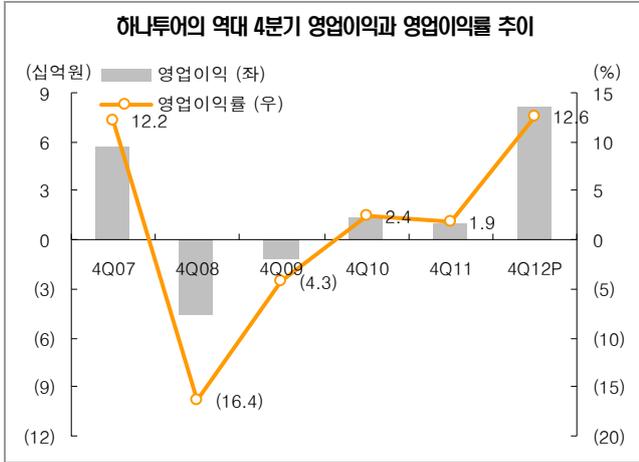
- 모두투어의 4Q12 패키지 상품 가격은 103만원으로 전년동기대비 1.5% 하락한 것으로 추정
- 저비용 항공사와 외항사들의 좌석공급 확대로 2Q12 이후 상품 가격은 전년동기대비 하락을 지속하고 있음. 그러나, 하나투어와 마찬가지로 모두투어의 수익성은 오히려 증가



자료: 모두투어, KB투자증권

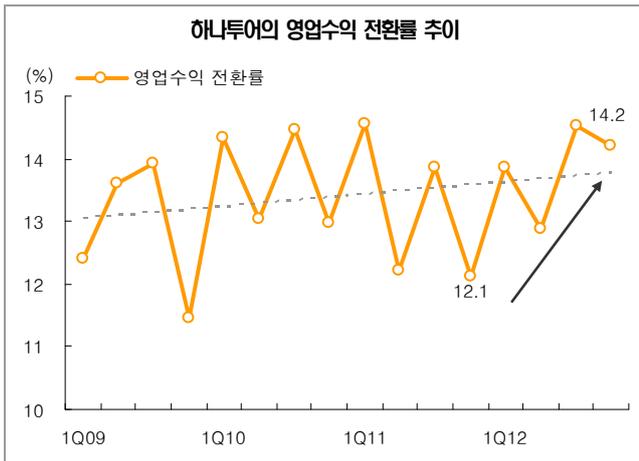
- 모두투어의 4Q12 일본지역 모객인원 비중은 12.5%, 수탁금 비중은 7.9%. 여전히 일본지진 발발 이전 수준으로의 회복은 더딘 상황
- 오히려, 중국과 함께 일본지역의 대체 여행지로 부각된 동남아시아의 상품 가격이 증가하면서 전체 수탁금에서 차지하는 비중이 증가

Ⅲ. 수익성 개선: 항공권 원가와 지급수수료 통제가 관건



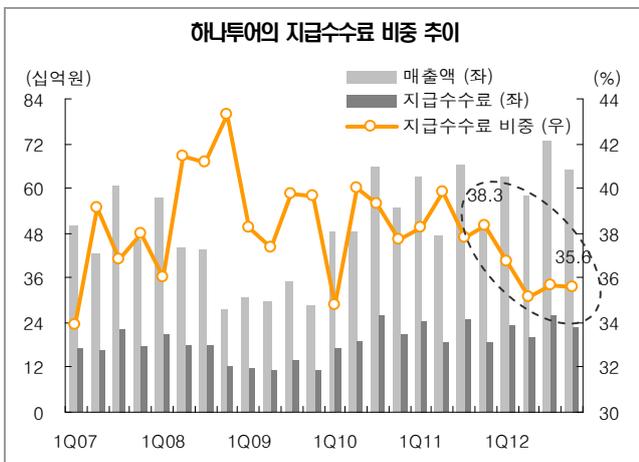
자료: 하나투어, KB투자증권

- 하나투어의 4Q12 영업이익은 82억원 (+756.9% YoY)으로, 4분기 사상 최대 영업이익 시현
- ‘호텔앤에어닷컴’을 통한 항공권 원가관리와 지급수수료 통제로 영업이익률도 12.6% (+10.7%p YoY)로 개선



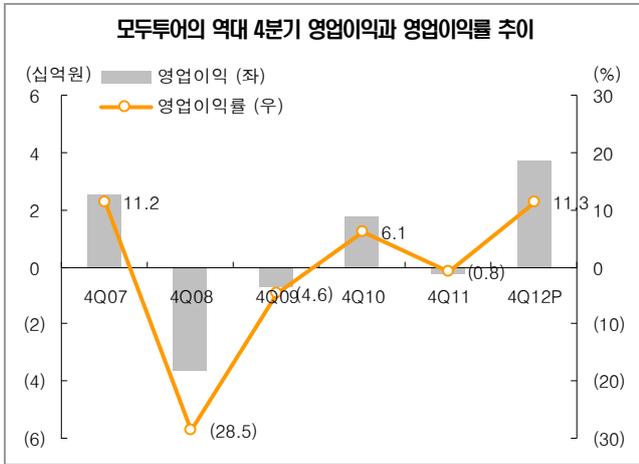
자료: 하나투어, KB투자증권

- 하나투어의 4Q12 패키지 수탁금 대비 영업수익 (국제관광알선수익) 전환률은 14.2% (+2.1%p YoY)로 대폭 개선
- 항공권 원가관리에 힘입어 전체 수탁금에서 하나투어의 영업수익으로 인식되는 비중이 높아지면서, 외형 성장과 수익성 개선 (영업레버리지 효과)을 동시에 시현



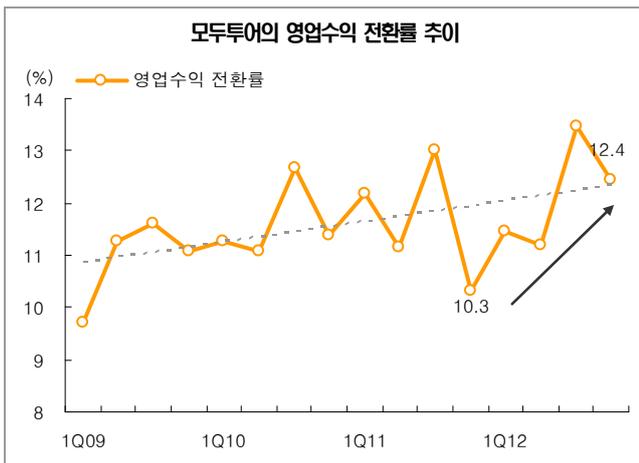
자료: 하나투어, KB투자증권

- 하나투어의 4Q12 매출액 대비 지급수수료 비중은 35.6%로, 전년동기대비 2.7%p 감소
- 대리점 지급수수료율이 낮은 상품의 비중이 높아지면서, 하나투어의 판관비가 지속 감소하고 있는 것으로 추정



