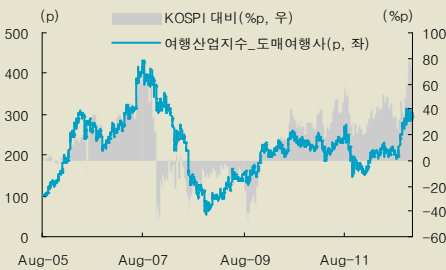


종목	투자 의견	목표주가
하나투어(039130)	매수(신규)	76,300원
모두투어(080160)	매수(신규)	40,300원

12개월 업종 수익률



자료: WISEFn-WICS

인바운드 효과 그 이상

리레이팅을 가능케 하는 다섯 가지 변화

인바운드만으로 최근 하나투어와 모두투어의 주가 상승을 온전히 설명해낼 수 있을까? 결론을 말하자면 인바운드는 리레이팅을 가능케 한 여러 이유 중 하나에 불과하다. 여행산업 저변에서 긍정적인 변화들이 일어나고 있다. 1) 내국인 해외여행 수요 회복 국면 진입, 2) 공급자와의 협상력 증가, 3) 상위업체로의 집중화 가속, 4) 소비패턴 변화, 5) 인바운드 시장 모멘텀 확보 측면에서 여행 산업을 재조명할 필요가 있다.

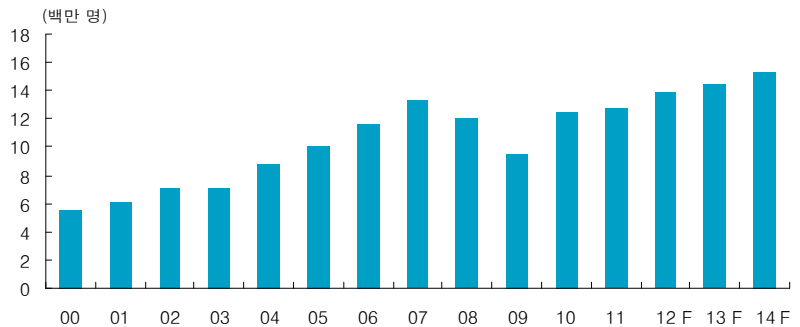
아웃바운드 재조명

내년 출국자수는 올해 대비 7.4% 증가한 1,461만명, 2014년 출국자수는 4.4% 증가한 1,525만명으로 추정된다. 2011년 자연재해로 인한 이연수요가 2012년에 집중됐고, 2013년 이후에는 견조한 경제성장과 우호적 환율 여건으로 회복기에 진입할 것으로 예상된다. 외형 성장뿐 아니라 수익성 제고에 긍정적인 환경도 마련됐다. 항공권 공급 확대, 호텔 확보 및 호텔앤에어 설립으로 협상력을 확보하고, 제로커미션 정책으로 규모의 경제를 달성한 상위 도매여행사로의 집중 현상이 가속화되고 있다. 2005년 하나투어와 모두투어의 합계 M/S는 12.3%에 불과했으나 2011년 현재 25.8%에 달한다.

대표 여행주인 하나투어, 모두투어 추천

대표 여행업체 하나투어와 모두투어를 추천한다. 2013년 하나투어와 모두투어의 EPS 증가율은 각각 올해대비 24%, 42%로 예상된다. 하나투어는 외형확대 대신 원가통제에 집중할 전망으로 영업이익률은 올해 14%에서 내년 16%로 상승하여 수익성이 제고될 것이다. 모두투어는 전문판매점 확보로 시장보다 빠른 매출액 증가(+26.5%, YoY)가 예상되며 규모의 이익으로 영업이익률 18%를 달성할 전망이다.

내국인 출국객수 추정



주: 2013, 2014년 출국자수는 당사 추정치  
 자료: 한국여행업협회, 한국투자증권

## Sector report focus

### □ 리포트 작성 목적

- 인바운드에 가려진 아웃바운드 시장의 체질개선에 주목
- 아웃바운드 시장에서 나타나는 5가지 긍정적 변화 분석
- 여행업의 호텔산업 진출 러쉬와 각 사 호텔 진출 전략 비교
- 모두투어 및 하나투어 목표주가 제시

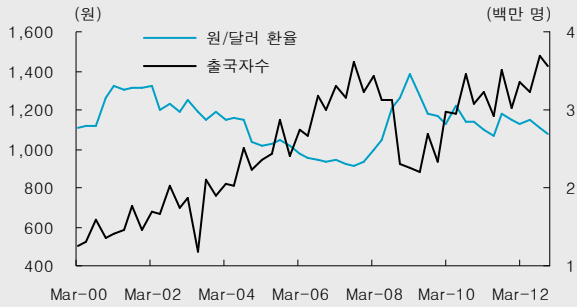
### □ 핵심 가정 및 valuation

- 내국인 출국인수 방한 외국인수 주요 가정(2012~2014년)

	내국인 출국인수	증감률 (YoY)	방한 외국인수	증감률 (YoY)
2012F	1,360만	7.1	1,123만	14.9
2013F	1,461만	7.4	1,244만	10.5
2014F	1,525만	4.4	1,361만	9.4

### □ 시나리오(민감도) 분석

#### 원/달러환율 및 총 출국인수 추이



자료: 한국관광공사(KTO), Wisefn

### □ 위험 / 기회 요인

- 위험요인: 쓰나미·홍수 등 자연재해, 테러·전쟁 등 사건 및 외교갈등
- 기회요인: 징검다리 연휴 증가, 주 5일 수업제

### □ 산업의 주요 특징

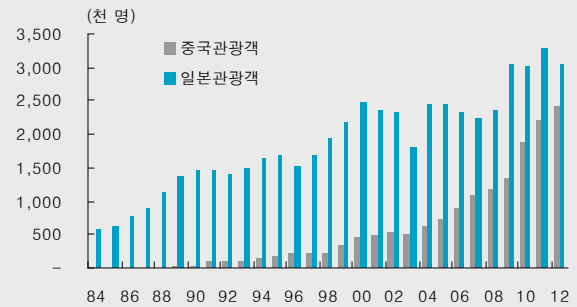
#### 1) 아웃바운드: 실질GDP와 원달러 환율, 소비구조가 주요 변수

- 실질GDP 소득효과: 소득이 늘어날수록 여행수요 증가
- 원달러 환율 대체효과: 원화 가치가 높아질수록 여행수요 증가
- 핵가족, 1인 가족화 및 현재 중심형 소비구조로의 이행도 아웃바운드의 긍정적 환경 조성
- 아웃바운드에서는 여행사의 '항공권' 확보 중요: 저가항공사 등장으로 인한 항공티켓 공급 확대는 여행사의 협상력 증대 측면에서 긍정적

#### 2) 인바운드: 방한 중국인 증가세가 중요

- 중국 경제 회복속도에 따라 인바운드 시장 성장세가 좌우될 것
- 1인당 GDP 3,000 달러의 의미: 해외여행 수요가 폭발하는 threshold로서 중국은 2008년에 달성(vs 일본 1960년, 한국 1978년)
- 지리적 인접성을 강점으로 1)저렴한 비용, 2)여행 피로도 감소, 3)친근감을 우위로 '한국'이 여행지로 선택되고 있음
- 인바운드에서는 여행사의 '호텔' 확보 능력 중요: 호텔 공급부족 해결하기 위해 하나투어는 '센터마크 호텔', 모두투어는 '아벤처리 호텔'

#### 방한 중국인을 잡는 자가 인바운드를 선점한다



자료: 한국관광공사(KTO), 한국투자증권

### □ 동종 기업 비교

- 해외 여행업 2013F 평균 PER 20.5배에 거래



# Contents

I. Investment summary	2
II. Valuation & Top picks	3
III. 여전히 매력적인 여행업	5
1) 내국인 해외여행 수요 회복국면 진입	
2) 공급자와의 협상력 증가	
3) 상위업체로의 집중화 가속	
4) 소비패턴의 변화	
5) 인바운드 시장 추가	
IV. 호텔진출 전략차이: 하나투어 vs 모두투어	13
V. Risk 요인	15
용어해설	16
종목분석	17
하나투어(039130)	
모두투어(080160)	

## I. Investment summary

### 인바운드 그 이상

인바운드로 여행주가 재평가 받고 있지만, 최근 여행주의 리레이팅은 아웃바운드 펀더멘털 강화 측면에서 바라볼 필요가 있다. 주요 투자 포인트는 다음과 같다.

#### 1) 해외여행 수요 회복기 진입

### 본격적인 회복기 돌입

내국인의 해외여행 수요에 가장 크게 영향을 미치는 변수는 실질GDP와 원달러 환율이다. 다중 회귀모형을 돌려보면(신뢰수준 95%) 내년 출국자수는 올해 대비 7.4% 증가한 1,461만명, 2014년 출국자수는 4.4% 증가한 1,525만명으로 추정된다. 2011년 자연재해로 인한 이연수요가 2012년에 집중되었고, 2013년 이후에는 견조한 경제성장과 우호적 환율 여건으로 회복기를 지나 성장기에 진입할 것으로 예상된다.

#### 2) 공급자와의 협상력 증가

### 저가항공사, 호텔앤에어, 호텔 확보로 협상력 증대

아웃바운드 시장에서 중요한 것은 항공권 확보능력, 인바운드 시장에서 중요한 것은 호텔 확보능력이다. 국내 4개의 저가항공사(LCC)뿐 아니라 중국의 스프링항공(보유대수 28대), 에어아시아(56대), 일본의 피치(5대), 제트스타재팬(5대) 등 저렴한 항공권 공급이 늘어나는 환경은 여행사에 긍정적이다. 하나투어와 모두투어가 6:4로 지분투자한 호텔앤에어의 설립은 불필요한 경쟁을 없애고 협상력을 높였다는 점에서 이익률 제고로 이어질 전망이다. 최근 하나투어는 '센터마크 호텔(250실)', 모두투어는 '아벤트리 호텔(155실)'을 개관하여 인바운드 수요를 흡수하고 기존 호텔 공급업자와의 협상력도 제고했다.

#### 3) 상위업체로의 집중화

### 제로커미션 시행, 규모의 경제, 브랜드 중시→상위업체 집중

제로커미션 정책 시행 이후 일정 볼륨 이상의 항공권을 판매할 수 있는 상위업체로 채널이 집중화되고 있다. 제로커미션 시행 전 2007년 하나투어의 티켓 대매수수료와 볼륨인센티브를 합한 총 수익은 49억원이었으나, 정책 실시 이후 총 수익은 123억으로 149% 증가했다. 아웃바운드 부문에서 규모의 이익을 통해 원가를 낮출 수 있는 회사에 유리한 사업환경이 조성되고 있다. 여기에 여행지 안전과 신뢰 문제가 야기되면서 여행업체에 있어서도 브랜드의 가치 또한 재부각되는 실정이다.

#### 4) 소비패턴 변화

### 현재형 소비 패턴으로의 선회

KB국민은행이 발표하는 주택가격동향지수에 따르면 주택가격은 2012년 7월 이후 전년 대비 마이너스 성장 국면에 진입했고 11월 현재까지 5개월 연속 가격 하락세를 이어가고 있다. 집값 하락을 내 집 마련의 기회로 여겼던 과거와는 달리, '현재형 소비'를 중시하는 30대가 주요 소비층으로 부상하면서 저축, 투자 대신 여가와 웰빙에 투자하는 소비층이 늘고 있다. 소비패턴의 변화와 더불어 내년에 여행 수요가 증가할 수 있는 실질적인 여건이 마련됐다. 2013년 공휴일은 116일로 징검다리 휴일이 많고 올해부터 시행된 주 5일 수업제의 영향이 본격화될 것으로 보인다.

