

2012년 10월 16일
Initiation

여행

하나투어(039130) | BUY

목표주가(12M): 80,000원(신규)

현재주가(10월15일): 63,500원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,925.59		
52주최고/최저(원)	63,500/32,050		
시가총액(십억원)	737.6		
시가총액비중(%)	0.07		
발행주식수(천주)	11,616.2		
60일 평균거래량(천주)	94.6		
60일 평균거래대금(십억원)	5.0		
11년 배당금(원)	900		
12년 배당금(예상.원)	900		
외국인 지분율(%)	25.50		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	14.6	43.5	72.3
상대	18.7	47.7	67.4

Consensus Data

	2012	2013
매출액(십억원)	319.9	354.0
영업이익(십억원)	--	--
순이익(십억원)	34.8	42.4
EPS(원)	2,996	3,759
BPS(원)	--	--

Stock Price



Analyst 박중대
☎ 02-3771-8544
✉ forsword@hanafn.com

RA 이화영
☎ 02-3771-8009
✉ hy.lee@hanafn.com

여행의 시대

목표주가 8만원, 투자이견 '매수': 국내 여행시장 3가지 변화의 조류

목표주가 8만원은 연결기준 EPS에 12MF PER 23배를 적용한 후 시간에 대해 가중평균한 값이다. 국내 여행시장은 3가지 큰 변화의 조류를 맞이하고 있다. 1차는 2004~07년 사이 국내 아웃바운드 시장의 급격한 팽창이고, 2차는 2010년부터 이어지고 있는 중국인 인바운드 여행시장 확대, 3차는 올해부터 저가 항공 시장의 본격화다. 'X세대 가장의' '자기 가족 중심적인' 소비패턴은 내국인 아웃바운드 시장 확대에 또 하나의 긍정적인 모멘텀이다. 2013년부터 2차와 3차 여행시장 변화의 물결이 '조우'하면서 동사의 실적모멘텀을 크게 확대할 것으로 기대한다.

호텔사업 런칭으로 중국 인바운드 사업 비교우위 점유

동사는 국내 여행업계 MS 18%의 1위 업체로 여행 상품 구성에 있어 높은 바잉파워를 보유하고 있다. 여행상품에서 '항공' 과 '숙박' 은 가장 중요한 구성 요소인데, 전년도 '호텔앤에어닷컴' 설립과 올해 비즈니스 호텔 사업을 런칭하면서 이 두 가지 요소에서 모두 비교우위를 점유하게 되었다. 동시에 중국 인바운드 여행시장에 본격적인 출시표를 던졌다. 중국 인바운드 여행시장은 여전히 파편화된 뚜렷한 강자가 없는 시장으로, 2년 동안의 면밀한 준비가 실적으로 가시화될 시기가 도래한 것이다.

3분기 실적 기대치 소폭 하회, 4분기 실적 이월+전년도 기저효과로 실적 개선폭 클 듯

3분기 IFRS 별도기준 매출과 영업이익은 각각 전년동기대비 9.5%, 27.2% 증가한 725억원과 116억원으로 양호한 실적개선세를 보였다. 4분기로 이월되는 컷오프 금액이 48억원 발생하면서 영업이익이 시장기대치를 소폭 하회하였다. 상대적으로 4분기는 전년도 기저효과까지 더해져 실적모멘텀이 클 것으로 예상된다. 올해 IFRS 별도기준 매출과 영업이익은 각각 전년대비 14%, 61% 증가한 2,570억원과 350억원 규모로 추정한다. 중장기적으로 IFRS 연결기준 순이익은 하나ITC 사업규모 확대가 더해지면서 2016년 820억원 규모까지 (2012~16년)CAGR 27%의 고성장이 가능할 전망이다.

Financial Data (K-IFRS 별도)

투자지표	단위	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	십억원	217.8	226.0	256.9	287.8	320.6
영업이익	십억원	27.2	22.1	35.5	45.7	57.1
세전이익	십억원	30.6	24.8	39.4	50.1	62.2
순이익	십억원	22.1	20.0	29.7	37.8	46.9
EPS	원	1,900	1,718	2,560	3,258	4,041
증감율	%	294.6	(9.6)	49.1	27.2	24.0
PER	배	22.9	19.9	24.8	19.5	15.7
PBR	배	4.0	2.9	4.7	4.0	3.3
EV/EBITDA	배	13.0	11.1	15.4	11.7	9.0
ROE	%	18.5	14.7	20.1	22.0	23.0
BPS	원	10,968	11,890	13,591	15,974	19,141
Net DER	%	(106.9)	(110.2)	(109.8)	(105.0)	(101.1)

자료: 하나투어, 하나대투증권



	여행시장 새로운 변화의 시작
3	<ul style="list-style-type: none"> 1) '변화'는 항상 큰 투자기회를 주었다.....3 2) 국내 여행시장 3가지 변화의 조류: 1차, 내국인 아웃바운드의 팽창(2004~).....3 3) 2차, 중국인 인바운드의 구조적 증가(2010~)3 4) 3차, 저가 항공의 시대 + 'X세대 가장'의 소비패턴의 변화(2012~)3 5) 2012년부터 새로운 시작: 2차와 3차 변화의 '조우'3
	인바운드 여행시장 사업성 진단
5	<ul style="list-style-type: none"> 1) 인바운드 사업을 왜 지금 시작할까?5 2) 인바운드 시장의 사업성 1. 파편화된 시장.....5 3) 인바운드 시장의 사업성 2. CITS와 제휴.....5 4) 인바운드 시장의 사업성 3. 호텔 확보.....6 5) 향후 3년간 서울 호텔 과부족 심각.....7
	인바운드 여행사업 실적 추정
9	<ul style="list-style-type: none"> 1) 호텔사업: 2013년 매출규모 175억원, 2017년 610억원까지 증가 예상.....9 2) 인바운드 여행사업: 2013년 매출 238억원, 2017년 1,250억원까지 증가 예상....10
	저가 항공 시대 개막과 'X대디'의 여행 확대
11	<ul style="list-style-type: none"> 1) 저가 항공편 증가: 여행사 규모 증가와 마진 개선을 동시에11 2) 소비패턴의 변화: X세대 가장(家長) 여행시장 큰손.....13
	실적추정과 밸류에이션
15	<ul style="list-style-type: none"> 목표주가 8만원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시.....15

1

**여행시장
새로운 변화의 시작**

1) ‘변화’는 항상 큰 투자기회를 주었다

변화는 항상 큰 투자의 기회를 낳는 법이다. 특히, 없던 것이 새로 생기거나, 있던 것이 없어질 때, 산업은 물론 주식시장도 요동친다. 이때 투자수익률은 단순히 20~30%를 넘어선 몇 배를 기록하곤 한다. SKT는 휴대폰 시장의 도래와 함께 1997년 주가가 10배 이상 증가하는 구조적 변화를 경험했고, NHN은 지식in을 기반으로 포털의 시대를 열면서 2005년에서 2007년 사이 10배 상승했다. 최근 컴투스는 스마트폰의 확대로 모바일 게임시장이 본격화되면서 1년 사이 주가가 7배 이상 올랐으며, 파라다이스는 중국인 인바운드 증가에 의한 카지노 시장 확대 기대감으로 2011년 초 대비 5배 올랐다. 이러한 변화의 시기에는 실적 개선폭 보다 주가 상승폭이 훨씬 크다. 미래의 실적을 선반영하면서 밸류에이션이 상승하기 때문이다.

2) 국내 여행시장 3가지 변화의 조류: 1차, 내국인 아웃바운드의 팽창(2004~)

국내 여행시장 역시 큰 변화의 물결을 맞이하고 있다. 첫 번째 큰 변화는 이미 2004~2007년에 있었다. 국내 아웃바운드 여행시장이 급격하게 팽창한 것이다. 3년 동안 국내 아웃바운드 인구는 2004년 880여만명에서 2007년 1,330만명으로 연평균 15% 증가하였고, 하나투어는 국내 여행시장 절대적인 MS는 1위 업체로 영업이익이 3배나 증가하였다. 주가는 1만원에서 10만원까지 10배 뛰었다.

3) 2차, 중국인 인바운드의 구조적 증가(2010~)

두 번째는 중국 인바운드 관광객의 구조적 증가다. 중국의 경제발전과 소득수준 상승으로 2010년부터 급격하게 증가했다. 그러나, 하나투어는 이러한 변화의 강물에서 빗겨나 있었다. 하나투어는 당시 인바운드 관련 아무런 비즈니스를 하지 않고 있었다. 그 수혜는 ‘쇼핑’이나 ‘오락’ 등 중국인들이 국내에서 지출하는 ‘소비’에 중점을 둔 면세점이나 화장품, 카지노 업체로 한정되었다.

