



여행

고민해봐야 할 것 세가지

▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619

성수기 수요 부진 vs. 가격 개선

전일 최대성수기인 추석을 포함한 여행주의 9월 송객 실적이 발표됐다. 전년대비 PKG 수요 증감률은 하나투어 -27%, 모두투어 -9% 감소했다. 여전히 급감하고 있는 일본 수요(하나투어, 모두투어 일본 인원 각각 -76%, -90%)가 문제다. 그나마 FIT의 경우 각각 -12%, +25% 변동하며 전체 송객실적은 하나투어 -21%, 모두투어 +8% 변동했다.

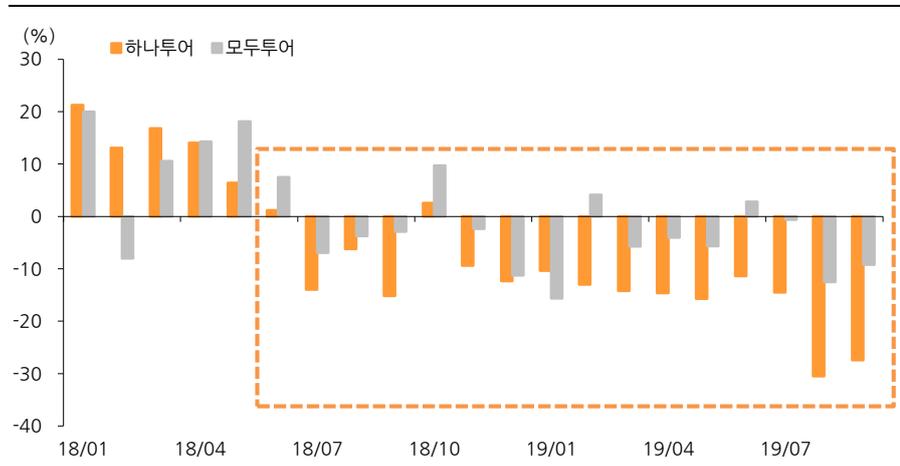
이로써 성수기 효과가 무력할 정도로 3Q19 판매는 매우 부진했다. 하나투어, 모두투어의 송객실적(Q)은 3Q19 -24%, -8% 변동했다. 그나마 1) FIT는 선방했고, 2) 매출의 핵심 구성요소인 ASP(여행상품가격)는 각각 +13%, -8% 변동했으며, 3) 9월 하나투어의 일본 수익 / 인원 비중은 1.5% / 9%, 모두투어의 일본 인원 비중은 2%까지 축소된 점을 감안할 때 수요 역성장률은 현재가 저점이라 판단한다.

고민해봐야 할 것 세가지

10/1 기준 10월, 11월, 12월 예약증감률은 하나투어 -28%, -22%, -7%, 모두투어 -13%, -16%, -3%를 기록했다. 전반적인 수요 침체로 3Q19 연결 실적은 BEP~소폭 적자, 4Q19는 탑라인 규모가 작은 비수기로 적자가 확실시된 상황이다.

그러나 1) PKG 수요 감소율이 더 이상 훼손되지 않고, 2) 그래도 고민해봐야 할 것은 2011년 일본 대지진 당시까지 빠진 이들의 시가총액과 밸류에이션인데 가장 보수적인 가정을 고려한 하나투어의 시가총액 하단선(4,000억 원, p. 6 참고)이 존재 하며, 3) 업황 회복의 턴은 다음 성수기인 1Q20부터 기대된다는 점(9/24 <엔터/레저(Positive)-달궂진 분위기 p. 16-23 참조)은 꼭 고려해봐야 할 영역이다. 현재는 일본을 중심으로 한 수요 침체로 모든 여행사들이 숨죽이고 바라만보고 있는 상황 이라면 그들이 적극적으로 마케팅을 재개하는 시점으로 다음성수기인 설, 겨울 시즌을 기대한다. 일본 온천, 동남아 수요 등 수요가 분산될 수 있고, 언어 장벽과 스마트폰 제한 등으로 PKG 수요가 많은 중국 노선 활성화까지 맞물린다면 훨씬 더 좋아질 수 있기 때문이다. 1Q20은 분위기 반전, 2Q20부터 지난 2년간 축적해 온 기저효과를 누릴 시기겠다.

[그림1] 하나투어와 모두투어의 전년대비 PKG 증감률 추이



자료: 하나투어, 모두투어, 한화투자증권

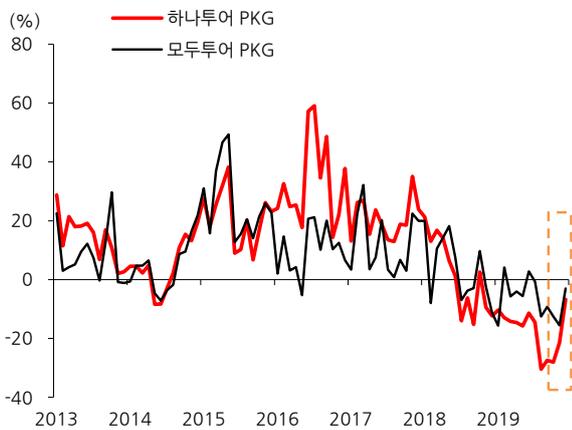
[표1] 여행사 송출객 추이

(단위: 천 명, %)

