

Initiating coverage

Korea / Leisure & Travel Services

13 June 2014

OVERWEIGHT

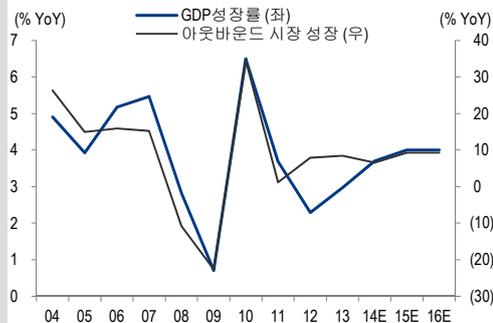


Stocks under coverage

Company	Rating	Price	Target price
하나투어 (039130 KS)	BUY	64,000	84,000
모두투어 (080160 KS)	BUY	22,200	29,000

(주: 6 월 12 일 증가 기준)

GDP 성장률과 아웃바운드 시장 성장 동향



자료: 미래에셋증권 리서치센터

패키지여행 - 대형 여행사 합산 시장점유율 상승세



자료: 미래에셋증권 리서치센터

정우창, Analyst

3774 6753 wcchung@miraeasset.com

최승환

3774 2147 sh.choi@miraeasset.com

여행서비스업

Bon voyage

투자의견 BUY 로 국내 대표 아웃바운드 여행사인 하나투어, 모두투어에 대한 커버리지를 개시. 상반기 억눌려 있던 해외여행 수요 회복 및 긍정적인 매크로 환경 등에 힘입어 하반기 견조한 실적 회복이 예상됨. 성장 잠재력이 큰 아웃바운드 여행산업의 대형화 움직임에 따른 국내 대표 여행사들의 지속적인 수혜를 예상함.

여전히 풍부한 해외 패키지여행 시장 성장 잠재력

자유여행 (FIT) 시장의 빠른 확대가 향후 패키지여행 시장 축소로 이어질 가능성에 대한 우려가 점증하고 있으나, 동 우려는 지나치다는 판단. 향후 3년간 (2014-2016) FIT 시장 성장 속도에는 미치지 못하겠지만 패키지여행 시장 역시 가격 경쟁력과 편리성, 패키지여행을 선호하는 40대 이상 해외여행객의 급증에 따라 향후 3년 간 연평균 6% 성장을 보일 것으로 예상됨. 국내 패키지여행 시장은 국내 인구 고령화로 향후에도 성장이 지속될 것으로 판단.

국내 여행산업 대형화

하나투어와 모두투어의 국내 시장 합산 점유율은 양사의 규모의 경제에 힘입어 2013년 20.4%로 상승. 동일한 패키지 상품에 더 많은 관광객을 유치할수록 여행사는 더 많은 비용을 절감할 수 있기 때문에 해외 패키지 관광 시장에서 규모의 경제는 매우 중요. 국내 대표 여행사 (하나투어, 모두투어)의 패키지 관광 시장점유율은 향후 3년 간 (2014~2016) 지속 상승할 것으로 전망. 하나투어와 모두투어의 패키지 상품을 구매한 출국자가 전체 출국자에서 차지하는 비중은 2013년 13.4%, 7%에서 2016년 14.9%, 8.2%로 증가할 것으로 예상.

견조한 실적 전망

2014년부터 2016년까지 향후 3년 동안 하나투어와 모두투어의 영업이익은 각각 연평균 25%, 31%씩 증가할 것으로 예상됨. 동 기간 1) 해외여행객들의 수는 연평균 8.4%씩 증가하고, 2) 하나투어와 모두투어의 시장점유율 (패키지와 항공권 포함)은 각각 3.8%p, 3.4%p씩 증가하는 것으로 가정함.

투자의견 BUY로 하나투어 및 모두투어의 커버리지 개시

투자의견 BUY 로 국내 대표 아웃바운드 여행사 하나투어, 모두투어에 대한 커버리지를 개시함. 현재 군소업체가 난립한 국내 시장환경에서 하나투어와 모두투어는 구조적인 해외여행 시장 성장의 수혜주로, 규모의 경제와 탄탄한 재무구조에 기반하여 시장점유율을 지속 확대할 수 있을 것으로 판단.

투자리스크

항공권 판매에 주력하던 인터파크 INT (108790 KS, Not rated) 등 온라인 업체들이 최근 패키지 상품까지 사업영역을 확장 중. 이는 단기적으로 경쟁을 심화시킬 수 있으나 지속되기는 어려울 것. 이들은 항공권 판매에서는 규모의 경제를 확보할 수 있으나, 패키지 상품의 질을 결정하는 현지 교통편, 가이드 등 현지 인프라가 미흡하기 때문임. 이외에 내수 경기 악화나 급격한 원화 약세, 또는 태국의 반정부시위, 세월호 침몰사고 등의 국내의 사건/사고가 단기적인 해외여행 수요를 약화시킬 수 있음.

Table of contents

Executive summary	3
I. 투자이견 및 밸류에이션	4
II. 주가 상승 동인 분석	8
III. 아웃바운드 여행 시장 전망: 여전히 풍부한 성장 잠재력	10
IV. 실적 추정치 및 주요 가정	17
V. Our view on macro	19
Company Analysis	23
하나투어 (039130 KS), BUY, TP: 84,000 원	24
모두투어 (080160 KQ), BUY, TP: 29,000 원	31

Executive summary

투자 의견 BUY로 국내 대표 아웃바운드 여행사 하나투어, 모두투어에 대한 커버리지를 개시한다. 상반기 억눌려 있던 해외여행 수요 증가와 호의적인 매크로 환경 등에 힘입어 하반기 견조한 실적 회복이 예상되어 매수 의견을 제시한다. 국내 대표 여행사들은 성장 잠재력이 큰 아웃바운드 여행산업의 대형화 움직임에 따른 지속적인 수혜를 입을 것을 예상한다.

여전히 풍부한 해외 패키지여행 시장 성장잠재력

국내의 아웃바운드 여행 시장은 크게 패키지 시장 (전체 시장의 32%)과 자유여행 (FIT, 68%) 시장으로 크게 구분된다. 2002년부터 2010년까지 패키지 여행 시장 (아웃바운드 여행객 수 기준)은 연평균 5.3%씩 성장한 반면, FIT 시장은 8.8%씩 성장했다. 향후 FIT 시장 확대로 패키지여행 시장이 축소될 가능성에 대한 우려가 점증하고 있으나, 시장 우려는 지나치다는 판단이다. 향후 3년 (2014-2016년) 간 FIT 시장 성장 속도에는 미치지 못하겠지만 패키지여행 시장 역시 가격 경쟁력과 편리성, 패키지여행을 선호하는 40대 이상 해외여행객의 급증에 따라 향후 꾸준한 성장을 보일 것으로 예상되기 때문이다. 2002년부터 2012년까지 40대 이상 아웃바운드 여행객들의 수는 연평균 7.9%씩 증가했으며 (같은 기간 젊은 층 여행객들의 연평균 증가율은 6.4%), 2012년에는 40대 이상이 국내 총 아웃바운드 여행객의 49%를 차지했다. 향후에도 국내 인구 고령화에 따라 국내 패키지 시장 성장이 지속될 것으로 판단한다.

국내 여행산업 대형화

하나투어와 모두투어의 패키지 상품을 구매한 출국자가 전체 출국자에서 차지하는 비중은 양사의 규모의 경제에 힘입어 2013년 20.4%로 상승했다. 해외 패키지 관광 시장에서 규모의 경제는 보다 효율적인 비용구조로 이어지기 때문에 매우 중요하다. 동일한 패키지 상품에 더 많은 관광객을 유치할수록 여행사는 더 많은 비용을 절감할 수 있다. 당사는 국내 대표 여행사 (하나투어, 모두투어)의 패키지 여행 시장점유율 상승이 2014-2016년에도 지속될 것으로 전망한다. 하나투어와 모두투어의 시장점유율은 2013년 13.4%, 7%에서 2016년 14.9%와 8.2%로 증가할 것으로 예상한다.

견조한 실적성장 전망

2014년부터 2016년까지 향후 3년 동안 하나투어와 모두투어의 영업이익은 연평균 25%, 31%씩 증가할 것으로 예상된다. 동 기간 1) 해외여행객들의 수는 연평균 8.4%씩 증가하고, 2) 하나투어 및 모두투어의 시장점유율 (패키지 및 항공권 포함)은 각각 3.8%p, 3.4%p씩 증가하는 것으로 가정했다.

투자 의견 BUY로 하나투어 및 모두투어 커버리지 개시

투자 의견 BUY로 국내 대표 아웃바운드 여행사 하나투어 및 모두투어에 대한 커버리지를 개시한다. 현재 군소업체가 난립한 국내 시장환경에서 하나투어와 모두투어는 구조적인 시장 성장의 수혜주로서 규모의 경제 및 탄탄한 재무구조에 기반하여 시장점유율을 지속 확대할 수 있을 것으로 판단한다.

Figure 1 Valuation summary

회사명	코드	투자 의견	현재가 (원)	목표주가 (원)	P/E (x)		P/B (x)		EPS growth (%)		ROE (%)		배당수익률 (%)	
					14E	15E	14E	15E	3-y CAGR		14E	15E	14E	15E
하나투어	039130	BUY	64,300	84,000	20.4	15.6	3.5	3.0	22.6		18.4	20.9	1.9	2.5
모두투어	080160	BUY	21,250	29,000	14.2	10.6	2.6	2.2	25.6		19.8	23.1	2.8	3.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터 (6/10 종가)

I. 투자의견 및 밸류에이션

투자의견 BUY로 국내 대표 아웃바운드 여행사 하나투어 및 모두투어에 대한 커버리지를 개시한다. 작년 하반기와 올해 상반기 해외여행 패키지 부문 실적이 예상을 하회함에 따라, 하나투어, 모두투어 주가는 지난 12 개월 동안 KOSPI 지수 대비 각각 16%, 30% 언더퍼폼했다. 이는 1) 작년 아시아나 항공기 추락사고 (2013년 7월), 2) 일본 후쿠시마 원자력 발전소 방사능 오염수 누출 사고 (2013년 7월), 3) 독도 이슈 (2013년 하반기), 4) 태국 소요사태(2013년 4분기), 5) 세월호 침몰 사건(2014년 4월) 등 해외여행 관련 이슈들에 기인한다. 상기 사건들로 인해 국내 여행객들에게 인기 있는 해외 관광지인 미국, 일본, 태국 등으로의 해외여행 수요가 침체되었다.

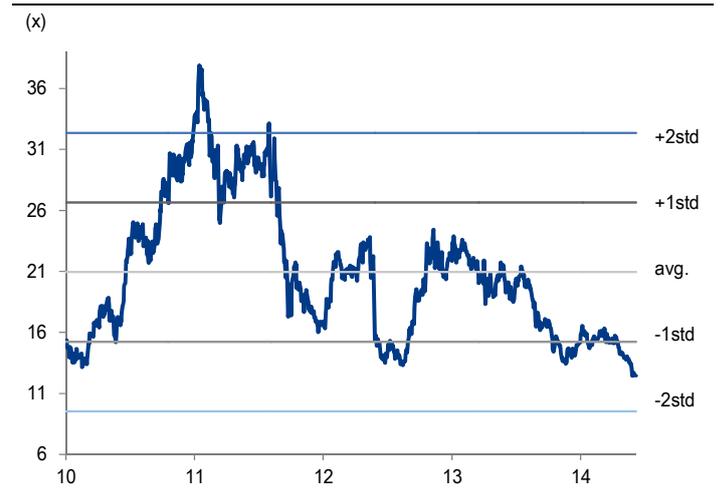
최근 주가하락으로 하나투어와 모두투어는 현재 12 개월 rolling forward P/E (2014년 하반기부터 2015년 상반기) 17.3 배, 11.8 배로 거래되고 있으며, 이는 각 회사의 과거 평균 밸류에이션 대비 각각 -1σ 및 -2σ 수준이다. 1) 올해 상반기 억눌려 있던 해외 여행 수요가 하반기에 급증할 것으로 예상되고, 원화 강세와 GDP 회복 등 매크로 환경이 긍정적이며, 2) 규모의 경제 효과에 따라 대표 여행사들이 시장 점유율을 확대하고 있는 등의 긍정적인 요소들이 현재 밸류에이션 수준에 아직 반영되지 못했다는 판단이다.

Figure 2 하나투어 P/E 차트



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 모두투어 P/E 차트



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

하나투어 (039130 KS, BUY, 목표주가: 84,000 원)

하나투어 목표주가 84,000 원은 12 개월 forward P/E 23 배를 기준으로 산출되었다. 이는 동사의 역사적 평균 밸류에이션 대비 $+1\sigma$ 수준이자 동사의 최근 5년 평균 P/E 대비 약 20% 프리미엄에 해당하는데, 동 밸류에이션 프리미엄은 무리 없는 수준이라는 판단이다. 향후 3년 간 (2014-2016년) 영업이익의 증가율은 연평균 25%로 과거 3년 간 증가율 (연평균 +13%) 대비 현저히 개선될 것으로 기대되며, 시장점유율이 2016년까지 23% (과거 3년 평균: 18%)로 상승할 것으로 예상되기 때문이다.

모두투어 (080160 KS, BUY, 목표주가: 29,000 원)

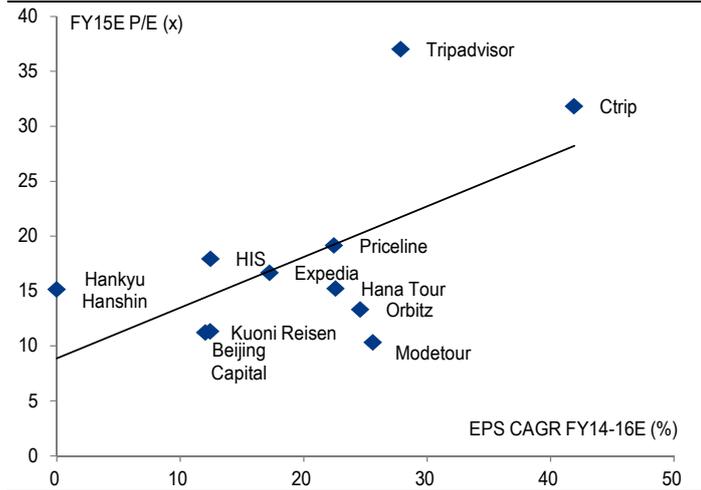
모두투어의 목표주가 산출을 위해 하나투어에 적용한 목표 P/E 대비 30% 할인율을 적용했다. 지난 1년 간 모두투어는 하나투어 대비 약 30% 정도 할인되어 거래되고 있는데, 이는 주로 1) 동사의 해외여행 패키지 부문에서의 하나투어 대비 덜 강한 시장 지배력 및 2) 상대적으로 불리한 공급 이슈에 기인한다. 동사의 하나투어 대비 상대적 밸류에이션 디스카운트는 한동안 지속될 것으로 보인다.

