

여행

업황은 예상보다 더 부진하나, 연말엔 지금보다 높은 주가를 기대

업황이 예상보다 더 부진하지만 여전히 연간 증익이다

상반기 올림픽/월드컵/지방선거 등의 이벤트로 여행수요가 하반기로 이연 되었는데, 하필이면 수요에 가장 높은 영향을 미치는 일본 지진이 발생했다. 3분기까지는 어려운 흐름이 예상되나 그럼에도 자회사들의 높은 개선과 인센티브 여행 수요 재개로 연간으로는 증익을 전망하고 있다. 단기적으로는 급격한 반등을 기대하기 어렵지만, 연간으로는 여전히 증익하며, 여행주가 연초 대비 이미 20% 이상 하락했기에 중장기적으로는 반등을 기대한다. 목표주가는 1) 낮아진 이익 기대치와 2) 낮아진 사드 규제 완화 가능성을 반영해 하나투어는 12만원(-20%), 모두투어는 3.8만원(-19%)으로 하향한다. 중장기적으로 여전히 하나투어를 최선호하나, 단기적으로는 1) 일본 비중이 낮아 추가 추정치 하향이 제한적이고 2) 역사적 저점 수준까지 하락한 모두투어를 더 선호하겠다.

하나투어: 2Q OPM 2.9%(-0.1%p YoY)

2분기 예상 영업수익/영업이익은 2,164억원(+33% YoY)/63억원(+30%)으로 컨센서스(104억원)를 하회할 것이다. 송객수는 138만명(+10%)이었는데, 핵심인 일본 지역이 5% 성장에 그친 영향이며, ASP는 7% 하락한 것으로 추정한다. 7~9월의 예약률도 5%/12%/2%로 부진한 상황이며, 재팬의 이익 기여도를 감안할 때 3분기까지 어렵다. 또한, 2분기부터 2019년까지 약 280억원의 플랫폼 관련 IT 투자(자산화 비중 약 60%)도 진행되고 있다. 다만, 중국 인바운드 관련 자회사들의 적자 개선은 긍정적이다. 면세점은 분기 30억원 적자 수준까지 개선되었으며, 호텔 역시 ADR이 회복되고 있다.

모두투어: 2Q OPM 7.2%(-3.7%p YoY)

2분기 예상 영업수익/영업이익은 954억원(+42% YoY)/69억원(-6%)으로 컨센서스(82억원)를 하회할 것이다. 송객수는 65만명(+3%)로 부진했는데, 남태평양/미주 지역의 역 성장으로 ASP가 -4% 하락한 영향이다. 자유투어도 4억원의 적자를 기록한 것으로 추정된다. 특이사항은 모두투어의 일본 비중이 약 21%인데, 이 중 90%가 큐슈(후쿠오카 등) 비중이기에 오사카 지진 영향은 상대적으로 매우 낮다.

Update

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(7월 3일)
하나투어(039130)	BUY	120,000원(하향)	79,600원
모두투어(080160)	BUY	38,000원(하향)	25,650원

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	833	973	1,343	1,518	1,684
영업이익	십억원	41	73	82	121	144
세전이익	십억원	47	71	86	127	150
순이익	십억원	25	37	60	87	110

주: 하나/모두투어 합산
자료: 하나금융투자



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

2분기 Preview

2분기 및 연간으로 하나투어의 컨센서스 조정 폭이 더 높을 듯

2분기 영업이익은 예상치를 하회

하나/모두투어의 2분기 영업이익은 컨센서스를 하회할 것이다. 작년 황금연휴에 따른 역기지효과를 감안하더라도 견조한 여행수요 증가에 더해 자회사들의 이익 개선이 긍정적으로 나타날 것으로 기대했지만, 월드컵 및 지방선거 등의 이벤트들이 예상보다 부정적으로 작용하면서 하나/모두투어의 2분기 송출객수는 각각 10%/3% (YoY)로 부진했다.

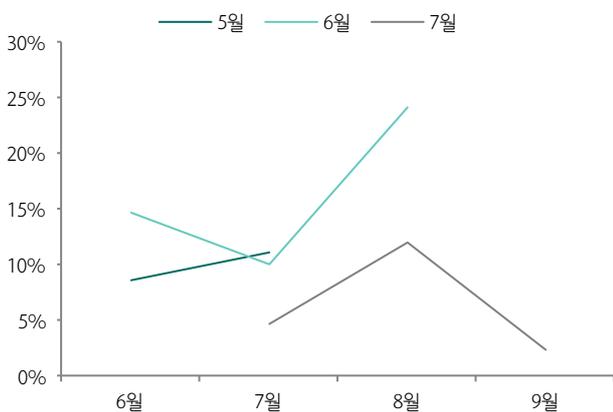
일본 지진이 부정적. 빠르면 연내 수요 회복이 예상되나, 다수의 이벤트로 3분기 계절성이 매우 높은 시기에 연간 이익 추정치는 하향 조정

최근 2년간의 흐름과는 다르게 올해는 다시 3분기 계절성이 다시 부각될 수 밖에 없는데, 하필 한국 여행 수요에 가장 민감한 외부 변수 중 하나인 일본 지진으로 3분기에도 기대치를 낮춰야 할 수 밖에 없다. 일본 여행수요는 결국 지리적인 요인으로 빠르면 4분기부터 반등할 수 있을 것으로 예상하지만 3분기만 바라본다면 여진의 가능성이 있어 쉽게 회복하기 어려울 것이다.

