

## 여행업

### 비중확대

종목	투자의견	목표주가
하나투어	매수	162,000원(상향)
모두투어	매수	50,000원(상향)

### 더 높이 날아오른다

#### 수요 강세에 따른 실적 개선 및 밸류에이션 상황, 하나투어, 모두투어 목표주가 상향

하나투어와 모두투어의 목표주가를 162,000원, 50,000원으로 기존대비 각각 25%, 32% 상향한다. 하나투어는 목표 PER을 기존 28배에서 32배로 상향했고, 2015년과 2016년 순이익을 각각 7%, 6% 상향 조정했다. 목표PER 32배는 2007년 평균 PER을 10% 할인한 수치다. 업황 호황기였던 2006~2007년에 내국인 출국자수(승무원 제외)는 각각 16% 15%씩 증가했다. 하나투어의 송출객수는 같은 기간 65%, 28% 늘었으며 밸류에이션은 30~45배에서 거래됐다. 금년 1~2월 시장 평균 성장률이 19%였고 연간 성장률이 10%에 달할 것으로 예상되며 하나투어의 송출객수도 전년대비 25% 늘어날 것으로 전망돼 2007년 수준의 밸류에이션 수준에서 거래될 수 있다고 판단한다. 모두투어는 목표 PER을 기존 20배에서 25배(상위업체 대비 20% 할인)로 상향했고 15년과 16년 순이익 추정치를 각각 4%, 1% 소폭 상향했다. 금년 모두투어의 송출객수는 패키지 고객 증가와 티켓 판매 급증으로 전년대비 31% 늘어날 것이다.

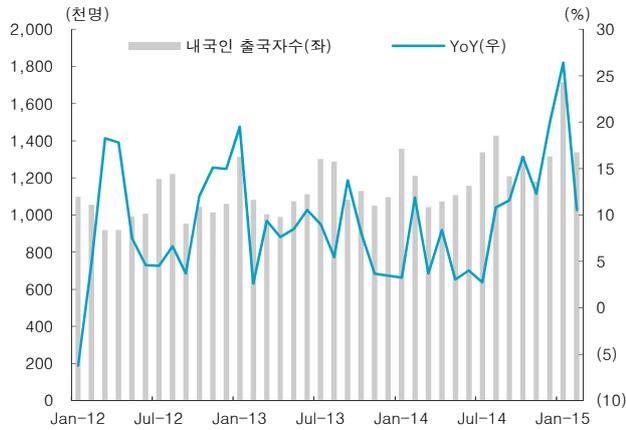
#### 2분기에도 수요 강세로 상위 업체의 성장세 가파를 전망

2분기에도 해외여행 수요 강세가 지속될 것으로 예상돼 패키지와 티켓 판매 두 부문에서 동반 성장을 시현하고 있는 상위업체들의 실적 성장세가 가파를 전망이다. 4월 1일 발표에 따르면 하나투어의 4월, 5월, 6월 예약률은 각각 32%, 15%, 13%였고 모두투어도 같은 기간 29%, 16%, 2%를 기록했다. 작년 5월 연휴가 좋아 선예약이 몰렸고 세월호 참사 이후 수요가 급랭했던 점을 감안하면 최종 수치는 더 높아질 것으로 예상된다. 2분기 하나투어의 전체 송출객수 증가율은 26%로 예상하고 연결기준 영업이익은 본사 실적 호조와 웹투어, 일본법인 등 자회사 성과 확대로 전년동기 대비 49% 늘어난 98억원으로 예상된다. 모두투어는 패키지 및 티켓 판매 고성장으로 2분기 전체 송출객수는 34% 늘 것으로 전망하며 연결기준 영업이익은 전년동기 자회사의 충당금 인식에 따른 기저로 큰 폭으로 개선된 59억원(+178% YoY)으로 예상된다. 금년 5월은 휴가가 분산되어 있어 석가탄신일 연휴 등에 단거리 여행 예약 등이 막판까지 들어올 것으로 예상된다. 상위업체들은 2분기에는 1분기에 이어 성과 지표 및 실적 개선세가 견조할 것이다.