글로벌 동종업체 대비 밸류에이션 비교

국내 여행사들은 글로벌 동종업체와 이익 성장률이 비슷함에도 불구하고 2015년 예상 P/E 기준으로 현재 할인되어 거래되고 있다. ROE 전망 역시 글로벌 동종업체 대비 유사함에도 불구하고 국내 여행사들은 2015년 예상 P/B 기준으로 현재 할인을 받고 있다.

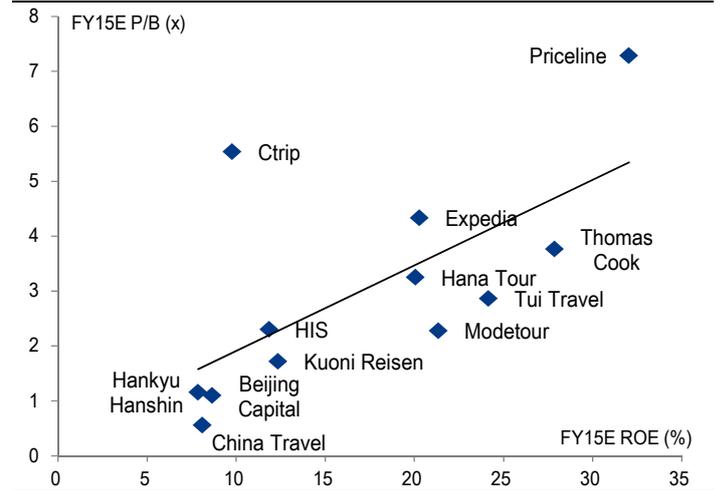
현재의 밸류에이션 디스카운트는 향후 국내 여행사의 실적 성장 및 아웃바운드 여행시장의 꾸준한 확대에 따라 점진적으로 축소될 것으로 판단한다.

Figure 4 EPS CAGR FY14E-16E vs. FY15E P/E



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 FY15E ROE vs. FY15E P/B



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

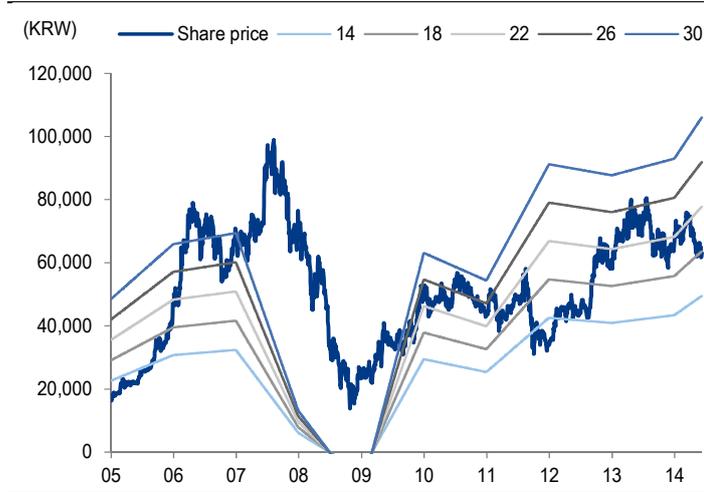
실적과 현금흐름 전망이 양호한 국내 우량 소비재 업체와 비교해 보면, 국내 여행사들은 구조적 수익성, 실적 전망 등이 상대적으로 우월함에도 불구하고 해당 업체들 대비 밸류에이션 할인을 받고 있다. 당사는 향후 수 년 내에 밸류에이션 할인폭이 축소될 것으로 예상하고 있다.

Figure 6 Valuation comparison table

		하나투어	모두투어	코웨이	아모레퍼시픽	LG생활건강	호텔신라	오리온
		039130 KS	080160 KS	021240 KS	090430 KS	051900 KS	008770 KS	001800 KS
주가 (6/10)	(원)	64,300	21,250	81,500	1,422,000	480,000	91,600	852,000
시가총액	(십억원)	740	274	6,317	8,459	7,489	3,485	5,186
1M 평균거래대금	(십억원)	6	2	17	23	34	37	14
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	N/R	BUY
목표주가	(원)	84,000	29,000	107,000	1,600,000	600,000	-	1,150,000
상승여력	(%)	30.6	36.5	31.3	12.5	25.0	-	35.0
매출액	2013	353	147	2,118	3,100	4,326	2,297	2,485
	2014E	390	166	2,266	3,499	4,646	2,851	2,573
	2015E	442	196	2,432	3,856	5,022	3,702	2,828
영업이익	2013	40	16	339	370	496	87	259
	2014E	44	20	406	425	542	168	298
	2015E	60	27	481	491	637	237	343
순이익	2013	34	16	245	268	357	11	146
	2014E	37	19	304	321	392	117	189
	2015E	48	25	362	368	464	175	226
EPS	2013	2,924	1,278	3,178	45,840	22,877	274	24,400
	2014E	3,156	1,501	3,947	54,943	25,082	2,979	31,729
	2015E	4,132	2,008	4,692	62,981	29,703	4,446	37,918
EPS 성장률	2013	(3.8)	(8.4)	160.6	(0.9)	17.6	(89.3)	(4.0)
	2014E	7.9	17.5	24.2	19.9	9.6	987.1	30.0
	2015E	31.0	33.7	18.9	14.6	18.4	49.2	19.5
영업이익률	2013	11.4	10.7	16.0	11.9	11.5	3.8	10.4
	2014E	11.4	11.8	17.9	12.2	11.7	5.9	11.6
	2015E	13.5	14.0	19.8	12.7	12.7	6.4	12.1
순이익률	2013	9.6	11.0	11.6	8.6	8.3	0.5	5.9
	2014E	9.4	11.4	13.4	9.2	8.4	4.1	7.4
	2015E	10.9	12.9	14.9	9.5	9.2	4.7	8.0
ROE	2013	19.5	18.7	28.4	11.0	27.4	1.6	13.8
	2014E	18.4	19.8	29.5	12.2	26.0	15.6	15.0
	2015E	20.9	23.1	29.7	12.8	26.5	19.7	14.5
P/E	2013	22.1	18.0	20.9	21.8	24.0	242.7	38.9
	2014E	20.4	14.2	20.6	25.9	19.1	30.8	26.9
	2015E	15.6	10.6	17.4	22.6	16.2	20.6	22.5
EV/EBITDA	2013	12.7	12.2	12.1	11.3	15.7	21.3	17.8
	2014E	10.8	8.6	10.4	9.8	14.3	17.0	15.6
	2015E	7.4	5.5	8.8	8.5	12.2	12.8	13.6
배당수익률	2013	1.7	2.2	2.5	0.7	0.7	0.2	0.3
	2014E	1.9	2.8	2.7	0.5	0.8	0.3	0.4
	2015E	2.5	3.8	3.6	0.5	0.8	0.4	0.4

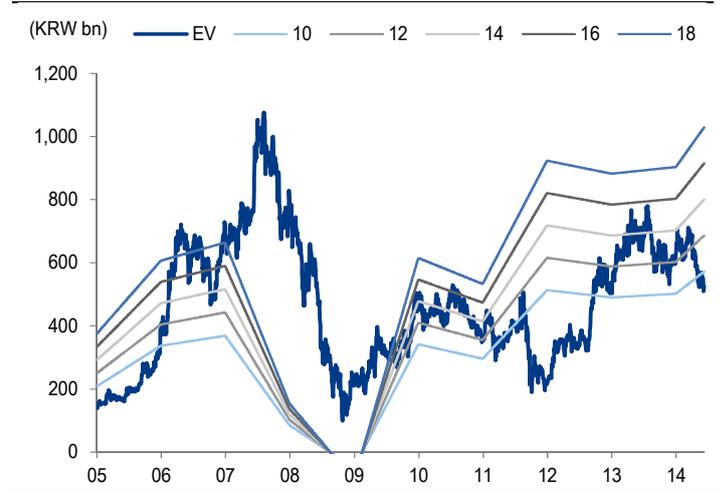
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 하나투어 P/E 밴드 차트



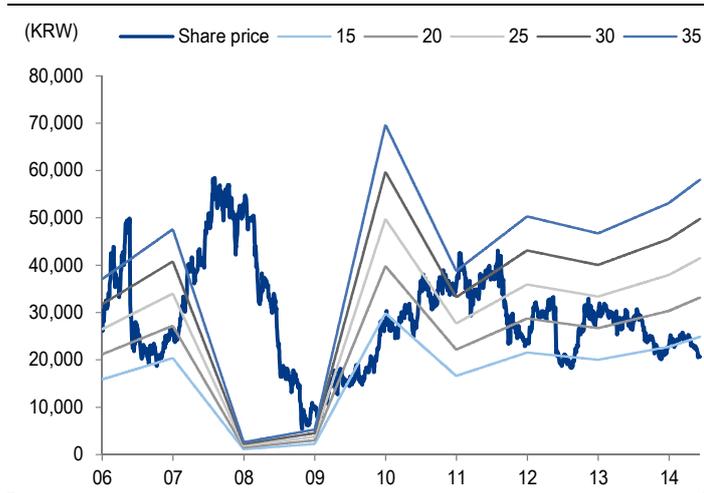
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 하나투어 EV/EBITDA 밴드 차트



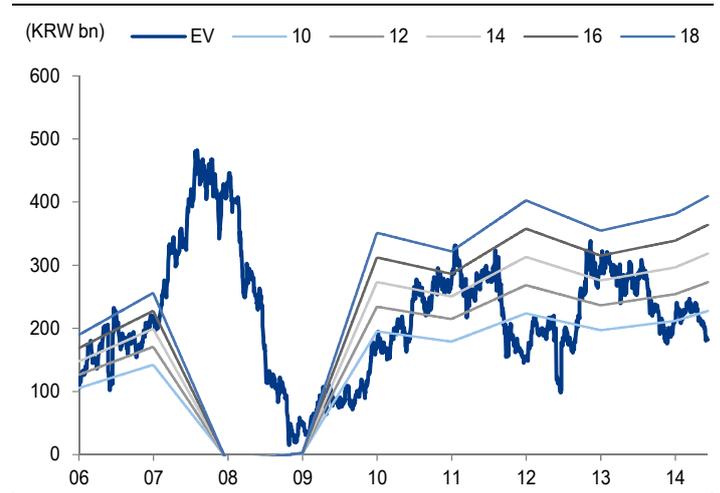
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 모두투어 P/E 밴드 차트



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 모두투어 EV/EBITDA 밴드 차트



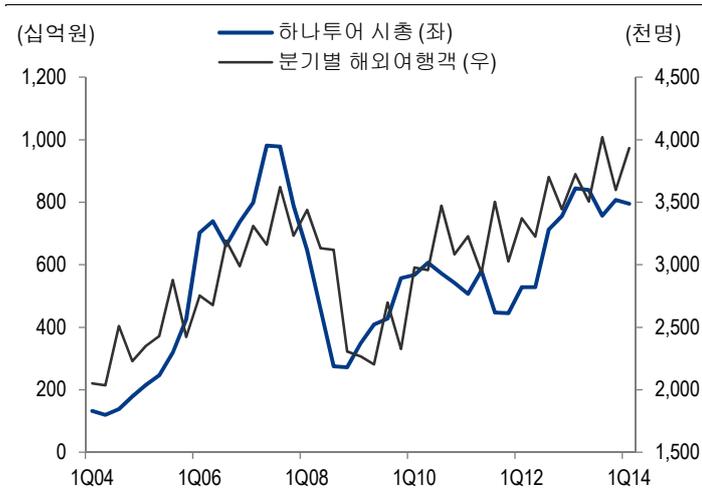
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

II. 주가 상승 동인 분석

여행사들의 주가 상승 동인 분석을 위해, 하나투어의 (아웃바운드 여행사의 proxy) 시가총액과 여행 섹터 관련 다양한 변수 (해외 출국자 수, GDP 성장률, 환율 등)와의 역사적인 상관관계를 도출했다.

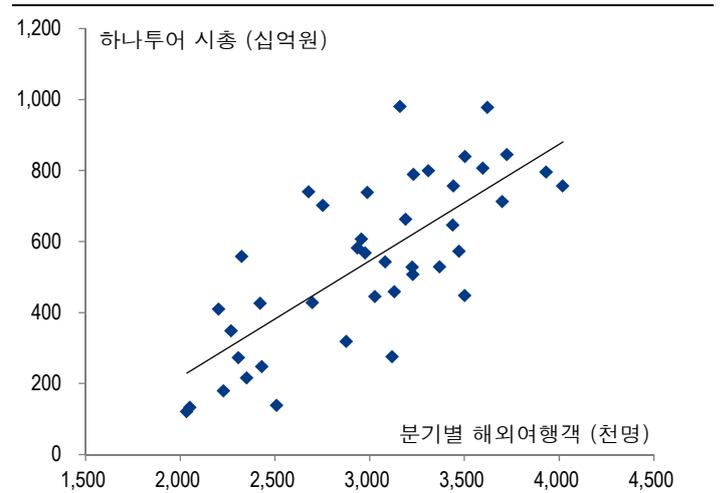
분석 결과 아웃바운드 여행객 수가 하나투어 시가총액과 가장 밀접한 상관관계를 보이고 있었으며 (Correlation=0.74), GDP 성장률 (Correlation=0.51), 원달러 환율(Correlation=-0.5), 원엔 환율 (Correlation=-0.3)이 다음으로 높은 상관관계를 보이고 있었다. 그리고 아웃바운드 여행객 수는 GDP 성장률 (Correlation=0.68)과 높은 상관관계를 보이고 있었다.