하나/모두투어의 일본 비중은 각각 37%/21%. 모두투어의 오사카 비중은 일본 내에서도 5% 내외에 불과

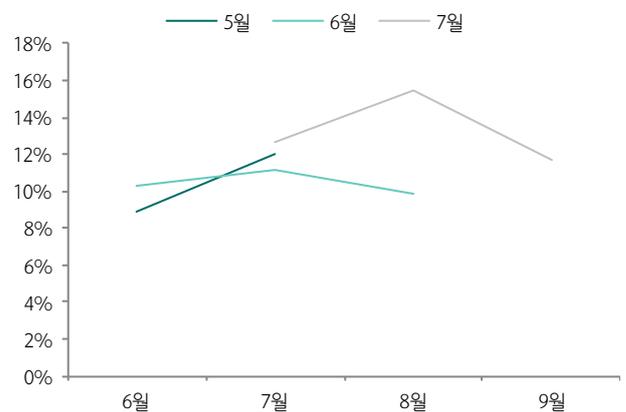
일본 송객 수 비중은 2017년 기준 하나투어/모두투어 각각 37%/21%이며, 일본 내 오사카 비중은 각각 20%/5%(오타 아님)로 하나투어에 미치는 영향이 다소 크다. 하나투어는 전사 송객수가 설사 크게 빠지지 않는다 하더라도 하나투어 재팬이라는 레버리지가 다소 훼손될 가능성이 있다. 중장기적으로는 중국 인바운드 관련 자회사들의 개선 폭이 가파른 하나투어를 여전히 최선호하나, 단기적으로는 오사카 비중이 일본 내에서도 5% 미만에 불과한 모두투어를 선호하겠다.

그림 1. 하나투어 예약률 추이 - 3분기 보여지는 예약률보다는 높을 듯



자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 2. 모두투어 예약률 추이 - 3분기 15% 이상 충분히 가능할 듯



자료: 모두투어, 하나금융투자

1. 하나투어: 2Q OPM 2.9%(-0.1%p YoY)

2분기 예상 영업수익/영업이익은 2,164억원(+33% YoY)/63억원(+30%)

2분기 예상 영업수익/영업이익은 2,164억원(+33% YoY)/63억원(+30%)으로 컨센서스(104억원)를 크게 하회할 것이다. 하나금융투자의 기존 영업이익 추정치는 80억원으로 가장 보수적인 수준이었으나, 이마저도 하회하는 아쉬운 흐름이다. 2분기 송객 수는 138만명(+10%)이었는데, 핵심인 일본 지역이 5% 성장에 그친 영향이다.

하나투어의 일본 송객 수 비중은 37%이며, 이 중 오사카 비중은 20%. 하나투어 재팬의 레버리지 감안 시 하반기 이익 기대치 낮출 필요

2018년 여행수요가 상저하고의 흐름에서 한국인들이 가장 많은 도시 중 하나인 일본 오사카의 지진 영향은 태국 홍수와 함께 국내 여행수요에 가장 부정적인 이벤트이다. 하나투어는 2017년 기준 전체 송객 수에서 일본 비중이 37%이고, 이 중 오사카 비중은 20%이다. 이런 영향은 이미 7월 발표한 7~9월의 예약률(5%/12%/2%)을 통해 나타나고 있다. 다만, 전년과 비교했을 때 3분기 추석연휴의 경우 리드타임이 상대적으로 짧기 때문에 반등을 가정했을 때 약 10% 내외의 송객 수 성장률은 달성 가능하다고 판단한다.

중장기적으로는 일본의 지리적 이점 때문에 빠르면 연내에도 회복될 수 있을 것으로 예상하나 문제는 하나투어 재팬의 이익비중이 매우 높다는 점이다. 설사 전사 송객 수가 크게 훼손되지 않더라도 재팬이 감익될 수 있다는 점을 감안할 필요가 있다.

또한, IT 관련 투자도 본격화. 2분기부터 내년 말까지 약 300억원 집행. 자산화 비중은 약 55~60%로 추정

또 하나 참고해야 할 점은, 2분기부터 신규 항공/호텔 플랫폼 관련 IT 투자가 시작되었다는 점이다. 2019년 말까지 집행되는 투자금액은 약 280억원이며, 이 중 자산화 비중은 약 60% 내외로 추정되기에 판관비가 하반기부터 내년 말까지 약 110억원 이상 반영될 가능성이 높다. 2분기 감사보고서 이후 관련 투자금액의 자산화 비중을 추가로 확인해야겠지만, 내년 이익 기대치를 추가로 낮추는 요인이 될 것이다.