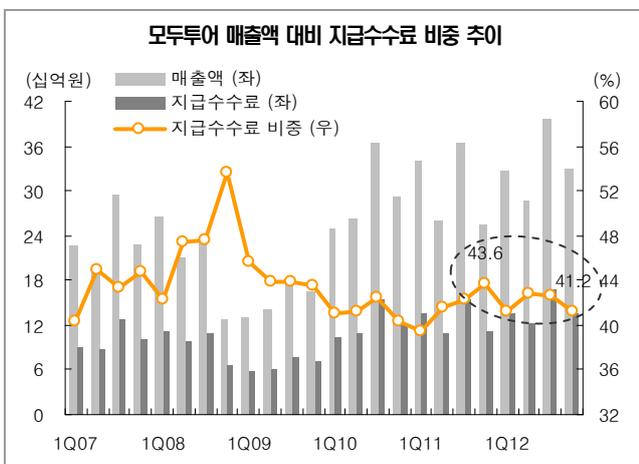
자료: 모두투어, KB투자증권

- 모두투어의 4Q12 영업이익은 37억원으로 흑자전환
- 하나투어 대비 상대적으로 '호텔앤에어닷컴' 효과를 살리지 못하고 있음. M/S 상승과 영업레버리지 효과가 하나투어보다는 제한적



자료: 모두투어, KB투자증권

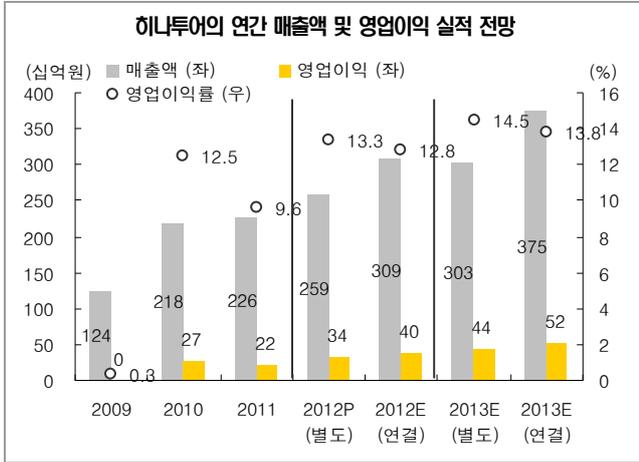
- 모두투어의 4Q12 패키지 수탁금 대비 영업수익 (국제관광알선수익) 전환률은 12.4% (+2.1%p YoY)로 대폭 개선



자료: 모두투어, KB투자증권

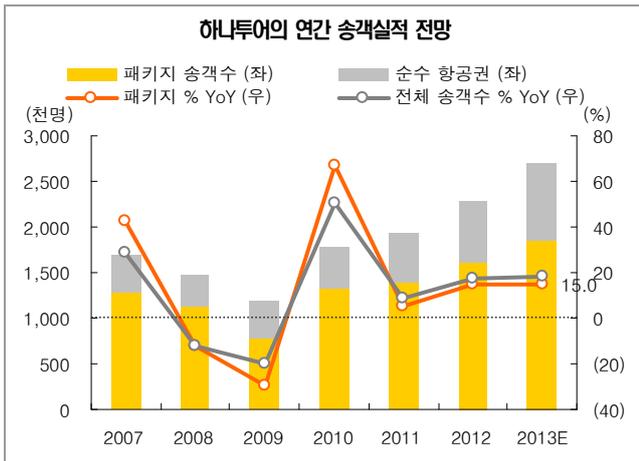
- 모두투어의 4Q12 매출액 대비 지급수수료 비중은 41.2%로, 전년동기대비 2.4%p 감소
- 하나투어 대비 상대적으로 대리점 지급수수료율이 높음

IV. 실적 전망



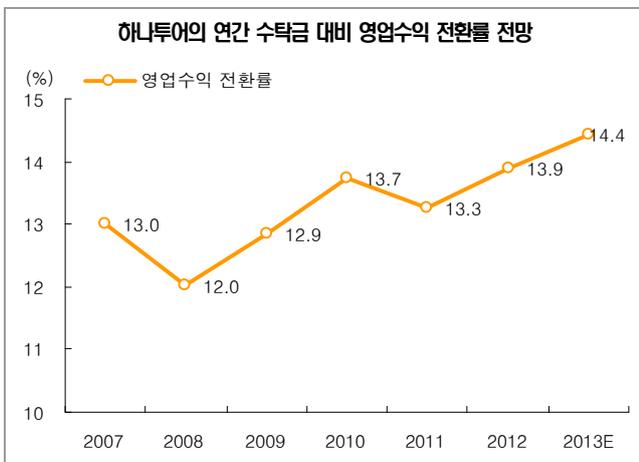
자료: 하나투어, KB투자증권

- 하나투어의 2013년 별도기준 매출액은 3,032억원 (+17.1% YoY), 영업이익은 440억원 (+27.7% YoY) 예상
- 연결기준 매출액은 3,750억원, 영업이익은 519억원으로 예상



자료: 하나투어, KB투자증권

- 하나투어의 2013년 전체 송객수는 269만명 (+18.4% YoY)으로, 출국자 대비 M/S는 20.1% 예상
- 2013년 패키지 송객수는 183만 9천명 (+15.0% YoY) 예상



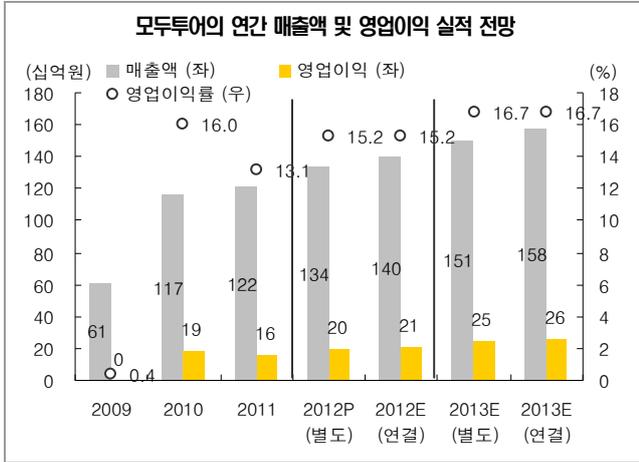
자료: 하나투어, KB투자증권

- 2013년 상품마진 (수탁금 대비 영업수익 전환률)은 전년대비 0.5%p 추가로 개선될 전망
- 2013년 영업이익률은 14.5% (+1.2%p YoY) 예상

표 2. 하나투어 실적 전망 상세 (K-IFRS 별도기준)