Figure 11 하나투어 시가총액과 해외여행객 수 추이



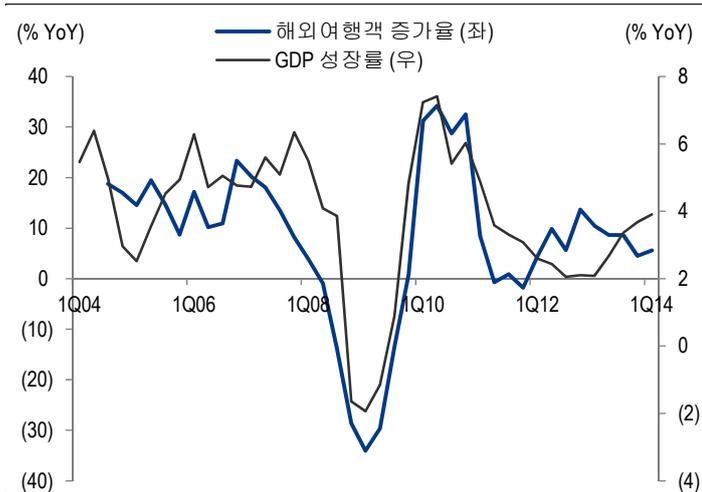
자료: 한국관광공사, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 하나투어 시가총액과 해외여행객 수 상관관계



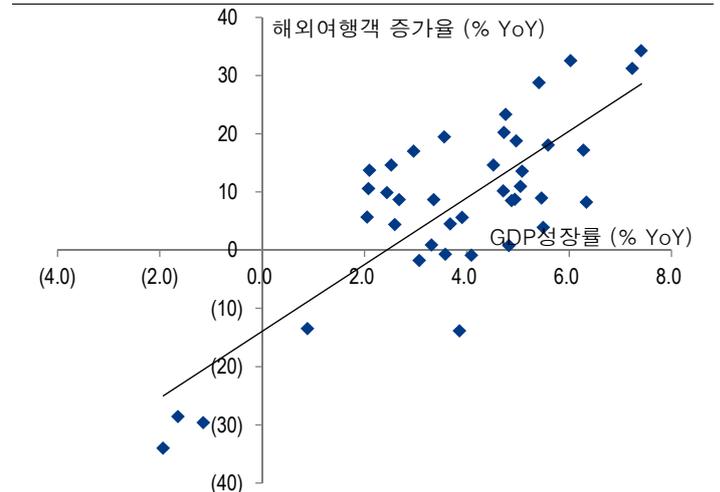
자료: 한국관광공사, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 해외여행객 수 증가율과 GDP 성장률 추이



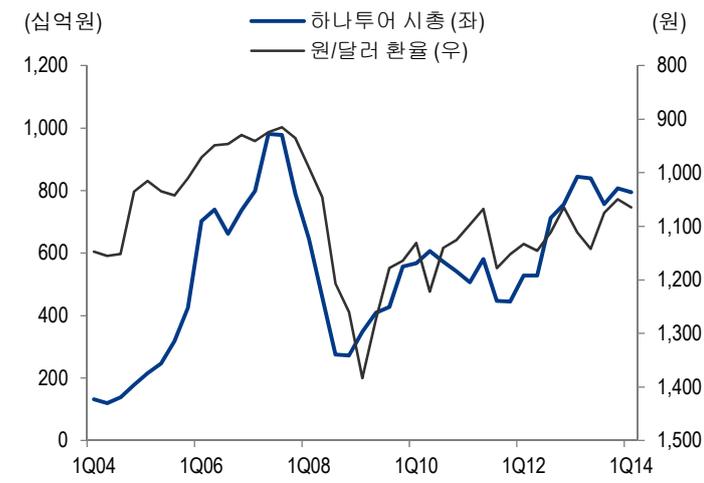
자료: 한국관광공사, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 해외여행객 수 증가율과 GDP 성장률 상관관계



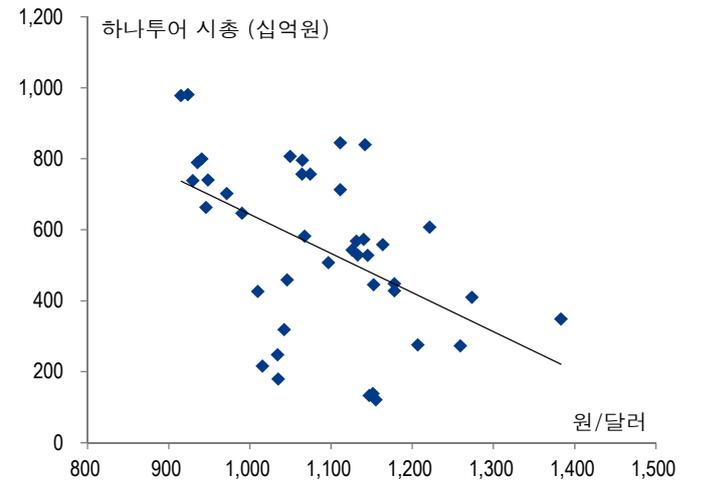
자료: 한국관광공사, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 15 하나투어 시가총액과 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 16 하나투어 시가총액과 원/달러 환율 상관관계



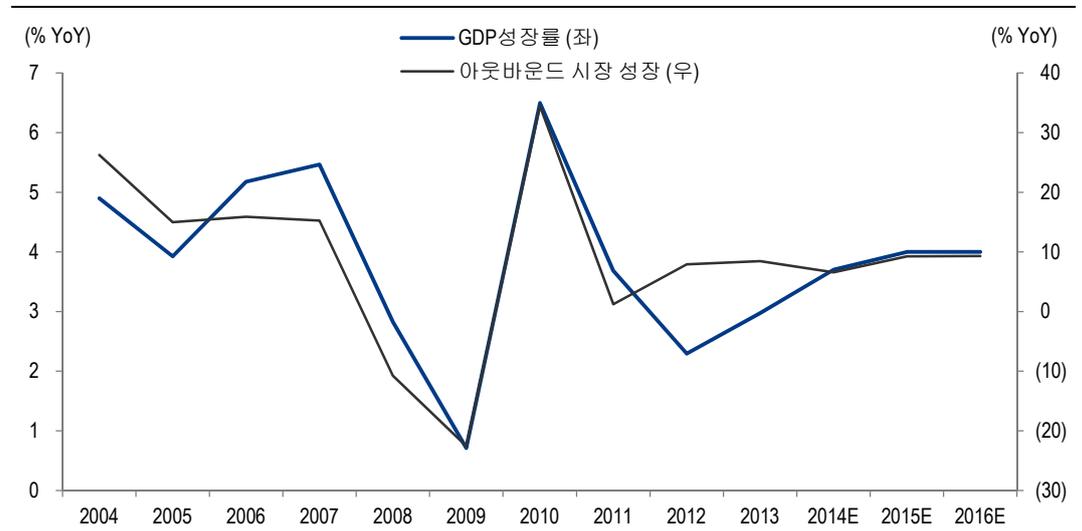
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

III. 아웃바운드 여행 시장 전망: 여전히 풍부한 성장 잠재력

국내 아웃바운드 여행 시장 (아웃바운드 관광객 수 기준)은 지난 10 년 간 (2004-2013 년) 연평균 7.9%씩 고성장했는데, 향후 3 년 (2014~2016 년)동안에도 성장이 지속될 것으로 예상된다. 1) 여가와 삶의 질 중시 경향, 2) 주 5 일 근무제 정착, 3) 가처분 소득 증가에 힘입어, 리만 사태와 일본 원자력 발전소 사고 등 일회성 사건 영향을 제외한 아웃바운드 여행 시장의 성장률은 역사적으로 국내 GDP 성장률을 항상 앞지른 바 있다.

국내 아웃바운드 여행시장 (아웃바운드 여행객 수 기준)은 향후 3 년 간 (2014-2016 년) 연평균 8.4% 씩 성장할 것으로 추정되는데, 이는 당사의 동기간 국내 GDP 증가율 전망인 연평균 3.9%를 능가한다. 당사는 과거 아웃바운드 여행객 수가 GDP 증가율과 높은 상관관계를 보였음에 근거하여, 2014-2016 년 아웃바운드 여행 시장 전망 시 동기간 GDP 성장률을 독립변수로 한 단순선형분석 (simple linear analysis) 을 적용했다.

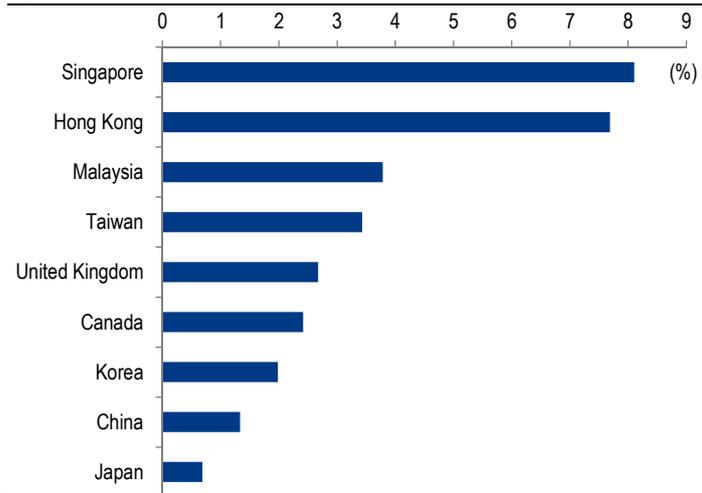
Figure 17 GDP 성장률과 해외 아웃바운드 여행 시장 성장률 추이



자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

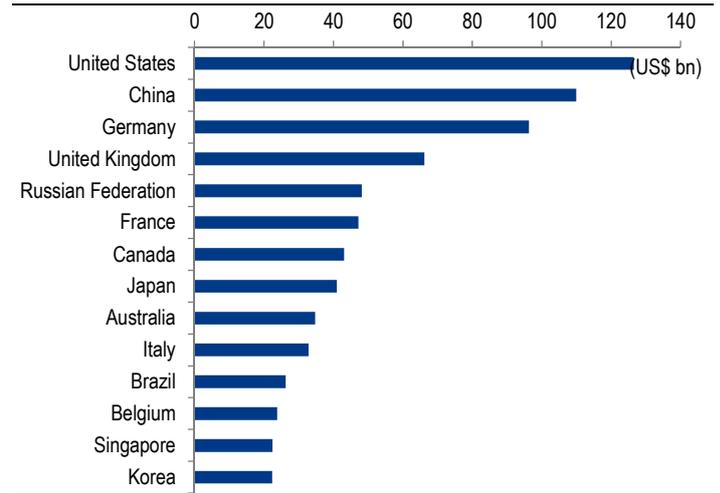
세계은행 보고서에 따르면, 한국인들의 2012년 해외 여행 지출은 22억달러로 GDP의 약 2%를 차지하는 것으로 나타났다. 대만과 싱가포르의 해외 여행 지출이 GDP 대비 3.4%, 8.1%를 차지하는 것에 비해 낮은 수준이다. 당사는 대만이 한국의 아웃바운드 여행시장 성장을 가늠하기 위한 적절한 모델이라고 판단한다. 양국 모두 가치분 소득 증가와 삶의 질 향상을 위한 여가시간 활용에 대해 관심이 높아지고 있음에도 국내 관광지가 제한적이라는 공통 분모가 있기 때문이다. 일본의 경우 해외 여행 지출의 GDP 내 비중은 1% 미만으로 기타 국가 대비 비중이 작은 편이나, 이는 국내 관광명소가 상대적으로 많기 때문으로 보인다.

Figure 18 주요국 GDP 대비 여행 지출액 비중 (2012)



자료: The World Bank, Taiwan Tourism Bureau, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 19 주요국 GDP 대비 해외여행 지출액 (2012)

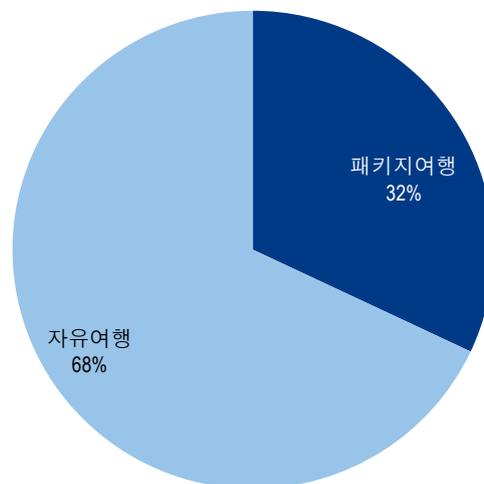


자료: The World Bank, 미래에셋증권 리서치센터

패키지 여행 시장 성장 잠재력은 여전히 풍부

국내 아웃바운드 여행 시장은 크게 패키지 시장과 자유여행 (FIT) 시장으로 크게 구분된다. 한국관광공사의 조사에 따르면 2010년 국내 해외여행객들의 약 32%가 여행사가 제공하는 해외여행 패키지 상품을 이용한 반면, 나머지 68%가 여행 관련 항공편 및 숙박을 스스로 예약 및 구매하는 것으로 나타났다.

