

여행

자회사들의 구조적 턴어라운드 시작됩니다

자회사들 턴어라운드 및 추가적인 EPS 상향 요인까지 충분

아웃바운드의 2가지 트렌드 즉, 1) LCC 확대에 따른 항공권 가격 하락과 2) 관광/쇼핑이 아닌 휴양/식도락 위주의 여행을 떠나는 라이프 스타일의 변화로 1인당 여행 횟수는 '13년 1.2회에서 '17년 2.6회까지 증가했다. ASP에 대한 우려 역시 유가 상승으로 상쇄되고 있으며, 현 수준(유류할증료 3~4단계)만 유지된다면 여행수요에 미치는 영향은 제한적이다. 자회사들의 구조적인 턴어라운드도 시작되며, 지난 1년간 하나/모두투어의 2019년 영업이익 컨센서스가 각각 20% 내외 상승했음에도 추가적인 EPS 개선 여지도 분명하다. 현 주가에서도 영업이익 증가율만 반영해도 충분한 상승여력이 있으며, 추가적인 밸류에이션 상향도 기대하고 있다. 여행 산업 내 굳이 선호도를 따지면 추가 EPS 상향 여지가 많은 하나투어를 최선호하나 더 정확하게는 여행주의 비중확대를 추천한다.

자회사들의 구조적 턴어라운드 시작

하나투어 자회사들의 합산 영업이익은 2016년 -94억원 → 2019년F 217억원까지 개선될 것이다. 시내면세점의 다운사이징과 공항점의 임대료 인하 등으로 200억원 내외, 2020년 도쿄올림픽을 앞두고 하나투어 재팬의 구조적 성장이 약 170억원 내외 기여할 것이다.

모두투어 자회사들의 합산 영업이익은 2016년 -53억원 → 2019년F 43억원까지 개선될 것이다. 자유투어는 2017년 이미 BEP를 달성했으며, 2019년 영업이익 16억원을 전망하며, 4Q17부터 리츠 연결 반영으로 영업이익이 20억원 추가된다.

추가적인 EPS 상향 여지도 충분

하나/모두투어의 지난 1년간 2019년 영업이익 추정치는 각각 20% 내외 상승했지만, 여전히 추가적인 상향요인들이 있다. 하나투어는 사드 규제 완화 시 면세점의 추가적인 실적 개선이 예상되며, 2017년 약 50억원 내외의 적자로 추정되는 호텔 부문도 최대 10억원 영업적자까지 개선될 수 있을 것이다. 모두투어는 일본/중국/유럽 3개국 등 해외자회사들의 연결 반영 시 2019년 약 40억원의 이익 개선이 추가될 수 있을 것이다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(3월 13일)
하나투어(039130)	BUY	145,000원	110,000원
모두투어(080160)	BUY	47,000원	38,700원

Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	664	833	973	1,123	1,261
영업이익	십억원	61	41	73	115	143
세전이익	십억원	65	47	78	118	147
순이익	십억원	45	25	39	82	103

주: 하나/모두투어 합산



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

CONTENTS

1. 여행 수요 고성장의 2가지 트렌드는 여전히 유효	3
1) 2018년 출국자 수는 2,844만명(+14.5%) 증가 전망	3
2) 3월 부진한 예약률 지표는 일시적인 것	4
3) LCC 확대로 해외여행 빈도 증가	5
4) 라이프 스타일의 변화 - 관광/쇼핑보다 힐링/먹방이다	7
2. 자회사들의 구조적 턴어라운드 시작	10
1) 하나투어: 자회사들 합산 이익은 2016년 -94억원 → 2019년F 217억원	10
2) 모두투어: 자회사들 합산 이익은 2016년 -53억원 → 2019년F 43억원	13
3. 밸류에이션 - 재평가 기대	14
1) 아웃바운드 성장 지속 + 자회사들의 구조적 실적 개선은 상향 요인	14
4. Top Picks 및 관심종목	15
하나투어 (039130)	16
모두투어 (080160)	21

1. 여행 수요 고성장의 2가지 트렌드는 여전히 유효

1) 2018년 출국자 수는 2,844만명(+14.5%) 증가 전망

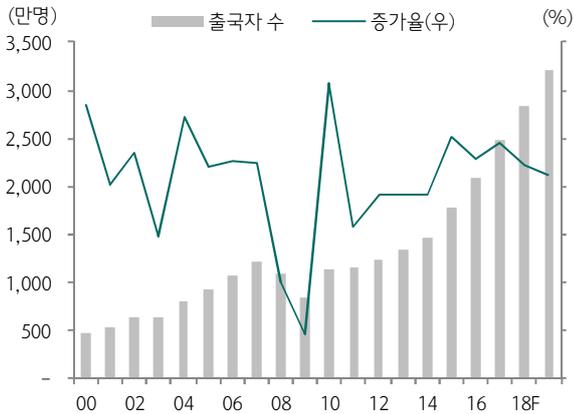
2018년 출국자 수 14.5% 증가 전망

대만과 비교할 때 충분한 상승 여지 있음

2018년 예상 출국자 수는 2,844만명(+14.5% YoY)으로 2가지 트렌드, 즉 1) LCC 확대에 따른 항공권 가격 하락과 2) 라이프 스타일 변화가 여전히 유효하기에 고성장이 이어질 것으로 예상된다. 2018년 출국자수는 인구 수의 약 55%로, 상당히 유사한 추세를 보이는 대만(2017년 66%)과 비교해도 아직 여행 수요는 충분한 상승 여지가 있다.

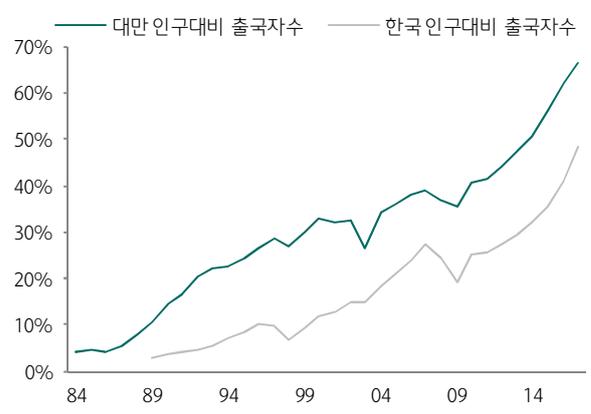
공휴일 수도 2017년과 같은 15일이다. 다만, 2017년에는 5월과 10월에 공휴일이 집중된 2번의 황금연휴로 장거리 비중이 상대적으로 높았다면, 2018년에는 단거리 노선 위주의 성장이 예상된다.

그림 1. 출국자 수 증가율 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 2. 대만/한국의 인구 대비 출국자 수 추이



자료: 대만/한국 통계청, 하나금융투자

표 1. 연도별 공휴일 및 날짜수(주말제외) 추이

2017년 공휴일				2018년 공휴일				2019년 공휴일			
명칭	날짜	요일	날짜수	명칭	날짜	요일	날짜수	명칭	날짜	요일	날짜수
신정	1월 1일	일	0	신정	1월 1일	월	1	신정	1월 1일	화	1
설날	1월 27~30일	금~일	2	설날	2월 15~17일	목~토	2	설날	2월 4~6일	월~수	3
삼일절	3월 1일	수	1	삼일절	3월 1일	목	1	삼일절	3월 1일	금	1
석가탄신일	5월 3일	수	1	어린이날	5월 7일(대체)	월	1	어린이날	5월 5일	일	1
어린이날	5월 5일	금	1	석가탄신일	5월 22일	화	1	석가탄신일	5월 12일	일	0
19대 대선	5월 9일	화	1	현충일	6월 6일	수	1	현충일	6월 6일	목	1
현충일	6월 6일	화	1	지방선거	6월 13일	수	1	광복절	8월 15일	목	1
광복절	8월 15일	화	1	광복절	8월 15일	수	1	추석	9월 12~14일	목~일	2
임시공휴일	10월 2일	월	1	추석	9월 24~26일	일~수	3	개천절	10월 3일	목	1
개천절	10월 3일	화	1	개천절	10월 3일	수	1	한글날	10월 9일	수	1
추석	10월 4~6일	수~금	3	한글날	10월 9일	화	1	크리스마스	12월 25일	수	1
한글날	10월 9일	월	1	크리스마스	12월 25일	화	1	신정	1월 1일	화	1
크리스마스	12월 25일	월	1								
합계			15	합계			15	합계			13

자료: 하나금융투자

2) 3월 부진한 예약률 지표는 일시적인 것

하나/모두투어의 4~5월 예약률은 한 자릿수로 부진

하나투어는 3~5월 각각 14%/4%/5%, 모두투어는 15%/12%/3%를 기록하면서 4~5월 모두 한 자릿수를 기록했고, 전년 황금연휴에 따른 기고효과에 대한 우려들도 나오고 있다. 다만, 예약률 부진은 매우 일시적이라는 판단이다.

다만, 2017년 황금연휴와 달리 2018년에는 공휴일이 서로 떨어져 있어 리드타임이 상대적으로 짧음. 예약률 갈수록 상승할 것

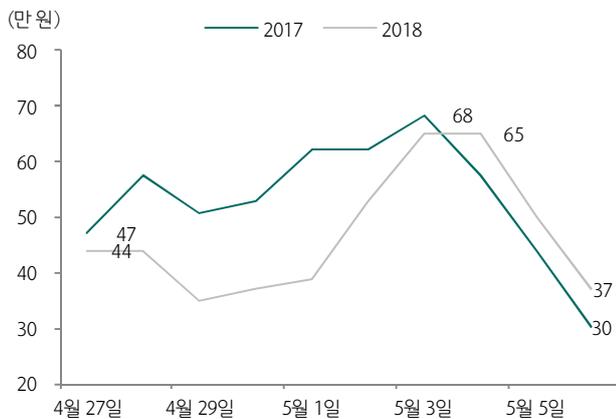
2017년 황금연휴에는 항공권이 비싸 미리 예약을 하다 보니 리드타임(예약에서 출국까지) 길어져서 예약률이 빠르게 상승했다. 그러나, 2018년 2월에는 평창올림픽이 때문에 인센티브 여행수요(사모임, 정부기관 등)뿐만 아니라 예약 시점 자체가 뒤로 밀린 탓이다. 또한, 2017년 황금연휴와는 달리 공휴일이 1~2주 간격으로 1회씩 있어 미리부터 예약할 필요가 없기 때문이다. 5~6월 4번의 공휴일 기간에 항공권 가격이 높게 전년과 비슷한 수준 혹은 그 이상으로 형성되어 있어 예약률을 시간이 갈수록 상승할 것이다.

그림 3. 2017년/2018년 2분기 공휴일

2017년 5월							2018년 5월							2018년 6월						
일	월	화	수	목	금	토	일	월	화	수	목	금	토	일	월	화	수	목	금	토
	1	2	3 석가탄신일	4	5 어린이날	6		1	2	3	4	5 어린이날	6		1	2	3	4	5	6
7	8	9 대통령선거	10	11	12	13	6	7 대체휴일	8	9	10	11	12	3	4	5	6 연중일	7	8	9
14	15	16	17	18	19	20	13	14	15	16	17	18	19	10	11	12	13 지방선거	14	15	16
21	22	23	24	25	26	27	20	21	22 부처님오신날	23	24	25	26	17	18	19	20	21	22	23

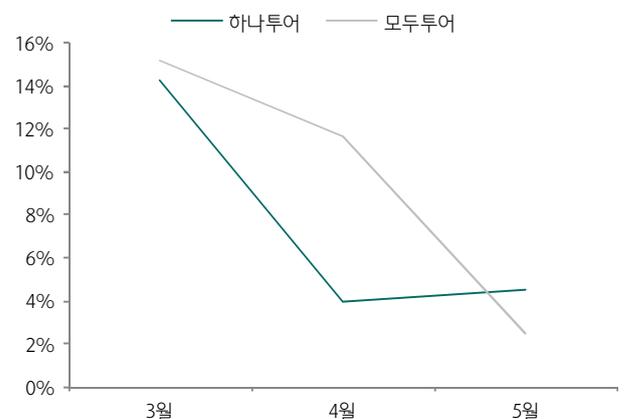
자료: 하나금융투자

그림 4. 어린이날 전후 다낭 항공권 가격 추이 - 전년 황금연휴와 비슷



주: 1) 4박 5일 2) 확정 가능한 3) 가장 싼 다낭 항공권 기준(외국 LCC 제외)
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 5. 하나/모두투어의 3~5월 예약률 - 반등할 것으로 기대



자료: 하나투어, 모두투어, 하나금융투자

3) LCC 확대로 해외여행 빈도 증가

국제선 여객 수 대비 LCC 비중은 29% 돌파

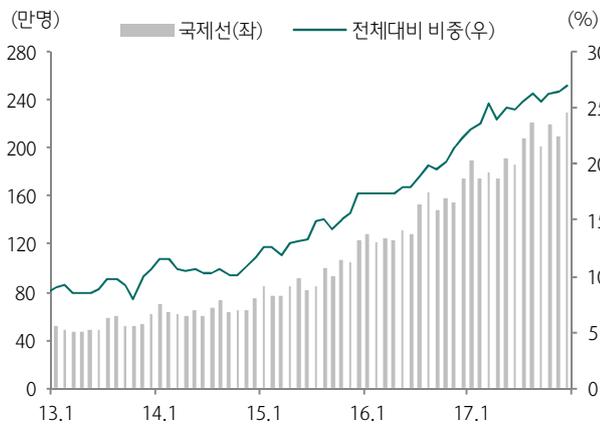
LCC 공급확대에 따른 항공권 가격 하락은 해외여행 수요에 가장 큰 영향을 미치는 요인이다. 2017년 12월 기준 국제선 전체 좌석 대비 LCC 공급 비중은 27%, 여객 수 대비 LCC 비중은 29%를 돌파했으며, 매년 5%p씩 상승하는 추세를 감안할 때 2018년에는 35% 내외까지 상승할 것으로 예상된다. 저가항공사들의 LCC 항공기 보유 수는 2017년 기준 120대로 최근 5년 사이 3배 정도 증가했으며, 한국은 2014~2017년 간 전세계에서 항공권 가격이 가장 많이 하락(-24%)한 Top3 국가 중 하나였다.

