LEADING

Company Report

하나투어(039130)

2019년 3월 20일

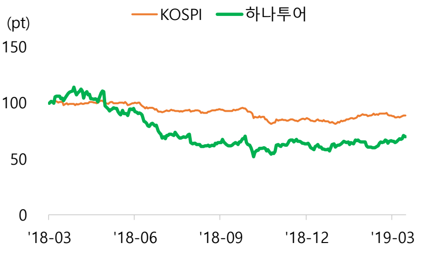
해외여행이 경기 타나요?

BUY(신규)

목표주가	93,000 원
현재주가	76,000 원
목표수익률	22.4%
Key Data	2019 년 3 월 19 일
산업분류	코스피 서비스업
KOSPI (pt)	2,177.62
시가총액 (억원)	8,828
발행주식수 (백만주)	11.6
외국인 지분율 (%)	12.8
52 주 고가 (원)	124,500
저가 (원)	56,700
60 일 일평균거래대금 (십억원)	9.2
주요주주	(%)
박상환 외 4인	13.4

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	12.6	11.0	-34.2
상대주가	14.0	17.6	-25.2

Relative Performance



LEADING RESEARCH
Analyst 서형석
hsseo@leading.co.kr
+822-2009-7086

1. 목표주가, 93,000원 신규 제시

투자의견 '매수' 및 목표주가 '93,000원' 제시하며, 신규 커버리지 개시. 목표가는 12M Fwd EPS 2,902원에 Target PER 32배 적용하여 산출. Target Valuation은 동사의 과거 3년간 평균 Valuation Multiple을 반영.

2. 실적 전망

'19년 연결기준 예상실적은 매출액 9,068억원(YoY+9.5%), 영업이익 420억원(67.5%) 전망. 핵심은 본업 회복 및 일본 노선 정상화, 국내 자회사의 턴어라운드가 기대된다는 측면.

주력 매출원인 PKG상품 관련 실적 개선 기대. 이는 ① **해외여행은 사치재 아닌 필수재**. 일시적으로 경기 및 사회적 변동에 민감하게 반응하나, 장기적으로 탄력적인 복원력을 보여주는 성숙한 산업. 과거 해외여행 수요는 제반 시장변화에 12개월~18개월 주기로 회복. ② **PKG 여행의 가성비**. 올해는 전반적인 국내 경기 부진 영향과 가성비 높은 PKG 여행의 특수성이 맞물려 수요 개선을 기대. ③ **GRAND TOUR의 대중화 원년**. 향후 해외여행 수요도 양극화가 표면화되면, 보급형 PKG상품과 프리미엄 PKG상품 간의 차별성은 중요한 이슈가 될 전망. 'Grand Tour'는 프리미엄 여행상품의 대표 모델로 성장 기대 ④ **에코 여행 문화의 신규 수요 창출**. 미세먼지 등 환경문제의 심각성이 부각. 해외여행의 원천적 수요증가 요인.

일본 노선 정상화. 이는 ① '11년 후쿠시마 원전 사고 당시 12개월간 최장 역성장. 1월 유행한 인플루엔자도 진정 국면. '19년 2분기 회복 시그널발생 기대. ② '20년 7월 일본 도쿄 올림픽 개최 예정. 일본 노선의 이연수요는 도쿄 올림픽 기간까지 회복될 것으로 판단. 일본 노선의 턴어라운드시, 뚜렷한 실적 개선 모멘텀을 보여줄 것으로 기대.

Valuation Forecast

구분	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	억원	4,594	5,955	6,823	8,282	9,068
영업이익	억원	447	209	408	251	420
세전이익	억원	469	239	380	237	441
순이익	억원	342	75	127	133	344
지배순이익	억원	317	80	130	111	337
PER	배	42.09	95.55	92.28	72.00	26.19
PBR	배	6.78	4.05	5.84	4.00	4.27
EV/EBITDA	배	24.08	19.39	18.90	16.02	12.72