#### 5) 인바운드 시장 추가

### '한국'이라는 유무형 자산을 가장 잘 활용하게 될 여행업

여행업은 '한국'이라는 유무형 자산을 가장 잘 활용하는 산업이 될 것이다. 올해 중국인 방문객은 전년 대비 27.1% 증가한 283만명으로 추정되며, 내년 중국인 관광객은 올해보다 20.5% 증가한 339만명으로 예상된다. 지리적 인접성(비용 측면)뿐 아니라 한류로 호기심이 높아진 한국 문화(인프라 측면)를 경험하고자 한국을 선택한다. 2004년에도 겨울연가 열풍으로 방문 일본인 관광객이 전년 대비 34%나 증가했던 선례가 있었다. 과거와 같은 일시적 효과가 아닌 구조적 변화로서 향후에도 지속 가능한 인바운드 산업 확대가 예상된다.

## II. Valuation & Top picks

### 주가 상승에도 불구하고 상승여력 충분하다

#### 도매여행사의 독특한 구조로 역사적 밸류에이션 준용 타당

여행업체, 특히 하나투어 모두투어와 같은 도매여행사의 국내의 peer valuation 데이터를 확보하기는 쉽지 않다. 분석 대상 여행업체들 대부분이 내수에 의존하고 있고 해외 여행사와는 다른 독특한 구조(패키지 위주 포트폴리오)를 가지고 있기 때문에 직접 비교가 불가능하기 때문이다. 여행 대표주인 하나투어의 historical PER을 벤치마크로 볼 경우 지난 3년간은 시장 평균 수준보다 60% 이상 할인되어 거래됐다.

#### 여행 사이클 10년 중 회복기 -성장기 진입 초기에 해당하는 밸류에이션 적용

하나투어의 모멘텀은 지난 2011년 천재지변으로 부진 만회, 아웃바운드 펀더멘털로 인한 수익성 개선 및 인바운드 추가 상승동력 확보 측면에서 찾을 수 있다는 점에서 과거 여행산업 사이클상 성장기 진입 전 회복기의 밸류에이션을 준용할 필요가 있다. 여행산업의 경우 10년을 주기로 사이클이 순환하는데 과거 아웃바운드 성장기 진입 이전연도(1995년, 2005년) 평균 PER이 21.0배 수준에서 거래되었다는 점을 감안하여 목표 PER을 산정했다. 이는 해외 상장 여행사들의 2013년 기준 예상 PER 평균치인 20.5배와 유사한 수준이다. 모두투어의 목표 PER은 브랜드 경쟁력, 플랫폼 가치측면에서의 열위를 고려하여 하나투어의 목표 PER을 10% 할인한 18.9배로 산정했다.

#### 모두투어와 하나투어 추천

하나투어 목표주가를 76,300원(2013F PER 21.0배), 모두투어 목표주가를 40,300원(2013F PER 18.9배)로 제시한다. 여행업이 회복기를 거치면서 상위업체로의 재편 현상이 가속화되고 있고, 중국인 인바운드 시장을 발 빠르게 선점하고 있기 때문이다. 하나투어는 수익성 제고, 모두투어는 외형 확대 측면에서 바라볼 필요가 있다. 모두투어의 상승 여력은 45%로 하나투어 상승여력 27%보다 크다.

<표 1> 과거 Valuation으로 볼 때도 목표 PER 은 적절한 수준

종목	Target PER(배)	목표 PER 근거	2010-12 평균	PER	2010	2011	2012
하나투어	21.0	여행산업 회복기(1995년, 2005년) 평균 PER 부여 (=해외 peer 평균치에 부합)	19.4	평균 최고 최저	23.7 26.6 19.7	18.9 24.2 12.7	15.6 17.9 14.0
모두투어	18.9	하나투어 목표 PER 10% 할인 적용 (=해외 peer 평균치 대비 10% 할인)	12.6	평균 최고 최저	11.9 14.0 8.9	13.8 16.7 10.4	12.1 14.7 10.2

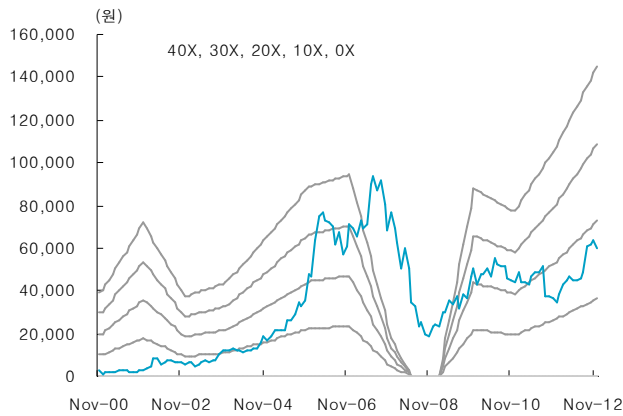
자료: Quantiwise, 한국투자증권

〈표 2〉 글로벌 peer group valuation

회사	PER			PBR			EV/EBITDA		
	11	12F	13F	11	12F	13F	11	12F	13F
H.I.S	10.6	10.3	8.7	1.3	1.2	1.1	2.2	2.2	1.9
Phoenix tours	21.6	17.9	15.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA
China international Travel	24.9	22.9	18.1	4.1	4.0	3.2	NA	12.8	8.8
China Youth Tours	23.5	18.8	16.7	1.9	1.7	1.9	9.4	8.5	7.5
<b>동아시아 평균(ex. 한국)</b>	<b>20.1</b>	<b>17.5</b>	<b>14.8</b>	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>5.8</b>	<b>7.8</b>	<b>6.0</b>
Ctrip	24.3	17.0	19.7	3.0	2.4	2.0	12.4	15.6	13.8
Expedia	11.9	19.5	16.5	3.4	4.5	4.0	9.5	9.2	7.9
Homeaway	146.0	42.7	30.7	3.4	3.4	3.1	29.6	18.7	14.7
Kayak software	40.4	46.4	36.0	4.1	3.9	3.5	24.8	19.1	14.3
Priceline	22.4	20.1	20.7	8.5	8.0	5.6	15.3	14.3	11.6
Trip Advisor	30.8	26.8	22.4	8.5	8.1	6.0	14.0	16.2	13.6
<b>미국 평균</b>	<b>45.9</b>	<b>28.8</b>	<b>24.3</b>	<b>5.2</b>	<b>5.0</b>	<b>4.0</b>	<b>17.6</b>	<b>15.5</b>	<b>12.7</b>
<b>해외 평균</b>	<b>23.4</b>	<b>24.2</b>	<b>20.5</b>	<b>4.2</b>	<b>4.1</b>	<b>3.4</b>	<b>14.6</b>	<b>12.9</b>	<b>10.5</b>
하나투어	17.7	23.7	17.5	2.8	4.6	3.9	9.8	15.1	11.1
모두투어	9.5	19.7	13.8	1.7	3.6	3	7.6	12.9	8.7
<b>한국 평균</b>	<b>13.6</b>	<b>21.7</b>	<b>15.7</b>	<b>2.3</b>	<b>4.1</b>	<b>3.5</b>	<b>8.7</b>	<b>14.0</b>	<b>9.9</b>
<b>전체 평균</b>	<b>32.0</b>	<b>23.8</b>	<b>19.0</b>	<b>3.9</b>	<b>4.1</b>	<b>3.4</b>	<b>13.5</b>	<b>13.1</b>	<b>10.4</b>

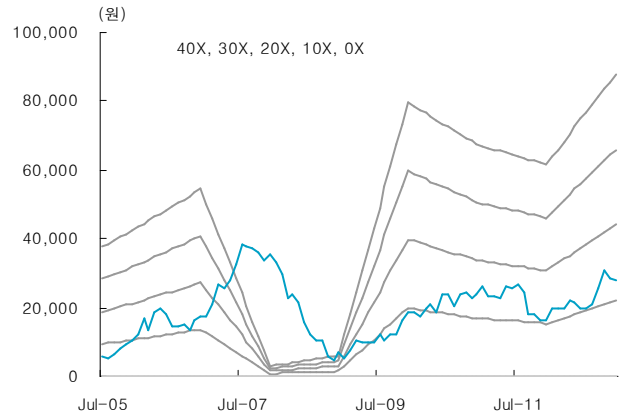
주: valuation 지표는 Bloomberg consensus 기준, 2011년 미국 평균 PER 산정시 homeaway PER은 outlier로 제외  
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] 하나투어 PER 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 2] 모두투어 PER 밴드



자료: 한국투자증권

### III. 여전히 매력적인 여행업

여행주 1차 리레이팅의 근거:  
인바운드 그 이상

2012년 8월 단기 저점에서 10월 단기 고점까지 2개월여 만에 하나투어와 모두투어 주가는 62% 상승했다. 동기간은 방한 중국인이 급증하면서 여행업체의 인바운드 시장 모멘텀이 새롭게 주목 받은 시기기도 하다. 그러나 우리는 인바운드 확대는 여행업 리레이팅을 형성하는 여러 이유 중 하나에 불과하다고 판단한다. 여행업체 매출의 대부분을 차지하는 아웃바운드에서 나타나고 있는 긍정적 변화를 주목할 필요가 있다. 여행업에 대한 긍정적 시각의 근거는 다음의 네 가지 이유로 제시한다.

2001~2007년 여행 호황기  
: 분기 평균 성장률 14.6%

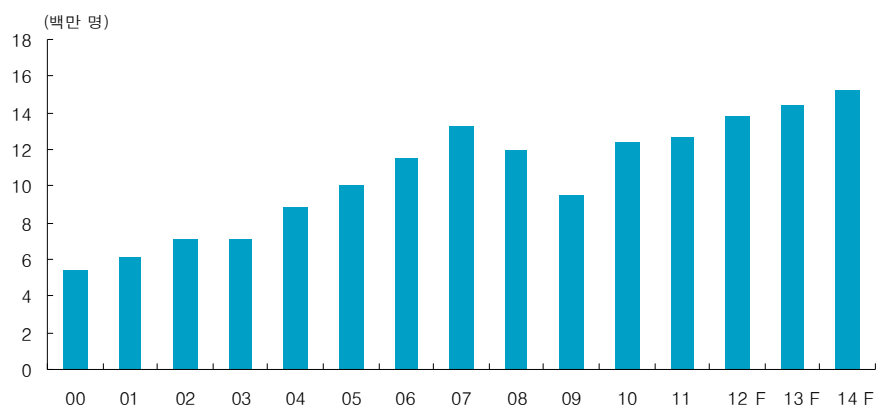
#### 1) 내국인 해외여행 수요 회복 국면 진입

한국의 아웃바운드 시장은 경제성장과 더불어 2001년부터 서브프라임 1차 사태가 발발한 2007년 3분기까지 본격적인 성장을 이어갔다. 동기간 분기별 출국자수 평균 증감률은 14.6%로 두 자릿수를 웃돌았다. 증가율이 한 자릿수를 기록하거나 역성장한 분기도 있었지만 모두 자연재해로 인한 일시적인 영향에 그쳤다. 2002년 SARS가 최초로 발생한지 6개월이 지난 2004년 2분기부터 전년동기대비 28.8% 역성장했고 이후 3분기 연속 한 자릿수 증가율을 기록했다. 그러나 그 다음분기인 2004년 2분기에는 오히려 전년대비 71.9% 성장했다. 천재지변으로 인한 해외여행 수요는 사라지는 것이 아니라 시차를 두고 이연 되는 것임을 확인할 수 있다.

아웃바운드 수요  
: 올해 회복기로 기저효과

내국인 해외여행 수요가 2012년 회복기를 지나 호황기에 진입할 것으로 예상된다. 2011년 1분기 일본 쓰나미와 4분기 태국 홍수 영향으로 분기별 총 출국자수는 각각 전년대비 9.1%, 13.6% 감소했다. 연이은 자연재해로 인해 내국인 해외여행 수요가 위축됐고 이는 여행업체들의 실적 악화로 이어졌다. 자연재해로 인한 시점 이연효과는 학습효과를 통해 이번에도 재현됐다. 태국 홍수 사태가 수습된 2012년 1분기에는 전년동기대비 14.7% 증가하여 빠르게 회복 국면에 돌입했다.

