

레저업

여행 가기 좋을 때다



김수민 soomin.kim@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 신규

여행산업 제3차 호황기는 현재진행형. 이제는 3천만 출국시대

- 2018년 국내 총 출국자 3천만명(+14.1%) 전망. 아웃바운드 구조적 성장 지속
- 1) 경제적 여유. 2018년 양호한 경제성장(+3.0%), 인당 국민소득 3만달러 전망
- 2) 시간적 여유. 근로시간 단축법 통과. 여가생활 장려하는 사회분위기 조성
 - 일본 사례 점검(1) 노동시간 감소와 인당 소득 증대, 출국을 상승
- 3) 항공시장 경쟁구도 심화, 4) 항공 인프라 확대. 저가항공(LCC) 확산에 기인
 - 항공권 운임 하락, 소비자 선택지 확대. 여행사 영업 환경에 매우 긍정적
 - 여행은 공급주도 산업. 항공 공급 증가는 신규 여행 수요 창출(괌/베트남/일본)
- 5) 미디어 영향력. 다양한 콘텐츠, 소비자 호기심 자극. 해외여행 선호 현상 지속

낮은 진입장벽, 그러나 워너(WINNER)는 정해져 있다

- 규모의 경제 중요성. 여행사업 특성상 볼륨에서의 차이 두드러질 수 밖에 없음
- 가격 경쟁력(원가/수수료 절감), 브랜드 신뢰도 구축한 대형사 쏠림 지속될 것

당신에게 지금은 여행(PKG)가 참 좋을 때입니다

- 국내 전체 출국률(52%) 대비 낮은 50세 이상 인구 출국률(36%)의 성장성 주목
 - 시간적, 경제적 여유 함께 갖춘 세대. 제3기 인생을 살아가는 액티브 시니어
 - 일본 사례 점검(2) 가구주 연령대, 가계지출 여행 항목 비중 동반 상승
- 자유여행(FIT) 트렌드에도 불구하고, 패키지(PKG)의 경쟁력(가격+편리함) 여전히 유효
- 상품 다양화(하이브리드, 테마, DIY 등). 2030 및 자녀 동반 가족여행 수요 공략

이슈 점검: 가깝고 먼 중국, 멀고도 가까운 북한

- 한중 관계 개선 기대감. 중국향 아웃바운드 수요 회복 및 인바운드 정상화
- 중장기적 관점에서의 남북 경제협력 통한 사업 기회 발굴 가능성

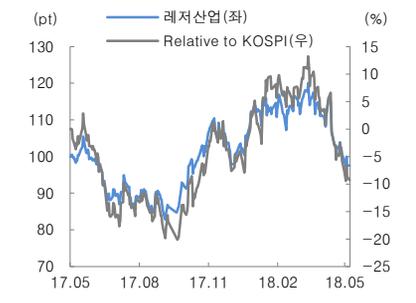
Top Pick: 하나투어, 참좋은여행

- 하나투어(039130): <여행, 하나면 다 된다> / 투자의견 매수, TP 130,000원
- 참좋은여행(094850): <이제는 한 우물만 판다> / 투자의견 매수, TP 19,000원
- 모두투어(080160): <앞으로 기대되는 여행> / 투자의견 매수, TP 40,000원
- 인터파크(108790): <쉽지만은 않은 상황> / 투자의견 시장수익률, TP 8,200원

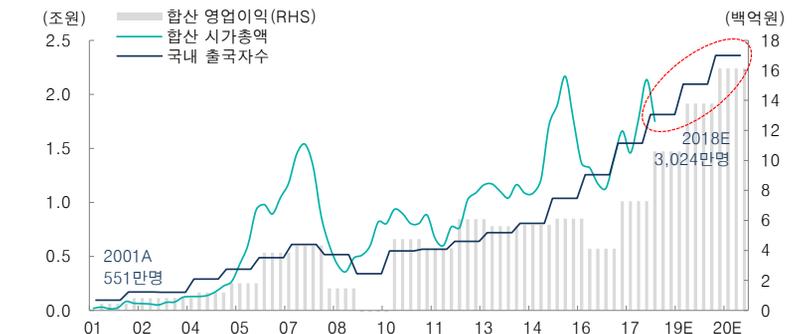
Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
하나투어	Buy	130,000원
참좋은여행	Buy	19,000원
모두투어	Buy	40,000원
인터파크	Marketperform	8,200원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.1	-12.7	-10.3	-2.4
상대수익률	-11.6	-14.6	-9.1	-7.2



주요 여행사 합산 실적 및 시가총액, 국내 출국자수 추이

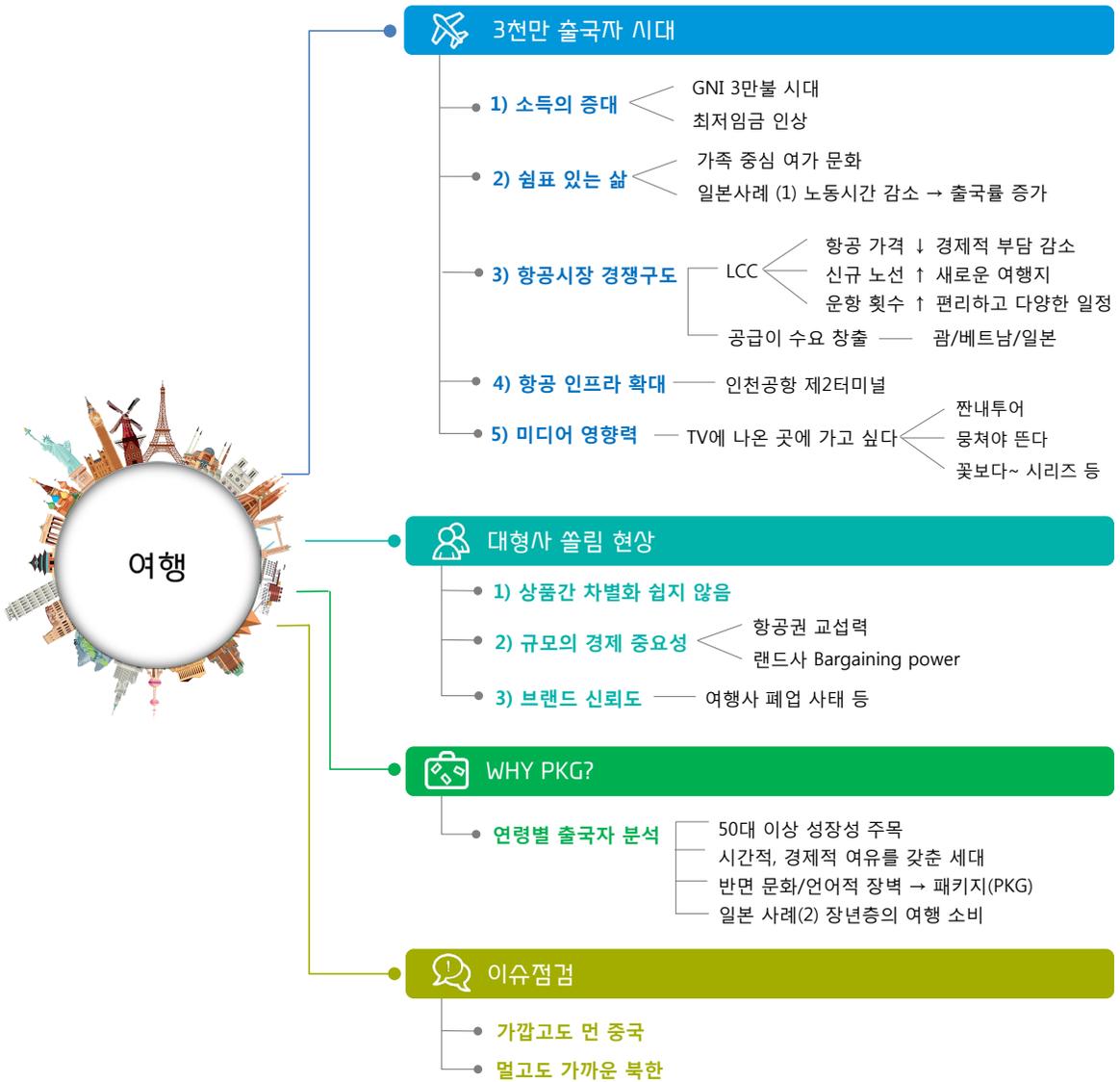


주: 하나투어, 모두투어 합산 기준 / 자료: 전자공시, 한국관광공사, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

Contents

I. 이제는 3천만 출국자 시대	4
II. 여행사를 이해하면 쓸림이 당연하다	22
III. 패키지(PKG) 여행객, 늘어날 수 밖에 없다!	24
IV. 가깝고도 먼 중국, 멀고도 가까운 북한	36
V. 기업분석	41

Summary



1. 이제는 3천만 출국자 시대

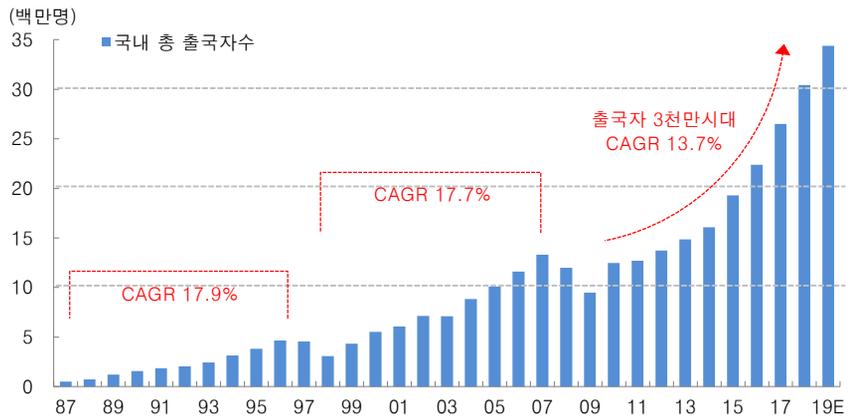
이제는 3천만 출국자 시대. 아웃바운드 구조적 성장 지속

- 1) 소득의 증대
- 2) 여가시간의 확대
- 3) 항공시장 경쟁구도
- 4) 인프라 확대
- 5) 미디어 영향력

1989년 1월 해외여행 전면 자율화 실시와 함께 연간 출국자수는 121만명을 기록, 최초로 100만명을 돌파했다. 이후 연평균 17.9% 성장하며 1996년 465만명까지 증가했으나, 1997년 외환위기로 증가세는 일시적으로 위축되었다. 이후 경기 회복과 환율 안정, 그리고 2001년 3월 인천국제공항 개항으로, 2003년(신용카드 대란, 사스(SARS))과 2008년, 2009년(GFC)을 제외하면, 연평균 11.6% 수준의 꾸준한 성장을 지속 중이다.

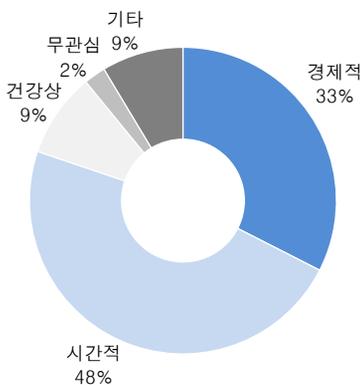
2017년 출국자수는 2,650만명이었고, 2018년 3,024만명(+14.1% yoy) 달성을 전망한다. 출국자 3천만 시대의 근거는 명확하다. 여행을 떠나기 위한 필수 요소인 소득과 여가시간의 증대가 받쳐주고 있다. 여기에 저비용항공사(LCC)의 등장 및 경쟁 심화에 따른 운임 하락, 노선 다양화 및 항공 인프라 확대 등 우호적 공급 환경이 마련되었고, 각종 미디어의 영향이 더해지면서, 아웃바운드의 구조적 성장은 지속될 것으로 전망한다.

그림 1. 이제는 3천만 출국자 시대. 내국인 출국은 꾸준히 증가할 것



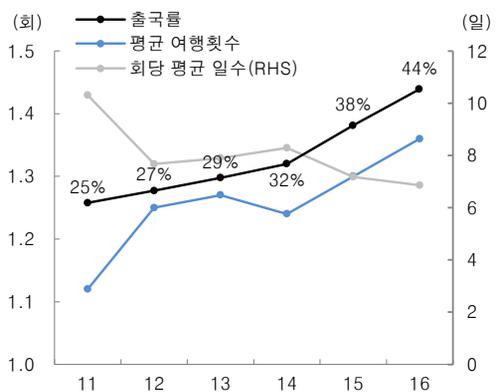
자료: 한국관광공사, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. Q. 여행을 하지 않은 이유는? A. 시간과 돈



자료: 한국문화관광연구원, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 점점 더 짧게, 그리고 더 자주!



자료: 한국관광공사, 한국문화관광연구원, 대신증권 Research&Strategy본부

더 짧게, 더 자주!

대부분의 경우, 여행 경비를 구성하는 다양한 항목 중 항공권이 차지하는 비중이 가장 크다. 비싼 가격으로 항공권을 구매했으니, 현지에서 최대한 길게 머무르고 싶다는 생각이 드는 것은 당연하다. 그러나 실제로 해외여행 횟수당 평균 일수는 점점 더 짧아지고 있으며, 동시에 평균 여행 횟수 자체가 꾸준히 늘어나는 추세다.

즉, 나름의 어쩔 수 없는 상황들로 장기 여행을 위한 시간적 여유가 부족해 짧은 휴가를 다녀오는 사람들이 많아졌고, 동시에 그렇게 해서라도 더 자주 여행을 가고자 하는 사람들 역시 늘어났다는 것을 알 수 있다.

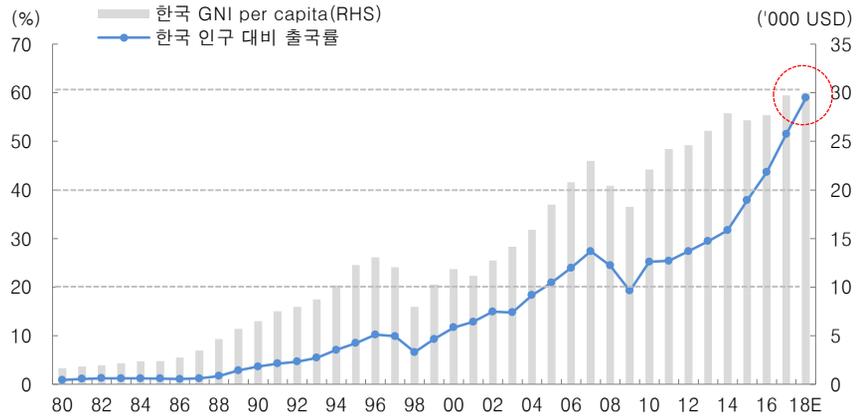
결국 당장 더 중요한 문제는 시간이다. 기본적인 소득 수준이 완성되었으며, 여행 경비는 점차 낮아지고 있다. 갈 수 있는 시간만 있다면 무조건 나가고 보는 거다. 여행 횟수의 증가는 곧 출국률의 상승으로 이어진다.

1) 국민 소득과 출국률의 높은 상관관계

인당 GNI 3만달러,
그리고 출국자 3천만명

우선 기본적인 소득의 증대가 출국률에 미치는 영향을 알아보자. 2017년 대한민국 인당 국민소득(GNI per capita)은 2만 9,745달러(+7.5% yoy)를 기록했으며, 2018년은 3만달러 돌파의 원년이 될 것으로 전망하고 있다. 국민의 생활 수준을 나타내는 가장 대표적 지표인 인당 국민소득(GNI per capita)과 출국자간 상관관계는 높을 수 밖에 없다.

그림 4. 2018년은 인당 국민소득 3만불 달성의 원년이 되고, 국내 출국자 3만명 돌파할 것



자료: 한국관광공사, World Bank, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

국내 출국률 51.5%

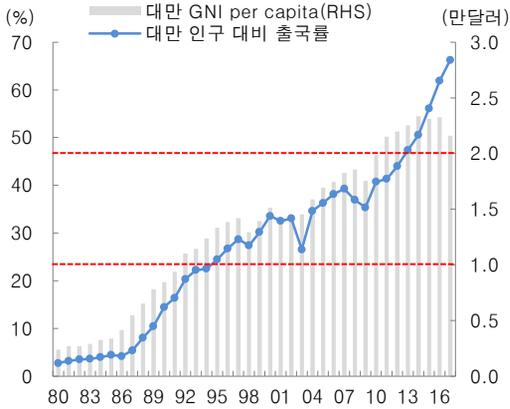
국내 인구 대비 출국률은 2017년 기준 51.5%로, 우리나라와 경제적, 지리적 여건이 유사한 대만의 출국률(66.3%)을 감안해보면 추가 상승 여력은 높은 편이다. 다만, 대만의 경우 중국 본토와 홍콩 및 마카오항 비중이 각각 25%, 15%로 높다는 특성이 있다. 인접국가인 중국과 일본 역시 소득 수준 및 내수관광 인프라 등 여러 분야에서의 차이가 크기 때문에, 국가간 단순 비교는 다소 무리가 있는 것이 사실이다. 해외 사례를 통해 확인할 수 있는 부분은, 인당 소득이 한 단계씩 레벨업(level-up)될 때 마다, 해당 국가의 인구 대비 출국률 또한 최소 10%p에서 25%p정도 상승한다는 점이다.

하늘길 여행객
증가할 수 밖에 없음

한국은행의 국내 경제 성장률 전망이 양호한 수준(3.0%)에서 유지되고 있고, 인당 국민소득 3만달러 달성이 예상된다. 동시에 국내의 경우, 육로를 통한 해외 여행지는 일단 전무하며, 서울을 경유하지 않는 지방간 관광 인프라도 취약하다. 크루즈 등 해상을 통한 선박 여행도 아직까지 활발하지 않음을 감안해 보았을 때, 결국 하늘길을 통한 해외 여행객이 늘어날 수 밖에 없는 구조다.

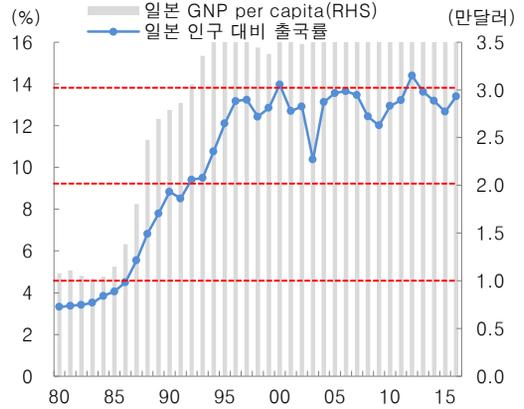
*출국률: 해당 국가 출국자를 전체 인구로 나눈 숫자로, 아웃바운드 지표로 활용

그림 5. 대만 인당 소득 및 인구 대비 출국률



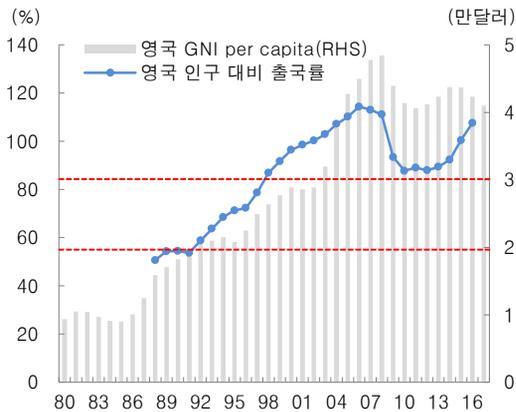
자료: World Bank, 각국 관광청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 일본 인당 소득 및 인구 대비 출국률



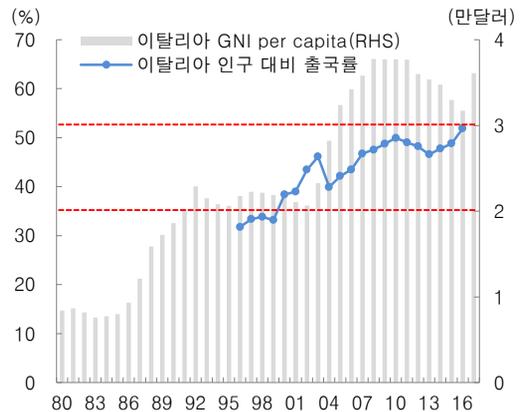
자료: World Bank, 각국 관광청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 영국 인당 소득 및 인구 대비 출국률



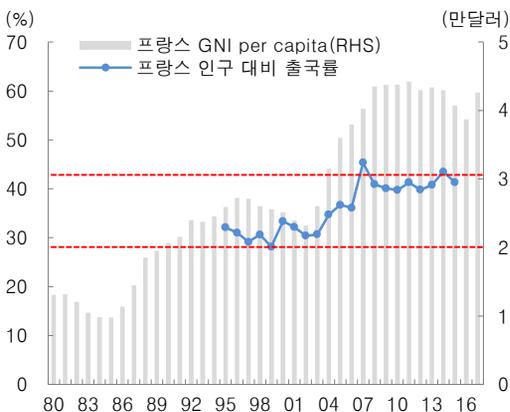
자료: World Bank, 각국 관광청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 이탈리아 인당 소득 및 인구 대비 출국률



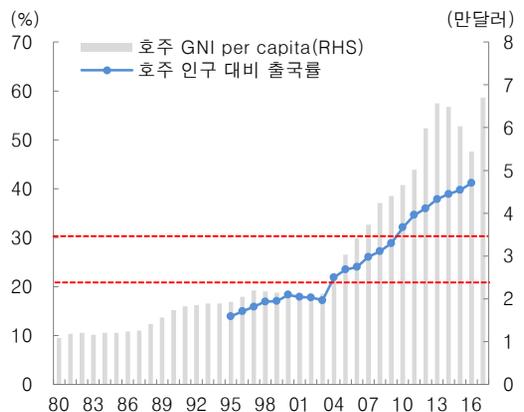
자료: World Bank, 각국 관광청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. 프랑스 인당 소득 및 인구 대비 출국률



자료: World Bank, 각국 관광청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 10. 호주 인당 소득 및 인구 대비 출국률



자료: World Bank, 각국 관광청, 대신증권 Research&Strategy본부

2) 쉽표 있는 삶. 국가에서 장려하는 여가시간 확대

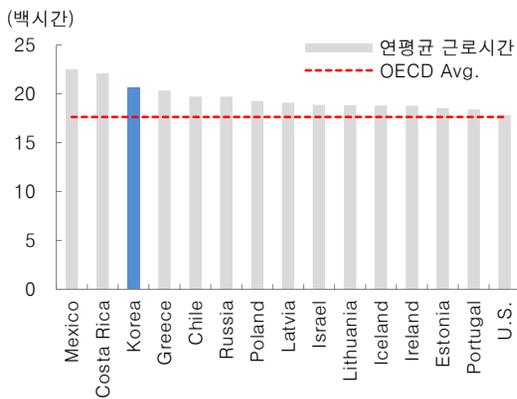
**연평균 근로시간
OECD 평균 17% 상회**

대한민국은 OECD 국가 중 가장 큰 폭의 근무시간 단축을 이루어낸 나라다. 지난 2002년 주 5일 근무제(법정근로시간 주당 44시간→40시간), 2014년 대체공휴일제 도입 등의 덕분이다. 그러나 여전히 한국인의 연간 근로시간(2,069시간)은 OECD 회원국 중 멕시코와 코스타리카에 이어 세번째로 가장 긴 시간이며, 동시에 OECD 국가들의 평균 근로시간을 17% 이상 상회하는 수준이다.

장시간의 근무 시간은 오히려 개인의 창의성을 저하시켜 생산성을 감소시키고, 충분한 휴식과 여가 시간이 확보되지 못할 경우 전반적인 삶의 만족도가 떨어지면서 비혼과 저출산 등 다양한 사회적 이슈로 이어진다는 공감대가 빠르게 확산되었다.

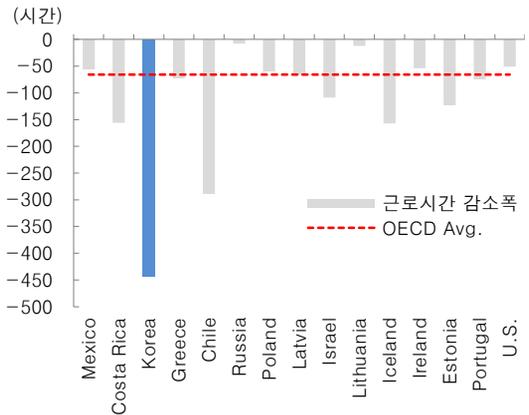
정부는 ‘2018 경제정책 방향’을 통해 실질적 노동시간 단축과 삶의 질 향상을 위한 다양한 방안을 제시했으며, 2018년 2월 28일 근로시간 단축법을 통과시켰다. 가족 중심의 여가문화 확산과 함께 근로시간을 줄이고자 하는 노력이 지속되고 있다.

그림 11. 근로자당 연평균 근로시간(상위 15 개국)



주: 2016년 기준
자료: OECD, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 12. 연평균 근로시간 감소폭(2000년~2016년)



주: 2016년 기준
자료: OECD, 대신증권 Research&Strategy본부

근로시간 단축법

근로시간을 주당 68시간에서 52시간으로 줄이는 근로시간 단축법이 지난 2018년 2월 통과되었다. 기존 주중 12시간, 휴일 12시간으로 구분되던 휴일근로를 연장근로에 포함시키는 것을 주 내용으로 한다. 오는 7월 1일부터 임직원 300인 이상 사업장을 시작으로 2022년까지 단계적으로 확대 적용될 예정이다. 정부는 동시에 실질적 노동시간 단축을 위해 대체공휴일 적용 범위 확대 및 일부 공휴일의 요일제 전환 등을 제시했다.

공휴일 유급휴무, 연가저축제

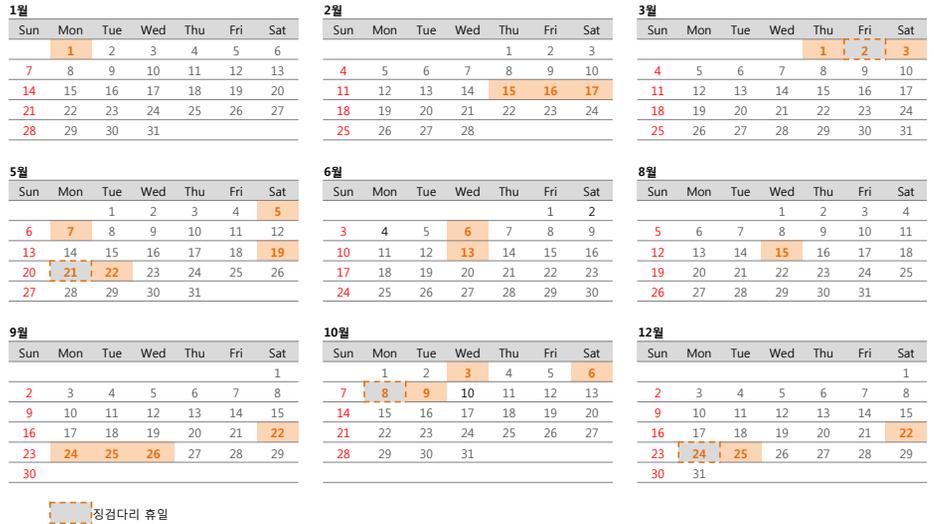
공공기관에만 적용되던 법정 공휴일 유급휴무 제도 또한 2022년 1월까지 민간기업으로 확대될 예정이다. 지난 2015년 공공기관을 중심으로 도입된 연가저축제 또한 더욱 활성화시켜 현재 평균 법정 연가 일수(20.4일)의 50% 수준에 불과한 실사용일수를 확대하고, 이 또한 민간 부문으로 확대해 전반적인 장기휴가 문화를 조성할 계획이다.

쉽표 있는 삶에 대한 기대감 빠르게 확산

최저임금 인상과 함께 ‘쉽표 있는 삶’에 대한 기대감은 그 어느때보다 높아졌다.

2018년 총 공휴일 수는 69일이고, 이는 2017년과 동일한 역대 최다 수준이다. 비록 올해는 전년의 두 차례와 같은 황금연휴는 없지만, 반대로 휴일이 상대적으로 골고루 분포되어 있기 때문에, 징검다리 휴일을 활용한 3박4일 이상의 중단거리 여행 수요가 높을 것으로 전망한다.

그림 13. 2018년 공휴일과 활용 가능한 징검다리 휴일들



자료: 대신증권 Research&Strategy본부

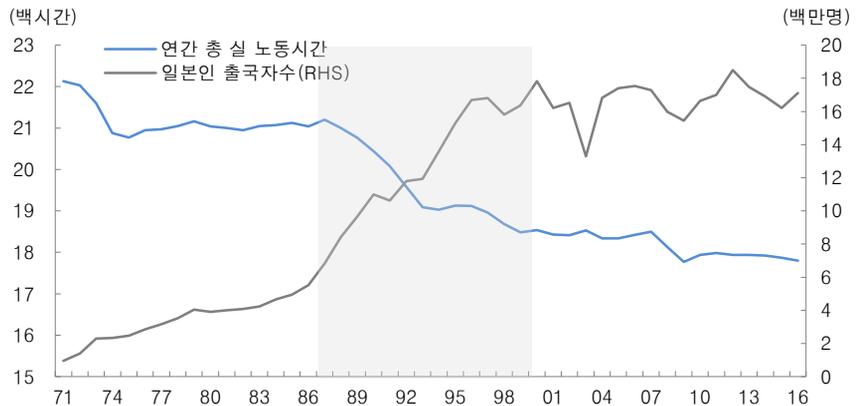
일본 사례 점검(1). 키워드는 근로시간, 소득, 해외여행

일본 근로시간 단축

가까운 일본을 살펴보자. 과거 일본은 연평균 9.6%(1955~1972년)의 가파른 속도의 경제 성장을 이루어냈다. 그러나 그 이면에는 1980년대 후반까지의 고강도 장시간 근로 문화가 자리잡고 있었다. 1970년 일본 근로자의 연평균 노동시간은 2,339시간, 단순 계산해보면 연중 휴가 없이 주 5일 9시간을 꼬박 일했던 셈이다.

이후 일본정부는 범국가적 차원에서 내수 소비 촉진을 통한 경기활성화를 목적으로 1987년 노동기준법을 개정했다. 1988년 4월부터 주당 법정근로시간은 48시간에서 46시간으로 단축되었으며, 1991년 44시간, 1994년 40시간으로 단계적 감축이 시행되었다. 자연스럽게 일본인의 연평균 노동시간은 1987년 2,120시간에서 1991년 2,008시간, 1994년 1,903시간으로 감소했고, 현재 1,800시간 이하로 유지되고 있다. 일본 노동법상 현재 근로시간은 주 5일 8시간, 주당 40시간이다.

그림 14. 일본인의 노동시간 감소는 출국률의 증가로 이어진다



자료: 일본 후생노동청, 각 국 관광청, 대신증권 Research&Strategy본부

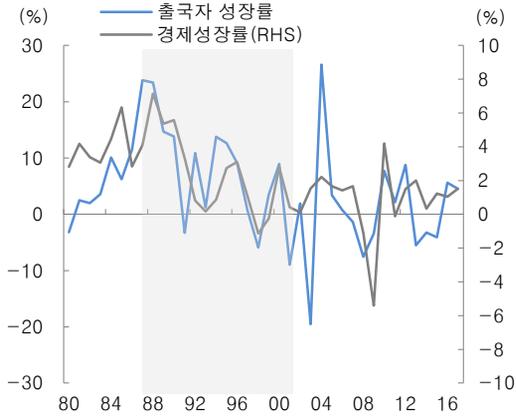
현 일본 출국률 14%, 지난 2000년 달성

2017년 일본인 출국자수는 1,789만명, 인구 대비 출국률은 14.0%를 기록했다. 국내 출국률이 50%를 넘어선 것과 비교했을 때 상당히 낮은 수준으로, 양국간 단순 비교는 맞지 않으나, 일본은 이미 지난 2000년 출국자수 1,782만명, 출국률 14%를 달성했다는 점이 흥미롭다. 참고로, 일본인의 해외여행 자율화는 국내보다 25년 앞선 1964년이다.

