

산업분석 | 2019. 05. 15

## 여행 Overweight (Re-initiate)

## 재도약의 길목

최근 '순례자의 길'을 배경으로 한 TV 프로그램 '스페인하숙'이 인기를 얻고 있다.

여행자 중심의 프로그램은 아니지만 과거 '꽃보다 시리즈', '배틀트립', '잔내투어' 보다 지극히 개인적인 여행을 소재로 삼고 있는 점은 변화하는 여행 트렌드에 대한 시대적 반영이 한층 강화된 결과물이라 판단한다. 해외여행객이 3천만명에 육박하며 산업이 매년 성장하지만 FIT로 계속 유출되는 패키지 여행객의 속도감을 고려할 때 패키지 여행사의 위기와 기회 요인 그리고 근본적인 원인을 면밀히 분석해야 할 시기이다.

新경제중심으로 떠오를 '밀레니얼 세대'의 특성과 대규모의 네트워크를 이미 구축한 글로벌 OTA의 공략에 적극적으로 대응할 수 있고 우리나라 여행특성을 가장 잘 반영할 수 있는 홀세일 여행사를 중심으로 투자전략을 세워가야 할 시기라 판단한다.

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수  
02-3787-5115  
namsu.lee@kiwoom.com



Contents



Summary & Valuation 3

- > 여행업종: 투자의견 Overweight, 커버리지 개시 3
- > 하나투어: 투자의견 Buy, 목표주가 83,000원, Top Pick 제시 4
- > 모두투어: 투자의견 Buy, 목표주가 29,300원 커버리지 개시 5

I. 1Q19 Review 및 2019년 전망 7

- > 해외여행 시장 Overview 7
- > 해외여행 수요 : 고성장 피로감은 있지만 우상향 지속 10
- > 해외여행 공급 : 인프라 확대를 통한 우호적 환경 지속 16
- > 해외여행 ASP : 하방 경직성 + 지역 Mix 변화로 개선 가능 20

II. 여행업종 재도약의 기본 22

- > 하반기부터 순출국자 증가율 상회 예상 22
- > Hybrid 패키지로 방어 + New Platform 개발 27

III. 여행업종 재도약 부스터 30

- > 여행산업 ➡ 정보산업, 새로운 여행수요 기준 포인트 찾기 30
- > 경제 중심으로 떠오른 밀레니얼 세대 휘어잡기 32
- > 글로벌 OTA에 대응하며 시장재편까지 카운터펀치 준비 34

기업분석 37

- > 하나투어 38
- > 모두투어 47

Compliance Notice

- 당사는 5월 14일 현재 상기 언급된 종목들 중 '하나투어', '모두투어'를 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

여행업 재도약의 길목

>>> 여행업 재도약의 길목

최근 TV 프로그램에서 방영되는 여행 관련 프로그램의 소재에 여행 트렌드 변화에 대한 시대적 반영이 한층 강화되고 있다. 산업이 매년 성장하지만 FIT로 계속 유출되는 패키지 여행객 감소의 속도감을 고려할 때 패키지 여행사의 위기와 기회 요인 그리고 근본적인 원인을 면밀히 분석해야 할 시기이다.

>>> 여행업 재도약 포인트

1Q19에서 확인한 비용관리를 통한 경영효율화 전략은 지속적으로 성과를 낼 수 있을 것으로 추정하며, 하반기부터 전년 낮아진 패키지 송출객에 대한 기저효과가 발생하고 Hybrid 패키지 및 새로운 플랫폼 개발을 통해 FIT으로의 고객 유출 방어가 가능하다고 판단한다. 또한 여행소비 변화의 근본요소인 여행의 정보산업화와 경제중심세대로 떠오른 밀레니얼 세대를 겨냥한 새로운 패키지 포맷 도입이 성공적으로 이루어진다면 여행업은 새로운 도약의 포인트를 가질 수 있다고 생각한다.

>>> 관련종목: 하나투어, 모두투어

당사는 여행업종에 대해 투자의견 Overweight 제시하며 분석을 개시한다. 단기적으로 패키지 여행사의 고성장 시절과 같이 현재의 영업환경이 우호적으로 반전되기는 힘든 시기이므로 글로벌 OTA의 국내 장악 노력에 대해 대응할 수 있고 시장재편까지 버텨낼 수 있는 시스템과 체력이 중요한 시기라 판단한다.

관련종목으로 하나투어와 모두투어를 제시하며 분석을 개시한다. **하나투어**는 1)경영효율화 전략 성공 가능, 지역 Mix 변화에 따른 ASP회복 2)인바운드 자회사의 적자폭 감소 3)플랫폼 고도화를 통한 비즈니스 모델 개편이 기대된다. **모두투어**는 역시 1)출국자 증가에 따른 구조적 성장과 비용관리 전략 유효 2)상대적으로 높은 중국 비중에 기인한 중국궤 별도와 자회사의 실적 혼풍 가능성 3)중국 인바운드 증가 시 호텔자회사 부문의 실적 개선이 기대된다.

# Summary & Valuation

## >>> 여행업종: 투자의견 Overweight, 커버리지 개시

당사는 여행업종에 대하여 **Overweight**으로 분석을 개시한다. 단기적으로 패키지 여행사의 고성장 시 절과 같이 현재의 영업환경이 우호적으로 반전되기는 힘들겠지만, 글로벌 OTA의 국내 장악 노력에 대해 대응할 수 있고 시장재편까지 버텨낼 수 있는 시스템과 체력을 갖춘 대형 홀세일 여행사인 하나투어와 모두투어에 관심을 갖고 투자전략을 세워야 할 시기라 판단한다.

**2019년 단기적으로** 1)2018년 동계올림픽, 선거 등 국내 대형 이벤트 및 자연재해로 미발생한 수요의 이연효과로 기저효과가 발생하고 2)핵심 영업지역에서의 부진을 만회하기 위한 비용 및 상품 고도화 노력이 효과를 거둘 것으로 추정되며 3)중국의 한한령 이후 2~3년간 중국 관광객이 부진했던(2016년 806만명 → 2018년 478만명, -328만명) 국내 인바운드 실적이 2018년 1,509만명으로(2016년 1,696만명, -187만명) 지역 다변화에 성공하는 모습이고, 최근 우호적인 중국의 한국 여행 무드가 한-중 운수권 배분에 의한 노선 및 항공편 확대를 통해 하반기로 접어들면서 더욱 활발해 질 것이라 판단하기 때문이다.

**2020년 이후 중·장기적으로는** 1)총인구 대비 해외여행객이 75%에 육박하며 해외여행 수요에 대한 고성장 피로감이 크지만 당분간 1인당 GDP 3만달러 시대, 밀레니얼 세대의 소비 트렌드를 바탕으로 우상향을 지속할 가능성이 높고 2)FIT로 뺏기는 패키지 여행객을 잡으려는 홀세일 여행사의 상품 개선 및 플랫폼 고도화를 통한 수익성 중심의 경영전략이 더욱 강화되고 3)중국 운수권 협상을 통해 확대되는 중국 노선이 빠르면 올해 하반기부터 운항이 시작되어 2020년 이후 풀타임 비행에 맞춘 상품 확대가 가능하고 인천공항 확장, 지방 신공항 건설, 신규 LCC 허가 등으로 수요와 공급의 우호적 환경이 지속될 것이라 생각한다.

### 하나투어, 모두투어 주가 추이



자료: 키움증권  
주: 2012.1.1 주가를 100%로 환산

## >>> 하나투어: 투자의견 Buy, 목표주가 83,000원, Top Pick 제시

당사는 하나투어에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 83,000원으로 커버리지를 개시하며 여행산업 내 최선호주로 제시한다. 목표주가는 하나투어 2019E 지배주주순이익 기준 EPS 2,969원에 Target PER 28배(면세점 사업 개시 전 5년간 PER 상단의 평균)를 사용하여 산정했다.

당사는 1)경영효율화 노력, 송객수 감소를 상쇄시킬 지역 Mix 변화에 따른 ASP 증가로 별도부문 회복이 가능하고 2)부진했던 인바운드 자회사의 적자 축소가 빠르게 진행되고 있으며 3)플랫폼 고도화를 통한 비즈니스 모델 개편으로 패키지와 FIT 모두를 아우를 수 있는 효과가 중장기적으로 기대됨에 따라 Target Multiple에 의한 투자전략이 유효할 것으로 보인다. 핵심 자회사 부문인 면세점의 적자폭이 개선되고 입국장 면세점 신규 오픈에 따라 실적 레버리지가 기대되나 기존 누적 영업손실이 과도하여 프리미엄은 반영하지 않고 산정하였다.

### 하나투어 Valuation Table

	2019E	비고
순이익(십억원)	34.5	2019년 지배주주순이익
EPS(원)	2,969	2019년 지배주주순이익 기준 EPS
Target PER	28	면세점 사업 개시 전 5년간 PER 상단의 평균
목표주가(원)	83,000	
상승여력(%)	29.1	2019년 5월 14일 증가 기준

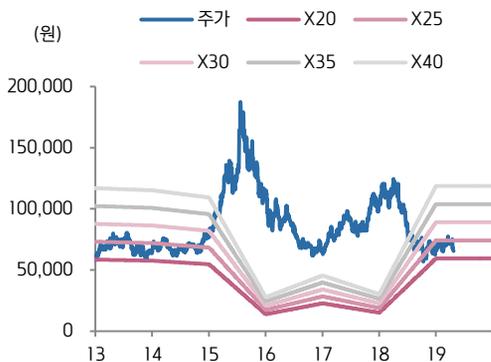
자료: 키움증권

### 하나투어 Historical Valuation

(배)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	평균
PER(End)	20.7	16.3	20.1	22.1	27.1	42.1	95.6	90.8	91.3	47.3
PER(High)	27.3	28.1	22.7	27.9	28.2	75.0	166.2	102.6	169.9	72.0
PER(Low)	20.2	14.7	10.0	19.8	21.3	28.1	87.5	55.1	74.2	36.8
PER(Avg)	23.4	20.9	16.2	23.6	24.1	45.6	118.1	76.7	117.9	51.8

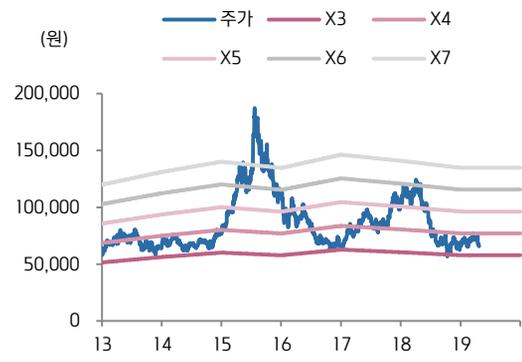
자료: Quantwise, 키움증권

### 하나투어 12M Forward PER Band



자료: 키움증권

### 하나투어 12M Forward PBR Band



자료: 키움증권

## >>> 모두투어: 투자의견 Buy, 목표주가 29,300원 커버리지 개시

당사는 모두투어에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 29,300원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 모두투어 2019E 지배주주순이익의 기준 EPS 1,175원에 Target PER 25배(2012~2018년 PER의 평균)를 사용하여 산정했다.

당사는 1)출국자 증가에 따른 구조적 성장 및 비용관리를 통한 경영효율화에 따른 이익 확보가 가능하며 2)경쟁사 대비 중국 패키지 송출객 비중이 상대적으로 높아 한-중 운수권 배분에 따른 중국 노선 확대에 영업 레버리지를 기대할 수 있고 3)중국 인바운드 증가 시 호텔자회사 부문의 실적개선이 가능함에 따라 Target Multiple에 의한 투자전략이 유효할 것으로 판단한다.

### 모두투어 Valuation Table

	2019E	비고
순이익(십억원)	22.2	2019년 지배주주순이익
EPS(원)	1,175	2019년 지배주주순이익 기준 EPS
Target PER	25	2012~2018년 PER의 평균
목표주가(원)	29,300	
상승여력(%)	29.6	2019년 5월 14일 종가 기준

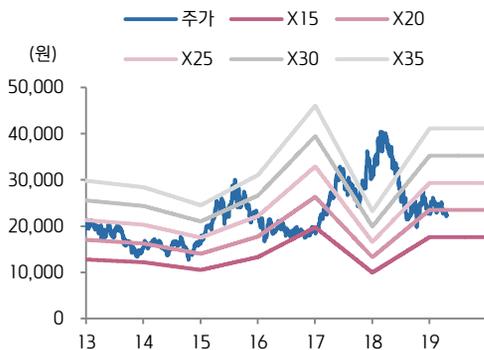
자료: 키움증권

### 모두투어 Historical Valuation

(배)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	평균
PER(End)	21.6	18.0	19.9	32.1	21.8	23.2	36.3	24.7
PER(High)	24.1	25.6	21.9	43.3	25.5	28.5	64.7	33.4
PER(Low)	11.1	15.4	15.4	23.2	18.8	14.0	29.8	18.3
PER(Avg)	16.1	21.0	19.3	33.1	21.7	20.8	44.5	25.2

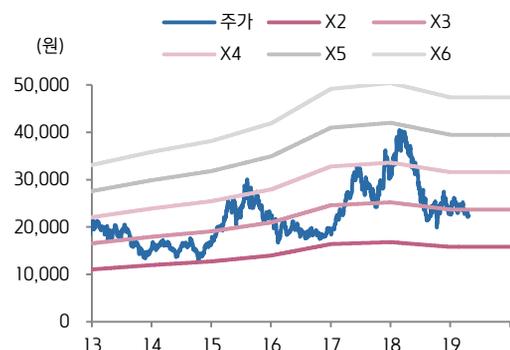
자료: Quantwise, 키움증권

### 모두투어 12M Forward PER Band



자료: 키움증권

### 모두투어 12M Forward PBR Band



자료: 키움증권

## 국내외 Peer Valuation table

		하나투어	모두투어	Expedia Group	Booking Holdings	Ctrip.com
통화		krw	krw	usd	usd	usd
주가(원, 달러)		64,300	22,600	116.77	1,777.26	38.07
시가총액(십억원, 백만달러)		746.9	427.1	17,376	76,940	21,072
주가수익률	1M	(10.4)	(1.7)	(7.2)	(3.0)	(15.4)
	6M	(8.0)	(10.2)	(4.2)	(5.9)	44.6
	12M	(37.6)	(33.0)	1.9	(14.2)	(11.8)
매출액(십억원, 백만달러)	2018	828.3	365.0	11,223	14,527	4,685
	2019E	856.9	350.1	12,149	15,339	5,259
	2020E	913.3	410.3	13,296	16,738	6,245
영업이익(십억원, 백만달러)	2018	24.9	16.6	714	5,341	394
	2019E	55.1	30.5	1,530	5,556	831
	2020E	57.9	39.3	1,766	6,106	1,163
EPS(원, 달러)	2018	753	664	3	84	0
	2019E	2,968	1,175	7	101	1
	2020E	3,196	1,527	8	114	2
EPS Growth(%)	2018	(33.6)	(49.5)	8.8	76.3	(49.0)
	2019E	294.1	76.8	157.6	20.2	321.7
	2020E	7.7	30.0	15.8	12.6	37.3
P/E(배)	2018	91.3	36.3	28.8	19.1	28.0
	2019E	22.4	20.0	16.7	17.6	29.6
	2020E	20.8	15.4	14.4	15.6	21.5
P/B(배)	2018	4.00	3.42	4.0	8.9	1.2
	2019E	3.45	2.97	3.4	14.1	1.6
	2020E	3.08	2.58	3.1	13.3	1.6
ROE(%)	2018	4.3	9.3	9.4	39.9	1.3
	2019E	16.3	15.7	20.0	59.6	5.2
	2020E	15.7	18.0	22.2	103.6	6.5
EV/EBITDA(배)	2018	14.3	18.3	11.3	12.6	29.8
	2019E	6.6	10.8	8.8	12.8	28.0
	2020E	6.4	8.4	7.6	11.6	20.0
EBITDA(십억원, 백만달러)	2018	47.3	20.6	1,715	5,767	543
	2019E	90.8	34.3	2,235	5,935	818
	2020E	86.3	43.6	2,504	6,499	1,129
EBITDA Growth(%)	2018	(23.2)	(44.3)	13.3	17.7	(4.3)
	2019E	92.0	66.5	30.3	2.9	50.7
	2020E	(5.0)	27.1	12.1	9.5	38.1

자료: Bloomberg(5/13), 키움증권

주: 하나투어, 모두투어는 당사 추정치 사용(5/14)

# I. 1Q19 Review 및 2019년 전망

## >>> 해외여행 시장 Overview

2018년 출국자는 전년대비 8.3% 성장한 2,869만명을 기록하며, 2015년부터 2017년까지 연평균 성장을 18.1%(2015년 20.1%, 2016년 15.9%, 2017년 18.4%)에 미치지 못하였다. 이는 평창 동계올림픽, 선거와 오사카 지진 및 태풍피해, 홋카이도 지진피해로 인한 여행수요 이연과 글로벌 OTA(Online Travel Agency)의 공격적인 마케팅, 혼행 및 YOLO, 소확행 등 사회문화 트렌드 변화에 따라 여행 스타일이 패키지에서 개별 자유여행(FIT, Free Independent Tour)로 변화되는 양상을 뚜렷하게 보였기 때문이다. 이와 같은 트렌드로 여행 인프라가 잘 발달되어 있는 도시로의 방문이 두드러졌고, 가장 가까우면서도 자유여행객이 편한 여행을 즐길 수 있는 일본으로의 방문이 급격히 증가했다. 일본은 성장세가 둔화되기는 했지만 750만명의 방문하며 단일국가 최고치를 경신했고 다낭, 나트랑, 푸꾸옥을 중심으로 신규 여행지 발굴에 성공한 베트남이 340만명을 기록해 2018년은 일본이 끌고 베트남이 밀어준 해였다.

2019년은 해외여행 패키지 상품 중심의 홀세일 여행사에게 재도약의 중요한 길목으로 판단한다. 국내 아웃바운드 출국자가 고성장을 하며 구조적인 증가에 수혜를 입은 지난 4~5년간 홀세일 여행사는 호텔 사업확장, 면세점 진출, 자회사 인수 등 외형 확장의 시기를 가졌다. 하지만 신규 진출한 사업에서의 성과가 제대로 나오기 전 2018년과 같이 핵심영업 지역에서 실적이 부진할 경우 사업규모 확장에 따른 비용부담에 따라 이익 감소폭이 크고 그에 따라 성장가능성에 의문이 생기며 추가에 대한 의문이 언제든 생길 수 있다. 이에 따라 재도약의 중요한 포인트를 단기와 장기로 나누어 점검해 보고자 한다.

2019년 단기적으로 1)2018년 동계올림픽, 선거 등 국내 대형 이벤트 및 자연재해로 미발생한 수요의 이연효과로 기저효과가 발생하고 2)핵심 영업지역에서의 부진을 만회하기 위한 비용 및 상품 고도화 노력이 효과를 거둘 것으로 추정되며 3)중국의 한한령 이후 2~3년간 중국 관광객이 부진했던(2016년 806만명 → 2018년 478만명, -328만명) 국내 인바운드 실적이 2018년 1,509만명으로(2016년 1,696만명, -187만명) 지역 다변화에 성공하는 모습이고, 최근 우호적인 중국의 한국 여행 무드가 한-중 운수권 배분에 의한 노선 및 항공편 확대를 통해 하반기로 접어들면서 더욱 활발해 질 것이라 판단하기 때문이다.

2020년 이후 중·장기적으로는 1)총인구 대비 해외여행객이 75%에 육박하며 해외여행 수요에 대한 고성장 피로감이 크지만 당분간 1인당 GDP 3만달러 시대, 밀레니얼 세대의 소비 트렌드를 바탕으로 우상향을 지속할 가능성이 높고 2)FIT로 뺏기는 패키지 여행객을 잡으려는 홀세일 여행사의 상품 개선 및 플랫폼 고도화를 통한 수익성 중심의 경영전략이 더욱 강화되고 3)중국 운수권 협상을 통해 확대되는 중국 노선이 빠르면 올해 하반기부터 운항이 시작되어 2020년 이후 풀타임 비행에 맞춘 상품 확대가 가능하고 인천공항 확장, 지방 신공항 건설, 신규 LCC 허가 등으로 수요와 공급의 우호적 환경이 지속될 것이라 생각한다.

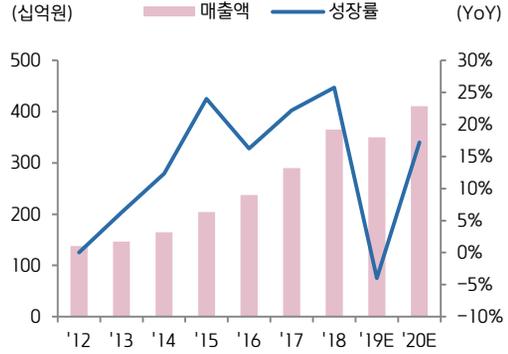
단기적으로 패키지 여행사의 고성장 시절과 같이 현재의 영업환경이 우호적으로 반전되기는 힘들겠지만, 글로벌 OTA의 국내 장악 노력에 대해 대응할 수 있고 시장재편까지 버틸 수 있는 시스템과 체력을 갖춘 대형 홀세일 여행사인 하나투어와 모두투어에 관심을 갖고 투자전략을 세워야 할 시기라 판단한다.

