

# 여행업

Industry Note | 2015. 10. 16

## 실적 기대감은 잠시 뒤로

단기적인 실적 부진은 불가피하나 이연수요에 힘입어 실적 개선세는 4분기부터 확인될 전망이다. 다만, 높은 시장 기대치 감안 시 신사업 성과에 따른 주가 차별화 확대 전망

### 이연수요와 사업다각화

- 패키지 여행수요는 7월부터 볼륨 성장세 회복하였으나, 단거리 여행 집중도 심화 및 판가 하락 동반되면서 평균판매단가(ASP)는 10%대 중반 이상의 하락폭 기록 예상
- 하나투어, 모두투어 3분기 실적은 컨센서스 하회 가능성 높음. 인바운드 자회사 영업 손실, 신사업 비용(하나투어: 면세점, 모두투어: 자유투어) 등 이익 훼손 요인 불가피
- 하지만 업체별 4분기 예약률은 20~70% 증가하는 것으로 확인되는 등 역기저 구간 진입에도 불구하고 이연수요 기대감 갖기에는 충분. 중장거리 여행수요 비중이 뚜렷이 개선되는 것으로 파악되어 ASP 하락추이는 4분기부터 상당 부분 완화될 전망
- 한편, 인터파크는 하반기부터 투어부문 비용증가 부담이 대부분 완화될 것으로 기대되어 영업이익 개선세 본격화 전망. 이와 함께 신사업(Qunar, 신규 중국 판매채널, 인터넷은행, 인도네시아 JV) 기대감은 주가 상승 탄력을 더욱 강화시킬 전망
- 여행업종은 확인한 이연수요에 힘입어 2016년 상반기까지 견조한 볼륨 성장세 지속 가능할 전망이다. 다만 높은 시장 기대치를 감안할 경우, 신사업 성과에 따른 주가 차별화 확대 예상. 당사는 실적 성장 구간에 진입할 모두투어, 인터파크 선호주로 제시

### 3분기는 전반적으로 기대치 충족하기 어려운 영업환경

- **하나투어:** 연결 매출액 1,114억원(+6.3% y-y), 영업이익 147억원(+8.4% y-y)으로 컨센서스 하회 추정. 종속회사 이익 기여도 확대, 확고한 중장기 성장 동력 긍정적으로 평가하나 단기 실적은 면세점 관련 매출액/비용 추이에 따라 변동성 확대될 여지
- **모두투어:** 연결 매출액 492억원(+4.6% y-y), 영업이익 58억원(-16.6% y-y)으로 컨센서스 하회 추정. 종속회사 손실폭 축소, 신규 제휴채널에 의한 항공권 송출객수 고성장 등에 힘입어 업종 내 가장 신뢰도 높은 실적 성장 기대
- **인터파크:** 연결 매출액 1,065억원(+4.4% y-y), 영업이익 84억원(+46.8% y-y)으로 컨센서스 부합 추정. 투어부문 이익률 정상화, 쇼핑/도서부문 영업적자 해소, 신사업 기대감으로 주가 상승 탄력 강화될 전망

## Positive (유지)

	PER(배)	PBR(배)
Market	11.6	1.1
Sector	26.6	4.7

### Sector Index



업종 시가총액 24,147 십억원 (Market 비중 1.9%)

주: KRX업종 분류 기준



**Analyst 김진성**  
02)768-7618, justin.kim@nhwm.com

### 여행업종 투자의견/투자지표

(단위: 원, 배, %, 십억원)

	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		순차입금	
					2015E	2016F	2015E	2016F	2015E	2016F	2015E	2016F
하나투어	(039130.KS)	Buy(유지)	195,000(유지)	137,500	36.7	25.9	7.7	6.5	22.4	27.2	-199	-195
모두투어	(080160.KQ)	Buy(유지)	51,000(유지)	38,550	24.3	18.9	4.4	3.8	19.0	21.5	-116	-137
인터파크	(108790.KQ)	Buy(유지)	29,000(유지)	21,500	35.0	24.2	4.2	3.7	12.5	16.3	-72	-74

주: 10월 15일 종가 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

여행업종 3분기 실적 Preview

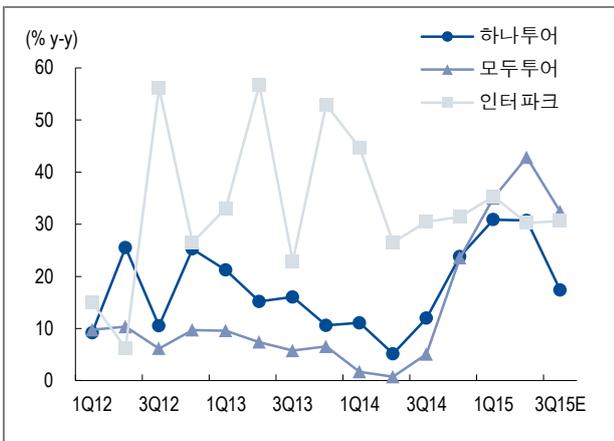
(단위: 십억원, %)

	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E				4Q15F
					당사추정	y-y	q-q	Consen	
<b>하나투어</b>									
매출액	104.7	96.7	118.2	109.2	111.4	6.3	2.0	121.9	126.7
영업이익	13.6	11.2	16.8	11.7	14.7	8.4	25.4	16.1	9.8
영업이익률	12.9	11.6	14.3	10.7	13.2	-	-	13.2	7.7
세전이익	15.1	12.5	17.8	13.5	16.3	8.3	21.0	18.2	12.7
지배지분순이익	10.8	8.9	12.1	9.7	11.9	9.7	21.8	12.4	9.8
<b>모두투어</b>									
매출액	47.0	40.9	50.4	49.6	49.2	4.6	-0.9	54.6	53.0
영업이익	7.0	4.5	6.3	5.2	5.8	-16.6	13.3	7.9	6.1
영업이익률	14.9	11.0	12.4	10.4	11.9	-	-	14.4	11.5
세전이익	6.1	4.0	7.4	6.3	6.5	7.1	4.1	8.8	6.1
지배지분순이익	4.3	3.5	5.6	4.1	5.3	23.2	29.3	6.7	4.9
<b>인터파크</b>									
매출액	102.0	126.1	99.6	85.6	106.5	4.4	24.4	107.9	117.4
영업이익	5.7	5.6	4.4	4.9	8.4	46.8	70.8	8.5	7.9
영업이익률	5.6	4.4	4.4	5.8	7.9	-	-	7.9	6.8
세전이익	6.0	4.0	4.3	5.1	8.3	37.9	64.3	7.9	7.8
지배지분순이익	3.5	3.8	3.2	3.6	6.8	90.8	88.1	5.9	6.3

주: K-IFRS 연결 기준

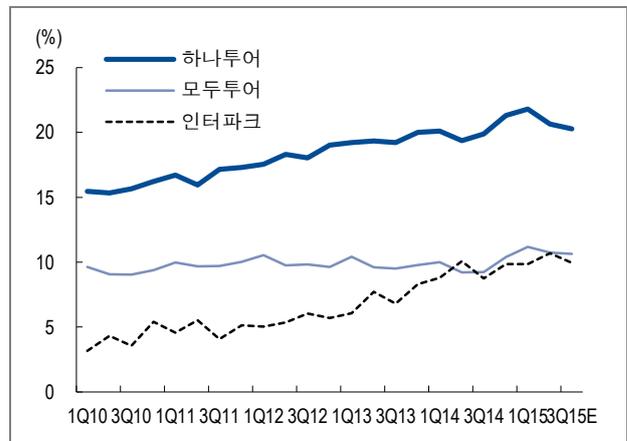
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

여행 3사 송출객수 증가율 추이



자료: 각사, NH투자증권 리서치센터 전망

여행 3사 송출객수 점유율 추이



자료: 각사, NH투자증권 리서치센터 전망

여행업종 주요 실적 지표

(단위: 천명, 십억원, %, %p)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	% y-y	% q-q
<b>하나투어(별도 기준)</b>													
송출객수	653.5	614.9	705.3	655.6	725.9	646.4	789.6	811.6	950.0	845.0	926.6	17.3	9.7
패키지	473.8	436.8	474.1	434.3	492.4	418.4	487.3	504.0	609.6	528.8	550.3	12.9	4.1
항공권	179.6	178.0	231.2	221.3	233.5	228.0	302.3	307.6	340.4	316.2	376.3	24.5	19.0
수탁금	595.7	548.5	686.4	581.4	656.3	592.4	705.6	645.5	733.2	651.5	698.7	-1.0	7.2
매출전환율	12.7	11.9	12.7	11.9	12.2	12.4	12.1	11.9	13.2	13.3	12.5	0.4	-0.8
<b>매출액</b>	<b>75.7</b>	<b>65.5</b>	<b>87.3</b>	<b>69.1</b>	<b>79.9</b>	<b>73.5</b>	<b>85.3</b>	<b>76.8</b>	<b>96.9</b>	<b>86.4</b>	<b>87.4</b>	<b>2.5</b>	<b>1.1</b>
영업비용	62.8	61.3	73.1	63.9	70.6	68.1	75.5	69.8	83.5	78.3	78.0	3.3	-0.4
인건비	20.0	18.7	21.6	19.8	23.3	21.3	23.5	20.9	26.2	23.2	27.0	15.0	16.7
커미션	27.1	24.5	31.9	25.1	29.0	25.5	30.6	26.9	35.4	31.2	29.8	-2.6	-4.8
광고비	2.4	4.7	3.5	4.3	3.3	5.6	4.3	4.3	4.1	6.4	4.4	2.5	-31.9
<b>영업이익</b>	<b>12.9</b>	<b>4.2</b>	<b>14.2</b>	<b>5.2</b>	<b>9.3</b>	<b>5.4</b>	<b>9.8</b>	<b>7.0</b>	<b>13.5</b>	<b>8.1</b>	<b>9.4</b>	<b>-4.1</b>	<b>15.3</b>
영업이익률	17.1	6.4	16.3	7.5	11.7	7.3	11.5	9.1	13.9	9.4	10.7	-0.7	1.3
<b>모두투어(별도 기준)</b>													
송출객수	354.6	305.1	349.5	320.2	360.7	307.4	367.2	395.5	486.9	439.2	486.2	32.4	10.7
패키지	256.5	215.1	248.0	222.1	263.1	210.8	249.4	256.9	335.0	287.5	291.4	16.9	1.3
항공권	98.2	90.1	101.5	98.0	97.6	96.6	117.8	138.6	152.0	151.6	194.7	65.3	28.4
수탁금	323.9	279.5	345.2	288.4	297.8	293.9	333.8	318.0	383.7	337.8	355.4	6.5	5.2
매출전환율	11.1	10.7	12.5	11.7	13.3	12.1	12.8	11.7	12.2	13.0	12.8	-0.1	-0.2
<b>매출액</b>	<b>35.9</b>	<b>29.9</b>	<b>43.3</b>	<b>33.8</b>	<b>39.5</b>	<b>35.6</b>	<b>42.8</b>	<b>37.3</b>	<b>46.8</b>	<b>43.8</b>	<b>45.4</b>	<b>6.0</b>	<b>3.6</b>
영업비용	30.3	28.1	34.4	30.4	34.4	31.7	34.9	33.0	39.7	37.5	38.6	10.5	2.7
인건비	10.1	10.0	10.6	10.1	12.0	10.6	10.6	10.0	12.7	12.1	11.8	11.0	-2.5
커미션	12.7	10.6	15.6	12.0	13.0	11.8	13.3	11.3	15.8	14.2	15.0	13.0	5.6
광고비	1.1	1.4	1.3	2.0	1.9	1.7	2.5	2.5	1.9	3.2	3.3	34.8	1.6
<b>영업이익</b>	<b>5.6</b>	<b>1.8</b>	<b>8.9</b>	<b>3.4</b>	<b>5.1</b>	<b>3.8</b>	<b>7.9</b>	<b>4.3</b>	<b>7.1</b>	<b>6.3</b>	<b>6.8</b>	<b>-13.7</b>	<b>8.9</b>
영업이익률	15.7	6.0	20.5	10.0	12.8	10.8	18.5	11.5	15.2	14.3	15.1	-3.4	0.7
<b>인터파크(연결 기준)</b>													
<b>거래총액(GMV)</b>													
쇼핑	144.6	139.0	148.7	164.1	157.8	145.0	154.3	164.0	162.5	175.3	177.6	15.1	1.3
도서	71.9	51.4	63.7	60.0	69.2	46.2	60.8	55.8	51.5	39.2	48.0	-21.1	22.3
ENT	102.8	135.3	132.9	162.6	101.4	107.6	136.2	181.6	121.4	104.0	139.1	2.1	33.8
투어	190.9	235.2	246.5	248.7	290.2	317.5	325.2	313.7	351.0	373.6	394.2	21.2	5.5
<b>매출액</b>	<b>94.0</b>	<b>90.0</b>	<b>97.9</b>	<b>103.7</b>	<b>97.2</b>	<b>82.0</b>	<b>102.0</b>	<b>126.1</b>	<b>99.6</b>	<b>85.6</b>	<b>106.5</b>	<b>4.4</b>	<b>24.4</b>
쇼핑	12.5	13.9	14.3	14.9	13.4	13.9	15.2	27.4	19.9	16.5	18.9	24.2	14.5
도서	60.6	53.4	55.9	51.6	58.3	39.0	49.1	43.6	45.0	34.4	42.1	-14.2	22.3
ENT	13.2	14.1	16.4	25.1	12.6	14.6	20.2	38.9	16.3	16.7	23.4	16.0	40.0
투어	7.7	8.7	11.3	12.1	12.9	14.5	17.6	16.2	18.3	17.9	22.1	25.8	23.2
<b>영업이익</b>	<b>5.4</b>	<b>4.1</b>	<b>7.1</b>	<b>3.9</b>	<b>4.2</b>	<b>1.6</b>	<b>5.7</b>	<b>5.6</b>	<b>4.4</b>	<b>4.9</b>	<b>8.4</b>	<b>46.8</b>	<b>70.8</b>
쇼핑	0.4	0.4	0.3	0.3	-0.5	-0.4	-0.1	-1.4	-0.6	0.6	0.2	흑전	-61.6
도서	0.8	-0.4	0.3	-1.3	0.5	-3.1	-2.4	-1.7	0.8	-0.4	0.3	흑전	흑전
ENT	2.9	2.7	4.1	3.3	1.8	1.7	4.2	7.2	1.5	2.3	3.0	-29.0	26.9
투어	1.3	1.4	2.4	1.5	2.4	3.3	4.1	1.6	2.7	2.4	5.0	21.2	109.9
<b>영업이익률</b>	<b>5.7</b>	<b>4.6</b>	<b>7.3</b>	<b>3.7</b>	<b>4.3</b>	<b>1.9</b>	<b>5.6</b>	<b>4.4</b>	<b>4.4</b>	<b>5.8</b>	<b>7.9</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>
쇼핑	3.3	3.1	2.2	2.3	-3.7	-2.7	-0.8	-5.1	-3.1	3.7	1.2	2.0	-2.5
도서	1.3	-0.8	0.4	-2.5	0.8	-7.9	-4.9	-4.0	1.8	-1.1	0.7	5.6	1.7
ENT	21.8	19.2	25.2	13.2	14.3	11.8	20.7	18.5	9.3	14.0	12.7	-8.0	-1.3
투어	17.2	16.4	21.6	12.6	18.6	23.0	23.3	9.6	14.6	13.2	22.4	-0.8	9.3