일본 노동법 개정안 시행 직전인 1987년 일본 출국자수는 683만명이었는데, 2000년까지 연평균 7.7% 성장했고, 출국률은 8.4%p 증가했다. 장기 경기침체(1991~2000년)에도 불구하고, 범국가적 차원에서 진행한 근로시간 단축 노력이 영향을 미쳤다고 판단한다. 여기에 일본 인당 소득 증가와 엔화 강세가 더해지면서 일본 출국자수는 빠르게 증가했다.

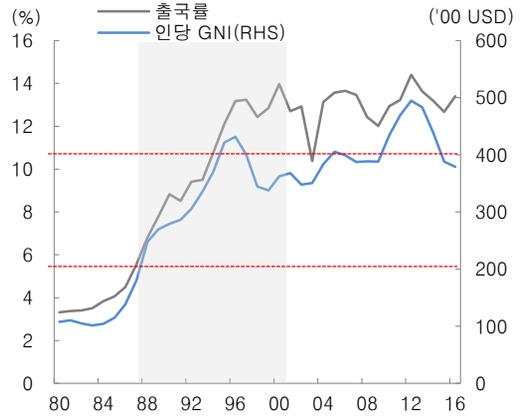
시간과 경제적 여유를 기반으로 우호적 환경이 예상되는 우리나라도 추가적인 아웃바운드의 상승이 충분히 가능하다고 판단한다.

그림 15. 일본 출국자 성장률 및 경제 성장률



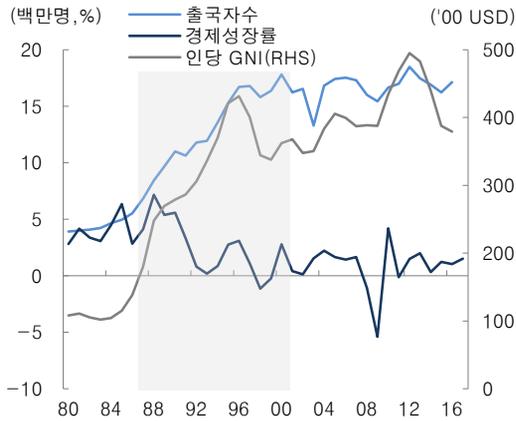
자료: 각 국 관광청, World Bank, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 16. 일본 출국률과 인당 국민소득



자료: 각 국 관광청, World Bank, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 17. 일본 출국자수, 경제 성장률, 인당 국민소득



자료: 각 국 관광청, IMF, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 18. 달러당 엔화 환율 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

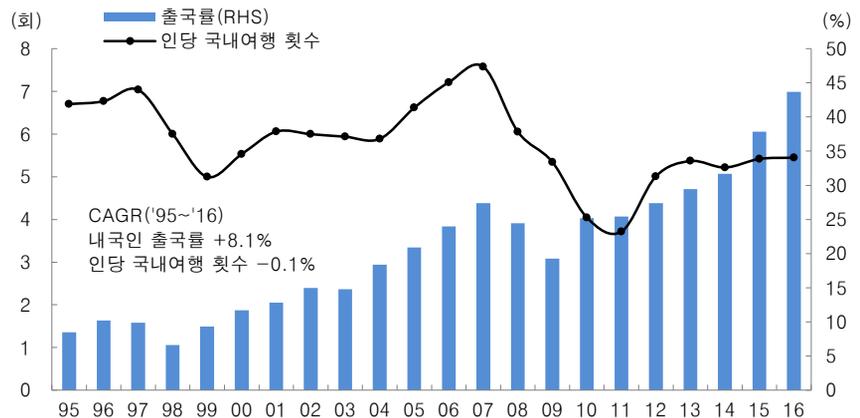
돈과 시간이 있으면, 국내보다는 해외로

국내보다 해외여행 선호도 높을 수 밖에

소득 수준의 향상과 여가시간 증가는 여행 수요의 확대로 이어졌지만, 대부분 국내가 아닌 해외로 집중되었다는 점이 흥미롭다. 결국 가성비 문제인데, 국내외 여행간 비용 차이가 크지 않거나, 오히려 국내가 더 비싸다는 푸념아닌 푸념이 익숙한 요즘이다. 대한민국은 세계적으로 인구 밀도가 높은 국가 중 하나다. 이왕이면 사람 많고 복잡한데다 특색도 없(다고 느껴지)는 국내 관광지 대신, 저렴하면서 이국적인 동남아에서 폭 쉬다 오거나, 멀리 유럽에서의 새로운 경험을 원하는 사람들이 많은 것은 당연하다. 설문조사 결과 응답자의 62%가 국내여행보다 해외여행을 더 선호하는 것으로 나타났다.

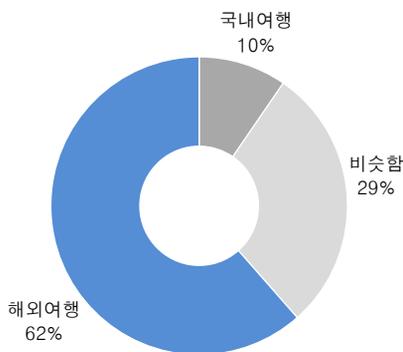
만 15세 이상 국민의 국내여행 관련 비용은 2000년 이후 연평균 4.5% 꾸준히 상승하는데 반해, 횟수 자체는 연 5.4회에서 대체적으로 유지되고 있다. 반면, 해외여행 평균 지출액은 오히려 감소하고 있으며, 동기간 출국자는 연평균 9.2% 성장했고, 출국률 또한 39.8%p 증가했다. 즉, 비용 부담이 줄어들면서 해외여행 수요가 늘었다고 보는 것이 타당하며, 이는 저비용항공사(LCC)의 등장과 그에 따른 항공시장 경쟁심화에 기인한다.

그림 19. 인당 국내여행 횟수 및 내국인 출국률 추이



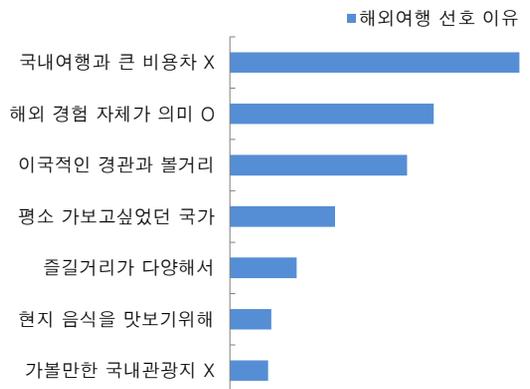
자료: 한국문화관광연구원, 통계청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 20. 국내 vs. 해외여행 선호도



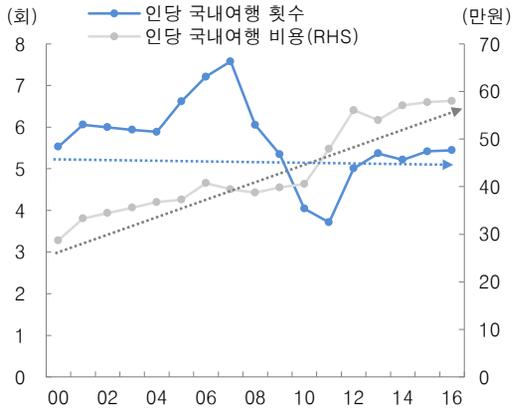
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 21. 해외여행 선호 이유



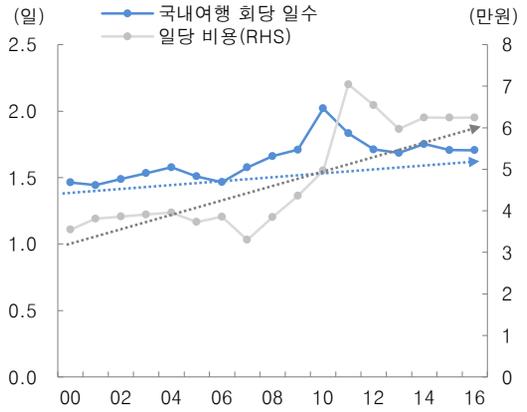
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 22. 국내여행 인당 횟수 및 비용 추이



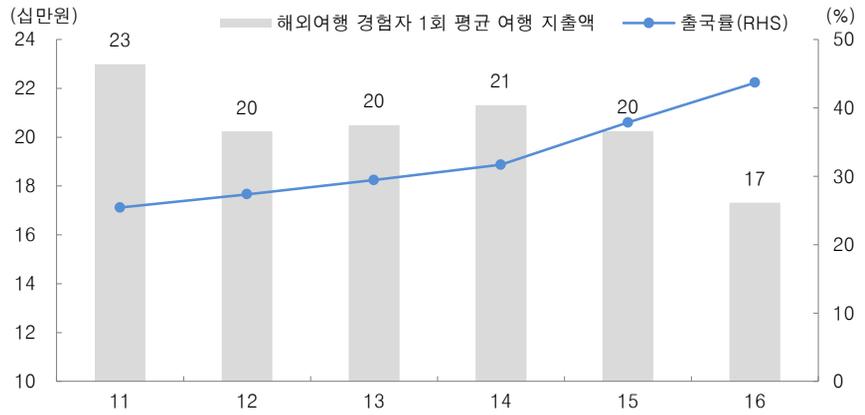
자료: 한국문화관광연구원 통계청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 23. 국내여행 회당 일수 및 일당 비용



자료: 한국문화관광연구원 통계청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 24. 해외여행 경험자 1회 평균 인당 지출(P)은 감소하고, 출국률(Q)은 높아지고



자료: 한국문화관광연구원, 대신증권 Research&Strategy본부

3) 항공시장 경쟁 구도 형성. LCC 의 등장

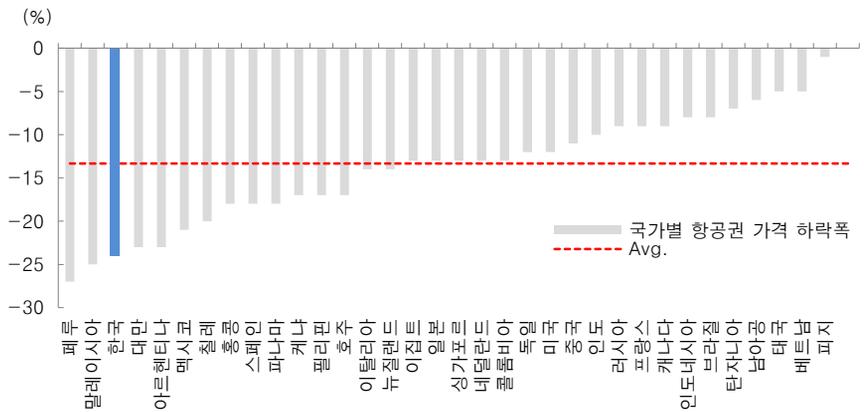
항공시장 경쟁체제, 공급측면에서 우호적

- 1) 저렴한 가격
- 2) 다양한 여행지
- 3) 편리한 일정

내 월급 빼고 다 오르는 세상이라지만, 아무리 물가가 올라도 해외 항공권 가격만큼은 꾸준히 낮아지고 있다는 점이 약간의 위로가 된다. 대형 항공사(Full Service Carrier, FSC)가 제공하는 서비스를 최소화해 운임 요금을 획기적으로 낮춘 저비용항공사(Low Cost Carrier, LCC)의 등장이 바로 그 배경이다.

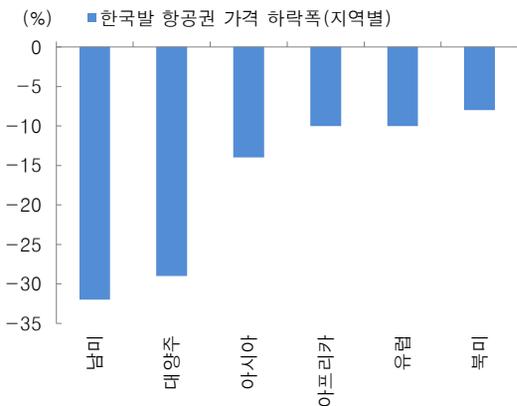
2005년 티웨이항공, 제주항공에 이어 진에어와 에어부산, 에어서울, 이스타항공 등 신규 LCC 취항이 이어지면서, 근거리를 중심으로 항공권 공급이 크게 확대되었다. 이들은 가격 경쟁력을 무기로 여행자들의 경제적 부담을 낮추었다. 동시에 항공사간 경쟁이 심화되면서, 기존 노선 운항 횟수 뿐만 아니라 다양한 신규 취항지가 늘어났다. 이는 소비자들의 여행지 및 시간대 선택의 범위를 넓히면서 새로운 여행 수요를 만들어내고 있다.

그림 25. 국가별 왕복 항공권 가격 하락폭(2014년~2017년)



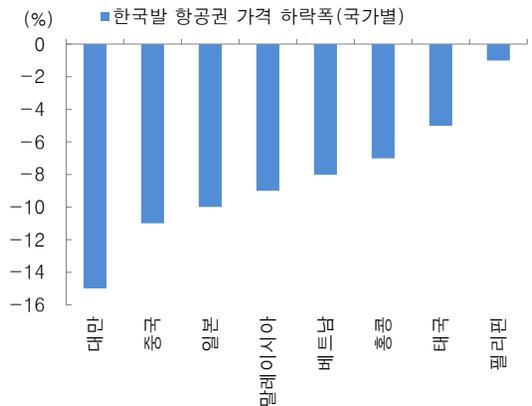
주: 14.10월~15.9월 평균 대비 16.10월~17.9월 평균 기준, 한국인 포함 전세계 35개국 여행객이 구매한 왕복 항공권 분석
 자료: Skyscanner, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 26. 한국발 항공권 가격 하락폭(지역별)



주: 14.10월~15.9월 평균 대비 16.10월~17.9월 평균 기준
 자료: Skyscanner, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 27. 한국발 항공권 가격 하락폭(아시아 국가)



주: 14.10월~15.9월 평균 대비 16.10월~17.9월 평균 기준
 자료: Skyscanner, 대신증권 Research&Strategy본부

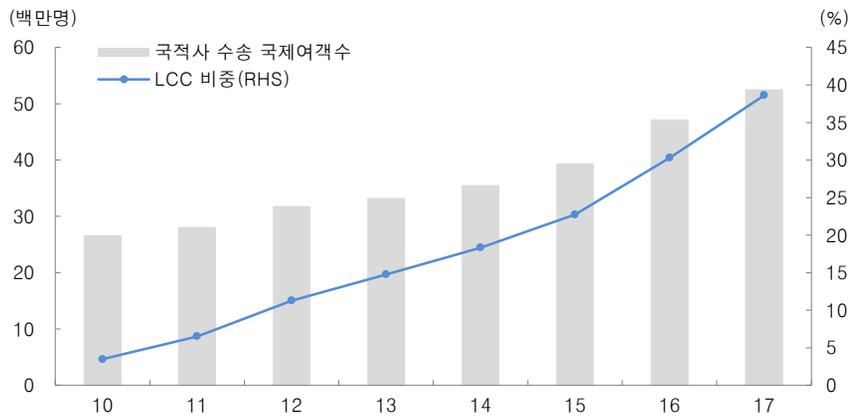
LCC 비중 확대. 신규 항공기 적극 도입. 다양한 운항 노선

LCC 비중 확대
성장세는 지속된다

2017년 국내 LCC 사업자들이 수송한 국제여객은 총 2,030만명(+41.9% yoy)으로, 전체 국적사 수송 여객 5,257만명(+11.4% yoy)의 39%를 차지하며, 외항사를 포함하더라도 전체 국제여객의 26%를 차지한다. LCC를 이용한 국제여객수가 350만명을 돌파한 지난 2012년 이후에도 연평균 41.4% 높은 성장을 지속 중이다.

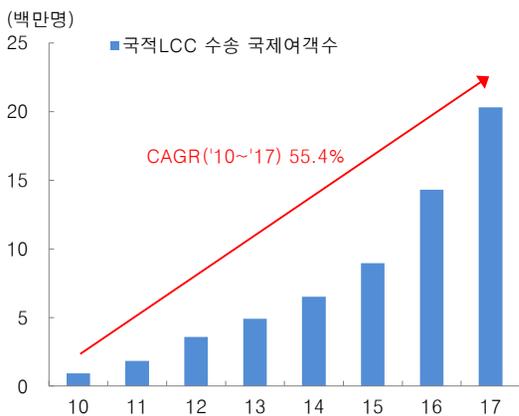
국토교통부의 국제선 정기편 항공운항 일정에서도 LCC의 비중 확대는 두드러지게 나타난다. 2018년 하계 93개 항공사가 357개의 노선에 주 4,782회(+8.4% yoy) 운항 예정이다. 그 중 국적 LCC의 비중은 30.5%에 달한다. 이들의 운항횟수는 2017년 동계와 2018년 하계 각각 28.1%, 27.7% 증가하면서 성장을 주도하고 있다.

그림 28. 전체 국제여객수의 39%는 저가항공사(LCC) 수송객



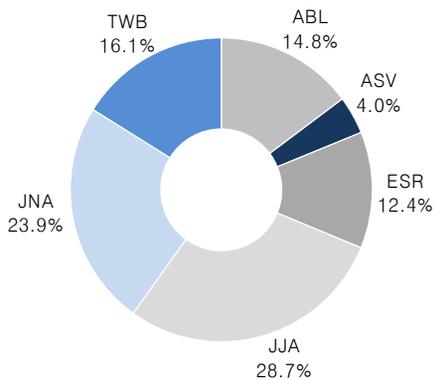
주: 정기+부정기 수송 실적, 외항사 제외 기준
자료: 항공정보포탈, 한국공항공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 29. 국적 LCC 수송 국제여객 연평균 55% 성장



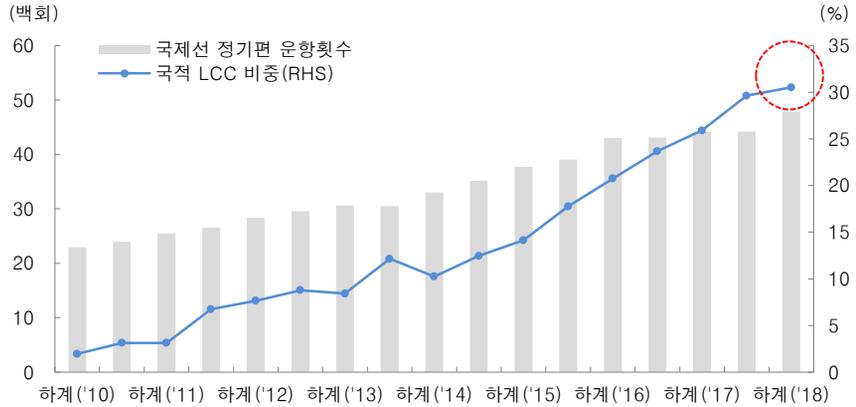
주: 정기+부정기 수송 실적
자료: 항공정보포탈, 한국공항공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 30. 국적 LCC 국제여객 운송 비중(2017년 기준)



주: 티웨이(TWB), 에어부산(ABL), 에어서울(ASV), 이스타(ESR), 제주(JJA), 진에어(JNA)
자료: 항공정보포탈, 한국공항공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 31. 국제선 정기편 운항 스케줄 인가 추이

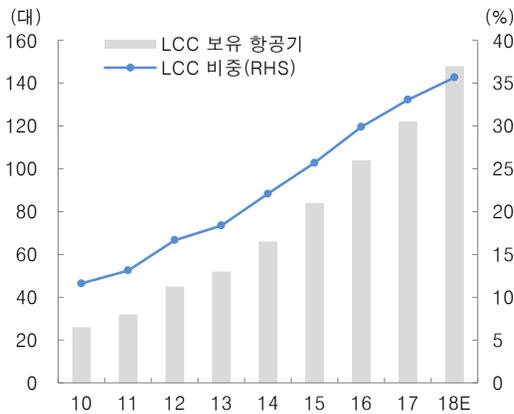


주: 하계 3/26~10/28, 동계 10/30~3/25
 자료: 국토교통부, 대신증권 Research&Strategy본부

**LCC 중심의
신규 항공기 도입**

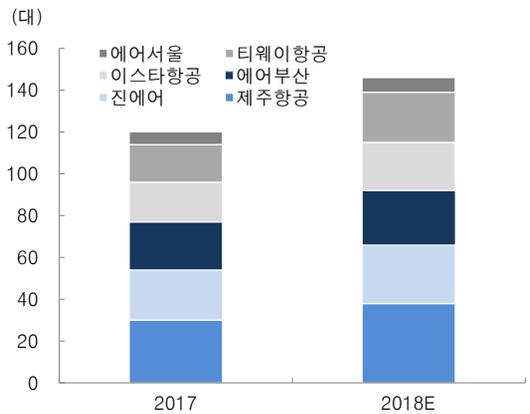
2017년 12월 기준 국내에 등록된 운송사업용 항공기는 총 369대로, 매년 20대 이상 꾸준히 증가 중이며, LCC의 적극적인 신규 항공기 도입이 전체 증가세를 이끌고 있다. 2017년 신규 도입 항공기 중 총 18대가 에어부산, 제주항공 등 LCC이고, 현재 LCC 보유 항공기는 주로 일본이나 동남아 등 단거리 노선에 최적화된 B737, A321 등 122대로, 전체 운송사업용 항공기의 33%다. 국토교통부의 2018년도 신규 항공기 도입 계획에 따르면, LCC 보유 항공기는 148대(+26대)까지 늘어날 예정이다.

그림 32. 2018년 LCC 보유 항공기 148대 전망



자료: 국토교통부, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 33. 2018년 LCC 보유 항공기 148대 전망



자료: 국토교통부, 언론보도, 대신증권 Research&Strategy본부

신규 노선 확대

LCC 비중 확대와 항공시장내 경쟁 구도는 합리적인 항공권 운임 하락, 기존 노선 및 신규 취항 증가로 직결된다. 기존 노선이 경쟁 심화로 수익성이 낮아지게되면 항공사들은 신규 또는 단독 노선 취항을 늘리면서 경쟁력을 강화시키고자 한다. 특히 LCC는 근거리 및 소도시를 중심으로 노선을 확대중이며(2018년 하계 기준 일본, 동남아 운항 LCC 비중 각각 60%, 33%), FSC는 미주, 구주 등 장거리 노선 공급을 확대 중이다.

신규 노선의 중요성. 공급이 수요를 만들어내는 시장

공급이 수요를
만들어내는 시장
신규 노선=신규 수요

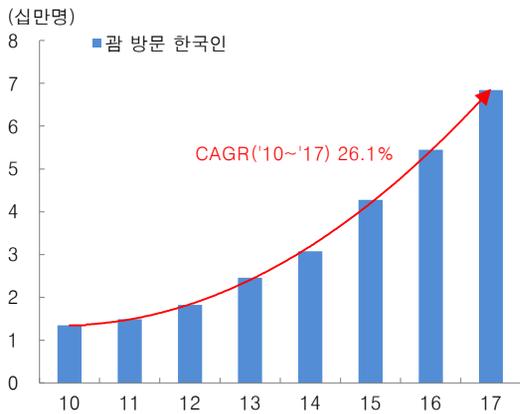
신규 노선은 신규 여행 수요를 창출한다는 사실에 주목하자. 항공사에서 신규 노선 취항을 발표하면, 여행사들은 발빠르게 항공사의 신규 취항지를 중심으로 하는 새로운 여행 상품을 내놓는다. 예를 들어, 지난 18.5월 아시아나항공이 인천-베네치아 직항 노선을 신규로 취항했으며, 하나투어는 아시아나 베네치아 취항 특가 신규 상품을 판매했다.

국가간 물리적 거리는 변하지 않더라도, LCC는 소비자들의 여행지 선택의 폭을 늘리면서 심리적, 시간적, 경제적으로 더 가까워졌다고 느끼게끔 한다. 접근성의 문제다.

사례1) 괌

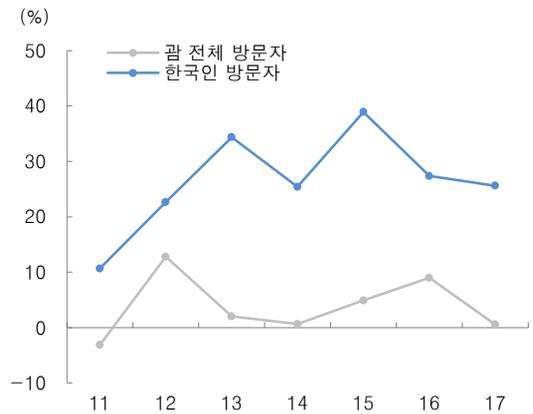
과거 대한항공 독점이었던 인천-괌 노선에 진에어(2010년 4월), 제주항공(2012년 9월)의 취항 이후, 괌을 방문하는 한국인은 괌 전체 방문자 증가율을 크게 상회하면서, 2010년 13만명에서 2017년 68만명으로 연평균 26% 이상 빠르게 성장해왔다. 이는 전체 괌 방문객의 44%로, 현재 티웨이, 에어부산, 에어서울 또한 해당 노선을 운영 중이다.

그림 34. 괌 방문 한국인수 추이



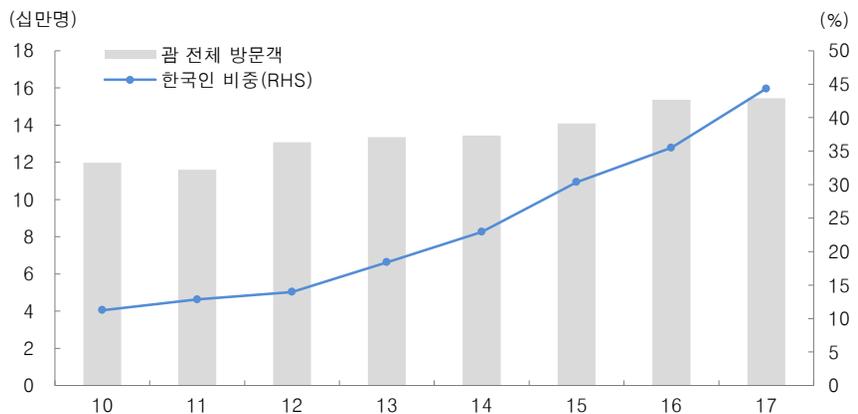
자료: Guam Visitors Bureau, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 35. 괌 전체 및 한국인 방문자 증가율(%)



자료: Guam Visitors Bureau, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 36. 괌 전체 방문자수 및 한국인 비중 추이. 2017년 기준 44%



자료: Guam Visitors Bureau, 대신증권 Research&Strategy본부

사례2) 베트남

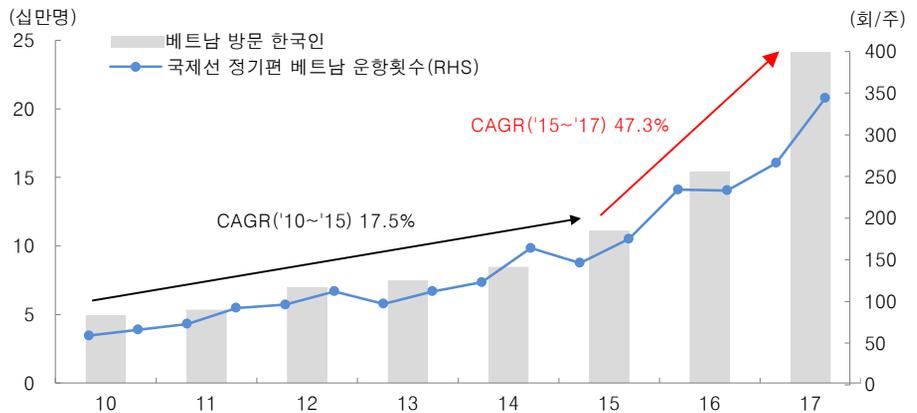
베트남 역시 항공권 공급의 확대가 새로운 수요를 이끌어낸 대표적인 여행지다.

베트남이 뜬대
호치민, 다낭, 나트랑

지난 2011년 12월 아시아나, 2012년 1월 대한항공이 다낭에 신규 취항하면서 베트남은 새로운 휴양지로 주목받기 시작했다. 이후 2015년 진에어와 제주항공, 2016년 티웨이, 2017년 이스타 등 LCC가 대거 취항하면서, 국적사들의 베트남행 운항횟수는 2010년 하계 주 59회에서 2018년 하계 주 409회로 증가했다.

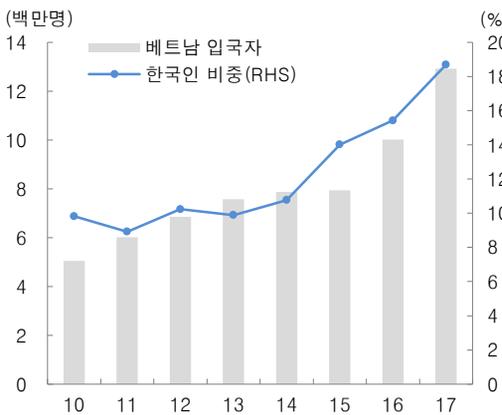
항공권 공급(Q) 확대와 LCC에 기인한 운임 하락(P)이 동시에 이루어지면서, 자연스럽게 베트남을 방문하는 한국인은 2010년 50만명에서 2017년 242만명으로 급증했다. 에어서울을 포함한 국적 LCC 및 베트남 민영 비엠펙항공, 국영 베트남항공 등을 통한 신규 노선 확대는 여전히 현재 진행중으로, 베트남 방문 한국인의 추가 성장이 예상된다.

그림 37. 베트남행 국제선 정기편 운항 횟수와 베트남 방문 한국인수 추이



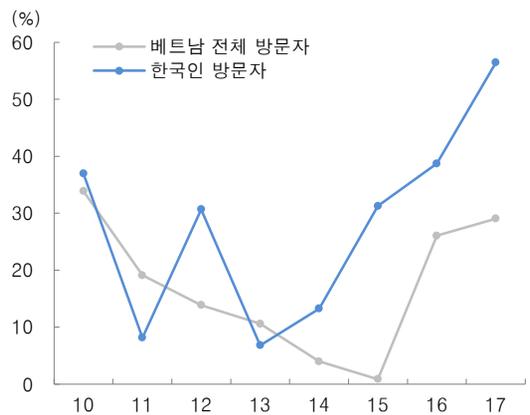
자료: 국토교통부, 각 국 관광청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 38. 베트남 전체 방문자 및 한국인 비중 추이



자료: Vietnam National Administration of Tourism, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 39. 베트남 전체 및 한국인 방문자 증가율(%)



자료: Vietnam National Administration of Tourism, 대신증권 Research&Strategy본부

사례3) 일본

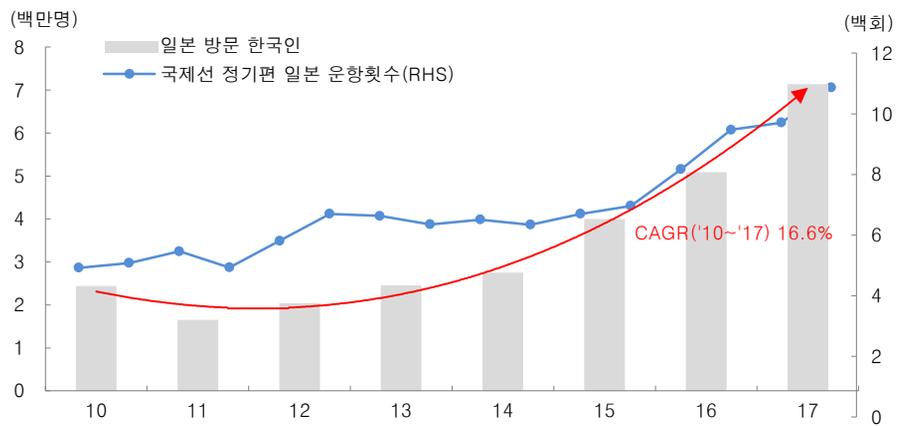
방일 한국인은 2년 연속 전체 방일 외국인의 성장세를 추월하면서 빠르게 증가 중이다.