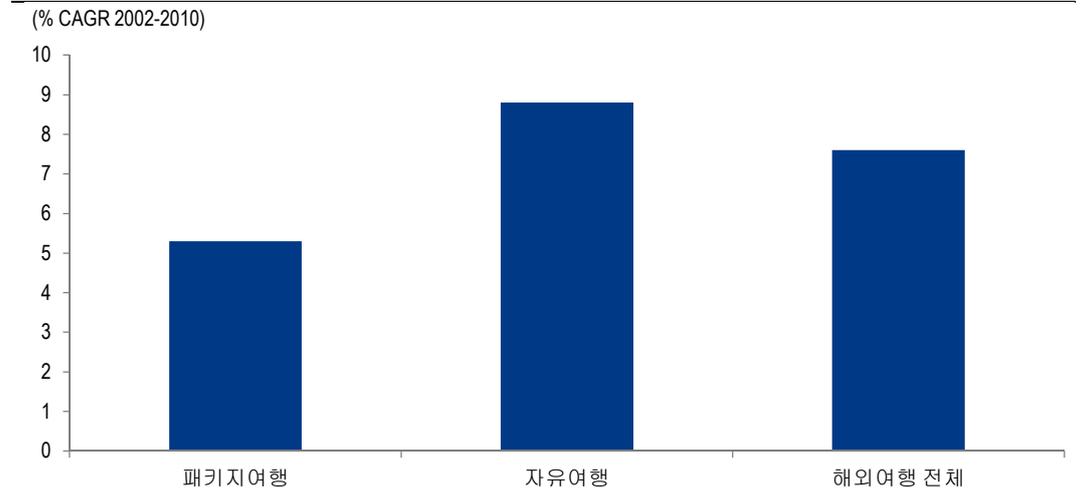
Figure 20 해외여행 유형별 구성비



자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

2002년부터 2010년까지 패키지 여행 시장 (아웃바운드 여행객 수 기준)은 연평균 5.3%씩 성장했고 FIT 시장은 동 기간 8.8%씩 성장했다. FIT 시장의 상대적인 고성장은 인터넷 보급 확산과 젊은 고객층의 단체여행 기피 성향 및 외국어 능력 향상 등에 기인하는 것으로 보인다. FIT 시장의 상대적인 고성장은 향후에도 지속될 것으로 기대된다.

Figure 21 패키지여행, 자유여행 시장 성장률 비교



자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

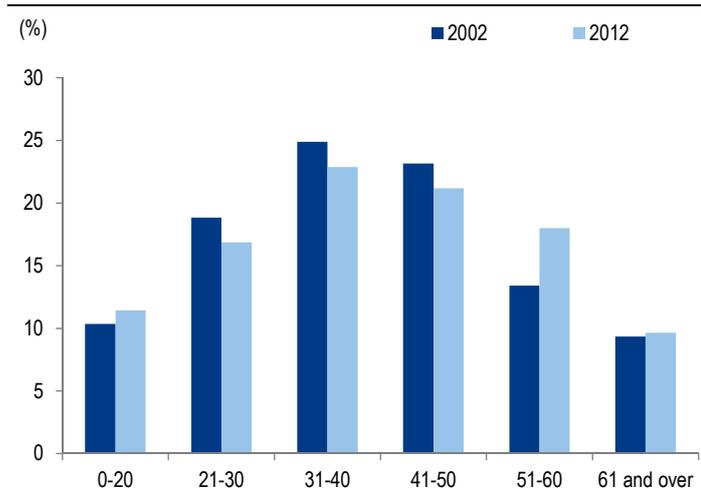
하나투어와 모두투어는 패키지투어 전문 여행사로 패키지여행이 각 사의 연결매출에서 차지하는 비중이 2013년 각각 74%와 84%에 달했다. 그러나 FIT 시장의 빠른 성장에 대응하기 위해 양사는 지난 수년에 걸쳐 동 시장에서의 입지 강화를 위해 노력해왔다. 지난 수년에 걸친 IT 및 광고 투자에 힘입어 하나투어와 모두투어의 FIT 매출은 향후 3년 간 연평균 17%, 25%씩 증가할 것으로 전망한다.

FIT 시장 확대가 패키지여행 시장 축소로 이어질 가능성에 대한 우려가 점증하고 있으나, 동 우려는 지나치다는 판단이다. 향후 3년 (2014-2016년) 간 FIT 시장 성장 속도에는 미치지 못하겠지만 패키지여행 시장 역시 가격 경쟁력과 편리성, 패키지여행을 선호하는 40대 이상 해외여행객의 급증에 따라 향후 꾸준한 성장을 보일 것으로 예상되기 때문이다.

패키지 여행상품에는 항공료, 호텔숙박 및 현지 이동 교통비 등이 모두 포함되어 있어, 대부분 모든 아이템을 별도로 구입해야 하는 자유여행과 비교할 때 비용이 더욱 저렴하며 편리하다.

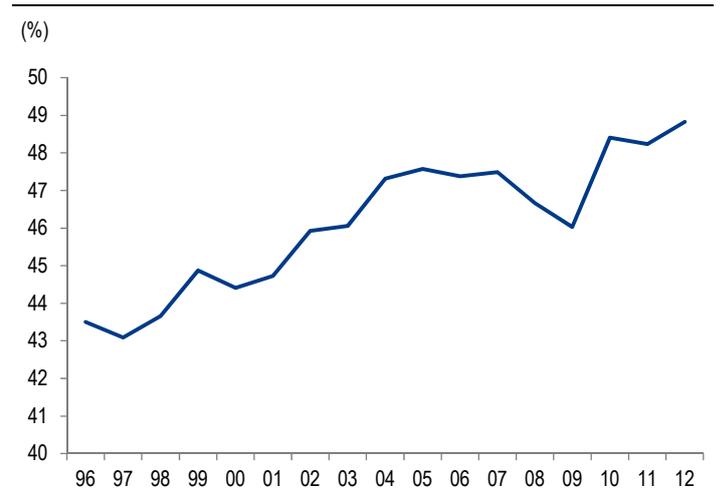
또한 국내 관광객들 중 40대 이상은 언어 장벽 및 현지 정보 부족 등의 이유로 FIT 보다 패키지여행을 선호하는 편이다. 한국관광공사에 따르면, 2002년부터 2012년까지 40대 이상의 아웃바운드 여행객 수는 연평균 7.9%씩 증가했으며 (동 기간 젊은 층 여행객들의 연평균 증가율은 6.4%), 2012년에는 40대 이상이 국내 총 아웃바운드 여행객의 49%를 차지했다. 향후에도 국내 인구 고령화에 따라 국내 패키지 시장 성장이 지속될 것으로 판단한다.

Figure 22 해외여행객 연령별 비중 (2002년, 2012년)



자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 23 연령 40대 이상 해외여행객의 전체 대비 비중 추이

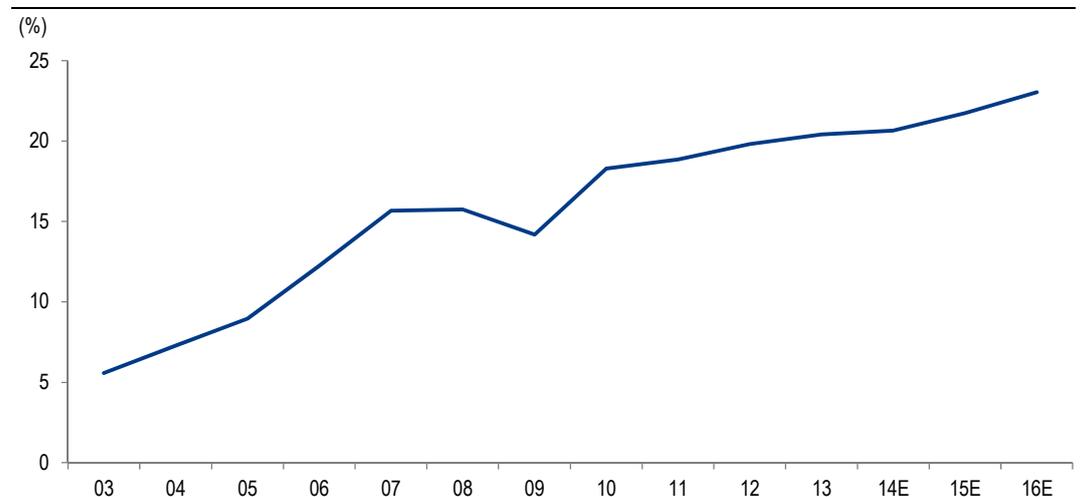


자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

패키지 관광 시장의 경쟁구도

하나투어와 모두투어는 국내 최대 여행사로, 양 사의 패키지 상품을 구매한 출국자가 전체 출국자에 차지하는 비중은 2013년 20.4%에 달했다. 양 사의 시장 지배력은 규모의 경제에 힘입어 지난 10년간 지속적으로 상승했다.

Figure 24 패키지 여행시장의 하나투어, 모두투어 합산 시장점유율

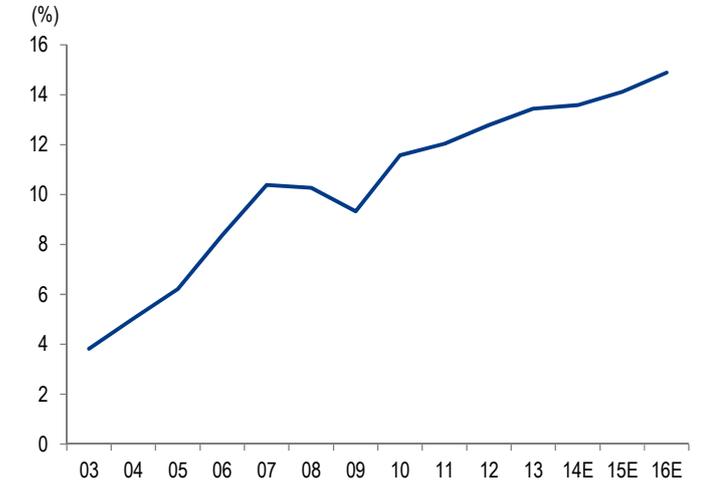


자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

해외 패키지 관광 시장에서 규모의 경제는 보다 효율적인 비용구조로 이어지기 때문에 매우 중요하다. 동일한 패키지 상품에 더 많은 관광객을 유치할수록 여행사는 더 많은 비용을 절감할 수 있다. 항공권을 예를 들면, 여행사는 항공사로부터 1) 10~20명의 관광객이 예약을 할 때마다 한 장의 무료항공권을 받고, 2) 볼륨에 따라 인센티브 (조건부 리베이트, 볼륨에 따라 달라지기 때문에 하나투어나 모두투어와 같은 대형 여행사가 더 높은 인센티브를 받을 수 있음) 또한 수령할 수 있다. 게다가, 패키지 상품당 인원 수가 많아질수록 인당 고정비용 (현지 운송비용 등)을 줄일 수 있다. 마지막으로, 규모의 경제를 통해 여행사들이 현지 숙박시설에 대해 더 큰 협상력을 가질 수 있다.

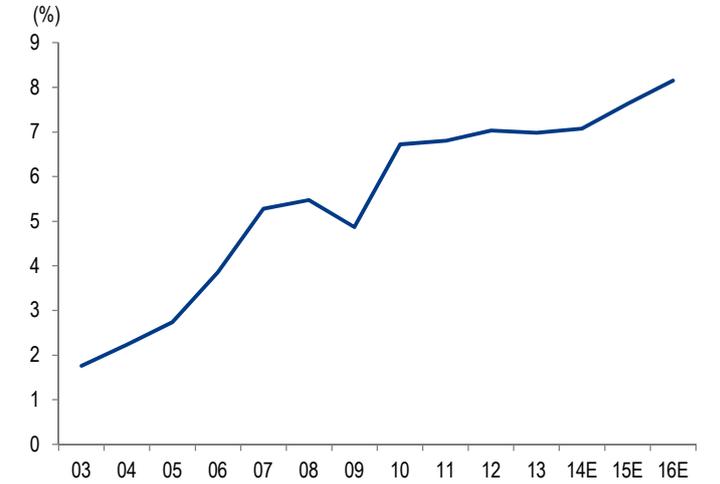
당사는 상위 여행사 (하나투어, 모두투어)의 패키지 관광 시장점유율 상승이 2014~2015 년에도 지속 될 것으로 전망한다. 당사는 하나투어와 모두투어의 패키지 상품을 이용해 출국하는 여행자가 전체 출국자에서 차지하는 비중이 2013 년 각 13.4%, 7%에서 2016 년 각 14.9%와 8.2%로 증가할 것으로 예상한다.

Figure 25 하나투어 시장점유율 추이



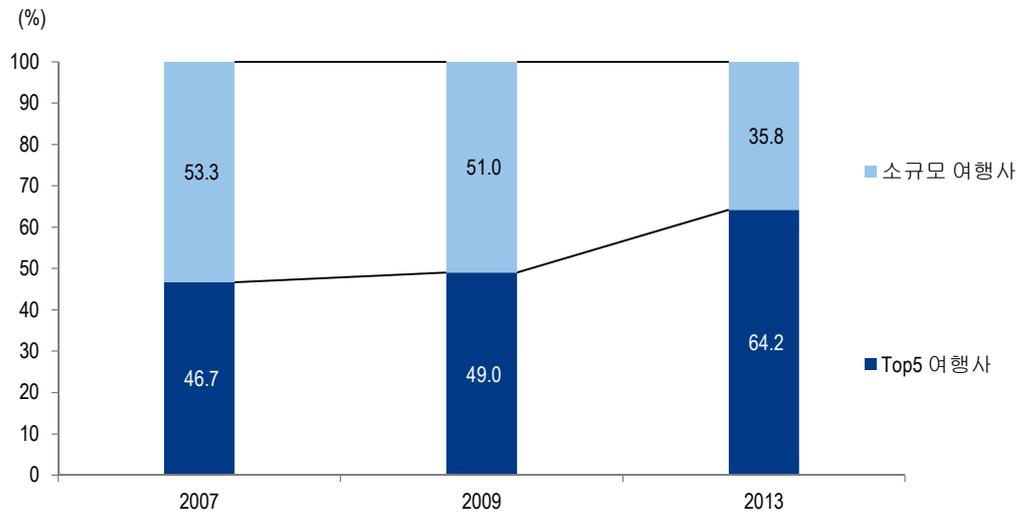
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 26 모두투어 시장점유율 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 27 여행사 시장점유율 추이 - Top5 vs. 소규모 여행사



자료: 한국여행업협회, 미래에셋증권 리서치센터

주: Top5 여행사는 하나투어, 모두투어, 인터파크 INT, 온라인투어, 노랑풍선

국내 인바운드 관광시장: 높은 성장 가능성은 있으나, 만만하지 않은 시장

한류열풍과 중국 관광객의 급증으로 국내 외국인 관광객 수는 2005~2013년 연평균 9%씩 증가했다. 중국의 GDP 대비 해외여행지출이 1.3%로 여전히 낮고 (한국: 2%) 가치분 소득이 지속적으로 증가하고 있는 것을 고려하면, 국내 인바운드 패키지 관광시장은 여전히 성장 가능성이 풍부하다.

