

KTB Power Smallcap

여행업

2013년 하반기 하늘 끝까지 날아간다!



스몰캡 Analyst 최종경

☎ 2184-2247 ✉ choijk@ktb.co.kr

스몰캡 R.A. 박현진

☎ 2184-2396 ✉ hyunjin@ktb.co.kr

Coverage opinion

종목명	투자의견	목표가	Top-picks
하나투어	NR	-	🏆
모두투어	NR	-	🏆

Issue

2013년 다시 전성기를 맞이한 여행업(outbound). 2013년 상반기 내국인 출국자수는 전년 대비 +9.6%의 성장률을 기록하는 양호한 성장 중. 3분기 최대 성수기를 앞두고 높은 실적 성장이 예상되는 여행사에 대한 관심 증가.

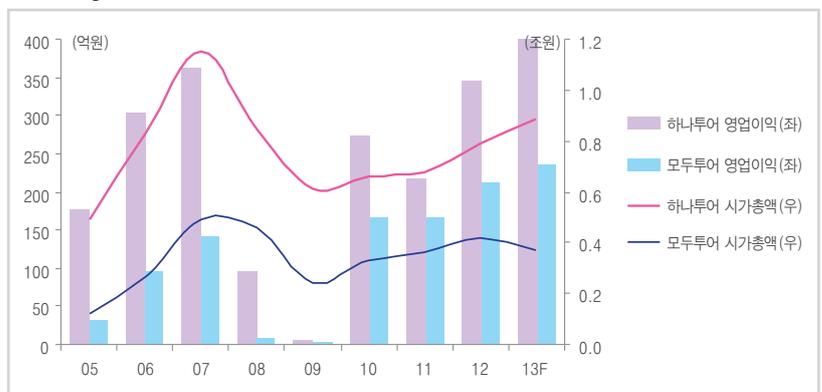
Pitch

2013년~2014년 법정공휴일이 주말과 겹치는 날이 최저 수준인 3일에 불과하고, 징검다리 연휴의 증가로 여행업 환경 긍정적. 2013년 1분기 사상 최대 분기 출국자수를 기록할 정도로 여행객 급증. 3분기 중 7~8월 성수기에 최대 여행객수를 돌파할 것으로 전망되는 가운데, 5일간의 추석 연휴가 기다리고 있는 9월 상품의 예약률 급증으로 주요 여행사의 사상 최대 분기 실적 달성을 전망함. 시장점유율을 꾸준히 높이며 여행업 Big2의 시장 지위를 굳혀가는 **하나투어**, **모두투어**를 투자 유망 여행사 최선호주(Top-Picks)로 추천.

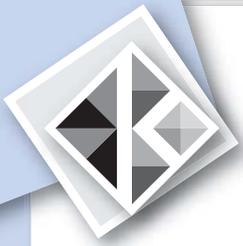
Rationale

- **하나투어(039130)**: 1등 여행사의 경이로운 실적 성장 중. 2013년 상반기 시장성장률을 초과하는 +17.8%(YoY)의 출국자수 성장률을 기록. 3분기 여행객 급증과 함께 최대 실적 달성이 전망되는 가운데, 추석 연휴에 대한 9월 실적 합산으로(2012년은 10월 합산) 타사대비 높은 실적 성장률을 기록할 전망.
- **모두투어(080160)**: 1분기 태국과 필리핀항 전세기 운항 차질에 따른 실적성장 둔화와 계절적 비수기인 2분기 실적 약세가 반영되어 주가 약세 중. 3분기 역대 최고의 여행 업황을 고려할 때 사상 최대 분기 실적 달성과 하반기 실적 성장에 대한 기대는 하나투어와 차이가 없다고 판단함.

국내 Big2 여행사 하나투어와 모두투어의 연간 영업이익과 시가총액 추이



Source: KTB투자증권, K-IFRS 별도 기준



Contents

- 03 I. Key chart & Table
- 07 II. 2013년 다시 찾아온 여행업 전성기
 - II-1. 해외여행 최고의 달력
 - II-2. 내국인 출국자수 사상 최대 기록 중
 - II-3. 해외여행 영업환경의 오해와 진실
- 17 III. 여행업 유망 기업
- 21 IV. 종목별 투자 의견
 - 하나투어 (039130)
 - 모두투어 (080160)





I. Key chart

대한민국 휴일 달력(2009년~2017년)

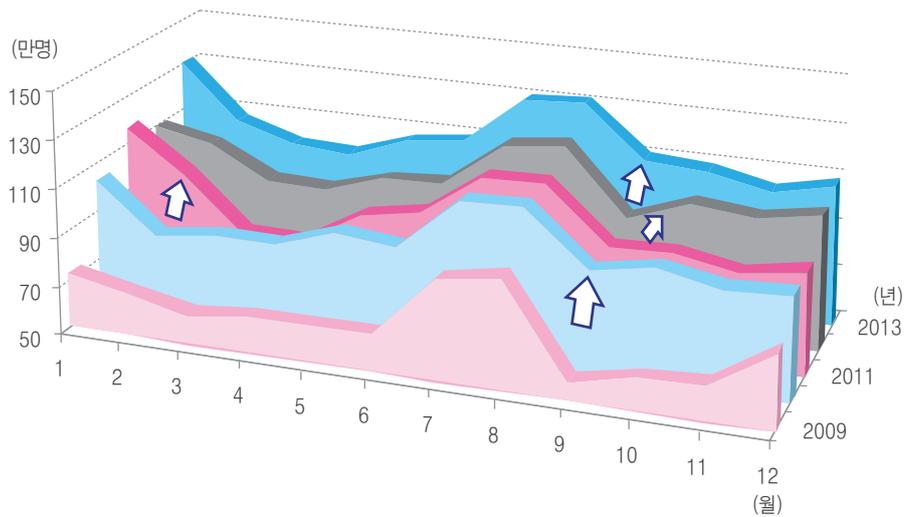
Fig. 01 : 2013년~2015년 상반기까지 여행 떠나기 좋은 최고의 휴일 연휴

휴일	날짜	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
신정	1/1(+)	목	금	토	일	화	수	목	금	일
설날	전일	일	토	수	일	토	목	수	일	금
	1/1(-)	월	일	목	월	일	금	목	월	토
	1/2(-)	화	월	금	화	월	토	금	화	일
삼일절	3/1(+)	일	월	화	목	금	토	일	화	수
어린이날	5/5(+)	화	수	목	토	일	월	화	목	금
석가탄신일	4/8(-)	토	금	화	월	금	화	월	토	수
현충일	6/6(+)	토	일	월	수	목	금	토	월	화
광복절	8/15(+)	토	일	월	수	목	금	토	월	화
추석	전일	금	화	일	토	수	일	토	수	화
	8/15(-)	토	수	월	일	목	월	일	목	수
	8/16(-)	일	목	화	월	금	화	월	금	목
개천절	10/3(+)	토	일	월	수	목	금	토	월	
한글날	10/9(+)					수	목	금	일	월
크리스마스	12/25(+)	금	토	일	화	수	목	금	일	월
법정공휴일		14	14	14	14	15	15	15	15	15
토/일 중복 일수		8	6	3	5	3	3	6	4	4
토/일 일수		104	104	105	105	104	104	104	105	105
휴일		110	112	116	114	116	116	113	116	115
설날연휴		4	3	5	4	3	4	5	4	3
추석연휴		3	3	4	3	5	4	3	5	3

Source: KTB투자증권
 Note: (-)음력, (+)양력

2009년~2013년(E) 월별 내국인 출국자수

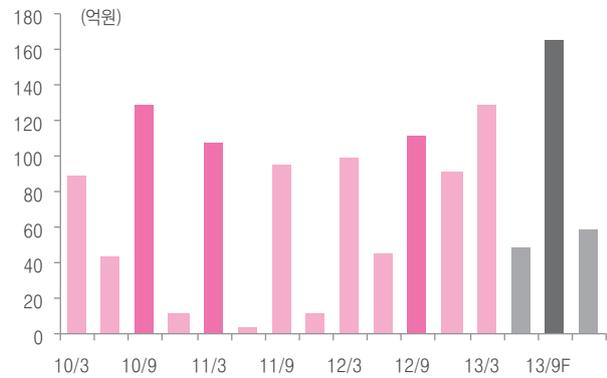
Fig. 02 : 2010년 9월 추석, 2011년 2월 설날 연휴로 출국자수 급증 → 2013년 추석 5일 연휴 기대



Source: 한국관광공사(KTO), KTB투자증권

하나투어 분기 영업이익 추이

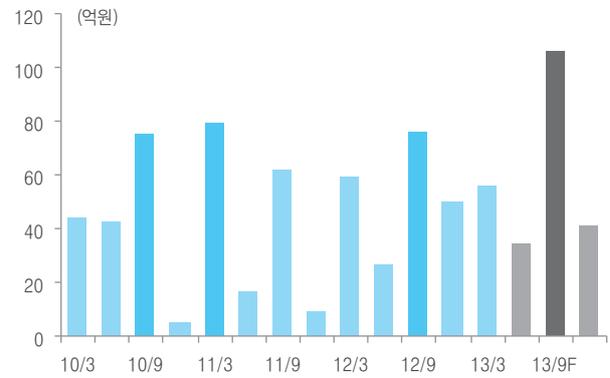
Fig. 03 : 2013년 3분기 최대 분기 실적 시현 기대



Source: 하나투어, KTB투자증권, K-IFRS 별도 기준

모두투어 분기 영업이익 추이

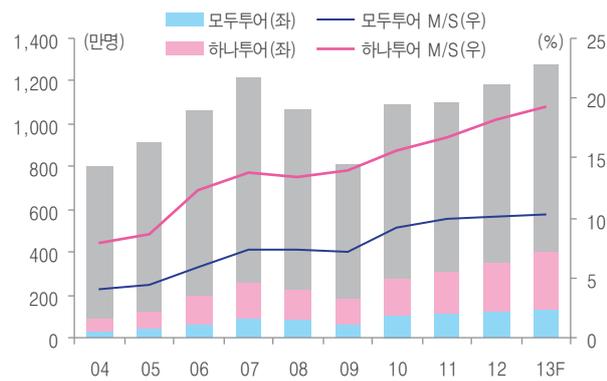
Fig. 04 : 2013년 3분기 최대 분기 실적 시현 기대



Source: 모두투어, KTB투자증권, K-IFRS 별도 기준

연간 내국인 출국자 및 주요 여행사의 시장점유율

Fig. 05 : 올해 최대 출국자수 전망과 주요 여행사의 시장점유율 확대



Source: 한국관광공사, 한국여행업협회, 각사, KTB투자증권

최근 3년간 분기별 내국인 출국자수

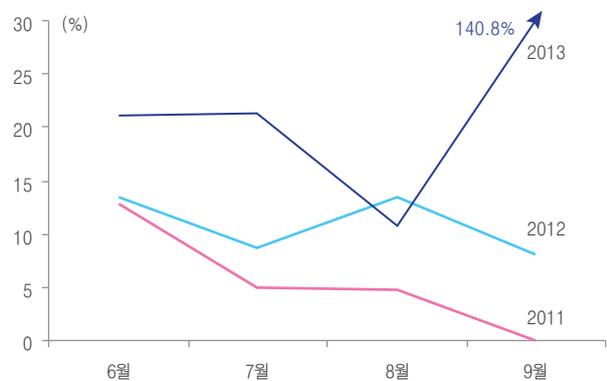
Fig. 06 : 뚜렷한 계절성에도 불구하고 2013년 1분기 > 2012년 3분기



Source: 한국관광공사, 한국여행업협회, KTB투자증권

하나투어 성수기 상품 예약률(해당월 출발)

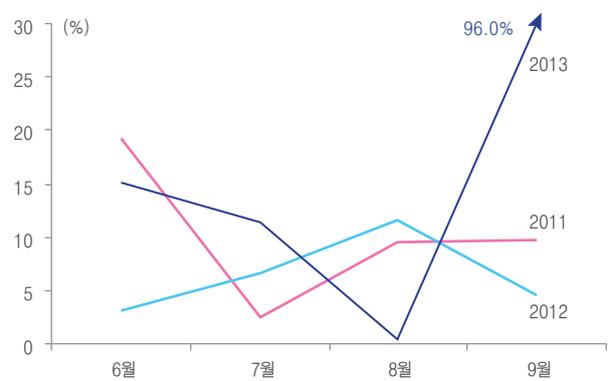
Fig. 07 : 7~8월 견조한 예약률, 9월 추석 장기 연휴에 따른 예약 급증



Source: 하나투어, KTB투자증권

모두투어 성수기 상품 예약률(해당월 출발)

