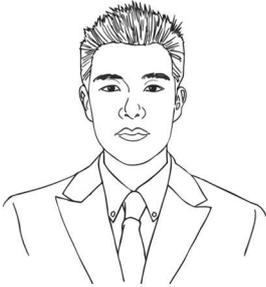


2015. 10. 23

# Sector Update

## 레저 (OVERWEIGHT)

### 고객 Lock-in 전략이 필요한 시점



**양일우**  
Analyst  
ilwoo.yang@samsung.com  
02 2020 7820

**조상훈**  
Research Associate  
sanghoonpure.cho@samsung.com  
02 2020 7644

- \* B2B 여행사들의 3분기 실적 부진 예상. 메르스 효과로만 설명하기에는 부족
- \* 패키지 여행사에서 종합레저회사로의 전환이 나타나는 시기
- \* 하나투어, 모두투어에 대해 BUY 투자 의견을 유지. 모두투어의 목표주가는 52,000원으로 13% 상향조정

#### WHAT'S THE STORY

**하나투어, 모두투어 (이하 B2B 여행사)의 3분기 실적 부진 전망:** B2B 여행사의 3분기 연결기준 영업이익은 각각 104억원, 45억원으로 컨센서스를 32%, 38% 하회하며 부진할 전망이다. 부진한 실적의 원인으로 시장에서 언급되는 원인은 메르스로 인해 둔화된 여행수요이나, 우리는 1) 단기적으로는 B2C 직판 여행사들과의 성수기 경쟁 집중, 2) 중장기적으로 개별자유여행 (이하 FIT)의 비중 확대가 부진한 실적을 설명하는 더 중요한 원인이라 판단.

**FIT 시장 확대에 대한 양사의 대응은 다른 양상을 띄게 될 것:** B2C 직판여행사들과의 경쟁은 지속되겠지만, 장기적인 관점에서 더 고민스러운 것은 FIT의 비중 확대. 하나투어와 모두투어의 FIT 시장 확대에 대한 대응은 향후 다른 양상을 보일 가능성이 높은데, 하나투어가 신사업과 기존사업 간의 시너지를 모색하며 레저 상품에 관한 종합 솔루션을 제공하는 기업으로의 전환을 꾀할 가능성이 높은 반면, 모두투어는 강력한 발권시스템을 활용하여 판매채널을 확장하는 전략을 선택할 가능성이 높음.

**하나투어, 신사업과 기존사업 간의 시너지 작지 않을 것:** 당사가 예상하는 2016, 2017년 기준 하나투어 면세사업 영업이익은 106억원, 236억원으로, 2016년 기준 하나투어 면세 사업 영업이익은 연결기준 영업이익의 13%, 22%에 해당할 것. 회사 예상보다는 보수적인 수준이나, 면세산업의 니치 마켓을 개발해낼 능력이 있고, 기존 아웃바운드 사업 및 호텔사업과의 시너지를 창출할 가능성이 높아 1위 여행 사업자로서 밸류에이션 프리미엄 정당화. 향후 사후면세점 시장 공략 시 이익기여도 더욱 높아질 전망이다.

**모두투어, 가치는 주식시장보다 업계에서 부각될 전망:** 모두투어의 투자포인트는 1) 높은 FIT 성장률, 2) 종속회사들의 턴어라운드, 3) 밸류에이션. 하나투어와 같은 자체 시너지 창출이 가지적이지는 않으나, 대기업들이 관광관련 사업을 하고 싶어하는 상황에서 본업에 충실하고 있다면, 협력기회가 주어지며 밸류에이션 디스카운트 요인이 소멸되는 기회가 발생할 것.

**4분기 실적에 대한 기대감이 높아지는 10월이 매수 적기:** 하나투어 목표주가 200,000원에 내재된 2016년 기준 P/E는 40배. 모두투어의 타겟 P/E를 현재의 27배에서 30배로 상향조정하여, 목표주가 52,000원으로 상향조정하며, 양사에 대한 BUY 투자 의견을 유지. 비수기 견조한 실적 회복이 수년 간 지속될 현상이기 때문에, 부진한 3분기 실적이 주가에 반영되는 10월이 매수 적기. 4분기에 하나투어 컷오프 영업이익 발생, 모두투어는 FIT 판매량 증가가 캐털리스트가 되어 양사 모두 양호한 주가 흐름 예상되고, 2016년 양사 주가 상대수익률은 하나투어의 면세사업 성과에 따라 달라질 전망이다.

#### AT A GLANCE

하나투어 (039130 KS, 129,000 원)

SELL HOLD **BUY**

목표주가: 200,000 원 (55.0%)

모두투어 (080160 KS, 36,200 원)

SELL HOLD **BUY**

목표주가: 52,000 원 (43.6%)

Contents

- 1. 여행업종 3분기 실적 부진 전망 p2
- 2. 하나투어의 신사업 (면세, 호텔, 중국인바운드) p12
- 3. 하나투어, 사업 간 시너지 창출 시나리오 p18
- 4. 모두투어, FTT와 호텔사업의 선순환 p20
- 5. 2016년 실적 전망 및 투자전략 p22

# 1. 여행업종 3분기 실적 부진 전망

## 하나투어, 모두투어 (이하 B2B 여행사)의 3분기 실적 부진

B2B 여행사의 3분기 연결기준 영업이익은 각각 104억원, 45억원으로 컨센서스를 32%, 38% 하회하며 부진할 전망이다. 부진한 실적의 원인으로 시장에서 언급되는 가장 중요한 원인은 메르스로 인해 둔화된 여행수요이다. 할인 판매가 많아 양호한 판매량 성장에도 불구하고, ASP 하락이 두드러졌기 때문이라는 것이다. 3분기 패키지 송객 수는 하나투어, 모두투어 각각 13%, 17% 성장했으나, ASP가 평균적으로 15% 가량 하락하면서, 별도기준 매출 성장이 미미했고, 고정비 증가 부담으로 인해 별도기준 영업이익이 전년대비 감소하였을 것으로 추정된다. 게다가 하나투어의 경우, 수익을 도착일 기준으로 인식하기 때문에 2014년에는 3분기로 인식하였던 영업이익 중 약 30억원 가량이 4분기로 이연되어 인식되는 부정적인 컷오프 효과도 발생할 전망이다. (별도기준 실적은 후반부 기업 리포트 참조)

표 1. 모두투어: 분기 및 연간 실적 추정 (연결기준)

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
<b>매출</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>55</b>	<b>52</b>	<b>56</b>	<b>51</b>	<b>165</b>	<b>194</b>	<b>214</b>
모회사	47	44	44	43	51	46	52	47	155	177	195
자회사	4	6	4	4	4	7	4	4	9	17	19
매출성장률 (% y-y)	24.8	36.1	0.8	14.6	8.8	5.5	17.7	8.5	12.1	17.9	10.1
모회사	18.6	23.1	1.9	15.5	8.6	4.6	18.4	8.3	8.6	14.3	9.9
자회사	312.4	560.9	(10.0)	5.0	12.0	12.0	10.0	11.0	134.0	77.6	11.3
매출원가	2	2	2	2	2	3	2	2	4	8	9
모회사	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
자회사	2	2	2	2	2	3	2	2	4	8	9
매출원가율 (%)	3.9	4.4	3.4	4.1	3.5	5.4	3.4	3.9	2.3	3.9	4.0
모회사	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자회사	56.1	37.4	42.4	51.0	48.6	43.3	45.5	47.9	40.8	45.4	45.9
매출총이익	48	47	46	45	53	50	54	49	161	187	205
모회사	47	44	44	43	51	46	52	47	155	177	195
자회사	2	4	2	2	2	4	2	2	6	9	10
판매비	42	42	41	40	46	46	44	42	144	166	179
모회사	40	38	37	37	43	41	41	39	134	152	164
자회사	2	5	4	3	3	5	3	3	10	14	15
매출 대비 판매비율 (%)	83.7	85.2	87.2	86.0	84.2	87.8	79.8	83.1	87.6	85.5	83.7
모회사	84.8	85.7	85.7	86.0	84.8	88.7	79.7	83.7	86.4	85.5	84.1
자회사	69.0	81.9	105.3	85.5	77.1	81.3	80.9	77.1	106.9	85.2	79.4
<b>영업이익</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>26</b>
모회사	7	6	6	6	8	5	11	8	21	26	31
자회사	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(5)	(5)	(5)
영업이익률 (%)	12.4	10.4	9.4	10.0	12.3	6.8	16.9	13.0	10.1	10.6	12.3
모회사	15.2	14.3	14.3	14.0	15.2	11.3	20.3	16.3	13.6	14.5	15.9
자회사	(25.1)	(19.3)	(47.7)	(36.5)	(25.7)	(24.7)	(26.4)	(25.0)	(47.8)	(30.7)	(25.4)

자료: 회사자료, 삼성증권 추정

표 2. 하나투어: 분기 및 연간 실적 추정 (연결기준)

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
<b>영업수익</b>	<b>118</b>	<b>109</b>	<b>114</b>	<b>124</b>	<b>186</b>	<b>175</b>	<b>209</b>	<b>192</b>	<b>385</b>	<b>466</b>	<b>763</b>
별도	97	86	87	88	102	91	99	94	315	359	387
국내자회사	13	14	17	13	13	15	17	14	57	57	59
해외자회사	14	15	16	13	16	17	19	15	34	59	67
면세점				14	60	60	80	74		14	274
영업수익 (% y-y)	26.1	20.9	9.0	28.3	57.8	60.7	83.4	54.7	9.3	20.8	63.9
별도	21.3	17.7	2.0	14.8	5.7	4.9	14.2	6.7	6.0	13.7	7.8
국내자회사	(1.2)	(5.7)	4	4	4	4	4	4	13.2	0.2	4.0
해외자회사	148.1	97.0	80	15	15	15	15	15	46.8	73.3	15.0
면세점								426.3			1,854.3
<b>영업비용</b>	<b>101</b>	<b>97</b>	<b>104</b>	<b>111</b>	<b>170</b>	<b>159</b>	<b>184</b>	<b>172</b>	<b>345</b>	<b>414</b>	<b>686</b>
별도	83	78	81	79	90	82	87	83	284	322	342
국내자회사	13	14	15	12	13	12	15	12	53	53	51
해외자회사	11	12	13	10	13	13	14	12	29	45	52
면세점			1	15	60	59	74	70		16	262
영업비용 (% y-y)	19.8	16.4	13.8	29.9	67.6	63.6	77.7	54.9	10.5	19.9	65.8
별도	18.2	15.0	7.5	13.7	7.8	5.1	7.7	4.0	8.8	13.5	6.2
국내자회사	(4.8)	(5.7)	5.5	10.0	2.7	(14.0)	(2.0)	0.7	7.4	0.8	(3.3)
해외자회사	103.3	68.1	73.4	12.4	17.9	9.7	13.6	13.3	41.6	58.0	13.5
면세점								369.3			1,546.1
<b>영업이익</b>	<b>17</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>40</b>	<b>52</b>	<b>78</b>
별도	13	8	6	9	12	8	12	11	31	36	44
국내자회사	(2)	7	2	1	(0)	3	3	2	4	8	8
해외자회사	4	3	4	3	4	4	5	3	5	13	16
면세점			(1)	(1)	1	1	6	4		(2)	11
영업이익 (% y-y)	84.9	79.0	(23.1)	16.4	(1.5)	36.8	139.7	53.0	0.2	28.7	49.1
별도	44.4	51.8	(40.5)	25.5	(7.7)	3.1	105.4	30.7	(14.0)	15.0	22.2
국내자회사	nm	nm	(7.2)	(28.3)	(96.9)	(54.5)	54.2	31.3	304.8	101.7	(3.2)
해외자회사	614.8	549.5	105.7	25.6	6.3	36.7	19.6	21.3	86.0	159.5	20.1
면세점								nm			nm
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>14.3</b>	<b>10.7</b>	<b>9.1</b>	<b>10.5</b>	<b>8.9</b>	<b>9.1</b>	<b>11.9</b>	<b>10.4</b>	<b>10.5</b>	<b>11.2</b>	<b>10.2</b>
별도	13.9	9.4	6.7	9.9	12.1	9.2	12.0	12.1	10.0	10.1	11.4
국내자회사	(17.4)	48.8	10.6	10.8	(0.5)	21.4	15.7	13.6	7.0	14.0	13.0
면세점				(6.8)	1.2	1.4	7.5	4.8		(13.9)	4.1
해외자회사	25.2	19.8	21.8	19.6	22.1	21.1	22.5	20.8	15.0	22.5	23.5

자료: 회사자료, 삼성증권 추정

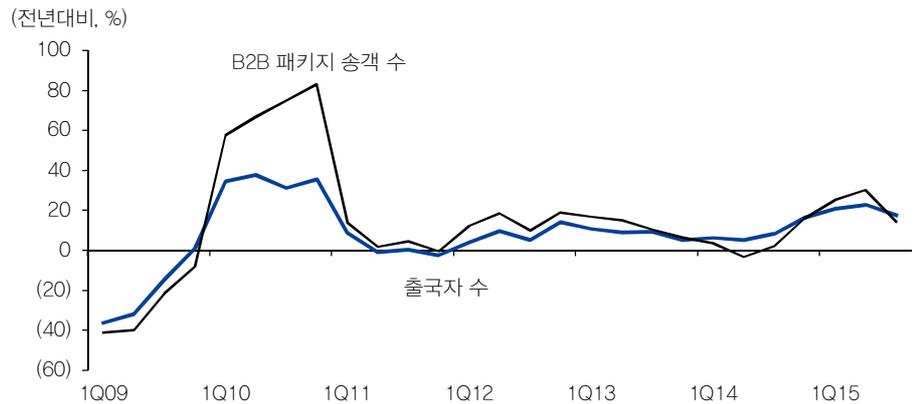
**메르스를 부진한 실적의 유일한 원인으로 보기는 어려울 것**

그러나, 메르스와 컷오프 등으로 부진한 3분기 실적을 설명하기에는 다소 부족한 면이 있다고 판단하는데, 1) 3분기 출국자 증가율이 17.5%로 하나투어, 모두투어의 패키지 증가율인 13%, 17%를 상회하고, 2) 2014년 3분기도 세월호로 인해 센터먼트가 부진하여 할인판매가 있어 기저효과를 누렸을 것으로 예상되기 때문이다. 우리는 메르스 이외의 부진한 실적의 원인을 1) FIT의 상대적 고성장, 2) B2C 직판 여행사의 광고 집행 등 과도한 경쟁 때문으로 판단한다.

**일본 대지진 시기에도 B2B 패키지 성장률은 전체 출국자 수 성장률을 상회하였음**

일부 투자자들은 재난(세월호) 및 재해(메르스)가 FIT보다 패키지 여행에 더 영향을 미쳤기 때문에 패키지 성장률이 상대적으로 낮았다는 의견을 개진하기도 한다. 기본적으로 패키지는 거의 100%가 레저 수요이기 때문에 이러한 이벤트에 탄력적으로 반응하는 것이 사실이다. 그러나, 패키지가 더 오래 전부터 계획하는 상품이고, 메르스로 인해 한국을 떠나는 것이 오히려 안전하다고 느끼는 여행객들도 있었기 때문에 낮은 패키지 송객 수 증가율을 재난 및 재해만으로 설명하는 것은 다소 부족한 감이 있다. 참고로, 2011년 상반기 일본 대지진 당시에도 B2B 여행사의 패키지 송객 수 증가율은 전체 출국자 수 증가율을 상회한 바 있다.