그러나 시장경쟁 심화로 하나투어와 모두투어의 연결이익에서 인바운드 관광의 비중은 현재 매우 낮은 수준이다. 2013년 모두투어 인터내셔널 (비상장, 모두투어가 67.5%의 지분을 보유한 국내 인바운드 여행 전문 자회사)은 2억원의 순손실 (연결 순이익의 -1.3%)을 기록했고, 하나투어 ITC (비상장, 하나투어의 100% 지분 보유 자회사)는 6억원의 순이익 (연결 순이익의 1.7%)을 기록하였다.

현재 국내 인바운드 관광시장은 해외관광객 수 기준으로 국내 최대 인바운드 여행사인 H.I.S. Korea (비상장)의 2013년 시장점유율이 11.2% (4위 모두투어 인터내셔널은 6.4%)에 불과할 정도로 군소업체가 난립해 있는 상태이다.

치열한 경쟁으로 하나투어와 모두투어를 제외한 인바운드 여행사들은 항공권과 숙박비를 포함한 실제 비용보다 더 저렴한 가격의 패키지 상품을 내놓기도 한다. 그 대신 관광객 쇼핑 투어를 통해 쇼핑 물에서 받는 수수료로 손실을 보완한다. 이 때문에 조악한 품질의 패키지 프로그램에 대한 외국인 관광객들의 불만이 늘어가고 있다.

Figure 28 국내 여행사 외국인 관광객 유치인원수 및 점유율

회사명	외국인 관광객 유치인원수 (명)	점유율 (%)
에치아이에스코리아	762,480	11.2
호화여행사	439,448	6.5
코네스트	437,646	6.4
모두투어인터내셔널	436,707	6.4
롯데제이티비	358,481	5.3
롯데관광	340,470	5.0
세한여행사	320,081	4.7
한나라관광	271,685	4.0
전국관광	235,449	3.5
세일관광	232,089	3.4
기타	2,974,964	43.7
계	6,809,500	100.0

자료: 한국관광협회, 미래에셋증권 리서치센터

하나투어와 모두투어는 인바운드 관광 패키지 사업에 집중하는 대신에 외국인 관광객 급증으로 객실 수 부족현상을 겪고 있는 국내 호텔 사업에 초점을 맞추고 있다.

하나투어는 2012년부터 100억원을 투자해서 서울에 위치한 호텔 두 곳의 운영권을 매입했고, 모두투어는 제주도 소재 호텔 한 곳을 매입하고 서울 소재 호텔 한 곳의 운영권을 매입하는 데 107억원을 투자했다. 또한 모두투어는 올해 안에 100억원에 달하는 부동산회사 지분 투자를 통해, 서울 소재 호텔에 두 곳의 운영권을 추가로 인수할 계획이다.

IV. 실적 추정치 및 주요 가정

2014년부터 2016년까지 향후 3년 동안 하나투어와 모두투어의 영업이익은 각각 연평균 25%, 31%씩 증가할 것으로 예상된다. 동 기간 해외여행객들의 수는 연평균 8.4%씩 증가하고, 하나투어와 모두투어의 시장점유율은 각각 3.8%p, 3.4%p씩 증가하는 것으로 가정했다.

여행사의 가장 큰 비용요소인 판매수수료의 매출액 대비 비중은, 향후 3년 간 (2014-2016년) 하나투어가 41.5%, 모두투어가 40.2%로 안정된 수준을 유지할 수 있을 것으로 가정한다. 한편, 규모의 경제 효과 증대에 따라 인건비 등 주요 고정비용의 매출액 대비 비중은 향후 3년 간 지속적으로 축소되어, 영업이익률에도 긍정적인 영향이 예상된다.

Figure 29 하나투어 실적 전망치 요약

(십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	308	353	390	442	506
Chg (% YoY)	14.8	14.6	10.6	13.4	14.3
매출총이익	308	353	390	442	506
Chg (% YoY)	14.8	14.6	10.6	13.4	14.3
Margin (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	268	312	346	382	426
Chg (YoY)	9.9	16.4	10.7	10.7	11.5
% of sales	87.1	88.6	88.6	86.5	84.3
인건비	96	110	121	129	138
광고판촉비	13	19	21	24	28
수수료	123	146	162	183	210
기타	36	38	42	46	51
영업이익	40	40	44	60	79
Chg (YoY)	64.9	1.9	9.9	34.7	32.6
Margin (%)	12.9	11.4	11.4	13.5	15.7
비영업손익	10	8	8	8	9
이자비용	0	0	0	0	0
세전이익	50	49	52	68	89
법인세비용	13	13	13	17	22
당기순이익	37	36	39	51	66
EPS (원)	3,040	2,924	3,156	4,132	5,382

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 30 모두투어 실적 전망치 요약

(십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	138	147	166	196	229
Chg (% YoY)	10.3	6.6	13.0	17.8	16.9
매출총이익	137	145	165	194	227
Chg (% YoY)	9.4	6.4	13.1	17.8	17.0
Margin (%)	99.2	99.0	99.0	99.1	99.2
판매비	115	130	145	166	191
Chg (YoY)	6.1	12.3	11.8	14.9	15.0
% of sales	83.7	88.2	87.2	85.1	83.7
인건비	39	43	47	52	58
광고판촉비	7	8	11	13	16
수수료	57	63	67	79	92
기타	13	16	20	22	26
영업이익	21	16	20	27	35
Chg (YoY)	31.6	(25.7)	24.6	39.7	28.6
Margin (%)	15.4	10.7	11.8	14.0	15.4
비영업손익	2	4	4	5	5
이자비용	0	0	0	0	0
세전이익	23	20	24	32	40
법인세비용	5	5	6	8	10
당기순이익	18	15	18	24	30
EPS (원)	1,394	1,278	1,501	2,008	2,530

자료: 미래에셋증권 리서치센터

V. Our view on macro

GDP 증가율, 환율 등 전반적인 매크로 환경이 2014 년, 2015 년 아웃바운드 여행 시장 성장에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단한다. 당사 매크로팀은 경상수지 흑자 및 수출 증가에 힘입어 평균 원달러 환율이 2014 년, 2015 년 각각 1,032 원, 1,008 원으로 하락할 것으로 예상하고 있다. GDP 증가율 역시 견조한 수출 증가 및 글로벌 경제 개선에 힘입어 2014 년, 2015 년 각각 3.7%, 4%로 회복될 것으로 전망하고 있다.

Figure 31 당사 GDP 성장률 및 환율 전망

	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2013	2014E	2015E
GDP성장률 (% YoY)	3.9	3.4	3.7	3.7	3.8	4.1	4.1	4.2	3.0	3.7	4.0
환율 (평균)											
KRW/US\$	1,069	1,030	1,020	1,010	1,000	1,000	1,010	1,020	1,095	1,032	1,008
KRW/JPY	10.4	10.1	10.0	9.8	9.7	9.6	9.6	9.5	11.2	10.1	9.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

민감도 분석

당사의 민감도 분석에 따르면, 여행사 업체의 실적은 여행사 지점 및 신용카드 사에 지급된 판매 수수료에 가장 큰 민감도를 보인다. 판매수수료 지급액 1% 증가 시 하나투어 및 모두투어의 2015 년 EPS 예상치는 각각 3.1% 와 2.9%씩 감소하는 것으로 추정된다.

Figure 32 하나투어 민감도 테스트

	FY15E EPS (%)
패키지 여행고객 1% 증가	2.0
인건비 1% 증가	(1.9)
판매수수료 1% 증가	(3.1)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 33 모두투어 민감도 테스트

	FY15E EPS (%)
패키지 여행고객 1% 증가	2.7
인건비 1% 증가	(1.6)
판매수수료 1% 증가	(2.9)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자리스크

온라인 유통업체로 인한 경쟁 심화 가능성

항공권 판매에 주력하던 인터파크 INT (108790 KS, Not rated) 등의 온라인업체들이 최근 패키지 상품까지 사업영역을 확장하고 있다. 이는 단기적으로는 시장경쟁을 심화시킬 수 있으나 오래가지는 못할 것으로 판단한다. 온라인업체는 항공권 판매에 있어서는 규모의 경제로 인한 가격 경쟁력을 확보할 수 있으나, 현지 교통편 조달 및 가이드 서비스 등 전반적인 패키지 상품의 질을 결정하는데 필수적인 현지 인프라가 미흡하기 때문이다.

불리한 거시환경, 국내외 전염병 및 사건/사고

내수 악화나 원화가치 급락 등은 단기 해외여행 수요의 감소로 이어질 수 있다. 또한 사스 (SARS)와 같은 전지구적 전염병이나 4 월 세월호 침몰사고 및 작년 하반기와 올해 1 분기에 있었던 태국의 반정부 시위 같은 국내외 사건/사고 또한 단기적으로 해외여행 수요를 약화시킬 수 있다.

Company Analysis

1. 하나투어 (039130 KS, BUY, TP: 84,000 원)
2. 모두투어 (080160 KQ, BUY, TP: 29,000 원)

Initiating coverage

Korea / Leisure & Travel Services

13 June 2014

BUY

목표주가 **84,000** 원
현재주가 (10 June 2014) **64,300** 원

Upside/downside (%) 30.6
KOSPI 2,011.80
시가총액 (십억원) 747
52주 최저/최고 58,300 - 80,500
일평균거래대금 (십억원) 5.91
외국인 지분율 (%) 16.0

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E	Dec-16 E
매출액 (십억원)	353	390	442	506
영업이익 (십억원)	40.4	44.4	59.8	79.3
당기순이익 (십억원)	36.1	38.9	51.0	66.4
수정순이익 (십억원)	34.0	36.7	48.0	62.5
EPS (원)	2,924	3,156	4,132	5,382
EPS 성장률 (%)	(3.8)	7.9	31.0	30.2
P/E (x)	22.1	20.4	15.6	11.9
EV/EBITDA (x)	12.7	10.8	7.4	5.0
배당수익률 (%)	1.7	1.9	2.5	3.1
P/B (x)	4.0	3.5	3.0	2.5
ROE (%)	19.5	18.4	20.9	23.0
순차입금/자기자본 (%)	(90.5)	(94.7)	(99.6)	(105.6)

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(1.7)	(11.9)	(11.9)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(4.5)	(14.9)	(16.0)

정우창, Analyst
3774 6753 wchung@miraeasset.com

최승환
3774 2147 sh.choi@miraeasset.com

하나투어 (039130 KS)

더욱 강해지는 시장 지배력

국내 최대 도매 여행사인 하나투어에 대해 투자자의견 BUY 및 목표주가 84,000 원으로 커버리지를 개시. 동사는 규모의 경제 효과 증대에 힘입어, 올해 하반기부터 예상되는 아웃바운드 여행 시장 회복의 최대 수혜주가 될 것으로 보임.

국내 1위 아웃바운드 여행사

하나투어는 아웃바운드 여행객 수 기준 시장점유율 19.4% (2013년 기준)의 국내 최대 아웃바운드 여행사임. 동사의 핵심 사업은 해외여행 패키지 사업으로 2013년 연결 매출의 74%를 차지하고 있음. 판매 채널은 1,226 개의 직영대리점, 8천여개의 협력 여행사 및 온라인 여행포털, 홈쇼핑 채널 등으로 구성됨. 규모의 경제 효과 증대에 힘입어 동사의 패키지여행 시장 점유율은 향후 3년 (2014-16년)동안 지속적으로 상승할 (2013년 13.4% → 2016년 14.9%) 것으로 기대됨.

여전히 풍부한 패키지여행 시장 성장 잠재력

국내의 아웃바운드 여행 시장은 크게 패키지 시장 (전체 시장의 32%)과 자유여행 (FIT, 68%) 시장으로 구분됨. FIT 시장 확대가 향후 패키지여행 시장 축소로 이어질 가능성에 대한 우려가 점증하고 있으나, 시장 우려는 다소 지나치다는 판단. 향후 3년 (2014-2016년)동안 FIT 시장 성장 속도에는 미치지 못하겠지만 패키지여행 시장 역시 가격 경쟁력과 편리성, 패키지여행을 선호하는 40 대 이상 해외여행객의 급증에 따라 향후 3년 간 연평균 6% 성장을 보일 것으로 예상되기 때문. 국내 패키지여행 시장은 인구 고령화로 향후에도 성장이 지속될 것으로 판단함.

견조한 실적 전망

하나투어의 영업이익은 향후 3년 간 (2014-2016년) 연평균 25%씩 증가할 전망. 동 기간 해외 송출객 수는 연평균 8.4%씩 증가하고, 동 기간 시장점유율은 3.8%p 증가하는 것으로 가정함. 분기 실적의 경우, 아웃바운드 여행시장의 회복과 작년 하반기 낮은 기저효과로 올 하반기부터 영업이익 성장 (전년대비) 모멘텀이 가속화될 것으로 기대함.

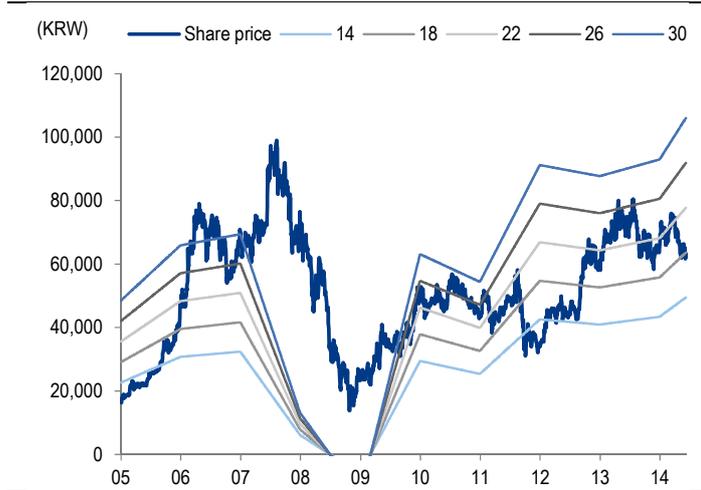
투자의견 BUY 및 목표주가 84,000 원으로 커버리지 개시

작년 하반기 및 올해 상반기 해외여행 패키지 부문 실적이 예상을 하회함에 따라, 하나투어의 주가는 지난 12개월동안 KOSPI 지수 대비 16% 언더퍼폼함. 최근 주가 하락으로 하나투어는 현재 12개월 forward P/E (2014년 하반기부터 2015년 상반기) 기준 17.3배로 거래되고 있으며, 이는 동사의 과거 평균 밸류에이션 대비 -1σ 수준임. 당사는 1) 올해 상반기 다소 억눌려 있던 해외 여행 수요가 하반기에 급증할 것으로 예상되고, 2) 원화 강세, GDP 회복 등 매크로 환경이 긍정적이며, 3) 규모의 경제 효과 증대에 따라 시장 점유율을 확대되고 있는 등의 긍정적인 요소들이 하나투어의 현재 밸류에이션 수준에 아직 반영되지 못했다는 판단임. 하나투어에 대한 당사의 목표주가 84,000 원은 12개월 forward P/E 23배를 기준으로 산출되었으며, 이는 동사의 과거 평균 밸류에이션 대비 $+1\sigma$ 수준임.