중국 인바운드 관련 자회사들의 실적 개선은 긍정적. 면세점은 분기 30억원 수준까지 적자 폭 축소

다만, 중국 인바운드 관련 자회사들은 연내 사드 규제 완화 가능성이 매우 낮아졌음에도 불구하고 의미 있는 실적 개선이 이미 나타나고 있어 긍정적이다. 면세점은 분기 30억원(+20억원 QoQ) 수준까지 적자 폭을 줄였으며, 3분기도 추가 개선될 것이다. 호텔 부문 역시 ADR이 빠르게 회복 중에 있다.

표 1. 하나투어 주요 가점

(단위: 천명, 천원)

	16	17	18F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
출국자수	20,844	24,837	28,438	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,398	7,690	7,354
하나투어 송객 수	4,904	5,630	6,361	1,422	1,256	1,466	1,487	1,660	1,381	1,661	1,660
패키지	3,045	3,658	4,088	939	831	925	963	1,102	891	1,031	1,065
항공권(FIT)	1,859	1,972	2,273	483	425	540	524	558	490	631	595
YoY											
출국자수	17%	19%	15%	18%	22%	16%	21%	14%	12%	17%	14%
하나투어 송객 수	31%	15%	13%	19%	15%	9%	17%	17%	10%	13%	12%
패키지	32%	20%	12%	21%	19%	15%	26%	17%	7%	11%	11%
항공권(FIT)	30%	6%	15%	15%	7%	1%	4%	15%	15%	17%	14%
하나투어 M/S	24%	23%	22%	23%	22%	22%	23%	24%	22%	22%	23%
ASP											
패키지	680	664	619	662	706	630	662	619	656	611	596
항공권(FIT)	541	558	538	550	559	595	526	536	526	577	510

자료: 하나금융투자

표 2. 하나투어 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	16	17	18F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
수탁금	3,077	3,529	3,754	887	824	905	913	980	842	994	938
매출 전환율	12.5%	12.6%	16.4%	12.8%	12.7%	11.8%	13.2%	16.2%	17.0%	14.6%	17.8%
영업수익	596	682	909	171	163	167	181	229	216	219	244
본사	386	445	614	113	105	107	120	159	143	145	167
국내 자회사	71	82	94	18	21	20	22	20	24	25	25
면세점	94	91	108	25	23	23	21	22	26	30	29
해외자회사	78	104	136	24	26	26	29	37	35	31	34
영업이익	21	41	44	10	5	10	16	12	6	11	15
본사	(28)	47	38	16	9	9	13	14	5	9	11
OPM	3.5%	6.0%	4.8%	6.0%	3.0%	5.9%	8.7%	5.2%	2.9%	4.8%	6.1%
당기순이익	7	13	31	5	-4	4	7	8	3	8	12

자료: 하나금융투자

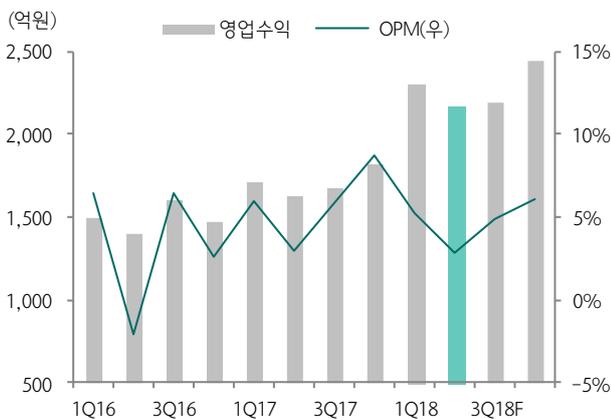
표 3. 하나투어 면세점 실적 추정 - 2018년 공항면세점 임대료 인하(약 28%)

(단위: 억원)

	16	17	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출액	948	933	1,084	1,217	251	225	230	206	224	263	304	293
시내	314	234	213	341	82	63	44	46	41	48	58	66
공항	634	699	870	876	169	162	186	160	183	214	246	228
매출총이익	586	361	470	548	115	67	88	86	95	121	128	126
GPM	62%	39%	43%	45%	46%	30%	38%	42%	42%	46%	42%	43%
판매비	865	639	598	614	198	162	141	132	144	149	153	152
임차료	315	276	304	304	69	69	69	69	76	76	76	76
영업이익	(279)	(278)	(128)	(67)	(82)	(95)	(53)	(45)	(49)	(29)	(26)	(25)
OPM	-29%	-30%	-12%	-5%	-33%	-42%	-23%	-22%	-22%	-11%	-8%	-9%

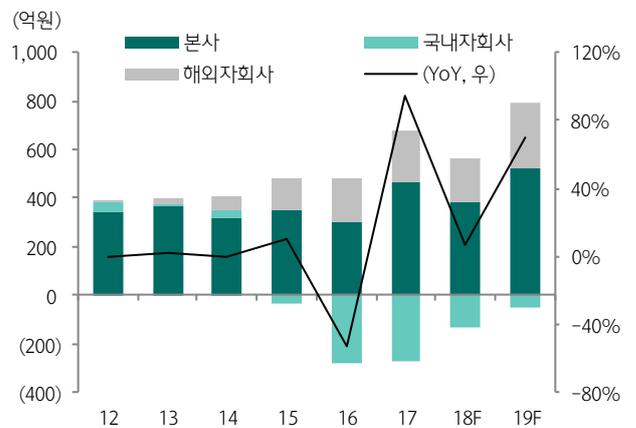
자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 3. 분기별 실적 - 2Q 영업이익 30% (YoY) 개선