[그림 3] 내국인 총출국자수 추이



주: 2012~2014년은 당사 추정치  
자료: 한국여행업협회, 한국투자증권

**아웃바운드 주요 변수는  
실질GDP와 원달러 환율**

내국인의 해외여행 수요에 가장 크게 영향을 미치는 변수는 실질GDP와 원달러 환율이다. 당사 매크로팀이 추정한 실질GDP 증가율과 원달러 환율을 입력값으로, 총 출국자수를 결과값으로 하는 다중 회귀모형을 돌려보면(신뢰수준 95%) 2013년과 2014년 연도별 출국자수는 표 4와 같이 추정된다. 내년 출국자수는 올해 대비 7.4% 증가한 1,461만명, 2014년 출국자수는 4.4% 증가한 1,525만명으로 추정된다.

〈표 3〉 내국인 출국자 수 결정 요인

종속변수	설명변수	계수	T 통계량	P-value
내국인 출국자	실질 GDP	9.3158	12.6	1.03
	원/달러	-2,484.5	-7.5	1.42
	Y절편	3,178,768	7.2	4.47

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 연도별 내국인 출국자수 및 방한 외국인수 추정

	내국인 출국인수	증감률 (YoY)	방한 외국인수	증감률 (YoY)
2012	1,360만	7.1	1,123만	14.9
2013F	1,461만	7.4	1,244만	10.5
2014F	1,525만	4.4	1,361만	9.4

자료: 한국투자증권

**2) 공급자와의 협상력 증가**

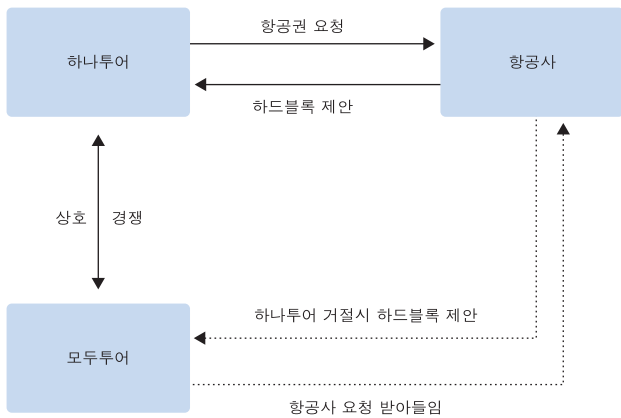
**호텔 공급 부족  
→ 호텔이 협상에서 유리**

인바운드에서는 여행사의 호텔 확보 능력이 중요하다. 서울/경기 내 호텔 객실수는 부족한데 비해 여행객은 늘고 있기 때문이다. 공급부족으로 공실 부담을 덜어낸 호텔업자 입장에서는 저렴한 가격을 받는 단체고객보다는 제 값을 받는 개별 여행객 예약이 중요하다. 따라서 단체고객을 유치하는 여행사 입장에서는 객실 확보가 중요하다. 호텔과의 지속적인 거래를 위해 호텔이 요구하는 가격조건을 받아들여 인바운드 원가(지상비+항공권+숙박비)가 수탁금을 초과하는 구조가 형성된다. 호텔과의 협상력 증대 및 인바운드 시장 흡수를 위해 하나투어는 ‘센터마크 호텔’, 모두투어는 ‘아벤트리 호텔’을 최근 개관했다.

**호텔앤에어 설립으로  
하나모두투어 협상력 제고**

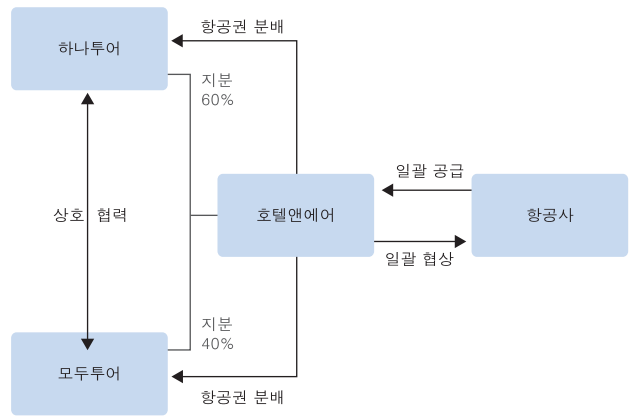
아웃바운드 원가경쟁력의 관건은 항공권이다. 이항공사들은 비행기 티켓 재고를 블록으로 여행사에 넘기거나, 응하지 않을 경우 향후 티켓 분배에 있어 타 여행사보다 불이익을 주는 영업관행을 보여왔다. 이러한 관행은 여행업체의 항공권 확보 경쟁구도가 있었기에 가능했다. 하나투어와 모두투어는 불필요한 경쟁을 없애고 여행사와의 협상력을 제고하기 위해 ‘호텔앤에어’를 설립했다. 직접적으로 항공사와의 접촉하는 대신 호텔앤에어를 통해서 동시에 항공권을 확보하고 분배한다. 호텔앤에어 일괄처리로 과거의 불합리한 관행이 수정되고 있으며 이는 고스란히 두 회사의 수익성 증대로 귀결된다.

[그림 4] 호텔앤에어 설립 이전: 하나-모두 상호 경쟁관계



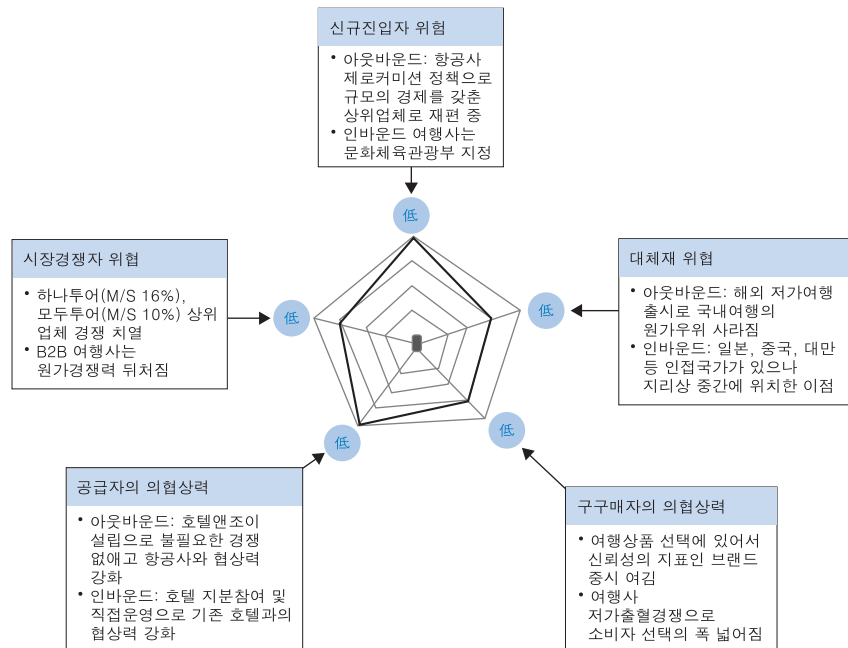
자료: 한국투자증권

[그림 5] 호텔앤에어 설립 이후: 하나-모두 상호 협력관계



자료: 한국투자증권

[그림 6] 여행산업의 five forces: 공급자의 협상력 강화가 주목할 이슈

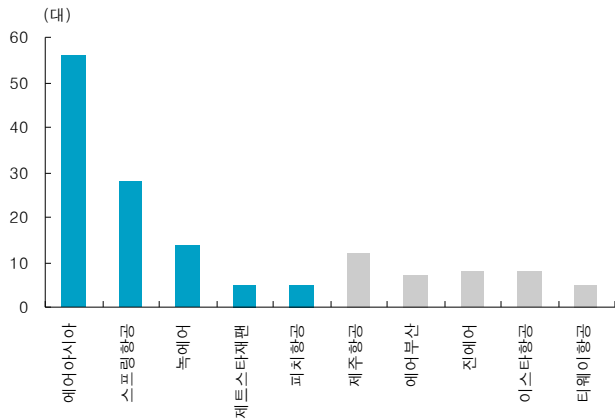


자료: 한국투자증권

**저가항공사 출현**  
→ 여행사의 협상력 증가

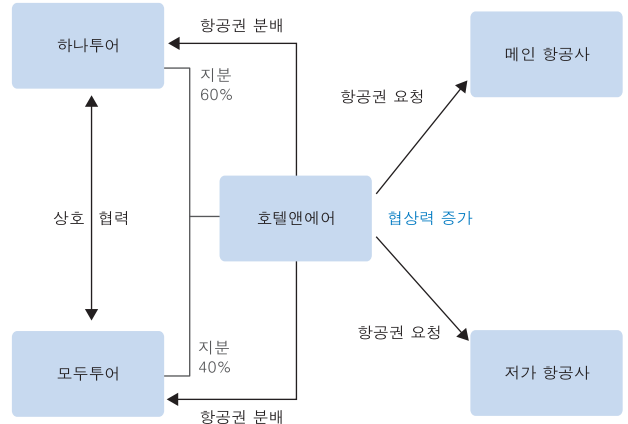
저가항공사(LCC:Low Cost Carrier) 등장으로 공급이 증가하고 비행기 값이 낮아진 점도 메리트다. 현재 국내에는 진에어, 제주항공, 이스타항공, 에어부산, 티웨이항공 등 5개의 저가 항공사가 있다. 일본에는 피치에어, 에어아시아저팬, 제트스타재팬 등 저가항공사 3개가 최근에 설립되어 항공권 공급이 급증하고 있다. 저가 항공사 시장 확대는 1) 저가 항공사 진입 증가로 항공권 공급이 증가하고 2) 메인 항공사와 협상시 저가 항공사가 옵션화되는 구조로 협상력 강화 측면에서 긍정적이며, 3) 저가 상품을 내놓을 수 있어 소비자 가격저항을 낮추는 다양한 상품 구성에 도움을 준다.

[그림 7] 국내외 저가항공사 보유대수



주: 회색 음영 처리는 국내 저가여행사(LCC)  
자료: 한국투자증권

[그림 8] 저가항공사 증가의 의미: 협상력 증가



자료: 한국투자증권

### 3) 상위업체로의 집중화 가속

#### 항공사 제로 커미션 정책으로 규모의 경제 갖춘 상위업체로 집중화

기존에는 여행사가 항공권을 판매할 경우 대매수수료로 전체 수탁금의 1~2%를 수령했으나, 항공사가 제로커미션(zero commission) 정책을 시행한 이후에는 일정량 이상을 판매해야 볼륨 인센티브를 지급받는 구조로 바뀌었다[그림 9]. 기존 정책 하에서는 티켓 1개를 팔아도 마진이 남았지만 현 제로커미션 정책 아래에서는 일정 볼륨 이상을 팔아야지만 마진을 얻을 수 있다. 규모의 경제를 갖춘 상위 업체가 더 많은 티켓을 확보할 수 있는 환경이 조성됐다. 2005년 하나투어와 모두투어의 합계 M/S는 12.3%에 불과했으나 2011년 현재 25.8%에 달한다.

#### 인바운드 시장 역시 저가 경쟁→초반 손실 감당할 수 있는 대형업체 유리

밀려드는 중국인 관광객 증가와 더불어 인바운드 여행사도 속속 설립되고 있지만 인바운드 여행사는 문화체육관광부 지정이라는 절차를 거쳐야 하기 때문에 신규진입자 진입은 적정 선에서 제한되고 있다. 인바운드에 진입한 여행업체는 늘어나는 중국 관광객을 유치하기 위해 치열한 저가 경쟁을 하고 있다. 초반의 손실을 감당하고라도 규모의 이익을 달성할 수 있는 상위업체만이 살아남는 구조가 인바운드 시장에서도 재현될 전망이다.