Source: Leading Research Center, K-IFRS 연결기준

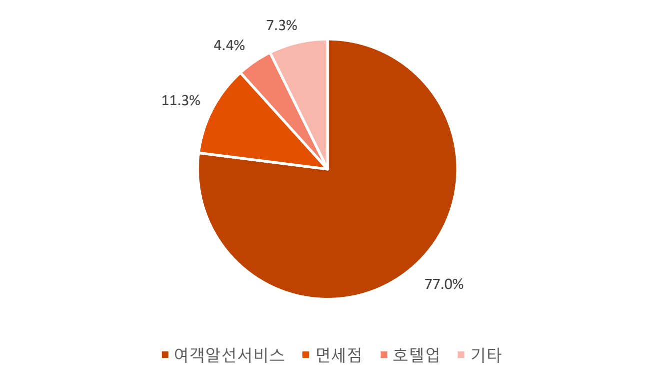
3. 경쟁력으로 포장된 PKG여행

'18년 3분기 연결기준 매출은 여객 알선 서비스 5,091억원(매출비중: 77.0%), 면세점 744억원(11.3%), 호텔업 287억원(4.4%) 순으로 구성. 매출비중이 높은 패키지 여행부문의 성장 궤적에 따라 높은 실적 의존도 유지. 실적과 패키지 송출객수 추이가 동일한 궤적을 유지하고 있다는 점이 증명. 최근 국내 여행산업의 주요 변수를 감안시, '19년 본격적인 턴어라운드를 예상. 판단의 근거는 다음과 같음.

① **해외여행은 사치품 아닌 필수재**. 국내 여행산업은 단기적으로 경기 및 사회적, 문화적 변동에 민감하게 반응하나, 장기적 측면에서는 탄력적인 복원력을 보여주는 성숙한 비즈니스. 이는 여행상품 및 수요가 필수품으로 인식되고 있기 때문이며, 해외여행 경비 부담 감소와 여행 소비 계층의 확대 등으로 탄탄한 소비층 구축이 원인.

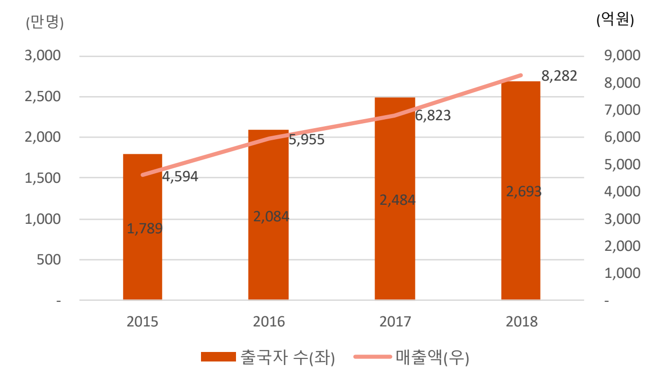
이러한 산업환경 특징은 '18년~'19년도 재연 전망. '18년도 Outbound 패키지 관광 업황은 2월 평창동계올림픽, 6월 월드컵 및 지방선거 등 연속된 사회적 문화적 대형 이벤트 발생으로 부진한 실적 달성. 반면 '19년 여행산업은 본격적인 회복기의 초기 국면으로 판단. 과거 여행 수요는 시장 환경 변화에 12개월~18개월 주기로 회복되었고, 해외 여행문화는 사치품이 아닌 필수품으로 인식되기 때문.

Exhibit 1. '18 년 3 분기 기준 매출비중 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 2. 출국자 수와 동사 매출액 추이



Source: Company data, Leading Research Center

② **PKG 여행의 가성비**. 전통적으로 순수 관광수요 회복기에는 FIT(Free/Foreign Independent Tour)여행에서 PKG 여행 순으로 증가하는 경향을 보임. PKG여행은 예약부터 출발까지 리드 타임이 평균 30일~40일이 소요되기 때문. 단기간 내 여행을 계획하는 고객들에게 FIT여행이 편리. PKG여행은 리드타임이 긴 반면 싼 가격의 항공권 및 호텔, 티켓 제공이 가능하다는 장점 보유. '17년은 Golden Week 및 확정된 공휴일이 많아 FIT 여행객 중심의 성장 주도.