### 하나투어 영업수익 전망 (연결기준)



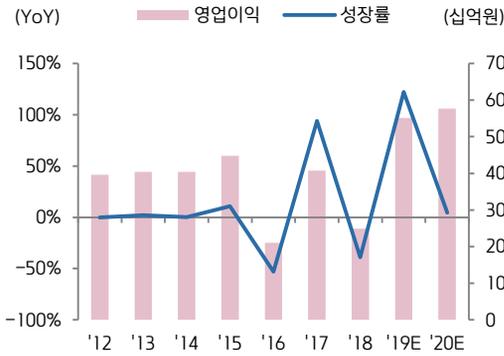
자료: 하나투어, 키움증권

### 모두투어 매출액 전망 (연결기준)



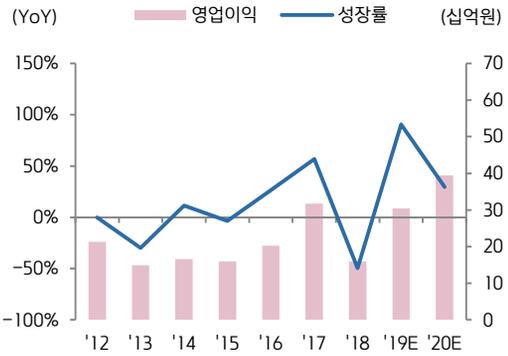
자료: 모두투어, 키움증권

### 하나투어 영업이익 및 성장률 (연결기준)



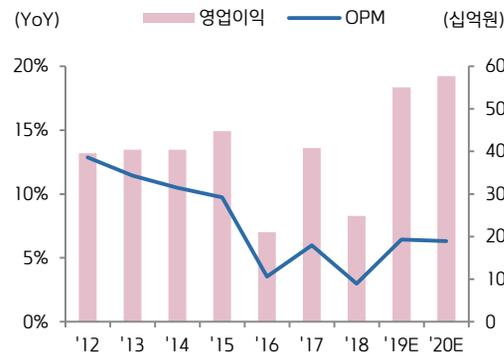
자료: 하나투어, 키움증권

### 모두투어 영업이익 및 성장률 (연결기준)



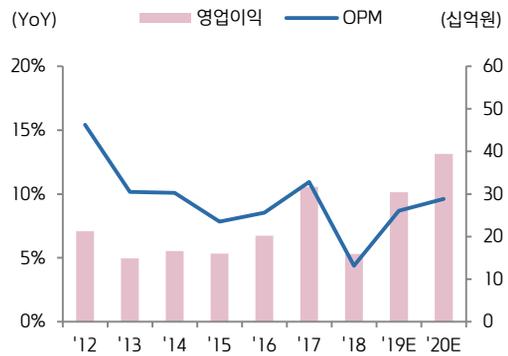
자료: 모두투어, 키움증권

### 하나투어 영업이익 및 OPM 전망 (연결기준)



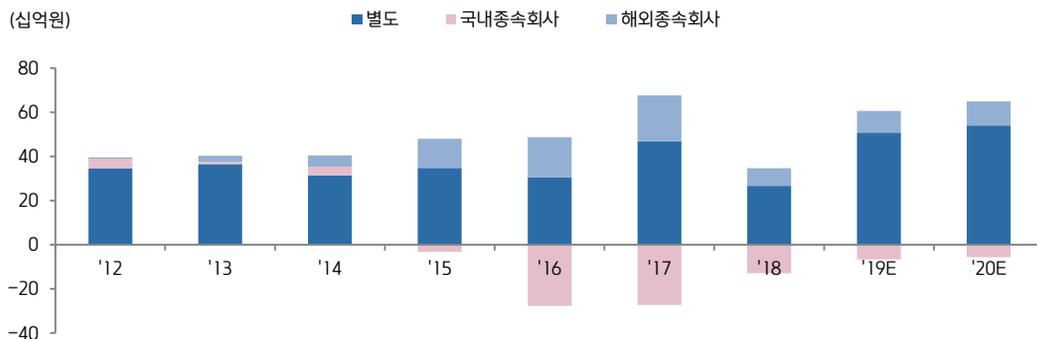
자료: 하나투어, 키움증권

### 모두투어 영업이익 및 OPM 전망 (연결기준)



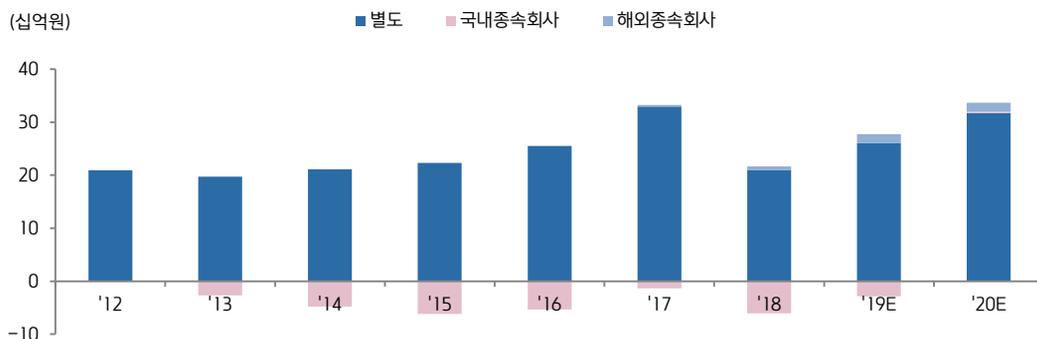
자료: 모두투어, 키움증권

### 하나투어 부문별 영업이익 추이



자료: 하나투어, 키움증권  
주: K-IFRS 연결조정 전 수치

### 모두투어 부문별 영업이익 추이



자료: 모두투어, 키움증권  
주: K-IFRS 연결조정 전 수치

## >>> 해외여행 수요 : 고성장 피로감은 있지만 우상향 지속

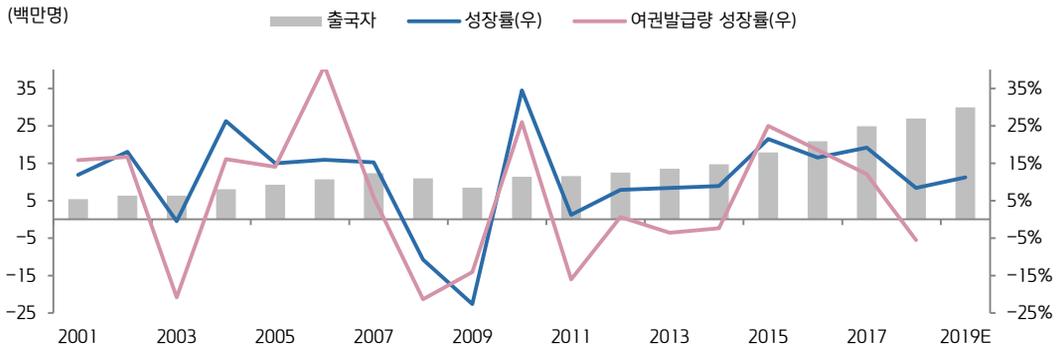
### 2019년 출국자 성장 유효, 순출국자 2,994만명 추정(YoY +11.2%)

2019년 1분기 국내 해외여행 순출국자(승무원 제외)는 740만명으로 전년동기대비 5.9% 증가하였다. 1분기가 여름휴가 시즌 못지 않은 성수기인 점을 고려하고 2018년 3분기부터 자연재해 등으로 발생한 이연 수요를 고려할 때 2019년 출국자는 2018년 대비 증가할 것으로 예측한다. 당사는 2019년 총 출국자와 순출국자(승무원 제외)를 전년대비 각각 10.8%, 11.2% 증가한 3,179만명과 2,994만명으로 제시한다.

출국자 전망은 1)고성장한 일본 출국자가 최근 5년 합산 2,650만명을 기록하며 2018년 한해 출국자 2,690만명과 비슷한 수준이어서 최근과 같은 급격한 증가 추세를 유지하기는 힘들지만 여행지 변경에 따라 타 지역으로 수요가 이전될 가능성이 높고 2)변화하는 여행패턴과 맞물려 국민 해외여행 횟수의 증가추세가 유지되는 여행의 일상화 문화가 지속 및 강화될 것이고 3)1인당 GDP 증가, 부동산 시장 부진 우려 등 소득 수준에 상관관계가 높은 여행소비의 변동성이 커질 수는 있으나 여가 활동 중 1순위의 여행 또는 해외여행 소비는 안정적인 모습을 보일 것을 고려하여 판단하였다.

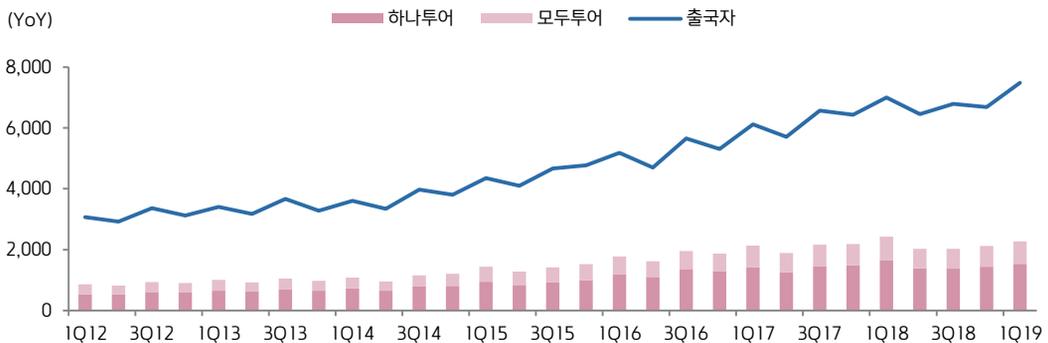
다만, 패키지 여행보다 FIT 여행이 더 가파르게 성장하며 해외여행 수요 성장이 패키지 여행사의 영업 실적 및 수익성으로 온전히 연결되기는 힘든 상황이다. 또한 태풍, 지진, 전염병 등 자연재해로 인한 피해로 인하여 일시적으로 수요가 변동하는 부분 역시 잠재적 리스크로 고려해야 할 것이다.

### 순출국자수 추이 및 전망



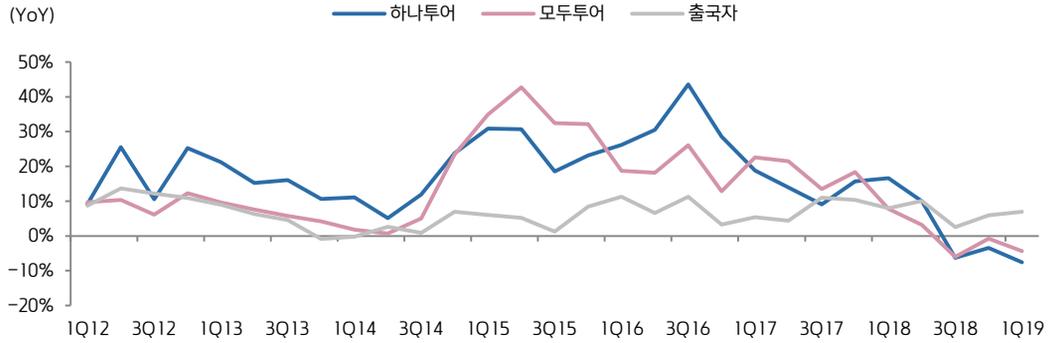
자료: 외교통상부, 한국관광공사, 키움증권

### 순출국자와 하나투어, 모두투어 합산 송출객 추이 및 전망



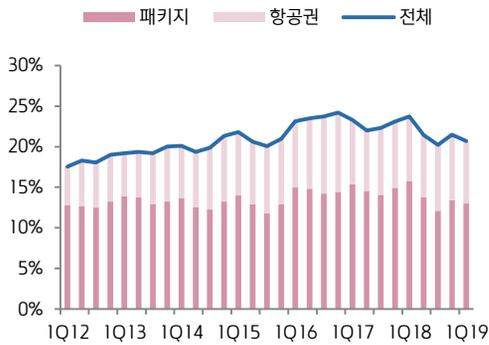
자료: 외교통상부, 한국관광공사, 키움증권

### 순출국자, 하나투어, 모두투어 송출객 증가율



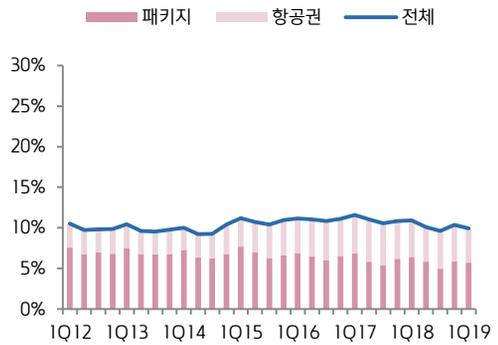
자료: 한국관광공사, 하나투어, 모두투어, 키움증권

### 하나투어 송출객 M/S 추이



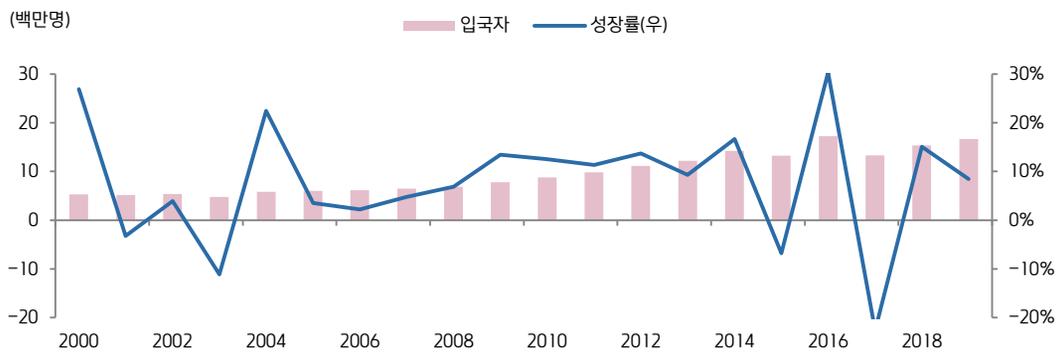
자료: 하나투어, 키움증권

### 모두투어 송출객 M/S 추이



자료: 모두투어, 키움증권

### 입국자 추이 및 전망



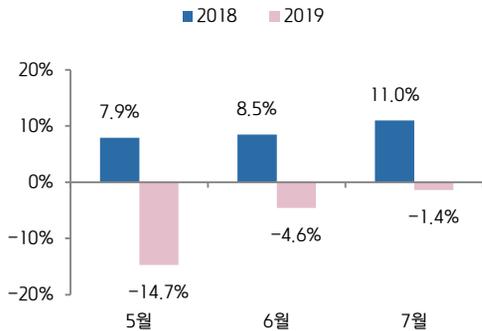
자료: 한국관광공사, 키움증권

순출국자 및 하나투어, 모두투어 송출객 추이

(천명)	출국자	YoY	하나투어				모두투어					
			전체	YoY	패키지	YoY	항공권	전체	YoY	패키지	YoY	항공권
2014	14,726	8.9%	2,974	13.1%	1,902	4.6%	12.9%	1,071	32.3%	1,431	7.6%	981
2015	17,886	21.5%	3,730	25.5%	2,302	21.0%	12.9%	1,429	33.4%	1,935	35.2%	1,231
2016	20,844	16.5%	4,930	32.2%	3,042	32.2%	14.6%	1,888	32.1%	2,299	18.9%	1,346
2017	24,837	19.2%	5,634	14.3%	3,658	20.2%	14.7%	1,977	4.7%	2,733	18.8%	1,504
2018	26,928	8.4%	5,853	3.9%	3,708	1.4%	13.8%	2,145	8.5%	2,761	1.0%	1,555
1Q17	6,114	18.1%	1,424	18.9%	939	21.3%	15.4%	485	14.5%	709	22.6%	420
2Q17	5,713	21.7%	1,257	14.0%	830	19.2%	14.5%	427	5.1%	630	21.5%	333
3Q17	6,572	16.1%	1,466	9.1%	925	14.9%	14.1%	540	0.4%	695	13.5%	352
4Q17	6,438	21.2%	1,487	15.7%	963	25.8%	15.0%	524	0.8%	698	18.4%	399
1Q18	6,997	14.4%	1,661	16.6%	1,100	17.1%	15.7%	561	15.7%	764	7.7%	450
2Q18	6,453	13.0%	1,383	10.0%	890	7.3%	13.8%	493	15.3%	650	3.2%	377
3Q18	6,791	3.3%	1,373	-6.3%	821	-11.2%	12.1%	552	2.2%	654	-6.0%	336
4Q18	6,688	3.9%	1,435	-3.4%	897	-6.9%	13.4%	539	2.9%	693	-0.7%	392
1Q19			1,535	-7.6%	964	-12.3%	13.0%	570	1.6%	730	-4.4%	420
18.01	2,715	23.3%	634	18.0%	415	21.3%	15.3%	219	12.4%	297	20.9%	169
18.02	2,173	3.2%	553	13.6%	370	13.1%	17.0%	182	14.6%	234	-6.2%	135
18.03	2,110	16.8%	475	18.5%	314	16.8%	14.9%	160	21.9%	233	8.8%	145
18.04	2,088	11.4%	470	15.1%	313	14.0%	15.0%	157	17.3%	218	2.8%	131
18.05	2,184	16.8%	455	11.8%	290	6.4%	13.3%	165	22.7%	214	6.6%	124
18.06	2,181	10.8%	458	3.7%	287	1.5%	13.2%	171	7.5%	218	0.4%	121
18.07	2,344	4.5%	470	-8.2%	282	-13.9%	12.0%	187	2.1%	217	-10.0%	111
18.08	2,364	6.0%	490	-1.4%	297	-6.1%	12.6%	193	6.7%	223	-4.8%	117
18.09	2,082	-0.8%	413	-9.6%	242	-14.0%	11.6%	171	-2.5%	214	-2.8%	109
18.10	2,196	5.1%	458	1.0%	292	2.7%	13.3%	166	-1.9%	227	4.7%	134
18.11	2,149	2.8%	463	-5.7%	296	-9.3%	13.8%	167	1.4%	228	-1.5%	136
18.12	2,342	3.7%	514	-5.0%	308	-12.4%	13.2%	206	8.5%	238	-4.7%	123
19.01	2,754	1.4%	602	-5.1%	372	-10.4%	13.5%	229	4.8%	258	-12.9%	143
19.02	2,474	13.9%	511	-7.5%	322	-13.0%	12.3%	189	3.5%	242	3.4%	141
19.03	2,181	3.4%	422	-11.1%	270	-14.3%	12.8%	153	-4.8%	230	-1.4%	137
19.04			422	-10.3%	268	-14.6%	14.1%	154	-1.6%	222	2.1%	126

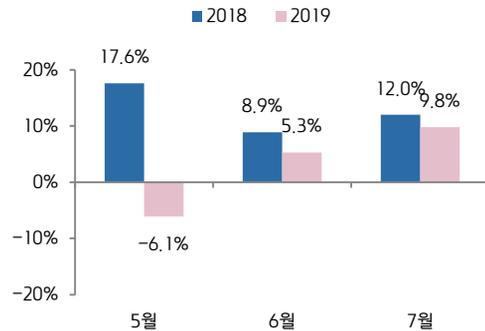
자료: 한국관광공사, 하나투어, 모두투어, 키움증권

하나투어 패키지 예약률(2019.04월말 기준)



자료: 하나투어, 키움증권

모두투어 패키지 예약률(2019.04월말 기준)



자료: 모두투어, 키움증권

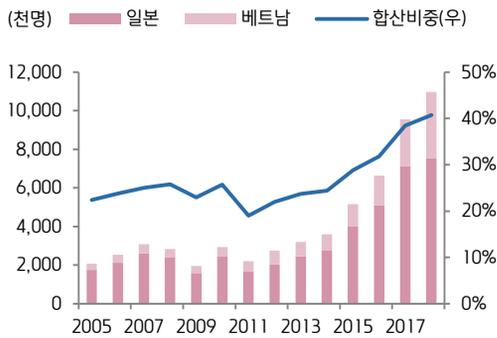
### 주요 국가 방문객 추이

(천명)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2010 대비
<b>총 출국자</b>	<b>12,488.4</b>	<b>12,693.7</b>	<b>13,737.0</b>	<b>14,846.5</b>	<b>16,080.7</b>	<b>19,310.4</b>	<b>22,383.2</b>	<b>26,496.4</b>	<b>28,696.0</b>	<b>16,207.6</b>
일본	2,439.8	1,658.1	2,042.8	2,456.2	2,755.3	4,002.1	5,090.3	7,140.2	7,539.0	5,099.2
중국	4,076.4	4,185.4	4,069.9	3,969.0	4,181.7	4,444.4	4,762.2	3,854.9	3,854.9	-221.5
홍콩	891.0	1,021.0	1,078.5	1,083.5	1,251.0	1,243.3	1,392.4	1,487.7	1,421.4	530.4
태국	805.4	1,006.3	1,163.6	1,295.3	1,116.5	1,373.0	1,464.2	1,717.9	1,612.5	807.0
필리핀	740.6	925.2	1,031.2	1,165.8	1,175.5	1,339.7	1,475.1	1,607.8	1,295.9	555.2
베트남	495.9	536.4	700.9	748.7	833.0	1,152.3	1,543.9	2,415.2	3,435.4	2,939.5
<b>아시아</b>	<b>9,449.2</b>	<b>9,332.4</b>	<b>10,086.8</b>	<b>10,718.6</b>	<b>11,313.0</b>	<b>13,554.8</b>	<b>15,728.0</b>	<b>18,223.6</b>	<b>19,159.0</b>	<b>9,709.8</b>
미국	1,107.5	1,145.2	1,251.4	1,359.9	1,449.5	1,764.9	1,973.9	2,334.8	2,334.8	1,227.3
독일	144.5	172.9	208.1	228.9	254.3	296.9	318.3	367.2	309.5	165.1
호주	214.0	198.0	196.8	197.5	204.5	230.0	280.1	301.8	288.0	74.0
기타	1,466.0	1,516.1	1,656.3	1,786.3	1,908.4	2,291.8	2,572.3	3,003.8	2,932.4	1,466.4

자료: 한국관광공사, 키움증권

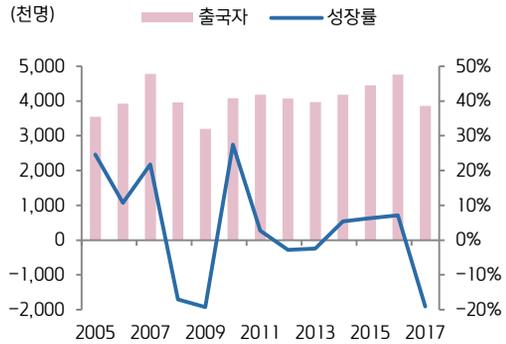
주. 2006년 7월부터 국민 출국카드가 폐지되어 국민 해외 관광객의 행선지 파악 불가. 이에 한국관광공사에서 주요국 관광부 및 관광공사에서 발표하는 입국 통계 사용

### 일본 및 베트남 출국자 추이



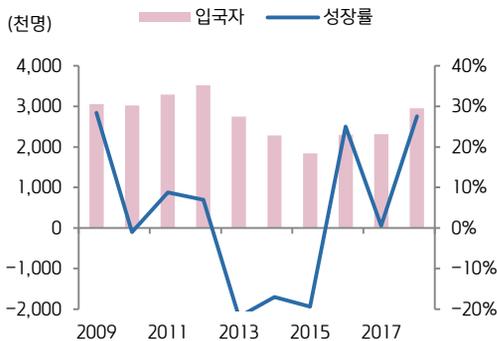
자료: 한국관광공사, 일본 JNTO, 베트남 정부 관광국, 키움증권

### 중국 출국자 추이



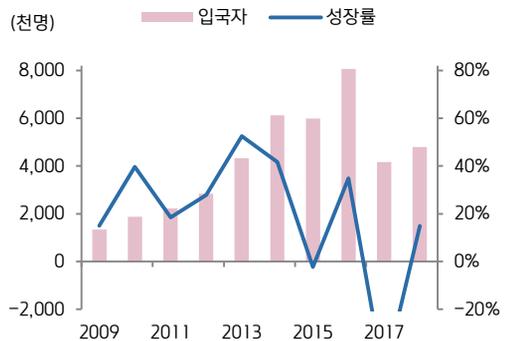
자료: 한국관광공사, 중국 국가관광국, 키움증권

### 일본 입국자 추이



자료: 한국관광공사, 키움증권

### 중국 입국자 추이



자료: 한국관광공사, 키움증권

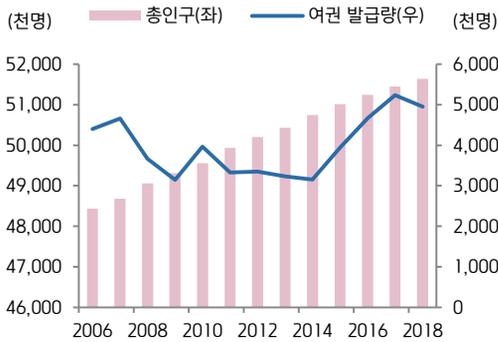
## 잠재 여행수요와 1인당 여행 횟수 탄탄

출국자를 전망하는 주요 변수인 인구와 소득 중 소득의 증가로 인한 출국자 변동은 해외여행 수요를 가속시키는 요인으로 판단하여 해외여행의 필수조건인 국민 여권 발급량을 기준으로 잠재 여행객을 추정하여 출국자를 전망하고자 한다.

잠재 여행수요를 측정함에 있어 중요한 것은 여행 가능자와 1인당 여행 횟수를 추정하는 것이다. 출국자는 기본적으로 모두 여권을 소지하고 있어 여권의 발급량과 유효여권의 수는 여행 가능자로 볼 수 있다. 우리나라는 2005년부터 10년만기 여권제도를 도입하며 여권 교체주기가 10년이다. 목적, 연령 및 상황에 따라 여권의 종류는 다양하나 여행 목적의 해외여행객인 경우 70%가 10년 만기 전자여권을 발급한다고 가정한다면 유효여권은 2018년 15세 이상인구 4,500만명(총인구 5,163만명) 기준 3,100만장이고, 총인구대비 유효여권 소지비율 60%로 추정된다.

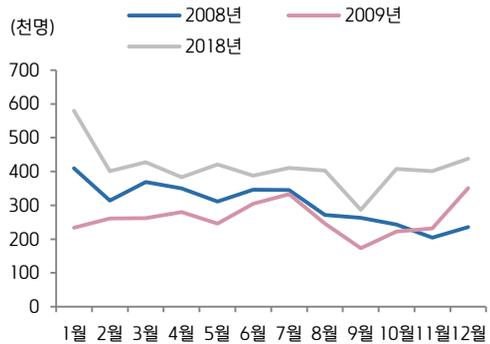
총인구에서 비생산연령층(0 ~ 14세, 65세 이상)을 제외하여 유효여권 소지비율 산정 시 82.5%로 상승하며, 비생산연령층 여권 소지자와 생산연령층의 여권 미소지를 감안하여 두 비율을 산술평균 하면 우리나라의 유효여권 소지비율은 70% 수준으로 추정된다. 즉, 전국민의 70%가 해외여행을 갈 수 있는 여행 가능자로 판단되며 급격한 생산연령층 감소로 인한 인구 구조가 변동되지 않는다면 잠재 여행수요는 견조하게 유지될 수 있다.

