

## 여행업

### 비중확대

종목	투자의견	목표주가
하나투어	매수	165,000원
인터파크	매수	29,000원
모두투어	매수	50,000원

### 2016년, 기대를 저버리지 않을 것

#### 각종 이슈 발발로 업종 수익률 부진 장기화

2015년 여행업 주가는 상고하저의 모습을 보였다. 작년 말부터 고조된 해외여행 증가세에 우호적인 환율, 유류할증료 하락까지 더해져 상반기는 더할 나위 없는 성과 호조를 보였다. 금년 중반 메르스로 시장 기대감이 한 풀 꺾인 이후 주가 약세가 장기화되고 있다. 최근 수익률 부진은 1) 메르스 이후 예상보다 더 부진했던 3분기 실적, 2) 파리 테러 여파, 3) 최근 달러화 강세, 4) ASP 하락 지속 우려, 5) 고밸류에이션 부담 등이 복합적으로 주가에 부정적인 영향을 미쳤기 때문이다. 하나투어와 모두투어의 최근 예약률을 감안하면 파리 테러 충격에서 벗어난 것으로 보인다. 하나투어의 예약률은 12월, 1월, 2월 각각 18.6%, 18.8%, 22.8%이고 같은 기간 모두투어의 예약률은 29.7%, 20.8%, 28.9%이다. 일본행 여행객수 증가가 시장 성장을 주도를 지속해 일본행 비중 상승은 지속되나 기저가 이미 낮아진 상태고 유류할증료도 전분기 대비해서는 YoY 감소폭이 줄고 있어 ASP 하락 폭은 점차 축소될 것이다.

#### 하나투어, 모두투어 16년 경영 계획 발표

11일 하나투어와 모두투어는 16년 경영 계획을 밝혔다. 시장 성장률(내국인 출국자수 성장률)은 10% 내외로 예상했다. 하나투어의 전체 송출객수는 467만명으로 전년대비 23% 증가를 전망했으며 부문별로는 패키지 27%, 티켓 17% 증가를 예상했다. 시장 점유율은 25.1%(+2.9%p YoY)로 제시했으며 패키지에서 2.2%p 점유율 상승을 목표로 했다. 연결 기준 매출액과 영업이익 가이드نس로 각각 8,291억원(+81% YoY), 910억원(+101% YoY)을 제시했다. SM면세점의 실적이 본격 반영되는 첫 해로 큰 폭의 실적 개선을 예상했다. 모두투어는 패키지와 티켓 송출객수를 전년대비 각각 20%, 40% 늘려 전체 송출객수는 147만명으로 26% 증가를 목표로 밝혔다. 모두투어는 매출액 2,160억원, 영업이익 287억원을 제시했다. 본사 기준으로는 금년 부진했던 수익성이 회복돼 이익 개선폭이 예년대비 크고 연결자회사의 성과 확대도 예상된다.

#### 16년 여행업중, 다시 살아나는 성장 모멘텀

여행업에 가장 큰 영향을 미치는 리스크는 질병, 테러, 자연재해 등이다. 금년 메르스, 파리 테러 등이 연이어 발생했음에도 불구하고 내국인 해외여행은 지속 증가해 해외여행에 대한 내국인의 꾸준한 수요를 확인할 수 있었다. 16년 내국인 출국자수는 전년대비 8.5% 증가할 것으로 예상하며, 하나투어와 모두투어의 송출객수 증가율은 각각 17%, 23%로 예상된다. 상위업체로서의 입지를 활용해 점유율 확대가 지속될 것으로 예상된다. 인터파크 여행사업 부문 거래액은 20% 늘어나 성장을 지속할 것으로 예상된다. 상위 여행 3사는 16년에 시장이 확대되는 가운데 구조적인 성장에 기저 효과까지 더해져 외형 및 수익성 개선을 동시에 누릴 것으로 예상된다. 1 최근 주가 하락으로 하나투어, 모두투어, 인터파크의 2016년 PER은 각각 19배, 17.2배, 23.1배로 하락했다. 견고한 펀더멘털을 감안했을 때 주가 저평가 국면이라고 판단한다.