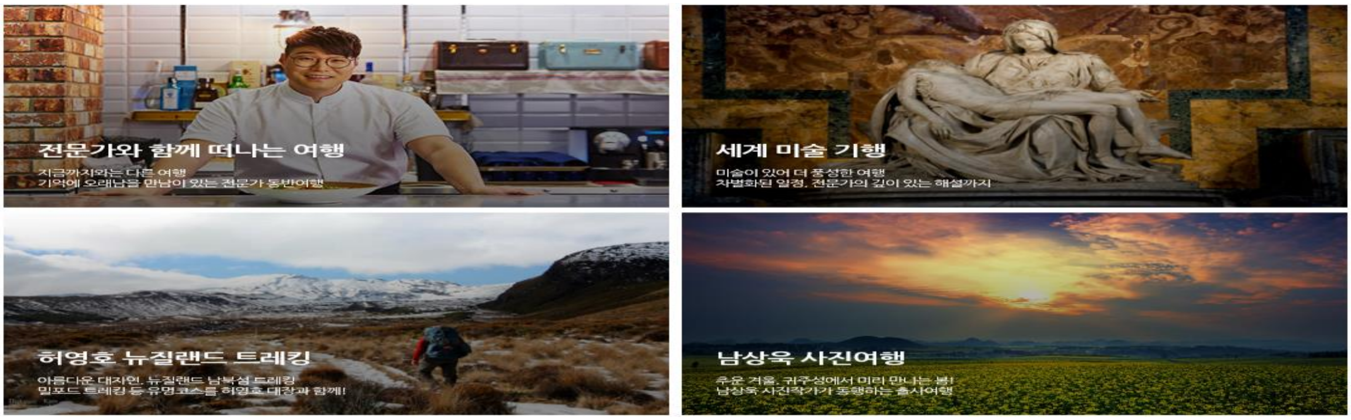
반면 '19년도는 화요일, 목요일 위주의 공휴일이 많아 여행기간에 주말 포함이 불가피하고, 여행기간도 단기화될 것으로 전망. FIT여행이 PKG여행 대비 더 높은 여행비용을 요구되는 환경이 조성되고 있다는 판단. 올해는 전반적인 국내 경기 부진 영향과 가성비 높은 PKG 여행의 특수성이 맞물려 수요 개선을 기대할 수 있을 전망.

물론 동사는 여행소비의 구조적 변화인 FIT의 대중화에 대응하기 위해 '모하지'를 지난 1월 런칭. 향후 '투어팁스'와 결합으로 사업확장을 통해 소비변화에 대응할 계획. PKG여행과 FIT여행 비즈니스의 변화에 능동적으로 대응이 가능한 구조적 변화를 계획.

③ **GRAND TOUR의 대중화 원년**. 'Grand Tour'의 정의는 17~19세기 영국 상류층 자제들이 가정교사를 대동한 유럽여행을 의미. 동사는 Grand Tour를 전문가와 공동기획으로 새로운 PKG여행 테마 상품화하여 전문성과 차별성을 구축. 스타 세프와 함께 여행을 떠나 함께 즐기는 미식여행이나, 미술 전문가가 동행하는 세계 미술 기행, 전문가와 함께 레포츠와 액티비티를 즐기는 여행 등 특정 주제를 여행의 목적으로 전문성과 차별성을 부각. 고객에게는 여행의 가치를 부양시키고, 동사는 PKG여행의 차별화를 통한 새로운 부가가치 창출을 모색.

향후 국내 해외여행 수요의 양극화가 표면화될 것이고, 보급형 PKG상품과 프리미엄 PKG상품 간의 차별성은 중요한 이슈가 될 전망. 동사의 'Grand Tour'는 프리미엄 여행상품의 대표 모델로 성장할 것으로 기대.

Exhibit 3. 하나투어 Grand Tour PKG 상품 예시



Source: Company data, Leading Research Center

④ **<에코 여행 문화> 신규 창출**. '19년 사회적 최대 이슈는 <미세먼지>. 환경문제는 이제 4계절 이슈. 경제/사회/문화적으로 새로운 수요를 창출할 전망. 제조업 뿐만 아니라, 대표적 서비스 산업인 여행산업에도 에코 여행 수요가 새롭게 부각될 것으로 기대.

미세먼지 등 환경문제의 심각성이 부각되고 있는 상황이 단기간 해소되기 어렵다는 점을 고려시, 해외여행의 원천적 수요 증가 요인으로 작용할 것으로 전망. '19년이 <에코 여행 문화>가 정착하는 해가 될 것으로 예상. 이를 증명하듯 3월초 기준 전년동기 대비 예약률이 3월 -12.1%, 4월 -4.4%에서 5월 +3.0%로 상승 전환. 물론 5월의 특수성이 존재하나, 계절적 특수성은 향후 강화될 것으로 전망.

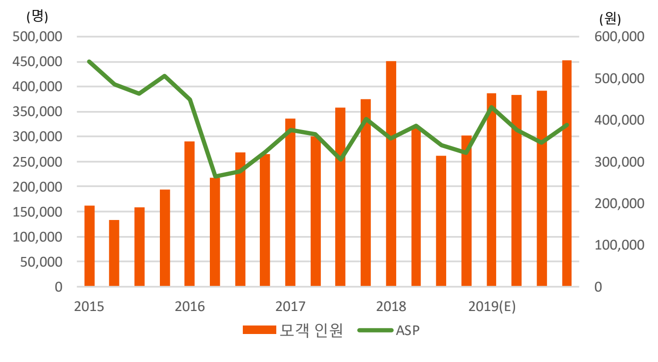
4. 이슈 판단, 일본과 모하지, 자회사

① 일본 노선, 2분기 회복 기대

'18년 6월 오사카 지진에 이어 '19년 1월 일본 인플루엔자 이슈가 부각되며, 일본노선의 부진과 해외 자회사 하나투어 재팬의 실적 회복 지연. 인플루엔자 이슈는 일회성 요인으로 판단. 오히려 일본 노선의 이연수요 효과를 감안한다면, '19년은 일본 노선 실적이 정상화된다는 시각이 합리적이라는 판단.