DATE	순출국자	하나투어			모두투어			전년 동기 대비 증감률				
		전체	PKG	FIT	전체	PKG	FIT	순출국자	하나-전체	모두-전체	하나-PKG	모두-PKG
2013	13,525	2,629	1,819	810	1,329	9,417	3,877	8.4	15.6	7.3	14.0	8.3
2014	14,726	2,974	1,902	1,071	1,431	9,802	451	8.9	13.1	7.6	4.6	4.1
2015	17,886	3,735	2,301	1,433	1,935	1,231	704	21.5	25.6	35.2	21.0	25.5
2016	20,844	4,930	3,042	1,888	2,299	1,346	953	16.5	32.0	18.9	32.2	9.4
2017	24,837	5,623	3,662	1,961	2,733	1,504	1,229	19.2	14.0	18.8	20.4	11.7
2018	26,928	5,878	3,702	2,176	2,761	1,555	1,206	8.4	4.5	1.0	1.1	3.4
1Q18	6,997	1,661	1,100	561	764	450	314	14.4	16.6	7.7	17.1	7.2
2Q18	6,453	1,385	889	496	650	377	274	13.0	10.2	3.2	7.2	13.2
3Q18	6,791	1,390	817	573	654	336	318	3.3	-5.8	-6.0	-11.3	-4.6
4Q18	6,688	1,442	896	546	693	392	300	3.9	-3.0	-0.7	-7.0	-1.8
1Q19	7,409	1,545	964	581	730	420	310	5.9	-7.0	-4.4	-12.4	-6.5
2Q19	6,687	1,298	765	533	692	368	325	3.6	-6.3	6.4	-14.0	-2.4
3Q19	6,197	1,197	620	576	732	311	422	-13.9	12.0	-24.1	-7.5	
18/01	2,715	634	417	217	297	169	127	23.3	18.0	20.9	21.8	20.0
18/02	2,173	550	372	178	234	135	98	3.2	13.1	-6.2	13.8	-8.0
18/03	2,110	473	316	157	233	145	88	16.8	18.0	8.8	17.4	10.5
18/04	2,088	467	314	153	218	131	87	11.3	14.3	2.8	14.5	14.3
18/05	2,184	453	291	162	214	124	90	16.4	11.3	6.6	6.6	18.1
18/06	2,181	458	287	171	218	121	97	10.8	3.7	0.4	1.5	7.5
18/07	2,344	474	282	192	217	111	106	4.5	-7.4	-10.0	-14.0	-6.9
18/08	2,364	494	296	197	223	117	107	6.0	-0.7	-4.8	-6.2	-3.8
18/09	2,082	422	239	184	214	109	105	-0.8	-7.6	-2.8	-15.2	-2.9
18/10	2,196	462	291	171	227	134	93	5.1	1.8	4.7	2.6	9.7
18/11	2,149	463	296	167	228	136	93	2.8	-5.7	-1.5	-9.3	-2.4
18/12	2,342	514	308	206	238	123	115	3.7	-5.0	-4.7	-12.4	-11.3
19/01	2,754	602	372	229	258	143	116	1.4	-5.1	-12.9	-10.4	-15.7
19/02	2,474	514	322	192	242	141	101	13.9	-6.9	3.4	-13.0	4.1
19/03	2,181	427	270	157	230	137	93	3.4	-10.1	-1.4	-14.2	-5.7
19/04	2,097	426	267	158	222	126	97	0.4	-9.5	2.1	-14.6	-4.1
19/05	2,245	421	244	177	222	117	105	2.8	-7.3	3.7	-15.7	-5.7
19/06	2,345	451	253	198	248	125	123	7.5	-2.0	13.5	-11.4	2.8
19/07	2,487	461	241	220	257	110	147	6.1	-2.7	18.4	-14.5	-0.6
19/08	2,271	401	206	195	246	102	144	-4.0	-18.8	10.1	-30.5	-12.5
19/09	2,197	335	173	162	230	99	131	-20.7	7.6	-27.4	-9.2	