<표 1> 하나투어의 분기 실적 추이와 전망

(단위: 천명, %, 십억원, %p)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	QoQ	YoY	2014	2015F	YoY	2016F	YoY
출국자수	3,610	3,337	3,972	3,807	4,355	4,095	4,667	4,302	(7.8%)	13.0%	14,726	17,418	18.3%	18,938	8.7%
하나투어 전체송출객수	726	646	790	812	950	845	931	986	6.0%	21.5%	2,974	3,711	24.8%	4,332	16.7%
하나투어 패키지송출객수	492	418	487	504	610	529	550	609	10.8%	20.8%	1,902	2,297	20.7%	2,600	13.2%
시장점유율(%)	20.1	19.4	19.9	21.3	21.8	20.6	19.9	22.9	3.0%p	1.6%p	20.2	21.3	1.1%p	22.9	1.6%p
매출액	93.7	90.3	104.7	96.7	118.2	109.2	107.2	112.1	4.7%	15.9%	385.5	446.6	15.9%	763.3	70.9%
별도기준	79.9	73.5	85.3	76.8	95.9	86.4	85.9	82.8	(3.6%)	7.9%	315.4	352.0	11.6%	398.7	13.2%
항공권	2.9	2.8	2.8	3.3	3.3	3.0	2.8	3.5	22.6%	6.5%	11.9	12.9	9.1%	15.3	18.4%
국제관광알선수익	70.0	60.8	74.5	61.1	82.9	69.8	72.4	66.2	(8.6%)	8.3%	266.5	291.9	9.5%	330.0	13.1%
기타	7.0	9.8	7.9	12.3	9.8	13.6	10.6	13.1	23.6%	6.1%	37.1	47.2	27.4%	53.3	12.9%
자회사	18.5	22.5	25.1	24.3	26.8	28.9	28.0	35.4	26.5%	45.6%	90.5	119.1	31.7%	391.5	228.6%
영업비용	84.6	83.8	91.2	85.5	101.3	97.5	100.1	102.8	2.7%	20.2%	345.0	401.7	16.4%	691.0	72.0%
영업이익	9.1	6.5	13.6	11.2	16.8	11.7	7.1	9.3	32.1%	(16.9%)	40.4	45.0	11.2%	72.3	60.7%
영업이익률	9.7	7.3	12.9	11.6	14.3	10.7	6.6	8.3	1.7%p	(3.3%p)	10.5	10.1	(0.4%p)	9.5	(0.6%p)
별도기준	9.3	5.4	9.8	7.0	12.5	8.1	5.2	7.5	43.7%	7.8%	31.4	34.3	9.2%	46.9	36.7%
세전이익	10.3	8.3	15.1	12.5	17.8	13.5	1.8	1.8	(0.7%)	(57.0%)	46.2	10.7	18.1%	25.4	138.2%
지배주주순이익	7.6	6.2	10.8	8.9	12.1	9.7	2.9	6.5	123.1%	(26.2%)	33.4	31.3	(6.4%)	60.7	94.1%

주: 출국자수는 승무원 제외한 수치 / 자료: 하나투어, 한국투자증권

<표 2> 모두투어 실적 추이와 전망

(단위: 천명, %, 십억원, %p)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	QoQ	YoY	2014	2015F	YoY	2016F	YoY
출국자수	3,610	3,337	3,972	3,807	4,355	4,095	4,667	4,302	(7.8%)	13.0%	14,726	17,418	18.3%	18,944	8.8%
모두투어 전체송출객수	361	307	367	395	487	439	486	509	4.8%	28.8%	1,431	1,922	34.3%	2,354	22.5%
모두투어 패키지송출객수	263	211	249	257	335	288	291	322	10.6%	25.4%	980	1,236	26.1%	1,419	14.8%
시장점유율(%)	10.0	9.2	9.2	10.4	11.2	10.7	10.4	11.8	1.4%p	1.5%p	9.7	11.0	1.3%p	12.4	1.4%p
매출액	40.4	36.4	47.0	40.9	50.4	49.6	51.5	46.9	(8.8%)	14.8%	164.7	198.3	20.4%	219.9	10.9%
별도기준	39.5	35.6	42.8	37.3	46.8	43.8	45.5	41.8	(8.0%)	12.1%	155.2	177.9	14.6%	198.1	11.3%
항공권	2.1	2.6	2.7	3.4	4.1	4.0	3.9	4.5	13.6%	30.9%	10.9	16.5	52.0%	18.2	10.3%
국제관광알선수익	34.5	30.3	36.6	30.3	40.2	35.9	36.7	33.8	(8.0%)	11.6%	131.7	146.6	11.4%	163.7	11.6%
기타	2.9	2.7	3.5	3.6	2.7	3.9	4.8	3.6	(25.7%)	(1.4%)	12.7	14.9	17.2%	16.2	9.0%
자회사	2.4	2.5	4.5	2.6	4.3	6.1	5.8	5.1	(11.9%)	99.4%	5.0	11.9	136.9%	21.3	78.4%
영업비용	37.4	34.3	40.0	36.4	44.1	44.4	48.1	43.0	(10.6%)	18.2%	148.1	179.7	21.4%	193.3	7.6%
영업이익	3.0	2.1	7.0	4.5	6.3	5.2	3.3	3.9	16.6%	(13.1%)	16.6	18.6	12.2%	26.6	42.6%
영업이익률	7.4	5.8	14.9	11.0	12.4	10.4	6.5	8.3	1.8%p	(2.7%p)	10.1	9.4	(0.7%p)	12.1	2.7%p
별도기준	5.1	3.8	7.9	4.3	7.1	6.3	5.5	4.9	(11.2%)	14.1%	21.1	23.9	12.9%	27.7	15.9%
자회사	(2.3)	(1.8)	(0.9)	0.5	(0.9)	0.5	(2.2)	(1.0)	(적지)	(적전)	(4.4)	(3.6)	(적지)	(1.1)	(적지)
세전이익	6.5	2.7	6.1	4.0	7.4	5.5	(2.2)	4.2	1.5%	4.6%	19.3	22.0	14.1%	30.1	36.7%
지배주주순이익	5.2	2.3	4.3	3.5	5.6	3.5	3.2	3.5	7.8%	(1.7%)	15.3	15.9	3.3%	22.6	42.5%

