

항공/여행

Overweight
(Maintain)

2013. 4. 15

항공사 공급 증가, 여행사 웃는다

09년 이후 연평균 9.5% 증가한 인천공항 국제선운항 편수는 다양성을 확대시켜 여가 시간, 환율과 함께 해외 여행 수요를 자극하고 있다. 여기에 예정된 양대 국적항공사의 대형기 추가는 장거리와 환승 수요를 추가로 창출할 것이고 동북아 외항사의 오더북 잔량과 LCC 취항 확대를 고려하면 가격 메리트도 높아지며 여행객의 추가 성장을 이끌 것으로 기대된다. 따라서 M/S와 안정성이 함께 높아지는 하나투어와 모두투어에 대해 투자 의견 'BUY'로 커버리지를 재개한다.



운송/레저

Analyst **조병희** 02) 3787-5129

bhcho@kiwoom.com

이희재 02) 3787-4704

Heejae0403@kiwoom.com

키움증권

Contents



INVESTMENT SUMMARY 3

- > 항공주와 여행주의 차별화, 경쟁과 노선 별 수익성 차이에서 비롯 3

I. 국제 여객수의

지속적인 증가 4

- > 항공기를 이용하는 승객수 성장 지속 4
- > 출국자수 추가 증가 여력도 높다 5
- > 해외 국가들과의 단순한 출국자수 비교는 무리 6
- > 중국인은 홍콩과 마카오 중심으로 출국 중 7
- > 전염병과 자연재해 영향은 일시적, 경기와 환율은 장기화도 가능 8

II. 여행과 항공의

차별화 이유와 전망 9

- > 항공은 전체 승객수보다 단거리 노선 승객수가 중요 9
- > 기존 양대 항공사의 공급 증가에도 인천공항 점유율 하락 10

III. 대형 여행사로

쏠림 현상 가속화 11

- > 양대 여행사의 점유율은 추가 상승 기대 11
- > 발권 수수료 폐지는 대형 여행사에 수혜 12
- > 온라인 여행사와의 경쟁에도 대형 여행사 강점은 유지 13

IV. VALUATION 14

- > 확장을 통한 성장과 높은 수익성 유지 전략의 차이 14
- > 07년 대비 제한적 외부 환경 개선에도 큰 폭의 외형 성장중 16

기업분석 17

항공사간 경쟁은 여행의 다양성과 가격 메리트 강화로 연결

>>> 인천공항 취항 항공편의 빠른 증가

지난 10년 1월 이후 올해 3월까지 인천공항의 여객수와 운항횟수는 각각 24.7%와 32.4%씩 증가했다. 반면 대한항공과 아시아나항공 등 양대 항공사의 인천공항 점유율은 같은 기간 여객수 기준 69.2%에서 60.2%로, 운항횟수 기준 65.3%에서 57.4%로 하락했다. 양대 항공사도 항공기 공급을 증가시키고 있지만 외항사와 LCC들의 취항이 더 빠르게 확대되면서 경쟁이 진행되고 있기 때문에 해석된다.

>>> 양대 여행사의 점유율 상승 추세 지속

해외 여행을 결정하는 주요 변수로 환율과 경기 상황 외에도 선택 가능한 목적지 증가와 스케줄의 편리성 개선, 그리고 여행 상품 가격 인하 등도 주요 요인으로 작용한다. 동북아 지역 항공사의 인도 예정 항공기가 많이 남아 있고, LCC 취항도 증가하는 가운데 국내 양대 항공사도 장거리 노선 확대를 위한 대형 항공기 도입을 준비하고 있어 여행자의 선택의 폭은 더욱 넓어질 것이다. 이 과정에서 하나투어와 모두투어는 경쟁사와의 점유율 격차를 더욱 넓히며 경쟁력을 강화할 것으로 기대한다.

>>> Top picks: 하나투어, 모두투어

향후 내국인 출국과 외래객 입국 수요는 동반 증가세가 이어지겠지만 이에 따른 수혜는 항공업보다는 여행업에 M/S와 가격 정책 측면에서 크게 작용할 것으로 전망한다. 따라서 Top picks로 경쟁사들과 점유율 격차를 더욱 넓히고 있는 하나투어(투자 의견 BUY, 목표주가 92,500원)와 선택과 집중 정책을 이어가는 모두투어(투자 의견 BUY, 목표주가 36,000원)를 커버리지 재개와 함께 제시한다. 항공업체는 1분기를 저점으로 수익성은 점진적으로 개선될 것으로 기대하지만 계속되는 경쟁 상황으로 탄력적인 가격 정책을 통한 큰 폭의 실적 개선은 추가 시간이 필요할 것으로 판단한다.

- 당사는 4월 12일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

Investment Summary

>>> 항공주와 여행주의 차별화, 경쟁과 노선 별 수익성 차이에서 비롯

점유율이 하락하고 있는 양대 항공사와 달리 양대 여행사의 점유율은 상승

해외 출국자와 입국자 대부분이 항공기를 이용한다는 점에서 국제 여객 증가는 여행사와 항공사 모두의 호재로 작용해왔다. 하지만 12년 이후 항공사와 여행사는 주가와 수익성에서 차별화가 진행되고 있다. 이런 차별화가 항공사는 노선 별 수익성 차이가 있는 반면 여행사는 매출의 일정 수준을 수수료로 받고 있어 티켓 가격 차이에 따른 장거리와 단거리 고객 간의 이익 규모 변화는 예상할 수 있지만 노선 별 수익성은 동일하다는 점에서 지난 해 하반기부터의 일본 노선 부진과 동남아 노선 호황에 따른 영향이 항공사와 여행사에 다르게 반영되고 있기 때문이다.

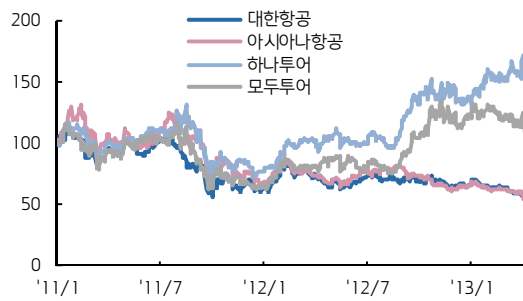
또한 기존 양대 항공사의 공급보다 외항사와 LCC들의 공급이 빠르게 증가해 편리성과 다양성이 추가 개선되면서 여행업에는 호재가 되고 있지만 항공업은 가격 조정이 어려워지고 탑승률이 분산되어 수익이 감소할 수 있다는 점에서 부담이 되고 있다. 여기에 동북 아시아 항공사의 오더북 잔량이 많이 남아있고 국내 양대 항공사도 장거리 노선 운항이 가능한 대형 항공기 도입을 준비하고 있어 여행객의 선택의 폭은 더욱 넓어질 것으로 예상된다. 따라서 향후 증가하는 해외 여행 수요는 다양한 가격대와 지역에 대한 항공권을 확보한 대형 여행사들에게 더욱 집중될 것으로 예상, Top picks로 하나투어(투자 의견 BUY, 목표주가 92,500원)과 모두투어(투자 의견 BUY, 목표주가 36,000원)를 제시한다.

항공사와 여행사 주가 추이 (06.1=100)



자료: Datastream

항공사와 여행사 주가 추이 (11.1=100)



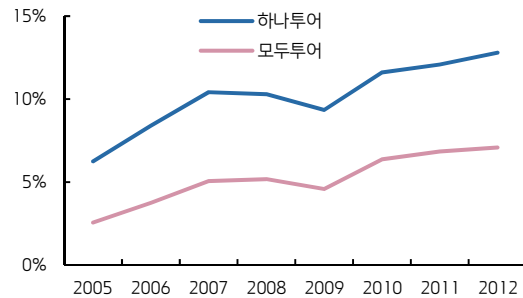
자료: Datastream

인천공항 기준 양대 항공사 비중



자료: 인천공항공사

총 출국자수 대비 양대 여행사 패키지 여행객 비중



자료: 하나투어, 모두투어, 한국관광공사

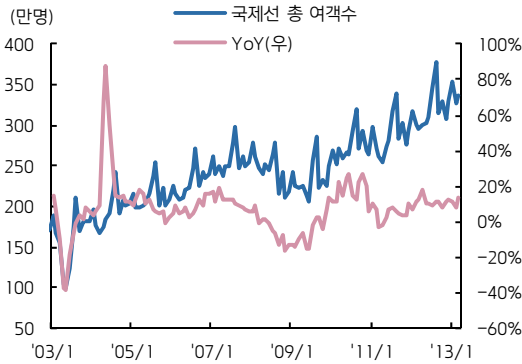
I. 국제 여객수의 지속적인 증가

>>> 항공기를 이용하는 승객수 성장 지속

내국인, 외래객, 환승객까지 국제 여객 수요는 안정적 성장 중

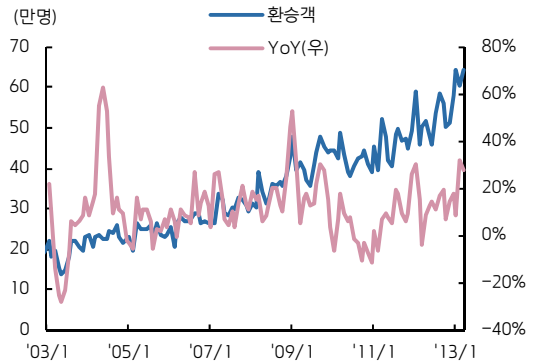
09년 이후 인천공항을 이용한 국제 여객수는 연평균 11.1%의 성장을 기록해왔고, 김포와 김해 공항 이용객수도 각각 18.1%, 20.6%씩의 성장을 이어왔다. 물론 SARS나 지진/해일과 같은 전염병과 자연 재해, 금융 위기, 환율 움직임 등 각종 변수에 따른 증감은 있었지만 소득 수준과 여가 시간 개선을 통해 증가 추세는 이어지고 있다. 또한 과거 내국인 출국자에 의존하던 항공 수요는 중국인과 일본인 등 외래객 입국 수요가 크게 증가하고 있고 여기에 인천공항의 네트워크 강화에 따른 환승객도 꾸준히 증가하는 등 항공기를 이용하는 여객수 성장은 계속되고 있다.

인천공항 국제선 여객수와 YoY 증감률



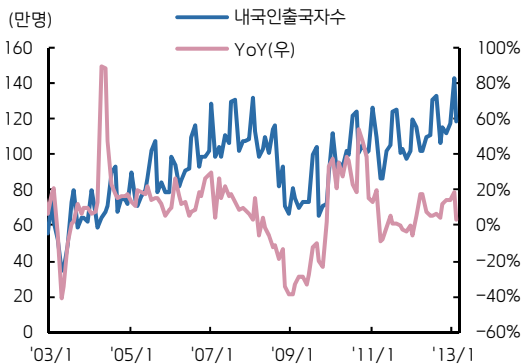
자료: 인천공항공사

환승객수와 YoY 증감률



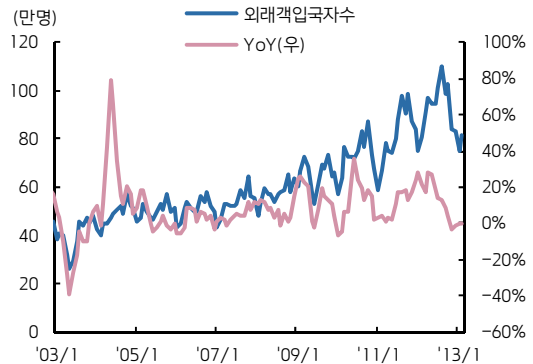
자료: 인천공항공사

내국인 출국자수와 YoY 증감률



자료: 한국관광공사

외래객 입국자수와 YoY 증감률



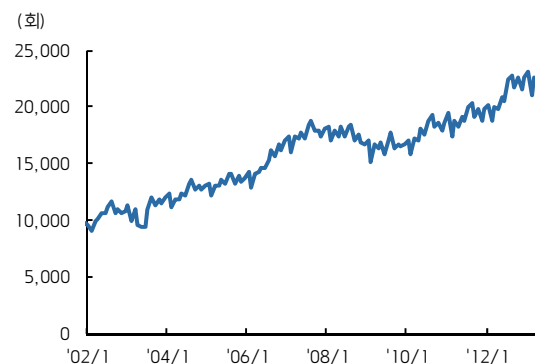
자료: 한국관광공사

>>> 출국자수 추가 증가 여력도 높다

다양해지고 있는 목적지와 스케줄, 항공권 가격 등이 수요 견인 요인으로 작용

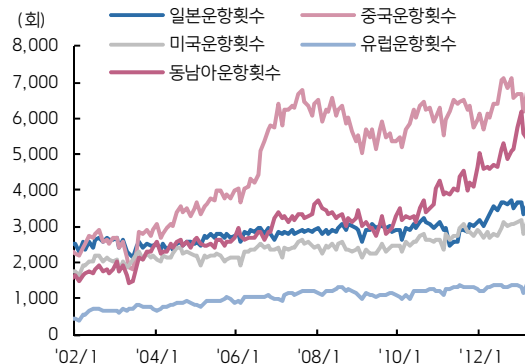
해외 여행을 떠나기 위해서는 환율과 경기 상황도 중요 변수이지만 기본적으로 갈 수 있는 곳이 늘어나야 한다. 익숙한 곳을 선호하는 수요도 있지만 가보지 않은 새로운 곳에 대한 잠재 수요가 상당하기 때문이다. 하지만 여행 수요는 일반적으로 선행해서 발생하기보다는 항공사가 새로운 노선을 취항한 이후 후행적으로 발생한다. 물론 항공사의 신규 취항이 수요 증가로 모두 연결되는 것은 아니지만 신규 수요를 창출할 기회가 발생하는 반면 신규 취항이 없으면 수요 증가의 기회도 없는 것이다. 인천공항 포함 국내 공항의 국제 항공 노선은 지난 97년 225개 노선에서 11년 331개 노선까지 증가했고, 운항 편수도 105,267편에서 280,568편까지 증가하며 다양한 지역을 여행하고자 하는 수요를 창출하고 있다. 또한 동북아 항공사들은 보잉과 에어버스로부터 대규모 항공기 추가 인도가 예정되어 있고, 국내 양대 항공사도 대형기를 포함해서 꾸준히 항공기를 도입하고 가격 메리트를 앞세운 LCC 비중도 늘어나고 있어 여행 수요 증가 추세는 좀더 이어질 것으로 기대한다.

인천공항 운항 편수 추이



자료: 인천공항공사

지역별 운항 편수 추이



자료: 인천공항공사

보잉과 에어버스 합산 아시아권 항공사 미인도 항공기 현황 (단위: 대)

기종	B737	B747	B777	B787	A319	A320	A321	A330	A350	A380
최대운항거리(,000km)	5~6	12~13	10~17	14~16	6	5	5	8~12	13	16
CHINA	171	7	48	35	21	167	68	21	10	
INDONESIA	330		10	5		75		20		
MALAYSIA	29					359		22	10	1
SINGAPORE	61		14	20		67	29	4	40	5
JAPAN	6	12	3	87		2				6
PHILIPPINES			2			18	74	20		
HONG KONG						18		16	61	10
KOREA	7	10	8	10				7	30	10
TAIWAN			9				18		14	
THAILAND						5		1	4	3

자료: Airbus, Boeing

>>> 해외 국가들과의 단순한 출국자수 비교는 무리

단순 비교는 어렵지만 여가 시간과 소득 수준 증가에 따른 추가 증가 가능

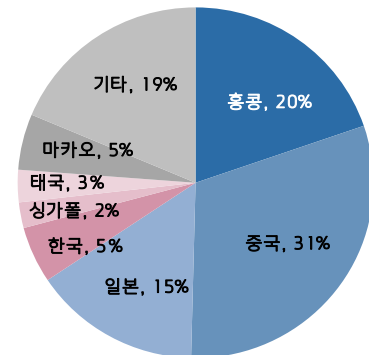
일반적으로 한국인의 출국 가능 수준을 해외와 비교할 때 국토 면적과 소득 수준을 고려해 대만과 비교하는 경우가 많다. 대만은 국토 면적이 한국의 36.1%, 1인당 GDP도 86.6% 수준인 반면 전체 인구 대비 출국자 비중은 44.1%에 달해 28.1% 수준인 한국에 비해 높기 때문이다. 하지만 대만의 경우 전체 출국자 가운데 중국과 홍콩이 각각 30.7%와 19.7%의 높은 비중을 차지하고 있어 우리와 단순 비교는 다소 무리가 있을 것이다. 일본도 우리와 비슷하게 육상과 해상으로의 여행이 쉽지 않지만 국내 여행 활성화로 출국자수 비중은 그리 높지 않다. 따라서 단순한 해외 사례와 비교하기보다는 인접한 지역에 매력적인 여행지 유무와 국내 여행의 활성화 여부도 중요한 변수라고 판단하는데 한국은 육로로 가능한 여행지는 거의 없고, 선박을 이용한 여행도 활성화되지 않은 가운데 1~2시간의 비교적 짧은 항공 여행 시간을 통해 도착할 수 있는 여행지가 충분하다는 점이 긍정적이며 여가 시간 증가와 소득 수준도 여객수 증가에 우호적 방향으로 전개되고 있어 추가 성장을 기대한다.