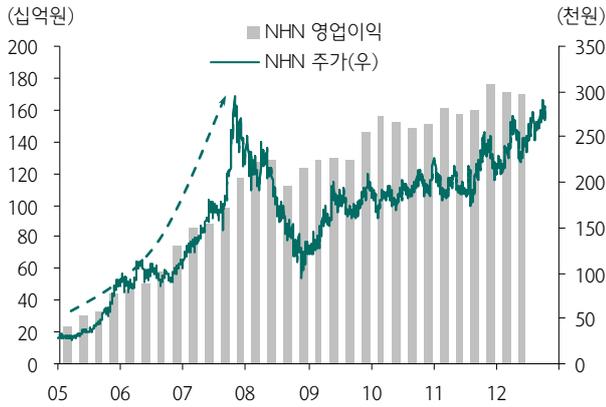
4) 3차, 저가 항공의 시대 + ‘X세대 가장’의 소비패턴의 변화(2012~)

세 번째 큰 변화는 저가 항공의 본격화다. 중국과 동남아, 일본 등 근거리 여행지에 대한 저가 항공 운항 횟수와 여객수가 가파른 증가세에 있다. 여행상품은 수요의 가격탄력성이 클 수밖에 없는 사치재다(이는 환율의 변동시 여행수요가 크게 달라지는 것에서 명확히 알 수 있다.). 여행상품의 45%를 차지하는 항공료가 낮아질 경우 여행수요의 증가는 너무나 자명해 보인다. 더구나, 최근 ‘X세대 가장’의 ‘자기 가족 중심적인’ 소비패턴 확대는 내국인 아웃바운드 시장 확대에 긍정적인 모멘텀으로 작용할 전망이다.

5) 2012년부터 새로운 시작: 2차와 3차 변화의 ‘조우’

하나투어는 국내 여행업계 MS 18%의 1위 업체다. 여행 패키지 상품 구성에 있어 높은 바잉 파워를 보유하고 있다. 여행상품에서 ‘항공’ 과 ‘숙박’ 은 가장 중요한 필수 구성 요소인데, 전년도 ‘호텔앤에어닷컴’ 설립과 올해 비즈니스 호텔 사업을 런칭하면서 이 두 가지 요소에서 모두 비교우위를 점유하게 되었다. 동시에 중국 인바운드 여행시장에 본격적인 출사표를 던졌다. 중국 인바운드 여행시장은 여전히 파편화되어 있는 뚜렷한 강자가 없는 시장으로, 2년 동안의 면밀한 준비가 실적으로 가시화될 시기가 도래한 것이다. 2차와 3차 여행시장 변화의 물결이 ‘조우’ 하면서 2013년부터 실적모멘텀을 크게 확대할 것으로 기대한다.

그림 1. NHN주가와 영업이익 추이



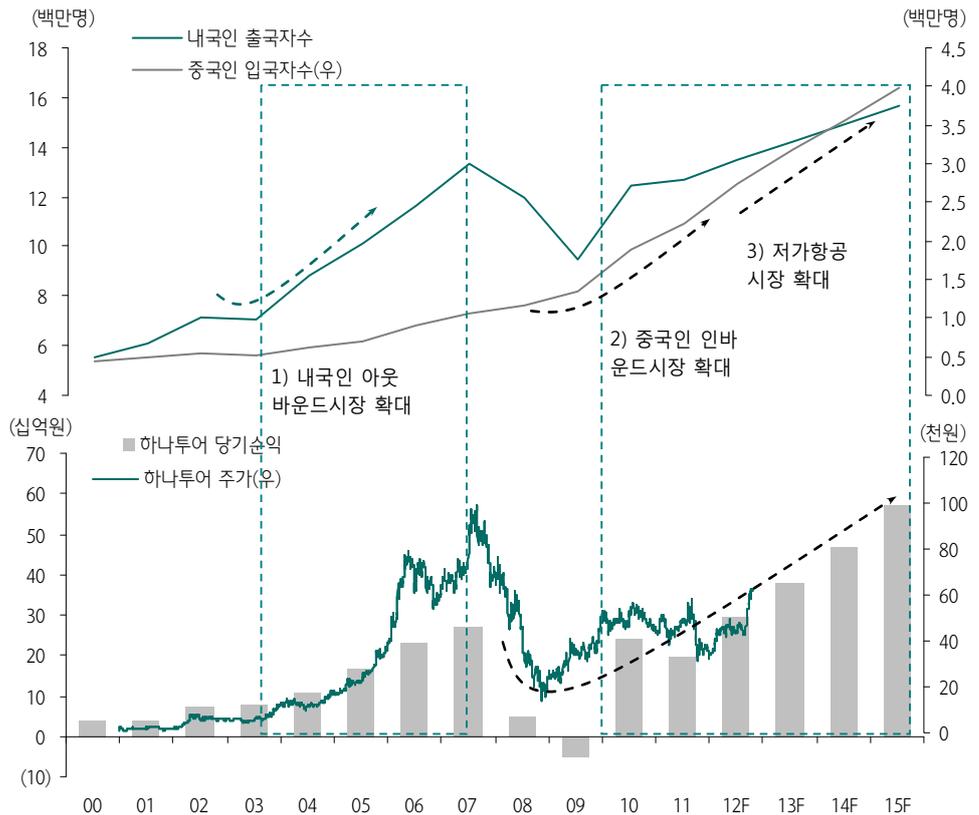
자료: Quantwise, Bloomberg, 하나대투증권

그림 2. 파라다이스 주가와 중국인 드랍액 추이



자료: 파라다이스, Bloomberg, 하나대투증권

그림 3. 국내 여행시장의 3차에 걸친 변화의 시기를 맞고 있다. 1) 구조적인 내국인 출국자 레벨업에 이어 2) 중국 인바운드 확대, 3) 저가항공의 시대로 접어들고 있다. 하나투어는 내년부터 호텔사업 런칭과 함께 인바운드 사업을 본격화하면서 향후 2~3년 큰 폭의 실적개선세가 예상된다



자료: 한국관광공사, 중국국가여유국, 하나투어, Bloomberg, 하나대투증권

2

**인바운드 여행시장
사업성 진단**

1) 인바운드 사업을 왜 지금 시작할까?

중국인들의 인바운드는 2010년부터 가파르게 증가했고, 일본인 역시 연간 300만명 이상이 들어오고 있었다. 그 동안 왜 하나투어는 인바운드 사업을 전개하지 않은 것인가에 대해서 의문이 생길 수 있다. 이유는 세 가지로 해석된다. 첫째, 일본인 인바운드 관련 사업은 이미 정착기에 있다. 일본인 아웃바운드 평균 규모는 1990년대 후반 이후 1,700만 내외에서 정체되어 있었고, 국내로 인바운드 역시 그 동안 경기나 환율에 따라 변동이 있을 뿐, 연간 300만명 내외 안정적인 수치를 보이고 있다. 더 이상 성장의 여지가 제한적이라는 말이다.

둘째, 반면 내국인의 아웃바운드 시장이 가파른 성장세를 보였다. 2000년 이후 내국인 출국자는 2007년까지 연평균 13.4%의 고성장세를 보이면서 아웃바운드 해외 여행시장 확대했다. 하나투어는 기본적으로 내국인 아웃바운드를 기반으로 성장한 회사다.

셋째, 중국 인바운드는 2010년부터 갑자기 밀려들었다. 관련 사업 준비를 미처 하지 못했다고 볼 수 있다. 이제 2년 여의 준비를 마치고 새로운 비즈니스의 출발선상에 섰다고 보는 것이 바람직하다.

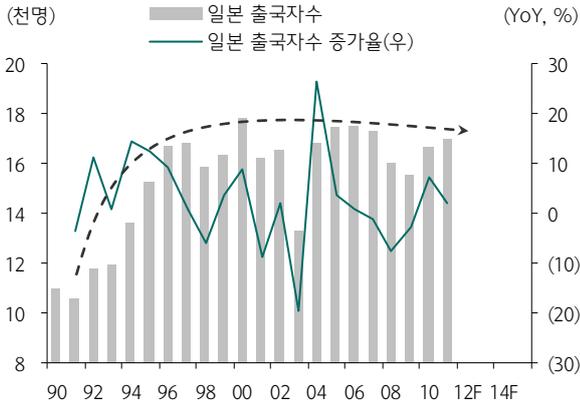
2) 인바운드 시장의 사업성 1. 파편화된 시장

중국인을 비롯, 인바운드 여행 시장은 뚜렷한 ‘승자’가 존재하지 않는 파편화된 시장이다. 심지어 MS 순위가 매달 바뀌고 있다. 이는 시스템과 인프라를 확보한다면 언제든지 빠르게 MS를 확보하면서 시장대비 높은 성장세를 구가할 수 있음을 의미한다. 현재 1위 사업자는 HIS코리아(일본계 여행사의 국내 자회사)로 일본 인바운드 물량만 받아 사업을 전개하고 있다. MS는 3.7%에 불과하다. 나머지 기업들 1%대로 0.1%p 내외 격차를 보이고 있다. 하나투어는 올해 반기 기준 9위로 MS는 1.3%다. 6월까지 누적으로 5.1만명을 모객했다. 모두투어가 8.3만명으로 MS 2.0%로 하나투어에 앞서 있다. 하나투어 인바운드에서 중국인의 비중은 점차 확대되고 있다. 전년도 총 모객 8.5만명 가운데 중국인 50%를 차지했고, 올해 8월까지 7.9만명 모객 중 중국인이 4.3만명으로 54%를 차지하고 있다.