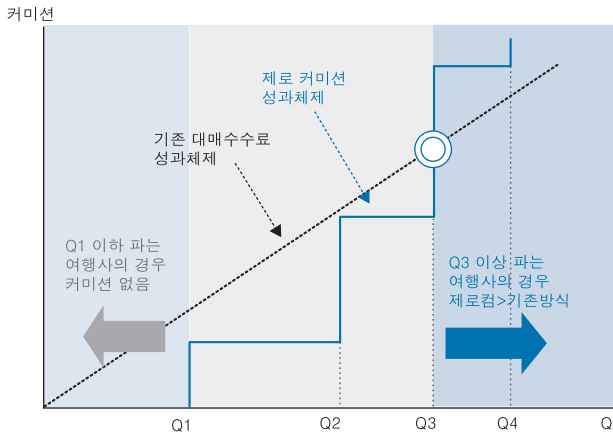
#### 상위업체 위주 구조개편을 가능하게 하는 ‘브랜드’의 힘

상위업체 위주로 구조개편을 가속화하는 다른 축은 ‘브랜드’의 힘이다. 여행업체에서도 브랜드의 힘이 커지고 있다. 해외 여행을 소비하는 데 있어 안전이 중요한 가치로 떠오름에 따라 해외에 컨트롤 타워를 가지고 있는 상위 브랜드 여행업체에 수요가 집중되고 있다. 몰디브 허니문 사기사건 등 소형 여행사에 대한 신뢰 문제가 사회적 이슈로 제기되면서 ‘믿을 수 있는’ 여행을 선택하고자 하는 최종 소비자들의 니즈 또한 커지고 있다.

#### 소매를 위한 광고 및 유통채널로서 기능했던 사이트

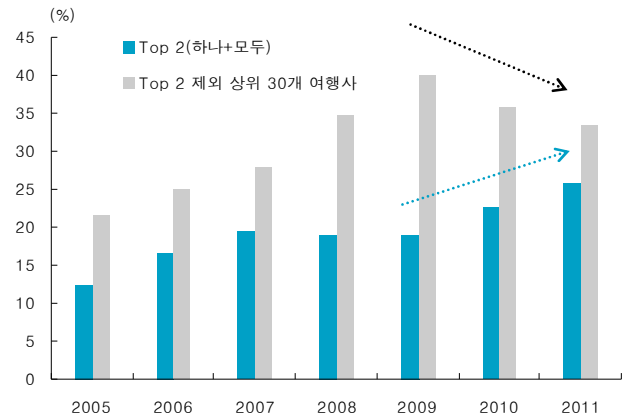
하나투어와 모두투어는 최종소비자를 직접 상대하는 B2C구조가 아닌 전국의 여행사를 고객으로 하는 B2B2C형태의 도매여행사이기 때문에 유통채널로서 대표사이트의 역할은 크게 중요하지 않았다. 실제 사이트를 통해 예약하는 고객들도 여행상품 예약 및 안내를 위해 소재지 근처 전문판매점을 지정하여 서비스를 받도록 되어 있어 사이트는 정보 제공의 창, 전문판매점을 연결해주는 통로로서 기능했다.

[그림 9] 제로커미션 정책과 기존 대매수수료 성과체제 비교



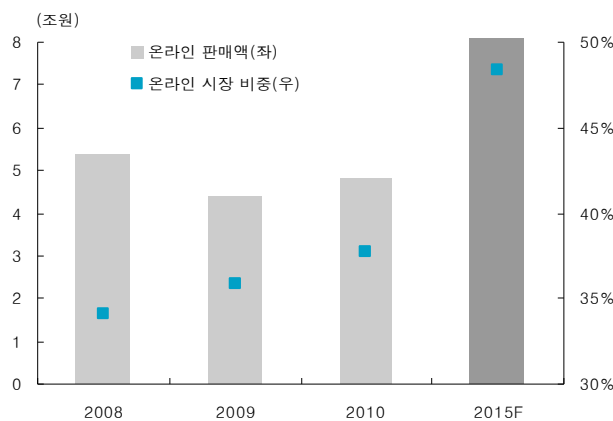
자료: 한국투자증권

[그림 10] Top 2의 M/S 확대



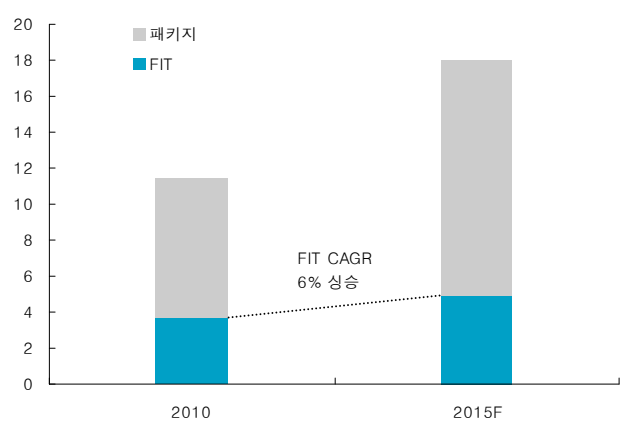
자료: 모두투어, 한국투자증권

[그림 11] 여행산업 온라인 판매 비중



자료: 통계청, 하나투어

[그림 12] FIT 시장의 확대



자료: 한국관광업협회(KTO), 하나투어

**사이트의 플랫폼화로 광고 등 기타수의 확대 기대**

브랜드 가치와 더불어 하나투어닷컴, 모두투어닷컴이 하나의 레저/엔터테인먼트 플랫폼으로 기능할 가능성도 높아지고 있다. 기존에는 사이트를 통한 예약이 오프라인 채널을 위한 홍보 또는 안내센터 기능에 그쳤다면 인터넷 보급 확산과 소비자 접근성 증대로 각 여행사의 온라인 판매비중은 점점 증가하는 추세다. 전체 여행산업에서 온라인을 통한 판매 비중은 2008년 34.1%였으나 2010년 37.7%까지 확대되고 있고, 통계청과 업체 추산에 따르면 2015년에는 48.4%에 이를 것으로 예상된다.

**온라인 판매 확대의 이점**  
1) 최종 소비자 DB 축적

온라인을 통한 판매 확대는 도매 여행사 입장에서 큰 의미가 있다. 첫째, 최종 수요층인 출국자의 정보를 직접 확보할 수 있다. 도매여행사지만 소매여행사에 준하는 직접 정보 축적과 히스토리 관리가 가능하다. 둘째, 고객 정보 확보는 단순 온라인 사이트가 아니라 하나의 플랫폼으로서 DB를 축적할 수 있다는 의미다. 하나투어와 모두투어의 대부분의 매출은 해외알선수의 및 항공권/호텔 수수료에서 발생하지만 나머지 5%의 기타수익에는 사이트에 게재되는 광고 수익(면세점, 보험, 콘서트, 영화, 의류 광고) 등이 포함된다. 여행을 소비하는 고객과 레저/문화/쇼핑을 소비하는 고객의 니즈는 겹치는 부분이 많아 여행자 DB를 확보할수록 광고 플랫폼으로서 가치가 높아진다.

2)FIT 수요에 부응하는  
커스터마이징 채널로서 기능

둘째, 늘어가는 FIT 수요에 부합하여 커스터마이징이 가능한 채널로 활용 가능하다. 패키지 중심의 여행상품이 소득수준의 개선, 여행 개념의 변화, 인터넷을 통한 여행지 정보 습득 등을 계기로 FIT 쪽으로 중심이 이동하고 있다. 패키지의 가격우위와 개별여행의 프라이버시, 일정의 자유로움을 섞은 에어텔 등 하이브리드 상품도 속속 출시되고 있다. 이러한 추세에 발맞춰 하나투어는 FIT에 걸맞은 커스터마이징 기능을 사이트에 구축하는 데 5년 전부터 꾸준히 연구개발비를 투자했다.

3)플랫폼을 활용하여  
신사업으로 확장: 여행→  
문화사업 진출

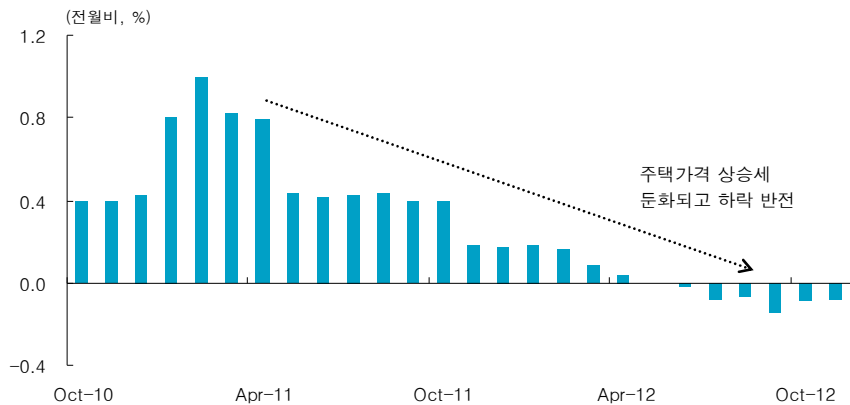
하나투어는 단순히 여행사 지위로만 그치지 않고 향후 스포츠, 공연 기획, 전시회, 이벤트 등을 포괄한 문화관광 그룹으로 포지셔닝하는 것을 목표로 하고 있다. 목표 달성을 위해서는 회원 확보가 중요하다. 레저에 관심 있는 소비계층이 대체적으로 공연, 경기, 전시회 등 문화상품을 소비할 개연성이 크기 때문이다. 하나투어는 뮤지컬 ‘오페라의 유령’ 오리지널 내한 공연을 센터마크호텔 숙박권과 묶어서 상품화하는 등 사이트를 통한 여행과 문화의 시너지 전략을 고민하고 있다.

4) 소비패턴의 변화

현재형 소비 패턴으로의 선회  
: 집 대신 해외여행을 가고  
수입차를 사는 시대

최근 신문기사에 ‘30대 집은 없지만 수입차 사고 해외여행 간다’라는 헤드라인이 걸렸다. 과거에는 아직 경제적 자립이 채 이뤄지지 않은 30대는 ‘돈이 없어서’ 집을 살 수 없었지만 최근 집값의 하락으로 하우스 푸어가 양산되는 세태에 오히려 집을 사는 대신 ‘수입차’를 사고 ‘해외여행’을 소비하는 소비족으로 변화한 것이다. 그것이 집을 살 수 없다는 좌절감보다는 오히려 삶의 만족을 적극적으로 쟁취하려는 인식의 전환에서 온 것이 설득력 있는 설명이다. 왜냐하면 집값이 올라갈수록 이러한 현상이 가속화되는 것이 아니라 오히려 집값이 떨어져서 집을 살수 있는 여건이 마련되고 있음에도 불구하고 현재형 소비패턴이 더 빈번하게 발생하고 있기 때문이다.

[그림 13] 주택가격 추이



자료: KB국민은행 주택가격동향지수

2013년 우호적인 휴가 환경:  
정경다리 공휴일 활용

이러한 소비패턴의 변화와 더불어 내년에 여행 수요가 증가할 수 있는 실질적인 여건이 마련됐다. 2013년 공휴일은 116일로 2012년과 날짜수는 같지만 실속은 좀 더 좋다. 설 연휴(토~월)와 어린이날(일요일)이 주말과 겹쳐있지만 삼일절(3월 1일, 금) 석가탄신일(5월 17일, 금), 추석연휴(9월 18~20일, 수~금)등 금요일로 끝나는 공휴일이 많아 주말까지 포함하면 최소 3일~5일을 휴가 없이 여행을 할 수 있다.