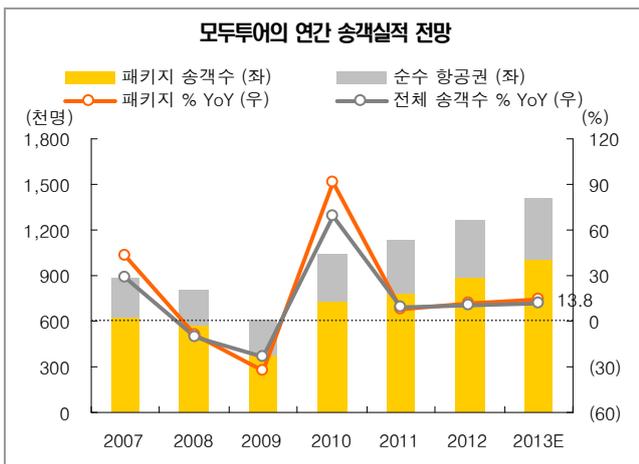
(단위: 십억원, 천명)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012P	2013E
매출액	63.5	47.4	66.4	49.1	63.4	57.7	72.8	64.9	73.2	66.2	85.6	78.1	226.4	258.9	303.2
해외관광알선수익	53.1	39.8	58.7	41.1	55.2	48.8	64.6	56.9	64.3	56.3	75.3	68.5	192.7	225.6	264.5
항공권대매수익	5.8	3.4	3.3	3.0	3.2	2.9	2.9	3.0	3.1	3.0	4.2	3.7	15.6	12.0	14.1
기타수익	4.6	4.2	4.4	5.0	5.0	6.0	5.3	5.1	5.8	6.9	6.1	5.9	18.1	21.4	24.7
% YoY	31.2	(2.0)	0.4	(10.6)	(0.2)	21.8	9.7	32.4	15.5	14.7	17.6	20.3	4.0	14.3	17.1
영업비용	52.8	47.2	56.7	48.1	53.5	52.9	61.3	56.8	61.3	58.0	72.4	67.5	204.7	224.4	259.2
인건비	13.4	12.1	13.9	12.5	14.2	13.7	15.7	15.4	15.8	14.1	19.5	18.8	51.9	59.9	68.2
지급수수료	24.3	18.9	25.1	18.8	23.3	20.3	26.0	23.1	27.0	22.5	30.2	25.9	87.0	92.7	105.7
광고선전비	2.4	2.8	2.4	2.0	1.5	3.1	2.6	2.8	1.9	3.4	2.9	3.4	9.6	9.9	11.6
기타판관비	12.7	13.4	15.4	14.9	14.5	15.8	17.0	15.5	16.6	18.0	19.8	19.3	56.3	61.9	73.7
% YoY	33.5	7.4	6.4	(10.5)	1.3	12.0	8.2	18.0	14.5	9.6	18.2	19.0	7.5	9.6	15.5
인건비	21.5	11.4	13.5	(18.1)	6.1	13.0	13.4	23.2	10.9	3.2	23.9	22.5	5.1	15.5	13.9
지급수수료	44.2	(2.6)	(3.7)	(9.2)	(4.2)	7.6	3.7	23.0	16.2	10.7	16.3	12.2	4.9	6.5	14.0
광고선전비	132.0	7.9	36.8	(33.1)	(38.7)	8.7	9.0	42.0	24.6	10.3	14.1	23.5	15.2	3.5	17.1
기타판관비	19.4	20.9	15.5	(0.1)	14.5	18.1	10.7	4.3	14.4	13.7	16.5	24.8	12.9	11.6	17.4
영업이익	10.7	0.2	9.8	1.0	9.9	4.9	11.6	8.2	12.0	8.3	13.2	10.6	21.7	34.5	44.0
% YoY	17.8	(94.1)	(24.5)	(28.4)	(7.7)	2,080.5	18.3	756.9	20.8	70.1	14.1	29.9	(20.2)	59.1	27.7
영업이익률 (%)	16.9	0.5	14.7	1.9	15.6	8.4	15.9	12.6	16.3	12.5	15.4	13.6	9.6	13.3	14.5
세전이익	12.1	0.9	9.5	2.2	10.7	6.7	12.5	9.5	13.4	10.6	15.0	12.7	24.8	39.4	51.7
% YoY	16.0	(80.3)	(28.3)	(8.7)	(11.8)	665.3	30.9	331.2	25.2	58.2	19.9	33.7	(19.1)	59.2	31.2
세전이익률 (%)	19.1	1.8	14.3	4.5	16.9	11.6	17.1	14.7	18.3	16.0	17.5	16.3	10.9	15.2	17.1
순이익	9.3	0.2	7.0	3.0	8.2	5.0	9.4	7.3	10.2	8.0	11.3	9.6	19.5	29.8	39.1
% YoY	15.4	(92.9)	(29.2)	172.5	(11.7)	2,197.2	34.7	138.4	24.2	61.5	20.1	32.7	(11.6)	52.8	31.2
순이익률 (%)	14.6	0.5	10.5	6.2	12.9	8.6	12.9	11.2	13.9	12.1	13.2	12.3	8.6	11.5	12.9
출국자수 및 송객수															
승무원제외 총 출국자수	2,956	2,664	3,206	2,734	3,073	2,917	3,367	3,068	3,281	3,074	3,777	3,236	11,560	12,425	13,369
% YoY	8.6	(1.1)	0.3	(2.6)	4.0	9.5	5.0	12.2	6.8	5.4	12.2	5.5	1.2	7.5	7.6
하나투어 전체 송객수	494	434	550	481	539	534	608	592	613	619	746	713	1,959	2,273	2,690
% YoY	17.3	5.0	10.0	5.6	9.2	23.0	10.5	23.2	13.7	16.0	22.7	20.3	9.5	16.0	18.4
전체 송객수 M/S (%)	16.7	16.3	17.2	17.6	17.5	18.3	18.1	19.3	18.7	20.1	19.7	22.0	16.9	18.3	20.1
하나투어 패키지 송객수	372	305	381	334	393	369	420	416	463	408	490	478	1,392	1,599	1,839
% YoY	20.0	0.5	3.4	(1.5)	5.7	21.0	10.3	24.4	17.6	10.7	16.6	14.9	5.4	14.8	15.0
패키지 송객수 M/S (%)	12.6	11.4	11.9	12.2	12.8	12.6	12.5	13.6	14.1	13.3	13.0	14.8	12.0	12.9	13.8
패키지/전체 송객 비중 (%)	75.4	70.2	69.2	69.6	73.0	69.1	69.1	70.2	75.5	66.0	65.7	67.1	71.1	70.3	68.4
수탁금	465	430	568	453	522	508	613	547	591	561	752	662	1,915	2,189	2,566
패키지 수탁금	364	326	424	339	398	379	445	400	461	409	511	451	1,453	1,623	1,831
순수항공권 수탁금	100	104	144	114	123	129	168	146	130	152	241	211	463	567	735
% YoY	31.6	14.4	13.3	9.1	12.3	18.2	7.9	20.6	13.3	10.2	22.8	21.1	16.5	14.3	17.2

자료: 하나투어, KB투자증권



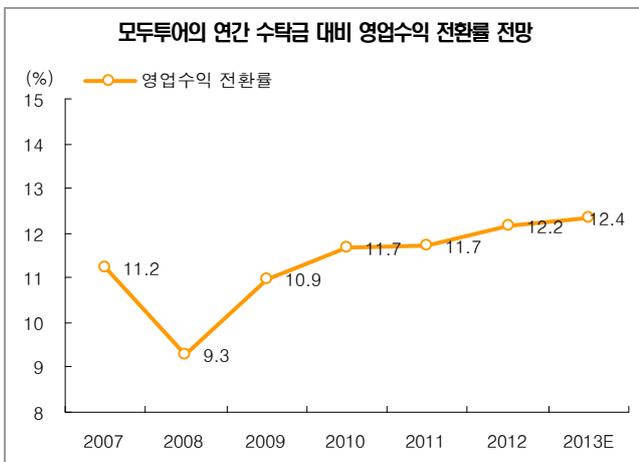
자료: 모두투어, KB투자증권

- 모두투어의 2013년 별도기준 매출액은 1,505억원 (+12.5% YoY), 영업이익은 251억원 (+23.6% YoY) 예상
- 연결기준 매출액은 1,581억원, 영업이익은 264억원으로 예상