투자의견 및 목표주가

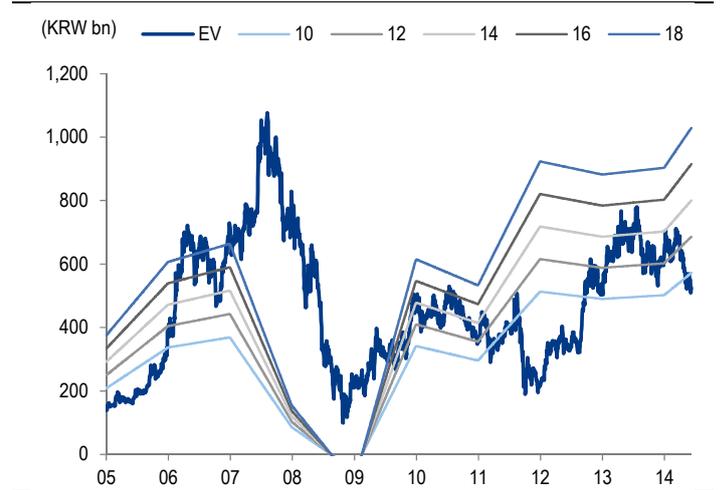
하나투어에 대한 당사의 목표주가 84,000 원은 12 개월 forward P/E 23 배를 기준으로 산출되었다. 이는 동사의 역사적 평균 밸류에이션 대비 약 +1 σ 수준이자 최근 5년 평균 P/E 대비 약 20% 프리미엄에 해당하는 수준으로, 동 밸류에이션 프리미엄은 무리 없는 수준이라는 판단이다. 향후 3년 간 (2014-2016년) 영업이익 증가율은 연평균 25%로 과거 3년 간 증가율 (연평균 +13%) 대비 현저히 개선될 것으로 기대되며, 시장점유율이 2016년까지 23% (과거 3년 평균: 18%)로 상승할 것으로 예상되기 때문이다.

Figure 1 하나투어 P/E 밴드 차트



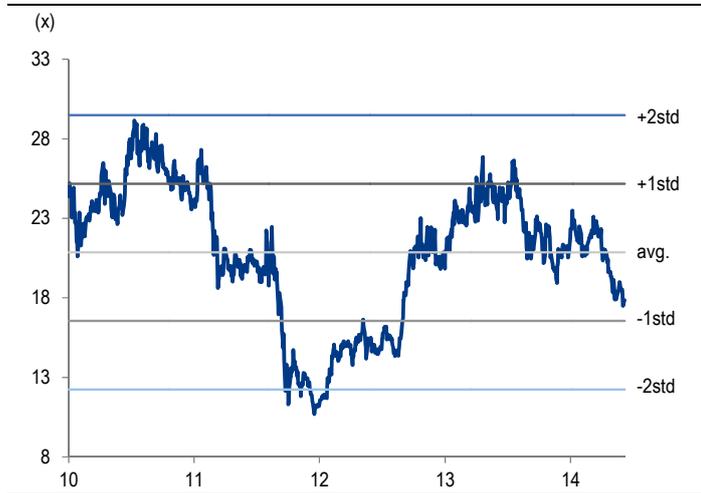
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 하나투어 EV/EBITDA 밴드 차트



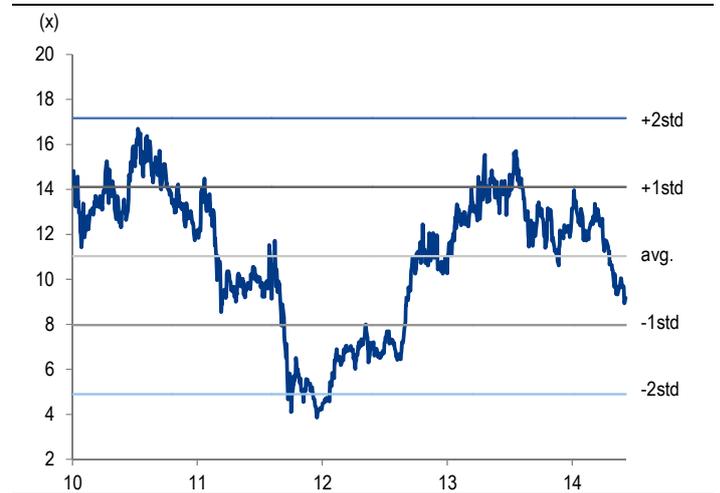
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 하나투어 P/E 추이



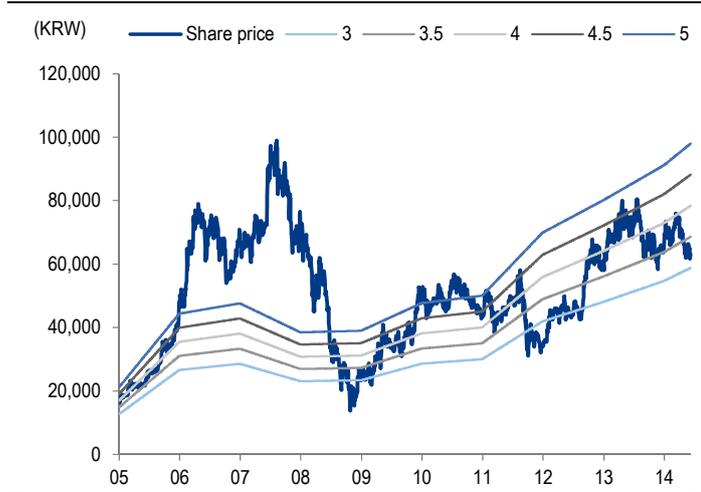
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 하나투어 EV/EBITDA 추이



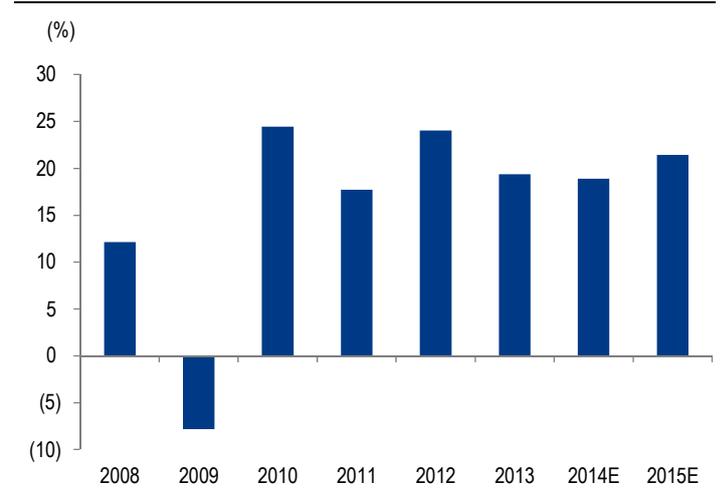
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 하나투어 P/B 밴드 차트



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 하나투어 ROE 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 이벤트와 주가



자료: 미래에셋증권 리서치센터

실적전망

하나투어의 영업이익은 2014-2016 년 연평균 25%씩 증가할 것으로 전망하며, 동 기간 해외여행객 수는 연평균 8.4%씩 증가하고 시장점유율은 3.8%p 확대될 것으로 가정했다.

여행사의 가장 큰 비용요소인 판매수수료의 매출액 대비 비중은, 향후 3년 간 (2014-2016년) 41.5%로 안정된 수준을 유지할 수 있을 것으로 가정한다. 한편, 규모의 경제 효과 증대에 따라 인건비 등 주요 고정비용의 매출액 대비 비중은 향후 3년 간 지속적으로 축소되어, 영업이익률에도 긍정적인 영향이 예상된다.

현금 관리

동사는 현재 약 35%의 배당성향을 유지하고 있다. 또한 항공권 구매와 관련하여 국제항공운송협회(IATA)의 규정에 따라 약 830 억원 (2014년 단기금융자산을 포함한 현금의 40% 수준)을 은행에 예치하고 있다. IATA는 국내 여행사에게 항공요금의 50%를 보증금으로 예치하도록 규정하고 있다. 경영진은 국내 호텔사업 등 여타 여행관련 부문으로의 사업확장에 대비하여 순이익 중 배당금 지급액을 제외한 나머지 부분은 현금 보유할 방침이다.

Figure 8 하나투어 실적 추정

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2014E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2015E
매출액	86.7	79.2	103.6	83.2	352.7	93.7	86.0	116.7	93.6	390.0	105.2	98.3	132.2	106.5	442.2
패키지 여행	67.3	55.7	78.2	58.4	259.6	70.0	59.2	87.6	65.2	282.0	78.3	67.8	99.4	74.3	319.8
항공권	2.6	2.3	2.7	2.8	10.4	2.9	2.7	3.2	3.3	12.1	3.4	3.2	3.8	3.8	14.2
기타	16.8	21.1	22.8	22.0	82.7	20.8	24.2	25.8	25.2	95.9	23.4	27.3	29.0	28.4	108.2
영업이익	13.5	6.3	14.4	6.1	40.4	9.1	6.5	20.1	8.7	44.4	12.3	10.0	25.2	12.3	59.8
세전이익	15.1	8.5	16.1	9.2	48.9	10.3	8.4	22.0	11.3	51.9	13.8	11.5	26.6	16.1	68.0
순이익	11.3	6.9	11.5	6.4	36.1	7.8	6.2	16.4	8.5	38.9	10.3	8.6	19.9	12.1	51.0
Growth (% YoY)															
매출액	16.6	12.7	21.3	6.8	14.6	8.1	8.6	12.6	12.5	10.6	12.3	14.3	13.3	13.8	13.4
패키지 여행	21.9	14.1	20.9	2.6	15.1	4.0	6.2	12.1	11.6	8.6	12.0	14.6	13.4	13.9	13.4
항공권	(18.1)	(19.3)	(7.6)	(6.4)	(12.9)	12.3	14.9	19.4	17.3	16.1	16.8	21.2	16.6	16.7	17.7
기타	5.2	13.9	27.6	22.3	17.6	24.0	14.2	13.4	14.3	16.0	12.7	13.0	12.4	13.1	12.8
영업이익	29.9	0.6	4.0	(32.5)	2.0	(32.6)	2.1	39.2	43.3	9.9	34.9	54.0	25.2	42.1	34.7
세전이익	22.8	13.1	4.3	(37.7)	(2.2)	(31.7)	(2.1)	36.6	23.1	6.2	33.7	37.9	20.9	42.9	31.0
순이익	24.1	16.9	(3.1)	(39.4)	(3.5)	(31.1)	(9.0)	42.4	33.1	7.9	32.4	38.4	21.4	42.6	31.0
Margin (%)															
영업이익률	15.6	8.0	13.9	7.3	11.4	9.7	7.5	17.2	9.3	11.4	11.7	10.1	19.0	11.6	13.5
세전이익률	17.4	10.8	15.5	11.0	13.9	11.0	9.7	18.8	12.0	13.3	13.1	11.7	20.1	15.1	15.4
지배주주순이익률	13.1	8.7	11.1	7.6	10.2	8.3	7.3	14.1	9.0	10.0	9.8	8.8	15.1	11.3	11.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

회사 개요

사업구조

하나투어는 1993 년에 설립된 국내 아웃바운드 여행업계의 1 위 업체이다. 2013 년 기준 아웃바운드 시장점유율은 19.4% 수준이다. 동사의 핵심 사업분야는 해외 패키지 여행 서비스로, 2013 년 연결매출액의 74%를 차지했다. 판매채널은 1,226 여개의 하나투어 전문판매 대리점과 온라인, 홈쇼핑 및 전국 8 천여개의 협력여행사 등으로 이루어져 있다. 동사는 여행상품 판매대금 (수탁금) 에서 항공권 가격, 현지 지상비 등을 원가로 제외하고 나머지를 매출로 인식한다. 그리고 대리점에는 상품 판매 금액의 일정 비율로 수수료를 지급한다.

연혁

하나투어는 1993 년 국진여행사(주) 로 설립되었다. 당시 국일여행사(주) (현 모두투어) 보다 규모가 작았으나, IMF 시기에 인력 감축 없이 기존의 인력을 유지하여 2000 년 이후 1 등 여행사로 도약하게 되었다. 2000 년 코스닥시장에 상장했고, 2006 년 11 월에는 런던증권거래소 (LSE)에도 주식예탁증서를 상장했다. 2011 년에는 KOSPI 로 이전 상장했다.