**문화 인프라 증가도 인바운드 성장을 설명**

구매력을 갖춘 중국인 관광객 수가 증가하는 구조적 변화가 일어나는 가운데 한국의 문화 콘텐츠가 한류로 인해 동시에 부각되고 있다. 2004년 겨울연가 열풍으로 방한 일본인 관광객이 전년 대비 34%나 증가했던 선례가 있었다. 중국인들은 지리적 인접성(비용 측면)뿐 아니라 한류로 호기심이 높아진 한국 문화(인프라 측면)를 경험하고자 한국을 선택한다. 서울에 전체 관광객의 90%가 집중되는 현상이 이를 방증한다. 과거와 같은 일시적 효과가 아닌 구조적 변화로서 향후에도 지속 가능한 인바운드 산업 확대가 예상된다.

**<표 6> 서울시내 호텔로 건물 용도 변경(예정) 사례**

건물	위치	용도변경 전	용도변경(예정)	비고
밀리오레	명동	테마상가	비즈니스 호텔	- 성창 F&D가 2011년 5월 용도변경 '숙박시설'로 변경 - 1,2층은 상가로, 3~17층은 호텔 객실로 운영, 객실수는 600여개 - 여러 호텔업계에서 인수전 참여중
관훈빌딩	종로구 관훈동	오피스	관광 호텔	하나투어 호텔 개조중
천마빌딩	종로구 견지동	오피스	비즈니스 호텔	- 모두투어 '아벤처리 종로'로 리모델링 - HTC와 모두투어 공동출자
G타워	종로구 수송동	오피스	비즈니스 호텔(예정)	- SK D&D가 750억원에 매입 - 호텔로 용도변경 계획 중
호텔부지	을지로 장교동	호텔부지	비즈니스 호텔(예정)	- 롯데자산개발이 750억원에 매입
한마음병원	마포구 도화동	업무시설	비즈니스 호텔(예정)	- 삼성물산 H병원 건물과 부지를 360억원에 매입해 등기 완료 - 지하 4층~지상 23층의 건물을 신축하여 객실 규모 390실의 특급 호텔로 건설할 계획 - 2013년 2분기 착공, 2015년 준공 계획 - 신라호텔 운영 맡을 예정

자료: News flow, 한국투자증권

**수익보다는 외형 확대가 우선인 인바운드 시장**

인바운드에서도 낮은 상품가격은 수요자를 유치하는 데 필수조건이다. 현재 중국인 1명이 4박5일 한국을 여행한다고 할 때 중국여행사가 국내 인바운드 여행사에 지불하는 지상비는 평균 16만원이다. 하지만 인바운드 여행사가 현지에서 서비스를 제공하는 데 쓰는 원가는 평균 22만원이다. 인바운드 고객 1명을 유치할 때마다 6만원의 손해를 감수하는 셈이다. 인원을 유치할수록 늘어나는 손해규모에도 불구하고 인바운드 여행사가 여행객 유치에 혈안인 이유는 M/S 확보가 향후 회사의 성과를 가늠하는 지표가 되기 때문이다.

**앞으로 밀지고, 뒤로 남는 인바운드**

인바운드 여행상품의 특징은 앞으로는 밀지고 뒤로는 남길 수 있는 영역이 존재하는 서비스다. 향후 인원 증가로 인한 협상력 증가, 규모의 경제로 인한 수익성 개선 등을 고려했을 때 현재의 손해를 보전하고도 남을 것이라는 컨센서스가 충분하다. 일단 손해를 보고라도 원가 이하로 모객을 하고, 그 고객이 창출하는 쇼핑, 카지노 커미션으로 손실을 보전하고 소폭의 이익(마진율 기준 10%)을 창출할 수 있다. 원가 경쟁력을 갖춘다는 것은 대규모 모객을 할 수 있는 경쟁력을 갖추었다는 점에서 중요한 함의를 가진다.

**<표 7> 주요 여행업체 투자 포인트**

종목	투자포인트	목표주가 (원)	Target PER	상승여력
하나투어 (039130, 매수)	- 우호적인 매크로 여건으로 아웃바운드 견조한 성장세 지속 - 호텔앤에어 설립과 호텔 직영 진출로 공급자와의 협상력 증가 - 2013F EPS 기준 PER 16.6 배	76,300	21.0x	27%
모두투어 (080160, 매수)	- 중국인 인바운드 M/S 1 위로 네트워크 기반 인바운드 확대 - 낮은 인건비 비중과 공급자와의 지위 증가로 회복기 빠른 턴어라운드 가능 - 2013F EPS 기준 PER 13.0 배	40,300	18.9x	45%

주: 12월 13일 종가 기준  
자료: 한국투자증권

## IV. 호텔진출 전략차이: 하나투어 vs 모두투어

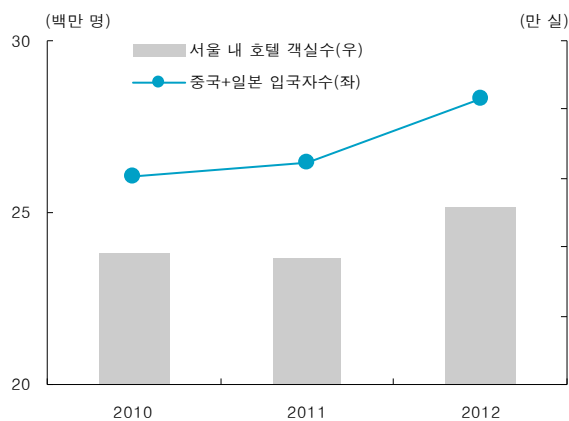
### 인바운드의 선제조건은 ‘호텔 확보 능력’

인바운드 진출에 있어 선제조건은 호텔 확보 능력이다. 인바운드 확대에 따른 숙박업 공급부족 현상의 수혜는 사전에 인바운드의 확장을 예상하고 선투자한 국내 여행사들의 몫으로 돌아갈 전망이다. 방한객이 늘어날 경우 기본적으로 소비하는 것은 항공권과 호텔이다. 국내 여행사들은 급증하는 중국 관광객을 잡기 위해서 호텔 인프라를 선제적으로 갖추는 등 적극적인 노력을 병행하고 있다.

### 여행사들의 호텔 확보: 선제적인 인바운드 수혜 흡수

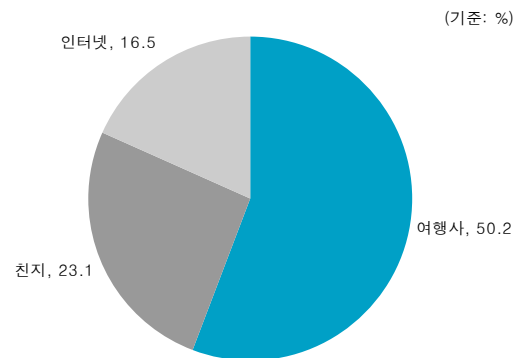
하나투어는 지난 해 ‘관광호텔사업’을 회사의 사업영역으로 추가한 이후 서울 사대문 안쪽 지역에 위치하는 호텔을 확보하여 인바운드 관광객을 유치하고 있다. 하나투어는 올해 11월 센터마크호텔을 개관할 예정이고, 충무로타워를 매입하여 호텔로 리모델링하는 사업을 추진 중이다. 모두투어는 올해 4월 113실 규모의 제주 로베로 호텔을 인수하고, 이어 9월 155실 규모의 아벤트리 종로 관광호텔을 개관하고 본격적인 호텔 사업에 나섰다. 한국관광공사가 외국인 관광객을 상대로 실시한 2011 서울 방문 외래관광객 실태조사에 따르면 숙박시설을 알게 된 계기 중 50.2%가 ‘여행사’를 통한다고 답변했다. 숙박 인프라뿐 아니라 국내외 네트워크를 가진 여행사들의 선점이 가속화될 수 있음을 짐작케 하는 부분이다.

[그림 16] 일본, 중국 입국자수 증가와 서울 시내 호텔 객실수 증가



주: 입국자수는 각 연도 1월~8월까지 YTD 누적 자료  
자료: 한국관광공사

[그림 17] 숙박시설 알게 된 계기:



자료: 한국관광공사 '2011 서울방문 외래관광객 실태조사'

### 두 여행사의 같은 목표 다른 전략: 공격적인 하나투어 vs 다소 수세적인 모두투어

2015년까지 1,000여개 객실을 확보하겠다는 하나투어와 모두투어의 목표는 같지만 두 회사의 전략은 사뭇 다르다. 하나투어는 모두투어보다 공격적인 행보를 보이고 있다. 센터마크호텔은 하나투어 자회사 하나투어ITC와 신영자산개발이 각각 50% 출자했다. 두 번째로 준비 중인 호텔은 충무로에 위치하고 있으며 2013년 3분기에 오픈할 예정이다. 충무로 호텔은 50억원을 출자하고 직접 운영할 예정이다. 하나투어의 호텔업 진출은 인바운드를 대비하는 것 외에도 국내에서 호텔 운영의 노하우를 쌓아 향후에 외국에도 진출할 수 있는 교두보를 마련한다는 의미가 있다. 하나투어는 사대문 안쪽의 요지에 위치한 4개 호텔을 확보하는 데 목표를 두고 있다.

〈표 8〉 인바운드 비교 하나투어 vs 모두투어

구분	하나투어	모두투어
중심 회사	하나투어 ITC (지분율 100%)	모두투어 인터내셔널 (지분율 67.5%)
전략	직접운영	지분투자
인바운드 호텔	확보객실 센터마크호텔 (250실, 하나투어 ITC 지분율 50%)	아벤트리호텔 (135실, 모두투어 인터내셔널 지분율 13%) 제주로베로호텔(113실, 유형자산화)
확장계획	2015년까지 4대문 안으로 1,000개 객실 확보	2015년까지 서울/경기관으로 1,000개 객실 확보
중국 M/S	1.8%(중국 인바운드 2위)	2%(중국 인바운드 1위)

자료: 한국투자증권, 하나투어, 모두투어

**다른 전략 1)**  
: 하나투어 ‘4대문 안’  
vs 모두투어 ‘서울/경기도권’

모두투어는 위치 선정부터 하나투어와 다르다. 모두투어는 인바운드에 집중하여 외국인이 주로 이동하는 서울-경기도 동선에 맞춰 호텔을 확보할 예정이다. 서울에 위치한 아벤트리 호텔(인사동 소재)외에도 용인 등 주요 관광지 인근 호텔을 중심으로 2015년까지 10개 호텔, 1,000여개 객실 확보가 목표다.

**다른 전략 2)**  
: 하나투어 ‘직접 경영’  
Vs 모두투어 ‘지분 투자’

지난 10월 28일 개관한 아벤트리 호텔은 아벤트리 자기관리부동산회사가 설립하고 모두투어가 12.9% 투자하였다. 11월 현재 아벤트리 호텔의 객실 가동률은 65%에 이르며 총 사용객실 중 10% 이상이 모두투어 인터내셔널의 인바운드 고객이다. 향후에 개관하는 호텔도 직접 운영이 아닌 지분투자 방식으로만 객실을 확보할 계획이다. 하나투어가 호텔 확보에 다소 공격적인 지분율로 경영권을 확보하여 직접 경영에 나서는 것에 비해, 모두투어는 경영권 대신 지분투자에 따른 네트워크 효과를 노리고 있다. 하나투어는 위험을 감수하고 모두투어는 위험을 관리하는 양태다. 인바운드 시장의 활황이 지속될 경우 공격적인 하나투어의 방식이 1석 2조의 수혜를 가져다 줄 것이다. 다만 호텔 공급 과잉의 상황이 올 경우 모두투어의 리스크 헷징 방식이 보다 안정적이다.

## V. Risk 요인

### 가장 큰 불확실성: 자연재해 (시간, 지역 예측불가)

여행업체에 있어 가장 큰 불확실성은 자연재해다. 지난 2011년 1분기에 일본 쓰나미, 4분기에 태국 홍수 사태가 발발했을 때 여행사들은 예약취소 사태로 타격을 입었다. 그러나 천재 지변으로 인한 해외여행 수요는 사라지는 것이 아니라 시차를 두고 이연되는 양상을 확인할 수 있다.