자료: 모두투어, KB투자증권

- 모두투어의 2013년 전체 송객수는 140만 6천명 (+11.5% YoY)으로, 출국자 대비 M/S는 10.5% 예상
- 2013년 패키지 송객수는 100만 2천명 (+13.8% YoY) 예상



자료: 모두투어, KB투자증권

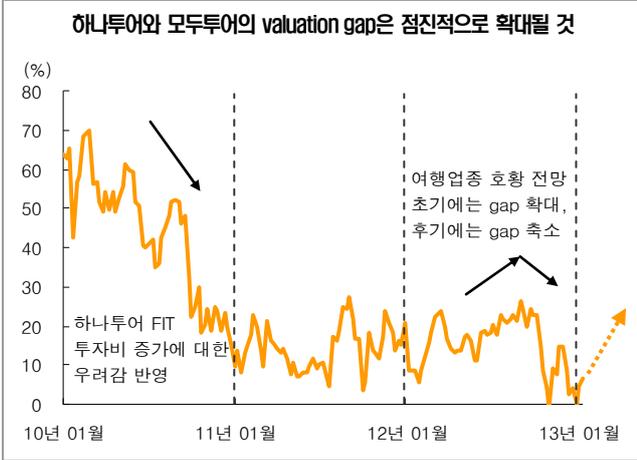
- 2013년 상품마진 (수탁금 대비 영업수익 전환률)은 전년대비 0.2%p 추가로 개선될 전망
- 2013년 영업이익률은 16.9% (+1.5%p YoY) 예상

표 3. 모두투어 실적 전망 상세 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원, 천명)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012P	2013E
매출액	34.0	26.1	36.5	25.6	32.6	28.7	39.5	33.0	36.3	30.9	46.3	37.0	117.1	122.2	133.8
해외관광알선수익	26.5	21.5	31.5	20.0	27.5	23.9	34.3	27.3	30.9	25.6	40.1	30.9	88.9	99.5	113.0
항공권대매수익	5.5	2.7	3.1	2.9	3.1	2.9	3.1	2.8	3.3	3.0	3.8	3.0	22.9	14.2	11.9
기타수익	1.8	1.6	1.7	2.2	1.9	1.7	1.8	2.2	1.9	2.0	2.1	2.3	5.3	7.4	7.5
기타알선수익	0.2	0.3	0.2	0.5	0.1	0.2	0.3	0.7	0.1	0.4	0.4	0.8		1.2	1.3
% YoY	36.2	(0.9)	0.1	(12.7)	(4.3)	9.9	8.3	29.0	11.3	7.9	17.2	12.2	90.8	4.4	9.5
영업비용	26.1	24.1	30.2	25.8	26.7	25.8	31.6	29.3	29.9	27.2	37.2	31.1	100.4	106.2	113.4
인건비	8.2	8.2	9.8	9.2	9.0	9.3	9.9	10.8	8.8	8.5	11.3	12.1	33.7	35.4	39.0
지급수수료	13.4	10.9	15.4	11.2	13.4	12.3	16.8	13.6	16.2	14.5	19.8	13.2	48.4	50.9	56.2
광고선전비	1.1	1.3	1.1	0.8	1.1	1.1	1.3	1.2	1.2	1.5	1.6	1.1	4.0	4.3	4.7
기타판관비	3.4	3.8	3.9	4.6	3.1	3.2	3.6	3.6	3.6	2.6	4.5	4.7	14.4	15.7	13.5
% YoY	26.6	9.3	1.4	(7.9)	2.3	7.0	4.8	13.5	12.0	5.3	17.7	6.2	64.2	5.7	6.8
인건비	16.6	24.8	13.2	(19.3)	10.6	12.6	1.0	17.4	(2.2)	(8.1)	14.2	12.2	52.1	5.1	10.2
지급수수료	30.8	(0.1)	(0.2)	(5.7)	0.0	13.2	9.1	22.0	20.8	18.1	17.4	(2.8)	78.7	5.1	10.4
광고선전비	78.5	40.8	(15.7)	(30.8)	2.5	(14.3)	22.8	48.2	8.2	42.1	25.8	(12.6)	97.0	7.5	11.3
기타판관비	24.3	1.7	(11.1)	29.6	(8.6)	(15.7)	(7.6)	(21.1)	16.5	(17.6)	26.0	28.2	46.6	9.0	(13.8)
영업이익	8.0	2.0	6.3	(0.2)	5.9	2.8	7.9	3.7	6.4	3.8	9.1	5.9	18.7	16.0	20.3
% YoY	72.4	(56.9)	(18.3)	적전	(25.8)	44.5	24.9	흑전	8.0	32.0	15.2	59.6	7822.4	(14.3)	27.0
영업이익률 (%)	23.4	7.6	17.3	(0.8)	18.1	9.9	19.9	11.3	17.6	12.2	19.6	16.0	16.0	13.2	15.4
세전이익	8.6	2.8	7.0	1.0	6.4	3.2	8.7	4.1	7.0	4.2	9.7	6.6	20.8	19.5	22.4
% YoY	68.0	(44.7)	(14.8)	(57.1)	(25.8)	13.8	24.1	307.1	9.1	30.2	11.4	63.4	1290.5	(6.6)	15.1
세전이익률 (%)	25.3	10.8	19.2	3.9	19.6	11.2	22.1	12.3	19.2	13.6	21.0	17.9	17.8	16.1	16.9
순이익	6.2	1.9	5.2	(0.0)	4.9	2.5	6.8	3.2	5.5	3.3	7.6	5.2	16.0	13.3	17.5
% YoY	61.8	(52.6)	(40.3)	적지	(20.8)	36.2	31.6	흑전	11.2	30.7	11.8	63.4	1218.7	(17.2)	31.9
순이익률 (%)	18.3	7.1	14.2	(0.0)	15.1	8.8	17.3	9.7	15.1	10.7	16.5	14.1	13.7	11.0	13.2
출국자수 및 송객수															
승무원제외 총 출국자수	2,956	2,664	3,206	2,734	3,073	2,917	3,367	3,068	3,281	3,074	3,777	3,236	11,419	11,560	12,425
% YoY	8.6	(1.1)	0.3	(2.6)	4.0	9.5	5.0	12.2	6.8	5.4	12.2	5.5	34.4	1.2	7.5
모두투어 전체 송객수	295	258	311	274	329	284	340	308	358	305	407	336	1,039	1,138	1,261
% YoY	16.0	7.4	9.5	5.0	11.5	10.3	9.2	12.4	9.0	7.3	19.8	8.9	69.1	9.5	10.8
전체 송객수 M/S (%)	10.0	9.7	9.7	10.0	10.7	9.7	10.1	10.0	10.9	9.9	10.8	10.4	9.1	9.8	10.2
모두투어 패키지 송객수	212	174	215	185	232	197	238	213	255	217	289	241	732	787	881
% YoY	18.0	3.9	6.4	1.6	9.5	13.3	10.6	15.0	9.9	9.7	21.7	13.1	91.0	7.5	11.9
패키지 송객수 M/S (%)	7.2	6.5	6.7	6.8	7.6	6.8	7.1	6.9	7.8	7.0	7.7	7.4	6.4	6.8	7.1
패키지/전체 송객 비중 (%)	71.9	67.6	69.0	67.7	70.7	69.5	69.9	69.2	71.3	71.0	71.0	71.9	70.4	69.1	69.8
수탁금	278	255	319	261	309	279	326	281	336	296	379	307	985	1,114	1,195
패키지 수탁금	218	193	242	194	240	214	255	219	262	229	295	245	761	847	928
순수항공권 수탁금	60	62	77	67	69	65	71	61	73	67	83	62	224	267	267
% YoY	26.6	11.6	8.3	8.0	11.1	9.3	2.1	7.7	8.7	6.1	16.1	9.2	95.4	13.1	7.3