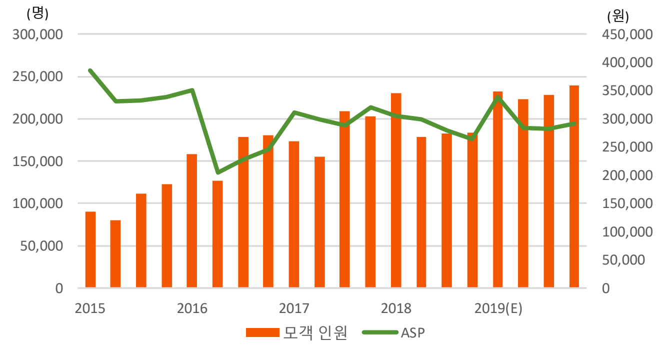
일본 노선 정상화의 판단의 근거. ⓐ 과거 '11년 3월 후쿠시마 원전 사고 당시 일본 노선은 12개월간 최장 역성장 기록. '19년 2분기는 오사카 지진 이슈에서는 벗어날 것으로 기대. 1월 유행한 인플루엔자도 최근 진정 국면 진입으로 판단. '19년 2분기 일본 노선의 회복 시그널을 보여줄 것으로 기대. ⓑ '20년 7월 일본 도쿄 올림픽 개최 예정. 일본 노선의 이연수요는 도쿄 올림픽 기간까지 회복될 것으로 판단. 일본 노선의 턴어라운드시, 뚜렷한 실적 개선 모멘텀을 보여줄 것으로 기대.

Exhibit 4. 일본 PKG 관광객 수 및 ASP 추이



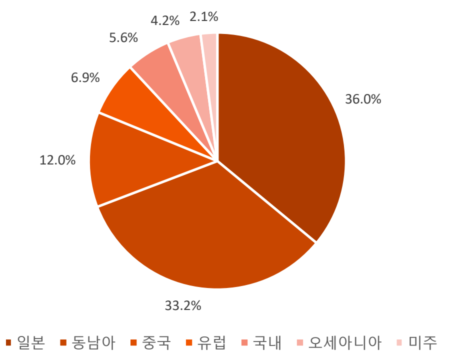
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 5. 일본 FIT 관광객 수 및 ASP 추이



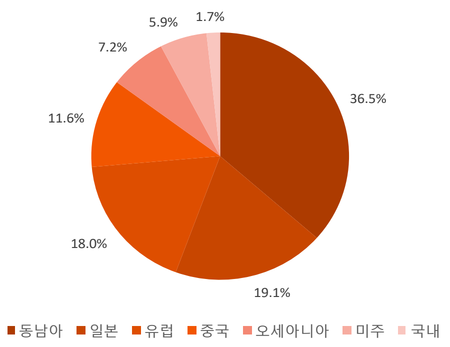
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 6. 송출 지역별 모객 비중