총인구 및 여권 발급량 추이



자료: 외교통상부, 키움증권

월별 여권 발급량 추이



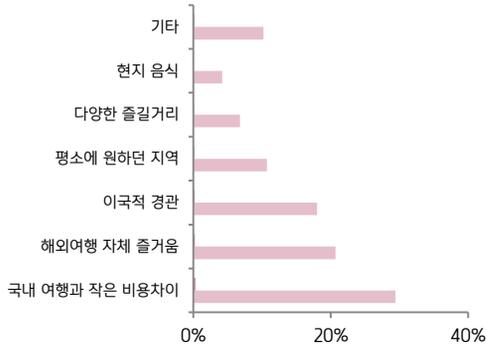
자료: 외교통상부, 키움증권

최근 10년간 연도별 여권발급량

(백만명)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	합계
발급량	3.1	4.0	3.3	3.3	3.2	3.2	3.9	4.7	5.2	4.9	39.0
(YoY)	-14.1%	26.1%	-16.0%	0.6%	-3.6%	-2.5%	25.0%	18.6%	12.1%	-5.5%	

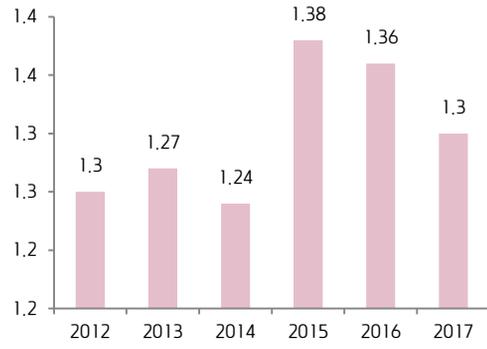
자료: 외교통상부, 키움증권

### 해외여행 선호 이유



자료: 한국관광공사, 키움증권

### 연간 해외여행 총 횟수 추이



자료: 한국문화관광연구원, 키움증권

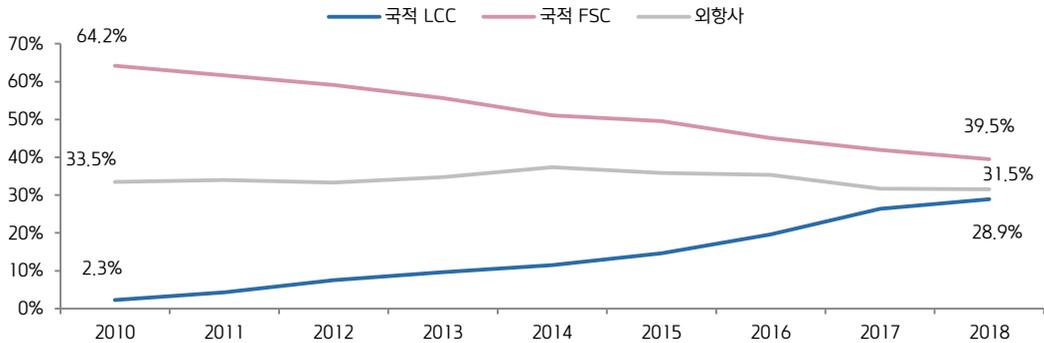
## >>> 해외여행 공급 : 인프라 확대를 통한 우호적 환경 지속

### 국내 인프라 확대 : 인천공항 확장, 지방공항 신설, LCC 신규 허가 및 항공기 추가 도입

해외여행의 기본이 될 운송능력인 항공노선 및 좌석수는 단기적으로 항공기 추가 도입, 중장기적으로 저비용항공사 신규 허가, 인천공항 확장 및 지방공항 신설 계획에 따라 지속적으로 확대될 것이다. 특히 국내 저비용항공사는 2019년 총 20대의 항공기를 신규 도입하고 노선을 증가시킬 것으로 계획하고 있어 좌석 확대 및 노선의 확장을 통해 여객수 증가에 즉각적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

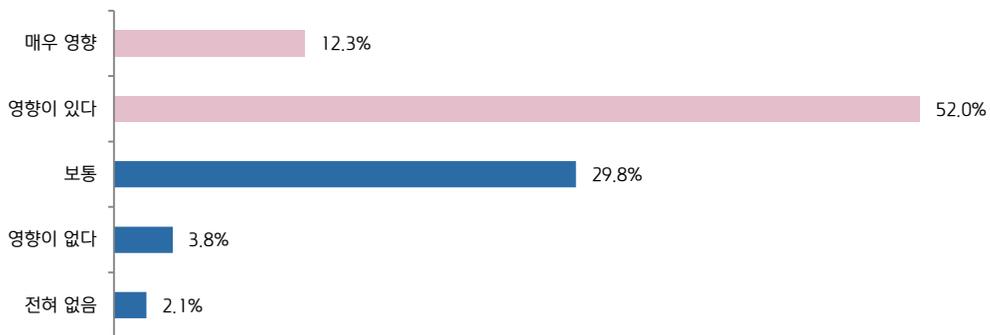
또한 신규 LCC 사업자는 지방공항을 거점으로 운항 예정이기 때문에 지방의 공항 접근성을 높여 인천 공항에 집중된 출국자를 분산시키는 효과를 가져올 것이다. 이처럼 항공기 및 신규 항공사의 진입으로 해외여행 상품을 구성할 수 있는 인벤토리가 풍부해지는 효과와 LCC의 저렴한 항공권 공급이 해외 여행상품의 평균판매단가를 감소시키는 효과도 일으켜 수요를 촉진시키는 역할도 할 것으로 기대한다.

### 국제선 유상여객 수 점유율 추이



자료: 국토교통부, 키움증권

### 저비용항공사 해외여행 빈도 영향 정도



자료: 한국관광공사, 키움증권

### 저비용항공사 항공기 보유 현황 및 향후 계획

구분	제주항공	진에어	에어부산	이스타	티웨이	에어서울	합계
2017.12	31	25	23	18	19	6	122
2018.06	34	26	24	19	21	6	130
2018.12	39	30	25	21	24	7	146
2019.06	43	30	26	22	28	7	156
2019.12	46	30	28	24	30	8	166
2019 추가	+7	-	+3	+3	+6	+1	+20

자료: 국토교통부, 키움증권

### 신규 LCC 사업자 선정

구분	에어로K	플라이강원	에어프레미아
거점공항	청주공항	양양공항	인천공항
사업신청	여객사업	여객사업	여객사업
취항노선	일본, 중국, 베트남 등 11개 노선	중국, 일본, 필리핀 등 25개 노선	미국, 캐나다, 베트남 등 9개 노선
특징	Ultra LCC(초저가 운임) 경기남부, 충청권 흡수	TCC(관광+항공 융합) 외국인 강원도 방한수요 공략 강원도 관광 활성화	중장거리 노선 하이브리드서비스 캐리어 (HSC, FSC+LCC)

자료: 국토교통부, 언론보도, 키움증권

### 국내 주요 국제공항 프로젝트 현황

구분	인천국제공항 4단계	김해 신공항	제주 2공항
발주시기	2018 하반기	2019 상반기	2019 하반기
개항예정	2023년	2026년	2025년
내용	- 제2여객터미널 확장, 여객 및 화물 계류장, 교통센터, 주차장 조성 - 여객 : 7,200만명 → 1억명 - 운항 : 41만회 → 56만회	- 신공항 건설 - 여객 : 3,800만명/년 국제선 : 2,800만명/년 국내선 : 1,000만명/년 - 운항 : 29.9만회	- 신공항 건설 - 여객 : 2,500만명/년

자료: 국토교통부, 언론보도, 키움증권

## 해외 인프라 확대 : 2019년 하반기 중국궈 혼풍 기대

지난 3월 한·중 항공회담을 통해 양국간 증대에 합의한 운수권 주 70회와 정부 보유 운수권 주 104회가 국적 항공사를 대상으로 배분되어 인프라 확대를 통한 우호적 환경 지속에 큰 역할을 할 것으로 본다.

특히 그간 높은 수요가 있음에도 개설될 수 없었던 ‘장가계’가 인천, 청주, 무안, 대구 등으로 확대되며 신규 여행 수요를 이끌 것으로 본다. 또한 해외 취항 도시 노선 개설이 저조했던 지방공항의 24개 노선, 주당 108회에서 29개 노선 170회로 주당 70%나 확충될 예정이어서 지방에 거주하는 해외 여행객도 인천공항으로 가는 불편함을 덜고 지방공항에서 직항편을 편리하게 이용할 수 있게 될 전망이다.

그리고 독점 운행되는 노선에 대해 저비용항공사 신규 취항을 허가함에 따라 독점이 해소되고 이를 통해 보다 다양한 운항 스케줄과 낮은 항공료 등을 기대할 수 있어 중국에 대한 해외여행 수요는 더욱 촉진될 수 있을 것이라 판단한다.

### 베이징 신공항 건설 계획

개항예정	활주로	처리능력	특징
2019.10.1	4개 → 7개(2025년)	- 여객 : 7,200만명 - 물동량 : 200만t	- 종합환승센터 건설 고속전철, 일반전철, 지하철, 버스 연결 - 고속전철 베이징 도심 30분 이내

자료: 언론보도, 키움증권

### 한·중 운수권 배분 결과

구분	배분 전	배분 후
노선 수/운항횟수	57개 / 449회	66개(+9) / 588회(+139)
지방발 노선 수/운항횟수	24개 / 108회	29개(+5) / 170회(+62)
운수권 보유비율(FSC:LCC)	89.5% : 10.5%	71.9% : 28.1%

자료: 국토교통부, 키움증권

주. 중국 내 항공자유화 지역인 산둥성, 하이난성을 제외한 국적 항공사 통계

항공사별 한-중 운수권 배분 결과

항공사	배분 내역	운수권
대한항공	4노선 주14회 (화물 1노선 주2회)	인천-베이징(서우두) 주4회
		인천-난징 주4회
		인천-항저우 주3회
		인천-장가계 주3회
		(인천-시안(貨) 주2회)
아시아나	4노선 주7회 (화물 1노선 주2회)	인천-베이징(서우두) 주3회
		부산-상하이 주2회
		인천-옌지 주1회
		인천-선전 주1회
		(인천-시안(貨) 주2회)
제주항공	9노선 주35회	인천-베이징(다싱) 주4회
		제주-베이징 주7회
		인천-옌지 주6회
		인천-하얼빈 주3회
		인천-난퉁 주3회
		부산-장가계 주3회
		제주-시안 주3회
		무안-장가계 주3회
		무안-옌지 주3회
에어부산	5노선 주18회	인천-선전 주6회
		인천-청두 주3회
		인천-닝보 주3회
		부산-장가계 주3회
		부산-옌지 주3회
이스타	6노선 주27회	인천-상하이 주7회
		제주-상하이 주7회
		인천-정저우 주4회
		부산-옌지 주3회
		청주-하얼빈 주 3 회
티웨이	9노선 주35회	청주-장가계 주 3 회
		인천-베이징(다싱) 주3회
		대구-베이징 주7회
		대구-상하이 주3회
		인천-선양 주7회
		인천-우한 주3회
		인천-원저우 주3회
		청주-옌지 주3회
		대구-장가계 주3회
대구-옌지 주3회		
에어서울	1노선 주3회	인천-장가계 주3회
에어인천	화물 1노선 주3회	인천-청두(貨) 주3회

자료: 국토교통부, 키움증권

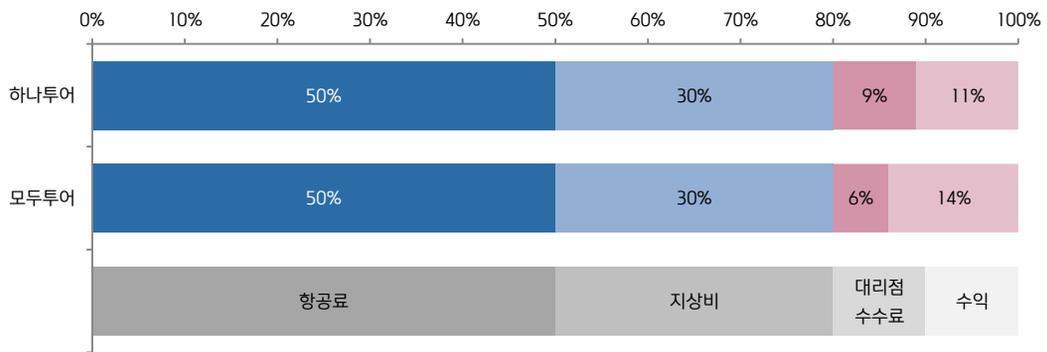
주: 괄호는 화물노선

## >>> 해외여행 ASP : 하방 경직성 + 지역 Mix 변화로 개선 가능

하나투어와 모두투어 양사 모두 저비용항공사의 영향으로 패키지 및 FIT 항공권 ASP(평균판매가격)는 2012 ~ 2013년 이후 지속적으로 하락하고 있다. 하지만 국적 FSC 대비 항공권 가격이 저렴한 저비용 항공사도 현재 수준보다 더 낮은 가격으로 항공권을 공급하기에는 부담이 있기 때문에 패키지 상품 가격의 절반을 차지하는 항공권 가격의 하락 압력은 높지 않다. 따라서 평균판매가격(ASP)의 하방 경직성은 Mark-up 수익구조의 패키지 여행사의 안정적 실적을 제공할 전망이다.

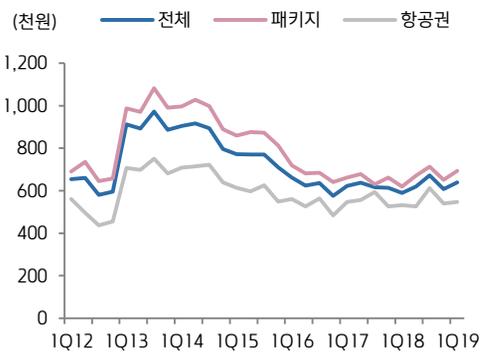
지난해 하나투어의 패키지 ASP는 660천원이었고 35%를 송출한 동남아의 판매가는 ASP와 비슷했으나 38%를 송출한 일본의 판매가는 337천원으로 평균의 절반 수준이었다. 반면 모두투어의 ASP는 874천원이었고 ASP와 비슷한 지역으로 중국 19%, 일본 20%, 동남아 45%가 고르게 분산되었다. 양사 모두 일본의 판매가가 가장 낮은 수준이었는데, 이는 올해 전망한 고성장한 일본 지역으로의 여행보다 일본에서 타 지역으로 이전되는 수요를 순조롭게 흡수할 경우 ASP 개선의 효과를 볼 수 있는 중요한 포인트이다.

### 원천별 패키지 상품가격 구성비율



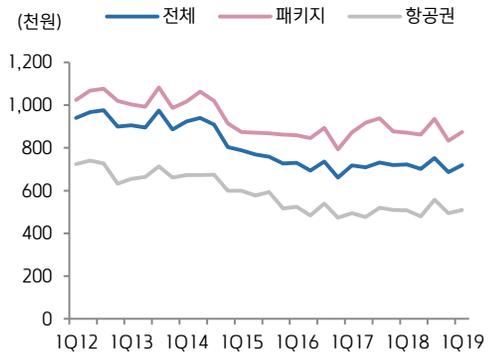
자료: 하나투어, 모두투어, 키움증권

### 하나투어 평균판매단가(ASP) 추이



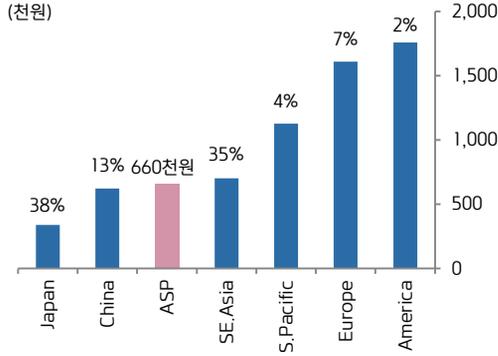
자료: 하나투어, 키움증권

### 모두투어 평균판매단가(ASP) 추이



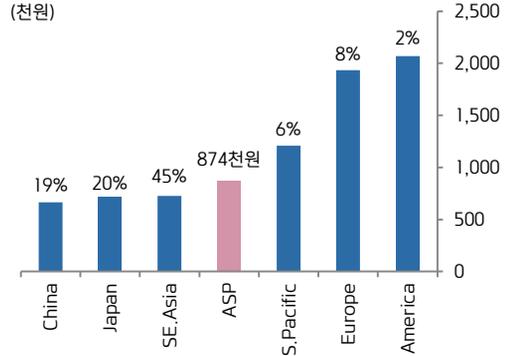
자료: 모두투어, 키움증권

하나투어 지역별 패키지 판매가 및 송출객 비중 (2018)



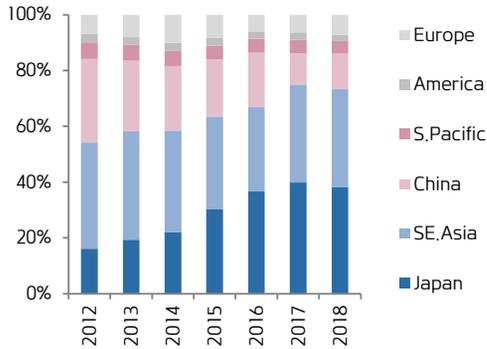
자료: 하나투어, 키움증권

모두투어 지역별 패키지 판매가 및 송출객 비중 (2018)



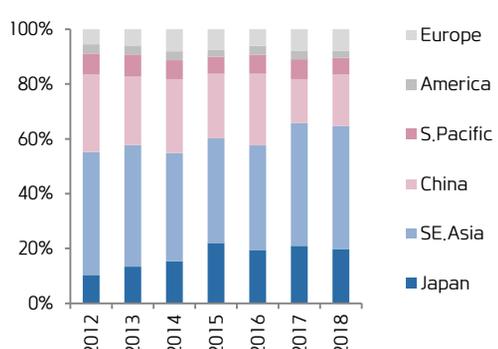
자료: 모두투어, 키움증권

하나투어 패키지 지역 믹스 변화 추이



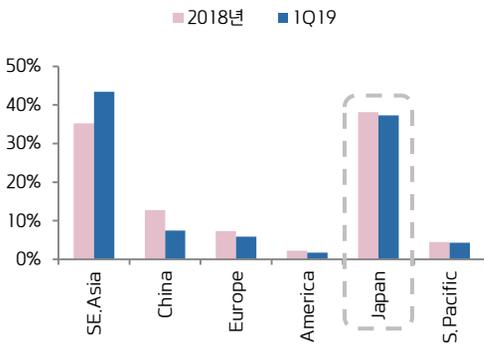
자료: 하나투어, 키움증권

모두투어 패키지 지역 믹스 변화 추이



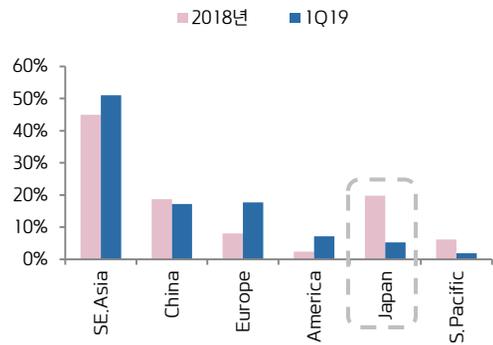
자료: 모두투어, 키움증권

하나투어 패키지 지역 비중 변화



자료: 하나투어, 키움증권

모두투어 패키지 지역 비중 변화



자료: 모두투어, 키움증권

## II. 여행업종 재도약의 기본

### >>> 하반기부터 순출국자 증가율 상회 예상

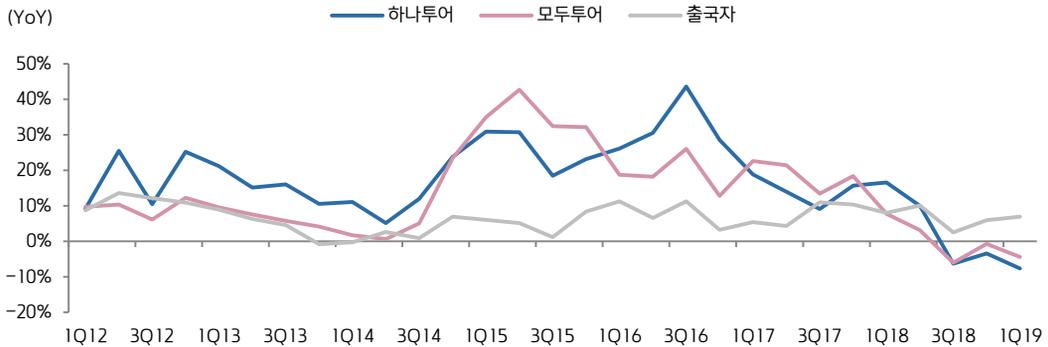
#### 하반기 낮아진 패키지 송출객 기저효과 발생

2019년 상반기 여행사는 지난해의 부진을 계속 이어가는 중이다. 앞서 살펴본 바와 같이 출국자수는 순항할 것으로 예상되어 해외여행 성장에 따른 구조적 수혜를 입기 위해서는 최소 순출국자 증가율만큼의 송출객 증가가 필요한 시점이다. 세부적으로 별도기준 패키지 부문 매출액이 연결기준 전체 매출액의 50% ~ 70%의 비중을 차지하기 때문에 지난해 해외여행 수요 부진으로 인한 실적악화를 재연하지 않기 위해서는 패키지 송출의 턴어라운드가 더욱 필요한 상황이다.

2018년 하나투어와 모두투어의 총 고객은 전년대비 각각 3.9%, 1.0% 상승한 585만명과 276만명을 기록하며 전체 출국자의 증가에 못 미치는 실적을 달성하였다. 상품별로 하나투어는 패키지 1.4%와 항공권 8.5%, 모두투어는 패키지 3.4%와 항공권 -1.9%의 전년대비 증감률을 보여 늘어나는 해외여행객을 효과적으로 잡아내지 못한 한 해였다.

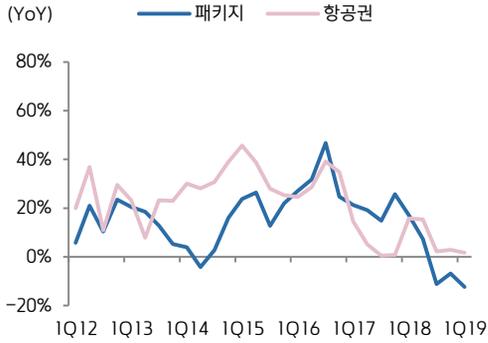
이와 같은 추세는 2019년 1분기에도 이어지고 있어 향후 단기적으로 일본으로의 해외여행 수요가 뒷받침 될 것이라 예상하지만 중국의 사례에서 보듯이 국내 일본향 여행객도 일본 여행지의 경험이 축적되면 과거와 같은 급성장을 기대하기 어렵기 때문에 일본에서 발길을 돌리는 여행객을 신규 패키지 여행지의 개발을 통해 흡수하는 전략이 필요한 시점이다.