#### 기대보다 더 좋은 업황. 금년 중반 이후 신사업 진출 윤곽 전망

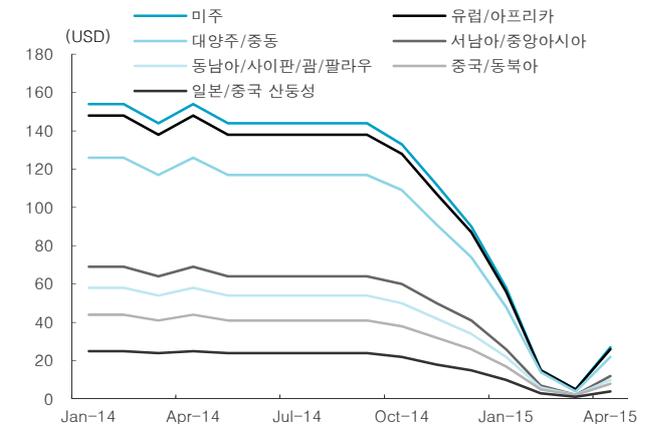
금년 내국인 출국자(승무원 제외) 시장 성장은 당초 예상했던 8%보다 높은 9.9%에 달할 것으로 예상된다. 기저 효과도 있지만 구조적 성장에 유통할증료 하락, 엔화 및 유료화 약세 등 우호적인 외부여건이 더해져 수요 상승을 강하게 견인하고 있다. 금년 3분기까지는 실적 성장세가 담보되어 있고, 금년 중반부터는 시내 면세점, 중국인 아웃바운드 여행 시장 진출 등 신사업의 윤곽이 드러날 전망이다. 지난 3월 인천공항 중소/중견업체 대상 면세점 구역을 낙찰받은 하나투어는 6월 마감되는 시내면세점에서 중견기업 대상 사업권 입찰에 참여할 전망이다. 인천공항 면세점 낙찰로 시장에 첫 발을 내딛는데 성공했고 중견기업 중에서는 사업 연관성이 높고 재무 구조도 건전해 낙찰받을 가능성이 높다. 중국인 아웃바운드 여행 시장 관련해서 하반기에는 가이드 라인 등 사업 진출 가능성을 점칠 수 있는 윤곽이 드러날 전망으로 결과 여부에 따라 추가 리레이팅이 가능할 것이다.

[그림 1] 월간 내국인 출국자수 추이



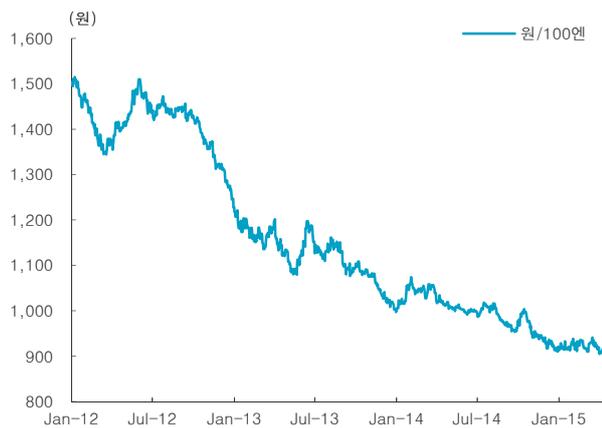
주: 내국인 출국자수는 승무원 제외 한 인원  
 자료: 한국관광공사, 한국투자증권

