

## 여행업

### 비중확대

종목	투자의견	목표주가
하나투어	매수	220,000원
인터파크	매수	29,000원
모두투어	매수	50,000원

### 3분기 찬바람 vs. 4분기 실적 훈풍

#### 3분기, 여행업에 불어닥친 한파

여행업 실적에 영향을 미치는 리스크는 질병, 자연재해, 테러 등이다. 5월말 발발한 메르스(중동호흡기증후군) 여파가 예약 리드타임 등을 감안시 3분기 여행 수요 및 심리에 직접적인 영향을 미쳤다. 또한 3분기는 여행업의 전통적인 성수기로 그 영향이 더 컸던 것으로 추정된다. 송출객수 성장 자체는 지속했으나 ASP(평균판매가격)가 낮은 지역 상품이 많이 팔려 지역 믹스가 예상보다 우호적이진 않았고 심리 위축에 대응하기 위해 일부 할인 판매도 병행한 것으로 추정돼 외형 성장은 제한적이었을 전망이다. 하나투어와 모두투어의 경우 수익 확대는 제한적이었던 반면 업체별 인건비 등 비용 부담이 늘고 일부 자회사의 적자 폭이 커져 수익성 악화가 예상된다.

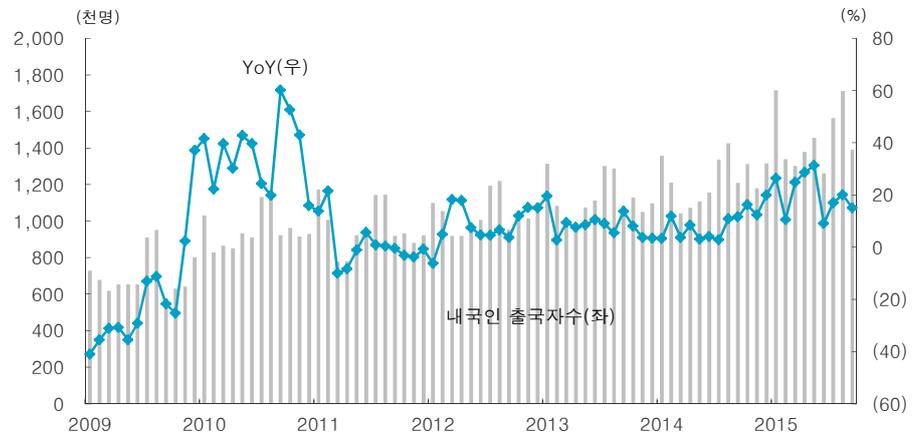
#### 업체별 3분기 실적: 아쉬운 3분기 실적

하나투어(039130, 매수/TP 220,000원)는 일본행 모객 수요 증가로 하나투어 재팬, 유아 이버스 등 일본 자회사의 성과 확대는 지속된 반면 인바운드 관련 사업을 영위하는 자회사 마크호텔, 하나투어ITC 등의 성과는 부진했을 것이다. 영업 개시가 가까워진 자회사 SM면세점도 임대료, 인건비 증가 등으로 전분기 대비 적자폭이 커져 8억원의 영업손실을 기록했을 전망이다. 3분기 매출액과 영업이익은 각각 1,127억원(+7.6% YoY), 영업이익 114억원(-16% YoY)으로 예상된다. 모두투어(080160, 매수/TP 50,000원)는 3분기 본 사업의 수익성 악화뿐 아니라 자회사 모두스테이, 서울호텔학교, 자유투어 등이 적자폭이 전분기대비 확대된 것으로 예상돼 연결영업이익이 별도 실적을 하회할 전망이다. 3분기 매출액과 영업이익은 493억원(+4.9% YoY), 50억원(-28.3% YoY)으로 예상된다. 인터파크(108790, 매수/TP 29,000원)의 투어부문은 거래액은 23% 늘어 외형 및 이익 개선세를 기록할 것으로 예상되나 ENT 사업부의 실적이 다소 아쉬울 전망이다. 3분기 매출액과 영업이익은 전년동기 대비 각각 2.7%, 34.3% 늘어날 전망으로 여행 3사중 유일하게 이익 성장세를 시현할 것으로 예상된다.

