

여행업



비중확대 (유지)

[Analyst]

성준원 ☎ 02-3772-1538
수석연구원 ✉ jvsung79@shinhan.com

'하나'와 '모두'의 성장은 계속된다

하나투어와 모두투어의 성장을 기대하는 3가지 이유

1) 전체적인 출국 수요가 좋다. 환율 안정화, 원/엔 환율의 하락, 소비 트렌드의 변화, 패키지 가격의 인하 덕분에 여행을 떠나는 출국자 자체가 많다. 2) 시장지배력이 강화되고 있다. 양사의 시장점유율은 사상 최고 수준이다. 상위권 여행사들의 산업 집중도 하락은 1, 2등 회사에게는 기회이다. 3) 항공사 및 호텔에 대한 협상력이 강해지고 있다. 흔히 말하는 '갑'과 '을'의 관계가 항공권 공급량 증가 덕분에 조금씩 바뀌기 시작했다. 이 3가지 이유는 결국 대형여행사를 통한 출국자를 증가시키는 요인으로 작용되고 있다.

지금부터는 K-IFRS 연결 실적을 보자

최근에 공시된 2012년 연결감사보고서에 따르면 하나투어의 연결 실적은 별도 대비 +17.8%, 모두투어는 +1.8% 늘어난다. 하나투어는 26개, 모두투어는 4개의 연결 자회사가 있다. 하나투어의 1Q13 영업이익은 별도 기준 120억원(+21.6% YoY), 연결 기준 133억원으로 추정된다. 모두투어의 1Q13 영업이익은 별도 기준 50억원(-15.2% YoY), 연결 기준 53억원으로 예상된다.

하나투어와 모두투어에 대해 매수의견 유지

하나투어의 목표주가를 94,000원으로 상향한다. 연결 기준 12개월 Forward EPS 4,265 원에 PER 22배를 적용한 수준이다. 2013년 연결 PER은 현재 18.7배이다. 현 추세대로만 하나투어의 이익 개선세가 유지된다면, 시가총액 1조원은 조만간 가능할 수도 있다. 모두투어의 목표주가를 36,000원으로 상향한다. 연결 기준 12개월 Forward EPS 1,786 원에 PER 20배를 적용했다. 2013년 연결 PER은 현재 17.7배 수준이다. 모두투어의 5~6월 예약률은 정상적으로 나오고 있다. 하나투어 대비 오르지 못한 주가의 상승을 격차는 지금부터는 서서히 축소될 가능성이 높다.

Top Picks

종목명	투자의견	현재주가 (4월 3일, 원)	목표주가 (원)	상승여력 (%)
하나투어 (039130)	매수	74,200	94,000	26.7
모두투어 (080160)	매수	29,200	36,000	23.3

Contents

- 3 **목표주가: 하나투어 94,000원(상향), 모두투어 36,000원(상향)**
- 6 **성장의 이유 1. 전체적인 출국 수요가 증가**
- 9 **성장의 이유 2. 시장지배력 강화**
- 12 **성장의 이유 3. '갑' 과 '을' 관계의 변화: 항공사 vs. 여행사**
- 15 **2013년 예상 실적(K-IFRS 별도 기준)**
- 17 **이제부터는 K-IFRS 연결 기준으로 보자**
- 22 **하나투어와 모두투어의 주가 상승을 격치는 축소될 것**

- 24 **Company analysis**
 - 하나투어 (039130) - 매수 (유지), 목표주가: 94,000원 (상향)
 - 모두투어 (080160) - 매수 (유지), 목표주가: 36,000원 (상향)

목표주가: 하나투어 94,000원(상향), 모두투어 36,000원(상향)

하나투어 목표주가 94,000원

하나투어의 목표주가를 78,000원에서 94,000원으로 상향한다. 하나투어를 통한 출국 수요가 기존의 추정치보다 훨씬 좋다. 선행지수인 예약률이 6월까지 나오고 있어서 이익에 대한 신뢰성도 높다. 별도 기준 순이익의 증가 뿐만 아니라 연결 기준 순이익도 증가하고 있다. 최근 발표된 2012년 연결감사보고서에 따르면 26개 자회사들의 실적은 추정치를 크게 상회했다. 2012년 연간으로 별도 대비 연결 순이익은 17.8% 증가했다. 1분기부터 분기별로 연결 기준 실적이 발표된다. 별도 대비 이익은 최소한 10~15% 이상은 증가하게 되어서 긍정적이다.

86,000원은 시가총액 1조원 수준. 조만간 달성 기대

목표주가 94,000원은 12개월 Forward EPS 4,265원에 PER 22배를 적용한 수준이다. 2013년 연결 PER은 현재 18.7배 수준이고, 2014년 연결 PER은 15.3배로 낮다. 목표주가 94,000원은 시가총액 기준으로 1조 900억원이다. 주가 86,000원이 시가총액 1조원이다. 시가총액은 이미 2007년에 1조원을 넘긴 적이 있다. 2007년 EPS는 2,300원 수준이었다. 현재 적용되는 EPS의 절반 수준이다. 2007년에 비해서 현재 PER도 거의 절반이다. 하나투어의 시가총액 1조원은 생각보다 빨리 달성될 가능성이 있다.

12개월 Forward 연결 순이익 PER Valuation: 목표주가 94,000원							
(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2013년 별도 순이익	37.6	2013년 연결 순이익	46.2	연결 12개월 Forward 순이익	49.6	2014년 연결 순이익	56.3
EPS(원)	3,240	EPS(원)	3,975	연결 12개월 Forward EPS(원)	4,265	EPS(원)	4,846
목표주가(원)	71,280	목표주가(원)	87,450	목표주가(원)	93,837	목표주가(원)	106,612
Target PER(x)	22.0	Target PER(x)	22.0	Target PER(x)	22.0	Target PER(x)	22.0
현재주가(원)	74,200	현재주가(원)	74,200	현재주가(원)	74,200	현재주가(원)	74,200
현재주가 PER(x)	22.9	현재주가 PER(x)	18.7	현재주가 PER(x)	17.4	현재주가 PER(x)	15.3

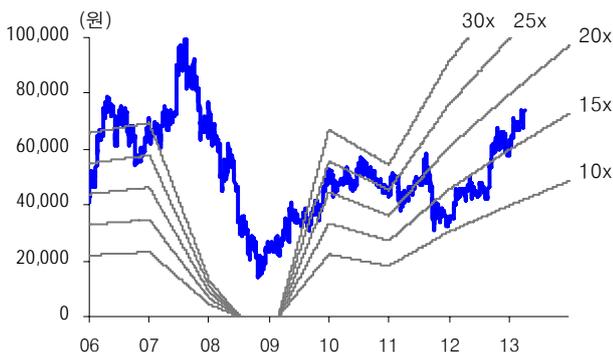
자료: 신한금융투자 추정

Historical Valuation								
(X, %)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	평균(2008년과 2009년 제외)
PER(End)	32.3	33.1	53.8	-120.6	22.9	20.4	23.6	26.5
PER(High)	37.0	43.7	170.7	-127.3	30.2	35.2	26.8	34.6
PER(Low)	20.5	25.1	27.0	-50.0	22.3	18.4	11.8	19.6
PER(Avg)	29.5	34.2	93.4	-77.6	25.9	26.2	21.1	27.1
Discount(%)								20%
PER(Target)								22.0

자료: 신한금융투자 추정

주: Discount의 이유 - 2006년과 2007년에는 출국자가 20% 이상의 고성장을 이어갔지만 현재는 5~7% 사이의 성장이기 때문에 20% 할인.

하나투어 PER Band (12Fwd)



자료: 신한금융투자, K-IFRS 연결 기준

하나투어 PBR Band (12Fwd)



자료: 신한금융투자, K-IFRS 별도 기준

모두투어 목표주가 36,000원

모두투어의 목표주가를 35,000원에서 36,000원으로 상향한다. 최근 모두투어의 주가는 하나투어에 비해서 약했다. 1분기의 저조한 실적 및 낮은 예약률에 대한 우려 때문이다. 다만, 5월 이후부터는 예약률이 정상화 되고 있고, 연결 실적을 포함한 이익 추정치가 소폭 상향되었기 때문에 목표가를 올린다. 2012년 연결감사보고서에 따르면 별도 대비 연결 순이익은 1.8% 증가했다. 모두투어는 4개의 연결 자회사가 있다. 2013년에는 6.4% 정도로 훨씬 개선된 연결 순이익이 기대된다. 1분기부터 연결 실적이 발표되면 각 분기별로 5% 씩은 별도 대비 이익 개선이 가능하다. 하나투어 대비 많이 벌어져있는 주가 상승률은 지금부터는 축소될 가능성이 높다. 5~6월 예약률이 정상적으로 나오고 있기 때문이다.

하나투어와의 수익률 격차는 서서히 축소될 전망

목표주가 36,000원은 12개월 Forward EPS 1,753원에 PER 20배를 적용한 수준이다. 2013년 연결 PER은 현재 17.7배 수준이고, 2014년 연결 PER은 14.2배로 낮다. 목표주가 및 현재 주가 수준의 PER은 하나투어에 비해서 할인 되어 있다. 역사적으로 모두투어의 하나투어 대비 Valuation Discount 비율은 10~20% 수준이다. 모두투어가 시장점유율, 매출액, 그리고 이익 측면에서 당분간 하나투어를 이기기는 쉽지 않다. 향후에도 하나투어 대비 대략 10~20% 수준의 Discount는 지속될 가능성이 높다. 이제까지도 하나투어의 주가 상승 만큼 모두투어도 따라서 움직여왔다. 시가총액이 크지 않기 때문에 하나투어와 모두투어를 둘 다 매수하는 전략은 여전히 유효하다.

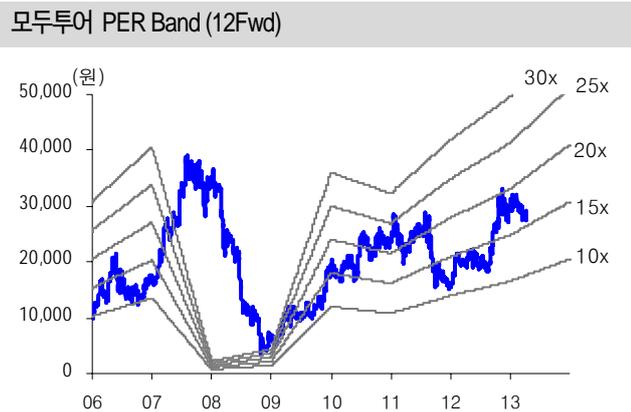
12개월 Forward 연결 순이익 PER Valuation: 목표주가 36,000원					
(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2013년 별도 순이익	19.6	2013년 연결 순이익	20.8	연결 12개월 Forward 순이익	22.5
EPS(원)	1,554	EPS(원)	1,653	연결 12개월 Forward EPS(원)	1,786
목표주가(원)	31,080	목표주가(원)	33,060	목표주가(원)	35,720
Target PER(x)	20.0	Target PER(x)	20.0	Target PER(x)	20.0
현재주가(원)	29,200	현재주가(원)	29,200	현재주가(원)	29,200
현재주가 PER(x)	18.8	현재주가 PER(x)	17.7	현재주가 PER(x)	16.3
				2014년 연결 순이익	25.9
				EPS(원)	2,052
				목표주가(원)	41,040
				Target PER(x)	20.0
				현재주가(원)	29,200
				현재주가 PER(x)	14.2

자료: 신한금융투자 추정

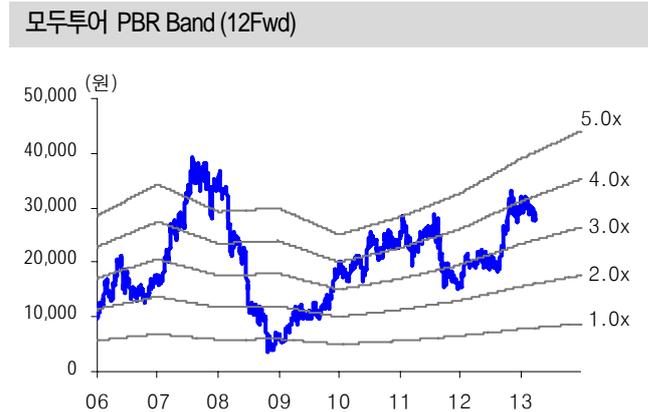
Historical Valuation								
(X, 원)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	평균(2008년과 2009년 제외)
PER(End)	25.6	39.1	139.9	193.3	20.0	15.3	22.0	24.4
PER(High)	32.9	43.9	746.9	201.9	22.0	28.0	24.5	30.3
PER(Low)	14.6	17.0	62.5	54.1	12.9	13.4	11.3	13.8
PER(Avg)	27.3	38.7	349.5	114.2	18.1	22.3	17.0	24.2
Discount(%)								20%
PER(Target)								20.0

자료: 신한금융투자 추정

주: Discount의 이유 - 2006년과 2007년에는 출국자가 20% 이상의 고성장을 이어갔지만 현재는 5~7% 사이의 성장이기 때문에 20% 할인.



자료: 신한금융투자, K-IFRS 연결 기준



자료: 신한금융투자, K-IFRS 별도 기준

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)		861.9	367.9	39,312.7	9,354.0	3,327.6	1,079.2	561.0
Sales (십억원)	2012	259.2	132.8	5,926.5	4,540.2	752.0	1,419.1	132.9
	2013F	298.1	155.2	7,306.5	5,242.6	885.5	1,973.6	175.4
	2014F	333.6	176.1	8,661.2	5,886.7	1,042.5	2,106.2	237.9
OP (십억원)	2012	34.7	21.2	2,061.3	618.2	118.4	119.6	(11.8)
	2013F	44.2	26.2	2,665.7	712.0	123.7	122.2	(3.1)
	2014F	53.3	32.3	3,229.7	848.9	160.1	135.9	5.7
OP margin (%)	2012	13.4	15.9	34.8	13.6	15.7	8.4	(8.9)
	2013F	14.8	16.9	36.5	13.6	14.0	6.2	(1.7)
	2014F	16.0	18.4	37.3	14.4	15.4	6.5	2.4
NP (십억원)	2012	30.0	17.3	1,599.1	315.6	129.2	45.8	0.1
	2013F	38.2	22.1	2,264.4	547.0	173.1	59.2	3.0
	2014F	46.0	26.9	2,722.5	649.6	212.5	64.8	7.7
NP margin (%)	2012	11.6	13.0	27.0	7.0	17.2	3.2	0.1
	2013F	12.8	14.3	31.0	10.4	19.5	3.0	1.7
	2014F	13.8	15.3	31.4	11.0	20.4	3.1	3.2
EPS Growth (%YoY)	2012	51.7	(13.3)	36.2	(38.9)	(28.2)	0.0	(98.4)
	2013F	21.7	20.8	35.6	65.0	31.2	39.1	7,473.0
	2014F	20.5	22.8	19.4	19.7	27.3	10.7	75.7
P/E (x)	2012	22.5	21.3	22.3	22.8	28.3	23.5	577.9
	2013F	22.5	17.1	18.2	17.9	18.4	17.0	59.3
	2014F	18.6	14.0	15.2	14.9	14.4	15.3	33.7
P/B (x)	2012	4.5	4.5	7.8	3.6	3.1	2.5	0.8
	2013F	5.1	3.6	6.3	3.8	2.3	2.0	1.5
	2014F	4.2	3.1	4.7	3.2	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA (x)	2012	14.2	14.2	14.4	9.6	N/A	9.4	19.7
	2013F	15.3	11.7	12.8	8.7	15.5	8.6	83.7
	2014F	12.7	9.6	10.6	7.6	12.4	7.8	20.3
ROE (%)	2012	22.7	22.6	43.5	12.5	10.6	11.0	0.0
	2013F	23.7	24.1	39.1	19.9	11.0	11.2	1.7
	2014F	24.0	24.6	35.0	21.4	11.4	11.5	3.0

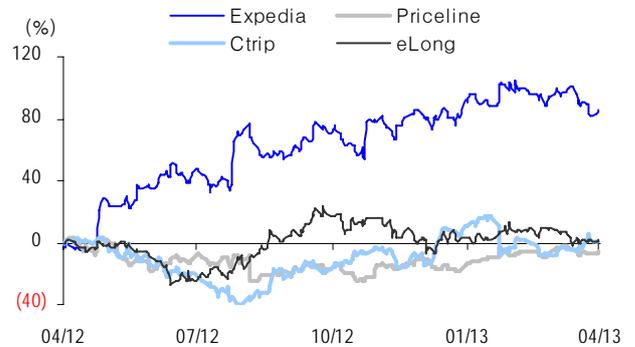
자료: Bloomberg Consensus, K-IFRS 별도 기준

국내 여행주 주가 추이(1년)



자료: 신한금융투자

해외 여행주 주가 추이(1년)



자료: 신한금융투자

성장의 이유 1. 전체적인 출국 수요가 좋다.