주: 출국자수는 승무원 제외한 수치 / 자료: 모두투어, 한국투자증권

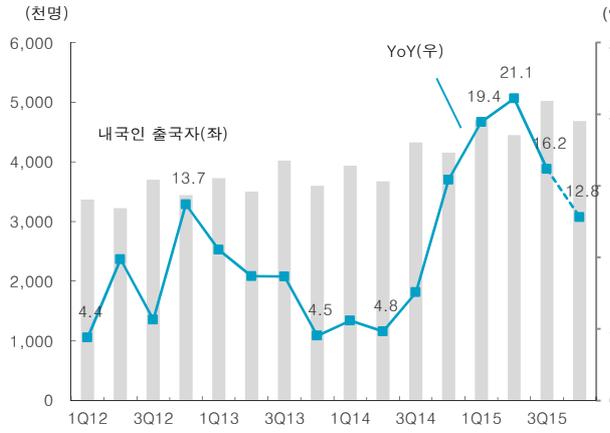
<표 3> 인터파크 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	QoQ	YoY	2014	2015F	YoY	2016F	YoY
GMV	628.4	616.3	686.4	692.2	686.4	692.2	749.5	829.8	10.7%	19.9%	2,636.5	2,958.1	12.2%	3,393.5	14.7%
쇼핑	167.7	145.0	154.3	164.0	162.5	175.3	174.3	194.8	11.7%	18.8%	631.0	707.1	12.1%	779.9	10.3%
도서	69.2	46.2	60.8	55.8	51.5	39.2	46.0	42.8	(7.0%)	(23.4%)	232.0	179.4	(22.7%)	185.4	3.4%
ENT	101.4	107.6	136.2	181.6	121.4	104.0	138.3	210.9	52.6%	16.1%	526.8	574.9	9.1%	629.3	9.5%
투어	290.2	317.5	325.2	313.7	351.0	373.6	391.0	381.3	(2.5%)	21.5%	1,246.6	1,497.2	20.1%	1,798.8	20.1%
매출액	97.2	82.0	102.0	126.1	99.6	85.6	103.8	115.8	11.6%	(8.2%)	407.3	405.0	(0.6%)	455.9	12.6%
쇼핑	13.4	13.9	15.2	27.4	19.9	16.5	17.6	22.5	27.4%	(18.1%)	69.9	76.8	9.8%	84.4	10.0%
도서	58.3	39.0	49.1	43.6	45.0	34.4	41.1	37.2	(9.5%)	(14.8%)	190.1	157.7	(17.0%)	163.2	3.5%
ENT	12.6	14.6	20.2	38.9	16.3	16.7	20.9	34.5	65.5%	(11.2%)	86.3	88.8	2.9%	103.4	16.5%
투어	12.9	14.5	17.6	16.2	18.3	17.9	24.2	21.6	(10.5%)	33.7%	61.1	82.8	35.5%	104.9	26.8%
영업이익	4.2	1.6	5.7	5.6	4.4	4.9	8.3	8.9	8.3%	59.7%	17.1	27.6	61.2%	41.6	50.6%
영업이익률	4.3	1.9	5.6	4.4	4.4	5.8	8.0	7.7	(0.2%p)	3.3%p	4.2	6.8	2.6%p	9.1	2.3%p
쇼핑	(0.5)	(0.4)	(0.1)	(1.4)	(0.6)	0.6	(0.2)	(0.8)	(적지)	(적지)	(2.4)	(1.1)	(적지)	2.7	(흑전)
도서	0.5	(3.1)	(2.4)	(1.7)	0.8	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(적지)	(적지)	(6.7)	(0.4)	(적지)	0.5	(흑전)
ENT	1.8	1.7	4.2	7.2	1.5	2.3	2.5	8.1	229.4%	13.2%	14.9	14.1	(5.2%)	20.2	43.4%
투어	2.4	3.3	4.1	1.6	2.7	2.4	6.4	2.1	(67.5%)	33.7%	11.4	15.8	39.2%	18.2	15.0%
세전이익	4.0	1.4	6.0	4.0	4.3	5.1	7.6	8.8	16.2%	120.1%	15.3	26.5	72.5%	41.0	54.9%
지배주주순이익	2.7	0.9	3.8	3.8	3.2	3.6	5.7	6.9	21.3%	84.4%	11.2	20.5	83.2%	32.1	56.6%