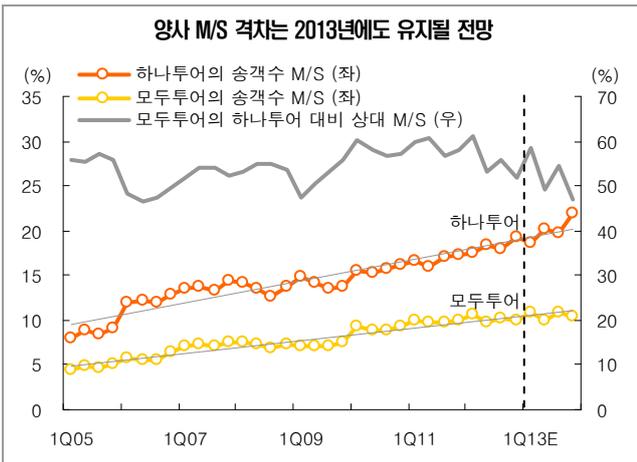
자료: 모두투어, KB투자증권

V. Valuation



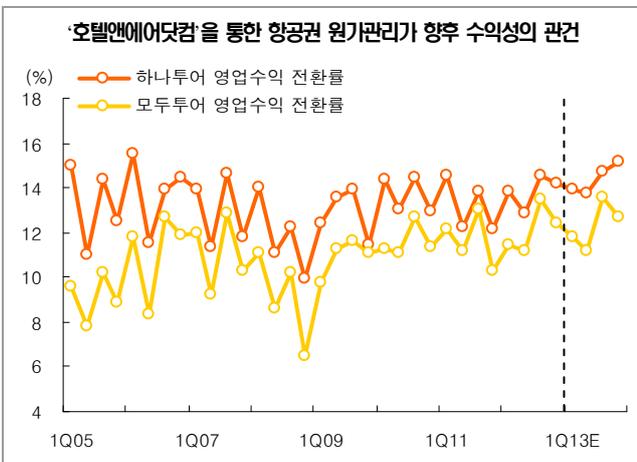
자료: 각 사, Fnguide, KB투자증권
주: 12개월 forward PER 기준

- 향후 하나투어와 모두투어의 valuation gap (12개월 forward PER 기준)은 **현 수준대비 확대될 것으로** 예상
- 2012년 항공권 원가통제를 통해 수익성을 빠르게 개선한 하나투어가 연초부터 모두투어 대비 valuation premium을 받음. 그러나 하나투어 주가가 선제적으로 상승하면서, 모두투어의 상대적인 valuation 매력도가 부각되자, 하반기에는 valuation gap 축소
- 과거 여행업 호황과 양사의 실적 성장성이 맞물리는 시기에 **하나투어가 모두투어 대비 평균 20.6%의 valuation premium을** 받아왔음을 감안하면, **현 7% 수준의 gap은 더욱 벌어질** 전망



자료: 각 사, KB투자증권

- 2013년에도 하나투어와 모두투어의 출국자 대비 송객수 M/S 상승은 압도적인 buying power를 통해 가속화될 전망. **하나투어의 송객수 M/S는 20.1%로 전년대비 1.8%p 증가할 것으로** 예상. **모두투어의 M/S는 10.5%로 전년대비 0.4%p 증가할** 전망
- 모두투어의 패키지 및 순수 항공권 판매 성장률은 하나투어 대비 다소 완만할 것으로 예상되면서, **모두투어의 하나투어 대비 상대 M/S는 다소 하락할** 것으로 예상
- '호텔앤에어닷컴' (양사 합작)을 통한 항공권 공동소싱 모델의 수혜는 하나투어가 더 많이 누리고 있는 것으로 판단



자료: 각 사, KB투자증권

- '외형 성장'과 '수익성 개선'을 동시에 실현하기 위해서는 **수탁금 (고객에게 받은 상품가격)에서 상품원가 (항공권 원가, 호텔비 등 지상비)를 제하고 남은 영업수익의 비중을 높이는 것이 가장 중요**
- **영업수익 전환률을 개선하려면, 상품원가의 약 50%를 차지하는 항공권 원가를 관리해야 함. 비수기에 주로 상품마진을 훼손하는 하드블록 항공권 물량을 줄임으로써 손실발생을 방지해야 함**
- 2013년에도 **하나투어의 수탁금 대비 영업수익 전환률은 전년대비 0.5%p 상승**하여, **하드블록으로 인한 손실이 40억원 절감될** 것으로 예상. 모두투어는 0.2%p 개선이 예상되어, 손실 절감효과는 크지 않을 전망

표 4. 하나투어의 historical valuation

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012P	10년 Avg	8년 Avg ^{주)}	2013E	목표주가
PER (X)														
고점	18.9	17.9	29.8	35.9	42.8	167.9	n/a	27.3	34.6	26.4	44.6	29.2		
저점	7.0	9.8	10.1	21.1	26.1	31.8	n/a	20.6	18.5	13.2	17.6	15.8		
기말	17.3	16.1	29.8	32.2	33.1	53.8	n/a	21.0	20.4	23.8	27.5	24.2	18.3	20.9
평균	11.2	13.2	16.7	29.4	33.0	93.4	n/a	23.7	26.2	19.2	29.5	21.6		
PBR (X)														
고점	6.6	6.8	11.7	9.9	11.6	9.4	6.7	6.0	6.1	5.5	8.0	8.0		
저점	2.5	3.7	4.0	5.8	7.1	1.8	2.8	4.5	3.2	2.8	3.8	4.2		
기말	6.1	6.1	11.7	8.9	8.9	3.0	6.4	4.6	3.6	4.9	6.4	6.9	4.1	4.7
평균	3.9	5.0	6.6	8.1	8.9	5.3	4.4	5.2	4.6	4.0	5.6	5.8		
EV/EBITDA (X)														
고점	12.2	12.8	24.7	22.6	27.6	61.6	168.4	18.0	22.2	16.5	38.7	19.6		
저점	3.0	5.8	7.5	11.8	15.9	7.8	58.9	12.7	9.7	6.8	14.0	9.2		
기말	10.9	11.3	24.7	22.6	20.8	16.5	159.5	13.0	11.2	16.5	30.7	16.4	12.3	14.4
평균	6.2	8.7	13.3	18.2	20.7	32.2	103.4	15.2	15.7	11.2	24.5	13.7		

