



여행 (Positive)

하필 이때!?

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

여행업은 PKG 성장 둔화와 비우호적인 환경이 여전히 주가 발목을 잡고 있습니다. 업종에 대한 톤다운 의견을 유지하나, 주가는 이를 빠르게 반영한 만큼 유사했던 과거 흐름 분석을 통해 향후 주가 반등 시기와 투자전략을 고민해봤습니다.

PKG 성장 둔화 지속, 톤다운 의견 유지

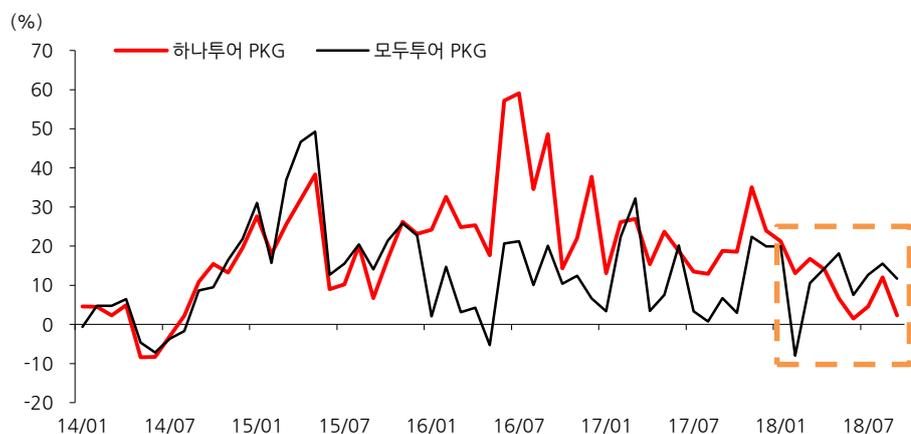
PKG 성장률 둔화와 비용 증가로 아웃바운드 본업 영업이익은 전년대비 1Q18 감익, 2Q18도 감익이 예상된다. 최근 컨센서스가 많이 낮아졌음에도 불구하고 하회할 가능성이 여전히 많다. 다만, 4월 초부터 상반기 실적이 다소 쉬어갈 수 있다는 점에서 여행업종에 대한 톤다운을 시작했으나, 목표주가 하향조정을 서두르지 않았던 이유는 3Q18 반짝 성수기 효과와 상반기 부진했던 PKG의 이연수요를 기대했기 때문인데... 이마저도 조금 낮춰야 할 분위기다.

연이은 악재, 하필 '이 시점에'...

6월 중순부터 1) 일본 지진(관광지인 오사카 지역) 및 폭우로 인한 사망자 약 222명 발생, 2) 미국 하와이와 인도네시아 발리 화산 분화, 3) 동남아시아 돼지독감(swine flu) 및 폭우 등 각종 악재가 연이어 겹쳐 발생하기 시작했다. 그런데 사실 여행수요에 미치는 영향은 과거 대비 매우 더더졌다. 이러한 악재들은 애초에 사전 예측이 불가능하고 매년 비일비재하게 터지기 때문이다. 어찌보면... 단순한 악재가 발생했다고 해서 부정적인 것이 아니라 지금 '이 순간'이라는 게 매우 아쉬운 대목이다.

아마도 최대 성수기인 7-9월 여행상품을 바짝 많이 판매하고자 이미 항공권과 호텔객실 등의 공급을 재고부담을 지는 조건으로 더 싸게, 더 많이 '그룹블릭' 방식으로 받아왔을 것이기 때문이다. 즉, 공급을 받는 시기부터 고객에게 판매되는 리드타임 구간에서 이러한 악재가 발생했다면 신규 고객 창출, 혹은 예약 문의가 많지 않은 현 시점에서 여행사의 유일 무이한 선택은... 가격이 저렴한 대신 재고부담을 떠안는 조건이기에 어떻게든 여행상품을 판매해 공급을 소진하는 것이다. 그것이 많은 가격 할인을 수반하는 일일지라도 말이다.

[그림1] 전년대비 PKG 성장률 및 향후 3개월 예약증가율



자료: 하나투어, 모두투어, 한화투자증권

‘그룹블럭’ 공급 소싱, 여행상품가격(P) 하락 불가피

홀세일 여행사 수익구조는 다음과 같다. 여행사는 대표 공급처인 항공사, 호텔 등으로부터 일정부분 재고부담을 떠안는 조건으로 그룹블럭(사전 수요 예측 후 최대한 싸게 많이 받아오는 그룹 단위의 공급)을 받아온 후, 여행상품을 기획한다. 그 후 오프라인 일반 대리점, 프랜차이즈, 제휴사, 온라인/모바일 등 다양한 채널에 유통하면 비로소 고객에게 상품이 판매되는 B2B2C 비즈니스 구조다. 공급 단계부터 마지막 소비자 구매까지 소요되는 리드타임은 최소 1-2개월이다.

그만큼 홀세일 여행사의 가장 큰 장점은 ‘그룹블럭’의 공급 소싱 형태를 통해 규모의 경제 시현이 가능하다는 점이다. 더 싸게, 더 많이 ‘그룹블럭’ 공급을 받아서 Cost를 낮추고, PKG 상품가격에 일정부분 마크업을 시킨 후 전 상품을 원활히 판매 및 소진시켜 높은 수익성을 창출할 수 있기 때문이다. 그렇기 때문에 역으로 설명하면 홀세일 여행사가 가져야 할 가장 큰 경쟁력은 최대한 정확하게 추정한 사전 수요 예측이다. 공급을 무리하게 받아 떨어, 혹은 할인판매를 하지도 않아야 하고, 너무 덜 받아서 수요를 적게 가져가도 안되기 때문이다.

그러나 현 시점처럼 사전에 예측 불가능한 일이 발생했을 시에는 수익성 훼손의 직격탄인 가격 하락이 불가피하다. 결론적으로 여행주 1) 본업 실적은 PKG 성장 둔화로 1Q18와 2Q18 영업이익의 모두 전년 대비 감소가 예상되고, 2) 3Q18 성수기 효과는 맞닿을 전망이며, 3) 4Q18는 전년 बे이스가 부담(추석 연휴효과는 2017년은 4분기, 2018년은 3분기)이다. 실적 눈높이는 연간 전반적으로 낮춰야 하겠다.