자료: 각사, NH투자증권 리서치센터 전망

### 3분기 Preview

#### 하나투어(Buy, 195,000원) 컨센서스 하회 추정

하나투어의 3분기 연결 매출액은 1,114억원(+6.3% y-y), 영업이익은 147억원(+8.4% y-y)으로 추정하며, 영업이익은 컨센서스(161억원)를 약 9% 하회할 것으로 보인다. 분사(별도) 기준 실적은 매출액 874억원(+2.5% y-y), 영업이익 94억원(-4.1% y-y)으로 추정한다.

3분기 실적 부진의 주요 원인은 1) 장거리 여행수요 부진에 따른 ASP 하락(전년동기대비 15% 하락 추정), 2) 추석연휴 여행객 귀국일 이월에 따른 cut-off 발생(다음 분기로 이연되거 인식되는 이익; 9월 패키지 송출객수 전년동월대비 7.0% 증가), 3) 에스엠면세점 비용발생(3분기 영업적자 4.7억원 추정) 등으로 판단된다. 반면, 해외중속회사의 높은 이익 기여도 지속된 것으로 파악된다. 동사의 중속회사 영업이익은 53억원(+41.0% y-y)으로 전체 영업이익 기여도 36%로 추정된다.

메르스 영향으로 인한 해외여행 이연수요는 건조한 4분기 예약률 증감을 통해 확인 가능하다. 특히, 남태평양, 미주 등 중장거리 노선의 예약률이 전년동기대비 40~50% 증가하는 것으로 파악되어 ASP 하락추세는 4분기부터 상당 부분 완화될 것으로 기대된다. 다만, 에스엠면세점의 본격 오픈(11월 공항면세점 정식오픈)에 따라 발생하는 비용이 4분기 영업이익에 부담으로 작용할 가능성을 배제할 수 없다는 판단이다. 이에 당사는 4분기 연결 영업이익 98억원(-13.1% y-y)으로 전망하며, 면세점 관련 영업적자는 약 36억원 반영하였다.

1) 메르스 이후 여행 이연수요가 2016년 상반기까지 이어질 가능성, 2) 해외 중속회사 이익 기여도 확대에 따른 본업(여행) 실적 증가세 지속, 3) 확고한 중장기 성장 동력(면세점, 호텔, 중국 인바운드 대응) 등 감안할 경우 여전히 동사의 중장기적 레벨업은 지속될 가능성이 높다고 판단된다. 그러나 단기적인 실적 측면에서는 면세점 관련 매출액 및 비용발생 추이에 따라 변동성이 확대될 여지가 있는 것으로 보인다.

		2014	2015E	2016F	2017F
매출액	- 수정 후	385.5	465.4	855.1	994.8
	- 수정 전		477.9	879.7	1,018.8
	- 변동률		-2.6	-2.8	-2.4
영업이익	- 수정 후	40.4	53.0	76.0	89.9
	- 수정 전		55.4	78.6	92.6
	- 변동률		-4.3	-3.3	-3.0
영업이익률(수정 후)		10.5	11.4	8.9	9.0
EBITDA		47.6	61.2	85.5	100.1
(지배지분)순이익		33.4	43.5	61.8	72.2
EPS	- 수정 후	2,879	3,742	5,316	6,212
	- 수정 전		3,912	5,498	6,474
	- 변동률		-4.4	-3.3	-4.1
PER		27.1	36.7	25.9	22.1
PBR		5.0	7.7	6.5	5.5
EV/EBITDA		14.7	23.0	16.6	13.8
ROE		18.2	22.4	27.2	26.9

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015E	2016F
<b>매출액</b>	<b>93.7</b>	<b>90.3</b>	<b>104.7</b>	<b>96.7</b>	<b>118.2</b>	<b>109.2</b>	<b>111.4</b>	<b>126.7</b>	<b>190.2</b>	<b>211.4</b>	<b>234.6</b>	<b>219.0</b>	<b>385.5</b>	<b>465.4</b>	<b>855.1</b>
% y-y	8.1	14.0	1.1	16.3	26.1	20.9	6.3	31.0	60.9	93.6	110.6	72.9	9.3	20.7	83.7
하나투어 본사	79.9	73.5	85.3	76.8	96.9	86.4	87.4	90.0	107.2	101.0	105.8	102.2	315.4	360.8	416.2
% y-y	5.6	12.1	-2.3	11.0	21.3	17.7	2.5	17.3	10.6	16.8	21.0	13.5	6.0	14.4	15.3
종속회사	18.5	22.5	25.1	24.3	26.9	28.9	29.5	41.6	90.2	120.7	137.8	124.4	90.5	126.8	473.1
% y-y	21.8	20.8	20.5	32.1	45.4	28.2	17.4	70.9	235.6	318.5	366.9	199.2	23.8	40.2	273.1
<b>영업이익</b>	<b>9.1</b>	<b>6.5</b>	<b>13.6</b>	<b>11.2</b>	<b>16.8</b>	<b>11.7</b>	<b>14.7</b>	<b>9.8</b>	<b>17.9</b>	<b>15.6</b>	<b>24.6</b>	<b>17.9</b>	<b>40.4</b>	<b>53.0</b>	<b>76.0</b>
% y-y	-32.6	3.2	-6.1	85.4	84.9	79.0	8.4	-13.1	6.1	33.3	67.0	83.7	0.2	31.1	43.3
영업이익률	9.7	7.3	12.9	11.6	14.3	10.7	13.2	7.7	9.4	7.4	10.5	8.2	10.5	11.4	8.9
하나투어 본사	9.3	5.4	9.8	7.0	13.5	8.1	9.4	9.7	14.1	9.5	14.8	11.7	31.4	40.6	50.1
% y-y	-27.8	27.1	-31.2	34.0	44.4	51.8	-4.1	38.7	4.8	17.2	57.3	21.2	-14.0	29.3	23.3
종속회사	-0.2	1.2	3.8	4.3	3.4	3.6	5.3	0.1	3.8	6.1	9.8	6.2	9.0	12.4	25.9
% y-y	n/a	-44.0	1617.0	395.3	n/a	201.4	41.0	-97.4	11.4	69.6	84.3	5623.1	136.4	37.4	108.8
<b>세전이익</b>	<b>10.3</b>	<b>8.3</b>	<b>15.1</b>	<b>12.5</b>	<b>17.8</b>	<b>13.5</b>	<b>16.3</b>	<b>12.7</b>	<b>19.4</b>	<b>18.6</b>	<b>26.9</b>	<b>22.3</b>	<b>46.2</b>	<b>60.3</b>	<b>87.2</b>
% y-y	-31.6	-2.9	-6.3	37.1	72.8	62.8	8.3	1.1	9.1	37.5	64.8	76.1	-5.4	30.5	44.6
<b>지배지분순이익</b>	<b>7.6</b>	<b>6.2</b>	<b>10.8</b>	<b>8.9</b>	<b>12.1</b>	<b>9.7</b>	<b>11.9</b>	<b>9.8</b>	<b>14.2</b>	<b>13.0</b>	<b>18.8</b>	<b>15.8</b>	<b>33.4</b>	<b>43.5</b>	<b>61.8</b>
% y-y	-29.5	-3.3	-0.9	50.2	58.9	58.3	9.7	10.4	17.7	33.0	58.5	61.3	-1.5	30.0	42.1