#### 이미 지나간 분기보다는 다가오는 긍정적 성과에 주목할 시점

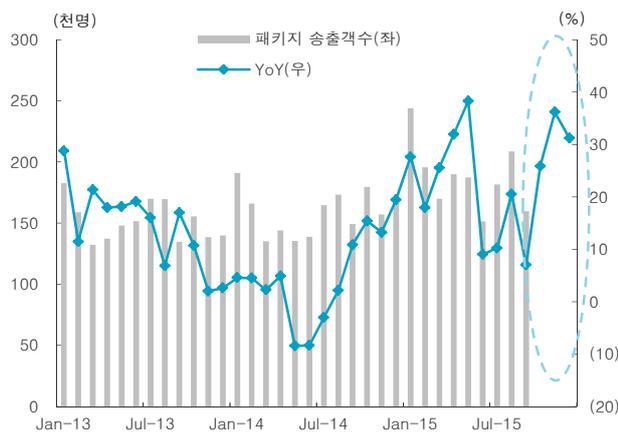
메르스로 인한 실적 부진은 구조적이기 보다는 불가항력적인 측면이 컸다. 전통적 성수기인 3분기 실적 부진은 아쉽지만 이미 지나간 분기고, 현 주가에 단기 실적 부진은 이미 반영되어 있다고 판단된다. 다가오는 4분기 이후의 긍정적 성과에 주목해야할 시점이다. 여행업체의 4분기 예약률이 견조한 상황에 비추어볼 때 외형 확대와 수익성 개선이 동시에 이루어질 것으로 보인다. 4분기 예약률이 하나투어(10월: +25.9%, 11월: +36.2%, 12월: +31.2%), 모두투어(10월: +20.1%, 11월: +33.5%, 12월: +70.7%) 양사 모두 양호한 상황이다. 선예약이 많으면 보다 원활하게 확보한 항공좌석을 핸들링 가능하고 다양한 상품을 구성할 수 있어 실적 개선에 긍정적이다. 여행 업종에 대해 비중 확대 의견을 유지한다.

[그림 1] 월간 내국인 출국자수



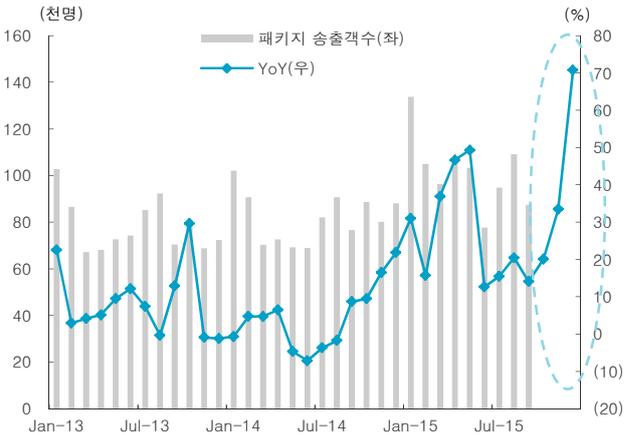
주: 내국인 출국자수는 승무원 제외한 인원  
 자료: 한국관광공사, 한국투자증권

[그림 2] 하나투어의 월간 패키지 송출객수와 성장률 및 예약률 추이



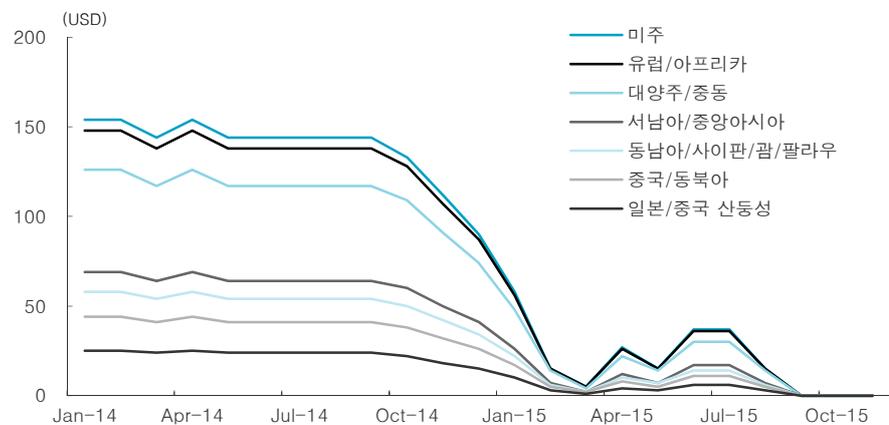
주: 2015년 10~12월 예약률은 10월 1일 발표된 데이터 기준  
 자료: 하나투어, 한국투자증권