2013년 출국자는 1,457만명(+6.1% YoY), 입국자는 1,171만명(+5.1% YoY)

2013년 출국자는 1,457만명 (+6.1% YoY) 전망

2013년 출국자는 1,457만명(+6.1% YoY)으로 전망한다. 2012년에 이어서 또다시 2013년에도 사상 최대 출국자이다.

출국자가 증가하는 이유는 무엇일까? 1) 환율의 하향 안정화가 지속되고 있고, 2) GDP의 꾸준한 증가를 통한 달러표시 GDP가 올라가고 있다. 3) 항공권 공급량이 증가(저가항공사 포함)하면서 저가형 패키지 상품을 안정적으로 공급할 수 있게 되었다. 4) 원/엔 환율이 하향되기 시작하면서 일본으로의 출국자 증가 추세 또한 전체 출국자를 증가시키는 요인으로 작용하고 있다. 5) 2013년에는 징검다리 휴일 등의 연휴가 많다. 아직 시기는 확정되지 않았지만, 새 정부의 계획대로 대체휴일제가 도입된다면 출국자는 더욱 빠르게 증가할 전망이다. 6) 경기가 좋지 않다고 하는데도 이 정도의 출국자가 나오는데, 경기가 좋아지게 되면 출국자는 더욱 증가할 가능성이 높다.

2013년 입국자는 1,171만명 (+5.1% YoY) 전망

2013년 입국자는 1,171만명(+5.1% YoY)으로 전망한다. 2012년에 이례적으로 많이 증가했던 일본인 입국자는 원/엔 환율의 하락으로 2013년에는 -14.6% YoY 감소한 300만명을 기록할 가능성이 높다. 만약, 일본인 입국자가 2013년에도 증가한다면 입국자 증가율은 10%도 가능하다. 중국인 입국자는 2013년에 +23.5% YoY 증가한 350만명 수준을 예상한다. GDP 증가 및 출국자 증가 트렌드에 따라 한국으로 오는 중국인 입국자도 자연히 증가할 전망이다. 2013년에는 중국인 입국자가 처음으로 일본인 입국자를 추월하기 시작했다.

출입국자 추이 (연도별)

(천명)	07	08	09	10	11	12	13F	14F	15F	16F	17F
출입국자 합계	19,773	18,887	17,312	21,286	22,489	24,877	26,283	27,562	29,244	31,086	33,082
출국자	13,325	11,996	9,494	12,488	12,694	13,737	14,571	14,976	15,601	16,264	16,940
입국자	6,448	6,891	7,818	8,798	9,795	11,140	11,712	12,586	13,643	14,821	16,142
일본	2,236	2,378	3,053	3,023	3,289	3,519	3,003	2,811	2,673	2,599	2,586
중국	1,069	1,168	1,342	1,875	2,220	2,837	3,504	4,126	4,894	5,731	6,645
대만	335	320	381	406	428	548	603	695	780	868	975
홍콩	140	160	216	229	281	360	423	492	561	629	699
동남아	967	1,066	1,082	1,305	1,416	1,623	1,811	1,987	2,148	2,294	2,420
기타	1,701	1,798	1,743	1,959	2,161	2,258	2,366	2,475	2,587	2,700	2,817
(% YoY 증감률)											
출입국자 합계	11.3	(4.5)	(8.3)	23.0	5.6	10.6	5.6	4.9	6.1	6.3	6.4
출국자	14.8	(10.0)	(20.9)	31.5	1.6	8.2	6.1	2.8	4.2	4.2	4.2
입국자	4.8	6.9	13.4	12.5	11.3	13.7	5.1	7.5	8.4	8.6	8.9
일본	(4.4)	6.4	28.4	(1.0)	8.8	7.0	(14.6)	(6.4)	(4.9)	(2.8)	(0.5)
중국	19.2	9.3	14.9	39.7	18.4	27.8	23.5	17.7	18.6	17.1	15.9
대만	(0.9)	(4.5)	18.9	6.8	5.4	28.0	10.0	15.2	12.2	11.4	12.3
홍콩	(1.9)	14.4	34.6	5.9	22.9	28.2	17.6	16.2	14.1	12.0	11.2
동남아	8.5	10.3	1.6	20.6	8.5	14.6	11.6	9.7	8.1	6.8	5.5
기타	10.0	5.7	(3.1)	12.4	10.3	4.5	4.8	4.6	4.5	4.4	4.3

자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

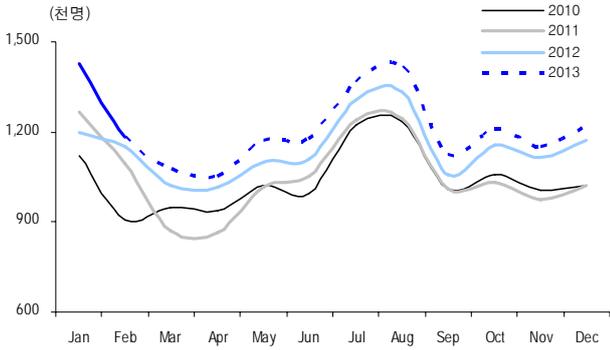
주: 출국자는 승무원 약 130만명을 포함한 수치

중국인과 일본인의 입국자 비중(2013년 중국이 일본을 처음으로 추월)

(%)	07	08	09	10	11	12	13F	14F	15F	16F	17F
일본인	34.7	34.5	39.1	34.4	33.6	31.6	25.6	22.3	19.6	17.5	16.0
중국인	16.6	16.9	17.2	21.3	22.7	25.5	29.9	32.8	35.9	38.7	41.2

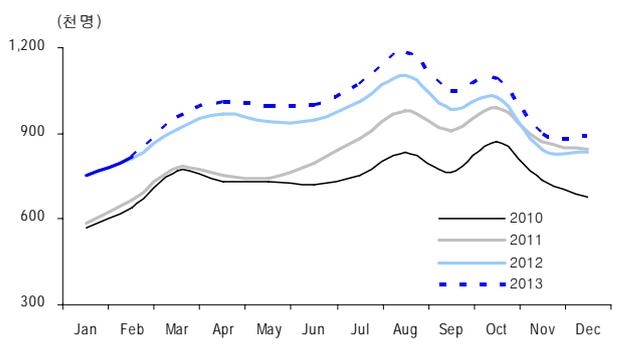
자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

출국자 추이 (월별)



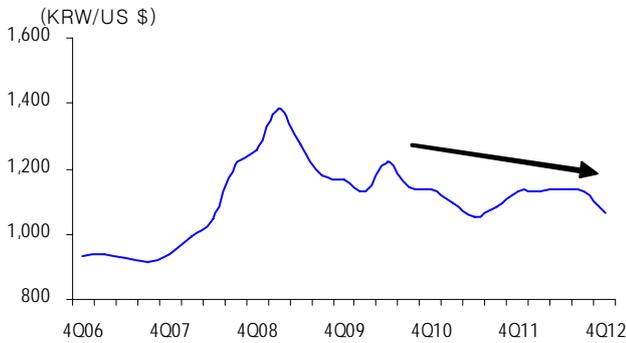
자료: 한국관광공사, 신한금융투자

입국자 추이 (월별)



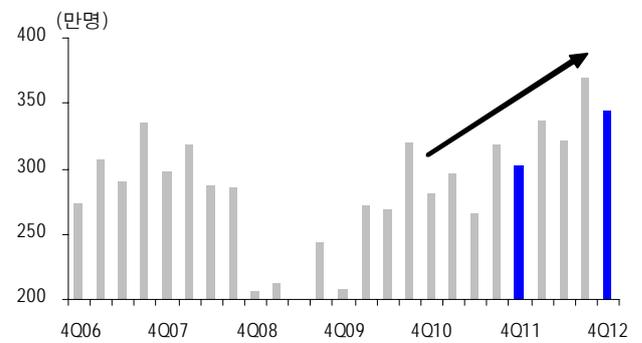
자료: 한국관광공사, 신한금융투자

환율의 하락 안정화 추세 지속



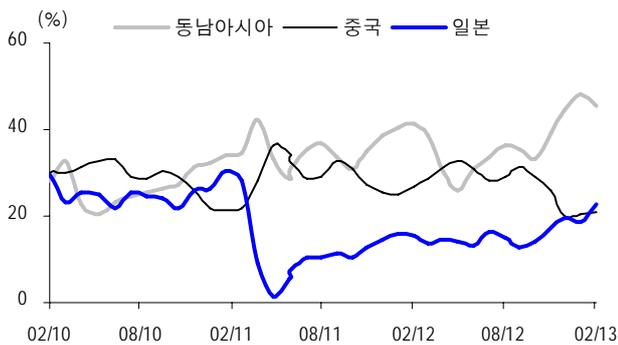
자료: 외환은행, 신한금융투자

환율 덕분에 출국자는 증가세 지속



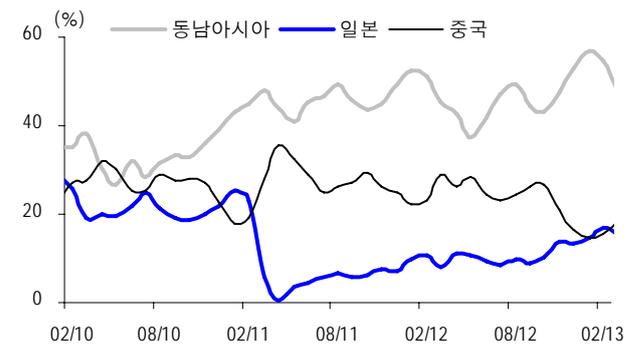
자료: 한국관광공사, 신한금융투자

하나투어 지역별 출국자 비중 (일본 회복세)



자료: 하나투어, 신한금융투자

모두투어 지역별 출국자 비중 (일본 회복세)



자료: 모두투어, 신한금융투자

2013년 공휴일 및 연휴 (2012년 대비 연휴가 많음)

날짜	공휴일 및 연휴	날짜	공휴일 및 연휴
1월	1일 신정 연휴	7월	없음
2월	9일~11일 구정 연휴(8일 금요일 오후~11일 월요일)	8월	15일 광복절 연휴(15일 목요일 ~ 16일 금요일 징검다리 ~ 18일 일요일)
3월	1일 삼일절 연휴(1일 금요일~3일 일요일)	9월	추석 연휴(17일 화요일 오후 ~ 18일 수요일 ~ 22일 일요일)
4월	없음	10월	3일 개천절 연휴(3일 목요일 ~ 6일 일요일), 9일 한글날(수요일)
5월	5일 어린이날(일요일), 17일 석가탄신일 연휴(17일 금요일~19일 일요일)	11월	없음
6월	6일 현충일 연휴(6일 목요일 ~ 7일 금요일 징검다리 ~ 9일 일요일)	12월	25일 성탄절(수요일)

자료: 신한금융투자

패키지 예약률이 좋다. 왜 좋을까?

**예약률이 좋은 이유:
수요 증가, 시장지배력 강화, 패키지 가격 하락**

여행주의 가장 중요한 선행지표가 예약률이다. 현재 예약률이 좋다. 특히, 대형여행사인 하나투어와 모두투어의 예약률이 좋다. 시장 전체의 성장보다 더 빠르게 성장하고 있다.

왜 대형여행사의 예약률이 좋을까?

답은 수요 증가 및 시장 지배력 강화에서 찾을 수 있다.

- 1) 전체적인 출국자 수요가 많아서 좋다.
- 2) 하나투어와 모두투어의 시장지배력이 강화되고 있어서 수요가 몰린다.
- 3) 항공권 공급량의 증가 덕분에 패키지 가격이 하락하고 있어서 수요가 좋다.

예약률은 무엇일까? 예약률은 여행주를 투자할 때 가장 먼저 체크해야하는 지표이다. 하나투어와 모두투어가 발표하는 패키지 여행 예약률을 보면 지금부터 2~3개월 후의 출국 수요를 추정해 볼 수 있다는 점에서 두 회사의 예약률은 상당히 중요하다. 예약률은 매달 말일이 되면 실제 패키지 여행객 송출객수로 확정 집계된다. 예를 들면, 현재(2013년 4월 2일)는 하나투어의 4월 여행객 예약률이 +20% YoY 수준이다. 2012년 4월 2일 대비 4월말까지 출국하려는 수요가 20% 정도 더 많다는 뜻이다. 이대로 4월말까지 간다면 4월 하나투어의 패키지 송출객수는 전년 4월의 116,417명 대비 20% 많은 139,700명이 될 가능성이 높다.

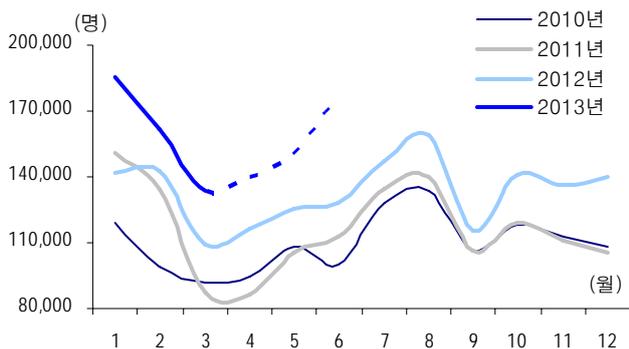
**하나투어 예약률: 4월 +20%
YoY, 5월 +20% YoY**

하나투어의 실제 송출객수는 전년 동월 대비 각각 1월 +30.7%, 2월 +13.7%, 3월 +22.8% 씩 증가했다. 예약률은 4월 +20%, 5월 +20%, 6월 +47% 수준의 급증세를 유지하고 있다. 기존의 예상치보다 높은 수준이다.