소도시 취향 증가로 인기는 지속될 것

일단 마음만 먹으면 당일치기로라도 다녀올 수 있을 정도로 가까운데다, 엔저가 지속되고 있는 상황에서, 항공사들은 경쟁적으로 주요 도시 운항 횟수 및 중소도시 신규 취항을 확대했다.

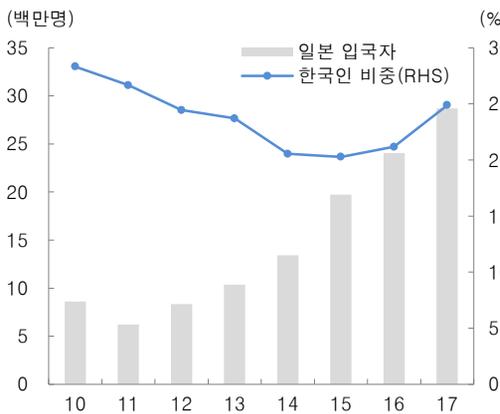
일본 운항횟수는 2010년 하계 주 492회에서 2018년 주 1,160회로 크게 증가했다. 그중 60%가 국적 LCC 운항 노선이며, 상당 비중을 일본내 개성이 뚜렷한 소도시들이 차지한다. 각종 미디어를 통해 일본 여행의 노출도가 급격하게 상승하면서, 일본 여행 수요는 더욱 가파르게 증가하고 있는 상황이다.

그림 40. 일본행 국제선 정기편 운항 횟수와 일본 방문 한국인수 추이



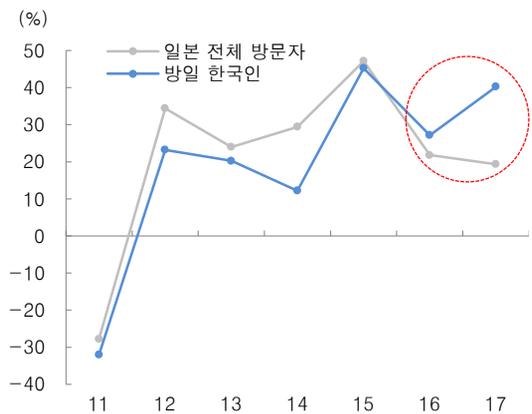
자료: 국토교통부, 각 국 관광청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 41. 방일 한국인 추이



자료: JNTO, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 42. 일본 전체 및 한국인 방문자 증가율(%)



자료: JNTO, 대신증권 Research&Strategy본부

4) 인천국제공항, 한번 더 커진다

인프라 확대

2017년 11월 국토교통부는 인천국제공항 4단계 사업계획을 포함한 ‘인천국제공항 개발 기본계획 변경안(제9차)’을 고시했다. 향후 6년간 약 4조 2천억원 이상이 투입될 예정으로, 제2여객터미널(T2) 확장과 3.75km 규모의 제4활주로 건설이 골자다. 연간 수용가능 여객수는 7.2천만명에서 1억명으로 늘어난다. 현재 인천공항 슬롯은 62회로, 항공사간 경쟁이 치열한 주요 시간대 슬롯의 포화 문제가 일정 부분 해결될 것으로 기대된다.

2018년 1월 인천공항 제2여객터미널(T2)이 개장했다. 기존 제1터미널은 아시아나 및 국적 LCC 등 86개 항공사 위주로 운영되고, 대한항공 및 스카이팀 소속 4개사는 T2로 이전했다. 인천공항 전체 여객 수용 능력은 7,200만명으로 33% 가량 증가했으며, 2016년 인천공항 수하물 대란 등의 재발을 막을 수 있는 병목현상 해결 효과가 기대된다.

· Slot(슬롯): 시간당 항공기 이착륙 횟수

그림 43. 인천국제공항 4 단계 사업 조감도



자료: 인천국제공항공사, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 인천국제공항건설 기본계획(4 단계 추진)

(개, m, 천m², 개소, 만명)

	1 단계	2 단계	3 단계	4 단계	누적
개항 및 건설 완료 시점	2001-03-29	2008-06-20	2018-01-18	2023년 예정	
활주로	2개	1개	-	1개	5개
활주로(m)	3,750 x 60	4,000 x 60	-	3,750 x 60	
여객터미널 / 탑승동(천 m ²)	T1	507	-	-	507
	T2	-	-	387	703
	T3	-	-	-	480
	Ca	-	166	-	166
	계	507	166	387	316
여객계류장(개소)	60	49	54	73	318
화물계류장(개소)	24	12	13	13	95
연간 여객 처리능력	5,400 만명		1,800 만명	2,800 만명	1 억명

자료: 국토교통부, 대신증권 Research&Strategy본부

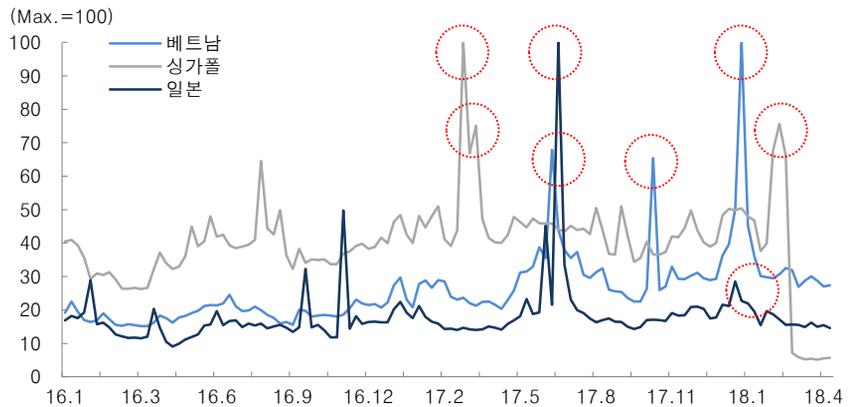
5) 심리적 거리감 단축은 미디어도 한 몫 했다

여행 콘텐츠 급증

- 1) 다양한 장소
- 2) 다양한 주인공
- 3) 다양한 여행 형태

과거 TV에서의 해외 풍경은 대부분 다큐멘터리나 특집 방송에서 다루어졌다. 그러나 현재 해외(여행)는 가장 대중화되어 있으면서 인기 있는 콘텐츠 중 하나다. 방송사들은 앞다투어 새로운 곳들을 보여주며 시청자들의 관심과 호기심을 불러일으키고, 새로운 장소에 대한 심리적 장벽을 낮추고 있다. 특히 여행의 주체와 목적, 형태 등 소재가 다양해졌다는 점이 의미있다. 실제 주요 여행지와 관련된 검색량 추이를 살펴보면, 주요 예능에서 해당 지역이 노출될 경우 검색량이 유난히 증가하는 것을 확인할 수 있다.

그림 44. TV에 나오는 그 곳에 가고 싶다! 주요 관광지 방영되면 검색량이 증가



주: 검색어는 각 국가 주요 도시명과 단어 '여행' 포함. 각 검색어의 검색 및 클릭수 합산. 16.1월 이후 최대 검색량 100 기준
 자료: 네이버, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 45. 다양한 미디어 콘텐츠를 통해 노출되는 새로운 장소, 다양한 형태의 여행



자료: 네이버, 대신증권 Research&Strategy본부

II. 여행사를 이해하면 쓸림이 당연하다

진입장벽은 낮지만, 결코 쉬운 시장은 아니다

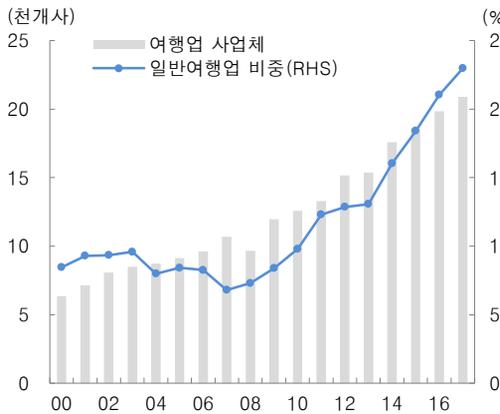
낮은 진입장벽
국내 여행사 1.6만개

국내 여행사는 많아도 너무 많다. 시장 자체가 타격을 받았던 2008년을 제외하면, 여행업체수는 꾸준히 늘어나고 있다. 2017년 기준 국내 여행업체는 2년 연속 1천개 이상 증가하면서 2.1만개로 늘어났다. 그 중 국내외 겸업 여행사의 이중 집계를 제외한 실제 여행사 숫자는 1.6만개 수준에 육박하는 것으로 파악된다.

정부가 산업 활성화를 위해 2018년 6월까지 2년간 여행업 등록 최소자본금을 50% 인하한 영향이다. 특히 상대적으로 인하폭(1억원)이 컸던 일반여행업(내외국인 대상의 국내외 여행업) 비중이 빠르게 증가했다. 최소자본금 요건 감면은 한시적으로 적용될 예정이었으나, 현재 이를 상시화하는 방안이 추진 중으로, 향후 여행사 증가세는 지속될 것으로 전망한다.

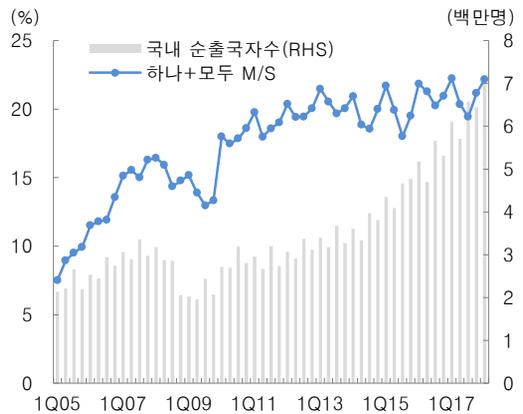
진입장벽이 낮고, 사업자간 경쟁이 치열한 시장임은 사실이다. 그러나 결코 쉬운 시장은 아니다. 여행업 특성상 규모의 경제에 따른 차이가 두드러질 수 밖에 없기 때문이다. 향후에도 경쟁력을 갖춘 상위 사업자로의 소비자 쏠림 현상은 지속될 것으로 전망한다.

그림 46. 여행업 사업체 및 일반여행업 비중



주: 일반여행업은 내외국인 대상의 국내외 여행 사업
자료: 관광지식정보시스템, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 47. 국내 출국자 및 주요 간판사 M/S 추이



주: 순출국자는 전체 출국자에서 승무원을 제외
자료: 하나투어, 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

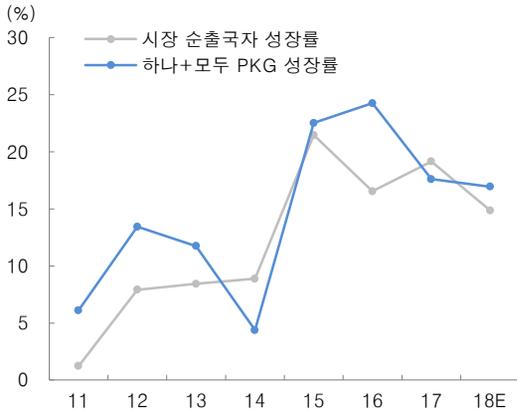
쉽지 않은 차별화

주요 관광지로 구성되는 패키지 상품의 특성상 상품 자체의 차별화가 쉽지 않기 때문에, 결국 모객단에서의 규모의 경제를 형성, 원가 절감을 통한 가격 경쟁력 확보가 여행사의 최우선 과제일 수 밖에 없다. 특히, 패키지 상품 구성 항목 중 가장 큰 비중(약 50%)을 차지하는 항공권을 대량으로 선확보하는 것이 매우 중요하다.

규모의 경제 중요성 대형사 선순환 구조

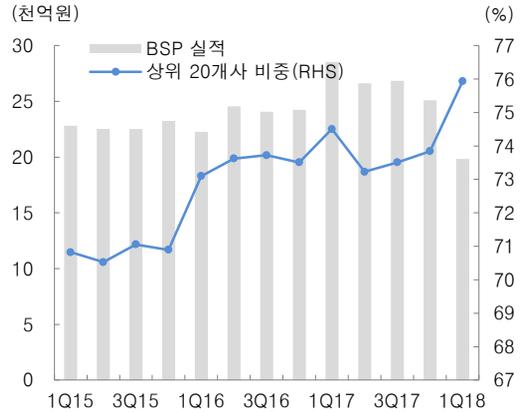
대형 여행사일수록 더 많은 항공권을 저렴한 가격에 확보할 수 있으며, 가격 경쟁력을 갖춘 다양한 일정의 상품 구성은 더 많은 모객으로 연결된다. 이는 다시 현지 랜드사와의 교섭력(Bargaining Power) 강화로 이어지고, 지상비(Land cost) 절감을 통한 전체 상품 가격은 더 낮아져 다시 소비자를 유인하는 선순환 구조를 만들어낸다.

그림 48. 전체 송출객과 상위사업자 송출객 증가율



자료: 하나투어, 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 49. 상위 20개사 발권 실적 비중 확대



자료: 대신증권 Research&Strategy본부

대형사 의존도 확대

자본금과 경험, 현지 네트워크 측면에서 열위에 있는 하위 사업자들의 경우, 주요 간접 판매(B2B2C) 여행사들로부터 수취하는 판매 수수료가 수익의 대부분을 차지한다. 지난 2010~2011년 대한항공과 아시아나의 국제선 발권수수료(7%) 폐지(제로컴)로, 항공사 발권수수료에 대한 수익 의존도가 높았던 이들이 직접적으로 영향을 받게 되면서, 간판사에 대한 하위 사업자들의 의존도는 더욱 높아졌다. 반면, 간판사들은 항공권 매입 규모의 경제 달성을 통한 볼륨 인센티브(VI) 및 패키지 상품 가격에 자연스럽게 포함된 발권수수료 등으로 제로컴의 영향을 최소화할 수 있었다.

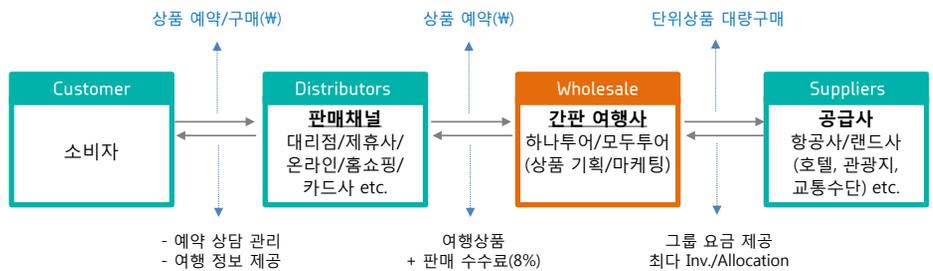
항공권 교섭력 강화

항공사는 안정적인 탑승률을 유지하고, 비성수기간 격차를 최소화하기 위해 여행사의 판매 실적을 기반으로 항공권을 배정한다. 갈수록 심화되는 항공사간 경쟁 상황에서, 여행사의 그룹 물량에 대한 의존도는 신규취항 노선이나 비수기 시즌에 높아질 수 밖에 없다. 상대적으로 많은 모객이 가능한 대형 여행사의 협상 경쟁력은 더 강화될 것이다.

브랜드 신뢰도까지, 상위 사업자로의 쏠림 현상 지속될 것

최근 저가 패키지 상품이나 중소여행사 폐업 관련 소비자 피해 사례가 급증하고 있다. 이러한 사례들이 부각될수록 브랜드 인지도를 기반으로 신뢰도를 구축해온 상위 사업자들의 쏠림 현상은 더욱 심화될 수 밖에 없다고 판단한다.

그림 50. 간접판매 여행사(Wholesale) B2B2C 사업 구조



자료: 대신증권 Research&Strategy본부

III. 패키지(PKG) 여행객, 늘어날 수 밖에 없다!

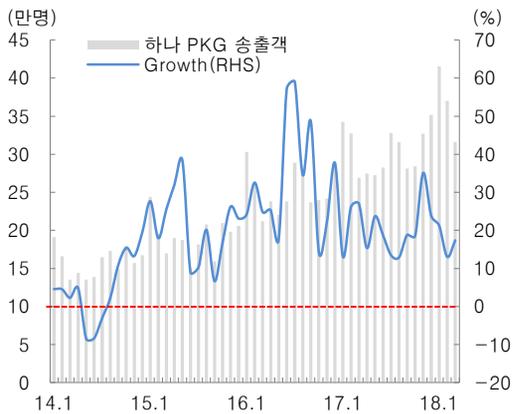
패키지(PKG)란?

패키지의 진화

패키지는 항공과 호텔뿐만 아니라 가이드, 현지 관광, 교통, 식사 등을 포함한다. 가격이 저렴하고 편리하며, 안전과 전문성이 보장된다는 장점이 있다. 젊은 층을 중심으로 자유 여행(FIT) 비중이 빠르게 늘어난 것은 사실이지만, 여행사 역시 다양하고 세분화된 소비자의 취향과 질적인 측면에서 높아진 눈높이를 충분히 인지 중이다. 기존 저가 패키지 관련 일부 부정적이거나 올드한 이미지에서 탈피하기 위해 다양한 노력을 지속 중이다.

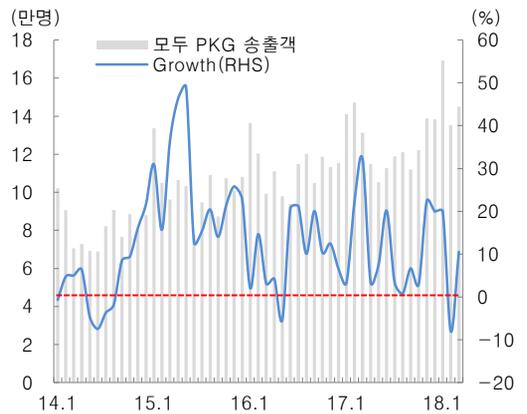
각 분야별 전문가가 동행하거나, 모녀여행 전문 상품 등 재미있는 여행을 기획하면서 새로운 수요를 만들어내고 있다. 자유 일정이 포함된 하이브리드 패키지나 최고급 프리미엄 상품도 등장했다. 아직까지 비중 자체가 크지 않은 것은 사실이나, 이러한 상품들은 단거리에도 높은 수익성이 특징으로, 고객군 및 수익원 다변화 측면에서 긍정적이다.

그림 51. 하나투어 패키지(PKG) 송객수 및 성장률



자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 52. 모두투어 패키지(PKG) 송객수 및 성장률



자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 53. 전문가 동반 테마여행 "테마가 여행을 바꾼다"



자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 54. 테마여행. 가족맞춤 모녀여행 "엄마 사랑 발견"



자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

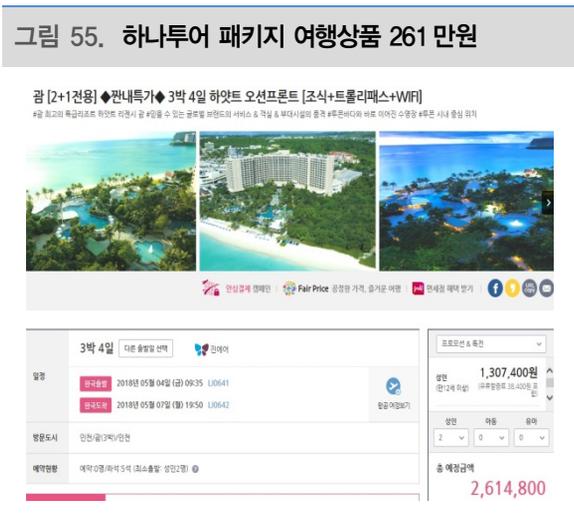
PKG vs. FTT

3박4일 콤팩 여행을 떠나보자.

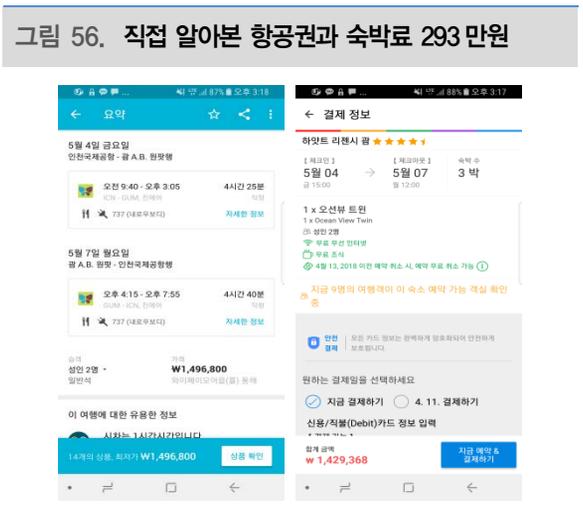
현재 하나투어에서 2인 기준 261만원에 판매 중인 콤팩 패키지 상품은 왕복 항공권과 5성급 리조트 숙박, 여행자 보험, 시내 관광 등으로 구성되어 있다.

메타서치앵과 온라인 호텔예약 서비스를 통해 패키지 상품에 포함된 것과 동일한 리조트와 항공권을 알아보았다. 2인 기준 최저가 항공권과 리조트 숙박비는 총 293만원으로, 단순 비교시 패키지가 10% 이상 저렴하다.

여기에 공항-호텔간 픽업 서비스와 현지 교통수단, 관광 일정 등이 패키지에 포함되어 있다는 점을 감안해보면, 패키지 여행의 가격 메리트와 편리함은 부각될 수 밖에 없다.



주: 18/5/4 출발, 항공권, 숙박, 여행자보험, 시내 관광 등 포함
자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부



주: 동일 날짜(5/4), 동일 시간대 항공권 및 동급 호텔 기준
자료: 스카이스캐너, 야고다, 대신증권 Research&Strategy본부

표 2. 패키지(PKG) vs. 항공권(FTT) 수익 구조

	PKG	FTT
수탁금	100	100
- 항공권	52	96
- 지상비	32	
= 순매출	16	4

자료: 대신증권 Research&Strategy본부

50대 이상 여행 수요에 주목해보자

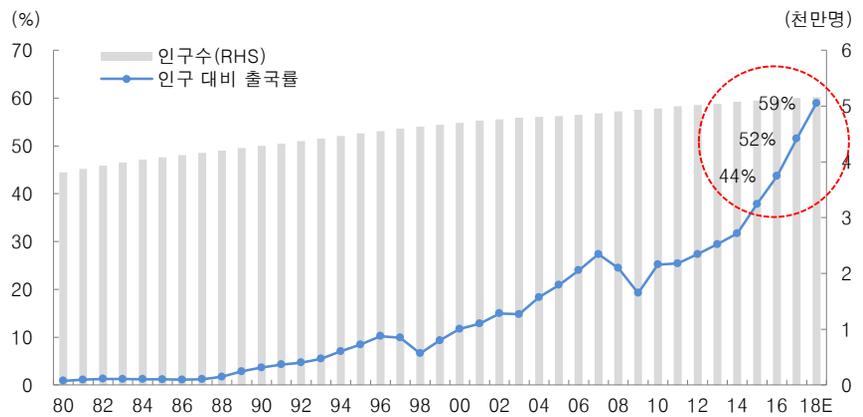
국내 출국률 52%
추가 성장 여력 높다

2017년 국내 출국률은 52%를 기록했으며, 2008~2009년을 제외하고 매년 성장을 지속 중이다. 다만 아웃바운드의 구조적 성장이 패키지(PKG) 여행상품을 주력으로 판매하는 기존 여행사들의 성장으로 이어질 수 있는지는 또 다른 문제다.

연령별 출국률 분석

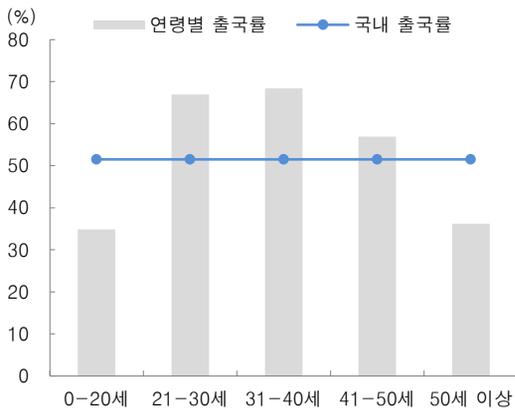
국내 20대와 30대의 출국률은 각각 67%, 68% 수준으로, 일단 이들이 국내 출국자 성장세를 견인해오고 있는 상황이다. 그 외 20세 이하와 50세 이상 인구의 출국률은 아직까지 국내 전체 출국률에 미치지 못하는 상황이다. 각 연령별 출국률 분석을 통해 해당 여행자들의 특성을 살펴보고, 향후 여행사들의 성장 동력을 찾아보고자 한다.

그림 57. 국내 총 인구 및 인구 대비 출국률 추이



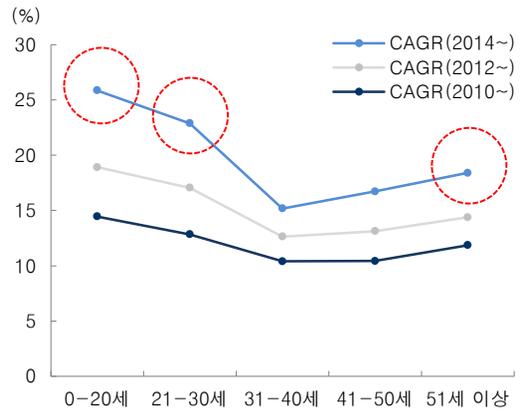
자료: 통계청, 한국관광공사, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 58. 연령별 출국률(2017년 기준)



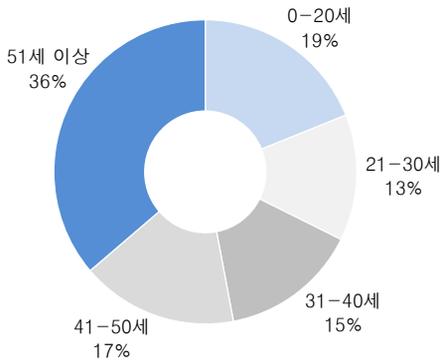
자료: 통계청, 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 59. 각 연령별 연평균 성장률 추이(기간별)



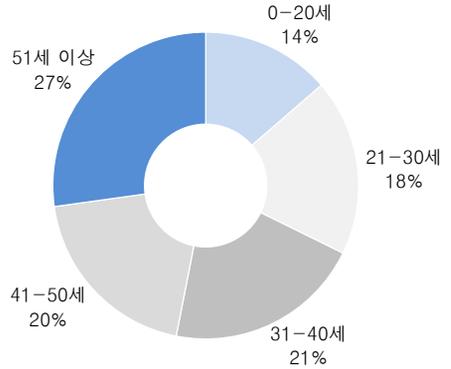
자료: 통계청, 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 60. 연령별 인구 비중(2017년 기준)



자료: 통계청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 61. 연령별 출국자 비중(2017년 기준)



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

50대 이상 출국자 현황 및 향후 전망

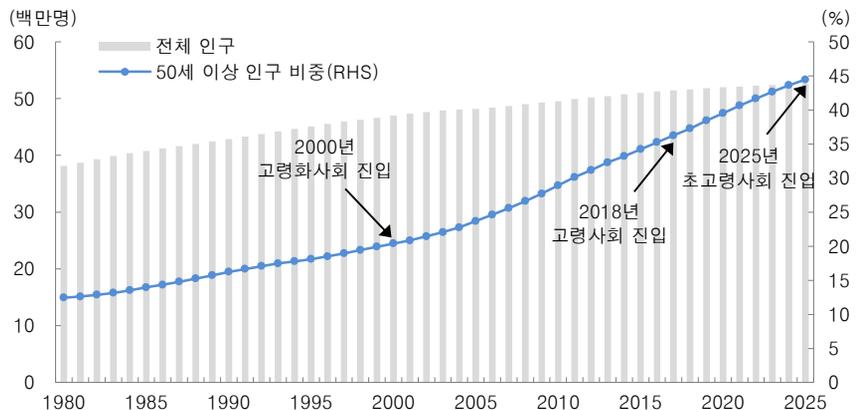
시간과 경제적 여유, 제3기 인생

국내 인구 중 50세 이상이 차지하는 비중은 36%인데, 출국자 비중은 27%에 불과하다. 이들의 절대 숫자 및 출국 비중의 추가 상승 여력이 매우 높다고 판단한다.

UN의 기준에 따르면, 대한민국은 지난 2000년 65세 이상 인구의 비중이 7%를 넘어서면서 고령사회에 진입했으며, 2018년 고령사회, 2025년 초고령사회에 진입할 예정이다. 고령화가 빠르게 진행되고 있는 상황에서, 작년과 올해 대부분 만 60세로 은퇴를 앞두고 있는 ‘58년 개띠’로 대표되는 베이비붐 세대에 주목해보자. 이들은 과거와 달리, 시간적 여유 뿐만 아니라 신체적으로 건강하면서 경제적 여유 또한 갖춘 세대라는 점에서 차별화된다.

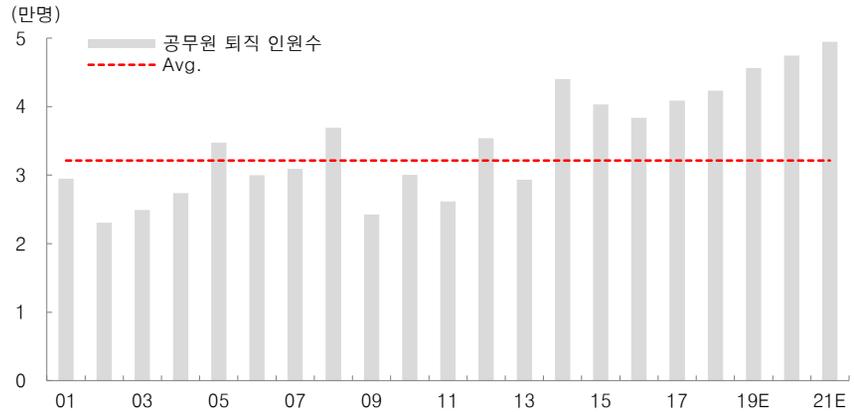
퇴직인구 추이를 가늠해볼 수 있는 공식사회 퇴직인원 추이를 보면, 이미 베이비붐 세대의 퇴직이 본격화되고 있다. 2017년부터 퇴직인원은 과거 15년간의 평균(약 3.2만명)을 크게 웃돌기 시작했으며, 2021년 4만 9천명 수준까지 꾸준히 증가할 예정이다.

그림 62. 전체 인구 및 50세 이상 인구 비중 추이



자료: 통계청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 63. 공무원 퇴직 추이



자료: 공무원연금공단, 인사혁신처, 대신증권 Research&Strategy본부

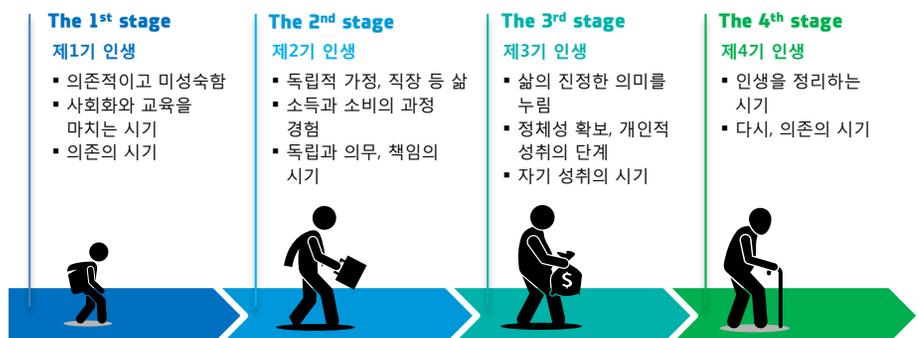
현재의 주 고객이자
향후 성장 동력

영국 사회학자 피터 라슬렛(Peter Laslett)는 은퇴 이후의 삶을 제3기 인생(The third age)으로 정의한다. 비로소 새롭게 자신의 인생을 실현해가며 삶의 진정한 의미를 누리고 개인적 성취를 거두는 단계로, 중년과 노년의 사이에 위치한 이른바 액티브 시니어들이다. 기대수명은 계속해서 늘어나고 있고, 체력 수준 또한 과거보다 높다. 현재 자신의 나이에 0.8을 곱해야 한다는 현대나이 계산법이 우스갯소리만은 아니다. 즉, 여행의 필수 요소인 경제적, 시간적 여유에 체력적 요소까지 뒷받침되어주고 있다.