### 테러 전쟁 반정부 시위 등 사회 정쟁도 여행산업에 타격을 주는 리스크

사회적인 사건사고 역시 여행산업에 영향을 준다. 테러, 전쟁 등으로 인한 정정불안, 정치환경 불안은 해당 지역 외 확산의 가능성을 내포하고 있기 때문에 여행수요가 일시적으로 냉각된다. 사회적 정쟁의 경우 위기가 고조되는 정점에서 발생하기 때문에 뉴스 타전을 통해 예상이 가능하고 분쟁이 잦은 중동지역은 관광지라 아니라는 측면에서 영향력은 제한된다. 2010년 3월에 발생한 천안함 침몰 사건, 연평도 사건 등으로 인해 방한심리가 위축될만한 사건이 있었지만 한국의 전쟁 가능성이 낮다는 점과 과거 북한의 도발이 도발에만 그쳤던 사례를 통한 학습효과가 있어 방한 외국인수에 크게 영향을 미치지 않는 것으로 분석된다.

### 외교갈등이 더 큰 문제: 중-일 갈등의 선례에서 배울 점

독도문제 등 민감한 외교문제가 오히려 큰 잠재 리스크다. 최근 불거진 일본과 중국의 센카쿠 열도 영토분쟁으로 인해 두 나라의 관계가 급격히 악화됐다. 두 나라의 외교갈등은 일본의 여행산업에 큰 타격을 줬다. 일본 국가 관광기구(JNTO)에 따르면 10월 중 일본을 방문한 중국 관광객수는 71,000명으로 전년동기대비 33.1% 감소했다. 동기간 일본항공(JAL) 중국-일본간 항공 이용자수는 68,311명으로 전년동기대비 33% 감소했다. 중국을 방문하는 일본인 수도 급감했다. 일본여행업협회(JATA)의 10월~12월 실적 집계에 따르면 중국을 관광하겠다는 단체예약이 전년대비 73.2% 감소했다. 한국도 독도분쟁으로 일본과 불편한 외교관계를 지속하고 있기 때문에 갈등이 심화될 경우 인바운드의 리스크 요인이 될 수 있다.

### ■ 용어해설

- 아웃바운드(outbound): 내국인의 해외출국
- 인바운드(inbound): 외국인의 한국입국
- FIT(Free Independent Tourism): 개별여행상품으로 패키지상품과 대비되는 개념
- MICE(Meeting, Incentive, Convention, Exhibition): 회의, 보상관광, 컨벤션, 전시화 네 분야를 통틀어 이르는 서비스
- 하드블록(hard block): 특정 여행사가 특정 여행지의 좌석 수요를 미리 확보하기 위해 항공사에 선납해서 선점한 티켓. 통상 대량(block)으로 거래되기 때문에 일반 개별 항공권보다 훨씬 저렴하게 좌석 확보가 가능하다는 장점이 있지만, 비수기에는 고스란히 악성재고(사용하지 않을 경우에 가치 소멸)가 된다는 단점이 있음
- 소프트블록(soft block): 하드블록처럼 대량으로 좌석을 확보한다는 점에서는 똑같으나, 남은 좌석을 항공사로 다시 되팔 수 있는 옵션이 있다는 점에서 다름. 통상 20%는 여행사가 항공사에 deposit을 걸고 책임지는 재고가 되지만, 80%는 다시 항공사에 넘길 수 있음
- 오버컴(over commission): 도매여행사와 계약한 전문판매점, 일반여행사가 해당회사의 상품을 집중적으로 파는 대신 도매여행사에 높은 커미션을 요구하는 것
- 제로 커미션(zero commission): 기존에는 여행사가 항공권을 판매할 경우 대매수수료로 전체 수탁금의 1~2%를 수령했으나, 항공사에서 커미션을 전면 철폐하고 일정량 이상을 판매한 여행사에게 ‘볼륨 인센티브’ 형식으로 판매량에 따라 인센티브 지급

## 종목분석

하나투어(034220)	18
모두투어(108320)	22

## 하나투어(039130)

매수(신규) / TP: 76,300원(신규)

주가(12/5, 원)	60,200
시가총액(십억원)	699.3
발행주식수(백만)	11.6
52주 최고/최저(원)	67,800/32,050
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	5,169
유동주식비율(%)	76.7
외국인지분율(%)	22.0

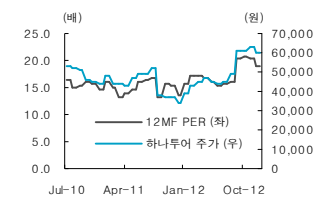
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	218	27	31	22	2,193	흑전	30	19.9	12.4	3.9	23.9
2011A	226	22	25	20	1,930	(12.0)	26	17.7	9.8	2.8	18.5
2012F	258	35	35	27	2,925	51.6	40	20.6	13.7	4.4	25.8
2013F	297	46	46	35	3,632	24.2	50	16.6	10.3	3.8	28.0
2014F	341	62	61	48	4,858	33.8	67	12.4	7.4	3.1	30.6

주: 순이익 및 EPS는 지분법이익이 반영된 조정당기순이익 기준

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.2)	35.9	72.7
상대주가(%p)	(12.2)	28.2	65.3

### 12MF PER 추이



## 내실경영으로 인한 수익성 제고 효과 본격화

**투자자의견 ‘매수’, 목표주가 76,300원 제시:** 2013년 예상 EPS에 목표 PER 21.0배를 적용한 76,300원을 하나투어의 적정주가로 제시한다. 여행산업의 경우 10년을 주기로 사이클이 순환하는데 아웃바운드 성장기 진입 이전 해(1995년, 2005년) 평균 PER이 21.0배 수준에서 거래되었다는 점을 감안하여 목표 PER을 산정했다. 이는 해외 상장 여행사들의 2013년 예상 EPS를 기준으로 산정한 PER 평균치 20.5배와 유사하다. 호텔엔에어 설립으로 인한 공급자와의 협상력 증가, 저가항공권 증가로 공급여력 증대, 상위업체로의 집중화 가속, 아웃바운드의 재발견, FIT(개별여행)의 성장 등 여행업 저변에서 일어나고 있는 긍정적 변화들이 하나투어 리레이팅의 근거를 이루고 있다. 시가대비 상승 여력은 27%다.

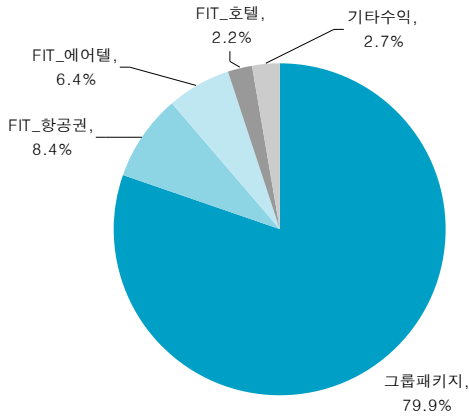
**공격적인 인바운드 전략:** 하나투어는 겨울연가, 인사동/명동 거리, 강남스타일을 만드는 데 기여하지 않았지만, ‘한국’을 소비하기 위해 들어오는 관광객으로 인해 가장 큰 수혜를 얻고 있는 회사다. 하나투어는 100% 자회사 하나투어 ITC를 통해 인바운드와 호텔 사업을 영위한다. 중국인 인바운드 고객을 유치할 때 가장 중요한 것은 원가우위고, 원가우위는 곧 안정적인 호텔 확보능력에서 나온다. 늘어나는 인바운드 수요 대비 서울/경기권의 호텔 공급은 턱없이 부족하다. 지난 11월 12일 자회사 하나투어 ITC와 신영자산개발이 Joint venture 형식(각 사 50억원 출자)으로 종로 센터마크 호텔(250실 규모, 특2급)을 개관했고, 2015년까지 리츠 투자 형식으로 사대문 안쪽으로 총 4개 호텔 1,000개 객실을 확보할 예정이다. 모두투어가 지분 투자를 통해 간접적으로 객실을 확보하는 데 비해 하나투어는 직접 운영 방식을 택하여 호텔확보에 보다 공격적이다. 하나투어 ITC는 인바운드 선점을 목표로 지상비(매출액)보다 원가(매출원가)가 높은 손실 구조를 감수하고 적극적인 모객 활동에 나서고 있다. 쇼핑, 카지노 등 커미션 기여도가 높은 중국인 관광객 수가 급증하는 2013년부터 인바운드 사업의 본격적인 턴어라운드를 예상한다.

**아웃바운드 순항 및 상위업체로의 집중:** 여행주 리레이팅의 합리적인 근거는 여전히 본업인 아웃바운드의 견조한 성장에서 찾을 수 있다. 현재 아웃바운드 시장에서는 항공사의 제로 커미션 정책과 저가 여행상품 출현으로 규모의 경제를 갖춘 상위 업체로의 재편현상이 나타나고 있다. 최종소비자의 브랜드 선호 현상과 전문대리점수 증가로 하나투어의 M/S는 2013년 말 17.4%에 달할 전망이다. 주택가격의 장기 하락 국면에서 30대 이상의 연령층에게 두드러지게 나타나는 현재형 소비 패턴-투자 가치가 낮아진 집을 사는 대신 해외여행을 가고 수입차를 사는 현상-도 아웃바운드에 긍정적이다. 특히 2013년 공휴일 수는 116일로 공휴일을 이용한 징검다리 휴가(최소 3일에서 최대 9일 가능) 기회가 많아 해외여행 여건도 밝다.

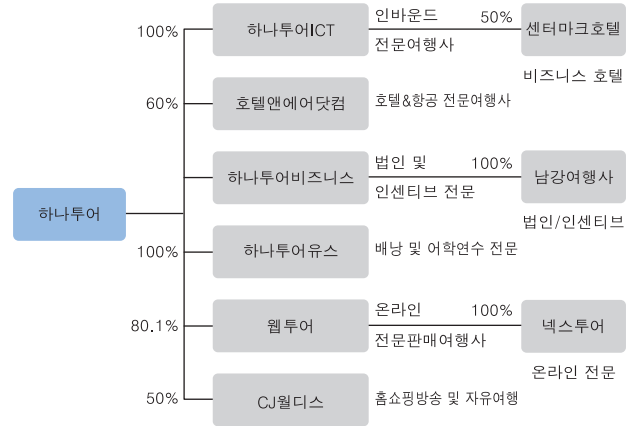
박기영 3276-5979  
parkga00@truefriend.com

**4분기 실적 호조:** 4분기 매출액은 646억원(+32.5%, YoY), 영업이익은 78억원(+386.4%, YoY)으로 예상된다. 하나투어는 인건비 등 고정비 비중이 경쟁사에 비해 높기 때문에 여행수요 악화 영향을 더 크게 받는다. 지난 4분기에 발생했던 태국 홍수로 출국자수 감소라는 외형 감소 요인뿐 아니라 확보한 하드블록을 소진하지 못해 악성 재고를 떠 안아 실적이 좋지 않았다. 올해는 완만한 수요 증가에 따른 기저효과로 4분기가 비수기임에도 불구하고 매출액과 영업이익 모두 호조세를 나타냈다. 1분기는 명절 연휴가 포함된 성수기로서 우호적인 매크로 변수로 인한 출국자수 회복이 예상된다. 인바운드 시장에서도 춘절 연휴로 인한 중국 관광객 유입효과, 독도 갈등 완화로 일본인 관광객수 회복 효과가 동시에 작용할 전망이다. 2013년에는 전문판매점 수를 늘리는 외형성장 전략보다 기존 전문판매점 관리를 통한 내실 성장에 주력할 전망으로 영업이익률이 올해 14%에서 16%까지 상승할 것으로 예상된다.