**그림 1. 출국자 수 증가율 vs B2B 패키지 송객 수 증가율**



자료: 한국관광공사, 각 사

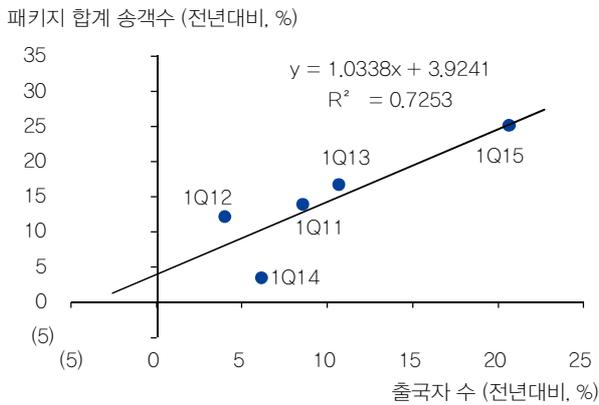
**3년째 지속되는 성수기 부진**

흥미로운 점은 B2B 여행사들의 3분기 패키지 판매량 성장률은 세월호의 영향을 받았던 2014년 뿐만 아니라, 2013년에도 부진해서, 최성수기인 3분기 부진은 3년 째 이어지는 현상이라는 점이다. 2013년 현상은 하나투어보다는 모두투어에 국한된 사항이지만, 양사 패키지 합계 송객 수 증가율은 부진했다고 보는 것이 타당하다. 3Q13 출국자 수가 9.1% 성장하는 동안 양사 패키지 합계 송객 수는 10.3% 성장하며, 1.1배 더 성장하는데 그쳤기 때문이다. 참고로, 2012년 1분기부터 직전 분기인 2013년 2분기까지 총 6분기 동안 패키지 성장률은 출국자 수 성장률의 약 1.9배를 더 성장한 바 있다. 2013년 3분기 당시에 거론되었던 모두투어의 부진한 패키지 판매량 성장의 표면적인 원인은 일본 방사능 이슈 부각 및 필리핀 제스트 항공의 운항허가 획득 실패 등이었으나, 분기 전체의 실적 부진을 설명하기에는 다소 부족하다는 느낌이었다.

**반면, 최비수기인 2분기의 패키지 성장률의 전체 출국자 성장률 대비 상대 강도는 가장 강함**

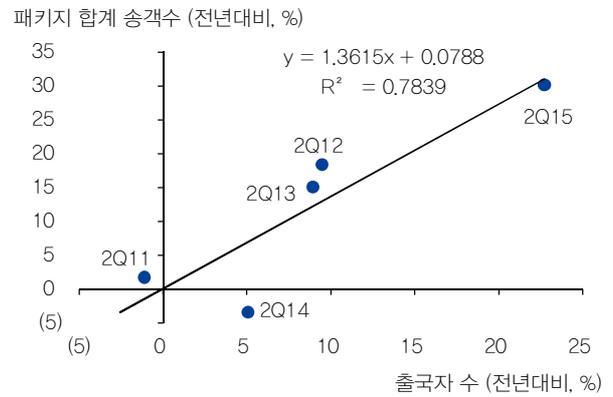
최근 5년 간 전체 출국자 대비 B2B 여행사 패키지 성장률의 상대 강도가 가장 약한 분기가 앞서 언급한 최성수기인 3분기라면, B2B 여행사의 패키지 성장률의 상대 강도가 가장 강한 분기는 최비수기인 2분기이다. 성수기와 비수기의 실적 차이가 점점 사라지고 있고, 성수기인 3분기에 부진한 실적, 비수기인 2분기에 양호한 실적이 보여지는 것이 구조적인 현상이었을 수 있다는 것이다. 상대적으로 비수기인 4분기에도 실적이 양호할 가능성이 높아 부진한 3분기 실적 시즌을 매수 기회로 삼을 만하다.

**그림 2. B2B 패키지 성장률 민감도 (1분기)**



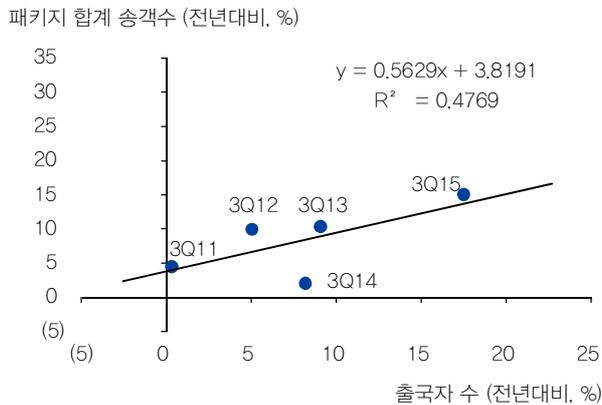
자료: 한국관광공사, 각 사

**그림 3. B2B 패키지 성장률 민감도 (2분기)**



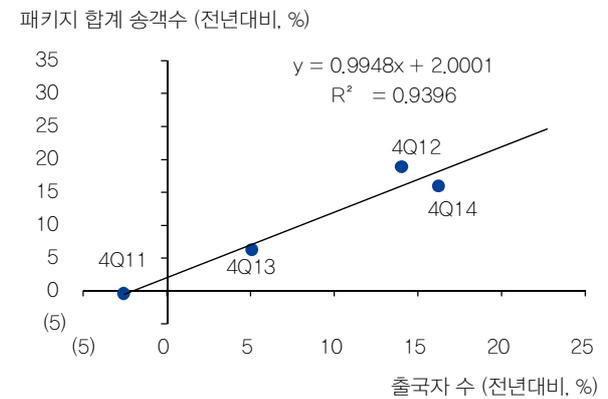
자료: 한국관광공사, 각 사

**그림 4. B2B 패키지 성장률 민감도 (3분기)**



자료: 한국관광공사, 각 사

**그림 5. B2B 패키지 성장률 민감도 (4분기)**



자료: 한국관광공사, 각 사

**성수기 부진의 가능한 원인 중 하나는 젊은 연령 층의 FIT 선호**

성수기에 B2B 여행사 패키지 성장률이 상대적으로 부진한 원인은 젊은 층의 FIT 선호일 수 있다. 연중 해외 여행이 가능한 중장년층은 성수기를 피해 패키지 상품을 예약할 가능성이 높은 반면, 성수기에만 해외 여행을 떠날 수 있는 직장인, 학생들의 FIT 선호 경향이 높다면, 성수기에 패키지의 출국자 성장률의 총 출국자 증가율 대비 상대 강도는 약할 가능성이 높다.

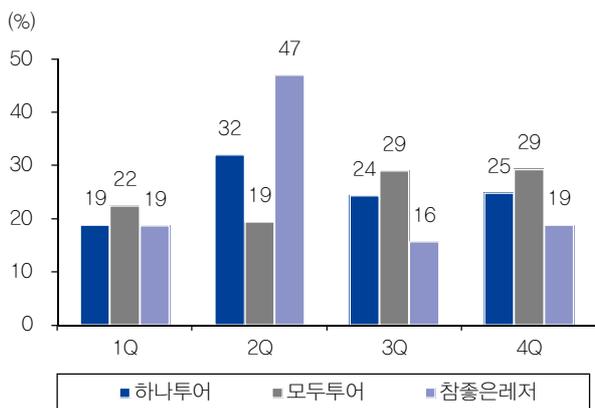
**더욱 직접적인 원인은 B2C 직판여행사들의 경쟁 심화일 것**

3분기 부진한 실적의 원인 중 하나로 생각할 수 있는 또 다른 요인은 B2C 직판여행사들의 판촉 강화이다. 성수기에는 4인 가족이 여행을 가는 경우가 많아질 수 있는데, 이런 경우, 더 가격에 민감해지고, 저가제품이 필요한 시기에 광고를 해야 높은 가격의 수요탄력성을 기대할 수 있기 때문에 B2C 직판 여행사들은 3분기 실적을 증대시키기 위해 노력할 것으로 예상된다.

**B2C 직판여행사의 2분기 광고비 집중현상**

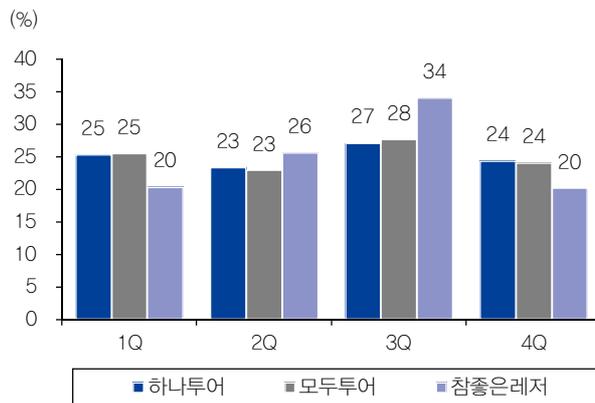
노랑풍선, 여행박사, KRT, 내일투어 등 B2C 직판여행사들이 유명 연예인을 기용 TV 광고를 강화하고 있는데, 분기 실적을 발표하는 참좋은레저의 경우, 연간 광고비의 47%를 2분기에 할애하며 성수기인 3분기를 대비하였다. 참좋은레저의 여행 사업부 내 광고비 집중도는 70%를 상회할 것으로 예상되는데, 참좋은레저의 매출의 60%가 자전거 사업부에서 발생하고, 자전거 사업부의 광고비 지출은 분기별로 유사한 수준이기 때문이다. 이와 반대로 2014년 기준 하나투어와 모두투어의 별도기준 2분기 광고비 집중도는 32%, 19% 수준으로 참좋은레저보다 크게 낮은 수준이다. B2B 여행사의 광고비가 연중 고른 분포를 보이는 것은 이들 광고는 주로 브랜드 광고의 성격이 짙기 때문인 것으로 판단된다. 참고로, 하나투어와 모두투어는 여행박람회를 각각 2분기, 4분기에 개최하여 광고비 증가의 요인이 되기도 한다.

그림 6. 분기별 광고비 집중



자료: 각 사 자료

그림 7. 분기별 매출액 집중



자료: 각 사 자료

그림 8. 여행박사 광고



자료: 각 사

그림 9. 노랑풍선 광고

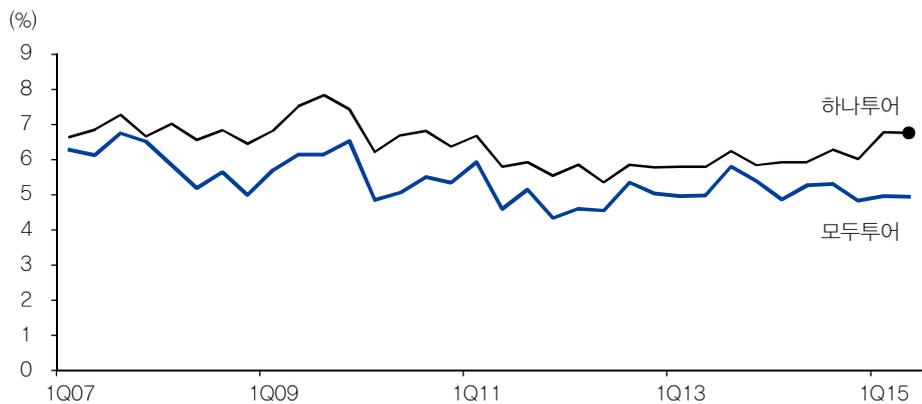


자료: 각 사

**B2B 여행사의 대응은 ASP 인하 혹은 지급수수료율 상승**

가격(ASP)을 할인하는 것 외에 B2C 직판 여행사들의 광고 경쟁에 B2B 여행사가 대응할 수 있는 방법 중 하나는 대리점들에게 지급하는 수수료율을 높여주는 것이다. 하나투어의 경우, 수탁금에는 유류할증료가 포함되나 지급수수료는 유류할증료를 제외한 수탁금의 일정 비율로 지급되기 때문에, 상반기 유류할증료의 하락은 지급수수료율을 높이는 요인이 되었다. 그러나, 최근 3년간 수수료율 상승 추세를 감안하면, 3Q15에 지급수수료율이 더욱 높아졌을 가능성이 있고, 이는 수익성 측면에서 3분기 실적 부진의 원인이 될 수 있다. 그러나, B2C 직판 여행사들의 3분기 실적도 부진할 것으로 예상되어, 4분기 경쟁 완화는 더욱 가파르게 나타날 가능성이 있다.

그림 10. 매출액 대비 여행비 지급수수료율 (하나투어 vs 모두투어)



자료: 각 사

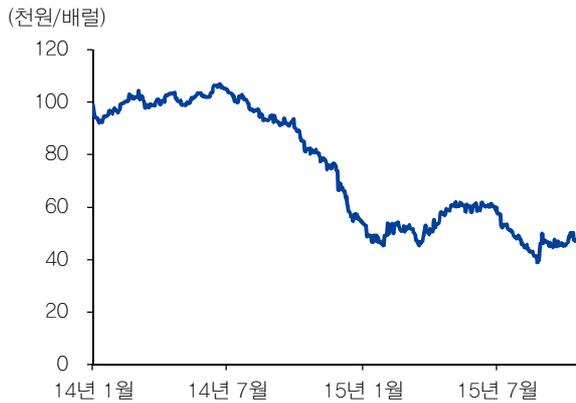
**FIT 선호를 너무 심각하게 받아들일 필요는 없을 것**

여행객들의 FIT 선호와 B2C 직판여행사들과의 경쟁 심화를 너무 심각하게 생각할 필요는 없을 수도 있다. 1) 최근 업황이 FIT가 성장하기 우호적인 조건이었고, 2) 패키지의 판매량 성장만 지속된다면 패키지 상품 안에서도 레버리지를 누릴 수 있기 때문이다.

**1) FIT 성장의 상대 강도는 일시적으로 높은 것일 수도 있음**

FIT 성장의 상대 강도가 높은 원인으로는 1) 유가하락, 2) 일본향 출국 강제 등도 원인일 수 있고, 이는 구조적인 요인으로 보기는 어렵다. 우선, 유가는 항공요금을 인하시키지만, 패키지 수탁금에서 항공요금이 차지하는 비중이 52% 수준이기 때문에 다른 조건이 유사하다면, 패키지 가격 인하율은 항공요금 하락의 절반 수준에 해당한다. 두 번째는 일본 여행의 비중 확대이다. 다른 나라에 비해서 일본은 안전이나 상품 가격의 신뢰성 측면에서 리스크가 적어 FIT 수요가 많을 것으로 추정된다. 그러나, 엔화 가치의 추세적 하락은 일단락 된 상태이다.