[그림 3] 모두투어의 월간 패키지 송출객수와 성장률 및 예약률 추이



주: 2015년 10~12월 예약률은 10월 1일 발표된 데이터 기준  
 자료: 모두투어, 한국투자증권

[그림 4] 국제선 유류할증료, 9~11월, 세 달 연속 0원



주: 국적기 편도 노선 기준  
 자료: 국토교통부, 한국투자증권

〈표 1〉 하나투어의 분기 실적 추이와 전망

(단위: 천명, %, 십억원, %p)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15F	QoQ	YoY	4Q15F	2014	2015F	YoY	2016F	YoY
출국자수	3,610	3,337	3,972	3,807	4,355	4,095	4,667	14.0%	17.5%	4,105	14,726	17,222	16.9%	18,912	9.8%
하나투어 전체송출객수	726	646	790	812	950	845	927	9.7%	17.3%	945	2,974	3,667	23.3%	4,305	17.4%
하나투어 패키지송출객수	492	418	487	504	610	529	550	4.1%	12.9%	581	1,902	2,270	19.3%	2,572	13.3%
시장점유율(%)	20.1	19.4	19.9	21.3	21.8	20.6	19.9	(0.8%p)	(0.0%p)	23.0	20.2	21.3	1.1%p	22.8	1.5%p
매출액	93.7	90.3	104.7	96.7	118.2	109.2	112.7	3.2%	7.6%	127.7	385.5	467.7	21.3%	848.7	81.5%
별도기준	79.9	73.5	85.3	76.8	95.9	86.4	85.6	(1.0%)	0.3%	90.5	315.4	359.4	13.9%	402.7	12.0%
항공권	2.9	2.8	2.8	3.3	3.3	3.0	3.7	22.0%	31.1%	3.5	11.9	13.9	16.9%	16.7	20.2%
국제관광알선수익	70.0	60.8	74.5	61.1	82.9	69.8	74.0	6.0%	(0.7%)	72.7	266.5	299.8	12.5%	336.9	12.4%
기타	7.0	9.8	7.9	12.3	9.8	13.6	7.9	(42.0%)	(0.5%)	14.2	37.1	45.7	23.2%	49.1	7.5%
자회사	18.5	22.5	25.1	24.3	26.8	28.9	32.9	14.1%	30.9%	43.3	90.5	131.9	45.9%	471.9	257.6%
영업비용	84.6	83.8	91.2	85.5	101.3	97.5	101.3	3.9%	11.1%	114.9	345.0	415.0	20.3%	770.2	85.6%
영업이익	9.1	6.5	13.6	11.2	16.8	11.7	11.4	(3.0%)	(16.1%)	12.8	40.4	52.8	30.5%	78.5	48.8%
영업이익률	9.7	7.3	12.9	11.6	14.3	10.7	10.1	(0.6%p)	(2.9%p)	10.0	10.5	11.3	0.8%p	9.2	(2.0%p)
별도기준	9.3	5.4	9.8	7.0	12.5	8.1	6.6	(18.4%)	(32.2%)	9.6	31.4	37.9	20.5%	48.4	27.7%
세전이익	10.3	8.3	15.1	12.5	17.8	13.5	12.3	(8.6%)	(18.2%)	15.0	46.2	58.6	26.8%	85.0	45.0%
지배주주순이익	7.6	6.2	10.8	8.9	12.1	9.7	8.8	(9.4%)	(18.4%)	10.8	33.4	41.5	24.0%	63.1	52.1%

주: 출국자수는 승무원 제외한 수치  
 자료: 하나투어, 한국투자증권

〈표 2〉 하나투어의 실적 추정 변경

(단위: 천명, 십억원, %, %p)

	2015F			2016F		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
내국인출국자수	17,027	17,222	1.1%	18,798	18,912	0.6%
하나투어송출객수	3,672	3,667	(0.1%)	4,358	4,305	(1.2%)
시장점유율	21.6	21.3	(0.3%p)	23.2	22.8	(0.4%p)
매출액	467.9	467.7	(0.0%)	848.2	848.7	0.1%
영업이익	57.4	52.8	(8.0%)	80.3	78.5	(2.2%)
영업이익률	12.3	11.3	(1.0%p)	9.5	9.2	(0.2%p)
세전이익	63.5	58.6	(7.8%)	87.5	85.0	(2.9%)
순이익	45.1	41.5	(8.1%)	65.1	63.1	(3.1%)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 모두투어 실적 추이와 전망