[그림 2] 유류할증료, 4월 소폭 상승했으나 여전히 낮은 수준



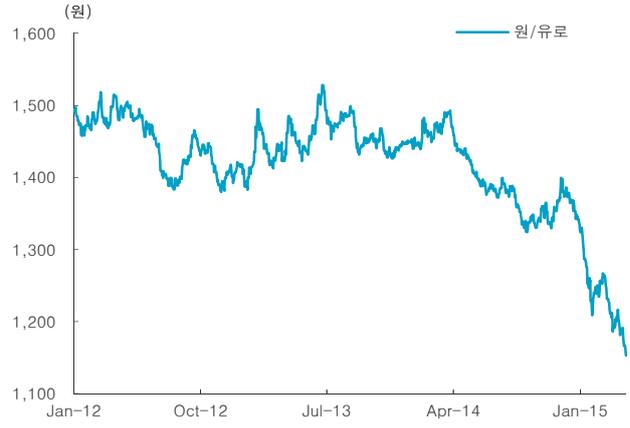
주: 국적기 편도 노선 기준  
 자료: 국토교통부, 한국투자증권

[그림 3] 원/100엔 환율 추이



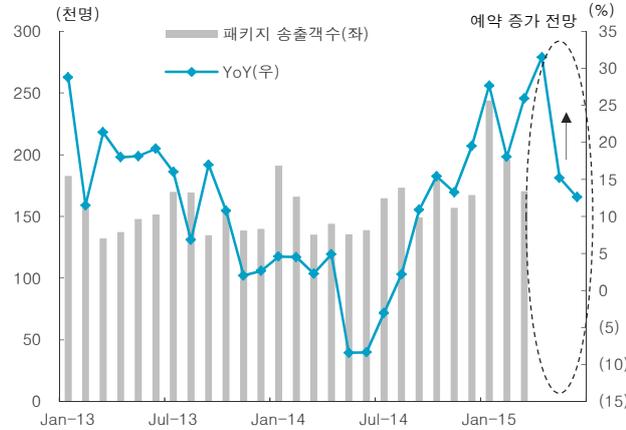
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 원/유로 환율 추이



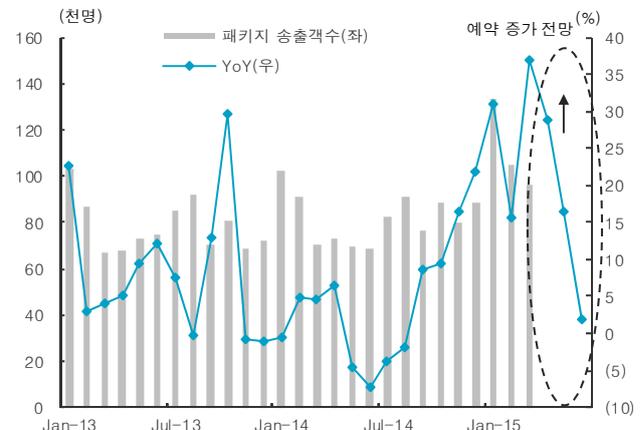
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 하나투어의 월간 패키지 송출객수와 성장률 및 예약률 추이



주: 2015년 4~6월 예약률은 4월 1일 발표된 데이터 기준  
 자료: 하나투어, 한국투자증권

[그림 6] 모두투어의 월간 패키지 송출객수와 성장률 및 예약률 추이



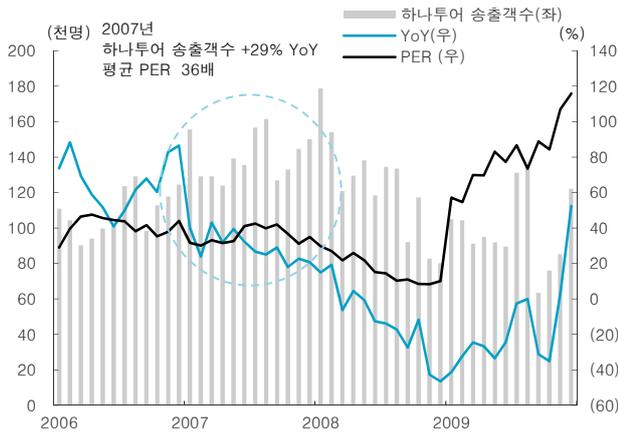
주: 2015년 4~6월 예약률은 4월 1일 발표된 데이터 기준  
 자료: 모두투어, 한국투자증권

[그림 7] 2006~2009년 내국인 출국자수와 성장률 추이



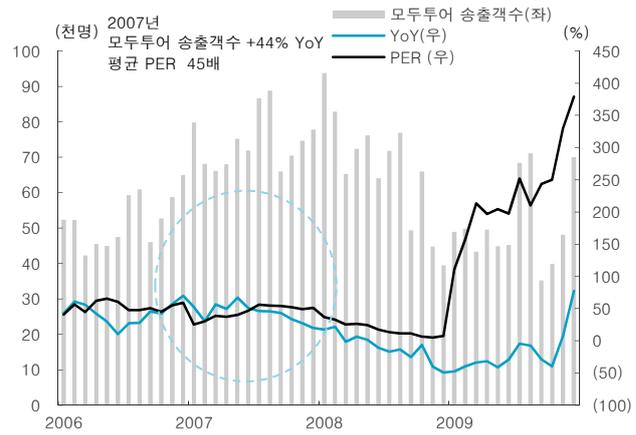
주: 내국인 출국자수는 승무원 제외 한 인원  
 자료: 한국관광공사, Quantiwise, 한국투자증권