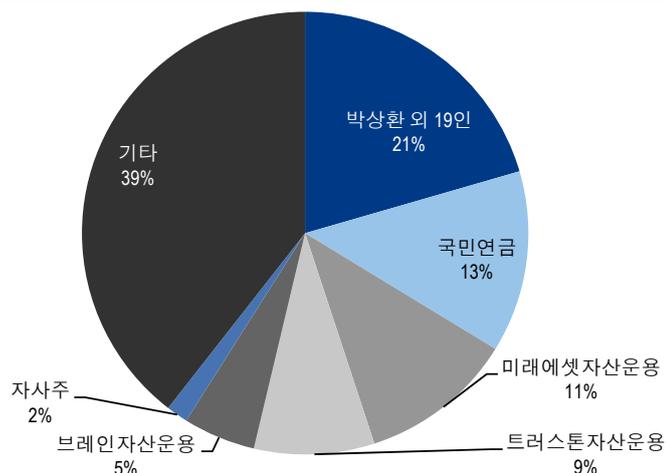
경영진

최대주주이자 설립자인 박상환 회장은 1981 년 고려여행사 해외부에 입사하여 여행산업에 입문했으며, 1989 년에는 국일여행사 (현 모두투어)를 공동 창업했고, 1993 년 독립해 하나투어의 전신인 국진여행사를 재창업했다. 그리고 하나투어 대표이사 사장을 역임한 권희석 부회장과 현 대표이사 최현석 사장은 창립 초기부터 함께한 내부 출신이다.

지분구조 및 자회사

계열회사는 33 개, 연결대상 자회사는 총 26 개로, 해외패키지여행서비스, 출판 및 인쇄물 제작, 광고 대행 서비스, 전자상거래업, 여행정보서비스, 여객자동차 운송사업, 숙박시설 운영수탁업, 호텔업을 담당하고 있다.

Figure 9 하나투어 주주현황 (2014 년 1 분기)



자료: 하나투어 2014 년 1 분기보고서, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	353	390	442	506
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	353	390	442	506
판매비와관리비	312	346	382	426
영업이익 (조정)	40	44	60	79
영업이익	40	44	60	79
순이자손익	5	4	5	6
지분법손익	0	1	1	1
기타	3	3	3	3
세전계속사업손익	49	52	68	89
법인세비용	13	13	17	22
당기순이익	36	39	51	66
당기순이익 (지배주주지분)	34	37	48	63
EPS (지배주주지분, 원)	2,924	3,156	4,132	5,382

증가율&마진 (%)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액증가율	14.6	10.6	13.4	14.3
매출총이익증가율	14.6	10.6	13.4	14.3
영업이익증가율	1.9	9.9	34.7	32.6
당기순이익증가율	(3.8)	7.9	31.0	30.2
EPS 증가율	(3.8)	7.9	31.0	30.2
매출총이익율	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	11.4	11.4	13.5	15.7
당기순이익률	9.6	9.4	10.9	12.4

자료: 하나투어, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
영업현금	46	53	69	86
당기순이익	36	39	51	66
유무형자산상각비	5	6	6	6
기타	16	(0)	(0)	(0)
운전자본증감	(12)	8	12	14
투자현금	(42)	(7)	(7)	(2)
자본적지출	(8)	(7)	(7)	(2)
기타	(35)	(0)	(0)	(0)
재무현금	(15)	(21)	(14)	(18)
배당금	(12)	(12)	(14)	(18)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	(4)	(8)	0	0
기초현금*	194	183	207	256
기말현금*	183	207	256	322

자료: 하나투어, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

* Note: 단기금융자산 포함

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	278	314	376	459
현금및현금성자산	82	91	103	117
단기금융자산	101	117	153	205
매출채권	61	68	77	88
재고자산	0	0	1	1
기타유동자산	34	38	43	49
비유동자산	98	100	101	97
유형자산	35	38	41	39
투자자산	6	6	7	7
기타비유동자산	58	55	53	51
자산총계	377	413	477	557
유동부채	181	192	218	249
매입채무	54	60	68	77
단기금융부채	7	0	0	0
기타유동부채	120	132	150	171
비유동부채	3	2	3	3
장기금융부채	1	0	0	0
기타비유동부채	2	2	3	3
부채총계	184	194	220	252
지배주주지분	186	212	248	295
비지배주주지분	6	7	9	10
자본총계	193	219	256	305
BVPS (원)	16,027	18,227	21,335	25,373

자료: 하나투어, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2013	2014E	2015E	2016E
자기자본이익률 (%)	19.5	18.4	20.9	23.0
총자산이익률 (%)	9.9	9.9	11.5	12.8
재고자산보유기간 (일)	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회수기간 (일)	58.5	60.2	59.5	59.3
매입채무결제기간 (일)	55.7	53.3	52.6	52.4
순차입금/자기자본 (%)	(90.5)	(94.7)	(99.6)	(105.6)
이자보상배율 (x)	(8.0)	(11.4)	(12.9)	(13.7)

자료: 하나투어, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Initiating coverage

Korea / Leisure & Travel Services

13 June 2014

BUY

목표주가 **29,000** 원
현재주가 (10 June 2014) **21,250** 원

Upside/downside (%) 36.5
KOSDAQ 532.64
시가총액 (십억원) 268
52주 최저/최고 20,100 - 30,750
일평균거래대금 (십억원) 1.86
외국인 지분율 (%) 20.1

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E	Dec-16 E
매출액 (십억원)	147	166	196	229
영업이익 (십억원)	15.8	19.7	27.5	35.3
당기순이익 (십억원)	15.3	17.9	24.0	30.2
수정순이익 (십억원)	16.1	18.9	25.3	31.9
EPS (원)	1,278	1,501	2,008	2,530
EPS 성장률 (%)	(8.4)	17.5	33.7	26.0
P/E (x)	18.0	14.2	10.6	8.4
EV/EBITDA (x)	12.2	8.6	5.5	3.6
배당수익률 (%)	2.2	2.8	3.8	4.7
P/B (x)	3.2	2.6	2.3	1.9
ROE (%)	18.7	19.8	23.1	24.8
순차입금/자기자본 (%)	(90.5)	(85.5)	(92.3)	(98.0)

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(6.8)	(14.3)	(24.9)
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	(3.6)	(12.6)	(22.3)

정우창, Analyst
3774 6753 wcchung@miraeasset.com

최승환
3774 2147 sh.choi@miraeasset.com

모두투어 (080160 KQ)

이익성장+배당수익률

국내 2 위 도매 여행사인 모두투어에 대해 투자 의견 BUY 및 목표주가 29,000 원으로 커버리지를 개시. 현재 군소업체가 난립한 국내 시장환경에서, 모두투어는 구조적인 시장 성장의 수혜주로서 규모의 경제 및 탄탄한 재무구조에 기반하여 시장점유율을 지속 확대할 수 있을 것으로 보임.

국내 2위 아웃바운드 여행사

모두투어는 아웃바운드 여행객 수 기준 시장점유율 9%의 국내 제 2 위 아웃바운드 여행사임. 동사의 핵심 사업은 해외 패키지여행 사업으로, 2013년 연결 매출의 84%를 차지하고 있음.

여전히 풍부한 패키지여행 시장 성장잠재력

국내의 아웃바운드 여행 시장은 크게 패키지 시장 (전체 시장의 32%)과 자유여행 (FIT, 68%) 시장으로 구분됨. FIT 시장 확대가 향후 패키지여행 시장 축소로 이어질 가능성에 대한 우려가 점증하고 있으나, 이는 다소 지나치다는 판단. 향후 3년 (2014-2016) 간 FIT 시장 성장 속도에는 미치지 못하겠지만 패키지여행 시장 역시 가격 경쟁력과 편리성, 패키지여행을 선호하는 40대 이상 해외여행객의 급증에 따라 향후 3년 간 연평균 6% 성장을 보일 것으로 예상됨. 국내 패키지여행 시장은 국내 인구 고령화로 향후에도 성장이 지속될 것으로 판단.

하반기부터 이익 개선 전망

모두투어의 영업이익은 향후 3년 간 (2014-2016년) 연평균 31% 증가할 전망. 동기간 1) 해외여행객 수는 연평균 8.4%씩 증가하고, 2) 시장점유율은 3.4%p 증가하는 것으로 가정함. 분기 실적의 경우, 아웃바운드 여행시장의 회복과 작년 하반기 낮은 기저효과로 올 하반기부터 영업이익 증가율이 개선될 것으로 전망함.

배당수익률도 매력적

동사는 2013년 연결기준 배당성향 39%, 배당수익률 2.2%를 기록했으며 향후에도 30% 이상의 배당성향을 유지할 방침임. 배당성향 40%를 가정할 경우, 동사의 주당 배당금은 2013년 500원 대비 2016년 1,000원으로 증가할 것으로 추정되며, 이는 배당수익률로 4.7% 수준임.

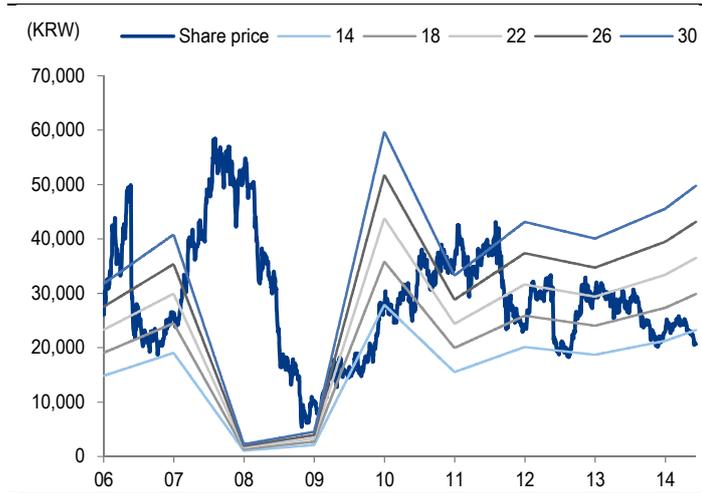
투자 의견 BUY 및 목표주가 29,000 원으로 커버리지 개시

작년 하반기와 올해 상반기 해외여행 패키지 부문 실적이 예상을 하회함에 따라, 모두투어 주가는 지난 12개월 동안 KOSPI 지수 대비 30% 언더퍼폼. 최근 주가하락으로 모두투어는 현재 12개월 forward P/E (2014년 하반기부터 2015년 상반기) 11.8 배로 거래되고 있으며, 이는 동사의 역사적 평균 밸류에이션 대비 -2σ 수준임. 올해 하반기부터 예상되는 해외여행시장 회복과, 규모의 경제에 힘입은 시장점유율 확대 등을 감안할 때 최근의 주가하락은 과도했다는 판단임. 모두투어에 대한 목표주가는 하나투어에 적용한 목표 P/E 대비 30% 할인율을 적용함.

투자의견 및 목표주가

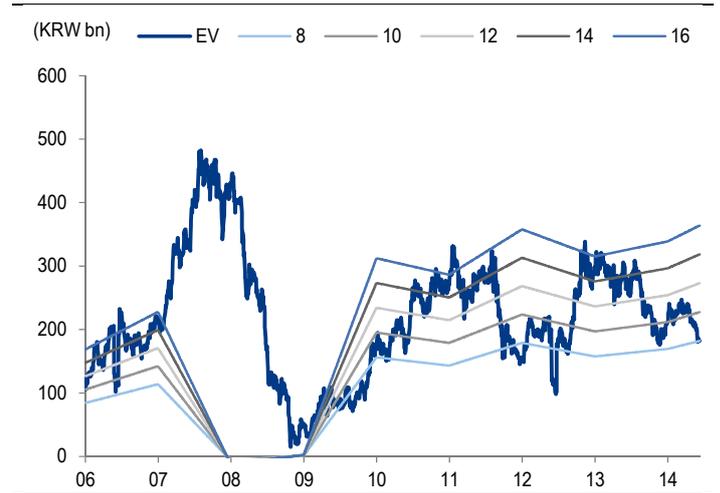
모두투어의 목표주가 산출을 위해 하나투어에 적용한 목표 P/E 대비 30% 할인율을 적용했다. 지난 1년 간 모두투어는 하나투어 대비 약 30% 할인되어 거래되고 있는데, 이는 주로 1) 동사의 해외여행 패키지 부문에서의 하나투어 대비 덜 강한 시장 지배력과 2) 상대적으로 불리한 수급 이슈에 기인한다. 동사의 하나투어 대비 상대적인 밸류에이션 디스카운트는 한동안 지속될 것으로 보인다.

Figure 1 모두투어 P/E 밴드 차트



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 모두투어 EV/EBITDA 밴드 차트



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 모두투어 P/E 추이



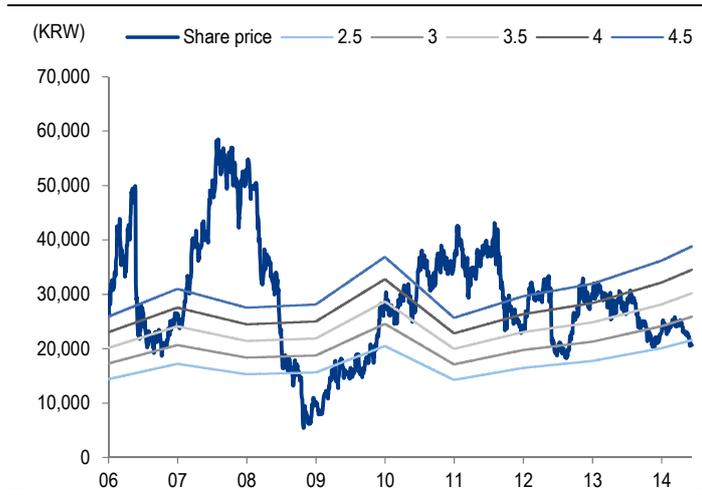
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 모두투어 EV/EBITDA 추이



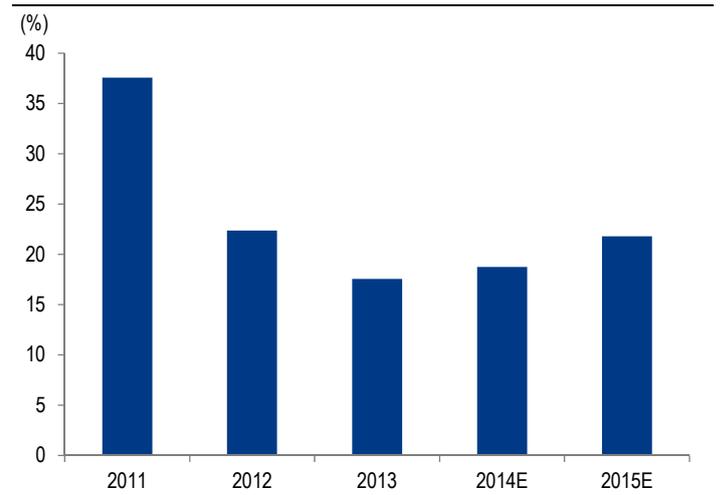
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 모두투어 P/B 밴드 차트