자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 4. 하나투어 부문별 영업이익 - '19년 자회사 합산 221억원



자료: 하나투어, 하나금융투자

2. 모두투어: 2Q OPM 7.2%(-3.7%p YoY)

1분기 예상 영업수익/영업이익은 954억원(+42% YoY)/69억원(-6%)

2분기 예상 영업수익/영업이익은 954억원(+42% YoY)/69억원(-6%)으로 컨센서스(82억원)를 하회할 것이다. 2분기 송객 수는 65만명(+3%)로 매우 부진했는데, 중국 지역이 70% 성장했지만 남태평양/미주 지역이 역 성장한 영향이며 ASP는 -4% 하락한 것으로 예상된다.

여행 수요 부진으로 2분기 자유투어가 적자를 기록하며 자회사들의 실적도 부진

자회사들의 합산 영업이익은 1Q18(-14억원) 대비 크게 개선된 BEP 수준을 전망하나 기존 예상치 대비는 약 20억원 정도 하회한 것인데, 1) 여행 수요 부진에 따른 자유투어의 약해진 레버리지 효과와 2) 3월 4호점을 오픈한 스테이의 적자 지속 때문이다.

다만, 모두투어의 일본 송객 수 비중은 21%인데, 이 중 큐슈 지역만 90%로 매우 높음. 오사카 비중은 5% 미만

다만 특이 사항은, 2017년 모두투어 송객 수의 일본 비중은 21%인데, 이 중 90%가 큐슈 지역(후쿠오카/미야자키 등)에서 발생한다는 점이다. 지진이 난 오사카 비중은 5% 미만에 불과하다. 물론, 여진의 여향으로 일본 여행 수요가 약해지는 것은 사실이나 하나투어 대비 미치는 영향은 상대적으로 낮을 것으로 판단된다. 단기적으로는 하나투어 대비 모두투어를 선호한다.

표 4. 모두투어 주요 가정

(단위: 천명, 천원)

	16	17	18F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
출국자수	20,844	24,837	28,438	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,398	7,690	7,353
모두투어 송객 수	2,299	2,733	2,987	709	630	695	698	764	650	802	771
패키지	1,346	1,503	1,664	420	332	352	399	450	377	408	430
항공권(FIT)	953	1,230	1,323	289	299	343	298	314	274	394	341
YoY											
출국자수	17%	19%	15%	18%	22%	16%	21%	14%	12%	17%	14%
모두투어 송객 수	19%	19%	9%	23%	21%	13%	18%	8%	3%	15%	10%
패키지	9%	12%	11%	18%	10%	3%	15%	7%	14%	16%	8%
항공권(FIT)	35%	29%	8%	30%	38%	26%	23%	8%	-8%	15%	14%
모두투어 M/S	11%	11%	11%	12%	11%	11%	11%	11%	10%	10%	10%
ASP											
패키지	848	899	872	872	920	939	877	872	883	906	832
항공권(FIT)	569	506	500	494	474	520	510	507	465	512	470
YoY											
패키지	-2%	6%	-3%	-1.9%	-2.9%	2.9%	-8.1%	-0.1%	-4.0%	-3.5%	-5.0%
항공권(FIT)	-11%	-1%	-2%	-12.7%	-16.1%	-9.2%	-8.7%	2.6%	-2.0%	-1.5%	-7.7%

자료: 하나금융투자

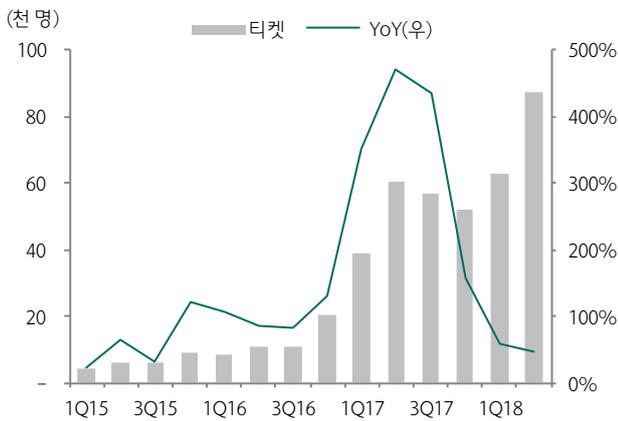
표 5. 모두투어 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	16	17	18F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
수탁금	1,624	1,967	2,100	509	447	509	502	551	460	571	518
여행알선	1,141	1,352	1,452	366	305	330	350	392	333	369	358
항공권대매	482	615	649	143	142	178	152	159	127	202	160
매출 전환율	14.6%	14.8%	20.6%	14.5%	15.1%	14.3%	15.3%	19.9%	20.7%	20.2%	21.8%
영업수익	237	291	433	74	67	73	77	110	95	115	113
본사	206	249	365	64	57	62	65	94	79	97	95
국내 자회사	33	44	74	10	11	11	13	17	18	20	20
영업이익	20	32	38	11.0	7.3	8.1	5.6	9.1	6.9	12.5	9.5
OPM	8.5%	11.0%	8.8%	14.9%	10.9%	11.2%	7.3%	8.3%	7.2%	10.9%	8.4%
당기순이익	16	24	29	8	6	6	4	8	5	9	7