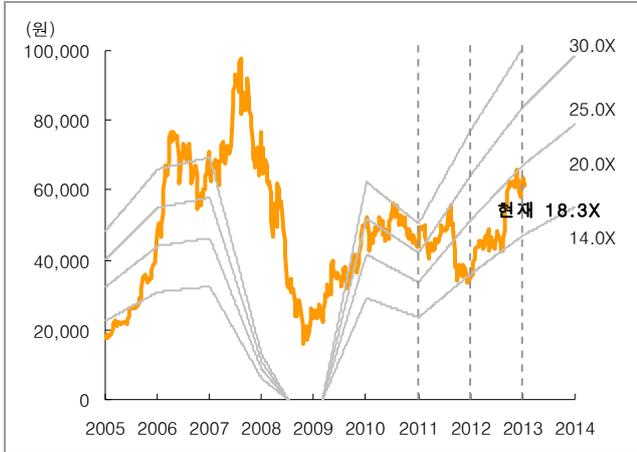
자료: Fnguide, KB투자증권
 주: 2008~2009년의 순이익 급등과 급감으로 인한 비정상적인 수치를 제외한 수정 평균

표 5. 모두투어의 historical valuation

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012P	8년 Avg	6년 Avg ^{주)}	2013E	목표주가
PER (X)												
고점		42.1	31.5	43.2	743.6	195.9	20.5	27.3	23.8	141.0	31.4	
저점		19.8	14.9	17.5	73.4	54.7	12.9	14.5	11.3	27.4	15.1	
기말		38.3	26.1	39.1	139.8	193.1	18.6	15.3	21.7	61.5	26.5	17.1
평균		28.1	22.7	32.5	349.3	114.1	16.8	21.3	16.2	75.1	22.9	
PBR (X)												
고점		8.4	5.6	8.5	9.4	4.7	5.0	5.1	5.0	6.7	6.5	
저점		4.0	2.6	3.5	0.9	1.3	3.1	2.7	2.4	2.6	3.2	
기말		7.7	4.6	7.7	1.8	4.7	4.5	2.8	4.6	4.8	5.5	3.8
평균		5.6	4.0	6.4	4.4	2.8	4.1	4.0	3.4	4.5	4.8	
EV/EBITDA (X)												
고점		31.3	23.0	28.7	246.8	203.5	12.2	18.0	16.7	80.5	22.7	
저점		12.7	7.4	9.2	11.5	20.0	6.2	7.3	6.4	10.6	8.5	
기말		28.1	18.5	25.6	34.8	199.9	10.7	7.9	15.0	46.5	18.2	11.2
평균		19.6	14.9	20.5	108.3	97.3	9.3	12.9	10.4	40.4	15.5	

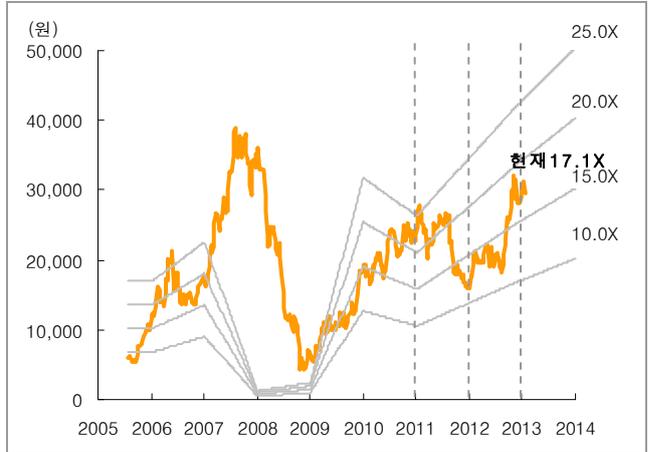
자료: Fnguide, KB투자증권
 주: 2008~2009년의 순이익 급등과 급감으로 인한 비정상적인 수치를 제외한 수정 평균