자료: 하나투어, NH투자증권 리서치센터 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015E	2016F
<b>총 수탁금</b>	<b>656.3</b>	<b>592.4</b>	<b>705.6</b>	<b>645.5</b>	<b>733.2</b>	<b>651.5</b>	<b>698.7</b>	<b>725.9</b>	<b>805.2</b>	<b>744.2</b>	<b>812.0</b>	<b>802.2</b>	<b>2,599.8</b>	<b>2,809.3</b>	<b>3,163.6</b>
% y-y	10.2	8.0	2.8	11.0	11.7	10.0	-1.0	12.4	9.8	14.2	16.2	10.5	7.8	8.1	12.6
%매출전환율	12.2	12.4	12.1	11.9	13.2	13.3	12.5	12.4	13.3	13.6	13.0	12.7	12.1	12.8	13.2
<b>매출액</b>	<b>79.9</b>	<b>73.5</b>	<b>85.3</b>	<b>76.8</b>	<b>96.9</b>	<b>86.4</b>	<b>87.4</b>	<b>90.0</b>	<b>107.2</b>	<b>101.0</b>	<b>105.8</b>	<b>102.2</b>	<b>315.4</b>	<b>360.8</b>	<b>416.2</b>
% y-y	5.6	12.1	-2.3	11.0	21.3	17.7	2.5	17.3	10.6	16.8	21.0	13.5	6.0	14.4	15.3
<b>영업비용</b>	<b>70.6</b>	<b>68.1</b>	<b>75.5</b>	<b>69.8</b>	<b>83.5</b>	<b>78.3</b>	<b>78.0</b>	<b>80.4</b>	<b>93.1</b>	<b>91.5</b>	<b>91.0</b>	<b>90.5</b>	<b>284.0</b>	<b>320.2</b>	<b>366.1</b>
% y-y	12.5	11.1	3.3	9.2	18.2	15.0	3.3	15.2	11.5	16.8	16.7	12.6	8.8	12.7	14.3
%매출액 대비	88.3	92.7	88.5	90.9	86.1	90.6	89.3	89.3	86.8	90.6	86.1	88.6	90.0	88.7	88.0
인건비	23.3	21.3	23.5	20.9	26.2	23.2	27.0	24.0	29.4	25.7	29.2	26.0	89.0	100.4	110.3
%매출액 대비	29.2	29.0	27.6	27.3	27.0	26.8	30.9	26.6	27.5	25.4	27.6	25.4	28.2	27.8	26.5
커미션 수수료	29.0	25.5	30.6	26.9	35.4	31.2	29.8	30.0	38.6	35.9	35.2	33.2	112.0	126.5	143.0
%매출액 대비	36.3	34.7	35.8	35.1	36.6	36.2	34.1	33.4	36.0	35.6	33.3	32.5	35.5	35.1	34.4
광고비	3.3	5.6	4.3	4.3	4.1	6.4	4.4	5.6	5.0	8.2	5.8	7.0	17.5	20.4	26.0
%매출액 대비	4.1	7.6	5.0	5.6	4.2	7.4	5.0	6.2	4.6	8.1	5.5	6.8	5.5	5.7	6.2
<b>영업이익</b>	<b>9.3</b>	<b>5.4</b>	<b>9.8</b>	<b>7.0</b>	<b>13.5</b>	<b>8.1</b>	<b>9.4</b>	<b>9.7</b>	<b>14.1</b>	<b>9.5</b>	<b>14.8</b>	<b>11.7</b>	<b>31.4</b>	<b>40.6</b>	<b>50.1</b>
% y-y	-27.8	27.1	-31.2	34.0	44.4	51.8	-4.1	38.7	4.8	17.2	57.3	21.2	-14.0	29.3	23.3
영업이익률	11.7	7.3	11.5	9.1	13.9	9.4	10.7	10.7	13.2	9.4	13.9	11.4	10.0	11.3	12.0
<b>Key assumptions</b>															
출국자수(천명)	3,610	3,337	3,972	3,807	4,355	4,095	4,568	4,322	4,770	4,439	4,919	4,640	14,726	17,340	18,768
% y-y	6.1	5.1	8.2	16.2	20.6	22.7	15.0	13.5	9.5	8.4	7.7	7.4	8.9	17.7	8.2
패키지승객(천명)	492	418	487	504	610	529	550	588	689	593	621	649	1,902	2,277	2,552
% y-y	3.9	-4.2	2.8	16.0	23.8	26.4	12.9	16.7	13.0	12.1	12.8	10.4	4.6	19.7	12.1
항공권승객(천명)	234	228	302	308	340	316	376	376	407	372	433	429	1,071	1,409	1,641
% y-y	30.0	28.1	30.8	39.0	45.8	38.7	24.5	22.1	19.6	17.5	15.1	14.3	32.3	31.5	16.5
하나투어 M/S	20.1	19.4	19.9	21.3	21.8	20.6	20.3	22.3	23.0	21.7	21.4	23.2	20.2	21.3	22.3
% y-y	0.9	0.0	0.7	1.3	1.7	1.3	0.4	1.0	1.2	1.1	1.1	0.9	0.8	1.1	1.1

자료: 하나투어, NH투자증권 리서치센터 전망

**모두투어(Buy, 51,000원)  
컨센서스 하회 추정**

모두투어의 3분기 연결 매출액은 492억원(+ 4.6% y-y), 영업이익은 58억원(-16.6% y-y)으로 추정하며, 영업이익은 컨센서스(79억원)를 약 27% 하회할 것으로 보인다. 본사(별도) 실적은 매출액 454억원(+ 6.0% y-y), 영업이익 68억원(-13.7% y-y)으로 추정한다.

양호한 볼륨 성장세(3분기 패키지 송출객수 + 16.9% y-y)에도 불구하고 메르스 영향에 의한 장거리 여행객 비중 축소로 ASP 하락폭이 전년동기대비 18% 수준에 이르렀을 것으로 보인다. 3분기 일본(+ 65.3% y-y), 동남아(+ 18.0% y-y) 등 중단거리 인원성장은 견조했던 반면, 유럽(+ 5.4% y-y) 및 미주(-13.7% y-y) 등 장거리 여행수요는, 메르스 초기 대량으로 취소되었던 까닭에 성수기 실적을 훼손시킨 것으로 판단된다. 한편, 3분기 종속회사 영업손실은 10억원 내외로 추정되는데, 자유투어의 정상화가 빠르게 진행 중에 있어 2016년 하반기부터 흑자전환이 전망된다.

동사의 경우 역시 해외여행 이연수요가 4분기 예약률 증감 수치를 통해 확인되고 있고, 장거리 여행수요 회복이 감지되고 있어 3분기 대비 영업환경은 빠르게 개선될 전망이다. 또한 종속회사 중 손실폭이 가장 큰 자유투어의 영업손실은 외형성장에 따라 3분기 대비 축소될 것으로 예상되는 등 3분기를 상회하는 영업이익 실현 가능성도 충분히 있다고 판단된다. 이에 당사는 모두투어의 4분기 영업이익을 61억원(+ 35.5% y-y)으로 전망한다.

1) 메르스 이후 본업의 실적 회복세, 2) 4분기 2개 내외 신규 호텔 취득(2015년 말까지 총 5개 호텔 예상), 3) 자유투어의 영업 정상화, 4) 신규 제휴채널에 의한 항공권 송출객수 고성장(3분기 네이버항공권, 스카이스캐너, 위메프, Qunar 제휴 시작) 등에 힘입어 업종 내 가장 신뢰도 높은 실적 성장이 기대된다.

모두투어 실적 전망 (IFRS 연결)		(단위: 십억원, 원, 배, %)			
		2014	2015E	2016F	2017F
매출액	- 수정 후	164.7	202.1	246.9	278.1
	- 수정 전		209.9	241.8	273.3
	- 변동률		-3.7	2.1	1.8
영업이익	- 수정 후	16.6	23.3	31.8	37.3
	- 수정 전		26.4	33.2	38.3
	- 변동률		-11.7	-4.1	-2.6
영업이익률(수정 후)		10.1	11.5	12.9	13.4
EBITDA		18.8	26.3	36.2	43.3
(지배지분)순이익		15.3	20.0	25.7	30.2
EPS	- 수정 후	1,218	1,589	2,042	2,393
	- 수정 전		1,778	2,052	2,370
	- 변동률		-10.7	-0.5	1.0
PER		19.9	24.3	18.9	16.1
PBR		3.1	4.4	3.8	3.3
EV/EBITDA		13.5	14.4	9.9	7.9
ROE		16.3	19.0	21.5	21.8

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015E	2016F
<b>매출액</b>	<b>40.4</b>	<b>36.4</b>	<b>47.0</b>	<b>40.9</b>	<b>50.4</b>	<b>49.6</b>	<b>49.2</b>	<b>53.0</b>	<b>62.2</b>	<b>59.2</b>	<b>61.4</b>	<b>64.2</b>	<b>164.7</b>	<b>202.1</b>	<b>246.9</b>
% y-y	10.6	19.2	7.0	13.7	24.8	36.1	4.6	29.6	23.5	19.3	24.9	21.2	12.1	22.7	22.2
모두투어 본사	39.5	35.6	42.8	37.3	46.8	43.8	45.4	45.7	56.7	51.2	53.6	52.7	155.2	181.8	214.1
% y-y	10.1	18.9	-1.1	10.4	18.6	23.1	6.0	22.5	21.0	16.8	18.0	15.2	8.6	17.1	17.8
종속회사	2.5	2.3	3.7	2.5	4.4	8.0	4.8	8.3	6.8	9.2	9.1	12.8	11.0	25.4	37.9
% y-y	523.9	201.5	286.2	1.0	77.1	246.2	27.9	228.6	55.2	15.7	90.6	54.0	119.0	130.5	49.1
<b>영업이익</b>	<b>3.0</b>	<b>2.1</b>	<b>7.0</b>	<b>4.5</b>	<b>6.3</b>	<b>5.2</b>	<b>5.8</b>	<b>6.1</b>	<b>7.8</b>	<b>6.9</b>	<b>8.8</b>	<b>8.3</b>	<b>16.6</b>	<b>23.3</b>	<b>31.8</b>
% y-y	-37.5	흑전	-2.6	17.2	108.6	142.1	-16.6	35.5	24.6	33.6	50.5	37.6	5.2	40.4	36.4
영업이익률	7.4	5.8	14.9	11.0	12.4	10.4	11.9	11.5	12.5	11.6	14.3	13.0	10.1	11.5	12.9
모두투어 본사	5.1	3.8	7.9	4.3	7.1	6.3	6.8	6.2	8.2	6.9	8.7	7.7	21.1	26.4	31.5
% y-y	-9.9	112.5	-10.8	26.8	41.0	63.3	-13.7	43.7	15.0	10.0	27.4	23.8	7.2	25.1	19.1
종속회사	-2.1	-1.9	-0.9	0.4	-0.8	-0.2	-1.0	-0.1	-0.4	0.0	0.1	0.7	-4.5	-3.1	0.3
% y-y	적지	적지	적지	-21.4	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	적지	적지	흑전
<b>세전이익</b>	<b>6.5</b>	<b>2.7</b>	<b>6.1</b>	<b>4.0</b>	<b>7.4</b>	<b>6.3</b>	<b>6.5</b>	<b>6.1</b>	<b>8.3</b>	<b>7.3</b>	<b>9.3</b>	<b>8.8</b>	<b>19.3</b>	<b>26.2</b>	<b>33.8</b>
% y-y	17.7	114.0	-27.3	-18.4	13.8	133.3	7.1	50.1	12.7	17.1	43.4	46.0	-3.9	35.9	29.0
<b>지배지분순이익</b>	<b>5.2</b>	<b>2.3</b>	<b>4.3</b>	<b>3.5</b>	<b>5.6</b>	<b>4.1</b>	<b>5.3</b>	<b>4.9</b>	<b>6.3</b>	<b>5.6</b>	<b>7.1</b>	<b>6.7</b>	<b>15.3</b>	<b>20.0</b>	<b>25.7</b>
% y-y	19.5	89.2	-34.9	-9.2	7.6	82.2	23.2	40.1	12.7	35.2	33.3	35.8	-4.7	30.5	28.5