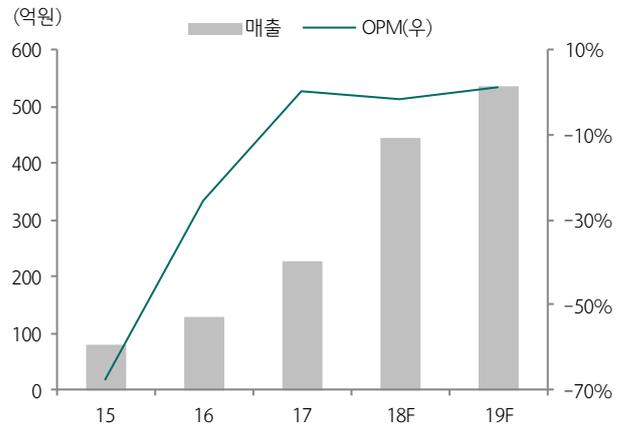
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 5. 자유투어 티켓 송객 수 - 2Q 46% (YoY) 증가



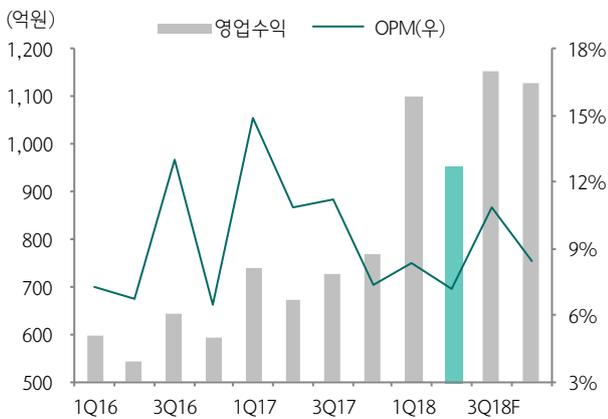
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 6. 자유투어 실적 추이 - '19년 영업이익 13억원 예상



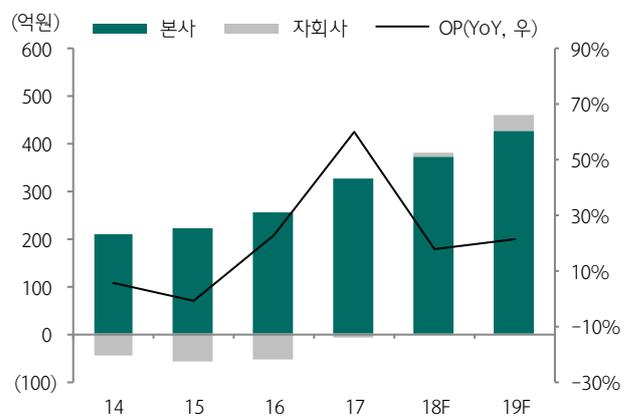
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 7. 분기별 실적 - 2Q 영업이익 69억원(-6%) 추정



자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 8. 부문별 영업이익 - '19년 자회사 합산 34억원 + α



자료: 모두투어, 하나금융투자

표 6. 하나투어 목표주가 하향

지배주주순이익('19년)	51	십억원
주식 수	11,616	천주
EPS	4,385	원
목표 P/E('19년)	27.0	배
	118,405	원
목표 주가	120,000	원
현재 주가	79,600	원
상승 여력	51	%

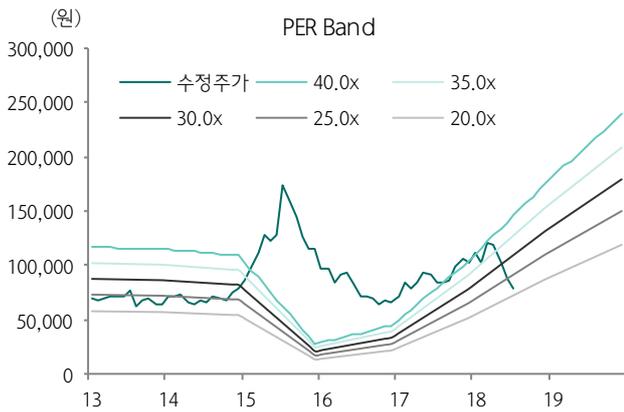
자료: 하나금융투자

표 7. 모두투어 목표주가 하향

지배주주순이익('18년)	30	십억원
주식 수	18,900	천주
EPS	1,565	원
목표 P/E	24.0	배
	37,563	원
목표 주가	38,000	원
현재 주가	25,650	원
상승 여력	48	%