**모두투어 예약률: 4월 +6.6%
YoY, 5월 +18% YoY**

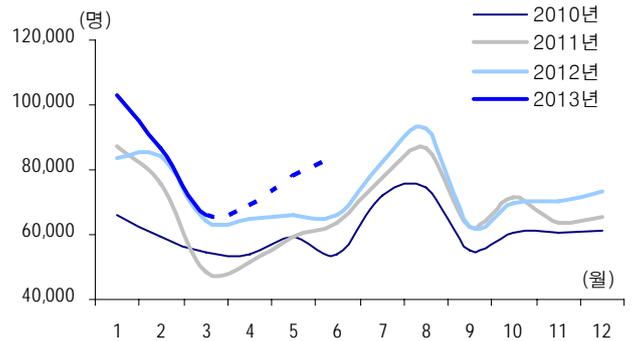
모두투어의 실제 송출객수는 전년 동월 대비 각각 1월 +22.7%, 2월 +3.1%, 3월 +2.3% 씩 증가했다. 예약률은 4월 +6.6%, 5월 +18%, 6월 +27% 수준으로 오르는 중이다. 2~4월은 저조했지만, 5월과 6월에 회복될 가능성이 높아지고 있다.

하나투어 패키지 예약률 및 송출객수(월별)



자료: 하나투어, 신한금융투자
주: 실선은 실제 송출객수, 점선은 예약률로 계산한 송출객수 예상치

모두투어 패키지 예약률 및 송출객수(월별)



자료: 모두투어, 신한금융투자
주: 실선은 실제 송출객수, 점선은 예약률로 계산한 송출객수 예상치

성장의 이유 2. 시장지배력 강화

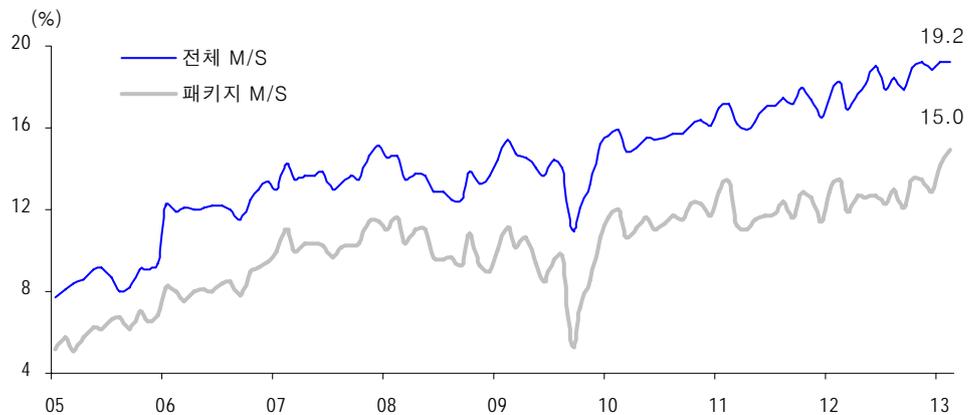
사상 최대 시장점유율: 하나투어는 19.5%, 모두투어는 10.8%

하나투어 시장점유율은 사상 최대, 모두투어 시장점유율은 최대치에 근접한 수준

하나투어와 모두투어의 시장점유율은 지금이 사상 최대 수준이다. 최근 2~3년 동안 하나투어와 모두투어의 시장점유율은 더욱 빠르게 올라가고 있다. 2월 기준으로 양사는 사상 최대의 시장점유율을 기록하고 있다.

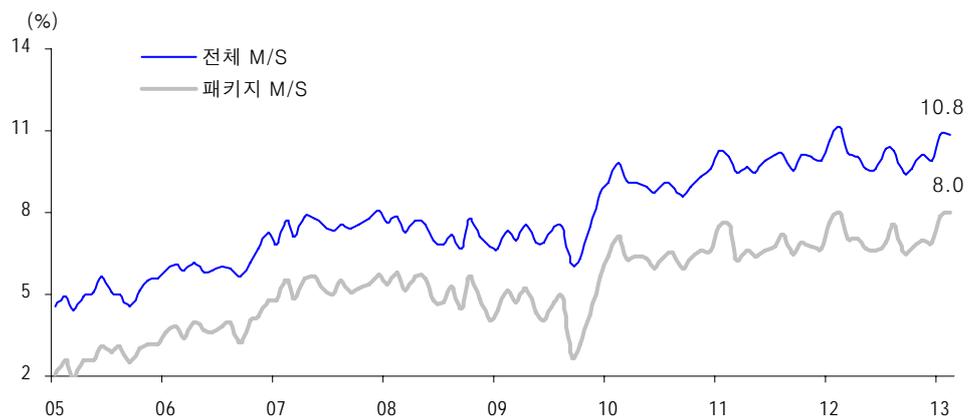
월별 전체 출국자 중에서 하나투어의 전체 시장점유율(하나투어의 패키지 및 항공권을 이용해서 출국한 사람을 전체 출국자로 나눈 숫자)은 19.5%로 최고치였다. 패키지 송출객수도 15.0%로 역대 최고였다. 모두투어의 전체 시장점유율은 사상 최고치에 근접한 수준인 10.8%였다. 패키지 송출객수는 최고치인 8.0%를 기록했다.

하나투어 전체(패키지+항공권) 및 패키지 시장점유율(월별)



자료: 회사 자료, 신한금융투자
 주: 2005년 1월~2013년 2월까지 (3월 출국자 데이터는 4월 20일경 발표됨)

모두투어 전체(패키지+항공권) 및 패키지 시장점유율(월별)



자료: 회사 자료, 신한금융투자
 주: 2005년 1월~2013년 2월까지 (3월 출국자 데이터는 4월 20일경 발표됨)

양사의 시장점유율이 지속적으로 높아지는 이유?

하나투어와 모두투어의 시장점유율이 갈수록 높아지는 이유는 무엇일까? 두가지 큰 이유가 있다. 첫번째는, 항공권 Zero-Commission을 생각해볼 수 있다. 두번째는, 상위권 여행사들의 여행산업에 대한 집중도 하락을 꼽을 수 있다. 세번째는, 패키지 시장의 지속 성장이다.

1) Zero-Commission

항공권 판매 수수료 지급 중단
대형 여행사로의 쏠림 현상 강화 시킴

대한항공(2010년부터)과 아시아나항공(2011년부터)은 항공권 판매에 대한 여행사 수수료 지급을 중단했다. Zero-Commission(항공권 판매 수수료 지급 중지)이 시작되면서 항공권 수수료를 주된 수입원으로 삼고 있던 중소규모의 여행사들은 경영환경이 어려워졌다. 항공권에 대한 Deposit(선수금)을 지불하기 힘들어진 중소 여행사들은 자금력이 있는 대형 여행사로부터 항공권을 사와야 하는 수준까지 이르렀다. 덕분에 항공권에 대한 경쟁력을 가지고 있는 대형 여행사의 시장점유율은 지속적으로 올라가고 있다.

국내에는 8,000여개의 여행사가 있다. 그 중에서 하나투어와 모두투어만 도매업(Wholesale, 본사에서는 상품만 만들고 판매망은 전문판매점/프랜차이즈를 이용하는 회사)을 하는 회사였다. 최근에는 한진관광이 도매업을 하겠다고 발표했다. 3개의 회사를 제외한 상위권 회사 중에서 직판여행사(직접 상품을 만들고 광고를 하고 자신의 판매망을 통해서 여행상품을 판매하는 여행사)는 대략 50여개가 있다. 그 중에서도 세종, 자유투어, 롯데관광개발, 레드캡투어 등의 여행사는 10위권에 있다. 신문 광고를 통해서 자주 접하는 이름들이다.

현 시점에서 제대로된 도매업을 하는 여행사는 하나투어와 모두투어 밖에는 없다. 중소규모의 여행사들은 생존을 위해서 하나투어와 모두투어의 전문판매점(프랜차이즈)으로 전향해야 하는 상황까지 오게 되었다. Zero-Commission 시대가 시작되면서 하나투어와 모두투어의 시장점유율이 빠르게 올라가는 이유이다.

2) 상위권 여행사들의 여행산업 집중도 하락

3~10위권 여행사들 vs. 1~2위 여행사의 승자는 하나투어와 모두투어가 될 것

3위~10위에 있는 여행사들의 여행업에 대한 집중도가 낮아지면서 하나투어와 모두투어의 시장점유율이 높아지고 있다. 여행업은 서비스업이다. 서비스를 판매하는 회사들은 평판도가 중요하다. 여행업의 신뢰도는 항공사, 호텔, 랜드사(여행 목적지의 위탁 여행사), 그리고 고객과의 계약에 큰 영향을 미친다.

롯데관광개발과 자유투어의 평판도와 신뢰도는 빠르게 추락하고 있다. 롯데관광개발은 용산역 세권 프로젝트가 계획대로 되지 못하면서 기업회생절차(법정관리)를 신청하게 되었다. 자유투어는 무리한 부동산 투자와 대주주의 지분싸움으로 상태가 좋지 못하다. 최근에는 감사인의 감사의견 거절로 인한 상장폐지절차가 진행되면서 정상적인 기업활동이 쉽지 않은 상황이다. 두 회사는 4~6등 수준이다. 시장점유율도 각각 3~4% 썩은 된다. 양사가 상장폐지되거나 신뢰도가 하락하면 하나투어와 모두투어의 시장점유율 상승에 큰 기여를 할 전망이다.

세종과 레드캡투어는 일반적인 관광여행 보다는 기업고객의 출장수요 및 임직원 여행수요를 담당하는 여행사이다. 두 회사는 하나투어와 모두투어처럼 해외여행자 증가의 수혜를 크게 얻지 못하는 사업구조를 가지고 있다. 삼성그룹의 해외 출장자가 세종의 주요 고객이다. 레드캡투어의 주요 고객은 GS/LG/LIG/LS 그룹의 임직원이다. 레드캡투어 매출의 대부분은 사실 렌터카 사업에서 나온다. 기업고객에 집중했기 때문에 일반 여행자를 위한 상품이 많지 않다. 일반 여행자에 대한 집중도가 높은 하나투어와 모두투어와의 경쟁에서 밀릴 수 밖에는 없다.

패키지 시장 vs. FIT 시장: 한국은 패키지 위주로 성장

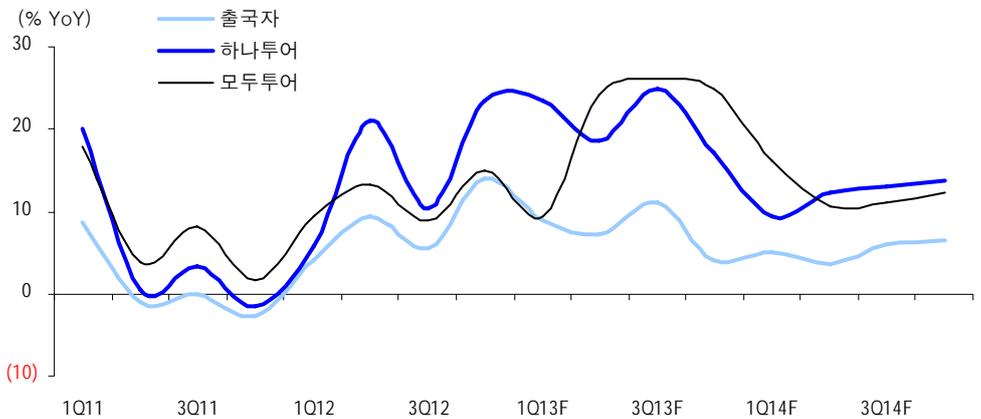
3) 패키지 시장의 지속 성장

FIT(Free Individual Tour, 개별 자유 여행) 시장은 한국에서 별로 성장하지 못하고 있다. 부분 자유 상품(Hybrid, 3박 4일 일정에서 3일은 자유 시간이고 마지막 하루만 옵션 쇼핑) 또는 에어텔(Airtel, 가이드는 없고 항공권과 호텔만 합쳐 놓은 패키지 상품)과 같은 상품으로 패키지가 진화하고 있기 때문이다.

패키지가 잘 팔리는 이유는 사실 가격 경쟁력에 있다. 항공권과 호텔을 대량으로 확보하고 있는 하나투어와 모두투어의 패키지 상품이 FIT에 비해 저렴하다. 의사소통 문제도 관건이다. 관광 목적 출국자의 80% 이상이 언어장벽이 있는 동남아시아, 중국, 그리고 일본으로 출국하기 때문에 여행사(현지 가이드)가 필요하기도 하다.

가격 경쟁력이 있는 대형여행사의 시장점유율은 지속적으로 오르고 있다. 하나투어와 모두투어의 패키지 성장률은 일반적으로 전체 출국자 시장의 성장률에 비해서 더 높게 나온다. 양사의 시장점유율이 지속적으로 올라가고 있다는 뜻이다.

하나투어와 모두투어의 패키지 성장률이 시장 대비 높다

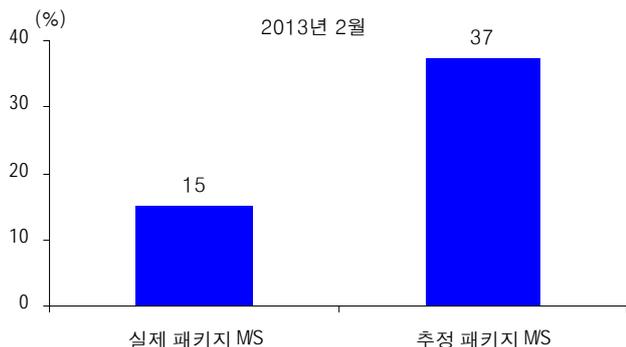


자료: 한국관광공사, 각 사, 신한금융투자
 주: 하나투어와 모두투어의 패키지가 평균적으로 전체 출국자 성장률에 비해서 더 높게 나타남

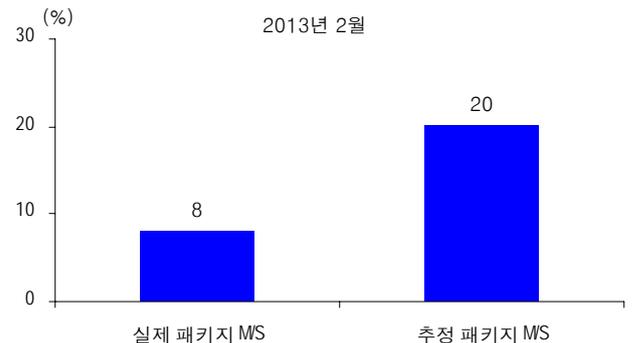
하나투어 실제 M/S: 37%
 모두투어 실제 M/S: 20%

전체 출국자 중에서 실제로 관광을 목적으로 출국하는 사람은 대략 45~50% 정도로 추정하고 있다. 하나투어와 모두투어는 대부분 관광 목적 출국자를 대상으로 상품을 판매하고 있다. 관광 목적 출국자 중에서는 하나투어와 모두투어의 시장점유율이 매우 높다. 우리가 알고 있는 양사의 패키지 시장점유율은 실제로는 15%, 8%가 아니라 훨씬 높다. 관광을 목적으로 출국하는 출국자의 통계가 따로 집계되지 않기 때문에 시장점유율이 잘못 계산되고 있다. 양사를 합친 점유율은 실제로 60%(하나투어 37+모두투어 20)에 육박하고 있다. 양사의 실제 시장점유율이 매우 높다. 항공사에 대한 발언권 또한 자연히 커지고 있다.