중년은 지났지만 노년이라 불리기에 섭섭한 이들은 항공권 공급의 증가와 접근성이 좋은 지방공항의 활성화, 각종 미디어의 영향(<꽃보다>시리즈 등)으로 새로운 여행 주체로 부상 중이다. 시간적, 경제적 여유가 있으며, 은퇴 전후로 가족여행 뿐만 아니라 다양한 사모임도 적극적으로 참여하며 여가 생활을 즐기고자 한다.

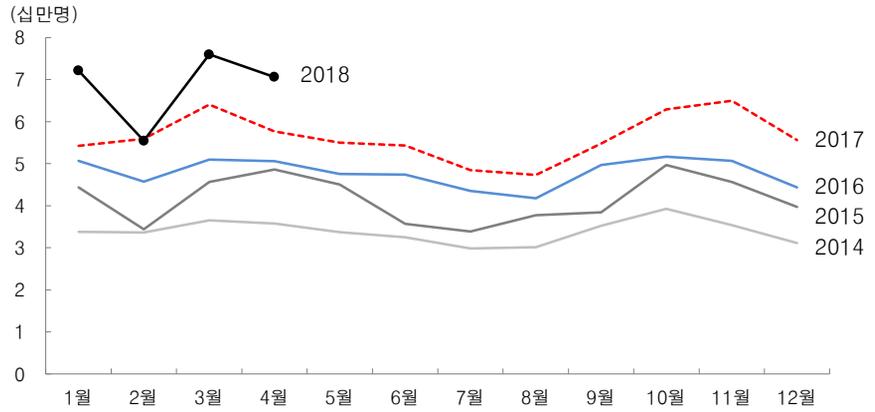
이들은 상대적으로 다른 연령층 대비 심리적, 문화적, 언어적 장벽이 높을 수밖에 없다. 따라서 공항에서부터 가이드가 동행하면서 크고 작은 고충을 해결해주는 편리한 패키지 여행을 우선적으로 고려할 수 밖에 없다. 여행사들의 현재의 주요 고객층(각 사별 차이는 있으나, 30~50% 수준)입과 동시에 향후 성장 동력이 될 것이다.

그림 64. 피터 라슬렛(Peter Laslett)의 인생주기 이론



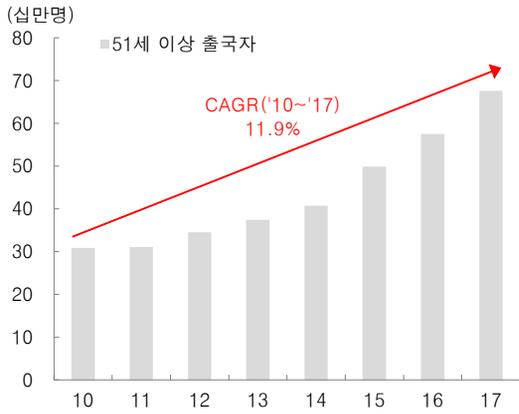
자료: 대신증권 Research&Strategy본부

그림 65. 월별 50대 이상 출국자 추이



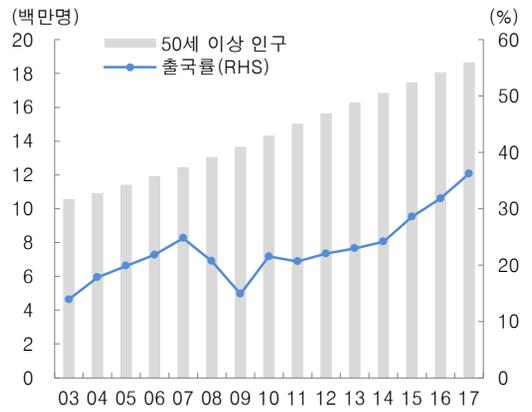
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 66. 51세 이상 출국자 추이



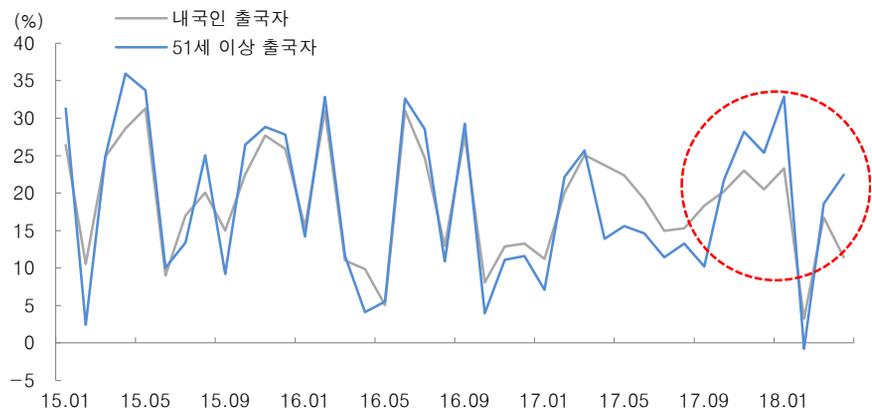
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 67. 50세 이상 인구 및 출국률 추이



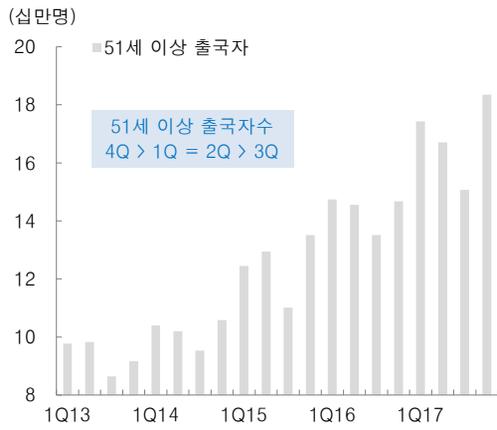
자료: 통계청, 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 68. 내국인 및 51세 출국자 성장률 추이(YoY)



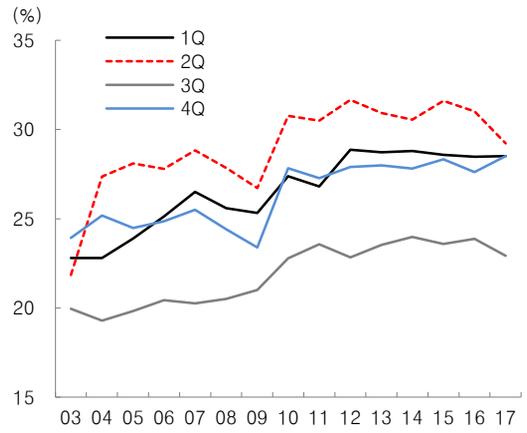
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 69. 51세 이상 출국자는 3Q 최대 비수기



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 70. 여행 비수기에 51세 이상 비중 오히려 증가



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

일본 사례 점검(2). 장년층의 여행 소비

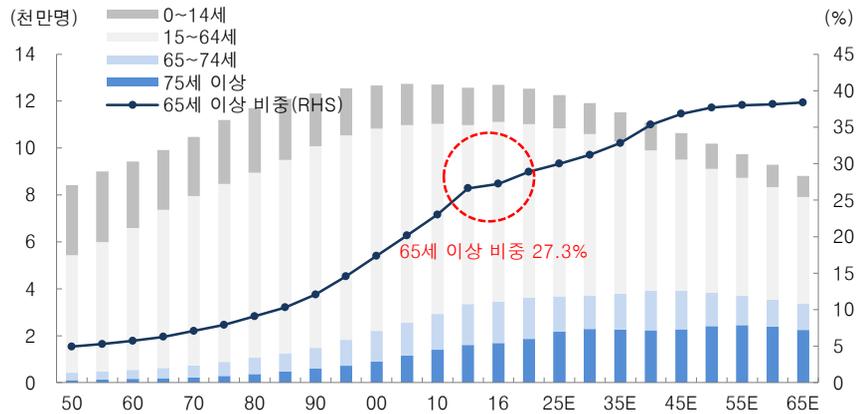
가구주연령 높을수록 여행 소비 증가

우리보다 앞서 고령화를 경험 중인 일본의 가계 소비 행태를 살펴보자.

지난 2005년 일본은 65세 이상 인구 비중이 20%를 돌파하며 초고령사회에 진입했다. 일본의 단카이 세대(1947~1949년생)에 주목하자. 전쟁 직후 태어나 국가의 고도성장을 이끌었으며, 새로운 문화를 주도했다는 측면에서 우리나라의 베이비부머들과 비슷하다.

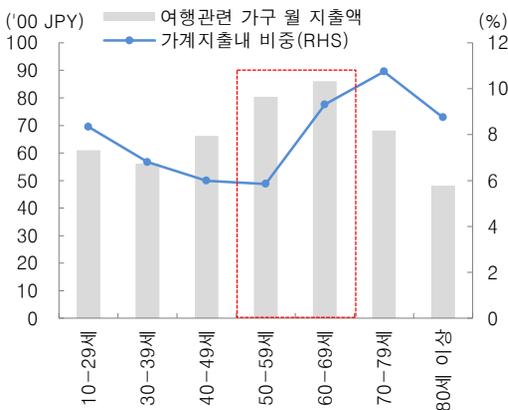
가구주의 연령이 높아질수록 가계지출 중 여행에 쓰이는 비중 또한 높아진다는 점이 재미있다. 특히 50~60대 가구주가 절대 금액 및 비중 모두 가장 높고, 해외 패키지 관련 지출은 눈에 띄게 높다. 총무성에 따르면, 60세 이상 중 경제적 생활 관련 걱정이 없다고 응답한 이들이 65%다. 이들의 평균 저축과 부채는 각각 2,396만엔, 140만엔 수준으로, 저축은 가장 높고 부채는 가장 낮다. 주택 소유율 또한 92%로 가장 높다. 즉, 경제적 안정에 시간적 여유가 더해지며 여행과 같은 레저활동 지출을 늘리는 것이다.

그림 71. 일본 연령별 인구 및 고령화 추이



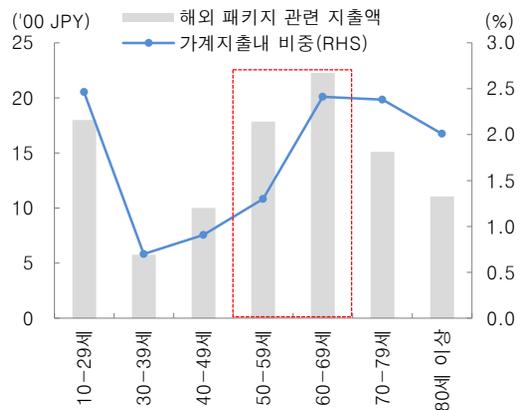
자료: 일본 총무성, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 72. 일본 세대주 연령별 월 여행관련 지출



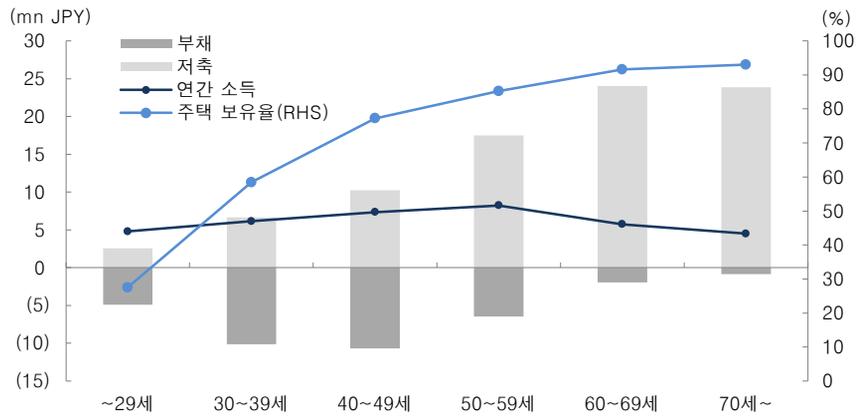
주: 2017년 기준, 여행 관련 비용에 항공료, 숙박비, 국내외 패키지 비용 포함
자료: 일본 통계청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 73. 일본 세대주 연령별 월 해외 패키지 지출



주: 2017년 기준 2인 이상 가구 세대주 연령별 소비 조사
자료: 일본 통계청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 74. 일본 세대주 연령별 저축, 부채, 연간 소득 및 주택소유율 현황



자료: 일본 총무성, 대신증권 Research&Strategy본부

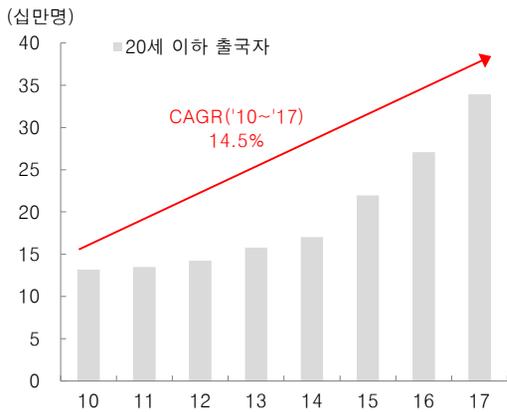
0-20세 출국자 현황 및 향후 전망

가족 여행 수요 (= PKG)

20세 미만 출국자의 높은 성장세는 어떻게 설명할 수 있을까? 이들이 스스로 출국하는 경우는 많지 않을 것이다. 대부분 유학이나 어학연수, 또는 보호자 동행하의 여행 수요라고 보는 것이 타당하다. 그러나 국내 초중고 유학생은 2006년 이후 빠르게 감소했다. 해당 연령대의 출국자 급증은 대부분 가족 단위의 여행 수요 확대에 기인했다고 판단하는 것이 옳다.

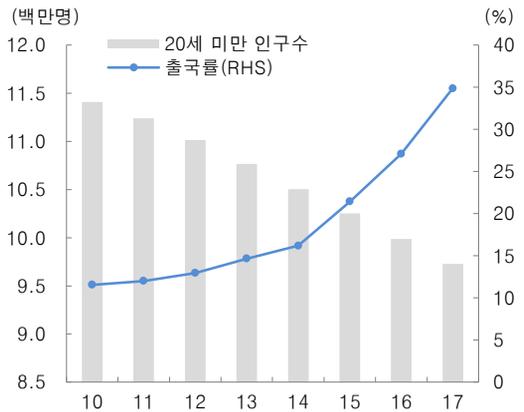
즉, 영유아 및 학생 자녀를 보유한 30~40대 출국자와 함께 보아야 한다. 증가세는 다른 연령대에 비해 높지 않지만, 비중은 인구내 차지하는 비중 이상이다. 직장내 자유로운 연차 소진 및 휴가 분위기가 확산되면서 연초부터 휴가를 계획하는 일이 자연스러워졌다. 학교에서는 현장학습이라는 명목으로 출결이 상당히 자유로워졌다. 경기도교육청은 연간 교외체험학습 출석인정결석 일수를 기존 10일에서 20일로 확대했다. 이러한 사회 흐름안에서 가족 단위의 여행 수요는 증가할 수 밖에 없다. 특히, 어린 자녀를 동반할 경우, 편의성과 안전 측면에서 패키지 상품 이용 비중이 상대적으로 높을 수 밖에 없다.

그림 75. 20세 이하 출국자 추이



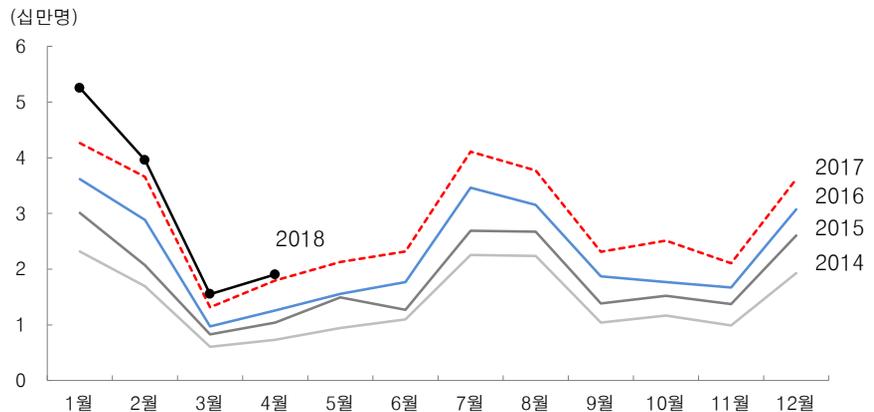
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 76. 20세 미만 인구 및 출국률 추이



자료: 통계청, 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 77. 월별 20대 이하 출국자 추이



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

20대 출국자 현황 및 향후 전망

넘어설 장벽이 없는 똑똑한 소비자

20대 출국자는 연평균 13% 성장 중으로, 저렴한 항공권 공급 확대가 이들의 해외여행 수요를 폭발적으로 성장시켰다.

이들은 1) 문화적, 심리적 장벽이 전혀 없고, 2) 가장 똑똑하면서도 트렌디한 소비의 주체라는 점에서 스스로를 차별화한다. 다양한 미디어와 SNS를 통해 영향력을 주고 받으며, 정보에 대한 접근성 또한 굉장히 높다. 소비 생활에 있어서는, 가성비를 따짐과 동시에 YOLO(You Only Live Once) 라이프를 추구하는 독특한 성격을 가지고 있다.

소비와 여행에 대한 다양한 가치와 정의

자신들의 소비에 부여하는 가치와 정의가 너무나 다양하기 때문에, 추구하는 여행의 목적과 형태 또한 다양할 수 밖에 없다. 따라서 이들에게 기존의 전통 패키지여행은 어딘가 정형화되어있고 딱딱하다는 인상을 줄 수 밖에 없다. 대신 각종 메타서치앱과 OTA를 통해 저렴한 항공권과 적당한 형태, 가격대의 숙박을 직접 알아보고, 다양한 국내외 사이트와 블로그에서 공유되는 후기를 꼼꼼히 살펴며 스스로 일정을 짠다.

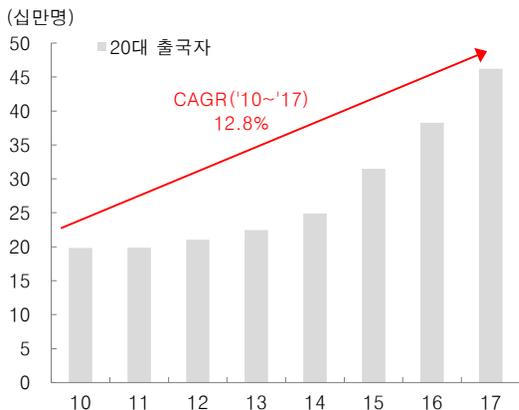
여행사 입장에서 이들은 알미운 체리피커일 수 밖에 없다. 여행을 통해서도 저렴한 항공권이나 현지 당일치기 상품만 구매하는 경우가 대부분이다. 실제로 20대를 중심으로 자유여행(FIT)이 빠르게 확산되면서, 상대적으로 수익성이 낮은 항공권 매출 비중이 크게 확대되었다. 이러한 추세는 한동안 지속될 수밖에 없다고 판단한다.

틈새시장을 노리자

다만, 패키지만의 경쟁력은 여전히 명확하다. 20대는 다른 연령대에 비해 상대적으로 경제적 여유를 갖추기 쉽지 않다. 대형 여행사들은 가격 경쟁력을 갖추었으면서도 20대 또한 훗날만큼 재미있는 상품들을 다양하게 내놓고 있다.

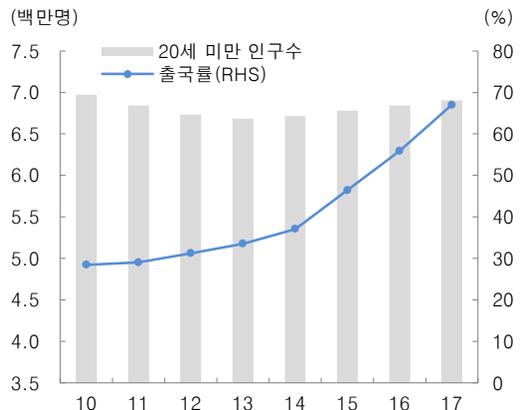
예를 들어, 하나투어는 ‘인생샷’을 남길 수 있는 스냅사진이나 ‘럭셔리 애프터눈티’ 등의 옵션을 두고 소비자가 직접 설계가 가능한 DIY 여행상품이나, 인기 연예인이 함께 하는 파티 컨셉의 패키지 상품 등을 판매 중이다.

그림 78. 20대 출국자 추이



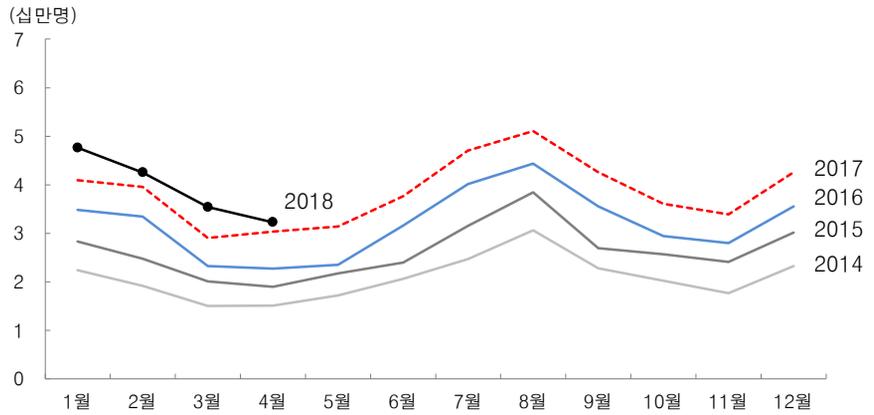
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 79. 20대 인구 및 출국률 추이



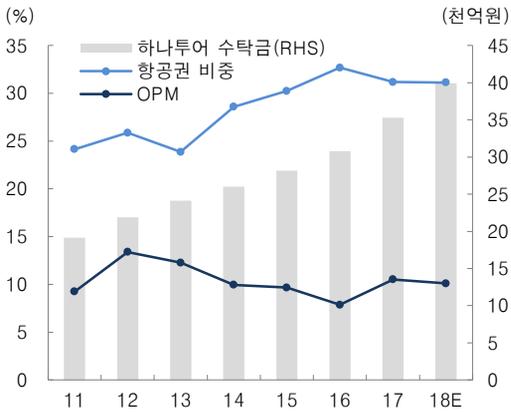
자료: 통계청, 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 80. 월별 21세 이상 출국자 추이



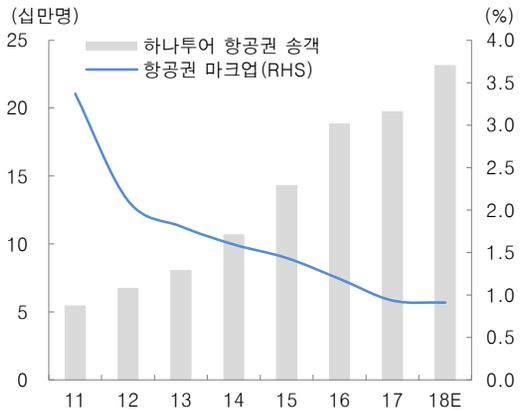
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 81. 하나투어 수탁금 및 항공권 비중 추이



자료: 하나투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 82. 하나투어 항공권 승객 및 마크업(Markup) 추이



주: 마크업(Markup)은 수탁금에서 순매출로 전환되는 비율, 또는 여행사 몫의 이윤
 자료: 하나투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 83. "내 맘대로 골라 만드는" DIY 에어텔 상품



자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 84. 인기 연예인과 함께 하는 파티 여행



자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

IV. 가깝고도 먼 중국, 멀고도 가까운 북한

이슈 점검(1) 가깝고도 먼 중국

중국여행 수요 회복

지난 2017년 3월 이후 한중 관계가 급속도로 얼어붙으면서, 방한 중국인 관광객 뿐만 아니라, 항공권 공급 축소에 따라 국내 소비자의 중국향 여행 수요 또한 급감했다.

중국은 2017년 유일하게 패키지 송객수(Q)가 하락한 지역이다. 또한, 두 차례의 황금연휴 영향으로 장기간 여행 수요가 증가하면서, 대다수 지역의 평균 판매가격(ASP)은 소폭 상승 또는 유지되었는데 반해, 중국향 평균 판매가격(P)은 큰 폭으로 하락했다.

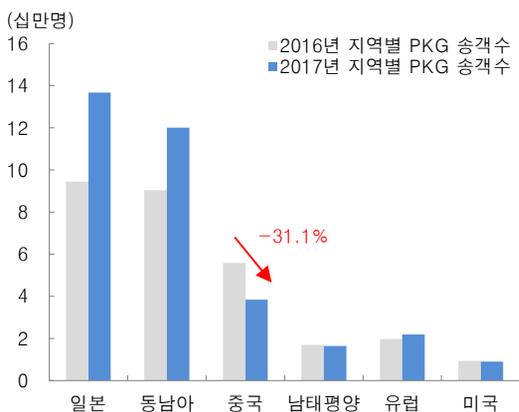
본격적으로 한중 관계가 개선될 경우, 중국향 여행수요 또한 회복될 것으로 전망한다. 지난 4월 주요 여행사의 중국향 송객수는 1년만에 처음으로 큰 폭의 성장세로 전환했다. 물론 2017년 4월부터 중국 여행이 급감한데 따른 기저효과가 반영되었고, 아직까지 그 이전 수준까지 회복되지 못했기 때문에, 연중 가파른 성장세가 예상된다.

다만, ASP가 가장 낮은 지역 중 하나인 중국향 수요 회복에 따른 전체적 ASP의 추가 하락에 대한 우려는 기우라고 판단한다. 기본적인 가격의 구조적 하락 추세는 어쩔 수 없으나, 항공사 신규 취항 도시는 더욱 다양해졌고, 새로운 여행지에 대한 갈증 또한 커져가는 상황이다. 사드 이슈 이전부터 중국향 비중은 꾸준히 낮아지던 추세로, 중국향 항공권 공급이 확대된다 하더라도, 과거와 같이 높은 비중까지 올라가지는 않을 것이다.

중국 ASP 정상화

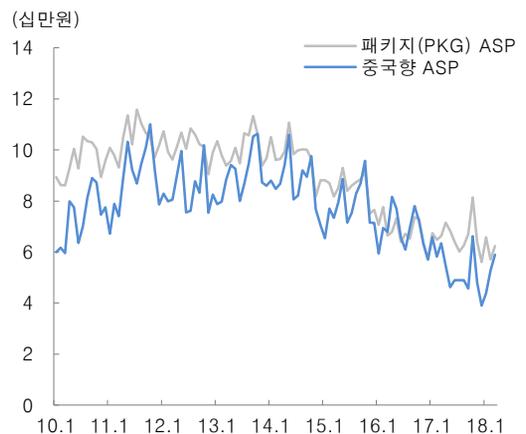
수요 측면에서의 가격 결정권 또한 무시할 수 없다. 중국 여행 수요가 급감했던 2017년의 경우, 추가 프로모션 등을 통해 중국 상품 가격 자체를 낮출 수 밖에 없었을 것이다. 수요가 회복될 경우, 가격 측면에서의 정상화 과정을 거치면서, 중국향 ASP 자체는 오히려 소폭 회복을 예상해볼 수 있겠다.

그림 85. 하나투어 지역별 패키지 송객(Q) 비교



자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 86. 평균 및 중국 패키지 평균판매가격(P) 추이



자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

방한 중국인 관련, 보수적인 접근

지난 3월 방한 중국인은 12개월만에 회복세(+11.8% yoy)로 돌아섰으나, 지난 2017년 3월부터 한국행 단체관광상품 판매가 중지된데 따른 기저효과다. 중국내 일부 지역(충칭, 우한 등)에 한해 단체 관광객의 방한이 허용되었으나, 온라인 여행사의 판매 금지 조항 등은 여전히 유지 중으로, 절대 숫자 기준의 온전한 회복까지는 다소 시간이 걸릴 것으로 전망한다.

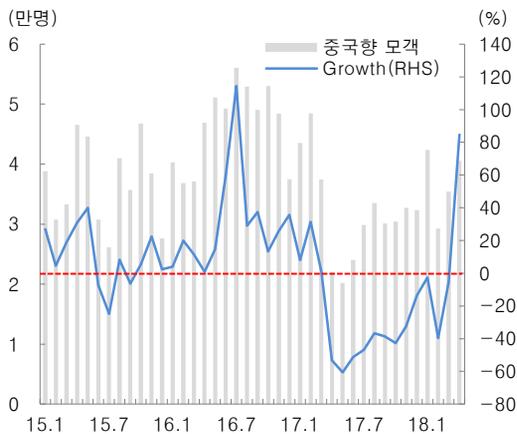
중국인(Q)의 회복에 따른 가격(P) 정상화는 자회사들을 통해 면세와 호텔, 인바운드 관광업 등을 영위하는 국내 여행사(하나, 모두)에게 긍정적으로 작용할 수 밖에 없다.

다만, 호텔 및 인바운드 관광업의 경우, 각 사 실적에서 차지하는 비중이 크지 않다. 또한 불확실성이 워낙 높은 시장이기 때문에, 의존도 자체를 최소화하는 것이 중요하다. 실제로 모두투어의 자회사 모두스테이(호텔)의 경우, 동남아 중심의 고객 포트폴리오 다변화 전략으로 2017년 흑자전환에 성공한 바 있다.

하나투어, 인바운드 노출도 가장 높다

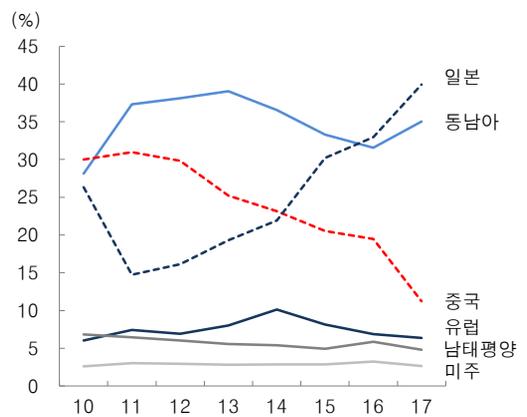
하나투어는 면세 사업을 영위하기 때문에 인바운드 노출도가 상대적으로 높다. 그러나 2018년 중국인 회복과는 무관하게 사업 전략 변경에 따른 고정비 절감으로 이미 큰 폭의 적자 개선이 예상된다. 중국인 단체관광객 회복에 따른 매출 증가시 이익 개선폭은 추가로 확대될 수 있다. 에스엠면세점은 2018년 영업적자 109억원을 달성할 것으로 전망한다. 공항면세점(T1, T2)의 흑자 달성을 포함한 숫자이며, 면세점의 적자 규모가 컸던 하나투어가 인바운드 관련 자회사 실적 개선폭이 상대적으로 크다.