**그림 11. WTI 선물 가격**



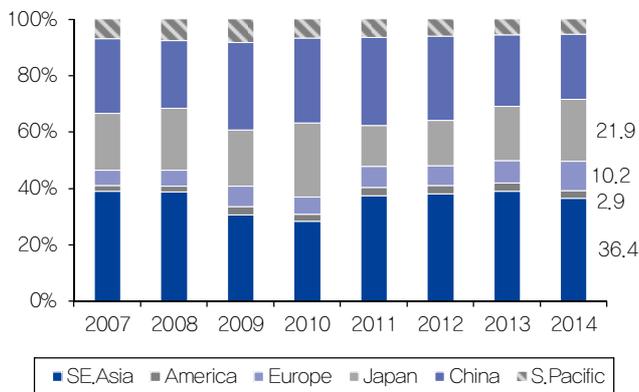
자료: 블룸버그

**그림 12. 일본향 한국인 출국자 vs 환율**



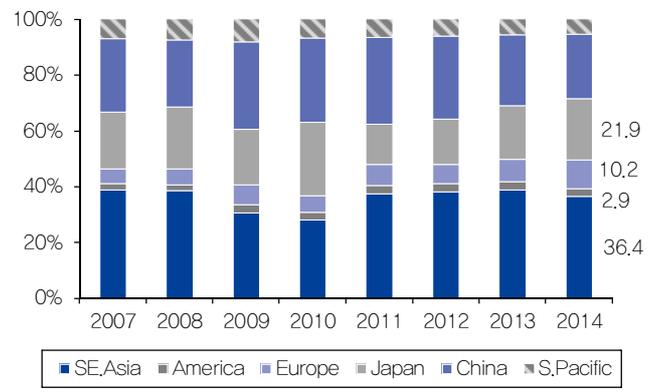
자료: 한국관광공사

**그림 13. 출국지별 승객 수 비중 (하나투어)**



자료: 회사 자료

**그림 14. 출국지별 승객 수 비중 (모두투어)**

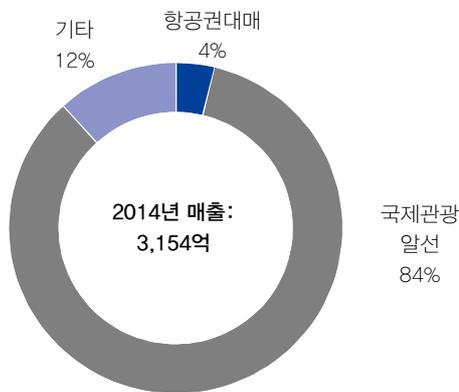


자료: 회사 자료

2) 패키지에서의 영업이익률 상승으로 영업이익률 유지 가능

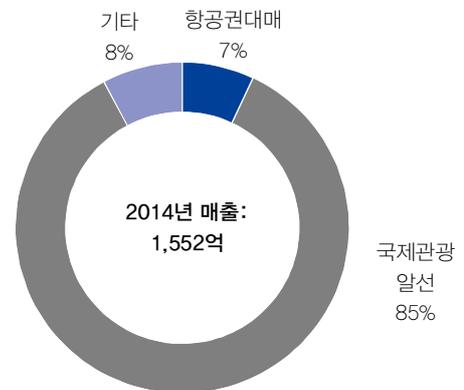
FIT 여행객은 여행지에 대한 정보가 많은 여행객이기 때문에 FIT 사업의 수익성이 낮은 것은 당연할 것이다. 다만, FIT 비중 확대에 의한 영업이익률 믹스 악화라는 표현은 다소 과장되었다고 판단하는데, 하나투어, 모두투어의 FIT 단품 판매의 매출 비중은 10% (7~15%) 수준이기 때문에 패키지와 FIT 상품의 영업이익률 격차가 10%p 라고 가정하고, FIT 송객 수가 패키지 송객 수보다 20%p 추가 성장하여 매출 비중을 2%p 상승시킨다고 가정하여도, 하락하는 영업이익률은 0.2%p에 불과하기 때문이다. 그러나, FIT를 20% 이상 성장시킬 수 있을 정도로 영업환경이 좋은 상황에서는 패키지 상품도 수익성이 개선되는 경향이 있는데, 현지에서 서비스를 제공하는 렌즈사에 대한 협상력이 좋아지기 때문이다. 매출의 80%를 차지하는 패키지에서의 영업이익률이 0.5%p 만 상승한다고 가정해도, FIT 비중 확대에 의한 영업이익률 0.4%p 하락을 대부분 상쇄할 수 있다.

그림 15. 매출 비중 (하나투어)



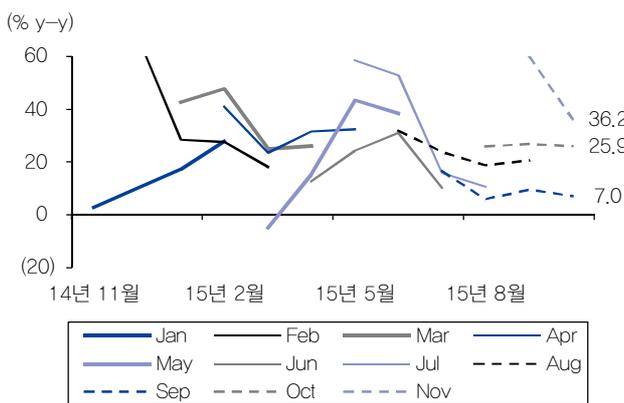
자료: 회사 자료

그림 16. 매출 비중 (모두투어)



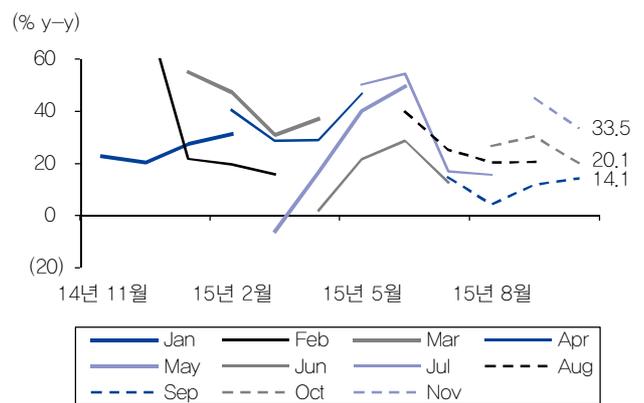
자료: 회사 자료

그림 17. 선예약 증가율 (하나투어)



참고: 12월 상품 예약 증가율은 31.2%  
자료: 회사 자료

그림 18. 선예약 증가율 (모두투어)



참고: 12월 상품 예약 증가율은 70.7%  
자료: 회사 자료

**B2C 직판여행사들의 광고 경쟁은 한동안 지속되겠지만, 장기적 현상은 아닐 것**

B2C 직판여행사들의 광고 강화로 인한 경쟁 심화는 한동안 지속된다고 봐야할 것이다. 물론, 2014년 기준으로 참좋은레저를 제외하면, 노랑풍선과 여행박사는 적자를 시현하였거나, 영업이익률이 극히 낮은 수준이나, 이를 사업 축소로 계기로 보기 보다는 치킨 게임으로 인식할 가능성이 높기 때문이다. 그러나, 장기적으로 이익을 창출하지 못하는 사업모델은 지속가능성이 없고, FIT가 확대되는 상황에서 브랜드파워와 규모의 경제를 갖추지 못한다면, 어느 시점에서는 B2C 직판여행업계 내에서도 구조조정이 있을 것으로 예상된다.

**표 3. 매출액 대비 각 항목의 비중**

(%)	하나투어	모두투어	여행박사	노랑풍선	온라인투어	참좋은레저
<b>2013년</b>						
노무비율	26.1	28.5	44.4	42.7	42.3	17.3
광고선전비	5.0	4.1	10.5	15.8	26.6	7.2
판매촉진비	0.0	0.9	4.7	10.7		1.1
임차료	0.9	2.5	2.2	2.6	2.8	1.1
여행지급수수료	36.5	35.5				
일반지급수수료	12.3	7.6	11.4	11.7	7.2	5.1
기타	6.8	7.1	21.8	8.7	27.5	60.1
영업이익률	12.3	13.8	5.0	7.7	(6.4)	8.2
<b>2014년</b>						
노무비율	27.7	27.9	46.0	37.6	43.3	21.3
광고선전비	5.5	5.5	14.7	27.1	25.5	7.9
판매촉진비	0.0	1.2	4.3	18.0		1.4
임차료	1.1	2.5	1.6	2.1	2.4	1.5
여행지급수수료	35.5	32.0				
일반지급수수료	13.0	10.7	12.4	15.5	7.3	7.1
기타	7.2	6.7	26.6	23.8	25.8	52.8
영업이익률	10.0	13.6	0.3	(7.4)	(4.2)	8.1

자료: 각 사

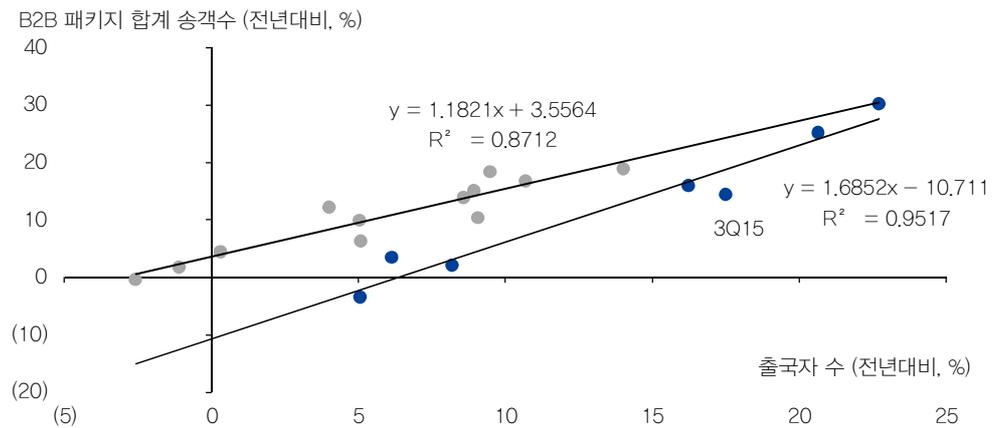
**그럼에도 불구하고, B2B 여행사의 패키지 송객수 성장률이 출국자 수를 하회하는 상황은 불편함**

과거의 회귀선은 출국자 수 증가율이 -20% 수준까지 낮아지는 최악의 여행환경이 아니라면 B2B 여행사의 패키지 성장률이 전체 출국자 증가율보다 높을 것으로 예상할 수 있는 반면, 최근 5개 분기의 회귀선은 출국자 수 증가율이 14% 이하로 하락하면 출국자 수 증가율보다 B2B 패키지 송객 수 증가율이 낮을 것임을 암시한다. 최근 유가 수준인 배럴당 46달러가 지속된다고 가정할 경우, 빠르면, 2016년 1분기, 늦으면, 2016년 3분기에는 이러한 현상이 확연하게 드러날 가능성이 높고, 이는 투자자들에게 편안하게 느껴지지 않을 것이다. 마진 악화는 아니어도, 매출 성장 둔화의 형태로 실적 부진이 나타날 수 있기 때문이다.

[참고] B2B 여행사 패키지 상품의 상대적 선호도 하락

2011년부터 2013년까지의 출국자 성장률과 하나투어, 모두투어 패키지 송객수 (B2B 패키지 송객수) 성장률 간의 회귀식은  $Y=1.2 \times X + 3.6$  이었다. 그러나, 2014년 이후 회귀식은  $Y=1.75 \times X - 10.8$  로 변화하여서, 기울기는 가팔라졌고, 절편은 하락하였다. 기울기의 상승은 레저용 수요의 성장률이 높았기 때문으로 추정되고, 절편의 하락은 B2B 여행사의 패키지 상품의 성장률이 FIT 혹은 B2C 여행사의 패키지 상품의 성장률 대비 낮아졌기 때문인 것으로 판단된다.

그림 19. 패키지 합계 송출객 수 vs 출국자 수



참고: 회색은 2011년부터 2013년, 파랑색은 최근 7개 분기 (1Q14~3Q15)  
 자료: 한국관광공사, 각 사

그렇기 때문에, B2B 여행사는 브랜드를 강화하고, 진입장벽을 높일 수 있어야 할 것

FIT 사업은 진입 장벽이 낮아서, 글로벌 경쟁에 노출될 가능성이 높다. 따라서, 브랜드를 강화하고 진입장벽을 형성하지 못할 경우, 밸류에이션 할인 요인이 될 수 있다. 하나투어와 모두투어의 FIT 시장 확대에 대한 대응은 향후 다른 양상을 보일 가능성이 높는데, 하나투어가 면세사업을 비롯한 신사업과 기존사업 간의 시너지를 모색하며 레저 상품에 관한 종합 솔루션을 제공하는 기업으로의 전환을 꾀할 가능성이 높은 반면, 모두투어는 강력한 발권시스템을 활용하여 판매채널을 확장하는 전략을 선택할 가능성이 높다고 판단한다.

Contents

1. 여행업종 3분기 실적 부진 전망 p2

2. 하나투어의 신사업 (면세, 호텔, 중국인바운드) p12

3. 하나투어, 사업 간 시너지 창출 시나리오 p18

4. 모두투어, FTI와 호텔사업의 선순환 p20

5. 2016년 실적 전망 및 투자전략 p22

## 2. 하나투어의 신사업 (면세, 호텔, 중국인바운드)

### 면세점, 공항점과 시내점으로 구분

하나투어의 면세점 사업은 기존 호텔롯데가 하던 인천공항 DF9 구역 사업과 인사동 본사에 위치한 시내면세점으로 나뉜다. 인천공항점은 2015년 10월 중순 가오픈에 이어 11월 1일 그랜드 오픈을 할 예정인데, 면적은 859제곱미터이며, 경우에 따라서는 예전 관광공사 면세점 자리를 중소기업 면세점들이 분할 분양을 받을 수도 있을 전망이다. 시내점은 2016년 1월 15일 그랜드 오픈 예정이고, 면적은 9,977제곱미터이다. 본사 지하 1층부터 6층까지 총 7개 층에 위치할 예정이고, 6층은 VIP 라운지로, 5층은 K-star zone 으로 한류스타들의 초상권을 이용해 만든 상품을 진열하게 될 전망이다.

그림 20. 하나투어 공항점



자료: 회사 자료

그림 21. 하나투어 시내점



자료: 회사 자료

### 면세점 전략, 새로운 비즈니스 모델

하나투어의 면세점 전략은 1) 고가보다 중가 면세품 지향, 2) 중소기업들과 협업을 통한 ODM 형식의 PB상품 강화 3) 고객 편의성 제고를 통해 단체여행객 대비 개별여행객 비중 확대, 4) 참여자 인센티브 제공을 통한 한류 마케팅 강화로 요약할 수 있다. 먼저 500~600달러 수준의 중소기업 명품 브랜드를 발굴함으로써, 향후 있을 수도 있는 중국 정부의 통관 강화에도 미리 대응하겠다는 것이다. 또한, 매장마다 계산하지 않고, 일괄계산 할 수 있도록 하는 반면, 재고관리를 면세점 전체적으로 하겠다는 것이다. 장기적으로는, 디자이너, 한류스타들이 포함된 PB 제품을 개발하되 참여자들이 매출 연동된 인센티브를 갖게 하는 시스템을 도입할 예정이다. 라이선스로 보호받는 사업이 아닌, 인센티브를 통해 시장을 개발하려는 의지가 엿보인다.

### 하나투어의 전략은 면세점의 수익성을 높일 수 있는 형태

하나투어가 기존 대기업들의 면세점 사업자들과 직접 경쟁을 하지 않는다면, 정상화된 면세점 사업의 영업이익률은 5%를 상회할 가능성이 높다고 판단한다. 1) 중소기업의 제품은 매출이익률이 수입 고가품에 비해 약 15~20%p 가량 높을 것이고, 2) 개별여행객은 가격에 민감하기는 하여도 여행사에게 지급하는 매출액의 15% 이상에 해당하는 알선수수료를 지불하지 않아도 되기 때문이다. 또한, 3) 하나투어가 인천공항에서 지급하는 임차료는 연간 약 220억원으로 예상 매출의 28~31% 수준이기 때문에 대기업에 비해 2~5%p 낮은 수준으로 전망된다.