Fig. 08 : 7~8월 견조한 예약률, 9월 추석 장기 연휴에 따른 예약 급증

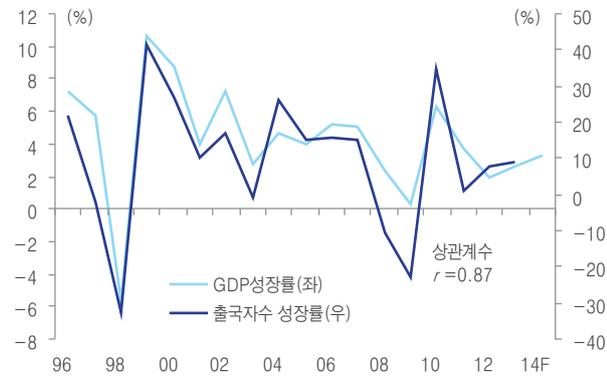


Source: 모두투어, KTB투자증권



GDP성장률(실질)과 내국인 출국자수 성장률

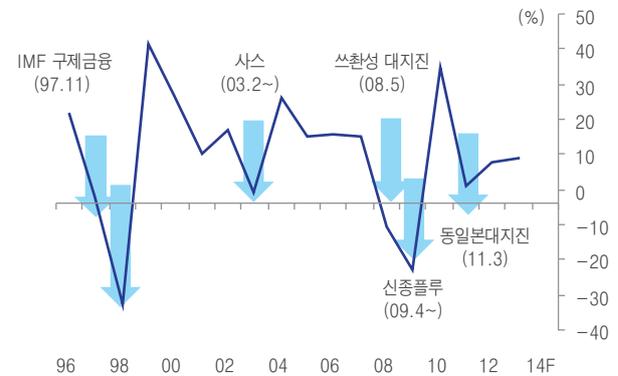
Fig. 09 : 내국인출국자수 성장률은 경제성장률과 강한 상관관계



Source: 한국관광공사, 한국은행, KTB투자증권

연간 주요 천재지변과 내국인 출국자수 성장률

Fig. 10 : 실제적으로 천재지변이 주요 시장 변동요인으로 작용



Source: 한국관광공사, KTB투자증권

하나투어와 모두투어의 패키지 여행객 비중

Fig. 11 : FIT 여행 비중 증가에도 패키지 여행객도 견조하게 상승



Source: 하나투어, 모두투어, KTB투자증권

2005년과 2013년 팜 여행 상품가격 비교

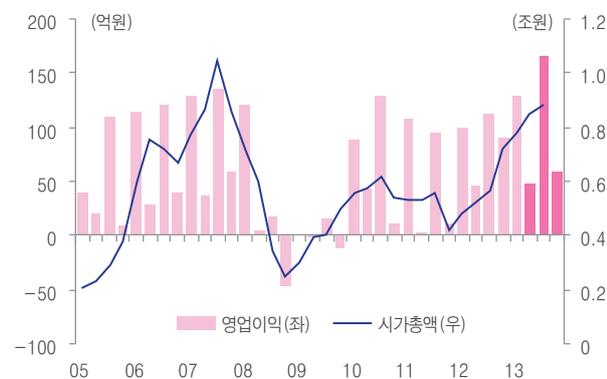
Fig. 12 : 2005년과 2013년 동일하게 팜 PIC 패키지 109.9만원부터



Source: 일간지 신문 광고

하나투어 분기 영업이익과 시가총액

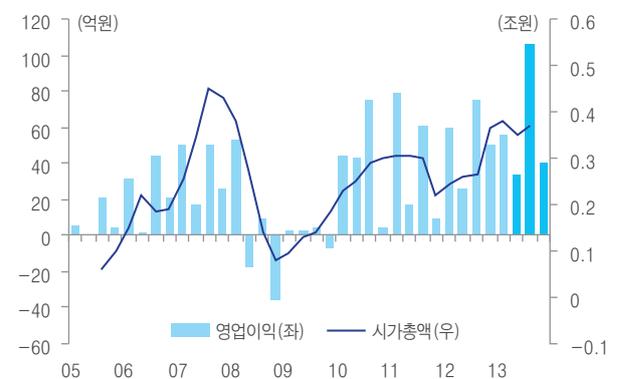
Fig. 13 : 2013년 최대 실적 전망 → 주가 역사적 전고점 돌파 기대!



Source: 하나투어, KTB투자증권, K-IFRS 별도 기준

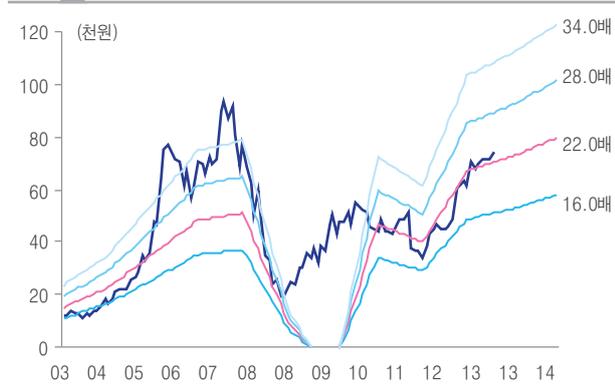
모두투어 분기 영업이익과 시가총액

Fig. 14 : 2013년 최대 실적 전망 → 주가 역사적 전고점 돌파 기대!



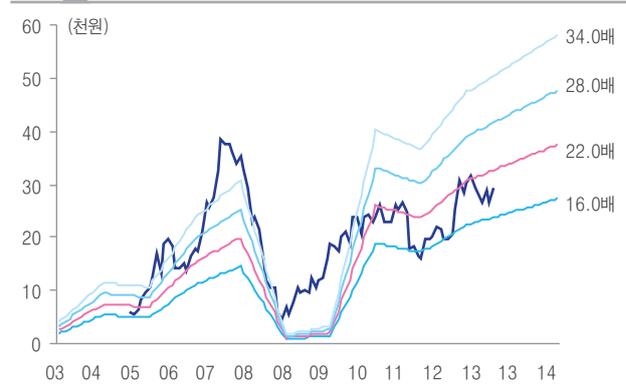
Source: 모두투어, KTB투자증권, K-IFRS 별도 기준

Fig. 15 하나투어 주가와 PER 밴드 추이



Source: 하나투어, KTB투자증권, K-IFRS 연결 기준

Fig. 16 모두투어 주가와 PER 밴드 추이



Source:모두투어, KTB투자증권, K-IFRS 연결 기준

Fig. 17 여행사 유망주 Top-Picks 2

(단위: 원, 억원, 배)

종목명	주가	시가총액	2012		2013E		투자포인트
			PER	PBR	PER	PBR	
하나투어 (039130)	74,200	8,619	18.9	3.9	21.3	4.1	- 독보적인 점유율의 국내 1등 여행사('13E M/S 19.3%) 주요사업영역: ①해외여행알선(outbound), ②항공권 판매 및 여행관련 알선 상품, ③하나투어ITC, 웹투어 등 국내외 관련 자회사 - 하나투어ITC, 웹투어, 해외현지법인 등 여행 관련 국내외 자회사의 연결 실적 기여: [연결]영업이익-[별도]영업이익 = 8억원('10)→ 23('11)→ 49('12)→ 67('13F) - '13년 여행사 중 가장 큰 폭의 여행객수 성장률 전망(+14.9% YoY) - '13년 3분기 7~8월 성수기 효과 및 9월 추석 연휴로 폭발적인 실적 성장 전망
모두투어 (080160)	28,350	3,572	21.5	4.5	18.2	3.6	- 하나투어와 여행업 Big2를 굳힌 시장지배력('13E M/S 10.1%) 주요사업영역: ①해외여행알선(outbound), ②항공권 판매 및 여행관련 알선 상품, ③모두투어인테리어 등 여행업 관련 자회사 - 국내 여행(inbound) 시장 1등 모두투어인테리어 성장 기대 - '13년 하나투어에 이은 여행객수 시장 대비 초과 성장률 전망 (+10.1% YoY) - '13년 3분기 7~8월 성수기 효과 및 9월 추석 연휴로 폭발적인 실적 성장 전망

Note: 2013년 7월 8일 증가 기준

Source: KTB투자증권, K-IFRS 연결 기준



II. 2013년 다시 찾아온 여행업 전성기

1. 해외여행 최고의 달력

'13년: 해외여행업 전성기
여가활용 소비인식 변화
여행 상품의 다양화
LCC항공사, FIT여행 확대
등 여행환경의 우호적 변화

2013년 내국인의 해외여행(outbound)이 전성기를 맞이했다. 지속되는 글로벌 경기 침체에도 불구하고, 여가 활용에 대한 소비 인식 변화, 가족 여행 중심의 여행 상품의 다양화, 저가항공사(LCC: low cost carrier) 및 개별자유여행(FIT: free independent travel) 등을 활용한 여행 상품 확대에 따른 해외 여행 비용 부담 감소 등 내국인의 해외여행에 대한 환경이 우호적으로 변화하고 있는 영향이 크다.

해외여행을 위한 달력 휴일
구성의 긍정적 변화

여행업에 대한 여러 가지 긍정적인 환경 변화 중에도 2013년을 최고의 한 해로 꼽는 이유는 대한민국 달력의 휴일 구성을 첫 번째로 살펴볼 만하다. <표18>는 2009년부터 2017년까지 대한민국의 법정 공휴일을 정리한 휴일 달력이다.

'09년: 법정공휴일과 주말이
8일이나 겹치는 직장인
최악의 달력

2009년은 직장인 최악의 달력으로 기억되는데, 당시 14일의 법정 공휴일 중 8일이 토요일/일요일과 겹쳐 연중 휴일이 주말을 포함해 110일에 불과했다. 게다가 2008년은 글로벌 경제위기, 2009년은 신종플루 사태까지 겹치며 최악의 여행환경이 지속되었다.

'10년: 최장 9일까지 휴가가
가능했던 추석 연휴 효과

2010년은 전체적인 휴일 달력은 좋지 못한 해였으나, 2008년~2009년까지 2년간 지속된 여행객 감소에 따른 풍선효과로 해외 여행객 수요가 몰렸는데, 특히 추석 연휴 9월 21일(화)~9월 23일(목)가 징검다리 연휴로 최장 6일~9일까지 연휴가 가능해 추석 연휴 효과가 극대화되었다.

대한민국 휴일 달력(2009년~2017년)
Fig. 18 : 2013년~2015년 상반기까지 여행 떠나기 좋은 최고의 휴일 연휴

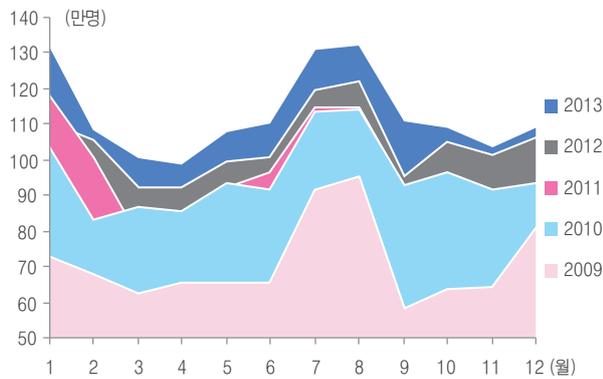
휴일	날짜	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
신정	1/1(+)	목	금	토	일	화	수	목	금	일
설날	전일	일	토	수	일	토	목	수	일	금
	1/1(-)	월	일	목	월	일	금	목	월	토
	1/2(-)	화	월	금	화	월	토	금	화	일
삼일절	3/1(+)	일	월	화	목	금	토	일	화	수
어린이날	5/5(+)	화	수	목	토	일	월	화	목	금
석가탄신일	4/8(-)	토	금	화	월	금	화	월	토	수
현충일	6/6(+)	토	일	월	수	목	금	토	월	화
광복절	8/15(+)	토	일	월	수	목	금	토	월	화
추석	전일	금	화	일	토	수	일	토	수	화
	8/15(-)	토	수	월	일	목	월	일	목	수
	8/16(-)	일	목	화	월	금	화	월	금	목
개천절	10/3(+)	토	일	월	수	목	금	토	월	
한글날	10/9(+)					수	목	금	일	월
크리스마스	12/25(+)	금	토	일	화	수	목	금	일	월
법정공휴일		14	14	14	14	15	15	15	15	15
토/일 중복 일수		8	6	3	5	3	3	6	4	4
토/일 일수		104	104	105	105	104	104	104	105	105
휴일		110	112	116	114	116	116	113	116	115
설날연휴		4	3	5	4	3	4	5	4	3
추석연휴		3	3	4	3	5	4	3	5	3

Source: KTB투자증권
Note: (-)음력, (+)양력

'11년: 5일의 설날 연휴 <그림19,20>의 월별 내국인 출국자의 전년대비 성장률을 살펴보면 2010년 추석 뿐만 아니라 '12년: 5일의 징검다리 추석 연휴 2011년 2월 설날, 2012년 9월~10월 추석 등 5일의 연휴가 가능했던 기간 내국인 출국자 수의 증가를 확인할 수 있다.

'13년: 공휴일과 주말이 겹치는 2013년과 2014년은 여행업 최고의 휴일 연휴가 기대되는데, 토요일/일요일과 겹치는 공휴일이 휴일 손실이 3일에 불과, 3일에 불과하고, 또한 공휴일이 화/목 또는 월/금에 겹치는 날이 많아 3~4일간 연휴가 가능한 징검다리 연휴가 급증하기 때문이다. 올해부터 국경일로 재지정된 한글날(10/9)은 텀이다! 또한 5일의 추석 연휴 수/목/금으로 구성된 9월 18일~20일 추석의 5일 연휴가 기다리고 있다. 이는 여행사 입장에서 ~'15년 상반기: 해외여행 가기 현재 여행 상품 구조 중 가장 효율적인 고수익이 보장되는 동남아(남태평양) 여행 상품 판매의 좋은 대한민국 달력의 휴일 구성 최적의 환경이라고 할 수 있다. 이러한 휴일 달력 효과는 5일 연휴의 설날이 있는 2015년 상반기 기까지 이어질 전망이다.