[그림2] 여행사 비즈니스 모델



자료: 각 회사, 한화투자증권

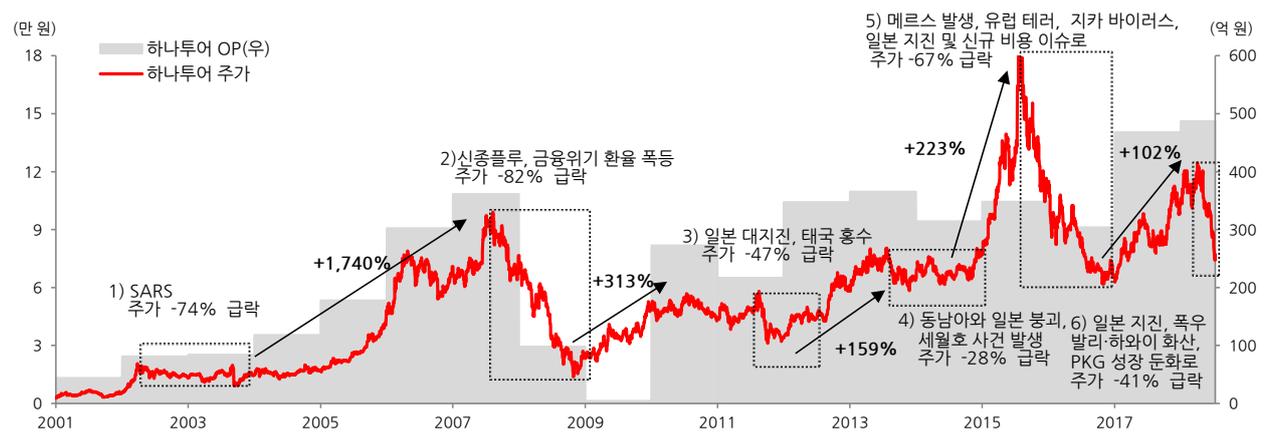
과거 주가 흐름은? 실적과 주가 회복까지 약 9개월-1년 소요

물론 업황은 좋지 않지만, 주가는 약 3개월간 상당히 빠르게 반영한 상태다. 과거 악재가 발생했던 유사한 시기와 비교 분석을 통해 주가 반등 시기와 투자전략을 알아보자.

여행주는 천재지변 혹은 악재가 나왔을 때 여행 송출객(Q) 급감, 그 직후 나타나는 여행상품단가(P) 급락에 따른 실적 악화로 주가는 곤두박질치는 반면, 여행 시장이 다시 살아날 때에는 어느 산업보다 주가 픽업 속도가 빠르다는 것이 특징이다. 악재로 인해 여행을 포기했던 고객의 이연수요가 발생해 Q가 빠르게 올라오고, P도 같이 덩달아 올려 레버리지를 크게 일으키기 때문이다. 그만큼 천재지변이 있다 할지라도 여행을 ‘취소’하는 수요 보다는 내년 혹은 다음 휴가 시즌으로 ‘이연’시키는 수요가 많다는 뜻이다.

[그림 3,4]으로 정리돼있듯 꽤 여러 번의 회복기가 있었고 [그림 9-20, p. 7-9]은 더욱 구체적으로 악재가 있었던 시기 동안의 여행 송출객수와 수탁금의 변화를 찾아봤다. 공통점은 주가와 실적이 회복하는 데까지는 약 9개월-1년정도의 기간이 소요됐다는 점이다. 그대신 약 1년 후에는 P, Q 동반 상승이 맞물려 주가는 매우 큰 폭으로 상승했다. 필자는 이를 ‘특급 회복기’라 정의하겠다(<2014.11.06 여행(비중확대) - 특급 회복기> 보고서 참고).

[그림3] 하나투어 주가 및 이벤트 정리



자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림4] 모두투어 주가 및 이벤트 정리



자료: Dataguide, 한화투자증권

[표1] 이벤트별 여행주 주가 변동 정리

(단위: 원)

시기	이벤트	하나투어					모두투어				
		max	min	회복	주가폭락	주가회복	max	min	회복	주가폭락	주가회복
2002년~ 2003년 7월	SARS	20,650	5,380	99,000	-74%	1740%	3,558	26,034			632%
2008년~ 2009년	신종플루, 금융위기 환율 폭등	76,500	13,750	56,800	-82%	313%	24,388	2,408	17,356	-90%	621%
2011년 3~11월	일본 대지진, 태국 홍수	58,100	31,050	80,500	-47%	159%	19,203	10,169	21,978	-47%	116%
2013년 8월 ~2014년	일본 방사능, 필리핀 태풍, 태국 반정부 시위, 세월호 참사 등	80,500	58,000	187,500	-28%	223%	21,344	12,707	31,583	-40%	149%
2015년 하반기~	메르스 질병, 유럽 테러, 지카 바이러스, 일본 지진, 신규사업 비용 부각	187,500	61,800	124,500	-67%	101%	31,583	16,142	40,450	-49%	151%
2018년 6월~	일본 지진과 폭우, 발리-하와이 화산 분화, PKG 성장 둔화 이슈	124,500	74,100	-	-40%	-	40,450	25,250	-	-38%	-

주: 모두투어, 하나투어 수정주가 기준

자료: Dataguide, 언론보도취합, 한화투자증권

[표2] 여행주 실적 추정 및 컨센서스 비교

(단위: 십억 원, %, %p)

기업명	VS	2Q18E			2018E			2019E		
		한화 (a)	컨센서스 (b)	괴리율 (a)/(b)-1	한화 (a)	컨센서스 (b)	괴리율 (a)/(b)-1	한화 (a)	컨센서스 (b)	괴리율 (a)/(b)-1
하나투어 (연결)	매출액	210.7	206.0	2.3%	915.7	877.4	4.4%	1,086.8	963.3	12.8%
	growth%	29.6%	26.7%		34.2%	28.6%		18.7%	9.8%	
	영업이익	6.3	9.5	-33.7%	50.5	59.2	-14.7%	69.3	82.6	-16.2%
	growth%	30.0%	97.9%		23.7%	45.0%		37.1%	39.5%	
	margin%	3.0%	4.6%	-1.6%p	5.5%	6.7%	-1.2%p	6.4%	8.6%	-2.2%p
모두투어 (연결)	매출액	96.0	92.4	3.9%	424.1	418.8	1.3%	521.7	472.9	10.3%
	growth%	42.6%	37.3%		45.8%	43.9%		23.0%	12.9%	
	영업이익	5.9	7.9	-25.3%	30.5	40.3	-24.4%	45.3	49.6	-8.6%
	growth%	-19.2%	8.2%		-4.9%	25.9%		48.8%	23.1%	
	margin%	6.1%	8.5%	-2.4%p	7.2%	9.6%	-2.4%p	8.7%	10.5%	-1.8%p