그림 87. 하나투어 월간 중국향 모객 추이



자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 88. 하나투어 연간 지역별 송객 비중 추이



자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

인바운드 수익구조 정상화 과정

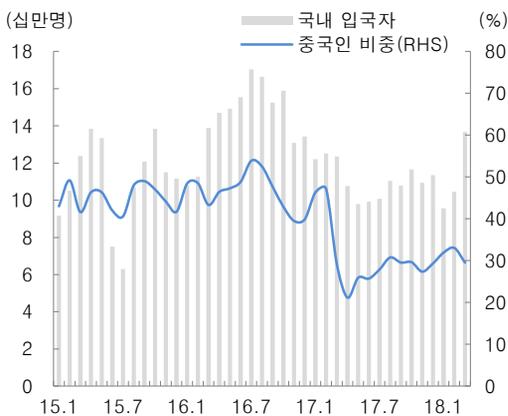
지난 5월 15일 문화체육관광부는 ‘중국 단체관광의 질 관리 강화를 위한 대책’을 발표하면서, 기존 중국 단체관광 전담여행사의 갱신 주기를 단축(2년→1년)했다. 또한 이미 지정된 업체라도 퇴출이 가능한 상시퇴출제 시행을 제도화할 예정이다. 여기에 신규 중국 전담여행사 지정시, 평가 항목에 여행상품 기획 및 유치능력 관련 항목의 배점을 강화(35점→50점)하면서, 중국 단체관광의 고급화를 유도하고자 했다.

과거 중국의 여유법이 시행된 이후 2016년 3월 문화체육관광부는 부적격 여행사 퇴출 시스템을 가동했다. 마이너스 여행경비와 인두세 등에 따른 국내 관광업의 기형적인 수익 구조를 개선하고자 하는 정부의 의지가 강하게 반영되면서, 당시 중국 전담여행사의 40% 수준인 68개사의 퇴출이 발표된 바 있다.

하반기 이후 본격적인 방한 중국인이 회복할 경우, 지난 1년간 극심한 경영난을 겪어왔던 국내 인바운드 여행사간 경쟁은 더욱 치열해질 수 밖에 없다. 이러한 상황에서 문체부의 이번 발표는, 여전히 불합리한 국내 관광업의 수익 구조 개선 뿐만 아니라, 장기적 관점에서 질적 향상을 통한 산업 육성 의지가 강하게 반영되었다는 측면에서 긍정적이다. ‘한번이면 충분함’ 한국이 아니라, ‘자꾸만 가고 싶은’ 한국으로 만들 필요가 있다.

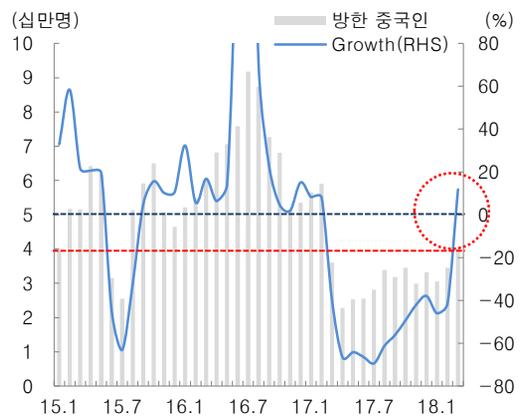
· 중국 전담여행사: 양국 정부간 협의에 따라 관리위원회 심의 및 의결을 거쳐 문체부 지정. 일반관광객과 달리 무비자 단체 관광객은 중국 전담여행사만 유치할 수 있음

그림 89. 방한 외국인 및 중국인 비중 추이



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 90. 방한 중국인 및 연간 성장률 추이



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

이슈 점검(2) 멀고도 가까운 북한

금강산은 시작일 뿐

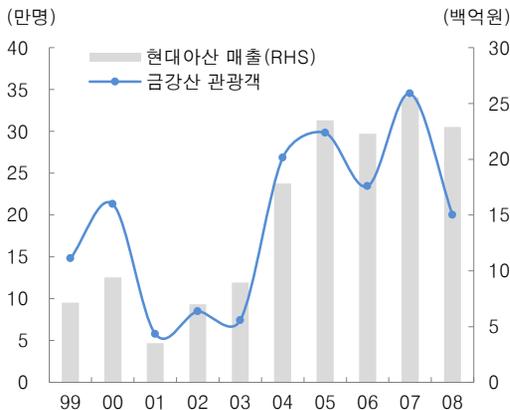
지난 4월 27일 남북정상회담을 계기로 남북 경제협력 가능성에 관심이 높아졌다. 북미 정상회담의 성사 여부 등 관련 불확실성이 높은 것은 사실이나, 중장기적 관점에서 경험 관련 남북간 구체적 논의가 이루어질 가능성은 여전히 배제할 수 없다. 이와 관련해서, 여행사 관점에서도 새로운 비즈니스 기회가 생기지 않을까?

1) 남한 → 북한 = 패키지(PKG)

정부의 한반도 ‘신경제지도 구상’에는 동해권 에너지/자원벨트, 서해안 산업/물류/교통 벨트 그리고 설악산, 금강산, 백두산을 잇는 관광벨트 구축과 DMZ 생태/평화안보 관광 지구 개발을 골자로 하는 DMZ 환경/관광벨트 구축이 포함된다. 특히 DMZ는 접경 지역으로 장기적 관점에서 북한지역 관광 확대를 위한 교두보 역할을 수행할 것으로 기대된다. 현재 문체부 및 한국관광공사 등 관련 부처는 남북관광TF팀을 구성해 사전 대응 및 전략 마련에 나섰다. 금강산 관광 재개가 우선적으로 시행될 가능성이 높다.

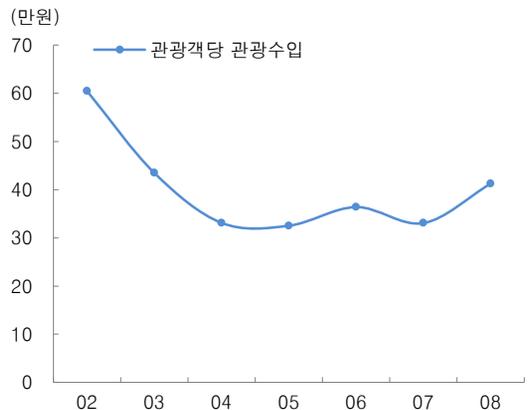
지난 2008년 7월까지 금강산 방문 누적 관광객은 193만명이다. 사업권은 현대아산이 보유 중이나, 모객 등의 실제 사업 과정에서는 하나투어를 포함한 주요 여행사들이 참여했다. 관광이 재개될 경우, 당연히 숫자 자체는 크지 않겠지만, 새로운 여행지와 수익원 발생이라는 측면에서 긍정적이다. 특히 정부 및 기업 등 단체 행사 차원에서의 인센티브 패키지 수요가 높아질 것으로 예상된다. 금강산 관광 재개에 DMZ 관광지구까지 현실화될 경우, 향후 개성 등 주요 관광 명승지 관광 등으로 이어질 가능성이 높다.

그림 91. 금강산 관광객 및 현대아산 매출 추이



자료: 전자공시, 통계청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 92. 금강산 관광객당 현대아산 관광수입



자료: 전자공시, 통계청, 대신증권 Research&Strategy본부

북한은 외국인관광객 유치에 매우 적극적

북한은 외화 수입을 목적으로 외국인 관광객 유치에 굉장히 적극적이다.

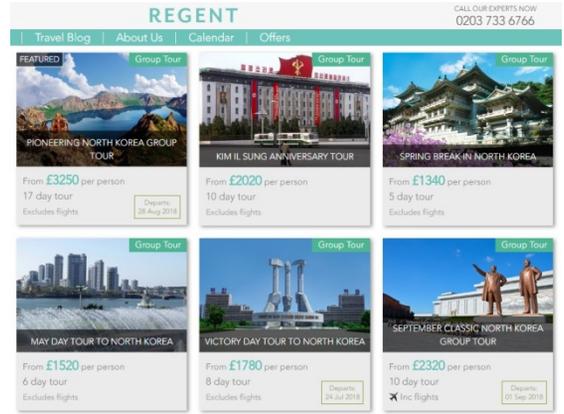
지난 1986년 설립된 국가관광총국이 관광개방지역 설정, 상품 개발 등 관련 업무를 담당한다. 국가관광총국은 2017년 7월 ‘조선관광’ 홈페이지를 개설해 북한 관광을 적극적으로 홍보하기 시작했다. 외국인 관광객 대상의 평양 마라톤을 연 2회로 늘리고, 대중교통수단, 공중유람 등 다양한 체험형 상품을 신설했다. 이와 관련해서 장기적인 관점에서 국내 주요 여행사들의 새로운 비즈니스 기회가 발생할 수 있지 않을까?

그림 93. 북한 관광 관련 홈페이지(17.7월 개설)



자료: 언론보도, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 94. 해외에서 판매되는 다양한 북한 여행상품



자료: Regent Holidays, 대신증권 Research&Strategy본부

2) 글로벌바운드 = 패키지(PKG)

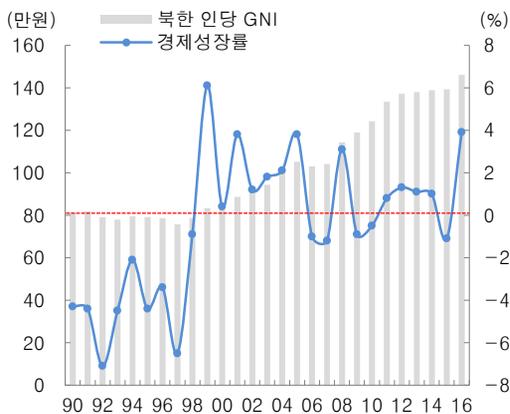
2017년 9월 미국은 북한을 여행 금지 국가로 지정했다. 아직까지 일부 서방 국가의 부정적 인식이 있는 것은 사실이나, 현재 총 38개 해외 여행사가 북한 관광상품을 판매 중이다. 리젠트 홀리데이에서는 ‘인상적인’ 지하철 1개역 탑승 체험 등의 평양투어, ‘북한 군인의 에스코트’가 있는 DMZ투어, 백두산 관광 등이 포함된 17일짜리 투어상품을 한화 약 470만원에 판매 중이다. 베일에 쌓인 국가에 대한 호기심을 가진 사람들이 의외로 많다. 제 3국에서 북한을 여행하고자 하는 외국인을 대상으로, 국내 및 인접국가(일본 등)와 연계한 교차관광상품 등의 사업 기회를 만들어낼 수 있지 않을까?

3) 북한 이웃바운드 = 패키지(PKG)

아주 장기적으로는 북한 주민들의 한국 또는 아웃바운드 여행 수요가 발생할 것이다. 그들의 문화적 장벽 등을 고려해보면, 현재의 중국 또는 과거 우리의 모습과 같이, 연령을 불문하고 패키지여행을 선택할 수 밖에 없을 것이다.

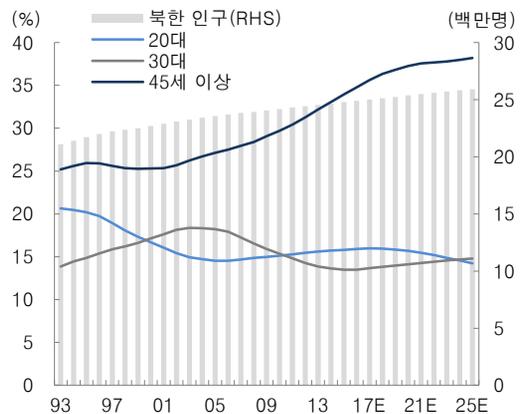
기업의 불확실성을 최소화하고, 여행객의 안전을 보장할 수 있는 제도적 장치 마련 등 선행되어야 할 조건이 많다. 상대적으로 열악한 교통 인프라는 차치하더라도, 북한 정권에서 국내 사업자에게 기회를 줄 것인지 등 변수는 다양하지만, 비즈니스 기회 또한 많다.

그림 95. 북한 인당 국민총소득 및 경제성장률



자료: 통계청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 96. 북한 인구 및 연령 그룹별 비중 추이



자료: 통계청, 대신증권 Research&Strategy본부

기업분석

하나투어 (039130)

김수민 soomin.kim@dashin.com

투자이견 **BUY**
매수, 신규

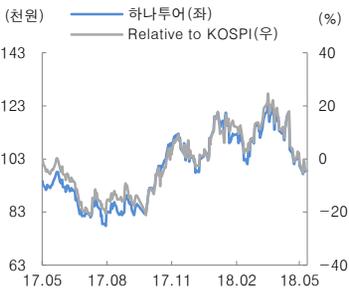
6개월 목표주가 **130,000**
신규

현재주가 **98,500**
(18.05.28)

레저업종

KOSPI	2,478.96
시가총액	1,144십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	124,500원 / 77,800원
120일 평균거래대금	112억원
외국인지분율	22.41%
주요주주	박상환 외 25 인 14.71% 국민연금 12.84%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.6	-3.9	-10.9	6.0
상대수익률	-13.1	-5.9	-9.6	0.7



여행, 하나면 다 된다

투자이견 매수(Buy), 목표주가 130,000원 제시. 업종내 Top Pick

- 목표주가는 12M FWD EPS 4,541원에 PER 29배 적용. RIM TP 128천원
- Target PER 29배는 면세사업 진출 이전 2010~2014년 평균 PER 22배에 30% 할증. 1) 과거 대비 높은 출국자 성장세, 2) 면세 적자 축소(17A -276억원, 18E -109억원), 3) 하나투어재팬 이익 기여도 확대 반영

명실상부한 국내 1등 아웃바운드 여행사

- 출국자 증가(+14.1% yoy), 패키지 수요층 확대, 저가항공(LCC) 확산에 따른 항공공급 확대 및 운임하락 등 우호적 환경 기반 외형성장 지속
- 2018년 본사 매출 6,027억원(+35.5% yoy), OP 495억원(+5.7% yoy) 전망
- 1Q18 동계올림픽, 단거리(일본) 비중 증가(43%, +5%p yoy)에 따른 실적 부진, 2Q18 지방선거, 짧은 연휴에 따른 단거리 비중 확대 지속으로 약세 전망
- 반면, 3Q18 성수기, 늘려있던 인센티브 패키지 확대, 연휴 시점 차이에 따른 기저효과 예상. 본사 영업이익 1H18 -10.2% yoy, 2H18 +23.2% yoy 전망

중국이 오고, 일본으로 간대! 자회사 재평가 시점

- 자회사 통해 본업과 시너지 창출 가능한 면세, 호텔 사업 영위. 주요 자회사(하나투어ITC, 마크호텔, 에스엠면세점) 2017년 합산 영업손실 347억원(+5.9% yoy). 특히 면세점 2년 연속 약 280억원 영업손실 기록. 2018년 합산 영업손실 166억원(-52.1% yoy), 유의미한 실적 개선 전망
- 면세점 운영 효율화(면적 축소, 고정비 부담 완화, 상품믹스 변화) 진행
- 방한 중국인 본격 회복시, 인바운드 자회사 손실폭 축소 가속화될 것
- 하나투어재팬 성장세 주목. 하나투어 지분 51.1%. 이익 기여도 확대
- 재팬 및 주요 자회사 2018년 합산 매출 1,067억원(+35% yoy), OP 215억원(+30% yoy), 본사 대비 높은 OPM 20.1%(-0.8%p) 전망
- 2018년 연결 매출 9,210억원(+35.0% yoy), OP 649억원(+57.9% yoy), OPM 7.0%(+1.9%p) 전망. 본업 안정적 성장과 자회사 실적 개선 주목

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	596	682	921	1,011	1,103
영업이익	21	41	65	89	102
세전순이익	24	38	68	91	104
지배지분순이익	8	13	44	65	74
EPS	692	1,116	3,811	5,562	6,390
PER	95.6	92.3	26.8	18.3	16.0
BPS	16,312	17,628	20,010	23,952	28,628
PBR	4.1	5.8	5.1	4.3	3.6
ROE	4.2	6.6	20.3	25.3	24.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy, 본부

Valuation

하나투어에 대한 목표주가 130,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 전일(5/28) 종가 98,500원 대비 상승여력은 32.0%다. 목표주가 130,000원은 12개월 foward EPS 4,541원에 Target PER 29배를 적용했다. RIM 기준 목표주가는 128,000원이다.

Target PER 29배는 하나투어가 면세점 사업자로 선정되면서, 신사업 기대감으로 주가와 열 구간으로 진입하기 직전의 과거 5년간(2010~2014년) 평균 PER 22배에 프리미엄 30%를 적용했다. 프리미엄은, 1) 과거 대비 높은 출국자 성장세, 2) 면세사업 관련 유의미한 수준의 실적 개선, 3) 하나투어재팬의 이익 기여도 확대를 반영했다.

출국자 구조적 성장, 본업 성장세 지속

2018년 국내 출국자수는 전년 대비 14.1% 증가한 3,024만명을 달성, 아웃바운드의 구조적 확장세는 당분간 지속될 것으로 전망한다. 지난 2010~2014년 국내 출국자수의 연평균 성장률은 6.5%다. 이후 5년간(2015~2019년) 연평균 15.3% 성장을 예상한다. 동기간 본사 영업이익 또한 과거(3.7%) 대비 높은 16.9% 성장을 전망한다.

면세점 실적 개선

면세사업 관련 영업손실은 2016년 279억원, 2017년 276억원에서 2018년 109억원(-60.5% yoy)으로 축소, 전사 이익 개선에 크게 기여할 예정이다. 사업 전략 변경에 따른 운영 효율화로, 시내점 운영 면적을 축소해 고정비(인건비, 임차료 등) 부담을 줄이고, 판매가 부진하거나 재고 부담이 높은 일부 브랜드를 정리하는 등 상품 믹스에 변화를 주었다. 방한 외국인이 온전히 회복될 경우 적자폭 축소는 더욱 가속화될 것이다.

하나투어재팬 성장성

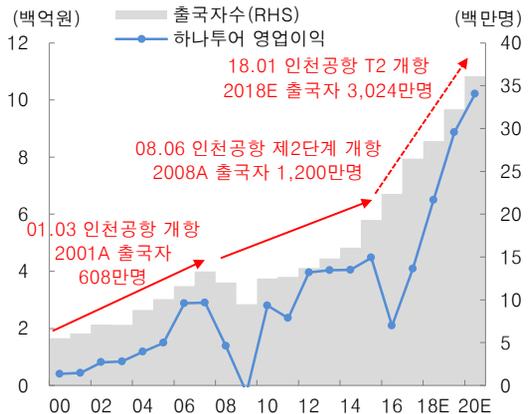
하나투어재팬은 일본 정부의 인바운드 산업 장려 정책과 하나투어 본사 및 글로벌 네트워크간 시너지가 맞물려 성장 여력이 매우 높다고 판단한다. 재팬 및 주요 자회사의 2018년 합산 매출 1,067억원(+35.0%yoy), 영업이익 215억원(+30.0% yoy)을 전망한다.

그림 97. 하나투어 주가는 실적과 함께 움직이고,



자료: 하나투어, Dataguide, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 98. 실적은 국내 출국자와 함께 성장한다!



자료: 하나투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

하나투어를 소개합니다

국내 1위 종합여행사,
2017년 M/S 23%

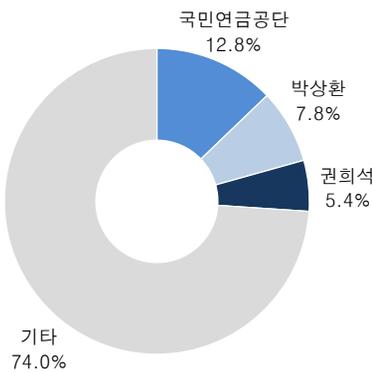
하나투어는 국내외 여행 알선 및 항공권을 판매하는 국내 1위 종합여행사(wholesale)다.

1993년 설립된 국진여행을 모태로 하며, 1996년 현재의 상호로 변경한 이후 2000년 11월 코스닥에 상장했다. 2017년 563만명(+14.3% yoy)을 송출했으며, 국내 순출국자 점유율 22.7%를 차지한다. 패키지송객 기준 출국자 점유율은 14.7%이며, 그 중 동남아와 일본, 중국을 포함하는 단거리향 송객이 약 86%를 차지한다.

1Q18 기준 일반대리점 5,942개, 프랜차이즈 1,016개, 제휴사 1,201개 등 총 8,159개의 오프라인 및 온라인(PC/Mobile) 판매채널을 기반으로 모객단에서의 규모의 경제를 완성했다. 이는 구매력 기반의 원가 경쟁력 뿐만 아니라, 다양한 형태의 新패키지 상품 기획을 통한 추가 모객으로 이어지는 선순환 구조를 만들어낸다.

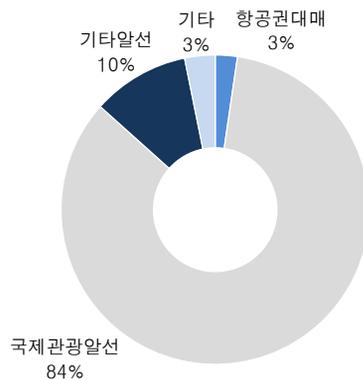
저가항공(LCC)의 확산에 따른 항공 공급(Q) 확대와 운임(P) 하락 등 우호적인 환경을 기반으로, 국내 출국자수의 증가와 패키지 수요층의 구조적 확대를 통해 하나투어 여행 본업에서의 높은 추가 성장 여력은 지속될 것으로 판단한다.

그림 99. 하나투어 주주 현황(1Q18 기준)



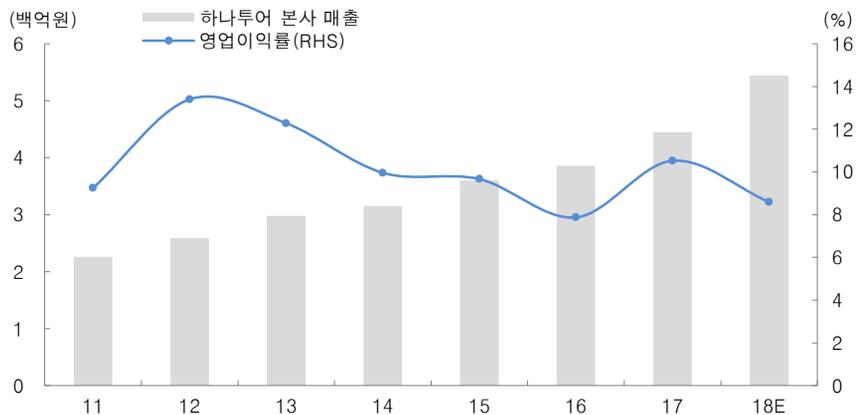
자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 100. 하나투어 본사 부문별 매출(2017년)



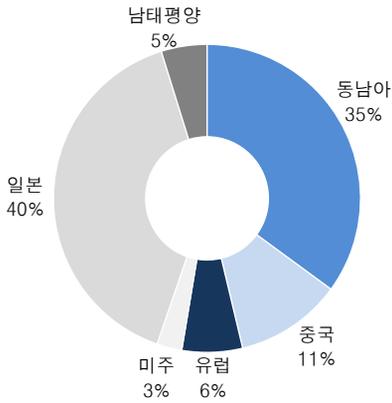
자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 101. 하나투어 본사 매출 및 영업이익률 추이



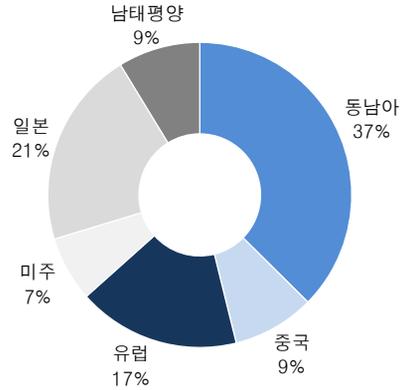
자료: 하나투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 102. 하나투어 지역별 모객 비중(2017년 기준)



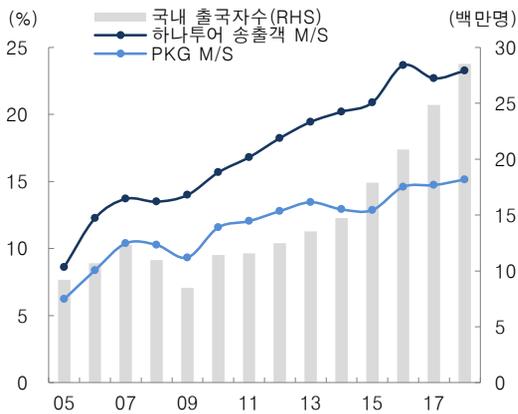
자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 103. 하나투어 지역별 수익 비중(2017년 기준)



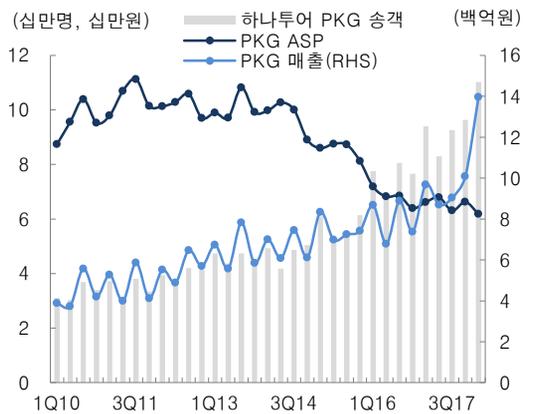
자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 104. 국내 출국자수 및 하나투어 점유율



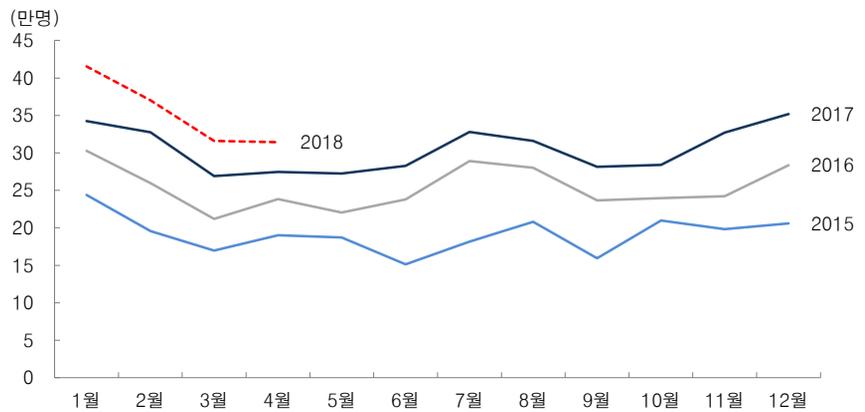
자료: 하나투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 105. 하나투어 패키지 송객 ↑, ASP ↓, 매출 ↑



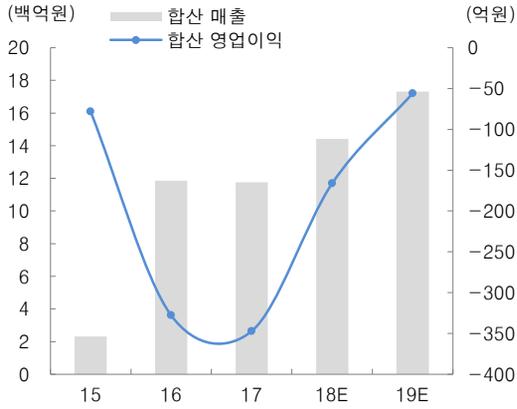
자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 106. 하나투어 월별 패키지 송출객 추이



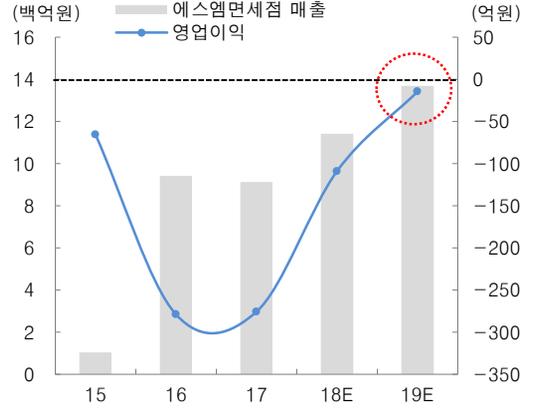
자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 107. 인바운드 자회사 3사 합산 실적 추이



자료: 하나투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 108. 에스엠면세점 실적 추이



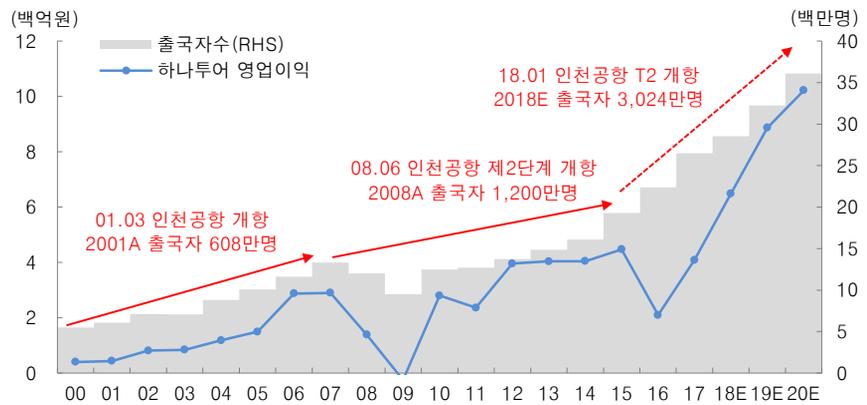
자료: 하나투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 109. 하나투어 주가 및 영업이익 추이



자료: 하나투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 110. 하나투어 영업이익 및 국내 출국자 추이



자료: 하나투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

하나투어재팬의 성장세에 주목하자

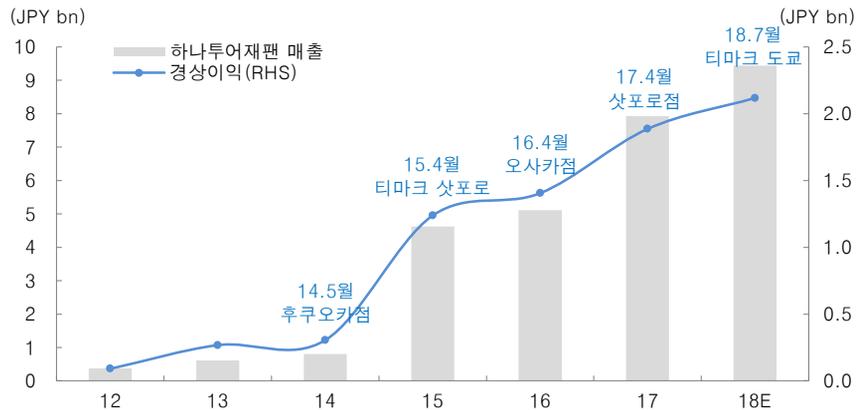
나라에서 끌어주고,
본사에서 밀어주는

지난 2005년 설립된 하나투어재팬은 인바운드 전문 B2B 여행사다. 일본내 호텔과 관광 버스, 쇼핑 등의 원스톱 방일 관광 서비스를 제공하고 있다. 하나투어 본사가 지분 51.1%를 보유 중이며, 지난 2017년 12월 도쿄증시에 상장했다.

일본 정부는 도쿄 올림픽이 열리는 2020년 방일 외국인 관광객 4천만명 달성을 목표로 하고 있다. 정부의 적극적인 지원하에 빠르게 성장 중인 일본 인바운드 산업내에서, 하나투어재팬은 본사 및 글로벌 네트워크간 시너지로 높은 성장세를 지속 중이다. 일본내 인바운드 여행사 취급액 기준 점유율 약 8.7%를 차지하는 업계 4위로 파악된다.

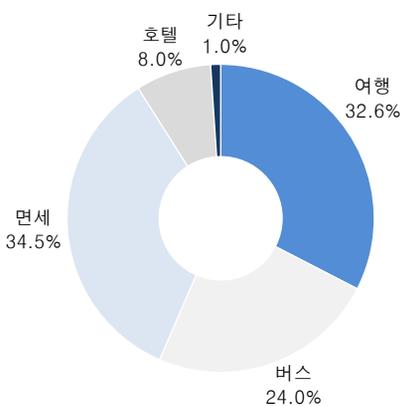
2017년 기준 하나투어재팬, 유아이관광버스, STAR SHOP&LINE 합산 매출과 영업이익은 각각 790억원(+66.6%), 165억원(+36.2%)이다. 오는 7월 신규 호텔 개장과 신규 차량 도입 등 투자는 지속될 예정이나, 주요 사업별 마진은 안정적 수준에서 유지되고 있다. 본사와의 시너지 및 하나투어재팬 사업간 시너지 극대화로 연간 30% 이상의 외형 및 이익 개선이 예상되며, 연결 실적에 대한 기여도는 꾸준히 높아질 것으로 전망한다.