그림 3. 하나투어의 12개월 forward PER band chart



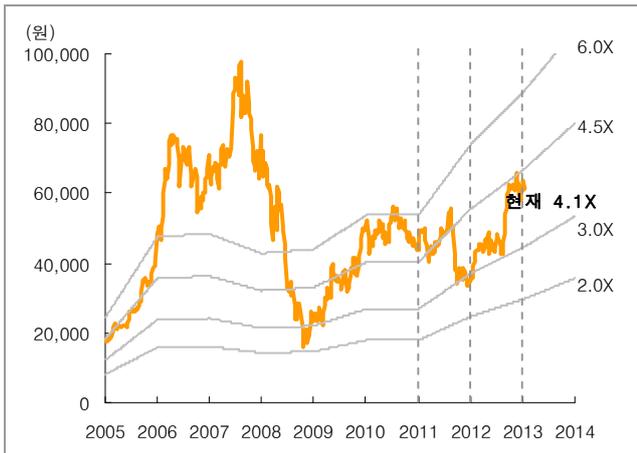
자료: Fnguide, KB투자증권

그림 4. 모두투어의 12개월 forward PER band chart



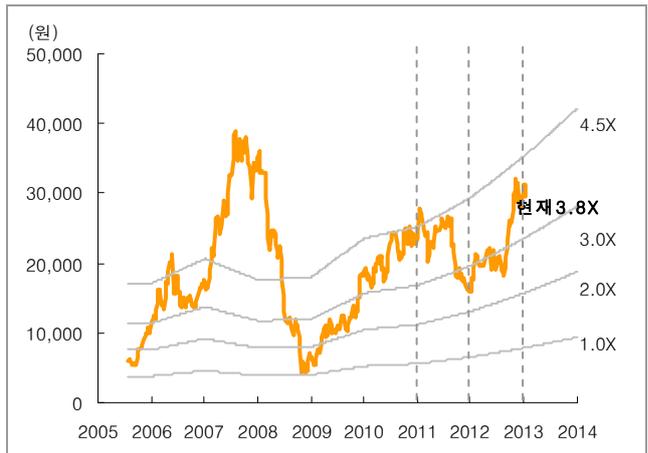
자료: Fnguide, KB투자증권

그림 5. 하나투어의 12개월 forward PBR band chart



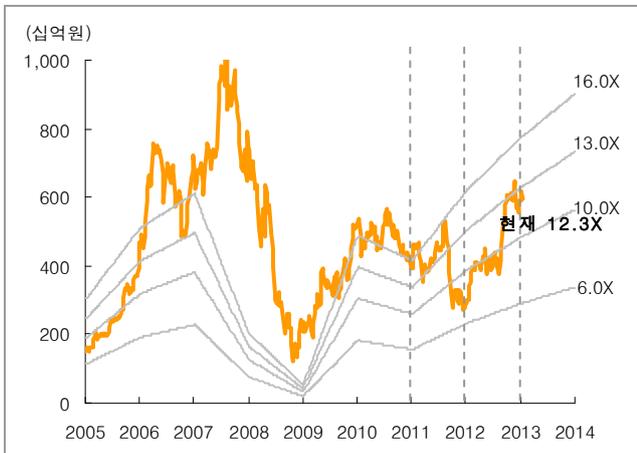
자료: Fnguide, KB투자증권

그림 6. 모두투어의 12개월 forward PBR band chart



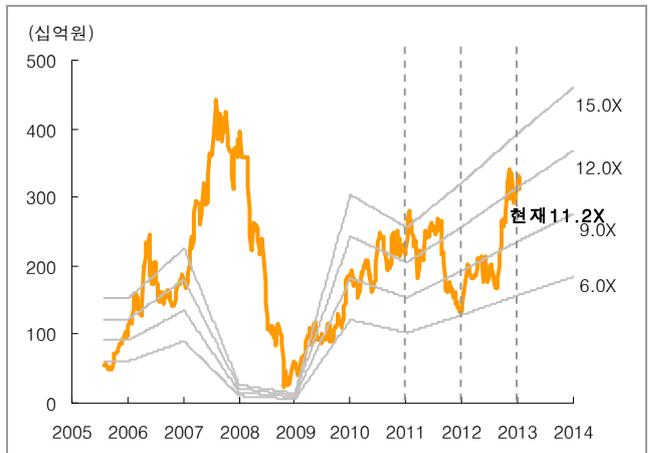
자료: Fnguide, KB투자증권

그림 7. 하나투어의 12개월 forward EV/EBITDA band chart



자료: Fnguide, KB투자증권

그림 8. 모두투어의 12개월 forward EV/EBITDA band chart



자료: Fnguide, KB투자증권

VI. 최근 주가주이와 수급 동향

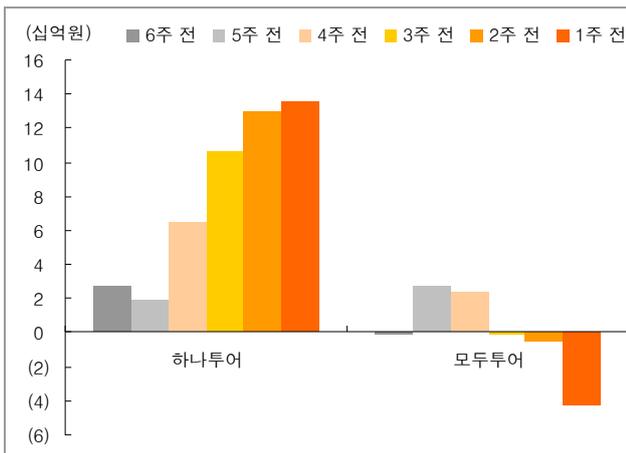
하나투어의 YTD 주가수익률은 KOSPI를 1.5%pt outperform 하고 있다. 기관투자자들은 순매수를 지속하고 있는 반면, 외국인들의 차익실현이 6주 연속으로 이어지고 있다. 모두투어는 최근 기관과 외국인이 모두 순매도로 전환하면서, YTD 수익률은 KOSPI를 1.2%pt 하회하고 있다.

표 6. 여행 업종 주가수익률과 투자 주체별 순매수 동향

(단위: 십억원)	절대수익률 (%)						KOSPI 대비 상대수익률 (%)						기관 누적순매수		외국인 누적순매수	
	1W	1M	3M	6M	12M	YTD	1W	1M	3M	6M	12M	YTD	1W	1M	1W	1M
하나투어	(3.8)	2.7	(5.0)	27.2	72.2	0.5	(3.1)	3.6	(6.8)	18.4	65.8	1.5	13.5	35.8	(15.7)	(33.9)
모두투어	(7.5)	4.4	8.1	40.2	64.1	(2.2)	(6.8)	5.3	6.2	31.5	57.7	(1.2)	(4.3)	(0.2)	(0.4)	1.2