자료: 모두투어, NH투자증권 리서치센터 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015E	2016F
<b>총 수탁금</b>	<b>297.8</b>	<b>293.9</b>	<b>333.8</b>	<b>318.0</b>	<b>383.7</b>	<b>337.8</b>	<b>355.4</b>	<b>370.2</b>	<b>453.6</b>	<b>388.0</b>	<b>410.4</b>	<b>415.8</b>	<b>1,274.6</b>	<b>1,447.1</b>	<b>1,667.8</b>
% y-y	-8.1	5.1	-3.3	10.3	15.1	16.7	6.5	16.4	18.2	14.9	15.5	12.3	3.0	13.5	15.3
%매출전환율	13.3	12.1	12.8	11.7	12.2	13.0	12.8	12.4	12.5	13.2	13.0	12.7	12.2	12.6	12.8
<b>매출액</b>	<b>39.5</b>	<b>35.6</b>	<b>42.8</b>	<b>37.3</b>	<b>46.8</b>	<b>43.8</b>	<b>45.4</b>	<b>45.7</b>	<b>56.7</b>	<b>51.2</b>	<b>53.6</b>	<b>52.7</b>	<b>155.2</b>	<b>181.8</b>	<b>214.1</b>
% y-y	10.1	18.9	-1.1	10.4	18.6	23.1	6.0	22.5	21.0	16.8	18.0	15.2	8.6	17.1	17.8
<b>영업비용</b>	<b>34.4</b>	<b>31.7</b>	<b>34.9</b>	<b>33.0</b>	<b>39.7</b>	<b>37.5</b>	<b>38.6</b>	<b>39.5</b>	<b>48.5</b>	<b>44.2</b>	<b>44.8</b>	<b>45.0</b>	<b>134.1</b>	<b>155.3</b>	<b>182.6</b>
% y-y	13.8	12.8	1.5	8.5	15.3	18.3	10.5	19.8	22.0	17.9	16.3	13.9	8.8	15.8	17.6
%매출액 대비	87.2	89.2	81.5	88.5	84.8	85.7	84.9	86.5	85.5	86.5	83.7	85.5	86.4	85.5	85.3
인건비	12.0	10.6	10.6	10.4	12.8	12.2	11.8	11.2	14.1	13.5	12.9	12.2	43.6	48.1	52.6
%매출액 대비	30.3	29.8	24.9	27.8	27.4	28.0	26.0	24.5	24.9	26.4	24.0	23.1	28.1	26.5	24.6
커미션 수수료	16.8	15.4	13.3	11.3	15.8	14.2	15.0	15.5	20.2	16.6	17.4	17.5	49.4	60.5	71.7
%매출액 대비	42.5	43.2	31.0	30.4	33.8	32.5	33.1	33.8	35.7	32.5	32.4	33.2	31.8	33.3	33.5
광고비	1.9	1.7	2.5	2.5	1.9	3.2	3.3	3.4	2.4	3.7	4.1	4.0	8.5	11.8	14.3
%매출액 대비	4.8	4.6	5.7	6.6	4.0	7.4	7.3	7.4	4.3	7.3	7.6	7.7	5.5	6.5	6.7
<b>영업이익</b>	<b>5.1</b>	<b>3.8</b>	<b>7.9</b>	<b>4.3</b>	<b>7.1</b>	<b>6.3</b>	<b>6.8</b>	<b>6.2</b>	<b>8.2</b>	<b>6.9</b>	<b>8.7</b>	<b>7.7</b>	<b>21.1</b>	<b>26.4</b>	<b>31.5</b>
% y-y	-9.9	112.5	-10.8	26.8	41.0	63.3	-13.7	43.7	15.0	10.0	27.4	23.8	7.2	25.1	19.1
영업이익률	12.8	10.8	18.5	11.5	15.2	14.3	15.1	13.5	14.5	13.5	16.3	14.5	13.6	14.5	14.7
<b>Key assumptions</b>															
출국자수(천명)	3,610	3,337	3,972	3,807	4,355	4,095	4,568	4,322	4,770	4,439	4,919	4,640	14,726	17,340	18,768
% y-y	6.1	5.1	8.2	16.2	20.6	22.7	15.0	13.5	9.5	8.4	7.7	7.4	8.9	17.7	8.2
패키지송객(천명)	263	211	249	257	335	288	291	308	388	323	328	339	980	1,222	1,377
% y-y	2.6	-2.0	0.6	15.7	27.3	36.4	16.9	19.8	15.8	12.3	12.4	10.0	4.1	24.6	12.7
항공권송객(천명)	98	97	118	139	152	152	195	185	184	180	235	213	451	683	812
% y-y	-0.6	7.3	16.1	41.4	55.7	56.9	65.3	33.1	20.9	18.6	20.8	15.5	16.2	51.5	18.9
모두투어 M/S	10.0	9.2	9.2	10.4	11.2	10.7	10.6	11.4	12.0	11.3	11.4	11.9	9.7	11.0	11.7
% y-y	-0.4	-0.4	-0.3	0.6	1.2	1.5	1.4	1.0	0.8	0.6	0.8	0.5	-0.1	1.3	0.7

자료: 모두투어, NH투자증권 리서치센터 전망

**인터파크(Buy, 29,000원)  
컨센서스 부합 추정**

인터파크의 3분기 연결 매출액은 1,065억원(+ 4.4% y-y), 영업이익은 84억원(+ 46.8% y-y)으로 추정한다. 영업이익은 컨센서스(85억원)에 부합할 것으로 보이는데, 투어부문의 사상 최대 분기 영업이익 및 쇼핑/도서부문의 흑자지속이 영업이익 호조를 견인할 것으로 기대된다.

부문별 영업이익은 투어 50억원(+ 21.2% y-y), ENT(공연) 30억원(-29.0% y-y), 쇼핑 2억원(흑전 y-y), 도서 3억원(흑전 y-y)으로 추정되어 ENT를 제외한 전 사업부문의 이익 개선세가 확인될 것으로 보인다.

투어부문 송출객수(해외항공+ 패키지)는 3분기 30.6% y-y 증가하며 출국자수 점유율 9.9%를 기록할 것으로 보인다. ASP 하락(유류할증료 하락 및 메르스 영향)에 의해 GMV(거래액)는 전년동기대비 21.2% 증가하는데 그칠 것으로 추정되지만, 비항공권 거래비중이 45%(+ 7%p y-y)로 개선되면서 레버리지 효과는 여전히 시현되고 있다는 판단이다. 특히, 상반기에는 투어부문의 마케팅비 및 인건비 증가분(40억원 내외 순증 추정)이 반영되며 영업이익률 하락(1H14 20.9% → 1H15 13.9%)이 불가피했지만, 3분기부터 비용 증가분이 정상화된 것으로 파악되어 투어부문 영업이익률은 22.4%(-0.8%p y-y)로 전년수준을 회복할 것으로 보인다.

ENT부문의 경우 지난해 3분기와 같은 자체제작 공연 흥행이 부재하여 영업이익 감소 불가피해 보인다. 다만, 4분기에는 정부의 공연 지원금(총 300억원) 중 대부분이 집행될 여지가 높고, 프로야구 플레이오프 티켓판매(거래액 기준 60억~ 70억원 예상) 및 공연 성수기 진입하는 점이 기대요인이다.

1) 하반기부터 투어부문의 이익률 정상화될 가능성 높다는 점, 2) 쇼핑/도서부문의 영업적자 해소, 3) 신사업(Qunar, 신규 중국 판매채널, 인터넛은행, 인도네시아 JV(합자회사)) 기대감, 4) 섹터 내 상대적으로 소외 받았던 주가 감안할 경우 주가 상승 탄력은 더욱 강화될 전망이다.

		2014	2015E	2016F	2017F
매출액	- 수정 후	407.3	409.1	448.5	487.8
	- 수정 전		419.8	458.2	495.8
	- 변동률		-2.5	-2.1	-1.6
영업이익	- 수정 후	17.1	25.7	35.9	43.8
	- 수정 전		27.1	36.9	45.1
	- 변동률		-5.3	-2.7	-3.0
영업이익률(수정 후)		4.2	6.3	8.0	9.0
EBITDA		26.0	34.4	44.8	52.9
(지배지분)순이익		10.9	19.9	28.8	35.2
EPS	- 수정 후	339	606	878	1,071
	- 수정 전		642	913	1,116
	- 변동률		-5.6	-3.9	-4.0
PER		67.6	35.5	24.5	20.1
PBR		4.8	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA		26.4	18.4	14.1	11.7
ROE		8.5	12.3	16.2	17.6