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 7. 송출 지역별 매출 비중



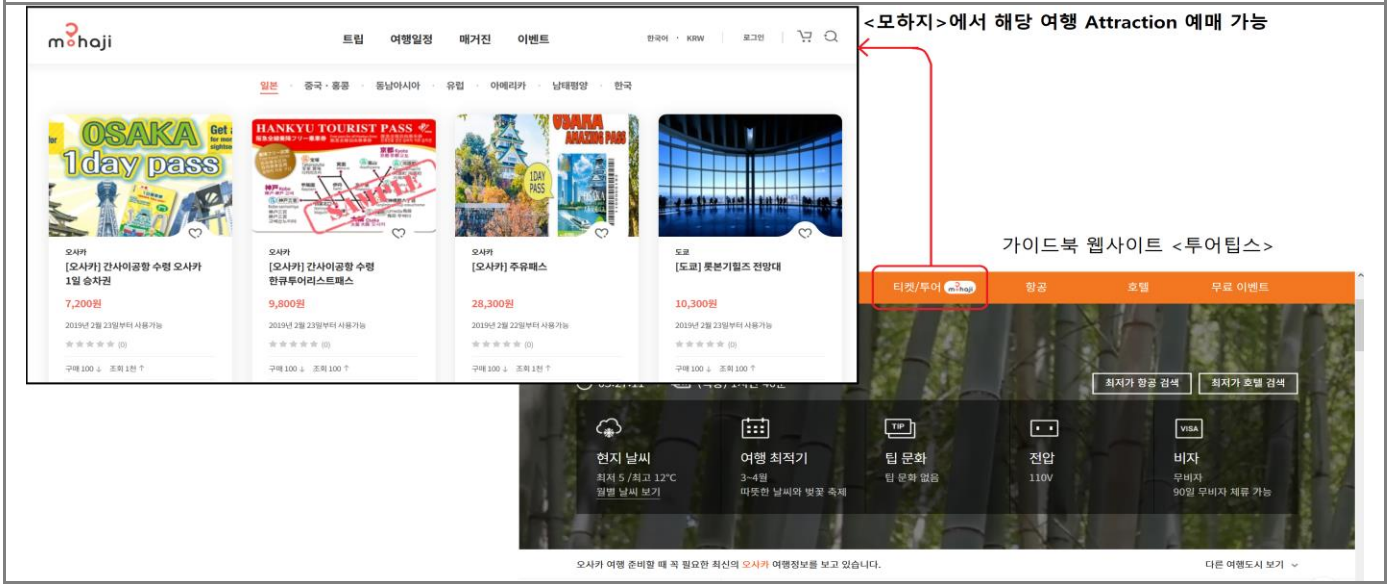
Source: Company data, Leading Research Center

② 플랫폼 서비스, <모하지>

'19년 1월 <모하지> 런칭. 관광 가이드와 자유여행 관광객을 연결하는 플랫폼 서비스. 하나투어 소속 현지 가이드의 PKG 옵션 여행 Attraction 상품 등을 FIT 고객들에게 정상가 대비 50% 저렴한 가격에 제공하는 플랫폼. 향후 FIT 여행객 커뮤니티인 <투어팁스>와의 시너지 효과를 창출 할 것으로 전망.

<투어팁스>는 여행 가이드북 전문 플랫폼으로 유저 제작 가이드북을 배포하는 웹사이트. 동사의 최종적인 목표는 동사 FIT 전문 웹사이트인 <하나Free>와, <모하지>, <투어팁스>의 상호 호환을 통해 PKG, FIT 고객의 경계를 허무는 종합 여행 플랫폼으로 구축될 전망.

Exhibit 8. <투어팁스>와 <모하지>연동



Source: Company data, Leading Research Center

③ 자회사 동향

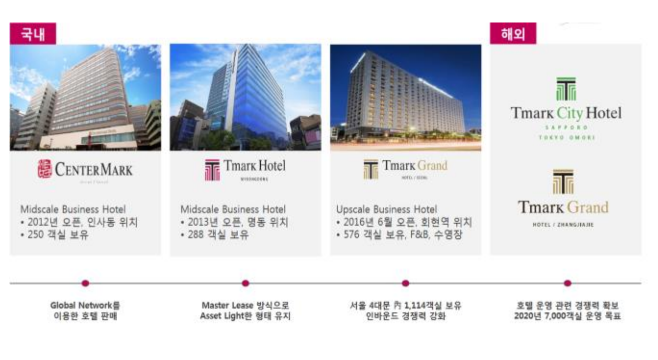
국내 SM면세점과 호텔사업은 Inbound 관광객 증가 여부가 핵심. 면세점의 내부적 변화는 '17년 2분기 이후 턴어라운드를 위한 구조조정은 진행. 고정비 축소와 불량재고 정리, Apparel 축소 등 체질 개선 작업 마무리. 외형성장 보다 수익성 개선에 초점.

메디포스트와 JV 설립 후 제대혈 줄기세포 배양액을 함유한 기능성 화장품 신규 브랜드도 출시 예정. 자체 PB 화장품을 출시 준비 중. 결국, Inbound 관광객 증가가 확인이 선행되어야 내부적 구조조정의 변화 효과가 가시화될 것으로 판단.

해외 자회사는 <HANATOUR JAPAN>, <HANATOUR CHINA> 등이 있음. 해외부문 모멘텀으로는 비자발급 센터 운영 확장에 따른 추가 수익 인식. '15년 9월에 오픈한 중국 칭다오, 광저우 비자센터는 대한민국 법무부에서 라이선스 부여 후 비자 발급 업무를 대행하는 사업.