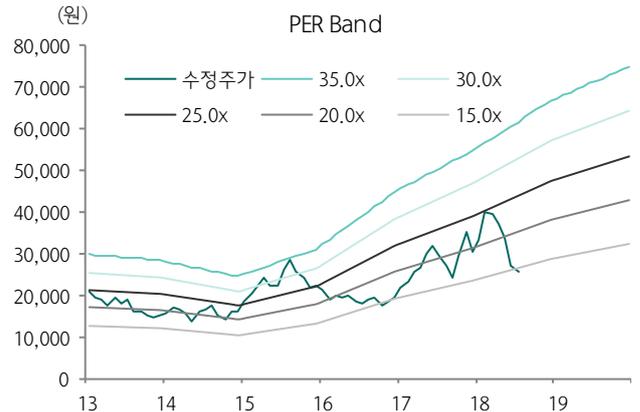
자료: 하나금융투자

그림 9. 하나투어 12MF P/E 차트



자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 10. 모두투어 12MF P/E 차트 - 역사적 하단까지 하락



자료: 모두투어, 하나금융투자

추정 재무제표 - 하나투어

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	595.5	682.3	909.5	1,032.4	1,145.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	595.5	682.3	909.5	1,032.4	1,145.8
판매비	574.6	641.5	865.6	958.0	1,053.8
영업이익	20.9	40.8	43.8	74.5	92.0
금융손익	1.8	1.5	1.6	1.9	2.2
종속/관계기업손익	(0.2)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.4	(2.8)	(0.4)	0.5	0.0
세전이익	23.9	38.0	45.1	76.9	94.2
법인세	16.4	25.3	14.2	23.8	25.3
계속사업이익	7.5	12.7	30.9	53.1	68.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.5	12.7	30.9	53.1	68.9
비지배주주지분 손익	(0.5)	(0.3)	0.6	2.1	(0.6)
지배주주순이익	8.0	13.0	30.3	50.9	69.5
지배주주지분포괄이익	8.4	9.4	35.8	61.5	79.8
NOPAT	6.6	13.7	30.0	51.4	67.3
EBITDA	38.4	61.3	60.7	88.5	103.9
성장성(%)					
매출액증가율	29.6	14.6	33.3	13.5	11.0
NOPAT증가율	(79.8)	107.6	119.0	71.3	30.9
EBITDA증가율	(29.7)	59.6	(1.0)	45.8	17.4
영업이익증가율	(53.2)	95.2	7.4	70.1	23.5
(지배주주)순이익증가율	(74.8)	62.5	133.1	68.0	36.5
EPS증가율	(74.7)	61.3	133.5	68.3	36.4
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	6.4	9.0	6.7	8.6	9.1
영업이익률	3.5	6.0	4.8	7.2	8.0
계속사업이익률	1.3	1.9	3.4	5.1	6.0
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	692	1,116	2,606	4,385	5,982
BPS	19,237	20,553	21,730	24,591	28,954
CFPS	4,396	6,756	5,181	7,657	8,936
EBITDAPS	3,308	5,281	5,224	7,619	8,946
SPS	51,268	58,738	78,294	88,878	98,636
DPS	1,500	1,500	1,600	1,700	1,700
추가지표(배)					
PER	95.6	92.3	30.5	18.2	13.3
PBR	3.4	5.0	3.7	3.2	2.7
PCFR	15.0	15.2	15.4	10.4	8.9
EV/EBITDA	16.3	16.4	10.8	6.7	4.9
PSR	1.3	1.8	1.0	0.9	0.8
재무비율(%)					
ROE	4.2	6.6	14.3	21.7	25.1
ROA	1.6	2.3	4.6	6.7	8.1
ROIC	(34.5)	(98.1)	(43.3)	(40.4)	(41.4)
부채비율	145.3	150.4	181.7	179.5	168.9
순부채비율	(77.9)	(94.4)	(120.2)	(128.8)	(132.1)
이자보상배율(배)	33.5	56.1	54.3	92.2	113.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	345.7	430.3	539.6	631.6	732.4
금융자산	185.9	253.9	328.2	395.2	470.6
현금성자산	156.0	228.4	298.9	361.4	431.8
매출채권 등	96.7	98.0	108.8	120.8	134.1
재고자산	24.3	14.6	19.4	22.0	24.4
기타유동자산	38.8	63.8	83.2	93.6	103.3
비유동자산	174.6	174.5	179.5	179.6	181.1
투자자산	52.7	50.7	67.6	76.8	85.2
금융자산	40.9	39.6	52.7	59.9	66.4
유형자산	91.8	82.6	74.0	67.5	62.4
무형자산	15.9	13.9	10.6	8.1	6.3
기타비유동자산	14.2	27.3	27.3	27.2	27.2
자산총계	520.2	604.7	719.1	811.2	913.5
유동부채	286.7	343.1	439.7	494.8	545.6
금융부채	7.8	17.6	12.8	13.0	13.2
매입채무 등	123.7	144.6	192.8	218.8	242.9
기타유동부채	155.2	180.9	234.1	263.0	289.5
비유동부채	21.5	20.2	24.1	26.2	28.2
금융부채	12.9	8.4	8.4	8.4	8.4
기타비유동부채	8.6	11.8	15.7	17.8	19.8
부채총계	308.2	363.3	463.8	521.0	573.8
지배주주지분	189.5	204.8	218.4	251.7	302.4
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	92.0	114.5	114.5	114.5	114.5
자본조정	(33.9)	(34.0)	(34.0)	(34.0)	(34.0)
기타포괄이익누계액	(0.8)	(4.4)	(4.4)	(4.4)	(4.4)
이익잉여금	126.4	122.8	136.4	169.7	220.4
비지배주주지분	22.6	36.7	36.9	38.5	37.4
자본총계	212.1	241.5	255.3	290.2	339.8
순금융부채	(165.2)	(227.9)	(307.0)	(373.7)	(449.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	27.5	66.2	118.1	99.0	108.0
당기순이익	7.5	12.7	30.9	53.1	68.9
조정	27.3	51.2	16.9	14.0	11.9
감가상각비	17.5	20.5	16.8	14.0	11.9
외환거래손익	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.2	1.5	0.0	0.0	0.0
기타	9.3	28.8	0.1	0.0	0.0
영업활동 변동	(7.3)	2.3	70.3	31.9	27.2
투자활동 현금흐름	6.7	(21.8)	(26.2)	(19.0)	(19.0)
투자자산감소(증가)	23.1	4.1	(17.4)	(9.6)	(8.9)
유형자산감소(증가)	(47.2)	(21.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
기타	30.8	(4.9)	(3.8)	(4.4)	(5.1)
재무활동 현금흐름	(25.5)	32.9	(21.4)	(17.5)	(18.6)
금융부채증가(감소)	(10.1)	5.3	(4.8)	0.2	0.2
자본증가(감소)	1.1	22.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.4	22.2	0.0	0.0	0.0
배당지급	(16.9)	(17.1)	(16.6)	(17.7)	(18.8)
현금의 증감	9.6	72.3	70.5	62.5	70.4
Unlevered CFO	51.1	78.5	60.2	88.9	103.8
Free Cash Flow	(20.5)	44.8	113.1	94.0	103.0