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

인터파크 부문별 분기/연간 실적 추정(IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2013	2014	2015E	2016F
<b>거래총액(GMV)</b>	<b>618.6</b>	<b>616.3</b>	<b>676.5</b>	<b>715.2</b>	<b>686.4</b>	<b>692.2</b>	<b>758.9</b>	<b>853.9</b>	<b>795.3</b>	<b>803.0</b>	<b>881.9</b>	<b>982.6</b>	<b>2,298.4</b>	<b>2,626.6</b>	<b>2,991.4</b>	<b>3,462.9</b>
쇼핑	157.8	145.0	154.3	164.0	162.5	175.3	177.6	191.4	184.0	190.8	194.6	213.4	596.4	621.2	706.9	782.8
도서	69.2	46.2	60.8	55.8	51.5	39.2	48.0	45.6	48.5	37.8	45.5	43.4	247.0	232.0	184.4	175.3
ENT	101.4	107.6	136.2	181.6	121.4	104.0	139.1	211.7	132.0	115.4	155.2	234.9	533.6	526.8	576.1	637.5
투어	290.2	317.5	325.2	313.7	351.0	373.6	394.2	405.3	430.8	459.1	486.6	490.9	921.3	1,246.6	1,524.1	1,867.3
<b>매출액</b>	<b>97.2</b>	<b>82.0</b>	<b>102.0</b>	<b>126.1</b>	<b>99.6</b>	<b>85.6</b>	<b>106.5</b>	<b>117.4</b>	<b>103.9</b>	<b>97.7</b>	<b>117.1</b>	<b>129.8</b>	<b>385.6</b>	<b>407.3</b>	<b>409.1</b>	<b>448.5</b>
쇼핑	13.4	13.9	15.2	27.4	19.9	16.5	18.9	20.6	20.2	21.5	22.3	24.9	55.6	69.9	75.9	88.9
도서	58.3	39.0	49.1	43.6	45.0	34.4	42.1	40.0	42.6	33.1	39.9	38.1	221.5	190.1	161.5	153.8
ENT	12.6	14.6	20.2	38.9	16.3	16.7	23.4	34.7	17.8	18.6	26.1	38.5	68.7	86.3	91.2	101.0
투어	12.9	14.5	17.6	16.2	18.3	17.9	22.1	22.1	23.4	24.5	28.7	28.3	39.8	61.1	80.4	104.8
<b>영업이익</b>	<b>4.2</b>	<b>1.6</b>	<b>5.7</b>	<b>5.6</b>	<b>4.4</b>	<b>4.9</b>	<b>8.4</b>	<b>7.9</b>	<b>6.7</b>	<b>7.3</b>	<b>10.6</b>	<b>11.2</b>	<b>20.5</b>	<b>17.1</b>	<b>25.7</b>	<b>35.9</b>
쇼핑	-0.5	-0.4	-0.1	-1.4	-0.6	0.6	0.2	0.3	0.0	0.7	0.3	0.3	1.5	-2.4	0.5	1.3
도서	0.5	-3.1	-2.4	-1.7	0.8	-0.4	0.3	-0.5	0.8	-0.4	0.5	-0.4	-0.7	-6.7	0.3	0.4
ENT	1.8	1.7	4.2	7.2	1.5	2.3	3.0	4.7	2.2	2.8	3.8	6.6	13.0	14.9	11.5	15.4
투어	2.4	3.3	4.1	1.6	2.7	2.4	5.0	3.3	3.7	4.2	6.0	4.8	6.7	11.4	13.3	18.6
<b>지배지분순이익</b>	<b>2.7</b>	<b>0.9</b>	<b>3.5</b>	<b>3.8</b>	<b>3.2</b>	<b>3.6</b>	<b>6.8</b>	<b>6.3</b>	<b>5.4</b>	<b>5.9</b>	<b>8.5</b>	<b>9.0</b>	<b>13.1</b>	<b>10.9</b>	<b>19.9</b>	<b>28.9</b>
<b>(Growth %y-y)</b>																
<b>거래총액(GMV)</b>	<b>21.3</b>	<b>9.9</b>	<b>14.3</b>	<b>12.5</b>	<b>11.0</b>	<b>12.3</b>	<b>12.2</b>	<b>19.4</b>	<b>15.9</b>	<b>16.0</b>	<b>16.2</b>	<b>15.1</b>	<b>9.7</b>	<b>14.3</b>	<b>13.9</b>	<b>15.8</b>
쇼핑	9.1	4.4	3.8	-0.1	3.0	20.9	15.1	16.7	13.2	8.8	9.6	11.5	-2.7	4.2	13.8	10.7
도서	-3.7	-10.2	-4.5	-7.0	-25.5	-15.1	-21.1	-18.3	-5.8	-3.7	-5.1	-4.7	7.1	-6.1	-20.6	-4.9
ENT	-1.3	-20.5	2.5	11.7	19.7	-3.4	2.1	16.5	8.7	11.0	11.6	11.0	-7.0	-1.3	9.3	10.7
투어	52.0	35.0	31.9	26.1	21.0	17.7	21.2	29.2	22.7	22.9	23.4	21.1	35.8	35.3	22.3	22.5
<b>매출액</b>	<b>3.4</b>	<b>-8.9</b>	<b>4.3</b>	<b>21.6</b>	<b>2.4</b>	<b>4.4</b>	<b>4.4</b>	<b>-6.9</b>	<b>4.3</b>	<b>14.1</b>	<b>10.0</b>	<b>10.6</b>	<b>8.2</b>	<b>5.6</b>	<b>0.4</b>	<b>9.6</b>
쇼핑	7.1	0.0	6.3	84.2	48.4	19.0	24.2	-24.9	1.1	30.4	18.4	21.2	4.0	25.7	8.5	17.2
도서	-3.8	-26.9	-12.2	-15.4	-22.9	-11.8	-14.2	-8.3	-5.3	-3.7	-5.1	-4.7	3.2	-14.2	-15.0	-4.8
ENT	-4.4	3.9	23.5	54.9	30.0	14.5	16.0	-10.7	8.7	11.0	11.6	11.0	9.7	25.6	5.8	10.7
투어	67.1	67.2	55.3	33.3	42.4	23.7	25.8	36.7	27.5	36.5	29.9	27.8	56.0	53.5	31.7	30.2
<b>영업이익</b>	<b>-22.3</b>	<b>-61.3</b>	<b>-19.4</b>	<b>44.4</b>	<b>4.0</b>	<b>209.9</b>	<b>46.8</b>	<b>41.5</b>	<b>53.9</b>	<b>48.5</b>	<b>25.3</b>	<b>41.8</b>	<b>32.9</b>	<b>-16.3</b>	<b>49.8</b>	<b>39.7</b>
쇼핑	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	22.6	18.5	-6.4	-32.4	적전	흑전	149.1
도서	-37.8	적지	적전	적지	63.8	적지	흑전	적지	-5.3	적지	65.8	적지	적전	적지	흑전	67.0
ENT	-37.2	-36.5	1.3	116.9	-16.0	35.8	-29.0	-34.3	48.4	19.2	29.2	39.5	14.7	14.3	-22.5	33.9
투어	81.0	134.7	67.5	2.0	11.6	-29.0	21.2	114.3	38.0	76.2	21.0	43.3	459.1	69.4	17.3	39.8
<b>(Margin %)</b>																
<b>매출전환율</b>	<b>15.7</b>	<b>13.3</b>	<b>15.1</b>	<b>17.6</b>	<b>14.5</b>	<b>12.4</b>	<b>14.0</b>	<b>13.8</b>	<b>13.1</b>	<b>12.2</b>	<b>13.3</b>	<b>13.2</b>	<b>16.8</b>	<b>15.5</b>	<b>13.7</b>	<b>13.0</b>
쇼핑	8.5	9.6	9.8	16.7	12.3	9.4	10.6	10.8	11.0	11.3	11.5	11.7	9.3	11.3	10.7	11.4
도서	84.3	84.5	80.7	78.1	87.3	87.7	87.7	87.7	87.7	87.7	87.7	87.7	89.7	81.9	87.6	87.7
ENT	12.4	13.6	14.8	21.4	13.5	16.1	16.8	16.4	13.5	16.1	16.8	16.4	12.9	16.4	15.8	15.8
투어	4.4	4.6	5.4	5.2	5.2	4.8	5.6	5.5	5.4	5.3	5.9	5.8	4.3	4.9	5.3	5.6
<b>영업이익률</b>	<b>4.3</b>	<b>1.9</b>	<b>5.6</b>	<b>4.4</b>	<b>4.4</b>	<b>5.8</b>	<b>7.9</b>	<b>6.8</b>	<b>6.5</b>	<b>7.5</b>	<b>9.0</b>	<b>8.7</b>	<b>5.3</b>	<b>4.2</b>	<b>6.3</b>	<b>8.0</b>
쇼핑	-3.7	-2.7	-0.8	-5.1	-3.1	3.7	1.2	1.6	0.1	3.5	1.2	1.2	2.7	-3.4	0.7	1.5
도서	0.8	-7.9	-4.9	-4.0	1.8	-1.1	0.7	-1.1	1.8	-1.1	1.2	-1.1	-0.3	-3.5	0.2	0.3
ENT	14.3	11.8	20.7	18.5	9.3	14.0	12.7	13.6	12.6	15.0	14.7	17.1	18.9	17.2	12.6	15.3
투어	18.6	23.0	23.3	9.6	14.6	13.2	22.4	15.1	15.8	17.0	20.9	17.0	16.9	18.6	16.6	17.8

자료: 인터파크, NH투자증권 리서치센터 전망

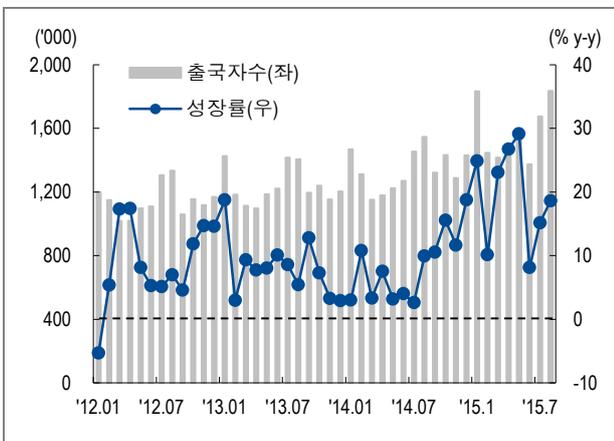
월별 내국인 출국자 및 외국인 입국자 동향

(단위: 명, %)

구분	출입국자수 (명)						증감률 (%)					
	전체 출국자	전체 입국자	중국인 입국자	일본인 입국자	동남아 입국자	기타 입국자	전체 출국자	전체 입국자	중국인 입국자	일본인 입국자	동남아 입국자	기타 입국자
'12.08	1,334,651	1,103,311	359,065	346,950	97,018	300,278	7.0	12.9	30.0	6.5	4.8	6.3
'12.09	1,059,709	986,961	283,402	308,882	107,034	287,643	4.6	8.8	22.4	-3.8	8.3	12.7
'12.10	1,154,742	1,025,705	279,440	269,732	140,823	335,710	11.8	3.8	30.2	-20.7	10.8	9.6
'12.11	1,117,550	842,189	204,533	249,481	118,474	269,701	14.7	-3.2	17.4	-24.8	10.4	5.1
'12.12	1,169,970	834,992	195,997	227,227	155,999	255,769	14.6	-0.9	23.2	-24.0	9.8	5.6
'13.01	1,425,900	753,655	196,371	206,474	98,701	252,109	18.7	0.0	17.6	-15.5	6.0	1.1
'13.02	1,184,807	815,037	249,698	217,153	99,379	248,807	3.0	0.5	43.7	-26.2	-0.8	2.5
'13.03	1,113,946	1,010,809	276,479	288,900	138,397	307,033	9.3	10.3	50.5	-19.9	24.2	17.9
'13.04	1,097,420	972,164	335,069	202,529	144,853	289,713	7.7	0.5	50.9	-32.2	-2.1	-3.1
'13.05	1,185,405	919,355	278,723	222,936	128,062	289,634	8.1	-2.5	32.4	-29.6	-0.3	0.9
'13.06	1,221,491	1,059,082	399,031	201,163	129,846	329,042	10.1	11.9	70.2	-33.5	16.6	10.4
'13.07	1,417,422	1,205,152	569,787	208,219	119,825	307,321	8.6	19.4	76.4	-30.5	37.7	2.5
'13.08	1,407,186	1,358,909	642,258	270,582	125,750	320,319	5.4	23.2	78.9	-22.0	29.6	6.7
'13.09	1,195,238	1,156,913	483,518	246,926	124,528	301,941	12.8	17.2	70.6	-20.1	16.3	5.0
'13.10	1,239,143	1,087,974	343,273	245,021	151,143	348,537	7.3	6.1	22.8	-9.2	7.3	3.8
'13.11	1,154,064	907,901	276,428	222,797	131,458	277,218	3.3	7.8	35.2	-10.7	11.0	2.8
'13.12	1,204,463	928,599	276,234	215,050	162,821	274,494	2.9	11.2	40.9	-5.4	4.4	7.3
'14.01	1,468,903	842,671	296,708	172,077	105,691	268,195	3.0	11.8	51.1	-16.7	7.1	6.4
'14.02	1,312,683	886,026	326,295	189,722	109,387	260,622	10.8	8.7	30.7	-12.6	10.1	4.7
'14.03	1,150,959	1,132,155	423,768	247,262	144,587	316,538	3.3	12.0	53.3	-14.4	4.5	3.1
'14.04	1,179,885	1,251,374	531,947	179,593	181,478	358,356	7.5	28.7	58.8	-11.3	25.3	23.7
'14.05	1,223,003	1,239,606	517,031	201,489	169,839	351,247	3.2	34.8	85.5	-9.6	32.6	21.3
'14.06	1,270,439	1,273,627	573,852	173,056	155,096	371,623	4.0	20.3	43.8	-14.0	19.4	12.9
'14.07	1,454,795	1,354,753	692,053	172,427	135,476	354,797	2.6	12.4	21.5	-17.2	13.1	15.4
'14.08	1,547,193	1,454,078	757,683	208,147	126,854	361,394	9.9	7.0	18.0	-23.1	0.9	12.8
'14.09	1,321,293	1,245,777	564,078	196,306	132,347	353,046	10.5	7.7	16.7	-20.5	6.3	16.9
'14.10	1,432,100	1,317,482	562,278	190,335	180,272	384,597	15.6	21.1	63.8	-22.3	19.3	10.3
'14.11	1,288,754	1,117,398	460,671	179,533	159,171	318,023	11.7	23.1	66.7	-19.4	21.1	14.7
'14.12	1,430,677	1,086,569	420,501	170,487	190,879	304,702	18.8	17.0	52.2	-20.7	17.2	11.0
'15.1	1,834,538	917,054	394,345	139,632	113,323	269,754	24.9	8.8	32.9	-18.9	7.2	0.6
'15.2	1,445,609	1,050,706	516,787	142,587	109,605	281,727	10.1	18.6	58.4	-24.8	0.2	8.1
'15.3	1,416,683	1,238,144	515,130	218,932	159,423	344,659	23.1	9.4	21.6	-11.5	10.3	8.9
'15.4	1,495,460	1,384,567	641,610	154,402	185,949	402,606	26.7	10.6	20.6	-14.0	2.5	12.3
'15.5	1,579,265	1,334,212	618,083	188,420	156,806	370,903	29.1	7.6	19.5	-6.5	-7.7	5.6
'15.6	1,373,551	750,925	315,095	101,206	99,915	234,709	8.1	-41.0	-45.1	-41.5	-35.6	-36.8
'15.7	1,675,332	629,737	255,632	81,748	71,941	220,416	15.2	-53.5	-63.1	-52.6	-46.9	-37.9
'15.8	1,835,249	1,069,314	513,275	148,632	97,183	310,224	18.6	-26.5	-32.3	-28.6	-23.4	-14.2