(단위: 천명, %, 십억원, %p)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15F	QoQ	YoY	4Q15F	2014	2015F	YoY	2016F	YoY
출국자수	3,610	3,337	3,972	3,807	4,355	4,095	4,530	10.6%	14.0%	4,047	14,726	17,027	15.6%	18,798	10.4%
모두투어 전체송출객수	361	307	367	395	487	439	486	10.7%	32.4%	498	1,431	1,910	33.5%	2,316	21.2%
모두투어 패키지송출객수	263	211	249	257	335	288	291	1.3%	16.9%	310	980	1,224	24.9%	1,371	12.0%
시장점유율(%)	10.0	9.2	9.2	10.4	11.2	10.7	10.7	0.0%p	1.5%p	12.3	9.7	11.2	1.5%p	12.3	1.1%p
매출액	40.4	36.4	47.0	40.9	50.4	49.6	49.3	(0.6%)	4.9%	48.8	164.7	198.1	20.3%	223.0	12.6%
별도기준	39.5	35.6	42.8	37.3	46.8	43.8	44.8	2.3%	4.6%	43.6	155.2	179.0	15.3%	200.2	11.9%
항공권	2.1	2.6	2.7	3.4	4.1	4.0	4.6	14.7%	68.2%	4.7	10.9	17.4	60.0%	19.0	9.2%
국제관광알선수익	34.5	30.3	36.6	30.3	40.2	35.9	36.6	1.8%	(0.0%)	35.3	131.7	148.0	12.4%	165.9	12.1%
기타	2.9	2.7	3.5	3.6	2.7	3.9	3.6	(5.9%)	3.4%	3.6	12.7	13.7	8.2%	15.4	11.8%
자회사	2.4	2.5	4.5	2.6	4.3	6.1	4.8	(20.6%)	8.1%	5.5	11.9	20.8	74.0%	24.2	16.6%
영업비용	37.4	34.3	40.0	36.4	44.1	44.4	44.3	(0.4%)	10.7%	41.6	148.1	174.5	17.8%	190.6	9.2%
영업이익	3.0	2.1	7.0	4.5	6.3	5.2	5.0	(2.7%)	(28.3%)	7.2	16.6	23.6	42.2%	32.4	37.3%
영업이익률	7.4	5.8	14.9	11.0	12.4	10.4	10.2	(0.2%p)	(4.7%p)	14.7	10.1	11.9	1.8%p	14.5	2.6%p
별도기준	5.1	3.8	7.9	4.3	7.1	6.3	6.8	8.5%	(14.0%)	6.2	21.1	26.4	25.1%	30.2	14.1%
세전이익	6.5	2.7	6.1	4.0	7.4	5.5	5.5	0.9%	(9.1%)	7.5	19.3	26.7	38.4%	35.7	33.8%
지배주주순이익	5.2	2.3	4.3	3.5	5.6	3.5	4.3	20.1%	(1.7%)	5.6	15.3	19.6	27.5%	26.5	35.6%

주: 출국자수는 승무원 제외한 수치  
 자료: 모두투어, 한국투자증권

〈표 4〉 모두투어의 실적 추정 변경

(단위: 천명, 십억원, %, %p)

	2015F			2016F		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
내국인출국자수	17,027	17,222	1.1%	18,798	18,912	0.6%
모두투어 송출객수	1,903	1,910	0.4%	2,316	2,316	0.0%
시장점유율	11.2	11.1	(0.1%p)	12.3	12.2	(0.1%p)
매출액	202.6	198.1	(2.2%)	227.4	223.0	(1.9%)
영업이익	25.2	23.6	(6.2%)	33.6	32.4	(3.5%)
영업이익률	12.4	11.9	(0.5%p)	14.8	14.5	(0.2%p)
세전이익	27.6	26.7	(3.3%)	36.3	35.7	(1.4%)
순이익	20.3	19.6	(3.7%)	26.9	26.5	(1.4%)