LCC의 가파른 공급 증가로 2014~2017년 한국은 항공권이 가장 많이 하락한 국가(-24%)

저가항공이 해외여행 빈도에 미치는 영향은 64%

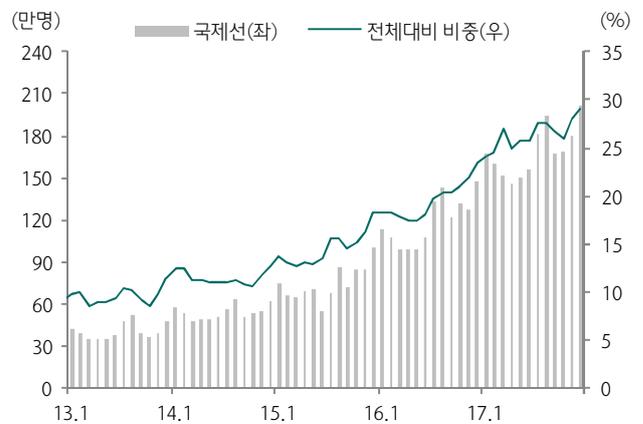
한국관광공사의 조사에 따르면 국내 대비 해외여행을 선호하는 주요 이유 중 하나가 국내가 가격 차이가 크지 않기 때문(58%)이며, 저가항공 공급 증가로 여행 비용 중 약 33%를 차지하는 항공권 가격 하락이 해외여행 빈도에 영향을 미쳤다고 응답한 비중은 64%에 달했다. 저가항공의 비중 상승으로 여행 경비 하락뿐만 아니라 해외 여행 빈도도 꾸준히 증가할 것으로 예상된다.

그림 6. 전체 공급 좌석 대비 LCC 비중



자료: 한국공항공사, 각 사, 하나금융투자

그림 7. 전체 여객 수 대비 LCC 비중



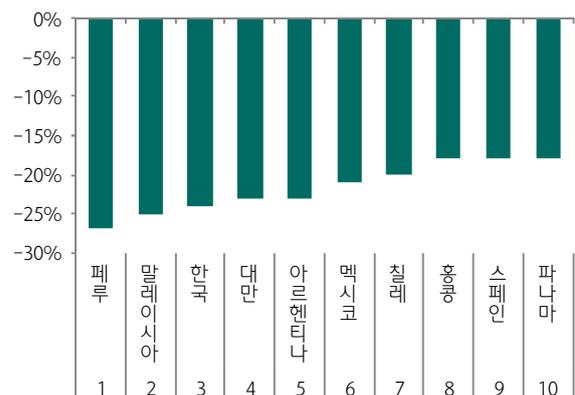
자료: 한국공항공사, 각 사, 하나금융투자

그림 8. 국내 저가항공사들의 LCC 항공기 보유 수



자료: 한국공항공사, 언론, 하나금융투자

그림 9. 2014년~2017년 국가별 항공권 가격 하락



자료: 언론, 하나금융투자

유가 상승은 ASP에 있어 긍정적. 추가적인 유가 상승이 없다면 현 수준에서 여행 수요를 둔화시킬 만큼의 요인은 아님

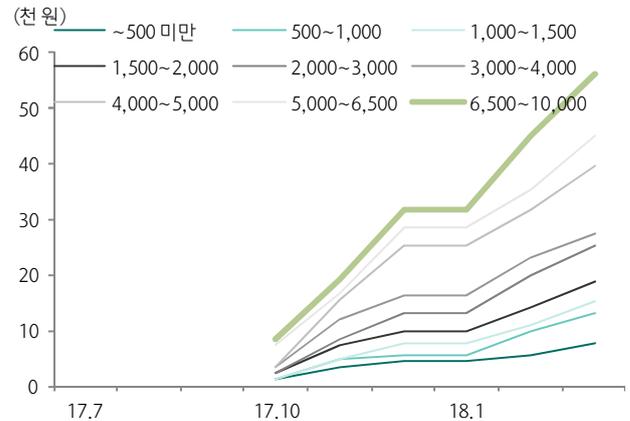
또한, 유가 상승으로 ASP가 상승하면서 황금연휴 기고에 따른 ASP 감소를 우려하는 투자자에게는 다소 희소식이다. 당연히 유가 상승에 따른 항공권 가격 상승은 여행 수요에 가장 부정적인 요소이지만, 현재 유가가 유지된다면 유류할증료가 3~4단계로(인천 - 후쿠오카 기준 편도 7,700원) 수요에 영향을 미칠 만큼은 아니다. 유가가 10% 상승할 때마다 ASP 개선 효과는 약 5% 내외로 추정된다.

그림 10. 항공 유가 추이



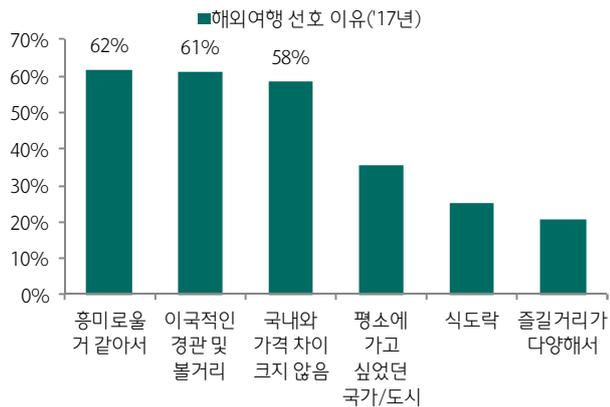
자료: Datastream, 하나금융투자

그림 11. 편도 여행거리 구간(마일 기준) 당 유류할증료 추이



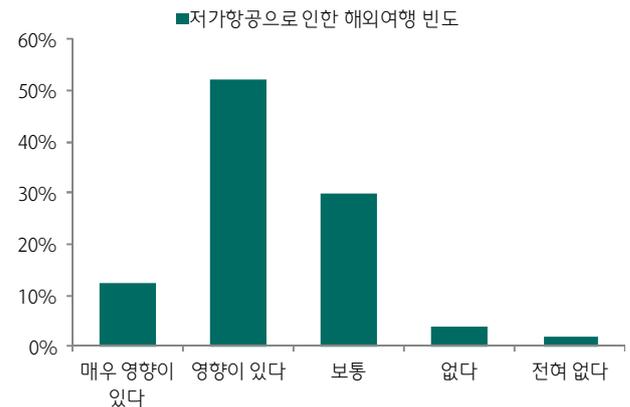
자료: 대한항공, 하나금융투자

그림 12. 국내 대비 해외 여행 선호 이유



자료: KTO, 하나금융투자

그림 13. 저가항공이 해외여행 빈도에 미치는 영향



자료: KTO, 하나금융투자

4) 라이프 스타일의 변화 - 관광/쇼핑보다 힐링/먹방이다

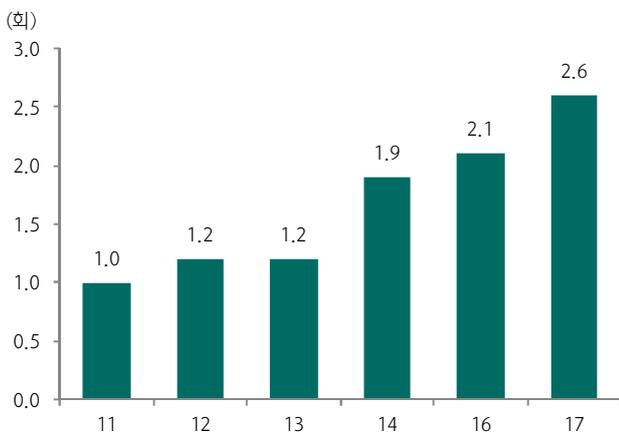
1인당 여행 횟수는 2.6회로 4년 간 2배 이상 증가

1인당 해외 여행 횟수는 2011년 평균 1회에서 2017년 2.6회까지 빠르게 증가하고 있으며, 차기 년도 해외 여행 의향 변화는 90%까지 상승했다. 즉, 여행을 한번 가면 내년에는 거의 1번 이상은 간다는 것이다.

여행 목적지 선택의 기준 중 휴양지/식도락의 비중이 빠르게 상승 중. 특히, 식도락의 비중은 최근 4년 간 2배 상승한 36%

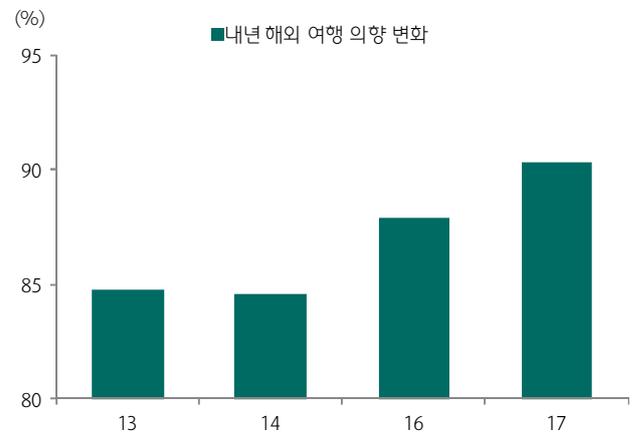
여행 횟수 증가뿐만 아니라 여행의 목적 또한 변하고 있다. 목적지 선택의 이유를 살펴보면 전술했듯이 저렴한 경비가 여전히 가장 중요한 요소이며, 최근 4년간 약 8%p 상승했다. 휴양지와 식도락의 비중이 각각 36%로 2번째 높았으며, 식도락의 경우 비중이 2배 상승했는데, 그 동안 자연경관의 비중은 소폭 하락한 30%를 기록했다. 현지 자유여행 비용 역시 2015년 식도락과 쇼핑 비중은 각각 13%/17%였는데, 2017년에는 각각 18%/13%를 기록했다. 이제는 단순히 자연경관을 보거나 관광/쇼핑이 아닌 짧은 시간이라도 해외에서 힐링과 먹방을 찍는 비중 혹은 빈도가 상승하고 있는 것이다.