#### 순출국자, 하나투어, 모두투어 송출객 증가율



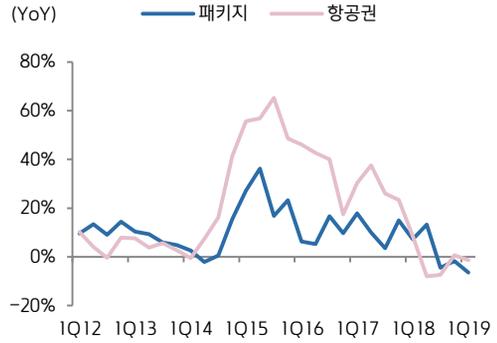
자료: 한국관광공사, 하나투어, 모두투어, 키움증권

### 하나투어 패키지 및 항공권 성장률



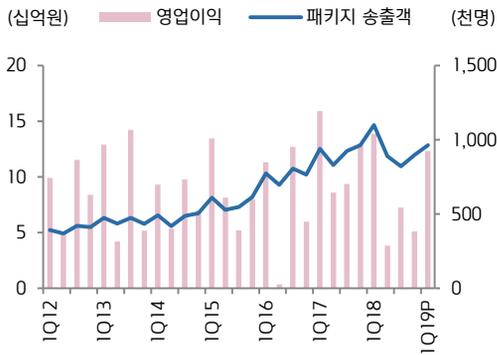
자료: 하나투어, 키움증권

### 모두투어 패키지 및 항공권 성장률



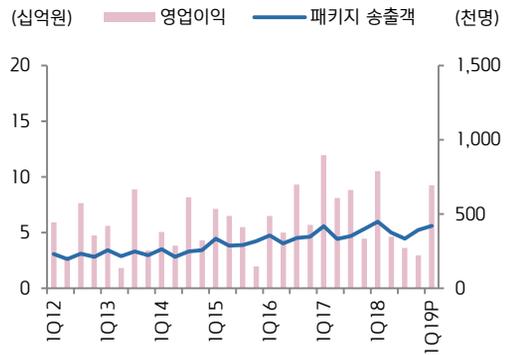
자료: 모두투어, 키움증권

### 하나투어 영업이익 및 패키지 송출객 (별도기준)



자료: 하나투어, 키움증권

### 모두투어 영업이익 및 패키지 송출객 (별도기준)



자료: 모두투어, 키움증권

### 예약률 빠르게 반등하지는 않지만 하반기 기대감 유효

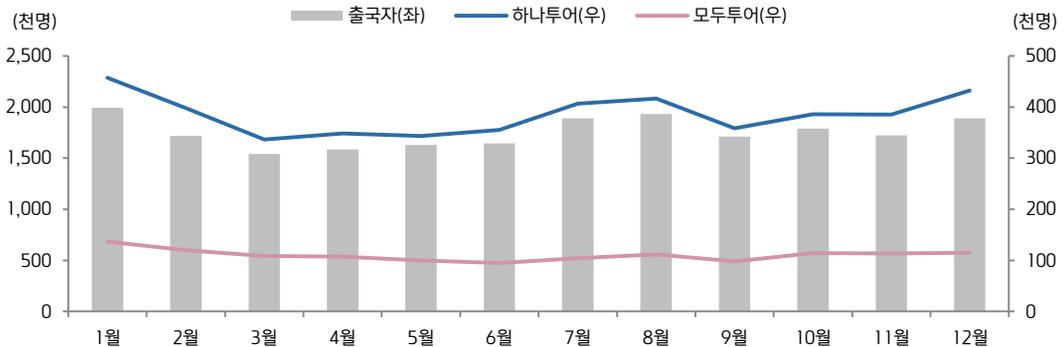
지난해 하나투어와 모두투어의 월평균 패키지 송출객은 각각 309천명, 129천명으로 전년대비 1.4%, 3.4% 증가하였으나 주가가 큰 폭으로 하락한 요인은 최근 출국자 증가세에 대한 기대감이 높았고, 자연재해에 따른 핵심 영업지역의 고객 감소 예상에 따른 결과로 볼 수 있다.

이로 인하여 핵심 영업지역인 일본의 자연재해가 반복되며 실적 우려가 부각된 하나투어의 주가는 2018년 모두투어의 하락을 앞서는 모습을 보였다. 하지만 패키지 예약률 반등하고 고객이 증가할 때 하나투어는 모두투어 보다 월평균 패키지 송출객수가 많고, 패키지 고객 비율이 높아 전체 출국자 증가 시 더욱 긍정적이다.

실적 추정의 기본이 되는 패키지 예약률 2018년 하반기에는 전년 동월 대비 역성장 하면서 하나투어 모두투어의 패키지 송출객 증가율 역시 마이너스 성장을 기록하였다. 다만 2019년 1분기 이후 2018년 수준의 예약만 진행되더라도 하락추세가 진정되어 하반기에는 전년 예약률 부진에 따른 기저효과가 발생할 것이라 판단한다.

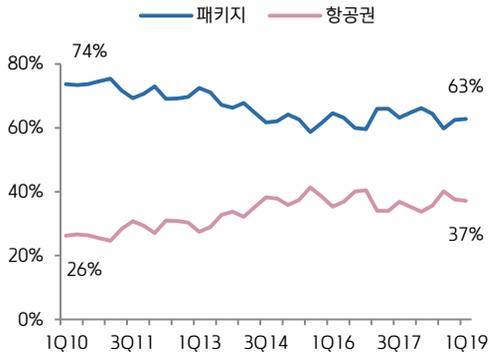
패키지 예약률 반등은 특정 출발월을 기준으로 3개월 전부터 발표하는 예약률이 지속적으로 YoY 상승하고 실제 송객수 역시 상승하는 결과가 필수적이라 하겠다. 이런 모습이 1개월에 그치지 않고 적어도 1분기 이상 지속되어야 비로소 패키지 여행객 반등의 근거로 제시될 수 있는데 5/1월 발표한 7월 예약률 하나투어 -1.4%, 모두투어 +9.8%를 기록하며 단기적으로 여름휴가 시즌 예약률 상승에 따른 송출객 증가를 기대해 본다.

순출국자, 하나투어, 모두투어 월평균 패키지 송객수



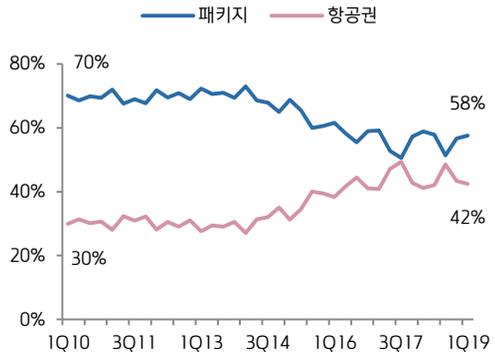
자료: 한국관광공사, 하나투어, 모두투어, 키움증권

### 하나투어 패키지, 항공권 비율



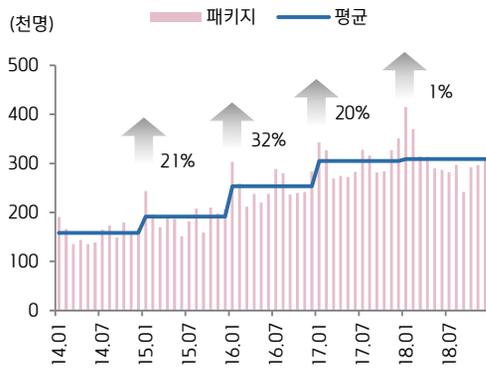
자료: 하나투어, 키움증권

### 모두투어 패키지, 항공권 비율



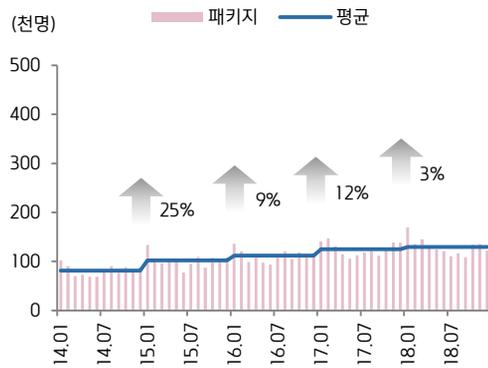
자료: 모두투어, 키움증권

### 하나투어 월별 패키지 송출객수와 년평균 추이



자료: 하나투어, 키움증권

### 모두투어 월별 패키지 송출객수와 년평균 추이



자료: 모두투어, 키움증권

### 하나투어 패키지 예약률

(YoY)	2018년												2019년							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	
당월	21.3%	13.1%	16.8%	14.0%	6.4%	1.5%	-13.9%	-6.1%	-14.0%	2.7%	-9.3%	-12.4%	-10.4%	-13.0%	-14.3%	-14.6%				
M-1	44.4%	9.9%	14.3%	16.8%	7.9%	14.6%	4.6%	-2.9%	-6.6%	-6.7%	-9.5%	-15.8%	-21.2%	-0.8%	-12.1%	-15.4%	-14.7%			
M-2	50.1%	6.1%	29.5%	4.0%	6.6%	8.5%	10.0%	12.0%	-5.2%	-2.8%	-17.0%	-6.3%	-24.4%	22.8%	-6.8%	-4.4%	-8.9%	-4.6%		
M-3	56.0%	22.2%	48.3%	10.5%	-4.5%	-0.1%	11.0%	24.1%	2.3%	-12.1%	-15.2%	-17.7%	-12.4%	17.8%	-5.1%	-0.5%	3.0%	4.1%	-1.4%	

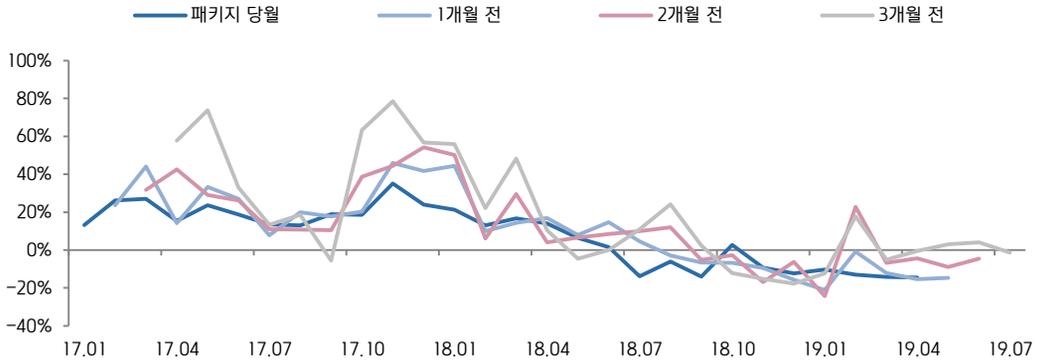
자료: 하나투어, 키움증권

모두투어 패키지 예약률

(YoY)	2018년												2019년						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7
당월	20.0%	-8.0%	10.5%	14.3%	18.1%	7.5%	-6.9%	-3.8%	-2.9%	9.7%	-2.4%	-11.3%	-15.7%	4.1%	-5.7%	-4.1%			
M-1	26.3%	7.1%	15.2%	15.1%	17.6%	10.3%	12.7%	-0.5%	-0.9%	9.6%	-2.6%	-10.2%	-15.5%	10.3%	-4.2%	-3.3%	-6.1%		
M-2	39.0%	6.4%	38.8%	11.7%	9.8%	8.9%	11.1%	15.5%	-7.8%	22.5%	-4.6%	-9.2%	-19.4%	20.0%	-9.8%	4.4%	-3.9%	5.3%	
M-3	56.0%	11.4%	53.7%	25.1%	2.5%	4.2%	12.0%	9.9%	11.7%	10.9%	3.1%	-15.3%	-19.0%	29.6%	-10.3%	1.2%	2.5%	20.4%	9.8%

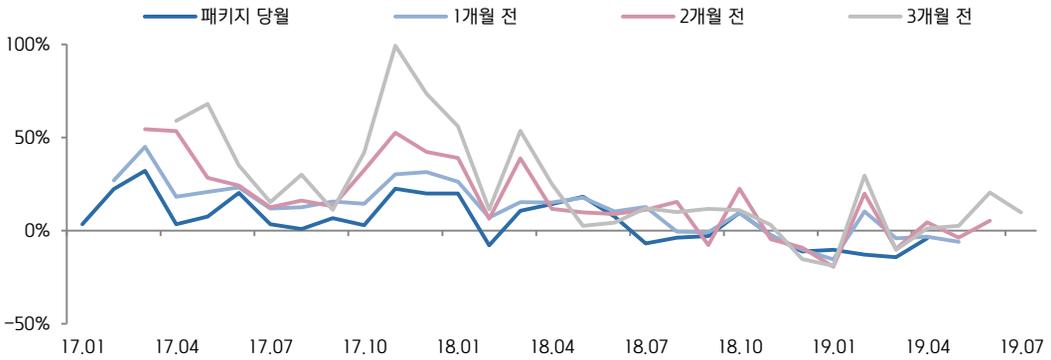
자료: 모두투어, 키움증권

하나투어 패키지 예약률



자료: 하나투어, 키움증권

모두투어 패키지 예약률



자료: 모두투어, 키움증권

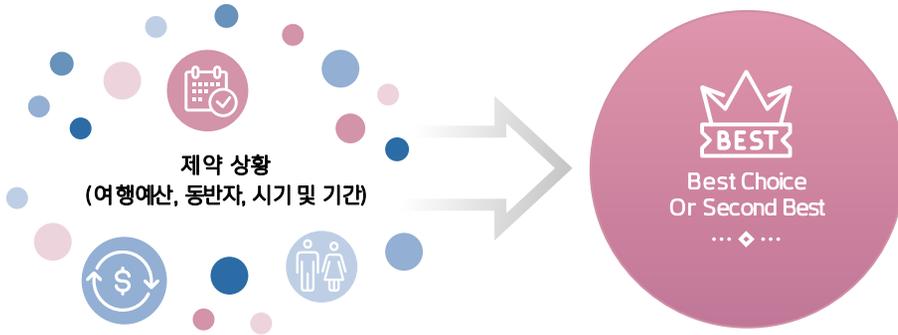
## >>> Hybrid 패키지로 방어 + New Platform 개발

### FIT로 고객 유출을 막는 것이 급선무

해외여행은 정보의 원천과 양이 다양하고 정확하더라도 여행객이 습득하고 준비할 수 있는 한계상황이 존재하기 때문에 여행객 본연의 제약을 해결하는 공통분모를 찾아 최선의 선택 또는 차선의 선택을 하는 모습을 보인다. 최근까지는 개별 자유여행에서 오는 한계상황을 패키지 프로그램으로 극복한 패키지 여행사의 성장이 우수했던 시기였고, 앞으로는 패키지 여행에서 오는 한계상황을 극복한 개별 자유여행의 성장이 두드러지는 시기로 변할 것이다.

차선의 선택이 존재한다는 것은 패키지 여행사에게 기회요인으로 작용하며 패키지 여행이 감소하더라도 패키지 여행이 사라지지 않을 것이라는 중요한 근거 중 하나이다. 그러나 패키지 여행이 차선의 선택으로만 소비될 경우 언제든 대체될 수 있어 장기적으로 바람직한 성장은 아니며, 패키지 여행을 최선의 선택으로 결정하는 고객의 확보가 무엇보다도 중요하다.

### 여행의 계획과 상품의 선택 기준

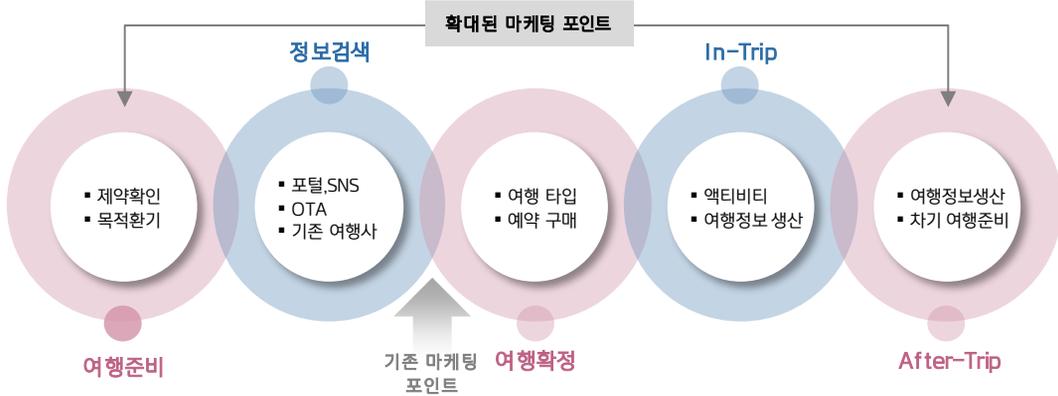


자료: 키움증권

패키지 여행은 단체 패키지의 비중이 높아 개인들의 제약상황을 조율하는 과정이 복잡해 여행 준비기간이 개별 자유여행에 비해 상대적으로 길다. 이렇기 때문에 패키지를 주로 판매하는 홀세일 여행사는 고객과의 마케팅 접점 기간이 길어 집중 포인트를 잡기 힘든 측면이 있다. 고객 빅데이터를 기반으로 확대된 마케팅 포인트를 세분화하는 전략은 반드시 필요하며 국내에서 가장 많은 고객수를 확보하고 있는 하나투어와 모두투어에게는 적극적으로 활용되지 못한 잠재 기회요인이라 판단한다.

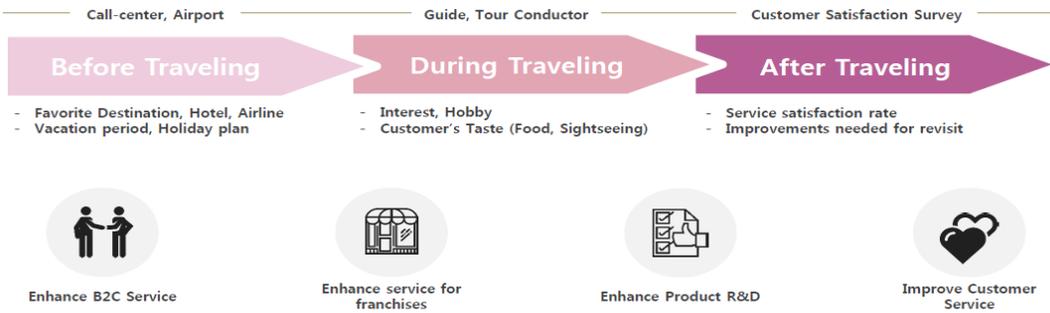
하나투어와 모두투어는 국내 1,2등 여행사답게 패키지 상품 구성에 있어서도 고객 세그먼트별 대응력이 매우 높기 때문에 자유여행객이 원하는 가치를 더한 여행 컨셉을 제공할 수 있다. 항공 노선의 확보와 현지 랜드사를 통한 긴밀한 업무 협조는 하나투어와 모두투어만이 누릴 수 있는 장점으로써 일반 패키지 상품 보다 고품격 패키지 또는 럭셔리 여행으로 자유여행객의 선호를 저격할 수 있는 가능성이 높다. 이와 같은 전략은 최근 대세로 자리잡은 일반적인 하이브리드 패키지(패키지+자유일정) 전략과 병용하여 고객 세그먼트 장악력을 강화해야 할 것이다.

여행정보 프로세스 및 마케팅 포인트



자료: 키움증권

하나투어 빅데이터 전략



자료: 하나투어, 키움증권

하나투어 - 제우스 월드의 럭셔리 여행상품



자료: 하나투어, 키움증권

## 하나투어 - 전문가와 함께 떠나는 테마여행

테마가, 여행을, 바꾸다.

# 전문가와 함께 떠나는 테마여행

**하나투어 전문가 동반 테마여행**

더 깊게 더 특별하게, 관심 분야 전문가와 함께하는 지식과 위우를 전수 받을 수 있는 특별한 여행을 떠나고 싶은 고객님들을 위해 하나투어에서 전문가와 함께 떠나는 테마여행을 제안합니다.

테마여행 속 바로가기 **90**

**테마별 분야 전문가 지원하기**

여행과 접목할 수 있는 모든 전문기를 모았습니다. 지금 지원하세요!

전문가 지원 바로가기 **90**

자료: 하나투어, 키움증권

## 하나팩 Premium

**하나팩 PREMIUM**

대한민국 1등 여행기업, 하나투어의 자부심!  
프리미엄 서비스 요소로만 엄격히 구성한 상위 10% 고품격 패키지 브랜드입니다.

[프리미엄 서비스 자세히 보기 >](#)

가격별 우수  
가이드(이슈)저널

대한항공에서부터  
국내외 국적이 많음

4~5성급  
특급 호텔 숙박

쇼핑 필수 권으로  
고객 부담 최소화!

자료: 하나투어, 키움증권

## 모두투어 - 패키지+ (plus)

### 패키지+ plus 란?

모두투어의 NEW 브랜드로 기존 패키지 일정에 여유로움을 플러스한 효율적이며 안전한 여행 상품입니다.

꼭 필요한 관광은  
가이드와 함께

내가 느끼고 싶은  
감정은 자유롭게

+

**01**

**호텔**

자유여행시 이동이 편리한  
새내 및 인근 호텔숙박

**02**

**전용차량**

- 안전하고 편안한 전용차량
- 자유일정 시 도시간 트랜스퍼 가능

**03**

**일정**

- 정해진 소정과 옵션
- 일정 중 자유일정 보장
- 술임하고 여유로운 패키지 일정

**04**

**패키지+**

여행에 여유와 가치를 더한  
효율적이고 안전한 여행

PACKAGE+ PLAN

자료: 모두투어, 키움증권

### 이런분들에게 꼭 필요한 여행! 패키지+ plus 가 필요한 사람은?

단체 일정의 반복성에  
패키지 여행이 영구적인다는  
**여행객**

여행 경험이 많아  
패키지여행에 자부심을 느끼는  
**여행객**

패키지여행의 편리함 +  
자유여행의 자유로움을  
둘다 느끼고 싶은  
**여행객**

새롭고 한곳이라도  
일정 코스를 원하는  
**여행객**

### Ⅲ. 여행업종 재도약 부스터

#### >>> 여행산업 ➡ 정보산업, 새로운 여행수요 기준 포인트 찾기

##### 여행수요 기준 변화, 소득 ➡ 가성비, 가성비 ➡ 여행자체

우리나라 해외여행 출국자수는 2011년까지 실질GDP 성장률과 동행하는 패턴을 보여왔다. 하지만 2012년 이후 실질GDP 성장률의 더디게 상승하였음에도 불구하고 출국자수는 꾸준히 증가하였다. 기존과 다른 패턴을 보인 이유는 저비용항공사의 성장과 온라인을 활용한 해외여행 소비의 증가에 기인한 측면도 있지만 밀레니얼 세대의 소비패턴이 OTA(Online Travel Agency)의 등장과 더불어 여행수요를 급격하게 증가시킨 요인도 묵과할 수 없다.

과거의 해외여행은 여행일정을 사전에 꼼꼼히 준비하고 이벤트 및 프로모션을 활용하여 가성비 높은 여행을 즐기는 타입과 여행지에 대한 정보 및 시간 부족 등을 이유로 여행사가 제공하는 상품을 구매하는 단순한 구조였다. 2006년 제주항공이 국내 첫 LCC 항공사로 영업을 시작한 뒤 저가항공의 노선 및 항공기 확대로 인하여 여행객이 접근할 수 있는 항공권 가격이 하락하였고, 항공권 가격 하락은 제한된 여행비용 내에서 고정비 성격인 운송비를 절감시키는 효과를 가져왔다. 이에 따라 쇼핑, 숙박과 현지 액티비티에 더 많은 부분을 소비할 수 있게 됨으로써 여행만족도를 제고 시키는 역할을 하였고 신규 해외수요를 창출하는 선순환 구조에 있었기 때문이다.

##### 여행정보 습득 원천의 변화

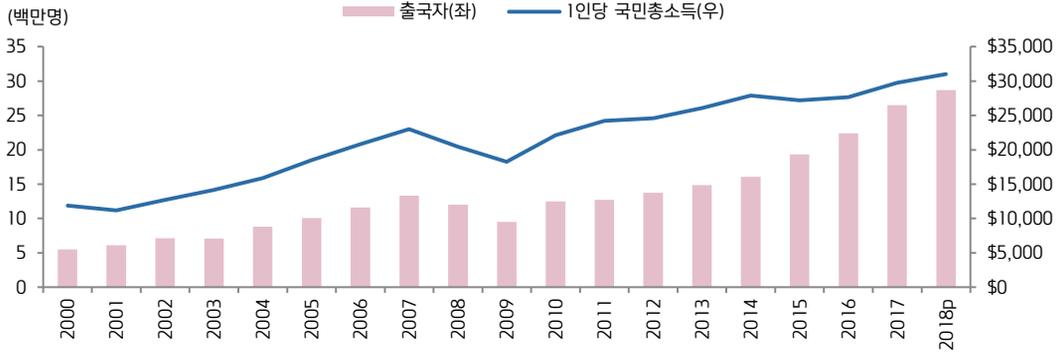


자료: 키움증권

하지만 온라인, 모바일, 홈쇼핑 등의 매체로 인하여 여행정보의 접근이 일상화 되어 여행계획부터 여행 실시까지를 의미하는 기간이 특정되지 않는 현상이 발생하고 있다. 또한 여행 목적 및 패턴에 따라 다양한 여행 솔루션이 제시되어 성수기와 비수기의 구분이 없어지고 있으며, 제약 확인과 동시에 정보를 습득하고 비교하여 여행 관련 예약 및 구매 가능하게 정보가 고도화 되면서 여행을 준비하고 다녀오는 프로세스의 경계가 허물어지고 있다. 이로 인하여 온라인/모바일 접근성과 활용능력이 높은 세대와 낮은 세대의 해외여행 성장규모에 있어 차이가 발생했다.