중국기업과 JV로 진행하며 실질적인 영업 및 운영은 중국 파트너가 담당. 영업이익을 7:3 (하나투어:파트너사)의 비율로 배분하여 기타 수익으로 인식. 별도 비용이 발생하지 않는 수익으로, 오픈 후 3년간, 연평균 30억원의 수익 기록. '19년도 중국 청도, 우한, 상해 지역 및 베트남 2개 지역에 추가로 라이선스를 획득 했으며 올해 6월 오픈 예정. 해외 총 7개의 비자센터로부터 연간 70억원의 이익 기여 예상.

Exhibit 9. 호텔 비즈니스



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 10. 인사동 시내 SM 면세점

Source: Company data, Leading Research Center

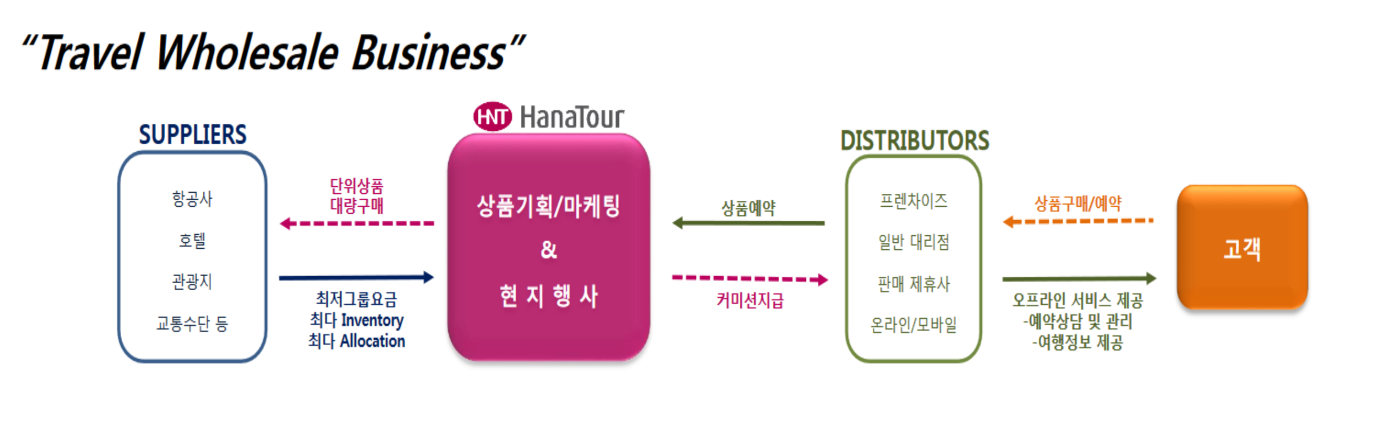
5. 기업 개요

동사는 국내 여행사를 통해 패키지 (PKG), 자유여행 (FIT) 등 Outbound 여행상품을 판매하는 국내 1위 여행 에이전트이며 여행상품 외에 호텔, 면세점 등 관광업 전반의 서비스 사업을 운영. '18년도 4분기 기준 공식 인증 대리점 1,009개, 일반대리점 5,114개, 카드사, 마트 등 판매 제휴사 1,470개로 총 7,500여개의 유통채널 확보.

사업부문은 **여행알선서비스** 및 면세점, 호텔 등의 **국내 자회사**, 하나투어 재팬 등 **해외 자회사**로 구분. '18년도 송출 지역별 매출 비중은 동남아 36.5%, 일본 19.1%, 유럽 18.0%, 중국 11.6%, 오세아니아 7.2%, 국내 1.7% 순으로 구성.

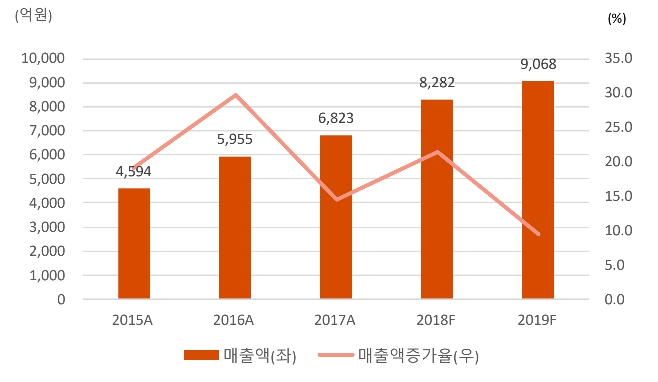
동사의 '19년 연간 실적 가이던스는 매출액 9,545억원, 영업이익 602억원 제시.