[그림 8] 2006~2009년 하나투어의 송출객수, 성장률, PER 추이



자료: 하나투어, Quantiwise, 한국투자증권

[그림 9] 2006~2009년 모두투어의 송출객수, 성장률, PER 추이



자료: 모두투어, Quantiwise, 한국투자증권

<표 1> 하나투어의 실적 추이와 전망

(단위: 천명, 십억원, %, %p)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	QoQ	YoY	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2013	2014	YoY	2015F	YoY	2016F	YoY
출국자수(승무원제외)	3,610	3,337	3,972	3,807	4,159	9.3%	15.2%	3,642	4,315	4,066	13,525	14,726	8.9%	16,183	9.9%	17,443	7.8%
하나투어 전체송출객수	726	646	790	812	938	15.6%	29.2%	813	1,021	945	2,629	2,974	13.1%	3,717	25.0%	4,287	15.3%
하나 패키지송출객수	492	418	487	504	610	21.1%	23.9%	506	616	601	1,819	1,902	4.6%	2,334	22.7%	2,609	11.8%
시장점유율(%)	20.1	19.4	19.9	21.3	22.6	1.2%p	2.4%p	22.3	23.7	23.2	19.4	20.2	0.8%p	23.0	2.8%p	24.6	1.6%p
매출액	93.7	90.3	104.7	96.7	116.5	20.5%	24.4%	105.9	132.3	106.4	352.7	385.5	9.3%	461.1	19.6%	524.8	13.8%
별도기준	79.9	73.5	85.3	76.8	99.9	30.2%	25.1%	85.1	108.1	85.5	297.6	315.4	6.0%	379.7	20.4%	436.2	14.9%
항공권	2.9	2.8	2.8	3.3	3.3	2.2%	14.5%	3.5	4.5	3.8	10.4	11.9	13.9%	15.5	30.4%	16.7	8.3%
국제관광알선수익	70.0	60.8	74.5	61.1	88.4	44.6%	26.3%	70.9	94.1	68.4	259.6	266.5	2.7%	322.2	20.9%	372.8	15.7%
기타	7.0	9.8	7.9	12.3	8.2	(33.7%)	16.7%	10.7	9.5	13.4	27.6	37.1	34.2%	42.0	13.2%	46.6	11.0%
자회사	18.5	22.5	25.1	24.3	20.5	(15.7%)	11.0%	25.8	30.2	27.0	73.1	90.5	23.8%	103.5	14.5%	112.4	8.6%
영업비용	84.6	83.8	91.2	85.5	100.8	17.9%	19.2%	96.1	111.4	93.2	312.3	345.0	10.5%	401.5	16.4%	455.9	13.5%
영업이익	9.1	6.5	13.6	11.2	15.7	39.9%	72.5%	9.8	20.9	13.2	40.4	40.4	0.2%	59.6	47.4%	68.9	15.6%
영업이익률	9.7	7.3	12.9	11.6	13.5	1.9%p	3.8%p	9.2	15.8	12.4	11.4	10.5	(1.0%p)	12.9	2.4%p	13.1	0.2%p
세전이익	10.3	8.3	15.1	12.5	17.3	37.6%	67.5%	12.2	22.7	15.4	48.8	46.2	(5.4%)	67.6	46.2%	79.0	17.0%
지배주주순이익	7.6	6.2	10.8	8.9	13.1	47.4%	71.8%	9.2	17.3	11.7	34.0	33.4	(1.5%)	51.3	53.3%	60.1	17.3%

자료: 하나투어, 한국투자증권

〈표 2〉 하나투어의 실적 추정 변경

(단위: 천명, 십억원, %, %p)