글로벌 OTA는 여행객과 여행상품 공급업체를 중개하는 서비스 플랫폼을 구축하여 여행에 관한 정보의 양과 질, 정확성, 접근성, 적시성 등을 현저히 개선시키고 있다. 여행객이 사전에 축적할 수 있는 여행정보의 양과 질이 풍부해져 온라인과 모바일을 통해 여행상품을 구매하더라도 실패 확률을 줄일 수 있게 되어 고객 상담을 기반으로 한 오프라인 대리점 중심의 홀세일 패키지 여행사의 전략적 대응이 필요한 시점이다.

### 1인당 국민총소득과 출국자 추이



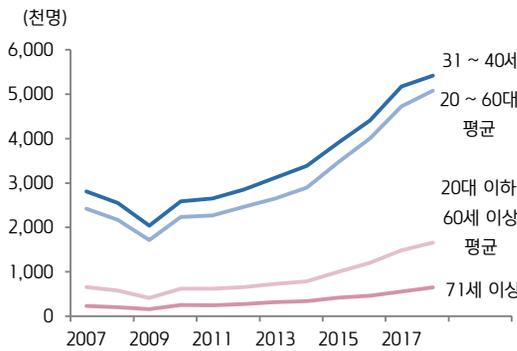
자료: 한국은행, 한국관광공사, 키움증권  
주: 승무원 출국자 포함

### 실질GDP 성장률과 출국자 증가율



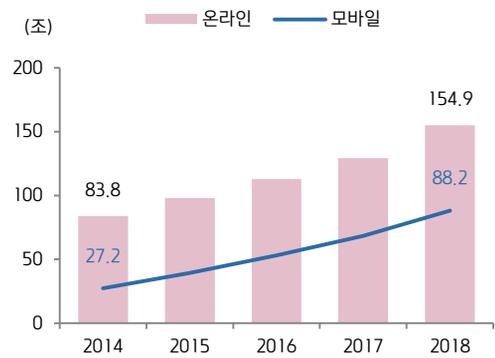
자료: 통계청, 한국관광공사, 키움증권  
주: 승무원 출국자 포함

### 연령대별 여행객 추이



자료: 관광정보시스템, 키움증권

### 여행 및 예약서비스 온라인, 모바일 쇼핑 거래액 추이



자료: 통계청, 키움증권

## >>> 경제 중심으로 떠오른 밀레니얼 세대 휘어잡기

### 밀레니얼(millennial) 세대, 트렌드 세터에서 소비와 경제 중심으로

최근 여행사의 실적부진은 패키지 상품에서 FIT로의 이동, 자연재해의 영향을 받은 여행수요 부진에만 있는 것이 아니다. 더 근본적인 원인으로 소비 트렌드를 선도하지 못했고, 변화하고 있는 과정에서도 적절하게 대응하지 못한 것이 가장 큰 이유이다. 그 중심에는 앞으로 경제 중심으로 영향력을 높여갈 '밀레니얼 세대'가 있다.

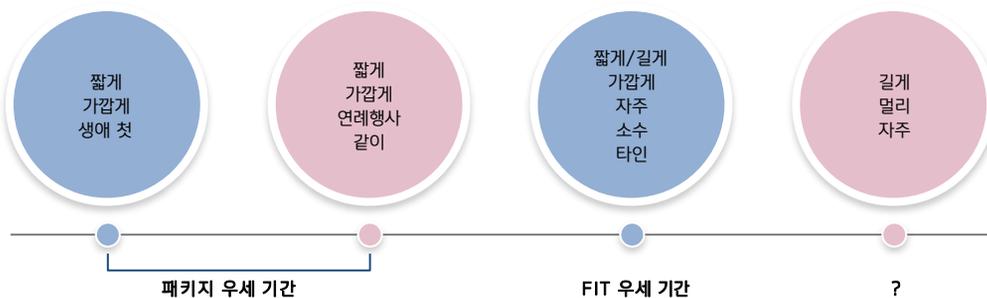
밀레니얼 세대는 1980년 ~ 2000년 초반 출생한 베이비붐 세대(6·25전쟁 직후인 1955년 ~ 1963년 출생)의 자식 세대이다. 새로운 밀레니엄(2000년)을 맞아 대학에 진학했으며, 우리나라에서는 1970년 ~ 1980년에 태어난 'X세대' 다음이란 이유로 'Y세대'로 불리기도 한다. 우리나라의 밀레니얼 세대는 전체 인구의 20% 수준으로 약 1,000만명으로 추정되며, 전 세계적으로는 세계 인구의 1/4 수준인 18억 명으로 예상된다.

밀레니얼 세대는 세상의 중심을 '나'로부터 시작하며 과거 세대가 '네트워크'를 중시했던 가치철학과 사뭇 다른 모습을 보인다. 이로 인하여 '혼밥', '혼술', 'YOLO(You Only Live Once)' 등의 사회 트렌드를 형성하여 밀레니얼 세대뿐만 아니라 전 세대 걸치는 새로운 문화양식과 생활패턴을 만들어 '문화와 소비'의 주류로 자리잡고 있다.

#착한소비 #최애(最愛)  
 # 밀레니얼 세대의 소비 트렌드  
**#워라밸(Work and Life Balance)**  
 #소확행 #스마슈머(Smart Consumer)  
 #미래보다 현재 #Digital, SNS  
 #Small Luxury #소유보다는 경험이 중요  
 #Subscription

현재 FIT가 패키지 여행보다 우세한 이유는 여행소비 기준이 '소득 수준 향상 → 가성비, 가심비 → 여행자체'로 변화하며 좋아하는 지역으로 빈번한 방문이 계속 이루어져 관광에 대한 특별한 니즈가 없고 쇼핑 등 해외여행 시 비용부담으로 작용하는 부분들이 과거보다 중요 요소 고려되지 않기 때문이다.

밀레니얼 세대의 다음 패턴: #길게 #멀리 #안가본 곳, 패키지 봄날 가능성 高



자료: 키움증권

우리나라의 해외여행 패턴은 여행의 보편화와 일상화로 인해 매우 복잡한 3번째 국면에 위치하고 있다고 판단한다. 이는 앞서 언급한 밀레니얼 세대의 소비패턴을 정확하게 반영하여 패키지 보다는 개별 자유여행(Free Independent Tour)이 더 적합한 패턴이다.

하지만 주니어 세대에서 경제 중심세대인 40대로 올라서는 밀레니얼 세대의 소비능력이 더욱 공고해지는 시기가 임박한 만큼 지금까지 일본, 중국, 대만 등 인접국가에서 #Small Luxury 등의 소비기준을 고려한다면 #길게, #멀리, #안가본 곳으로의 해외여행 형태로 진입하여 유럽, 미주 등 장거리 여행에 대한 수요가 성장할 수 있고 일본 등 인접국가에서도 도시에서 벗어난 여행의 유니크를 강조한 미개척 지로의 외곽투어 수요도 과거보다 증가할 수 있다고 판단한다.

## >>> 글로벌 OTA에 대응하며 시장재편까지 카운터펀치 준비

### 낮아진 국내 여행사 체력, 대형 홀세일사는 버티기 가능

최근 우리나라 여행산업과 글로벌 여행산업은 다른 성장전략을 보이며 국내와 글로벌 업체간의 격차는 더욱 벌어지고 있다. 우리나라는 2016년 7월부터 여행사 설립 기준 요건을 완화하여 여행업 등록자본금을 인하여 여행사 신규 설립 문턱을 낮췄고 2018년 7월 한시 조건마저 폐지하며 신규 진입이 더욱 용이해졌다. 2018년 우리나라 여행사는 총 22,544개로 2014년 15,154개 대비 48.7% 증가하였다.

이로 인해 국내 여행산업은 소규모 여행사가 증가하여 한정된 국내 시장의 파이를 나눠 갖기 위한 내부 경쟁강도가 더욱 심해져 Expedia Group, Booking Holdings, Ctrip.com 등 대형 OTA에 대응할 체력이 매우 낮아진 상태로 파악된다.

반면 글로벌 OTA는 인수합병을 통해 세계 시장을 장악하고 있으며, 대대적 마케팅 활동을 벌이며 국내 여행시장 공략을 위해 노력하고 있다. 아직까지 홀세일 여행사는 대규모의 항공 좌석 확보 및 호텔, 관광지로부터 경쟁사 대비 저렴한 가격의 인벤토리 소싱의 장점을 지니고 있어 경쟁에 대응할 수 있으나 향후 경쟁의 강도는 더욱 심해질 것이 분명하다.

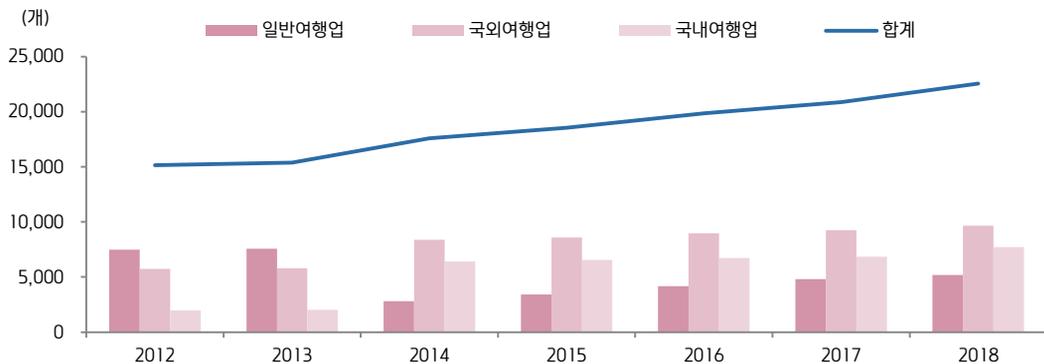
하지만 패키지 여행에서 개별 자유여행으로의 전환이 더욱 급속하게 벌어지며 저마진의 항공권 전문 판매 여행사 및 수요가 불충분한 특정 테마상품만을 주력으로 판매하는 소규모 여행사의 존립에 상당한 타격을 주고 있어 대형 홀세일 여행사인 하나투어와 모두투어는 기본적인 강점 요소인 상품 소싱 및 인벤토리 관리를 통하여 낮아진 체력에 대비하고, 일정기간 경영효율화 작업을 강화시켜 시장 재편까지 버텨내야 할 것이다.

### 여행사 설립 기준 요건 (2016.7~2018.6 2년 한시 조치 → 2018.7년 폐지)

구분	일반여행업	국외여행업	국내여행업
자본금	2억원 → 1억원	6천만원 → 3천만원	3천만원 → 1,500만원

자료: 관광진흥법 시행령, 키움증권

### 관광사업체 등록수



자료: 한국관광협회중앙회, 키움증권

## 탑항공 폐업

최신기사

### 항공권 판매 전문 탑항공, 36년 만에 폐업(종합)

송고시간 | 2018-10-03 11:25

f t v ... | 📄 + -

경쟁 심화 속 트렌드 변화 대응 못 해 경영난



[탑항공 홈페이지 캡처-연립뉴스 자료사진]

자료: 언론보도, 키움증권

## 허니문 여행사 폐업

### 결혼 줄고, 경쟁 심해지고...벼랑 끝에 선 허니문 여행사

지난해 하반기만 유명 여행사 4곳 부도로 폐업

혼인율은 줄고 패키지보다 자유여행 선호해

(서울=뉴시스) 윤슬민 여행전문기자 | 2019-01-07 15:20 송고

자료: 언론보도, 키움증권

## 글로벌 OTA의 주요 인수합병

구분	브랜드	인수합병 및 투자
부킹홀딩스	부킹닷컴 아고다 카약 등	- 인수합병 : 부킹닷컴, 아고다, 렌탈카닷컴, 카약, 오픈테이블, 호텔스컴바인
익스피디아그룹	익스피디아 호텔스닷컴 트리바고 등	- 인수합병 : 트래블스케이프, 호텍스닷컴, 이젠시아, 비너스, 모비아타, 홈어웨이,, 오비츠, 트리바고
씨트립 그룹	트립닷컴	- 인수합병 : 취날(중국 2위) 이롱(중국 4위), 스카이스캐너(유럽) - 투자 : 메이크마이트립(인도)

자료: 언론보도, 키움증권

### 글로벌 OTA도 패키지 여행상품을 팔 때 경쟁력이 빛을 발할 가능성 높음

여행상품을 단품으로 판매하는 글로벌 OTA가 패키지 상품을 판매할 이유는 여행상품 전 과정에서 수직화된 마진을 보장 받을 수 있기 때문이다. 이는 국내 패키지 여행사가 호실적을 구가하던 이유와 동일하다. 항공-숙박-현지투어를 묶음 상품으로 판매하는 패키지 상품은 판매단가 및 물량을 조절할 수 있는 공급자 역량이 크게 증가하여 여행사 입장에서는 반드시 장악해야 하는 카테고리이다.

하지만 글로벌 OTA의 패키지 상품은 국내 패키지 여행사의 판매 방식과는 다르게 전개될 것이 분명하다. 이들은 별도의 패키지 platform을 통해 추천 상품을 제공하거나 더 나아가 여행객 스스로 일정을 수립할 수 있는 기능을 선보일 것이라 예상된다. 최근 각광 받고 있는 AI(인공지능) 기능이 더해진다면 조합해 낼 수 있는 상품의 양과 질은 현재보다 현저히 개선될 것이 확실하다.

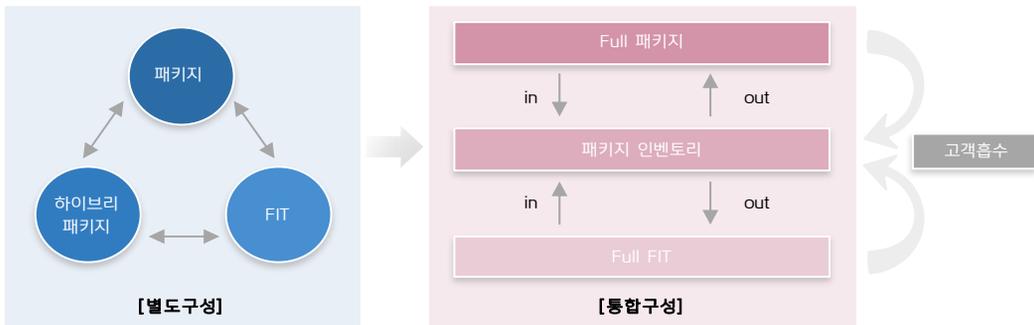
대형 홀세일 여행사는 매일 출발이 가능한 장점을 살려 패키지 여행상품의 자유로운 교차구성을 가능하게 함으로써 ‘Full 패키지 ↔ 패키지 인벤토리 ↔ Full FIT, In&Out System’을 완성 시킬 수 있다. 이는 국내에서 여행 상품 규모 고려 시 하나투어, 모두투어 정도만 가능한 전략으로, 오프라인 네트워크를 활용한 프리미엄 고객서비스가 더해진다면 온라인 플랫폼이 가지고 있는 비대면의 단조로운 상품 추천방식을 극복하고 차원 높은 서비스를 제공하여 경쟁력이 빛을 발할 가능성이 높다고 판단한다.

#### 분할되는 패키지 여행상품, 하지만 언제든 통합도 가능

구분	OTA		Meta-Search		공유숙박, 현지투어
	항공 + 호텔	호텔	항공 + 호텔	호텔	
Expedia Group	Expedia travelocity ORBITZ	Hotels.com HomeAway		trivago	HomeAway(숙박) Viator(투어)
Booking Holdings	priceline Booking.com KAYAK	agoda	KAYAK momondo	HotelsCobmined	OpenTable(식당)
Ctrip Group	trip.com skyscanner		skyscanner		
기타	마이리얼트립 NAVER	tripadvisor 야놀자		마이리얼트립	Airbnb(숙박) 마이리얼트립(투어) Waug(투어) KLOOK(투어)

자료: 키움증권

#### ‘Full 패키지 ↔ 패키지 인벤토리 ↔ Full FIT, In&Out System’



자료: 키움증권



# 기업분석

하나투어  
(039130)

BUY(Re-Initiate)/목표주가 83,000원  
실력을 보여줘야 할 때

모두투어  
(080160)

BUY(Re-Initiate)/목표주가 29,300원  
시장 급변기, 내실을 지킬 때

하나투어 (039130)



BUY(Re-initiate)

목표주가 83,000원  
 주가(5/14) 64,300원  
 시가총액 7,469억원

하나투어는 21년 연속 해외 송출객 수 1위를 기록하며 명실상부한 국내 최고의 종합 문화관광 유통그룹으로 자리매김하고 있다. 하지만 FIT와 OTA의 경쟁요인이 부각되며, 지속가능한 성장성에 대하여 면밀히 검토해야 하는 시기가 도래했다. 강점을 극대화시킬 하나투어의 향후 전략방향에 주목해 보자.

Stock Data

KOSPI (5/14)	2,081.84pt	
52주 주가동향	최고가 106,500원	최저가 56,700원
최고/최저가 대비	-38.5%	13.4%
주가수익률	절대	상대
1M	-10.4%	-3.9%
6M	-8.0%	-8.6%
1Y	-37.6%	-25.8%

Company Data

발행주식수	11,616천주	
일평균 거래량(3M)	191천주	
외국인 지분율	11.9%	
배당수익률(2019E)	2.0%	
BPS (2019E)	19,260원	
주요 주주	박상환 외 5 인	13.5%

Price Trend



실력을 보여줘야 할 때

>>> 2018년이 바닥임을 입증

2018년 영업이익은 핵심 영업지역인 일본과 동남아 부진으로 인하여 전 부문에서 역성장하며 전년대비 -37% 하락한 248억을 기록하였다. 하지만 1Q19에서 확인했듯이 패키지 송객수가 줄더라도 지역 믹스변화에 따른 ASP 상승효과로 경쟁적 업황 내에서 2019년 실적개선에 대한 기대감을 높일 수 있다고 판단한다.

>>> 실력을 보여줘야 할 때

FIT와 OTA의 성장은 예견된 리스크 요인 이었다. 아쉽게도 선제적으로 대응하지 못하며 패키지 고객이 유출되고 있는 가운데 2019년 하반기 선보일 New Platform에 기대를 해본다. On/Off-line의 유기적 시너지, FIT와 PKG간의 자유로운 상품 교차 구성 등 여행객들이 원하는 Premium 서비스와 편리성이 더해진다면 국내 1등 홀세일 여행사로서 실력을 보여줄 수 있을 것이다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 83,000원

투자의견 Buy, 목표주가 83,000원으로 커버리지를 개시하며 여행산업 내 최선호주로 제시한다. 1) 경영효율화 노력, 송객수 감소를 상쇄시킬 지역 Mix 변화에 따른 ASP 증가로 별도부문 회복이 가능하고 2) 부진했던 인바운드 자회사의 적자 축소가 빠르게 진행되고 있으며 3) 플랫폼 고도화를 통한 비즈니스 모델 개편으로 패키지와 FIT 모두를 아우를 수 있는 효과가 중장기적으로 기대된다. Target Multiple로 2019E EPS 2,969원에 Target PER 28배를 적용하여 목표주가를 산정하였다.

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	804.3	828.3	856.9	913.2	957.1
영업이익	41.1	24.9	55.1	58.0	62.9
EBITDA	61.6	47.3	90.8	86.2	86.2
세전이익	38.3	22.3	54.4	55.9	45.0
순이익	12.9	10.6	37.6	41.0	45.0
지배주주지분순이익	13.2	8.7	34.5	37.2	41.2
EPS(원)	1,135	753	2,968	3,202	3,544
증감율(% YoY)	64.1	-33.6	294.0	7.9	10.7
PER(배)	90.8	91.3	22.4	20.7	18.7
PBR(배)	5.73	4.00	3.45	3.08	2.75
EV/EBITDA(배)	16.3	14.3	6.6	6.4	5.9
영업이익률(%)	5.1	3.0	6.4	6.4	0.0
ROE(%)	6.6	4.3	16.3	15.7	15.5
순차입금비율(%)	-92.8	-67.9	-81.3	-89.4	-94.9

# Valuation 및 투자전략

## >>> 하나투어: 투자의견 Buy, 목표주가 83,000원, Top Pick 제시

당사는 하나투어에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 83,000원으로 커버리지를 개시하며 여행산업 내 최선호주로 제시한다. 목표주가는 하나투어 2019E 지배주주순이익 기준 EPS 2,969원에 Target PER 28배(면세점 사업 개시 전 5년간 PER 상단의 평균)를 사용하여 산정했다.

당사는 1)경영효율화 노력, 승객수 감소를 상쇄시킬 지역 Mix 변화에 따른 ASP 증가로 별도부문 회복이 가능하고 2)부진했던 인바운드 자회사의 적자 축소가 빠르게 진행되고 있으며 3)플랫폼 고도화를 통한 비즈니스 모델 개편으로 패키지와 FIT 모두를 아우를 수 있는 효과가 중장기적으로 기대됨에 따라 Target Multiple에 의한 투자전략이 유효할 것으로 보인다. 핵심 자회사 부문인 면세점의 적자폭이 개선되고 입국장 면세점 신규 오픈에 따라 실적 레버리지가 기대되나 기존 누적 영업손실이 과도하고 중소 면세점 업황의 불확실하여 프리미엄은 반영하지 않았다.

### 하나투어 Valuation Table

	2019E	비고
순이익(십억원)	34.5	2019년 지배주주순이익
EPS(원)	2,969	2019년 지배주주순이익 기준 EPS
Target PER	28	면세점 사업 개시 전 5년간 PER 상단의 평균
목표주가(원)	83,000	
상승여력(%)	29.1	2019년 5월 14일 종가 기준

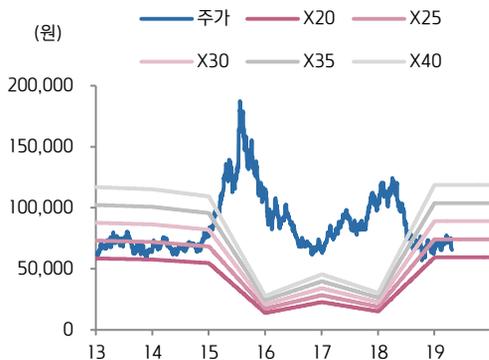
자료: 키움증권

### 하나투어 Historical Valuation

(배)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	평균
PER(End)	20.7	16.3	20.1	22.1	27.1	42.1	95.6	90.8	91.3	47.3
PER(High)	27.3	28.1	22.7	27.9	28.2	75.0	166.2	102.6	169.9	72.0
PER(Low)	20.2	14.7	10.0	19.8	21.3	28.1	87.5	55.1	74.2	36.8
PER(Avg)	23.4	20.9	16.2	23.6	24.1	45.6	118.1	76.7	117.9	51.8

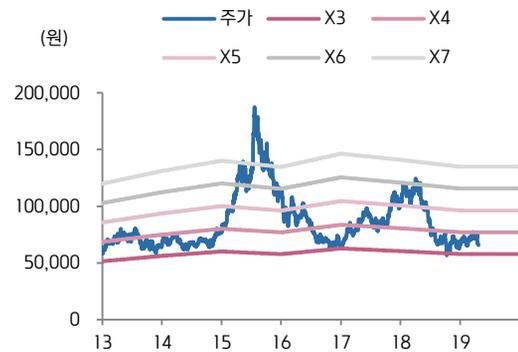
자료: Quantwise, 키움증권

### 하나투어 12M Forward PER Band



자료: 키움증권

### 하나투어 12M Forward PBR Band



자료: 키움증권

# 2019년 투자 포인트

## >>> 1Q19 Review : 연결 영업이익 132억원(YoY +10.1%), 컨센서스 상회

1Q19 하나투어의 영업실적은 연결 매출액 2,240억원, 영업이익 132억원으로 전년동기 대비 각각 -2.3%, +10.2% 증감률을 기록하며 시장컨센서스 92억원을 크게 상회하는 수준이었다. 실적호조 요인으로는 별도 영업이익이 123억원(-11% YoY 추정)으로 패키지 승객이 964천명으로 전년동기 대비 12.3% 하락했지만, 패키지 평균판매단가가 8.9% 상승하며 이익 하락폭을 축소시켰다. 이는 타 지역 대비 판매가가 낮은 일본 방문 여행객이 줄어든 효과가 반영된 것으로 추정된다.