3) 인바운드 시장의 사업성 2. CITS와 제휴

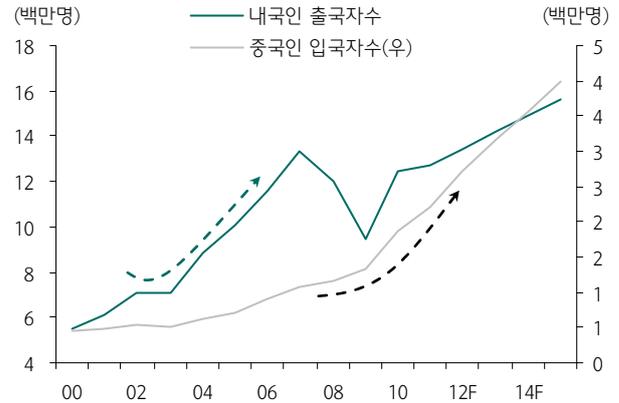
중국 국영업체인 CITS 랜드사로 제휴를 확대하고 있다는 점도 강점이다. CITS는 중국 내 MS 2위 업체다. 아웃바운드에 여행사업에 대한 노하우가 특별히 있는 것은 아닌 것으로 파악된다. 중국 내 여행사업이 주 수익원이며, 아웃바운드는 여행상품 제공보다 비자나 여권 대행으로 수익을 올리고 있다. 현재, CITS에서 모객을 해도 하나투어는 국내 호텔을 준비할 수 없어서 물량을 다 받지 못하고 있는 실적이다. 11월 호텔사업 시작은 이런 측면에서 사업규모 확대의 중요한 분기점이 될 수 있다. 하나투어가 한국에서 랜드사로서 성과를 보일 경우 중국에서 동남아 등 다른 지역으로 여행시에도 랜드사로서 역할을 수행할 수 있다. 지역 확장의 추가적인 성장 여력을 갖고 있는 것이다. 물론, 한국에서 나가는 내국인 아웃바운드 물량은 CITS가 랜드사 역할을 하고 있다(단, 베이징과 상해는 하나투어 자회사 직접).

그림 4. 일본인 연도별 아웃바운드: 일본인의 아웃바운드는 경기변동과 환율에 의한 등락이 있을 뿐 중장기적으로 정체 국면



자료: JNTO, 하나대투증권

그림 5. 국내 여행시장시장은 1차 내국인 아웃바운드 시장 확대에 이어서 2차 중국 인바운드 시장 확대 국면을 지나고 있음



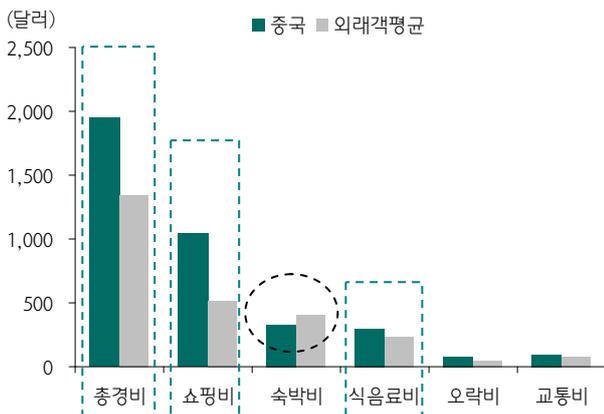
자료: 한국관광공사, 하나대투증권

4) 인바운드 시장의 사업성 3. 호텔 확보

하나투어 1호 호텔인 인사동 센터마크가 11월 1일 오픈 예정이다. 100% 자회사인 하나투어 ITC와 건물주인 신영자산개발이 50:50으로 출자해서 설립한 호텔업체다. 객실수 250개의 3성급 비즈니스호텔로 15년 장기임대료로 운영할 계획이다. 2호 호텔은 충무로에 내년 8월 완공 예정이다(객실수 320개, 3성급). 이러한 방식으로 2015년까지 총 객실 1,000개 목표하고 있다. 1,000개 객실은 인바운드 사업을 원활하게 진행하기 위한 최소한의 객실수로 기회가 있을 때마다 언제든지 객실 수는 더 늘린다는 계획이다. 호텔은 B2B와 B2C 방식으로 모두 전개될 계획인데, 분배 비율 아직 정해지지 않았으나, B2C는 일본인 개별여행 대상(하루 객실료 14~15만원) B2B는 중국인 단체여행 대상(하루 5만원 내외)으로 예상하고 있다. 초기에는 B2C 비중이 높을 것으로 보이나 중국 인바운드 비즈니스 비중이 높아지면서 B2B비중이 증가할 것으로 예상된다.

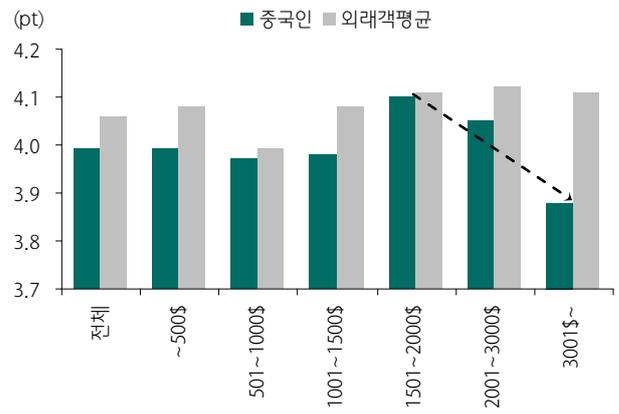
호텔은 중국 인바운드 사업 확대에 대단히 중요한 인프라로 작용할 수 있다. 중국인들의 국내 여행시 숙박시설에 대한 불만이 매우 높다. 외래객 평균대비 중국인들의 항목별 지출에서 숙박비만 유난히 더 적게 사용하는 것을 봐도 명백하다. 특별히, 숙박비를 아끼는 것이 아니라, 서울 호텔방이 부족하다 보니 어쩔 수 없이 번두리로 밀려나는 것이다.

그림 6. 방한 중국인과 외래객 평균 여행지출 경비 비교: 쇼핑비는 2배나 더 지출하고 있으나, 숙박비는 오히려 (-)20% 적음



자료: 한국관광공사, 하나대투증권

그림 7. 2009년 중국인 지출 금액에 따른 중국인 숙박만족도: 특히 지출 규모가 클수록 숙박시설에 대한 불만 높음



자료: 한국관광공사, 하나대투증권

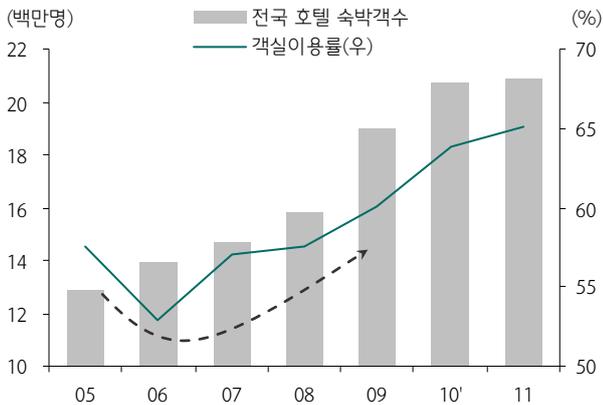
5) 향후 3년간 서울 호텔 과부족 심각

사실, 국내 호텔시장 경기는 2006년을 기점으로 전환 국면에 있다. 중국인 인바운드의 급격한 증가와 내국인의 국내 여행 비중이 상승하면서 2009년에는 숙박객수가 전년대비 20%나 증가했다. 아시아태평양 주요국 호텔1객실당 숙박외래관광객 추이를 살펴보면 유일하게 객실 효율이 상승하고 있는 나라가 한국이다. 서울시내 관광호텔의 등급별 객실가동률 추이를 보면 전반적으로 객실가동률이 상승하고 있지만, 특히 중국인 관광객 수요가 높은 특2등급의 경우 2011년 87.5%로 2008년 79.9%대비 7%p 이상 상승폭이 컸다.