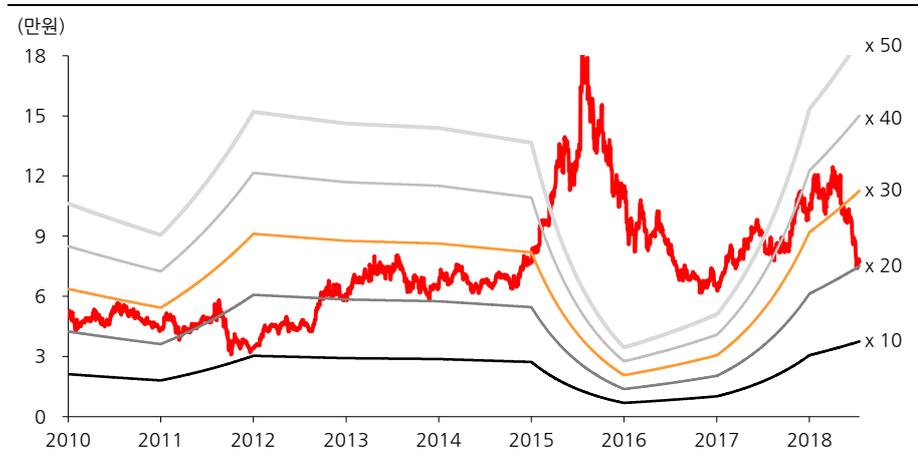
자료: 하나투어, 모두투어, 한화투자증권

주가는 밸류에이션 하단, 박스권 트레이딩 추천

최대한 보수적인 가정으로 하나투어와 모두투어의 연간 실적을 하향 조정한다. ASP 감소와 Q 성장 둔화를 반영했다. 현재 당사 추정치 기준 12개월 forward PER 밸류에이션은 하나투어와 모두투어 각각 20.7배, 17.3배에 해당한다. 단기 밸류에이션 밴드상에서는 하단에 위치한다. 과거와 유사한 흐름으로 약 1년간 박스권 트레이딩 주가 추이를 예상한다.

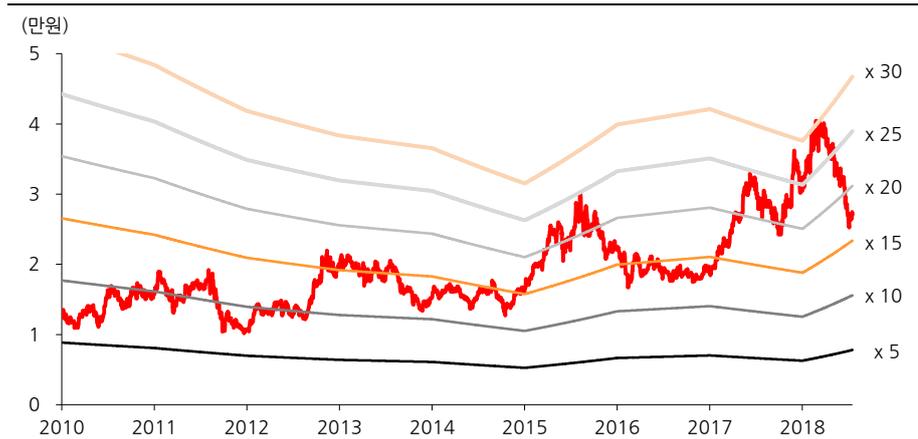
다만 현재 수요가 더딘 것이 악재 탓도 물론 있겠지만, 전부 다는 아닐 것이다. 분명 2월과 6월에 평창 올림픽 수요와 월드컵, 그리고 지방선거 등 대형 이벤트 때문에 여행을 미뤘던 수요도 있을 것이다. 그 고객에 대한 이연수요가 하반기에 일부 나타날 것으로 보이며 최근에는 예년과 다르게 출발시점이 가까워질수록 예약률이 점차 상승하는 현상을 보이고 있는 만큼 상반기 보다는 하반기가 조금은 더 나아 보일 수 있다. 내년 '특급 회복기'를 기대해보자.

[그림5] 하나투어 PER BAND CHART



자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림6] 모두투어 PER BAND CHART



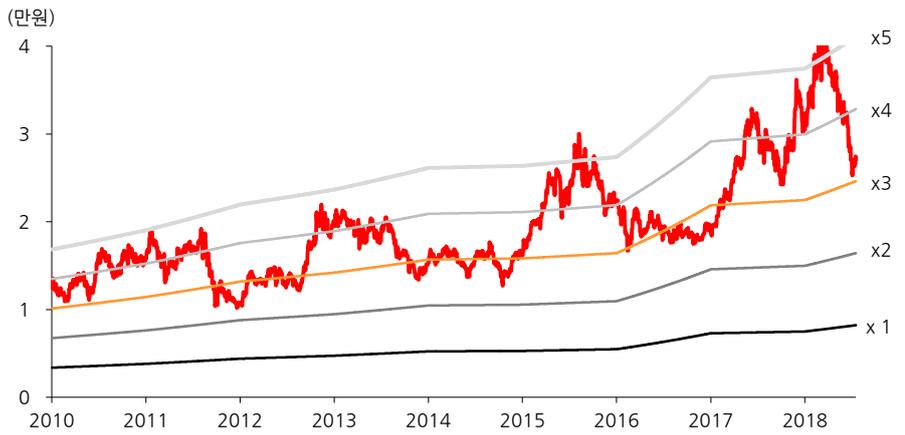
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림7] 하나투어 PBR BAND CHART