그림 14. 1인당 여행 횟수 추이 - 최근 4년 간 2배 이상 증가



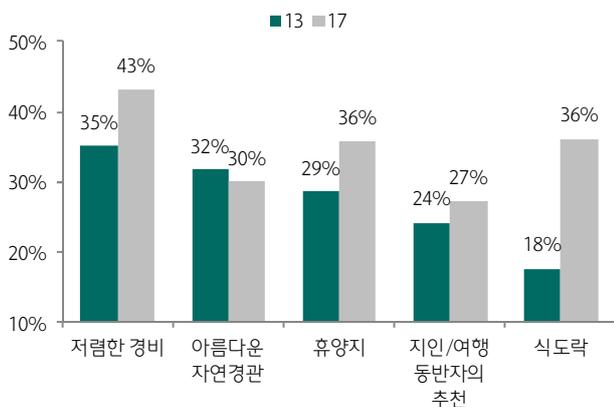
자료: KTO, 하나금융투자

그림 15. 차기 년도 해외 여행 의향 변화 - 90% 돌파



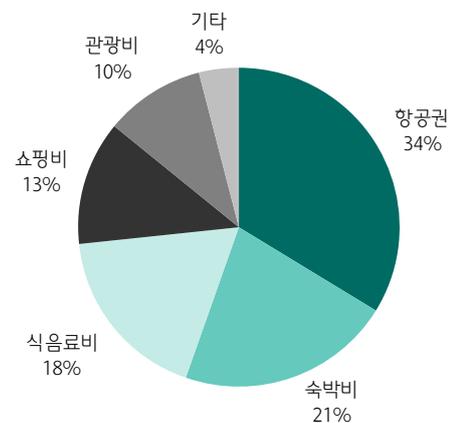
자료: KTO, 하나금융투자

그림 16. 해외 여행 목적지 선택 이유



자료: KTO, 하나금융투자

그림 17. '17년 개별 자유여행 비용(171만원)의 비중



자료: KTO, 하나금융투자

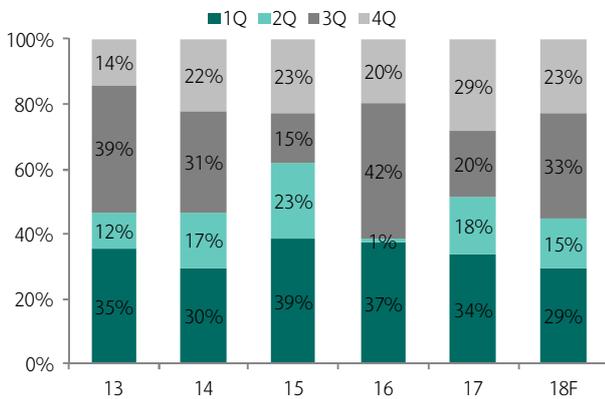
관광/쇼핑이 아닌 힐링과 먹방이 여행 트렌드의 대세

여행의 목적이 관광보다 힐링/먹방의 비중이 상승하면서 주말의 짧은 시간이라도 혹은 가까운 곳이라도 여행을 가고자 하는 수요가 증가하고 있다. 그러다 보니, 굳이 항공권 가격이 비싼 여름/겨울 방학보다 비수기에 여행을 즐기고자 하는 비중도 상승하고 있으며, 과거와 달리 노동시간을 줄이고 연차 사용을 장려하는 사회적 분위기도 이런 추세에 일조하고 있다.

전통적 성수기 이익 비중도 하락. '13년 74%에서 50~60% 내외까지 하락. 낮은 실적 변동성 및 고성장율 전망하는 이유

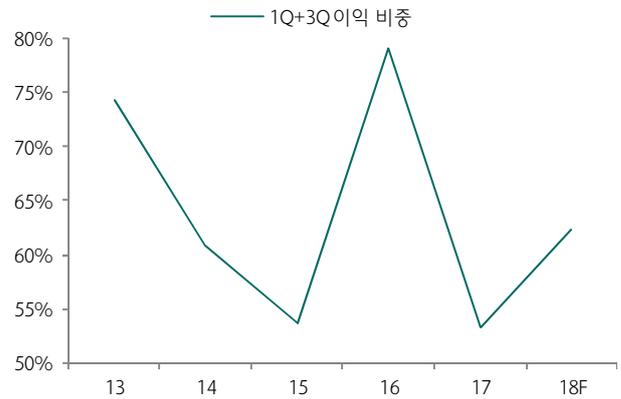
여행산업의 이익 비중도 변화하고 있다. 하나투어의 경우 1Q+3Q의 합산(전통적 성수기) 이익 비중이 '13년 74%에서 2017년 53%까지 하락했으며, 모두투어 역시 63%까지 하락했다. 즉, 비수기의 성수기화가 진행되면서 외부 변수에 따른 여행업체들의 향후 이익 변동성도 과거에 비해 상당히 낮아지고 있는 것이다. 1) LCC 비중 확대에 따른 항공권 가격 하락, 2) 라이프 스타일 변화로 해외 여행 빈도 증가, 그리고 3) 비수기의 성수기화는 해외여행 수요의 고성장과 여행 산업의 높은 실적 가시성으로 이어질 것이다.

그림 18. 하나투어 분기별 이익 비중



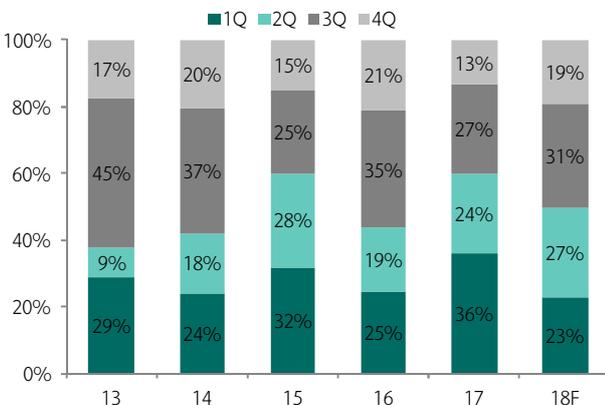
자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 19. 하나투어 1Q+3Q 이익 비중



자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 20. 모두투어 분기별 이익 비중



자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 21. 모두투어 1Q+3Q 이익 비중



자료: 모두투어, 하나금융투자

2. 자회사들의 구조적 턴어라운드 시작

1) 하나투어: 자회사들 합산 이익은 2016년 -94억원 → 2019년F 217억원

해외 자회사들의 합산 영업이익은 2016년 -94억원에서 면세점(+200억원)과 하나투어 재팬(+170억원)으로 2019년 217억원까지 314억원 개선

하나투어의 '국내 + 해외자회사'들의 합산 영업이익은 2012년 48억원에서 2015년 99억원으로 2배 가까이 증가했다. 그러나, 2015년 면세점 사업 시작과 동시에 사드 규제 및 중소기업의 한계로 영업적자는 2015년 -66억원에서 2017년 -278억원까지 확대되었고, 동 기간 일본 자회사의 고성장(호텔 및 스타샵 시작)에도 불구하고 2015년 합산 영업이익은 99억원에서 2016년 -94억원으로 적자 전환하였다. 그러나, 1) 공항면세점 임대료 인하 및 사드 규제 완화 가능성과 2) 하나투어 재팬의 고성장으로 2019년 자회사들의 합산 영업이익은 217억원까지 증가할 것으로 예상되며, 이는 2016년 대비 314억원 개선되는 것이다.

1-1) 면세점: T1 임대료 28%만 인하되어도 행복하다

T1 터미널의 면세점 임대료는 최소 60억원 내외 인하될 것으로 기대

인천국제공항공사는 제2 여객터미널2(T2) 개장으로 인한 매출 감소를 반영해 T1 사업자들이 납부한 임대료 중 일부를 돌려준다. 공사 측은 국제선 출발여객분담률의 감소비율인 27.9%를 일괄 적용하여 4월부터 소급해 줄 예정이었지만, 신라/신세계 등의 사업자는 권역별 차등 감면안 (30% + @)를 주장하고 있으며 단기간 내 결정될 거 같지는 않다.

고성비 감소로 영업적자는 2017년 278억원 → 2018년 116억원

다만, 하나투어의 에스엠면세점은 애초부터 중소기업자로서 대기업 대비 임대료가 상대적으로 낮았을 뿐 더러 2017년 기준 한 자릿수 적자에 불과하기에 임대료 인하에 따른 수혜가 매우 클 것으로 전망한다. 현재 논의되고 있는 일괄인하안만 받아들여더라도 연간 60억원 내외의 임대료 개선이 가능한 것으로 추정되며, 이에 따른 영업적자도 2016년 278억원 → 2018년 116억원으로 크게 개선될 것이다. 대기업 면세점과 공항 측의 논쟁을 감안해 2분기가 아닌 3분기에 소급 적용됨을 가정했다. 다운사이징이 마무리된 가운데 사드 규제 완화로 중국 인바운드 회복 시 면세점 및 호텔에서 추가적인 이익 개선도 기대한다.

사드 규제 완화 시 면세점 및 호텔 등 인바운드 자회사 개선 기대

표 2. 하나투어 면세점 실적 추정 - 2018년 공항면세점 임대료 인하(약 28%) 반영(1분기부터 적용되나 3분기 소급 반영)

(단위: 억원)

	16	17F	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
매출액	948	933	1,090	1,311	251	225	230	227	238	264	289	299
시내	314	234	273	355	82	63	44	46	52	62	75	84
공항	634	699	817	956	169	162	186	181	186	202	215	215
매출총이익	586	361	473	577	115	67	88	91	95	122	127	128
GPM	62%	39%	43%	44%	46%	30%	38%	40%	40%	46%	44%	43%
판매비	865	639	588	656	198	162	141	138	140	166	125	157
임차료	315	276	274	293	69	69	69	69	69	89	43	73
영업이익	(279)	(278)	(116)	(79)	(82)	(95)	(53)	(47)	(45)	(45)	2	(28)
OPM	-29%	-30%	-11%	-6%	-33%	-42%	-23%	-21%	-19%	-17%	1%	-9%

자료: 하나투어, 하나금융투자

1-2) 하나투어 재팬: 2020년 도쿄올림픽의 수혜

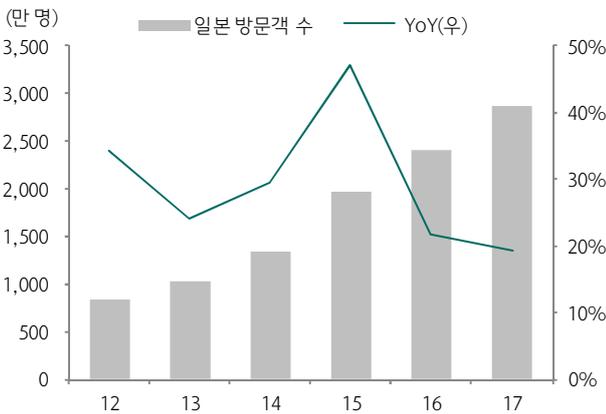
도쿄올림픽에 맞춰 2020년까지 일본 방문객 수를 4,000만명까지 목표

일본 정부는 도쿄올림픽 개최에 맞춰 일본 방문객 수를 2016년 2,000만명에서 2020년까지 4,000만명 목표하고 있다. 일본 방문객 수는 2013년 이후 연평균 29% 증가하고 있는데, 일본 관광청은 1) 안정적인 환율에 따른 LCC 노선 확충, 2) 비자 발급 완화, 3) 대형 크루즈 선 기항수의 증가, 그리고 가고시마/미야자키 등 지방 소도시들의 신규 여행지 개척 등이 주요 요인이었다고 밝혔다. 2020년 도쿄올림픽을 앞두고 일본 인바운드에 대한 정부 차원의 서포트도 있을 것으로 예상하고 있다.

한국의 방일 관광객 수는 714만명 (+40% YoY)으로 전체 2위

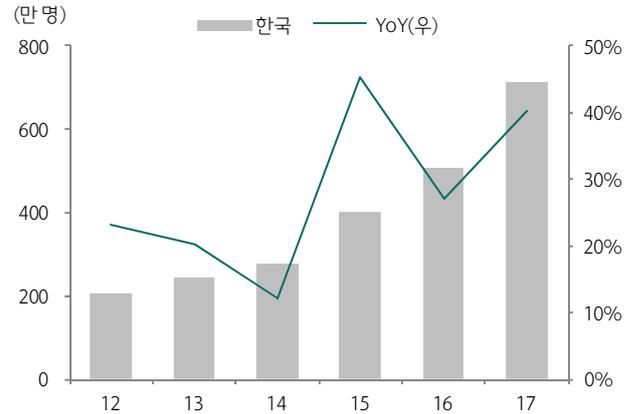
한국의 일본 방문도 가파르게 증가하고 있다. 2017년 방일 관광객 수는 714만명(+40% YoY)로 전체 2위(중국 1위, 736만명)이며, 올해도 20~30% 내외의 성장을 기대하고 있다.