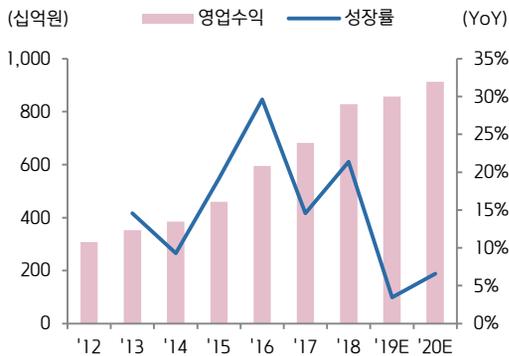
## >>> 2019년 전망 : 실력을 보여줘야 할 때

### 연결 매출액 8,569억원(YoY +3.5%), 영업이익 550억원(YoY +122.1%)

1분기 실적 서프라이즈를 기록했지만 패키지 승객은 YoY -12.3%를 기록했다. 2019년 5월 발표한 예약률 5월 -14.7%, 6월 -4.6%, 7월 -1.4%로 전년대비 역성장하고는 있으나 2018년 5~7월 예약률 평균적으로 10%를 넘는 구간이었던 점을 감안한다면 하반기 기저효과는 충분히 발생할 것으로 예상된다.

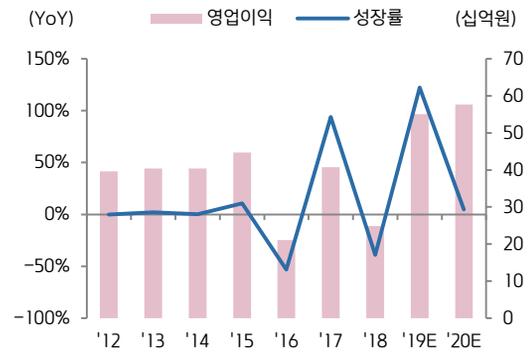
2019년 영업이익은 별도부문의 성장과 작년 하반기부터 시작된 에스엠면세점 실적 개선 움직임이 지속되어 연결 매출액은 YoY 3.5% 성장한 8,569억원, 영업이익은 YoY +122.1% 성장한 550억을 추정한다. 이와 더불어 5월말 오픈 예정인 입국장 면세점의 실적이 하반기에 반영되고, 중국 노선확대를 통한 패키지 수요 및 인바운드 증가 효과는 향후 이익의 견고한 하방을 방어하는 요인으로 작용할 것이라 예상된다.

하나투어 영업수익 추이 (연결 기준)



자료: 하나투어, 키움증권

하나투어 영업이익 추이 (연결 기준)



자료: 하나투어, 키움증권

# 기업개요

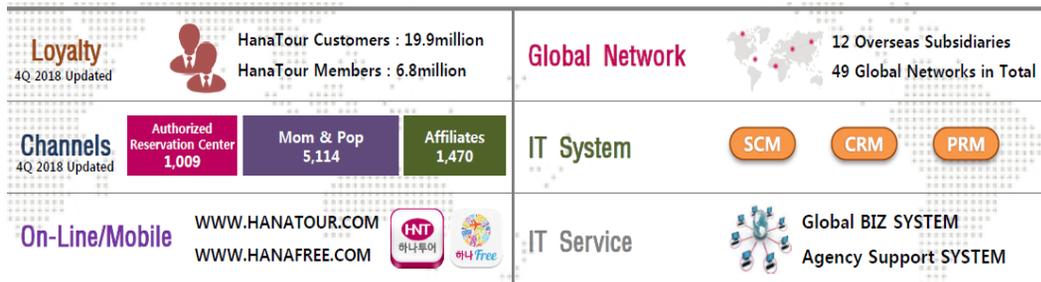
## >>> 국내 최고의 종합 홀세일 여행사

하나투어는 21년 연속 해외 송출객 수 1위를 기록한 하나투어와 45개의 계열 및 관계회사를 가지고 있으며 이를 통해 국내 최고의 종합 문화관광 유통그룹으로 자리매김하고 있다.

전세계 20여만개 패키지 및 FIT 여행상품을 전국 8,000여개의 협력여행사, 온라인포털, 쇼핑몰 등의 다양한 유통채널을 통해 판매하고 있고 종속회사를 통해 비즈니스출장, 성지순례, 크루즈, 렌터카, 허니문 등 특화된 시장을 위한 여행알선 사업도 영위하고 있다.

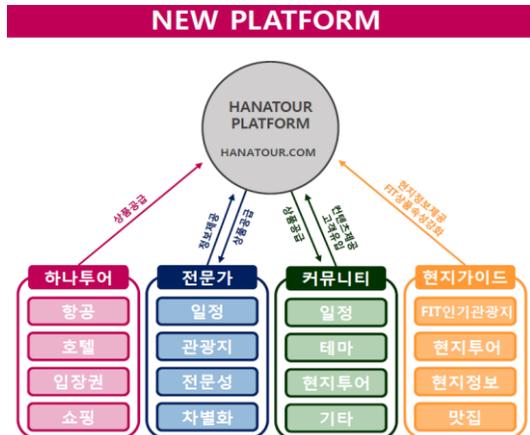
글로벌로 12개국 14개의 해외 자회사를 거점으로 마련하였고 총 55개의 글로벌 네트워크를 구축하며 해외 사업확장에도 꾸준한 노력을 기울이고 있다. 글로벌 전략기지 중 일본은 국내 일본 패키지 방문객 및 일본 현지 고객을 소화하는 하나투어 재팬, 유아이관광버스, STARSHOP&LINE, T Mark Hotel 등 국내 못지 않은 다양한 부문에서 사업을 펼치며 영역을 확대하고 있다.

### 하나투어 온오프라인 경쟁력



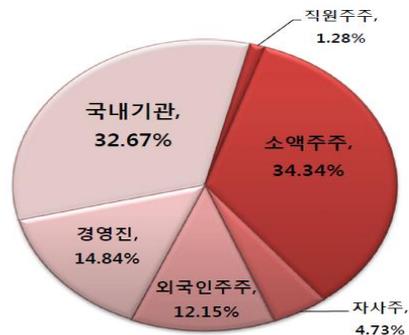
자료: 하나투어, 키움증권

### Outbound 고도화



자료: 하나투어, 키움증권

### 주주구성



Based on  
December 31st, 2018

자료: 하나투어, 키움증권

하나투어 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
영업수익	229.3	196.7	208.4	193.8	224.0	194.3	225.8	212.8	828.2	856.9	913.2
-별도	158.6	125.9	137.6	120.0	153.8	128.1	158.8	142.7	542.1	583.4	631.3
-국내자회사	42.2	50.1	48.5	51.1	42.9	46.8	46.7	46.7	191.9	183.0	194.2
-해외자회사	36.6	32.0	29.9	30.9	33.9	31.8	31.6	34.3	129.4	131.6	132.6
영업이익	12.0	4.7	5.2	2.9	13.2	7.4	18.2	16.3	24.8	55.1	57.7
-별도	13.9	3.8	7.3	1.7	12.3	7.4	17.1	13.9	26.6	50.7	53.9
-국내자회사	-7.0	-3.2	-2.5	-1.1	-1.2	-3.1	-0.7	-1.6	-13.8	-6.6	-5.5
-해외자회사	5.1	4.2	0.4	2.2	2.0	3.3	2.7	1.9	11.9	10.0	11.0
OPM(%)	5.2%	2.4%	2.5%	1.5%	5.9%	3.8%	8.1%	7.6%	3.0%	6.4%	6.3%
-별도	8.7%	3.0%	5.3%	1.4%	8.0%	5.8%	10.8%	9.7%	4.9%	8.7%	8.5%
-국내자회사	-16.6%	-6.3%	-5.2%	-2.2%	-2.9%	-6.7%	-1.4%	-3.5%	-7.2%	-3.6%	-2.9%
-해외자회사	14.0%	13.0%	1.5%	7.0%	5.8%	10.5%	8.5%	5.6%	9.2%	7.6%	8.3%
(%, YoY)											
영업수익	33.9%	21.0%	24.8%	6.8%	-2.3%	-1.2%	8.4%	9.8%	21.4%	3.5%	6.6%
영업이익	16.4%	-2.4%	-47.3%	-80.1%	10.2%	56.6%	251.0%	462.5%	-37.3%	122.1%	4.7%
OPM(%p)	-0.8%	-0.6%	-3.4%	-6.5%	0.7%	1.4%	5.6%	6.2%	-2.8%	3.4%	-0.1%

자료: 하나투어, 키움증권

하나투어 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
총 수탁금	980.3	857.3	923.8	873.3	902.4	862.6	1,027.6	967.6	3,634.7	3,760.2	4,032.0
패키지 수탁금	681.0	597.0	586.0	584.0	649.9	599.5	670.3	663.8	2,448.0	2,583.5	2,828.4
-매출 전환율	14.8%	14.7%	15.3%	13.8%	15.3%	14.8%	15.6%	14.9%	14.7%	15.2%	15.1%
영업수익	158.6	125.9	137.6	120.0	153.8	128.1	158.8	142.7	542.1	583.4	631.3
-항공권대매	2.7	2.2	2.1	2.5	2.6	2.9	2.7	3.3	9.6	11.5	10.9
-국제관광알선	100.8	88.0	89.6	80.7	99.5	88.8	104.7	98.9	359.1	392.0	428.2
-기타	55.1	35.7	45.8	36.8	51.7	36.3	51.4	40.6	173.4	179.9	192.3
영업비용	144.7	122.1	130.3	118.3	141.5	120.6	141.7	128.9	515.4	532.7	577.4
-급여	27.4	23.7	25.3	22.9	26.5	25.1	25.1	25.1	99.5	100.5	105.5
-광고선전비	4.8	11.2	5.2	5.7	4.8	9.8	5.8	7.1	26.9	27.4	32.9
-여행비수수료	43.6	38.6	38.5	38.0	43.9	38.1	44.6	43.3	158.8	169.8	185.6
-기타	68.9	48.6	61.2	51.7	66.4	47.7	66.1	53.4	230.3	235.0	253.5
영업이익	13.9	3.8	7.3	1.7	12.3	7.4	17.1	13.9	26.6	50.7	53.9
OPM	8.7%	3.0%	5.3%	1.4%	8.0%	5.8%	10.8%	9.7%	4.9%	8.7%	8.5%
(%, YoY)											
총 수탁금	10.5%	6.9%	2.1%	-4.4%	-8.0%	0.6%	11.2%	10.8%	3.7%	3.5%	7.2%
패키지 수탁금	9.7%	6.0%	0.5%	-8.3%	-4.6%	0.4%	14.4%	13.7%	1.8%	5.5%	9.5%
영업수익	40.2%	20.4%	29.0%	-0.2%	-3.0%	1.7%	15.4%	18.9%	21.9%	7.6%	8.2%
영업비용	48.9%	27.2%	33.9%	10.2%	-2.2%	-1.2%	8.7%	8.9%	29.6%	3.3%	8.4%
영업이익	-13.0%	-55.4%	-22.6%	-87.0%	-11.0%	93.8%	135.4%	724.7%	-43.1%	90.4%	6.4%
OPM(%p)	-5.3%	-5.2%	-3.5%	-9.3%	-0.7%	2.8%	5.5%	8.3%	-5.6%	3.8%	-0.2%
주요 가정											
순출국자(천명)	6,997.2	6,452.9	6,790.8	6,687.6	7,408.8	6,975.1	7,909.3	7,650.7	26,928.4	29,943.8	31,920.5
하나투어(천명)	1,661.3	1,383.0	1,373.3	1,435.5	1,534.7	1,369.3	1,588.9	1,600.2	5,853.1	6,093.1	6,428.4
-패키지	1,100.0	890.3	821.4	896.5	964.2	881.4	986.4	1,014.1	3,708.3	3,846.1	4,256.2
-항공권	561.2	492.7	551.9	539.0	570.5	487.9	602.5	586.1	2,144.8	2,246.9	2,172.2
패키지M/S(%)	15.7%	13.8%	12.1%	13.4%	13.0%	12.6%	12.5%	13.3%	13.8%	12.8%	13.3%
패키지ASP(백만원)	619.1	670.5	713.4	651.4	674.0	680.2	675.5	654.5	660.1	671.7	664.5
(%, YoY)											
순출국자	14.4%	13.0%	3.3%	3.9%	5.9%	8.1%	16.5%	14.4%	8.4%	11.2%	6.6%
패키지	17.1%	7.3%	-11.2%	-6.9%	-12.3%	-1.0%	20.1%	13.1%	1.4%	3.7%	10.7%

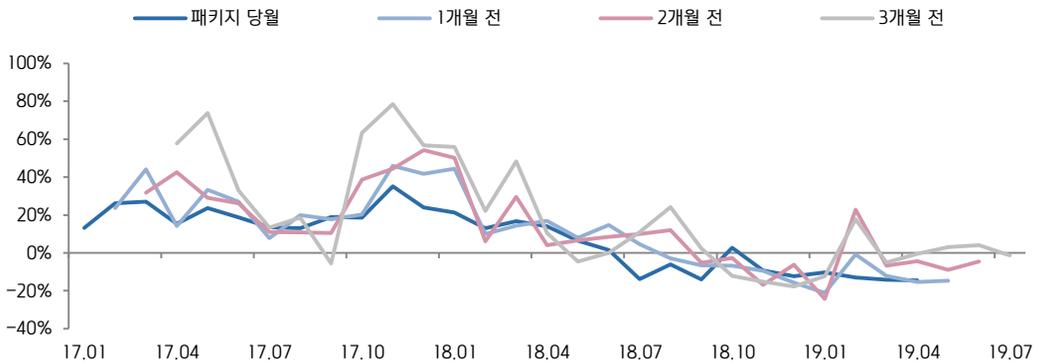
자료: 하나투어, 키움증권

순출국자 및 하나투어, 모두투어 송출객 추이

(천명)	출국자	YoY	하나투어					모두투어				
			전체	YoY	패키지	YoY	항공권	전체	YoY	패키지	YoY	항공권
2014	14,726	8.9%	2,974	13.1%	1,902	4.6%	12.9%	1,071	32.3%	1,431	7.6%	981
2015	17,886	21.5%	3,730	25.5%	2,302	21.0%	12.9%	1,429	33.4%	1,935	35.2%	1,231
2016	20,844	16.5%	4,930	32.2%	3,042	32.2%	14.6%	1,888	32.1%	2,299	18.9%	1,346
2017	24,837	19.2%	5,634	14.3%	3,658	20.2%	14.7%	1,977	4.7%	2,733	18.8%	1,504
2018	26,928	8.4%	5,853	3.9%	3,708	1.4%	13.8%	2,145	8.5%	2,761	1.0%	1,555
1Q17	6,114	18.1%	1,424	18.9%	939	21.3%	15.4%	485	14.5%	709	22.6%	420
2Q17	5,713	21.7%	1,257	14.0%	830	19.2%	14.5%	427	5.1%	630	21.5%	333
3Q17	6,572	16.1%	1,466	9.1%	925	14.9%	14.1%	540	0.4%	695	13.5%	352
4Q17	6,438	21.2%	1,487	15.7%	963	25.8%	15.0%	524	0.8%	698	18.4%	399
1Q18	6,997	14.4%	1,661	16.6%	1,100	17.1%	15.7%	561	15.7%	764	7.7%	450
2Q18	6,453	13.0%	1,383	10.0%	890	7.3%	13.8%	493	15.3%	650	3.2%	377
3Q18	6,791	3.3%	1,373	-6.3%	821	-11.2%	12.1%	552	2.2%	654	-6.0%	336
4Q18	6,688	3.9%	1,435	-3.4%	897	-6.9%	13.4%	539	2.9%	693	-0.7%	392
1Q19			1,535	-7.6%	964	-12.3%	13.0%	570	1.6%	730	-4.4%	420
18.01	2,715	23.3%	634	18.0%	415	21.3%	15.3%	219	12.4%	297	20.9%	169
18.02	2,173	3.2%	553	13.6%	370	13.1%	17.0%	182	14.6%	234	-6.2%	135
18.03	2,110	16.8%	475	18.5%	314	16.8%	14.9%	160	21.9%	233	8.8%	145
18.04	2,088	11.4%	470	15.1%	313	14.0%	15.0%	157	17.3%	218	2.8%	131
18.05	2,184	16.8%	455	11.8%	290	6.4%	13.3%	165	22.7%	214	6.6%	124
18.06	2,181	10.8%	458	3.7%	287	1.5%	13.2%	171	7.5%	218	0.4%	121
18.07	2,344	4.5%	470	-8.2%	282	-13.9%	12.0%	187	2.1%	217	-10.0%	111
18.08	2,364	6.0%	490	-1.4%	297	-6.1%	12.6%	193	6.7%	223	-4.8%	117
18.09	2,082	-0.8%	413	-9.6%	242	-14.0%	11.6%	171	-2.5%	214	-2.8%	109
18.10	2,196	5.1%	458	1.0%	292	2.7%	13.3%	166	-1.9%	227	4.7%	134
18.11	2,149	2.8%	463	-5.7%	296	-9.3%	13.8%	167	1.4%	228	-1.5%	136
18.12	2,342	3.7%	514	-5.0%	308	-12.4%	13.2%	206	8.5%	238	-4.7%	123
19.01	2,754	1.4%	602	-5.1%	372	-10.4%	13.5%	229	4.8%	258	-12.9%	143
19.02	2,474	13.9%	511	-7.5%	322	-13.0%	12.3%	189	3.5%	242	3.4%	141
19.03	2,181	3.4%	422	-11.1%	270	-14.3%	12.8%	153	-4.8%	230	-1.4%	137
19.04			422	-10.3%	268	-14.6%	14.1%	154	-1.6%	222	2.1%	126

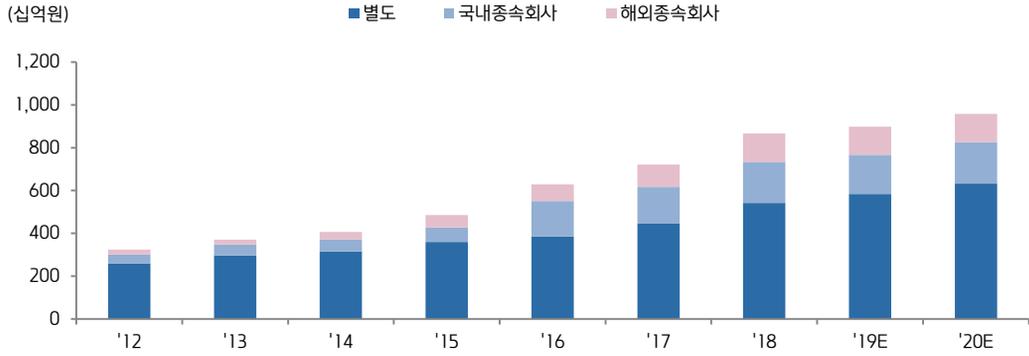
자료: 한국관광공사, 하나투어, 모두투어, 키움증권

하나투어 패키지 예약률



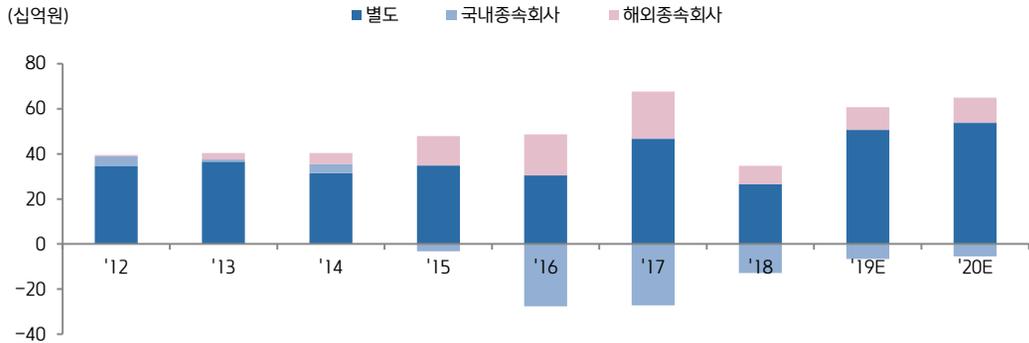
자료: 하나투어, 키움증권

### 하나투어 부문별 영업수익 (연결기준)



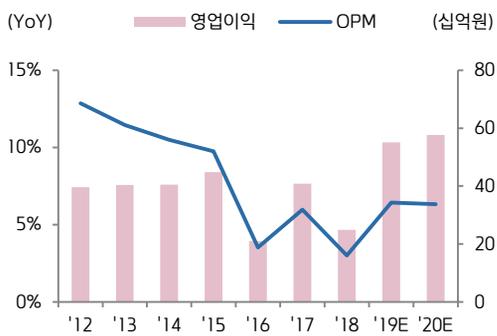
자료: 하나투어, 키움증권

### 하나투어 부문별 영업이익 (연결기준)



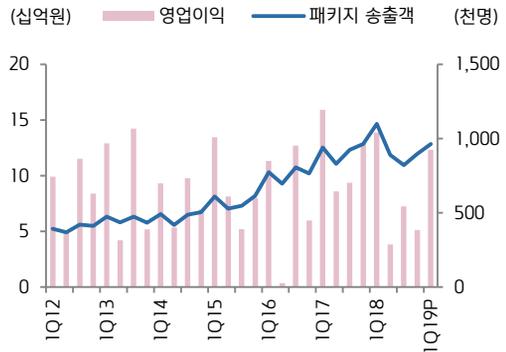
자료: 하나투어, 키움증권

### 하나투어 영업이익 및 OPM 추이 (연결기준)



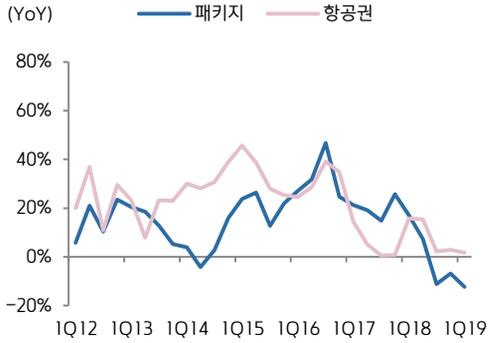
자료: 하나투어, 키움증권

### 하나투어 영업이익 및 패키지 송출객 (별도기준)



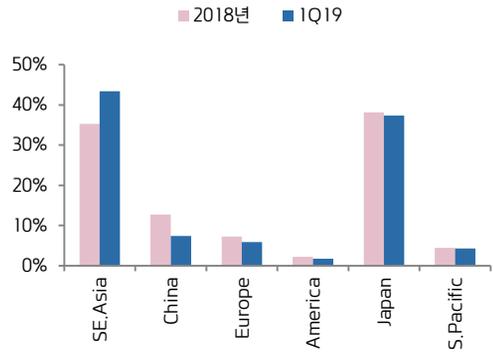
자료: 하나투어, 키움증권

### 하나투어 패키지 및 항공권 승출객 성장률



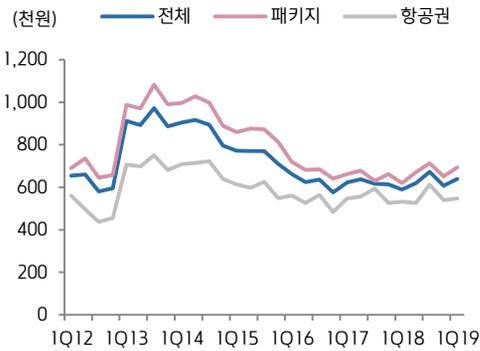
자료: 하나투어, 키움증권

### 하나투어 지역별 고객 비중 및 (1Q19)



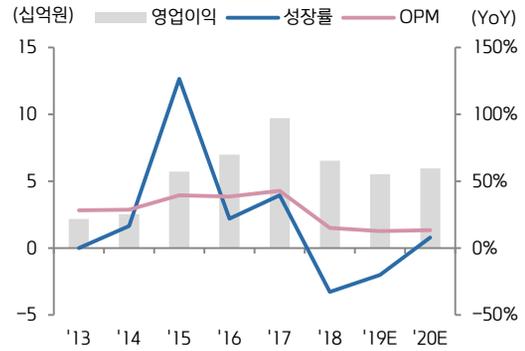
자료: 하나투어, 키움증권

### 패키지 평균판매단가 추이



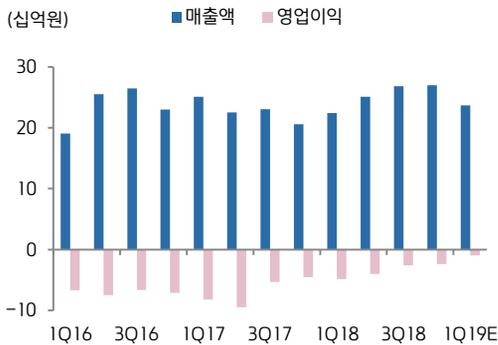
자료: 하나투어, 키움증권

### 하나투어 재팬 실적 추정

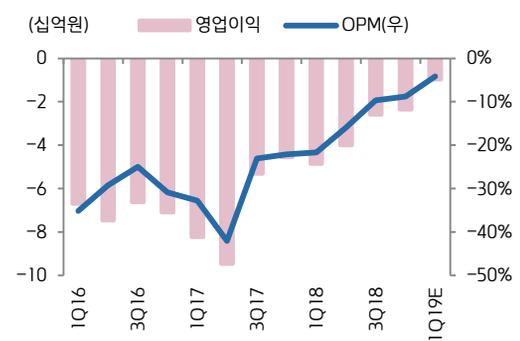


자료: 하나투어, 키움증권

### 에스엠면세점 실적 추정



자료: 하나투어, 키움증권



자료: 하나투어, 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	804.3	828.3	856.9	913.3	957.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	804.3	828.3	856.9	913.3	957.2
판매비	763.2	803.4	801.8	855.4	894.5
<b>영업이익</b>	41.1	24.9	55.1	57.9	62.7
<b>EBITDA</b>	61.6	47.3	90.8	86.3	86.3
영업외손익	-2.8	-2.5	-0.8	-2.1	-1.6
이자수익	2.2	3.6	5.8	4.4	4.9
이자비용	0.7	1.3	2.8	2.8	2.8
외환관련이익	5.4	4.6	4.3	4.3	4.3
외환관련손실	4.4	6.6	4.5	4.5	4.5
중속 및 관계기업손익	-1.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
기타	-3.8	-2.3	-3.1	-3.0	-3.0
<b>법인세차감전이익</b>	38.3	22.3	54.4	55.8	61.1
법인세비용	25.4	11.7	16.8	14.8	16.2
계속사업손익	12.9	10.6	37.6	40.9	44.8
<b>당기순이익</b>	12.9	10.6	37.6	40.9	44.8
<b>지배주주순이익</b>	13.2	8.7	34.5	37.1	41.0
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	35.1	3.0	3.5	6.6	4.8
영업이익 증감율	96.4	-39.4	121.3	5.1	8.3
EBITDA 증감율	60.3	-23.2	92.0	-5.0	0.0
지배주주순이익 증감율	64.3	-34.1	296.6	7.5	10.5
EPS 증감율	64.1	-33.6	294.1	7.7	10.4
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익율(%)	5.1	3.0	6.4	6.3	6.6
EBITDA Margin(%)	7.7	5.7	10.6	9.4	9.0
지배주주순이익율(%)	1.6	1.1	4.0	4.1	4.3