자료: 하나투어, 한화투자증권

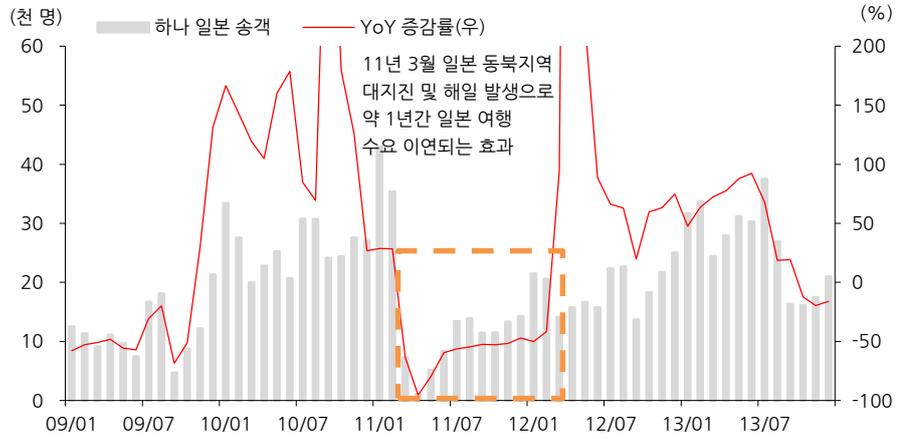
[그림8] 모두투어 PBR BAND CHART



자료: 모두투어, 한화투자증권

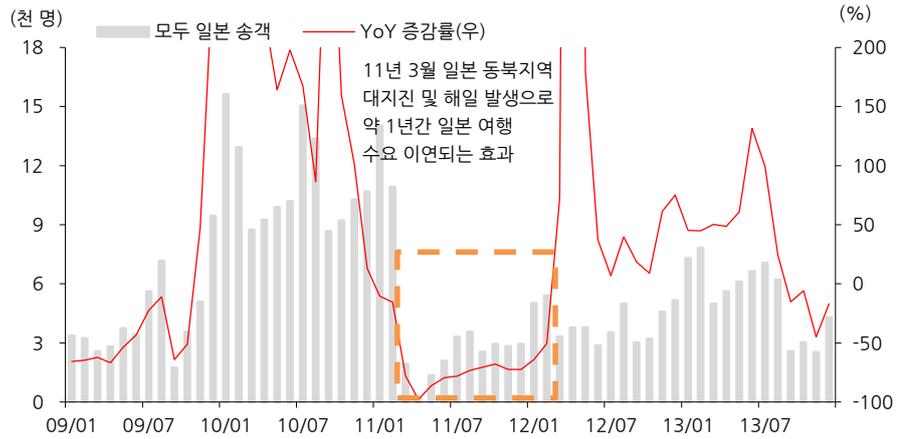
일본 대지진 당시 송출객수와 수탁금 변화

[그림9] '11년 일본 대지진 당시 당시 하나투어 일본 송객실적 추이



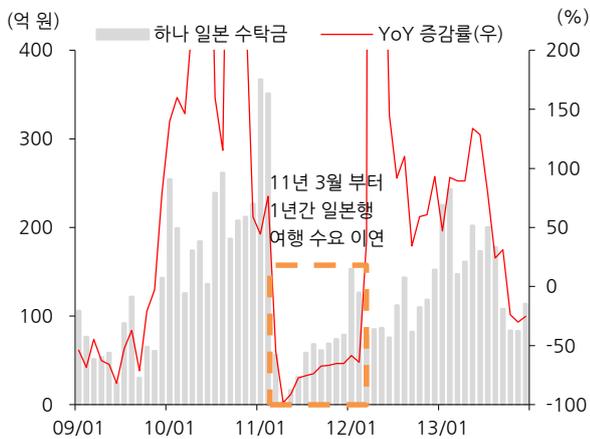
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림10] '11년 일본 대지진 당시 모두투어 일본 송객실적 추이



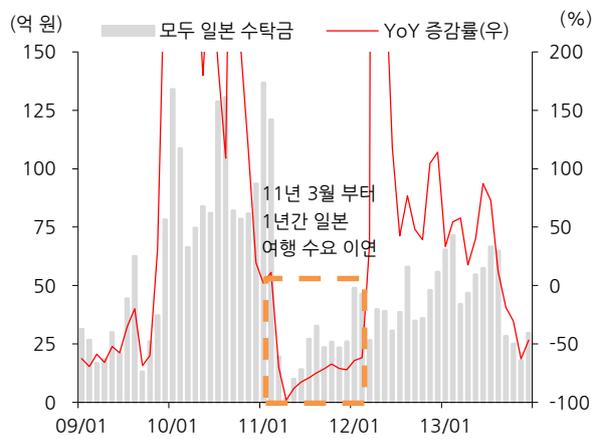
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림11] '11년 대지진 전후 하나투어 일본 수탁금 추이



자료: 하나투어, 한화투자증권

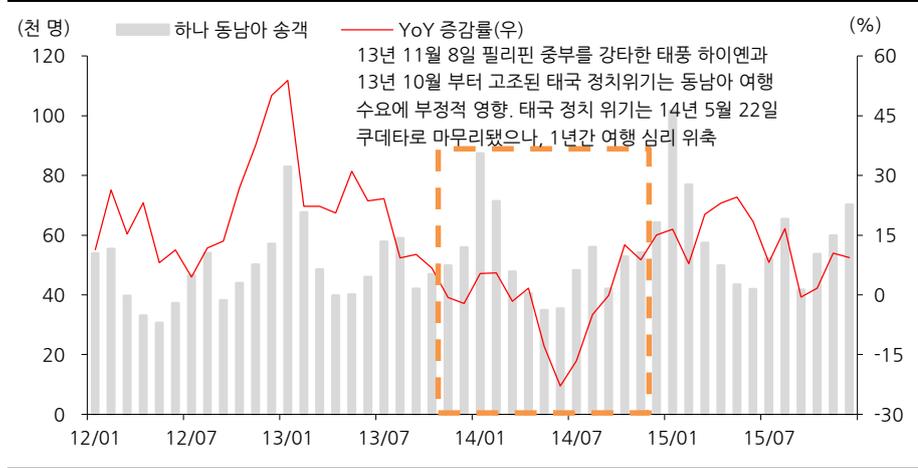
[그림12] '11년 대지진 전후 모두투어 일본 수탁금 추이



자료: 모두투어, 한화투자증권

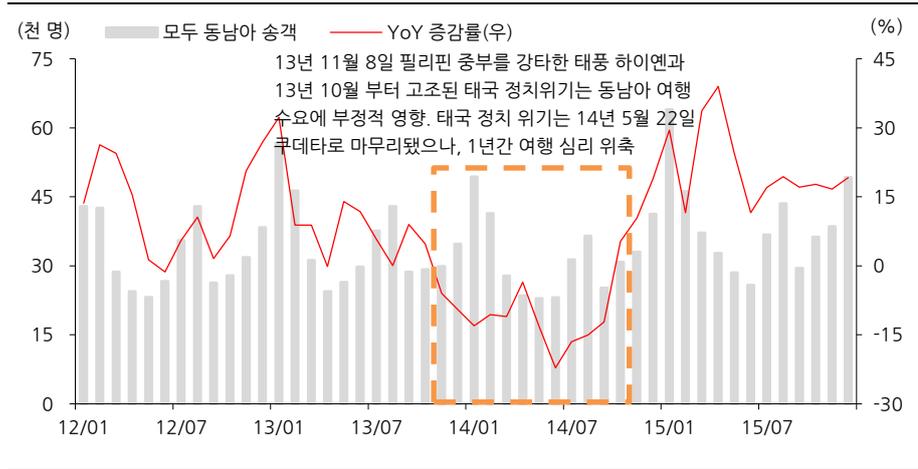
필리핀 태풍, 태국 반정부 시위 등 악재 발생 당시 동남아시아 송출객수와 수탁금 변화

[그림13] '13년 필리핀 태풍, 태국 반정부 시위 당시 하나투어 동남아 송객실적 추이



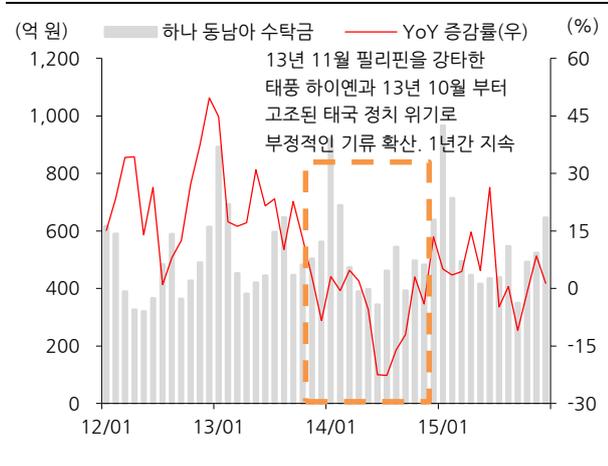
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림14] 13년 필리핀 태풍, 태국 반정부 시위 당시 모두투어 동남아 송객실적 추이