Fig. 19 2010년~2013년(E) 월별 내국인 출국자수



Source: 한국관광공사(KTO), KTB투자증권

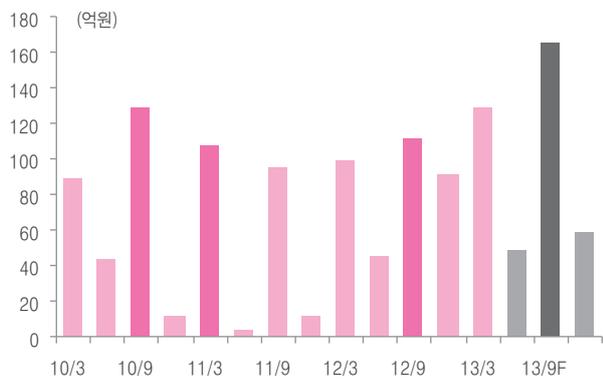
Fig. 20 내국인 출국자수 월별 전년 동월대비 성장률



Source: 한국관광공사(KTO), KTB투자증권

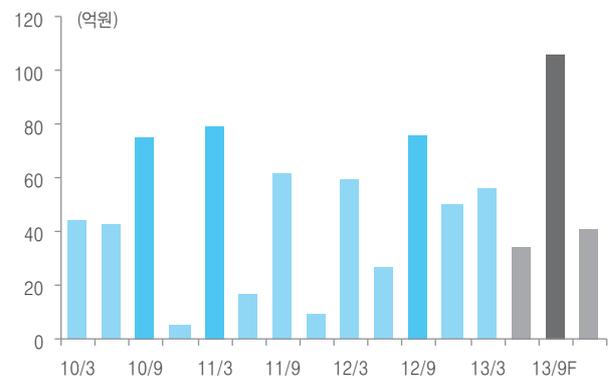
'10년 3분기와 '11년 1분기: 휴일 달력 효과에 따른 내국인 출국자수 증가는 해외여행 알선판매가 주력 사업인 국내 여행사의 실적에 직접적으로 영향을 미치게 되는데, 실제 하나투어와 모두투어의 2010년 3분기, 2011년 1분기, 2012년 3분기의 영업이익 추세를 살펴보면, <그림21>과 <그림22>에서와 같이 역대 분기 실적 중 최고 실적에 해당하는 이익을 시현하게 된다.

Fig. 21 하나투어 분기 영업이익 추이



Source: 하나투어, KTB투자증권, K-IFRS 별도 기준

Fig. 22 모두투어 분기 영업이익 추이



Source: 모두투어, KTB투자증권, K-IFRS 별도 기준

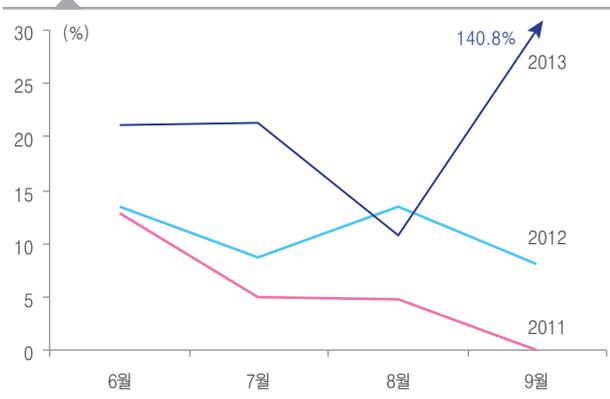


모두투어의 실적을 예를 들어 살펴보면, 2010년 3분기 내국인의 출국자수는 전년동기 대비 31.1%가 증가하는데, 모두투어를 통한 출국자수는 62.6%가 증가하고, 그 중 관광목적의 패키지 상품을 구입한 여행객수는 전년동기 대비 91.1%가 증가하며, 사상 최대 분기 영업이익인 77억원을 달성한다. 이후 2011년 1분기 80억원으로 사상 최대 분기 실적을 갱신하고, 2012년 3분기 다시 79억원을 기록하며, 성수기 효과를 이어갔다.

'13년 3분기: 5일의 추석 연휴로 2013년 9월 중 5일 연휴가 기다리고 있는 추석 성수기 효과로 K-IFRS 별도 기준 하나투어 165억원(+47.7% YoY), 모두투어 106억원(+40.6% YoY)의 영업이익을 기록해 양사 모두 사상 최대 분기실적을 크게 돌파할 것으로 예상하고 있다.

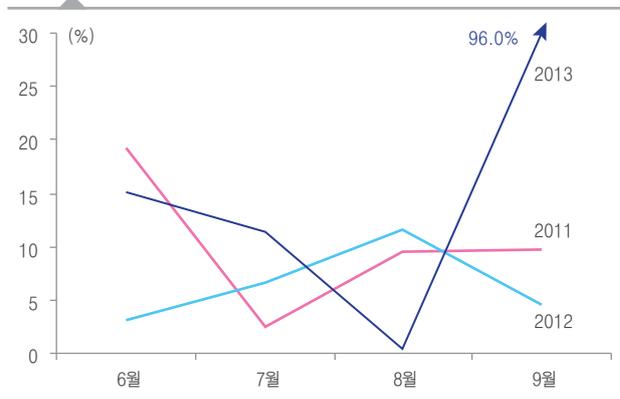
'13년 9월 상품 예약 현황: <그림23>, <그림24>는 하나투어(7월 1일 기준)와 모두투어(7월 5일 기준)의 6월~9월 여행 상품의 예약 건수의 성장률을 나타낸 그림이다. 하나투어의 경우 전년 같은 날과 비교하여 6월~7월 여행 상품의 예약수가 20% 이상 증가했으며, 8월 상품의 경우도 10%대의 견조한 증가율을 보이고 있다. 5일의 추석 연휴가 기다리고 있는 9월 여행 상품의 예약건수 증가율이 경이로운데, 일찌감치 여행을 준비하는 부지런한 얼리버드족(early-bird)의 예약이 쏟아지며, 전년 같은 기간 대비 141%의 예약 성장률을 보이고 있으며, 7월 2주차까지 100%대의 예약률을 유지하고 있다. 모두투어 역시 7월 첫 주 9월 상품 예약 건수의 증가율이 85%로 시작해 7월 2주차 최근 기준 96%의 증가세를 기록하고 있다.

Fig. 23 하나투어 성수기 상품 예약률(해당월 출발)



Source: 하나투어(7월 1일 기준), KTB투자증권

Fig. 24 모두투어 성수기 상품 예약률(해당월 출발)



Source: 모두투어(7월 5일 기준), KTB투자증권

2. 내국인 출국자수 사상 최대 기록 중

올해 사상 최대의 내국인 출국자수 전망
'13년 1,352만명(+8.4% YoY)

여행업에 대한 폭발적인 성장을 예상하는 두 번째는 이유는 사상 최대의 내국인 출국자수이다. 앞에서 언급한 명절 연휴 및 휴일 증가에 따른 효과도 포함되지만, 휴일 효과를 감안하지 않더라도 해마다 내국인의 출국자수는 2010년 이후 '다시' 꾸준한 증가 추세를 유지하고 있다.

해외 여행에 대한 소비 유형 변화 등으로 2000년대 중반까지 내국인 출국자수는 연간 15%대 이상의 성장을 지속했는데, 2008년~2009년의 글로벌 금융위기와 특히 2009년 여름부터 시작된 전세계적인 신종플루엔자A(H1N1) 확산의 영향으로 2008년과 2009년 내국인 출국자수는 2년간 급감하게 된다. 이후 2년간 해외여행을 나가지 못한 대기 수요가 축적되며 2010년 30%가 넘는 출국자 증가를 기록하게 되고, 2011년은 2010년의 여행객 증가에 따른 풍선효과 및 동일본 대지진의 영향으로 1.2%의 저조한 성장률을 기록한다. 2012년 비로서 성장세를 회복해 1,247만명(+7.9% YoY)의 출국자수를 기록 2007년의 고점을 돌파하고, 2013년은 8.4%의 성장률로 1,352만명의 내국인 출국자수를 기록할 전망이다.

Fig. 25 연간 내국인 출국자 및 주요 여행사의 시장점유율(M/S)

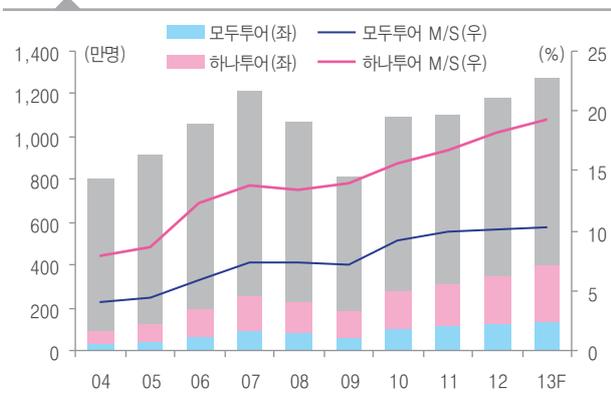
(단위: 만명,%)

		04	05	06	07	08	09	10	11	12	13F
출국자수 (만명)	전체*	801	921	1,067	1,230	1,097	850	1,142	1,156	1,247	1,352
	YoY	26.3	15.0	15.9	15.2	-10.8	-22.6	34.4	1.2	7.9	8.4
	하나투어	64	79	131	168	148	119	179	194	227	261
	YoY	-	23.9	65.0	28.8	-12.1	-19.7	50.6	8.5	17.1	14.9
	모두투어	33	40	63	89	80	61	104	114	126	139
	YoY	-	22.0	55.9	42.3	-10.1	-23.4	69.1	9.5	10.8	10.1
	인터파크	-	-	7	13	27	36	49	58	69	79
	YoY	-	-	-	97.8	101.7	32.6	39.3	18.0	17.5	14.9
	기타	704	801	867	958	842	634	810	790	825	873
	YoY	-	13.8	8.2	10.6	-12.1	-24.8	27.7	-2.5	4.5	5.8
점유율 (%)	하나투어	8.0	8.6	12.3	13.7	13.5	14.0	15.7	16.8	18.2	19.3
	모두투어	4.1	4.4	5.9	7.3	7.3	7.2	9.1	9.8	10.1	10.3
	인터파크	-	-	0.6	1.1	2.4	4.2	4.3	5.0	5.5	5.8
	기타	87.9	87.0	81.2	78.0	76.8	74.6	70.9	68.3	66.2	64.6

Source: 한국관광공사(KTO), 한국여행업협회(KATA), 하나투어, 모두투어, KTB투자증권

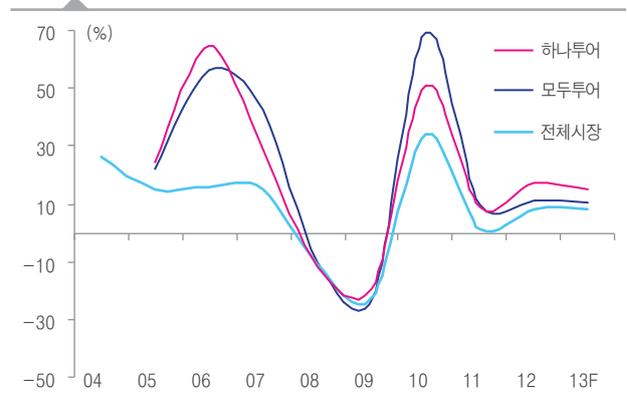
Note*: 전체 출국자수 = 내국인 총출국자수 - 승무원 출국자수

Fig. 26 연간 내국인 출국자 및 주요 여행사의 시장점유율



Source: 한국관광공사, 한국여행업협회, 각사, KTB투자증권

Fig. 27 연간 여행업 시장성장률 및 주요 여행사의 성장률



Source: 한국관광공사, 각사, KTB투자증권



뚜렷한 계절성에도 불구하고 '13년 1분기 > '12년 3분기 전년 성수기 추월

2013년 내국인 출국자수 증대에 대한 긍정적인 신호는 2013년 1분기 출국자수를 주목해 볼 필요가 있다. 우리나라의 경우 많은 직장인들의 휴가가 집중된 7~8월을 중심으로 학생들의 여름/겨울 방학, 9월의 추석 연휴와 2월의 설날 연휴 등으로 인해 <Fig. 29>와 같이 내국인 출국자수 및 여행업 성수기는 3분기>1분기>4분기>2분기 순으로 분기 계절성이 뚜렷하게 나타난다. 그런데 2013년 1분기 내국인 출국자수는 340만명을 기록해 2012년 3분기 337만명의 숫자를 이미 추월해 놓은 상황이다. 이는 과거 15% 전후의 성장을 보이던 2000년대 중반과 대기수요가 몰렸던 2010년에 나타났던 현상으로 올해 긍정적인 시장 성장에 대한 매우 훌륭한 출발 신호라고 평가할 수 있다.