주요국 인구대비 출국자수 비중

	중국	일본	한국	대만	미국	영국	싱가폴	홍콩
국토면적(km ²)	9,596,961	377,915	99,720	35,980	9,826,675	243,610	697	1,104
1인당 GDP(\$)	5,899	46,973	23,680	20,503	49,601	38,891	50,324	36,218
2000	0.8%	14.1%	11.8%	33.0%	12.3%	96.1%	109.4%	884.6%
2001	1.0%	12.8%	12.9%	32.0%	11.6%	98.2%	104.6%	910.1%
2002	1.3%	13.0%	15.0%	32.8%	10.7%	99.8%	102.7%	954.4%
2003	1.6%	10.4%	14.9%	26.3%	11.1%	102.5%	96.1%	894.8%
2004	2.2%	13.2%	18.4%	34.4%	12.4%	106.7%	114.8%	1005.1%
2005	2.4%	13.6%	21.0%	36.1%	12.9%	109.8%	112.0%	1048.0%
2006	2.6%	13.7%	24.1%	38.0%	13.2%	114.3%	117.4%	1092.3%
2007	3.1%	13.5%	27.6%	39.1%	13.5%	113.4%	124.9%	1155.8%
2008	3.5%	12.5%	24.8%	36.8%	13.2%	111.9%	138.5%	1167.0%
2009	3.6%	12.1%	19.4%	35.3%	12.6%	94.5%	138.2%	1161.7%
2010	4.3%	13.0%	25.7%	40.7%	19.5%	89.1%	142.8%	1191.1%
2011	5.3%	13.3%	26.0%	41.4%	19.0%	90.7%	147.8%	1190.8%
2012	6.2%	14.5%	28.1%	44.1%	19.3%	89.8%	150.3%	1190.7%

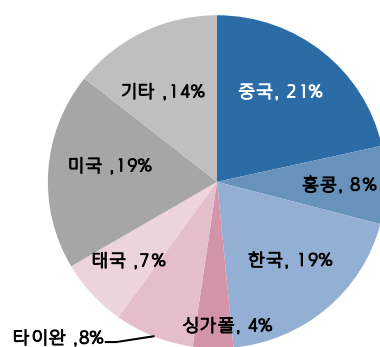
자료: CEIC, World bank, CIA, 1인당 GDP는 11년 기준

대만인 주요 출국 국가 비중



자료: CEIC, 주: 2012년 기준

일본인 주요 출국 국가 비중



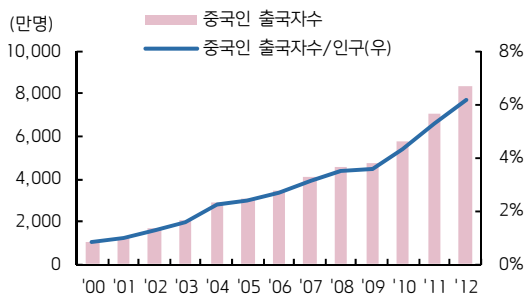
자료: CEIC, 주: 2011년 기준

>>> 중국인은 홍콩과 마카오 중심으로 출국 중

비자 완화와 항공자유화 협정 등 추가 수요 유입 요인 존재

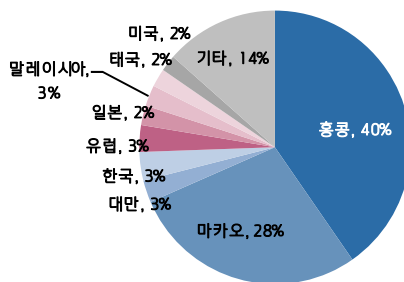
중국인은 지난해 출국자수가 8,318만명으로 10년 사이 401.0% 증가했고 인구 대비 출국자 비중도 6.2%로 빠르게 상승했다. 이 가운데 지난 해 한국으로 2,836,892명이 입국, 한국 전체 입국수의 25.5%를 차지했고 YoY 27.8%의 높은 성장을 기록하고 있다. 한편 중국은 토지 면적이 러시아, 캐나다, 미국에 이어 4위로 넓고, 내륙으로의 외국 여행도 가능해 인구 대비 출국자 비중이 크게 높아지지 않을 가능성도 있다. 해외 여행객 목적 국가를 살펴보면 사실상 같은 문화권인 홍콩과 마카오의 비중이 여전히 68.4%로 높고 한국과 일본의 비중은 아직 2~3%대로 높지 않다. 하지만 새로운 문화를 경험하고자 하는 수요가 가까운 거리에 위치한 한국으로 연결될 가능성은 여전히 높다. 또한 중국은 아직 한국과의 항공 자유화 협정 체결이 되어 있지 않아 항공 이용 편리성이 낮은 가운데 중국 항공사의 항공기 추가도 예정되어 있고, 한국도 해외 여행객을 맞이하기 위한 호텔 객실 추가와 비자 발급 조건을 완화시키는 등 중국인들의 한국 방문을 위한 편리성 개선이 진행되고 있다는 점도 수요 증가에 긍정적으로 작용할 것이다.

중국인 출국자수와 인구 대비 비중 추이



자료: CEIC

중국 주요 출국 국가



자료: CEIC, 주: 2011년 기준

중국 비자 발급 상황과 한국 무비자 입국 국가

● 한국에 무사증 입국 가능한 국가

일본, 미국, 대만, 태국, 홍콩, 말레이시아, 싱가포르, 캐나다, 인도네시아, 영국, 호주, 독일, 프랑스, 이탈리아, 네덜란드, 마카오 (제주도 무사증 입국 대상: 중국, 필리핀, 베트남, 미얀마, 몽골)

● 중국인 관광객 유치를 위한 법무부의 비자제도 개선 내용

- 98년 6월 '한·중 양해각서' 체결에 따라 5인 이상 중국인 단체관광객에 대한 전담여행사 제도 시행
- 02년 4월 중국 5인 이상 제주 단체여행객에 대해 무비자 입국 허용
- 05년 6월 한국을 경유하는 중국인 중 유럽 30개 국가 사증을 소지한 자에 대해 무비자 입국 허용
- 06년 7월 제주지역에 한해 중국인 관광객 무비자 입국 시행
- 08년 3월 중국 공안부가 제주도를 자국민의 무사증 출국허용 지역으로 인정, 실질적인 제주 무비자 제도 시행
- 08년 4월 청소년 수학여행단 무비자 입국 허용
- 08년 4월 중국인 복수사증 발급 확대 및 단체관광객에 대한 비자발급 소요기간 단축 (7일⇒3일)
- 09년 5월 의료관광사증 도입(재정입증서류 제출 면제)
- 09년 7월 중국인 개별관광객에 대한 경제능력 입증서류 간소화
- 10년 8월 복수사증발급 대상을 중산층으로 확대 & 유효기간 확대
- 12년 5월 관광상륙 허가제도 시행: 크루즈 관광객에 대해 무사증으로 3일동안 국내 체류 허용
- 12년 8월 중국인 관광객 유치 위해 복수비자 입국 대상 확대 및 비자발급 절차 간소화

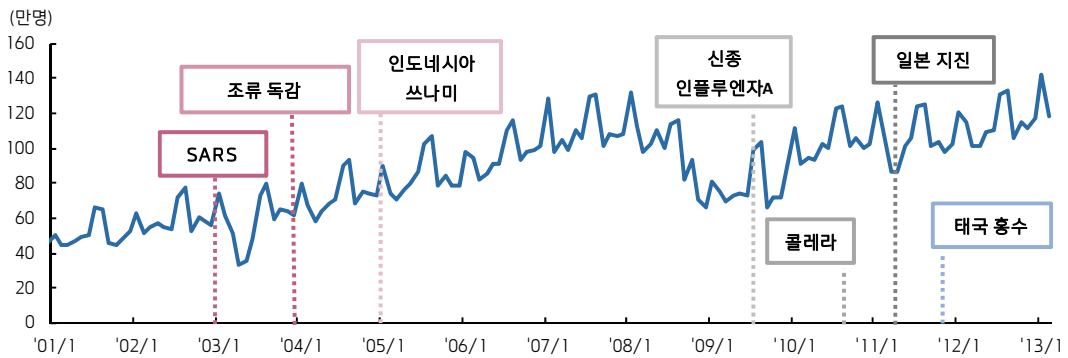
자료: 외교통상부, 법무부

>>> 전염병과 자연재해 영향은 일시적, 경기와 환율은 장기화도 가능

전염병으로 인한 수요 감소는 일시적, 진정 이후 빠른 추세 복구 전망

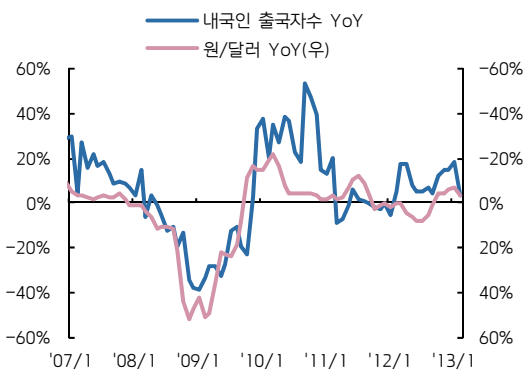
최근 중국에서 인플루엔자A(H7N9) 바이러스에 따른 사망자가 발생하면서 출국자 감소와 이로 인한 수익성 감소 우려가 나타나고 있다. 지난 01년 이후 03년 SARS, 09년 H1N1 등 전세계적인 바이러스가 유행했었고, 04년 인도네시아 해일, 11년 일본 지진과 태국 홍수 등 자연 재해가 발생했다. 이로 인해 출국자수는 SARS 4개월, 일본 지진 3개월, 태국 홍수 4개월 정도씩 출국자수가 감소했고 이후 기존 추세로 복귀한 바 있다. 오히려 리만 사태와 같은 경제 위기로 18개월 연속 출국자수가 감소했고, 원화 약세가 진행되는 시기에도 출국자수 감소가 나타나기도 했다. 아직 이번 신종 바이러스의 확산 여부에 대해 속단하기는 어렵지만 유행이 확산될 것으로 가정할 시 일시적 수요 감소는 불가피하겠지만 환율과 경기가 우호적 방향으로 전개가 이어진다면 항공편수 증가와 맞물려 국제 여객 증가 추세는 계속될 것으로 기대한다.

각종 자연 재해 발생 시기와 내국인 출국자수



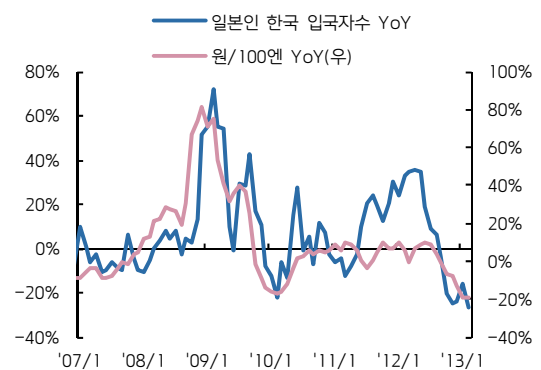
자료: 한국관광공사, 각종 언론

내국인 출국자수와 원/달러 환율 YoY 증감률



자료: 한국관광공사, Datastream

일본인 입국자수와 원/엔화 환율 YoY 증감률



자료: 한국관광공사, Datastream

II. 여행과 항공의 차별화 이유와 전망

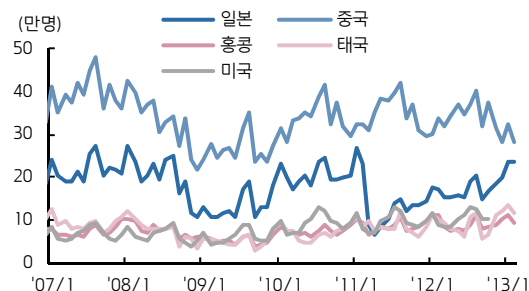
>>> 항공은 전체 승객수보다 단거리 노선 승객수가 중요

장거리 노선의 유류 사용량 증가분을 운임으로 전가시키기 쉽지 않기 때문

내국인 출국자와 외래객 입국자가 함께 증가하며 인천공항 국제선 이용객수 성장이 이어지고 있지만 항공사와 여행사는 주가와 수익에 있어 차별적인 움직임을 보이고 있다. 이런 차별화는 먼저 일본 노선 부진과 동남아 노선 강세에서 찾을 수 있다. 항공사는 노선 별로 수익성 차이가 있어 전체 여객이 증가해도 특정 노선이 부진하면 수익성에 타격을 입는 반면 여행사는 매출의 일정 수준을 수익으로 반영하고 있어 매출 규모가 큰 장거리 상품 매출이 증가하면 절대 이익 규모는 증가할 수 있지만 비슷한 가격대로 구성되는 상품의 경우 지역별 수익성 차이가 없어 여객수 증가의 수혜를 보고 있다.

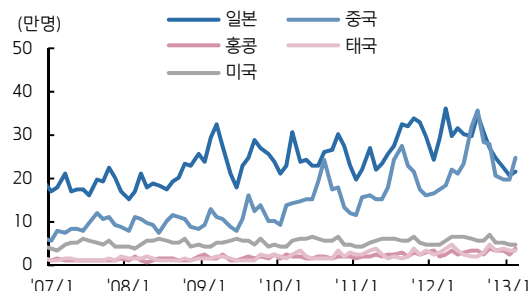
또 다른 이유는 항공사의 원가 구조에서 찾을 수 있다. 항공사 매출에서 유류비 비중은 지난 3년간 평균 34.6% 수준인데 이 비중이 노선 별로 동일하지 않다. 장거리 노선의 경우 유가 상승에 따른 유류비 증가분을 티켓 가격에 모두 반영하기 어려워 장거리 노선 유류비 부담 일부를 단거리 노선에 전가하고 있다. 따라서 단거리 노선이 일정 수준의 수익을 창출해야 안정적인 수익이 나타날 수 있는데 일본 노선의 부진으로 이런 구조가 약해지며 항공사의 수익성이 낮아진 것이다. 결국 티켓 가격 대비 유류비 비중 차이와 단가 조정 여부가 수익성 차별화로 반영되고 있다.

목적 국가 별 내국인 출국자수



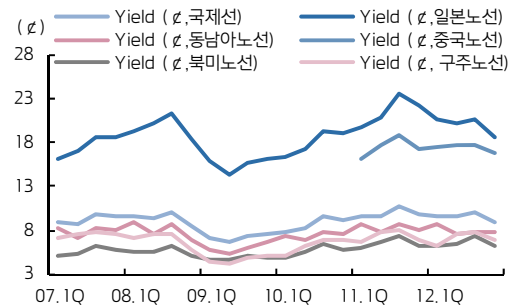
자료: 한국관광공사

출발 국가 별 외래객 입국자 수



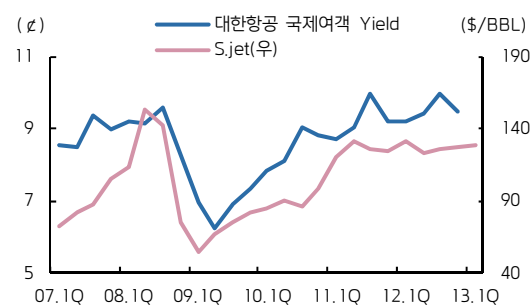
자료: 한국관광공사

아시아나항공 노선 별 Yield 추이



자료: 아시아나항공

싱가포르 제트유가와 대한항공 Yield 추이



자료: 대한항공, Datastream

>>> 기존 양대 항공사의 공급 증가에도 인천공항 점유율 하락

외항사와 LCC의 빠른 공급 증가로 수요 분산과 가격 결정권 약화

인천공항에서 대한항공과 아시아나항공 등 양대 항공사 비중은 지난 10년 1월에서 지난 3월까지 운항 횟수 기준 65.3%에서 57.4%로, 국제 승객수 기준으로는 69.2%에서 60.2%로 낮아졌다. 물론 수요는 증가하는 국면이어서 기존 항공사의 L/F도 동반 상승하고 있어 수요 분산에 따른 부담이 아직 크지 않다. 하지만 LCC처럼 상대적으로 낮은 가격을 제시하는 항공사가 늘어나 기존 항공사의 가격 결정권이 약화되고 있어 과거와 같은 탄력적 가격 정책이 어렵다는 점은 수익성에 부정적으로 작용할 가능성이 높다.