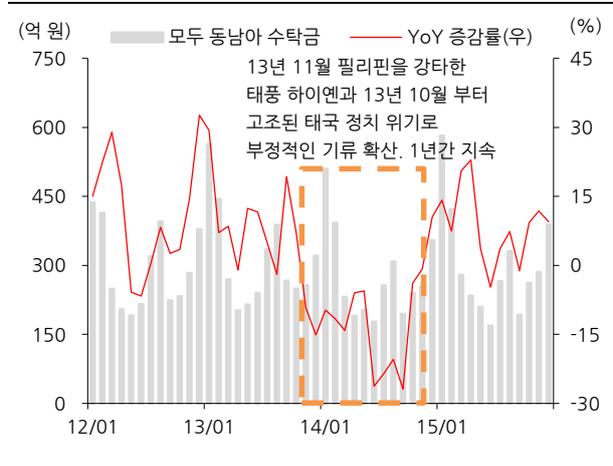
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림15] '13년 전후 하나투어 동남아 수탁금 추이



자료: 하나투어, 한화투자증권

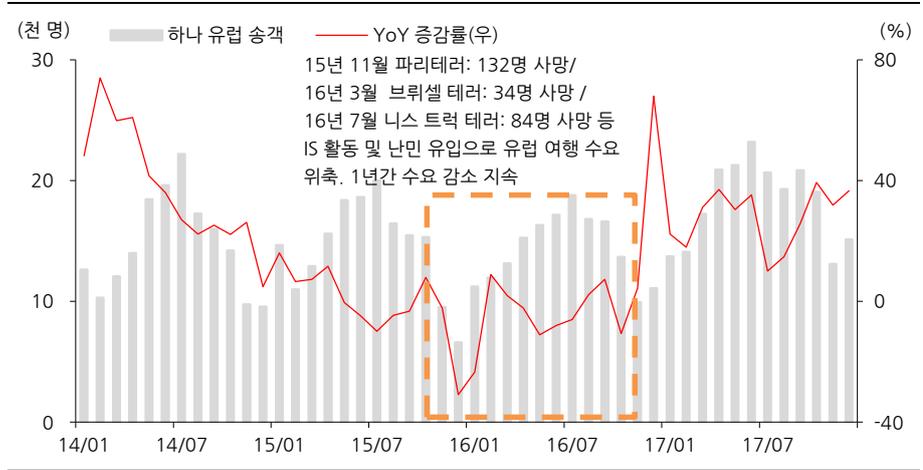
[그림16] '13년 전후 모두투어 동남아 수탁금 추이



자료: 모두투어, 한화투자증권

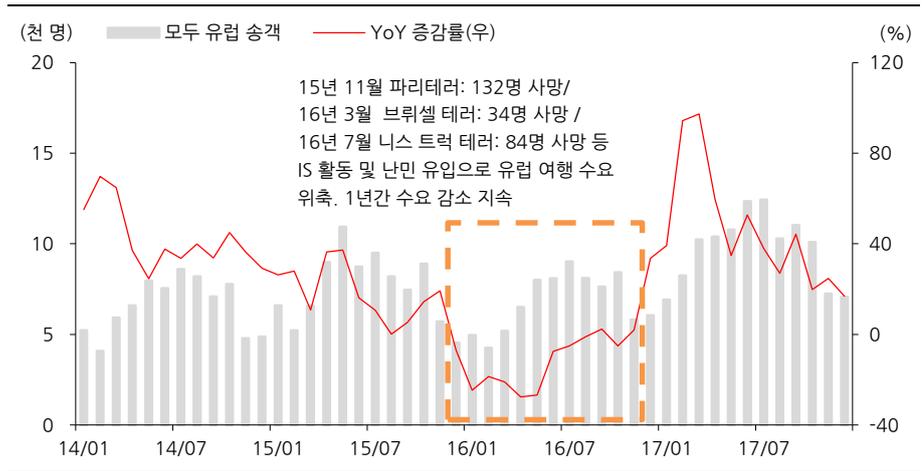
유럽 파리 테러 및 IS 위협 당시 유럽 송출객수 및 수탁금 변화

[그림17] '15년 파리 테러 당시 하나투어 유럽 송객실적 추이



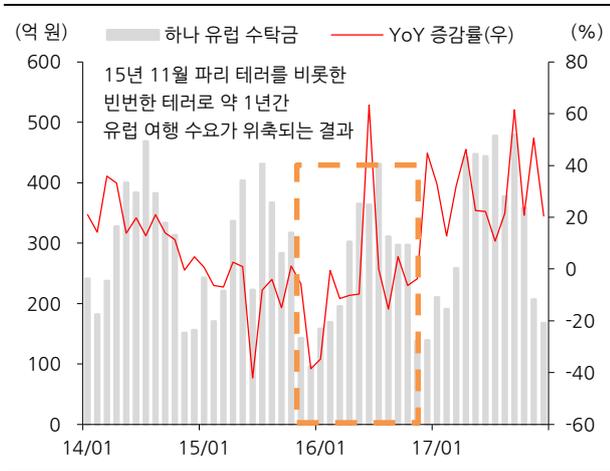
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림18] '15년 파리 테러 당시 모두투어 유럽 송객실적 추이



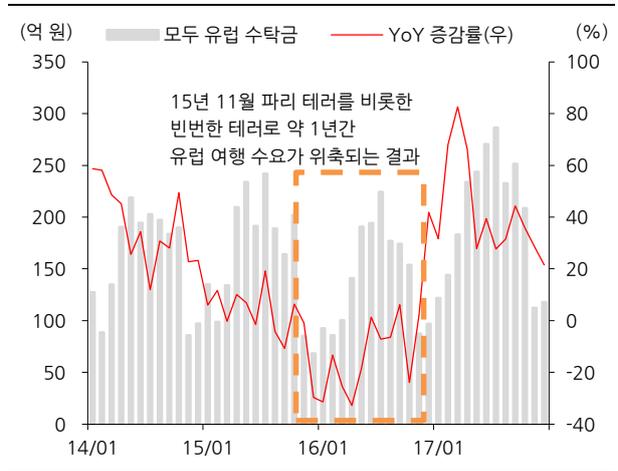
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림19] '15년 테러 전후 하나투어 유럽 수탁금 추이



자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림20] '15년 테러 전후 모두투어 유럽 수탁금 추이



자료: 모두투어, 한화투자증권

하나투어 (039130)

아쉬운 본업 현황



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

Buy (유지)

목표주가(하향): 105,000원

현재 주가(7/17)	77,200원
상승여력	▲ 36.0%
시가총액	8,968억원
발행주식수	11,616천주
52 주 최고가 / 최저가	124,500 / 74,100원
90 일 일평균 거래대금	136.8억원
외국인 지분율	22.0%
주주 구성	
박상환(외 25인)	14.7%
국민연금공단	11.2%
SIMSL(외 1인)	5.5%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-20.6	-34.0	-35.1	-5.3
상대수익률(KOSPI)	-16.2	-27.7	-26.5	0.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	596	682	916	1,087
영업이익	21	41	51	69
EBITDA	38	61	72	93
지배주주순이익	8	13	35	51
EPS	692	1,116	3,025	4,412
순차입금	-166	-228	-227	-250
PER	95.6	69.2	25.5	17.5
PBR	4.1	4.4	4.1	3.5
EV/EBITDA	15.7	10.9	9.3	7.0
배당수익률	2.3	1.9	1.9	2.1
ROE	4.2	6.6	16.6	21.6

주가 추이



면세점+호텔 등 기타사업은 개선되는 추세이나, 주가의 핵심 요소인 본업 아웃바운드의 비우호적인 환경이 지속되고 있습니다. 실적 변경에 따라 목표주가를 하향 조정하나, PER 밴드상 단기 저점에 위치해 박스권 트레이딩을 추천합니다.