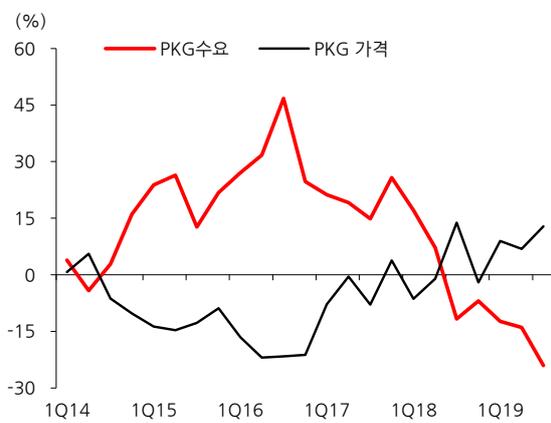
자료: 관광지식정보시스템, 각 회사, 한화투자증권

[그림2] 여행사 PKG 증감률 및 향후 3개월 예약 증감률 추이



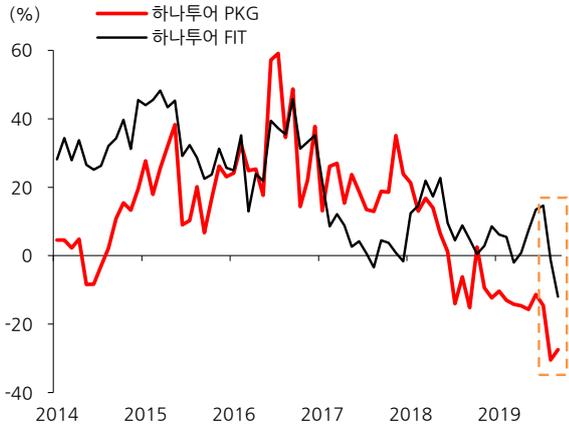
자료: 하나투어, 모두투어, 한화투자증권

[그림3] 하나투어 분기별 PKG Q, P 증감률 추이



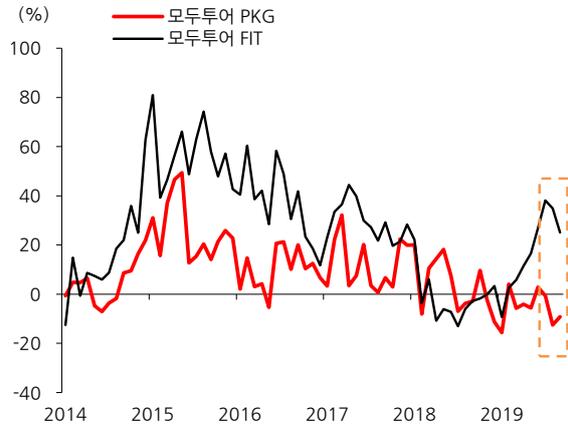
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림4] 하나투어 PKG, FIT 증감률 추이



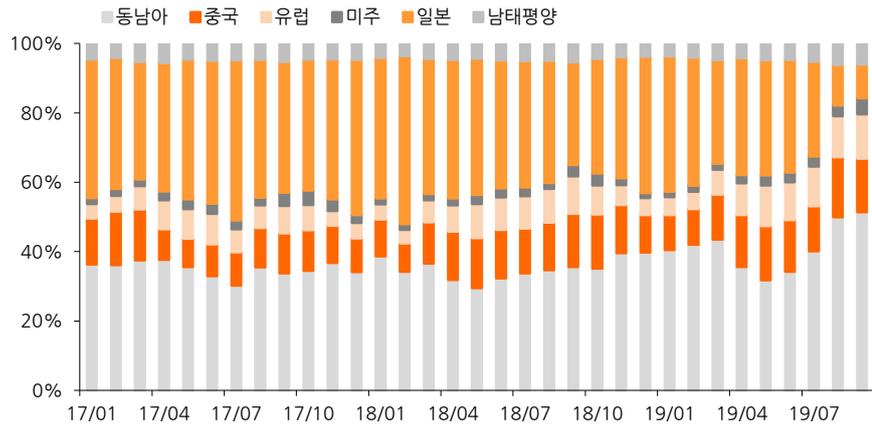
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림5] 모두투어 PKG, FIT 증감률 추이



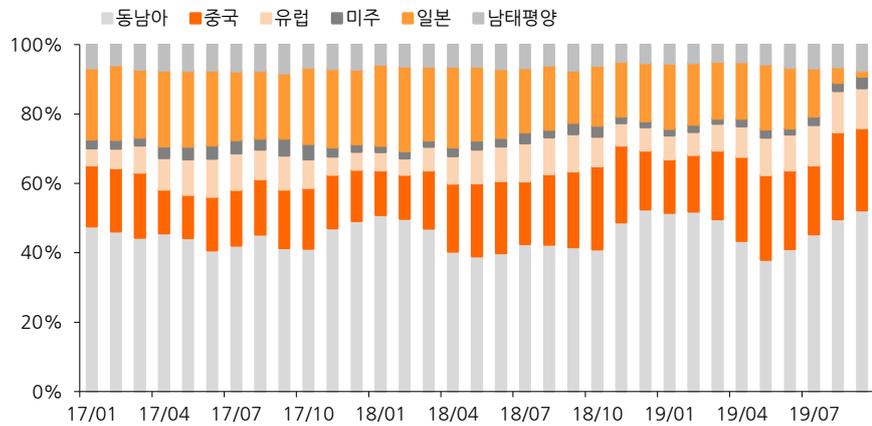
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림6] 하나투어 지역별 인원 비중:9월 기준 일본 비중 9%



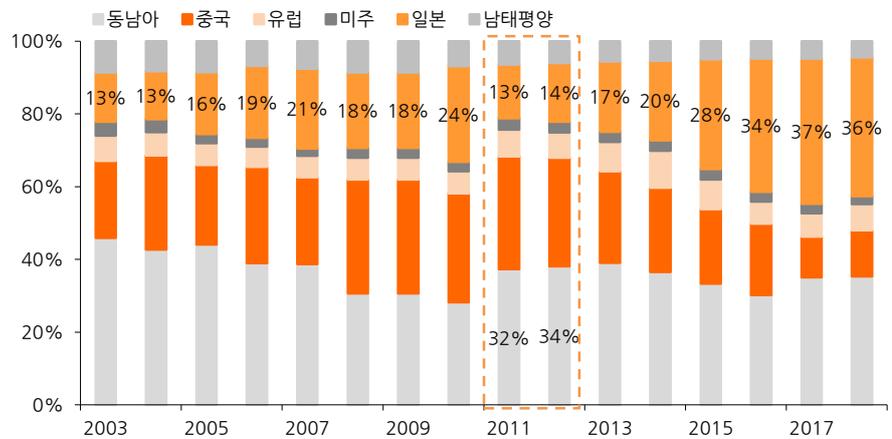
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림7] 모두투어 지역별 인원 비중:9월 기준 일본 비중 2%