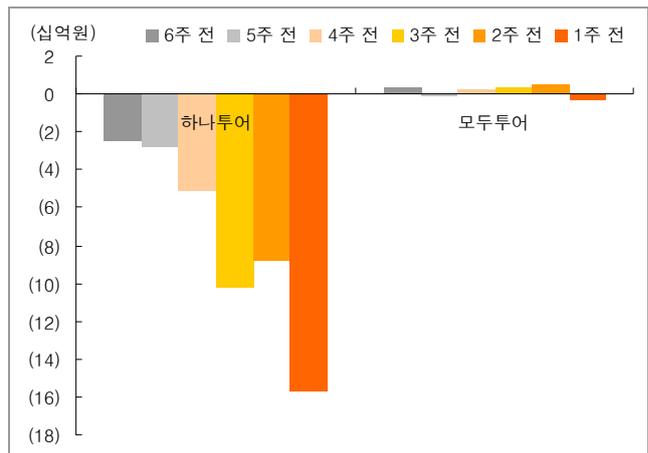
자료: Fnguide, KB투자증권

그림 9. 기관 주간 순매수 동향



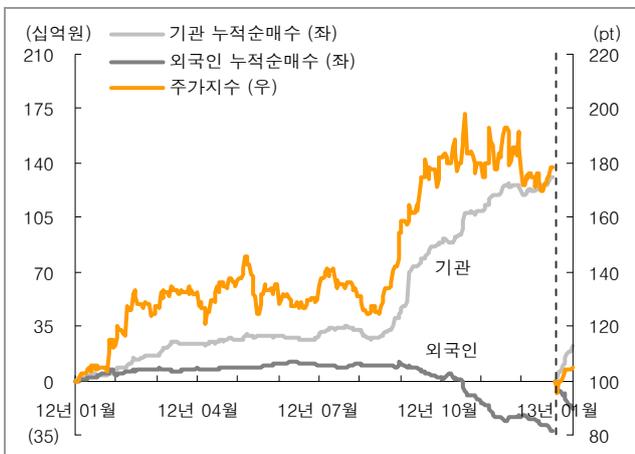
자료: Fnguide, KB투자증권

그림 10. 외국인 주간 순매수 동향



자료: Fnguide, KB투자증권

그림 11. 하나투어의 투자 주체별 누적순매수와 주가지수



자료: Fnguide, KB투자증권
주: 2012년과 2013년도 연초 주가지수를 각각 100으로 환산

그림 12. 모두투어의 투자 주체별 누적순매수와 주가지수



자료: Fnguide, KB투자증권
주: 2012년과 2013년도 연초 주가지수를 각각 100으로 환산

Appendices

1. Glossary

표 7. 여행업종 용어 정리

구분	용어	의미
여행사 종류	간접판매 (간판) 여행사	- 항공권 확보 후 랜드사와 같이 상품 설계 및 기획만 담당하는 도매여행사 (B2B) - 전국 대리점 체제의 중소형 여행사들과 제휴사들이 상품 판매 및 고객 담당
	직접판매 (직판) 여행사	- 상품 기획과 직영점 운영을 통한 직접 판매를 모두 담당하는 소매여행사 (B2C) - 주로 신문광고 등을 통해 고객
	상용 여행사	- 기업들을 대상으로 하는 비즈니스 여행 담당
	랜드사	- 국내 여행사가 거래하는 현지 여행사. 의뢰내역에 따라 현지에서의 일정 보조
고객 관련	전체 송객수	- 여행사의 패키지상품 및 항공권 최종 구매 고객수
	패키지 송객수	- 여행사의 패키지상품 최종 구매고객 수 (=관광목적 송객수)
	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
여행상품	패키지상품	- 미리 정해진 일정에 따라 행해지는 여행 - 각종 교통편과 숙박, 편의시설 비용을 일괄하여 여행사가 주관
	FIT	- Free Individual Tour (개별자유여행) 혹은 - Foreign Independent Tour (소규모 개별여행상품)
	ASP (Average Selling Price)	- 여행사 상품의 평균 단가
	지상비	- 현지 여행사 (랜드사)에게 지불하는 현지 체류비용 (숙식/교통/가이드비, 입장료 등)
항공사 종류	국적사	- 대한민국 항공사
	저가항공사	- LLC (Low Cost Carrier), 항공시 투입비용을 최소화하여 항공가격을 낮춘 항공사
	외항사	- 외국국적 항공사
항공좌석	하드블록	- 여행사가 항공사에 항공료를 선납 후 좌석을 미리 확보하는 제도 - 항공사는 비수기 좌석 소진 risk를 여행사로 이전시켜 현금 선확보 및 재고부담 완화 - 여행사는 risk를 부담하는 대신 성수기에 좌석 확보가 용이
	소프트블록	- 하드블록과 반대되는 개념. 좌석당 일정 보증금 지불 후 반납 가능
	전세기	- 항공좌석이 부족한 경우, 특정 여행사 전용의 전세기를 띄워 항공좌석 확보 - 하드블록과 유사한 개념이나, 비정기편 항공기라는 점이 차이점
항공권 발권	제로컴 (Zero commission)	- 항공권 대매 여행사에게 지급하던 발권수수료를 (항공권가격의 7~9%)을 0%로 낮춤
	TASF (Travel Agent Service Fee)	- 제로컴을 시행하는 항공사들의 항공권 예약 및 발권에 대한 취급수수료
	BSP (Bank Settlement Plan)	- IATA (국제항공운송협회) 주체의 '항공사와 여행사간 항공권 결제에 관한 표준절차' - 은행이 개입하여 결제, 수수료 정산 등 담당. BSP 가입사는 항공권 자체 발권가능
	ATR (Air Ticket Request)	- 항공권을 스스로 발권하지 못하여 단순 고객 후 항공사 카운터에서 발권 진행
호텔	비즈니스 호텔	- 특 2급과 1급 호텔 중 통상적으로 객실요금이 15만원대 (객실 전용면적 약 16.5m ²) 이면서 지하철역과 연계되어 있고 최소한의 부대시설만 갖춘 중저가 호텔

자료: KB투자증권 정리

2. Global peers comparison

표 8. 글로벌 주요 여행사 valuation 비교

	하나투어	모두투어	Priceline.com	Expedia	Thomas Cook	TUI Travel	Ctrip.com	China CYTS	HIS
현재가 (원, 달러)	61,300	29,450	663.4	63.5	0.9	4.5	24.6	2.7	34.5
시가총액 (십억원, 백만달러)	712	371	33,078	8,622	797	5,002	3,533	1,129	1,183
절대수익률 (%)									
1M	2.7	4.4	8.1	7.7	44.0	(0.4)	16.2	9.8	13.0
3M	(5.0)	8.1	10.4	17.9	231.9	13.9	34.0	3.0	23.3
6M	27.2	40.2	3.2	41.0	294.8	69.1	63.1	(14.9)	6.8
12M	72.2	9.5	37.5	125.6	275.4	84.3	1.1	11.5	39.1
상대수익률 (%)									
1M	3.6	5.3	3.8	3.4	39.7	(4.7)	11.9	5.5	8.7
3M	(6.8)	6.2	7.5	15.0	229.0	11.0	31.1	0.2	20.4
6M	18.4	31.5	(6.6)	31.2	285.0	59.3	53.4	(24.7)	(3.0)
12M	65.8	3.1	20.7	108.8	258.6	67.5	(15.7)	(5.4)	22.3
PER (X)									
2011	20.4	15.3	22.9	11.9	n/a	21.6	20.9	23.5	8.6
2012C	23.8	21.7	21.4	20.5	n/a	22.7	21.6	21.6	10.2
2013C	18.3	17.1	17.6	17.4	13.2	10.3	19.3	20.0	10.3
PBR (X)									
2011	3.6	2.8	9.0	1.8	0.1	1.0	3.0	2.5	1.1
2012C	4.9	4.6	8.5	4.8	1.0	2.0	3.0	2.2	1.4
2013C	4.1	3.8	6.0	4.3	1.3	1.8	2.6	2.0	1.3
ROE (%)									
2011	17.6	19.4	48.2	19.4	(36.3)	4.4	16.7	11.0	14.0
2012C	22.6	22.7	43.7	19.1	(75.4)	8.0	10.1	12.1	14.3
2013C	23.5	25.0	38.5	24.3	6.6	18.8	11.5	11.6	12.8
매출액 성장률 (%)									
2011	4.0	3.4	41.2	13.7	13.6	11.9	27.3	43.9	20.6
2012C	14.3	9.4	20.7	15.6	(5.0)	(3.3)	19.5	26.9	15.5
2013C	17.1	12.4	19.3	13.7	3.0	4.2	18.5	13.1	3.4
영업이익 성장률 (%)									
2011	(20.2)	(14.3)	77.8	(4.4)	13.7	19.9	6.0	54.8	65.2
2012C	59.1	27.0	34.3	10.5	(51.1)	7.6	(28.9)	13.7	22.6
2013C	27.5	23.6	23.5	18.3	40.9	6.9	16.8	(0.9)	17.0
순이익 성장률 (%)									
2011	(11.6)	(17.2)	100.2	12.1	적지	흑전	7.7	5.4	170.4
2012C	52.8	31.9	34.9	(20.8)	적지	59.4	(43.4)	29.8	14.5
2013C	31.0	23.8	22.4	23.3	적지	85.9	25.2	4.0	(3.2)
영업이익률 (%)									
2011	9.6	13.2	32.1	14.5	2.8	3.0	30.5	8.4	2.5
2012C	13.3	15.4	35.7	13.9	1.4	3.4	18.1	7.5	2.6
2013C	14.5	16.9	37.0	14.4	2.0	3.5	17.9	6.6	3.0
순이익률 (%)									
2011	8.6	11.0	24.3	13.7	(5.3)	0.6	30.8	3.2	2.2
2012C	11.5	13.2	27.1	9.4	(6.2)	1.0	14.6	3.3	2.2
2013C	12.9	14.5	27.8	10.2	(0.6)	1.7	15.4	3.0	2.0

자료: Bloomberg (1/15), KB투자증권

주: 하나투어, 모두투어의 valuation은 KB투자증권 추정치 (1/16)

Compliance Notice

2013년 1월 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 투자 의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	하나투어 주가 및 KB투자증권 목표주가	
하나투어	2011/01/26	BUY	64,000			
	2011/04/08	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			
	2012/07/02	BUY	60,000			
	2012/07/17	BUY	60,000			
	2012/07/25	BUY	60,000			
	2012/10/02	BUY	70,000			
	2012/11/13	BUY	70,000			
	2013/01/04	BUY	70,000			
2013/01/17	BUY	70,000				

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	모두투어 주가 및 KB투자증권 목표주가	
모두투어	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		
	2012/07/02	BUY	28,000			
	2012/07/25	BUY	28,000			
	2012/10/02	BUY	28,000			
	2013/01/04	BUY	31,000			
2013/01/17	BUY	31,000				

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, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.