### 면세점 사업은 고정비 부담이 크지 않아 적자 우려는 낮을 것

면세사업에서 의미 있는 고정비는 임차료와 인건비이다. 우리는 공항점, 시내점 합계 연간 총 280억원 가량의 임차료를 예상하였고, 종업원 160명으로 인해 발생하는 인건비를 연간 80억원으로 예상하였다. 참고로, 본사 (면세점 건물) 1~6층이 하나투어의 소유이고, SM면세점은 임차료를 본사에 지급하는 구조이고, 하나투어는 이 자금으로 9~12층 본사 사무실을 임대할 예정이다. 따라서, 과거 기타 기업에게 임대를 해주었던 공간을 SM면세점에게 임대를 해주는 것이기 때문에 하나투어 별도기준 실적은 크게 변하지 않을 것이다.

### 하나투어의 면세점 가이던스, 매출 4,300억원과 영업이익 180억원

하나투어가 시내면세점과 공항면세점에 대해 2016년 목표로 제시한 금액은 각각 3,500억원과 790억원이고, 영업이익률은 약 4.2%이다. 2020년에는 연 매출 1조원과 영업이익 1,000억원을 달성하겠다는 목표로, 2014년 동화면세점 매출액 3,800억원 및 영업이익률 4%와 비교했을 때 다소 공격적인 목표로 보일 수도 있다. 회사의 시내면세점 매출 추정 근거는 100만 명에 객단가 30만원 가량을 예상하였고, 추가적으로 1) 내국인 FIT 고객과 2) 외국인 인바운드 고객의 유입을 예상한 것으로 추정된다. 참고로, 2014년 하나투어 ITC가 취급한 외국인 인바운드 고객은 약 13만 명 정도이다.

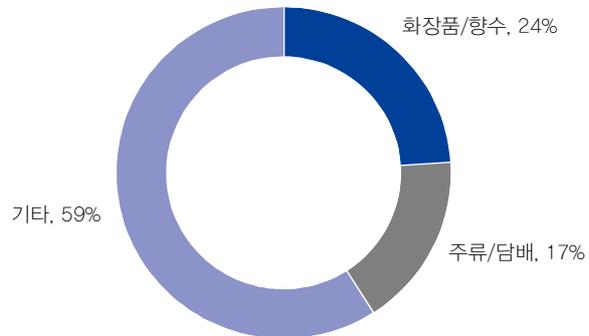
### 당사의 SM 시내면세점 2016년 매출 가정은 2,010억원

우리는 2016년 하나투어 시내와 공항 면세점 매출을 각각 2,010억원, 730억원으로 예상하였다. 회사 예상수준보다 매출액은 적으나, 영업이익률은 유사한 수준이다. 우선, 시내면세점 매출액 추정이 가이던스에 비해 낮은 이유는 낮은 객단가 및 침투율 가정 때문이다. 제품의 구성 비중에서 고가품 비중이 작을 것이고, 하나투어의 장점은 마일리지를 활용한다는 점인데, 같은 마일리지로 할인율을 높이기 위해서는 구매 금액이 작아야 하기 때문이다. 또한, 패키지 인원 중에는 구매력이 없는 계층이 포함된다는 점도 고려하였다. 시내점의 매출 2,010억원은 2016년 하나투어 예상 출국자수 430만명의 21%가 약 17만원 (대기업 시내면세점의 약 절반 수준)의 지출을 한다고 가정한 수치이고, 외국인 매출은 한국인의 1/3 정도로 예상하였다.

### 당사의 SM 공항면세점 2016년 매출 가정은 730억원

공항 면세점 매출 추정도 가이던스에 비해서는 소폭 낮은 수준이다. 한정된 공간 안에서 수요가 정해져 있는 만큼 시내점과 달리 공항점은 면적당 매출 추정이 의미 있다고 판단하는데, 면적 859제곱미터에 면적당 매출 1.4억원을 적용하였다. 1.4억원은 2014년 인천공항의 면적당 매출액인 화장품/향수 2.4억원, 주류/담배 1.7억원, 기타 0.9억원을 면적 비중으로 가중평균한 후 이를 60%만 적용한 수치이다. 중앙 지역에 비해 탑승게이트가 위치한 날개 부분은 유동인구 밀도가 낮기 때문이다. 면세사업의 매출이익률은 시내면세사업자인 동화면세점과 제주공항 면세사업자인 한화갤러리아타임월드 면세사업부의 매출이익률을 시내점과 공항점의 매출 비중으로 가중평균하여 추정하되 인천공항의 제주공항 대비 강한 경쟁 강도를 감안하였다.

그림 22. 하나투어 면세점의 면적 비중



참고: 총면적 859 제곱미터 기준  
 자료: 회사 자료

표 4. 인천공항 면세점 품목별 면적당 매출

면적당 매출 (억원/m <sup>2</sup> )	2010	2011	2012	2013	2014
화장품/향수	1.56	1.83	2.05	2.08	2.37
주류/담배	1.22	1.37	1.57	1.61	1.74
기타	0.64	0.75	0.90	0.90	0.93
<b>전체</b>	<b>0.91</b>	<b>1.06</b>	<b>1.23</b>	<b>1.24</b>	<b>1.35</b>

자료: 인천국제공항, 삼성증권 추정

표 5. SM 면세점 실적 추정

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2016	2017
<b>매출액</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>80</b>	<b>74</b>	<b>86</b>	<b>77</b>	<b>100</b>	<b>89</b>	<b>274</b>	<b>353</b>
시내점	42	43	59	57	67	59	77	71	201	273
한국인	32	32	44	43	50	44	58	53	150	205
이용객 (천명)	212	200	246	236	263	232	290	279	893	1,064
이용률 (%)	20	21	22	22	22	22	23	23	21	23
객단가 (천원)	150	160	180	180	190	190	200	190	168	193
외국인	11	11	15	14	17	15	19	18	50	68
공항점	18	17	21	17	20	19	23	19	73	80
시내점 매출 비중 (%)	70	71	74	77	77	76	77	79	73	77
성장률 (전년대비, %)					43.0	29.8	25.2	20.9		29.0
시내점					57.4	38.2	31.0	24.5		36.3
공항점					9.0	9.0	9.0	9.0		9.0
매출원가	34	34	46	43	51	45	59	53	158	208
매출원가율 (%)	56.9	57.3	57.9	58.7	58.8	58.4	58.7	59.3	56.4	57.7
판관비	25	25	28	27	32	30	34	32	105	128
인건비	2	2	2	2	2	2	2	2	8	9
임차료	7	7	7	7	8	8	8	8	28	31
알선수수료	3	3	4	4	4	4	5	4	13	17
기타*	14	13	15	14	18	17	19	18	56	72
판관비율 (%)	41.9	41.3	34.6	36.5	36.8	39.2	33.9	36.3	38.2	36.4
<b>영업이익</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>17</b>
영업이익률 (%)	1.2	1.4	7.5	4.8	4.4	2.3	7.4	4.5	4.1	4.8

참고: \* 지급수수료, 광고판촉비 등  
 자료: 삼성증권 추정

표 6. 기타 면세점과 수익성 비교

(%)	SM면세점		호텔신라	동화면세점	한화갤러리아타임월드
	2016E	2017E	2014	2014	2014
매출원가율	57.7	58.8	60.6	64.6	33.9
<b>매출액 대비 비율</b>					
인건비	2.9	2.5	1.8	3.1	8.1
임차료	10.2	8.7	12.3	1.3	47.6
알선수수료	4.6	4.8	6.9	15.9	0.0
기타	20.5	20.3	10.8	12.7	17.2
판관비율	14.0	10.3	31.8	33.0	72.9
영업이익률	4.1	4.8	7.6	2.4	(6.8)

참고: 호텔신라, 한화갤러리아타임월드는 면세사업부문에 대한 추정치  
 한화갤러리아타임월드는 제주공항 면세점을 2014년 6월부터 시작. 공항을 독점할 경우 매출이익률 높음  
 자료: 삼성증권 추정 및 정리

### 장기적으로 대체하는 시장은 사후면세점 (Tax refund) 시장이 될 것

동사는 장기적으로 사후면세점 시장을 잠재적인 경쟁산업으로 파악하고 있다. 사후 면세점 시장은 가이드들에게 높은 수준의 커미션을 제공하면서 급성장 하고 있기는 해도 상품이 조악한 경우가 많고, 저가 가짜 제품에 브랜드를 입혀 고가에 판매하여 여행객의 컴플레인이 발생하는 등 문제가 많기 때문에 향후 정화 움직임도 있을 것으로 파악하고 있다. 회사가 장기적으로 타겟으로 삼고 있는 시장이 명확하다는 것이 하나투어 면세점 전략의 또 다른 강점이다.

### 회사의 면세점 목표는 2020년 매출 1조원과 영업이익률 10%

회사는 2018년 이후에는 PB 브랜드를 런칭하여, 수익성을 높임과 동시에 대기업이 하지 않는 사후 면세점 시장을 한국 및 동남아, 중국, 일본 등 단거리 해외 지역에 오픈할 예정이다. 일본 종속 회사 중에 안정적인 이익을 창출하고 있는 스타샵앤라인과 유사한 컨셉이 될 것이다. 고객 베이스와 수익성 높은 제품 라인업을 갖춘 후, 여행객들에게 판매할 수 있는 장소를 확보한다는 전략이다. 이를 통해 회사는 2020년 면세 매출 1조원과 영업이익률 10%를 목표로 하고 있다. 관련 시장이 급속하게 성장하고 있고, 사전면세점과 사후면세점을 넘나들 수 있는 현재로서는 유일한 기업이 하나투어라는 점에서 관심을 가져야 할 사업이라고 판단된다.

표 7. 사전 vs 사후 면세점 시장 비교

구분	(사전) 면세점 Duty free	사후면세점 Tax free, Tax Refund
관할	관세청	국세청
관세	X	O
개별소비세	X	X
부가가치세	X	X
환급수수료	X	O
지급방법	물건 구매 시 면세 금액으로 구매	해외 관광객이 3만원 이상구입 후 해당 물품을 가지고 3개월 내에 출국하는 경우, 개별소비세와 부가가치세를 출국 시 환급 가능
시장규모*	8,3조원	1,2조원
지정사업자 수	공항, 횡단 19개, 시내 18개, 내국인 면세점 5개	약 7,600개

참고: \* 2014년 기준

자료: 관세청

**하나투어 호텔사업, 2020년까지 국내외에서 10,000 객실 확보한다는 목표**

하나투어는 현재 가동 중인 비즈니스 호텔 1호점 센터마크(250객실), 2호점 티마크(288객실) 외에 3호점 티마크그랜드(570객실)를 2016년 2분기 중 오픈할 예정이다. 한국 아웃바운드를 활용한 해외 호텔 사업도 진행 중인데, 북해도 시티 사포로는 일본 지사가 70억원을 투자하여 직접 매입한 건물로 246객실을 2016년 4월부터 오픈하여 하나투어 고객과 일본 내수 고객을 각각 절반씩 투숙시킬 예정이다. 한편, 2016년 7월에 오픈할 중국의 티마크그랜드 장가계는 502실로 기존에 있던 선샤인호텔의 설비에 하나투어는 브랜드와 고객을 제공하고, 일정 이상의 판매가 이루어지면 수수료를 수취하는 모델이다. 중국 여행객 중 15%가 장가계 여행을 하기 때문에 이들을 위한 안정적인 호텔 확보 가능하고 홍보 효과도 있을 것이다. 장기적으로 2020년까지 국내외에 10,000객실을 확보한다는 목표이다.

**표 8. 하나투어 호텔 비교**

호텔명	센터마크	티마크	그랜드마크 (미정)
호텔급수	특2급	특2급	특2급
호텔 소유회사	지분투자	JR리츠	CR리츠
투자 형태	하나투어 ITC가 50%	하나투어가 14%	하나투어가 14%
운영회사	주식회사 마크호텔	주식회사 마크호텔	주식회사 마크호텔
오픈	2012년 11월	2013년 10월	2016년 중반
위치	종로구 인사동	중구 충무로	중구 회현동
특징	인사동 거리 도보 1분	충무로역 도보 2분	명동 거리 도보 2분
객실 (개)	250	288	566
가동률	9월 이후 평균 투숙율 85%	9월 이후 평균 투숙율 85%	n/a

자료: 회사 자료, 삼성증권 정리

**하나투어 호텔사업, 공격적으로 변환 가능성도 있을 것**

하나투어의 호텔 당 객실 수는 250개 이상으로 모두투어에 비해 많은 편이다. 하나투어가 호텔 당 매출 100억원과 영업이익 10억원을 제시하는 반면, 모두투어는 그 절반을 제시하는 이유이다. 게다가 2016년 추가될 예정인 하나투어 그랜드마크는 객실 수가 기존 호텔의 약 2배이다. 반면, 호텔 소유의 개념에 있어서는 모두투어가 다소 공격적이다. 하나투어의 JR리츠의 지분율은 14%인 반면, (나머지는 KT&G, 신한생명 등) 모두투어는 상장을 위해 모두투어 리츠에 대한 지분율을 30% 이하로 낮춰서 29%이기는 하나, 향후 증자에 지속 참여하여 지분율을 유지하고자 하기 때문이다. 그러나, 호텔사업이 면세사업 및 중국 인바운드 사업 간 시너지가 창출될 경우, 하나투어도 보다 공격적인 소유 개념으로 전환할 가능성도 있다.

**중국 칭다오와 광저우 비자발급 대행센터 운영자**

하나투어는 지난 2015년 4월 칭다오와 광저우에서 중국인에게 한국비자 발행을 대행해주는 비자센터 운영자로 선정되었다. 중국인 관광객에게 비자발급 대행 과정에서 한국의 각종 정보제공이 가능하게 된 점이 시너지를 창출할 것이다. 광저우에서는 CITS와 칭다오에서는 QDFESCO라는 기업과 JV를 구성하였고, 향후 베이징, 상하이 등 대도시 지역으로의 확대를 목표로 하고 있다.

**비자발급 대행센터는 실적보다 JV와의 파트너십이 더 중요**

건당 수수료가 120위안 (약 2만원) 이고, 수익인식을 7:3으로 하는 것이 원칙이나, JV 파트너에게 수익인식 비율 및 처리일정에 대해 편의를 제공하면서 협력을 모색할 방침이다. 3년 간 총 80만 건 이상의 비자 발급이 목표이고, 같은 기간 동안 누적 매출 500억원 이상을 창출할 것으로 예상하고 있다. 실적은 중국 현지자회사인 Hana Tour China를 통해서 인식될 예정이나, 수익 보다는 협력사와의 관계개선을 통해 인바운드 사업에서의 역량을 강화한다는 것이 비자발급 대행센터 운영의 목표이다.

## Contents

1. 여행업종 3분기 실적 부진 전망	p2
2. 하나투어의 신사업 (면세, 호텔, 중국인바운드)	p12
3. 하나투어, 사업 간 시너지 창출 시나리오	p18
4. 모두투어, FIT와 호텔사업의 선순환	p20
5. 2016년 실적 전망 및 투자전략	p22

## 3. 하나투어, 사업 간 시너지 창출 시나리오

### 사업간 다양한 시너지 창출 전망

하나투어는 기존의 아웃바운드 여행 사업, 면세점 사업, 호텔, 중국인 인바운드 사업은 장기적으로 상호 시너지를 발생시킬 것으로 예상되는데, 1) 아웃바운드사업과 면세사업간 시너지, 2) 호텔과 면세점간의 시너지, 3) 호텔/면세점과 인바운드 사업 간의 시너지를 살펴보고자 한다.