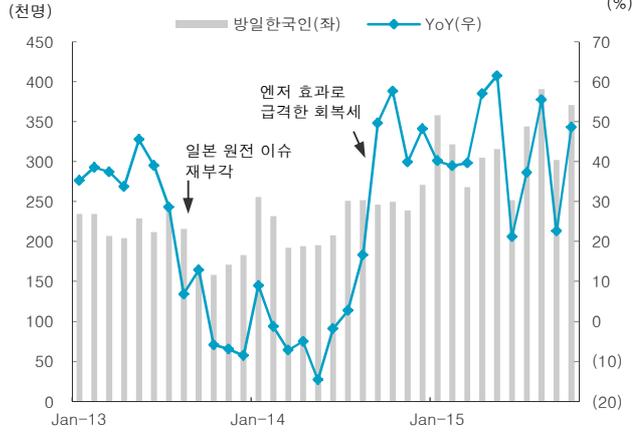
자료: 인터파크, 한국투자증권

[그림 1] 분기 내국인 출국자수 추이와 전망



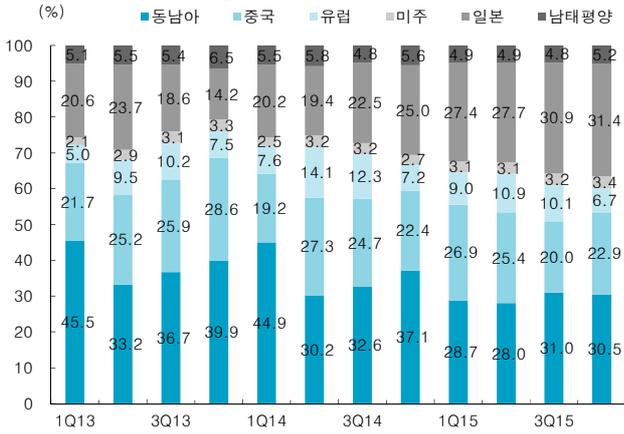
주: 내국인 출국자수는 승무원 포함한 인원 기준  
 자료: 한국관광공사, 한국투자증권

[그림 2] 방일한국인 수



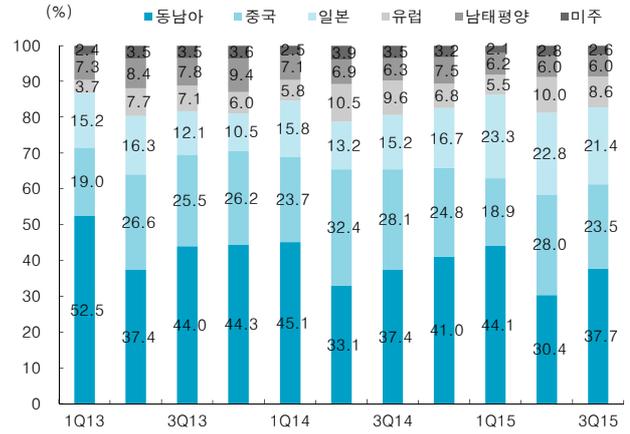
자료: 일본관광공사, 한국투자증권

[그림 3] 하나투어의 지역별 모객 비중(인원 기준)



주: 국내는 제외하고 해외 송출객수 기준으로 재계산  
 자료: 하나투어, 한국투자증권

[그림 4] 모두투어의 지역별 모객 비중(인원 기준)