하나투어 패키지 시장점유율 (실제치 vs. 추정치)



모두투어 패키지 시장점유율 (실제치 vs. 추정치)



자료: 한국관광공사, 하나투어, 신한금융투자

자료: 한국관광공사, 모두투어, 신한금융투자

성장의 이유 3. '갑'과 '을' 관계의 변화: 항공사 vs. 여행사

여행사의 항공사에 대한 협상력이 점점 강해지고 있음

저가항공사를 비롯한 항공권 공급량 증가는 여행사의 협상력을 강화시켜줌

국내에서 여행사는 상당히 오랜기간 동안 항공사에 대해서 '을'의 입장에 있었다. 국적 항공사가 대한항공과 아시아나항공 밖에는 없었던 시절에는 비행기 티켓을 구하는 일이 쉽지 않았기 때문이다. 성수기에는 티켓을 구하기가 힘들었고, 비수기에는 다음 성수기때 티켓을 더 많이 받아내기 위해서 어쩔수 없이 대형 항공사들로부터 팔리지 않는 티켓을 떠안는 일이 반복되었다.

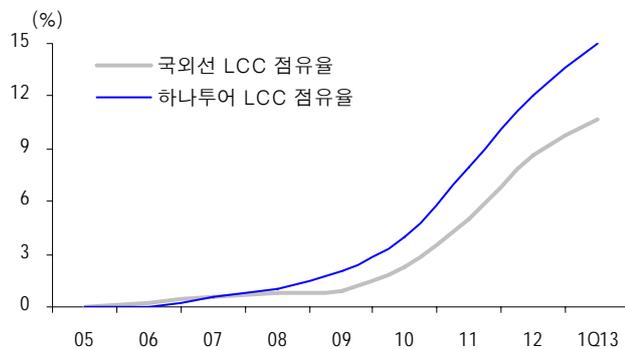
금융위기를 거치면서 항공권 시장이 바뀌기 시작했다. LCC(Low Cost Carrier, 저비용항공사)의 등장 덕분에 항공권 공급량이 증가하기 시작했다. 최근 3년간 국내에 항공권 공급량이 급격히 증가하고 있다. 국내 5대 LCC인 진에어, 제주항공, 부산항공, 이스타항공, 티웨이항공과 해외에서 들어온 수많은 LCC 덕분이다. 항공권 공급량 증가는 여행사들에게 긍정적이다. 당장 미국이나 일본처럼 여행사가 '갑'의 위치에 오르지는 못한다. 다만, LCC의 비중이 높아지면서 '을'의 입장에 있던 여행사들의 협상력이 강화되고 있다.

항공권 공급량이 늘어나게 되면 항공사들 간에 경쟁이 치열해진다. 동일한 목적지(Destination)에 복수의 항공사가 취항을 하면서 항공권 가격이 낮아지는 효과가 발생하게 된다. 예를 들면, 2012년에는 대한항공만 정기편으로 있던 하와이 노선에 아시아나항공과 하와이안항공의 정기편이 취항했다. 덕분에 여행 패키지 가격이 30% 정도 평균적으로 낮아지는 효과가 있었다. 최근에는 인천공항이 동북아 허브공항으로써의 위치를 확고히 하면서 인천공항을 거쳐가는 각국 항공사의 취항이 늘어나고 있다. 덕분에 새로운 목적지에 항공노선이 생기는 경우가 많아졌다. 여행사들은 증가하는 항공권을 가지고 싼 가격에 다양한 여행상품을 만들 수 있게 되었다. 여행 수요의 증가는 어쩌면 당연한 현상이다.

한국시장의 LCC 점유율: 12%
하나투어의 LCC 점유율: 15%

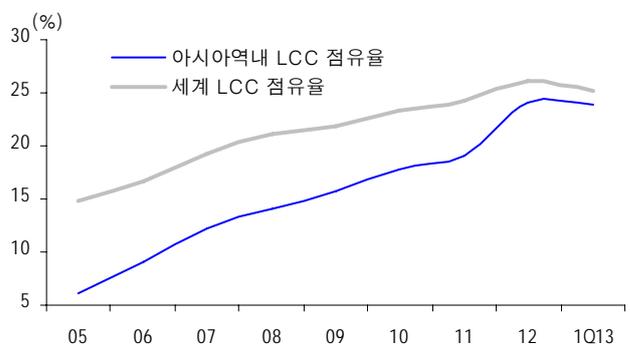
LCC 이용 빈도는 향후 지속적으로 높아질 전망이다. 한국에서 해외로 나가는 국외선 LCC 점유율은 최근 3년 동안 빠르게 증가했다. 현재는 약 12%의 점유율을 보이고 있다. 전세계 및 아시아지역의 평균은 20~25% 정도 되고 있다. 우리나라 해외 여행자의 80% 이상이 단거리 LCC가 갈 수 있는 5~6시간 비행지역으로 여행을 간다. 최근에는 장거리 LCC(6시간 이상 비행 가능한 LCC)인 에어아시아X 및 싱가포르 스콧까지 취항하면서 LCC의 비중 증가가 예상된다. 하나투어 패키지 내에서의 LCC 점유율은 평균보다 높은 15% 수준이다. 향후에도 평균 이상을 유지하면서 대형 항공사와의 협상력을 높여갈 전망이다.

국제선 LCC 점유율(한국 출발)



자료: CAPA, 인천공항, 신한금융투자

LCC 점유율(전세계 vs. 아시아지역)



자료: CAPA, 인천공항, 신한금융투자

호텔앤에어닷컴 덕분에
항공권의 원활한 확보 가능

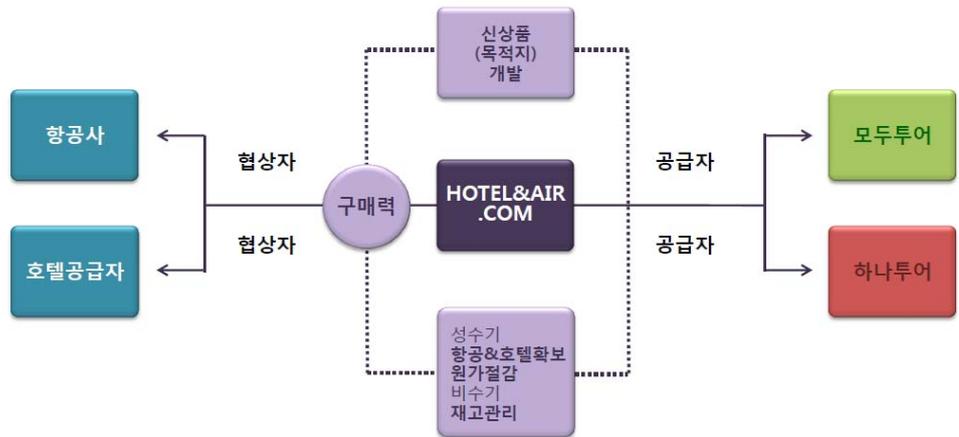
1) 호텔앤에어닷컴은 새로운 무기

하나투어와 모두투어가 공동출자를 통해서 설립한 '호텔앤에어닷컴'은 2011년 12월부터 영업을 시작했고, 2012년 4월부터 본격적으로 양사의 실적개선에 도움을 주기 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) 양사가 필요로 하는 항공권을 제때에 원활히 공급하기 위함, 2) 양사가 성수기에 과도한 항공권 Hard Block(항공좌석의 대량 확보, 100~200석 규모) 경쟁을 하지 못하게 하기 위함, 3) 양사가 항공권을 낮은 가격에 확보할 수 있도록 Bargaining Power를 키워주기 위함, 4) 대한항공과 아시아나항공으로부터 비수기때 과도하게 넘겨 받은 팔리지 않는 항공권을 '땡처리' 해주는 역할을 하기 위함, 5) 해외 호텔 방을 대량으로 싸게 확보하기 위함.

성수기에는 한정된 항공권을 세계의 도매회사(하나투어, 하나투어, 호텔앤에어닷컴)가 선점할 수 있게 되었고, 비수기때는 손실을 축소시킬 수 있게 되었다. 항공권 사용량이 많았던 하나투어는 비수기때 항공권 재고 손실이 줄어들면서 이익률이 개선되고 있다. 수탁금에서 매출로 인식되지 못하고 손실로 처리되던 부분이 사라지면서 매출인식비율이 올라가고 있기 때문이다. 그리고, 3사의 이름으로 호텔을 한꺼번에 예약할 수 있는 시스템이 생기면서 해외호텔에 대해서도 유리한 입장에 있게 되었다.

호텔앤에어닷컴 사업 개념도



자료: 모두투어

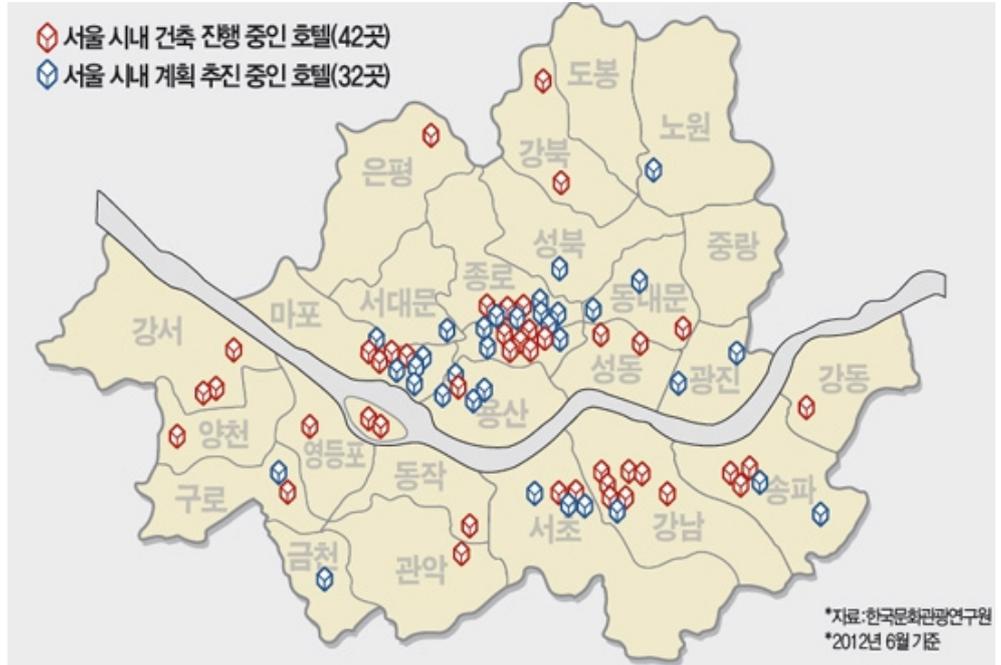
2) Inbound 호텔 공급

서울에 호텔이 과잉 공급되는
2015년 이후에는 여행사의 협
상력이 강해질 전망

하나투어와 모두투어는 Inbound 관광사업을 하고 있다. 현재는 시장점유율이 높지는 않다. 하지만, 작년에 자체 호텔을 확보하면서 인바운드 사업 활성화를 위해 노력하고 있다. 2011년과 2012년에 한국에 중국인과 일본인 방문자가 급증하면서 서울지역에는 호텔이 많이 부족했다. 양사도 서울을 벗어난 수도권지역 호텔을 겨우 확보할 정도였다. 서울지역은 가격이 너무 비쌌기 때문이다.

2015년이 넘어가면서 이 부분에 대한 걱정은 자연스럽게 사라질 전망이다. 우선, 양사가 자체 호텔 객실을 각각 1,000개씩 확보해서 수직계열화 할 계획이다. 2015년까지 서울에 약 70여개의 호텔이 새로 문을 열게 된다. 현재 있는 호텔까지 합쳐서 일평균 공급 가능 객실은 23,000개에서 최소한 40,000개 수준까지는 증가하게 된다. 서울지역에 호텔이 부족한 상황은 해소되게 된다. 오히려 객실을 통째로 장기 계약을 통해 여행사에게 싸게 넘기려는 호텔도 나타날 전망이다. 그렇게 되면, 양사는 자체 호텔에는 비싼 패키지를 구매한 손님을 숙박시키고 다른 호텔에서는 저렴한 패키지를 구매한 손님을 재울 수 있게 된다. 호텔공급의 증가는 Inbound 관광 활성화를 가능하게 할 수 있어 상당히 기대되는 부분이다.

서울 시내 호텔 증가 예상 지도



자료: 한국문화관광연구원, 언론사, 신한금융투자

서울 시내 신규 호텔 오픈 계획

호텔 이름	등급	위치	오픈 시점
콘래드 호텔	특급 호텔	여의도 IFC	2012
그린파크	비즈니스 호텔	강북구	2012
JW Marriott	특급 호텔	동대문	2013
해인비즈니스호텔	비즈니스 호텔	북창동	2013
이비스엠버서더호텔	비즈니스 호텔	종로 익선동	2013
파로스관광호텔	비즈니스 호텔	잠실	2013
호텔신라	비즈니스 호텔	역삼동	2013
위커힐 in 청기와주유소	비즈니스 호텔	동교동	2013
리바나인 호텔	비즈니스 호텔	서초동	2013
삼성부티크 호텔	비즈니스 호텔	삼성동	2013
모사무 관광호텔	비즈니스 호텔	역삼동	2013
로즈가든	비즈니스 호텔	수유동	2013
은평뉴타운호텔	비즈니스 호텔	은평구	2013
비관광호텔	비즈니스 호텔	신월동	2013
롯데호텔 in 롯데칠성부지	비즈니스 호텔	서초동	2015
롯데호텔 in 롯데칠성부지	비즈니스 호텔	청량리동	2015
롯데시티호텔 in SKY Park	비즈니스 호텔	대전	2015

자료: CB Richard Ellis, 신한금융투자

2013년 예상 실적(K-IFRS 별도 기준)

하나투어 영업이익: 1분기 120억원(+21.6% YoY), 2013년 452억원(+31.2% YoY)

1Q13 영업이익 +21.6% YoY,
2013 영업이익 +31.2% YoY
예상

1Q13 실적은 1Q12에 비해서 매출액은 +22.3% YoY 증가한 775억원, 영업이익은 +21.6% YoY 증가한 120억원 수준으로 추정된다. 1월 출국자는 역대 최대였다. 하나투어의 1월 패키지 송출객은 +30.7% YoY, 2월은 +13.6% YoY, 그리고 3월은 +22.8% YoY 증가했다. 4월~6월까지의 예약률 또한 좋기 때문에 2분기 실적도 기대된다.

2013년 패키지 송출객은 193만명(패키지 M/S 14.9%)으로 추정된다. 매출액은 3,120억원(+20.5% YoY), 영업이익은 452억원(+31.2% YoY)을 기록할 전망이다.