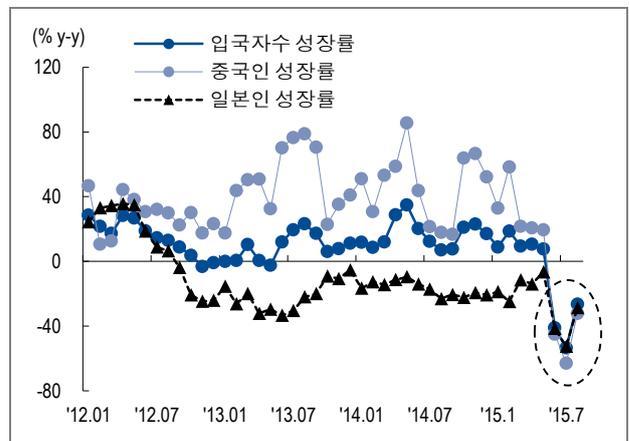
자료: 한국관광공사, NH투자증권 리서치센터

출국자수 성장세는 이미 정상화



자료: 한국관광공사, NH투자증권 리서치센터

외국인 입국자수 4분기부터 회복세 진입 예상



자료: 한국관광공사, NH투자증권 리서치센터

내국인 출국자 성장률 및 하나투어, 모두투어 송출객수 증감률

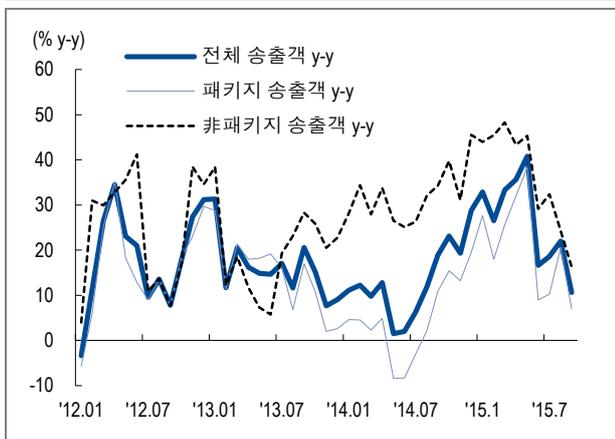
(단위: 명, %)

구분	내국인 출국자	y-y	하나투어						모두투어							
			전체	y-y	패키지	y-y	비패키지	y-y	M/S	전체	y-y	패키지	y-y	비패키지	y-y	M/S
'12.10	1,044,689	12.0	197,788	17.9	140,494	18.3	57,294	17.0	18.9	93,574	-0.7	62,429	-3.0	31,145	4.1	9.0
'12.11	1,012,696	15.1	195,063	27.4	135,945	23.1	59,118	38.5	19.3	102,299	16.0	69,438	17.3	32,861	13.3	10.1
'12.12	1,059,678	15.0	199,942	31.2	136,412	29.7	63,530	34.5	18.9	104,598	14.4	73,183	18.2	31,415	6.4	9.9
'13.01	1,314,026	19.5	252,165	31.3	182,735	28.8	69,430	38.4	19.2	140,876	22.1	102,721	22.5	38,155	21.1	10.7
'13.02	1,082,337	2.6	214,309	11.7	158,827	11.5	55,482	12.2	19.8	116,380	1.3	86,611	3.0	29,769	-3.3	10.8
'13.03	1,005,139	9.4	186,993	20.5	132,274	21.4	54,719	18.5	18.6	97,382	4.3	67,150	4.2	30,232	4.4	9.7
'13.04	989,461	7.6	189,165	16.2	137,344	18.0	51,821	11.7	19.1	96,045	4.1	68,189	5.1	27,856	1.7	9.7
'13.05	1,075,060	8.5	206,249	14.9	147,908	18.1	58,341	7.3	19.2	102,545	7.8	72,603	9.5	29,942	3.9	9.5
'13.06	1,112,324	10.5	219,440	14.6	151,586	19.1	67,854	5.7	19.7	106,540	10.1	74,271	12.2	32,269	5.5	9.6
'13.07	1,301,158	9.0	249,362	17.1	169,871	16.0	79,491	19.3	19.2	121,635	6.4	85,235	7.4	36,400	4.1	9.3
'13.08	1,286,975	5.5	251,110	11.6	169,533	6.8	81,577	23.2	19.5	126,784	0.9	92,274	-0.4	34,510	4.5	9.9
'13.09	1,083,619	13.7	204,827	20.6	134,701	17.0	70,126	28.2	18.9	101,053	11.7	70,499	12.9	30,554	8.8	9.3
'13.10	1,128,991	8.1	227,700	15.1	155,614	10.8	72,086	25.8	20.2	112,793	20.5	80,958	29.7	31,835	2.2	10.0
'13.11	1,049,867	3.7	209,920	7.6	138,684	2.0	71,236	20.5	20.0	101,673	-0.6	68,831	-0.9	32,842	-0.1	9.7
'13.12	1,096,340	3.5	217,987	9.0	140,010	2.6	77,977	22.7	19.9	105,690	1.0	72,326	-1.2	33,364	6.2	9.6
'14.01	1,356,890	3.3	280,083	11.1	191,098	4.6	88,985	28.2	20.6	135,404	-3.9	102,040	-0.7	33,364	-12.6	10.0
'14.02	1,210,850	11.9	240,556	12.2	166,011	4.5	74,545	34.4	19.9	124,891	7.3	90,724	4.7	34,167	14.8	10.3
'14.03	1,042,379	3.7	205,270	9.8	135,276	2.3	69,994	27.9	19.7	100,367	3.1	70,317	4.7	30,050	-0.6	9.6
'14.04	1,072,338	8.4	213,332	12.8	144,042	4.9	69,290	33.7	19.9	102,877	7.1	72,616	6.5	30,261	8.6	9.6
'14.05	1,107,938	3.1	209,270	1.5	135,450	-8.4	73,820	26.5	18.9	101,386	-1.1	69,209	-4.7	32,177	7.5	9.2
'14.06	1,157,098	4.0	223,807	2.0	138,930	-8.3	84,877	25.1	19.3	103,147	-3.2	68,970	-7.1	34,177	5.9	8.9
'14.07	1,337,050	2.8	265,121	6.3	164,735	-3.0	100,386	26.3	19.8	121,688	0.0	82,106	-3.7	39,582	8.7	9.1
'14.08	1,426,129	10.8	280,992	11.9	173,231	2.2	107,761	32.1	19.7	131,587	3.8	90,667	-1.7	40,920	18.6	9.2
'14.09	1,208,892	11.6	243,531	18.9	149,357	10.9	94,174	34.3	20.1	113,901	12.7	76,627	8.7	37,274	22.0	9.4
'14.10	1,312,634	16.3	280,347	23.1	179,615	15.4	100,732	39.7	21.4	131,856	16.9	88,615	9.5	43,241	35.8	10.0
'14.11	1,178,883	12.3	244,768	16.6	157,039	13.2	87,729	23.2	20.8	121,204	19.2	80,161	16.5	41,043	25.0	10.3
'14.12	1,315,007	19.9	273,396	25.4	167,217	19.4	106,179	36.2	20.8	142,430	34.8	88,114	21.8	54,316	62.8	10.8
'15.1	1,715,140	26.4	364,191	30.0	244,031	27.7	120,160	35.0	21.2	194,079	43.3	133,695	31.0	60,384	81.0	11.3
'15.2	1,338,233	10.5	304,263	26.5	195,814	18.0	108,449	45.5	22.7	152,542	22.1	104,971	15.7	47,571	39.2	11.4
'15.3	1,301,602	24.9	273,645	33.3	169,855	25.6	103,790	48.3	21.0	140,299	39.8	96,287	36.9	44,012	46.5	10.8
'15.4	1,379,169	28.6	289,378	35.6	190,068	32.0	99,310	43.3	21.0	153,824	49.5	106,498	46.7	47,326	56.4	11.2
'15.5	1,454,584	31.3	294,597	40.8	187,307	38.3	107,290	45.3	20.3	156,760	54.6	103,335	49.3	53,425	66.0	10.8
'15.6	1,261,209	9.0	261,040	16.6	151,442	9.0	109,598	29.1	20.7	128,567	24.6	77,715	12.7	50,852	48.8	10.2
'15.7	1,564,344	17.0	312,180	17.8	182,138	10.6	130,042	29.5	20.0	159,405	31.0	94,827	15.5	64,578	63.1	10.2
'15.8	1,712,258	20.1	342,760	22.0	208,830	20.6	133,930	24.3	20.0	180,514	37.2	109,205	20.4	71,309	74.3	10.5
'15.9	N/A	N/A	269,354	10.6	159,852	7.0	109,502	16.3	N/A	146,234	28.4	87,397	14.1	58,837	57.8	N/A
'15.10						25.9									20.1	
'15.11				10/1 기준		36.2							10/1 기준		33.5	
'15.12				예약률 증감		31.2							예약률 증감		70.7	

주: 전체 출국자수는 승무원 제외

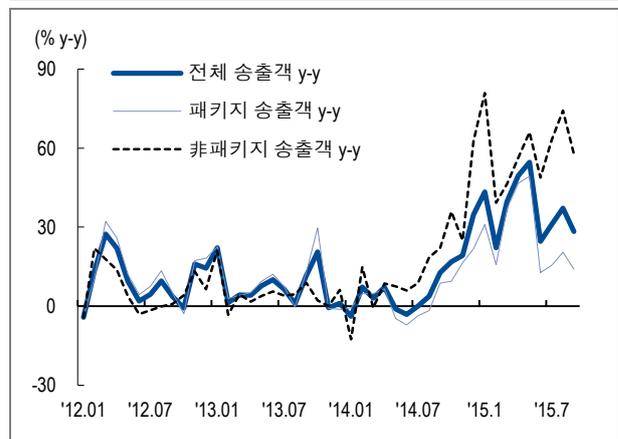
자료: 한국관광공사, 각사, NH투자증권 리서치센터

하나투어 월별 송출객수 성장률



자료: 하나투어, NH투자증권 리서치센터

모두투어 월별 송출객수 성장률



자료: 모두투어, NH투자증권 리서치센터

국제선 유류할증료 추이

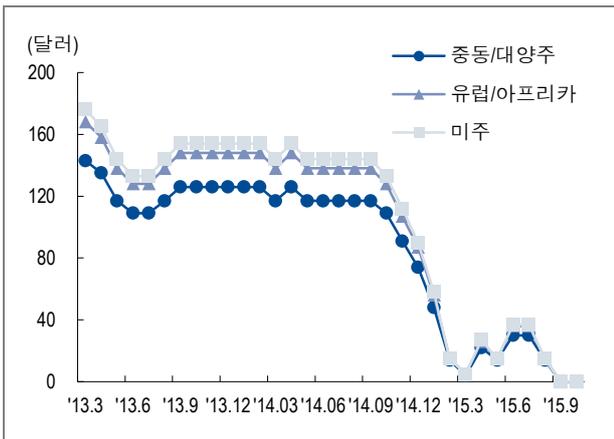
(단위: 달러)

	일본/중국 산동	중국/동북아	동남아	서남아/CIS	중동/대양주	유럽/아프리카	미주
'13.3	29	50	66	79	143	168	176
'13.4	27	47	62	74	135	158	165
'13.5	24	41	54	64	117	138	144
'13.6	22	38	50	60	109	128	133
'13.7	22	38	50	60	109	128	133
'13.8	24	41	54	64	117	138	144
'13.9	25	44	58	69	126	148	154
'13.10	25	44	58	69	126	148	154
'13.11	25	44	58	69	126	148	154
'13.12	25	44	58	69	126	148	154
'14.01	25	44	58	69	126	148	154
'14.02	25	44	58	69	126	148	154
'14.03	24	41	54	64	117	138	144
'14.04	25	44	58	69	126	148	154
'14.05	24	41	54	64	117	138	144
'14.06	24	41	54	64	117	138	144
'14.07	24	41	54	64	117	138	144
'14.08	24	41	54	64	117	138	144
'14.09	24	41	54	64	117	138	144
'14.10	22	38	50	60	109	128	133
'14.11	18	32	42	50	91	107	112
'14.12	15	26	34	41	74	87	90
'15.1	10	17	22	26	48	56	58
'15.2	3	5	6	7	14	15	15
'15.3	1	2	2	2	4	5	5
'15.4	4	8	10	12	22	26	27
'15.5	3	5	6	7	14	15	15
'15.6	6	11	14	17	30	36	37
'15.7	6	11	14	17	30	36	37
'15.8	3	5	6	7	14	15	15
'15.9	0	0	0	0	0	0	0
'15.10	0	0	0	0	0	0	0