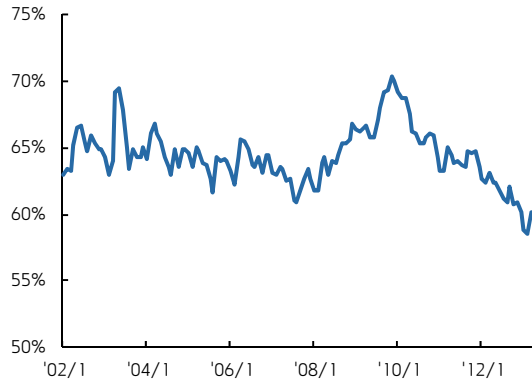
물론 과거에도 외항사는 수요 증감과 함께 공급을 같이 조절했었기 때문에 수요가 위축될 경우 외항사 비중은 다시 낮아질 가능성이 높다. 하지만 과거에 비해 항공 자유화 체결 국가가 증가하고 있고 외래객 입국객과 환승객 등 수요가 다변화되고 있고, LCC 등 가격 메리트에 따른 증가분도 있어 수요 급감 가능성은 낮아 양대 항공사 비중이 단기간에 급증하기는 힘들 것이다. 무엇보다 항공사 이익은 유가 하락 시기에서가 아니라 경기 호전으로 유가와 수요가 모두 상승하는 국면에서 크게 증가하기 때문에 수요에 실망감을 느낀 외항사의 철수에 따른 점유율 상승은 별다른 호재로 작용하지 못할 것이다.

대한항공+ 아시아나항공 운항 횟수 기준 인천공항 비중



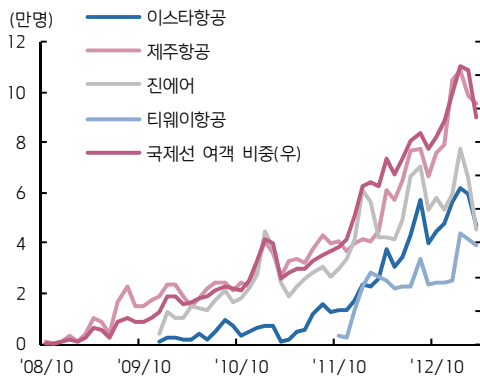
자료: 인천공항공사

대한항공+ 아시아나항공 국제 여객 기준 인천공항 비중



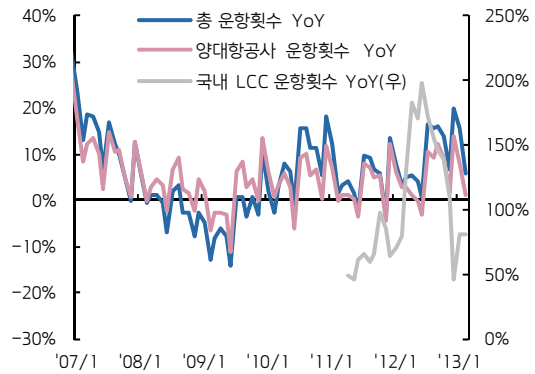
자료: 인천공항공사

국내 LCC 인천공항 국제 수송객수와 비중



자료: 인천공항공사

양대항공사, 국내 LCC, 총 운항횟수 YoY 증감률 추이



자료: 인천공항공사

III. 대형 여행사로 쏠림 현상 가속화

>>> 양대 여행사의 점유율은 추가 상승 기대

규모에 따른 항공권 확보 능력으로 패키지 시장 점유율을 확대하는 선순환 구조 확보

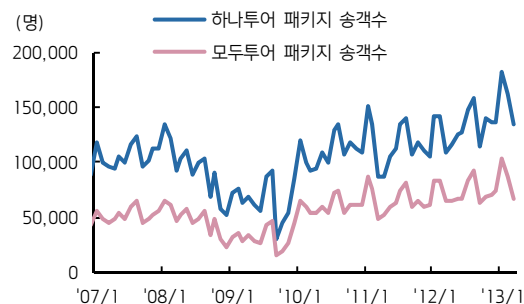
경쟁 심화로 점유율이 낮아지고 있는 양대 항공사와 달리 양대 여행사의 높아지는 시장 점유율은 추가 상승이 기대된다. 여행객은 패키지 상품을 고를 때 합리적인 가격과 자신의 일정에 맞는 여행 상품, 취소 없는 출발을 위한 고객 확보 능력 등을 고려해 선택한다. 패키지 상품 가격에서 항공권이 차지하는 비중이 가장 높고, 상품을 구성하기 위해 항공권 확보가 가장 중요해 다량의 항공권을 저렴하게 확보하는 능력이 여행사에 가장 중요한 경쟁력이다. 한편 항공사 입장에서는 탑승률 유지를 위해 기존 판매 규모를 바탕으로 항공권을 배정하고 있어 대형 여행사가 더욱 많은 항공권을 확보할 수 있는 구조이다. 따라서 항공권 확보에 유리한 위치를 바탕으로 다양한 가격대와 일정의 여행 상품을 만들 수 있어 고객이 몰리면서 취소 없는 출발을 하고 있다. 이렇게 확보한 고객은 호텔을 포함한 현지 비용 절감으로도 이어지며 전체 가격을 낮춰 수요를 더 유인하는 선순환 구조로 진행되고 대형 여행사의 출국자수 대비 송객수 점유율은 더욱 높아질 것이다.

패키지 상품 가격 구성

	수탁금	매출액	비중	매출비중
Package	지상비		32%	
	항공료		52%	
	수익	마진	8.5%	해외여행알선수수입 83%
		대리점수수료	6.5%	
	수익(항공커미션)	1%	항공권판매수수료 5%	
Air ticket	수익(항공커미션)	마진	2%	항공권판매수수료 7%
		대리점수수료	2%	
	항공료		96%	

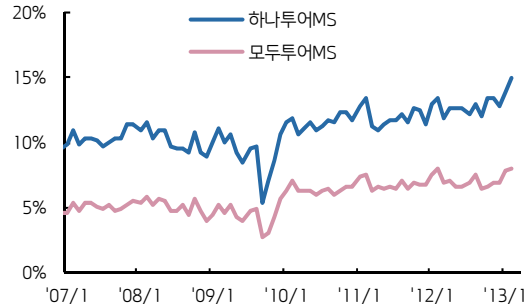
자료: 모두투어

하나투어, 모두투어 패키지 송객수 추이



자료: 하나투어, 모두투어

하나투어, 모두투어 패키지 송객 M/S 추이



자료: 하나투어, 모두투어, 한국관광공사, 주: 승무원 제외 출국자수 기준

>>> 발권 수수료 폐지는 대형 여행사에 수혜

규모를 갖춘 여행사 중심으로 가격 경쟁력 더욱 강화

과거 대한항공과 아시아나항공은 자사의 항공권을 판매하는 대부분의 여행사에 판매 금액의 일정 수준을 수수료로 지급했지만 각각 10년과 11년 발권 수수료 지급을 중단하며 제로 커미션 제도를 시행하고 있다. 하지만 여행사에 지급하던 수수료를 모두 없앤 것은 아니라 판매 규모에 따른 볼륨 인센티브 제도는 남아있다. 즉 모든 항공권 판매 여행사에 수수료를 주는 것이 아니라 일정 규모 이상을 판매하는 여행사에게만 수수료를 차등 지급하고 있어 여행사별 규모에 따른 수수료 규모 차이도 커질 수밖에 없다. 따라서 인센티브를 지급 받은 여행사와 그렇지 못한 여행사와의 티켓 가격 차이는 더욱 커짐에 따라 고객 규모 차이도 확대되고 있다. 특히 항공권 판매 부문 매출은 과거에 비해 감소했지만 볼륨 인센티브를 통한 매출은 소매 여행사에 지급하는 수수료가 거의 없어 수익성이 더욱 높다는 점에서 대형 여행사 중심으로의 항공권 판매 사업 재편은 가속화될 전망이다.

항공권 판매 인원 기준 상위 10개사

순위	업체명	인원(명)
1	하나투어	678,261
2	인터파크아이엔티	592,361
3	모두투어네트워크	380,532
4	온라인투어	334,927
5	세종	307,988
6	투어이천	236,361
7	레드캡투어	171,875
8	한진관광	121,277
9	웹투어	109,214
10	현대드림투어	86,302

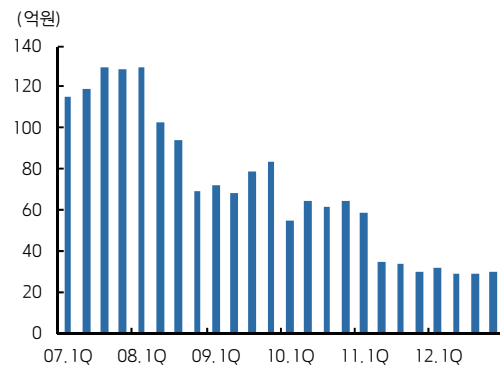
자료: Kata, 하나투어, 모두투어, 주: 2012년 기준

항공권 판매액 기준 상위 10개사

순위	업체명	금액(억원)
1	하나투어	5,667
2	인터파크아이엔티	4,670
3	세종	4,185
4	모두투어네트워크	2,667
5	레드캡투어	1,839
6	투어이천	1,434
7	현대드림투어	1,216
8	웹투어	891
9	온라인투어	745
10	한진관광	573

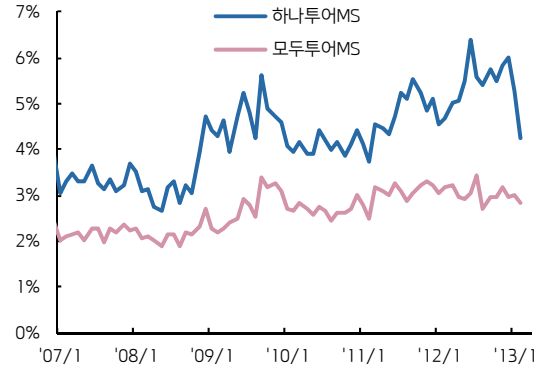
자료: Kata, 하나투어, 모두투어, 주: 2012년 기준

하나투어 항공권 판매 매출 추이



자료: 하나투어

전체 출국자수 대비 양사 티켓 판매 M/S 추이



자료: 하나투어, 모두투어, 한국관광공사, 주: 승무원 제외한 출국자수 기준

>>> 온라인 여행사와의 경쟁에도 대형 여행사 강점은 유지

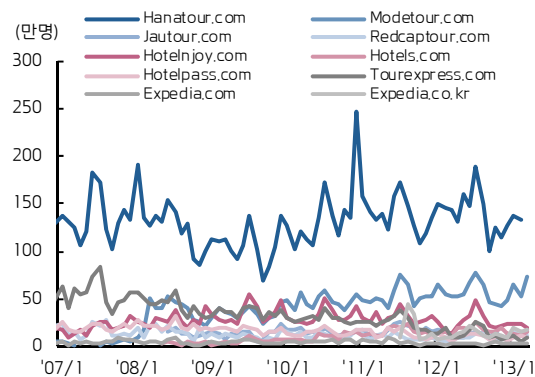
블록 구매에 따른 가격 메리트와 50대 이상 여행 인구 비중 유지

해외 여행은 크게 패키지와 자유 여행으로 구분할 수 있다. 패키지 여행의 장점은 저렴한 가격이지만 여행 일정을 자유롭게 구성하기보다는 여행사가 미리 구성한 일정에 맞춰야 하고 현지에서 옵션 여행이 포함되어 있다는 단점이 있다. 반면 자유 여행은 스케줄을 마음대로 구성할 수 있는 높은 자유도가 장점이지만 상대적으로 가격은 비싸다는 단점이 있다.

최근 호텔과 항공권을 저렴한 가격에 제공하는 국내외 온라인 여행 사이트가 증가하며 자유로운 일정을 선호하는 개인 여행객들의 수요가 기존 여행사로부터 이탈할 가능성에 대한 우려가 있다. 하지만 양대 여행사도 자유 여행객을 확보하기 위해 가이드 없이 자유 여행이 가능한 상품과 호텔, 항공권 개별 판매 등을 강화하고 있다. 호텔의 다양성 측면에서는 해외 온라인 여행사에 비해 약할 가능성도 있지만 기존에 거래가 활발한 주요 관광지에 대해서는 패키지 상품을 위한 블록 구매를 통해 가격 메리트를 확보하고 있고, 강점을 가지고 있는 항공권과의 연계 상품도 구성하고 있어 고객 유지도 가능할 것이다.

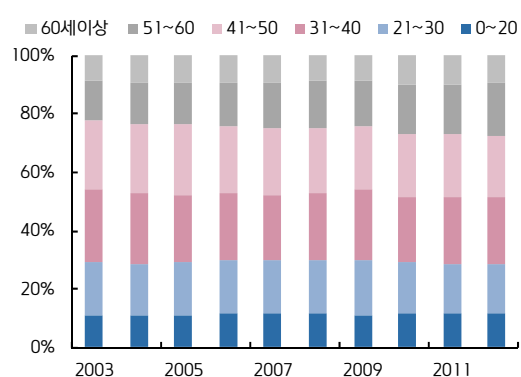
한편 연령대 측면에서도 자유 여행보다는 언어와 교통 수단 등의 불편함으로 상대적으로 편안한 패키지 여행을 선호하는 50대 이상 여행 인구 비중도 지난 03년 22.1%에서 지난 해 27.6%까지 상승하고 있다는 점도 양대 여행사가 안정적 고객 기반을 확보하고 있는 것으로 해석할 수 있겠다.

주요 여행사이트 방문객수 추이



자료: 코리아 클릭

연령별 해외 출국자 비중 추이



자료: 한국관광공사

IV. Valuation

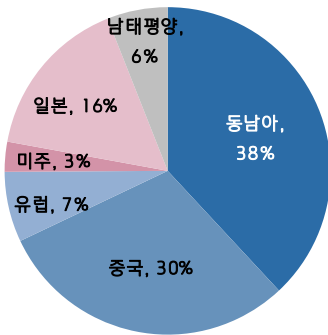
>>> 확장을 통한 성장과 높은 수익성 유지 전략의 차이

하나투어와 모두투어는 큰 그림은 같지만 세부적으로 차별화

규모 측면에서 1위와 2위 기업에 대한 벨류에이션 갭은 그 규모 혹은 수익성의 변화에 따라 확대 혹은 축소되는 것이 일반적이다. 여행업은 과거 송객수와 이에 따른 항공권 판매 규모가 미래 고객 확보 능력으로 연결된다는 점에서 모두투어가 하나투어와의 아웃 바운드 송객수 격차를 단기간에 축소시키기는 쉽지 않을 것이다. 수익성 측면에서는 양사가 동일한 사업을 영위하고 있지만 정책은 차이점이 있다. 하나투어는 사업을 공격적으로 다각화하며 IFRS 연결 실적에 적용되는 계열사수도 26개에 달하는 반면 모두투어는 적극적인 외형 확대 보다는 수익성을 확보한 상황에서 사업 확대를 이어나가며 4개의 계열사만을 두고 있다.

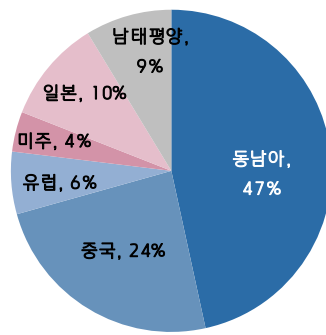
따라서 외형 차이에 따른 벨류에이션 프리미엄 차이는 유지될 것이고, 모두투어의 수익성과 송객수 증가율 등이 크게 변하지 않는다면 프리미엄 갭이 더욱 확대되거나 악화될 가능성은 제한적이라고 판단한다.