#### 1) 아웃바운드 사업과 면세사업간의 시너지

첫번째 시너지는 아웃바운드사업과 면세사업 간의 시너지이다. 이 중 가장 대표적인 것이 현재 있는 여행 마일리지로 면세품을 구매하는 행위이다. 2015년 상반기 말 기준 적립되어 있는 하나투어의 고객 총 마일리지는 310억원으로 회원 수가 280만 명 가량으로 추산되기 때문에 회원 1인 당 평균 마일리지는 약 11,000마일이며, 이는 11,000원으로 전환해 사용 가능할 것으로 판단되고, 이는 면세품 구매 시 할인 금액으로서 유의미한 수준이 될 것으로 판단된다. 마일리지를 소모한 고객의 브랜드 충성도를 어떻게 유지할 것인지는 하나투어의 과제일 수 있으나, 마일리지 이상의 면세품 구매를 유도하면 지속적으로 마일리지가 적립되어 그 자체로 추가 브랜드 충성도 제고 행위일 수 있다.

#### 아웃바운드 면세사업은 고객 DB화가 중요할 것

인바운드 면세사업과 아웃바운드 면세사업의 가장 큰 차이점은 재방문 혹은 재구매율일 것으로 판단된다. 인바운드 사업자는 재방문 확률이 낮아 고객 DB화의 실익이 크지 않은 반면, 하나투어 면세사업 초기에 높은 매출 비중을 차지할 아웃바운드 여행객은 하나투어 재이용 가능성이 높아 고객 DB가 의미를 가질 것으로 예상된다. 특정 상품 구매 시 다음 번 구매 시점을 예측하여 최신 유행상품을 제시할 수도 있고, 유럽을 여행하는 고객들이 자주 구매하는 제품을 처음 유럽을 여행하는 고객에게 추천할 수도 있을 것이다. 다만, 출국 전 면세 쇼핑이 현지 쇼핑 금액을 감소시킬 가능성이 있는지에 대한 고민은 필요할 것이다. 한편, 장기적으로는 오프라인 고객이 마일리지 적립 및 활용에 유리한 온라인 고객이 될 가능성이 있고, 이 경우, 별도기준 가장 중요한 판관비 항목인 여행지급 수수료의 감소와 같은 효과도 기대해볼 수 있을 것이다.

2) 호텔과 면세사업간의 시너지

두번째 시너지는 호텔사업과 면세사업간의 시너지이다. 하나투어 시내면세점의 위치가 주요 관광지인 인사동에 근접해 있고, 호텔들도 면세점과 멀지 않기 때문에 발생할 수 있는 시너지이다. 호텔을 예약하는 고객에게 면세점 추가 할인 혜택 제공은 기본적인 사항이 될 것이고, 호텔, 면세점, 공항리무진 버스 정류장을 연결하는 버스를 운행함으로써 하나투어가 보유한 호텔의 이용객들을 면세점 고객으로 자연스럽게 흡수할 수도 있을 것으로 예상된다. 현재도 호텔-명동역-남대문-서울역을 운행하는 셔틀버스가 운행 중이나, 향후 시내면세점 오픈 시 호텔 등과 함께 셔틀버스 활용 방안을 더욱 확대시킬 예정이다.

3) 호텔/면세업과 인바운드 사업간의 시너지

하나투어는 비자발급 대행센터 영업을 광저우와 칭다오에서 시작하는데, 여권을 전달하는 과정에서 하나투어의 호텔과 면세점에 광고 판촉이 가능하고, 중국인 여행객들은 이 광고 판촉물에 대한 높은 신뢰도를 가질 수 있을 것이다. 한편, 정보제공 차원에서 제공하는 안내 책자에서도 다양한 종류의 수익 인식이 가능할 것으로 예상된다.

그림 23. 호텔 위치



자료: 각 사, 삼성증권 정리

Contents

- 1. 여행업종 3분기 실적 부진 전망 p2
- 2. 하나투어의 신사업 (면세, 호텔, 중국인바운드) p12
- 3. 하나투어, 사업 간 시너지 창출 시나리오 p18
- 4. 모두투어, FIT와 호텔사업의 선순환 p20
- 5. 2016년 실적 전망 및 투자전략 p22

## 4. 모두투어, FIT와 호텔사업의 선순환

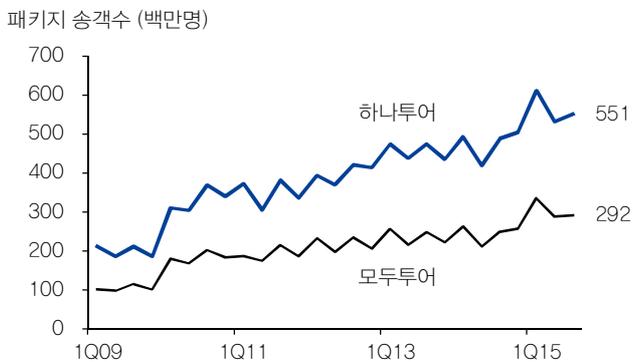
### 최근 하나투어 대비 높아진 모두투어의 송객 수 성장률

2015년 1분기 이후, 모두투어의 송객 수 성장률이 패키지와 FIT 모두 하나투어보다 높아진 상태이다. 업황이 좋을 때, 2위 사업자인 모두투어의 성장률이 높아지는 것은 과거 2010년에도 경험했던 현상이기는 하나, 당사는 FIT의 경우, 추세가 지속될 가능성도 있다고 판단한다. FIT의 상대 송객 수가 패키지 수준인 52%까지 도달했기 때문에 높은 성장률을 낮은 베이스로만 설명하기는 어렵다고 판단하기 때문이다. 4분기도 모두투어의 FIT 상품 송객 수는 전년 대비 최소 50% 이상의 고속 성장을 이어갈 것으로 전망한다.

### BSP 발권실적이 여행사의 티켓 구매력을 의미하는 것은 아닌 듯

한국 발권시장을 요약하면, 하나투어 21% 점유율 중 8.5%p가 FIT, 모두투어 11% 점유율 중 4.5%p가 FIT, 인터파크는 FIT만 8.5%인 상황으로 파악된다. 한편, 시장에서 종종 언급되는 BSP 발권실적은 지역별 영업부를 합쳐서 보여주지 못하기 때문에 B2B 여행사는 인터파크 만큼 BSP 발권실적에는 크게 신경쓰지 않는 분위기이다.

그림 24. 패키지 송객 수 (하나투어 vs 모두투어)



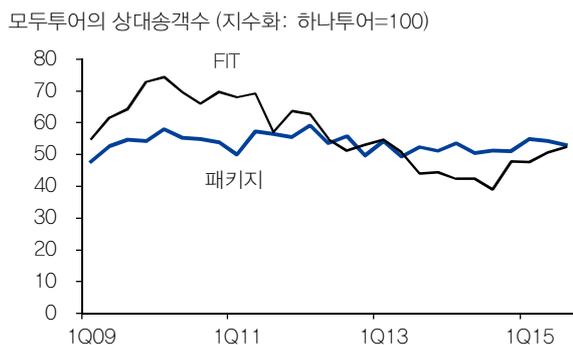
자료: 각 사

그림 25. FIT 송객 수 (하나투어 vs 모두투어)



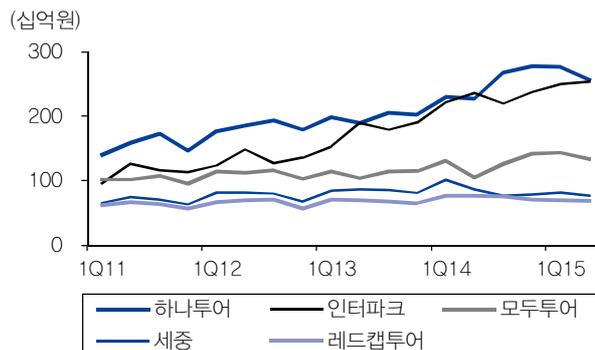
자료: 회사 자료

그림 26. 모두투어 상대송객 수 (FIT & 패키지)



자료: 각 사

그림 27. BSP 발권 실적



자료: 세계여행신문

### 훌륭한 발권 시스템을 이용해 신속하게 채널을 확장하는 전략

모두투어의 FIT가 고성장하는 것은 크게 두 가지 원인이 있을 것으로 예상하는데, 1) 아마테우스라는 강력한 발권시스템과 2) 빠른 채널 확장 때문인 것으로 판단한다. 대한항공이 이용하는 아마테우스 시스템은 같은 일정을 보여주면, 경쟁사 대비 5~10% 저렴한 티켓을 제시하는데, 이는 왕복 티켓 요금을 편도 X 2보다 저렴하게 만들 수 있기 때문인 것으로 파악된다. 저렴한 가격을 바탕으로 중국 씨트립, 위메프, 삼성카드 등의 판매 채널에서 모두투어를 이용하는 비율이 높아지고 있다는 것이다.

### 호텔 사업도 선순환 구조

특별한 광고 없이도 유입되는 FIT 고객들로 인해 호텔 재고에 대한 노출 빈도도 높아지고 있는 것으로 판단된다. 모두투어는 현재 3개의 호텔을 보유하고 있는데, 객실 가동률이 85%가 될 경우, 기본적으로 매출 50억원에 영업이익이 5억원 발생한다는 것이 회사의 설명이다. 이 중 매출 30억원과 영업이익 3억원은 운영을 담당하는 모두스테이가, 매출 20억원과 영업이익 2억원은 소유를 하고 있는 모두투어 리츠가 인식하는 구조이다. 모두스테이가 인식하는 실적은 연결로, 모두투어 리츠가 인식하는 실적은 지분법이익으로 인식되는 것이다. 2020년까지 30개의 호텔을 운영하여 연결기준 900억원의 매출과 90억원의 연결기준 영업이익을 호텔사업으로부터 인식한다는 계획이다.

표 9. 모두투어 호텔 비교

호텔명	STAZ 1호	STAZ 2호	로베로
호텔급수	3성급	3성급	1급 (비즈니스급)
호텔 소유회사	모두투어 리츠	모두투어 리츠	취득 후 위탁경영
투자 형태	모두투어가 29%	모두투어가 29%	모두투어가 100%
운영 회사	모두스테이	모두스테이	모두관광개발
오픈	2014년 8월	2015년 1월	2012년 5월
위치	종로구 견지동	중구 명동	제주시 삼도2동
특징	을지로 3가역 도보 1분	명동역 도보 8분 (티마크호텔 근처)	제주공항 차량 8분
객실 (개)	150	170	113
가동률	85%	85%	85%

자료: 회사 자료

### 호텔 사업 확장을 위한 상장 계획

모두투어는 모두투어 리츠의 상장 요건을 갖추기 위해서 모두투어 리츠의 지분율을 41%에서 29%로 낮췄다. 현재 STAZ 1, 2호에 호텔 한 두 개를 더 인수한 후, 내년 상반기 중 상장을 진행할 전망이다. 서울 시내 호텔을 구매하려면 약 200억원이 필요하고, 100억원을 건물 담보로 하면, 100억원을 조달해야 하는데, 30억원을 모두투어가 출자하여도, 기존 투자자들만을 대상으로 70억원을 조달하기 어렵기 때문에 상장 후 증자를 하려는 것이다. 지분율은 29%를 유지할 전망이고, 모두투어 리츠는 호텔 15개 가량을 보유할 계획이다.

Contents

- 1. 여행업종 3분기 실적 부진 전망 p2
- 2. 하나투어의 신사업 (면세, 호텔, 중국인바운드) p12
- 3. 하나투어, 사업 간 시너지 창출 시나리오 p18
- 4. 모두투어, FIT와 호텔사업의 선순환 p20
- 5. 2016년 실적 전망 및 투자전략 p22

## 5. 2016년 실적 전망 및 투자전략

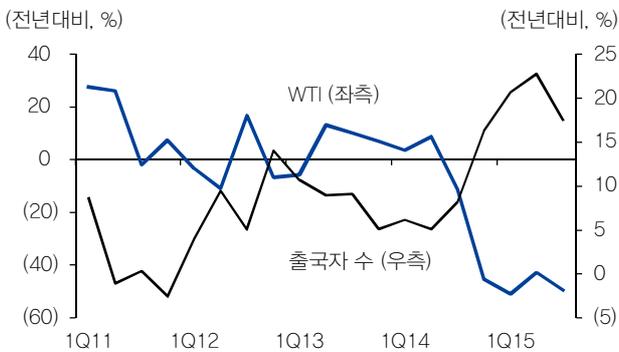
### 2016년 실적 전망

당사는 하나투어와 모두투어의 별도기준 매출 성장률이 각각 8%일 것으로 예상하여 12%, 13% 성장할 것으로 예상하는 컨센서스 보다는 다소 낮은 편이다. 약 8%의 매출 성장을 예상하는 근거는 1) 패키지 매출 성장률 6~7%, 2) FIT 단품 판매 매출 성장률 평균 20%를 예상하기 때문이다.

#### 1) 패키지 ASP 1% 하락

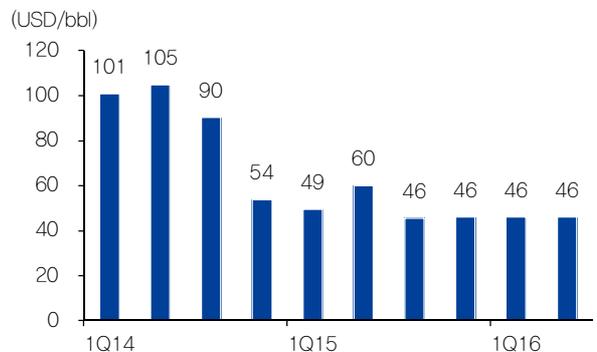
우리는 판매량을 직접 예측하는 것보다 유가 및 환율 가정을 도입하고, 패키지 ASP를 추정한 이후, 과거의 트렌드에 비추어 패키지 송객 수 성장률을 파악하는 것이 매크로 변수가 불확실할 때는 논리적이라고 판단한다. 우선, ASP는 1% 하락할 것으로 예상된다. 현재의 WTI 수준인 46달러/배럴과 환율 1,130원/달러가 유지된다고 가정할 경우, 달러 기준 WTI는 연평균 7% 하락한 수치이고, 환율은 1% 상승한 수치이기 때문에 원화기준 WTI는 6% 하락하게 되고, 최근 트렌드를 감안했을 때 이는 패키지 ASP를 약 1% 가량 하락시키는 요인이 될 것으로 예상된다.