이에 따라 호텔신라 호텔 사업부문은 객실이용률이 상승하면서 영업이익률이 2008년 2.6%에서 2011년 8.4%까지 큰 폭 개선되었고, 2008년~11년까지 영업이익은 연평균 63%나 증가하면서 큰 폭의 이익개선을 시현하였다. 한때 스크랩까지도 고민할 만큼 부진한 실적을 기록했던 제주호텔은 중국인 인바운드 증가와 내국인 여행증가로 현재 90% 이상의 객실가동률을 보이면서 매출비중 대비 높은 이익기여도를 보이고 있다.

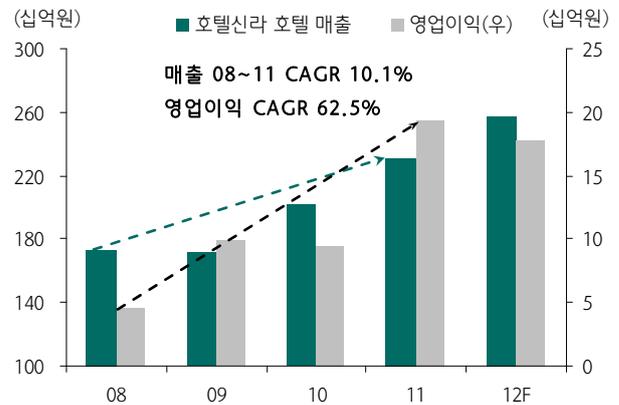
현재 국내 호텔은 심각한 과부족 상태다. 서울시가 발표한 관광숙박업 연도별 수급전망을 살펴보면 외래관광객수는 2015년까지 1,379만명으로 증가하면서 숙박수요가 73,200여실이나 되지만, 공급계획은 39,700여실에 그치고 있다. 33,500여실이나 부족한 상황이다. 4성급 이하 비즈니스 호텔시장 전망이 좋을 수밖에 없다. 롯데호텔과 호텔신라를 중심으로 많은 연관 업체들이 비즈니스 호텔 신축에 박차를 가하고 있다.

그림 8. 내국인의 해외여행 등으로 부진하던 국내 호텔 산업은 2009년 이후 객실이용률이 크게 상승하면서 가파른 회복세



자료: 문화체육관광부, 하나대투증권

그림 9. 호텔신라 호텔 사업부문은 객실이용률이 상승하면서 영업이익이 08년 2.6%에서 2011년 8.4%까지 큰 폭 개선



자료: 호텔신라, 하나대투증권

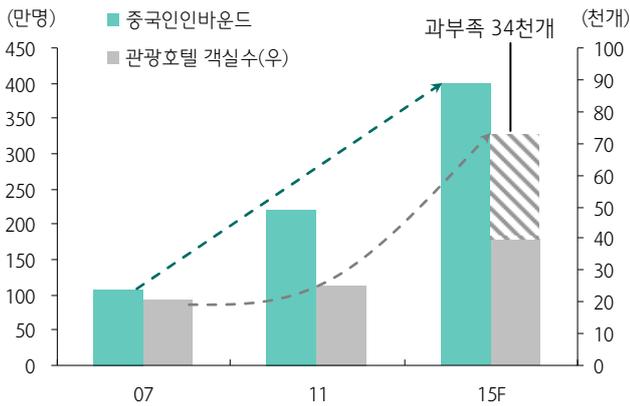
표 1. 서울시 발표 관광숙박업 연도별 수급전망

(단위: 만명, 실)

	2011	2012F	2013F	2014F	2015F
외래관광객수	962	1,053	1,152	1,260	1,379
숙박수요(A)	51,087	55,919	61,176	66,912	73,231
숙박공급(B)	26,507	29,009	30,448	35,301	39,721
과부족(B-A)	-24,580	-26,910	-30,728	-31,611	-33,510

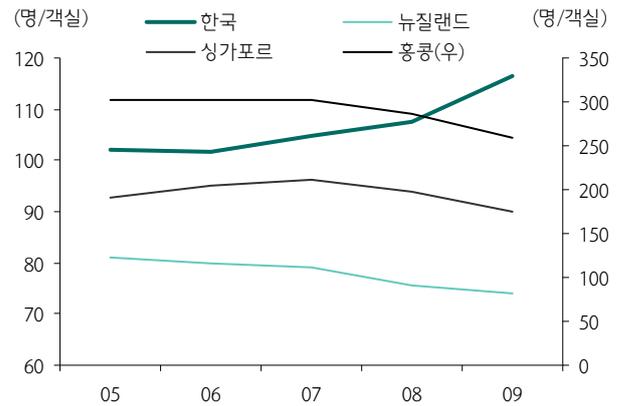
자료: KIS, 하나대투증권

그림 10. 2015년까지 중국인 인바운드는 400만명에 이를 전망인데, 서울시 호텔 객실수는 3.4만실이나 부족한 상황



자료: 서울특별시, 하나대투증권

그림 11. 아시아태평양 주요국 호텔1객실당 숙박외래관광객 추이: 한국만 유일하게 객실 효율이 상승하고 있음



자료: 한국관광호텔업협회, 하나대투증권

표 2. 주요 상장 업체별 비즈니스 호텔 진출 계획

운영주체	시기	위치	객실수	비고
롯데호텔	2014년 2월	제주시 연동	262실	* 향후 4년 안에 전국 각지에 2200실 규모의 프리미엄 비즈니스 호텔 신축 계획
	2014년 3월	대전시 유성구		
	2014년 6월	서울 구로구		- 운영방식 1) 직접운영 소유, 2) 합작투자,
	2014년 10월	울산시 달동		3) 마스터리즈(master lease), 4) 위탁운영 등
	2015년	서울 장교동	270실	- '롯데시티호텔' 브랜드 사용
	2015년	서울 충무로	430실	
호텔신라	2014년	서울 역삼동 (옛 영동전화국 주차장)	308실	- KT에스테이트 소유 - 호텔신라 위탁운영 - 시공사 코오롱글로벌
	2013년 8월	경기 화성시(동탄)	294실	- 아시아자산운용 호텔펀드 소유 - 호텔신라 15년간 임차계약 체결
	2014년 10월	서울 신대방동	300실	- 퍼스티지개발리츠 소유 - 호텔신라 위탁운영
하나투어	2012년 11월 1일	서울 인사동 (센터마크호텔)	250실	- 신영자산개발(건물주) 50% + 하나투어ITC 50% 출자 - 자본금 100억 + 차입금 50억 - 3성급 비즈니스호텔 - 하나투어ITC에서 15년 장기임차 - 임대료는 월 2억 - B2B, B2C
	2013년 8월	서울 충무로	320실	- 3성급 비즈니스 - 자본금 330억(ITC가 보통주 50억 출자 + 타 회사 우선주 280억 출자) - 연간 임대료: Max(39억, 호텔매출의 40%) - 15년 장기 임차
	2014년	서울 동대문	200실	
모두투어	2012년 8월	서울 견지동	155실	- 아벤트리자기관리리츠 건립 - 아벤트리 종로 관광호텔

자료: 언론, 하나투어, 하나대투증권

3

인바운드 여행사업
실적 추정

1) 호텔사업: 2013년 매출규모 175억원, 2017년 610억원까지 증가 예상

이용률은 올해 80%에서 내년부터는 90%로 바로 상승하는 것을 가정하였다. 현재 서울지역 호텔 공급이 워낙 부족한 상황이므로 이용률은 매우 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다. 객단가는 B2C(일본인)가 15만원, B2B(중국인)는 5만원 정도인데, 초기에는 B2C매출 비중이 높고 점진적으로 B2B 비중이 높아지면서 ASP는 하락할 것으로 예상된다.

영업이익률은 11% 이상까지 상승할 것으로 본다. 특급호텔처럼 컨벤션과 웨딩, 부패와 같은 저마진 사업이 존재하지 않고, 관리비도 상대적으로 낮은 수준이기 때문이다. 상대적으로 낮은 ASP에도 불구하고 수익성은 특급호텔 못지 않을 것으로 보인다.

객실수는 올해 250실에서 2017년에는 1,820실로 7.3배 증가할 것으로 추정한다. 현재까지 4호 호텔까지만 예상되어 있으나, 추가적인 호텔 증가의 여력은 충분하며, 현재 서울 호텔 시장이 공급 부족 상태임을 감안하면 그 속도와 규모는 더 빨라지고 커질 수 있다.

이에 따라 매출 규모는 2013년 168억원에서 2017년에는 약 610억원 규모까지 증가할 것으로 추정한다. 당기순이익은 2017년 54억원 규모, 하나투어ITC에는 48억원의 지분법 증가가 가능할 전망이다.