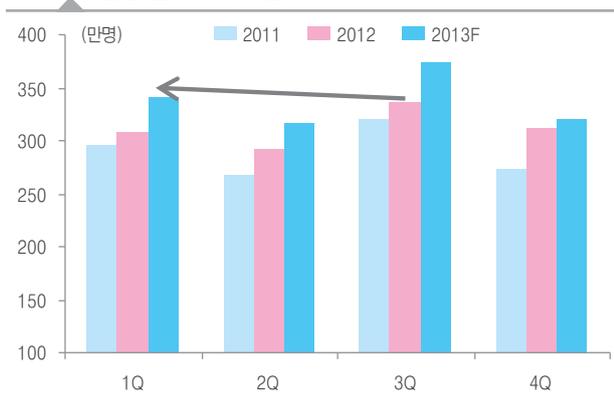
Fig. 28 분기별 내국인 출국자 및 주요 여행사의 시장점유율(M/S) (단위: 만명,%)

		11/3	11/6	11/9	11/12	12/3	12/6	12/9	12/12	13/3	13/6F	13/9F	13/12F
출국자수 (만명)	전체	296	266	321	273	307	292	337	312	340	317	374	321
	YoY	8.6	-1.1	0.3	-2.6	4.0	9.5	5.0	14.0	10.7	8.6	11.1	3.1
	하나투어	49	43	55	47	54	53	61	59	65	61	73	62
	YoY	17.3	2.9	10.0	3.9	9.2	25.5	10.7	25.2	20.9	14.6	19.9	4.5
	모두투어	29	26	31	27	33	28	34	31	36	31	40	32
YoY	16.0	7.4	9.5	5.0	11.5	10.3	9.2	12.4	8.9	7.8	17.6	5.4	
	인터파크	14	16	14	15	16	17	17	18	20	19	20	19
YoY	34.7	45.7	14.4	-8.8	8.2	12.7	23.5	26.2	25.4	11.0	19.6	5.3	
	기타	202	183	221	184	205	192	225	203	220	205	241	208
YoY	4.2	-5.6	-3.7	-4.6	1.3	5.3	1.9	10.4	7.1	6.8	7.1	2.1	
점유율 (%)	하나투어	16.7	16.0	17.2	17.3	17.5	18.3	18.1	19.0	19.2	19.3	19.5	19.3
	모두투어	10.0	9.7	9.7	10.0	10.7	9.7	10.1	9.9	10.5	9.7	10.7	10.1
	인터파크	4.9	5.8	4.3	5.3	5.1	6.0	5.1	5.9	5.7	6.1	5.5	6.0
	기타	68.4	68.5	68.8	67.3	66.7	66.0	66.7	65.2	64.6	64.9	64.3	64.6

Source: 한국관광공사(KTO), 한국여행업협회(KATA), 하나투어, 모두투어, KTB투자증권

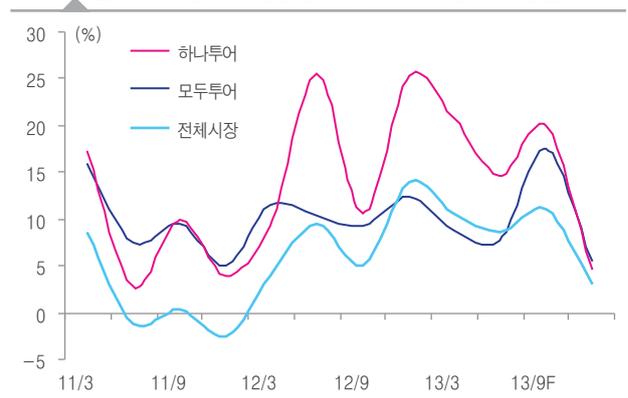
Note*: 전체 내국인 출국자수는 2013년 5월까지 확정치, 하나투어/모두투어는 2013년 6월까지 확정치, 인터파크는 2013년 3월까지 확정치

Fig. 29 3년간 분기별 내국인 출국자수



Source: 한국관광공사, KTB투자증권

Fig. 30 분기별 여행업 시장성장률 및 주요 여행사의 성장률



Source: 한국관광공사, 각사, KTB투자증권

여행사 Big2 하나투어, 모두투어 M/S 확대 하나: 8.0%('04)→18.2%('12) 모두: 4.1%('04)→10.1%('12)

또 하나 여행업 영업환경의 중요한 흐름은 여행업계 양강(Big2)으로 불리는 하나투어와 모두투어의 상대적인 점유율 확대와 성장을 꼽을 수 있다. 하나투어와 모두투어는 국내 1~2위의 해외 여행 도매 판매 전문기업들로 풍부한 항공좌석 확보, 전세계 호텔, 식당 등 우수 고객사들을 선점하며 중위권 업체들과의 격차를 넓혀가고 있다.

이에 따라 양사의 점유율은 2004년 기준 하나투어 8.0%, 모두투어 4.1%에서 2012년 각각 18.2%, 10.1%를 기록했고, 올해는 양사의 점유율 합이 30%에 육박할 전망이다. 또한 여행업계 전반에서는 양사의 점유율 합이 장기적으로 50%에 도달할 것이라는 전망이 우세하다.

인터파크INT(인터파크투어): 항공권 발권 영업 확대로 출국자수 기준 업계 3위 부상

또한 최근 5년내 여행업계에서 주목할 만한 사항은 인터파크INT의 발권 영업 확대이다. 인터파크INT는 지분율 100%의 자회사 인터파크투어를 통해 여행 사업을 확대해 나가고 있는데, 온라인 쇼핑몰 인터파크(INTERPARK)를 통해 실시간 항공권 예약 서비스를 운용하며, 출국자수 기준 업계 3위로 급성장했다. 인터파크투어는 2006년 시장점유율이 0.6%에 불과했으나, 2013년 1분기 기준 5.7%까지 확대되었다. 인터파크투어는 발권 고객 기준 여행 목적의 패키지 고객의 비중이 16.4%에 불과해 70%를 전후한 패키지 고객 비중을 기록하는 타여행사의 영업을 위협할 만한 수준은 아니지만, 하나투어와 모두투어를 제외한 3위권 이하의 여행사들의 시장점유율이 정체 또는 하락되는 시장 상황에서 의미 있는 성장으로 평가된다.

Fig. 31 주요 여행사의 시장점유율(M/S) 추이 (단위: %)

	06	07	08	09	10	11	12	13/3
하나투어	12.3	13.7	13.5	14.0	15.7	16.8	18.2	19.2
모두투어	5.9	7.3	7.3	7.2	9.1	9.8	10.1	10.5
인터파크	0.6	1.1	2.4	4.2	4.3	5.0	5.5	5.7
온라인투어	2.2	3.7	4.1	5.9	6.4	5.0	4.6	4.4
세종	2.2	2.8	3.4	3.4	3.4	2.9	2.8	2.5
노랑풍선	0.5	1.0	2.2	2.3	2.1	2.4	2.0	2.6
한진관광	0.6	0.7	0.8	1.9	1.9	1.9	2.0	1.9
레드캡투어	1.4	1.5	1.8	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9
참좋은여행	0.9	1.0	1.2	1.5	1.4	1.4	1.6	1.6
기타 여행사	73.4	67.2	63.3	57.7	53.7	52.8	51.2	49.3

Source: 한국관광공사(KTO), 한국여행업협회(KATA), 하나투어, 모두투어, KTB투자증권



3. 해외 여행(outbound) 영업환경의 오해와 진실

여행사 영업환경의 주요 변수
국내외 경기침체, FIT여행 및
LCC항공사 확대 등

여행업, 특히 해외 여행을 주력 사업으로 영위하는 여행사들에 대한 영업환경 및 실적을 분석함에 있어 자주 논의되는 변수 및 이슈들이 있는데, (1)국내외 경기침체에 따른 해외여행객 감소 우려, (2)FIT 여행 및 저가항공사(LCC) 확대에 따른 상품 평균단가(ASP) 인하 및 이익률 하락 우려 등이다.

(1) 국내외 경기침체와 해외 여행객 감소

GDP성장률과 내국인출국자수
성장률의 강한 상관관계

쉽게 말하자면, “먹고 살기 힘든데, 어느 누가 해외 여행을 많이 가나요?”의 문제이다. 결론적으로 이는 맞는 말 일수도 있고, 틀린 말일 수도 있다. <Fig. 32>은 국내 실질 GDP성장률과 연간 내국인 출국자수의 성장률을 나타낸 그래프이다. 그림에서 확인할 수 있는 것처럼 두 변수의 상관관계(correlation) 값이 0.87이 구해질 정도로 강한 상관관계를 나타내고 있는데, 굳이 상관계수를 구하지 않더라도 두 개의 선그래프의 모양만 확인해도 강한 상관관계를 확인할 수 있다. 특히 1997년말~1998년의 IMF 구제금융 경제위기와 2008년~2009년 미국발 글로벌 경제위기 에 따른 국내 경기침체와 내국인 출국자수의 급감을 확인할 수 있다.

일신과 관련된 주요 천재지변과
내국인 출국자수 성장률의 관계

같은 그래프를 <Fig. 33>로 바꿔보면 매우 흥미로운 사실을 발견할 수 있는데, 연간 발생했던 주요 천재지변과 내국인 출국자수의 성장률을 비교한 그래프이다. 2차 오일쇼크의 1980년 이후 18년 만에 (-)성장률을 기록한 1998년의 IMF 구제금융 시절이 우리에게 천재지변이었다고 감안하면, 2003년 2월 사스(SARS; 중증 급성 호흡기 증후군) 확산, 2008년 5월 중국 쓰촨성(四川省) 대지진, 2009년 4월 신종 인플루엔자(H1N1) 유행, 2011년 3월 동일본대지진(東北地方太平洋沖地震) 등 일신에 관련된 천재지변이 해외 여행객의 발목을 잡았다고 설명할 수 있다.

풍선효과: 올해 여행객이
감소하면 후년에 여행 수요가
집중

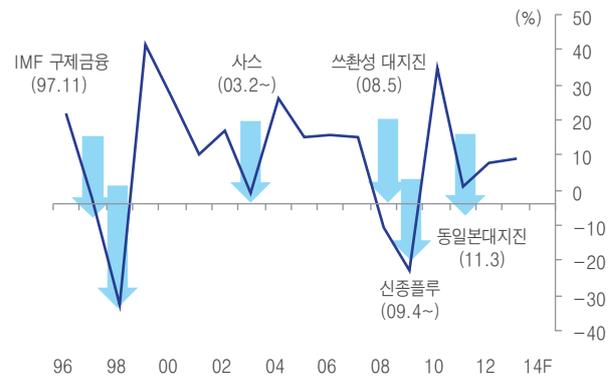
물론 내국인 출국자수의 변화를 천재지변으로만 설명하기 어려운 부분도 있지만, 여행업 환경에 대해 경제성장률을 맹신할 수는 없다고 판단하며, 올해 여행객이 감소하면 후년에 여행 수요가 몰리는 '풍선효과'도 의미 있게 작용한다. 실제 여행업계에서는 2003년과 2009년의 출국자수 감소의 주요 요인으로 사스와 신종플루를 꼽고, 2008년은 글로벌 금융위기를 주범으로 꼽고 있다. 또한 GDP성장률을 여행업 환경의 주요 변수로 감안한다고 해도 당사 리서치센터에서는 2012년 2.0%에서 2013년 2.6%, 2014년 3.3%의 성장률을 전망하고 있으니, 올해와 내년 여행업 환경이 그리 나쁜 상황만은 아니라고 할 수 있다. 물론 큰 천재지변을 감안하지 않는다는 가정이다.

Fig. 32 GDP성장률(실질)과 내국인 출국자수 성장률



Source: 한국관광공사, 한국은행, KTB투자증권

Fig. 33 연간 주요 천재지변과 내국인 출국자수 성장률



Source: 한국관광공사, KTB투자증권

(2) FIT 여행 및 LCC 확대에 따른 상품 평균단가(ASP) 및 이익률 하락 우려

FIT여행 확대에 따른 ASP 및 수익성 하락 우려

두 번째는 개별자유여행(FIT; free independent travel) 및 저가항공사(LCC; low cost carrier) 확대에 따른 우려이다. 개별자유여행(FIT)은 항공권 및 호텔만으로 구성되는 여행 상품으로 여행사가 여행객의 전일정을 기획하는 패키지(package)여행과 대비되는 개념이다. 패키지 여행 상품의 구조를 살펴보면 평균적으로

$$\text{여행상품경비}(100) = \text{항공료}(50) + \text{지상비}(30) + \text{여행사마진 및 소매수수료}(20)$$

등으로 구성되는데, FIT 여행 상품은 항공료에 지상비 중 숙박 관련 비용만 더해지고 여행사마진 등이 패키지 여행 대비 적다는 우려가 발생한다.

패키지여행 대비 상대적으로 ASP가 낮은 FIT상품 확대에도 수익구조는 큰 영향 없음

그런데 하나투어를 예를 들면 영업수익 중 80% 전후가 그룹패키지 상품, 17% 전후의 영업수익이 FIT 여행 상품으로 구성되는데, 패키지여행 대비 상대적으로 평균단가가 낮은 FIT 상품의 비중이 확대되고 있음에도 수익 구조는 큰 영향이 없다.

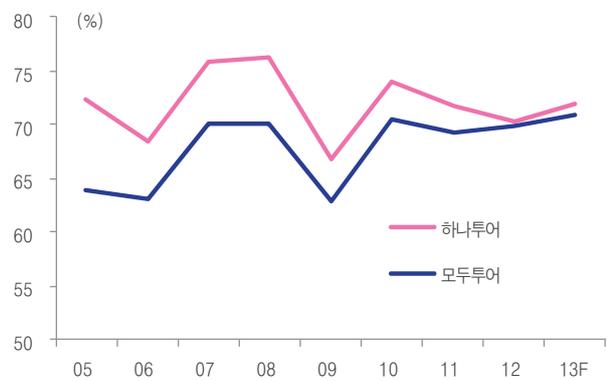
패키지 또는 FIT 여행상품의 상품가를 100으로 가정할 때 항공료 및 호텔비 등의 원가를 제외한 금액이 여행사의 영업수익으로 계상되는데, 여기에서 영업비용 중 가장 큰 비중을 차지하는 대리점 수수료를 제외하면 매출총이익에 해당되는 수익이 남게 된다<표34>. 온라인 상품 기준 이미 호텔 FIT 상품의 수익 구조가 패키지 상품과 동일한 수준으로 상승했으며, 실제 패키지 상품의 경우 오프라인 비중이 높고, FIT 상품의 경우 온라인 상품 비중이 높다는 것을 감안하면, 패키지 상품 대비 상대적으로 높은 수익성이 가능하다고 할 수 있다.