그림 28. 출국자 수 vs WTI



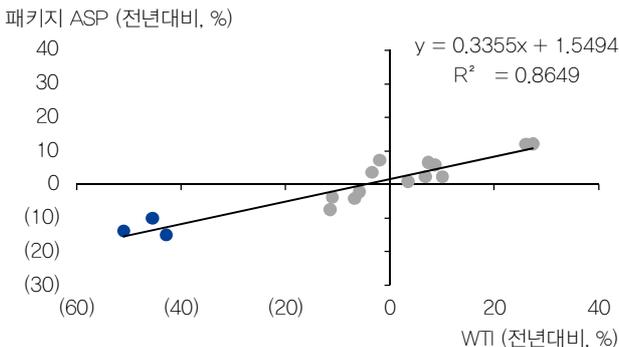
자료: 한국관광공사, 블룸버그

그림 29. WTI 추세



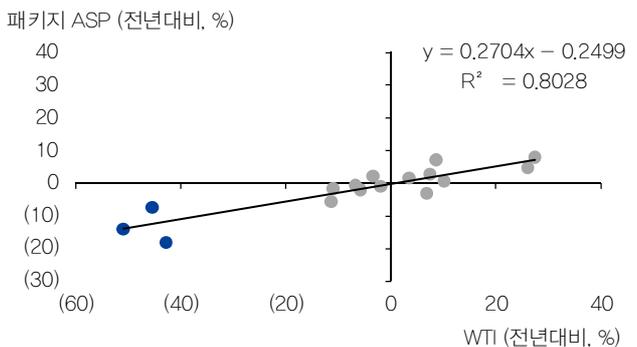
자료: 블룸버그

그림 30. 패키지 ASP vs WTI (하나투어)



자료: 회사 자료, 블룸버그

그림 31. 패키지 ASP vs WTI (모두투어)

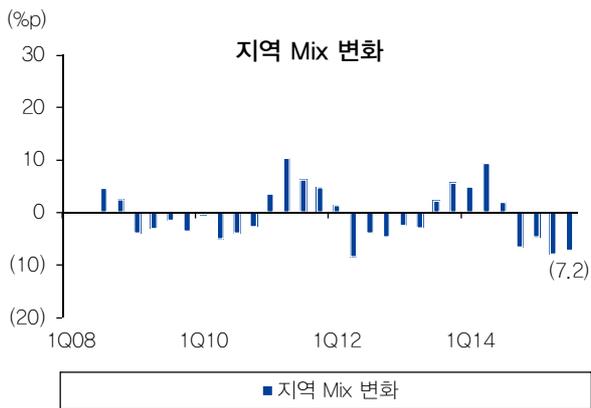


자료: 회사 자료, 블룸버그

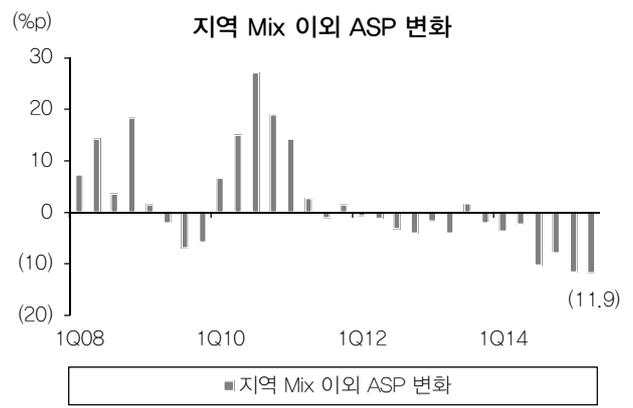
2) 2015년과 같은 믹스의 변화로 인한 큰 폭의 ASP 하락이 발생하지는 않을 것

한편, 원/엔 환율이 현재 수준인 평균 9.5원/엔을 기록할 경우, 전년대비 평균 원/엔 환율은 1% 상승하면서 일본으로의 송객 수 비중이 크게 변하지 않아, Mix 변화로 인한 ASP 하락은 제한적일 것으로 예상된다. 2015년에는 지역 믹스 변화로 인한 ASP 하락이 5~7%p 발생하였을 것으로 추정된다.

그림 32. 하나투어 ASP 변화

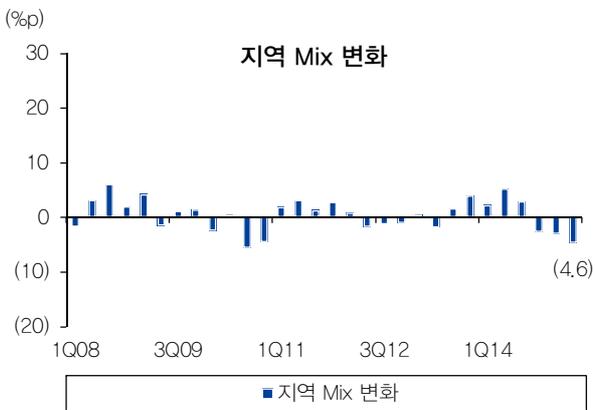


자료: 회사 자료, 삼성증권 추정

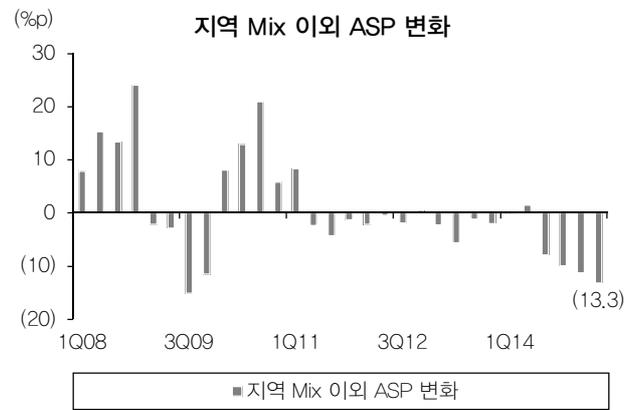


자료: 회사 자료, 삼성증권 추정

그림 33. 모두투어 ASP 변화



자료: 회사 자료, 삼성증권 추정

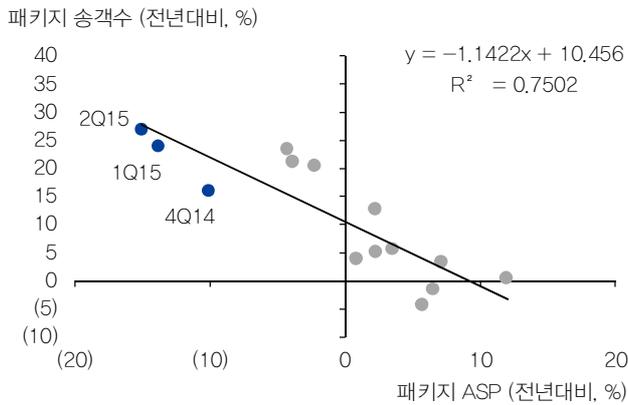


자료: 회사 자료, 삼성증권 추정

3) 패키지 판매량 9% 증가

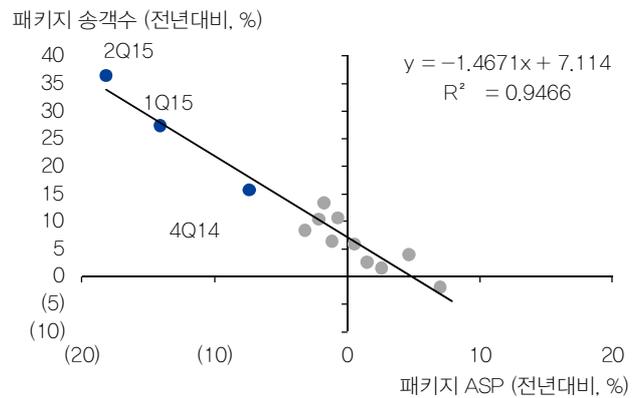
ASP가 1%p 가량 하락할 경우, 과거의 트렌드를 감안할 때 패키지 판매량은 약 9% 증가할 것으로 예상된다. 이를 종합하면 패키지 매출은 8% 성장할 것으로 예상되고, 매출 비중 90% 인 패키지 매출의 8% 성장은 모회사 성장의 약 7%p 성장을 견인할 전망이다. 한편, FIT 단품 판매 20% 성장은 모회사 성장의 2%p를 추가로 견인하여 별도기준 매출 성장률은 약 9%가 될 것으로 예상된다. FIT 상품 판매량 성장률이 10%p 추가 성장할 경우, 매출 성장률은 1%p 상승할 것이다.

그림 34. 패키지 송객 수 vs 패키지 ASP (하나투어)



자료: 회사 자료

그림 35. 패키지 송객 수 vs 패키지 ASP (모두투어)



자료: 회사 자료

표 10. 연간 이익추정 (별도 기준)

(모회사 기준)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
환율 (원/달러)	1,108	1,127	1,095	1,053	1,137	1,220	1,220
WTI (달러/배럴)	96	95	98	92	52	46	46
출국자 수 (천명)	11,560	12,474	13,525	14,726	17,570	18,985	20,314
출국자 수 (전년대비, %)	1.2	7.9	8.4	8.9	19.3	8.1	7.0
<b>하나투어</b>							
M/S (%)	16.8	18.2	19.4	20.1	20.9	22.0	23.3
송객 수	1,942	2,268	2,629	2,953	3,674	4,167	4,723
패키지	1,392	1,596	1,819	1,902	2,299	2,506	2,730
티켓	550	672	810	1,051	1,375	1,661	1,994
<b>매출액</b>	<b>226</b>	<b>259</b>	<b>298</b>	<b>315</b>	<b>359</b>	<b>387</b>	<b>418</b>
패키지	193	226	260	266	295	313	333
티켓	16	12	10	12	14	15	17
기타	18	22	28	37	50	58	68
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>22</b>	<b>35</b>	<b>37</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>44</b>	<b>50</b>
영업이익률 (%)	9.6	13.4	12.3	10.0	10.1	11.4	12.0
<b>모두투어</b>							
M/S (%)	9.6	9.9	9.8	9.7	11.0	11.9	12.6
송객 수	1,111	1,239	1,329	1,431	1,930	2,259	2,556
패키지	760	869	942	980	1,225	1,327	1,388
티켓	351	370	388	451	706	933	1,168
<b>매출액</b>	<b>122</b>	<b>133</b>	<b>143</b>	<b>155</b>	<b>177</b>	<b>195</b>	<b>208</b>
패키지	99	113	124	132	146	156	162
티켓	14	12	10	11	17	23	28
기타	9	8	10	12	14	16	19
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>26</b>	<b>31</b>	<b>35</b>
영업이익률 (%)	13.1	16.1	13.8	13.6	14.5	15.9	16.7
<b>(전년대비, %)</b>							
<b>하나투어</b>							
M/S (%)	1.1	1.4	1.3	0.6	0.9	1.0	1.3
송객 수	8.5	16.8	15.9	12.3	24.4	13.4	13.3
패키지	5.4	14.6	14.0	4.6	20.9	9.0	8.9
티켓	17.5	22.1	20.6	29.8	30.7	20.8	20.0
<b>매출액</b>	<b>3.8</b>	<b>14.5</b>	<b>14.8</b>	<b>6.0</b>	<b>13.7</b>	<b>7.8</b>	<b>8.3</b>
패키지	10.6	17.1	15.1	2.7	10.8	6.0	6.3
티켓	(36.1)	(23.4)	(12.9)	13.9	14.2	13.3	13.0
기타	(7.6)	19.3	27.6	34.2	33.8	17.2	17.6
<b>영업이익</b>	<b>(20.2)</b>	<b>60.2</b>	<b>5.2</b>	<b>(14.0)</b>	<b>15.0</b>	<b>22.2</b>	<b>13.8</b>
영업이익률 (%pts)	(2.9)	3.8	(1.1)	(2.3)	0.1	1.3	0.6
<b>모두투어</b>							
M/S (%)	0.3	0.3	(0.1)	(0.1)	1.3	0.9	0.7
송객 수	5.0	11.5	7.3	7.6	34.9	17.0	13.1
패키지	3.9	14.3	8.3	4.1	24.9	8.3	4.6
티켓	7.5	5.3	4.9	16.2	56.6	32.2	25.2
<b>매출액</b>	<b>4.4</b>	<b>8.7</b>	<b>7.6</b>	<b>8.6</b>	<b>14.3</b>	<b>9.9</b>	<b>6.9</b>
패키지	11.9	13.8	9.2	7.0	10.5	6.9	3.4
티켓	(37.8)	(16.1)	(19.3)	12.9	58.3	31.4	24.3
기타	59.7	(9.5)	25.5	24.5	16.0	15.8	15.6
<b>영업이익</b>	<b>(17.5)</b>	<b>33.2</b>	<b>(7.7)</b>	<b>7.2</b>	<b>21.5</b>	<b>20.9</b>	<b>12.2</b>
영업이익률 (%pts)	(3.5)	3.0	(2.3)	(0.2)	0.9	1.4	0.8

자료: 각 사, 삼성증권 추정

2015년 4분기 주가 흐름은 양사 모두 양호할 전망

양사의 4Q15 주가 흐름은 양사 모두 양호할 전망이다. 하나투어는 3분기에 출발해 4분기에 도착한 상품에 대해 4분기에 실적을 인식하는 점이 유리하다. 모두투어는 베이스가 높아진 상태에서 서도 고성장하는 FIT 송객수 증가율이 부각될 전망이다.

하나투어 면세 사업의 성패에 따라, 양사의 2016년 주가 상대수익률 달라질 전망

하나투어와 모두투어의 주가 상대수익률은 하나투어의 면세점 사업 성과에 따라 달라질 것으로 예상된다. 하나투어의 면세사업 (SM면세점)의 장단기 실적에 따라, 시나리오를 3가지로 분류한다면, 가장 확률 높은 시나리오는 하나투어 면세사업의 단기 실적은 부진하나, 장기 실적에 대한 가능성을 발견하면서, 하나투어의 주가가 오르고, 모두투어가 따라 오르는 시나리오이다. 이 경우에도 시나리오는 세분화될 수 있는데, SM면세점의 장기 호실적 예상 근거가 하나투어와 모두투어의 공통 특성에서 창출되었다면, 모두투어의 주가 반등도 빠르겠지만, 다른 점에서 나타났다면, (경영능력 및 입지 조건 등) 모두투어의 주가 상승 속도가 빠르지 않을 수 있다. 상대 수익률의 격차가 크지 않을 것으로 예상되는 만큼, 한국의 레저 산업에 투자한다면 하나투어, 여행 사업에 투자한다면 모두투어에 투자할 것을 권유한다.

표 11. 상대수익률 예상 시나리오

시나리오	확률 (%)	SM면세점 실적		종목 간 상대 주가 수익률 전망
		단기	장기	
1	15	양호	양호	하나투어 주가 강세 시장이 모두투어의 높은 패키지, FIT 송객 수 증가세가 지속되지 못할 것으로 해석할 것
2	60	부진	양호	하나투어 주가 상승 후 모두투어 상승 면세사업 단기실적이 부진하더라도 시장에서 하나투어 면세사업의 가능성을 발견할 것
3	25	부진	부진	모두투어 주가 강세 중소/중견 기업이 영위하는 면세사업에 대한 부정적 인식이 확대될 것

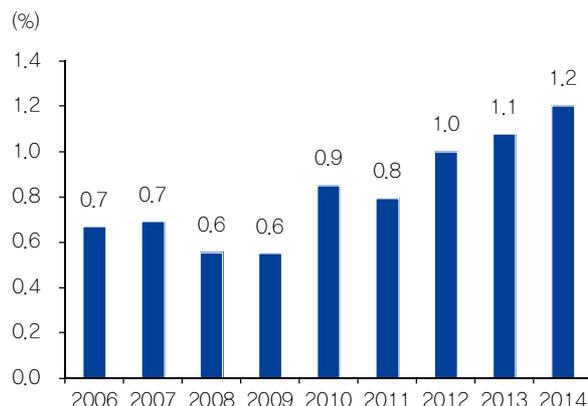
자료: 삼성증권 추정

그림 36. 별도기준 상대 영업이익\*



참고: \* 모두투어 영업이익/하나투어 영업이익  
자료: 회사 자료

그림 37. 한국 소비지출 대비 단체여행비 비중



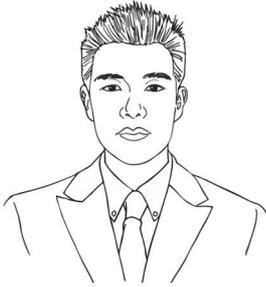
자료: 통계청

2015. 10. 23

# Company Update

## 하나투어 (039130)

### 종합레저 기업에 가장 근접한 사업자



**양일우**  
Analyst  
ilwoo.yang@samsung.com  
02 2020 7820

**조상훈**  
Research Associate  
sanghoonpure.cho@samsung.com  
02 2020 7644

- 면세사업 영업이익 기여도 2017년 22%까지 확대될 전망
- 사업 간 시너지 창출 여지 많을 것
- 레저 섹터 내 경제적 진입 장벽을 형성하는 사업자로서 밸류에이션 프리미엄 정당

#### WHAT'S THE STORY

**면세사업 영업이익 기여도 2016년 13%, 2017년 22%로 확대될 전망:** 2016년 면세사업 예상 매출과 영업이익은 각각 2,740억원, 111억원으로 회사 가이던스인 4,300억원 180억 원보다 낮은 수치이기는 하나, 2017년에 면세 매출 전년 대비 성장률이 29%에 달하면서 영업이익률이 4.8% 수준으로 높아지면, 면세사업의 영업이익 기여도는 2016년 14%에서 2017년 18%로 확대될 것으로 예상. 영업이익률이 높을 수 있는 이유는 1) 국산제품의 고가 수입품 대비 상대적으로 높은 매출이익률, 2) 낮은 인바운드 패키지 이용객 비중으로 인해 낮은 매출액 대비 알선 수수료율, 3) 낮은 임차료율 때문. 대기업 대비 부족한 고가 수입품 구색에도 불구하고, 일정규모 이상의 매출 창출이 가능할 지가 관건.