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 인터파크 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %, %p)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15F	QoQ	YoY	4Q15F	2014	2015F	YoY	2016F	YoY
GMV	628.4	616.3	686.4	692.2	686.4	692.2	764.9	10.5%	13.1%	825.3	2,636.5	2,969.0	12.6%	3,439.5	15.8%
쇼핑	167.7	145.0	154.3	164.0	162.5	175.3	177.0	1.0%	14.7%	188.2	631.0	703.2	11.4%	779.7	10.9%
도서	69.2	46.2	60.8	55.8	51.5	39.2	48.9	24.7%	(19.6%)	48.1	232.0	187.8	(19.1%)	192.9	2.7%
ENT	101.4	107.6	136.2	181.6	121.4	104.0	137.3	32.1%	0.9%	202.4	526.8	565.4	7.3%	616.3	9.0%
투어	290.2	317.5	325.2	313.7	351.0	373.6	401.6	7.5%	23.5%	386.6	1,246.6	1,513.2	21.4%	1,850.6	22.3%
매출액	97.2	82.0	102.0	126.1	99.6	85.6	104.8	22.4%	2.7%	118.0	407.3	408.2	0.2%	459.7	12.6%
쇼핑	13.4	13.9	15.2	27.4	19.9	16.5	18.9	14.8%	24.5%	21.9	69.9	77.6	11.0%	85.9	10.7%
도서	58.3	39.0	49.1	43.6	45.0	34.4	42.8	24.4%	(12.7%)	41.5	190.1	163.9	(13.8%)	168.3	2.7%
ENT	12.6	14.6	20.2	38.9	16.3	16.7	21.4	27.8%	5.9%	33.4	86.3	88.3	2.3%	102.4	16.0%
투어	12.9	14.5	17.6	16.2	18.3	17.9	21.6	20.6%	23.1%	21.1	61.1	79.4	30.1%	103.0	29.7%
영업이익	4.2	1.6	5.7	5.6	4.4	4.9	7.7	56.1%	34.3%	9.9	17.1	27.8	62.3%	38.5	38.3%
영업이익률	4.3	1.9	5.6	4.4	4.4	5.8	7.4	1.6%p	1.7%p	8.4	4.2	6.8	2.6%p	8.4	1.6%p
쇼핑	(0.5)	(0.4)	(0.1)	(1.4)	(0.6)	0.6	(0.4)	(적전)	(적지)	(0.4)	(2.4)	(0.8)	(적지)	0.2	(흑전)
도서	0.5	(3.1)	(2.4)	(1.7)	0.8	(0.4)	0.2	(흑전)	(흑전)	(0.3)	(6.7)	0.4	(흑전)	0.5	31.4%
ENT	1.8	1.7	4.2	7.2	1.5	2.3	3.6	53.9%	(13.8%)	8.5	14.9	16.4	10.1%	19.9	21.9%
투어	2.4	3.3	4.1	1.6	2.7	2.4	4.3	81.3%	4.7%	2.1	11.4	12.2	7.7%	17.9	46.0%
세전이익	4.0	1.4	6.0	4.0	4.3	5.1	7.6	50.8%	26.5%	9.8	15.3	27.5	79.3%	38.4	39.4%
지배주주순이익	2.7	0.9	3.8	3.8	3.2	3.6	5.8	60.6%	51.0%	7.6	11.2	21.2	89.7%	30.0	41.3%