[그림 18] 하나투어 매출 포트폴리오



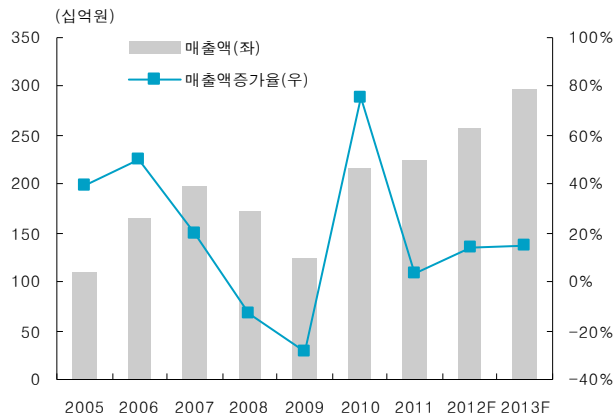
[그림 19] 하나투어 관계회사 및 종속회사, 손자회사



주: 총 출국자수는 승무원 수 제외된 수치  
자료: 하나투어

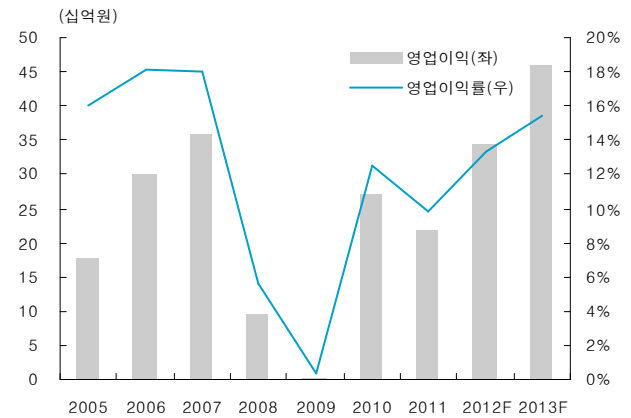
자료: 하나투어

[그림 20] 하나투어 매출액과 매출액증가율



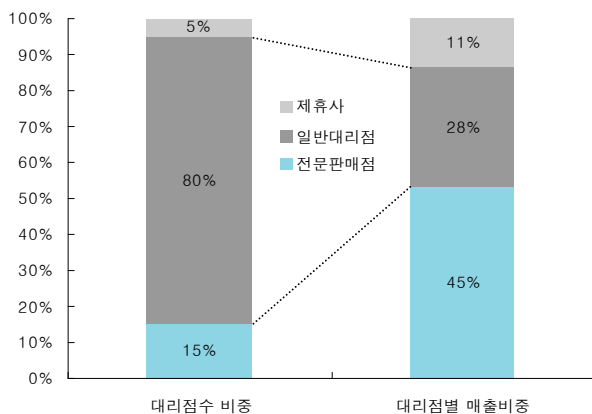
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 21] 하나투어 영업이익과 영업이익률 추이



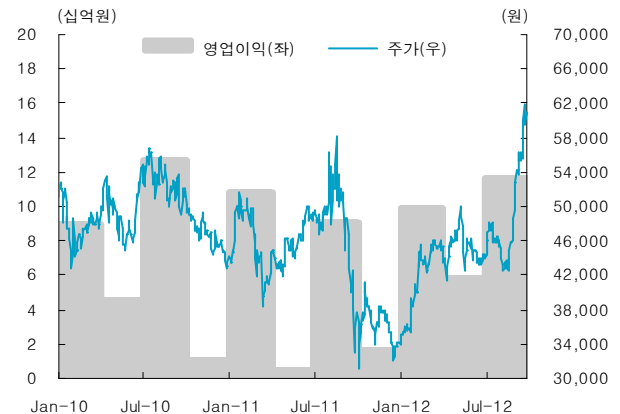
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 22] 대리점수 비중 및 대리점별 매출비중



자료: 하나투어

[그림 23] 하나투어 영업이익과 주가추이



자료: Quantwise

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	156	165	188	216	248
현금성자산	65	66	76	87	100
매출채권및기타채권	25	31	35	40	46
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	63	83	102	113	120
투자자산	23	42	59	68	73
유형자산	25	25	24	23	23
무형자산	7	7	8	10	11
자산총계	219	248	290	329	368
유동부채	111	136	161	175	177
매입채무및기타채무	57	77	88	101	116
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	111	136	161	175	177
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	84	86	86	86	86
자본조정	(19)	(27)	(27)	(27)	(27)
이익잉여금	37	46	63	89	126
자본총계	108	111	129	154	191
조정자본총계	111	116	133	160	199

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	62	48	47	45	45
당기순이익	22	20	27	35	48
유형자산감가상각비	1	1	1	1	1
무형자산상각비	2	3	3	3	4
자산부채변동	27	25	15	5	(8)
기타	10	(0)	(0)	0	0
투자활동현금흐름	(28)	(27)	(30)	(24)	(22)
유형자산투자	(2)	(1)	(1)	(1)	(0)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(24)	(24)	(17)	(9)	(5)
무형자산순증	(3)	(3)	(4)	(5)	(5)
기타	1	(0)	(8)	(10)	(11)
재무활동현금흐름	(7)	(19)	(8)	(10)	(10)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	0	0	2	0	0
배당금지급	(7)	(11)	(10)	(10)	(10)
기타	(0)	(8)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	27	1	9	11	13

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	218	226	258	297	341
매출총이익	218	226	258	297	341
판매관리비	191	205	224	250	278
기타영업손익	(0)	1	1	(1)	(1)
영업이익	27	22	35	46	62
금융수익	4	4	3	2	3
이자수익	3	3	2	2	2
금융비용	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	(1)	(3)	(2)	(3)
관계기업관련손익	0	(1)	0	0	0
세전계속사업이익	31	25	35	46	61
법인세비용	9	5	8	10	14
당기순이익	22	20	27	35	48
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	22	20	27	35	48
EBITDA	30	26	40	50	67
조정당기순이익	24	21	32	41	55

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	2,193	1,930	2,925	3,632	4,858
BPS	11,208	12,304	13,785	16,038	19,408
DPS	850	900	900	900	900
성장성(% YoY)					
매출증가율	75.8	3.8	14.1	15.0	14.8
영업이익증가율	6,290.5	(18.7)	60.1	29.9	35.1
순이익증가율	NM	(12.8)	52.8	27.6	33.8
EPS증가율	NM	(12.0)	51.6	24.2	33.8
EBITDA증가율	830.4	(14.6)	52.2	27.5	32.7
수익성(%)					
영업이익률	12.5	9.8	13.7	15.5	18.2
순이익률	11.1	9.3	12.5	13.8	16.1
EBITDA Margin	14.0	11.5	15.3	17.0	19.6
ROA	11.6	8.4	10.2	11.5	13.7
ROE	23.9	18.5	25.8	28.0	30.6
배당수익률	2.0	2.6	1.5	1.5	1.5
안정성					
순차입금(십억원)	(111)	(117)	(131)	(151)	(174)
차입금/자본총계비율(%)	0.8	0.3	1.8	1.5	1.2
Valuation(X)					
PER	19.9	17.7	20.6	16.6	12.4
PBR	3.9	2.8	4.4	3.8	3.1
PSR	2.3	1.8	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	12.4	9.8	13.7	10.3	7.4

## 모두투어(080160)

매수(신규) / TP: 40,300원(신규)

주가(12/13, 원)	27,800
시가총액(십억원)	350.3
발행주식수(백만)	12.6
52주 최고/최저(원)	33,350/18,250
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	827
유동주식비율(%)	78.5
외국인지분율(%)	13.5

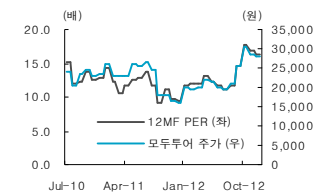
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	117	17	20	15	1,991	1,218.5	18	11.9	11.9	2.7	27.6
2011A	121	16	18	13	1,686	(15.3)	17	9.5	7.6	1.7	19.7
2012F	132	21	22	17	1,497	(11.2)	22	18.6	12.2	3.3	21.7
2013F	166	30	31	24	2,131	42.3	32	13.0	7.7	2.8	24.5
2014F	191	38	39	30	2,632	23.6	40	10.6	5.8	2.4	25.4

주: 순이익 및 EPS는 지분법이익이 반영된 조정당기순이익 기준. 2012년 실시한 무상증자로 EPS 감소효과 있음 주외

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(11.7)	36.9	73.6
상대주가(%p)	(17.7)	29.2	(30.2)

### 12MF PER 추이



## 전문판매점 확대로 외형과 수익성 모두 잡는다

**투자의견 ‘매수’ 목표주가 40,300원 제시:** 모두투어에 대해 투자의견 매수, 40,300원을 목표주가로 제시한다. 적정주가는 2013년 예상 EPS에 목표 PER 18.9배를 적용하였고 현 시점에서 상승여력은 45%다. 모두투어의 경우 하나투어 대비 비용통제력이 우수해 영업수익에 따른 이익개선 효과가 빠르게 나타나지만 이익 안정성과 브랜드 경쟁력, 플랫폼 가치측면에서의 열위를 고려하여 하나투어 목표 PER 대비 10% 할인했다. 한류로 달라진 문화 강국으로서의 위상, 디자인 서울, 여기에 가까운 나라 중국인들의 해외 여행 수요가 급증하면서 인바운드 시장이 구조적으로 성장하고 있다. 도매 여행사로서 소싱 능력과 노하우, 국내의 네트워크 및 협업, 자회사 및 계열사를 통한 인프라 확보에서 강점을 가진 브랜드력을 갖춘 상위사 위주로 선점효과 가속화될 전망이다. 시장 확대(인바운드)와 강화된 체력(협상력 증가)가 리레이팅의 합당한 근거라고 판단한다.

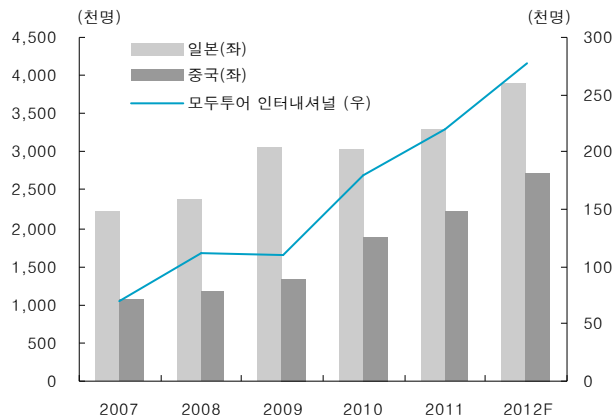
**한 발 앞선 인바운드 전략:** 모두투어는 자회사 모두투어 인터내셔널(자회사, 지분율 67.5%)을 통해 중국 및 일본인 대상 인바운드 사업을 영위한다. 현재 국내에서 인바운드 여행업체는 180여개가 난립하는 형국이지만, 브랜드와 시스템을 가진 업체 중 모두투어가 체계적인 인프라 확보와 네트워크를 통해 가장 앞서나가고 있다. 모두투어는 올해 4월 113실 규모의 제주 로베로 호텔을 인수(자회사 모두관광개발, 지분율 100%)하고, 이어 9월 155실 규모의 아벤트리 종로 관광호텔을 개관(투자회사 아벤트리 자기관리 부동산주식회사, 지분율 13%)하고 본격적인 호텔 사업에 나섰다. 인바운드의 대부분이 숙박과 항공편으로 이루어짐을 감안할 때, 리모델링 호텔 개관 등 발 빠른 행보를 통해 모두투어가 숙박 공급부족의 구조적 수혜를 선점할 가능성이 높다. 뿐만 아니라 드라마, 영화의 해외 촬영 코디 업무를 담당하는 투어테인먼트(지분율 50%)를 통해 한류 열풍을 인바운드에 접목시키는 특색있는 상품을 기획하는 등 계열사 인프라를 활용하여 인바운드 시너지를 낼 수 있을 것이다.