**사업 간 시너지 창출 여지 많을 것:** 시장에 알려진 마일리지 고객의 면세점 고객화 외에도 재방문 확률이 높은 아웃바운드 고객의 DB화, 오프라인고객의 온라인고객화를 통한 여행비 지급수수료율의 하락, 중국 비자대행센터 고객의 호텔 및 면세점 유입 판촉, 호텔-면세점-관광지-공항 간 셔틀버스를 활용한 호텔 고객의 면세점 유입 강화 등 사업간 시너지 창출 가능성이 높아, 면세점 영업이익 기여도 이상의 사업가치 창출이 가능할 것. 사후면세점 시장이 성장성은 높으나 낙후되어 있고, 하나투어의 패키지 여행사업 이해도는 높아 하나투어의 사후면세점 시장에서의 활약 기대.

**레저 섹터 내 경제적 진입 장벽을 형성하는 사업자:** 중소/중견 기업으로서 각종 혜택이 주어지고 있는 단계이기 때문에 레저 산업 내 각국 정부의 규제가 많아지는 상황에서 경제적 진입장벽을 형성하면서 밸류에이션 프리미엄이 정당화되는 사업자. 비수기에 성수기보다 양호한 실적을 보이는 최근의 흐름에 따라, 4분기 실적이 양호할 가능성이 높고, 전년 대비 하락하는 유가 (유류할증료) 모멘텀을 2016년 상반기까지는 향유할 수 있을 것으로 예상되며, 해외 종속회사들의 이익기여도 역시 지속적으로 높아지고 있어, BUY 투자 의견과 목표주가 200,000원 유지.

#### AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	200,000원	(55.0%)
현재주가	129,000원	
시가총액	1,5조원	
Shares (100)	11,616,185주	(76.3%)
52 주 최저/최고	64,600원/187,500원	
60 일-평균거래대금	175,9억원	

#### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
하나투어 (%)	-12.5	-5.1	88.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	-14.3	0.5	80.3

#### KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	200,000	200,000	0.0%
2015E EPS	3,493	4,575	-23.7%
2016E EPS	4,965	5,617	-11.0%

#### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	18
Target price	191,278
Recommendation	3.9
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

#### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2014	2015E	2016E	2017E
매출액 (십억원)	385	466	763	884
순이익 (십억원)	35	44	63	74
EPS (adj) (원)	2,879	3,493	4,965	5,860
EPS (adj) growth (%)	(1.5)	21.4	42.1	18.0
EBITDA margin (%)	12.3	12.6	11.3	11.9
ROE (%)	18.2	20.8	24.4	23.4
P/E (adj) (배)	44.8	36.9	26.0	22.0
P/B (배)	7.9	6.7	5.4	4.4
EV/EBITDA (배)	27.3	22.0	14.8	12.0
Dividend yield (%)	1.0	1.1	1.2	1.2

자료: 삼성증권 추정

하나투어: 분기 및 연간 실적 추정 (별도기준)

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
영업수익	97	86	87	88	102	91	99	94	315	359	387
항공권대매수익	4	3	3	4	4	3	4	4	12	14	15
국제관광알선수익	83	70	73	70	87	71	82	73	266	295	313
기타알선수익	8	9	9	9	9	11	10	11	28	35	42
기타수익	2	4	3	6	2	4	3	6	9	15	16
영업비용	83	78	81	79	90	82	87	83	284	322	342
급여 및 성과급	22	19	21	19	24	21	24	21	73	81	90
광고선전비	4	6	5	5	5	7	6	6	17	20	23
여행비지급수수료	35	31	32	32	36	29	32	30	112	131	127
기타	22	22	23	23	24	25	25	25	80	89	100
영업이익	13	8	6	9	12	8	12	11	31	36	44
<b>증가율 (전년대비, %)</b>											
영업수익	21.3	17.7	2.0	14.8	5.7	4.9	14.2	6.7	6.0	13.7	7.8
항공권대매수익	21.7	7.7	12.0	15.0	13.0	12.0	13.0	15.0	13.9	14.2	13.3
국제관광알선수익	19.2	14.7	(2.6)	13.8	4.0	2.4	13.4	4.3	2.7	10.8	6.0
기타알선수익	28.7	28.8	25.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	28.6	25.4	20.0
기타수익	125.3	69.2	153.6	18.8	9.0	7.4	18.4	9.3	54.9	59.0	10.4
영업비용	18.2	15.0	7.5	13.7	7.8	5.1	7.7	4.0	8.8	13.5	6.2
급여 및 성과급	12.8	10.2	10.0	11.0	12.0	13.0	12.0	11.0	12.0	11.0	12.0
광고선전비	24.6	14.5	13.0	14.0	15.0	15.0	15.0	15.0	16.9	15.9	15.0
여행비지급수수료	22.1	22.8	4.0	19.4	2.0	(7.8)	0.8	(6.7)	3.0	16.7	(2.8)
기타	17.4	10.8	9.5	9.0	12.0	14.0	12.0	11.0	13.9	11.5	12.2
영업이익	44.4	51.8	(40.5)	25.5	(7.7)	3.1	105.4	30.7	(14.0)	15.0	22.2
<b>Volume (천 명)</b>											
전체출국자 (승무원제외)	4,355	4,095	4,667	4,454	4,747	4,382	5,180	4,676	14,726	17,570	18,985
하나투어 M/S (%)	21.4	20.3	20.2	21.8	22.3	21.3	21.4	22.9	20.1	20.9	22.0
하나투어 전체	930	830	944	969	1,059	932	1,107	1,069	2,953	3,674	4,167
하나투어 패키지	610	531	551	607	673	573	620	641	1,902	2,299	2,506
하나투어 기타	320	299	393	363	387	359	487	428	1,051	1,375	1,661
<b>증가율 (전년대비, %)</b>											
전체출국자 (승무원제외)	20.6	22.7	17.5	17.0	9.0	7.0	11.0	5.0	8.9	19.3	8.1
하나투어 M/S (%)	1.3	0.9	0.3	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	0.6	0.9	1.0
하나투어 전체	28.6	28.5	19.5	22.1	13.9	12.3	17.3	10.3	12.3	24.4	13.4
하나투어 패키지	23.9	27.0	13.0	20.4	10.2	7.9	12.5	5.6	4.6	20.9	9.0
하나투어 기타	38.4	31.3	30.0	25.0	21.0	20.0	24.0	18.0	29.8	30.7	20.8
수탁금 (십억원)	733	651	729	726	819	716	838	784	2,600	2,839	3,158
패키지 수탁금	524	463	474	497	569	492	525	517	1,857	1,958	2,103
티켓 수탁금	209	189	255	229	250	224	313	267	743	882	1,055
<b>ASP (백만원)</b>											
패키지 ASP	0.86	0.87	0.86	0.82	0.85	0.86	0.85	0.81	0.98	0.85	0.84
티켓 ASP	0.65	0.63	0.65	0.63	0.65	0.62	0.64	0.62	0.71	0.64	0.64
<b>(전년대비, %)</b>											
수탁금	11.7	9.9	3.3	12.4	11.8	9.9	15.0	8.1	7.8	9.2	11.2
패키지 수탁금	6.8	7.8	(2.8)	10.8	8.6	6.3	10.8	4.0	1.1	5.4	7.4
티켓 수탁금	26.4	15.7	17.0	16.3	19.8	18.8	22.8	16.8	29.1	18.6	19.7
<b>ASP</b>											
패키지 ASP	(13.9)	(15.1)	(14.0)	(8.0)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(3.3)	(12.8)	(1.5)
티켓 ASP	(8.6)	(11.9)	(10.0)	(7.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(0.5)	(9.3)	(1.0)
패키지 매출전환율 (%)	15.9	15.1	15.3	14.0	15.2	14.5	15.7	14.0	14.4	15.1	14.9
여행비지급수수료율 (%)	6.8	6.8	6.7	6.5	6.4	5.9	6.1	5.8	6.0	6.7	6.0

자료: 하나투어, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>353</b>	<b>385</b>	<b>466</b>	<b>763</b>	<b>884</b>
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>353</b>	<b>385</b>	<b>466</b>	<b>763</b>	<b>884</b>
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	312	345	414	686	791
<b>영업이익</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>52</b>	<b>78</b>	<b>93</b>
(영업이익률, %)	11.4	10.5	11.2	10.2	10.5
<b>영업외손익</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
금융수익	5	4	4	4	4
금융비용	0	0	1	1	1
지분법손익	(0)	0	(0)	(0)	(0)
기타	4	1	4	3	3
<b>세전이익</b>	<b>49</b>	<b>46</b>	<b>59</b>	<b>84</b>	<b>99</b>
법인세	13	11	15	21	25
(법인세율, %)	26.2	23.4	25.1	25.0	25.0
계속사업이익	36	35	44	63	74
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>순이익</b>	<b>36</b>	<b>35</b>	<b>44</b>	<b>63</b>	<b>74</b>
(순이익률, %)	10.2	9.2	9.4	8.2	8.4
지배주주순이익	34	33	41	58	68
비지배주주순이익	2	2	3	5	6
EBITDA	46	48	59	87	105
(EBITDA 이익률, %)	12.9	12.3	12.6	11.3	11.9
EPS (지배주주)	2,923	2,879	3,511	4,991	5,886
EPS (연결기준)	3,105	3,046	3,780	5,397	6,412
수정 EPS (원)*	2,923	2,879	3,493	4,965	5,860

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>46</b>	<b>104</b>	<b>53</b>	<b>73</b>	<b>89</b>
당기순이익	36	35	44	63	74
현금유출입이없는 비용 및 수익	21	22	21	23	26
유형자산 감가상각비	3	4	6	9	12
무형자산 상각비	2	3	0	0	0
기타	16	15	15	14	14
영업활동 자산부채 변동	1	55	(5)	4	9
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(41)</b>	<b>(40)</b>	<b>(37)</b>	<b>(45)</b>	<b>(48)</b>
유형자산 증감	(7)	(10)	(17)	(23)	(27)
장단기금융자산의 증감	(6)	(20)	(16)	(18)	(17)
기타	(28)	(9)	(4)	(3)	(4)
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(15)</b>	<b>(32)</b>	<b>(18)</b>	<b>(26)</b>	<b>(30)</b>
차입금의 증가(감소)	(5)	11	(1)	(1)	(1)
자본금의 증가(감소)	4	1	3	3	3
배당금	(12)	(14)	(16)	(17)	(19)
기타	(2)	(30)	(3)	(11)	(13)
현금증감	(11)	32	(1)	2	10
기초현금	93	82	114	113	115
기말현금	82	114	113	115	125
<b>Gross cash flow</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>65</b>	<b>86</b>	<b>101</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>38</b>	<b>93</b>	<b>37</b>	<b>50</b>	<b>61</b>

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 하나투어, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	<b>278</b>	<b>316</b>	<b>340</b>	<b>401</b>	<b>438</b>
현금 및 현금등가물	82	114	113	115	125
매출채권	61	50	70	115	127
재고자산	0	1	0	0	0
기타	135	152	157	171	186
<b>비유동자산</b>	<b>98</b>	<b>121</b>	<b>131</b>	<b>183</b>	<b>239</b>
투자자산	42	51	59	62	65
유형자산	35	46	53	63	75
무형자산	11	12	16	19	23
기타	10	11	3	38	76
<b>자산총계</b>	<b>376</b>	<b>437</b>	<b>470</b>	<b>584</b>	<b>677</b>
<b>유동부채</b>	<b>181</b>	<b>243</b>	<b>242</b>	<b>305</b>	<b>337</b>
매입채무	54	76	77	131	157
단기차입금	7	13	12	11	10
기타 유동부채	120	154	153	163	170
<b>비유동부채</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
사채 및 장기차입금	1	2	2	2	2
기타 비유동부채	2	5	5	5	5
<b>부채총계</b>	<b>184</b>	<b>249</b>	<b>249</b>	<b>311</b>	<b>344</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>186</b>	<b>180</b>	<b>213</b>	<b>262</b>	<b>322</b>
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	91	92	95	98	101
이익잉여금	99	119	148	195	252
기타	(10)	(36)	(36)	(36)	(36)
<b>비지배주주지분</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>12</b>
<b>자본총계</b>	<b>193</b>	<b>188</b>	<b>222</b>	<b>272</b>	<b>334</b>
순부채	(174)	(208)	(218)	(230)	(252)

재무비율 및 주당지표

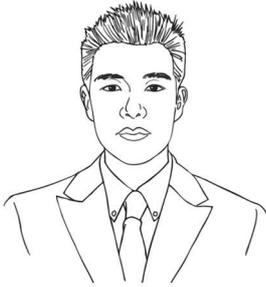
12월 31일 기준	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	14.6	9.3	20.8	63.9	15.9
영업이익	1.9	0.2	28.7	49.1	19.9
순이익	(3.6)	(1.9)	24.1	42.8	18.8
수정 EPS**	(3.8)	(1.5)	21.4	42.1	18.0
<b>주당지표</b>					
EPS (지배주주)	2,923	2,879	3,511	4,991	5,886
EPS (연결기준)	3,105	3,046	3,780	5,397	6,412
수정 EPS**	2,923	2,879	3,493	4,965	5,860
BPS	16,415	16,369	19,267	23,730	29,164
DPS (보통주)	1,100	1,300	1,400	1,500	1,600
<b>Valuations (배)</b>					
P/E***	44.1	44.8	36.9	26.0	22.0
P/B***	7.9	7.9	6.7	5.4	4.4
EV/EBITDA	29.2	27.3	22.0	14.8	12.0
<b>비율</b>					
ROE (%)	19.5	18.2	20.8	24.4	23.4
ROA (%)	9.9	8.7	9.7	11.9	11.8
ROIC (%)	(101.5)	(58.4)	(60.1)	(163.2)	40,662.4
배당성향 (%)	36.8	43.3	37.9	28.6	25.8
배당수익률 (보통주, %)	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2
순부채비율 (%)	(90.4)	(110.8)	(98.4)	(84.7)	(75.5)
이자보상배율 (배)	207.2	148.9	352.9	n/a	n/a

2015. 10. 23

# Company Update

## 모두투어 (080160)

가치는 주식시장보다 업계에서 부각될 전망



**양일우**  
Analyst  
ilwoo.yang@samsung.com  
02 2020 7820

**조상훈**  
Research Associate  
sanghoonpure.cho@samsung.com  
02 2020 7644

- FIT 고성장세를 기저효과만으로 설명할 필요는 없을 것
- 종속회사 실적 턴어라운드 2016년에는 가능할 것
- 대기업 면세사업자들과의 협력 가능성도 열려 있을 것

### WHAT'S THE STORY

**FIT의 고성장세 지속될 전망:** 모두투어의 하나투어 대비 상대적인 패키지 판매량이 52% 인데, FIT 상대 판매량이 52%에 도달한 상태에서도 모두투어의 FIT 판매량 성장률이 더욱 높게 나오는 현상이 지속. 고성장 원인은 크게 두 가지 일 것으로 예상되는데, 1) 아마테우스라는 최저가 항공권을 검색해주는 발권 시스템과 2) 빠른 판매 채널 확장. 저렴한 가격을 바탕으로 중국 씨트립, 위메프, 삼성카드 등의 채널에서 모두투어를 이용하기 시작.