Fig. 34 패키지와 FIT 여행 상품 수익성 비교 (단위: %)

	수탁금	원가	영업수익	대리점 수수료	영업수익-수수료
패키지	100	80	20	오프라인: 9 온라인: 7	오프라인: 11 온라인: 13
FIT	호텔	100	83	오프라인: 10 온라인: 4	오프라인: 7 온라인: 13
	기타	100	80	오프라인: 9 온라인: 9	오프라인: 11 온라인: 11

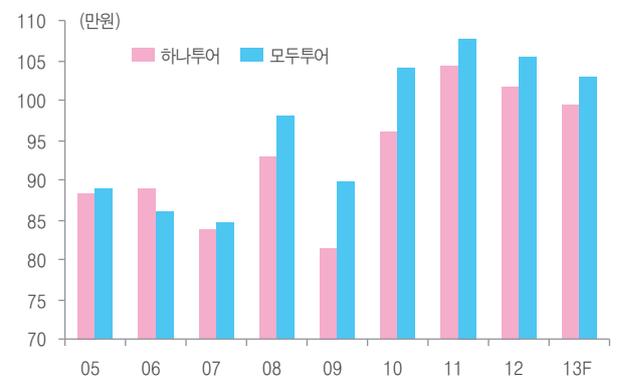
Source: 하나투어, KTB투자증권

Fig. 35 주요 여행사의 패키지 여행객 비중



Source: 하나투어, 모두투어, KTB투자증권

Fig. 36 주요 여행사의 패키지 관광목적 출국자 ASP



Source: 각사, KTB투자증권



패키지 여행객 비중 및 ASP도 견조한 상황 또한 하나투어와 모두투어 양사 모두 FIT 여행 상품의 비중이 조금씩 상승하고는 있으나 <Fig. 35>에서 확인되는 것처럼 각사를 통한 출국자 중 패키지 여행객의 비중이 70%를 저점으로 다시 증가하고 있다. 또한 이와 함께 <Fig. 36>에서와 같이 패키지 여행 상품의 평균판매단가가 과거 7~8년전 대비 상승하여 100만원 대 전후에서 견조하게 유지되는 것을 확인할 수 있다.

LCC항공사 확대 영향 다음은 저가항공사(LCC) 확대에 따른 영향이다. 우리나라의 저가항공사는 2003년 5월 한성항공(현재 티웨이항공)을 시작으로 국내선 위주의 운항으로 출발했는데, 이후 2009년 3월 제주항공의 국제선 취항과 함께 해외 여행 상품의 또 하나의 변수로 자리 잡게 되었다. 현재는 진에어, 에어부산, 이스타항공까지 5개 국내 항공사와 에어아시아, 비즈니스에어, 세부퍼시픽 등 다수의 외국 저가항공사가 인천 및 김해 공항에서 해외로 운항 중이다.

Fig. 37 국내 저가항공사(LCC)의 국제선 취항 현황

	t'way	JEJU AIR	AIR BUSAN	EASTAR JET	JIN AIR
창립	03.5	05.1	07.8	07.10	08.1
일본	후쿠오카	도쿄, 오사카, 나고야, 후쿠오카	도쿄, 오사카 후쿠오카	도쿄, 오사카	나가사키, 오키나와, 삿포로
중국	-	칭다오, 홍콩	칭다오, 시안, 홍콩 / 마카오, 대만	대만	상하이, 엔타이, 홍콩 / 마카오
동남아 (남태평양)	방콕	방콕, 세부, 마닐라, 괌	세부	방콕, 푸켓, 코타키나발루	방콕, 세부 / 클락, 비엔티안, 괌

Source: 각사, KTB투자증권

LCC항공사 확대는 여행사의 실적하락과 구조적으로 무관 결론적으로 저가항공사의 이용 확대는 여행사의 실적 하락에는 전혀 영향이 없다. 앞서도 언급했듯이 패키지 또는 FIT 여행상품의 상품가를 100으로 가정할 때 항공료 및 호텔비 등의 원가를 제외한 금액이 여행사의 영업수익으로 계상되므로 소비자들의 상품가격이 내려가는 효과는 있어도 여행사의 수익구조와는 관계 없다.

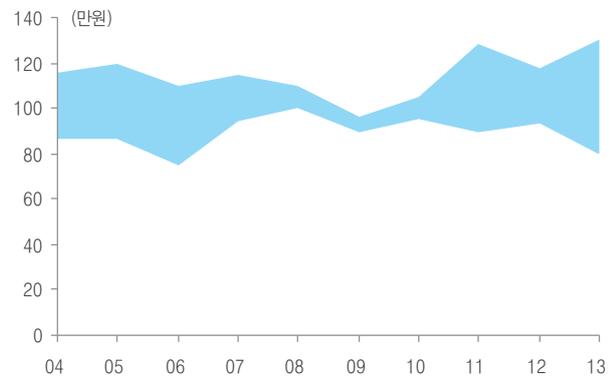
LCC항공사 확대는 여행사들에게 긍정적 기회요인으로 작용
 동일한 여행상품을 저렴하게 또는 높은 마진으로 구성하여 여행 수요 확대

반대로 저가항공사를 이용한 여행 상품의 확대는 여행사들에게는 긍정적인 기회요인이 되고 있다. <Fig. 38>에서와 같이 6월말 예약 기준 7~8월 콤팩 패키지 여행(PIC리조트 상품 기준)의 상품가격을 살펴보면(일간지 신문광고의 상품가격) 2004년부터 2013년까지 10년의 시간에도 가격이 100만원대 전후로 유지 되는 것을 확인할 수 있다. 예를 들면 <Fig. 39>에서와 같이 동일한 하나투어의 상품이 2005년 6월말 109.9만원부터의 가격으로 나왔는데, 2013년 6월말에도 정확히 동일한 109.9만원부터의 가격을 제시하고 있다. 10년 가까운 시간 동안 동일 시점의 최저가격의 상품가격이 동일한 것은 매우 흥미로운 일이다.

여기에는 여행사의 두 가지 영업전략이 묻어 있다고 할 수 있는데, 첫 번째는 고객들의 해외여행의 심리적인 가격 저항선이다. 일반적인 고객들은 남태평양을 포함한 동남아 해외 여행의 가격을 여름 성수기 기준 100만원대를 심리적 저항선으로 설정하고 있어 여행사 역시 최저가격을 딱찬 100만원대로 광고하고 있다고 판단한다. 당연히 세부적인 상품 계약을 하게 되면 2013년의 콤팩 여행이 2005년보다 더 비쌀 것으로 예상된다.

두 번째는 저가항공사의 활약이다. 2005년의 콤팩 여행 상품은 대한항공으로 구성되지만, 2010년 4월 진에어와 2012년 9월 제주항공의 콤팩 정기편이 취항된 이후에는 저가 상품의 경우 진에어나 제주항공의 비행기로 상품이 구성된다. 2013년의 콤팩 여행 상품 중 극성수기인 7월말에서 8월초의 대한항공을 선택할 경우 실제 상품 가격은 1.5~2배 이상 상승하게 되는 구조이다.

Fig. 38 6월말 기준 콤팩 패키지 여행 상품가격(7~8월 예약)



Source: 일간지 신문 광고
 Note: 각 여행사에서 광고에 기재한 최저가격 기준

Fig. 39 2005년과 2013년 콤팩 여행 상품가격 비교



Source: 일간지 신문 광고

따라서 저가항공사의 등장으로 여행사들은 보다 넓은 가격대의 여행상품을 구성할 수 있게 되었고, 기존의 상품보다 싸거나 유사한 여행 상품 가격을 제시할 수 있게 되었다. 가격(P)이 내려가니 판매량(Q)이 당연히 늘어났을 뿐만 아니라 과거 대한항공과 아시아나항공 두 양대 항공사의 비행기 좌석과 관련된 주도권 싸움에서도 어느 정도 자유로워질 수 있는 긍정적인 면도 주목할 만한 점이다.



III. 여행업 유망 기업

'13년~'14년: 2013년~2014년 해외 여행에 적합한 휴일로 구성된 달력의 영향으로 여행업 환경이 매우 긍정적이며, 2013년 내국인 출국자수의 견조한 성장과 함께 7~8월 성수기 및 9월 추석 연휴 기간에 대한 여행객 급증으로 각 여행사들은 3분기 최대 분기 실적 달성과 연간 최대 실적 달성이 가능할 전망이다.

※ 여행업 Top-Picks 이에 시장의 성장률을 초과하는 성장으로 점유율을 확대해 가고 있는 해외여행(outbound)업의 국내 Big2 여행사 하나투어(039130)와 모두투어(080160)를 투자 유망 여행업 최선호주(Top-Picks)로 제시한다.

Fig. 40 투자유망 여행사 2사의 수탁금 및 영업수익

(단위: 억원,%)

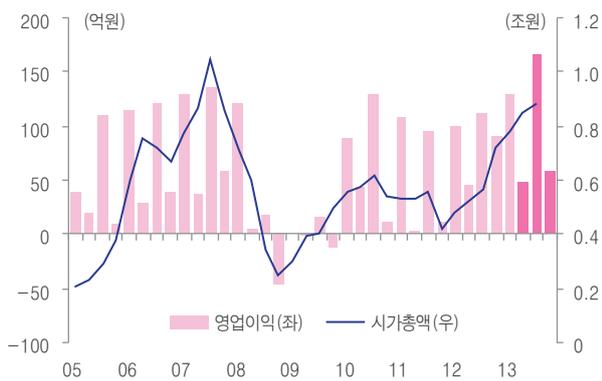
회사명(코드) 현재가 / 시가총액	(억원, %)	2009	2010	2011	2012	2013F
하나투어 (039130) 74,200원 / 8,619억원	수탁금*	8,883	16,448	19,154	21,895	24,321
	YoY	-27.1	85.2	16.5	14.3	11.1
	영업수익**	1,239	2,181	2,264	2,592	2,973
	YoY	-28.3	76.0	3.8	14.5	14.7
	영업이익	4	272	217	347	401
YoY	-95.7	6304.3	-20.4	60.2	13.5	
	시장점유율	14.0	15.7	16.8	18.2	19.3
모두투어 (080160) 28,350원 / 3,572억원	수탁금*	5,040	9,848	11,135	11,956	12,770
	YoY	-34.0	95.4	13.1	7.4	6.8
	영업수익**	614	1,171	1,210	1,328	1,465
	YoY	-26.3	90.8	3.4	9.7	10.3
	영업이익	3	194	166	212	237
YoY	-69.5	6,835.0	-14.4	27.1	12.0	
	시장점유율	7.2	9.1	9.8	10.1	10.3

Note*: 수탁금 = 여행사가 실제 여행상품을 판매한 총금액(상품가X여행객수)

Note**: 영업수익 = 수탁금에서 항공료와 숙박 등 원가를 제외한 금액(순매출액)

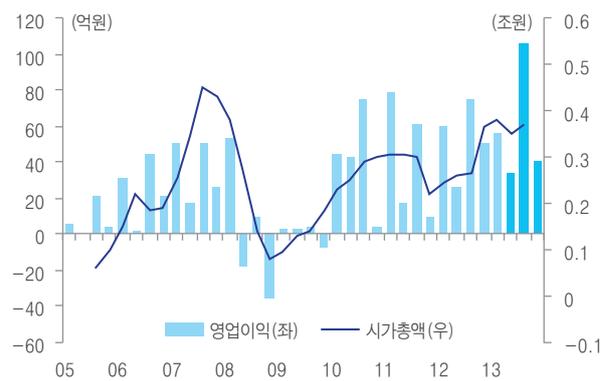
Source: KTB투자증권, K-IFRS 별도 기준

Fig. 41 하나투어 분기 영업이익과 시가총액



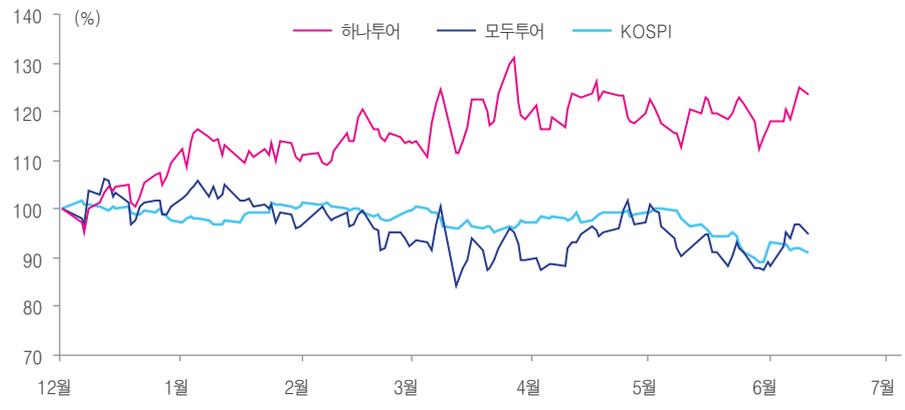
Source: 하나투어, KTB투자증권, K-IFRS 별도 기준

Fig. 42 모두투어 분기 영업이익과 시가총액



Source: 모두투어, KTB투자증권, K-IFRS 별도 기준

Fig. 43 하나투어, 모두투어, KOSPI의 연간 주가수익률



Source: KTB투자증권

하나투어와 모두투어
시장 성장을 초과하는 성장으로
Big2 구조 고착
'13년 3분기 사상 최대 분기 실적
기대 → 사상 최대 주가 가능!