Exhibit 11. 하나투어 여행상품 유통 모델



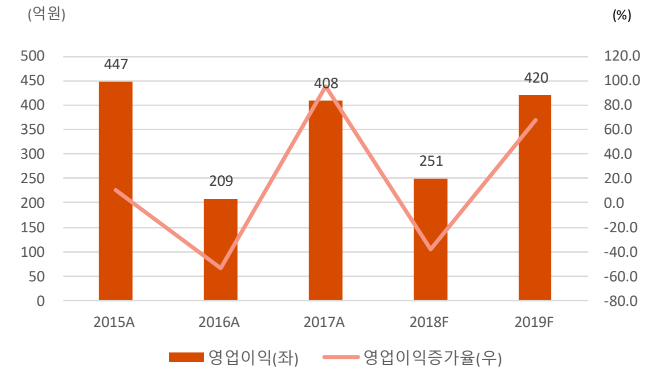
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 12. 매출액 및 매출증가율 추이



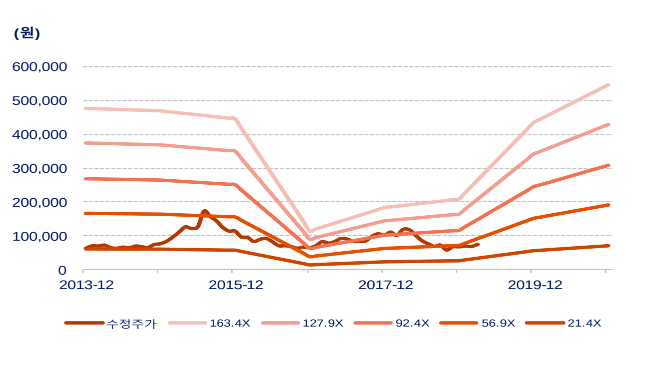
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 13. 영업이익 및 영업이익증가율 추이



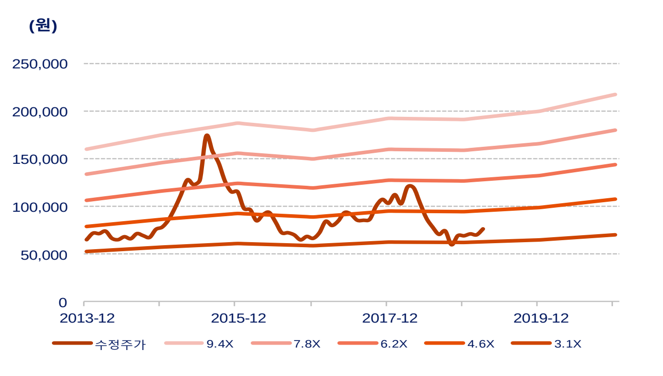
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. PER band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 15. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
자산총계	5,044	5,202	6,047	6,874	7,153
유동자산	3,402	3,457	4,303	4,690	4,881
현금및현금성자산	1,465	1,560	2,284	1,193	1,241
단기금융자산	731	298	255	1,185	1,233
매출채권및기타채권	695	967	980	1,226	1,276
재고자산	93	243	146	534	556
비유동자산	1,641	1,746	1,745	2,183	2,272
장기금융자산	532	409	396	449	467
관계기업등투자자산	212	118	112	94	97
유형자산	593	918	826	1,130	1,176
무형자산	169	159	139	179	186
부채총계	2,871	3,082	3,633	4,465	4,672
유동부채	2,754	2,867	3,431	3,808	3,962
단기차입부채	223	73	171	613	638
기타단기금융부채	3	4	6	7	7
매입채무및기타채무	1,145	1,237	1,446	1,751	1,822
비유동부채	116	215	202	658	710
장기차입부채	82	129	84	449	467
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	2,173	2,121	2,415	2,408	2,481
지배주주지분*	1,969	1,895	2,048	1,997	2,069
비지배주주지분	204	226	367	412	412

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	4,594	5,955	6,823	8,282	9,068
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,594	5,955	6,823	8,282	9,068
판매비와관리비	4,147	5,746	6,415	8,031	8,648
영업이익	447	209	408	251	420
EBITDA	546	384	613	473	661
비영업손익	22	30	-28	-14	21
이자수익	37	23	22	30	27
이자비용	4	6	7	19	18
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-14	-10	11	-32	9
관계기업등관련손익	-5	-2	-15	-4	3
기타비영업손익	8	25	-38	11	0
세전계속사업이익	469	239	380	237	441
법인세비용	128	164	253	104	97
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	342	75	127	133	344
지배주주순이익*	317	80	130	111	337
비지배주주순이익	24	-5	-3	22	7
기타포괄손익	6	5	-46	-4	-99
총포괄손익	347	80	81	129	245