그림 22. 일본 방문객 수 - '17년 2,870만명(+19% YoY)



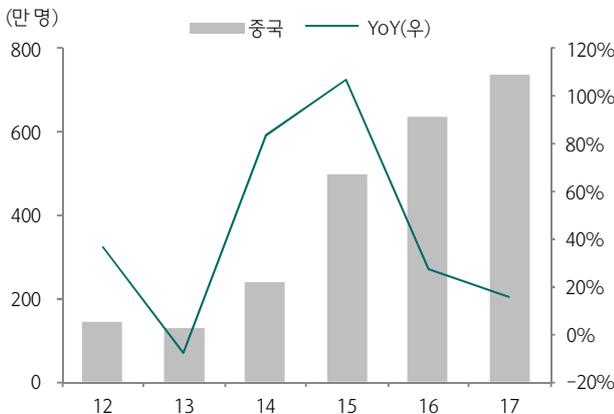
자료: JNTO, 하나금융투자

그림 23. 한국의 일본 방문객 수 - '17년 714만명(+40% YoY)



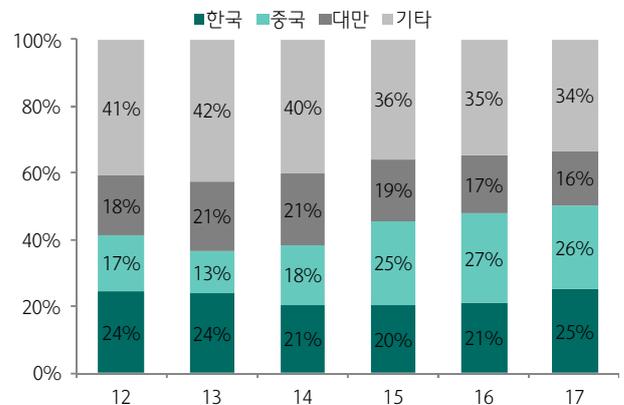
자료: JNTO, 하나금융투자

그림 24. 중국의 일본 방문객 수 - '17년 736만명(+15% YoY)



자료: JNTO, 하나금융투자

그림 25. 일본 방문 주요 3국의 비중 추이



자료: JNTO, 하나금융투자

하나투어 재팬의 이익 비중은 여행/면세점/버스/호텔 각각 50%/22%/17%/11%

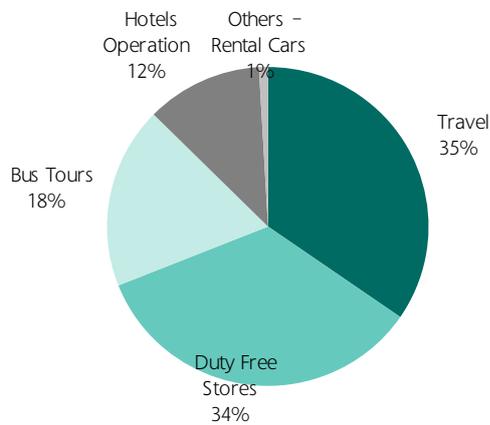
2019년 실적 예상치는 각각 116.0억 엔/28.5억엔(OPM 24.6%)으로, 2016년 대비 16.8억엔 증가 전망

하나투어 재팬 주가는 상장 이후 약 70% 상승

이에 맞춰 2017년 12월에 상장한 '하나투어 재팬(6561 JT EQUITY)'의 실적도 빠른 성장을 보여주고 있다. 2016년 기준 하나투어 재팬의 하나투어 비중은 약 60%이며, 대부분이 패키지 고객이다. 매출 비중은 여행/면세점/버스/호텔이 각각 35%/34%/18%이며, 이익 비중은 각각 50%/22%/17%/11%이다.

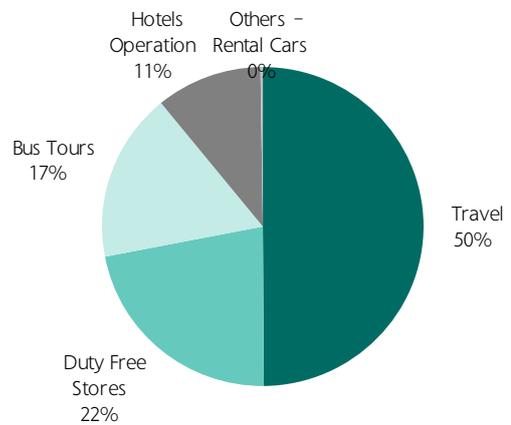
2017년 매출액/영업이익은 각각 79.3억엔(+55% YoY)/17.6억엔(+51%, OPM 22.2%)을 기록했으며, 블룸버그 기준 2019년 실적 예상치는 각각 116.0억엔/28.5억엔(OPM 24.6%)으로 2016년 대비 영업이익이 16.8억엔이 증가하는 고성장이 예상된다. 도쿄올림픽에 대한 정부 차원의 높은 서포트 기대감도 반영되고 있으며, 하나투어 재팬도 도쿄에 호텔 추가 인수 및 인도/베트남 등으로의 투자 확대로 사업부별/지역별 매출 다변화를 진행하고 있다. 주가도 이런 높은 성장성을 반영해 상장 이후 약 70% 상승하였으며, 2018년 기준 P/E 28배에 거래되고 있다.

그림 26. 하나투어 재팬 2016년 사업부별 매출액 비중



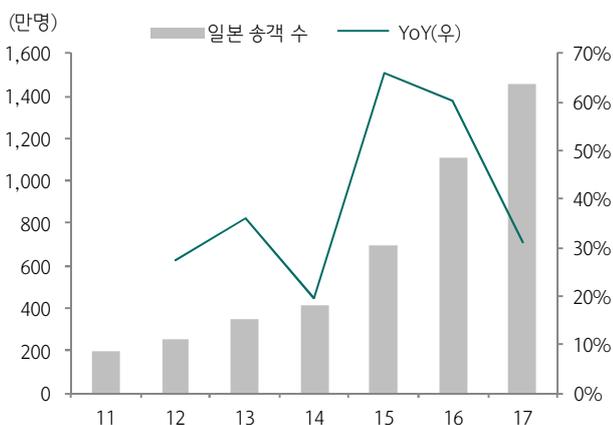
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 27. 하나투어 재팬 2016년 사업부별 영업이익 비중



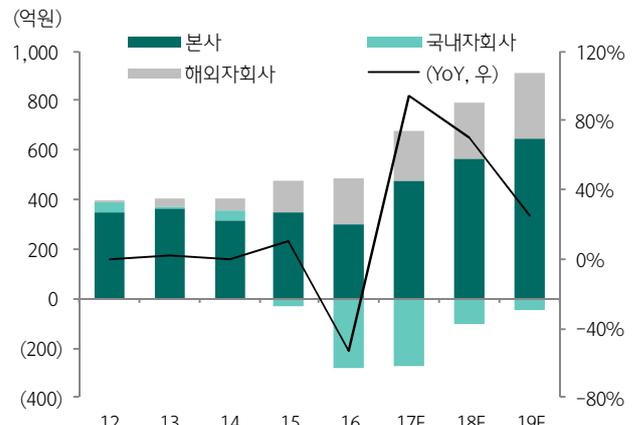
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 28. 하나투어의 일본 송객 수



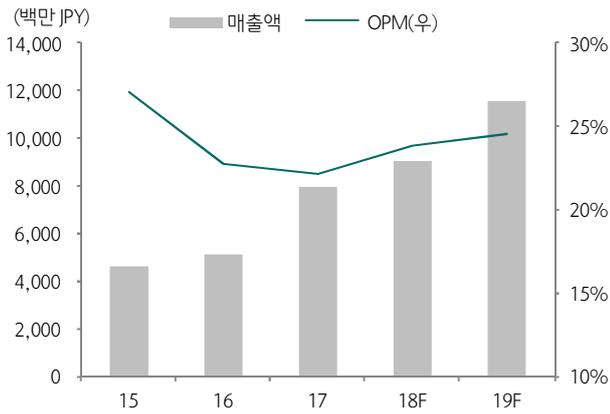
자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 29. 하나투어 부문별 영업이익 - '19년 자회사 합산 217억원



자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 30. 하나투어 재팬 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 31. 하나투어 재팬 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 32. 하나투어 재팬 사업 현황



자료: 하나투어, 하나금융투자

2) 모두투어: 자회사들 합산 이익은 2016년 -53억원 → 2019년F 43억원

자유투어는 2015년 영업적자 -53억 원에서 2019년 16억원 전망

모두투어 자회사 중 가장 빠르게 성장하고 있는 저가여행사 자유투어는 2015년 인수하자마자 영업이익 -53억원을 기록했다. 하지만, 모두투어와의 상품 공유에 따른 원가율 하락(10% 내외), 모두투어와 연계한 프로모션, 그리고 LCC의 빠른 성장에 맞춰 2017년 BEP를 달성했다. 2017년 기준 패키지/티켓 송객 수도 2015년 대비 각각 105%/747% 증가한 19만명/21만명까지 증가했다. 2018년/2019년 영업이익은 각각 9억원/16억원을 예상한다.

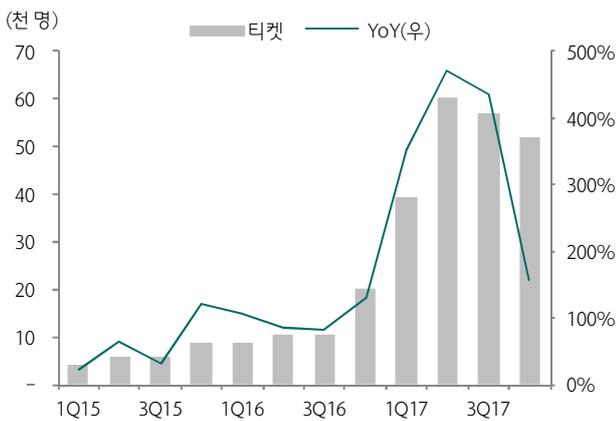
해외 자회사 연결 반영 시 2019년 영업이익 40억원 추가 가능(추정치 미 반영)

두 번째는 해외 자회사의 높은 성장성이다. 빠르면 하반기부터 일본/중국/유럽 3국(영국/프랑스/스페인) 등이 연결 실적으로 반영되는데, 일본에서는 현재 버스 4대를 운영 중이며, 사후면세점 인수 계획이 있다. 중국/유럽에서도 각각 사후면세점 1개씩 운영되고 있으며, 유럽은 최대 3개까지 늘어날 계획이다. 2019년에도 연간 영업이익 40억원 내외가 예상되나 실적 추정에는 반영하지 않았다.

리츠도 2018년부터 온기로 영업이익 20억원 개선

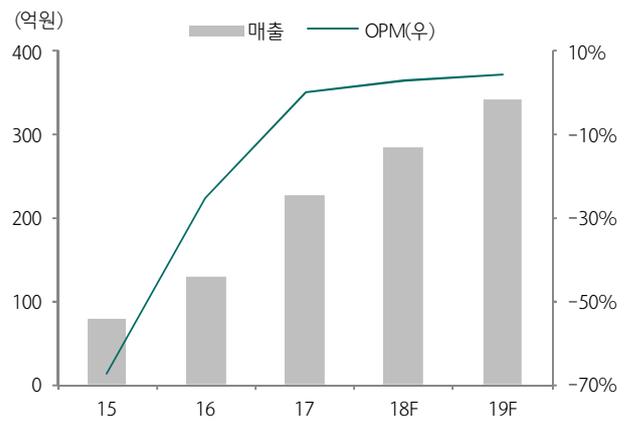
모두투어 자회사들의 합산 영업이익은 2016년 -53억원이었으나, 1) 자유투어의 흑자 전환, 2) 해외자회사들의 연결 반영(추정치 미반영), 그리고 3) 4Q17부터 연결 반영된 리츠(연간 영업이익 20억원) 등으로 2019년 43억원까지 증가가 예상되며, 해외자회사들의 연결 반영 시 최대 80~90억원까지 성장 가능할 것으로 예상된다.