2013년 견조한 시장 성장(내국인 출국자수 증가)에 힘입어 여행사들은 높은 실적 성장을 보이며, 역사상 최대 실적을 기록할 전망이다. 또한 7~8월 성수기와 5일간의 9월 추석 연휴의 여행객 증가로 3분기는 사상 최대의 분기실적을 기록할 전망이다.
국내 여행사 중 시장 성장을 초과하는 성장으로 양강 구조를 굳히고 있는 하나투어와 모두투어에 대해 역대 최대 분기 실적을 시현할 3분기 중 역대 최고 주가를 기록할 수 있다는 매우 단순하고 간단한 투자 추천 이유를 제시한다.<Fig. 41, 42>

하나투어(039130)
'13년(E) 영업수익 3,475억원
/ 영업이익의 468억원 전망
PER 21.3배

(1) 하나투어: 이유 있는 주가 상승, 하반기에도 훌륭하다!

1등 여행사 하나투어의 실적 성장은 경이로운 흐름을 이어가고 있다. 6월까지 동사의 발표에 따르면 하나투어를 통해 출국한 내국인 출국자수는 상반기 126만명을 기록해 전년 상반기 대비 +17.8%의 성장률을 기록했다. 이는 같은 기간 +9.6%의 시장 성장률(전체 내국인 출국자수)을 크게 앞서는 성장률로 시장점유율도 2012년 18.2%에서 19.2%까지 끌어올려 <Fig. 43>에서와 같이 2013년 주가 상승의 주된 요인으로 작용했다.

3분기 여행객수 급증과 함께 최대 실적을 달성할 것은 당연해 보이며, 동사의 실적 집계기 여행객의 귀국일을 기준으로 이뤄지기 때문에 2012년 10월에 계상된 추석 연휴(9월 29일~10월 1일) 실적이 2013년(9월 18일~20일)은 9월에 합산되어 3분기 실적 급증폭이 타여행사 대비 더욱 클 것으로 기대된다.

모두투어(080160)
'13년(E) 영업수익 1,523억원
/ 영업이익의 243억원 전망
PER 18.2배

(2) 모두투어: 이유 있는 주가 정체, 하반기에는 문제없다!

확고한 2등 여행사의 위치를 굳힌 모두투어는 상반기 하나투어 만큼의 성장을 보여주지 못했다. 6월까지 동사의 발표에 따르면 모두투어를 통해 출국한 내국인 출국자수는 상반기 66만명을 기록해 전년 상반기 대비 +8.4%의 성장률을 기록했다. 같은 기간 시장 성장률(+9.6%)을 하회한 것도 안타깝지만 무엇보다 모두투어는 1분기 실적 부진에 따른 영향이 실적 및 주가 상승을 둔화시키는 요인으로 작용했다. 1분기 실적 부진은 야심차게 준비했던 태국 방콕과 필리핀 바클로드행 전세기 노선이 출국 직전 운항에 차질을 빚어 일시적인 비용 부담으로 작용했기 때문이다. 현재 동사의 주가는 일시적 비용 반영으로 기대에 못 미쳤던 1분기와 계절적인 비수기인 2분기의 실적 약세를 감안한 이유 있는 주가 약세 중이라고 판단되며, 3분기 긍정적인 업황을 고려한다면 하반기 실적 성장에 대한 기대는 하나투어와 차이가 없다고 판단한다.



Fig. 44 여행업 관심주 하나투어 & 모두투어의 실적 요약

기업명 (코드)	하나투어 (039130)	모두투어 (080160)
주요사업 영역	해외여행알선(outbound), 웹투어, 하나투어ITC 등 국내외 관련 자회사	해외여행알선(outbound), 모두투어인터내셔널 등 여행업 관련 자회사
현재주가(7/8) (원)	74,200	28,350
시가총액 (억원)	8,619	3,572
영업수익 (억원)	2011 2,682 2012 3,079 2013E 3,475	1,250 1,379 1,523
영업이익 (억원)	2011 240 2012 396 2013E 468	162 213 243
EBITDA (억원)	2011 306 2012 460 2013E 533	173 226 257
당기순이익 (억원)	2011 215 2012 374 2013E 405	138 176 196
EPS (원)	2011 1,847 2012 3,219 2013E 3,489	1,643 1,400 1,556
PER (배)	2011 31.5/16.8 2012 21.1/10.6 2013E 21.3	26.3/13.9 23.5/11.1 18.2

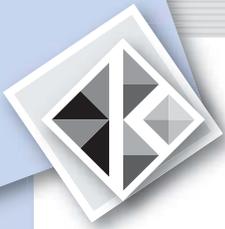
Source: KTB투자증권, K-IFRS 연결 기준

Fig. 45 여행업 관심주 하나투어 & 모두투어 장/단점 요약

기업명 (코드)	하나투어 (039130)	모두투어 (080160)
장점	<ol style="list-style-type: none"> 독보적인 점유율의 국내 1등 여행사(M/S 19%) 하나투어ITC, 웹투어, 해외현지법인 등 여행업 관련 국내외 자회사의 연결 실적 기여 [연결]영업이익 - [별도]영업이익 = 8억원('10) → 23('11) → 49('12) → 67('13F) 2013년 여행사 중 가장 큰 폭의 여행객 성장률 기록 중(+14.9% YoY 전망) 2013년 3분기 7~8월 성수기 효과 및 9월 추석 연휴로 폭발적인 실적 성장 전망 	<ol style="list-style-type: none"> 하나투어와 함께 Big2를 결성한 시장지배력(M/S 10%) 국내 여행(inbound) 시장 1등 자회사 모두투어인터내셔널 성장 기대 2013년 하나투어에 이은 시장 대비 초과 성장 기록 중(+10.1% YoY 전망)
단점	<ol style="list-style-type: none"> 26개에 달하는 연결 자회사의 실적 불확실성 없음! 연중 최저점을 기록할 2분기 비수기 실적 우려 (5월 중국시 확산에 따른 중국향 저마진 상품 확대, 6월 원/달러 환율 상승(MoM)에 따른 원가 상승) 풍선 효과에 의한 4분기 실적 둔화 우려(3분기 여행객 집중에 따른 일시적인 수요 감소) 높은 밸류에이션(하나투어 21배, 모두투어 18배) 	<ol style="list-style-type: none"> 1분기 전세기 운용 차질에 따른 실적 성장 둔화 연결 자회사의 이익 기여가 BEP를 겨우 넘기는 상황

Source: KTB투자증권





IV. 종목별 투자의견

하나투어 (039130)

모두투어 (080160)



하나투어 (039130)

이유 있는 주가 상승, 하반기에도 훌륭하다!

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가 (7/8)	74,200원
예상 주가상승률	-
시가총액	8,619억원
비중(KOSPI내)	0.08%
발행주식수	1,162만주
52주 최저가/최고가	42,550 / 80,000원
3개월 일평균거래대금	69억원
외국인 지분율	18.8%
주요주주지분율	
박상환 등	20.6%
미래에셋자산	11.1%
국민연금공단	9.5%
삼성자산	5.1%
자기주식	4.0%

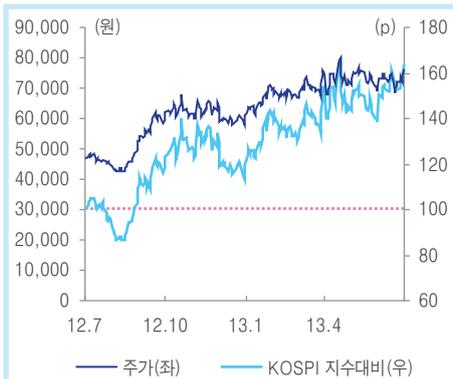
Valuation wide

	2011	2012	2013E
PER(배)	18.5	18.9	21.3
산업PER(배)	10.9	13.4	-
PBR(배)	3.0	3.9	4.1
EV/EBITDA(배)	8.1	11.5	12.2
배당수익률(%)	2.8	1.4	1.3

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	1.1	20.1	57.9	21.6
KOSPI대비 상대수익률(%)	6.7	29.7	60.1	30.7

Price Trend



Issue

'13년 다시 전성기를 맞이한 해외 여행업. '13년 상반기 내국인 출국자수는 전년 대비 +9.6%의 성장률을 기록하는 양호한 성장 중. 그 중에서도 1등 여행사 하나투어의 출국자수는 시장 성장을 상회하는 +17.8%의 성장률을 기록 중.

Pitch

'13년 예상 [연결]순이익 기준 PER 21.3배. 여행 업황을 회복한 2010년 이후를 기준으로 고점의 주가 수준. '13년 건조한 시장 성장을 바탕으로 7~8월 성수기와 5일간의 9월 추석 연휴의 여행객 증가로 3분기 사상 최대의 분기 실적을 기록할 전망이다. 사상 최대 실적을 기록할 3분기 중 '07년까지 기록했던 고PER의 위상을 회복하며 역대 최고 주가를 갱신할 것으로 판단됨.

Rationale

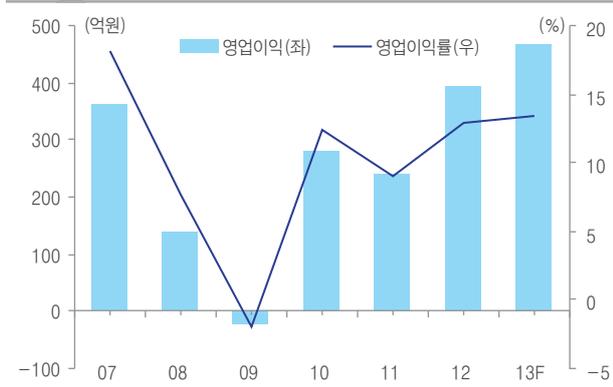
- 해외 여행(outbound) 도매 판매(wholesale) 전문 기업으로 주력 사업 부문은 ① 패키지여행(package), FIT(개별자유여행) 등 기획여행 알선과 ②항공권의 판매를 대행하는 항공권 판매, ③렌터카, 입장권 등 기타 여행관련 알선 상품 및 ④하나투어ITC, 웹투어, 해외 현지 법인 등 여행업 관련 국내외 자회사.
- '13년 사상 최대 실적 기록 전망. [연결]영업수익 3,475억원(+12.9% YoY), 영업이익 468억원(+18.1% YoY), 당기순이익 405억원(+8.4% YoY)
- 대한민국 달력의 휴일 구성: '13년~'14년 공휴일과 겹치는 휴일이 연중 최저점이라 할 수 있는 3일에 불과. 5일 연휴의 '13년 추석과 '15년 설날.
- 여행업 Big2(하나투어+모두투어)의 시장점유율 확대 지속
 - '13년(E) 하나투어 19%, 모두투어 10%('04년 하나투어 8.0%, 모두투어 4.1%)
- '13년 3분기 사상 최대 분기 실적 전망 / [별도]영업이익 165억원(+47.7% YoY)
- '12년 10월에 계상된 추석 연휴(9/29~10/1) 실적이 '13년은 9월(9/18~9/20)에 합산되어 3분기 실적 급증이 타여행사 대비 더욱 클 것으로 기대.

Earnings Forecasts

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E
영업수익	1,993	1,819	1,287	2,248	2,682	3,079	3,475
영업이익	361	139	-25	280	240	396	468
EBITDA	382	169	5	315	306	460	533
순이익	269	55	-71	246	215	374	405
자산총계	1,843	1,551	1,768	2,284	2,963	3,524	4,121
자본총계	994	913	904	1,108	1,315	1,798	2,092
순차입금	-957	-616	-630	-1,101	-1,498	-1,803	-2,112
영업수익증가율	11.8	-8.7	-29.3	74.8	19.3	14.8	12.9
영업이익률	18.1	7.6	-1.9	12.5	8.9	12.9	13.5
순이익률	13.5	3.0	-5.5	10.9	8.0	12.1	11.7
EPS증가율	17.0	-79.4	적전	흑전	-12.8	74.3	8.4
ROE	27.8	5.8	-7.8	24.5	17.7	24.0	20.8

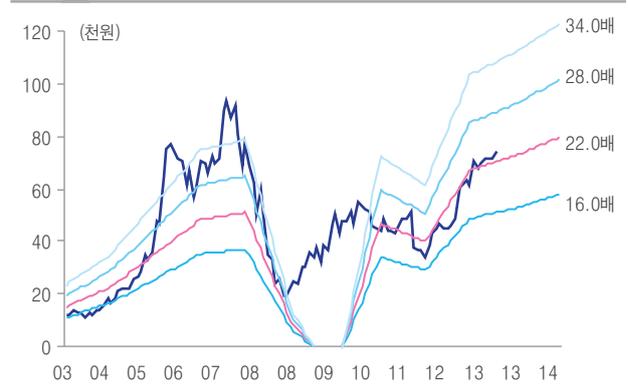
Note: K-IFRS 연결 기준(2008년 이후)
Source: KTB투자증권

Fig. 46 연간 영업이익과 영업이익 증가율



Source: 하나투어, KTB투자증권

Fig. 47 하나투어 주가와 PER 밴드 추이



Source: 하나투어, KTB투자증권, K-IFRS 연결 기준

Fig. 48 [K-IFRS 별도] 영업수익 및 영업이익 등 연간 실적 추이

(단위: 억원,%)