**종속회사의 실적 턴어라운드 가능성 주목:** 모두투어의 2015년 상반기 기준 별도기준 영업이익이 하나투어의 60%에 달함에도 불구하고, 시가총액이 35% 수준에 불과한 것은 종속회사들의 실적 부진이 원인이라고 판단. 2015년 상반기 의미 있는 손실을 기록한 회사는 모두스테이(-5억원)와 자유투어(약 -10억원). 그러나, 모두투어는 운영 호텔의 개수가 증가하면서 고정비가 상쇄되는 2016년에 모두스테이는 약 5억원 가량의 이익을 기록할 것으로 예상. 한편, 자유투어는 B2C 저가 패키지 여행사에 대응하는 상품을 모두투어로부터 소싱한 항공권 및 호텔을 통해 출시할 예정이어서 2017년에는 손익분기에 다다를 전망. 다만, B2C 여행업계 내 경쟁심화 우려는 있음.

**종속회사의 실적 턴어라운드 가능성 주목:** 2016년 초는 면세업계의 경쟁이 가장 심해질 수 있는 시기. 하나투어가 아웃바운드 여행객을 면세 매출로 전환시키는데 성공할 경우, 대기업 면세사업자는 모두투어와 협력하고자 할 가능성이 높을 것. 참고로, 인바운드 사업을 영위하는 모두투어 인터내셔널은 호텔신라가 지분의 19%를 보유하고 있고, 한화그룹의 임직원 출장 및 여행 서비스는 모두투어가 제공하고 있어, 모두투어가 하나투어처럼 중국 비자대행센터를 주요 도시에서 운영하게 될 경우, 인바운드 사업 강화를 위한 대기업의 제휴 움직임이 더욱 활발해질 가능성도 있음.

### AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	52,000원	(43.6%)
현재주가	36,200원	
시가총액	4,561.2억원	
Shares (local)	12,600,000주	(76.2%)
52 주 최저/최고	20,600원/45,000원	
60 일-평균거래대금	55.9억원	

### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
모두투어 (%)	-4.1	-1.0	68.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-1.6	3.0	40.2

### KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	52,000	46,000	13.0%
2015E EPS	1,360	1,930	-29.5%
2016E EPS	1,708	2,249	-24.1%

### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	12
Target price	48,958
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2014	2015E	2016E	2017E
매출액 (십억원)	165	194	214	229
순이익 (십억원)	14	17	21	25
EPS (adj) (원)	1,218	1,360	1,708	1,992
EPS (adj) growth (%)	(4.7)	11.7	25.6	16.6
EBITDA margin (%)	11.4	11.8	13.7	15.0
ROE (%)	16.3	16.2	18.4	19.0
P/E (adj) (배)	29.7	26.6	21.2	18.2
P/B (배)	4.4	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA (배)	21.7	17.1	13.2	11.1
Dividend yield (%)	1.4	1.5	1.8	2.2

자료: 삼성증권 추정

## 모두투어: 분기 및 연간 실적 추정 (별도기준)

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
영업수익	47	44	44	43	51	46	52	47	155	177	195
해외여행알선수입	40	36	36	34	42	36	42	36	132	146	156
항공권판매수수료	4	4	4	5	6	5	5	6	11	17	23
기타수입	3	4	4	4	3	4	5	5	13	15	17
영업비용	40	38	37	37	43	41	41	39	134	152	164
인건비	13	12	12	11	14	13	13	12	43	47	51
여행지급수수료	15	12	14	13	15	13	15	13	50	54	57
일반지급수수료	6	5	5	6	7	6	6	6	17	22	25
광고선전비	2	3	3	3	2	4	3	3	8	11	12
기타비용	4	4	4	4	5	5	5	5	16	17	19
영업이익	7	6	6	6	8	5	11	8	21	26	31
<b>증가율 (전년대비, %)</b>											
영업수익	18.6	23.1	1.9	15.5	8.6	4.6	18.4	8.3	8.6	14.3	9.9
해외여행알선수입	16.4	18.6	(3.5)	13.1	5.1	0.8	17.2	4.5	7.0	10.5	6.9
항공권판매수수료	90.8	55.0	55.0	43.0	39.0	29.0	29.0	29.0	12.9	58.3	31.4
기타수입	(8.6)	45.9	18.0	10.0	15.0	15.0	15.0	15.0	31.3	15.5	15.0
영업비용	15.3	18.3	7.1	12.3	8.6	8.4	10.1	5.3	8.8	13.1	8.1
인건비	6.3	14.4	7.0	8.0	8.0	8.0	8.0	7.0	6.7	8.8	7.8
여행지급수수료	11.7	4.6	2.8	17.0	5.9	6.0	11.2	0.5	(2.2)	8.8	6.0
일반지급수수료	63.7	53.6	10.0	15.0	15.0	13.0	13.0	10.0	55.9	32.6	12.8
광고선전비	(1.6)	98.0	9.0	10.0	12.0	10.0	9.0	10.0	42.7	24.2	10.1
기타비용	10.6	12.0	5.0	9.0	9.0	9.0	9.0	7.0	6.4	9.1	8.5
영업이익	41.0	63.3	(21.1)	39.9	8.6	(17.5)	68.1	26.4	7.2	21.5	20.9
<b>Volume (천 명)</b>											
전체출국자 (승무원제외)	4,355	4,095	4,667	4,454	4,747	4,382	5,180	4,676	14,726	17,570	18,985
모두투어 M/S (%)	11.2	10.7	10.4	11.6	12.2	11.5	11.3	12.6	9.7	11.0	11.9
모두투어 전체	487	439	486	518	581	504	584	590	1,431	1,930	2,259
모두투어 패키지	335	288	292	310	369	307	331	320	980	1,225	1,327
모두투어 기타	152	152	194	208	213	197	253	270	451	706	933
<b>증가율 (전년대비, %)</b>											
전체출국자 (승무원제외)	20.6	22.7	17.5	17.0	9.0	7.0	11.0	5.0	8.9	19.3	8.1
모두투어 M/S (%)	1.2	1.5	1.2	1.2	1.1	0.8	0.9	1.0	(0.1)	1.3	0.9
모두투어 전체	35.0	42.9	32.4	31.0	19.4	14.7	20.1	14.0	7.6	34.9	17.0
모두투어 패키지	27.3	36.4	17.0	20.8	10.1	6.6	13.5	3.2	4.1	24.9	8.3
모두투어 기타	55.7	56.9	65.0	50.0	40.0	30.0	30.0	30.0	16.2	56.6	32.2
수탁금 (십억원)	384	338	371	377	445	377	436	416	1,275	1,469	1,674
패키지 수탁금	293	250	253	261	319	264	284	267	981	1,057	1,134
티켓 수탁금	91	87	118	116	126	113	152	149	293	412	540
<b>ASP (백만원)</b>											
패키지 ASP	0.87	0.87	0.87	0.84	0.86	0.86	0.86	0.83	1.00	0.86	0.85
티켓 ASP	0.60	0.58	0.61	0.56	0.59	0.57	0.60	0.55	0.65	0.58	0.58
<b>(전년대비, %)</b>											
수탁금	15.1	16.7	11.1	18.5	16.0	11.6	17.6	10.3	4.4	15.3	13.9
패키지 수탁금	9.3	11.6	(0.6)	11.1	9.0	5.6	12.4	2.2	2.3	7.7	7.3
티켓 수탁금	38.7	34.4	48.5	39.5	38.6	28.7	28.7	28.7	12.2	40.6	30.9
<b>ASP</b>											
패키지 ASP	(14.1)	(18.2)	(15.0)	(8.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.7)	(13.8)	(1.0)
티켓 ASP	(10.9)	(14.4)	(10.0)	(7.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(3.4)	(10.2)	(1.0)
패키지 매출전환율 (%)	13.7	14.4	14.2	13.1	13.2	13.7	14.8	13.4	13.5	13.8	13.8
여행비지급수수료율 (%)	5.0	4.9	5.5	5.1	4.8	5.0	5.4	5.0	5.1	5.1	5.0

자료: 모두투어, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>147</b>	<b>165</b>	<b>194</b>	<b>214</b>	<b>229</b>
매출원가	2	4	8	9	10
<b>매출총이익</b>	<b>145</b>	<b>161</b>	<b>187</b>	<b>205</b>	<b>220</b>
(매출총이익률, %)	99.0	97.7	96.1	96.0	95.8
판매 및 일반관리비	130	144	166	179	189
<b>영업이익</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>26</b>	<b>31</b>
(영업이익률, %)	10.7	10.1	10.6	12.3	13.5
<b>영업외손익</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
금융수익	2	1	1	2	2
금융비용	0	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	3	2	1	(0)	(0)
<b>세전이익</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>33</b>
법인세	5	5	6	7	8
(법인세율, %)	24.0	27.3	27.6	24.2	24.2
계속사업이익	15	14	17	21	25
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>순이익</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>25</b>
(순이익률, %)	10.4	8.5	8.6	9.9	10.8
지배주주순이익	16	15	17	22	25
비지배주주순이익	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)
EBITDA	17	19	23	29	34
(EBITDA 이익률, %)	11.6	11.4	11.8	13.7	15.0
EPS (지배주주)	1,278	1,218	1,343	1,708	1,992
EPS (연결기준)	1,212	1,114	1,319	1,684	1,968
수정 EPS (원)*	1,278	1,218	1,360	1,708	1,992

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>15</b>	<b>29</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>25</b>
당기순이익	15	14	17	21	25
현금유출입이없는 비용 및 수익	11	8	8	8	8
유형자산 감가상각비	1	2	2	3	3
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	9	6	6	5	5
영업활동 자산부채 변동	(6)	11	(4)	(1)	(3)
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>(12)</b>	<b>(46)</b>	<b>(12)</b>	<b>(11)</b>	<b>(13)</b>
유형자산 증감	(1)	(3)	(5)	(4)	(5)
장단기금융자산의 증감	(8)	5	(7)	(7)	(8)
기타	(4)	(47)	(0)	(0)	(0)
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(8)</b>	<b>34</b>	<b>(8)</b>	<b>(9)</b>	<b>(11)</b>
차입금의 증가(감소)	2	34	(1)	(1)	(0)
자본금의 증가(감소)	(0)	0	0	0	0
배당금	(5)	(6)	(7)	(8)	(10)
기타	(5)	5	0	0	0
현금증감	(5)	19	(0)	3	1
기초현금	42	36	55	55	58
기말현금	36	55	55	58	59
<b>Gross cash flow</b>	<b>26</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>33</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>15</b>	<b>26</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>20</b>

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 모두투어, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	<b>117</b>	<b>132</b>	<b>138</b>	<b>146</b>	<b>154</b>
현금 및 현금등가물	36	55	55	58	59
매출채권	22	19	26	27	30
재고자산	0	0	0	0	0
기타	59	58	57	61	65
<b>비유동자산</b>	<b>35</b>	<b>92</b>	<b>92</b>	<b>96</b>	<b>101</b>
투자자산	19	19	72	75	79
유형자산	10	13	15	16	18
무형자산	1	4	4	4	5
기타	5	55	0	(0)	0
<b>자산총계</b>	<b>152</b>	<b>224</b>	<b>230</b>	<b>242</b>	<b>255</b>
<b>유동부채</b>	<b>57</b>	<b>84</b>	<b>88</b>	<b>88</b>	<b>89</b>
매입채무	0	0	2	2	2
단기차입금	1	6	5	5	4
기타 유동부채	56	78	81	81	83
<b>비유동부채</b>	<b>6</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>30</b>	<b>25</b>
사채 및 장기차입금	1	29	29	29	29
기타 비유동부채	5	2	3	1	(4)
<b>부채총계</b>	<b>63</b>	<b>115</b>	<b>120</b>	<b>118</b>	<b>115</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>89</b>	<b>99</b>	<b>110</b>	<b>124</b>	<b>141</b>
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	28	28	28	28	28
이익잉여금	70	78	89	103	120
기타	(15)	(14)	(14)	(14)	(14)
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>90</b>	<b>109</b>	<b>110</b>	<b>124</b>	<b>141</b>
순부채	(80)	(60)	(64)	(71)	(77)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	6.6	12.1	17.9	10.1	7.2
영업이익	(25.7)	5.2	23.6	28.1	17.6
순이익	(13.4)	(8.1)	18.4	27.7	16.9
수정 EPS**	(8.4)	(4.7)	11.7	25.6	16.6
<b>주당지표</b>					
EPS (지배주주)	1,278	1,218	1,343	1,708	1,992
EPS (연결기준)	1,212	1,114	1,319	1,684	1,968
수정 EPS**	1,278	1,218	1,360	1,708	1,992
BPS	7,458	8,218	9,122	10,311	11,693
DPS (보통주)	500	510	550	650	800
<b>Valuations (배)</b>					
P/E***	28.3	29.7	26.6	21.2	18.2
P/B***	4.9	4.4	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	22.0	21.7	17.1	13.2	11.1
<b>비율</b>					
ROE (%)	18.7	16.3	16.2	18.4	19.0
ROA (%)	10.1	7.5	7.3	9.0	10.0
ROIC (%)	(218.5)	(86.4)	(33.1)	(28.6)	(33.2)
배당성향 (%)	37.2	39.9	39.1	36.3	38.3
배당수익률 (보통주, %)	1.4	1.4	1.5	1.8	2.2
순부채비율 (%)	(88.9)	(55.4)	(58.2)	(57.6)	(54.7)
이자보상배율 (배)	641.9	23.6	65.9	n/a	n/a

Compliance Notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 22일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 22일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

하나투어							
일 자	2013/10/31	2014/12/15	2015/2/27	4/1	4/20	7/12	8/4
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY★★★★	BUY
TP (원)	80,000	95,000	110,000	140,000	160,000	180,000	200,000

모두투어							
일 자	2013/10/31	2014/12/15	2015/2/12	2/27	4/1	8/4	10/23
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY★★★★	BUY★★★★	BUY	BUY
TP (원)	30,000	33,000	40,000	40,000	46,000	46,000	52,000

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
<b>BUY★★★★ (매수★★★★)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준 <b>BUY (매수)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30% <b>HOLD (중립)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외 <b>SELL (매도)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30% <b>SELL★★★★ (매도★★★★)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하	<b>OVERWEIGHT(비중확대)</b> 향후 12개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 <b>NEUTRAL(중립)</b> 향후 12개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상 <b>UNDERWEIGHT(비중축소)</b> 향후 12개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2015년 9월 30일 기준

매수 (71.8%) | 중립 (28.2%) | 매도 (0%)



삼성증권주식회사

04514 서울특별시 중구 세종대로 67 삼성본관빌딩 12층 리서치센터  
02 2020 8000

지점 대표번호

1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수

080 911 0900

[samsung POP.com](http://samsungPOP.com)



MEMBER OF  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
In Collaboration with RobecoSAM