그림 33. 자유투어 티켓 송객 수



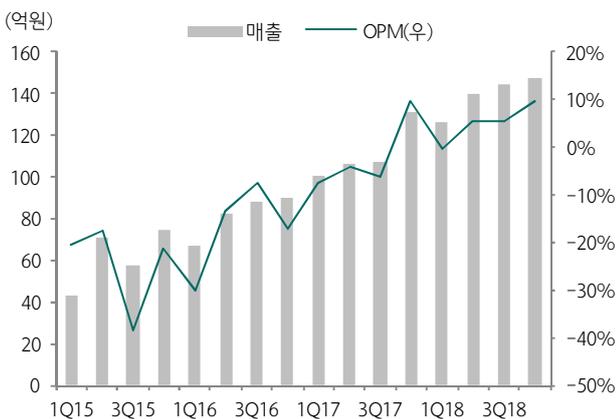
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 34. 자유투어 실적 추이



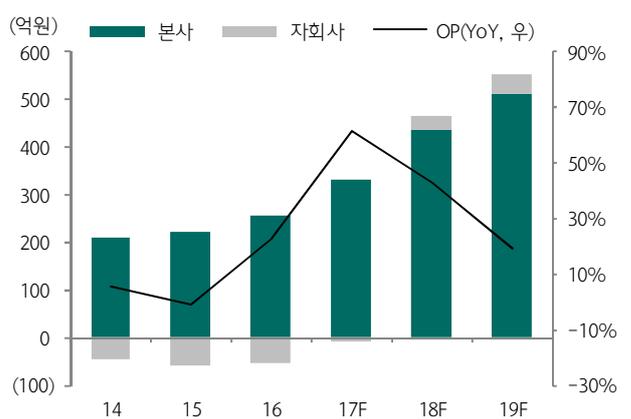
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 35. 자회사 분기별 합산 실적 - 4Q17부터 리츠 연결 반영



자료: 모두투어, 하나금융투자
하나금융투자

그림 36. 모두투어 부문별 영업이익 - '19년 자회사 합산 43억원 + ∞



자료: 모두투어, 하나금융투자

3. 밸류에이션 - 재평가 기대

1) 아웃바운드 성장 지속 + 자회사들의 구조적 실적 개선은 상향 요인

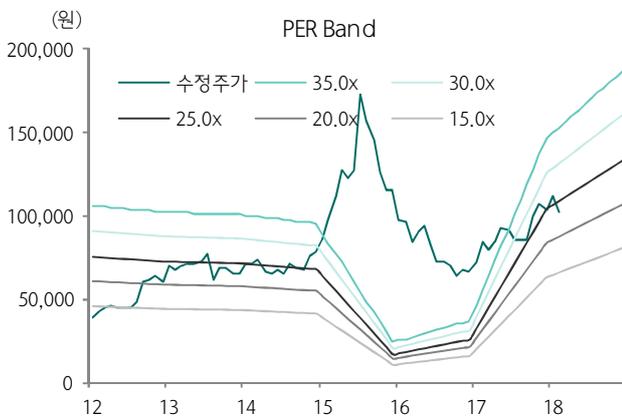
하나/모두투어 자회사들의 구조적 실적 개선 시작

하나투어는 사드 규제 완화에 따른 면세점, 모두투어는 해외자회사 연결 반영에 따른 추가적인 ESP 상향 가능

영업이익 컨센서스는 양 사 모두 1년간 20% 이상 증가. 밸류에이션 재평가 기대

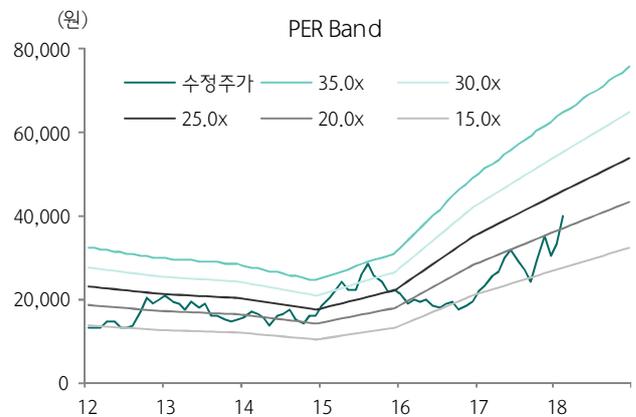
여행산업은 LCC 확대에 따른 항공권 하락 및 비수기의 성수기화가 시작되면서 실적 변동성은 낮아지고 가시성은 높아지고 있다. 2015년 줄기차게 질문했던 1) 왜 면세점을 하나요? 2) 자유투어는 왜 인수했나요? 에 대 해답을 보여주고 있다. 자회사들이 투자기에서 회수기로 넘어가면서 구조적 실적 성장이 이뤄지고 있으며, 하나투어는 1) 사드 규제 완화에 따른 면세점 및 국내 인바운드 자회사(호텔 등) 실적 개선, 모두투어는 2) 해외 자회사들의 연결 반영에 따른 추가적인 EPS 상향 요인도 분명하다. 하나/모두투어의 컨센서스는 1년 사이 20%나 상승했다. 아웃바운드와 자회사 모두 구조적 성장이 지속되며, EPS도 추가 상향 요인이 분명하다. 양 사 모두 1년간 2019년 영업이익 추정치는 20% 내외 증가했고, 또 상향될 것으로 기대하기에 밸류에이션의 재평가 역시 기대하고 있다.

그림 37. 하나투어 12MF P/E 차트



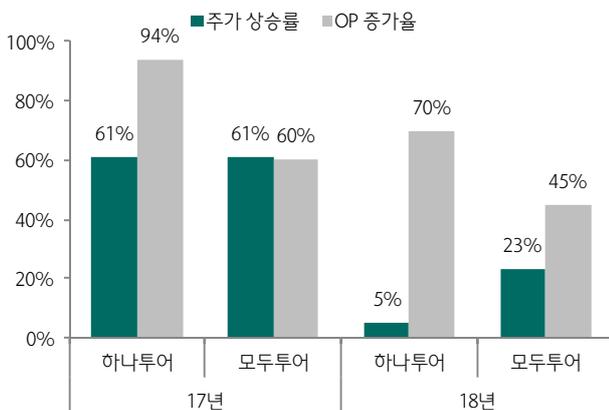
자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 38. 모두투어 12MF P/E 차트



자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 39. 하나/모두투어의 영업이익 및 주가 상승률(3/12일 기준)



자료: 하나금융투자

그림 40. 하나/모두투어의 '19년 영업이익 컨센서스 - 1년간 20% 상승



자료: Valuewise, 하나금융투자

여행 Overweight

Top Picks 및 관심종목

하나투어 (039130)	16
모두투어 (080160)	21

2018년 3월 14일

하나투어 (039130)

2016년~2019년까지 자회사 합산 영업이익 310억원 이상 개선

투자하기 딱 좋은 주가

아웃바운드의 2가지 트렌드 즉, 1) LCC 확대에 따른 항공권 가격 하락과 2) 관광/쇼핑이 아닌 휴양/식도락 위주의 여행을 떠나는 라이프 스타일의 변화로 2018년에도 15% 내외의 출국자 수 성장이 예상된다. 여기에 더해 자회사들의 합산 영업이익은 2016년 -94억원 → 2019년F 217억원으로 3년간 310억원 이상의 구조적인 실적 개선이 예상된다. 1) 사드 규제 완화에 따른 추가적인 실적 개선(면세점 + 호텔 등) 가능성과 2) 하나/모두투어 자회사들의 동반 턴어라운드를 감안하면 투자하기 딱 좋은 주가라고 판단한다.

다운사이징과 공항 임대료 인하로 200억원 이상 개선

과거 3년간 적자의 주범이었던 면세점은 시내점의 다운사이징과 공항점 임대료 인하로 2019년까지 가파른 이익 개선이 예상된다. 면세점 적자는 2015년 279억원에서, 1) 시내점 다운사이징을 통해 분기 40억원대 적자로 진입하고, T2 터미널 개장에 따른 T1 임대료 인하(인하율 28%)로 추가적인 고정비 감소를 통해 2018년/2019년 영업적자는 116억원/79억원을 전망한다. 2016년 이후 3년간 200억원 이상 개선되는 것이다.

2020년 도쿄올림픽까지 하나투어 재팬의 높은 실적 성장

일본 정부는 2020년 도쿄올림픽을 앞두고 방문객 수를 2017년 2,840만명에서 4,000만명까지 목표하고 있어 여행 사업자들에게 대한 정부의 전폭적인 지원이 예상되며, 하나투어 재팬도 높은 수혜가 예상된다. 2017년 12월 일본 상장을 통해 도쿄 호텔 인수 계획 및 인도/베트남 등의 캐팩스 투자로 매출 및 지역별 다변화가 진행 중이다. 하나투어 재팬의 2017년 매출액/영업이익은 각각 79.3억엔(+55% YoY)/17.6억엔(+51%, OPM 22.2%)이며, 블룸버그 기준 2019년 예상치는 각각 116.0억엔/28.5억엔(OPM 24.6%)이다. 2016년 대비 영업이익이 16.8억엔이 증가하는 고성장이 예상되며, 상장 이후 주가도 약 70% 상승해 2018년 P/E 28배에 거래 중이다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 145,000원 | CP(3월 13일): 110,000원

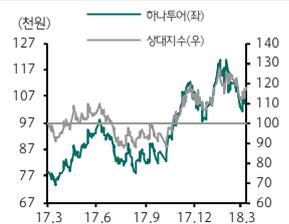
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,494.49	
52주 최고/최저 (원)	120,500/73,900	
시가총액(십억원)	1,277.8	
시가총액비중(%)	0.11	
발행주식수(천주)	11,616.2	
60일 평균 거래량(천주)	87.5	
60일 평균 거래대금(십억원)	9.7	
17년 배당금(예상.원)	1,500	
17년 배당수익률(예상.%)	1.46	
외국인지분율(%)	24.91	
주요주주 지분율(%)	박상환 외 25 인 14.71	
국민연금	11.98	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	(1.8)	23.5 44.2
상대	(5.7)	16.8 22.4

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	675.4	756.9
영업이익(십억원)	38.6	69.6
순이익(십억원)	19.4	52.8
EPS(원)	1,656	4,282
BPS(원)	17,416	20,093

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	459.4	595.5	682.3	779.9	874.8
영업이익	십억원	44.7	20.9	40.7	69.1	86.7
세전이익	십억원	46.9	23.9	38.3	69.5	88.3
순이익	십억원	31.7	8.0	12.3	48.5	62.2
EPS	원	2,732	692	1,056	4,179	5,351
증감율	%	(5.1)	(74.7)	52.6	295.7	28.0
PER	배	42.09	95.55	97.57	26.32	20.56
PBR	배	5.74	3.44	5.46	5.09	4.32
EV/EBITDA	배	21.37	16.27	18.56	12.91	10.16
ROE	%	16.83	4.16	6.55	24.14	25.97
BPS	원	20,021	19,237	18,864	21,614	25,441
DPS	원	1,500	1,500	1,500	1,600	1,700



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

표 1. 하나투어 주요 기정

(단위: 천명, 천원)

	16	17	18F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
출국자수	20,844	24,837	28,438	6,114	5,713	6,572	6,438	6,970	6,398	7,690	7,381
하나투어 송객 수	4,904	5,630	6,731	1,422	1,256	1,466	1,487	1,632	1,502	1,830	1,767
패키지	3,045	3,658	4,407	939	831	925	963	1,099	1,002	1,174	1,133
항공권(FIT)	1,859	1,972	2,324	483	425	540	524	533	501	656	634
YoY											
출국자수	17%	19%	15%	18%	22%	16%	21%	14%	12%	17%	15%
하나투어 송객 수	31%	15%	20%	19%	15%	9%	17%	15%	20%	25%	19%
패키지	32%	20%	20%	21%	19%	15%	26%	17%	21%	27%	18%
항공권(FIT)	30%	6%	18%	15%	7%	1%	4%	10%	18%	21%	21%
하나투어 M/S	24%	23%	24%	23%	22%	22%	23%	23%	23%	24%	24%
ASP											
패키지	680	664	629	662	706	630	662	619	656	611	632
항공권(FIT)	541	558	538	550	559	595	526	533	548	559	513

자료: 하나금융투자

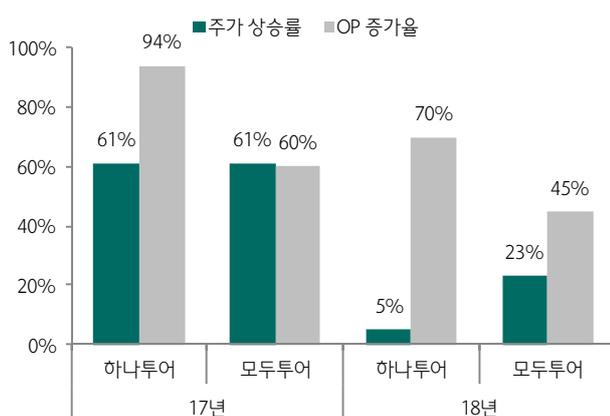
표 2. 하나투어 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	16	17	18F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
수탁금	3,077	3,529	4,021	887	824	905	913	964	932	1,085	1,041
매출 전환율	2,072	2,429	2,771	621	586	583	638	680	657	718	716
영업수익	1,006	1,100	1,251	266	238	321	275	284	275	367	325
본사	386	446	506	113	105	107	122	122	118	133	133
국내 자회사	70	80	87	18	21	20	21	18	24	23	22
면세점	95	93	109	25	23	23	23	24	26	29	30
해외자회사	78	102	123	24	26	26	27	31	30	31	32
영업이익	21	41	69	10	5	10	16	16	11	25	17
면세점	(28)	(28)	(12)	(8)	(9)	(5)	(5)	(4)	(4)	0	(3)
OPM	3.5%	6.0%	8.9%	6.0%	3.0%	5.9%	8.7%	8.5%	5.7%	12.4%	8.5%
당기순이익	7	12	48	5	(4)	4	6	11	6	19	11