	2009	2010	2011	2012	13/3	13/6F	13/9F	13/12F	2013F
수탁금	8,883	16,448	19,154	21,895	5,956	5,457	7,306	5,603	24,321
YoY	-27.1	85.2	16.5	14.3	14.2	7.3	19.2	2.5	11.1
영업수익	1,239	2,181	2,264	2,592	757	652	896	668	2,973
YoY	-28.3	76.0	3.8	14.5	19.4	13.5	23.7	1.4	14.7
해외여행알선	836	1,741	1,915	2,256	673	543	794	570	2,580
항공권판매	302	244	156	120	26	34	36	31	127
기타수익	100	196	193	216	58	75	66	67	266
영업이익	4	272	217	347	129	48	165	59	401
YoY	-95.7	6304.3	-20.4	60.2	30.2	6.1	47.7	-35.2	15.5
영업이익률	0.3	12.5	9.6	13.4	17.1	7.4	18.4	8.8	13.5
세전이익	-30	327	248	396	149	58	175	69	451
법인세	18	86	52	96	32	15	44	19	110
법인세율	-61.7	26.3	21.2	24.3	21.4	25.3	25.3	27.5	24.3
당기순이익	-48	241	195	300	117	44	131	50	341
YoY	적전	흑전	-19.2	53.5	43.2	-12.5	38.7	-32.3	13.9
PER	-/-	27.3/20.6	34.6/18.5	26.3/13.2					25.3

Source: 하나투어, KTB투자증권

Fig. 49 [K-IFRS 연결] 영업수익 및 영업이익 등 연간 실적 추이

(단위: 억원,%)

	2009	2010	2011	2012	13/3	13/6F	13/9F	13/12F	2013F
영업수익	1,287	2,248	2,682	3,079	867	763	1,067	779	3,475
YoY	-29.3	74.8	19.3	14.8	16.6	-	-	-	12.9
하나투어[별도]	1,239	2,181	2,264	2,592	757	652	896	668	2,973
국내 자회사	217	361	423	495	111	114	170	114	509
해외법인	35	152	140	153	40	39	59	39	177
연결 조정	-204	-446	-146	-162	-42	-42	-58	-42	-184
영업이익	-25	280	240	396	135	60	200	72	468
YoY	적전	흑전	-14.3	65.0	29.8	-	-	-	18.1
영업이익률	-1.9	12.5	8.9	12.9	15.6	7.9	18.8	9.3	13.5
세전이익	-52	336	270	499	151	80	221	92	544
법인세	19	90	55	125	38	18	63	20	138
법인세율	-37.7	26.8	20.5	25.1	24.9	22.8	28.6	21.3	25.5
당기순이익	-71	246	215	374	113	62	158	73	405
YoY	적전	흑전	-12.8	74.3	24.1	-	-	-	8.4
하나투어[별도]	-48	241	195	300	117	44	131	50	341
국내 자회사	-25	25	26	36	3	11	17	14	45
해외법인	-2	13	0	37	6	7	10	8	31
PER	-/-	26.8/20.2	31.5/16.8	21.1/10.6					21.3
지배주주순이익	-51	244	211	353	108	-	-	-	400
YoY	적전	흑전	-13.8	67.7	22.9	-	-	-	13.2
PER[지배주주]	-/-	27.0/20.3	32.1/17.1	22.3/11.2					21.6

Source: 하나투어, KTB투자증권

재무제표 (하나투어 / K-IFRS 연결)

◆ 대차대조표

(단위: 억원)	2009	2010	2011	2012	2013E
유동자산	1,169	1,613	2,379	2,814	3,354
현금성자산	683	1,126	1,671	1,939	2,278
매출채권	380	281	417	519	612
재고자산	0	0	4	4	4
비유동자산	599	671	585	711	766
투자자산	231	287	211	320	362
유형자산	306	313	283	286	296
무형자산	62	71	90	105	109
자산총계	1,768	2,284	2,963	3,524	4,121
유동부채	862	1,174	1,618	1,696	1,998
매입채무	294	490	709	537	649
유동성이자부채	53	25	149	120	150
비유동부채	1	2	30	31	31
비유동이자부채	0	0	25	16	16
부채총계	863	1,176	1,648	1,726	2,029
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	722	819	863	921	921
이익잉여금	202	381	506	760	1,054
자본조정	(76)	(150)	(264)	(115)	(115)
자기주식	(199)	(194)	(267)	(113)	(113)
자본총계	904	1,108	1,315	1,798	2,092
투하자본	99	(215)	(197)	(109)	(137)
순차입금	(630)	(1,101)	(1,498)	(1,803)	(2,112)
ROA	(4.3)	12.1	8.2	11.5	10.6
ROE	(7.9)	24.4	18.9	26.8	22.9
ROIC	(17.6)	-	-	-	-

◆ 현금흐름표

(단위: 억원)	2009	2010	2011	2012	2013E
영업현금	134	626	346	390	524
당기순이익	(71)	246	215	374	405
자산상각비	30	35	66	64	66
운전자본증감	0	296	71	(187)	71
매출채권감소(증가)	(26)	134	(59)	(108)	(93)
재고자산감소(증가)	0	0	(3)	(0)	(0)
매입채무증가(감소)	(45)	102	164	(153)	112
투자현금	123	(274)	(302)	(441)	(435)
단기투자자산감소	167	(197)	(252)	(233)	(331)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(50)	(24)
설비투자	(6)	(21)	(10)	(40)	(45)
유무형자산감소	(12)	(30)	(29)	(40)	(35)
재무현금	(53)	(109)	62	77	(81)
차입금증가	23	(32)	132	(20)	30
자본증가	(70)	(66)	(111)	58	(111)
배당금지급	70	66	111	99	111
현금 증감	201	246	109	18	8
총현금흐름(Gross CF)	134	329	363	593	453
(-) 운전자본증가(감소)	1	(338)	(99)	60	(71)
(-) 설비투자	6	21	10	40	45
(+) 자산매각	(12)	(30)	(29)	(40)	(35)
Free Cash Flow	115	617	423	452	444
(-) 기타투자	0	0	0	50	24
잉여현금	115	617	423	402	420

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: KTB투자증권

◆ 손익계산서

(단위: 억원)	2009	2010	2011	2012	2013E
영업수익	1,287	2,248	2,682	3,079	3,475
증가율 (Y-Y,%)	(42.8)	74.8	19.3	14.8	12.9
영업이익	(25)	280	240	396	468
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	(14.3)	65.0	18.1
EBITDA	5	315	306	460	533
영업외손익	(27)	56	30	103	76
순이자수익	28	29	40	51	73
외화관련손익	11	(7)	(7)	10	13
지분법손익	(25)	34	(3)	(10)	(10)
세전계속사업손익	(52)	336	270	499	544
당기순이익	(71)	246	215	374	405
지배기업당기순이익	51	244	211	353	383
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	(12.8)	74.3	8.4
NOPLAT	(18)	205	191	297	349
(+) Dep	30	35	66	64	66
(-) 운전자본투자	1	(338)	(99)	60	(71)
(-) Capex	6	21	10	40	45
OpFCF	5	557	346	260	440
3 Yr CAGR & Margins					
영업수익증가율(3Yr)	(10.3)	4.1	13.8	33.8	15.6
영업이익증가율(3Yr)	-	(8.1)	20.1	-	18.6
EBITDA증가율(3Yr)	(74.9)	(6.2)	21.9	356.4	19.2
순이익증가율(3Yr)	-	(2.9)	57.1	-	18.1
영업이익률(%)	(1.9)	12.5	8.9	12.9	13.5
EBITDA마진(%)	0.4	14.0	11.4	14.9	15.3
순이익률(%)	(5.5)	10.9	8.0	12.1	11.7

◆ 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2009	2010	2011	2012	2013E
Per share Data					
EPS	(442)	2,103	1,812	3,039	3,294
BPS	7,265	8,928	9,231	13,088	15,581
DPS	500	850	900	1,000	1,100
Multiples(x,%)					
PER	-	20.7	18.9	20.1	21.9
PBR	6.9	4.9	3.7	4.7	4.6
EV/EBITDA	1,074.6	12.6	8.1	11.5	11.7
배당수익률	1.0	2.0	2.6	1.6	1.5
PCR	43.6	15.4	10.9	11.9	18.4
PSR	4.5	2.2	1.5	2.3	2.4
재무건전성(%)					
부채비율	95.5	106.2	125.3	96.0	97.0
Net debt/Equity	(69.7)	(99.4)	(113.9)	(100.3)	(100.9)
Net debt/EBITDA	(13,018.8)	(350.0)	(489.9)	(391.7)	(396.1)
유동비율	135.5	137.4	147.0	165.9	167.9
이자보상배율	0.9	(9.7)	(6.1)	(7.8)	(6.4)
이자비용/매출액	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
자산구조					
투하자본(%)	9.8	(17.9)	(11.7)	(5.1)	(5.5)
현금+투자자산(%)	90.2	117.9	111.7	105.1	105.5
자본구조					
차입금(%)	5.5	2.2	11.7	7.1	7.4
자기자본(%)	94.5	97.8	88.3	92.9	92.6

모두투어 (080160)

이유 있는 주가 정체, 하반기에는 문제없다!

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가 (7/8)	28,350원
예상 주가상승률	-
시가총액	3,572억원
비중(KOSPI내)	0.03%
발행주식수	1,260만주
52주 최저가/최고가	18,250 / 32,950원
3개월 일평균거래대금	47억원
외국인 지분율	19.4%
주요주주지분율	
우종유 등	17.9%
국민연금공단	7.8%
신한BNP	5.5%
자기주식	4.3%

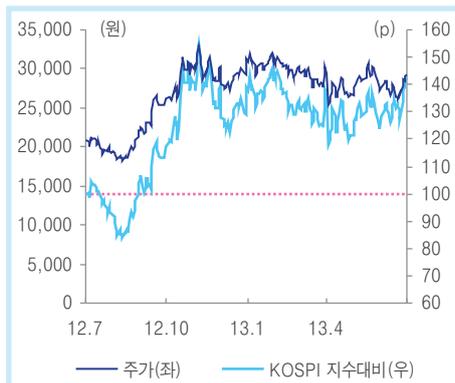
Valuation wide

	2011	2012	2013E
PER(배)	14.7	21.5	18.2
산업PER(배)	10.9	13.4	-
PBR(배)	2.8	4.5	3.6
EV/EBITDA(배)	8.0	14.0	11.1
배당수익률(%)	2.4	1.1	1.5

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	2.3	-8.5	36.3	-5.8
KOSPI대비 상대수익률(%)	7.9	1.1	38.5	3.2

Price Trend



Issue

'13년 다시 전성기를 맞이한 해외여행업. '13년 내국인 출국자수는 전년 대비 +8.4%의 성장률을 기록하는 양호한 성장을 예상. 그 중에서 확고한 2등 여행사의 지위를 굳힌 모두투어의 출국자수는 +10.1%의 성장률을 기록할 전망이다.

Pitch

'13년 예상 [연결]순이익의 기준 PER 18.2배. 여행 업황을 회복한 2010년 이후를 기준으로 2~3년간 유사한 주가 수준. '13년 견조한 시장 성장을 바탕으로 7~8월 성수기와 5일간의 9월 추석 연휴의 여행객 증가로 3분기 사상 최대의 분기 실적을 기록할 전망이다. 사상 최대 실적을 기록할 3분기 중 '07년까지 기록했던 고PER의 위상을 회복하며 역대 최고 주가를 갱신할 것으로 판단됨.

Rationale

- 해외 여행(outbound) 도매 판매(wholesale) 전문 기업으로 주력 사업 부문은 ①패키지여행, FIT 등 기획여행 알선과 ②항공권의 판매를 대행하는 항공권 판매, ③ 기타 여행관련 알선 상품 및 ④모두투어인터내셔널 등 여행업 관련 국내 자회사.
- '13년 사상 최대 실적 기록 전망. (연결)영업이익 1,523억원(+10.4% YoY), 영업이익 243억원(+14.2% YoY), 당기순이익 196억원(+11.1% YoY)
- 대한민국 달력의 휴일 구성: '13년~'14년 공휴일과 겹치는 휴일이 연중 최저점이라 할 수 있는 3일에 불과. 5일 연휴의 '13년 추석과 '15년 설날.
- 여행업 Big2(하나투어+모두투어)의 시장점유율 확대 지속
→ '13년(E) 하나투어 19%, 모두투어 10%('04년 하나투어 8.0%, 모두투어 4.1%)
- '13년 1분기 태국 방콕과 필리핀 바틀로드행 전세기 노선의 운항 자철에 따른 일시적인 비용 증가로 실적 둔화. 2분기 계절적인 비수기 영향까지 주가에 반영 중 →'13년 3분기 사상 최대 분기 실적 전망 / [별도]영업이익 106억원(+41% YoY) 등 하반기 실적 성장에 대한 기대는 유효

Earnings Forecasts

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E
영업수익	944	833	614	1,219	1,250	1,379	1,523
영업이익	143	9	3	181	162	213	243
EBITDA	150	18	9	190	173	226	257
순이익	114	6	12	151	138	176	196
자산총계	974	748	862	1,288	1,356	1,488	1,679
자본총계	576	492	502	650	735	842	983
순차입금	-608	-255	-485	-814	-648	-638	-730
영업수익증가율	42.1	-11.7	-26.3	98.5	2.6	10.3	10.4
영업이익률	15.2	1.1	0.5	14.9	12.9	15.4	16.0
순이익률	12.0	0.7	2.0	12.4	11.0	12.8	12.9
EPS증가율	39.1	-94.6	96.0	1145.5	-8.7	-14.7	11.1
ROE	21.5	1.2	2.4	26.0	19.8	22.4	21.5

Note: K-IFRS연결 기준(2010년 이후)
Source: KTB투자증권

Fig. 50 연간 영업이익과 영업이익 증가율



Source: 모두투어, KTB투자증권

Fig. 51 모두투어 주가와 PER 밴드 추이



Source: 모두투어, KTB투자증권, K-IFRS 연결 기준

Fig. 52 [K-IFRS 별도] 영업수익 및 영업이익 등 연간 실적 추이

(단위: 억원,%)