하나투어 분기 및 연간 실적 추이															
(십억원, 천명)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
<주요 가정>															
출국자수 (승무원제외)	3,073	2,917	3,367	3,117	3,350	3,100	3,569	3,245	3,518	3,212	3,784	3,407	12,474	13,265	13,920
하나투어 송출객수(PKG+AIR)	539	534	608	592	643	579	695	640	703	651	782	722	2,273	2,557	2,857
하나투어 송출객수(PKG)	393	369	420	416	486	437	525	483	531	491	590	545	1,599	1,931	2,158
M/S (PKG+AIR, %)	17.5	18.3	18.1	19.0	19.2	18.7	19.5	19.7	20.0	20.3	20.7	21.2	19.0	19.7	21.2
M/S (PKG, %)	12.8	12.6	12.5	13.2	14.5	14.1	14.7	14.9	15.1	15.3	15.6	16.0	13.2	14.9	16.0
여행알선 PKG 수탁금	398.3	379.3	444.7	400.5	482.1	456.1	566.4	479.1	524.5	510.2	633.9	537.5	1,622.9	1,983.7	2,206.2
항공권 AIR 수탁금	123.4	129.2	168.0	146.2	134.5	110.5	144.6	121.6	146.4	123.6	161.9	136.4	566.8	511.2	568.2
<실적 추정>															
영업수익(매출액)	63.4	57.7	72.5	64.9	77.5	68.7	88.8	77.0	83.9	80.6	101.1	86.9	258.9	312.0	352.5
해외여행알선매출	55.2	48.8	64.6	56.9	68.5	60.2	79.9	68.5	74.0	69.9	90.6	76.9	225.6	277.0	311.4
항공권매출	3.2	2.9	2.9	3.0	2.8	2.4	2.7	2.5	3.0	2.5	2.9	2.7	12.0	10.4	11.1
기타수입	5.0	6.0	4.9	5.1	6.3	6.1	6.2	6.0	7.0	8.2	7.5	7.3	21.0	24.6	30.0
영업비용(판관비)	53.5	52.9	61.3	56.8	65.5	60.8	74.1	66.5	69.3	68.6	83.9	75.2	224.5	266.8	297.0
급여	13.6	12.9	14.9	14.7	16.5	15.0	18.1	17.3	17.1	17.3	20.7	19.7	56.0	66.9	74.7
지급수수료	23.3	20.3	26.0	23.1	28.3	24.7	31.5	27.3	30.3	28.9	35.4	30.9	92.7	111.8	125.6
광고선전비	1.5	3.1	2.6	2.8	2.4	3.3	2.9	3.1	2.3	3.6	3.3	3.2	9.9	11.6	12.4
기타	15.1	16.6	17.9	16.2	18.3	17.8	21.6	18.8	19.6	18.8	24.5	21.4	65.8	76.5	84.3
영업이익	9.9	4.9	11.6	8.2	12.0	7.9	14.7	10.6	14.6	12.0	17.2	11.7	34.5	45.2	55.5
순이익	8.2	5.0	9.3	7.3	10.0	6.8	11.6	9.2	12.1	10.1	13.6	10.1	29.8	37.6	45.8
<% YoY growth>															
출국자수 (승무원제외)	4.0	9.5	5.4	14.0	9.0	6.3	6.0	4.1	5.0	3.6	6.0	5.0	8.0	6.3	4.9
하나투어 송출객수(PKG+AIR)	9.2	25.5	10.5	25.2	19.3	8.4	14.3	8.1	9.3	12.4	12.5	12.8	17.0	12.5	11.7
영업수익	(0.2)	21.8	9.1	32.4	22.3	18.9	22.5	18.6	8.2	17.4	13.9	12.8	14.3	20.5	13.0
영업이익	(7.7)	2,080.5	18.4	756.9	21.6	62.3	27.4	29.3	21.1	52.2	16.7	10.5	59.1	31.2	22.6
순이익	(11.7)	2,197.2	33.3	138.4	22.1	37.2	24.9	26.6	20.8	48.2	16.7	9.6	52.8	26.2	21.8
<이익률 %>															
영업이익률	15.6	8.4	16.0	12.6	15.5	11.5	16.6	13.7	17.4	14.9	17.0	13.4	13.3	14.5	15.7
순이익률	12.9	8.6	12.9	11.2	12.9	9.9	13.1	11.9	14.4	12.5	13.4	11.6	11.5	12.1	13.0

자료: 한국관광공사, 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

수익 추정 변경							
(십억원)	2013F			2014F			
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)	
매출액	293.9	312.0	6.2	337.5	352.5	4.4	
영업이익	42.3	45.2	6.9	54.1	55.5	2.5	
순이익	34.3	37.6	9.7	43.7	45.8	4.9	

자료: 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

모두투어 영업이익: 1분기 50억원(-15.2% YoY), 2013년 234억원(+10.3% YoY)

1Q13 영업이익 -15.2% YoY,
2013 영업이익 +10.3% YoY
예상

1Q13 실적은 1Q12에 비해서 매출액은 -2.3% YoY 감소한 318억원, 영업이익은 -15.2% YoY 감소한 50억원 수준으로 추정된다. 모두투어의 실적 저조는 일회성 요인 때문이다. 1월에 필리핀 바클로드 지역으로의 패키지 상품이 인기리에 예약 판매 되었다. 그런데, 전세기 허가가 나오지 않으면서 대체 항공권을 구해야 했고, 전세기 및 대체 항공권 양쪽에 대한 비용 부담을 모두투어가 하게 되었다. 1월의 문제 발생 때문에 2~4월 예약도 제대로 진행되지 못하면서 예약률이 저조하게 나왔다. 다행히 5~6월 예약률이 회복세를 보이고 있어서 2분기 중반 이후의 실적 회복은 가능해 보인다.

2013년 패키지 송출객은 107만명(패키지 M/S 8.2%)으로 추정된다. 매출액은 1,498억원(+12.8% YoY), 영업이익은 234억원(+10.3% YoY)을 기록할 전망이다.

모두투어 분기 및 연간 실적 추이															
(십억원, 천명)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
<주요 기정>															
출국자수 (승무원제외)	3,073	2,917	3,367	3,117	3,350	3,100	3,569	3,245	3,518	3,212	3,784	3,407	12,474	13,265	13,920
모두투어 송출객수(PKG+AIR)	329	284	340	327	361	340	416	369	410	379	478	435	1,280	1,486	1,702
모두투어 송출객수(PKG)	232	197	238	203	255	245	300	266	295	273	344	313	870	1,065	1,226
M/S (PKG+AIR, %)	10.7	9.7	10.1	9.9	10.8	11.0	11.7	11.4	11.7	11.8	12.6	12.8	9.9	11.4	12.8
M/S (PKG, %)	7.6	6.8	7.2	6.8	7.6	7.9	8.4	8.2	8.4	8.5	9.1	9.2	6.8	8.2	9.2
여행알선 PKG 수탁금	240.1	213.6	254.9	219.5	243.2	241.7	305.1	254.0	278.3	265.4	346.3	294.3	928.1	1,044.0	1,184.3
항공권 AIR 수탁금	68.9	65.4	71.2	61.2	70.4	68.1	76.9	63.3	72.4	72.1	83.9	70.8	266.7	278.6	299.1
<실적 추정>															
영업수익(매출액)	32.6	28.7	39.5	33.0	31.8	34.4	46.4	37.1	39.3	37.2	51.4	43.6	132.8	149.8	171.6
해외여행알선매출	27.5	23.9	34.3	27.3	28.1	29.1	40.3	30.7	33.4	31.5	44.5	36.5	113.0	128.2	145.8
항공권매출	3.1	2.9	3.1	2.8	1.4	3.1	3.4	2.9	3.3	3.3	3.8	3.2	11.9	10.7	13.5
기타수입	1.9	1.9	2.1	2.9	2.3	2.3	2.7	3.5	2.7	2.5	3.1	4.0	8.8	10.8	12.3
영업비용(판매비)	26.7	25.8	31.6	29.3	26.8	30.2	36.7	32.6	32.3	32.5	40.0	38.1	111.6	126.3	142.9
급여	9.0	9.3	9.9	10.8	8.9	10.6	12.3	11.6	11.1	11.5	13.1	13.7	39.0	43.3	49.5
지급수수료	11.7	10.3	14.4	10.7	11.4	12.1	15.9	12.5	13.6	12.8	17.4	14.4	47.0	51.9	58.2
광고선전비	1.1	1.1	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2	1.3	1.5	1.3	4.7	5.0	5.3
기타	4.8	5.2	6.1	6.6	5.4	6.3	7.2	7.2	6.4	6.9	8.1	8.6	22.7	26.2	29.9
영업이익	5.9	2.8	7.9	3.7	5.0	4.2	9.7	4.5	7.0	4.7	11.4	5.5	21.2	23.4	28.8
순이익	5.1	2.3	6.5	3.2	4.3	3.4	8.0	3.9	6.0	3.9	9.5	4.7	17.3	19.6	24.0
<% YoY>															
출국자수 (승무원제외)	4.0	9.5	5.4	14.0	9.0	6.3	6.0	4.1	5.0	3.6	6.0	5.0	8.0	6.3	4.9
모두투어 송출객수(PKG+AIR)	11.5	10.3	7.1	19.4	9.7	19.6	22.4	12.9	13.7	11.5	14.8	17.8	11.9	16.1	14.5
영업수익	(4.3)	9.9	8.3	29.0	(2.3)	20.1	17.5	12.3	23.5	8.1	10.8	17.7	9.7	12.8	14.6
영업이익	(25.8)	44.5	24.9	678.1	(15.2)	48.2	23.1	21.1	40.8	12.2	18.1	22.4	27.1	10.3	22.7
순이익	(18.7)	25.3	25.3	흑전	(15.2)	48.2	23.1	21.1	40.8	12.2	18.1	22.4	30.1	13.5	22.6
<이익률 %>															
영업이익률	18.1	9.9	19.9	11.3	15.7	12.3	20.9	12.2	17.9	12.7	22.3	12.7	16.0	15.6	16.8
순이익률	15.5	8.1	16.5	9.7	13.5	10.0	17.3	10.4	15.4	10.4	18.4	10.9	13.0	13.1	14.0

자료: 한국관광공사, 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

수익 추정 변경						
(십억원)	2013F			2014F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	150.9	149.8	(0.8)	174.4	171.6	(1.6)
영업이익	25.4	23.4	(7.8)	31.1	28.8	(7.6)
순이익	21.5	19.6	(9.0)	25.3	24.0	(5.1)

자료: 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

지금부터는 K-IFRS 연결 기준으로 보자

2013년 연결 기준: 하나투어는 순이익 22.7% 증가, 모두투어는 6.4% 증가

2013년 IFRS 연결 vs. 별도
 하나투어 순이익 22.7% 증가
 모두투어 순이익 6.4% 증가

2013년 부터는 분기별로 K-IFRS 연결 실적이 발표된다. 작년까지의 분기별 실적은 IFRS 별도 기준 실적이었다. 개별 기준과는 다르게 별도 기준(Parent Based)은 지분법이익을 인식하지 않기 때문에 자회사가 많은 하나투어는 별도 실적과 연결 실적의 차이가 꽤 컸다. 최근에 공시된 연결감사보고서에 따르면 하나투어의 실적이 모두투어 대비 훨씬 늘어나게 된다.

하나투어 연결 실적 vs. 별도 실적								
(십억원)	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
(연결 자회사 실적)								
매출액	40.2	41.8	48.7	46.9	54.6	104.0	112.2	116.0
영업이익	4.5	2.3	4.9	5.3	6.5	7.8	8.7	9.4
세전이익	3.7	2.2	10.3	10.9	12.7	14.5	15.5	17.2
순이익	3.8	2.0	5.3	8.5	10.5	12.7	14.4	15.7
(K-IFRS 별도 실적)								
매출액	217.8	226.4	259.2	312.0	352.5	400.8	449.7	497.4
영업이익	27.2	21.7	34.7	45.2	55.5	68.0	82.1	96.5
세전이익	30.6	24.8	39.6	50.2	60.4	73.0	87.1	101.5
순이익	22.1	19.5	30.0	37.6	45.8	55.4	66.1	77.0
(K-IFRS 연결 실적)								
매출액	258.0	268.2	307.9	358.9	407.1	504.8	561.9	613.4
영업이익	31.6	24.0	39.6	50.6	61.9	75.7	90.9	105.9
세전이익	34.3	27.0	49.9	61.2	73.1	87.5	102.6	118.7
순이익	25.9	21.1	35.3	46.2	56.3	68.1	80.5	92.7
별도 EPS(원)	1,901	1,680	2,579	3,240	3,946	4,767	5,693	6,629
연결 EPS(원)	2,229	1,812	3,039	3,975	4,846	5,860	6,933	7,979
별도 대비 연결 순이익 증가 (%)	17.3%	7.9%	17.8%	22.7%	22.8%	22.9%	21.8%	20.4%

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

모두투어 연결 실적 vs. 별도 실적								
(십억원)	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
(연결 자회사 실적)								
매출액	4.8	3.9	5.1	15.0	16.0	15.7	16.6	19.2
영업이익	0.6	0.1	0.1	1.6	2.4	3.4	4.4	5.6
세전이익	0.5	0.8	0.5	2.0	2.9	3.8	4.7	5.7
순이익	0.2	0.3	0.2	1.2	1.8	2.5	3.3	4.2
(K-IFRS 별도 실적)								
매출액	117.1	121.0	132.8	149.8	171.6	194.8	220.7	248.1
영업이익	17.5	16.6	21.2	23.4	28.8	33.3	39.8	47.5
세전이익	19.6	18.3	22.4	25.5	31.2	35.1	41.6	49.5
순이익	14.9	13.3	17.3	19.6	24.0	26.9	31.8	37.9
(K-IFRS 연결 실적)								
매출액	121.9	125.0	137.9	164.8	187.6	210.5	237.3	267.2
영업이익	18.1	16.2	21.3	25.0	31.2	36.7	44.2	53.1
세전이익	20.1	19.1	23.0	27.5	34.1	38.9	46.3	55.2
순이익	15.1	13.6	17.6	20.8	25.9	29.4	35.2	42.1
별도 EPS(원)	1,182	1,052	1,370	1,554	1,905	2,131	2,525	3,005
연결 EPS(원)	1,200	1,076	1,395	1,653	2,052	2,335	2,791	3,345
별도 대비 연결 순이익 증가 (%)	1.5%	2.2%	1.8%	6.4%	7.7%	9.6%	10.5%	11.3%

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

하나투어는 연결 자회사가 26개, 모두투어는 연결 자회사가 4개.

하나투어의 1Q13 영업이익
연결 기준: 133억원
별도 기준: 120억원

1Q13 연결 실적부터는 하나투어가 모두투어 대비 유리한 상황

연결 실적이 발표되면서 숨겨져있던 회사의 가치가 수면위로 올라오게 되었다. 투자자들이 자주 사용하는 퀀트(Quant) 기반의 숫자들은 이제까지는 별도 기준으로만 작성되었다. 그래서 하나투어와 모두투어의 PER Valuation이 높아보였다.

예를 들면, 이제까지 Bloomberg 단말기에서는 하나투어의 2013년 별도 기준 예상 PER을 보여줬다. 그 수치는 22.5배로 높아 보인다. 하지만, 연결 기준으로 새로 계산한 2013년 연결 기준 예상 PER은 18.7배로 낮아지게 된다. 4월말 하나투어의 분기별 연결 실적이 발표되면 5월부터는 본격적으로 재평가가 진행될 가능성이 높다.

연결 실적이 나오기 시작하는 지금부터는 하나투어가 모두투어 대비 훨씬 유리한 위치에 있게 되었다. 하나투어는 자회사가 26개이고, 모두투어는 4개이기 때문이다. 자회사가 많고, 대부분의 자회사가 수익을 내고 있는 하나투어가 이제서야 제대로 가치를 인정받게 되기 때문이다.

1) 하나투어 연결 분기 실적 추정: 영업이익 133억원

하나투어의 2013년 1분기 연결 영업이익은 133억원, 순이익은 122억원 수준으로 전망된다. 비교 자료가 없어서 2012년 1분기 연결 영업이익은 알 수가 없다. 다만, 2012년 1분기 별도 영업이익은 99억원이었다. 2013년 1분기 영업이익이 120억원이어서 대략 21.6% YoY 증가하는 수준으로 추정된다.