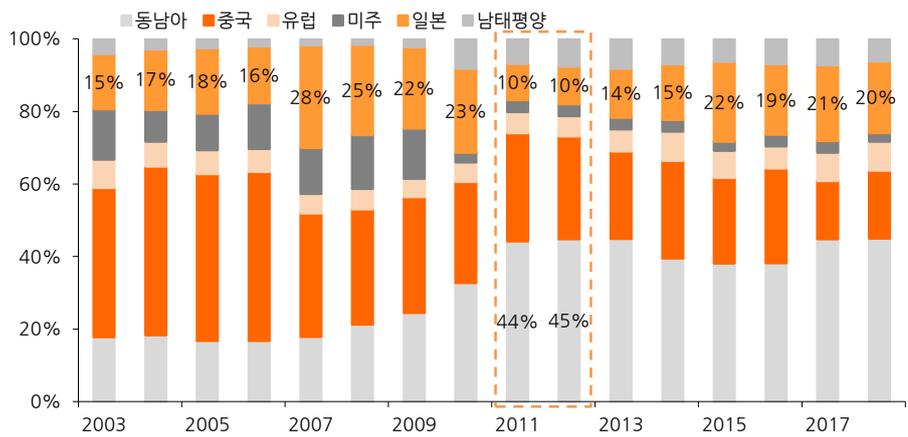
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림8] 하나투어 연간 지역별 인원 비중: 2011년 일본 비중 13%



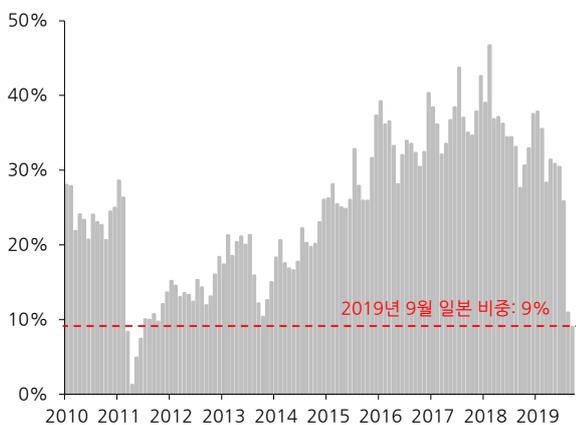
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림9] 모두투어 연간 지역별 인원 비중: 2011년 일본 비중 10%



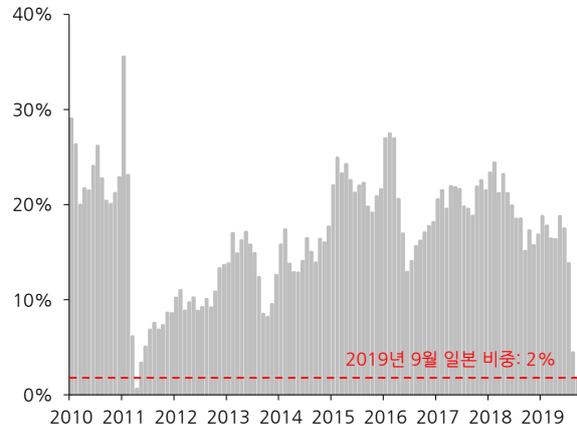
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림10] 하나투어 송객 일본 비중 추이



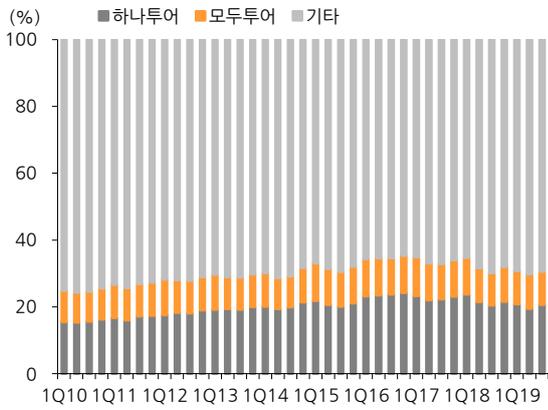
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림11] 모두투어 송객 일본 비중 추이



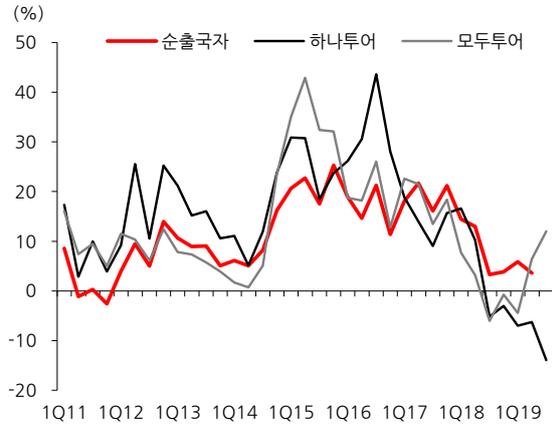
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림12] 분기별 여행사 시장 점유율 추이