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 모두투어 ROE 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 이벤트와 주가

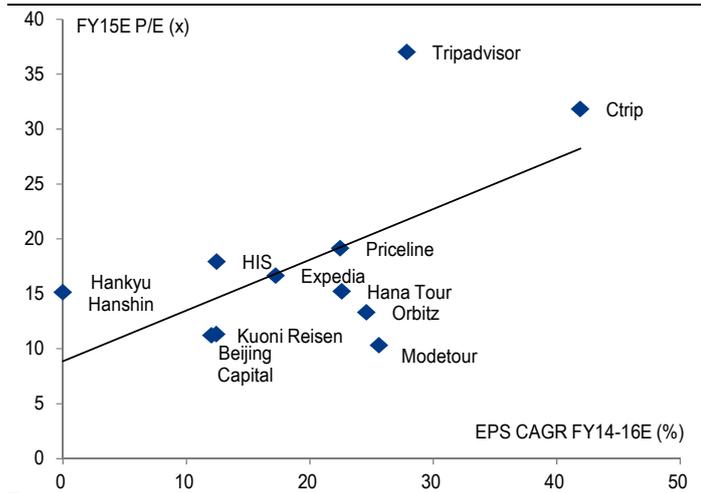


자료: 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 업체 대비 밸류에이션 비교

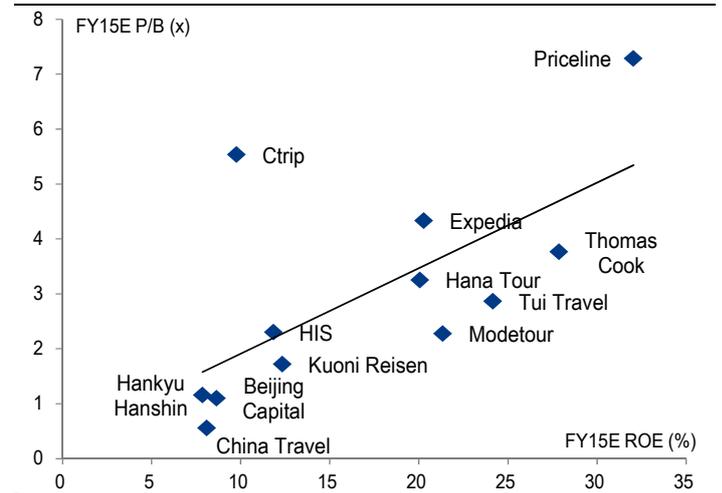
모두투어는 글로벌 동종업체와 이익 성장률 전망 (2014-2016 년 연평균 EPS 증가율)이 비슷함에도 불구하고 2015 년 예상 P/E 기준으로 현재 할인되어 거래되고 있다. 동사의 시총 규모가 상대적으로 작다는 것을 감안해도, 현재의 밸류에이션 할인폭은 과도하다는 판단이다. ROE 전망 역시 글로벌 동종업체 대비 유사함에도 불구하고 국내 여행사들은 2015 년 예상 P/B 기준으로 현재 할인을 받고 있다.

Figure 8 EPS CAGR FY14E-16E vs. FY15E P/E



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 FY15E ROE vs. FY15E P/B



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

2014 년부터 2016 년까지 향후 3 년 동안 모두투어의 영업이익은 31%씩 증가할 것으로 전망한다. 동 기간 해외여행객 수는 연평균 8.4%씩 증가하고, 시장점유율은 3.4%p 확대될 것으로 가정했다.

여행사의 가장 큰 비용요소인 판매수수료의 매출액 대비 비중은, 향후 3 년 간 (2014-2016 년) 40.2% 로 안정된 수준을 유지할 수 있을 것으로 가정한다. 한편, 규모의 경제 효과 증대에 따라 인건비 등 주요 고정비용의 매출액 대비 비중은 향후 3 년 간 지속적으로 축소되어, 영업이익률에도 긍정적인 영향이 예상된다.

현금 관리

동사는 2013 년 연결기준 배당성향 39%, 배당수익률 2.2%를 기록했으며 향후에도 30% 이상의 배당 성향을 유지할 방침이다. 또한 항공권 구매와 관련 국제항공운송협회 (IATA)의 규정에 따라 약 300 억원 (2014 년말 현금 및 단기금융자산의 34%)을 은행에 예치하고 있다. IATA 는 국내 여행사에게 항공요금의 50%를 보증금으로 예치하도록 규정하고 있다. 경영진은 국내 호텔사업 등 여타 여행관련 부문으로의 사업확장에 대비하여 순이익 중 배당금 지급액을 제외한 나머지 부분은 현금 보유할 방침이다.

Figure 10 모두투어 실적 추정

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2014E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2015E
매출액	36.5	30.6	43.9	36.0	147.0	40.4	33.1	50.7	42.0	166.1	46.4	39.2	60.3	49.8	195.6
패키지 여행	30.5	25.8	38.7	28.6	123.6	34.7	27.4	44.3	33.3	139.6	39.8	32.5	52.5	39.7	164.5
항공권	2.9	1.8	2.3	2.6	9.6	2.1	2.4	3.0	3.4	11.0	2.8	3.0	4.1	4.5	14.4
기타	3.1	2.9	3.0	4.8	13.7	3.5	3.4	3.4	5.3	15.6	3.8	3.7	3.7	5.6	16.8
영업이익	4.8	(0.0)	7.2	3.8	15.8	3.0	0.6	10.1	6.1	19.7	4.4	1.5	13.3	8.3	27.5
세전이익	5.5	1.3	8.4	4.9	20.1	4.1	1.6	11.1	7.1	23.9	5.7	2.8	15.2	8.3	32.0
순이익	4.2	0.8	6.2	4.1	15.3	3.0	1.2	8.3	5.3	17.9	4.3	2.1	11.4	6.2	24.0
Growth (% YoY)															
매출액	10.0	2.9	8.0	4.7	6.6	10.6	8.2	15.4	16.7	13.0	14.9	18.4	18.9	18.6	17.8
패키지 여행	10.8	8.2	12.7	4.3	9.2	13.7	5.9	14.5	16.1	12.9	14.7	18.8	18.7	19.3	17.9
항공권	(6.8)	(36.9)	(25.2)	(8.6)	(19.3)	(26.5)	28.5	31.1	34.0	13.9	29.9	29.1	33.5	31.6	31.3
기타	22.2	(0.7)	(9.6)	16.7	7.1	14.8	15.5	15.5	11.0	13.8	8.2	8.1	8.1	6.0	7.4
영업이익	(15.7)	T/N	(4.9)	(27.2)	(25.7)	(37.4)	T/P	39.8	58.1	24.6	48.1	171.1	31.8	36.4	39.7
세전이익	(13.6)	(60.8)	(2.7)	2.5	(12.7)	(26.4)	30.0	32.8	44.1	19.1	41.5	69.3	37.0	16.2	33.7
순이익	(13.8)	(66.4)	(8.1)	13.8	(13.4)	(28.2)	46.9	35.6	31.8	17.5	41.5	69.3	37.0	16.2	33.7
Margin (%)															
영업이익률	13.1	(0.1)	16.4	10.7	10.7	7.4	1.7	19.8	14.4	11.8	9.6	3.9	22.0	16.6	14.0
세전이익률	15.1	4.1	19.0	13.7	13.7	10.1	4.9	21.9	17.0	14.4	12.4	7.0	25.3	16.6	16.4
지배주주순이익률	11.6	2.7	14.0	11.3	10.4	7.5	3.7	16.4	12.7	10.8	9.3	5.3	18.9	12.5	12.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

회사 개요

사업구조

모두투어는 1989년에 설립된 여행사로, 전국 32개 지점 및 영업소와 괌, 사이판, 런던, 파리, 동경, 북경에 해외지사를 두고 있다. 시장점유율은 우리나라의 총 출국객 수 (승무원포함)와 동사의 해외 총 송객인원으로 산출 시 2013년 기준 9%이다. 2013년 연결 기준 해외 패키지여행 서비스가 매출액의 84%를 차지하고 있으며, 항공권 판매수수료가 매출액의 6.5%를 차지하고 있다.

연혁

모두투어는 1989년 국일여행사(주)로 설립된 여행업체로, 2005년 코스닥에 상장했다. 대리점을 통한 간접판매가 동사의 주된 영업형태이다. 국내 여행업계는 2007년 12월말 기준 10,681개의 업체가 난립했으나 2010년을 기점으로 동사와 하나투어 등 대형 업체의 비중이 커지고 있으며, 2013년 12월말 기준 업체 수는 9,577개로 줄어들었다. 동사 역시 2014년 4월에 자유투어 주주총회에서 이사 4명을 확보하여 경영권을 확보했다.

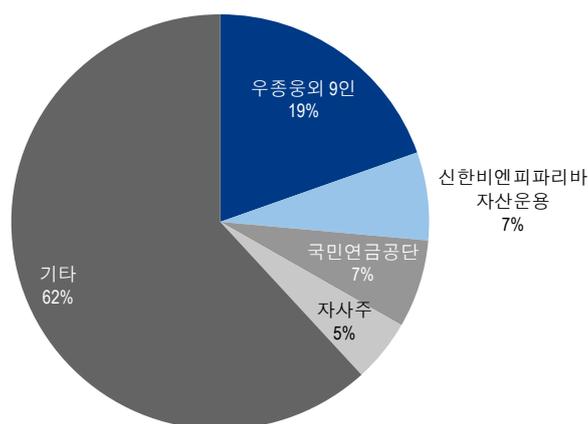
경영진

최대주주이자 설립자인 우중웅 회장은 1974년 고려여행사에 입사해 여행업 경력을 시작했고, 1989년 모두투어의 전신인 국일여행사를 공동 창업했다. 대표이사 사장은 역임한 홍기정 부회장과 현 대표이사 한옥민 사장 역시 국일여행사의 창립 멤버로 이 회사에 20년 이상을 재직했다.

지분구조 및 자회사

최대주주 및 특수관계인이 19.6%의 지분을 소유하고 있다. 연결대상 자회사는 숙박, 음식소매업을 담당하는 (주)모두관광개발 (100% 지분), 온라인호텔예약업을 담당하는 (주)모두투어에이치앤디 (84.6% 지분), 일반여행업을 담당하는 (주)모두투어인터내셔널 (67.5% 지분), 일반여행알선업을 담당하는 (주)크루즈인터내셔널(89.9% 지분), 모두투어자기관리부동산투자회사(67.7%지분) 등 총 5개이다.

Figure 11 모두투어 주주구성 (2014년 1분기)



자료: 모두투어 2014년 1분기보고서, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	147	166	196	229
매출원가	2	2	2	2
매출총이익	145	165	194	227
판매비와관리비	130	145	166	191
영업이익 (조정)	16	20	27	35
영업이익	16	20	27	35
순이자손익	2	2	2	2
지분법손익	0	0	0	0
기타	3	3	3	3
세전계속사업손익	20	24	32	40
법인세비용	5	6	8	10
당기순이익	15	18	24	30
당기순이익 (지배주주지분)	16	19	25	32
EPS (지배주주지분, 원)	1,278	1,501	2,008	2,530

증가율&마진 (%)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액증가율	6.6	13.0	17.8	16.9
매출총이익증가율	6.4	13.1	17.8	17.0
영업이익증가율	(25.7)	24.6	39.7	28.6
당기순이익증가율	(8.4)	17.5	33.7	26.0
EPS 증가율	(8.4)	17.5	33.7	26.0
매출총이익율	99.0	99.0	99.1	99.2
영업이익률	10.7	11.8	14.0	15.4
당기순이익률	11.0	11.4	12.9	13.9

자료: 모두투어, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
영업현금	15	23	31	37
당기순이익	15	18	24	30
유무형자산상각비	1	1	1	1
기타	9	0	0	0
운전자본증감	(10)	3	5	5
투자현금	(4)	(11)	(1)	(1)
자본적지출	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	(3)	(10)	0	0
재무현금	(8)	(7)	(8)	(10)
배당금	(5)	(6)	(7)	(10)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	1	(1)	(1)	0
기초현금*	80	83	88	109
기말현금*	83	88	109	136

자료: 모두투어, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

* Note: 단기금융자산 포함

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	117	127	155	190
현금및현금성자산	36	41	48	57
단기금융자산	46	47	61	80
매출채권	22	25	29	34
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	12	14	16	19
비유동자산	35	45	45	45
유형자산	10	10	10	10
투자자산	19	29	29	29
기타비유동자산	7	6	6	6
자산총계	152	172	200	234
유동부채	57	64	75	87
매입채무	0	0	0	0
단기금융부채	1	1	0	0
기타유동부채	56	63	75	87
비유동부채	6	6	7	8
장기금융부채	1	0	0	0
기타비유동부채	5	6	7	8
부채총계	63	70	81	95
지배주주지분	89	101	118	139
비지배주주지분	0	0	1	1
자본총계	90	102	119	139
BVPS (원)	7,094	8,039	9,368	10,999

자료: 모두투어, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2013	2014E	2015E	2016E
자기자본이익률 (%)	18.7	19.8	23.1	24.8
총자산이익률 (%)	10.1	11.1	12.9	13.9
재고자산보유기간 (일)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권회수기간 (일)	61.0	51.5	50.6	50.7
매입채무결제기간 (일)	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금/자기자본 (%)	(90.5)	(85.5)	(92.3)	(98.0)
이자보상배율 (x)	(9.2)	(11.7)	(14.0)	(14.4)

자료: 모두투어, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (2개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
 HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 REDUCE : 현주가 대비 목표주가 10% 초과
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과
 NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 UNDERWEIGHT : 현 업종지수 대비 -10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
 [작성자 : 정우창, 최승환]

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수		취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가					

Target Price and Recommendation Chart

하나투어 (039130 KS)



Date	Recommendation	12m target price
2014-06-13	BUY (Initiate)	84,000

모두투어 (080160 KQ)



Date	Recommendation	12m target price
2014-06-13	BUY (Initiate)	29,000