하나투어 분기별 연결 실적 추정						
(십억원)	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012F	2013F
(IFRS 별도)						
매출액	77.5	68.7	88.8	77.0	259.2	312.0
영업이익	12.0	7.9	14.7	10.6	34.7	45.2
순이익	10.0	6.8	11.6	9.2	30.0	37.6
(IFRS 연결)						
매출액	89.2	79.0	102.1	88.6	307.9	358.9
영업이익	13.3	9.0	16.5	11.8	39.6	50.5
순이익	12.2	8.4	14.3	11.3	35.3	46.2

자료: 하나투어, 신한금융투자 추정

2) 모두투어 연결 분기 실적 추정: 영업이익 53억원

모두투어의 2013년 1분기 연결 영업이익은 53억원, 순이익은 45억원 수준으로 전망된다. 비교 자료가 없어서 2012년 1분기 연결 영업이익은 모른다. 다만, 2012년 1분기 별도 영업이익은 59억원이었다. 2013년 1분기 영업이익이 50억원이어서 대략 -25.8% YoY 감소하는 수준으로 추정된다.

모두투어 분기별 연결 실적 추정						
(십억원)	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012F	2013F
(IFRS 별도)						
매출액	31.8	34.4	46.4	37.1	132.8	149.8
영업이익	5.0	4.2	9.7	4.5	21.2	23.4
순이익	4.2	3.4	8.1	3.8	17.3	19.6
(IFRS 연결)						
매출액	35.0	37.9	51.1	40.8	137.9	164.8
영업이익	5.3	4.5	10.4	4.8	21.3	25.0
순이익	4.5	3.6	8.6	4.1	17.6	20.7

자료: 모두투어, 신한금융투자 추정

모두투어의 1Q13 영업이익
연결 기준: 53억원
별도 기준: 50억원

하나투어 26개 자회사들의 연결 순이익 추정

(백만원) 회사명	소재지	영업활동	지분율(%)	연결 순이익							
				2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
웹투어(주)	한국	여행서비스	80.12	558	708	915	1,052	1,102	1,154	1,220	1,326
(주)하나유스	한국	여행서비스	100.00	254	232	306	337	352	369	386	404
(주)제주하나투어	한국	여행서비스	77.35	333	247	377	433	454	475	497	521
(주)남강여행사	한국	여행서비스	100.00	9	(1)	0	0	0	0	0	0
(주)투어마케팅코리아	한국	여행서비스	70.00	208	128	250	287	300	315	329	345
(주)하나티앤미디어	한국	인쇄물제작	51.00	49	67	315	378	396	415	434	455
(주)하나비즈니스스트라블	한국	여행서비스	100.00	441	537	418	501	525	549	575	602
(주)고려여행사네트워크	한국	여행서비스	60.00	(15)	(13)	6	9	2	2	2	2
(주)하나유학	한국	여행서비스	51.00	(14)	14	0	0	0	1	2	3
(주)CJ월드스	한국	여행서비스	50.00	(282)	169	319	414	434	454	493	541
(주)에이치엔티마케팅	한국	광고대행	80.00	19	(0)	88	110	115	121	126	132
(주)넥스투어	한국	여행서비스	100.00	0	(198)	(115)	(69)	(48)	(34)	(24)	(17)
(주)에이치티샵	한국	전자상거래	100.00	(0)	29	86	99	104	109	114	119
(주)마리오랩	한국	여행서비스	100.00			(316)	(475)	(522)	(574)	(632)	(695)
호텔앤에어닷컴(주)	한국	여행서비스	60.00	0	49	168	253	0	0	0	0
HANATOUR EUROPE LTD	영국	여행서비스	70.00	125	114	102	123	129	135	141	148
HANATOUR JAPAN CO., LTD	일본	여행서비스	70.00	120	(5)	1,780	2,136	2,258	2,409	2,619	2,873
HANATOUR PTE LTD	싱가폴	여행서비스	100.00	9	58	16	18	19	20	21	22
HANATOUR CHINA	중국	여행서비스	100.00	470	463	572	658	689	721	755	790
HANATOUR HONGKONG CO., LTD	중국	여행서비스	100.00	57	106	159	183	192	201	210	220
HANATOUR TAIWAN SERVICE INC.	대만	여행서비스	100.00	48	28	121	139	146	152	160	167
(유)유아이관광버스	일본	여객운송	100.00	488	(591)	308	462	484	507	530	555
HANATOUR INTERNATIONAL JAPAN	일본	여행서비스	100.00	10	(765)	(145)	(72)	(76)	(79)	(83)	(87)
HANATOUR USA INC.	미국	여행서비스	100.00	461	41	394	473	495	519	543	568
HANATOUR PTY. LTD.	호주	여행서비스	100.00	(43)	(95)	(96)	(76)	0	115	120	126
(주)하나투어아이티씨, ITC	한국	여행서비스	100.00	506	629	(729)	1,159	2,903	4,634	5,864	6,554
합계 (백만원)				3,811	1,953	5,300	8,533	10,452	12,688	14,404	15,675
하나투어 ITC 비중 (%)				13.3	32.2	(13.8)	13.6	27.8	36.5	40.7	41.8

자료: 하나투어, 신한금융투자 추정

모두투어 4개 자회사들의 연결 순이익 추정

(백만원) 회사명	소재지	영업활동	지분율 (%)	연결 순이익							
				2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
모두투어인터네셔널	한국	여행서비스	67.50	487	499	114	916	1,329	1,796	2,276	2,906
모두투어H&D	한국	여행서비스	80.00	(329)	(199)	(191)	(172)	(80)	40	171	256
크루즈인터네셔널	한국	여행서비스	59.20	13	7	49	98	148	222	332	499
모두관광개발(제주호텔)	한국	호텔서비스	100.00	0	0	239	311	357	411	472	520
합계 (백만원)				171	306	211	1,154	1,754	2,468	3,252	4,180

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 모두관광개발은 2012년 인수한 제주도 로베로호텔을 운영하는 회사임. 로베로호텔 지분을 통해서 가지고 오는 수익 이외에도 본사가 임차료를 연간 4억원 정도씩 받고 있음.

Inbound 자회사 현황은? 이익 규모는 작지만 성장 지속

모두투어인터내셔널, 하나투어 ITC를 통해서 Inbound 사업 진행

모두투어는 자회사 모두투어인터내셔널(모두투어 지분율 67.5%, 호텔신라 지분율 19%)을 통해서 외국인 관광객의 한국 관광을 도와주는 Inbound 사업을 영위하고 있다. 중국인 Inbound를 담당하는 회사 중에서 시장점유율 1위 회사이다. 하나투어는 자회사 하나투어 ITC(하나투어 지분율 100%)를 통해서 외국인 Inbound 사업을 하고 있다. 중국인 Inbound 회사 중에서는 2등이다.

하나투어ITC 중국 고객 비중 56%, 모두투어인터내셔널 중국 고객 비중 40% 수준

현 시점에서 하나투어ITC의 중국인 고객 비중은 56%, 일본인 고객 비중은 22% 수준이다. 모두투어인터내셔널의 중국인 고객 비중은 40%, 일본인 고객 비중은 50% 수준이다. 하나투어 ITC의 중국인 고객 숫자는 대략 65,600명이고, 모두투어인터내셔널의 중국인 고객 숫자는 대략 68,000명이다. 중국인 Inbound 1위와 2위의 차이는 사실상 거의 없다고 보는 편이 맞다.

2010~2012년 여행사별 외국인 Inbound 유치 실적								
2012			2011			2010		
순위	여행사	인원수	순위	여행사	인원수	순위	여행사	인원수
1	HIS Korea	276,280	1	HIS Korea	282,304	1	HIS Korea	251,489
2	한진관광	217,534	2	한진관광	209,743	2	한진관광	210,861
3	코네스트	172,745	3	코네스트	147,485	3	전국관광	125,976
4	모두투어인터내셔널	170,481	4	체스투어즈	130,207	4	체스투어즈	122,919
5	롯데제이티비	159,156	5	롯데관광	122,692	5	코네스트	116,668
6	세일관광	122,655	6	전국관광	114,115	6	모두투어인터내셔널	111,205
7	전국관광	121,607	7	모두투어인터내셔널	110,302	7	세한여행사	104,216
8	하나투어ITC	117,870	8	롯데제이티비	102,935	8	동보여행사	97,883
9	롯데관광	116,410	9	세한여행사	93,044	9	세방여행	92,304
10	체스투어즈	111,055	10	세방여행	91,766	10	롯데관광	87,177
11	세한여행사	106,056	11	동보여행사	89,693	11	세일관광	84,832
12	세방여행	105,258	12	하나투어ITC	85,464	12	하나투어ITC	83,275

자료: 한국일반여행업협회 KATA, 신한금융투자

1) Inbound 사업의 순이익 비중: 2015년에 하나투어는 6.8%. 모두투어는 6.1%

2012년 Inbound 연결 실적: 하나투어ITC: 7억원 적자 모두투어인터내셔널: 1.1억 흑자

두 회사는 현재 연결 실적으로 계산되고 있다. 아직까지 전체 실적에서 차지하는 비중은 미미하다. 향후 호텔을 추가하면서 본격적으로 많은 인원을 데려오겠지만 실제로 이익 기여도는 2015년이 되어도 전체 연결 순이익의 6~7% 내외 수준에 그칠 전망이다. Inbound 사업은 이익 기여도는 낮지만, 새로운 성장 동력을 찾았다는 점에서 큰 의미가 있다고 판단된다.

최근 하나투어의 연결감사보고서에 나타난 하나투어ITC의 2012년 순이익은 -7억원으로 적자였다. 센터마크 호텔을 오픈하면서 공사기간의 임차료 등의 비용 때문에 연간 손실로 인식되었기 때문이다. Inbound 사업에서는 약 4억원의 흑자가 났다.

모두투어의 연결 감사보고서에 나타난 모두투어인터내셔널의 2012년 순이익은 1.7억원이다. 전체 연결 순이익의 1% 수준밖에는 안된다. 67.5%의 지분율로 가져오면 1.1억원이 모두투어 인터내셔널의 이익이다. 2011년에는 5억원의 순이익을 가져왔었다.

왜 순이익이 많이 낮아졌을까? 이유는 일본인 입국자 감소 때문이다. 현재 모두투어인터내셔널의 인바운드 사업에서 일본인 비중이 대략 50% 가까이 된다. 일본인 관광객 대부분을 적자를 보면서 관광시켰기 때문이다. 중국인 대상으로는 약 10억원의 이익을 냈다. 결국, 중국에서 벌고 일본에서 까먹은 셈이다. 향후에는 중국인 입국자가 증가하면서 이 비중이 낮아지겠지만 당장 2013년과 2014년에 일본인 비중이 30% 미만으로 떨어지기는 쉽지 않아보인다. 하나투어 ITC의 상황도 크게 다르지는 않다.

하나투어 ITC 순이익

	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
<Inbound 사업>								
유치인원(명)	83,275	86,000	117,870	230,013	385,588	442,443	468,881	516,470
1인당 순이익(원)	6,046	7,314	2,977	5,120	5,851	6,436	7,241	7,965
지배 순이익(백만원, 지분100%)	503	629	351	1,009	2,115	2,751	3,258	3,947
하나투어 Inbound 지배순이익(십억원)	0.5	0.6	0.4	1.0	2.1	2.8	3.3	3.9
<Hotel 사업>								
호텔 연결 순이익(십억원)	0.0	0.0	(1.1)	0.1	0.8	1.9	2.6	2.6
Inbound + Hotel 순이익(십억원)	0.5	0.6	(0.7)	1.2	2.9	4.6	5.9	6.6
전체 연결 순이익에서 비중(%)	1.9	2.9	(1.9)	2.5	5.1	6.8	7.2	7.0

자료: 하나투어, 신한금융투자

주: 하나투어의 2012년 연결 감사보고서가 발표되어서 정확한 수치가 입력됨

모두투어인터내셔널 순이익

	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
유치 인원(명)	111,205	110,105	174,000	269,700	337,125	404,550	465,233	535,017
1인당 순이익(원)	6,493	6,712	966	5,034	5,839	6,578	7,249	8,046
전체 순이익(백만원)	722	739	168	1,358	1,969	2,661	3,372	4,305
지배주주 순이익(백만원, 지분 67.5%)	487	499	113	916	1,329	1,796	2,276	2,906
모두투어인터내셔널 순이익(십억원)	0.5	0.5	0.1	0.9	1.3	1.8	2.3	2.9
전체 연결 순이익에서 비중(%)	3.2	3.7	0.6	4.4	5.1	6.1	6.5	6.9

자료: 모두투어, 신한금융투자

주: 1) 모두투어의 2012년 연결 감사보고서가 발표되어서 정확한 수치가 입력됨

2) 모두투어인터내셔널 지분의 19%는 호텔신라가 2010년에 취득함

2) 하나투어와 모두투어의 호텔업 현황: 컨셉은 비슷하지만 내용은 다르다

하나투어 호텔: Center Mark

Center Mark Hotel은 하나투어의 호텔이다. 하나투어는 1호점을 신영자산개발(부동산 전문 회사)과 공동으로 각각 50억원씩 투자해서 250객실 규모로 2012년 11월에 오픈했다. 신영자산개발이 건물을 소유하고, 하나투어가 임차를 한 후에 리모델링을 했다. 초기에는 객실점유율 70~80% 수준까지 올랐었지만, 현재는 60% 미만이다. 일본인이 줄었기 때문이다.

향후 국내에 3개의 호텔을 추가로 확보할 예정이다. 2015년에는 전체 1,000개 객실이 된다. 호텔 리츠에 자본금을 투자하고 리츠가 호텔 부동산 건물을 인수해서 리모델링 한다. 하나투어 ITC가 호텔을 운영하는 회사가 되어서 호텔 리츠로부터 임차를 한 후 하나투어ITC의 이름으로 운영해서 수입을 가져가는 방법을 사용할 예정이다. 추가적으로 하나투어 ITC의 실적 개선이 기대된다. 게다가, 2015년 이후에는 중국인이 많이 방문하는 해외 주요 도시의 호텔 확보를 통해 추가적인 수입도 얻을 전망이다.

모두투어 호텔: Aventree Hotel, 로베로 호텔

Aventree Hotel은 모두투어의 호텔이다. 모두투어는 자기관리부동산투자회사(호텔리츠)의 지분 13%를 20억원에 인수했다. '아벤처리' 라는 이름의 호텔리츠가 건물을 임대하고, 160객실의 호텔로 리모델링을 하는 방식이었다. 호텔리츠가 향후 3~5년 동안 호텔을 10개 정도 더 오픈할 계획인데, 모두투어는 각 호텔 객실의 30%를 사용할 수 있는 지분이 있다. 그래서 최소한 600개 ~ 1,000개 객실을 사용할 수 있게 될 전망이다.

모두투어는 제주도 로베로 호텔을 2012년에 85억원에 인수했다. 로베로 호텔은 본사와 자회사 모두관광개발 양쪽으로 이익 기여를 하고 있다. 모두관광개발은 호텔을 운영하면서 수수료를 받는다. 2012년에 대략 4억원의 수수료 수익을 얻었다. 2012년 순이익은 2.4억원 이었다. 지분율은 모두투어가 100% 소유하고 있다. 모두투어 본사는 모두관광개발로부터 임차료를 받는다. 대략 4억원 수준으로 알려져있다. 제주도 공항 근처에 있고, 객실 가동률이 평균 80%를 넘기 때문에 향후에도 꾸준히 이익에 기여할 전망이다.