그림 111. 하나투어재팬 매출 및 경상이익 추이



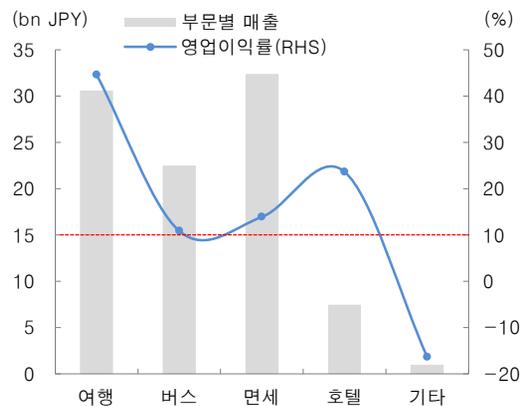
자료: 하나투어재팬, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 112. 하나투어재팬 사업부문별 매출 비중



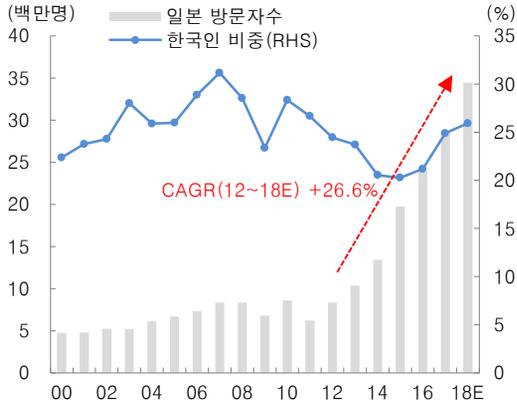
주: 2017년 하나투어재팬 매출 내부거래 조정 이전 기준
자료: 하나투어재팬, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 113. 하나투어재팬 사업부문별 매출 및 OPM



주: 2017년 하나투어재팬 영업이익률 내부거래 조정 이전 기준
자료: 하나투어재팬, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 114. 방일 외국인관광객 2012년부터 성장



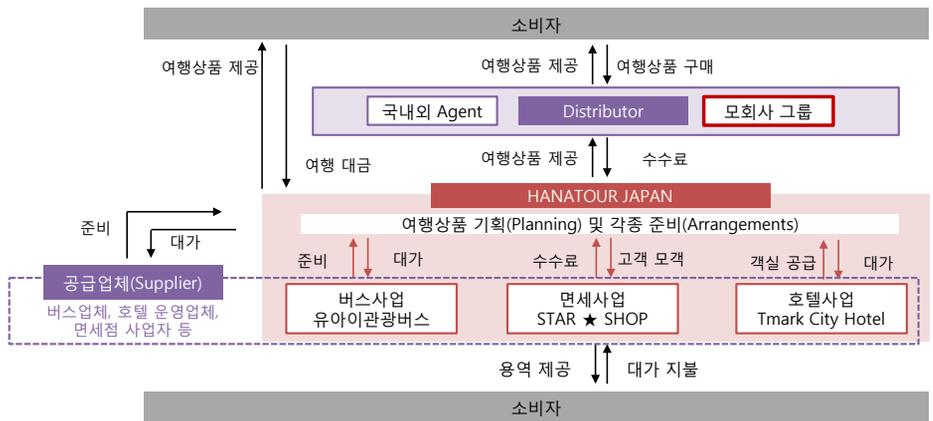
자료: 각 국 관광청, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 115. 하나투어재팬 상장 이후 주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 116. 하나투어재팬 사업구조



자료: 하나투어재팬, 대신증권 Research&Strategy본부

표 3. 하나투어재팬 자회사 현황

(JPY mn, %)

회사명	사업 부문	자본금	지분	사업내용
유아관광버스	버스사업	75	100%	인바운드 중심의 전세 관광/셔틀버스 운행
STAR SHOP&LINE	면세 판매점	90	100%	면세점 운영 및 유통
아레그룩스 TM 호텔 매니지먼트	호텔 등 시설 운영	10	100%	티마크시티 호텔 운영
HANATOUR JAPAN SYSTEM VIETNAM COMPANY Limited	기타	1	100%	소프트웨어 개발

자료: 대신증권 Research&Strategy본부

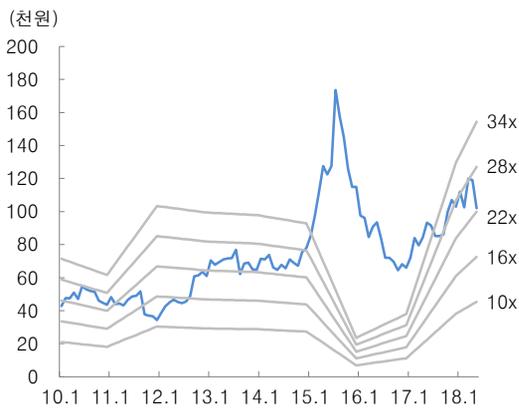
표 4. 하나투어 실적 전망

(만명, %, 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
국내 출국자수	611	571	657	644	700	657	756	740	2,084	2,484	2,853
하나투어 송출객수	142	126	147	149	166	146	175	176	493	563	663
하나투어 M/S	23	22	22	23	24	22	23	24	24	23	23
PKG	94	83	93	96	110	96	111	115	304	366	432
PKG M/S	15	15	14	15	16	15	15	16	15	15	15
하나투어 수탁금	8,870	8,241	9,045	9,130	9,803	9,220	10,873	10,247	30,778	35,287	40,144
(YoY %)	11.7	19.7	5.9	23.3	10.5	11.9	20.2	12.2	9.3	14.7	13.8
PKG 수탁금	6,214	5,864	5,832	6,377	6,814	6,479	7,181	7,356	20,719	24,287	27,830
마크업	15.6	14.8	15.5	15.8	20.5	14.8	15.5	15.8	15.3	15.4	16.7
매출	1,713	1,626	1,669	1,814	2,293	2,078	2,280	2,558	5,955	6,823	9,210
(YoY %)	15.0	16.4	4.3	23.5	33.9	27.8	36.6	41.0	29.6	14.6	35.0
본사	1,131	1,046	1,067	1,203	1,586	1,331	1,514	1,596	3,858	4,446	6,027
에스엠면세점	251	225	230	206	224	280	257	379	941	913	1,141
기타 자회사	331	355	372	406	483	467	509	583	1,157	1,464	2,042
영업이익	103	48	99	158	120	118	194	216	209	408	649
(YoY %)	7.2	흑전	(4.9)	317.7	16.5	143.5	97.3	36.7	(53.2)	95.1	58.9
영업이익률(%)	6.0	3.0	5.9	8.7	5.2	5.7	8.5	8.5	3.5	6.0	7.0
본사	159	86	94	129	139	82	145	130	304	468	495
에스엠면세점	(82)	(95)	(53)	(45)	(49)	(33)	(23)	(4)	(279)	(276)	(109)
기타 자회사	26	57	58	75	30	70	73	90	185	216	263
지배주주순이익	52	(28)	40	65	71	78	136	158	80	130	443
(YoY %)	39.2	적지	(37.4)	159.8	35.2	흑전	237.2	142.1	(74.7)	61.3	241.4
순이익률(%)	3.1	(1.7)	2.4	3.6	3.1	3.7	6.0	6.2	1.3	1.9	4.8

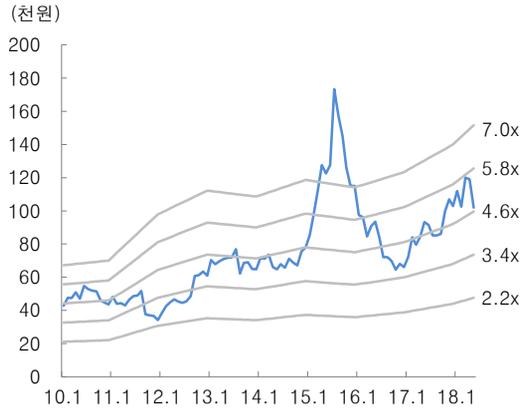
자료: 하나투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 117. 하나투어 12M FWD PER Band



자료: Wsefn, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 118. 하나투어 12M FWD PBR Band



자료: Wsefn, 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원, %)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	44	65	74	83	91	102	112	122	132	140
- 잔여이익평가모형(Residual Income Model)을 이용한 목표주가 138,000원 - 2018~2022년 순이익 CAGR 19.7% 전망. 동기간 국내 출국자수 CAGR 11.2% 기반의 본업 성장 및 자회사 실적 개선 반영 - 2023~2027년 순이익 CAGR 8.2% 전망. 본업 한자릿수 안정적 성장 유지, 자회사 이익 기여도 확대 전망										
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	232	278	333	333	395	466	545	630	722	820
추정ROE	20.3	25.3	24.3	25.0	23.0	21.8	20.6	19.4	18.2	17.0
III 필요수익률 ^(주3)	5.7									
무위험이자율 ^(주4)	2.5									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.8									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	14.6	19.6	18.6	19.3	17.3	16.1	14.9	13.7	12.5	11.3
V 필요수익	12	13	16	19	19	23	27	31	36	41
VI 잔여이익(1-V)	33	51	58	64	72	79	85	91	96	99
현가계수	0.97	0.92	0.87	0.82	0.77	0.73	0.69	0.66	0.62	0.59
잔여이익의 현가	32	47	51	52	56	58	59	60	60	58
VII 잔여이익의 합계	532									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	751									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	205									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,487									
총주식수(천주)	11,616									
XI 적정주당가치(원)	128,025									
현재가치(원)	98,500									
Potential (%)	30.0%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮은 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

재무제표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	596	682	921	1,011	1,103
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	596	682	921	1,011	1,103
판매비와관리비	575	641	856	922	1,000
영업이익	21	41	65	89	102
영업이익률	3.5	6.0	7.0	8.8	9.3
EBITDA	38	61	83	107	121
영업외손익	3	-3	3	2	2
관계기업손익	0	-2	-1	-1	-1
금융수익	2	2	2	2	2
외환관련이익	6	5	5	5	5
금융비용	-1	-1	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	1	-3	2	1	1
법인세비용차감전순이익	24	38	68	91	104
법인세비용	16	25	25	23	26
계속사업순이익	8	13	43	68	78
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	13	43	68	78
당기순이익률	1.3	1.9	4.6	6.7	7.1
비지배자분순이익	-1	0	-1	3	4
지배자분순이익	8	13	44	65	74
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-5	0	0	0
포괄순이익	8	8	43	68	78
비지배자분포괄이익	0	-1	-1	3	4
지배자분포괄이익	8	9	44	65	74

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	692	1,116	3,811	5,562	6,390
PER	95.6	92.3	26.8	18.3	16.0
BPS	16,312	17,628	20,010	23,952	28,628
PBR	4.1	5.8	5.1	4.3	3.6
EBITDAPS	3,308	5,281	7,154	9,236	10,429
EV/EBITDA	16.2	16.4	11.7	8.6	7.2
SPS	51,268	58,738	79,283	87,005	94,919
PSR	1.3	1.8	1.3	1.2	1.1
CFPS	4,396	6,756	8,679	10,698	11,898
DPS	1,500	1,500	1,700	1,800	1,850

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	29.6	14.6	35.0	9.7	9.1
영업이익 증가율	-53.2	95.1	58.9	36.7	15.2
순이익 증가율	-78.0	68.9	236.5	59.0	14.9
수익성					
ROC	-129.5	125.0	484.4	397.7	347.1
ROA	4.1	7.3	10.3	12.9	13.5
ROE	4.2	6.6	20.3	25.3	24.3
안정성					
부채비율	145.3	150.4	145.2	128.6	113.5
순차입금비율	-79.3	-95.3	-93.4	-94.1	-94.8
이자보상배율	33.5	56.1	95.8	115.6	119.2

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	346	430	487	549	621
현금및현금성자산	156	228	248	296	353
매출채권 및 기타채권	97	98	130	143	155
재고자산	24	15	20	22	24
기타유동자산	69	89	89	89	89
비유동자산	175	174	173	170	168
유형자산	92	83	89	94	97
관계기업투자금	12	11	6	2	-3
기타비유동자산	71	81	77	75	74
자산총계	520	605	660	720	788
유동부채	287	343	368	379	390
매입채무 및 기타채무	124	145	174	185	196
차입금	3	10	10	10	10
유동성채무	3	6	1	1	1
기타유동부채	157	182	182	182	182
비유동부채	22	20	23	26	29
차입금	11	7	10	14	17
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	10	13	13	13	13
부채총계	308	363	391	405	419
자배지분	189	205	232	278	333
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	92	115	115	115	115
이익잉여금	126	123	150	196	251
기타지분변동	-35	-38	-38	-38	-38
비지배자분	23	37	37	37	37
자본총계	212	241	269	315	369
순차입금	-168	-230	-251	-296	-350

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	28	66	73	103	114
당기순이익	8	13	43	68	78
비현금항목의 가감	44	66	58	56	60
감가상각비	17	21	18	19	19
외환손익	0	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	2	1	1	1
기타	25	43	41	38	42
자산부채의 증감	-7	2	-5	0	0
기타현금흐름	-16	-15	-23	-21	-25
투자활동 현금흐름	7	-22	-16	-16	-16
투자자산	14	4	5	5	5
유형자산					
기타	39	-5	1	1	1
재무활동 현금흐름	-26	33	24	26	25
단기차입금	-16	8	0	0	0
사채	4	0	0	0	0
장기차입금	3	3	3	3	3
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-17	-17	-17	-19	-20
기타	0	39	37	42	42
현금의 증감	10	72	20	48	57
기초 현금	146	156	228	248	296
기말 현금	156	228	248	296	353
NOPLAT	7	14	41	67	77
FCF	-28	9	38	64	74

자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy 본부

참좋은여행 (094850)

김수민 soomin.kim@dashin.com

투자이견 **BUY**
매수, 신규

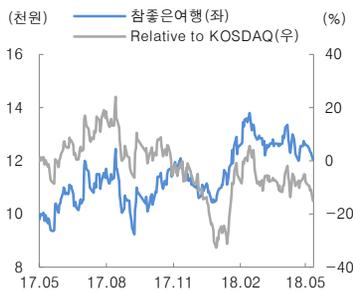
6개월 목표주가 **19,000**
신규

현재주가 **12,150**
(18.05.28)

레저업종

KOSDAQ	879.69
시가총액	170십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	13,900원 / 9,340원
120일 평균거래대금	13억원
외국인지분율	3.61%
주요주주	삼천리자전거 38.60% 박영옥 10.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.0	-11.0	2.1	20.9
상대수익률	-1.3	-13.3	-10.3	-11.2



이제는 한 우물만 판다

투자의견 매수(Buy), 목표주가 19,000원 제시. 업종내 Top Pick

- 목표주가는 12M FWD EPS 1,057원에 PER 19배 적용. RIM TP 23천원
- Target PER 19배는 업종 평균 PER 22배에 15% 할인. 1) 모객단에서의 절대적 규모의 차이와, 2) 주요 간판사 대비 낮은 브랜드 인지도 감안

이제는 한 우물만 판다! 유럽에 강한 직판여행사(PKG)

- 2018년 매출 737억원(+30.4% yoy), 영업이익 180억원(+21.1% yoy) 전망
- 참좋은여행은, 1) 대리점수수료(7~9%) 절감에 따른 가격 경쟁력을 무기로 시장(+14.1% yoy) 이상의 외형성장 지속하며, 2) 장거리노선 특화 사업자로 업종내 가장 높은 영업이익률(16년 22%, 17년 26%, 18년 25% 전망)을 자랑하고, 3) 자전거사업 분할로 기존 실적 디스카운트 요인 해소
- 장거리(유럽) 노선 특화 사업자. 2017년 유럽 비중 42%. 타 사 대비 가장 차별화된 부분. 상품 단가(ASP)가 높을수록 소비자가 체감하는 직판사(B2B2C)의 가격 메리트가 부각되기 때문이라고 판단. 높은 재구매율(70%)이 증명
- 고정비(인건비, 마케팅) 비중 높은 편. 효율적 비용 관리로 직원당 매출 2010년 이후 연평균 +8.7% 증가. 외형 성장에 따른 영업이익률 추가 상승 가능
- 2018년 여행업 상저하고 예상하나, 참좋은여행은 인센티브 패키지 비중 타사 대비 굉장히 낮은 편으로, 상반기 부진 우려 상대적으로 크지 않다고 판단

디스카운트는 해소, 임대 수익은 덤! 성장은 계속된다

- 적자사업 분리, 실적 디스카운트 부담 완화. 자전거사업 영업손실 2016년 8억원, 2017년 17억원(+101% yoy). 1Q18 당기순이익 -7억원, 적자 지속
- 기존 자전거사업에 포함되던 서초사옥 관련 임대수익 여행사업으로 이관. 연간 약 20억원 이익 향후 꾸준히 반영될 예정(2018년 영업이익 11% 수준)
- 순수 아웃바운드 패키지 사업만을 영위, 외부 변수에 따른 영향 제한적이며, 업종내 두드러지는 성장성과 높은 마진에도 불구하고, 현재 가장 저평가된 회사
- 국내 출국자의 구조적 성장과 우호적 공급 환경에 기인한 패키지여행 수요 확대를 그대로 흡수 가능한 사업자로, 꾸준히 주목할 필요 있다고 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	43	57	74	83	94
영업이익	9	15	18	21	24
세전순이익	11	18	18	21	25
지배지분순이익	7	12	14	16	19
EPS	493	869	1,012	1,121	1,324
PER	17.0	12.6	12.3	11.1	9.4
BPS	4,515	5,236	6,052	6,927	7,956
PBR	1.9	2.1	2.1	1.8	1.6
ROE	11.3	17.8	17.9	17.3	17.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy, 본부

Valuation

참좋은여행에 대한 투자의견 매수(Buy), 목표주가 19,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 전일(5/28) 종가 12,150원 대비 상승여력은 56.4%이며, 목표주가는 12개월 forward EPS 1,057원에 Target PER 19배를 적용했다. RIM 기준 목표주가는 23,000원이다.

Target PER 19배는 업종 평균 PER 22배에 디스카운트 15%를 적용했다. 업종 평균 PER 22배는 지난 2015년 하나투어가 면세점 사업자로 선정되면서 주가 과열 구간에 진입하기 직전 과거 5년간(2010~2014년) 평균이자, 모두투어의 최근 5개년 평균과 동일하다. 디스카운트는, 1) 모객단에서 주요 간판사와의 절대 규모의 차이, 2) 상대적으로 낮은 브랜드 인지도를 반영했다.

국내 출국자수의 성장세는 과거(2010~2014년) 이상의 높은 수준에서 유지될 것으로 전망한다. 참좋은여행은 대리점 수수료 절감(7~9%)을 통한 가격 경쟁력을 바탕으로, 2018년 국내 출국자수(+14.1% yoy) 이상의 성장이 가능하다고 판단한다. 2018년 매출 737억 원(+30.4% yoy), 영업이익 180억 원(+21.1% yoy)을 기록할 것으로 전망한다.

그림 119. 참좋은여행 주가는 실적과 함께 우상향 전망



자료: 참좋은여행, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

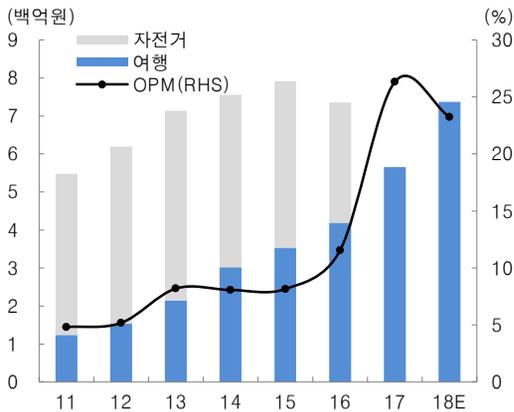
참좋은여행을 소개합니다

장거리 노선에 강한 직판 여행사(B2C)

참좋은여행은 장거리 중심의 패키지여행 상품을 판매하는 직판여행사(B2C)다. 대리점 수수료 절감을 통한 가격 경쟁력을 무기로, 국내 출국자수(+14.1% yoy) 이상의 외형 성장을 지속 중이다. 1998년 설립되었으며, 국내 여행산업이 크게 위축되었던 2008년 삼천리 자전거의 계열사 첼로스포츠에 흡수합병되었다. 이후, 사명을 참좋은레저로 변경, 고급자전거와 여행사업을 영위해왔다.

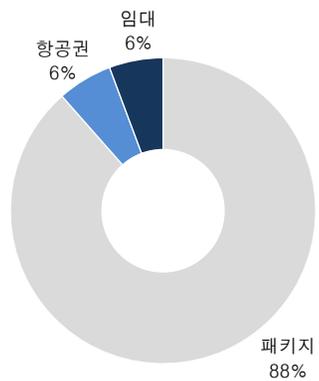
2017년 9월 자전거사업 물적분할을 통해, 존속회사 참좋은여행과 신설회사 참좋은레저로 분리되었다. 이후 김석환 회장은 소유했던 삼천리지분 전량(27.14%)을 레저에 양도했으며, 제3자배정 유상증자를 통해 레저 지분 72.55%를 확보했다. 결과적으로, 참좋은여행이 보유한 참좋은레저 지분은 27.45%로 감소했다. 매출은 일시적으로 감소한 것 처럼 보였지만, 실적 디스카운트 부담 해소에 따른 수익성 개선이 전망된다. 자전거사업 분리 이후 2017년 기준 사업별 매출 비중은 패키지 88%, 항공판매수수료 6%, 임대수익 6%다.

그림 120. 자전거사업 분할 이후 마진 개선, 성장 지속



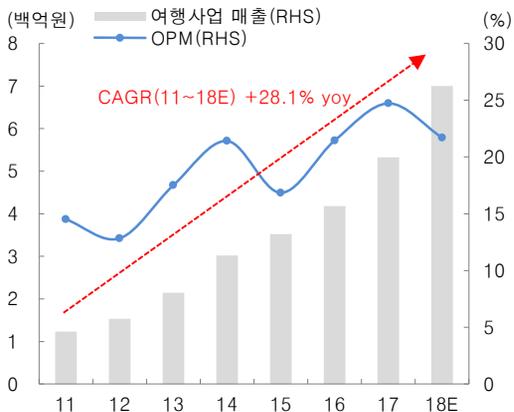
자료: 참좋은여행, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 121. 아웃바운드 사업 비중 94% 이상



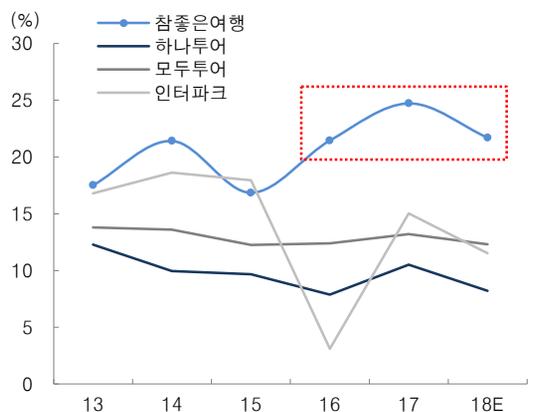
자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 122. 여행매출 연평균 28% 성장, 마진 개선 지속



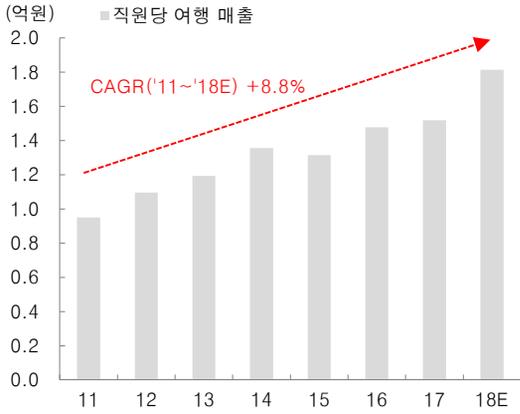
자료: 참좋은여행, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 123. 업종내 높은 마진. 추가 개선 가능성 높음



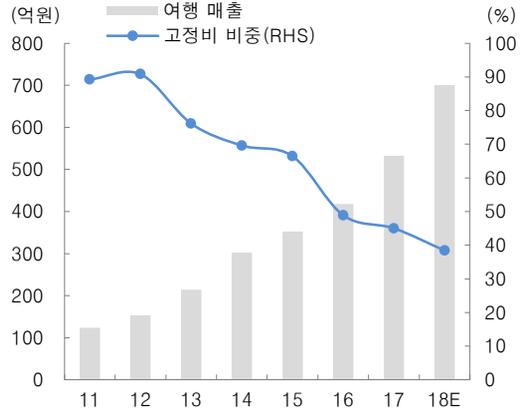
자료: 참좋은여행, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 124. 직원당 여행 매출 연평균 8.8% 성장



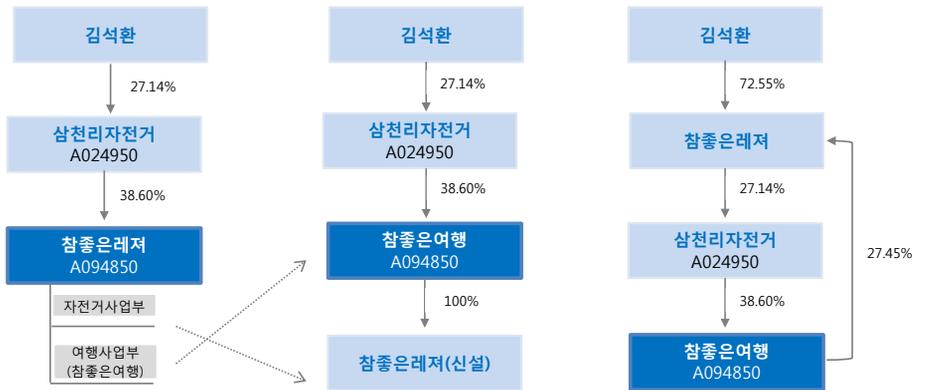
자료: 참좋은여행, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 125. 여행매출 고정비(인건비+마케팅) 비중 하락



자료: 참좋은여행, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 126. 참좋은여행 지분구조 변화



자료: 대신증권 Research&Strategy본부

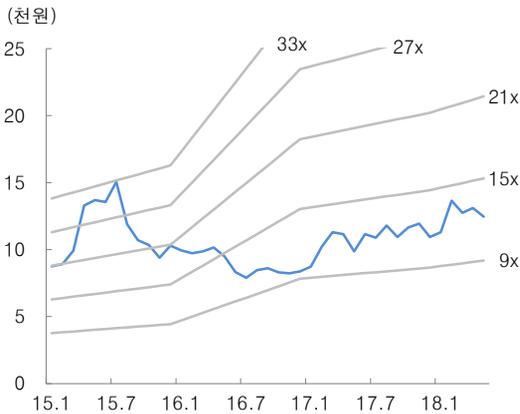
표 5. 참좋은여행 실적 전망

(억원, %, 만명)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출	120	150	141	154	152	180	208	196	431	565	737
(YoY %)	23.3	39.5	2.9	73.8	26.9	20.3	47.4	27.2	(45.6)	31.2	30.4
영업이익	34	48	35	32	34	49	56	42	93	149	180
(YoY %)	12.2	54.4	(31.1)	흑전	2.4	2.6	57.6	28.0	44.6	59.4	21.1
영업이익률(%)	27.9	31.7	24.9	21.1	22.6	27.0	26.7	21.2	21.7	26.3	24.5
지배주주순이익	24	33	23	42	26	39	44	33	69	122	142
(YoY %)	(7.6)	20.5	(36.4)	흑전	7.7	19.0	92.1	(21.9)	19.7	76.2	16.5
순이익률(%)	19.9	21.8	16.3	27.3	16.9	21.6	21.2	16.8	16.0	21.5	19.2
국내 출국자수	611	571	657	644	700	657	756	740	2,084	2,484	2,853
참좋은여행 송출객									39	48	59
참좋은여행 M/S									1.9	2.0	2.1

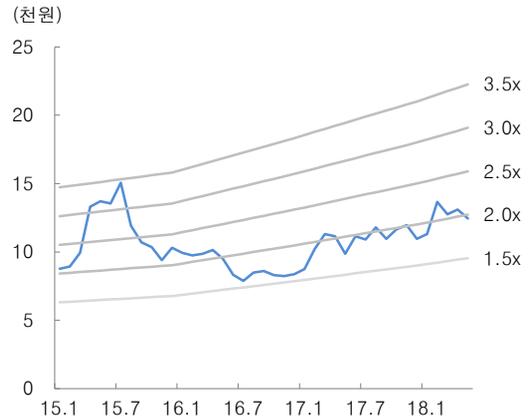
자료: 참좋은여행, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 127. 참좋은여행 12M FWD PER Band



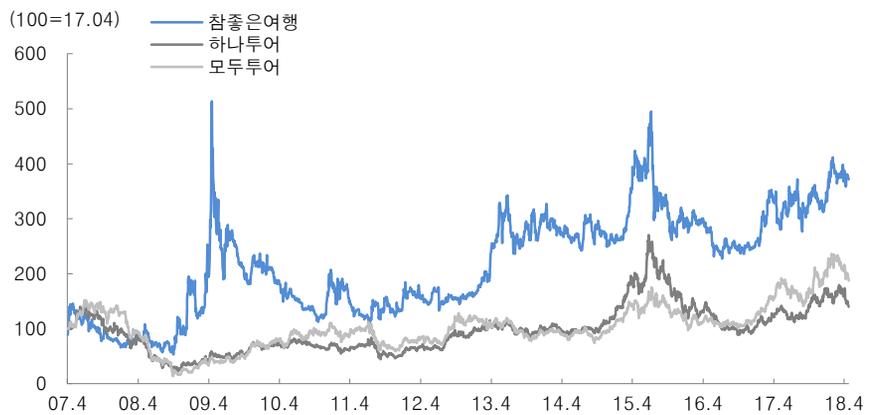
자료: Wsetn, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 128. 참좋은여행 12M FWD PBR Band



자료: Wsetn, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 129. 참좋은여행 상장(17/4/30) 이후 주가 추이



자료: Dataguide, 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원, %)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	14	16	19	21	23	26	27	29	30	32
- 잔여이익평가모형(Residual Income Model)을 이용한 목표주가 23,000원 - 2018~2022년 순이익 CAGR 14.7% 전망. 동기간 국내 출국자수 CAGR 11.2% 기반의 외형성장 전망 - 2023~2027년 순이익 CAGR 5.5% 전망. 한자릿수 안정적 성장 유지, 출국자 점유율 확대 전망										
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	85	97	111	127	146	167	189	213	237	263
추정ROE	17.9	17.3	17.8	17.3	17.1	16.4	15.4	14.4	13.5	12.7
III 필요수익률 ^(주3)	6.1									
무위험이자율 ^(주4)	2.5									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.5									
베타	0.8									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	11.8	11.2	11.7	11.2	11.0	10.3	9.3	8.3	7.4	6.6
V 필요수익	4	5	6	7	8	9	10	12	13	14
VI 잔여이익(I-V)	10	11	13	14	16	17	17	17	17	17
현가계수	0.97	0.91	0.86	0.81	0.76	0.72	0.68	0.64	0.60	0.57
잔여이익의 현가	9	10	11	11	12	12	12	11	10	10
VII 잔여이익의 합계	108									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	138									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	73									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	319									
총주식수(천주)	14,000									
XI 적정주당가치(원)	22,783									
현재가치(원)	12,150									
Potential (%)	87.5%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서의 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