주: 편도 기준

자료: 국토교통부, NH투자증권 리서치센터

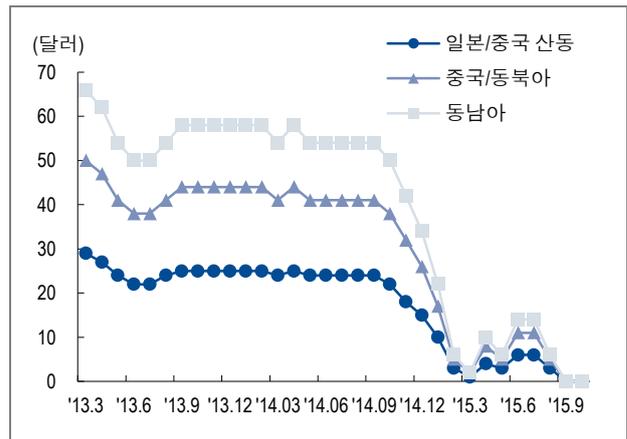
장거리 지역 유류할증료 추이



주: 편도 기준

자료: 국토교통부, NH투자증권 리서치센터

단거리 지역 유류할증료 추이



주: 편도 기준

자료: 국토교통부, NH투자증권 리서치센터

[하나투어]

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					VALUATION INDEX				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F		2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
매출액	385	465	855	995	PER (X)	27.1	36.7	25.9	22.1
증감률 (%)	9.3	20.7	83.7	16.3	PER (High,X)	28.2	54.8	38.6	33.0
매출원가	0	7	198	240	PER (Low,X)	21.3	20.5	14.4	12.4
매출총이익	385	458	657	754	PBR (X)	5.0	7.7	6.5	5.5
Gross 마진 (%)	100.0	98.5	76.8	75.8	PBR (High,X)	5.2	11.5	9.7	8.2
판매비와 일반관리비	345	405	581	665	PBR (Low,X)	3.9	4.3	3.6	3.1
영업이익 (GP-SG&A)	40	53	76	90	PCR (X)	15.8	24.5	17.2	14.7
증감률 (%)	0.2	31.1	43.3	18.3	PSR (X)	2.3	3.4	1.9	1.6
OP 마진 (%)	10.5	11.4	8.9	9.0	PEG (X)	0.9	1.6	1.8	1.3
EBITDA	48	61	85	100	PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	0.9	1.5	1.7	1.3
영업외손익	6	7	11	13	PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	1.0	1.6	1.8	1.4
금융수익(비용)	4	3	3	3	EV/EBITDA (X)	14.7	23.0	16.6	13.8
기타영업외손익	1	4	8	9	EV/EBIT (X)	17.3	26.5	18.6	15.4
중속 및 관계기업관련손익	0	0	1	1	Enterprise Value	701	1,408	1,416	1,383
세전계속사업이익	46	60	87	103	EPS CAGR (3년) (%)	29.2	23.1	14.4	16.6
법인세비용	11	15	21	25	EBITPS CAGR (3년) (%)	30.5	24.0	15.0	17.2
계속사업이익	35	45	66	78	EBITDAPS CAGR (3년) (%)	28.1	22.3	14.1	16.1
당기순이익	35	45	66	78	주당EBIT (W)	3,482	4,565	6,541	7,737
증감률 (%)	-1.9	28.4	45.8	17.7	주당EBITDA (W)	4,098	5,272	7,359	8,616
Net 마진 (%)	9.2	9.8	7.8	7.8	EPS (W)	2,879	3,742	5,316	6,212
지배주주지분 손이익	33	43	62	72	BPS (W)	15,521	17,890	21,210	25,046
비지배주주지분 손이익	2	2	5	6	CFPS (W)	4,921	5,615	7,999	9,358
기타포괄이익	-1	1	0	0	SPS (W)	33,183	40,067	73,614	85,636
총포괄이익	34	46	66	78	DPS (W)	1,300	1,500	2,100	2,500

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F		2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	104	54	78	96	RIM				
당기순이익	35	45	66	78	Spread (FROE-COE) (%)	12.3	15.8	22.2	21.8
+ 유/무형자산상각비	7	8	9	10	Residual Income	22.5	29.4	45.3	52.7
+ 중속, 관계기업관련손실(이익)	0	0	-1	-1	12M RIM Target Price (W)	195,864			
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0	EVA				
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0	투자자본	-76.8	-62.8	-56.2	-59.5
Gross Cash Flow	57	65	93	109	세후영업이익	29.5	39.4	57.7	68.3
- 운전자본의증가(감소)	55	1	3	8	투자자본이익률 (%)	-55.6	-56.5	-97.1	-118.1
투자활동 현금흐름	-40	-62	-72	-54	투자자본이익률 - WACC (%)	-59.7	-60.5	-100.5	-121.7
+ 유형자산의감소	0	0	0	0	EVA	45.9	38.0	56.5	72.4
- 유형자산의증가(CAPEX)	-10	-20	-20	-15	DCF				
+ 투자자산의매각(취득)	-9	-27	-43	-15	EBIT	40.4	53.0	76.0	89.9
Free Cash Flow	93	34	58	81	+ 유/무형자산상각비	7	8	9	10
Net Cash Flow	64	-8	6	41	- CAPEX	-10.3	-20.0	-20.0	-15.0
재무활동 현금흐름	-32	-11	-16	-20	- 운전자본증가(감소)	60.2	0.7	6.9	11.1
자기자본 증가	1	0	0	0	Free Cash Flow for Firm	-32.4	27.4	40.4	52.4
부채증감	-33	-11	-16	-20	WACC				
현금의증가	32	-19	-10	21	타인자본비용 (COD)	2.8	1.8	2.0	2.1
기말현금 및 현금성자산	114	95	85	106	자기자본비용 (COE)	6.0	6.6	5.0	5.1
기말 순부채(순현금)	-211	-199	-195	-235	WACC(%)	4.1	4.0	3.5	3.6

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F		2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	114	95	85	106	자기자본이익률 (ROE) (%)	18.2	22.4	27.2	26.9
매출채권	50	52	55	58	총자산이익률 (ROA) (%)	8.7	9.9	12.9	13.4
유동자산	316	320	321	374	투자자본이익률 (ROIC) (%)	-55.6	-56.5	-97.1	-118.1
유형자산	46	62	76	85	EBITDA/ 자기자본 (%)	25.3	28.2	32.8	32.2
투자자산	51	79	123	138	EBITDA/ 총자산 (%)	10.9	12.7	15.8	16.2
비유동자산	121	164	221	245	배당수익률 (%)	1.7	1.1	1.5	1.8
자산총계	437	484	542	619	배당성향 (%)	43.3	38.1	37.5	38.2
단기성부채	16	19	20	23	총현금배당금 (십억원)	14	17	23	28
매입채무	76	80	84	97	보통주 주당현금배당금(W)	1,300	1,500	2,100	2,500
유동부채	243	258	271	296	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-112.4	-91.6	-74.9	-75.5
장기성부채	4	5	5	5	총부채/ 자기자본 (%)	132.7	122.3	108.0	98.9
장기충당부채	1	1	1	1	순이자비용/ 매출액 (%)	19	24	25	28
비유동부채	6	8	10	11	EBIT/ 순이자비용 (X)	0.1	0.1	0.1	0.1
부채총계	249	266	282	308	유동비율 (%)	148.9	112.7	141.4	154.5
자본금	6	6	6	6	당좌비율 (%)	130.2	123.7	118.4	126.2
자본잉여금	92	92	92	92	총발행주식수 (mn)	12	12	12	12
이익잉여금	119	146	184	229	액면가 (W)	500	500	500	500
비지배주주지분	8	10	14	20	주가 (W)	77,900	137,500	137,500	137,500
자본총계	188	218	261	311	시가총액 (십억원)	905	1,597	1,597	1,597

[모두투어]

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					VALUATION INDEX				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F		2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
매출액	165	202	247	278	PER (X)	19.9	24.3	18.9	16.1
증감률 (%)	12.1	22.7	22.2	12.6	PER (High,X)	21.8	28.6	22.3	19.0
매출원가	4	8	18	27	PER (Low,X)	15.4	15.4	12.0	10.2
매출총이익	161	194	229	251	PBR (X)	3.1	4.4	3.8	3.3
Gross 마진 (%)	97.7	96.0	92.7	90.3	PBR (High,X)	3.4	5.1	4.5	3.9
판매비와 일반관리비	144	171	197	214	PBR (Low,X)	2.4	2.8	2.4	2.1
영업이익 (GP-SG&A)	17	23	32	37	PCR (X)	14.0	17.4	13.4	11.2
증감률 (%)	5.2	40.4	36.4	17.3	PSR (X)	1.9	2.4	2.0	1.7
OP 마진 (%)	10.1	11.5	12.9	13.4	PEG (X)	0.8	1.2	1.3	1.3
EBITDA	19	26	36	43	PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	0.6	1.1	1.3	1.3
영업외손익	3	3	2	2	PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	0.6	1.0	1.2	1.2
금융수익(비용)	1	1	2	2	EV/EBITDA (X)	13.5	14.4	9.9	7.9
기타영업외손익	2	1	0	0	EV/EBIT (X)	15.2	16.3	11.3	9.2
중속 및 관계기업관련손익	0	0	0	0	Enterprise Value	253	380	359	343
세전계속사업이익	19	26	34	40	EPS CAGR (3년) (%)	25.3	20.4	14.4	12.8
법인세비용	5	7	8	10	EBITPS CAGR (3년) (%)	31.0	22.8	14.3	12.7
계속사업이익	14	20	26	30	EBITDAPS CAGR (3년) (%)	32.2	24.4	15.7	13.3
당기순이익	14	20	26	30	주당EBIT (W)	1,318	1,851	2,526	2,962
증감률 (%)	-8.1	40.3	30.6	17.2	주당EBITDA (W)	1,488	2,086	2,871	3,436
Net 마진 (%)	8.5	9.7	10.4	10.8	EPS (W)	1,218	1,589	2,042	2,393
지배주주지분 순이익	15	20	26	30	BPS (W)	7,835	8,851	10,178	11,760
비지배주주지분 순이익	-1	0	0	0	CFPS (W)	1,734	2,219	2,878	3,446
기타포괄이익	-1	0	0	0	SPS (W)	13,070	16,038	19,599	22,071
총포괄이익	13	20	26	30	DPS (W)	510	600	750	850

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F		2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	29	35	44	46	RIM				
당기순이익	14	20	26	30	Spread (FROE-COE) (%)	7.0	9.0	13.1	13.4
+ 유무형자산상각비	2	3	4	6	Residual Income	6.6	11.0	15.4	18.2
+ 중속, 관계기업관련손실(이익)	0	0	0	0	12M RIM Target Price (W)	51,381			
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0	EVA				
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0	투하자본	-21.1	-26.5	-33.8	-32.5
Gross Cash Flow	22	28	36	43	세후영업이익	12.1	18.4	24.2	28.4
- 운전자본의증가(감소)	11	12	14	10	투하자본이익률 (%)	-86.5	-77.1	-80.2	-85.5
투자활동 현금흐름	-46	16	-28	-29	투하자본이익률 - WACC (%)	-92.4	-83.3	-85.5	-90.9
+ 유형자산의감소	0	0	0	0	EVA	19.5	22.1	28.9	29.6
- 유형자산의증가(CAPEX)	-3	-8	-10	-15	DCF				
+ 투자자산의매각(취득)	0	-15	-3	-3	EBIT	16.6	23.3	31.8	37.3
Free Cash Flow	26	27	34	31	+ 유무형자산상각비	2	3	4	6
Net Cash Flow	-16	50	17	17	- CAPEX	-3.5	-8.0	-10.0	-15.0
재무활동 현금흐름	34	-32	-6	-8	- 운전자본증가(감소)	21.4	13.2	15.9	10.7
자기자본 증가	0	0	0	0	Free Cash Flow for Firm	-10.6	-0.7	2.6	8.6
부채증감	33	-32	-6	-8	WACC				
현금의증가	19	19	11	9	타인자본비용 (COD)	2.6	1.8	2.0	2.1
기말현금 및 현금성자산	55	74	85	94	자기자본비용 (COE)	9.3	10.0	8.4	8.5
기말 순부채(순현금)	-62	-116	-137	-153	WACC(%)	5.9	6.2	5.3	5.4