표 3. 하나투어 ITC 호텔 사업 실적 추정

(단위: 억원, %)

	12F	13F	14F	15F	16F	17F
매출	17	175	337	471	546	612
yoy		927.9%	92.3%	39.9%	15.9%	12.2%
객실수	250	570	1,070	1,320	1,570	1,820
이용률	80%	90%	90%	90%	90%	90%
객단가(천원)	140	130	125	120	115	110
영업이익	-17	16	34	49	60	70
OPM	NA	9.0%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%
순이익	-17	16	26	38	46	54
하나투어ITC지분법	-9	5	18	34	41	48
연간 운용 객실수	15,208	149,650	299,300	436,175	527,425	618,675
객실수	250	570	1,070	1,320	1,570	1,820
1호(인사동)	250	250	250	250	250	250
2호(충무로)		320	320	320	320	320
3호(동대문)			250	250	250	250
4호(기타)			250	250	250	250
5호(기타)				250	250	250
6호(기타)					250	250
7호(기타)						250

주: 1호 호텔 지분을 50%로 지분법 인식, 나머지는 직영으로 가정
자료: 하나대투증권

2) 인바운드 여행사업: 2013년 매출 238억원, 2017년 1,250억원까지 증가 예상

랜딩 관광객수는 크게 중국인과 일본인으로 구분하였고, 각 국의 랜딩 관광객수는 점진적인 경쟁력 강화에 의한 MS확대에 따른 모객 증가(랜딩I)에 호텔사업에 파생되는 관광객수를 더 하였다(랜딩II). 중국인 인바운드는 2017년까지 약 490만명 이상으로 증가할 전망이다. 하나투어의 랜딩 고객수는 올해 12만명에서 2017년 101만명까지 증가할 것으로 추정한다. 이 가운데 중국인 관광객은 올해 6.7만명에서 2017년 88.4만명으로 56%에서 87%까지 비중이 상승할 것으로 예상된다. 중국 인바운드에 대한 MS는 올해 2.5% 2017년 18%까지 내국인 아웃바운드 시장과 비슷한 수준까지 상승할 것으로 가정하였다. 호텔과 항공권 확보가 용이하고 높은 바잉파워로 여행상품의 가격경쟁력 제고가 가능하기 때문이다.

ARPU는 대부분 쇼핑비 수수료라고 할 수 있는데, 올해 10.7만원에서 12.4만원까지 연평균 CAGR 3% 증가를 가정하였다. 점진적으로 지상비가 정상화된다고 할 경우 ARPU의 추가적인 개선이 가능하다. 영업이익률은 규모의 경제로 올해 9.5%에서 11%까지 점진적인 상승을 가정하였다. 2014년까지는 지속적인 투자구간으로 가파른 매출 성장에도 불구하고 수익성 개선을 기대하기는 어려워 보인다.

매출 규모는 2012년 128억원에서 2017년에는 약 1,250억원, 당기순이익은 올해 9억원 규모에서 104억원까지 증가할 것으로 추정한다. 호텔사업을 더할 경우 하나투어ITC의 순이익은 올해 1억원(호텔부문 적자로 지분법손실 (-)9억원)에서 2017년 150억원으로 전체 당기순이익의 17%수준(2016년)까지 상승하면서 사업규모의 레벨업을 가속화할 전망이다.

	11	12F	13F	14F	15F	16F	17F
매출	88	128	238	463	707	955	1255
yoy	73.7%	45.5%	85.8%	94.3%	52.7%	35.2%	31.4%
랜딩관광객수(천명)	85	120	217	409	606	795	1014
ARPU(천원)	104	107	110	113	117	120	124
영업이익	8	12	23	44	71	100	138
OPM	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
순이익 I	6	9	17	33	53	75	104
순이익 II(+호텔사업)	6	1	22	51	87	116	152
중국인 인바운드(천명)	2,220	2,686	3,132	3,516	3,939	4,403	4,913
yoy	18.4%	21.0%	16.6%	12.3%	12.0%	11.8%	11.6%
ITC랜딩I MS	1.9%	2.4%	3.5%	7.0%	10.0%	12.5%	15.0%
ITC 랜딩 I (천명)	43	65	110	246	394	550	737
yoy	115.0%	51.2%	68.7%	124.5%	60.0%	39.7%	33.9%
ITC랜딩II = I+호텔고객(천명)	43	67	138	307	490	672	884
yoy	115.0%	56.5%	104.4%	123.2%	59.6%	37.1%	31.5%
ITC랜딩II MS	1.9%	2.5%	4.4%	8.7%	12.4%	15.3%	18.0%
일본인 인바운드(천명)	3,289	3,815	3,930	4,008	4,048	4,089	4,130
yoy	8.8%	16.0%	3.0%	2.0%	1.0%	1.0%	1.0%
ITC랜딩I MS	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
ITC랜딩 I (천명)	42	50	52	53	53	54	54
yoy	-33.6%	19.0%	3.0%	2.0%	1.0%	1.0%	1.0%
ITC랜딩II = I+호텔고객(천명)	42	53	79	102	116	123	130
yoy	-33.6%	25.6%	49.8%	28.4%	13.8%	6.2%	6.1%
ITC랜딩II MS	1.3%	1.4%	2.0%	2.5%	2.9%	3.0%	3.1%

주: 랜딩관광객수는 중국인 ITC랜딩II + 일본인ITC랜딩 II
 자료: 하나투어, 하나대투증권

4

저가 항공 시대 개막과 'X대디'의 여행 확대

1) 저가 항공편 증가: 여행사 규모 증가와 마진 개선을 동시에

국제선 저가항공 시장(정기노선)은 2009년 3월 제주항공이 최초로 인천공항에 일본 키타큐스와 오사카 2개 노선을 주 10회 운항하면서 처음 시작되었다. 2011년도 노선은 2009년 6개 대비 28개나 증가했으며(34개), 운항 횟수도 주 36회에서 215회로 6배나 증가했다. 유입 여객수는 11배나 증가했다(183만명). 올해 상반기 운항횟수는 전년대비 22회 증가한 것으로 추정되며(비정기 포함), 유입 여객수는 전년동기대비 112%나 증가했다. 이에 따라 올해말 국적기 기준 국제선 저가항공 운항회수는 270여회(yoy +56회), 유입여객수는 390만 명까지 증가할 것으로 추정한다. 최근 국적기는 물론 외항사에서도 운항횟수를 증가시키면서 국제선 저가항공은 새로운 전기를 맞이할 것으로 기대한다.

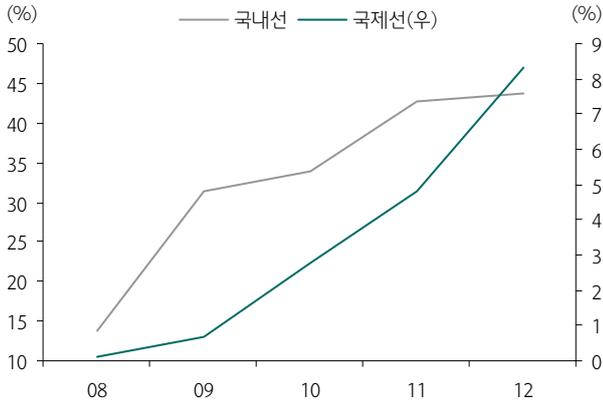
항공원가 하락은 매출 측면에서 해외여행 수요를 확대하면서 동사의 매출 성장을 견인할 수 있으며, 무엇보다 수익성 개선에 긍정적이다. 이는 <표 5>와 같은 상품 및 수수료 구성 때문이다. 일반적으로 여행상품 가격을 100만원이라고 했을 때, 지상비가 35만원을 차지하고 항공권이 45만원 정도를 차지한다. 이 두 가격을 제외한 가격이 영업수익 즉, 여행사의 매출로 인식된다. 여기서 고정비로 인건비와 기타 판관비가 빠지고, 상품을 직접 판매한 대리점이나 기타 소형 여행사에 지급하는 수수료가 9만원 차감되어 영업이익 2.4만원이 도출된다. 이때 영업이익률은 12%다(2.4/20).

핵심은 지급수수료가 상품가격의 9%로 매겨진다는 사실이다. 항공권 원가가 하락하면서 상품가격이 내려가면 다른 비용들은 그대로지만 상품 가격의 9% 비율로 차감되는 지급수수료가 하락한다. <표 5>에서 상품가격 2의 구조를 보면 매출은 동일하게 20만원이지만 지급수수료가 8.1만원으로 하락했다. 이에 따라 영업이익률이 16.5%로 +4.5%p 상승한 것을 확인할 수 있다(대리점 수수료뿐 아니라, 카드수수료 역시 낮출 수 있다)

현재, LCC 시장 점유율은 국제선의 경우 2012년 8월 기준 8.3%까지 상승했으며, 국내선 역시 44%로 지속적인 상승세에 있다.