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	454.8	497.7	564.4	623.7	681.3
현금 및 현금성자산	228.4	157.7	208.9	255.9	303.3
단기금융자산	25.5	128.5	129.7	131.0	132.4
매출채권 및 기타채권	103.4	103.7	118.9	119.5	125.9
재고자산	57.5	53.1	50.4	59.2	59.9
기타유동자산	65.5	183.2	186.2	189.1	192.2
<b>비유동자산</b>	173.4	218.4	188.9	174.0	163.9
투자자산	50.7	54.4	46.6	46.0	45.5
유형자산	82.6	109.5	93.4	82.8	75.8
무형자산	13.9	22.1	16.6	12.8	10.2
기타비유동자산	26.2	32.4	32.3	32.4	32.4
<b>자산총계</b>	628.2	716.1	753.2	797.6	845.2
<b>유동부채</b>	362.3	413.6	423.7	437.8	451.1
매입채무 및 기타채무	163.8	166.7	176.8	190.9	204.2
단기금융부채	17.6	75.4	75.4	75.4	75.4
기타유동부채	180.9	171.5	171.5	171.5	171.5
<b>비유동부채</b>	20.2	62.7	62.7	62.7	62.7
장기금융부채	8.4	47.7	47.7	47.7	47.7
기타비유동부채	11.8	15.0	15.0	15.0	15.0
<b>부채총계</b>	382.4	476.2	486.4	500.5	513.8
<b>자본지분</b>	208.9	199.9	223.7	250.2	280.6
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	114.5	111.3	111.3	111.3	111.3
기타자본	-34.0	-34.0	-34.0	-34.0	-34.0
기타포괄손익누계액	-4.4	-1.5	2.2	6.0	9.8
이익잉여금	126.9	118.2	138.3	161.1	187.7
비지배자본	36.8	40.0	43.2	47.0	50.8
<b>자본총계</b>	245.7	239.9	266.9	297.2	331.4

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	66.2	20.2	81.0	84.1	84.5
당기순이익	12.9	10.6	37.6	40.9	44.8
비현금항목의 가감	65.8	52.5	61.0	53.3	49.3
유형자산감가상각비	16.1	18.3	29.1	23.6	20.0
무형자산감가상각비	4.4	4.1	6.5	4.8	3.6
지분법평가손익	-2.1	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9
기타	47.4	32.0	27.3	26.8	27.6
영업활동자산부채증감	2.0	-14.2	-4.0	3.0	4.4
매출채권및기타채권의감소	-17.7	-3.4	-15.2	-0.6	-6.5
재고자산의감소	-1.1	4.7	2.7	-8.8	-0.7
매입채무및기타채무의증가	1.6	-4.1	10.1	14.1	13.3
기타	19.2	-11.4	-1.6	-1.7	-1.7
기타현금흐름	-14.5	-28.7	-13.6	-13.1	-14.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	-21.8	-131.0	-13.1	-20.5	-20.5
유형자산의 취득	-21.4	-12.9	-13.0	-13.0	-13.0
유형자산의 처분	0.4	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.8	-6.6	-1.0	-1.0	-1.0
투자자산의감소(증가)	0.4	-4.2	7.4	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	4.3	-103.0	-1.3	-1.3	-1.3
기타	-1.7	-5.1	-5.2	-5.2	-5.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	32.9	36.9	-16.0	-16.0	-16.0
차입금의 증가(감소)	7.8	58.7	0.0	0.0	0.0
자본금자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-2.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-17.1	-18.2	-14.4	-14.4	-14.4
기타	42.2	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
기타현금흐름	-5.0	3.2	-0.6	-0.6	-0.7
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	72.3	-70.7	51.3	47.0	47.3
기초현금 및 현금성자산	156.0	228.4	157.7	209.0	255.9
기말현금 및 현금성자산	228.4	157.7	209.0	255.9	303.3

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,135	753	2,968	3,196	3,527
BPS	17,984	17,206	19,260	21,542	24,154
CFPS	6,781	5,428	8,496	8,110	8,105
DPS	1,500	1,300	1,300	1,300	1,300
<b>주가배수(배)</b>					
PER	90.8	91.3	21.6	20.1	18.2
PER(최고)	102.6	169.9	26.3		
PER(최저)	55.1	74.2	19.8		
PBR	5.73	4.00	3.33	2.98	2.65
PBR(최고)	6.48	7.44	4.05		
PBR(최저)	3.48	3.25	3.06		
PSR	1.49	0.96	0.87	0.82	0.78
PCFR	15.2	12.7	7.5	7.9	7.9
EV/EBITDA	16.3	14.3	6.3	6.1	5.6
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	128.4	135.9	38.2	35.1	32.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
ROA	2.3	1.6	5.1	5.3	5.5
ROE	6.6	4.3	16.3	15.7	15.4
ROIC	-61.1	-60.6	-2,810.4	-224.9	-132.8
매출채권회전율	8.0	8.0	7.7	7.7	7.8
재고자산회전율	19.7	15.0	16.6	16.7	16.1
부채비율	155.6	198.5	182.2	168.4	155.0
순차입금비율	-92.8	-67.9	-80.8	-88.8	-94.3
이자보상배율(현금)	56.5	19.8	19.6	20.6	22.3
<b>총차입금</b>	26.0	123.1	123.1	123.1	123.1
순차입금	-227.9	-163.0	-215.6	-263.8	-312.5
NOPLAT	61.6	47.3	90.8	86.3	86.3
FCF	13.1	0.2	55.8	59.9	60.0



## BUY(Re-Initiate)

목표주가 29,300원  
 주가(5/14) 22,600원  
 시가총액 4,271억원

모두투어는 국내 최초 홀세일 여행사로 대한민국의 패키지 여행 문화를 구축한 대표 기업이다. 향후 여행사업에 대한 확고한 철학을 바탕으로 원조 기업인 모두투어가 보여줄 진정성 있는 변화에 주목하고, 시장 급변기 내실을 다지는 전략의 유효성을 확인하며 투자해 나가야 할 시기이다.

### Stock Data

KOSDAQ (5/14)	710.16pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
	34,500원	19,850원
최고/최저가 대비	-34.5%	13.9%
주가수익률	절대	상대
1M	-1.3%	-6.7%
6M	-9.8%	-14.7%
1Y	-32.7%	-18.7%

### Company Data

발행주식수	18,900천주
일평균 거래량(3M)	181천주
외국인 지분율	26.1%
배당수익률(2019E)	1.6%
BPS(2019E)	7,895원
주요 주주	우종웅 외 14 인 15.2%

### Price Trend



## 시장 급변기, 내실이 필요

### >>> 1Q19부터 위기관리능력 강화

2018년 영업이익은 하반기 불어 닥친 해외여행의 비우호적 영업환경의 영향으로 별도부문의 수익성이 악화되며 전년대비 -50% 감소한 160억원을 기록하였다. 하지만 1Q19에서 확인했듯이 대형사에 걸맞는 빠른 비용관리를 통한 수익성 강화를 시현해 내며 위기관리능력을 입증하고 있다. 2019년은 전사적 비용통제 노력으로 실적개선에 대한 기대감을 높이고 있다.

### >>> 시장 급변기, 내실이 필요

모두투어는 하나투어에 뒤를 이은 여행업계 부동의 2위이다. 국내 홀세일 여행사가 가지고 있는 FIT와 OTA의 위험요소를 가지고 있는 모습은 동일하다고 판단한다. 이와 같은 시장 급변기에 무리한 확장보다는 경영효율성에 집중하는 전략이 유효 적절하며 향후 여행업종 재편 시 리레이팅이 충분하다고 판단한다.

### >>> 투자의견 Buy, 목표주가 29,300원

투자의견 Buy, 목표주가 29,300원으로 커버리지를 개시한다. 1) 출국자 증가에 따른 구조적 성장 및 비용관리를 통한 경영효율화에 따른 이익 확보가 가능하며 2) 경쟁사 대비 중국 패키지 송출객 비중이 상대적으로 높아 한-중 운수권 배분에 따른 중국 노선 확대에 영업 레버리지를 기대할 수 있고 3) 중국 인바운드 증가 시 호텔자회사 부문의 실적개선이 가능하다. Target Multiple로 2019E EPS 1,175원에 Target PER 25배를 적용하여 산정하였다.

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	372.1	365.0	350.1	410.3	416.2
영업이익	33.9	16.6	30.5	39.3	44.5
EBITDA	37.0	20.6	34.3	43.6	48.9
세전이익	34.7	15.8	28.5	37.3	32.5
순이익	24.9	12.2	21.6	28.3	32.5
지배주주지분순이익	24.9	12.6	22.2	28.9	33.3
EPS(원)	1,316	664	1,175	1,527	1,762
증감률(% YoY)	48.4	-49.5	76.8	30.0	15.4
PER(배)	23.2	36.3	20.0	15.4	13.3
PBR(배)	4.23	3.42	2.97	2.58	2.23
EV/EBITDA(배)	13.7	18.3	10.8	8.4	7.0
영업이익률(%)	9.1	4.5	8.7	9.6	0.0
ROE(%)	20.8	9.3	15.7	18.0	18.0
순차입금비용(%)	-59.1	-66.3	-56.8	-52.0	-56.5
매출액	372.1	365.0	350.1	410.3	416.2
영업이익	33.9	16.6	30.5	39.3	44.5

# Valuation 및 투자전략

## >>> 모두투어: 투자의견 Buy, 목표주가 29,300원 커버리지 개시

당사는 모두투어에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 29,300원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 모두투어 2019E 지배주주순이익 기준 EPS 1,175원에 Target PER 25배(2012~2018년 PER의 평균)를 사용하여 산정했다.

당사는 1)출국자 증가에 따른 구조적 성장 및 비용관리 등 경영효율화로 인한 이익 확보 가능성이 높고 2)중국 패키지 송출객 비중이 경쟁사 대비 상대적으로 높아 한-중 운수권 배분에 따른 중국 노선 확대에 영업 레버리지를 기대할 수 있고 3)중국 인바운드 증가 시 호텔자회사 부문의 실적개선이 가능함에 따라 Target Multiple에 의한 투자전략이 유효할 것으로 판단한다.

### 모두투어 Valuation Table

	2019E	비고
순이익(십억원)	22.2	2019년 지배주주순이익
EPS(원)	1,175	2019년 지배주주순이익 기준 EPS
Target PER	25	2012~2018년 PER의 평균
목표주가(원)	29,300	
상승여력(%)	29.6	2019년 5월 14일 종가 기준

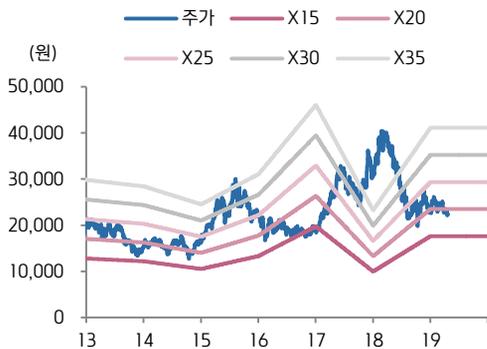
자료: 키움증권

### 모두투어 Historical Valuation

(배)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	평균
PER(End)	21.6	18.0	19.9	32.1	21.8	23.2	36.3	24.7
PER(High)	24.1	25.6	21.9	43.3	25.5	28.5	64.7	33.4
PER(Low)	11.1	15.4	15.4	23.2	18.8	14.0	29.8	18.3
PER(Avg)	16.1	21.0	19.3	33.1	21.7	20.8	44.5	25.2

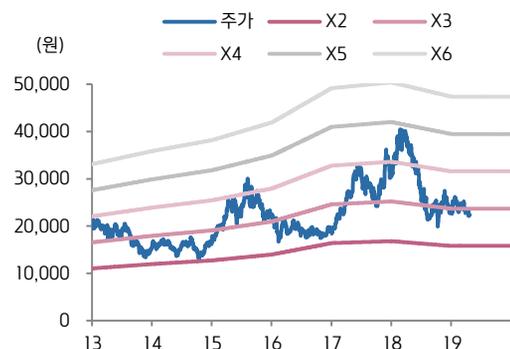
자료: Quantwise, 키움증권

### 모두투어 12M Forward PER Band



자료: 키움증권

### 모두투어 12M Forward PBR Band



자료: 키움증권

# 2019년 투자 포인트

## >>> 1Q19 Review : 연결 영업이익 91억원(YoY +3.3%), 컨센서스 상회

1Q19 모두투어의 영업실적은 연결 매출액 923억원, 영업이익 91억원으로 전년동기 대비 각각 -15.7%, +3.3% 증감률을 기록하며 시장컨센서스 73억원을 크게 상회하는 수준이었다. 실적호조 요인으로는 별도 영업이익이 93억원(YoY -9.8%)으로 패키지 송객이 360천명으로 전년동기 대비 8.2% 하락했지만, 패키지 평균판매단가가 1.8%만 하락하며 매출 하락폭을 축소시켰고, 비용 통제에 따른 실적 개선 효과가 반영된 것으로 추정된다.

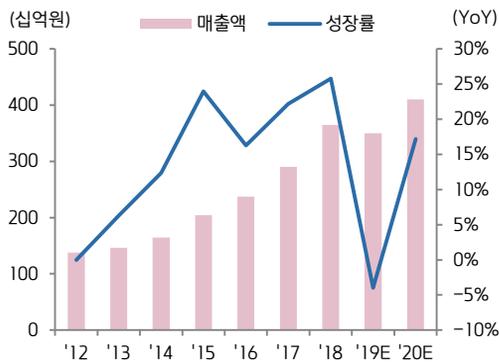
## >>> 2019년 전망 : 시장 급변기, 내실이 필요

### 연결 매출액 3,501억원(YoY -4.0%), 영업이익 305억원(YoY +90%)

1분기 실적 서프라이즈를 기록했지만 패키지 송객은 YoY -6.5%를 기록했다. 2019년 5월 발표한 예약률 5월 -6.1%, 6월 -5.3%, 7월 9.8%로 2018년 5~7월 예약 평균적으로 12%를 넘는 구간이었던 점을 감안한다면 2분기 패키지 송출객의 성장과 하반기 기저효과로 최악의 구간은 넘길 것으로 예상된다.

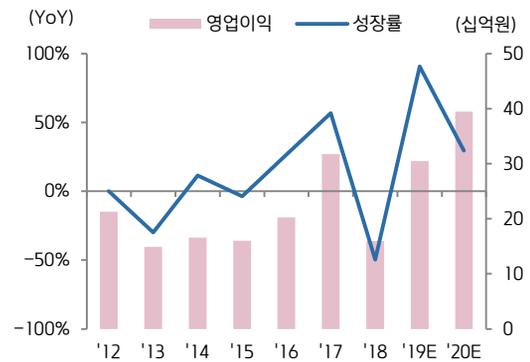
2019년 연결 매출액은 3,501억원으로 YoY -4.0%를 기록해 소폭하락 하지만 비용관리를 통한 내실 위주의 전략으로 별도부문과 국내자회사 실적 개선이 강화되어 영업이익은 YoY +90% 성장한 305억으로 추정한다. 이와 더불어 중국 노선확대를 통한 패키지 수요 및 인바운드 증가 효과는 향후 매출과 이익에서 모두 레버리지 효과가 기대되는 리레이팅 요인 작용할 것이라 예상된다.

모두투어 매출액 추이 (연결 기준)



자료: 모두투어, 키움증권

모두투어 영업이익 추이 (연결 기준)



자료: 모두투어, 키움증권

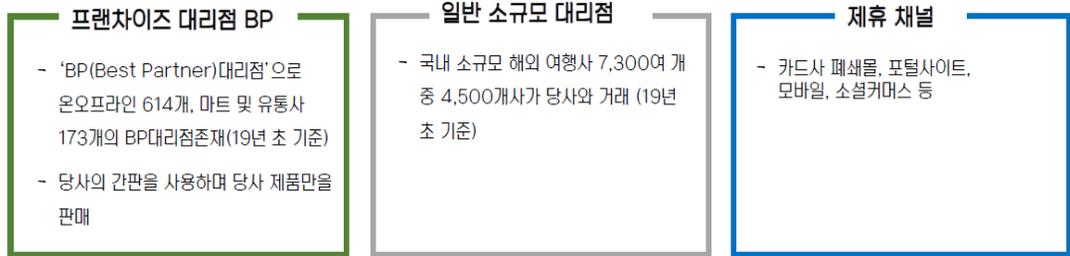
# 기업개요

## >>> 국내 패키지의 원조 종합 홀세일 여행사

모두투어는 1989년 국내 최초의 홀세일 여행사인 (주)국일여행사로 설립된 국내 패키지의 원조 기업이다. 1993년 하나투어의 전신인 (주)국진여행사가 설립되며 이후 하나투어와 함께 국내 여행산업을 이끌고 있는 대형 홀세일 여행사이다. 주요 사업으로는 국내외 여행알선서비스를 제공하는 모두투어와 자유투어, 모두스테이, 모두투어재팬 등 7개의 종속회사를 통해 호텔, 인바운드, 글로벌 비즈니스를 영위하고 있다.

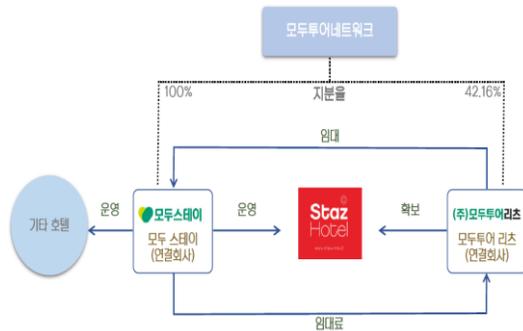
2019년 초 기준 ‘BP(Best Partner)대리점’ 온오프라인 614개, 마트 및 유통사 173개를 중심으로 전속판매하며 고객과의 최접점에서 영향력을 공고히 하고 있다. 또한 국내 소규모 해외 여행사, 온라인호텔, 쇼핑몰 등의 다양한 유통채널을 통해 국내 여행시장에서 부동의 2위 자리를 유지하고 있다.

### 모두투어 유통채널 경쟁력



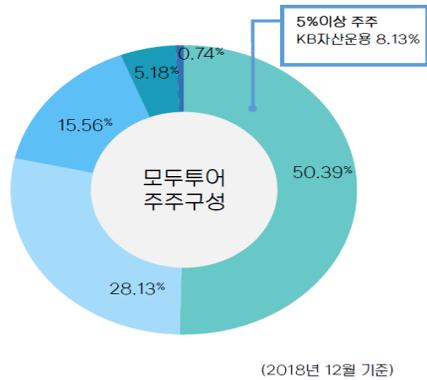
자료: 모두투어, 키움증권

### Inbound 성장전략



자료: 모두투어, 키움증권

### 주주구성



자료: 모두투어, 키움증권

모두투어 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
영업수익	109.6	83.4	97.3	74.4	92.3	78.3	98.3	81.2	364.7	350.1	410.3
-별도	94.0	70.4	82.3	63.8	78.0	65.2	82.1	67.9	310.6	293.2	348.8
-국내자회사	15.8	13.3	15.8	12.9	14.5	12.8	16.3	14.1	57.9	57.7	63.0
-해외자회사	1.2	1.2	0.7	1.1	1.3	1.2	0.7	1.1	4.2	4.3	4.5
영업이익	8.9	4.0	2.5	0.6	9.1	6.6	11.1	3.7	16.0	30.5	39.4
-별도	10.3	4.6	3.6	2.5	9.3	4.5	8.9	3.4	21.0	26.1	31.7
-국내자회사	-1.8	-0.9	-0.9	-2.5	-1.3	-0.3	0.3	-1.5	-6.1	-2.9	0.2
-해외자회사	0.4	0.3	-0.2	0.1	0.8	0.7	0.1	0.5	0.7	2.0	2.1
OPM(%)	8.1%	4.8%	2.6%	0.8%	9.9%	8.4%	11.3%	4.5%	4.4%	8.7%	9.6%
-별도	10.9%	6.6%	4.4%	3.8%	11.9%	6.9%	10.9%	5.0%	6.8%	8.9%	9.1%
-국내자회사	-11.3%	-7.1%	-5.5%	-19.0%	-9.0%	-2.5%	1.7%	-10.7%	-10.5%	-4.9%	0.3%
-해외자회사	36.0%	29.3%	-29.2%	12.3%	60.6%	57.2%	14.3%	42.3%	16.7%	47.1%	47.1%
(%,YoY)											
영업수익	48.0%	24.0%	33.9%	-2.1%	-15.7%	-6.1%	1.0%	9.2%	25.8%	-4.0%	17.2%
영업이익	-20.1%	-45.4%	-69.0%	-88.1%	3.3%	65.2%	342.2%	484.0%	-49.7%	90.7%	29.4%
OPM(%p)	-6.9%	-6.1%	-8.5%	-6.1%	1.8%	3.6%	8.7%	3.7%	-6.6%	4.3%	0.9%