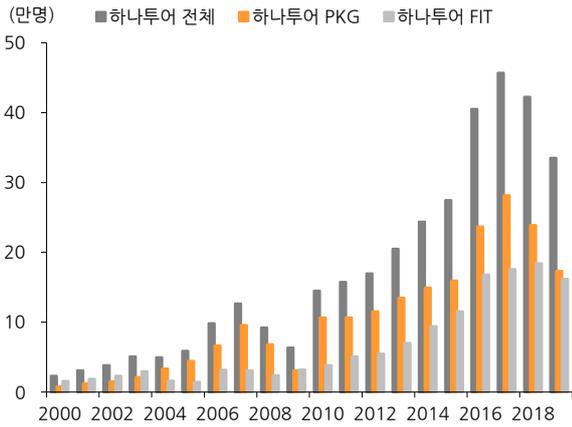
자료: 관광정보시스템, 각사, 한화투자증권

[그림13] 순출국자와 하나투어/모두투어 송출객 증감률 추이



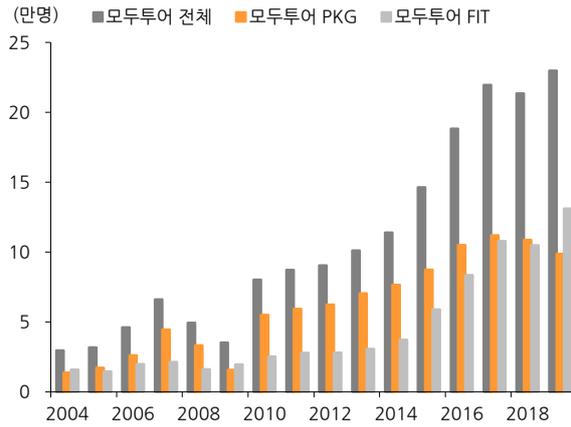
주: 전년동기대비(YoY) 기준 / 자료: 관광정보시스템, 각사, 한화투자증권

[그림14] 하나투어 9월 송출객수 추이



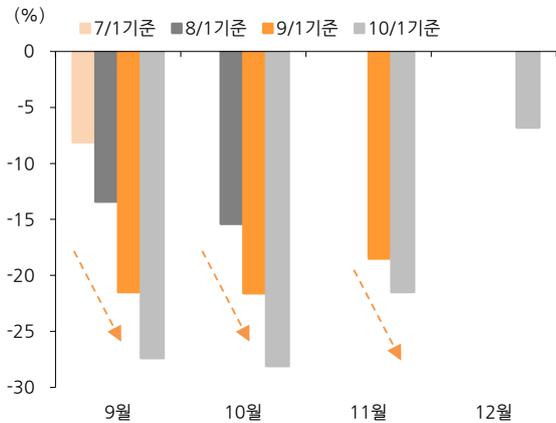
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림15] 모두투어 9월 송출객수 추이



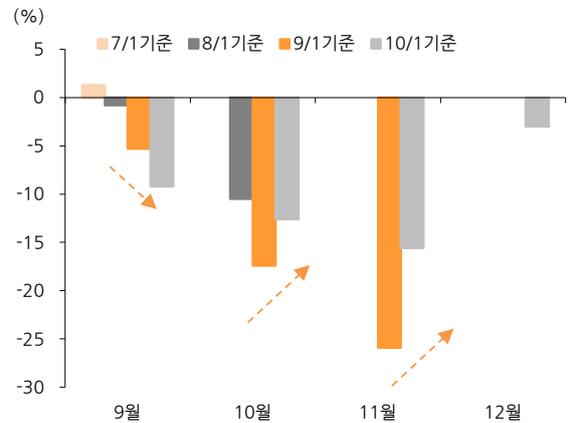
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림16] 하나투어 선행지표 추이



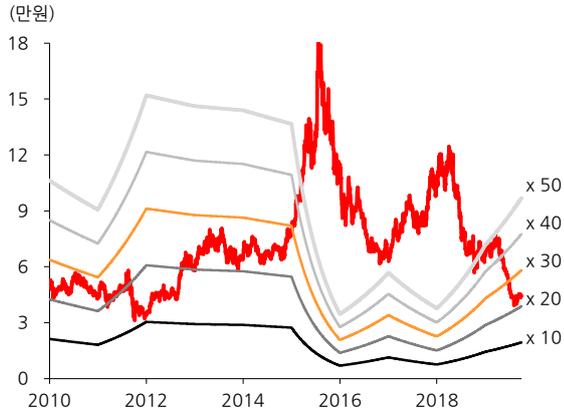
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림17] 모두투어 선행지표 추이