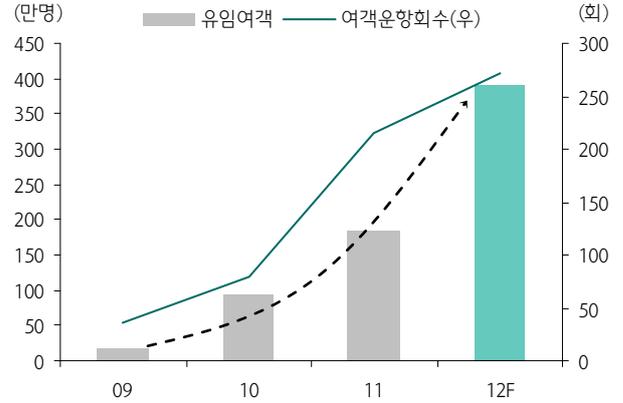
아울러, 하드블록 수급관리를 위해 모두투어와 JV로 설립한 호텔앤에어닷컴(지분율 60%) 효과는 수익성 개선의 주요인으로 작용하고 있다. 대한항공과 아시아나 항공을 제외한 외항사의 하드블록 수급을 관리하고 있는데, 기존에 모두투어와 하나투어가 따로 하드블록을 관리하면서 비수기에 손실 나던 구조가 많이 개선되고 있는 것이다. 비수기 하드블록으로 인한 손실규모가 약 40억원이나 감소했다.

그림 12. LCC 시장 점유율 추이



자료: 국토해양부, 하나대투증권

그림 13. LCC 유임여객수와 운행회수: 올해 LCC 유임여객수는 전년대비 110% 이상 증가할 것으로 예상



자료: 국토해양부, 항공정보포털시스템, 하나대투증권

표 5. 항공원가 하락시 수익성 개선 개념 예시

(단위: 만원)

	상품가격 1	상품가격 2	비고
수탁금(상품가격)	100.0	90.0	상품가격 10만원 하락
지상비	35.0	35.0	지상비는 고정
항공권	45.0	35.0	10만원 인하
영업수익(매출)	20.0	20.0	
지급수수료	9.0	8.1	대리점 지급수수료를 9%
인건비	5.4	5.4	인건비 등 판관비 고정
기타 판관비	3.2	3.2	
영업이익	2.4	3.3	
OPM(%)	12.0	16.5	영업이익률 4.5%p개선

자료: 하나투어, 하나대투증권

표 6. 저가항공사 증가 계획

	항공사	신규 취항/증편 예정 노선	시기
국내 저비용항공사	제주항공	인천 - 광 (주 7회 → 11회로 증편)	10월 28일
		인천 - 세부(주 7회 신규)	11월 21일
		인천 - 마닐라(주7회 → 10회로 증편)	11월 21일
		인천 - 광 (주 11회 → 14회로 증편)	12월 중
에어부산	부산 - 후쿠오카(주 7회 → 14회로 증편)	11월 15일	
	부산 - 오사카(주 7회 → 14회로 증편)	11월 15일	
해외 저비용항공사	일본 스타플라이어	부산 - 키타큐슈(주 14회)	7월 12일
	일본 피치항공	인천 - 오사카(주 7회)	5월 8일
		인천 - 오사카(주 7회 → 21회로 증편)	7월
	홍콩 드래곤에어	제주 - 홍콩(주 3회)	5월 1일
	중국 춘추항공	제주 - 상하이(주 3회)	올해 말
	일본 에어아시아재팬	인천 - 나리타(주 7회)	10월 28일
부산 - 나리타(주 7회)		11월 28일	
부산 - 도쿄(주 7회)		11월 28일	
일본 제트스타재팬	인천 - 나리타	올해 말	

자료: 각사, 언론, 하나대투증권

2) 소비패턴의 변화: X세대 가장(家長) 여행시장 큰손

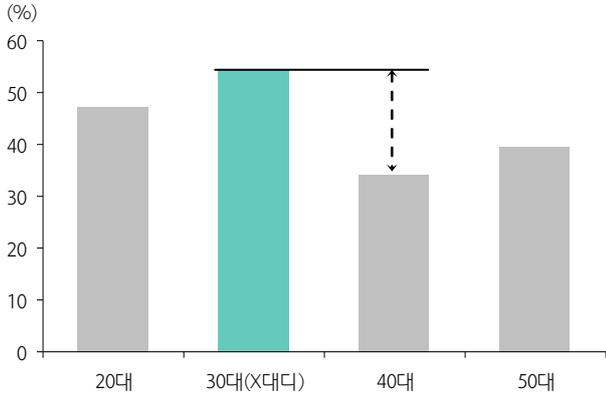
‘좋은 아빠’에 대한 욕구가 강하고, 어린 시절 여행 경험이 풍부한 X세대 아빠들이 캠핑과 레저, 여행산업의 큰 손으로 등장하고 있다. 실제로 ‘X대디’가 주축을 이루고 있는 30대는 여행에 돈을 가장 많이 지출하고 있다. 문화체육관광부의 조사에 따르면 해외여행 경험자 가운데 회당 평균 지출액은 30대가 270만원으로 20대(233만원), 40대(218만원)를 월등히 앞섰다. 평균 여행 횟수도 30대가 가장 높았다. 추가적인 수입을 위해 일을 더하는 것보다 여가시간을 더 갖는 것이 좋다는 의견도 30대가 40대보다 10%p를 앞섰다.

이러한 여가시간에 대한 인식과 소비패턴의 변화는 다분히 세대의 특성을 반영한 것이며, 추세적인 변화로 인식하는 것이 바람직하다. ‘X세대’는 1970년대 중후반 태어나 풍요로운 경제 환경 하에서 서구식 ‘개인주의’ 가치관을 전면으로 내세운 신세대다. 50~60대의 산업화 세대나 40~50대 민주화 세대와 뚜렷이 구분된다. ‘X대디’는 결혼 전 ‘자기중심주의’를 결혼 후 ‘내 가족 중심주의’로 발전시킨다. 주말에 업무 골프대신 캠핑을 떠난다. 이러한 신세대 가장의 여가에 대한 시각과 소비패턴 변화는 내국인 아웃바운드 시장의 또 하나의 성장동력으로 작용할 전망이다.

더구나, 한국의 아웃바운드 인구 비율은 약 26%(2009년 기준)로 주요 선진국 평균대비 현저히 낮은 수준이며, 성장 여력이 충분하다. 물론, 선진국들의 아웃바운드 비율은 편차가 대단히 심하다. 영국이나 독일은 100%를 전후로 보이고 있을 정도지만 일본이나 미국은 우리나라보다도 낮은 수준이다. 이는 다분히 지리적인 배경 영향이 크다. 영국이나 독일은 유럽 생활권으로 왕래가 매우 자유롭지만 미국은 유럽과 아시아에서 매우 원거리에 있다. 미국이나 일본 모두 자국 내에서 다양한 기후와 여행을 즐길 수 있는 여행 인프라가 잘 갖춰져 있다는 특징도 있다.

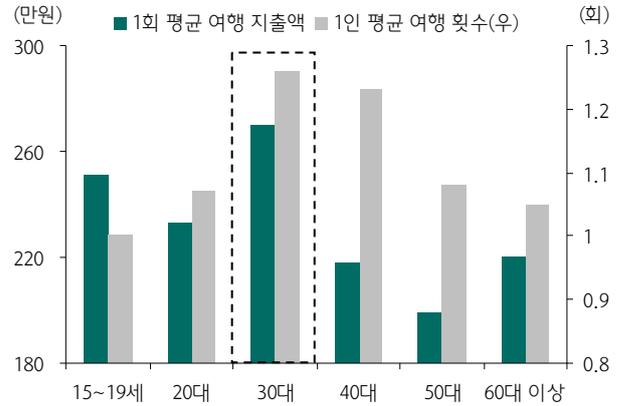
한국의 경우 미국이나 일본이 보이는 특이성고는 다소 거리가 있다. 중국이나 동남아, 일본은 대단히 가까운 여행지로 이미 자리매김 했고, 내국 여행은 한계가 있다. 따라서, 미국이나 일본보다는 이탈리아나 대만 정도를 기준으로 아웃바운드 성장 여력을 가정하는 것이 타당해 보인다. 이들 국가들의 아웃바운드 비율은 40% 내외로 한국은 여전히 업사이드가 크다.