하나투어와 모두투어의 주가 상승률 격차는 축소될 것

양사의 주가 상승률이 차별화된 이유?

하나투어 주가 상승률 차별화:

- 1) 예약률 차이
- 2) 모두투어의 실적 부진

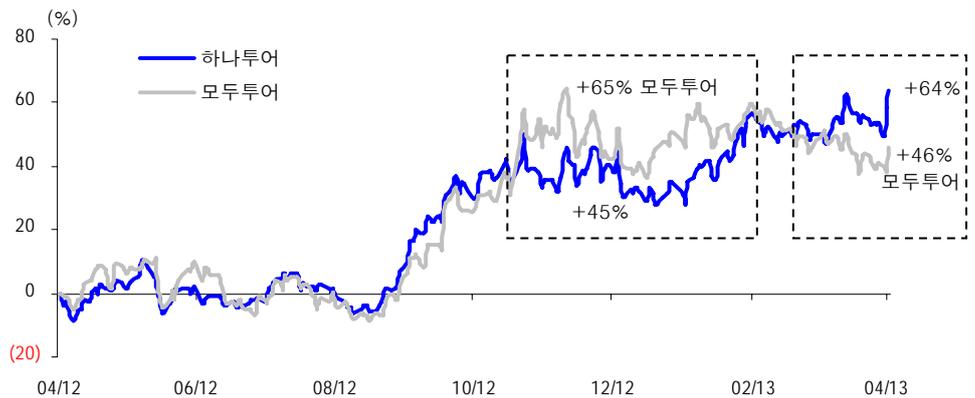
모두투어 5~6월 예약률은 정상화 되었음. 주가 상승은 지금부터 시작

양사의 주가 상승률 격차가 최근 1개월 동안 꽤 벌어졌다. 이유는 두가지이다. 첫번째는, 2월부터 양사의 예약률이 크게 차이가 나기 시작했고. 현재도 그 현상은 지속되고 있다. 두번째는, 모두투어의 1분기 실적이 일회성 요인 때문에 예상보다 나빠지는 모습이 나왔다.

결론적으로, 주가 상승률 격차는 서서히 줄어들 가능성이 높다. 지난 3년간 양사의 주가 상승률은 일정한 기간을 두고 각각 차별적으로 상승해왔다. 지난 1년간의 주가 추이를 보더라도 특정 기간에 따라서는 하나투어가 좋기도 하고 모두투어가 좋기도 했다.

2월~3월까지의 하나투어 대비 저조한 모두투어의 예약률이 주가의 발목을 잡았다. 4월까지도 예약률이 좋지는 않지만, 5월과 6월 예약률이 하나투어를 상당부분 따라가기 시작했다. 이 상태가 지속된다면 1Q13 실적이 발표되는 4월 중순 부터는 모두투어의 주가 상승이 가파를 전망이다. 이왕이면 5~6월 예약률 회복이 예상 가능해진 현 시점부터 모두투어를 매수해도 좋아보인다.

하나투어와 모두투어의 1년 주가 상승률



자료: Quantiwise, 신한금융투자

주: 하나투어가 높은 구간이 있고, 모두투어가 높은 구간이 있음. 결국 두 회사의 주가는 비슷하게 움직일 것임.

패키지 송출객수 및 예약률 추이

	실제 패키지 송출객			패키지 예약률		
	1월	2월	3월	4월 예상	5월 예상	6월 예상
하나투어	31%	14%	23%	20%	20%	47%
모두투어	23%	3%	2%	7%	18%	27%

자료: 신한금융투자

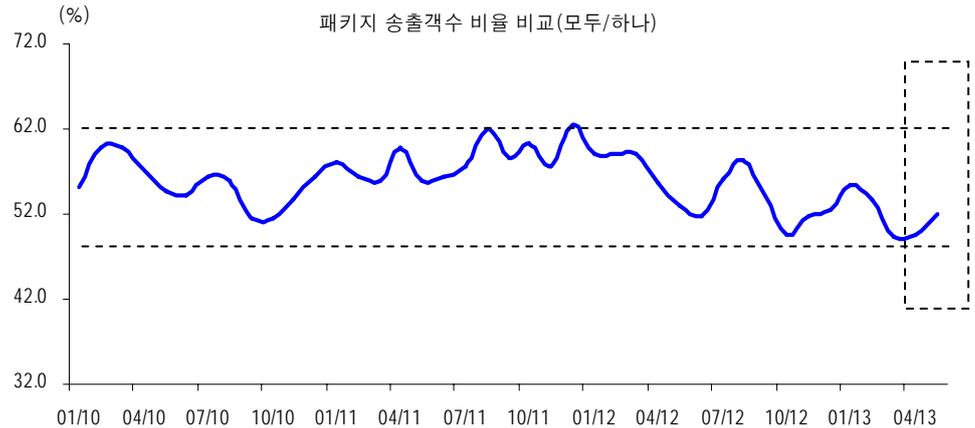
주: 모두투어의 2~4월 송출객수와 예약률이 하나투어 대비 저조했으나, 5월과 6월에는 회복 예상

패키지 송출객수, 매출액, 시가총액 비교를 통해 수익률 격차 해소 시기 예상 가능

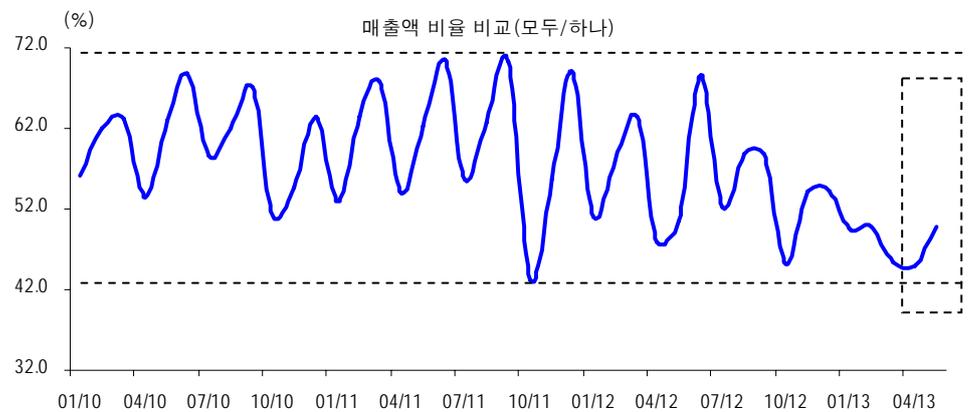
패키지 송출객수(M/S), 매출액, 시가총액 비교

패키지 송출객수(M/S)와 매출액은 일반적으로 양사의 주가 추이를 결정하는 중요한 요인이다. 시가총액 비율은 두 회사의 회사 가치의 이격도를 보여준다. 현재는 모두투어의 가치가 하나투어 대비해서 43% 수준까지 낮아져있다. 모두투어의 5월과 6월 예약률이 높아지고 있다. 따라서, 모두투어의 4~5월 주가 상승률은 하나투어와의 격차를 좁히면서 서서히 올라갈 가능성이 높다.

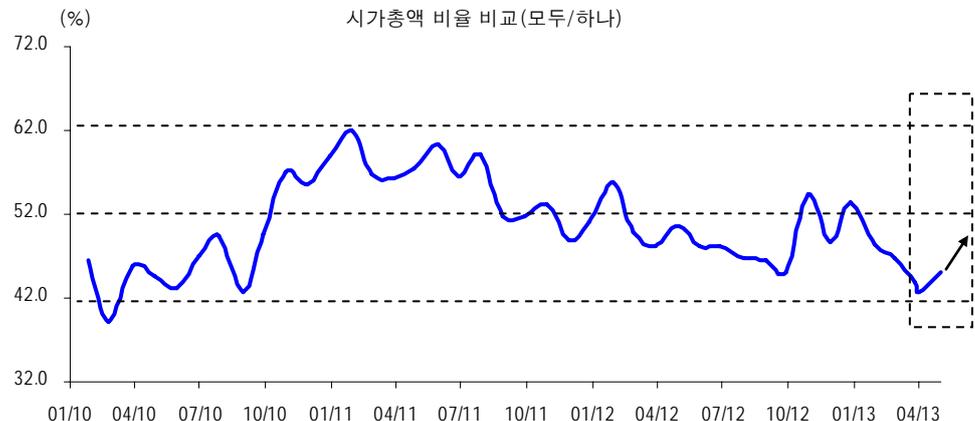
하나투어 대비 모두투어의 패키지 송출객수 비율 비교(월별) = M/S 비교와 동일



하나투어 대비 모두투어의 매출액 비율 비교(월별)



하나투어 대비 모두투어의 시가총액 비율 비교(월별)



자료: 하나투어, 모두투어, 신한금융투자 추정
 주: 5월부터 모두투어의 비율이 회복될 가능성이 높음

하나투어 (039130)

매수 (유지)

현재주가 (4월 3일) 74,200 원
 목표주가 94,000 원(상향)
 상승여력 26.7%

성준원

(02) 3772-1538

jsung79@shinhan.com

KOSPI	1,983.22p
KOSDAQ	557.96p
시가총액	861.9 십억원
액면가	500 원
발행주식수	11.6 백만주
유동주식수	8.9 백만주(76.7%)
52 주 최고가/최저가	74,200 원/41,400 원
일평균 거래량 (60 일)	104,257 주
일평균 거래액 (60 일)	7,026 백만원
외국인 지분율	19.31%
주요주주	박상환 외 16 인 20.56%
	국민연금공단 9.50%
절대수익률	3 개월 27.9%
	6 개월 26.6%
	12 개월 64.0%
KOSPI 대비	3 개월 30.3%
상대수익률	6 개월 27.4%
	12 개월 69.4%

주가차트



투자이견 및 목표주가 추이



시총 1조원을 넘어 2007년 수준으로

1Q13 영업이익은 120억원(+21.6% YoY), 2013년 영업이익은 452억원(+31.2% YoY) 예상
 1Q13 실적은 1Q12에 비해서 매출액은 +22.3% YoY 증가한 775억원, 영업이익은 +21.6% YoY 증가한 120억원 수준으로 추정된다. 1월 출국자는 역대 최대였다. 하나투어의 1월 패키지 송출객은 +30.7% YoY, 2월은 +13.6% YoY, 그리고 3월은 +22.8% YoY 증가했다. 4월~6월까지의 예약률 또한 좋기 때문에 2분기 실적도 기대된다. 2013년 패키지 송출객은 193만명(패키지 M/S 14.9%)으로 추정된다. 매출액은 3,120억원 (+20.5% YoY), 영업이익은 452억원(+31.2% YoY)을 기록할 전망이다.

IFRS 연결 기준 분기 실적 추정: 1Q13 연결 영업이익은 133억원으로 예상

2013년 1분기 연결 영업이익은 133억원, 순이익은 122억원 수준으로 전망된다. 비교 자료가 없어서 2012년 1분기 연결 영업이익은 알 수가 없다. 다만, 2012년 1분기 별도 영업이익은 99억원이었다. 2013년 1분기 영업이익이 120억원이어서 대략 21.6% YoY 증가하는 수준으로 추정된다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 94,000원으로 상향

목표주가를 78,000원에서 94,000원으로 상향한다. 94,000원은 12개월 Forward EPS 4,265원에 PER 22배를 적용한 수준이다. 2013년 연결 PER은 현재 18.7배 수준이고, 2014년 연결 PER은 15.3배로 낮다. 목표주가 94,000원은 시가총액 기준으로 1조 900 억원이다. 주가 86,000원이 시가총액 1조원이다. 시가총액은 이미 2007년에 1조원을 넘긴 적이 있다. 2007년 EPS는 2,300원 수준이었다. 현재 적용되는 EPS의 절반 수준이다. 2007년에 비해서 현재 PER도 거의 절반이다. 하나투어의 시가총액 1조원 달성은 생각보다 빨리 될 가능성도 있다.

12월	매출액	영업이익	순이익	EPS	BPS	영업이익률	순이익률	ROE	PER	EV/EBITDA	PBR
(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(원)	(원)	(%)	(%)	(%)	(배)	(배)	(배)
2011	226.4	21.7	19.5	1,680	9,595	9.6	8.6	17.8	20.4	11.0	3.6
2012	259.2	34.7	30.0	2,579	13,158	13.4	11.6	22.7	23.6	14.6	4.6
2013F	312.0	45.2	37.6	3,240	15,328	14.5	12.1	22.7	22.9	13.7	4.8
2014F	352.5	55.5	45.8	3,947	18,155	15.7	13.0	23.6	18.8	11.0	4.1
2015F	400.8	68.0	55.4	4,767	21,755	17.0	13.8	23.9	15.6	8.5	3.4

주: K-IFRS 별도 기준

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
자산총계	247.6	300.3	355.6	411.5	480.8
유동자산	164.6	196.3	244.2	294.0	354.4
현금및현금성자산	66.2	67.6	89.2	118.9	155.3
매출채권	28.9	36.7	44.2	50.0	56.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	83.0	104.0	111.4	117.5	126.4
유형자산	24.6	25.2	23.6	22.3	21.4
무형자산	7.4	9.0	5.8	3.7	2.4
투자자산	42.2	59.8	72.0	81.4	92.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	136.2	147.5	177.6	200.6	228.1
유동부채	136.2	147.1	177.1	200.1	227.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	66.1	53.6	64.6	73.0	83.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.0	0.4	0.5	0.5	0.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	111.5	152.8	178.1	210.9	252.7
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	86.3	92.1	92.1	92.1	92.1
기타자본	(26.7)	(11.3)	(11.3)	(11.3)	(11.3)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	46.1	66.2	91.4	124.2	166.1
지배주주지분	111.5	152.8	178.1	210.9	252.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7
*순차입금(순현금)	(16.8)	(139.7)	(176.1)	(217.0)	(266.9)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	47.7	37.7	59.8	62.8	74.0
당기순이익	19.5	30.0	37.6	45.8	55.4
유형자산상각비	1.4	1.5	1.6	1.2	0.9
무형자산상각비	2.5	2.6	3.2	2.0	1.3
외화환산손실(이익)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	24.6	(8.1)	17.4	13.6	16.4
(법인세납부)	(11.5)	(5.6)	(12.0)	(14.6)	(17.6)
기타	10.6	17.4	12.0	14.8	17.6
투자활동으로인한현금흐름	(27.3)	(46.0)	(27.0)	(20.7)	(24.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.7)	(1.9)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.7)	(4.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(16.6)	(15.1)	(12.2)	(9.3)	(11.2)
기타	(7.3)	(24.8)	(14.8)	(11.4)	(13.5)
FCF	43.0	29.8	57.3	59.3	70.5
재무활동으로인한현금흐름	(18.9)	9.8	(11.2)	(12.4)	(12.9)
차입금의증가(감소)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
자기주식의처분(취득)	8.0	15.7	0.0	0.0	0.0
배당금	(10.9)	(9.8)	(11.3)	(12.4)	(13.0)
기타	(16.0)	3.9	0.0	(0.1)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1.5	1.4	21.6	29.7	36.4
기초현금	64.7	66.2	67.6	89.2	118.9
기말현금	66.2	67.6	89.2	118.9	155.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	226.4	259.2	312.0	352.5	400.8
증가율 (%)	4.0	14.5	20.4	13.0	13.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	226.4	259.2	312.0	352.5	400.8
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	204.7	224.5	266.8	297.0	332.8
영업이익	21.7	34.7	45.2	55.5	68.0
증가율 (%)	(20.5)	60.2	30.2	22.6	22.5
영업이익률 (%)	9.6	13.4	14.5	15.7	17.0
영업외손익	3.1	4.9	4.4	4.9	5.0
금융손익	3.8	4.2	4.9	5.8	7.1
기타영업외손익	(0.2)	0.7	(0.5)	(0.9)	(2.1)
종속 및 관계기업관련손익	(0.6)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	24.8	39.6	49.6	60.4	73.0
법인세비용	5.2	9.6	12.0	14.6	17.6
계속사업이익	19.5	30.0	37.6	45.8	55.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	19.5	30.0	37.6	45.8	55.4
증가율 (%)	(11.6)	53.5	25.6	21.8	20.8
순이익률 (%)	8.6	11.6	12.1	13.0	13.8
(지배주주)당기순이익	19.5	30.0	37.6	45.8	55.4
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	19.5	30.0	37.6	45.8	55.4
(지배주주)총포괄이익	19.5	30.0	37.6	45.8	55.4
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	25.6	38.8	50.0	58.7	70.2
증가율 (%)	(16.2)	51.9	28.8	17.4	19.5
EBITDA 이익률 (%)	11.3	15.0	16.0	16.7	17.5