추정 재무제표 - 모두투어

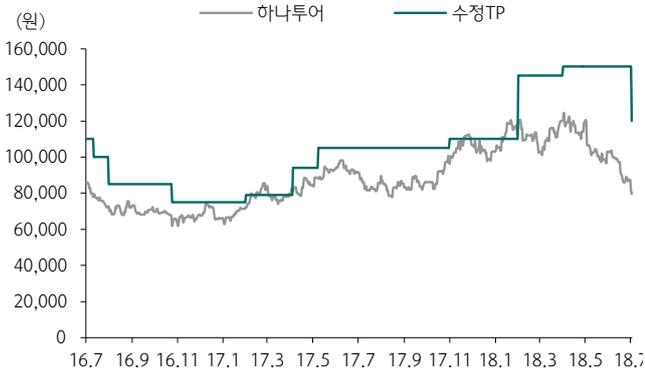
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	237.1	290.9	433.5	485.3	538.4
매출원가	11.2	10.9	111.8	124.1	140.2
매출총이익	225.9	280.0	321.7	361.2	398.2
판매비	205.8	247.9	283.7	314.9	345.9
영업이익	20.1	32.1	38.0	46.4	52.3
금융손익	1.2	0.7	1.0	1.2	1.2
중속/관계기업손익	2.2	3.0	3.0	3.2	3.3
기타영업외손익	(0.6)	(2.9)	(1.1)	(0.8)	(0.6)
세전이익	22.9	32.9	40.9	49.9	56.3
법인세	7.0	8.7	11.5	14.0	15.8
계속사업이익	15.9	24.2	29.5	35.9	40.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	15.9	24.2	29.5	35.9	40.5
비지배주주지분 순이익	(0.9)	0.0	(0.1)	(0.1)	0.0
지배주주순이익	16.8	24.2	29.6	36.0	40.5
지배주주지분포괄이익	16.5	23.9	29.5	35.9	40.5
NOPAT	14.0	23.6	27.4	33.4	37.7
EBITDA	22.9	35.2	41.0	49.3	55.3
성장성(%)					
매출액증가율	16.1	22.7	49.0	11.9	10.9
NOPAT증가율	18.6	68.6	16.1	21.9	12.9
EBITDA증가율	17.4	53.7	16.5	20.2	12.2
영업이익증가율	21.8	59.7	18.4	22.1	12.7
(지배주주)순이익증가율	27.3	44.0	22.3	21.6	12.5
EPS증가율	26.5	44.2	22.4	21.7	12.5
수익성(%)					
매출총이익률	95.3	96.3	74.2	74.4	74.0
EBITDA이익률	9.7	12.1	9.5	10.2	10.3
영업이익률	8.5	11.0	8.8	9.6	9.7
계속사업이익률	6.7	8.3	6.8	7.4	7.5
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	887	1,279	1,565	1,905	2,143
BPS	6,983	8,121	9,253	10,727	12,439
CFPS	1,329	1,859	2,257	2,719	3,055
EBITDAPS	1,214	1,860	2,168	2,610	2,924
SPS	12,544	15,394	22,936	25,679	28,487
DPS	400	450	450	450	450
주가지표(배)					
PER	21.8	23.8	16.4	13.5	12.0
PBR	2.8	3.8	2.8	2.4	2.1
PCFR	14.5	16.4	11.4	9.4	8.4
EV/EBITDA	11.8	14.4	9.1	6.9	5.4
PSR	1.5	2.0	1.1	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	16.5	20.3	20.3	21.2	20.2
ROA	8.5	8.8	7.8	8.1	8.1
ROIC	(167.1)	(120.9)	(67.3)	(55.7)	(53.8)
부채비율	104.9	107.5	127.8	121.5	114.7
순부채비율	(90.6)	(59.6)	(75.6)	(82.3)	(87.7)
이자보상배율(배)	46.2	66.1	54.3	73.6	92.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	151.1	208.7	281.7	328.1	379.7
금융자산	100.3	144.6	186.1	221.1	261.0
현금성자산	58.3	53.1	49.9	68.6	91.9
매출채권 등	38.8	45.1	67.2	75.2	83.4
채고자산	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
기타유동자산	11.9	18.9	28.2	31.6	35.0
비유동자산	59.2	129.5	138.2	141.7	145.2
투자자산	21.7	16.5	24.6	27.5	30.5
금융자산	0.9	8.5	12.6	14.2	15.7
유형자산	21.9	22.5	23.4	24.2	24.9
무형자산	5.6	2.6	2.2	2.0	1.8
기타비유동자산	10.0	87.9	88.0	88.0	88.0
자산총계	210.4	338.2	419.8	469.8	524.9
유동부채	103.1	141.8	201.4	223.4	245.9
금융부채	3.2	15.3	14.5	14.5	14.5
매입채무 등	58.8	66.6	99.3	111.1	123.3