하나투어 지역별 송객 비중



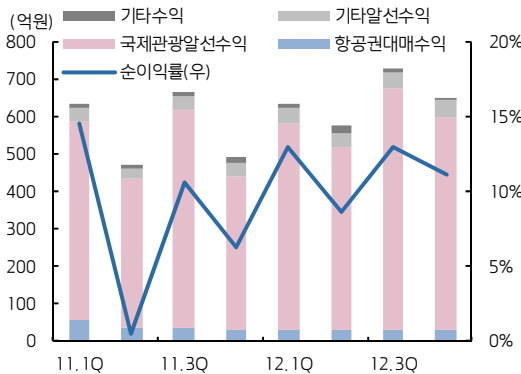
자료: 하나투어, 주 2012년 기준

모두투어 지역별 송객 비중



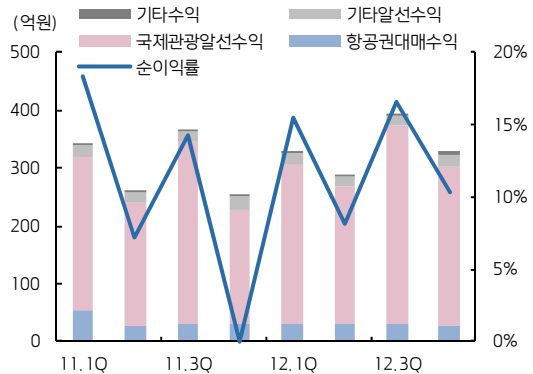
자료: 모두투어, 주 2012년 기준

하나투어 매출 구성과 순이익률 추이



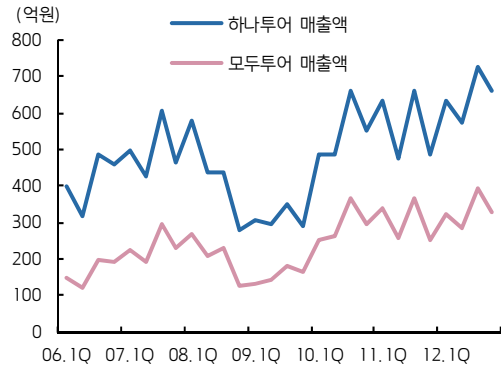
자료: 하나투어

모두투어 매출 구성과 순이익률 추이



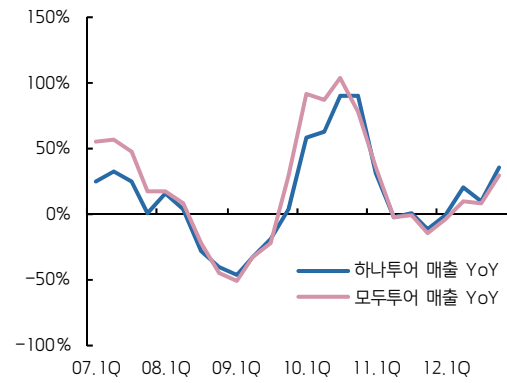
자료: 모두투어

하나투어와 모두투어 매출액 추이



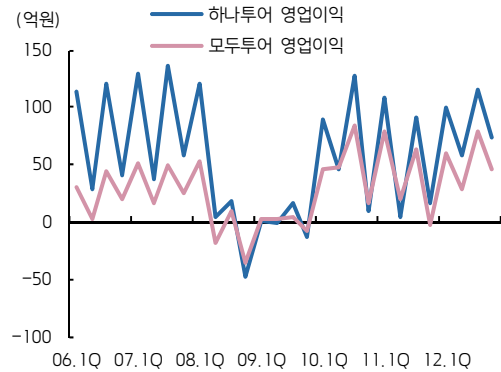
자료: 하나투어, 모두투어

하나투어와 모두투어 매출 증가률 추이



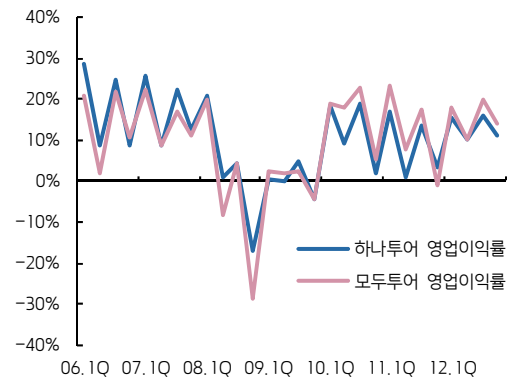
자료: 하나투어, 모두투어

하나투어와 모두투어 영업이익 추이



자료: 하나투어, 모두투어

하나투어와 모두투어 영업이익률 추이



자료: 하나투어, 모두투어

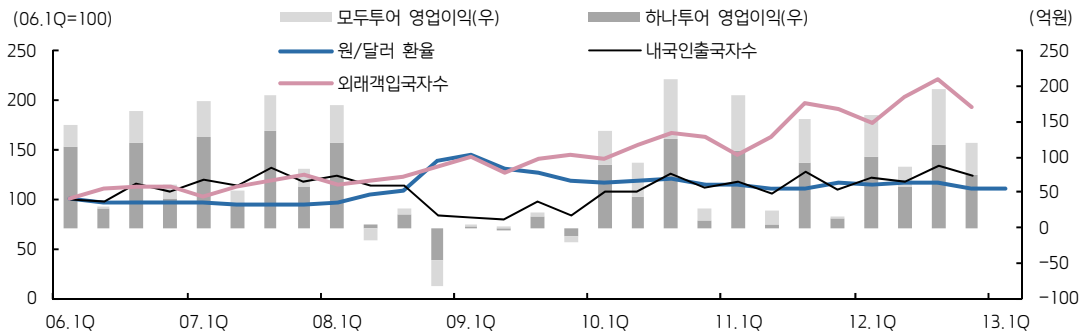
>>> 07년 대비 제한적 외부 환경 개선에도 큰 폭의 외형 성장중

점유율 상승을 통해 수익률 추가 개선 기대감 존재

부진한 항공주와 달리 하나투어와 모두투어 등 여행주의 주가는 강세를 이어가고 있다. 따라서 현 수준에서 추가 상승 여력이 있는지에 대한 의문이 발생할 수 있다. 여행주는 지난 07년 최고점을 기록했었는데 원/달러 환율은 연평균 929.2원이었고 내국인 출국자는 중국으로의 패키지 여행객 증가와 함께 사상 최고치를 갱신했으며 추가 증가에 대한 기대감도 높았던 시기였다.

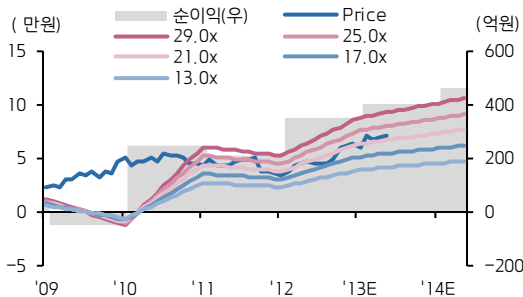
따라서 관건은 현재 여행사의 이익 규모가 지난 07년에 비해 어느 정도 수준이며 추가 개선에 대한 기대감도 비교할 필요가 있다. 우리는 양대 항공사가 환율과 출국자수가 크게 개선되지 않았음에도 불구하고 외형에서는 이미 07년 수준을 넘어섰고 이익 규모도 모두투어는 넘어섰고 하나투어도 근접한 수준까지 회복해 추가 개선 여력도 높다고 판단한다. 그 근거는 1) 노선 별 수익성 차이는 크지 않지만 장거리 노선 승객이 증가함에 따라 절대 이익 규모를 확대할 수 있는데 양대 항공사의 대형 항공기 도입이 예정되어 있어 구주와 미주 상품 판매를 증가시킬 수 있고, 2) 항공권 판매 시장에서 점유율 상승으로 불륨 인센티브에 따른 가격 경쟁력으로 자유 여행객 유치와 기존 패키지 상품 가격을 인하시킬 수 있고, 3) 패키지 상품에서 인터넷 판매와 LCC 비중과 고객수 증가를 통해 가격 경쟁력을 확대시킬 수 있기 때문이다. 최근 객당 패키지와 항공권 가격 하락은 마진 하락 때문이 아니라 LCC 비중 증가를 포함해서 항공권 가격 하락이 나타나고 있기 때문에 수익성과는 무관하다. 수요 측면에서도 과거에 비해 양사의 시장 점유율이 높아지며 이를 통해 여행객 유치가 더욱 가속화되고 있고 외래객 입국자라는 신규 수요 기대감까지 있다는 점에서 추가 상승 여력이 남아 있다고 기대한다.

하나투어, 모두투어 시가총액과 원/달러 환율, 내국인 출국자수, 외래객 입국자수



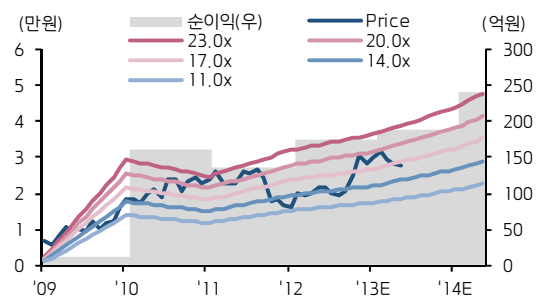
자료: 하나투어, 모두투어, 한국관광공사, Datastream

하나투어 PER 밴드와 순이익 규모



자료: Datagude, 키움증권 리서치센터

모두투어 PER 밴드와 순이익 규모



자료: Datagude, 키움증권 리서치센터



기업분석

하나투어
(039130)

BUY(Reinitiate)/목표주가 92,500원
성장률도 높은 M/S 1위

모두투어
(080160)

BUY(Reinitiate)/목표주가 36,000원
잘하는 사업에 더욱 집중

대한항공
(003490)

BUY(Maintain)/목표주가 50,000원
바닥은 확인, 그러나 경쟁 지속

아시아나항공
(020560)

BUY(Maintain)/목표주가 7,500원
수요 다변화를 위한 항공기 확대

하나투어 (039130)



BUY(Reinitiate)

주가(4/12) 74,700원

목표주가 92,500원

점유율 1위 기업은 규모가 커짐에 따라 절대 규모 성장은 계속해도 성장률은 다소 둔화되는 경향이 있다. 하지만 여행업은 규모가 커질 수록 다양한 패키지 구성이 가능해지고 항공사로부터 인센티브를 지급받을 수 있는 순환 구조를 가지고 있어 M/S 1위 하나투어의 높은 성장률이 이어지고 있다. 결국 하나투어의 지배력은 더욱 강화될 것으로 전망하며 외래객 입국수요로 수요 변동성도 점진적으로 완화될 것이다. 따라서 목표주가 '92,500원'과 투자 의견 'BUY'로 커버리지를 재개한다.

StockData

KOSPI (4/12)	1,924.23pt	
시가총액	8,677억원	
52주 주가동향	최고가 75,900원	최저가 42,450원
최고/최저가 대비 등락	-1.58%	75.97%
주가수익률	절대	상대
	1M 7.5%	11.3%
	6M 21.3%	21.8%
	1Y 73.7%	79.4%

Company Data

발행주식수	11,616천주
일평균 거래량(3M)	116천주
외국인 지분율	21.75%
배당수익률(13.E)	1.47%
BPS(13.E)	16,532원
주요 주주	박상환 외 19인 20.56%

Price Trend



성장률도 높은 M/S 1위

>>> 성장을 계속하는 M/S 1위

하나투어는 패키지 상품과 항공권 판매 시장 모두에서 M/S 1위를 유지하고 있고 점유율을 더욱 높이고 있다. 특히 매출 규모가 커짐에 따라 성장률이 둔화되는 것이 일반적이지만 하나투어는 과거 규모를 바탕으로 적극적인 정책을 통해 성장률을 더 높이며 경쟁사와의 격차도 확대시키고 있다.

>>> 여행의 편리성과 다양성 추가 개선

기존 양대 항공사를 비롯해 LCC와 외항사의 국제선 운항횟수는 지난 97년 105,267회에서 11년 280,568회까지 급증했다. 노선수도 225개에서 331개까지 증가하는 등 여행객 스케줄의 편리성과 여행지의 다양성은 추가 수요를 창출할 것이며 장거리 노선 증편도 예정되어 있어 매출 증가 여력도 있다.

>>> 다양해진 수요로 안정성도 개선

과거 여행주는 내국인 출국자에 대한 의존이 높아 환율과 경기에 대한 변동성이 컸고 한정된 인구에서 추가 성장에 대한 의문도 있었다. 하지만 과거에 비해 높아진 외래객 입국 수요는 아직 초기 단계로 IFRS 연결 기준 이익 기여도는 높지 않지만 수요 변동성을 완화시키며 안정성과 성장성을 동시에 제공할 것이다. 따라서 하나투어의 추가 성장에 대한 기대감과 함께 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '92,500원'으로 커버리지를 재개한다.

투자지표	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	2,682	3,079	3,505	3,924	4,570
보고영업이익(억원)	240	396	475	569	728
핵심영업이익(억원)	240	396	475	569	728
EBITDA(억원)	306	460	528	618	773
세전이익(억원)	270	499	568	644	814
순이익(억원)	215	374	430	488	617
EPS(원)	1,812	3,039	3,497	3,967	5,015
증감율(%YoY)	-14.7	67.7	15.0	13.5	26.4
PER(배)	18.9	20.1	21.4	18.8	14.9
PBR(배)	3.4	4.4	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA(배)	8.3	12.4	12.4	9.8	6.8
영업이익률(%)	8.9	12.9	13.5	14.5	15.9
ROE(%)	17.5	24.0	22.0	21.3	22.8
순부채비율(%)	-113.9	-100.3	-105.0	-109.8	-119.2

>>> 시장 점유율과 수익성 동시 상승

성장률이 큰 M/S 1위 기업

규모가 커질수록 수요가 더욱 확대되는 구조 확보

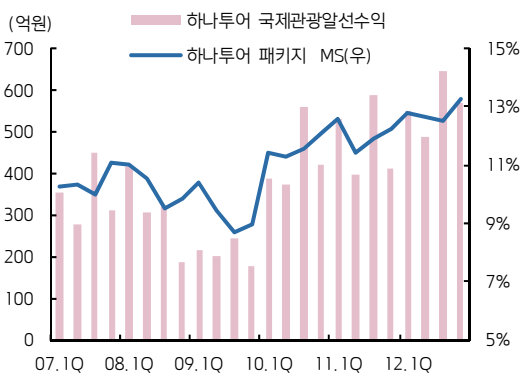
하나투어의 패키지 여행과 항공권 판매 사업은 여행업협회 자료가 집계되고 있는 지난 06년 이후 M/S 1위를 유지하고 있다. 업계 1위보다 더 중요한 것은 점유율이 계속 높아지고 있다는 점과 5위권 이하 업체들과의 송객수 차이가 더욱 확대되고 있다는 점이다. 여행사에서 아웃바운드 고객 유치에 가장 중요한 것이 항공권 확보 여부라는 점을 감안하면 항공사가 인정하는 실적을 가지고 있는 여행사는 항공권 확보에 유리한 위치를 활용해 고객 확대에 나설 수 있다. 즉 하나투어는 안정적 항공권 확보 → 다양한 여행 상품 구성 → 여행객 요구 충족 → 수요 연결 → 비용 절감을 통해 가격 메리트 확보 → 고객 증가 → 항공사의 항공권 추가 배정의 선순환 구조에 진입했다고 판단한다. 또한 항공권 판매도 지난 10년 이후 일괄적인 커미션 지급에서 판매량에 따라 지급하는 볼륨 인센티브 제도로 바뀐에 따라 하나투어와 같은 대형 여행사가 티켓 확보 능력과 수익성 측면에서 더욱 유리한 위치를 점하게 됐다고 판단한다.