	2015F			2016F		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
내국인출국자수	15,936	16,183	1.5%	16,956	17,443	2.9%
하나투어송출객수	3,650	3,717	1.8%	4,143	4,287	3.5%
시장점유율	22.9	23.0	0.1%p	24.4	24.6	0.1%p
매출액	474.7	461.1	(2.9%)	532.8	524.8	(1.5%)
영업이익	58.4	59.6	2.1%	68.0	68.9	1.4%
영업이익률	12.4	12.9	0.6%p	12.8	13.1	0.4%p
세전이익	64.1	67.6	5.4%	76.7	79.0	3.0%
순이익	47.9	51.3	7.0%	57.0	60.1	5.5%

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 모두투어의 실적 추정 변경

(단위: 천명, 십억원, %, %p)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	QoQ	YoY	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2013	2014	YoY	2015F	YoY	2016F	YoY
출국자수(승무원제외)	3,610	3,337	3,972	3,807	4,159	9.3%	15.2%	3,642	4,315	4,066	13,525	14,726	8.9%	16,183	9.9%	17,443	7.8%
모두투어전체송출객수	361	307	367	395	487	23.1%	35.0%	414	511	465	1,329	1,431	7.6%	1,877	31.2%	2,192	16.8%
모두투어패키지송출객수	263	211	249	257	335	30.4%	27.3%	274	326	320	942	980	4.1%	1,256	28.1%	1,434	14.2%
시장점유율(%)	10.0	9.2	9.2	10.4	11.7	1.3%p	1.7%p	11.4	11.8	11.4	9.8	9.7	(0.1%p)	11.6	1.9%p	12.6	1.0%p
매출액	40.4	36.4	47.0	40.9	48.1	17.7%	19.2%	44.2	56.4	45.2	147.0	164.7	12.1%	193.8	17.7%	214.4	10.6%
별도기준																	
항공권	2.1	2.6	2.7	3.4	3.3	(3.0%)	54.5%	3.0	3.6	3.7	9.6	10.9	12.9%	13.7	25.8%	14.7	7.4%
국제관광알선수익	34.5	30.3	36.6	30.3	39.9	31.9%	15.9%	34.1	42.8	33.1	123.6	131.7	6.5%	149.8	13.8%	166.1	10.8%
기타	2.9	2.7	3.5	3.6	3.2	(10.8%)	10.9%	2.5	3.7	4.2	9.7	12.7	31.3%	13.7	7.8%	15.3	12.0%
자회사	2.4	2.5	4.5	2.6	1.9	(24.9%)	(21.2%)	5.1	6.5	4.5	5.0	11.9	136.9%	18.0	50.7%	19.4	8.1%
영업비용	37.4	34.3	40.0	36.4	41.7	14.6%	11.6%	38.2	46.7	38.5	131.2	148.1	12.9%	165.1	11.5%	180.9	9.6%
영업이익	3.0	2.1	7.0	4.5	6.4	42.7%	113.2%	5.9	9.7	6.7	15.8	16.6	5.2%	28.7	72.9%	33.5	16.7%
영업이익률	7.4	5.8	14.9	11.0	13.3	2.3%p	5.9%p	13.4	17.1	14.9	10.7	10.1	(0.7%p)	14.8	4.7%p	15.6	0.8%p
세전이익	6.5	2.7	6.1	3.3	7.2	120.3%	11.0%	6.8	10.2	6.8	20.1	19.3	(3.9%)	31.1	61.1%	36.2	16.6%
지배주주순이익	5.2	2.3	4.3	3.5	5.2	47.4%	(0.3%)	4.9	7.4	4.9	16.1	15.3	(4.7%)	22.4	46.3%	26.2	16.6%

자료: 모두투어, 한국투자증권

〈표 4〉 모두투어의 실적 추정 변경

(단위: 천명, 십억원, %, %p)

	2015F			2016F		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
내국인출국자수	15,936	16,183	1.5%	16,956	17,443	2.9%
모두투어 송출객수	1,710	1,877	9.8%	1,913	2,192	14.6%
시장점유율	10.7	11.6	0.9%p	11.3	12.6	1.3%p
매출액	194.6	193.8	(0.4%)	221.7	214.4	(3.3%)
영업이익	27.5	28.7	4.4%	33.3	33.5	0.7%
영업이익률	14.1	14.8	0.7%p	15.2	15.6	0.4%p
세전이익	29.9	31.1	4.1%	36.0	36.2	0.7%
순이익	21.6	22.4	4.1%	26.0	26.2	0.8%