	2009	2010	2011	2012	13/3	13/6F	13/9F	13/12F	2013F
수탁금	5,040	9,848	11,135	11,956	3,239	2,795	3,837	2,899	12,770
YoY	-34.0	95.4	13.1	7.4	4.8	-0.1	17.7	3.3	6.8
영업수익	614	1,171	1,210	1,328	359	299	480	328	1,465
YoY	-26.3	90.8	3.4	9.7	10.4	5.0	22.4	0.5	10.3
해외여행알선	388	889	994	1,131	305	249	430	269	1,252
항공권판매	194	229	142	119	29	27	35	28	119
기타수익	32	53	74	77	25	23	15	31	94
영업이익	3	194	166	212	56	34	106	40	237
YoY	-69.5	6835.0	-14.4	27.1	-5.3	29.4	40.6	-19.6	12.0
영업이익률	0.5	16.6	13.7	15.9	15.7	11.5	22.1	12.3	16.2
세전이익	15	208	183	224	62	37	109	43	251
법인세	3	48	50	52	14	9	25	10	58
법인세율	18.9	23.1	27.5	23.1	23.1	23.1	23.1	23.2	23.1
당기순이익	12	160	133	173	47	28	84	33	193
YoY	96.0	1219.2	-17.2	30.2	-6.2	22.7	28.7	-1.5	11.8
PER	195.9/54.7	20.5/12.9	27.3/14.5	24.1/11.4					18.5

Source: 모두투어, KTB투자증권

Fig. 53 [K-IFRS 연결] 영업수익 및 영업이익 등 연간 실적 추이

(단위: 억원,%)

	2009	2010	2011	2012	13/3	13/6F	13/9F	13/12F	2013F
영업수익	614	1,219	1,250	1,379	365	313	501	343	1,523
YoY	-26.3	98.5	2.6	10.3	10.0	-	-	-	10.4
모두투어[별도]	614	1,171	1,210	1,328	359	299	480	328	1,465
모두투어INT	-	34	27	24	2	7	11	7	27
기타 자회사	-	14	15	32	7	8	12	8	35
연결 조정	-	-1	-2	-5	-2	-1	-1	0	-4
영업이익	3	181	162	213	48	38	113	45	243
YoY	-69.5	6369.1	-10.8	31.6	-15.6	-	-	-	14.2
영업이익률	0.5	14.9	12.9	15.4	13.1	12.0	22.5	13.1	16.0
세전이익	15	201	191	230	55	40	115	48	259
법인세	3	49	53	54	13	10	28	12	63
법인세율	18.9	24.7	27.6	23.3	23.2	23.7	24.5	24.4	24.3
당기순이익	12	151	138	176	42	31	87	36	196
YoY	96.0	1145.5	-8.7	27.9	-13.8	-	-	-	11.1
모두투어[별도]	68	67	73	96	30	23	21	21	124
모두투어INT	-	7	7	2	-4	1	2	2	2
기타 자회사	-	-4	-2	1	-2	1	1	1	1
PER	195.9/54.7	21.7/13.6	26.3/13.9	23.5/11.1					18.2
지배주주순이익	-	-	136	176	44	30	86	35	195
YoY	-	-	-	29.7	-11.0	-	-	-	10.8
PER[지배주주]	-/-	-/-	26.7/14.2	23.6/11.2					18.3

Note: 2009년 이전 K-GAAP연결, 2010년 외부 감사 받지 않은 K-IFRS연결, 2011년 이후 K-IFRS연결

Source: 모두투어, KTB투자증권



재무제표 (모두투어 / K-IFRS 연결)

◆ 대차대조표

(단위: 억원)	2009	2010	2011	2012	2013E
유동자산	784	1,135	1,117	1,155	1,287
현금성자산	485	814	778	797	879
매출채권	134	146	184	271	318
재고자산	0	0	0	1	1
비유동자산	77	106	239	333	392
투자자산	69	91	213	219	242
유형자산	8	14	14	102	137
무형자산	0	0	11	12	12
자산총계	862	1,241	1,356	1,488	1,679
유동부채	307	517	523	549	598
매입채무	179	302	286	262	315
유동성이자부채	0	0	128	157	147
비유동부채	52	65	99	97	98
비유동이자부채	0	0	2	2	2
부채총계	359	582	621	646	695
자본금	42	42	42	63	63
자본잉여금	300	300	305	281	281
이익잉여금	241	397	453	593	734
자본조정	(81)	(81)	(81)	(107)	(107)
자기주식	(81)	(81)	(81)	(107)	(107)
자본총계	502	658	735	842	983
투하자본	(4)	(197)	(67)	47	80
순차입금	(485)	(814)	(648)	(638)	(730)
ROA	1.5	15.2	10.6	12.4	12.4
ROE	2.4	27.6	20.0	22.8	21.8
ROIC	-	-	-	-	289.3

◆ 현금흐름표

(단위: 억원)	2009	2010	2011	2012	2013E
영업현금	55	361	152	222	211
당기순이익	12	160	138	176	196
자산상각비	7	8	11	13	14
운전자본증감	4	175	(18)	(14)	8
매출채권감소(증가)	(60)	(12)	17	(85)	(47)
재고자산감소(증가)	0	0	0	(1)	0
매입채무증가(감소)	54	124	(41)	(24)	52
투자현금	(2)	(246)	(113)	(11)	(65)
단기투자자산감소	(6)	(218)	49	96	0
장기투자증권감소	1	(0)	0	(2)	(15)
설비투자	(4)	(14)	(10)	(99)	(47)
유무형자산감소	0	0	(6)	(3)	(3)
재무현금	(2)	(4)	(46)	(74)	(65)
차입금증가	0	0	2	(7)	(10)
자본증가	(2)	(4)	(48)	(40)	(55)
배당금지급	2	4	48	40	55
현금 증감	51	111	(7)	136	81
총현금흐름(Gross CF)	51	186	209	258	203
(-) 운전자본증가(감소)	(14)	(188)	140	21	(8)
(-) 설비투자	4	14	10	99	47
(+) 자산배각	0	0	(6)	(3)	(3)
Free Cash Flow	60	360	53	135	161
(-) 기타투자	(1)	0	0	2	15
잉여현금	61	360	53	133	146

Note: K-IFRS 연결 기준 (2011년 이후)
Source: KTB투자증권

◆ 손익계산서

(단위: 억원)	2009	2010	2011	2012	2013E
영업수익	614	1,171	1,250	1,379	1,523
증가율 (Y-Y, %)	(47.6)	90.8	6.8	10.3	10.4
영업이익	3	194	162	213	243
증가율 (Y-Y, %)	(98.6)	6,835.0	(16.8)	31.6	14.2
EBITDA	9	202	173	226	257
영업외손익	12	14	29	17	16
순이자수익	20	21	23	20	20
외화관련손익	(2)	2	6	0	5
지분법손익	(6)	10	0	1	1
세전계속사업손익	15	208	191	230	259
당기순이익	12	160	138	176	196
지배기업당기순이익	0	0	136	176	195
증가율 (Y-Y, %)	(92.4)	1,219.2	(13.8)	27.9	11.0
NOPLAT	2	149	117	163	184
(+) Dep	7	8	11	13	14
(-) 운전자본투자	(14)	(188)	140	21	(8)
(-) Capex	4	14	10	99	47
OpFCF	18	332	(22)	56	159
3 Yr CAGR & Margins					
영업수익증가율(3Yr)	(2.6)	7.5	14.5	31.0	9.2
영업이익증가율(3Yr)	(69.4)	10.7	160.1	323.4	7.7
EBITDA증가율(3Yr)	(54.9)	10.5	113.9	189.3	8.3
순이익증가율(3Yr)	(47.0)	12.1	181.4	144.1	6.9
영업이익률(%)	0.5	16.6	12.9	15.4	16.0
EBITDA마진(%)	1.5	17.3	13.8	16.4	16.9
순이익률(%)	2.0	13.7	11.0	12.8	12.9

◆ 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2009	2010	2011	2012	2013E
Per share Data					
EPS	-	-	1,076	1,395	1,548
BPS	3,991	5,230	5,617	6,493	7,607
DPS	50	600	500	450	500
Multiples(x, %)					
PER	-	-	14.9	21.6	18.5
PBR	4.7	4.5	2.9	4.6	3.8
EV/EBITDA	199.0	10.7	8.0	14.0	11.2
배당수익률	0.3	2.5	3.1	1.5	1.7
PCR	46.4	16.1	9.7	14.7	17.8
PSR	3.8	2.5	1.6	2.7	2.4
재무건전성(%)					
부채비율	71.5	88.4	84.5	76.7	70.7
Net debt/Equity	(96.5)	(123.6)	(88.2)	(75.8)	(74.2)
Net debt/EBITDA	(5,193.1)	(402.1)	(375.5)	(282.4)	(284.1)
유동비율	255.7	219.6	213.7	210.4	215.3
이자보상배율	(0.1)	(9.2)	(7.1)	(10.8)	(12.3)
이자비용/매출액	-	-	0.0	0.0	0.1
자산구조					
투하자본(%)	(0.7)	(27.9)	(7.3)	4.4	6.7
현금+투자자산(%)	100.7	127.9	107.3	95.6	93.3
자본구조					
차입금(%)	-	-	15.0	15.9	13.2
자기자본(%)	-	-	85.0	84.1	86.8

» Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당 사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석담당자는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목과 관련된 재산적 이해관계가 없습니다.
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.
 당 사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행DR, CB, IPO, 시장조성 등과 관련하여 지난6개월 주간사로 참여하지 않았습니다.

» 종목추천관련 투자등급

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY : 추천기준일 증가대비 +50%이상
 - HOLD : 추천기준일 증가대비 +5%이상~ +15%미만
 - REDUCE : 추천기준일 증가대비 +5%미만
 - BUY : 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만
 - SUSPENDED : 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단, 목표가는 미제시.
- 투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음.

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

» 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

하나투어 (039130)

일자	2013.7.9					
투자 의견	Not Rated					
목표주가	-					

모두투어 (080160)

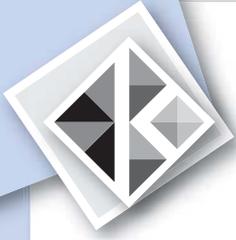
일자	2013.7.9					
투자 의견	Not Rated					
목표주가	-					



.....
 본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

ktb Investment
 & Securities





리서치본부장

정용택 경제분석 ☎ 2184-2321 ✉ ykjeong@ktb.co.kr



혁신기업

통신서비스
송재경 팀장
☎ 2184-2305
✉ jksong@ktb.co.kr

인터넷/미디어/엔터테인먼트
최찬석 연구위원
☎ 2184-2316
✉ nethead@ktb.co.kr

스몰캡
최종경 연구위원
☎ 2184-2247
✉ choijk@ktb.co.kr

스몰캡
김소라 연구원
☎ 2184-2364
✉ sorakim@ktb.co.kr

Quant

계량분석
정재현 팀장
☎ 2184-2315
✉ jhjung@ktb.co.kr

Tech

디스플레이/전기전자
박상현 팀장
☎ 2184-2311
✉ shpark@ktb.co.kr

반도체
진성혜 연구위원
☎ 2184-2392
✉ sh.jin@ktb.co.kr

IT부품
장우용 연구원
☎ 2184-2342
✉ wyjang@ktb.co.kr

소비/제약/바이오

음식료/화장품
김민정 팀장
☎ 2184-2328
✉ minjeong@ktb.co.kr

제약/유통
이혜린 연구위원
☎ 2184-2327
✉ hrin@ktb.co.kr

산업재

유틸리티/운송
신지윤 팀장
☎ 2184-2333
✉ jyshin@ktb.co.kr

자동차
남경문 연구위원
☎ 2184-2336
✉ kmnam@ktb.co.kr

조선
이강록 연구위원
☎ 2184-2312
✉ rock@ktb.co.kr

건설
김선미 연구원
☎ 2184-2338
✉ smkim@ktb.co.kr

소재

화학/정유
유영국 팀장
☎ 2184-2330
✉ kyoo@ktb.co.kr

철강/비철금속
심혜선 연구위원
☎ 2184-2323
✉ hsshim@ktb.co.kr

금융

은행/지주회사
오진원 팀장
☎ 2184-2309
✉ jw.oh@ktb.co.kr

증권/보험
조성경 연구원
☎ 2184-2317
✉ skcho@ktb.co.kr

투자전략

주식전략
박석현 팀장
☎ 2184-2314
✉ shyun09@ktb.co.kr

주식전략
조성민 연구원
☎ 2184-2324
✉ smcho@ktb.co.kr

채권전략
정성욱 연구원
☎ 2184-2368
✉ swjung7@ktb.co.kr

파생상품
박문서 지원팀장/연구위원
☎ 2184-2327
✉ david45@ktb.co.kr





본사 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 | **본점영업점** 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 | **강남금융센터** 서울특별시 강남구 테헤란로 326 역삼 I-TOWER 2층 | **서초금융센터** 서울특별시 서초구 서초대로 320 하림빌딩 3층 | **압구정금융센터** 서울특별시 강남구 논현로 842 압구정빌딩 4층 | **대구금융센터** 대구시 수성구 범어동 2-5 참저축은행빌딩 3층 | **부산센터** 부산광역시 해운대구 우동 1463-1 센텀사이언스파크 교육연구동 2층 | **울산지점** 울산시 남구 삼산동 1564-1 대성스카이렉스 1층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.