그림 14. 30대의 경우 수입을 위해 일을 더하는 것보다 여가시간을 더 갖는 것이 좋다는 의견이 40대보다 압도적으로 높게 나왔음



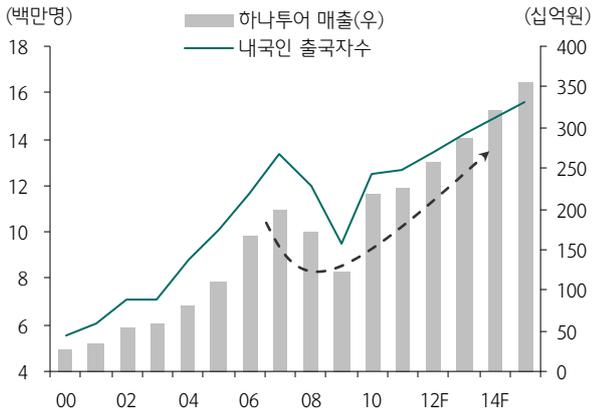
자료: SK마케팅컴퍼니 톨리언, 하나대투증권

그림 15. X세대들은 해외여행도 적극적, 1회 평균 여행 지출액과 평균 횟수가 다른 세대에 비해 월등히 높음



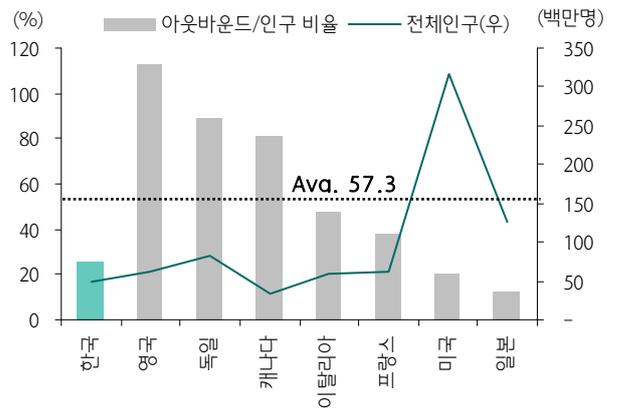
주: 1인 평균 여행횟수는 해외여행 경험자 1인의 연평균 여행 횟수임
 자료: 한국문화관광연구원, 하나대투증권

그림 16. 내국인 출국자수 증가와 하나투어 매출액 추이: 저가 항공 확대와 신세대 가장의 소비패턴 변화는 내국인 아웃바운드 시장의 핵심적인 성장동력으로 작용할 전망



자료: 한국관광공사, 하나투어, 하나대투증권

그림 17. 한국의 아웃바운드 인구 비율은 26%로 주요 선진국 평균대비 현저히 낮은 수준으로 성장 여력 충분



자료: 한국관광공사, 하나대투증권

5

실적추정과 밸류에이션

목표주가 8만원, 투자이견 '매수'로 커버리지 개시

목표주가 8만원 연결기준 EPS에 12MF PER 23배를 적용한 후 시간에 대해 가중평균한 값으로 2010년~11년 중반까지 여행경기가 양호하던 시기 평균 PER을 준용하였다. 1) 저가항공시장 확대와 X세대 가장들의 소비패턴 변화에 따른 해외여행수요 증가, 2) 중국 인바운드 사업 본격화에 따른 성장성 제고, 3) 여행상품 가격 하락과 항공사에 대한 협상력 확대에 따른 수익성 제고가 긍정적이다. 단기적으로 4분기 전년도 태국 흥수 등에 따른 기저효과가 클 것으로 기대한다.

15일 잠정 발표한 3분기 IFRS 별도기준 매출과 영업이익은 각각 전년동기대비 9.5%, 27.2% 증가한 725억원과 116억원으로 양호한 실적개선세를 보였다. 9월 출발, 10월 도착으로 4분기로 실적이 이월되는 컷오프 금액이 영업이익 기준 48억원 발생하면서 시장기대치를 소폭 하회하였다. 이번 분기는 추석연휴가 9월말~10월 초에 걸쳐 있어 역대 최대 컷오프 금액이 4분기로 이월되었다. 상대적으로 4분기 실적모멘텀은 전년도 기저효과에 더해져 매우 클 것으로 예상된다(4분기 매출 640억원 yoy 31%, 영업이익 80억원 yoy 415% 추정). 7월 누적 MS는 17.9%(총 출국자 수 중 승무원 제외)다.

3분기 송출객수는 yoy 10.7% 증가한 61만명 여명으로 역대 가장 높은 수치를 기록하였다. 패키지 인원은 10.4% 증가한 42만명 수준을 보였다. 지역별로는 일본이 전년도 기저효과로 48% 이상 인원이 증가했으며, 금액 기준으로도 83%나 성장했다.

올해 IFRS 별도기준 매출과 영업이익은 각각 전년대비 14%, 61% 증가한 2,570억원과 350억원 규모로 예상된다. 중장기적으로 IFRS 연결기준 순이익은 하나ITC 사업규모 확대가 더해지면서 2016년 820억원 규모까지 (2012~16년)CAGR 27%의 고성장이 가능할 전망이다.

표 7. 하나투어 3분기 실적 (단위: 십억원)

	3Q11	2Q12	3Q12P	QoQ(%,%p)	YoY(%,%p)	Con.	Var.(%,%p)
매출액	66	57	72	26.2	9.5	73	-1.0
영업이익	9	6	12	100.8	27.2	12	-6.0
세전이익	10	7	12	85.3	30.4		
순이익	7	5	9	87.6	33.3	10	-8.6
영업이익률(%)	13.7	10.0	16.0			16.8	
세전이익률(%)	14.4	11.7	17.2				
순이익률(%)	10.6	8.7	12.9			13.9	

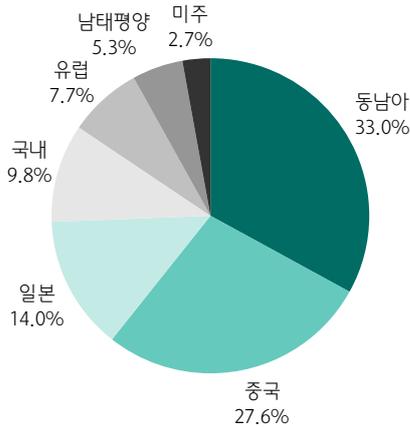
자료: 하나투어, 하나대투증권, IFRS 별도기준

표 8. 하나투어 분기실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011년	1Q12	2Q12	3Q12P	4Q12F	2012년
매출액	64	48	66	49	226	63	57	72	64	257
영업이익	11	1	9	2	22	10	6	12	8	35
세전이익	12	1	10	2	25	11	7	12	10	39
순이익	9	0	7	3	20	8	5	9	7	30
영업이익률(%)	17.1	1.1	13.7	3.3	9.8	15.7	10.0	16.0	12.9	13.8
세전이익률(%)	19.1	1.8	14.4	4.5	11.0	17.0	11.7	17.2	14.9	15.3
순이익률(%)	14.6	0.5	10.6	6.2	8.6	13.0	8.7	12.9	11.4	11.6

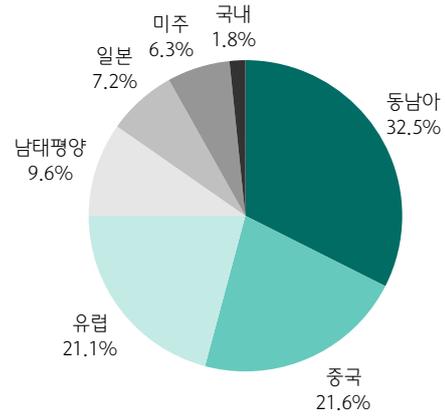
자료: 하나투어, 하나대투증권, IFRS 별도기준

그림 18. 2012년 3분기 하나투어 송출 인원별 매출 비중



자료: 하나투어, 하나대투증권

그림 19. 2012년 3분기 하나투어 목적지별 매출 비중



자료: 하나투어, 하나대투증권

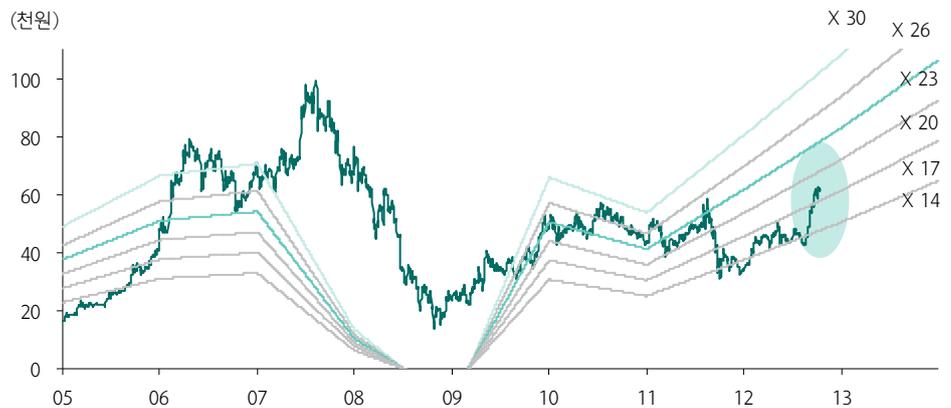
표 9. 하나투어 연간실적 전망 및 Valuation

(단위: 십억원)