자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림18] 하나투어 PER 밴드 차트



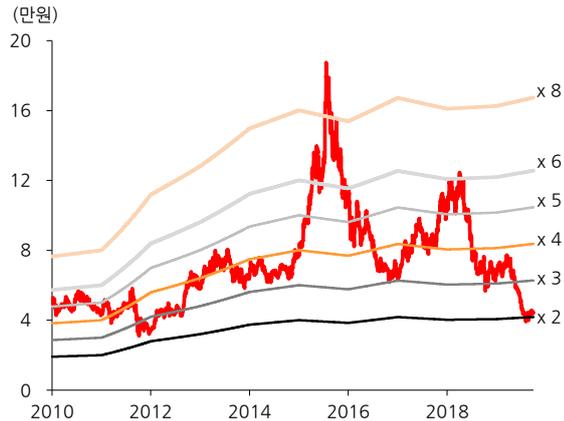
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림19] 모두투어 PER 밴드 차트



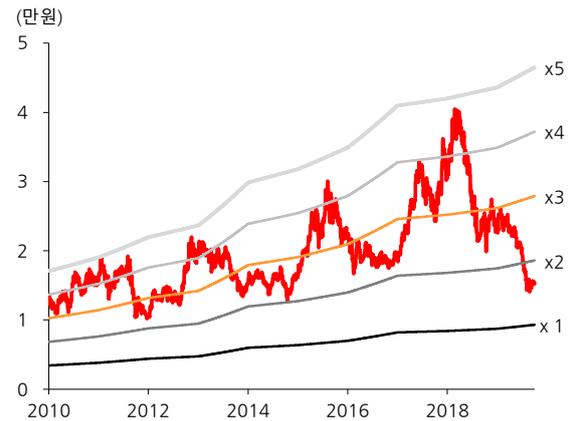
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림20] 하나투어 PBR 밴드 차트



자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림21] 모두투어 PBR 밴드 차트



자료: Dataguide, 한화투자증권

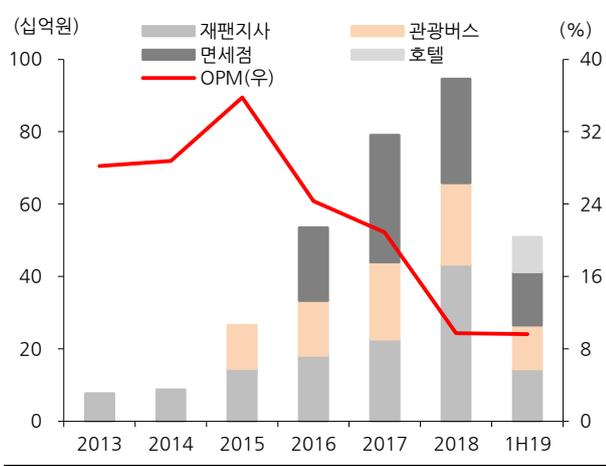
[표2] 하나투어 하단 시가총액과 내년 목표 시가총액

(단위: 억원)

2019E	OP	NP	지분 고려	PER 배수	시가총액	밸류에이션 배수 설명
하나투어 재팬	40	30	15	20	307	기존 한국 여행주의 평균(p. 20) PER 20배 적용
연결 여행	150	113	113	15	1,688	PER 하단인 15배 적용, 일본 PKG의 평균 수준으로 합리적이라 판단
호텔	40	30	30	20	600	글로벌 호텔 평균 밸류에이션 적용
자산가치					1,400	
시가총액 하단					3,994	
2020E	OP	NP	지분 고려	PER 배수	시가총액	밸류에이션 배수 설명
하나투어 재팬	100	75	38	20	766	기존 한국 여행주의 평균(p. 20) PER 20배 적용
연결 여행	420	315	315	15	4,725	PER 하단인 15배 적용, 일본 PKG의 평균 수준으로 합리적이라 판단
호텔	60	45	45	20	900	글로벌 호텔 평균 밸류에이션 적용
자산가치					1,400	
적정 시가총액					7,791	

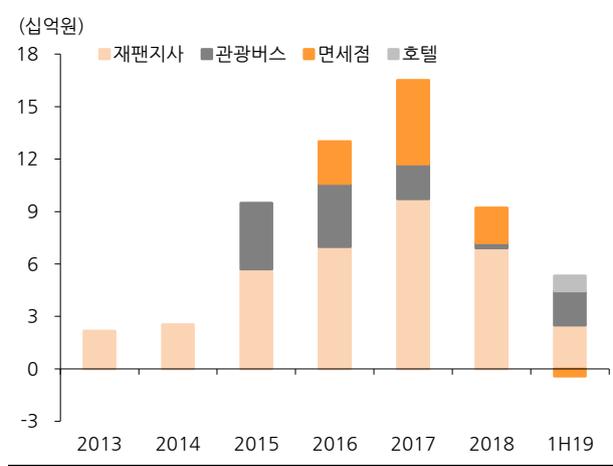
자료: 하나투어, 한화투자증권. 주: 일본 증시에 상장돼있는 하나투어재팬 10월 1일 시가총액은 100억 엔(한화 1,109억 원)

[그림22] 하나투어 일본 매출액 추이



자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림23] 하나투어 일본 영업이익 추이:
1H19 49억, 2H19 소폭 적자, 연간 40억 원 예상