자료: 하나금융투자

그림 1. 하나/모두투어의 영업이익 및 추가 상승률(3/12일 기준)



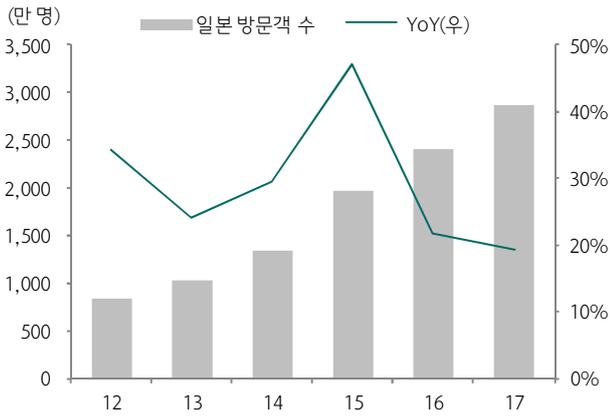
자료: 하나금융투자

그림 2. 하나/모두투어의 '19년 영업이익 컨센서스 - 1년간 20% 상승



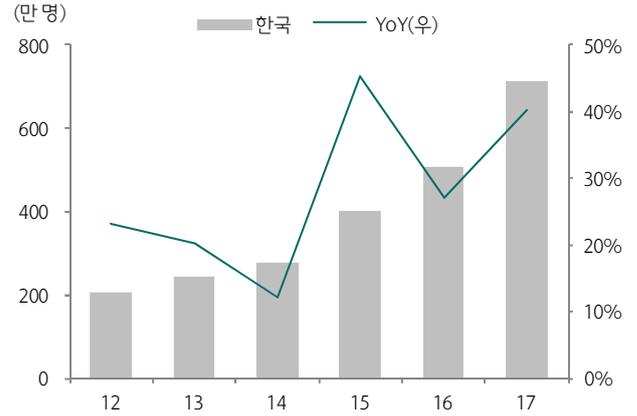
자료: Valuewise, 하나금융투자

그림 3. 일본 방문객 수 - '17년 2,870만명(+19% YoY)



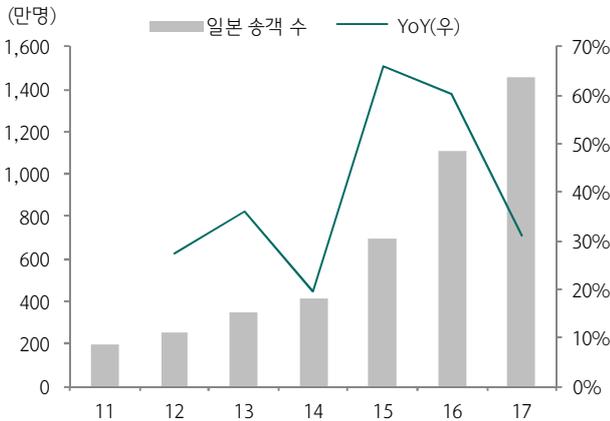
자료: JNTO, 하나금융투자

그림 4. 한국의 일본 방문객 수 - '17년 714만명(+40% YoY)



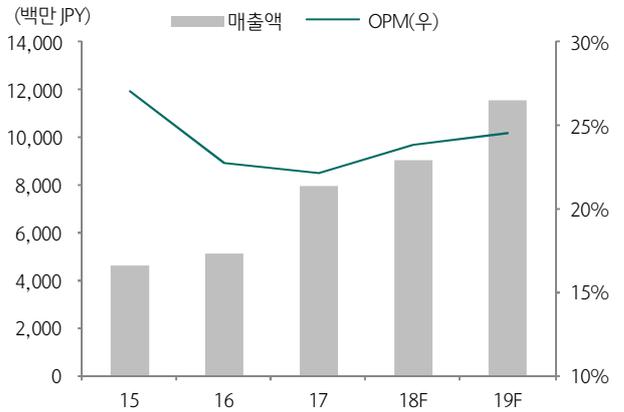
자료: JNTO, 하나금융투자

그림 5. 하나투어의 일본 송객 수



자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 6. 하나투어 재팬 실적 추이 및 전망



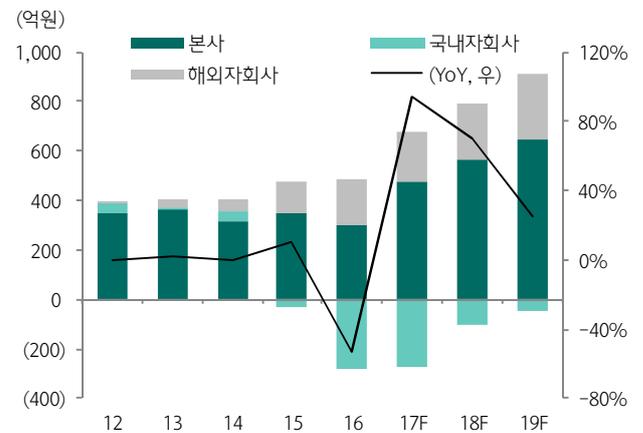
자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 7. 하나투어 재팬 주가 추이



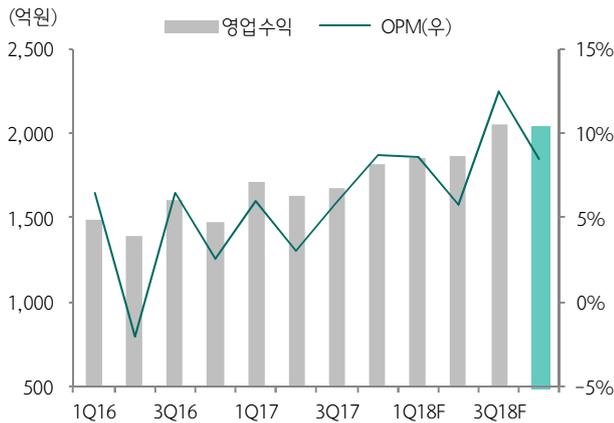
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. 하나투어 부문별 영업이익 - '19년 자회사 합산 217억원



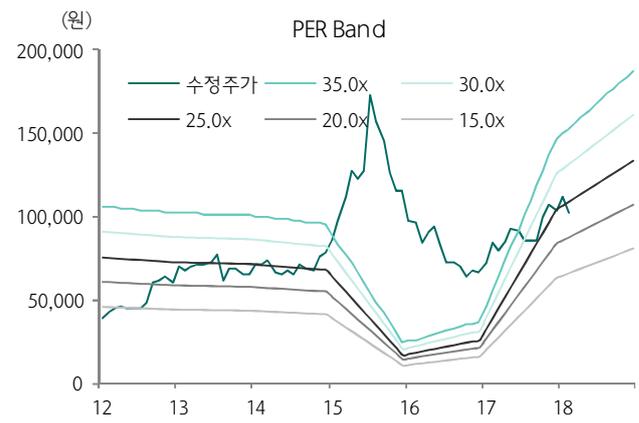
자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 9. 분기별 실적 - 1Q 영업이익 315% (YoY) 개선



자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 10. 하나투어 12MF P/E 차트



자료: 하나투어, 하나금융투자

표 3. 하나투어 면세점 실적 추정 - 2018년 공항면세점 임대료 인하(약 28%) 반영(1분기부터 적용되나 3분기 소급 반영)

(단위: 억 원)

	16	17F	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
매출액	948	933	1,090	1,311	251	225	230	227	238	264	289	299
시내	314	234	273	355	82	63	44	46	52	62	75	84
공항	634	699	817	956	169	162	186	181	186	202	215	215
매출총이익	586	361	473	577	115	67	88	91	95	122	127	128
GPM	62%	39%	43%	44%	46%	30%	38%	40%	40%	46%	44%	43%
판매비	865	639	588	656	198	162	141	138	140	166	125	157
임차료	315	276	274	293	69	69	69	69	69	89	43	73
영업이익	(279)	(278)	(116)	(79)	(82)	(95)	(53)	(47)	(45)	(45)	2	(28)
OPM	-29%	-30%	-11%	-6%	-33%	-42%	-23%	-21%	-19%	-17%	1%	-9%

자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 11. 하나투어 재팬 사업 현황



자료: 하나투어, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	459.4	595.5	682.3	779.9	874.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	459.4	595.5	682.3	779.9	874.8
판매비	414.7	574.6	641.6	710.8	788.1
영업이익	44.7	20.9	40.7	69.1	86.7
금융손익	3.3	1.8	1.4	1.5	1.7
총속/관계기업손익	(0.5)	(0.2)	(0.7)	(0.2)	0.0
기타영업외손익	(0.6)	1.4	(3.2)	(1.0)	(0.1)
세전이익	46.9	23.9	38.3	69.5	88.3
법인세	12.8	16.4	26.7	21.9	27.4
계속사업이익	34.2	7.5	11.6	47.6	60.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	34.2	7.5	11.6	47.6	60.9
비지배주주지분 손이익	2.4	(0.5)	(0.7)	(1.0)	(1.2)
지배주주순이익	31.7	8.0	12.3	48.5	62.2
지배주주지분포괄이익	32.1	8.4	12.1	49.8	63.7
NOPAT	32.6	6.6	12.4	47.4	59.8
EBITDA	54.6	38.4	55.9	82.4	98.4
성장성(%)					
매출액증가율	19.2	29.6	14.6	14.3	12.2
NOPAT증가율	5.2	(79.8)	87.9	282.3	26.2
EBITDA증가율	14.7	(29.7)	45.6	47.4	19.4
영업이익증가율	10.6	(53.2)	94.7	69.8	25.5
(지배주주)순이익증가율	(5.1)	(74.8)	53.8	294.3	28.2
EPS증가율	(5.1)	(74.7)	52.6	295.7	28.0
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	11.9	6.4	8.2	10.6	11.2
영업이익률	9.7	3.5	6.0	8.9	9.9
계속사업이익률	7.4	1.3	1.7	6.1	7.0
투자지표					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,732	692	1,056	4,179	5,351
BPS	20,021	19,237	18,864	21,614	25,441
CFPS	5,425	4,396	4,468	6,983	8,453
EBITDAPS	4,703	3,308	4,808	7,090	8,470
SPS	39,550	51,268	58,737	67,139	75,309
DPS	1,500	1,500	1,500	1,600	1,700
주가지표(배)					
PER	42.1	95.6	97.6	26.3	20.6
PBR	5.7	3.4	5.5	5.1	4.3
PCFR	21.2	15.0	23.1	15.8	13.0
EV/EBITDA	21.4	16.3	18.6	12.9	10.2
PSR	2.9	1.3	1.8	1.6	1.5
재무비율(%)					
ROE	16.8	4.2	6.5	24.1	26.0
ROA	6.7	1.6	2.3	8.2	9.2
ROIC	(58.5)	(34.5)	(111.5)	(119.1)	(88.3)
부채비율	132.1	145.3	167.7	165.4	156.0
순부채비율	(86.9)	(77.9)	(87.7)	(98.9)	(106.0)
이자보상배율(배)	110.4	33.5	57.9	98.3	123.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	340.2	345.7	381.5	457.8	543.7
금융자산	219.6	185.9	200.0	253.9	316.5
현금성자산	146.5	156.0	164.2	212.8	269.1
매출채권 등	69.5	96.7	109.3	121.3	134.6
채고자산	9.3	24.3	27.9	31.9	35.8
기타유동자산	41.8	38.8	44.3	50.7	56.8
비유동자산	164.1	174.6	172.1	172.6	174.3
투자자산	74.3	52.7	60.4	69.0	77.4
금융자산	53.2	40.9	46.9	53.6	60.1
유형자산	59.3	91.8	85.0	79.4	74.8
무형자산	16.9	15.9	12.6	9.9	7.9
기타비유동자산	13.6	14.2	14.1	14.3	14.2
자산총계	504.4	520.2	553.7	630.3	718.0
유동부채	275.4	286.7	324.1	368.7	412.0
금융부채	22.5	7.8	5.8	6.0	6.2
매입채무 등	114.5	123.7	141.8	162.0	181.7
기타유동부채	138.4	155.2	176.5	200.7	224.1
비유동부채	11.6	21.5	22.8	24.2	25.6
금융부채	8.2	12.9	12.9	12.9	12.9
기타비유동부채	3.4	8.6	9.9	11.3	12.7
부채총계	287.1	308.2	346.9	392.9	437.6
지배주주지분	196.9	189.5	185.2	217.1	261.5
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	91.0	92.0	92.0	92.0	92.0
자본조정	(33.7)	(33.9)	(33.9)	(33.9)	(33.9)
기타포괄이익누계액	(1.2)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
이익잉여금	134.9	126.4	122.1	154.0	198.5
비지배주주지분	20.4	22.6	21.6	20.4	18.9
자본총계	217.3	212.1	206.8	237.5	280.4
순금융부채	(188.8)	(165.2)	(181.3)	(235.0)	(297.3)
현금흐름표					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	35.0	27.5	45.7	84.2	93.7
당기순이익	34.2	7.5	11.6	47.6	60.9
조정	20.5	27.3	15.2	13.2	11.7
감가상각비	9.9	17.5	15.1	13.2	11.7
외환거래손익	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0
기타	9.9	9.3	0.1	0.0	0.0
영업활동 현금흐름	(19.7)	(7.3)	18.9	23.4	21.1
투자활동 현금흐름	(0.9)	6.7	(18.9)	(19.3)	(19.9)
투자자산감소(증가)	(22.3)	23.1	(8.0)	(8.9)	(8.7)
유형자산감소(증가)	(16.0)	(47.2)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
기타	37.4	30.8	(5.9)	(5.4)	(6.2)
재무활동 현금흐름	(2.4)	(25.5)	(18.6)	(16.4)	(17.5)
금융부채증가(감소)	11.3	(10.1)	(2.0)	0.2	0.2
자본증가(감소)	(1.1)	1.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	3.5	0.4	0.0	0.0	0.0
배당지급	(16.1)	(16.9)	(16.6)	(16.6)	(17.7)
현금의 증감	32.6	9.6	8.1	48.6	56.4
Unlevered CFO	63.0	51.1	51.9	81.1	98.2
Free Cash Flow	18.6	(20.5)	40.7	79.2	88.7