자료: 모두투어, 키움증권

모두투어 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
총 수탁금	551.4	456.1	491.9	475.4	515.3	475.4	590.1	527.2	1,974.7	2,108.0	2,389.7
패키지 수탁금	392.1	324.8	314.6	326.9	360.0	319.8	368.0	351.6	1,358.4	1,399.4	1,622.6
-매출 전환율	19.7%	17.8%	21.6%	15.6%	17.4%	16.7%	18.6%	15.4%	18.7%	17.2%	17.9%
매출	94.0	70.4	82.3	63.8	78.0	65.2	82.1	67.9	310.6	293.2	348.8
-항공권판매	5.0	3.5	4.0	4.1	4.1	4.4	5.0	5.5	16.7	19.1	20.6
-해외여행알선	77.2	57.7	67.8	50.9	64.4	53.5	68.5	54.2	253.6	240.6	289.8
-기타알선	11.8	9.3	10.4	8.8	9.5	7.2	8.6	8.2	40.3	33.5	38.5
매출원가	23.3	11.1	24.6	9.4	13.7	11.6	18.7	12.4	68.4	56.4	89.3
영업비용	60.5	54.7	54.0	52.0	55.0	49.0	54.5	52.2	221.2	209.8	231.5
-급여	16.6	16.9	15.8	14.7	16.1	16.3	16.3	16.3	64.0	65.1	65.3
-광고선전비	7.0	5.7	5.6	5.7	5.2	5.0	4.3	6.3	24.0	20.0	23.6
-지급수수료	29.3	24.4	24.9	22.0	25.3	21.2	26.5	21.7	100.6	94.6	110.5
-기타	7.6	7.7	7.7	9.5	8.4	6.6	7.4	7.8	32.6	30.1	32.1
영업이익	10.3	4.6	3.6	2.5	9.3	4.5	8.9	3.4	21.0	26.9	28.1
OPM	10.9%	6.6%	4.4%	3.8%	11.9%	6.9%	10.9%	5.0%	6.8%	9.2%	8.1%
(%,YoY)											
총 수탁금	8.3%	2.0%	-3.3%	-5.3%	-6.5%	4.2%	20.0%	10.9%	0.4%	6.7%	13.4%
패키지 수탁금	7.2%	6.4%	-4.8%	-6.6%	-8.2%	-1.5%	17.0%	7.6%	0.5%	3.0%	16.0%
매출	46.2%	22.9%	31.7%	-2.1%	-17.1%	-7.4%	-0.2%	6.4%	24.6%	-5.6%	19.0%
매출원가					-41.1%	4.6%	-24.0%	31.5%		-17.5%	58.2%
영업비용	15.1%	10.6%	0.7%	-14.5%	-9.1%	-10.3%	0.8%	0.4%	2.2%	-5.1%	10.3%
영업이익	-12.6%	-41.3%	-59.0%	-45.0%	-9.8%	-2.3%	146.0%	37.8%	-36.3%	28.3%	4.4%
OPM(%p)	-7.3%	-7.2%	-9.7%	-3.0%	1.0%	0.4%	6.4%	1.1%	-6.5%	2.4%	-1.1%
주요 가정											
순출국자(천명)	6,997.2	6,452.9	6,790.8	6,687.6	7,408.8	6,975.1	7,909.3	7,650.7	26,928.4	29,943.8	31,920.5
모두투어(천명)	763.8	650.5	653.7	692.7	730.3	689.2	810.5	777.6	2,760.7	3,007.7	3,356.2
-패키지	449.8	376.8	335.9	392.3	420.5	365.1	398.5	421.0	1,554.8	1,605.1	1,840.2
-항공권	314.1	273.7	317.8	300.3	309.8	324.2	412.0	356.6	1,205.9	1,402.6	1,516.0
패키지M/S(%)	6.4%	5.8%	4.9%	5.9%	5.7%	5.2%	5.0%	5.5%	5.8%	5.4%	5.8%
패키지ASP(백만원)	871.8	862.0	936.4	833.2	856.2	875.9	923.4	835.2	873.7	871.8	881.8
(%,YoY)											
순출국자	14.4%	13.0%	3.3%	3.9%	5.9%	8.1%	16.5%	14.4%	8.4%	11.2%	6.6%
패키지	7.2%	13.2%	-4.6%	-1.8%	-6.5%	-3.1%	18.6%	7.3%	3.4%	3.2%	14.6%

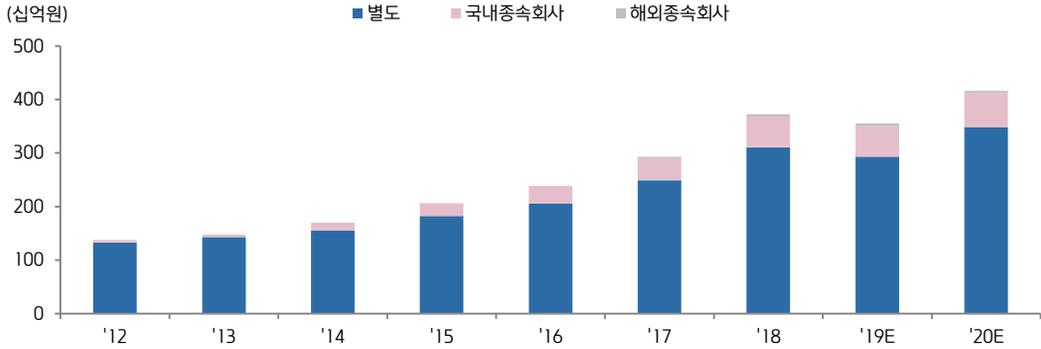
자료: 모두투어, 키움증권

## 순출국자 및 하나투어, 모두투어 송출객 추이

(천명)	출국자	YoY	하나투어					모두투어				
			전체	YoY	패키지	YoY	항공권	전체	YoY	패키지	YoY	항공권
2014	14,726	8.9%	2,974	13.1%	1,902	4.6%	12.9%	1,071	32.3%	1,431	7.6%	981
2015	17,886	21.5%	3,730	25.5%	2,302	21.0%	12.9%	1,429	33.4%	1,935	35.2%	1,231
2016	20,844	16.5%	4,930	32.2%	3,042	32.2%	14.6%	1,888	32.1%	2,299	18.9%	1,346
2017	24,837	19.2%	5,634	14.3%	3,658	20.2%	14.7%	1,977	4.7%	2,733	18.8%	1,504
2018	26,928	8.4%	5,853	3.9%	3,708	1.4%	13.8%	2,145	8.5%	2,761	1.0%	1,555
1Q17	6,114	18.1%	1,424	18.9%	939	21.3%	15.4%	485	14.5%	709	22.6%	420
2Q17	5,713	21.7%	1,257	14.0%	830	19.2%	14.5%	427	5.1%	630	21.5%	333
3Q17	6,572	16.1%	1,466	9.1%	925	14.9%	14.1%	540	0.4%	695	13.5%	352
4Q17	6,438	21.2%	1,487	15.7%	963	25.8%	15.0%	524	0.8%	698	18.4%	399
1Q18	6,997	14.4%	1,661	16.6%	1,100	17.1%	15.7%	561	15.7%	764	7.7%	450
2Q18	6,453	13.0%	1,383	10.0%	890	7.3%	13.8%	493	15.3%	650	3.2%	377
3Q18	6,791	3.3%	1,373	-6.3%	821	-11.2%	12.1%	552	2.2%	654	-6.0%	336
4Q18	6,688	3.9%	1,435	-3.4%	897	-6.9%	13.4%	539	2.9%	693	-0.7%	392
1Q19			1,535	-7.6%	964	-12.3%	13.0%	570	1.6%	730	-4.4%	420
18.01	2,715	23.3%	634	18.0%	415	21.3%	15.3%	219	12.4%	297	20.9%	169
18.02	2,173	3.2%	553	13.6%	370	13.1%	17.0%	182	14.6%	234	-6.2%	135
18.03	2,110	16.8%	475	18.5%	314	16.8%	14.9%	160	21.9%	233	8.8%	145
18.04	2,088	11.4%	470	15.1%	313	14.0%	15.0%	157	17.3%	218	2.8%	131
18.05	2,184	16.8%	455	11.8%	290	6.4%	13.3%	165	22.7%	214	6.6%	124
18.06	2,181	10.8%	458	3.7%	287	1.5%	13.2%	171	7.5%	218	0.4%	121
18.07	2,344	4.5%	470	-8.2%	282	-13.9%	12.0%	187	2.1%	217	-10.0%	111
18.08	2,364	6.0%	490	-1.4%	297	-6.1%	12.6%	193	6.7%	223	-4.8%	117
18.09	2,082	-0.8%	413	-9.6%	242	-14.0%	11.6%	171	-2.5%	214	-2.8%	109
18.10	2,196	5.1%	458	1.0%	292	2.7%	13.3%	166	-1.9%	227	4.7%	134
18.11	2,149	2.8%	463	-5.7%	296	-9.3%	13.8%	167	1.4%	228	-1.5%	136
18.12	2,342	3.7%	514	-5.0%	308	-12.4%	13.2%	206	8.5%	238	-4.7%	123
19.01	2,754	1.4%	602	-5.1%	372	-10.4%	13.5%	229	4.8%	258	-12.9%	143
19.02	2,474	13.9%	511	-7.5%	322	-13.0%	12.3%	189	3.5%	242	3.4%	141
19.03	2,181	3.4%	422	-11.1%	270	-14.3%	12.8%	153	-4.8%	230	-1.4%	137
19.04			422	-10.3%	268	-14.6%	14.1%	154	-1.6%	222	2.1%	126

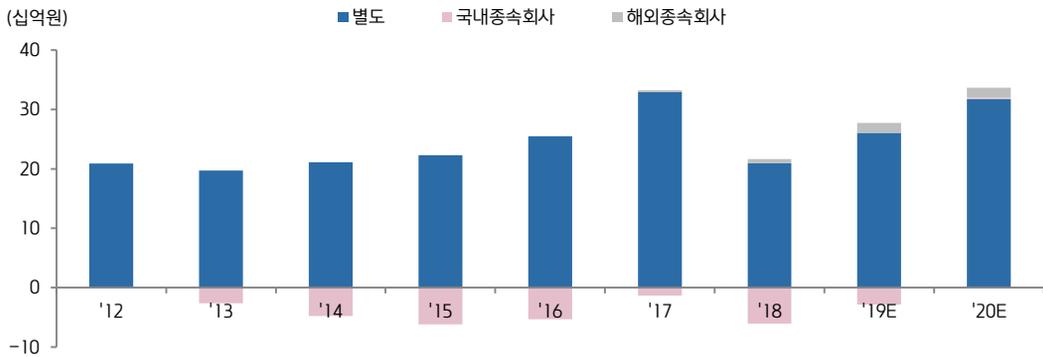
자료: 한국관광공사, 하나투어, 모두투어, 키움증권

### 모두투어 부문별 매출액 (연결기준)



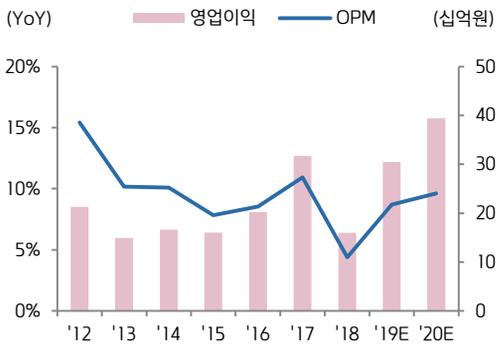
자료: 모두투어, 키움증권

### 모두투어 부문별 영업이익 (연결기준)



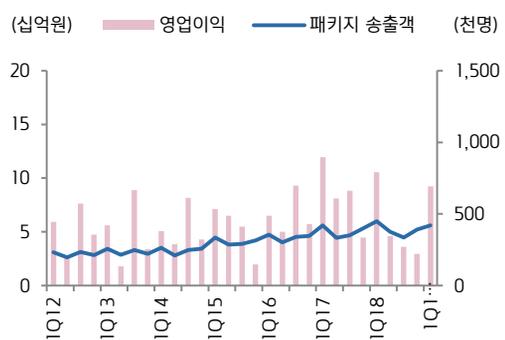
자료: 모두투어, 키움증권

### 모두투어 영업이익 및 OPM (연결기준)



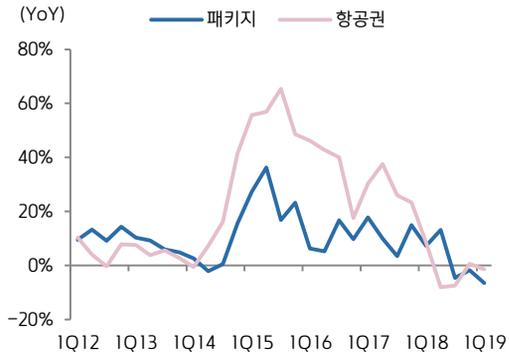
자료: 모두투어, 키움증권

### 모두투어 영업이익 및 패키지 송출객 (별도기준)



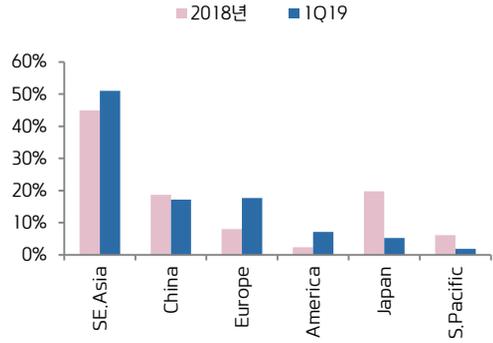
자료: 모두투어, 키움증권

### 모두투어 패키지 및 항공권 승출객 성장률



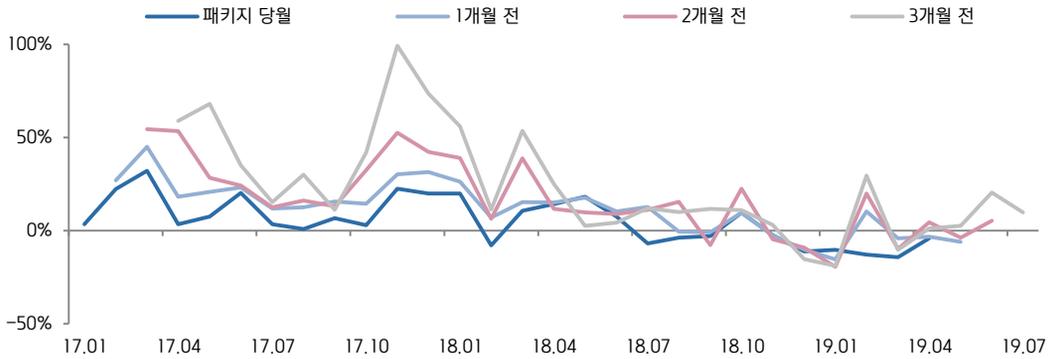
자료: 모두투어, 키움증권

### 모두투어 지역별 고객 비중 및 (1Q19)



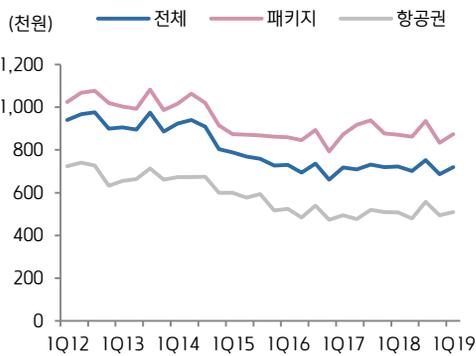
자료: 모두투어, 키움증권

### 모두투어 패키지 예약률



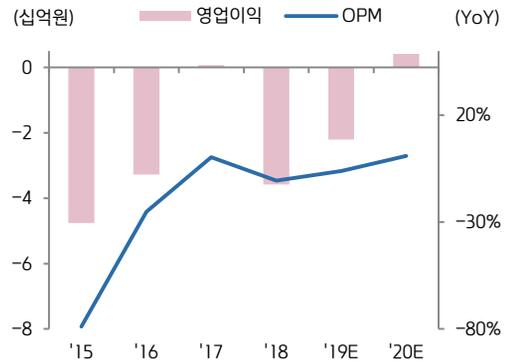
자료: 모두투어, 키움증권

### 패키지 평균판매단가 추이



자료: 모두투어, 키움증권

### 자유투어 실적 추정



자료: 모두투어, 키움증권

### 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	372.1	365.0	350.1	410.3	416.2
매출원가	94.5	87.0	68.7	102.8	108.5
매출총이익	277.6	278.0	281.4	307.5	307.7
판매비	243.7	261.4	250.9	268.2	263.2
<b>영업이익</b>	33.9	16.6	30.5	39.3	44.5
<b>EBITDA</b>	37.0	20.6	34.3	43.6	48.9
<b>영업외손익</b>	0.8	-0.9	-2.1	-2.0	-1.6
이자수익	1.5	2.4	2.3	2.3	2.7
이자비용	0.4	1.4	1.4	1.4	1.4
외환관련이익	0.7	2.2	1.1	1.1	1.1
외환관련손실	3.2	1.0	1.0	1.0	1.0
중속 및 관계기업손익	3.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	-0.8	-3.2	-3.2	-3.1	-3.1
<b>법인세차감전이익</b>	34.7	15.8	28.5	37.3	42.8
법인세비용	8.9	5.6	6.9	9.0	10.4
계속사업손익	25.8	10.2	21.6	28.3	32.5
당기순이익	24.9	12.2	21.6	28.3	32.5
<b>지배주주순이익</b>	24.9	12.6	22.2	28.9	33.3
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	56.9	-1.9	-4.1	17.2	1.4
영업이익 증감율	68.4	-51.0	83.7	28.9	13.2
EBITDA 증감율	61.3	-44.3	66.5	27.1	12.2
지배주주순이익 증감율	48.5	-49.4	76.2	30.2	15.2
EPS 증감율	48.4	-49.5	76.8	30.0	15.4
매출총이익율(%)	74.6	76.2	80.4	74.9	73.9
영업이익율(%)	9.1	4.5	8.7	9.6	10.7
EBITDA Margin(%)	9.9	5.6	9.8	10.6	11.7
지배주주순이익율(%)	6.7	3.5	6.3	7.0	8.0

### 재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	221.1	200.6	208.5	219.9	239.1
현금 및 현금성자산	53.1	57.2	47.6	47.6	68.1
단기금융자산	91.4	99.0	102.0	105.1	108.2
매출채권 및 기타채권	46.9	29.3	43.2	45.1	43.5
재고자산	25.0	10.9	11.4	17.7	14.6
기타유동자산	96.1	103.2	106.3	109.5	112.9
<b>비유동자산</b>	129.5	134.0	127.8	127.8	126.7
투자자산	16.5	21.5	13.1	12.4	11.6
유형자산	100.2	100.6	102.1	102.5	101.9
무형자산	2.6	1.1	1.7	2.1	2.3
기타비유동자산	10.2	10.8	10.9	10.8	10.9
<b>자산총계</b>	350.6	334.6	336.2	347.7	365.7
<b>유동부채</b>	152.7	146.6	133.0	122.5	114.5
매입채무 및 기타채무	77.2	59.6	46.0	35.5	27.4
단기금융부채	15.3	23.3	23.3	23.3	23.3
기타유동부채	60.2	63.7	63.7	63.7	63.8
<b>비유동부채</b>	33.4	26.8	26.8	26.8	26.8
장기금융부채	32.2	26.2	26.2	26.2	26.2
기타비유동부채	1.2	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>부채총계</b>	186.2	173.4	159.8	149.3	141.2
<b>자본지분</b>	136.2	133.3	149.2	171.7	198.7
자본금	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
기타자본	-18.7	-25.4	-25.4	-25.4	-25.4
기타포괄손익누계액	0.0	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
이익잉여금	116.3	120.3	136.3	158.9	186.0
비지배자본	28.2	27.8	27.2	26.7	25.8
<b>자본총계</b>	164.4	161.2	176.4	198.4	224.5

### 현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	38.2	34.4	0.7	17.0	36.6
당기순이익	24.9	12.2	21.6	28.3	32.5
비현금항목의 가감	11.1	11.8	13.0	15.5	16.7
유형자산감가상각비	2.5	3.5	3.5	3.6	3.6
무형자산감가상각비	0.6	0.5	0.3	0.6	0.8
지분법평가손익	-3.0	-3.5	0.0	0.0	0.0
기타	11.0	11.3	9.2	11.3	12.3
영업활동자산부채증감	11.4	18.2	-28.0	-18.9	-3.6
매출채권및기타채권의감소	-11.1	19.0	-13.9	-1.9	1.6
재고자산의감소	-16.1	14.1	-0.5	-6.3	3.1
매입채무및기타채무의증가	15.4	-16.3	-13.6	-10.5	-8.1
기타	23.2	1.4	0.0	-0.2	-0.2
기타현금흐름	-9.2	-7.8	-5.9	-7.9	-9.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	-53.8	-18.2	-3.2	-9.9	-9.0
유형자산의 취득	-3.6	-2.9	-5.0	-4.0	-3.0
유형자산의 처분	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.1	-0.2	-1.0	-1.0	-1.0
투자자산의감소(증가)	5.2	-5.0	8.4	0.7	0.7
단기금융자산의감소(증가)	-49.4	-7.6	-3.0	-3.1	-3.2
기타	-6.0	-2.5	-2.6	-2.5	-2.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	11.3	-12.8	-6.2	-6.2	-6.2
차입금의 증가(감소)	1.7	2.5	0.0	0.0	0.0
자본금자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	16.5	-6.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.9	-8.5	-6.3	-6.2	-6.2
기타	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	-0.9	0.7	-1.0	-0.9	-0.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-5.2	4.0	-9.6	0.0	20.5
기초현금 및 현금성자산	58.3	53.1	57.2	47.5	47.6
기말현금 및 현금성자산	53.1	57.2	47.5	47.6	68.1

### 투자지표

(단위 :원, %, 배)

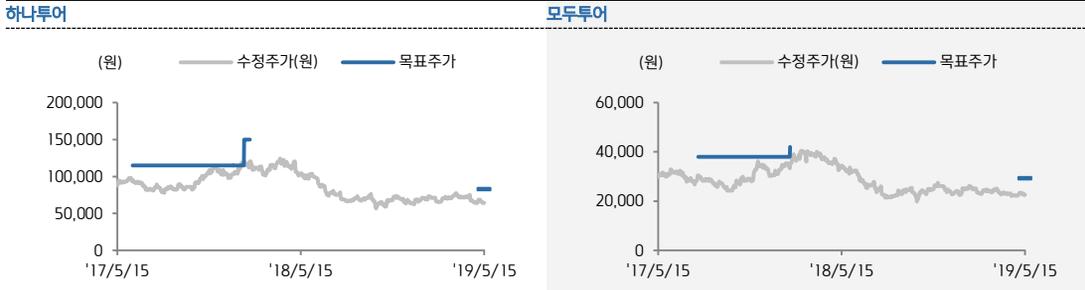
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,316	664	1,175	1,527	1,762
BPS	7,208	7,056	7,895	9,086	10,513
CFPS	1,906	1,270	1,830	2,318	2,599
DPS	450	350	350	350	350
<b>주가배수(배)</b>					
PER	23.2	36.3	19.1	14.7	12.7
PER(최고)	28.5	64.7	22.5		
PER(최저)	14.0	29.8	18.5		
PBR	4.23	3.42	2.84	2.47	2.13
PBR(최고)	5.20	6.09	3.34		
PBR(최저)	2.55	2.81	2.75		
PSR	1.55	1.25	1.21	1.03	1.02
PCFR	16.0	19.0	12.2	9.7	8.6
EV/EBITDA	13.7	18.3	10.2	8.0	6.6
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	32.9	51.5	28.8	22.0	19.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
ROA	8.9	3.6	6.4	8.3	9.1
ROE	20.8	9.3	15.7	18.0	18.0
ROIC	168.0	21.9	51.7	42.8	41.6
매출채권회전율	8.7	9.6	9.7	9.3	9.4
재고자산회전율	29.7	20.4	31.4	28.2	25.7
부채비율	113.2	107.6	90.6	75.3	62.9
순차입금비율	-59.1	-66.3	-56.8	-52.0	-56.5
이자보상배율(현금)	82.0	11.9	21.9	28.2	31.9
<b>총차입금</b>	47.4	49.4	49.4	49.4	49.4
<b>순차입금</b>	-97.1	-106.8	-100.2	-103.2	-126.9
NONPLAT	37.0	20.6	34.3	43.6	48.9
FCF	38.7	27.8	-7.0	10.2	30.5

### 투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표 주가	과리율(%)			종목명	일자	투자 의견	목표 주가	과리율(%)			
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비					가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비	
하나투어 (039130)	2017-06-14	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-24.07	-17.22	모두투어 (080160)	2017-08-02	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-28.23	-19.74	
	2017-08-02	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-25.58	-17.22		2017-11-02	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-21.79	-4.74	
	2017-09-19	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-24.74	-12.61		2018-02-02	BUY(Maintain)	42,000원	6개월	-19.49	-3.69	
	2017-11-02	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-20.80	-2.17		담당자 변경	2019-05-15	BUY(Re-Initiate)	29,300원	6개월		
	2018-01-22	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-22.21	-19.67								
2018-02-02	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-30.16	-17.00									
담당자 변경	2019-05-15	BUY(Re-Initiate)	83,000원	6개월										

\* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

### 목표주가 추이 (2개년)



### 투자 의견 및 적용 기준

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

### 투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%