자료: 인터파크, 한국투자증권

〈표 6〉 커버리지 valuation

투자조건 및 목표주가				실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
강원랜드 (035250)	투자조건	매수	2013A	1,361	388	298	1,468	12,580	21.1	2.5	12.2	11.6	2.4
	목표주가(원)	47,000	2014A	1,497	513	359	1,772	13,458	17.2	2.3	13.8	8.5	2.8
	현재가 (10/19, 원)	43,350	2015F	1,645	602	452	2,229	14,542	19.4	3.0	16.0	10.6	2.5
	시가총액(십억원)	9,274	2016F	1,771	653	505	2,490	15,741	17.4	2.8	16.5	9.6	2.8
				2017F	1,894	703	542	2,671	17,026	16.2	2.5	16.3	8.8
GKL (114090)	투자조건	매수	2013A	561	191	138	2,224	6,395	18.2	6.3	37.8	10.3	2.9
	목표주가(원)	47,000	2014A	541	148	117	1,884	6,974	17.1	4.6	28.2	9.3	3.1
	현재가 (10/19, 원)	33,150	2015F	524	138	104	1,681	7,661	19.7	4.3	23.0	10.6	2.6
	시가총액(십억원)	2,050	2016F	597	174	131	2,125	8,561	15.6	3.9	26.2	8.1	3.3
				2017F	670	212	160	2,589	9,725	12.8	3.4	28.3	6.4
파라다이스 (034230)	투자조건	매수	2013A	622	132	101	1,297	8,492	20.4	3.1	14.8	15.1	1.3
	목표주가(원)	31,000	2014A	676	79	96	1,181	11,302	20.0	2.1	11.1	17.1	2.5
	현재가 (10/19, 원)	21,500	2015F	634	73	83	973	11,747	22.1	1.8	8.1	17.4	2.3
	시가총액(십억원)	1,955	2016F	819	121	103	1,211	12,301	17.8	1.7	9.6	11.2	2.9
				2017F	1,067	188	157	1,840	13,134	11.7	1.6	13.8	7.6
하나투어 (039130)	투자조건	매수	2013A	353	40	34	2,989	17,137	21.6	3.8	19.5	12.5	1.7
	목표주가(원)	220,000	2014A	385	40	33	2,978	18,727	26.2	4.2	18.2	14.0	1.7
	현재가 (10/19, 원)	134,500	2015F	468	53	41	3,759	20,872	35.8	6.4	21.5	21.0	1.1
	시가총액(십억원)	1,562	2016F	849	78	63	5,712	24,685	23.5	5.4	27.7	13.5	1.3
				2017F	955	93	74	6,725	29,223	20.0	4.6	26.9	10.5
인터파크 (108790)	투자조건	매수	2013A	386	20	13	487	3,770	0.0	0.0	13.8	(0.9)	NM
	목표주가(원)	29,000	2014A	407	17	11	340	4,737	67.5	4.8	8.5	26.4	0.4
	현재가 (10/19, 원)	21,550	2015F	408	27	19	568	5,085	38.0	4.2	11.6	17.3	0.8
	시가총액(십억원)	708	2016F	460	38	30	912	5,720	23.6	3.8	16.9	12.7	1.3
				2017F	510	46	36	1,099	6,472	19.6	3.3	18.0	10.7
모두투어 (080160)	투자조건	매수	2013A	147	16	16	1,335	8,274	17.2	2.8	18.7	11.4	2.2
	목표주가(원)	50,000	2014A	165	17	15	1,278	8,962	18.9	2.7	16.3	12.8	2.1
	현재가 (10/19, 원)	37,250	2015F	198	24	20	1,629	9,823	22.9	3.8	18.8	14.6	1.7
	시가총액(십억원)	469	2016F	223	32	27	2,209	11,161	16.9	3.3	22.5	10.6	2.0
				2017F	247	38	31	2,566	12,726	14.5	2.9	22.6	8.8

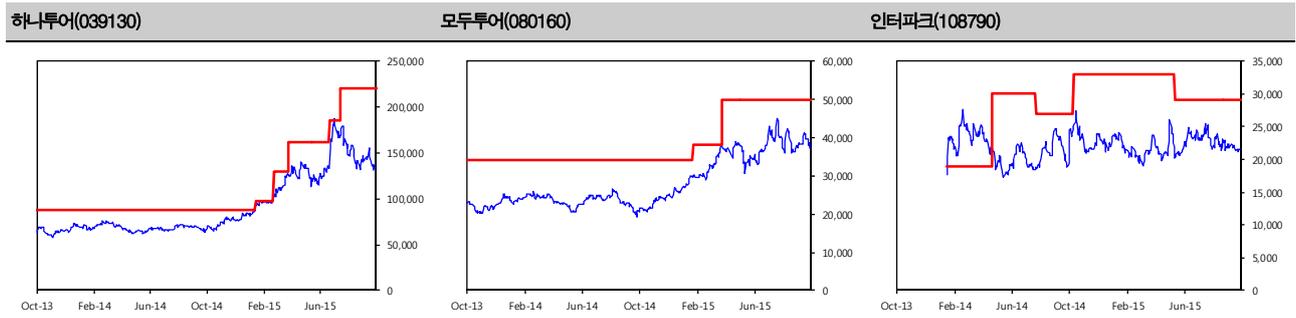
자료: 각사, 한국투자증권

## 용어해설

- 아웃바운드(Outbound) 여행: 국내 관광객을 해외로 보내는 것
- 인바운드(Inbound) 여행: 외국 관광객을 국내로 유치하는 것

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
하나투어(039130)	2013.11.03	매수	87,500 원	인터파크(108790)	2015.02.12	매수	38,000 원
	2015.02.03	매수	98,000 원		2015.04.15	매수	50,000 원
	2015.03.16	매수	130,000 원		2014.02.06	매수	19,000 원
	2015.04.15	매수	162,000 원		2014.05.13	매수	30,000 원
	2015.07.13	매수	185,000 원		2014.08.13	매수	27,000 원
	2015.08.04	매수	220,000 원	2014.10.31	매수	33,000 원	
모두투어(080160)	2013.10.25	매수	34,000 원	2015.06.02	매수	29,000 원	



■ Compliance notice

- 당사는 2015년 10월 20일 현재 하나투어, 모두투어, 인터파크 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2015.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
76.7%	19.9%	3.4%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

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

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

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

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