2018년 3월 14일

모두투어 (080160)

2016년~2019년까지 자회사 합산 영업이익 90억원 이상 개선

기업은 구조적으로 변했는데, 밸류에이션만 변하지 않았다

아웃바운드의 2가지 트렌드 즉, 1) LCC 확대에 따른 항공권 가격 하락과 2) 관광/쇼핑이 아닌 휴양/식도락 위주의 여행을 떠나는 라이프 스타일의 변화로 2018년에도 15% 내외의 출국자 수 성장이 예상된다. 여기에 더해 자회사들의 합산 영업이익은 2016년 -53억원 → 2019년F 43억원으로 2016년 이후 3년간 90억원 이상의 구조적인 실적 개선이 가능하며, 해외 자회사들의 연결 반영 시 추가적인 개선이 가능하다. 모두투어의 2018년 컨센서스 영업이익은 428억원으로 2016년 대비 110% 이상 증가하는 구조적 성장에도 밸류에이션은 여전히 과거의 잣대로 적용하고 있다.

자유투어 - 2016년 이후 3년 간 48억원

자유투어의 가파른 실적 개선은 지속될 것이다. 2015년 53억원의 적자를 기록했지만, 1) 모두투어와의 상품(좌석) 공유 등에 따른 원가를 하락, 2) 프로모션에 따른 빠른 송객 수 증가(2017년 FIT 송객 수는 약 21만명으로 2015년 대비 8.5배 증가)를 바탕으로 2017년 매출액/영업이익은 각각 229억원(+77% YoY)/1억원(흑전)을 기록했다. 2018년/2019년 각각 9억원/16억원을 추정했지만, 레버리지에 따라 더 높은 성장이 가능할 것이며, 2019년 이익은 2016년 대비 약 48억원 개선 되는 것이다.

해외자회사 + 리츠 - 최대 60억원 개선 효과

우선, 모두투어 리츠가 4분기부터 연결 반영되면서 연간 20억원의 영업이익이 추가된다. 여기에 더해 빠르면 하반기부터 일본/중국/유럽 3국(영국/프랑스/스페인) 등 해외 자회사들이 연결 반영된다. 일본에서는 이미 버스 4대를 운영 중이며, 중국/유럽 등에서는 면세점도 보유하고 있다. 분기 10억원 내외의 영업이익이 예상된다. 아직 추정치에는 반영하지 않아 추가적인 EPS 상향 요인이 될 것이다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 47,000원 | CP(3월 13일): 38,700원

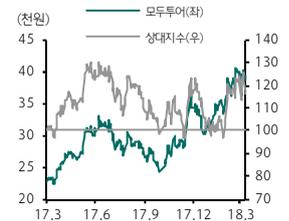
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	886.25	
52주 최고/최저(원)	40,450/22,445	
시가총액(십억원)	731.4	
시가총액비중(%)	0.26	
발행주식수(천주)	18,900.0	
60일 평균 거래량(천주)	192.6	
60일 평균 거래대금(십억원)	6.8	
17년 배당금(예상, 원)	450	
17년 배당수익률(예상, %)	1.48	
외국인지분율(%)	43.71	
주요주주 지분율(%)		
우종유 외 14 인	16.07	
국민연금	7.42	
추가상승률	1M	6M 12M
절대	6.8	38.0 66.0
상대	(0.1)	2.6 15.3

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	286.6	334.0
영업이익(십억원)	33.2	42.8
순이익(십억원)	25.1	32.9
EPS(원)	1,337	1,732
BPS(원)	6,865	8,224

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	204.3	237.1	290.9	343.0	386.4
영업이익	십억원	16.5	20.1	32.0	46.3	55.9
세전이익	십억원	18.0	22.9	39.4	48.1	58.2
순이익	십억원	13.2	16.8	26.5	33.8	40.9
EPS	원	701	887	1,403	1,788	2,162
증감율	%	(13.7)	26.5	58.2	27.4	20.9
PER	배	32.09	21.77	21.73	21.64	17.90
PBR	배	3.53	2.77	3.80	4.13	3.53
EV/EBITDA	배	18.48	11.82	13.15	11.85	9.32
ROE	%	13.35	16.51	23.43	24.88	24.98
BPS	원	6,359	6,983	8,021	9,376	10,960
DPS	원	390	600	450	600	700



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

표 1. 모두투어 주요 가정

(단위: 천명, 천원)

	16	17	18F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
출국자수	20,844	24,837	28,438	6,114	5,713	6,572	6,438	6,970	6,741	7,558	7,170
모두투어 송객 수	2,299	2,733	3,223	709	630	695	698	787	764	867	805
패키지	1,346	1,503	1,758	420	332	352	399	463	402	450	443
항공권(FIT)	953	1,230	1,465	289	299	343	298	323	362	418	362
YoY											
출국자수	17%	19%	15%	18%	22%	16%	21%	14%	18%	15%	11%
모두투어 송객 수	19%	19%	18%	23%	21%	13%	18%	11%	21%	25%	15%
패키지	9%	12%	17%	18%	10%	3%	15%	10%	21%	28%	11%
항공권(FIT)	35%	29%	19%	30%	38%	26%	23%	12%	21%	22%	21%
모두투어 M/S	11%	11%	11%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
ASP											
패키지	848	899	881	872	920	939	877	855	920	911	845
항공권(FIT)	569	506	500	494	474	520	510	475	465	515	492
YoY											
패키지	-2%	6%	-2%	-1.9%	-2.9%	2.9%	-8.1%	-2.0%	0.0%	-3.0%	-3.6%
항공권(FIT)	-11%	-1%	-3%	-12.7%	-16.1%	-9.2%	-8.7%	-4.0%	-2.0%	-1.0%	-3.5%

자료: 하나금융투자

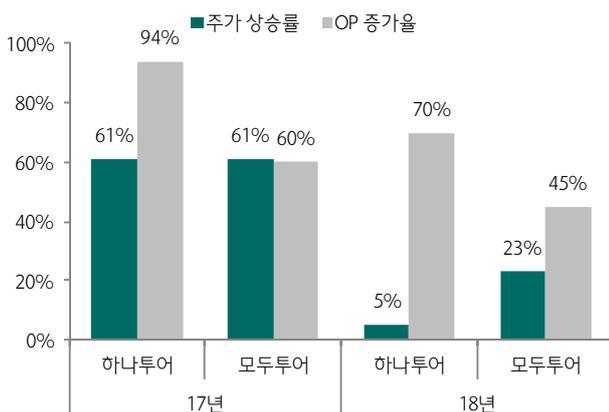
표 2. 모두투어 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	16	17P	18F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
수탁금	1,624	1,967	2,264	509	447	509	502	549	538	624	552
여행알선	1,141	1,352	1,549	366	305	330	350	396	370	410	374
항공권대매	482	615	715	143	142	178	152	153	168	215	178
매출 전환율	14.6%	14.8%	15.1%	14.5%	15.1%	14.3%	15.3%	14.9%	15.5%	14.9%	15.4%
영업수익	237	291	343	74	67	73	77	82	83	93	85
본사	206	249	290	64	57	62	65	70	70	79	71
국내 자회사	33	44	56	10	11	11	13	13	14	14	15
영업이익	20	32	46	11.0	7.3	8.1	5.5	10.6	12.5	14.4	8.9
OPM	8.5%	11.0%	13.5%	14.9%	10.9%	11.2%	7.2%	12.9%	14.9%	15.5%	10.5%
당기순이익	16	27	34	8	6	6	7	8	9	10	7

자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 1. 하나/모두투어의 영업이익 및 주가 상승률(3/12일 기준)



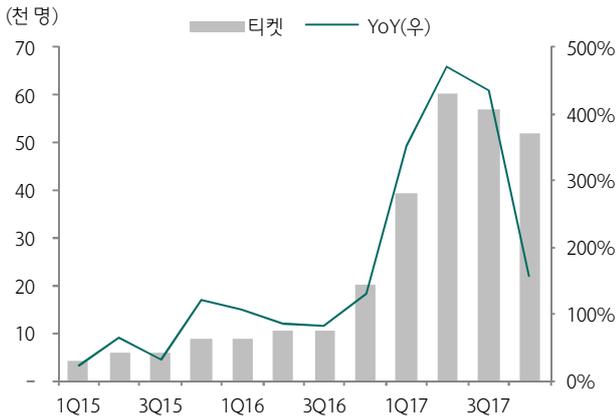
자료: 하나금융투자

그림 2. 하나/모두투어의 '19년 영업이익 컨센서스 - 1년간 20% 상승



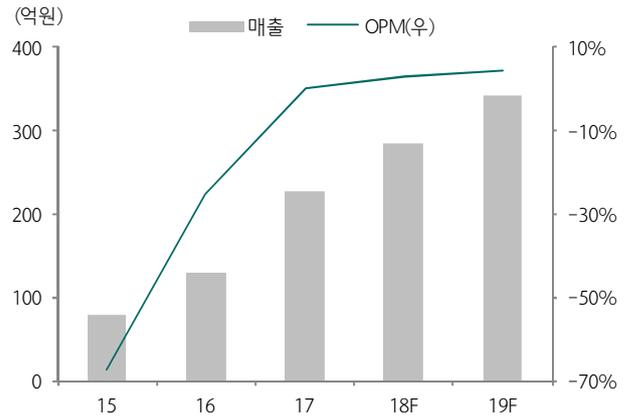
자료: Valuwis, 하나금융투자

그림 3. 자유투어 티켓 송객 수



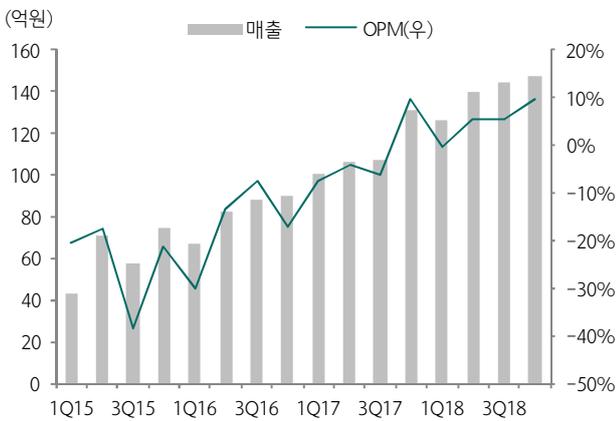
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 4. 자유투어 실적 추이