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS (당기순이익, 원)	1,680	2,579	3,240	3,947	4,767
EPS (지배순이익, 원)	1,680	2,579	3,240	3,947	4,767
BPS (자본총계, 원)	9,595	13,158	15,328	18,155	21,755
BPS (지배지분, 원)	9,595	13,158	15,328	18,155	21,755
DPS (원)	900	1,000	1,100	1,150	1,200
PER (당기순이익, 배)	20.4	23.6	22.9	18.8	15.6
PER (지배순이익, 배)	20.4	23.6	22.9	18.8	15.6
PBR (자본총계, 배)	3.6	4.6	4.8	4.1	3.4
PBR (지배지분, 배)	3.6	4.6	4.8	4.1	3.4
EV/EBITDA (배)	11.0	14.6	13.7	11.0	8.5
EV/EBIT (배)	12.9	16.4	15.2	11.6	8.8
배당수익률 (%)	2.6	1.6	1.5	1.5	1.6
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	11.3	15.0	16.0	16.7	17.5
영업이익률 (%)	9.6	13.4	14.5	15.7	17.0
순이익률 (%)	8.6	11.6	12.1	13.0	13.8
ROA (%)	8.4	10.9	11.5	12.0	12.4
ROE (지배순이익, %)	17.8	22.7	22.7	23.6	23.9
ROIC (%)	(35.2)	(45.4)	(51.6)	(48.6)	(49.3)
안정성					
부채비율 (%)	122.2	96.5	99.7	95.1	90.3
순차입금비율 (%)	(104.8)	(91.4)	(98.9)	(102.9)	(105.6)
현금비율 (%)	48.6	45.9	50.4	59.4	68.3
이자보상배율 (배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전을 (회)	(3.0)	(2.9)	(3.2)	(3.1)	(3.1)
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	42.1	46.2	47.4	48.8	48.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

모두투어 (080160)

매수 (유지)

현재주가 (4월 3일) 29,200 원
 목표주가 36,000 원(상향)
 상승여력 23.3%

성준원
 (02) 3772-1538
 jwsung79@shinhan.com

KOSPI	1,983.22p
KOSDAQ	557.96p
시가총액	367.9 십억원
액면가	500 원
발행주식수	12.6 백만주
유동주식수	9.8 백만주(77.7%)
52 주 최고가/최저가	32,950 원/18,250 원
일평균 거래량 (60 일)	95,466 주
일평균 거래액 (60 일)	2,838 백만원
외국인 지분율	15.38%
주요주주	우종웅 외 4 인 17.46%
	국민연금공단 9.12%
절대수익률	3개월 0.0%
	6개월 15.4%
	12개월 45.9%
KOSDAQ 대비	3개월 -10.6%
상대수익률	6개월 9.1%
	12개월 34.9%

주가차트



투자 의견 및 목표주가 추이



주가 상승률 격차 확대는 좋은 매수 기회

1Q13 영업이익은 50억원(-15.2% YoY), 2013년 영업이익은 234억원(+10.3% YoY) 예상

1Q13 실적은 1Q12에 비해서 매출액은 -2.3% YoY 감소한 318억원, 영업이익은 -15.2% YoY 감소한 50억원 수준으로 추정된다. 모두투어의 실적 저조는 일회성 요인 때문이다. 1월에 필리핀 바클로드 지역으로의 패키지 상품이 인기리에 예약 판매 되었다. 그런데, 전세기 허가가 나오지 않으면서 대체 항공권을 구해야 했고, 전세기 및 대체 항공권 양쪽에 대한 비용 부담을 모두투어가 하게 되었다.

1월의 문제 발생 때문에 2~4월 예약도 제대로 진행되지 못하면서 예약률이 저조하게 나왔다. 다행히 5~6월 예약률이 회복세를 보이고 있어서 2분기 중반 이후의 실적 회복은 가능해 보인다. 2013년 패키지 송출객은 107만명(패키지 M/S 8.2%)으로 추정된다. 매출액은 1,498억원(+12.8% YoY), 영업이익은 234억원(+10.3% YoY)을 기록할 전망이다

IFRS 연결 기준 분기 실적 추정: 1Q13 연결 영업이익은 53억원으로 예상

모두투어의 2013년 1분기 연결 영업이익은 53억원, 순이익은 45억원 수준으로 전망된다. 비교 자료가 없어서 2012년 1분기 연결 영업이익은 모른다. 다만, 2012년 1분기 별도 영업이익은 59억원이었다. 2013년 1분기 영업이익이 50억원이어서 대략 -25.8% YoY 감소하는 수준으로 추정된다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 36,000원으로 상향

목표주가 36,000원은 12개월 Forward EPS 1,786원에 PER 20배를 적용한 수준이다. 2013년 연결 PER은 현재 17.7배 수준이고, 2014년 연결 PER은 14.2배로 낮다. 목표주가 및 현재 주가 수준의 PER은 하나투어에 비해서 할인 되어 있다. 역사적으로 모두투어의 하나투어 대비 Valuation Discount 비율은 10~20% 수준이다. 모두투어가 시장점유율, 매출액, 그리고 이익 측면에서 당분간 하나투어를 이기기는 쉽지 않다. 다만, 최근의 주가 상승률 격차 확대는 모두투어를 매수할 수 있는 좋은 기회로 보인다. 5~6월 예약률이 정상적으로 나오고 있기 때문에 하나투어 대비 많이 벌어져있는 주가 상승률은 지금부터는 축소될 가능성이 높다.

12월	매출액	영업이익	순이익	EPS	BPS	영업이익률	순이익률	ROE	PER	EV/EBITD	PBR
(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(원)	(원)	(%)	(%)	(%)	(배)	(배)	(배)
2011	121.0	16.6	13.3	1,052	5,645	13.7	11.0	19.7	15.3	7.8	2.8
2012	132.8	21.2	17.3	1,370	6,503	15.9	13.0	22.6	22.0	14.1	4.6
2013F	149.8	23.4	19.6	1,554	7,527	15.6	13.1	22.1	18.8	10.1	3.9
2014F	171.6	28.8	24.0	1,905	8,805	16.8	14.0	23.3	15.3	9.2	3.3
2015F	194.8	33.3	27.0	2,142	10,224	17.1	13.9	22.5	13.6	7.6	2.9

주: K-IFRS 별도 기준

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
자산총계	129.0	143.3	164.0	190.1	218.5
유동자산	104.3	108.1	131.2	154.6	179.7
현금및현금성자산	27.3	40.5	54.9	67.1	80.5
매출채권	11.6	17.8	20.0	23.0	26.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	24.7	35.2	32.8	35.5	38.8
유형자산	1.1	9.6	4.9	4.5	4.5
무형자산	0.6	0.6	0.4	0.2	0.2
투자자산	17.9	19.4	21.9	25.1	28.4
기타금융유형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	57.9	61.4	69.1	79.1	89.6
유동부채	48.4	51.8	58.5	67.0	76.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	9.5	9.6	10.7	12.1	13.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
기타금융유형부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	71.1	81.9	94.8	110.9	128.8
자본금	4.2	6.3	6.3	6.3	6.3
자본잉여금	30.0	27.9	27.9	27.9	27.9
기타자본	(8.1)	(10.7)	(10.7)	(10.7)	(10.7)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	45.0	58.5	71.4	87.5	105.4
지배주주지분	71.1	81.9	94.8	110.9	128.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	13.1	16.1	18.0	20.5	23.2
*순차입금(순현금)	(63.7)	(64.2)	(81.7)	(98.0)	(115.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	15.5	21.5	25.4	26.0	28.8
당기순이익	13.3	17.3	19.6	24.0	27.0
유형자산상각비	0.9	1.0	4.7	0.3	0.0
무형자산상각비	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
운전자본변동	(0.9)	(0.8)	1.0	1.7	1.8
(법인세납부)	(5.8)	(4.3)	(5.9)	(7.2)	(8.1)
기타	7.9	8.1	5.9	7.2	8.1
투자활동으로인한현금흐름	(11.3)	(1.6)	(7.6)	(9.7)	(10.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.7)	(9.4)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.7)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(14.4)	(1.6)	(2.5)	(3.2)	(3.4)
기타	4.4	9.7	(5.1)	(6.5)	(6.9)
FCF	10.1	8.2	24.0	24.0	27.3
재무활동으로인한현금흐름	(4.8)	(6.7)	(3.5)	(4.2)	(5.2)
차입금의증가(감소)	0.0	0.0	1.9	2.5	2.6
자기주식의처분(취득)	0.0	2.7	0.0	0.0	0.0
배당금	(4.8)	(4.0)	(5.5)	(6.7)	(7.9)
기타	0.0	(5.4)	0.1	0.0	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(0.7)	13.2	14.3	12.3	13.4
기초현금	28.0	27.3	40.5	54.8	67.1
기말현금	27.3	40.5	54.8	67.1	80.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	121.0	132.8	149.8	171.6	194.8
증가율 (%)	3.4	9.7	12.8	14.6	13.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	121.0	132.8	149.8	171.6	194.8
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	104.4	111.6	126.3	142.9	161.5
영업이익	16.6	21.2	23.4	28.8	33.3
증가율 (%)	0.1	27.1	10.8	22.7	15.8
영업이익률 (%)	13.7	15.9	15.6	16.8	17.1
영업외손익	1.7	1.3	2.0	2.5	1.8
금융손익	2.3	2.1	2.7	3.3	3.9
기타영업외손익	(0.6)	(0.8)	(0.7)	(0.8)	(2.1)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	18.3	22.4	25.5	31.2	35.1
법인세비용	5.0	5.2	5.9	7.2	8.1
계속사업이익	13.3	17.3	19.6	24.0	27.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	13.3	17.3	19.6	24.0	27.0
증가율 (%)	(11.0)	30.2	13.4	22.6	12.4
순이익률 (%)	11.0	13.0	13.1	14.0	13.9
(지배주주)당기순이익	13.3	17.3	19.6	24.0	27.0
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	12.8	17.5	19.6	24.0	27.0
(지배주주)총포괄이익	12.8	17.5	19.6	24.0	27.0
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	17.7	22.3	28.3	29.2	33.4
증가율 (%)	1.4	26.3	26.8	3.3	14.3
EBITDA 이익률 (%)	14.6	16.8	18.9	17.0	17.2

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS (당기순이익, 원)	1,052	1,370	1,554	1,905	2,142
EPS (지배순이익, 원)	1,052	1,370	1,554	1,905	2,142
BPS (자본총계, 원)	5,645	6,503	7,527	8,805	10,224
BPS (지배지분, 원)	5,645	6,503	7,527	8,805	10,224
DPS (원)	500	450	550	650	750
PER (당기순이익, 배)	15.3	22.0	18.8	15.3	13.6
PER (지배순이익, 배)	15.3	22.0	18.8	15.3	13.6
PBR (자본총계, 배)	2.8	4.6	3.9	3.3	2.9
PBR (지배지분, 배)	2.8	4.6	3.9	3.3	2.9
EV/EBITDA (배)	7.8	14.1	10.1	9.2	7.6
EV/EBIT (배)	8.3	14.9	12.2	9.4	7.6
배당수익률 (%)	3.1	1.5	1.9	2.2	2.6
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	14.6	16.8	18.9	17.0	17.2
영업이익률 (%)	13.7	15.9	15.6	16.8	17.1
순이익률 (%)	11.0	13.0	13.1	14.0	13.9
ROA (%)	10.5	12.7	12.7	13.6	13.2
ROE (지배순이익, %)	19.7	22.6	22.1	23.3	22.5
ROIC (%)	(144.3)	(567.3)	(1,101.3)	(394.6)	(346.3)
안정성					
부채비율 (%)	81.4	74.9	72.9	71.3	69.6
순차입금비율 (%)	(89.6)	(78.3)	(86.2)	(88.4)	(89.8)
현금비율 (%)	56.4	78.1	93.9	100.2	105.8
이자보상배율 (배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(12.4)	(15.3)	(16.0)	(16.1)	(16.1)
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	38.2	40.3	46.1	45.7	45.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-IFRS 별도 기준



신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	노원역	02) 937-0707	명동	02) 752-6655	신당	02) 2254-4090	잠실신천역	02) 423-6868
강남중앙	02) 6354-5300	논현	02) 518-2222	목동	02) 2653-0844	압구정	02) 511-0005	중부	02) 2270-6500
관악	02) 887-0809	답십리	02) 2217-2114	반포	02) 533-1851	여의도	02) 3775-4270	창동	02) 995-0123
광교	02) 739-7155	성수동영업소	02) 466-4228	보라매	02) 820-2000	동부이촌동영업소	02) 798-4805	강북영업소	02) 906-0192
광화문	02) 732-0770	대치센터빌	02) 554-2878	삼성역	02) 563-3770	연희동	02) 3142-6363		
종로영업소	02) 722-4388	도곡	02) 2057-0707	삼풍	02) 3477-4567	영등포	02) 2677-7711		
구로	02) 857-8600	양재동영업소	02) 3463-1842	남부터미널영업소	02) 522-7861	영업부	02) 3772-1200		
중앙유통단지영업소	02) 2101-3621	동대문	02) 2232-7100	서교동	02) 335-6600	서여의도영업소	02) 784-0977-9		
남대문	02) 757-0707	마포	02) 718-0900	송파	02) 449-0808	올림픽	02) 448-0707		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	분당	031) 712-0109	안산	031) 485-4481	의정부	031) 848-9100	죽전	031) 898-0011
구월동	032) 464-0707	산본	031) 392-1141	아탑역	031) 622-1400	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010
동두천	031) 862-1851	수원	031) 246-0606	연수	032) 819-0110	경자동	031) 715-8600	평촌	031) 381-8686
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	부산	051) 243-0707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777		
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									
강남	02) 508-2210	반포	02) 3478-2400	압구정	02) 541-5566	여의도	02) 782-8331	부산	051) 819-9011
도곡	02) 554-6556	서울파이낸스	02) 778-9600	압구정중앙	02) 547-0202	태평로	02) 317-9100	Privilege강남	02) 559-3399
목동	02) 2649-0101	스타	02) 875-1851	잠실	02) 2143-0800	해운대	051) 701-2200	Privilege서울	02) 6050-8100
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(작성일자: 2011년 7월 25일). 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 주권사로 참여한 적이 없습니다. 자료 제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기회사의 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 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.