2Q18 Preview: 영업이익 63억 원, 기대치 하회 예상

하나투어 2Q18 연결 영업이익은 63억 원으로 전년 대비 30% 성장하나, 계속 하향 조정됐음에도 불구하고 컨센서스(95억 원) 대비해서는 하회할 것으로 예상한다. 본업은 1) 여러 악재(p. 1)가 발생하며 PKG 성장률이 7%대로 하향된데다 2) FIT 개발 등을 위한 각종 비용이 수반되며 감익이 불가피하다. 특히 6월 중순 일본 지진과 폭우로 일본행 수요 급감이 두드러지고 있는데, 하나투어의 일본 매출비중은 약 40%로 한국 여행사 중 가장 높으며 그만큼 타격도 크다.

다행히 기타사업은 개선추세로 파악된다. 면세점 적자 규모는 분기 평균 1H17 7~80억, 2H17 40억, 1Q18 40억, 2Q18는 약 30억 원으로 축소된 것으로 보이며 하반기에는 여행 성수기와 공항+시내면세점의 정상화로 적자 부담은 더욱 줄어들 전망이다.

하반기도 조금 더 지켜봐야 할 것

결국 주가의 핵심 요소는 본업인 아웃바운드인데, 하반기도 아직 대세 반전시킬만한 모멘텀이 부족하다. 서두에 언급한대로 재고부담을 지는 '그룹블럭' 공급이 많았을 것으로 추정되는 만큼 수익성 악화와 직결되는 가격 할인이 불가피하며, 과거 굵직굵직한 이벤트가 발생했을 시, 주가 및 실적 회복 속도에는 약 9개월~1년이 소요된 바 있기 때문이다. 하반기도 맛있는 본업 대신 인바운드 관련 자회사의 실적 개선을 전망한다.

투자의견 BUY, 목표주가 10.5만 원으로 하향 조정

본업 부진에 따른 분기 및 연간 실적 추정 변경으로 목표주가는 10.5만 원(2019년 EPS * PER 24배)으로 하향 조정한다. 다만 현재 주가는 PER 밴드상 단기 저점에 위치하기에 박스권 트레이딩이 적합하다고 판단한다. 2019년 '특급회복기'를 기대해본다.

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	459	596	682	916	1,087
매출총이익	459	596	682	916	1,087
영업이익	45	21	41	51	69
EBITDA	55	38	61	72	93
순이자손익	3	2	1	2	2
외화관련손익	-1	-1	1	-1	0
지분법손익	0	0	-2	0	-1
세전계속사업손익	47	24	38	53	71
당기순이익	34	8	13	38	54
지배주주순이익	32	8	13	35	51
증가율(%)					
매출액	19.2	29.6	14.6	34.2	18.7
영업이익	10.6	-53.2	95.1	23.7	37.1
EBITDA	14.8	-29.7	59.7	17.4	28.7
순이익	-3.5	-78.0	68.9	201.5	40.7
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	9.7	3.5	6.0	5.5	6.4
EBITDA 이익률	11.9	6.5	9.0	7.9	8.5
세전이익률	10.2	4.0	5.6	5.8	6.5
순이익률	7.4	1.3	1.9	4.2	5.0

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업현금흐름	35	27	66	45	79
당기순이익	34	8	13	38	54
자산상각비	10	17	21	22	23
운전자본증감	-20	-8	2	-11	1
매출채권 감소(증가)	-7	-24	-17	3	-19
재고자산 감소(증가)	-8	-15	7	-3	-5
매입채무 증가(감소)	-3	2	9	-9	18
투자활동 현금	-1	7	-22	-71	-41
유형자산처분(취득)	-16	-47	-21	-25	-32
무형자산 감소(증가)	-8	-4	-4	-2	-2
투자자산 감소(증가)	46	35	-2	-40	-3
재무현금흐름	-2	-25	33	-12	-17
차입금의 증가(감소)	9	-12	7	6	0
자본의 증가(감소)	-16	-17	-17	-18	-17
배당금의 지급	16	17	17	18	17
총현금흐름	63	51	78	66	78
(-)운전자본증가(감소)	7	13	-30	9	-1
(-)설비투자	16	48	21	25	32
(+)자산매각	-8	-3	-3	-2	-2
Free Cash Flow	32	-13	84	30	45
(-)기타투자	36	-28	23	6	4
잉여현금	-4	15	60	24	41
NOPLAT	33	7	14	36	52
(+) Dep	10	17	21	22	23
(-)운전자본투자	7	13	-30	9	-1
(-)Capex	16	48	21	25	32
OpFCF	19	-37	43	24	45

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	340	346	430	438	488
현금성자산	219	186	254	260	283
매출채권	61	90	96	98	117
재고자산	9	24	15	27	33
비유동자산	164	175	174	185	199
투자자산	86	66	78	79	82
유형자산	59	92	83	94	106
무형자산	17	16	14	12	10
자산총계	504	520	605	623	687
유동부채	275	287	343	343	371
매입채무	83	85	91	93	111
유동성이자부채	22	7	17	24	24
비유동부채	12	22	20	21	21
비유동이자부채	8	13	8	9	9
부채총계	287	308	363	364	392
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	91	92	115	112	112
이익잉여금	135	126	123	139	175
자본조정	-35	-35	-38	-38	-38
자기주식	-36	-34	-34	-34	-34
자본총계	217	212	241	259	295