재무제표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	43	57	74	83	94
매출원가	1	2	9	10	11
매출총이익	42	55	64	73	82
판매비와관리비	33	40	46	53	58
영업이익	9	15	18	21	24
영업이익률	21.7	26.3	24.5	24.7	26.0
EBITDA	10	16	19	21	25
영업외손익	2	3	0	0	0
관계기업손익	0	-1	-1	-1	-1
금융수익	0	0	0	0	0
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	2	4	1	1	1
법인세비용차감전순이익	11	18	18	21	25
법인세비용	2	3	4	5	6
계속사업순이익	9	14	14	16	19
중단사업순이익	-2	-2	0	0	0
당기순이익	7	12	14	16	19
당기순이익률	16.0	21.5	19.2	18.8	19.7
비재배분순이익	0	0	0	0	0
재배분순이익	7	12	14	16	19
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	7	12	14	16	19
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
재배분포괄이익	7	12	0	0	0

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	493	869	1,012	1,121	1,324
PER	17.0	12.6	12.3	11.1	9.4
BPS	4,515	5,236	6,052	6,927	7,956
PBR	1.9	2.1	2.1	1.8	1.6
EBITDAPS	747	1,154	1,345	1,519	1,782
EV/EBITDA	11.8	8.4	7.7	6.2	4.6
SPS	3,076	4,036	5,262	5,962	6,707
PSR	2.7	2.7	2.4	2.1	1.9
CFPS	906	1,288	1,488	1,662	1,925
DPS	150	200	250	300	350

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	-45.6	31.2	30.4	13.3	12.5
영업이익 증가율	44.6	59.4	21.1	14.6	18.4
순이익 증가율	19.7	76.2	16.5	10.7	18.2
수익성					
ROC	118.2	-158.6	-82.5	-88.6	-102.5
ROA	7.2	10.3	12.0	12.8	14.0
ROE	11.3	17.8	17.9	17.3	17.8
안정성					
부채비율	130.6	96.9	83.8	73.3	63.8
순차입금비율	10.6	-23.3	-35.3	-44.8	-53.0
이자보상배율	0.0	46.8	56.7	65.0	76.9

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	70	65	78	91	107
현금및현금성자산	21	33	46	59	75
매출채권 및 기타채권	19	15	15	15	15
재고자산	10	0	0	0	0
기타유동자산	20	16	16	16	16
비유동자산	76	80	78	77	76
유형자산	3	1	0	0	0
관계기업투자금	0	8	7	6	5
기타비유동자산	73	71	71	70	70
자산총계	146	144	156	168	182
유동부채	65	68	68	68	68
매입채무 및 기타채무	15	15	15	15	15
차입금	25	13	13	13	13
유동성채무	0	15	15	15	15
기타유동부채	25	26	26	26	26
비유동부채	17	3	3	3	3
차입금	15	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	3	3	3	3
부채총계	83	71	71	71	71
자배지분	63	73	85	97	111
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	34	34	34	34	34
이익잉여금	24	34	46	58	72
기타자본변동	-2	-2	-2	-2	-2
비재배지분	0	0	0	0	0
자본총계	63	73	85	97	111
순차입금	7	-17	-30	-43	-59

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	21	18	21	22	25
당기순이익	7	12	14	16	19
비현금항목의 가감	6	6	7	8	8
감가상각비	1	1	1	1	0
외환손익	0	0	0	0	0
자본법평가손익	0	1	1	1	1
기타	5	3	5	6	7
자산부채의 증감	11	4	4	4	4
기타현금흐름	-3	-4	-4	-5	-6
투자활동 현금흐름	-18	-11	-10	-10	-10
투자자산	-6	0	1	1	1
유형자산					
기타	-12	-10	-10	-10	-10
재무활동 현금흐름	13	5	-3	-3	-4
단기차입금	15	7	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-1	-2	-3	-3	-4
기타	-1	0	0	0	0
현금의 증감	16	12	13	14	16
기초 현금	5	21	33	46	59
기말 현금	21	33	46	59	75
NOPLAT	7	12	14	15	18
FCF	7	12	14	16	18

자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy 본부

Initiation

모두투어 (080160)

김수민 soomin.kim@dashin.com

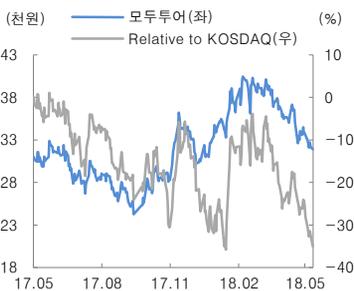
투자 의견 **BUY**
매수, 신규

6개월 목표주가 **40,000**
신규

현재주가 (18.05.28) **31,900**
레저업종

KOSDAQ	879.69
시가총액	603십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	40,450원 / 24,250원
120일 평균거래대금	64억원
외국인지분율	43.54%
주요주주	우종용 외 13 인 15.41% 국민연금 7.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.1	-20.3	-8.2	3.0
상대수익률	-10.5	-22.3	-19.3	-24.4



앞으로 기대되는 여행

투자의견 매수, 목표주가 40,000원 제시

- 목표주가는 12M FWD EPS 1,834원에 PER 22배 적용. RIM TP 45천원
- Target PER 22배는 모두투어 최근 5년간 평균 PER이자 업종 평균 수준

아웃바운드와 패키지에 대한 확신을 가지자

- 국내 아웃바운드 구조적 성장, 패키지 수요 확대 기반에 대형사 쏠림 지속되며 여행 본업은 외형 성장 지속할 것으로 전망
- 2018년 본사 매출 3,411억원(+36.8% yoy), OP 389억원(+18.1% yoy) 전망
- 2Q18 역기저효과, 지방선거에 따른 인센티브 패키지 위축, 비수기영향 확대. 3Q18 성수기 진입, 이연 수요 회복, 시장 분위기 전환. 4Q17 기저효과 반영. 전년과 달리 상저하고 흐름. 본사 OP 1H18 -7.8% yoy, 2H18 +42.9% yoy 전망

사회사 기초 체력 완성. 여행 + 호텔 + 해외지사

- 연결 실적 비중은 크지 않음. 흑자전환 및 향후 성장 가능성에 주목
- 2017년 합산 매출 445억원(+36% yoy), 영업손실 6억원(-88% yoy). 실적 비중 70% 이상의 자유투어, 모두스테이 흑자전환. 2018년 합산 OP 17억원 전망
- 자유투어, 여행업 구조적 수혜 공유할 수 있는 기초 체력 완성
 - 1Q18 순매출 73억원(+33.2% yoy), 영업손실 -5억원(적전 yoy)
 - 항공권 비중 증가(+8%p yoy), 마케팅비용 확대(+20.9% yoy) 영향
 - 하반기 시장 분위기 전환되면서 자유투어 실적 개선 전망
- 모두스테이, 2017년 매출 117억원(+5.3% yoy), OP 3억원 흑전
 - 중국인 단체관광객 유입 전면 중단된 상황에서 유의미한 성과
 - 1Q18 영업손실 -6억원(적전 qoq), 스타즈4회(울산) 초기 비용 집행 영향
 - 울산점, 18.4월 영업 개시. 향후 모두스테이 외형 성장에 기여할 것
 - 추가로, 4Q17 리츠 연결 재편입. 향후 연간 약 20억원 안정적 이익 확보
- 해외사업 본격화 움직임 주목. 1Q18 모두투어재팬 연결 편입
 - 1Q18 매출 8억원, OP 3억원, OPM 41% 기록. 규모는 작지만 성장성 높음
 - 검증된 사업 구조. 2018년 해외지사 합산 OP 10억원 무난히 달성 전망
 - 하반기 중국, 유럽 편입시 해외지사 이익 기여도 확대. 2019년 40억원 목표
- 2018년 연결 매출 4,010억원(+37.8% yoy), OP 405억원(+26.6% yoy) 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	237	291	401	440	505
영업이익	20	32	41	49	59
세전순이익	23	33	43	51	61
지배지분순이익	17	24	32	38	45
EPS	1,330	1,279	1,697	2,025	2,389
PER	21.8	23.8	19.3	16.1	13.7
BPS	8,207	7,134	8,398	9,893	11,657
PBR	3.5	4.3	3.9	3.3	2.8
ROE	16.5	20.3	21.9	22.1	22.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy 본부

모두투어를 소개합니다

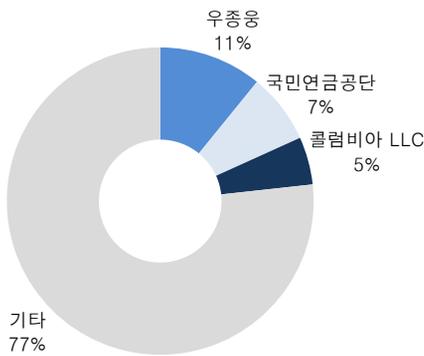
앞으로가 기대되는 회사,
자회사 기초체력 완성

모두투어는 1989년 설립된 국일여행사에서 출발한다. 2005년 2월 현재의 상호로 법인명이 변경되었으며, 같은 해 7월 코스닥 시장에 상장했다. 전문 판매점 등 온/오프라인 채널을 통한 간접판매(B2B2C) 사업 구조의 종합여행사(wholesale)로, 현재 일본, 유럽, 중국 등 9곳에 해외 지사를 두고 있다.

2017년 273만명(+18.8% yoy)을 송출했으며, 국내 순출국자 기준 점유율 11.0%를 차지한다. 패키지 기준 점유율은 6.1%, 송객수 150만명으로, 동남아와 중국, 일본향 송객이 전체 패키지 송객의 81% 이상을 차지한다.

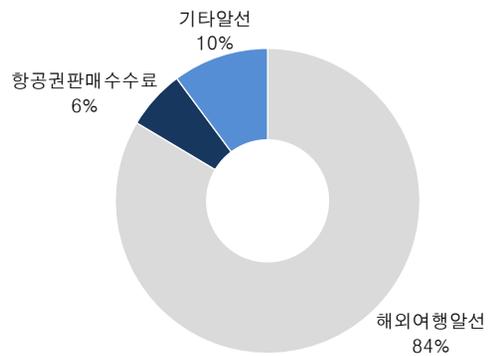
1Q18 모두투어재팬이 신규 연결 자회사로 포함8되면서, 자유투어, 크루즈인터내셔널, 모두스테이, 모두관광개발, 모두투어리츠, MODE HOTEL & REALTY, 모두인터내셔널, 서울호텔관광전문학교 등 총 9개 자회사를 보유하고 있다.

그림 130. 모두투어 주주 현황(1Q18 기준)



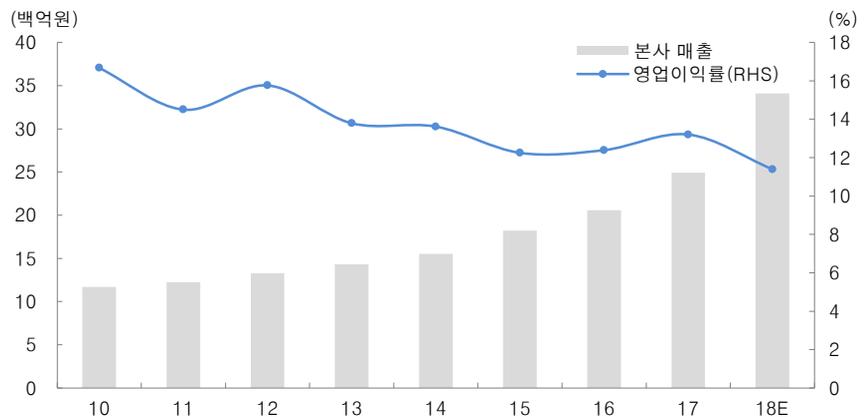
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 131. 모두투어 본사 부문별 매출(2017년)



자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 132. 모두투어 본사 매출 및 영업이익률 추이



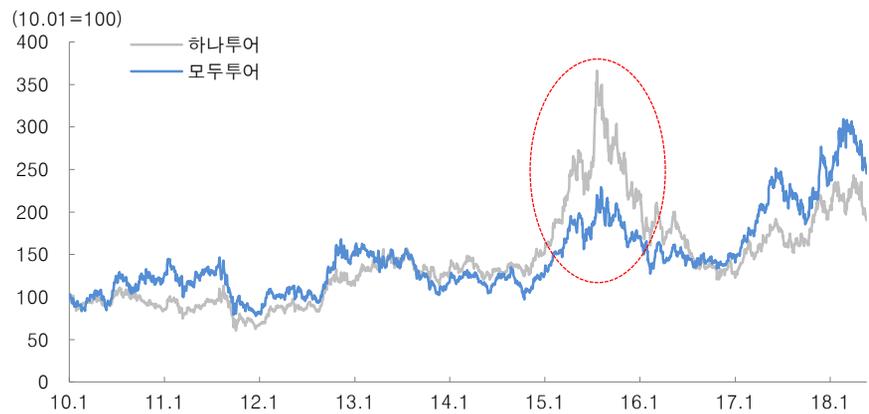
자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 133. 모두투어 주가 및 영업이익 추이



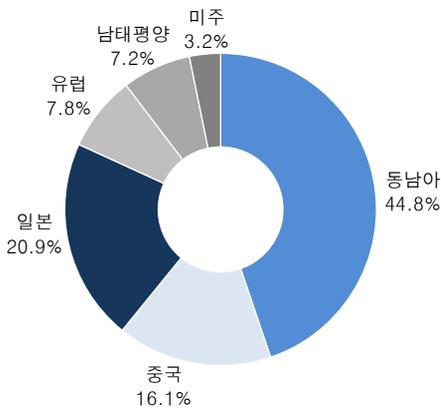
자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 134. 여행업종 주가 추이



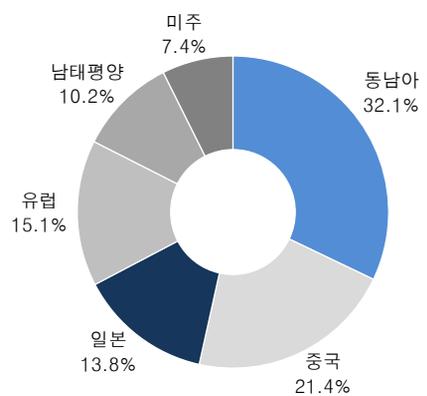
자료: Dataguide, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 135. 모두투어 지역별 모객 비중(2017년 기준)



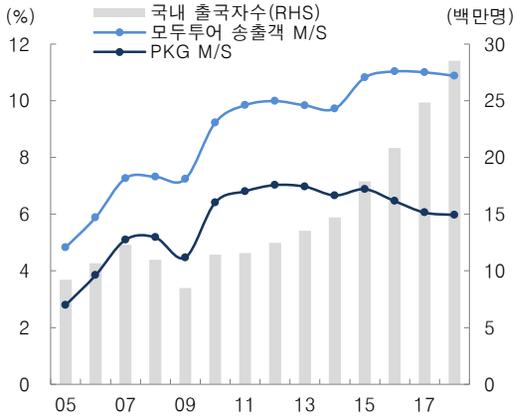
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 136. 모두투어 지역별 수익 비중(2017년 기준)



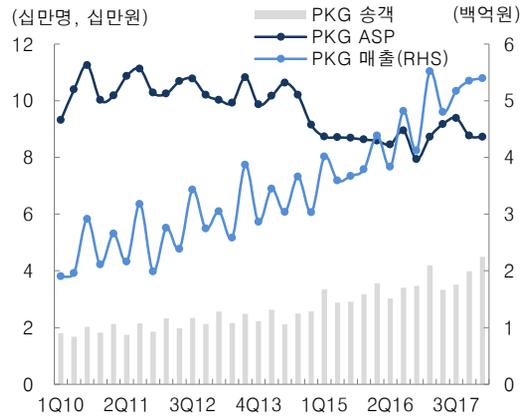
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 137. 국내 출국자수 및 모두투어 점유율



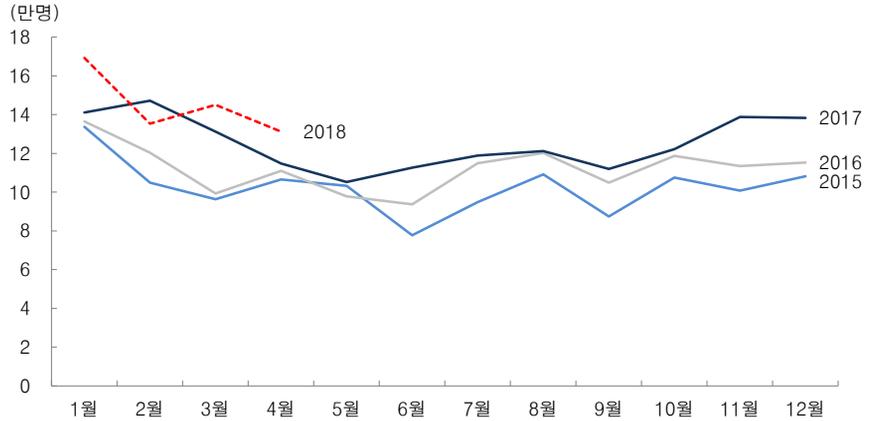
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 138. 모두투어 패키지 송객 ↑, ASP ↓, 매출 ↑



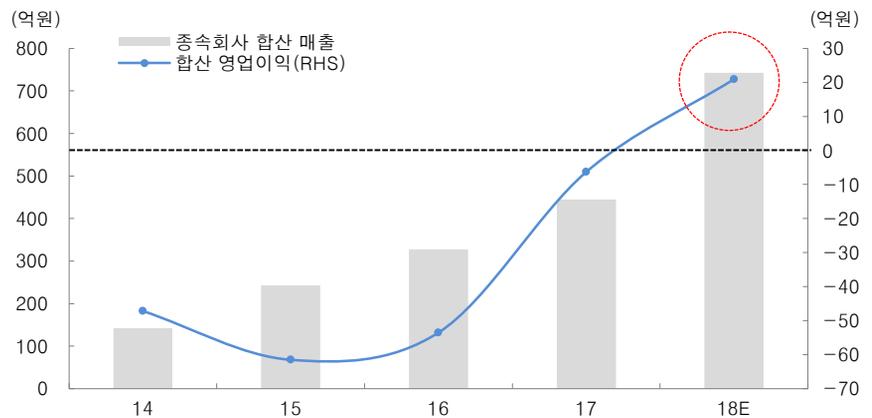
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 139. 모두투어 월별 패키지 송출객 추이



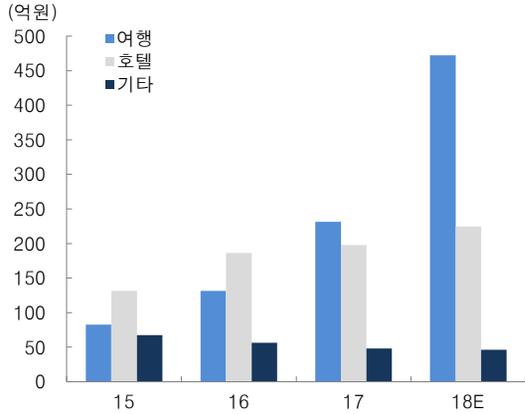
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 140. 모두투어 자회사 9개사 합산 실적 추이



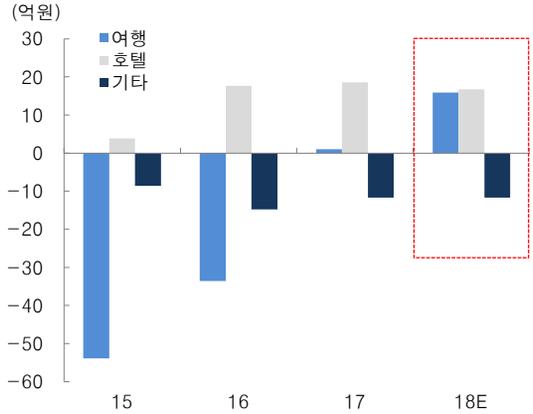
자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 141. 사업별 자회사 합산 매출 추이



자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 142. 사업별 자회사 합산 영업이익 추이



자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

표 6. 모두투어 자회사 현황

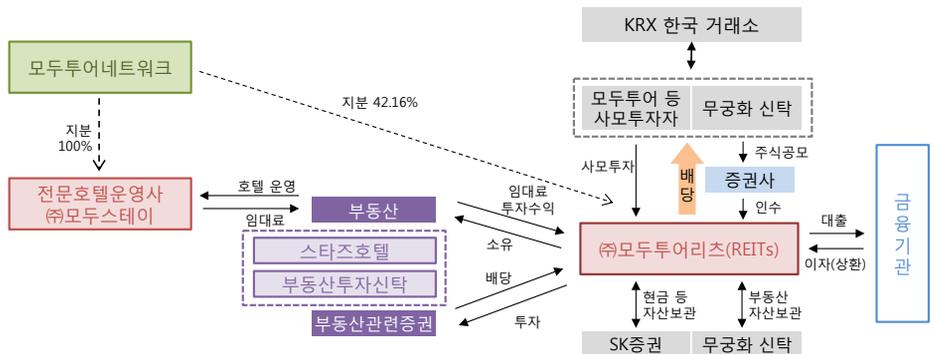
(천원, %)

구분	회사명	자본금	지분율	사업 내용
여행업	자유투어	7,517,614	79.81	2015년 4월 자회사 편입. B2C 전문 여행사. 최근 자유여행(FT) 비중 확대
	크루즈인터내셔널	1,690,000	89.92	해외 크루즈 선사의 한국 총판을 수행하는 크루즈 전문 기업.
	모두투어재팬	75,508	100.00	일본 현지 예약대행 및 현지 관광 서비스 판매
호텔/숙박업	모두스тей	1,400,000	100.00	2014년 6월 설립. 호텔 브랜드 'STAZ HOTEL' 전문 운영 법인
	모두관광개발	900,000	100.00	2012년 4월 설립. 제주도 관광사업 영위. 제주 로베로호텔 운영
	모두투어자기관리 부동산투자회사	39,134,075	42.16	모두투어리츠. 2014년 1월 설립. 비즈니스 호텔 사업 추진
	MODE HOTEL & REALTY	132,750	100.00	베트남 소재 자회사. 베트남 다량 현지 스테이호텔(Stay Hotel) 운영
기타	모두투어인터내셔널	1,148,140	95.81	2008년 6월 설립. 인바운드 관광 전문 여행사. 중국 전담여행사 역할 수행
	서울호텔관광전문학교	4,600,000	100.00	호텔 및 관광산업 전문인력 양성 목적. 구 서울호텔종합전문학교 인수

주: 1Q18 기준 자회사 현황. 인바운드 관련 사업을 영위하는 자회사 음영표시로 구분

자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 143. 모두스тей와 모두투어리츠 통한 호텔사업 구조



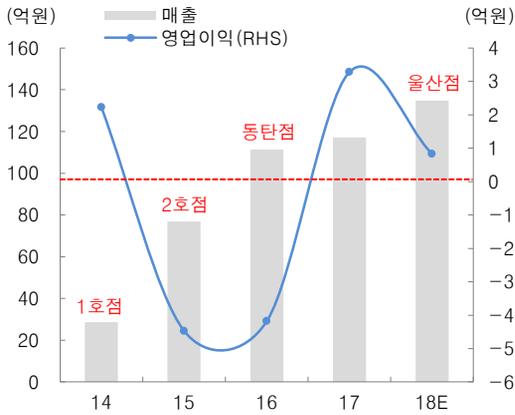
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

표 7. 모두투어 운영 호텔 현황

구분	소유	운영	객실	OCC	개관
STARZ HOTEL 명동 1호점	모두투어리츠	모두스테이	150	90%	2014년 6월
STARZ HOTEL 명동 2호점	모두투어리츠	모두스테이	174	90%	2015년 1월
STARZ HOTEL 동탄	모두투어리츠	모두스테이	93	65%	2016년 2월
STARZ HOTEL 울산	모두투어리츠	모두스테이	345	-	2018년 4월
STAY HOTEL 다남	모두투어네트워크	모두 H&R	103	85%	
HOTEL ROBERO	모두투어네트워크	모두관광개발	137	90%	
독산동 호텔(가칭)	모두투어리츠	모두스테이	-	-	2019년(예정)
스타즈호텔 김포(가칭)			376	-	2019년(예정)

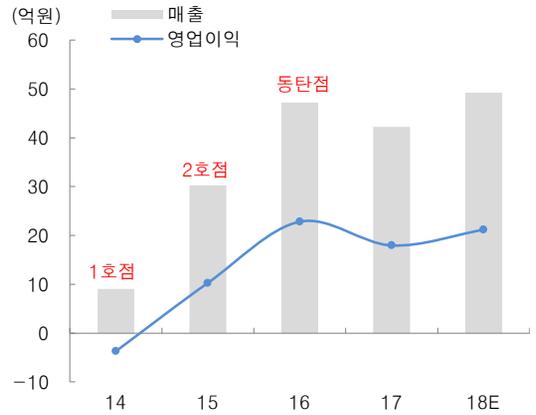
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 144. 모두스테이 실적 추이



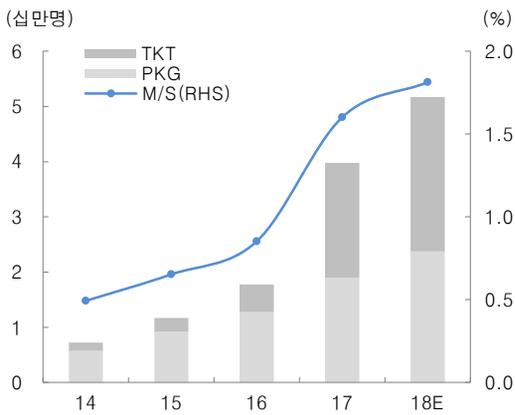
자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 145. 모두투어리츠 실적 추이



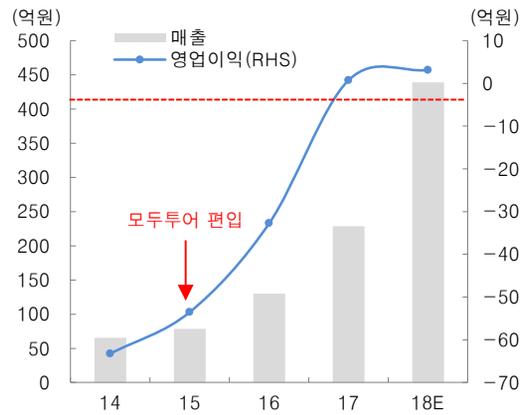
자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 146. 자유투어 송객 추이



자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 147. 자유투어 실적



자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

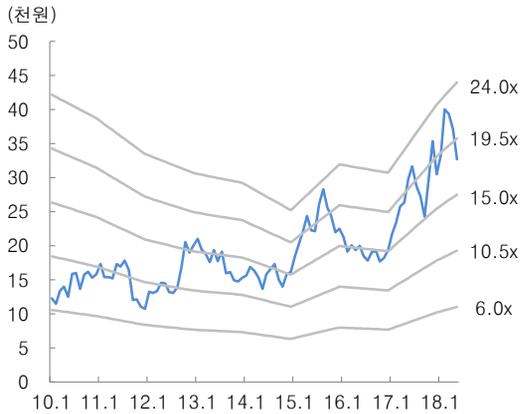
표 8. 모두투어 실적 전망

(만명, 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
국내 출국자수	611	571	657	644	700	657	756	740	2,084	2,484	2,853
모두투어 송출객수	71	63	70	70	76	70	82	82	230	273	310
모두투어 M/S	11.6	11.0	10.6	10.8	10.9	10.7	10.8	11.0	11.0	11.0	10.9
PKG	42	33	35	40	45	38	41	46	135	150	170
PKG M/S	6.9	5.8	5.4	6.2	6.4	5.8	5.5	6.2	6.5	6.1	6.0
모두투어 수탁금	5,090	4,470	5,089	5,021	5,513	4,915	5,866	5,743	16,238	19,670	22,037
(YoY %)	20.6	24.0	12.8	28.8	8.3	10.0	15.3	14.4	10.5	21.1	12.0
PKG 수탁금	3,659	3,053	3,304	3,501	3,920	3,412	3,805	3,985	11,414	13,517	15,123
PKG 마크업	15.1	15.7	15.6	15.3	13.8	15.8	15.7	15.4	15.0	15.4	15.2
매출	740	673	727	770	1,098	875	995	1,042	2,371	2,909	4,010
(YoY %)	24.3	23.9	13.2	30.3	48.4	30.0	36.9	35.3	16.0	22.7	37.8
본사	643	573	625	652	943	751	845	872	2,058	2,494	3,411
그 외	97	100	102	117	155	123	151	170	313	416	599
영업이익	110	73	81	55	91	83	122	109	201	320	405
(YoY %)	154.8	99.9	(2.3)	45.4	(17.1)	13.5	50.1	96.0	22.3	59.1	26.6
영업이익률(%)	14.9	10.9	11.2	7.2	8.3	9.5	12.3	10.4	8.5	11.0	10.1
본사	117	79	88	45	105	77	113	93	255	329	389
그 외	(7)	(5)	(7)	11	(14)	6	9	16	(54)	(9)	17
지배주주순이익	81	61	59	41	74	67	97	83	168	242	321
(YoY %)	130.5	71.6	(14.5)	45.3	(8.1)	9.5	65.0	100.6	26.6	44.2	32.7
순이익률(%)	10.9	9.1	8.1	5.4	6.8	7.6	9.7	8.0	7.1	8.3	8.0

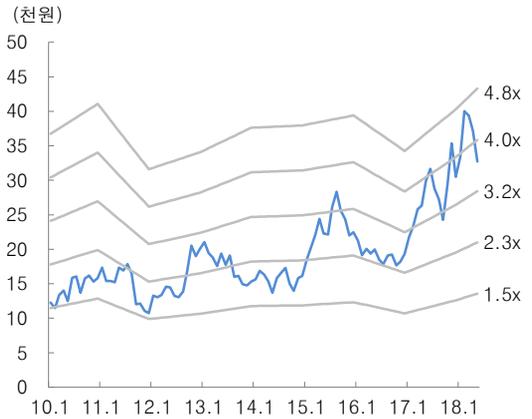
자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 148. 모두투어 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 149. 모두투어 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원, %)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	32	38	45	51	57	63	68	72	75	79
- 잔여이익평가모형(Residual Income Model)을 이용한 목표주가 45,000원 - 2018~2022년 순이익 CAGR 15.4% 전망. 동기간 국내 출국자수 CAGR 11.2% 기반의 본업 성장 및 자회사 실적 개선 반영 - 2023~2027년 순이익 CAGR 6.0% 전망. 본업 한자릿수 안정적 성장, 자회사 이익 기여도 확대 전망										
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	159	187	220	258	299	352	410	471	534	602
추정ROE	21.9	22.1	22.2	21.4	20.4	19.2	17.7	16.3	15.0	13.9
III 필요수익률 ^(주3)	5.7									
무위험이자율 ^(주4)	2.5									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.8									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	16.2	16.4	16.5	15.7	14.7	13.5	12.0	10.6	9.3	8.2
V 필요수익	8	9	11	13	15	17	20	23	27	30
VI 잔여이익(I-V)	24	29	34	39	42	45	47	48	48	48
현가계수	0.97	0.92	0.87	0.82	0.77	0.73	0.69	0.66	0.62	0.59
잔여이익의 현가	24	27	30	32	33	33	33	32	30	28
VII 잔여이익의 합계	301									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	419									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	135									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	855									
총주식수(천주)	18,900									
XI 적정주당가치(원)	45,227									
현재가치(원)	31,900									
Potential (%)	41.8%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮은 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