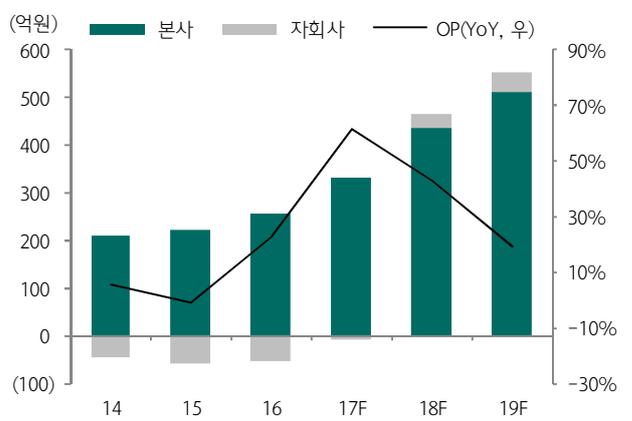
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 5. 자회사 분기별 합산 실적 - 4Q17부터 리츠 연결 반영



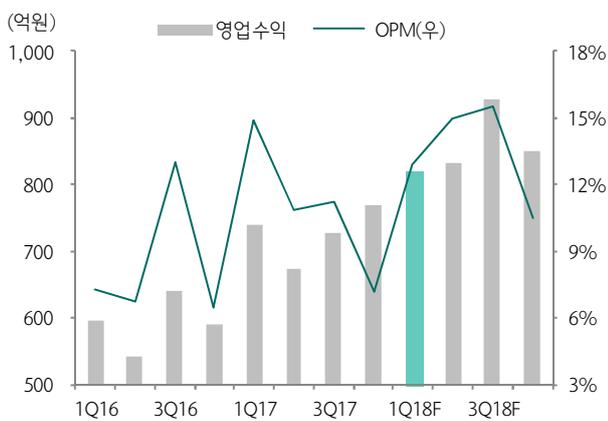
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 6. 모두투어 부문별 영업이익 - '19년 자회사 합산 43억원 + α



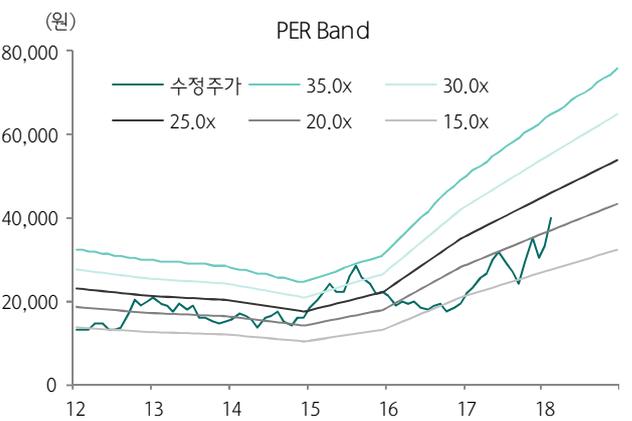
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 7. 분기별 실적 - 1Q 영업이익 106억원(-4%) 추정



자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 8. 12MF P/E 차트 - 이익은 2년간 2배 이상, 밸류에이션은 정체



자료: 모두투어, 하나금융투자

추정 재무제표

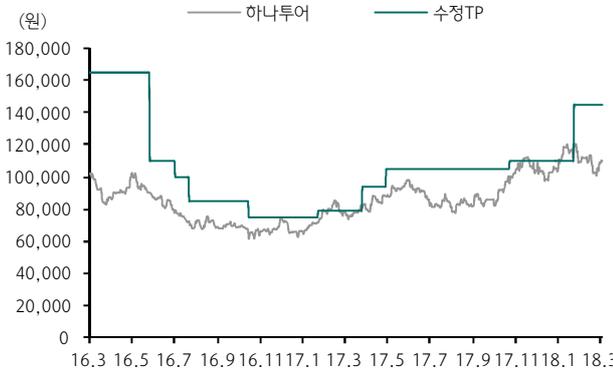
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	204.3	237.1	290.9	343.0	386.4
매출원가	8.2	11.2	10.9	13.8	14.7
매출총이익	196.1	225.9	280.0	329.2	371.7
판매비	179.7	205.8	248.0	282.8	315.7
영업이익	16.5	20.1	32.0	46.3	55.9
금융손익	0.6	1.2	1.0	1.2	1.3
종속/관계기업손익	0.2	2.2	1.3	1.4	1.4
기타영업외손익	0.7	(0.6)	5.1	(0.7)	(0.5)
세전이익	18.0	22.9	39.4	48.1	58.2
법인세	5.1	7.0	12.8	14.4	17.5
계속사업이익	12.8	15.9	26.6	33.7	40.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	12.8	15.9	26.6	33.7	40.8
비배주주지분 손이익	(0.4)	(0.9)	0.0	(0.1)	(0.1)
지배주주순이익	13.2	16.8	26.5	33.8	40.9
지배주주지분포괄이익	13.7	16.5	28.1	35.6	43.1
NOPAT	11.8	14.0	21.6	32.4	39.2
EBITDA	19.5	22.9	34.8	49.2	58.9
성장성(%)					
매출액증가율	24.0	16.1	22.7	17.9	12.7
NOPAT증가율	(2.5)	18.6	54.3	50.0	21.0
EBITDA증가율	3.7	17.4	52.0	41.4	19.7
영업이익증가율	(0.6)	21.8	59.2	44.7	20.7
(지배주주)순이익증가율	(13.7)	27.3	57.7	27.5	21.0
EPS증가율	(13.7)	26.5	58.2	27.4	20.9
수익성(%)					
매출총이익률	96.0	95.3	96.3	96.0	96.2
EBITDA이익률	9.5	9.7	12.0	14.3	15.2
영업이익률	8.1	8.5	11.0	13.5	14.5
계속사업이익률	6.3	6.7	9.1	9.8	10.6
투자지표					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	701	887	1,403	1,788	2,162
BPS	6,359	6,983	8,021	9,376	10,960
CFPS	1,125	1,329	2,179	2,637	3,165
EBITDAPS	1,033	1,214	1,842	2,602	3,114
SPS	10,811	12,544	15,394	18,147	20,443
DPS	390	600	450	600	700
주가지표(배)					
PER	32.1	21.8	21.7	21.6	17.9
PBR	3.5	2.8	3.8	4.1	3.5
PCFR	20.0	14.5	14.0	14.7	12.2
EV/EBITDA	18.5	11.8	13.1	11.8	9.3
PSR	2.1	1.5	2.0	2.1	1.9
재무비율(%)					
ROE	13.4	16.5	23.4	24.9	25.0
ROA	6.5	8.5	11.5	12.3	12.7
ROIC	(103.9)	(167.1)	(121.6)	(117.9)	(108.6)
부채비율	83.1	104.9	105.6	101.7	94.5
순부채비율	(64.0)	(90.6)	(96.4)	(100.2)	(102.3)
이자보상배율(배)	37.0	46.2	53.4	85.8	115.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	114.5	151.1	187.1	228.3	271.3
금융자산	70.6	100.3	124.8	155.0	188.7
현금성자산	44.6	58.3	73.3	94.2	120.3
매출채권 등	26.5	38.8	47.6	56.2	63.3
재고자산	4.1	0.1	0.1	0.2	0.2
기타유동자산	13.3	11.9	14.6	16.9	19.1
비유동자산	68.0	59.2	64.4	69.8	74.3
투자자산	40.9	21.7	26.6	31.4	35.4
금융자산	15.9	0.9	1.1	1.3	1.5
유형자산	14.7	21.9	22.6	23.7	24.7
무형자산	4.9	5.6	5.0	4.6	4.2
기타비유동자산	7.5	10.0	10.2	10.1	10.0
자산총계	182.5	210.4	251.4	298.1	345.6
유동부채	75.7	103.1	124.4	145.5	163.1
금융부채	1.4	3.2	2.7	2.7	2.7
매입채무 등	42.0	58.8	72.2	85.1	95.9
기타유동부채	32.3	41.1	49.5	57.7	64.5
비유동부채	7.1	4.6	4.7	4.8	4.9
금융부채	5.5	4.2	4.2	4.2	4.2
기타비유동부채	1.6	0.4	0.5	0.6	0.7
부채총계	82.8	107.7	129.1	150.3	168.0
지배주주지분	99.7	103.5	123.0	148.6	178.5
자본금	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
자본잉여금	28.0	27.9	27.9	27.9	27.9
자본조정	(20.6)	(28.6)	(28.6)	(28.6)	(28.6)
기타포괄이익누계액	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	85.4	97.6	117.2	142.8	172.8
비지배주주지분	0.0	(0.8)	(0.7)	(0.8)	(0.9)
자본총계	99.7	102.7	122.3	147.8	177.6
순금융부채	(63.8)	(93.0)	(117.9)	(148.1)	(181.8)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	(3.0)	31.7	39.8	46.6	52.1
당기순이익	12.8	15.9	26.6	33.7	40.8
조정	3.3	4.2	2.8	2.8	2.9
감가상각비	3.1	2.8	2.8	2.9	2.9
외환거래손익	(0.1)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.2)	(2.1)	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	4.0	0.0	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(19.1)	11.6	10.4	10.1	8.4
투자활동 현금흐름	(5.5)	(6.1)	(17.5)	(17.5)	(15.2)
투자자산감소(증가)	(22.1)	19.2	(4.9)	(4.8)	(4.0)
유형자산감소(증가)	(2.4)	(1.1)	(3.0)	(3.5)	(3.5)
기타	19.0	(24.2)	(9.6)	(9.2)	(7.7)
재무활동 현금흐름	(2.1)	(11.9)	(7.4)	(8.2)	(10.9)
금융부채증가(감소)	(29.9)	0.5	(0.5)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.4)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	34.3	(7.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(6.1)	(4.6)	(6.9)	(8.2)	(10.9)
현금의 증감	(10.6)	13.7	14.9	21.0	26.0
Unlevered CFO	21.3	25.1	41.2	49.8	59.8
Free Cash Flow	(5.5)	30.5	36.8	43.1	48.6

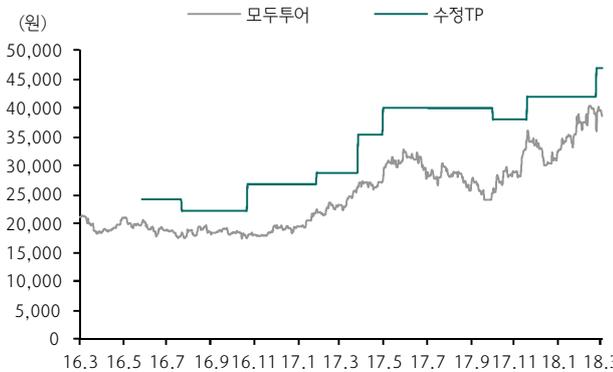
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

하나투어



날짜	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.2.2	BUY	145,000		
17.11.2	BUY	110,000	-1.94%	9.55%
17.5.10	BUY	105,000	-16.28%	-4.29%
17.4.6	BUY	94,000	-10.59%	-5.74%
17.2.2	BUY	79,000	-0.45%	8.10%
16.10.26	BUY	75,000	-9.96%	-1.20%
16.8.2	BUY	85,000	-17.45%	-11.29%
16.7.13	BUY	100,000	-24.22%	-20.70%
16.6.7	BUY	110,000	-22.65%	-18.27%
15.11.3	BUY	165,000	-38.89%	-16.36%

모두투어



날짜	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.3.6	BUY	47,000		
17.11.29	BUY	42,000	-17.15%	-3.69%
17.10.12	BUY	38,000	-23.80%	-9.61%
17.7.13	BUY	40,000	-30.46%	-23.75%
17.5.11	BUY	40,021	-22.96%	-17.83%
17.4.6	BUY	35,352	-23.99%	-22.45%
17.2.7	BUY	28,682	-18.70%	-9.19%
16.11.2	BUY	26,681	-28.26%	-18.00%
16.8.2	BUY	22,011	-15.38%	-10.00%
16.6.7	BUY	24,012	-20.89%	-13.61%

투자이견 분류 및 적용

- 투자이견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급 비율

투자등급	BUY (매수)	Neutral (중립)	Reduce (비중축소)	합계
금융투자상품의 비율	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 3월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 3월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 3월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이 나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료 로 사용될 수 없습니다.