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표					
EPS	2,732	692	1,116	3,025	4,412
BPS	16,952	16,312	17,628	18,811	21,956
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,600
CFPS	5,425	4,396	6,756	5,704	6,730
ROA(%)	6.7	1.6	2.3	5.7	7.8
ROE(%)	16.8	4.2	6.6	16.6	21.6
ROIC(%)	-	-	-	-	276.8
Multiples(x, %)					
PER	42.1	95.6	69.2	25.5	17.5
PBR	6.8	4.1	4.4	4.1	3.5
PSR	2.9	1.3	1.3	1.0	0.8
PCR	21.2	15.0	11.4	13.5	11.5
EV/EBITDA	21.0	15.7	10.9	9.3	7.0
배당수익률	1.3	2.3	1.9	1.9	2.1
안정성(%)					
부채비율	132.1	145.3	150.4	140.8	132.8
Net debt/Equity	-87.0	-78.1	-94.5	-87.6	-84.8
Net debt/EBITDA	-345.9	-431.0	-372.1	-314.4	-269.8
유동비율	123.5	120.6	125.4	127.6	131.7
이자보상배율	110.4	33.5	56.1	81.0	102.2
자산구조(%)					
투자자본	-0.9	10.1	-1.6	3.7	6.4
현금+투자자산	100.9	89.9	101.6	96.3	93.6
자본구조(%)					
차입금	12.3	8.7	9.6	11.3	10.1
자기자본	87.7	91.3	90.4	88.7	89.9

모두투어 (080160)

아쉬운 본업 현황, 그래도 순수 PKG 여행사



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

Buy (유지)

목표주가(하향): 36,000원

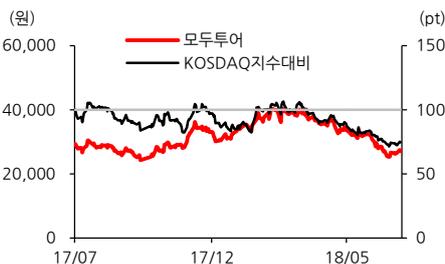
현재 주가(7/17)	27,050원
상승여력	▲ 33.1%
시가총액	5,112억원
발행주식수	18,900천주
52 주 최고가 / 최저가	40,450 / 24,250원
90 일 일평균 거래대금	50.34억원
외국인 지분율	42.3%
주주 구성	
우종중(외 13인)	15.4%
국민연금공단	5.3%
Columbia Investment Advisers	5.0%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-12.3	-24.2	-21.6	-6.9
상대수익률(KOSPI)	-6.9	-15.2	-14.1	-31.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	237	291	425	522
영업이익	20	32	30	45
EBITDA	23	35	34	48
지배주주순이익	17	24	23	34
EPS	887	1,280	1,242	1,875
순차입금	-95	-99	-118	-143
PER	21.8	21.1	21.8	14.5
PBR	3.5	3.8	3.6	3.0
EV/EBITDA	11.8	11.7	11.7	7.6
배당수익률	3.1	1.7	1.6	2.4
ROE	16.5	20.3	17.0	22.3

주가 추이



비우호적인 여행산업 환경을 반영하여 목표주가를 하향 조정하나, 동사는 순수 PKG 회사로서 이익 가시성이 높고, PER 밴드상 단기 저점에 위치해 현재는 박스권 트레이딩, 2019년 ‘특급 회복기’를 기대합니다.

2Q18 Preview: 영업이익 59억 원, 기대치 하회 예상

모두투어 2Q18 연결 영업이익은 59억 원으로 전년 대비 19% 감소해 컨센서스(79억 원) 대비 하회할 것으로 추정한다. 주요 원인은 PKG 수요는 13% 증가했으나, ASP(여행상품단가)가 5% 하락하며 매출 성장을 상쇄시켰고, 인건비, 마케팅, 대리점수수료 등 전체 비용 또한 10% 늘어나며 레버리지 효과가 없었기 때문이다. 자회사 실적도 나빠지는 않지만 본업을 뛰어넘기에는 역부족이다.

하반기, 8월 중순쯤 추정 가시성 높아져

올해 하반기는 반짝 성수기 효과와 상반기 PKG의 이연 수요를 기대했으나, 성장은 뚜렷하게 나타나지 않는 분위기다. 6월 중순부터 각종 악재가 연이어 발생하며 성수기 Q 확보를 위한 P 하락이 불가피하며 이는 과거 역사적 이벤트로 분석해봤을 때 단기간에 개선되기는 쉽지 않기 때문이다. 하반기 실적 추정 가시성은 8월 중순 이후 발표되는 PKG 예약증가율이 얼마만큼 올라왔는지 확인해보야 높아질 것 같다.

그나마 모두투어는 아직까지 순수 PKG 여행사를 지향하고 있기에 타사와 같은 FIT 개발 비용 혹은 마케팅 비용이 크지는 않을 전망이다. 비용 통제에 대해서는 신뢰도가 높은 여행사이기에 연간 300억 원 영업이익은 지켜낼 가능성이 높다.

실적 하향 조정 불가피, 목표주가 36,000원 제시

비우호적인 여행산업 환경을 고려해 목표주가는 36,000원으로 하향 조정한다. 목표주가는 특급 회복기가 기대되는 2019년 EPS에 하나투어 대비 20% 할인한 19.2배를 적용해 산출했다. 2018년 실적은 낮추고 2019년 실적은 더욱 상향 조정될 가능성이 높아 보인다.

현재주가는 올해 기준 22배, 내년 기준 15배로 보기 드문 밸류에이션 단기 저점이다. 현재는 박스권 트레이딩, 2019년부터 ‘특급 회복기’를 기대해보자.

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	204	237	291	425	522
매출총이익	196	226	280	315	391
영업이익	16	20	32	30	45
EBITDA	20	23	35	34	48
순이자손익	1	1	1	0	-1
외화관련손익	0	1	-3	0	0
지분법손익	0	2	3	0	2
세전계속사업손익	18	23	33	32	48
당기순이익	13	16	24	24	37
지배주주순이익	13	17	24	23	34
증가율(%)					
매출액	24.1	16.0	22.7	46.0	22.8
영업이익	-0.9	22.3	59.6	-5.2	48.8
EBITDA	4.2	17.4	53.3	-4.0	43.2
순이익	-8.7	23.8	52.4	0.9	50.3
이익률(%)					
매출총이익률	96.0	95.3	96.2	74.2	75.0
영업이익률	8.1	8.5	11.0	7.2	8.7
EBITDA 이익률	9.6	9.7	12.1	7.9	9.3
세전이익률	8.8	9.7	11.3	7.4	9.3
순이익률	6.3	6.7	8.3	5.7	7.0

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업현금흐름	-3	32	38	31	39
당기순이익	13	16	24	24	37
자산상각비	3	3	3	3	3
운전자본증감	-19	12	12	4	3
매출채권 감소(증가)	-4	-8	-10	6	-8
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-6	-1
매입채무 증가(감소)	-15	16	9	-2	9
투자활동 현금	-6	-6	-54	-9	-8
유형자산처분(취득)	-2	-1	-1	-2	-3
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	18	-15	-37	-1	-4
재무현금흐름	-2	-12	11	-8	-8
차입금의 증가(감소)	2	1	2	0	0
자본의 증가(감소)	3	-5	10	-8	-8
배당금의 지급	6	5	7	8	8
총현금흐름	21	25	35	28	35
(-)운전자본증가(감소)	13	-19	-13	-14	-3
(-)설비투자	2	1	1	2	3
(+)자산매각	0	-1	0	0	0
Free Cash Flow	6	42	47	40	36
(-)기타투자	27	-4	16	16	2
잉여현금	-21	46	31	24	34
NOPLAT	12	14	24	24	34
(+) Dep	3	3	3	3	3
(-)운전자본투자	13	-19	-13	-14	-3
(-)Capex	2	1	1	2	3
OpFCF	0	34	38	39	38