	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
매출액	226	257	288	321	356	393
영업이익	22	35	46	57	70	84
세전이익	25	39	50	62	76	90
순이익	20	30	38	47	57	68
하나TIC	1	0	2	5	9	12
기타자회사	1	1	1	2	2	2
수정순익	21	31	41	54	68	82
적정시가총액	4,911	7,161	9,539	12,336	15,528	12,278
주식수(천주)	11,616	11,616	11,616	11,616	11,616	11,616
적정주가(천원)	42.3	61.6	82.1	106.2	133.7	105.7
적정PER	23	23	23	23	23	15
EPS(원)	1,838	2,680	3,570	4,617	5,812	7,046
영업이익률(%)	9.8	13.8	15.9	17.8	19.6	21.3
매출액 (YoY,%)	3.6	13.7	12.0	11.4	10.9	10.5
영업이익 (YoY,%)	-18.9	60.8	28.6	25.0	22.2	20.1
순이익 (YoY,%)	-19.2	52.4	27.2	24.0	21.6	19.7

자료: 하나투어, 하나대투증권, IFRS 별도기준

그림 20. 하나투어 12MF PER 밴드: 현재주가는 12MF PER 18.4배 수준으로 인바운드 비즈니스 확대와 호텔사 업런칭에 따른 사업규모의 레벨업과 2012~16년 CAGR 28% EPS 성장세를 감안하면 주가 상승여력은 충분



자료: Bloomberg, 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F	
매출액	217.8	226.0	256.9	287.8	320.6	
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
매출총이익	217.8	226.0	256.9	287.8	320.6	
판매비	190.5	204.8	222.4	243.3	264.8	
조정영업이익	27.3	21.2	34.5	44.5	55.7	
기타영업손익	(0.1)	0.8	1.0	1.1	1.3	
영업이익	27.2	22.1	35.5	45.7	57.1	
금융손익	3.8	3.8	4.5	5.1	5.7	
종속/관계기업손익	0.0	(0.6)	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	(0.3)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	
세전이익	30.6	24.8	39.4	50.1	62.2	
법인세	8.5	5.2	9.7	12.3	15.2	
계속사업이익	22.1	19.5	29.7	37.8	46.9	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	22.1	19.5	29.7	37.8	46.9	
포괄이익	22.1	19.5	29.7	37.8	46.9	
(지분법제외)순이익	22.1	20.0	29.7	37.8	46.9	
NOPAT	19.3	16.5	26.3	34.0	42.6	
EBITDA	30.1	24.8	38.6	48.6	60.0	
성장성(%)						
매출액증가율	75.8	3.8	13.7	12.0	11.4	
EBITDA증가율	NA	(17.5)	55.5	26.0	23.4	
(조정)영업이익증가율	6,312.9	(22.1)	62.5	29.0	25.2	
(지분법제외)순이익증가율	294.6	(9.6)	49.1	27.2	24.0	
(지분법제외)EPS증가율	294.6	(9.6)	49.1	27.2	24.0	
수익성(%)						
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
EBITDA이익률	13.8	11.0	15.0	16.9	18.7	
(조정)영업이익률	12.5	9.4	13.4	15.5	17.4	
계속사업이익률	10.1	8.6	11.6	13.1	14.6	

투자지표		(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F	
주당지표(원)						
EPS	1,900	1,718	2,560	3,258	4,041	
BPS	10,968	11,890	13,591	15,974	19,141	
CFPS	5,589	4,370	2,808	3,573	4,408	
EBITDAPS	2,588	2,136	3,322	4,186	5,166	
SPS	18,746	19,458	22,116	24,775	27,597	
DPS	850	900	900	900	900	
주기지표(배)						
PER	22.9	19.9	24.8	19.5	15.7	
PBR	4.0	2.9	4.7	4.0	3.3	
PCFR	7.8	7.8	22.6	17.8	14.4	
EV/EBITDA	13.0	11.1	15.4	11.7	9.0	
PSR	2.3	1.8	2.9	2.6	2.3	
재무비율(%)						
ROE	18.5	14.7	20.1	22.0	23.0	
ROA	11.6	8.4	11.5	13.4	14.8	
ROIC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
부채비율	102.4	122.2	104.9	87.6	71.8	
순부채비율	(106.9)	(110.2)	(109.8)	(105.0)	(101.1)	
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	

자료: 하나대투증권

Country Aggregates					
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	10.0	8.5	8.8	34.4	17.4
Emerging Market	11.2	10.0	10.3	5.5	12.5
World	13.2	11.7	12.1	5.7	12.5

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F	
유동자산	155.6	164.6	192.5	221.9	259.7	
금융자산	111.6	117.1	138.5	161.4	192.3	
현금성자산	64.7	66.2	75.2	84.3	93.9	
매출채권 등	25.0	30.8	35.0	39.2	43.7	
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타유동자산	19.0	16.7	19.0	21.2	23.7	
비유동자산	63.1	83.0	76.3	76.2	76.4	
투자자산	23.3	42.2	42.2	42.2	42.2	
금융자산	4.7	6.0	6.0	6.0	6.0	
유형자산	25.3	24.6	25.5	26.2	27.1	
무형자산	7.2	7.4	6.3	5.4	4.8	
기타비유동자산	7.3	8.7	2.3	2.3	2.3	
자산총계	218.6	247.6	268.8	298.0	336.1	
유동부채	110.6	136.2	137.6	139.1	140.5	
금융부채	0.8	0.3	0.4	0.5	0.4	
매입채무 등	56.8	77.2	78.0	78.8	79.6	
기타유동부채	53.0	58.6	59.2	59.8	60.5	
비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
부채총계	110.6	136.2	137.6	139.1	140.5	
지배주주지분	108.0	111.5	131.2	158.9	195.7	
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	
자본잉여금	84.1	86.3	86.3	86.3	86.3	
자본조정	(19.4)	(26.7)	(26.7)	(26.7)	(26.7)	
기타포괄이익누계	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
이익잉여금	37.5	46.1	65.8	93.5	130.3	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	108.0	111.5	131.2	158.9	195.7	
순금융부채	(115.5)	(122.8)	(144.1)	(166.9)	(197.9)	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F	
영업활동현금흐름	62.2	47.7	29.2	37.7	46.9	
당기순이익	22.1	20.0	29.7	37.8	46.9	
조정	12.2	11.1	10.1	12.4	15.1	
감가상각비	3.2	3.9	3.7	3.6	3.6	
외환거래손익	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	(0.0)	0.6	0.0	0.0	0.0	
기타	9.1	6.7	6.4	8.9	11.6	
자산/부채의 변동	27.2	24.6	(5.2)	(5.2)	(5.6)	
투자활동현금흐름	(28.2)	(27.3)	(10.2)	(18.6)	(27.0)	
투자자산감소(증가)	(23.8)	(23.8)	(12.4)	(13.8)	(21.3)	
유형자산감소(증가)	(2.0)	(0.7)	(2.4)	(2.4)	(2.8)	
기타투자활동	(2.4)	(2.8)	4.5	(2.4)	(2.9)	
재무활동현금흐름	(6.8)	(18.9)	(9.9)	(10.0)	(10.3)	
금융부채증가(감소)	0.0	0.0	0.1	0.1	(0.1)	
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(0.2)	(8.0)	0.0	(0.0)	0.0	
배당지급	(6.6)	(10.9)	(10.0)	(10.2)	(10.2)	
현금의 증감	27.2	1.5	9.0	9.0	9.6	
Unlevered CFO	64.9	50.8	32.6	41.5	51.2	
Free Cash Flow	53.0	20.3	27.9	29.1	36.9	

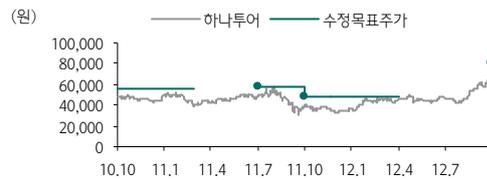
Sector Aggregates					
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2012	2013	12M Fwd	2012	2013
Korea	12.3	11.1	11.4	(1.8)	11.1
Emerging Market	13.9	12.8	13.1	(2.1)	8.2
World	18.8	16.8	17.2	4.3	12.3

* MSCI Hotels Restaurants & Leisure Industry

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

▶ 하나투어

날짜	투자 의견	수정 목표주가
12.10.16	BUY	80,000 원
	섹터 애널리스트 변경	
11.10.18	BUY	49,000 원
11.7.18	BUY	58,000 원
11.7.17	BUY	58,000 원



투자 의견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용 기준
BUY(매수)	목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중 축소)	목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석

분류	적용 기준
Overweight(비중 확대)	업종지수가 연재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	업종지수가 연재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중 축소)	업종지수가 연재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2012년 10월 16일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2012년 10월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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.