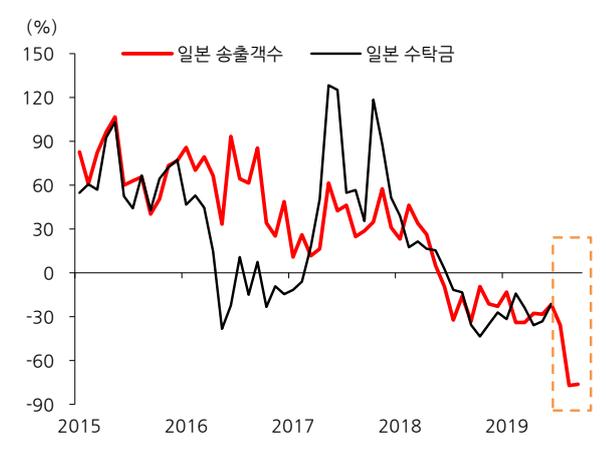
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림24] 하나투어재팬 시가총액: 캡티브 수요 감소로 하락 불가피, 2020년 올림픽 수혜 유호



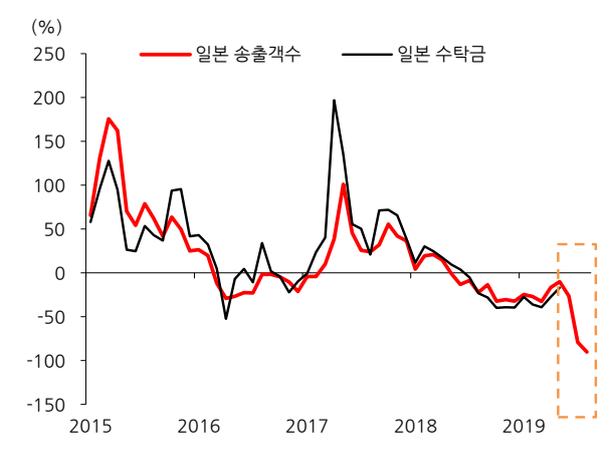
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림25] 하나투어 일본 전년대비 송출객수 및 수탁금 증감률



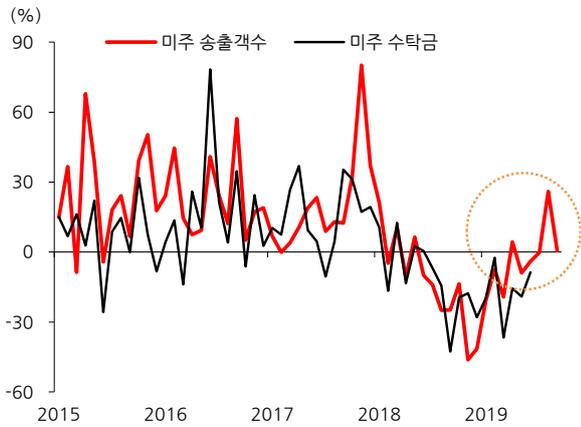
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림26] 모두투어 일본 전년대비 송출객수 및 수탁금 증감률



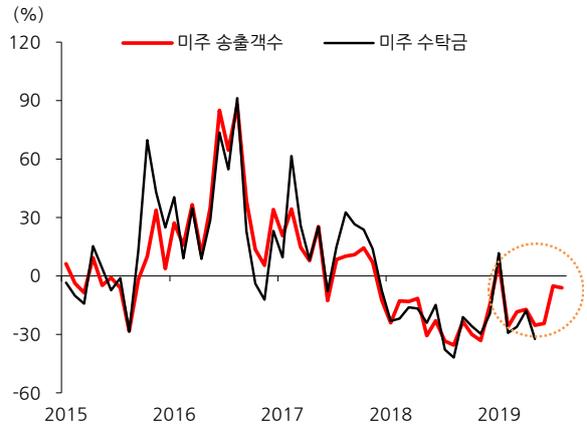
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림27] 하나투어 미주 전년대비 송출객수 및 수탁금 증감률



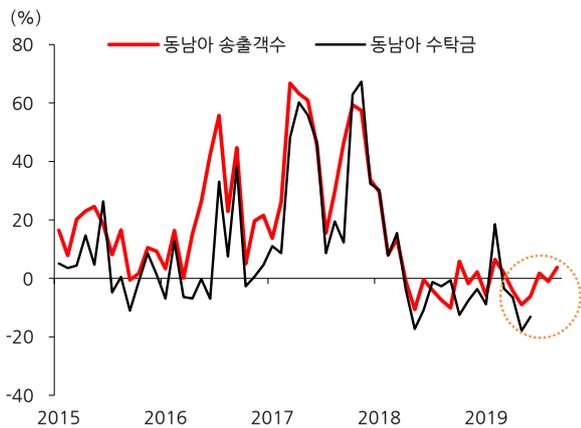
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림28] 모두투어 미주 전년대비 송출객수 및 수탁금 증감률