하나투어 실적과 전망 (단위: 억원, 명)

	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q(E)	13.2Q(E)	13.3Q(E)	13.4Q(E)	2012	2013(E)	2014(E)
매출	634	577	728	649	730	626	845	744	2,589	2,945	3,292
항공권대매수익	32	29	29	30	30	32	34	33	120	129	147
국제관광알선수익	552	488	646	569	649	547	753	659	2,256	2,609	2,919
기타	50	60	53	51	51	47	58	52	214	207	226
비용	535	529	613	568	607	569	714	634	2,244	2,523	2,805
급여 및 성과급	136	129	149	147	154	133	169	151	560	607	659
광고선전비	15	31	26	28	30	27	34	31	99	122	137
여행비지급수수료	233	203	260	231	248	237	301	264	927	1,050	1,179
기타	151	166	179	162	175	172	210	187	658	743	830
영업이익	99	49	116	82	124	57	131	111	345	422	487
하나투어 패키지 여객수(명)	393,336	368,817	420,263	412,851	478,426	427,311	499,784	485,273	1,595,267	1,890,794	2,131,289
하나투어 항공권 고객수(명)	145,808	164,975	187,536	179,942	167,256	191,084	223,493	205,999	678,261	787,831	899,276

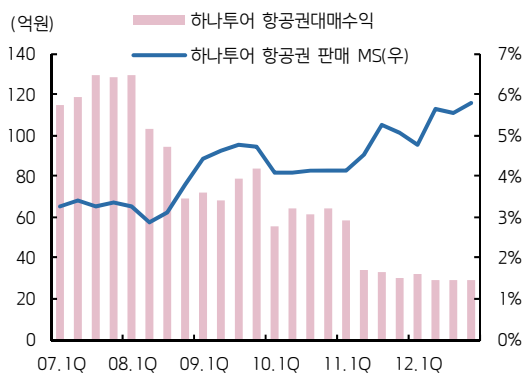
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터, IFRS 별도 실적 기준

패키지 상품 M/S와 매출액 추이



자료: 하나투어, 한국관광공사

항공권 판매 M/S와 매출액 추이



자료: 하나투어, 한국관광공사

인바운드 수요와 가격 경쟁력 강화로 수익 증가

수요 다변화와 호텔과 항공권 가격에서 확보 능력과 가격 측면 메리트 유지

과거 여행주는 국내 여행객의 비중이 절대적으로 높아 출국자 수 증감에 따른 영향이 높았으나 11년 3분기 이후 해외 여행객이 꾸준히 증가하며 수요가 다양화되고 있다. 해외 여행객을 유치하는 여행사들의 점유율을 살펴보면 아직 산업 초기 상황이라고 볼 수 있지만 인바운드 수요 확보에 가장 중요한 호텔 사업을 접목시키고 외래객 소득 수준 상승에 따른 다양한 상품 개발은 인바운드 사업도 수익 사업으로 전환이 가능할 것이다. 또한 모두투어와 함께 설립한 호텔앤에어닷컴도 패키지와 항공권 판매 1위와 2위 업체가 상품을 공동 설립함에 따라 항공사에 대한 협상력과 온라인 호텔 전문 사이트들과의 경쟁에서도 가격 경쟁력을 유지해 수요를 꾸준히 유인할 수 있을 전망이다. 하나투어는 IFRS 연결 실적에 반영되는 자회사가 26개에 달하는데 한편으로는 규모 대비 과도한 확대라는 우려도 있지만 우리는 비용을 절감하고 M/S를 더욱 확보하기 위한 적절한 투자라고 판단하며 목표주가로 경쟁사 대비 10% 프리미엄을 적용, 13년 예상 EPS 기준 PER 26.4배인 '92,500원'과 투자 의견 'BUY'로 커버리지를 재개한다.

하나투어 IFRS 별도와 연결 실적, 그리고 종속 기업 현황 (단위: 억원)

	12년 별도	12년 연결	11년 별도	11년 연결
매출액	2,592	3,079	2,264	2,682
영업이익	347	396	217	240
당기순이익	300	374	195	215

회사명	지분율		매출	순이익	종속기업 소유지분내역
	지배회사	종속기업			
웹투어	80%		102.3	11.4	
하나투어유스	100%		10.9	3.1	
하나투어제주	77%		13.9	4.9	
남강여행사		100%	2.2	0.0	하나투어비즈니스 100%
투어마케팅코리아	70%		22.3	3.6	
하나투어아이티씨	100%		51.6	-7.3	
하나티앤미디어	51%		72.8	6.2	
하나투어비즈니스	100%		36.5	4.2	
고려여행사네트워크	60%		6.8	0.1	
하나유학	51%		-	-	
CJ 월드스	50%		61.0	6.4	
에이치엔티마케팅	80%		6.1	1.1	
넥스투어		100%	3.4	-1.2	웹투어 100%
에이치티샵	90%		19.6	0.9	
호텔앤에어닷컴	60%		15.5	2.8	
HANA TOUR EUROPE	70%		7.9	1.5	
HANA TOUR JAPAN	70%		59.4	25.4	
HANA TOUR PTE	100%		6.3	0.2	
HANA TOUR CHINA	100%		31.8	5.7	
HANA TOUR HONGKONG	100%		10.8	1.6	
HANA TOUR TAIWAN	100%		7.4	1.2	
유아이관광버스		100%	70.5	3.1	HANA TOUR JAPAN 100%
HANA TOUR INTERNATIONAL JAPAN		100%	5.4	-1.4	하나투어아이티씨 100%
HANA TOUR USA	100%		24.2	3.9	
HANA TOUR PTY	100%		0.0	-1.0	
마리오렐	100%		0.1	-3.2	
합계			648.4	73.1	

자료: Dart, 주: 2012년 기준

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	2,682	3,079	3,505	3,924	4,570
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,682	3,079	3,505	3,924	4,570
판매비및일반관리비	2,442	2,683	3,030	3,355	3,842
영업이익(보고)	240	396	475	569	728
영업이익(핵심)	240	396	475	569	728
영업외손익	30	103	93	75	87
이자수익	41	53	60	65	75
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	14	29	0	0	0
이자비용	1	2	2	0	0
외환손실	21	19	0	0	0
관계기업지분법손익	-3	-10	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	5	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-6	-8	0	0	0
기타	5	56	35	10	11
법인세차감전이익	270	499	568	644	814
법인세비용	55	125	137	156	197
유효법인세율 (%)	20.5%	25.1%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	215	374	430	488	617
지분법적용순이익(억원)	211	353	406	461	583
EBITDA	306	460	528	618	773
현금순이익(Cash Earnings)	280	438	484	537	663
수정당기순이익	219	376	430	488	617
증감률(% YoY)					
매출액	4.0	14.8	13.8	12.0	16.5
영업이익(보고)	-24.1	65.0	19.9	19.9	27.9
영업이익(핵심)	-24.0	65.0	19.9	19.9	27.9
EBITDA	-19.0	50.5	14.7	17.0	25.2
지배주주지분 당기순이익	-14.7	67.7	15.0	13.5	26.4
EPS	-14.7	67.7	15.0	13.5	26.4
수정순이익	-12.7	72.2	14.3	13.5	26.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	346	390	597	698	1,027
당기순이익	215	374	430	488	617
감가상각비	35	34	30	31	32
무형자산상각비	30	31	23	18	13
외환손익	4	-7	0	0	0
자산처분손익	2	6	0	0	0
지분법손익	-1	9	0	0	0
영업활동자산부채 증감	71	-187	114	161	364
기타	-9	131	0	0	0
투자활동 현금흐름	-302	-441	-207	-212	-301
투자자산의 처분	-262	-342	-148	-146	-224
유형자산의 취득	2	6	0	0	0
유형자산의 취득	-10	-40	-40	-40	-40
무형자산의 취득	-30	-46	0	0	0
기타	-1	-18	-19	-26	-36
재무활동 현금흐름	62	77	-121	-121	-143
당기차입금의 증가	107	-20	0	0	0
장기차입금의 증가	25	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-111	-99	-123	-123	-145
기타	40	196	1	1	2
현금및현금성자산순증가	109	18	269	365	583
기초현금및현금성자산	803	912	930	1,199	1,564
기말현금및현금성자산	912	930	1,199	1,564	2,147
Gross Cash Flow	275	577	484	537	663
Op Free Cash Flow	287	88	487	601	921

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	2,379	2,814	3,339	3,960	4,937
현금및현금성자산	912	930	1,199	1,564	2,147
유동금융자산	759	1,009	1,149	1,286	1,498
매출채권및유동채권	704	870	991	1,110	1,292
재고자산	4	4	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	585	711	738	776	840
장기매출채권및기타비유동채권	87	96	109	122	142
투자자산	89	176	184	192	205
유형자산	283	286	296	305	313
무형자산	90	105	82	64	50
기타비유동자산	35	49	67	94	130
자산총계	2,963	3,524	4,077	4,736	5,777
유동부채	1,618	1,696	1,938	2,229	2,794
매입채무및기타유동채무	948	857	976	1,093	1,273
단기차입금	144	116	116	116	116
유동성장기차입금	5	4	4	4	4
기타유동부채	521	718	842	1,016	1,401
비유동부채	30	31	33	36	40
장기매입채무및비유동채무	4	10	11	12	14
사채및장기차입금	25	16	16	16	16
기타비유동부채	1	5	6	7	9
부채총계	1,648	1,726	1,971	2,265	2,834
자본금	58	58	58	58	58
주식발행초과금	607	607	607	607	607
이익잉여금	506	760	1,056	1,405	1,854
기타자본	-8	200	200	200	200
자본총계	1,163	1,625	1,920	2,269	2,719
지분법적용자본총계	153	173	185	202	224
	1,315	1,798	2,105	2,471	2,943
순차입금	-1,498	-1,803	-2,211	-2,713	-3,508
총차입금	174	137	137	137	137

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	1,812	3,039	3,497	3,967	5,015
BPS	10,009	13,990	16,532	19,536	23,404
주당EBITDA	2,632	3,962	4,544	5,318	6,656
CFPS	2,412	3,773	4,163	4,623	5,705
DPS	900	1,000	1,100	1,200	1,300
주가배수(배)					
PER	18.9	20.1	21.4	18.8	14.9
PBR	3.4	4.4	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA	8.3	12.4	13.2	10.5	7.4
PCFR	14.2	16.2	17.9	16.2	13.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	8.9	12.9	13.5	14.5	15.9
영업이익률(핵심)	8.9	12.9	13.5	14.5	15.9
EBITDA margin	11.4	14.9	15.1	15.7	16.9
순이익률	8.0	12.1	12.3	12.4	13.5
자기자본이익률(ROE)	17.5	24.0	22.0	21.3	22.8
투자자본이익률(ROIC)	-63.6	-108.6	-121.5	-97.0	-77.2
안정성(%)					
부채비율	125.3	96.0	93.6	91.7	96.3
순차입금비율	-113.9	-100.3	-105.0	-109.8	-119.2
이자보상배율(배)	184.5	164.2	192.8	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	4.2	3.9	3.8	3.7	3.8
재고자산회전율	1,224.2	840.8	1,845.4	N/A	N/A
매입채무회전율	3.1	3.4	3.8	3.8	3.9

모두투어(080160)



BUY(Reinitiate)

주가(4/12) 28,300원

목표주가 36,000원

항공권 확보 측면에서 경쟁사 대비 아웃 바운드 송객수 차이를 단기간에 해소하기 어려워 벨류에이션 갭과 점유율 차이는 당분간 유지될 가능성이 높다. 하지만 아직 산업 초기인 인바운드 시장에서는 점유율을 빠르게 높여가고 있고 기존 장점인 수익성 중심의 선택과 집중 정책은 앞으로도 유효할 것으로 판단한다. 따라서 목표주가 '36,000원'과 투자 의견 'BUY'로 커버리지를 재개한다.

Stock Data

KOSDAQ (4/12)	547.19pt		
시가총액	3,566억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	32,950원	18,250원	
최고/최저가 대비 등락	-14.11%	55.07%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-2.6%	-3.2%
	6M	9.3%	7.8%
	1Y	43.1%	27.0%

Company Data

발행주식수	12,600천주
일평균 거래량(3M)	135천주
외국인 지분율	15.34%
배당수익률(13.E)	1.77%
BPS(13.E)	7.646원
주요 주주	우종용 외 5인 19.08%

Price Trend



잘하는 사업에 더욱 집중

>>> 송객수 차이 해소는 쉽지 않지만..

2위 기업과 1위 기업간의 벨류에이션 프리미엄 차이는 규모와 수익성의 확대와 축소 여부에 달려있다. 아웃바운드 송객수 차이는 항공사가 과거 규모를 고려해 항공권을 여행사에 배분하는 기준을 고려하면 단기간에 해소하기는 쉽지 않을 것으로 전망한다. 따라서 아웃바운드 시장 규모 차이에 따른 경쟁사와의 벨류에이션 갭은 당분간 유지될 가능성이 높다.

>>> 인바운드 시장에서 점유율 확대 기대

대형업체 중심으로 빠르게 재편된 아웃바운드 시장과 달리 인바운드 시장은 아직 산업 초기 상황으로 선두권 업체의 점유율이 높지 않다. 특히 주요 고객이 일본인 중심에서 중국인 중심으로 비중이 옮겨지는 상황에서 원활한 고객 확보를 위한 호텔 지분 참여와 중국인들의 소득 수준 상승은 인바운드 시장에서의 점유율과 수익성이 동시에 개선하는 상황을 기대하게 만들고 있다.

>>> 선택과 집중을 통한 안정적 수익성

규모의 경제 달성을 위한 송객수와 항공권 판매 증가, 인바운드 고객을 위한 객실 확보 등 큰 그림은 경쟁사와 동일하지만 세부적으로는 외형 성장보다는 수익성 중심의 차별적인 전략을 구사하고 있다. 이런 전략은 당분간 유지될 가능성이 높아 안정성에 대한 프리미엄은 계속 유효할 것이다. 따라서 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '36,000원'으로 커버리지를 재개한다.

투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	1,250	1,379	1,558	1,808	2,125
보고영업이익(억원)	162	213	230	291	374
핵심영업이익(억원)	162	213	230	291	374
EBITDA(억원)	173	226	242	311	401
세전이익(억원)	191	230	248	318	406
순이익(억원)	138	176	188	241	307
EPS(원)	1,076	1,395	1,488	1,906	2,430
증감율(%YoY)	-8.8	29.7	6.7	28.0	27.5
PER(배)	14.9	21.6	19.0	14.9	11.6
PBR(배)	2.8	4.6	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA(배)	7.5	13.3	11.3	8.4	6.0
영업이익률(%)	12.9	15.4	14.8	16.1	17.6
ROE(%)	19.9	22.4	20.7	22.6	24.1
순부채비율(%)	-105.4	-94.4	-87.6	-84.5	-84.0

>>> 선택과 집중을 통한 수익성 유지 정책

무리한 외형 성장보다는 안정적 수익성을 중시

송객수 차이 극복을 위한 외형 경쟁은 자제

모두투어는 경쟁사 대비 아웃바운드 송객 시장에서의 M/S 차이를 축소시키기 위해 무리한 확대 정책 보다는 수익성을 유지하면서 사업을 확대하는 정책을 구사하고 있다. 사실 점유율을 높이기 위해서는 항공권을 확보해서 패키지 상품을 구성해야 하지만 무리한 확대는 모객 실패에 따른 비용 증가로 이어질 가능성도 있다. 한편 안정적 정책은 경쟁사와의 송객수와 M/S 차이가 더욱 확대될 수 있어 일부 투자자에게는 답답하게 작용할 수도 있다. 하지만 상대적으로 변동성이 많은 여행업에 있어서 리스크에 강하다는 장점으로도 연결될 수 있다.

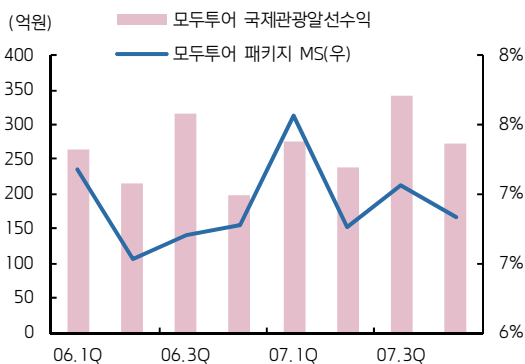
패키지 상품과 항공권 판매 사업은 향후 LCC와 외항사의 비중 증가와 함께 객단가가 하락할 수 있겠지만 이는 오히려 추가적인 수요 유인 요인으로 작용할 가능성이 높아 호재가 될 것이다. 또한 대체휴일제 도입과 국내 양대 항공사의 증대형 항공기 도입에 따른 미주와 유럽 등 장거리 노선 취항 증가에 따른 외형 성장도 무난히 실현될 것이다.