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F		2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	55	74	85	94	자기자본이익률 (ROE) (%)	16.3	19.0	21.5	21.8
매출채권	19	20	21	22	총자산이익률 (ROA) (%)	7.5	8.7	10.3	10.5
유동자산	132	165	193	214	투하자본이익률 (ROIC) (%)	-86.5	-77.1	-80.2	-85.5
유형자산	13	20	27	38	EBITDA/ 자기자본 (%)	17.2	21.6	26.2	27.4
투자자산	19	33	37	39	EBITDA/ 총자산 (%)	8.4	11.5	13.5	14.2
비유동자산	92	64	76	90	배당수익률 (%)	2.1	1.6	1.9	2.2
자산총계	224	229	269	304	배당성향 (%)	39.9	36.0	35.0	33.9
단기성부채	6	7	9	10	총현금배당금 (십억원)	6	7	9	10
매입채무	0	0	0	0	보통주 주당현금배당금(W)	510	600	750	850
유동부채	84	103	126	142	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-56.9	-95.4	-99.1	-96.8
장기성부채	31	4	4	4	총부채/ 자기자본 (%)	105.7	88.3	94.2	92.5
장기중앙부채	0	0	0	0	순이자비용/ 매출액 (%)	37	11	13	14
비유동부채	31	4	4	4	EBIT/ 순이자비용 (X)	0.4	0.3	0.1	0.1
부채총계	115	107	130	146	유동비율 (%)	23.6	42.1	126.5	130.6
자본금	6	6	6	6	당좌비율 (%)	157.2	159.9	153.0	150.8
자본잉여금	28	28	28	28	총발행주식수 (mn)	13	13	13	13
이익잉여금	78	91	108	128	액면가 (W)	500	500	500	500
비지배주주지분	10	10	10	10	주가 (W)	24,200	38,550	38,550	38,550
자본총계	109	122	138	158	시가총액 (십억원)	305	486	486	486

[인터파크]

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					VALUATION INDEX				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F		2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
매출액	407	409	449	488	PER (X)	67.6	35.0	24.2	19.9
증감률 (%)	5.6	0.4	9.6	8.8	PER (High,X)	83.1	42.9	29.7	24.4
매출원가	250	228	245	262	PER (Low,X)	45.4	30.7	21.3	17.5
매출총이익	158	181	204	226	PBR (X)	4.8	4.2	3.7	3.3
Gross 마진 (%)	38.7	44.2	45.5	46.4	PBR (High,X)	6.0	5.1	4.6	4.1
판매비와 일반관리비	141	155	168	182	PBR (Low,X)	3.3	3.7	3.3	2.9
영업이익 (GP-SG&A)	17	26	36	44	PCR (X)	24.3	20.4	15.6	13.2
증감률 (%)	-16.3	51.9	39.4	21.9	PSR (X)	1.8	1.7	1.6	1.4
OP 마진 (%)	4.2	6.4	8.1	9.1	PEG (X)	1.4	1.3	1.3	1.2
EBITDA	26	35	45	53	PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	1.9	1.4	1.3	1.2
영업외손익	-2	0	0	0	PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	2.6	1.7	1.5	1.4
금융수익(비용)	-2	0	0	0	EV/EBITDA (X)	26.4	18.2	13.9	11.6
기타영업외손익	0	0	0	0	EV/EBIT (X)	40.1	24.3	17.3	14.0
중속 및 관계기업관련손익	0	0	0	0	Enterprise Value	687	633	629	620
세전계속사업이익	15	26	37	45	EPS CAGR (3년) (%)	47.2	27.1	18.6	16.9
법인세비용	4	7	9	11	EBITPS CAGR (3년) (%)	36.1	25.5	18.6	16.8
계속사업이익	11	19	28	34	EBITDAPS CAGR (3년) (%)	26.1	20.5	15.8	14.6
당기순이익	11	19	28	34	주당EBIT (W)	534	795	1,104	1,346
증감률 (%)	-15.6	74.1	45.3	21.9	주당EBITDA (W)	810	1,061	1,376	1,625
Net 마진 (%)	2.7	4.7	6.2	6.9	EPS (W)	339	615	888	1,082
지배주주지분 순이익	11	20	29	36	BPS (W)	4,737	5,128	5,746	6,509
비지배주주지분 순이익	0	-1	-1	-2	CFPS (W)	943	1,052	1,381	1,630
기타포괄이익	0	0	0	0	SPS (W)	12,685	12,492	13,650	14,846
총포괄이익	11	19	28	34	DPS (W)	100	180	270	320

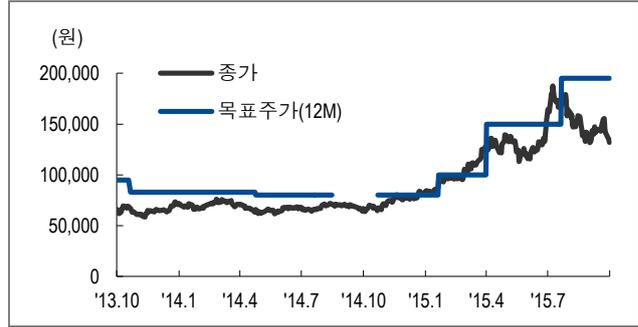
CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F		2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	18	25	19	27	RIM				
당기순이익	11	19	28	34	Spread (FROE-COE) (%)	1.0	4.3	9.7	11.0
+ 유무형자산상각비	9	9	9	9	Residual Income	1.2	8.5	16.3	21.1
+ 중속, 관계기업관련손실(이익)	0	0	0	0	12M RIM Target Price (W)	28,676			
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0	EVA				
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0	투하자본	79.7	81.1	97.0	112.6
Gross Cash Flow	30	34	45	54	세후영업이익	11.6	19.8	27.6	33.6
- 운전자본의증가(감소)	-4	-3	-18	-16	투하자본이익률 (%)	16.1	24.6	31.0	32.1
투자활동 현금흐름	-32	-9	-15	-14	투하자본이익률 - WACC (%)	11.2	19.7	26.5	27.5
+ 유형자산의감소	0	0	0	0	EVA	8.9	15.9	25.7	31.0
+ 유형자산의증가(CAPEX)	-6	-5	-5	-5	DCF				
+ 투자자산의매각(취득)	-4	0	-1	-1	EBIT	17.1	26.0	36.3	44.2
Free Cash Flow	12	20	14	22	+ 유무형자산상각비	9	9	9	9
Net Cash Flow	-14	15	5	12	- CAPEX	-6.4	-5.0	-5.0	-5.0
재무활동 현금흐름	25	-1	-4	-7	- 운전자본증가(감소)	-8.6	-0.7	-14.8	-14.8
자기자본 증가	41	0	0	0	Free Cash Flow for Firm	23.4	23.7	46.3	52.5
부채증감	-16	-1	-4	-7	WACC				
현금의증가	11	14	1	5	타인자본비용 (COD)	3.4	3.0	3.0	3.0
기말현금 및 현금성자산	60	74	74	80	자기자본비용 (COE)	7.5	8.2	6.6	6.7
기말 순부채(순현금)	-60	-72	-74	-82	WACC(%)	4.9	4.9	4.5	4.6

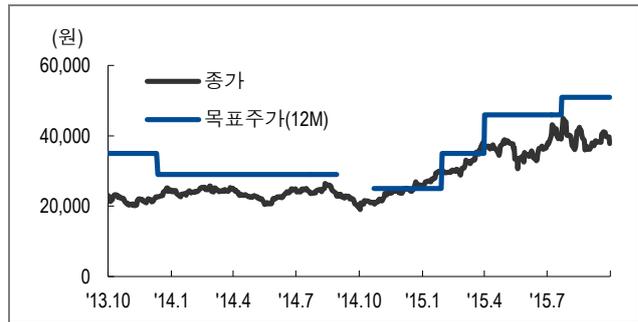
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F		2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	60	74	74	80	자기자본이익률 (ROE) (%)	8.5	12.5	16.3	17.7
매출채권	60	61	66	72	총자산이익률 (ROA) (%)	2.8	4.4	6.1	7.1
유동자산	272	287	308	334	투하자본이익률 (ROIC) (%)	16.1	24.6	31.0	32.1
유형자산	44	44	44	44	EBITDA/ 자기자본 (%)	16.9	20.8	24.3	25.5
투자자산	11	11	11	12	EBITDA/ 총자산 (%)	6.1	7.8	9.7	10.8
비유동자산	156	156	158	159	배당수익률 (%)	0.4	0.8	1.3	1.5
자산총계	428	443	466	493	배당성향 (%)	29.9	29.4	30.4	29.6
단기성부채	4	4	4	4	총현금배당금 (십억원)	3	6	9	11
매입채무	19	19	20	22	보통주 주당현금배당금(W)	100	180	270	320
유동부채	237	237	239	241	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-38.8	-43.2	-40.1	-39.1
장기성부채	37	39	41	43	총부채/ 자기자본 (%)	178.3	165.4	150.7	135.8
장기총당부채	0	0	0	0	순이자비용/ 매출액 (%)	40	42	44	46
비유동부채	37	39	41	43	EBIT/ 순이자비용 (X)	0.6	0.4	0.4	0.4
부채총계	274	276	280	284	유동비율 (%)	7.4	15.8	20.9	24.4
자본금	16	16	16	16	당좌비율 (%)	114.5	120.8	128.6	138.3
자본잉여금	100	100	100	100	총발행주식수 (mn)	33	33	33	33
이익잉여금	42	56	77	102	액면가 (W)	500	500	500	500
비지배주주지분	-1	-2	-3	-5	주가 (W)	22,950	21,500	21,500	21,500
자본총계	154	167	186	209	시가총액 (십억원)	747	706	706	706

투자 의견 및 목표주가 변경내역

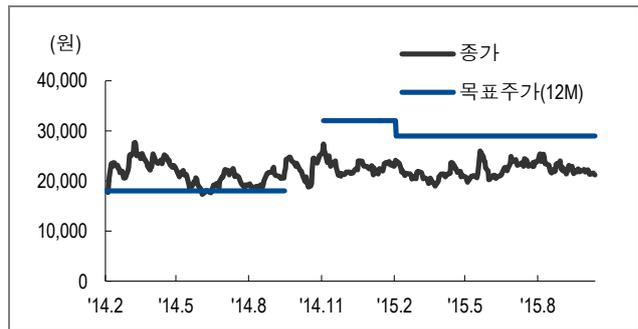
종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
하나투어	039130.KS	2015.08.04	Buy	195,000원(12개월)
		2015.04.15	Buy	150,000원(12개월)
		2015.02.03	Buy	100,000원(12개월)
		2014.11.05	Buy	80,000원(12개월)
		2014.10.01		담당 Analyst 변경
		2014.05.08	Buy	80,000 원 (12 개월)
		2013.11.04	Buy	83,000 원 (12 개월)



종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
모두투어	080160.KQ	2015.08.05	Buy	51,000원(12개월)
		2015.04.15	Buy	46,000원(12개월)
		2015.02.12	Buy	35,000원(12개월)
		2014.11.05	Hold	25,000원(12개월)
		2014.10.01		담당 Analyst 변경
		2013.12.26	Buy	29,000 원 (12 개월)



종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
인터파크	108790.KQ	2015.02.05	Buy	29,000원(12개월)
		2014.11.05	Buy	32,000원(12개월)
		2014.10.01		담당 Analyst 변경
		2014.02.04	Buy	18,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2015년 10월 8일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
69.2%	29.7%	1.1%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석 자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.