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	114	151	209	221	256
현금성자산	71	100	145	163	189
매출채권	26	38	45	42	49
재고자산	4	0	0	6	8
비유동자산	68	59	130	132	136
투자자산	48	32	104	107	111
유형자산	15	22	23	23	23
무형자산	5	6	3	2	2
자산총계	182	210	338	353	392
유동부채	76	103	142	150	163
매입채무	31	46	50	50	59
유동성이자부채	1	3	15	15	15
비유동부채	7	5	33	33	33
비유동이자부채	4	2	30	31	31
부채총계	83	108	175	183	196
자본금	6	6	9	9	9
자본잉여금	28	28	29	29	29
이익잉여금	85	98	115	122	148
자본조정	-20	-28	-19	-19	-19
자기주식	-21	-29	-19	-19	-19
자본총계	100	103	163	170	196

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표					
EPS	701	887	1,280	1,242	1,875
BPS	5,274	5,474	7,134	7,491	8,877
DPS	390	600	450	440	660
CFPS	1,125	1,329	1,859	1,484	1,864
ROA(%)	6.5	8.5	8.8	6.8	9.3
ROE(%)	13.4	16.5	20.3	17.0	22.3
ROIC(%)	68.3	-	-	47.9	78.2
Multiples(x, %)					
PER	32.1	21.8	21.1	21.8	14.8
PBR	4.3	3.5	3.8	3.6	3.0
PSR	2.1	1.5	1.8	1.2	1.0
PCR	20.0	14.5	14.5	18.2	14.5
EV/EBITDA	18.4	11.8	11.7	11.7	7.6
배당수익률	1.7	3.1	1.7	1.6	2.4
안정성(%)					
부채비율	83.1	104.9	107.5	107.9	100.0
Net debt/Equity	-65.8	-92.4	-60.8	-69.3	-73.1
Net debt/EBITDA	-335.7	-413.7	-281.9	-348.3	-296.3
유동비율	151.2	146.6	147.2	147.5	157.6
이자보상배율	37.0	46.2	66.1	21.8	32.4
자산구조(%)					
투자자본	4.8	-11.6	18.0	14.0	12.8
현금+투자자산	95.2	111.6	82.0	86.0	87.2
자본구조(%)					
차입금	4.8	5.1	21.8	21.2	18.9
자기자본	95.2	94.9	78.2	78.8	81.1

[Compliance Notice]

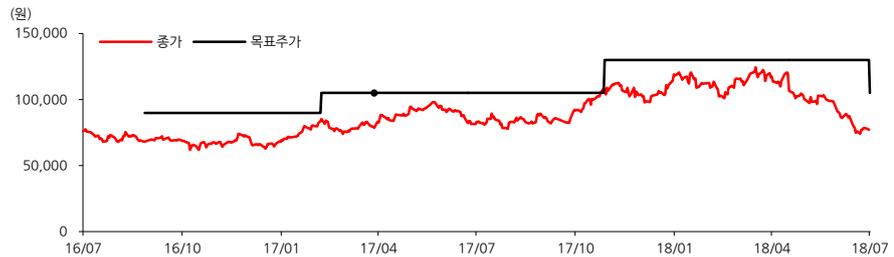
(공표일: 2018년 7월 18일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

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

[하나투어 주가 및 목표주가 추이]



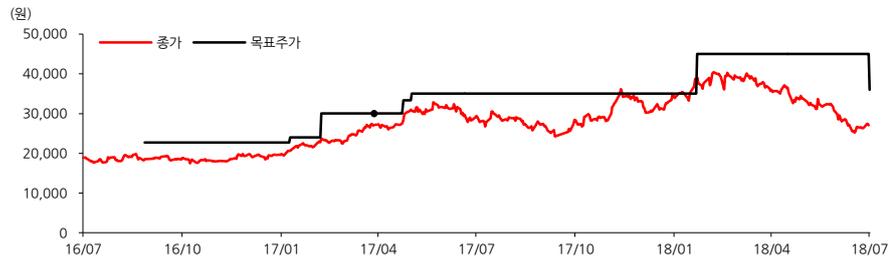
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.09.13	2016.09.13	2016.10.04	2016.10.31	2016.11.02	2016.11.28
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	지인해	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
일 시	2016.12.12	2017.01.03	2017.01.24	2017.02.02	2017.02.07	2017.02.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
일 시	2017.02.24	2017.03.03	2017.04.04	2017.05.11	2017.05.19	2017.06.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2017.06.05	2017.07.05	2017.07.28	2017.08.02	2017.09.29	2017.11.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2017.11.14	2017.12.04	2018.01.03	2018.02.08	2018.03.23	2018.04.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2018.05.04	2018.06.04	2018.07.03	2018.07.18		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	130,000	130,000	130,000	105,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2016.09.13	Buy	90,000	-22.61	-7.11
2017.02.24	Buy	105,000	-17.43	3.33
2017.11.14	Buy	130,000	-18.58	-4.23
2018.07.18	Buy	105,000		

[모두투어 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.09.13	2016.09.13	2016.10.04	2016.10.06	2016.10.31	2016.11.02
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	지인해	34,000	34,000	34,000	34,000	34,000
일 시	2016.11.28	2016.12.12	2016.12.30	2017.01.03	2017.01.24	2017.01.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	34,000	34,000	34,000	34,000	34,000	36,000
일 시	2017.01.31	2017.02.07	2017.02.23	2017.02.24	2017.02.27	2017.03.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	36,000	36,000	36,000	45,000	45,000	45,000
일 시	2017.03.16	2017.03.17	2017.03.31	2017.04.04	2017.04.28	2017.05.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	50,000
일 시	2017.05.19	2017.06.02	2017.06.05	2017.06.30	2017.07.05	2017.08.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	55,000	55,000	55,000	35,000	35,000	35,000
일 시	2017.09.29	2017.11.02	2017.12.04	2018.01.03	2018.02.08	2018.03.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	35,000	45,000	45,000
일 시	2018.04.04	2018.05.04	2018.06.04	2018.07.03	2018.07.18	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	45,000	45,000	45,000	45,000	36,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2016.09.13	Buy	22,678	-17.09	-8.97
2017.01.26	Buy	24,012	-8.33	-4.30
2017.02.24	Buy	30,016	-15.97	-8.56
2017.05.11	Buy	33,351	-9.67	-7.00
2017.05.19	Buy	35,000	-10.68	-6.05
2017.06.30	Buy	35,000	-14.01	10.57
2018.02.08	Buy	45,000	-23.54	-10.11
2018.07.18	Buy	36,000		

[종목 투자등급]

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

[산업 투자 의견]

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

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2018년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	85.6%	14.4%	0.0%	100.0%