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	350	275	662	-109	641
당기순이익	342	75	127	133	344
현금유입(유출)이없는수익(비용)	289	435	658	423	317
자산상각비	99	175	205	222	241
영업자산부채변동	-197	-73	23	-406	67
매출채권및기타채권감소(증가)	-71	-235	-174	-162	-50
재고자산감소(증가)	-82	-151	70	-23	-22
매입채무및기타채무증가(감소)	-31	17	91	106	71
투자활동현금흐름	-9	67	-218	-1,204	-373
투자활동현금유입액	1,383	1,043	510	737	0
유형자산	4	8	4	4	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	1,392	976	728	1,941	373
유형자산	164	480	214	159	243
무형자산	81	41	38	66	51
재무활동현금흐름	-24	-255	329	240	-228
재무활동현금유입액	299	222	752	672	43
단기차입부채	169	111	278	629	25
장기차입부채	71	76	42	42	18
재무활동현금유출액	162	308	253	251	105
단기차입부채	139	301	231	217	0
장기차입부채	10	7	20	12	0
기타현금흐름	0	0	-0	-39	9
연결범위변동효과	0	0	0	-0	0
환율변동효과	9	9	-50	20	0
현금변동	326	96	723	-1,091	48
기초현금	1,139	1,465	1,560	2,284	1,193
기말현금	1,465	1,560	2,284	1,193	1,241

투자지표

(단위: 원,배,%)	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	2,732	692	1,116	956	2,902
BPS*	16,952	16,312	17,628	17,187	17,811
CFPS	3,013	2,368	5,703	-936	5,516
SPS	39,550	51,268	58,738	71,294	78,063
EBITDAPS	4,703	3,308	5,281	4,073	5,694
DPS (보통,현금)	1,500	1,500	1,500	1,429	1,429
배당수익률 (보통,현금)	1.2	2.2	1.4	2.1	1.9
배당성향 (보통,현금)	52.2	206.6	128.0	149.6	49.2
PER*	42.1	95.6	92.3	72.0	26.2
PBR*	6.8	4.1	5.8	4.0	4.3
PCFR	38.2	27.9	18.1	-	13.8
PSR	2.9	1.3	1.8	1.0	1.0
EV/EBITDA	24.1	19.4	18.9	16.0	12.7
재무비율					
매출액증가율	19.2	29.6	14.6	21.4	9.5
영업이익증가율	10.6	-53.2	95.1	-38.6	67.5
지배주주순이익증가율*	-3.5	-78.0	68.9	4.9	158.0
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	9.7	3.5	6.0	3.0	4.6
EBITDA이익률	11.9	6.5	9.0	5.7	7.3
지배주주순이익률*	7.4	1.3	1.9	1.6	3.8
ROA	9.5	4.1	7.3	3.9	6.0
ROE	16.8	4.2	6.6	5.5	16.6
ROIC	-52.6	-23.3	-41.5	-95.0	120.5
부채비율	132.1	145.3	150.4	185.4	188.3
차입금비율	14.0	9.5	10.5	44.1	44.5
순차입금비율	-81.3	-76.3	-92.4	-52.3	-52.8

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

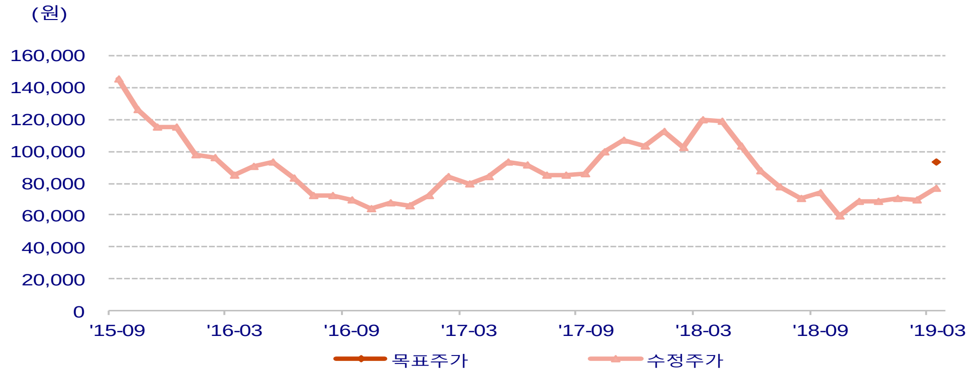
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

하나투어(039130)	
일자	2019-03-20
투자의견	BUY(신규)
목표주가	93,000 원
괴리율(%)	
평균주가대비	-
최고(최저)주가대비	-

** 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용*



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2018.12.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%

*©. 2019 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*