모두투어 실적과 전망 (단위: 억원, 명)

	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q(E)	13.2Q(E)	13.3Q(E)	13.4Q(E)	2012	2013(E)	2014(E)
매출	326	287	395	330	348	323	444	384	1,338	1,500	1,737
항공권대매수익	31	29	31	28	32	32	34	33	119	131	154
국제관광알선수익	275	239	343	273	295	269	383	326	1,130	1,274	1,476
기타알선수익	19	17	18	22	18	18	21	19	75	76	85
기타수익	1	2	3	7	3	4	6	5	13	18	22
비용	267	258	316	293	300	298	343	331	1,134	1,271	1,451
급여 및 성과급	90	93	99	108	97	100	107	117	390	421	461
광고선전비	11	11	13	12	12	12	16	14	47	53	62
여행비지급수수료	109	96	135	100	120	116	137	123	440	496	576
기타	56	59	69	72	70	70	83	77	256	300	351
영업이익	59	28	79	37	49	26	101	53	203	229	286
모두투어 패키지 여객수(명)	232,443	197,413	237,641	213,200	257,012	227,131	269,434	257,214	880,697	1,010,791	1,177,129
모두투어 항공권 고객수(명)	96,426	86,783	102,374	94,949	101,091	99,847	116,070	114,551	380,532	431,559	509,501

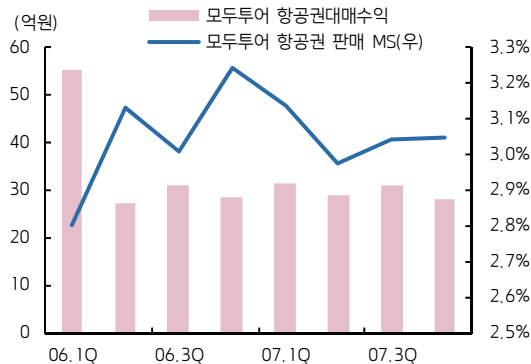
자료: 모두투어, 키움증권 리서치센터, IFRS 별도 실적 기준

패키지 상품 M/S와 매출액 추이



자료: 모두투어

항공권 상품 M/S와 매출액 추이



자료: 모두투어

인바운드 시장에서의 점유율 상승 기대

일본인에서 중국인으로 인바운드 고객이 전환되는 현시점에서 점유율 확대 기대

내국인 아웃바운드 시장은 이미 하나투어와 모두투어 양대 회사 점유율이 패키지 시장 19.8%, 항공권 시장 8.3%에 달해 항공권 확보 여력까지 고려하면 신규 업체로 인해 순위 변동 여지가 크지 않은 상황이다. 하지만 아직 시장 초기인 인바운드 시장은 재편의 여지가 많이 남아있다고 판단한다. 인바운드 시장 1위 기업의 M/S가 아직 6.4%(Kata 기준)에 불과하고, 상위권 업체들이 일본인 인바운드 중심으로 영업하고 있어 중국인 입국자 증가에 따라 모두투어의 수혜가 가능할 것이다. 또한 아웃바운드 시장의 관건이 항공권 확보라면 인바운드 시장의 관건은 호텔 확보라는 점에서 객실 확보를 위한 지분 투자를 계속하고 있다는 점도 긍정적이다. 아직 인바운드 시장의 수익성이 높지는 않지만 호텔 확보와 중국인 소득 증가로 아웃바운드 시장과 동일하게 규모의 경제를 실현할 것으로 기대한다. 따라서 목표 주가로 13년 예상 EPS 기준 PER 24배를 적용한 '36,000원'과 투자 의견 'BUY'로 커버리지를 재개한다.

모두투어 IFRS 별도와 연결 실적, 그리고 종속 기업 현황 (단위: 억원)

	12년 별도	12년 연결	11년 별도	11년 연결
매출액	1,328	1,379	1,210	1,250
영업이익	212	213	166	162
당기순이익	173	176	133	138

회사명	지분율	매출액	당기손익
모두투어인터내셔널	68%	24.3	1.7
모두투어에이치앤디	80%	7.4	-2.4
크루즈인터내셔널	88%	4.0	0.8
모두관광개발	100%	20.5	2.4
합계		56.2	2.5

자료: Dart

외국인 인바운드 업체 순위

순위	인원	금액	업체명	인원(명)			금액(\$)		
				2012	2011	증감율	2012	2011	증감율
1	1		에치아이에스코리아	276,280	282,304	-2.1%	51,374,431	46,946,230	9.4%
2	3		한진관광	217,534	209,743	3.7%	39,479,693	37,497,041	5.3%
3	19		코네스트	172,745	147,485	17.1%	11,552,345	8,345,400	38.4%
4	7		모두투어인터내셔널	170,481	110,302	54.6%	32,023,606	22,915,590	39.7%
5	2		롯데제이티비	159,156	102,935	54.6%	49,092,407	33,283,949	47.5%
6	13		세일관광	122,655	75,993	61.4%	20,402,204	17,071,320	19.5%
7	6		전국관광	121,607	114,115	6.6%	35,400,166	31,035,353	14.1%
8	16		하나투어아이티씨	117,870	85,464	37.9%	14,316,843	14,186,654	0.9%
9	8		롯데관광	116,410	122,692	-5.1%	29,915,000	27,403,000	9.2%
10	5		체스투어즈	111,055	130,207	-14.7%	36,852,024	37,028,730	-0.5%

자료: Kata

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	1,250	1,379	1,558	1,808	2,125
매출원가	0	12	0	0	0
매출총이익	1,250	1,367	1,558	1,808	2,125
판매비및일반관리비	1,088	1,155	1,328	1,517	1,751
영업이익(보고)	162	213	230	291	374
영업이익(핵심)	162	213	230	291	374
영업외손익	29	17	19	27	32
이자수익	23	20	23	25	30
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	11	10	0	0	0
이자비용	0	1	0	0	0
외환손실	5	10	0	0	0
관계기업지분손익	0	1	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	0	-4	-4	2	2
법인세차감전이익	191	230	248	318	406
법인세비용	53	54	60	77	98
유효법인세율 (%)	27.6%	23.3%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	138	176	188	241	307
지배주주지분순이익(억원)	136	176	188	240	306
EBITDA	173	226	242	311	401
현금순이익(Cash Earnings)	149	190	200	261	335
수정당기순이익	138	176	188	241	307
증감률(% YoY)					
매출액	2.6	10.3	13.0	16.0	17.5
영업이익(보고)	-10.8	31.6	8.1	26.5	28.5
영업이익(핵심)	0.5	31.6	8.1	26.5	28.5
EBITDA	1.7	31.0	6.9	28.6	29.1
지배주주지분 당기순이익	-8.8	29.7	6.7	28.0	27.5
EPS	-8.8	29.7	6.7	28.0	27.5
수정순이익	-8.7	27.9	6.7	28.0	27.5

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	1,117	1,155	1,260	1,447	1,725
현금및현금성자산	282	418	428	481	591
유동금융자산	496	380	429	498	585
매출채권및유동채권	340	357	403	468	550
재고자산	0	1	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	239	333	434	532	627
장기매출채권및기타비유동채권	36	35	40	46	54
투자자산	158	160	164	170	177
유형자산	14	102	191	272	344
무형자산	11	12	10	9	8
기타비유동자산	19	24	29	36	44
자산총계	1,356	1,488	1,695	1,979	2,352
유동부채	523	549	620	720	845
매입채무및기타유동채무	373	356	402	467	549
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	1	1	1	1	1
기타유동부채	149	192	217	252	296
비유동부채	99	97	99	103	109
장기매입채무및비유동채무	8	9	11	12	15
사채및장기차입금	2	2	2	2	2
기타비유동부채	89	86	86	89	93
부채총계	621	646	719	823	955
자본금	42	63	63	63	63
주식발행초과금	299	278	278	278	278
이익잉여금	453	593	726	907	1,147
기타자본	-75	-104	-104	-104	-104
지배주주지분자본총계	719	830	963	1,144	1,385
비지배주주지분자본총계	16	12	12	12	13
자본총계	735	842	976	1,156	1,398
순차입금	-775	-795	-855	-977	-1,173
총차입금	3	3	3	3	3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	152	222	222	291	373
당기순이익	138	176	188	241	307
감가상각비	10	11	10	19	26
무형자산상각비	1	2	2	1	1
외환손익	0	4	0	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-18	-14	22	30	38
기타	21	41	0	0	0
투자활동현금흐름	-113	-11	-158	-180	-201
투자자산의 처분	-95	90	-53	-74	-94
유형자산의 취득	1	0	0	0	0
유형자산의 취득	-10	-99	-99	-99	-99
무형자산의 취득	-7	-3	0	0	0
기타	-3	1	-5	-7	-8
재무활동현금흐름	-46	-74	-54	-58	-62
단기차입금의 증가	0	-7	0	0	0
장기차입금의 증가	2	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-48	-40	-55	-60	-66
기타	0	-26	1	3	4
현금및현금성자산의순증가	-7	136	10	53	109
기초현금및현금성자산	289	282	418	428	481
기말현금및현금성자산	282	418	428	481	591
Gross Cash Flow	171	235	200	261	335
Op Free Cash Flow	93	61	109	171	250

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	1,076	1,395	1,488	1,906	2,430
BPS	5,703	6,585	7,646	9,079	10,988
주당EBITDA	1,370	1,794	1,917	2,466	3,183
CFPS	1,183	1,507	1,587	2,072	2,658
DPS	500	450	500	550	600
추가배수(배)					
PER	14.9	21.6	19.0	14.9	11.6
PBR	2.8	4.6	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	7.5	13.3	11.3	8.4	6.0
PCFR	13.6	20.0	17.8	13.7	10.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.9	15.4	14.8	16.1	17.6
영업이익률(핵심)	12.9	15.4	14.8	16.1	17.6
EBITDA margin	13.8	16.4	15.5	17.2	18.9
순이익률	11.0	12.8	12.1	13.3	14.5
자기자본이익률(ROE)	19.9	22.4	20.7	22.6	24.1
투자자본이익률(ROIC)	-82.6	-172.3	-742.5	653.3	377.1
안정성(%)					
부채비율	84.5	76.7	73.7	71.1	68.3
순차입금비율	-105.4	-94.4	-87.6	-84.5	-84.0
이자보상배율(배)	595.2	371.5	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	3.5	4.0	4.1	4.2	4.2
재고자산회전율	N/A	4,751.1	5,369.3	N/A	N/A
매입채무회전율	3.1	3.8	4.1	4.2	4.2

대한항공(003490)



BUY(Maintain)

주가(4/12) 37,100원

목표주가 50,000원

M&A 우려에 이어 일본인 수요 감소에 따른 실적 부진이 계속되며 주가 약세가 장기화되고 있다. 엔화 움직임에 따른 여행객 증감은 점차 정상화되고 있고, 유가 하락으로 2분기부터는 수익 전환 가능성이 높다. 다만 경쟁력 유지를 위한 항공기 추가 도입 과정에서 재무 부담이 함께 증가하고 있고 외항사와 LCC의 취항 증가도 부담 요인이다. 따라서 보유 자산 가치 등을 고려해 투자의견 'BUY'는 유지하지만 목표주가는 실적 추정치 조정으로 '50,000원'으로 하향한다.

StockData

KOSPI (4/12)	1,924.23pt		
시가총액	27,187억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	51,800원	36,700원	
최고/최저가 대비 등락	-28.38%	1.09%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-12.6%	-9.5%
	6M	-21.1%	-20.7%
	1Y	-24.7%	-22.3%

Company Data

발행주식수	74,231천주
일평균 거래량(3M)	366천주
외국인 지분율	14.19%
배당수익률(13.E)	0.00%
BPS(13.E)	34,938원
주요 주주	조양호 외 1인 25.67%

Price Trend



바닥은 확인, 그러나 경쟁 지속

>>> 각종 악재로 주가 하락 장기화

대한항공은 지난 해 한국항공우주산업 인수 시도에 따른 자금 부담 우려와 일본인 입국자 급감에 따른 실적 악화가 겹치며 주가 하락이 계속되고 있다. 12년 기준 매출 비중이 13.9%에 불과하지만 거리당 운임 측면에서는 상당히 높은 수준으로 이익 기여도가 높은 일본 노선이 부진한 영향으로 수익성 개선이 더디게 진행되고 있다.

>>> 더디지만 지속적인 일본 수요 회복

엔화 약세에 따른 일본인 입국자수 감소는 한국인 출국자수 증가로 이어지는 것이 일반적이다. 하지만 일본 지진 이후 심리적 우려가 완전히 해소되지 못함에 따라 내국인 출국 수요는 더디게 회복되고 있다. 하지만 환율 효과가 지속적으로 나타남에 따라 수요가 꾸준히 회복되고는 있다는 점에서 실적도 바닥을 확인한 상황이라고 판단한다.

>>> 유가 하락은 호재지만 경쟁은 부담

최근 싱가포르 제트유 가격 하락으로 유류비 부담이 크게 완화되어 실적 개선 요인으로 작용할 것이고 보유중인 S-Oil 등의 가치를 고려하면 주가 하락폭이 과도하다고 판단, 투자의견 'BUY'는 유지한다. 하지만 목표주가는 더딘 여객 운임 회복과 LCC와 외항사들과의 경쟁 심화, 그리고 화물량 회복 지연 등을 반영해 실적 추정치를 변경함에 따라 '50,000원'으로 하향한다.

투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	122,457	127,196	126,334	126,560	132,375
보고영업이익(억원)	4,526	3,186	3,800	5,676	7,368
핵심영업이익(억원)	4,526	3,186	3,800	5,676	7,368
EBITDA(억원)	17,861	18,347	19,273	21,135	22,813
세전이익(억원)	-2,690	4,322	-4,337	338	2,024
순이익(억원)	-1,998	2,564	-3,153	246	1,471
EPS(원)	-2,723	3,495	-4,252	331	1,982
증감율(%YoY)	적자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환	498.6
PER(배)	-16.0	13.0	-8.7	112.0	18.7
PBR(배)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	8.5	8.9	7.9	6.8	5.8
영업이익률(%)	3.7	2.5	3.0	4.5	5.6
ROE(%)	-6.6	9.0	-11.5	0.9	5.5
순부채비율(%)	441.9	447.1	481.3	444.0	382.6

>>> 실적은 바닥을 확인하고 있지만...

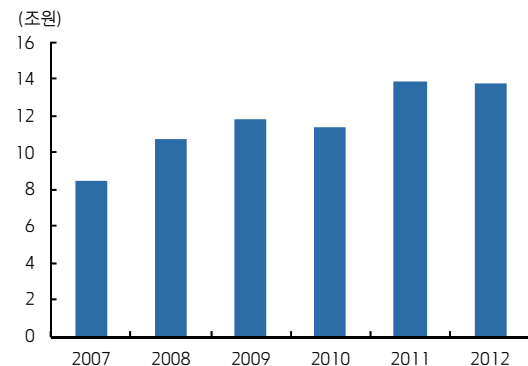
유가 하락과 함께 일본 출국자수도 점진적으로 회복 중

1분기를 저점으로 실적 개선은 가능하지만 강도는 강하지 못할 듯

대한항공은 일본인 승객수 감소와 화물 물동량 회복 지연이 겹쳐지며 영업 실적 부진이 계속되고 있다. 여기에 1분기 싱가포르 제트유 평균가도 \$128로 높아 비용 부담도 작용했다. 일본인 승객수 감소는 정치적 이슈에 따른 단체 여행객과 환율 영향을 받는 개인 여행객이 모두 영향을 받고 있기 때문인데 환율의 경우 양쪽으로 움직여서 일본인의 부담 증가는 한국인의 부담 완화로 연결된다. 따라서 한국인의 일본 여행이 점진적으로 증가하면서 부담을 완화시켜 줄 것이다.

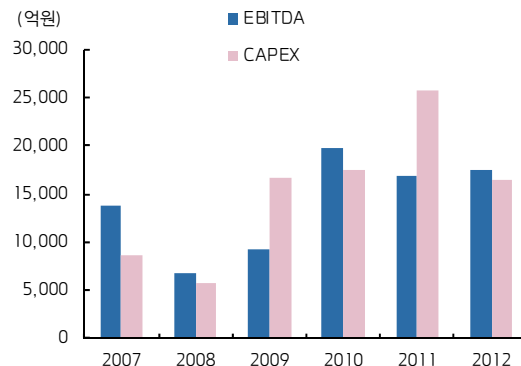
하지만 더 큰 이슈는 한국의 출입국 승객 수요가 계속 증가함에 따라 취항하는 항공사가 꾸준히 증가해 대한항공의 점유율이 하락하고 있다는 점이다. 대한항공은 항공기 도입을 위한 Capex를 지속하고 있고 이로 인해 이자부담이 계속 증가하고 있다.