자료: 한국투자증권

<표 5> 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가				실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
하나투어 (039130)	투자의견	매수	2013A	353	40	34	2,989	17,137	21.6	3.8	19.5	12.5	1.7
	목표주가(원)	162,000	2014A	385	40	33	2,978	18,727	26.2	4.2	18.2	14.0	1.7
	현재가 (4/14, 원)	125,500	2015F	461	60	51	4,654	21,717	27.0	5.8	25.9	17.4	1.2
	시가총액(십억원)	1,458	2016F	525	69	60	5,457	25,251	23.0	5.0	25.5	14.7	1.4
				2017F	574	76	67	6,053	29,237	20.7	4.3	23.9	13.2
모두투어 (080160)	투자의견	매수	2013A	147	16	16	1,335	8,274	17.2	2.8	18.7	11.4	2.2
	목표주가(원)	50,000	2014A	165	17	15	1,278	8,962	18.9	2.7	16.3	12.8	2.1
	현재가 (4/14, 원)	38,300	2015F	194	29	22	1,868	10,103	20.0	3.7	21.2	12.4	1.6
	시가총액(십억원)	471	2016F	214	34	26	2,178	11,491	17.2	3.3	21.5	10.6	1.7
				2017F	236	39	30	2,485	13,075	15.1	2.9	21.2	9.0

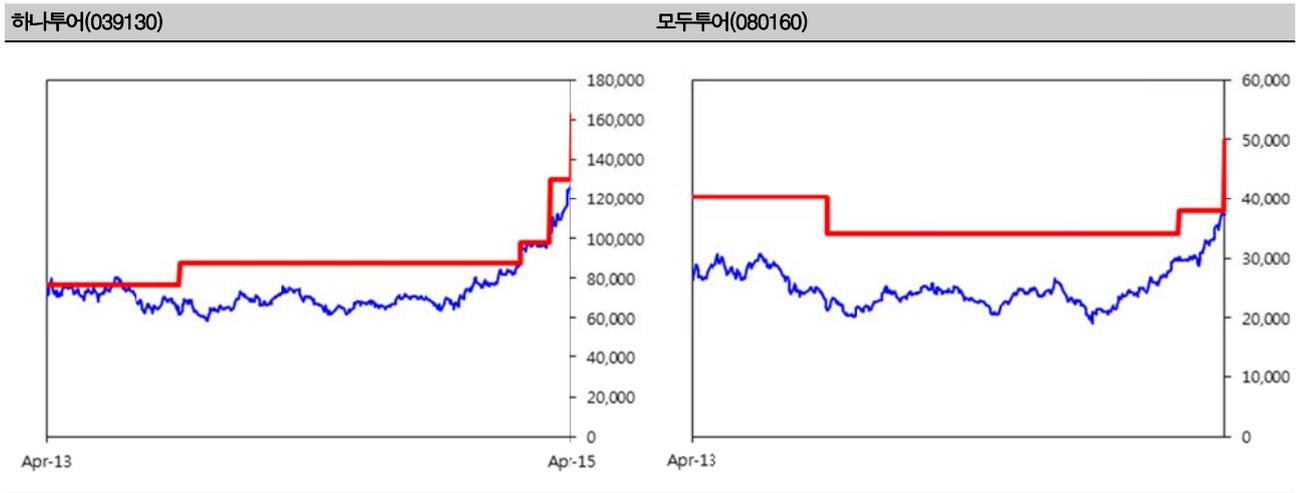
자료: 각사, 한국투자증권

### 용어해설

- 아웃바운드(Outbound) 여행: 국내 관광객을 해외로 보내는 것
- 인바운드(Inbound) 여행: 외국 관광객을 국내로 유치하는 것
- FIT(Free Individual Tour or Foreign Independent Tour): 개별자유여행, 패키지 상품과 대비되는 개념

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
하나투어(039130)	2013.10.18	매수	87,500 원	모두투어(080160)	2013.10.18	매수	34,000 원
	2015.02.03	매수	98,000 원		2015.02.12	매수	38,000 원
	2015.03.16	매수	130,000 원		2015.04.15	매수	50,000 원
	2015.04.15	매수	162,000 원				



■ Compliance notice

- 당사는 2015년 4월 15일 현재 하나투어, 모두투어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.