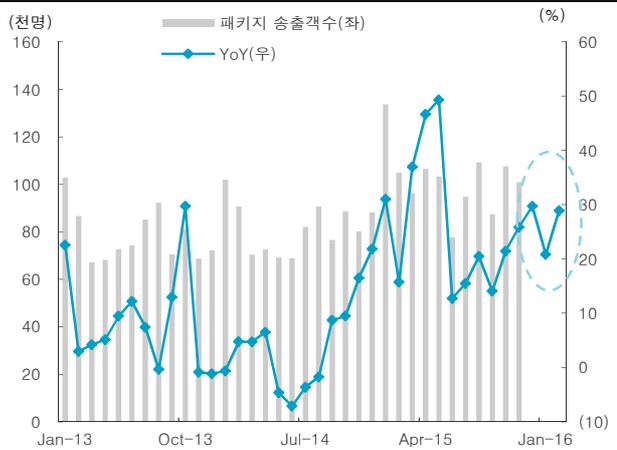
자료: 모두투어, 한국투자증권

[그림 5] 하나투어의 패키지 송출객수 성장률 및 예약률 추이



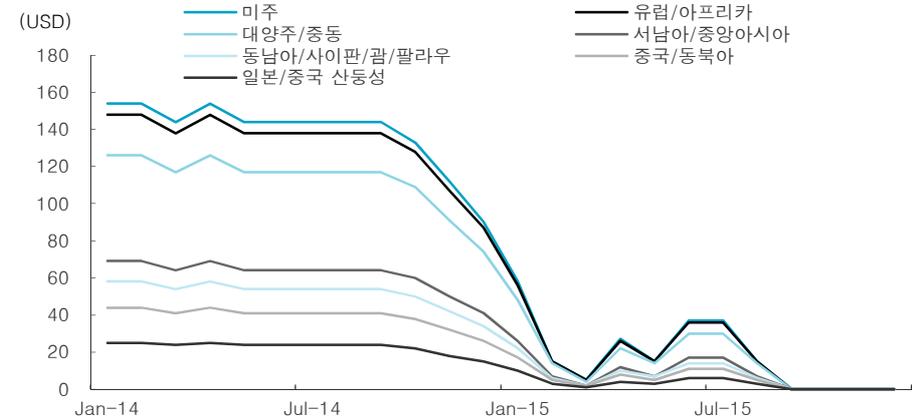
주: 12~2월 예약률은 12월 1일 발표 기준  
 자료: 하나투어, 한국투자증권

[그림 6] 모두투어의 패키지 송출객수 성장률 및 예약률 추이



주: 12~2월 예약률은 12월 1일 발표 기준  
 자료: 모두투어, 한국투자증권

[그림 5] 국제선 유류할증료, 9~12월, 네 달 연속 0원



주: 국적기 편도 노선 기준  
 자료: 국토교통부, 한국투자증권

<표 4> 커버리지 valuation

투자 의견 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 (%)	
하나투어 (039130)	투자 의견	매수	2013A	353	40	34	2,989	17,137	21.6	3.8	19.5	12.5	1.7	
	목표주가(원)	165,000	2014A	385	40	33	2,978	18,727	26.2	4.2	18.2	14.0	1.7	
	현재가 (12/11, 원)	104,500	2015F	447	45	31	2,836	20,185	36.9	5.2	16.6	17.8	1.2	
	시가총액(십억원)	1,213	2016F	763	72	61	5,502	23,893	19.0	4.4	27.8	10.9	1.5	
			2017F	858	86	71	6,451	28,219	16.2	3.7	26.8	8.3	1.8	
인터파크 (108790)	투자 의견	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 (12/11, 원)	22,500	2015F	405	27	18	546	5,089	41.2	4.4	11.1	18.7	0.7	
	시가총액(십억원)	739	2016F	456	42	32	975	5,817	23.1	3.9	17.9	12.7	1.1	
			2017F	505	48	37	1,123	6,643	20.0	3.4	18.0	11.1	1.3	
모두투어 (080160)	투자 의견	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 (12/11, 원)	32,600	2015F	198	19	16	1,321	9,627	24.7	3.4	15.4	15.3	1.7	
	시가총액(십억원)	410	2016F	220	27	23	1,890	10,732	17.2	3.0	19.8	10.8	2.0	
			2017F	242	33	27	2,235	12,097	14.6	2.7	20.6	8.6	2.2	

자료: 각사, 한국투자증권

용어해설

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



■ Compliance notice

- 당사는 2015년 12월 14일 현재 하나투어,모두투어,인터파크 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 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 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

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

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

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

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