재무제표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	237	291	401	440	505
매출원가	11	11	74	65	73
매출총이익	226	280	327	375	433
판매비와관리비	206	248	287	326	374
영업이익	20	32	41	49	59
영업이익률	8.5	11.0	10.1	11.1	11.6
EBITDA	23	35	43	51	61
영업외손익	3	1	2	2	2
관계기업손익	2	3	2	2	2
금융수익	2	1	1	1	1
외환관련이익	1	1	1	1	1
금융비용	0	-1	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-1	-3	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	23	33	43	51	61
법인세비용	7	9	11	13	15
계속사업순이익	16	24	32	38	45
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	24	32	38	45
당기순이익률	6.7	8.3	8.0	8.7	9.0
비재배분순이익	-1	0	0	0	0
재배분순이익	17	24	32	38	45
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	16	24	32	38	45
비재배분포괄이익	-1	0	0	0	0
재배분포괄이익	16	24	32	38	45

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,330	1,279	1,697	2,025	2,389
PER	21.8	23.8	19.3	16.1	13.7
BPS	8,207	7,134	8,398	9,893	11,657
PBR	3.5	4.3	3.9	3.3	2.8
EBITDAPS	1,820	1,860	2,279	2,719	3,210
EV/EBITDA	11.7	14.4	12.6	10.3	8.4
SPS	18,816	15,394	21,217	23,306	26,736
PSR	1.5	2.0	1.5	1.4	1.2
CFPS	1,993	1,859	2,249	2,690	3,182
DPS	600	450	550	650	750

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	16.0	22.7	37.8	9.8	14.7
영업이익 증가율	22.3	59.6	26.2	21.1	19.3
순이익 증가율	23.8	52.4	32.5	19.5	18.5
수익성					
ROC	48.5	83.8	88.1	82.4	85.3
ROA	10.2	11.7	11.5	12.9	14.1
ROE	16.5	20.3	21.9	22.1	22.2
안정성					
부채비율	104.9	107.5	95.6	84.1	73.7
순차입금비율	-92.5	-60.8	-54.5	-55.4	-55.4
이자보상배율	46.2	66.1	76.7	88.7	101.4

자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy 본부

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	151	209	231	257	287
현금및현금성자산	58	53	59	79	100
매출채권 및 기타채권	39	45	61	67	77
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	54	110	110	110	110
비유동자산	59	130	134	139	145
유형자산	22	23	22	21	20
관계기업투자금	21	8	14	20	26
기타비유동자산	17	99	99	98	98
자산총계	210	338	366	396	432
유동부채	103	142	143	142	142
매입채무 및 기타채무	59	67	67	67	67
차입금	0	14	14	13	13
유동성채무	1	1	2	2	2
기타유동부채	43	60	60	60	60
비유동부채	5	33	36	39	42
차입금	2	30	33	36	38
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	3	3	3	3
부채총계	108	175	179	181	183
자배지분	103	135	159	187	220
자본금	6	9	9	9	9
자본잉여금	28	29	29	29	29
이익잉여금	98	115	139	167	200
기타지분변동	-28	-19	-19	-19	-19
비지배지분	-1	28	28	28	28
자본총계	103	163	187	215	249
순차입금	-95	-99	-102	-119	-138

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	32	38	31	47	50
당기순이익	16	24	32	38	45
비현금항목의 가감	9	11	10	13	15
감가상각비	3	3	3	2	2
외환손익	-1	2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	7	6	8	10	12
자산부채의 증감	12	12	-2	8	4
기타현금흐름	-5	-9	-10	-12	-14
투자활동 현금흐름	-6	-54	-8	-8	-8
투자자산	7	-13	-6	-6	-6
유형자산					
기타	-12	-39	0	0	0
재무활동 현금흐름	-12	11	-5	-8	-10
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	-2	-2	-2	-2
장기차입금	1	5	5	5	5
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-5	-7	-8	-10	-12
기타	-9	16	1	0	0
현금의 증감	14	-5	6	20	21
기초 현금	45	58	53	59	79
기말 현금	58	53	59	79	100
NOPLAT	14	24	31	37	44
FCF	15	25	32	38	45

인터파크 (108790)

김수민 soomin.kim@dashin.com

투자이견 **Marketperform**
시장수익률, 신규

6개월
목표주가 **8,200**
신규

현재주가 **7,310**
(18.05.28)

레저업종

KOSDAQ	879.69
시가총액	242십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	17십억원
52주 최고/최저	13,050원 / 7,220원
120일 평균거래대금	15억원
외국인지분율	10.71%
주요주주	인터파크홀딩스 외 7 인 68.84% FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY 외 4 인 9.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.5	-29.4	-21.1	-41.3
상대수익률	-14.8	-31.2	-30.6	-56.9



쉽지만은 않은 상황

투자이견 시장수익률(Marketperform), 목표주가 8,200원 제시

- 목표주가는 12M FWD EPS 413원에 PER 20배 적용, RIM TP 11천원
- 12M FWD EPS 적자사업부 제외한 본업 기준, Target PER은 여행업종 평균 22배에서 10% 할인, 일부 사업 적자 지속과 본업 수익성 하락 반영

향후 성장 동력은 여행, 공연은 안정적 캐쉬카우

- 2018년 매출 5,098억원(+5.6% yoy), OP 140억원(-15.2% yoy) 전망
- 여행 거래액 2011년 이후 연평균 +21.9% 성장, 국내 출국자수 성장, 패키지 수요층 확대 및 우호적 공급환경 기반으로 안정적 외형 성장 전망
 - 상품믹스 개선, 수익성 높은 非 항공권 비중 확대(19%→31%) 지속
 - 다만 사업자간 경쟁 심화로 발권수수료(TASF)를 마케팅 재원으로 활용
 - 단기간내 유의미한 수준의 영업이익률 개선은 쉽지 않을 것으로 예상
- 2018년 여행 OP 142억원(-10% yoy), OPM 11.9%(-3%p yoy) 전망
- 공연 매출전환률 약 19%, 공연 티켓 판매 1위 사업자(M/S 70%)
 - 2014년 이후 연간 4~5개 작품 자체제작, 외형성장 견인
 - 티켓판매 대비 수익성 높지 않음, 공연 OPM 8.8%(13년 대비 -10%p)
 - 자체제작 편수, 흥행 여부에 따라 연간 공연부문 실적 변동성 확대
 - 공급 주도 산업에서 영향력 확대, 사업간 시너지 창출 측면에서 긍정적
 - 2018년 공연 OP 113억원, 전년과 유사한 수준 전망

적자사업에 잡힌 발목, 탈출이 쉽지 않다

- 2017년 적자사업부(쇼핑, 도서) 합산 영업손실 111억원(+24.5% yoy)
- 쇼핑 거래액 성장 둔화(17년 +4% yoy), 이커머스 사업자간 경쟁 지속
 - 한자릿수 외형 성장 유지, 일정 수준 이상 거래액 달성시, 고수익 플랫폼 수익 확대로 실적 개선 가능하나, 당분간 적자 구간 탈출 쉽지 않을 것
- 도서 거래액 4년 연속 역성장, 손실 확대(15년 10억원, 16년 58억원, 17년 95억원), 1Q18 재고 관련 평가손실 및 송인서적 관련 비용 반영
 - 비우호적 환경 지속 예상, 단기간내 실적 개선 쉽지 않을 것으로 전망
 - 도서정가제 개정, 가격 경쟁력 희석, 서점간 경쟁 심화, 교육정책 변화

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	466	483	510	546	570
영업이익	9	16	14	22	26
세전순이익	4	12	11	19	22
지배지분순이익	2	8	5	14	17
EPS	71	253	161	411	508
PER	144.0	36.8	45.4	17.8	14.4
BPS	4,981	5,119	5,129	5,440	5,823
PBR	2.0	1.8	1.4	1.3	1.3
ROE	1.4	5.0	3.1	7.8	9.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 인터파크, 대신증권 Research&Strategy본부

인터파크를 소개합니다

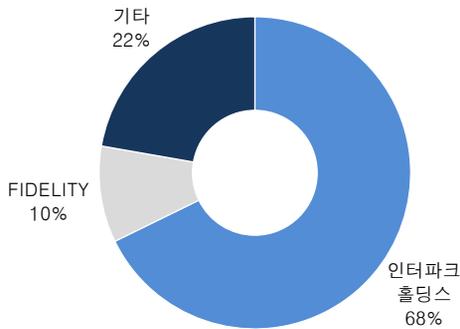
비우호적 영업환경, 발목잡는 적자 사업

인터파크는 투어(일반여행업 및 여행 중개업), 공연(티켓판매 및 공연 기획/제작), 온라인 쇼핑 및 도서 판매 사업 등을 영위하고 있다. 2017년 기준 각 사업부별 매출 비중은 투어 22%, 공연 27%, 쇼핑 18%, 도서 33%다.

지난 2006년 모회사 인터파크홀딩스가 물적분할로 설립했던 인터파크쇼핑, 인터파크도서, 인터파크ENT 등의 자회사를 2008년 7월 통합하면서, 투어, 공연(ENT), 쇼핑 및 도서 사업부로 나누어진 현 체제를 갖추게 되었다.

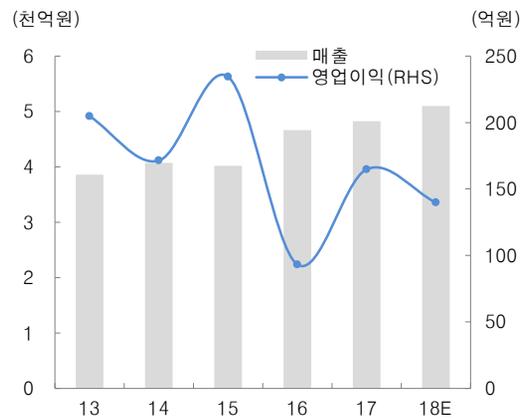
공연 콘텐츠 제작을 담당하는 서클컨텐츠컴퍼니와 공연장 운영 사업을 영위하는 인터파크씨어터 등 총 9개의 연결대상 종속기업을 보유 중이다.

그림 150. 인터파크 주주 현황(1Q18 기준)



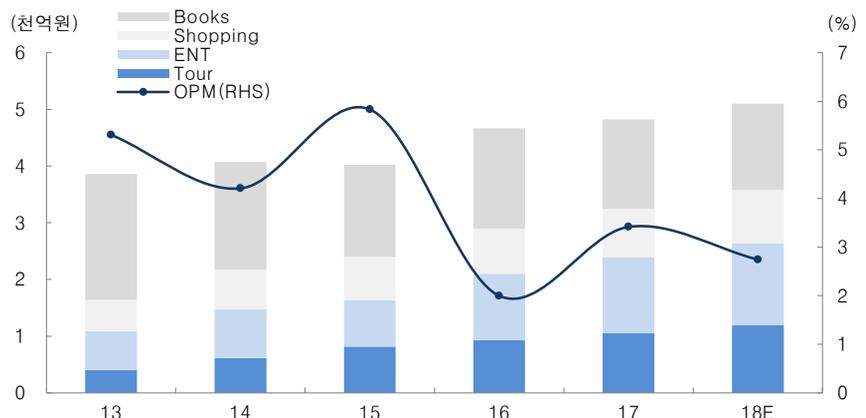
자료: 인터파크, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 151. 인터파크 연간 매출 및 영업이익 추이



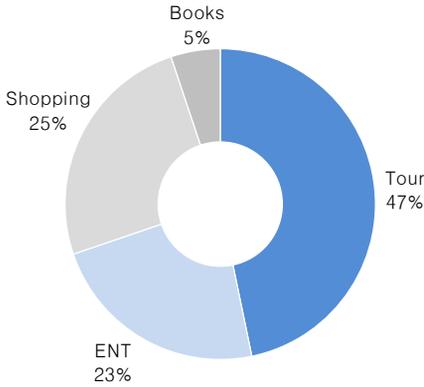
자료: 인터파크, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 152. 인터파크 사업부문별 매출 및 영업이익률 추이



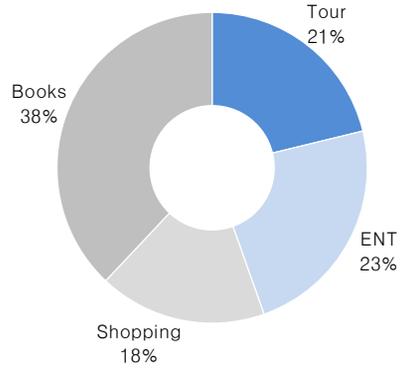
자료: 인터파크, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 153. 사업 부문별 GMV 비중(1Q18 기준)



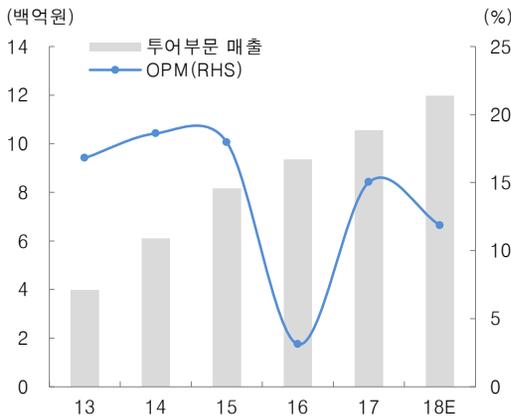
자료: 인터파크, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 154. 사업부문별 매출 비중(1Q18 기준)



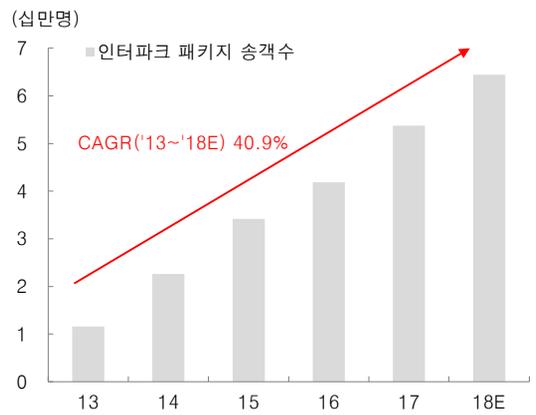
자료: 인터파크, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 155. 투어부문 매출 및 영업이익률 추이



자료: 인터파크, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 156. 인터파크 해외 패키지여행 승객 추이



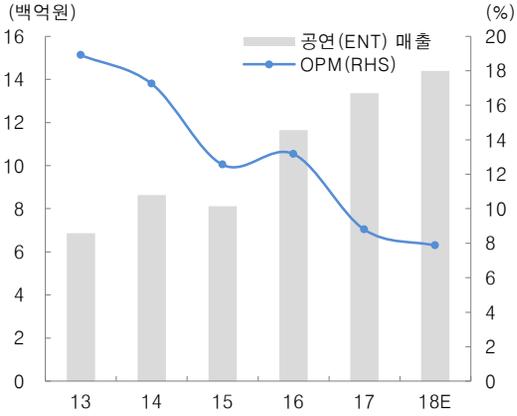
자료: 인터파크, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

표 9. 인터파크 2018년 공연 라인업

작품명	제작사	공연 기간	공연장	
4Q17	시스터 액트	서클컨텐츠컴퍼니	2017.11.25~2018.01.21	블루스퀘어 인터파크홀
4Q17	더 라스트 키스	서클컨텐츠컴퍼니	2017.12.15~2018.03.11	LG아트센터
2Q18	프랑켄슈타인	뉴컨텐츠컴퍼니	2018.06.20~2018.08.26	블루스퀘어 인터파크홀
3Q18	웃는 남자	서클컨텐츠컴퍼니	2018.07.10~2018.08.26	예술의전당 오페라극장
3Q18	웃는 남자	서클컨텐츠컴퍼니	2018.09.04~2018.10.28	블루스퀘어 인터파크홀
4Q18	엘리자벳	서클컨텐츠컴퍼니	2018.11~2019.02	블루스퀘어 인터파크홀
4Q18	팬텀	서클컨텐츠컴퍼니	2018.11~2019.02	충무아트센터 대극장

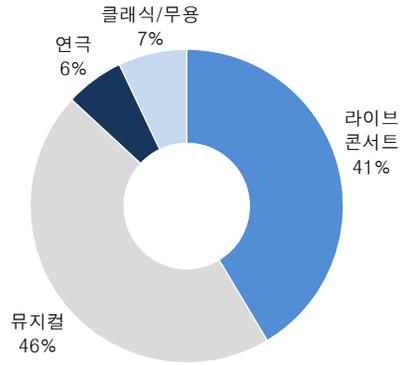
자료: 언론보도, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 157. 인터파크 공연(ENT) 매출 및 영업이익



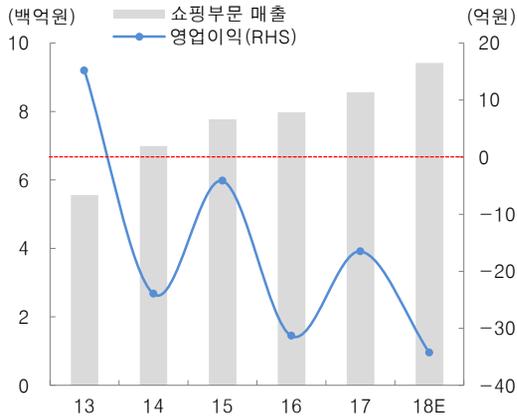
자료: 인터파크, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 158. 공연 장르별 판매 비중(2017년 기준)



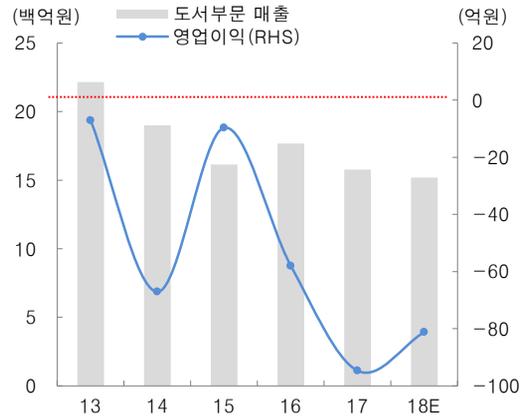
자료: 인터파크, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 159. 쇼핑부문 매출 및 영업이익 추이



자료: 인터파크, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 160. 도서부문 매출 및 영업이익 추이



자료: 인터파크, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

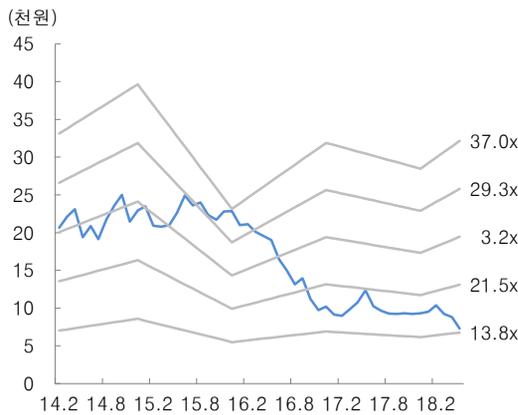
표 10. 인터파크 실적 전망

(억원, %, 만명)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
거래액(GMV)	8,227	8,749	9,058	9,389	9,381	9,223	10,360	10,011	33,160	35,423	38,976
(YoY %)	6.8	4.7	6.7	9.0	14.0	5.4	14.4	6.6	12.3	6.8	10.0
매출	1,243	1,054	1,212	1,316	1,262	1,097	1,323	1,416	4,665	4,826	5,098
(YoY %)	7.8	2.6	9.3	(4.3)	1.5	4.1	9.2	7.6	16.0	3.4	5.6
여행	249	246	300	261	267	256	374	300	935	1,055	1,198
공연	271	268	319	478	295	299	344	501	1,164	1,336	1,439
쇼핑	239	205	199	213	220	214	224	283	798	856	942
도서	485	335	394	364	479	328	380	332	1,767	1,578	1,520
영업이익	98	17	21	29	(25)	18	69	78	93	165	140
(YoY %)	61.6	흑전	(60.1)	(23.7)	(적전)	3.6	233.9	166.8	(60.2)	76.8	(15.2)
영업이익률(%)	7.8	1.6	1.7	2.2	(2.0)	1.6	5.2	5.5	2.0	3.4	2.7
여행	40	29	65	24	11	26	58	47	29	159	142
공연	46	16	(4)	60	14	29	29	41	153	117	113
쇼핑	15	(2)	(16)	(13)	(16)	(5)	(5)	(7)	(31)	(17)	(34)
도서	(4)	(25)	(24)	(42)	(33)	(11)	(13)	(24)	(58)	(95)	(81)
지배주주순이익	59	1	7	16	(47)	9	46	46	23	84	53
(YoY %)	57.4	흑전	(88.5)	흑전	(적전)	529.8	548.1	183.0	(86.2)	259.0	(36.5)
순이익률(%)	4.7	0.1	0.6	1.2	(3.8)	0.8	3.5	3.3	0.5	1.7	1.0
국내 출국자수	611	571	657	644	700	657	756	740	2,084	2,484	2,853
(YoY %)	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	15.0	15.0	15.0	16.5	19.2	14.9
인터파크 PKG 송객	13.9	12.2	14.0	13.6	16.0	14.6	18.5	15.3	41.8	53.7	64.5
(YoY %)	38.0	30.3	19.9	27.1	15.6	19.8	32.2	12.2	22.3	28.4	20.0
인터파크 PKG M/	2.3	2.1	2.1	2.1	2.3	2.2	2.4	2.1	2.0	2.2	2.3

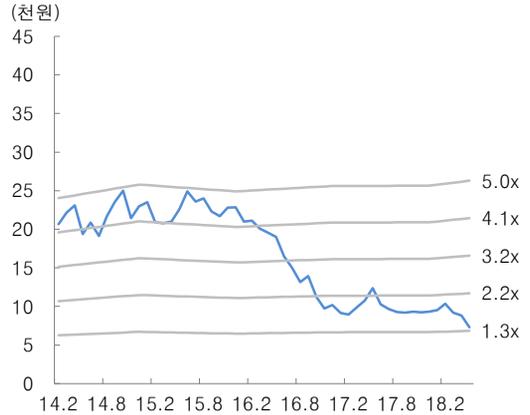
자료: 인터파크, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 161. 인터파크 12M FWD EV/EBITDA Band



자료: Wsetfn, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 162. 인터파크 12M FWD PBR Band



자료: Wsetfn, 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원, %)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	5	14	17	20	23	26	28	29	31	33
- 잔여이익평가모형(Residual Income Model)을 이용한 목표주가 11,000원 - 2018~2022년 순이익 CAGR 15.4% 전망. 동기간 국내 출국자수 CAGR 11.2% 기반의 여행사업 성장, 적자사업 실적 개선 전망 - 2023~2027년 순이익 CAGR 6.2% 전망. 한자릿수 안정적 성장 유지										
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	170	180	193	208	225	241	257	275	294	313
추정ROE	3.1	7.8	9.0	9.8	10.8	11.1	11.2	11.1	11.0	10.8
III 필요수익률 ^(주3)	5.5									
무위험이자율 ^(주4)	2.5									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.5									
베타	0.7									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	-2.4	2.2	3.5	4.3	5.3	5.5	5.6	5.5	5.4	5.3
V 필요수익	9	9	10	11	12	12	13	14	15	16
VI 잔여이익(I-V)	-4	4	7	9	12	13	14	15	16	17
현가계수	0.97	0.92	0.87	0.82	0.78	0.74	0.70	0.66	0.63	0.60
잔여이익의 현가	-4	4	6	7	9	10	10	10	10	10
VII 잔여이익의 합계	72									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	111									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	170									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	353									
총주식수(천주)	33,128									
XI 적정주당가치(원)	10,657									
현재가치(원)	7,310									
Potential (%)	45.8%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서의 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

재무제표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	466	483	510	546	570
매출원가	245	263	285	304	314
매출총이익	222	219	225	242	256
판매비와관리비	213	203	211	220	231
영업이익	9	16	14	22	26
영업이익률	2.0	3.4	2.7	4.0	4.5
EBITDA	19	27	24	32	35
영업외손익	-5	-4	-3	-3	-3
관계기업손익	3	-2	-2	-2	-2
금융수익	1	1	1	1	1
외환관련이익	1	0	0	0	0
금융비용	-3	-1	-3	-3	-3
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-6	-2	0	0	0
법인세비용차감전순이익	4	12	11	19	22
법인세비용	2	4	6	5	6
계속사업순이익	3	9	5	14	17
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	9	5	14	17
당기순이익률	0.5	1.8	1.1	2.5	2.9
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	2	8	5	14	17
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	3	8	5	14	17
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	2	8	5	14	17

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	71	253	161	411	508
PER	144.0	36.8	45.4	17.8	14.4
BPS	4,981	5,119	5,129	5,440	5,823
PBR	2.0	1.8	1.4	1.3	1.3
EBITDAPS	569	806	720	958	1,064
EV/EBITDA	14.3	9.0	7.6	5.6	5.0
SPS	14,147	14,584	15,389	16,487	17,204
PSR	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
CFPS	468	791	759	981	1,088
DPS	100	150	100	125	150

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	16.0	3.4	5.6	7.1	4.3
영업이익 증가율	-60.3	76.8	-15.2	57.6	16.7
순이익 증가율	-84.9	252.3	-38.4	155.3	19.9
수익성					
ROC	4.0	8.2	4.6	11.0	12.9
ROA	2.0	3.3	2.6	3.9	4.4
ROE	1.4	5.0	3.1	7.8	9.0
안정성					
부채비율	184.0	212.2	232.3	219.9	205.9
순차입금비율	-41.6	-40.6	-35.9	-34.4	-34.6
이자보상배율	3.4	12.1	5.5	8.7	10.1

자료: 인터파크, 대신증권 Research&Strategy 본부

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	313	359	389	395	403
현금및현금성자산	67	48	74	75	80
매출채권 및 기타채권	89	132	134	137	138
재고자산	40	39	41	44	46
기타유동자산	117	140	140	140	140
비유동자산	155	168	173	179	184
유형자산	46	47	47	48	48
관계기업투자금	3	8	17	26	35
기타비유동자산	105	114	109	105	101
자산총계	467	527	562	574	588
유동부채	299	355	390	391	392
매입채무 및 기타채무	152	202	203	204	206
차입금	0	35	35	35	35
유동성채무	35	1	35	35	35
기타유동부채	112	117	117	117	117
비유동부채	4	3	3	3	3
차입금	3	2	2	2	2
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1	1
부채총계	303	358	393	394	396
자배지분	165	170	170	180	193
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	98	98	98	98	98
이익잉여금	50	55	55	66	78
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	-1	-1	-1	-1
자본총계	165	169	169	179	192
순차입금	-69	-68	-61	-62	-66

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	6	14	11	18	22
당기순이익	3	9	5	14	17
비현금항목의 가감	13	17	20	19	19
감가상각비	9	10	10	10	10
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-3	2	2	2	2
기타	6	5	8	7	8
자산부채의 증감	-4	-8	-7	-8	-7
기타현금흐름	-5	-4	-7	-6	-7
투자활동 현금흐름	-4	-31	-15	-15	-15
투자자산	5	-13	-9	-9	-9
유형자산					
기타	-2	-12	0	0	0
재무활동 현금흐름	-6	-2	29	-3	-4
단기차입금	0	35	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1	-35	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-8	-3	-5	-3	-4
기타	1	0	34	0	0
현금의 증감	-4	-19	26	1	5
기초 현금	71	67	48	74	75
기말 현금	67	48	74	75	80
NOPLAT	6	12	7	17	19
FCF	6	12	11	20	23

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김수민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research&Strategy본부의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자 의견	기업 투자 의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	83.1%	15.4%	1.0%

(기준일자: 20180526)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

하나투어(039130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	180529	171217	171119	171113	171102
투자의견	Buy	담당자 변경	Buy	Buy	Buy
목표주가	130,000	140,000	140,000	140,000	120,000
과리율(평균%)		(2067)	(2315)	(2384)	(2011)
과리율(최대/최소%)		(11,07)	(19,64)	(22,14)	(12,50)

제시일자	171011	170802	170711	170704	170404	170303
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	120,000	110,000	110,000	100,000	100,000	100,000
과리율(평균%)	(2251)	(2372)	(2439)	(1425)	(1429)	(2101)
과리율(최대/최소%)	(16,25)	(18,64)	(18,64)	(1,80)	(1,80)	(14,60)

제시일자	170214	170124	170109	161223	161208	161121
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	80,000	80,000	90,000	90,000	90,000
과리율(평균%)	(1786)	(1013)	(1519)	(2374)	(2337)	(2366)
과리율(최대/최소%)	(14,60)	(0,13)	(12,13)	(16,22)	(16,22)	(16,22)

제시일자	161102	161011	160905	160802	160706	160613
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	90,000	90,000	90,000	90,000	120,000	140,000
과리율(평균%)	(2341)	(2271)	(2167)	(21,11)	(3623)	(3878)
과리율(최대/최소%)	(16,22)	(16,22)	(16,22)	(16,22)	(31,00)	(36,00)

참출은여행(094850) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	180529	171011	170926	170811	170719
투자의견	Buy	담당자 변경	Buy	Buy	Buy
목표주가	19,000	17,000	17,000	17,000	15,000
과리율(평균%)		(3417)	(3580)	(3556)	(2811)
과리율(최대/최소%)		(25,29)	(26,18)	(26,18)	(19,33)

제시일자	170711	170614	170512	170420	170404	170328
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
과리율(평균%)	(2883)	(2886)	(2904)	(2723)	(2824)	(3090)
과리율(최대/최소%)	(20,67)	(20,67)	(20,67)	(20,67)	(20,67)	(24,67)

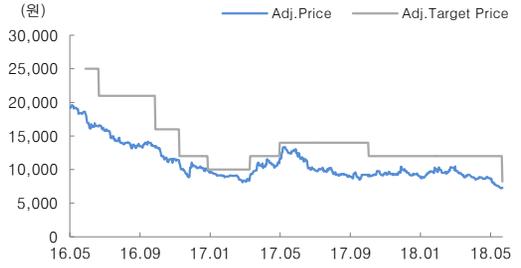
제시일자	170226
투자의견	Buy
목표주가	15,000
과리율(평균%)	(3237)
과리율(최대/최소%)	(29,33)

모두투어(080160) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	180629		171011	170711	170602	170601
투자의견	Buy	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	40,000		33,000	36,000	36,019	36,019
과리율(평균,%)			3.39	(22.68)	(13.56)	
과리율(최대/최소,%)			22.58	(15.28)	(8.70)	
제시일자	170510	170502	170420	170404	170314	170303
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	34,685	30,016	30,016	30,016	28,682	28,682
과리율(평균,%)	(12.24)	(10.53)	(10.62)	(10.13)	(18.18)	(20.34)
과리율(최대/최소,%)	(8.94)	(8.67)	(8.67)	(8.67)	(10.12)	(17.33)
제시일자	170215	170214	170124	170123	170117	170109
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	28,682	28,682	25,346	25,346	24,012	24,012
과리율(평균,%)	(20.98)		(14.52)		(19.18)	(19.42)
과리율(최대/최소,%)	(17.33)		(11.05)		(17.50)	(18.05)
제시일자	161223	161213	161208	161121	161102	161011
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	24,012	24,012	24,012	24,012	24,012	24,012
과리율(평균,%)	(20.08)	(19.44)	(22.52)	(22.65)	(22.51)	(22.23)
과리율(최대/최소,%)	(18.05)	(17.64)	(16.94)	(16.94)	(16.94)	(16.94)

인터파크(108790) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	180629		171011	170711	170512	170404
투자의견	Marketperform	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	8,200		12,000	14,000	14,000	12,000
과리율(평균,%)			(21.32)	(25.57)	(15.14)	(12.03)
과리율(최대/최소,%)			(12.92)	(4.64)	(4.64)	(3.75)
제시일자	170322	170109	161121	161011	160706	160613
투자의견	Buy	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy
목표주가	12,000	10,000	12,000	16,000	21,000	25,000
과리율(평균,%)	(18.60)	(10.55)	(16.34)	(25.56)	(31.69)	(33.31)
과리율(최대/최소,%)	(10.83)	(2.70)	(7.92)	(15.63)	(20.95)	(27.60)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균,%)						
과리율(최대/최소,%)						