기타유동부채	41.1	59.9	87.6	97.8	108.1
비유동부채	4.6	33.4	34.0	34.3	34.5
금융부채	4.2	32.2	32.2	32.2	32.2
기타비유동부채	0.4	1.2	1.8	2.1	2.3
부채총계	107.7	175.2	235.5	257.7	280.4
지배주주지분	103.5	134.8	156.2	184.1	216.4
자본금	6.3	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	27.9	29.2	29.2	29.2	29.2
자본조정	(28.6)	(18.7)	(18.7)	(18.7)	(18.7)
기타포괄이익누계액	0.2	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	97.6	114.9	136.3	164.1	196.5
비지배주주지분	(0.8)	28.2	28.1	28.0	28.0
자본총계	102.7	163.0	184.3	212.1	244.4
순금융부채	(93.0)	(97.1)	(139.4)	(174.5)	(214.4)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	31.7	38.2	62.1	49.6	54.5
당기순이익	15.9	24.2	29.5	35.9	40.5
조정	4.2	1.7	3.0	2.9	3.0
감가상각비	2.8	3.0	3.0	2.9	3.0
외환거래손익	(0.5)	2.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(2.1)	(3.0)	0.0	0.0	0.0
기타	4.0	(0.6)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	11.6	12.3	29.6	10.8	11.0
투자활동 현금흐름	(6.1)	(53.8)	(56.4)	(22.7)	(23.2)
투자자산감소(증가)	19.2	5.2	(8.1)	(2.9)	(3.0)
유형자산감소(증가)	(1.1)	(1.3)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
기타	(24.2)	(57.7)	(44.8)	(16.3)	(16.7)
재무활동 현금흐름	(11.9)	11.3	(9.0)	(8.1)	(8.1)
금융부채증가(감소)	0.5	40.1	(0.8)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.1)	4.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(7.7)	(26.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(4.6)	(6.9)	(8.2)	(8.1)	(8.1)
현금의 증감	13.7	(5.2)	(3.2)	18.8	23.2
Unlevered CFO	25.1	35.1	42.7	51.4	57.7
Free Cash Flow	30.5	36.8	58.6	46.1	51.0

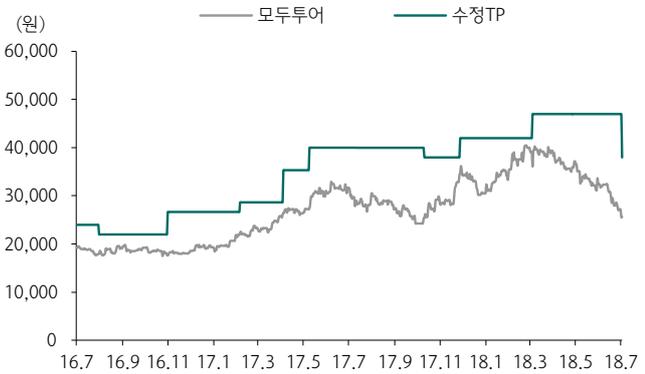
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

하나투어



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.7.4	BUY	120,000		
18.4.3	BUY	150,000	-30.27%	-17.00%
18.2.2	BUY	145,000	-23.12%	-16.90%
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%

모두투어



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.7.4	BUY	38,000		
18.3.6	BUY	47,000	-26.08%	-14.26%
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%

투자 의견 분류 및 적용

- 투자 의견의 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

투자 등급 비율

투자 등급	BUY (매수)	Neutral (중립)	Reduce (비중축소)	합계
금융투자상품의 비율	93.0%	6.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 7월 2일

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 7월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 7월 4일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.