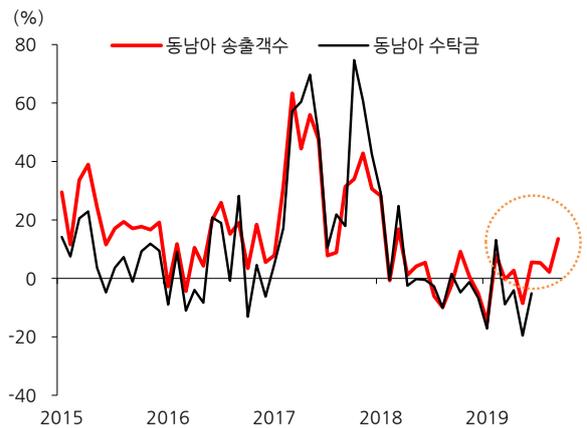
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림29] 하나투어 동남아 전년대비 송출객수 및 수탁금 증감률



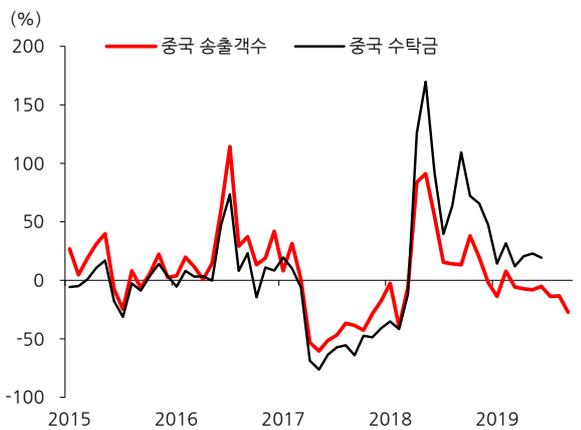
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림30] 모두투어 동남아 전년대비 송출객수 및 수탁금 증감률



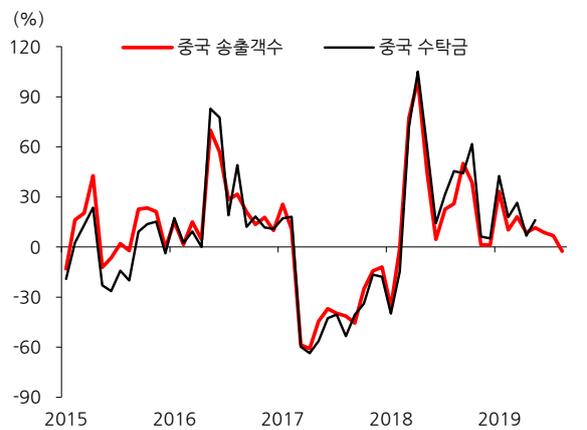
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림31] 하나투어 중국 전년대비 송출객수 및 수탁금 증감률



자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림32] 모두투어 중국 전년대비 송출객수 및 수탁금 증감률



자료: 모두투어, 한화투자증권

[Compliance Notice]

(공표일: 2019년 10월 2일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해)
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소체에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[하나투어 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2017.11.02	2017.11.14	2017.12.04	2018.01.03	2018.02.08	2018.03.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2018.04.04	2018.05.04	2018.06.04	2018.07.03	2018.07.18	2018.07.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	130,000	130,000	130,000	130,000	105,000	105,000
일 시	2018.08.02	2018.08.23	2018.09.04	2018.09.07	2018.09.21	2018.10.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2018.10.15	2018.10.24	2018.10.25	2018.11.02	2018.11.23	2018.11.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2018.12.04	2018.12.24	2019.01.03	2019.01.22	2019.01.24	2019.02.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2019.02.25	2019.03.05	2019.03.06	2019.03.15	2019.03.25	2019.04.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2019.04.15	2019.04.23	2019.04.24	2019.05.03	2019.05.17	2019.05.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2019.06.04	2019.06.25	2019.07.03	2019.07.24	2019.08.02	2019.08.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	59,000	59,000	59,000
일 시	2019.09.03	2019.09.24	2019.10.02			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	59,000	59,000	59,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2017.11.14	Buy	130,000	-18.58	-4.23
2018.07.18	Buy	105,000	-33.93	-23.14
2018.10.25	Buy	85,000	-23.73	-8.94
2019.07.24	Buy	59,000		

[모두투어 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2017.11.02	2017.12.04	2018.01.03	2018.02.08	2018.03.23	2018.04.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	45,000	45,000	45,000
일 시	2018.05.04	2018.06.04	2018.07.03	2018.07.18	2018.07.24	2018.08.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	45,000	45,000	45,000	36,000	36,000	36,000
일 시	2018.08.23	2018.09.04	2018.09.07	2018.09.21	2018.10.02	2018.10.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000
일 시	2018.10.24	2018.10.25	2018.11.02	2018.11.23	2018.12.04	2018.12.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	36,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2019.01.03	2019.01.23	2019.01.24	2019.02.07	2019.02.25	2019.03.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2019.03.06	2019.03.15	2019.03.25	2019.04.02	2019.04.23	2019.04.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2019.05.03	2019.05.23	2019.06.04	2019.06.25	2019.07.03	2019.07.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	23,000
일 시	2019.08.02	2019.08.23	2019.09.03	2019.09.24	2019.10.02	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	23,000	23,000	23,000	23,000	23,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2017.06.30	Buy	35,000	-14.01	10.57
2018.02.08	Buy	45,000	-23.54	-10.11
2018.07.18	Buy	36,000	-35.24	-22.50
2018.10.25	Buy	30,000	-23.38	-8.50
2019.07.24	Buy	23,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2019년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	88.4%	11.6%	0.0%	100.0%