대한항공 금융 부채 규모



자료: 대한항공

대한항공 연간 EBITDA와 Capex 추이



자료: 대한항공, Dataguide, 주 11년부터 IFRS 별도 기준

대한항공 항공기 보유 추이

비행기	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	13년 도입	
A380						5	6	2	
A330	19	19	19	19	21	23	23	1	
A300	10	10	10	8	8	8	3	-3	
여객기	B747	25	22	20	22	18	18	15	-2
	B777	16	20	22	25	28	31	32	2
	B737	31	32	29	31	30	35	40	
	합계	101	103	100	105	105	120	119	0
화물기	B747	20	23	24	22	24	25	25	-1
	B777							2	1
	합계	20	23	24	22	24	25	27	0
전체 계		121	126	124	127	129	145	146	0

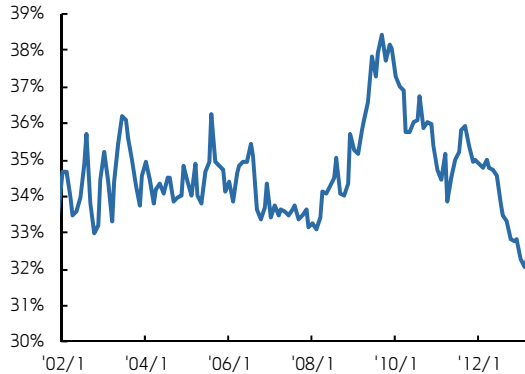
자료: 대한항공

지주사 이슈보다는 경쟁 상황 해소가 관건

경쟁 심화와 영업 턴어라운드 지연은 부담, 보유 자산 가치는 추가 하락을 저지

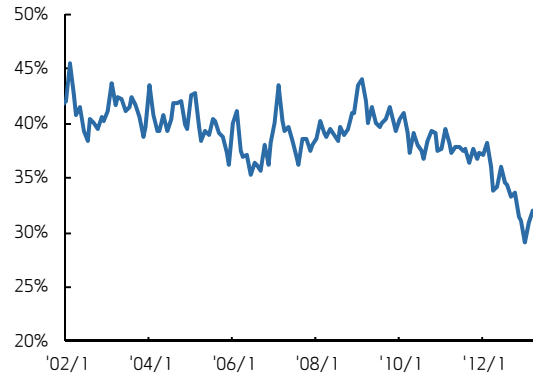
여행객과 화물과 같은 수요 변수 외에 비용 측면에서 가장 큰 변수는 유가다. 매출에서 유류비가 차지하는 비중은 지난 12년 1분기 42.0%까지 상승했었고 12년 평균 38.8%를 차지하고 있다. 여객 부문은 유류할증료 항목이 있어 일정 수준 상쇄시킬 수 있다. 항공사에서 발표하는 운임은 유류할증료를 포함하고 있고 수요에 따라 기본 운임을 조정하기 때문에 운임을 유류비와 수급 상황에 따라 항공사가 조절할 수 있는 능력을 갖추는 것이 중요하다. 지난 07년과 10년 유가와 Yield의 갭이 컸던 시기에 대규모 이익이 발생했었다. 그러기 위해서는 결국 수요가 공급을 상회해야 가능한데 출국자와 입국자 수요 강세에 따른 외항사와 LCC의 취항 증가는 공급 증가로 연결되고 있어 부담이다. 다만 S-Oil 지분 28.4%(4/12 종가 기준 2조8,146억원)을 보유하고 있는 한진에너지 지분 96.6% 등 상장 기업 가치만 2조8,920억원을 보유하고 있어 현재 주가는 가격 메리트가 있다고 판단함에 따라 투자 의견 'BUY'는 유지한다. 하지만 지주 회사 분리와 관련한 이슈는 펀더멘탈에 큰 영향이 없고, 일본 노선 부진과 경쟁 심화, 더딘 화물량 회복 속도에 따른 영업 턴어라운드 지연을 고려한 실적 전망치 조정에 따라 목표주가는 '50,000원'으로 하향한다.

대한항공 여객기 운항 횟수 비중



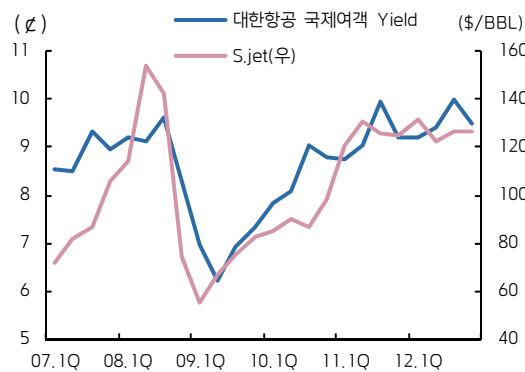
자료: 인천공항공사

대한항공 화물기 운항 편수 비중



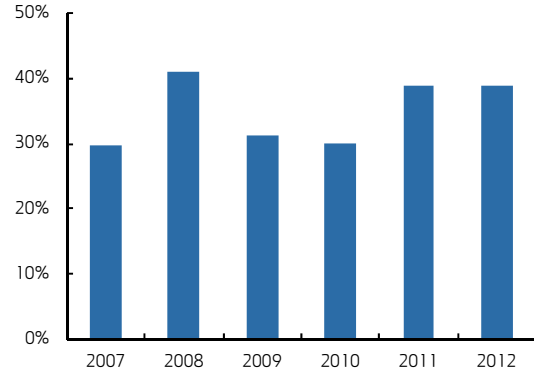
자료: 인천공항공사

대한항공 Yield와 싱가포르 제트유 가격 추이



자료: 대한항공, Datastream

대한항공 매출액 대비 유류비 비중



자료: 대한항공

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	122,457	127,196	126,334	126,560	132,375
매출원가	105,250	112,434	110,947	109,304	112,889
매출총이익	17,207	14,763	15,386	17,257	19,486
판매비및일반관리비	12,681	11,577	11,587	11,581	12,118
영업이익(보고)	4,526	3,186	3,800	5,676	7,368
영업이익(핵심)	4,526	3,186	3,800	5,676	7,368
영업외손익	-7,216	1,137	-8,137	-5,338	-5,344
이자수익	334	427	372	371	382
배당금수익	17	23	0	0	0
외환이익	4,794	11,275	0	0	0
이자비용	5,706	5,752	5,329	5,329	5,329
외환손실	7,411	4,321	2,800	0	0
관계기업지분손익	2,219	817	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-587	-1,129	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	84	427	0	0	0
기타	-961	-630	-379	-380	-397
법인세차감전이익	-2,690	4,322	-4,337	338	2,024
법인세비용	-614	1,803	-1,184	92	553
유효법인세율 (%)	22.8%	41.7%	27.3%	27.3%	27.3%
당기순이익	-1,998	2,564	-3,153	246	1,471
지분법적용순이익(억원)	-2,188	2,464	-3,180	248	1,484
EBITDA	17,861	18,347	19,273	21,135	22,813
현금순이익(Cash Earnings)	11,337	17,725	12,321	15,705	16,917
수정당기순이익	-1,609	2,973	-3,153	246	1,471
증감률(% YoY)					
매출액	5.2	3.9	-0.7	0.2	4.6
영업이익(보고)	-63.4	-29.6	19.3	49.4	29.8
영업이익(핵심)	-63.4	-29.6	19.3	49.4	29.8
EBITDA	-24.3	2.7	5.0	9.7	7.9
지배주주지분 당기순이익	적자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환	498.6
EPS	적자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환	498.6
수정순이익	적자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환	498.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	20,089	23,061	12,309	15,713	17,137
당기순이익	-2,077	2,519	-3,153	246	1,471
감가상각비	13,118	14,931	15,260	15,260	15,260
무형자산상각비	217	230	214	199	186
외환손익	2,715	-6,260	2,800	0	0
자산처분손익	720	1,725	0	0	0
지분법손익	-2,219	-817	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-761	1,115	-33	9	220
기타	8,375	9,619	-2,779	0	0
투자활동현금흐름	-5,721	-6,574	-8,991	-9,078	-9,522
투자자산의 처분	538	308	23	-6	-157
유형자산의 처분	484	2,350	0	0	0
유형자산의 취득	-6,642	-9,060	-9,060	-9,060	-9,060
무형자산의 처분	-17	-13	0	0	0
기타	-88	-166	45	-12	-305
재무활동현금흐름	-8,304	-15,905	1,734	1,944	2,766
단기차입금의 증가	-33,718	-34,702	0	0	0
장기차입금의 증가	22,190	24,874	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-470	-109	0	0	0
기타	3,694	-5,969	1,734	1,944	2,766
현금및현금성자산순증가	6,142	-2	5,051	8,579	10,381
기초현금및현금성자산	8,516	14,657	14,655	19,706	28,285
기말현금및현금성자산	14,657	14,655	19,706	28,285	38,666
Gross Cash Flow	20,849	21,947	12,342	15,705	16,917
Op Free Cash Flow	9,409	9,060	9,261	10,710	12,191

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	33,502	33,651	38,574	47,187	58,436
현금및현금성자산	14,657	14,655	19,706	28,285	38,666
유동금융자산	2,059	1,684	1,673	1,676	1,753
매출채권및유동채권	12,432	12,376	12,292	12,314	12,880
재고자산	4,353	4,936	4,903	4,912	5,137
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	190,382	196,083	189,591	183,219	177,513
장기매출채권및기타비유동채권	6,030	6,429	6,385	6,397	6,691
투자자산	31,285	31,034	31,045	31,049	31,129
유형자산	141,893	148,801	142,601	136,401	130,202
무형자산	3,428	3,146	2,932	2,733	2,547
기타비유동자산	7,745	6,673	6,627	6,639	6,944
자산총계	223,883	229,734	228,165	230,405	235,949
유동부채	66,258	62,071	61,930	61,967	62,923
매입채무및기타유동채무	19,484	20,504	20,365	20,401	21,339
단기차입금	10,108	12,656	12,656	12,656	12,656
유동성장기차입금	36,303	28,498	28,498	28,498	28,498
기타유동부채	363	413	411	411	430
비유동부채	129,936	138,619	140,301	142,258	145,373
장기매입채무및비유동채무	14,555	7,638	7,586	7,600	7,949
사채및장기차입금	92,665	105,050	105,050	105,050	105,050
기타비유동부채	22,716	25,931	27,665	29,609	32,375
부채총계	196,194	200,690	202,230	204,225	208,296
자본금	3,668	3,668	3,712	3,712	3,712
주식발행초과금	1,911	1,911	1,911	1,911	1,911
이익잉여금	19,388	20,960	17,779	18,027	19,511
기타자본	-364	-322	-322	-322	-322
자본총계	24,602	26,216	23,080	23,328	24,812
지분법적용자본총계	3,087	2,828	2,855	2,853	2,840
	27,690	29,044	25,935	26,181	27,652
순차입금	122,359	129,864	124,825	116,243	105,785
총차입금	139,075	146,203	146,203	146,203	146,203

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	-2,723	3,495	-4,252	331	1,982
BPS	37,749	39,596	34,938	35,269	37,251
당당EBITDA	24,350	25,012	25,990	28,471	30,733
CFPS	15,456	24,164	16,614	21,156	22,789
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-16.0	13.0	-8.7	112.0	18.7
PBR	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.5	8.9	7.9	6.8	5.8
PCFR	2.8	1.9	2.2	1.8	1.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.7	2.5	3.0	4.5	5.6
영업이익률(핵심)	3.7	2.5	3.0	4.5	5.6
EBITDA margin	14.6	14.4	15.3	16.7	17.2
순이익률	-1.6	2.0	-2.5	0.2	1.1
자기자본이익률(ROE)	-6.6	9.0	-11.5	0.9	5.5
투자자본이익률(ROIC)	2.7	1.3	2.0	3.1	4.3
안정성(%)					
부채비율	708.5	691.0	779.8	780.1	753.3
순차입금비율	441.9	447.1	481.3	444.0	382.6
이자보상배율(배)	0.8	0.6	0.7	1.1	1.4
활동성(배)					
매출채권회전율	10.0	10.3	10.2	10.3	10.5
재고자산회전율	30.9	27.4	25.7	25.8	26.3
매입채무회전율	6.4	6.4	6.2	6.2	6.3

아시아나항공(020560)



BUY(Maintain)

주가(4/12) 5,300원

목표주가 7,500원

과거 경쟁사 대비 높은 단거리 노선 비중으로 수익성이 높았지만 LCC와의 경쟁과 수요가 다변화되지 못하는 점이 우려로 작용하고 있다. 하지만 14년 이후 A350과 A380과 같은 대형 항공기 도입으로 장거리 수요는 물론이고 기존 중국 노선 안정성 강화, 환승과 같은 신규 수요 창출도 가능할 전망이다. 따라서 투자 의견 'BUY'를 유지하지만 목표주는 일본 노선 부진을 반영, 실적 전망치를 하향함에 따라 '7,500원'으로 조정한다.

StockData

KOSPI (4/12)	1,924.23pt		
시가총액	10,340억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	7,790원	5,230원	
최고/최저가 대비 등락	-31.96%	1.34%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-9.2%	-6.0%
	6M	-21.5%	-21.1%
	1Y	-22.2%	-19.6%

Company Data

발행주식수	195,101천주
일평균 거래량(3M)	477천주
외국인 지분율	4.97%
배당수익률(13.E)	0.00%
BPS(13.E)	5,165원
주요 주주	금호산업 외 1인 42.70%

Price Trend



수요 다변화를 위한 항공기 확대

>>> 단거리 경쟁 심화에 대한 우려는..

아시아나항공의 높은 국제 여객 단거리 노선 비중은 수요 변동성이 크다는 단점에도 상대적으로 높은 수익률로 연결되어 왔다. 반면 장거리 노선은 유류비 비중이 높아 수익성은 낮지만 수요 다변화를 위해서는 일정 수준까지의 확대는 필요하다고 판단한다.

>>> 대형기 도입에 따른 수요 다변화

아시아나항공은 14년부터 A350, A380과 같은 대형 기종을 도입해 노선 다변화를 통한 장거리 승객을 유치하고 안정성을 높일 수 있을 것이다. 특히 이미 단거리 노선의 강점을 가지고 있어 장거리 노선 확충은 환승 고객 유치로도 연결될 수 있고 단순히 장거리 고객뿐 아니라 기존 단거리 노선의 수요도 동반 상승하는 효과가 기대된다.

>>> 수요 유인을 위한 적정 규모 확보

화물 부문에 있어서도 운항 횟수를 지속적으로 증가하면서 규모를 갖추고 있다. 물동량 회복이 더디게 진행되고 있는 것은 사실이지만 물량을 확보하기 위해서는 적정 네트워크를 구축해야 하기에 공급을 증가시키고 있어 경기 회복과 함께 물동량이 회복될 경우 수혜가 기대된다. 여기에 대우건설과 CJ대한통운 등의 매각이 가능하다는 점도 긍정적이어서 투자 의견 'BUY'는 유지한다. 하지만 이익 창출 노선인 일본 노선의 더딘 회복을 반영, 목표주는 '7,500원'으로 하향 조정한다.

투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	56,094	58,879	61,897	61,794	65,494
보고영업이익(억원)	3,583	1,794	2,376	3,186	3,626
핵심영업이익(억원)	3,583	1,794	2,376	3,186	3,626
EBITDA(억원)	6,002	4,639	5,526	6,383	6,823
세전이익(억원)	-368	865	39	1,109	1,499
순이익(억원)	-299	625	28	806	1,090
EPS(원)	-166	323	14	413	559
증감율(%YoY)	적자전환	흑자전환	-95.5	2,751.8	35.2
PER(배)	-38.9	19.2	365.9	12.8	9.5
PBR(배)	1.4	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	6.5	9.1	7.2	6.1	5.6
영업이익률(%)	6.4	3.0	3.8	5.2	5.5
ROE(%)	-3.4	6.7	0.3	7.7	9.5
순부채비율(%)	317.2	299.0	290.2	261.1	231.9

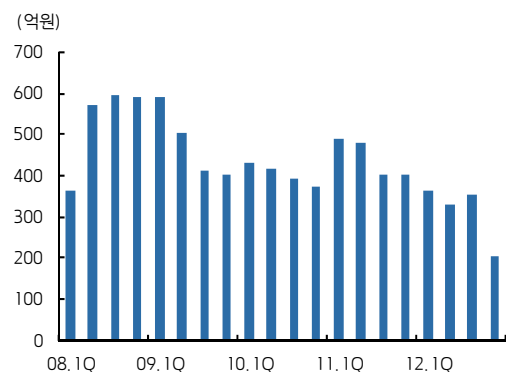
>>>적정 규모 구축을 통한 수요 추가 유입

대형기 도입을 통해 장거리 승객뿐 아니라 환승과 단거리 고객 강화

기존 단거리 노선 수요도 더욱 강화될 전망

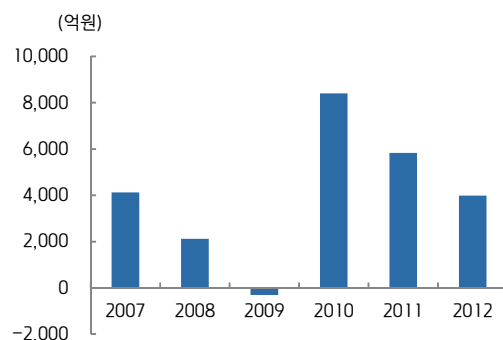
아시아나항공은 경쟁사에 비해 국제선 여객의 단거리 노선 비중이 높았다. 후발 주자로서 초기 노선 배정에 따른 영향도 있지만 장거리 운항이 가능한 대형 비행기 비중이 낮았기 때문이다. 단거리 노선은 수익성이 높은 장점이 있지만 LCC들의 취항이 늘어나면서 경쟁 심화 우려가 작용하고 있다. 하지만 대우건설과 CJ대한통운 등 항공 사업과 무관한 자산들을 매각하면서 금융 비용 부담이 지속적으로 낮아짐에 따라 장거리 운항이 가능한 중대형 항공기 도입을 계획하고 있다. 장거리 항공기 도입은 단순히 장거리 승객 증가뿐 아니라 프리미엄 좌석 확보에 따른 상용 수요 유치로 Yield 상승 효과와 환승 수요, 그리고 중국 노선을 포함한 기존 단거리 노선 고객도 추가로 유입할 수 있어 수요와 수익이 크게 확대될 것으로 기대한다.