**아웃바운드 공급자 협상력 확보:** 2013년에는 소매여행사의 구조조정이 가속화되고 브랜드를 가진 상위 여행사로의 집중 현상이 강화될 것으로 판단한다. 한 자리수로 정체된 성장 속에서 모두투어는 공급자 협상력 강화를 통해 수익성을 제고하는 노력을 경유하고 있다. 하나투어와 함께 호텔앤에어닷컴을 설립하여 항공 및 호텔업체와의 협상력을 높였다. 하드블록(hard block)은 항공 및 호텔업체의 악성재고를 떠 안는 대신 저가 물량을 다수 확보했던 방법으로, 비수기에 비중이 높을수록 여행사의 수익성이 악영향을 미쳤던 재고 전략이다. 호텔앤에어라는 하나의 창구를 통해 두 회사의 총 물량을 확보함으로써 불리한 조건임에도 불구하고 하드블록을 가져가야 했던 과거의 관행에서 벗어나 유연한 재고확보 전략을 구사할 수 됐다.

박기영 3276-5979  
parkga00@truefriend.com

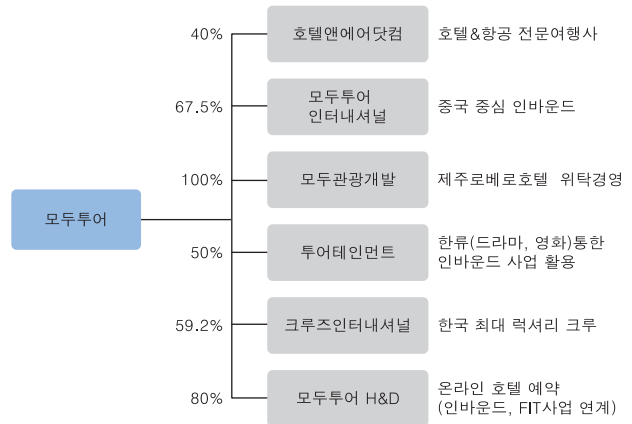
**4분기 기저효과 발생했으나 비수기 영향권:** 4분기 매출액은 315억원(+25.7%, YoY), 영업이익은 39억원(흑전, YoY)으로 예상된다. 태국 홍수 기저효과로 4분기 매출은 전년대비 회복세를 보였지만 1) 4분기가 전통적인 비수기인데다, 2) 수익성 좋은 패키지 수요가 줄어들고 FIT 고객이 늘어난 영향으로 수익성이 저조했다. 4분기에는 독도분쟁의 영향으로 일본인 개별여행객 및 단체여행객(수학여행, 인센티브 여행)이 급감했다. 외교문제로 인한 갈등 및 추운 날씨로 인한 여행지 변경(한국→동남아시아)으로 인바운드 시장이 냉각된 현상은 일시적인 영향으로 판단한다. 내년 1분기에는 우호적인 환율 여건, 1분기 연휴로 인한 성수기 효과로 아웃바운드 회복세가 가속화되고, 중국 춘절(2013.2.9~2.15)의 영향으로 인바운드 시장도 호조세를 나타낼 것으로 예상된다. 모두투어는 내년 성장목표를 전문판매점 확보를 통한 공격적인 외형성장을 꾀하고 있다. 기존 여행업체들이 브랜드를 가진 상위 도매여행사로 편입되는 가운데, 외형확대 전략을 펼치는 모두투어의 전문판매점은 현재 800개에서 내년 860개로 늘어날 전망이다.

[그림 24] 전체 일중 관광객 vs 모두투어 인바운드 관광객수 추이



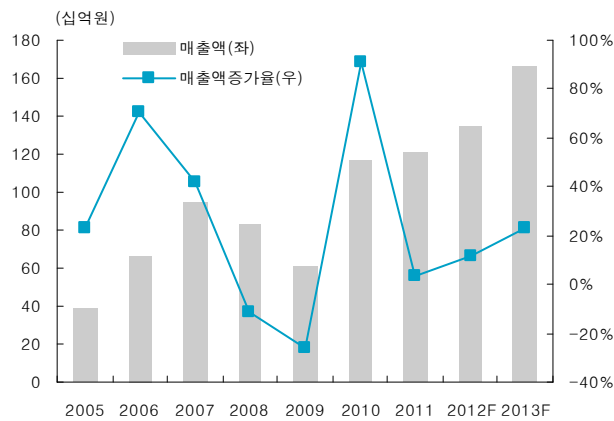
자료: 모두투어

[그림 25] 모두투어 관계회사 및 종속회사



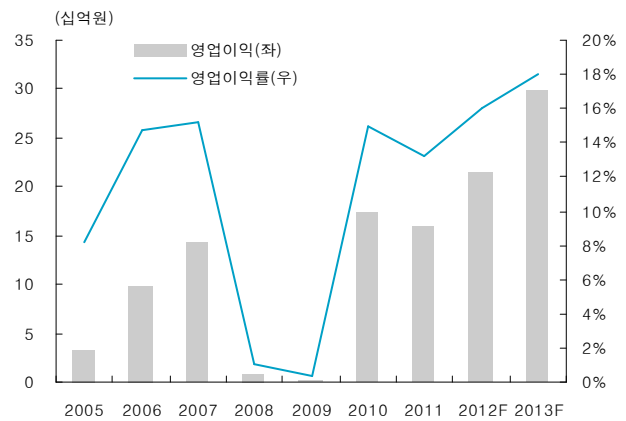
자료: 모두투어

[그림 26] 모두투어 매출액과 매출액증가율



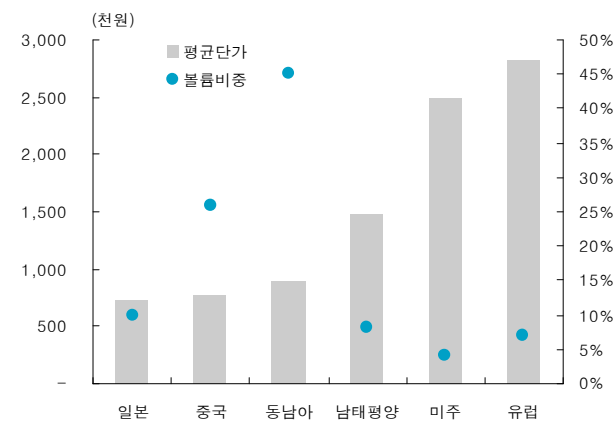
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 27] 모두투어 영업이익과 영업이익률 추이



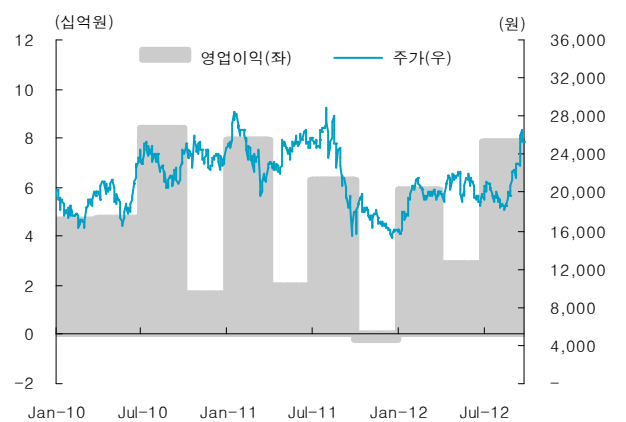
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 28] 모두투어 아웃바운드 지역별 비중 및 평균단가



자료: 한국투자증권

[그림 29] 모두투어 영업이익과 주가추이



자료: Quantiwise

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	114	104	113	143	165
현금성자산	28	27	30	38	43
매출채권및기타채권	15	13	14	18	21
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	10	25	33	47	51
투자자산	4	18	17	30	33
유형자산	1	1	9	9	9
무형자산	0	1	1	1	1
자산총계	123	129	146	191	216
유동부채	53	48	54	78	78
매입채무및기타채무	39	32	35	45	51
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7	9	10	13	15
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	60	58	64	91	93
자본금	4	4	6	6	6
자본잉여금	30	30	28	28	28
자본조정	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
이익잉여금	38	46	57	75	99
자본총계	63	71	82	99	123
조정자본총계	66	72	97	115	139

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	36	15	20	43	27
당기순이익	15	13	17	24	30
유형자산감가상각비	1	1	2	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	14	(1)	0	15	(7)
기타	6	2	0	2	1
투자활동현금흐름	(25)	(11)	(13)	(29)	(15)
유형자산투자	(1)	(1)	(9)	(2)	(2)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(23)	(10)	0	(13)	(3)
무형자산순증	0	(1)	(0)	(0)	(0)
기타	(1)	0	(4)	(14)	(10)
재무활동현금흐름	(0)	(5)	(4)	(6)	(6)
자본의증가	0	0	(0)	0	0
차입금의순증	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	(4)	(6)	(6)
기타	(0)	(5)	0	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	11	(1)	2	8	6

주: 1. K-IFRS (별도) 기준  
 2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산. 순이익 및 EPS는 지분법이익이 반영된 조정당기순이익 기준  
 3. 2012년 실시한 무상증자로 EPS 감소효과 있음을 주의

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	117	121	132	166	191
매출총이익	117	121	132	166	191
판매관리비	100	106	112	138	156
기타영업손익	1	1	1	2	2
영업이익	17	16	21	30	38
금융수익	2	2	2	3	3
이자수익	2	2	2	3	3
금융비용	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	(1)	(2)	(2)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	20	18	22	31	39
법인세비용	5	5	5	7	9
당기순이익	15	13	17	24	30
기타포괄이익	(1)	0	0	0	0
총포괄이익	14	13	17	24	30
EBITDA	18	17	22	32	40
조정당기순이익	16	14	18	26	32

주요 투자지표

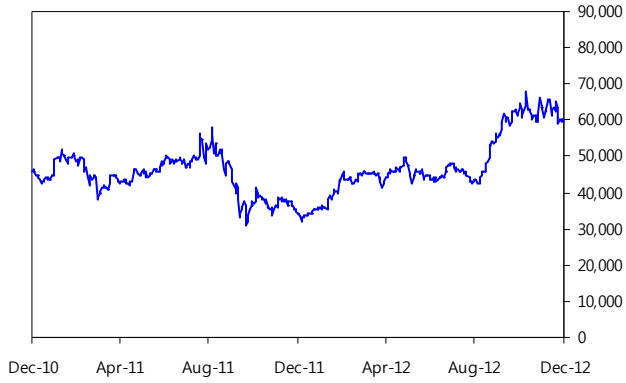
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	1,991	1,686	1,497	2,131	2,632
BPS	8,801	9,517	8,368	9,779	11,662
DPS	600	500	500	500	500
성장성(% YoY)					
매출증가율	90.8	3.4	8.7	26.5	15.0
영업이익증가율	7,306.4	(8.4)	28.4	45.8	25.6
순이익증가율	1,219.2	(15.4)	35.2	42.3	23.6
EPS증가율	1,218.5	(15.3)	(11.2)	42.3	23.6
EBITDA증가율	1,956.6	(6.8)	30.1	44.7	24.0
수익성(%)					
영업이익률	14.9	13.2	15.6	18.0	19.7
순이익률	13.7	11.2	13.9	15.7	16.8
EBITDA Margin	15.6	14.1	16.9	19.3	20.8
ROA	14.2	10.5	12.6	14.3	14.8
ROE	27.6	19.7	21.7	24.5	25.4
배당수익률	2.5	3.1	1.8	1.8	1.8
안정성					
순차입금(십억원)	(72)	(65)	(71)	(93)	(109)
차입금/자본총계비율(%)	15.5	17.3	15.0	12.4	10.0
Valuation(X)					
PER	11.9	9.5	18.6	13.0	10.6
PBR	2.7	1.7	3.3	2.8	2.4
PSR	1.7	1.1	2.7	2.1	1.8
EV/EBITDA	11.9	7.6	12.2	7.7	5.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
하나투어(039130)	2012.12.14	매수	76,300원	모두투어(080160)	2012.12.14	매수	40,300원

하나투어(039130)

모두투어(080160)





#### ■ Compliance notice

- 당사는 2012년 12월 14일 현재 하나투어, 모두투어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.