아시아나항공 순이자 비용 추이



자료: Dart, 주: 11년부터 IFRS 별도 기준

아시아나항공 EBITDA 추이



자료: Dataguide, 주: 11년부터 IFRS 별도 기준

아시아나항공 항공기 보유 추이

비행기	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	13년 도입
여객기	A320	5	9	11	11	11	32	3
	A321	11	14	13	15	15	17	
	A330	5	6	6	8	9	10	2
	B737	10	10	7	5	2	2	-2
	B767	7	7	7	7	7	7	
	B777	7	9	10	10	11	11	1
	B747	8	5	5	5	4	4	0
	합계	53	60	59	61	59	62	69
화물기	B747	5	8	8	7	9	8	10
	B767	1	1	1	1	1	1	1
합계	6	9	9	8	10	9	11	0
전체 계	59	69	68	69	69	71	80	4

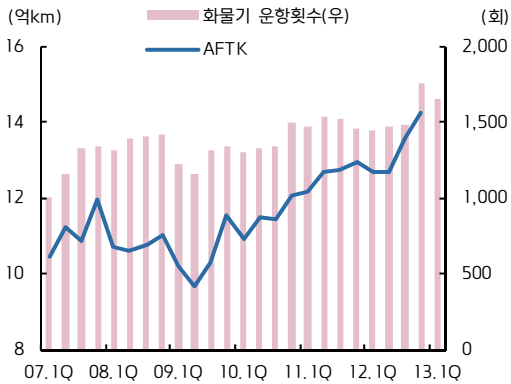
자료: 아시아나항공

화물도 수익 창출을 위한 적정 규모 확대 진행 중

물동량 확보를 위한 네트워크 구축, 경기 회복 시기에 이익 증가로 돌아올 전망

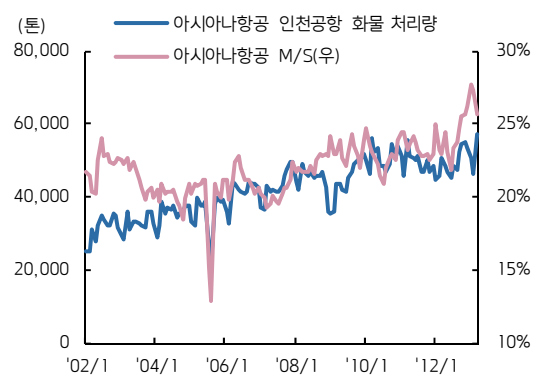
인천공항 기준 화물 물동량 회복은 지연되고 있고 경쟁사도 공급을 축소시키고 있지만 아시아나항공은 공급을 계속 증가시키고 있다. 화물기는 수송 무게 측면에서 유류 사용량이 더 많아 고유가 상황에서 비용 부담이 더 크다. 하지만 주요 노선 네트워크를 구축하지 못하면 물량을 유치하기 어렵다는 점에서 아시아나항공의 공급 증가는 M/S 확대를 위한 공격적 정책이라기 보다는 수익성 높은 노선 네트워크를 구축하기 방안이라고 판단된다. 또한 과거 CJ대한통운과 대우건설 등 항공과 무관한 자산 취득에 따른 부담이 항공기 확보에 걸림돌로 작용했지만 CJ대한통운 EB가 만기되면서 현금 확보 능력은 물론 금리 부담이 낮아지면서 항공기 확보 등에 사용할 여력이 크게 증가했다는 점도 공격적이어서 투자의 견 'BUY'는 유지한다. 하지만 이익 기여도가 높은 일본 노선이 LCC와의 경쟁 심화와 엔화 약세 등으로 운임이 하락한 영향 등을 고려해 이익 전망치를 변경함에 따라 목표주가는 '7,500원'으로 조정한다.

아시아나항공 화물기 운항 횟수와 AFTK



자료: 아시아나항공, 인천공항공사

아시아나항공 인천공항 화물 처리량과 비중



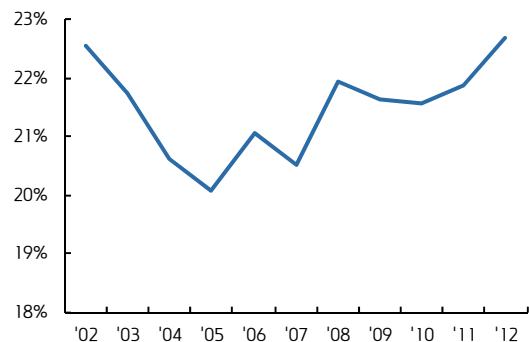
자료: 인천공항공사

아시아나항공 국제 화물 취항 국가와 도시 수 추이

연도	국가	도시	노선	주간 운항회수
2007	15	23	20	52
2008	13	21	21	56
2009	14	21	19	52
2010	13	22	21	58
2011	13	25	23	61
2012	14	27	23	67

자료: 아시아나항공

국제 화물 M/S 추이



자료: 한국공항공사, 인천공항공사

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	56,094	58,879	61,897	61,794	65,494
매출원가	46,247	51,091	49,875	49,079	52,250
매출총이익	9,847	7,788	12,021	12,715	13,245
판매비및일반관리비	6,265	5,994	9,645	9,529	9,619
영업이익(보고)	3,583	1,794	2,376	3,186	3,626
영업이익(핵심)	3,583	1,794	2,376	3,186	3,626
영업외손익	-3,950	-928	-2,337	-2,077	-2,127
이자수익	156	271	664	660	684
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	1,132	2,032	0	0	0
이자비용	1,855	1,616	1,564	1,501	1,501
외환손실	1,384	1,088	200	0	0
관계기업지분법손익	98	95	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-325	-202	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-197	12	0	0	0
기타	-1,576	-432	-1,238	-1,236	-1,310
법인세차감전이익	-368	865	39	1,109	1,499
법인세비용	-68	241	11	303	410
유효법인세율 (%)	18.6%	27.8%	27.3%	27.3%	27.3%
당기순이익	-299	625	28	806	1,090
지분법적용순이익(억원)	-309	614	28	801	1,083
EBITDA	6,002	4,639	5,526	6,383	6,823
현금순이익(Cash Earnings)	2,120	3,470	3,178	4,003	4,286
수정당기순이익	126	762	28	806	1,090
증감율(% YoY)					
매출액	6.1	5.0	5.1	-0.2	6.0
영업이익(보고)	-34.9	-49.9	32.5	34.1	13.8
영업이익(핵심)	-34.9	-49.9	32.5	34.1	13.8
EBITDA	-23.6	-22.7	19.1	15.5	6.9
지배주주지분 당기순이익	적자전환	적자지속	-95.4	2,751.8	35.2
EPS	N/A	N/A	-95.5	2,751.8	35.2
수정순이익	-87.9	506.3	-96.3	2,751.8	35.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	6,410	3,457	3,979	3,997	4,099
당기순이익	-299	625	28	806	1,090
감가상각비	2,419	2,845	3,150	3,197	3,197
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	187	-1,027	200	0	0
자산처분손익	510	334	0	0	0
지분법손익	-98	-95	0	0	0
영업활동 자산부채 증감	79	-450	799	-6	-187
기타	3,612	1,225	-198	0	0
투자활동 현금흐름	2,080	-6,208	-3,958	-3,870	-4,288
투자자산의 처분	-66	-335	61	7	-238
유형자산의 취득	382	66	0	0	0
유형자산의 취득	-2,586	-3,881	-3,881	-3,881	-3,881
무형자산의 취득	-6	-20	0	0	0
기타	4,356	-2,038	-138	5	-169
재무활동 현금흐름	-8,624	2,428	731	696	786
단기차입금의 증가	14,725	-11,964	-10	0	0
장기차입금의 증가	5,859	13,808	0	0	0
자본의 증가	244	587	0	0	0
배당금지급	-2	-2	0	0	0
기타	0	0	741	696	786
현금및현금성자산의순증가	-129	-350	752	823	597
기초현금및현금성자산	2,105	1,976	1,626	2,378	3,201
기말현금및현금성자산	1,976	1,626	2,378	3,201	3,797
Gross Cash Flow	6,331	3,907	3,179	4,003	4,286
Op Free Cash Flow	2,822	-211	1,869	1,724	1,877

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	10,950	10,645	11,200	12,008	13,132
현금및현금성자산	1,978	1,628	2,378	3,201	3,797
유동금융자산	534	960	1,010	1,008	1,068
매출채권및유동채권	6,536	6,129	5,785	5,775	6,121
재고자산	1,584	1,612	1,695	1,692	1,793
기타유동비금융자산	318	316	332	332	351
비유동자산	46,524	50,218	51,193	51,860	53,156
장기매출채권및기타비유동채권	3,550	4,200	4,415	4,408	4,672
투자자산	5,347	5,805	5,694	5,689	5,867
유형자산	32,419	35,543	36,274	36,959	37,643
무형자산	2,015	1,978	1,978	1,978	1,978
기타비유동자산	3,194	2,693	2,831	2,826	2,995
자산총계	57,474	60,864	62,392	63,868	66,287
유동부채	28,953	20,285	20,835	20,816	21,103
매입채무및기타유동채무	11,671	10,873	11,430	11,411	11,695
단기차입금	33	10	0	0	0
유동성장기차입금	16,132	9,350	9,350	9,350	9,350
기타유동부채	1,116	52	54	54	58
비유동부채	19,909	30,530	31,480	32,169	33,212
장기매입채무및비유동채무	3,983	4,082	4,291	4,284	4,541
사채및장기차입금	13,666	23,278	23,278	23,278	23,278
기타비유동부채	2,260	3,170	3,912	4,608	5,393
부채총계	48,861	50,815	52,315	52,985	54,315
자본금	9,165	9,755	9,755	9,755	9,755
주식발행초과금	0	0	0	0	0
이익잉여금	-98	294	323	1,123	2,206
기타자본	-489	-44	-44	-44	-44
자본총계	8,578	10,005	10,033	10,834	11,917
지분법적용자본총계	35	44	44	49	56
8,613	10,049	10,077	10,883	11,973	
순차입금	27,320	30,049	29,240	28,419	27,762
총차입금	29,832	32,637	32,627	32,627	32,627

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	-166	323	14	413	559
BPS	4,704	5,151	5,165	5,578	6,137
주당EBITDA	3,323	2,396	2,832	3,271	3,497
CFPS	1,174	1,793	1,629	2,052	2,197
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-38.9	19.2	365.9	12.8	9.5
PBR	1.4	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.5	9.1	7.2	6.1	5.6
PCFR	5.5	3.5	3.3	2.6	2.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.4	3.0	3.8	5.2	5.5
영업이익률(핵심)	6.4	3.0	3.8	5.2	5.5
EBITDA margin	10.7	7.9	8.9	10.3	10.4
순이익률	-0.5	1.1	0.0	1.3	1.7
자기자본이익률(ROE)	-3.4	6.7	0.3	7.7	9.5
투자자본이익률(ROIC)	8.7	4.1	5.3	7.0	7.8
안정성(%)					
부채비율	567.3	505.7	519.1	486.9	453.7
순차입금비율	317.2	299.0	290.2	261.1	231.9
이자보상배율(배)	1.9	1.1	1.5	2.1	2.4
활동성(배)					
매출채권회전율	8.7	9.3	10.4	10.7	11.0
재고자산회전율	37.7	36.8	37.4	36.5	37.6
매입채무회전율	5.2	5.2	5.6	5.4	5.7

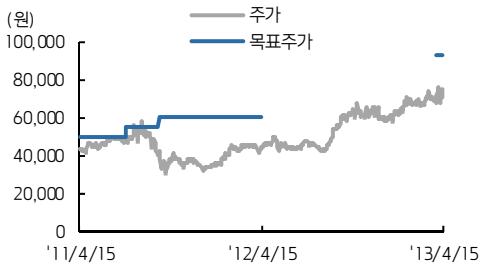
투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
하나투어 (039130)	2011/04/12	Outperform(Downgrade)	50,000원
	2011/05/17	Outperform(Maintain)	50,000원
	2011/07/18	Outperform(Maintain)	55,000원
	2011/09/21	BUY(Upgrade)	60,000원
	2011/09/29	BUY(Maintain)	60,000원
	2011/10/18	BUY(Maintain)	60,000원
	2012/01/17	BUY(Maintain)	60,000원
	2012/04/02	BUY(Maintain)	60,000원
	2012/04/17	BUY(Maintain)	60,000원
담당자변경	2013/04/15	BUY(Reinitiate)	92,500원
대한항공 (003490)	2011/05/04	BUY(Maintain)	83,000원
	2011/05/30	BUY(Maintain)	83,000원
	2011/05/31	BUY(Maintain)	83,000원
	2011/07/29	BUY(Maintain)	83,000원
	2011/10/20	BUY(Maintain)	66,500원
	2011/11/21	BUY(Maintain)	66,500원
	2012/02/01	BUY(Maintain)	66,500원
	2012/02/15	BUY(Maintain)	74,000원
	2012/04/10	BUY(Maintain)	74,000원
	2012/05/04	BUY(Maintain)	64,000원
	2012/07/20	BUY(Maintain)	70,000원
	2012/10/25	BUY(Maintain)	70,000원
	2013/01/16	BUY(Maintain)	61,000원
	2013/02/01	BUY(Maintain)	59,000원
	2013/04/15	BUY(Maintain)	50,000원

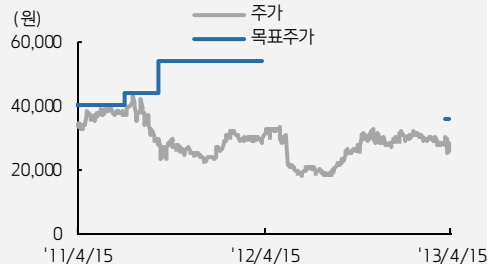
종목명	일자	투자의견	목표주가
모두투어 (080160)	2011/04/12	Outperform(Downgrade)	40,000원
	2011/04/15	Outperform(Maintain)	40,000원
	2011/07/18	Outperform(Maintain)	44,000원
	2011/09/21	BUY(Upgrade)	54,000원
	2011/09/29	BUY(Maintain)	54,000원
	2011/10/13	BUY(Maintain)	54,000원
	2012/01/16	BUY(Maintain)	54,000원
	2012/04/02	BUY(Maintain)	54,000원
	2012/04/17	BUY(Maintain)	54,000원
담당자변경	2013/04/15	BUY(Reinitiate)	36,000원
아시아나항공 (020560)	2011/05/11	BUY(Maintain)	14,000원
	2011/07/27	BUY(Maintain)	15,500원
	2011/08/12	BUY(Maintain)	15,500원
	2011/10/27	BUY(Maintain)	12,000원
	2011/11/11	BUY(Maintain)	12,000원
	2011/11/21	BUY(Maintain)	12,000원
	2012/01/20	BUY(Maintain)	12,000원
	2012/02/10	BUY(Maintain)	12,000원
	2012/04/18	BUY(Maintain)	11,000원
	2012/05/21	BUY(Maintain)	9,500원
	2012/07/10	BUY(Maintain)	9,500원
	2012/08/16	BUY(Maintain)	9,500원
	2012/10/11	BUY(Maintain)	9,500원
	2012/11/05	BUY(Maintain)	9,500원
	2012/11/15	BUY(Maintain)	9,500원
2013/01/16	BUY(Maintain)	8,500원	
2013/02/08	BUY(Maintain)	8,500원	
2013/04/15	BUY(Maintain)	7,500원	

목표주가 추이 (2개년)

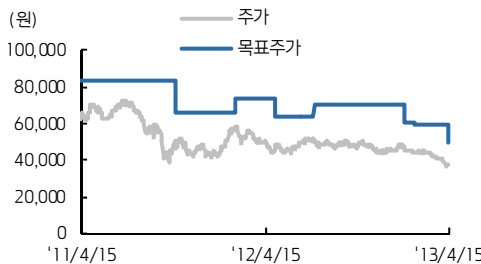
하나투어



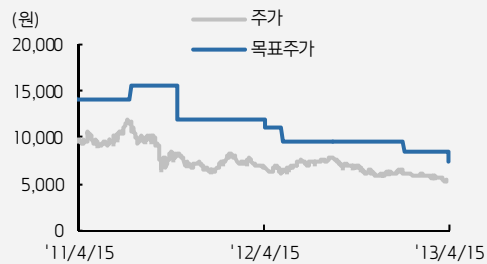
모두투어



대한항공



아시아나항공



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		