



# 여행

## PKG 성장둔화와 비우호적인 환경이 발목

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

2Q18 부진한 여행주 실적이 발표됐습니다. 7월 성과도 크게 개선되지 않아 상반기는 PKG 성장 둔화에 따른 이익 감소, 하반기는 P 하락에 따른 실적 악화가 불가피합니다. 연간 실적도 추가 하향 조정 여력이 존재하기에 여행업에 대한 툠다운 의견을 유지합니다. 내년 '특급 회복기'를 겨냥한 저점매수는 4Q18 즈음으로 예상합니다.

### 2Q18 영업이익은 컨센서스 하회, 7월 실적은 2012년 이후 첫 역성장

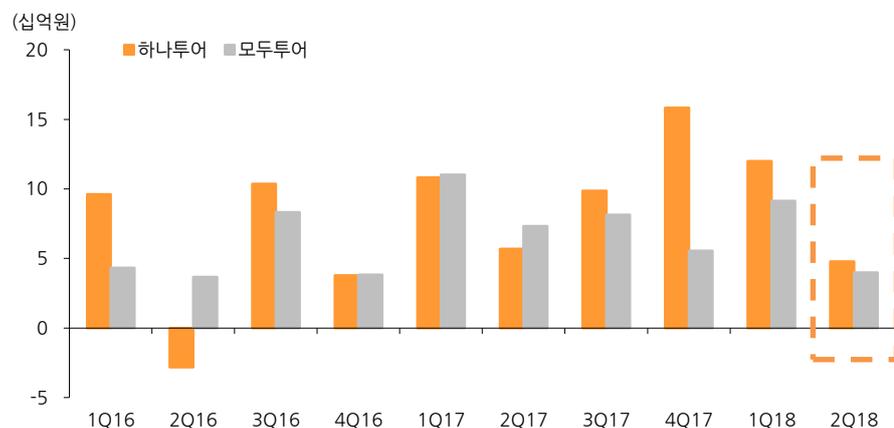
하나투어와 모두투어의 연결 영업이익은 각각 48억 원, 40억 원으로 전년 대비 하나투어는 -16%, 모두투어는 -46% 감소했다. 최근 여행주 실적 컨센서스가 많이 낮아졌음에도 이를 각각 -38%, -43% 하회하며 당사 추정치 기준으로도 각각 -24%, -33% 낮았다. 지난 2월부터 이어온 PKG 성장 둔화와 6월 중순부터 발생한 연이은 악재로 인한 아웃바운드 본업 부진이 주요 원인이다. 2분기 PKG 성장률은 하나투어 7.3% 모두투어 13.2%로 전체 시장성장률 13.0% 대비 밀들었다.

2Q18에는 지방선거와 월드컵 등 각종 대형 이벤트로 PKG 성장 둔화를 어느 정도 예상했으나 최대 성수기인 7월 송객 실적이 더욱 뼈아프다. 2012부터 현재까지 매월 역대 최대 규모를 갱신해 온 여행수요는 7월 역성장했다. 하나투어와 모두투어의 7월 PKG 성장률은 각각 -14%, -7% 감소, 전체 수요는 각각 -8%, -10% 줄었다. 6월 중순부터 연이어 발생한 각종 악재의 영향을 피할 수 없었다. 지역별로 보면 관광지 지진 및 폭우로 인한 인명 피해가 발생한 일본행 수요가 급감했고, 발리 및 하와이 화산, 동남아 돼지독감(swine flu) 등 악재의 영향으로 동남아, 미주 및 남태평양의 수요가 부진했다. 중국과 유럽 지역 여행 수요는 증가했으나, 5월 +90%에 육박하던 중국 지역 기저효과는 평년 수준으로 낮아진 상황이다.

### 연이은 악재로 인한 상품가격(P)하락 불가피, 추가 실적 하향 조정 존재

8월 / 9월 / 10월 PKG 예약증가율은 하나투어 -3% / -5% / -12%, 모두투어 -1% / -8% / 11%다. 7-9월 여행 최대 성수기에 재고부담을 지는 '그룹블럭' 방식으로 받아온 항공권과 객실 공급을 소진하기에는 부족한 수요 현황이다. 현재 추세대로라면 수익성이 다소 훼손되더라도 할인 판매는 불가피(<2018.07.09 여행 -하필 이때?!> 보고서 참고)하다.

[그림1] 하나투어와 모두투어의 분기 영업이익 추이



자료: 하나투어, 모두투어, 한화투자증권

여행주 본업 영업이익은 전년대비 1Q18 감익, 2Q18 대폭 감익을 기록했는데, 상품가격(P) 하락으로 3Q18 반짝 성수기 효과도 제한적이고, 4분기는 추석 효과로 전년 베이스가 부담이다. 즉, 금번 2Q18 실적과 하반기 본업 분위기를 감안하면 시장의 현재 실적 눈높이는 추가 하향 여력이 존재한다는 얘기다.

**특급회복기에 대한 기대는 4Q18 이후로**

주가 반등을 위해서는 올해 부진한 PKG 고객의 풍선 및 이연수요가 발생함에 따른 Q 증가, 이에 따른 P 상승이 맞물려야 한다. 필자가 정의하는 '특급 회복기'다. 여행주의 대표적인 특징은 악재가 발생할 시 주가는 크게 곤두박질 치지만 시장이 회복할 때는 어느 산업보다 주가 픽업 속도가 빠르다는 점이기 때문이다.

그렇다면, 저점 매수는 시기 측면, 혹은 밸류에이션 측면에서 주로 판단하는데... 과거 악재가 발생했던 기간부터 P, Q 동반 상승이 맞물려 주가가 반등하기 까지는 약 9개월 정도의 시간이 소요되었다. 시기상으로는 아직 시간이 조금 더 필요하다는 뜻이다. 또한 당사 추정치 기준 12개월 forward PER 밸류에이션은 하나투어 20.6배, 모두투어 16.4배 수준이다. 단기 저점으로 볼 수 있지만 애초에 낮은 밸류에이션 종목이 아니기 때문에 타업종과 비교시 아주 매력적인 수준이라 보기도 어렵다.

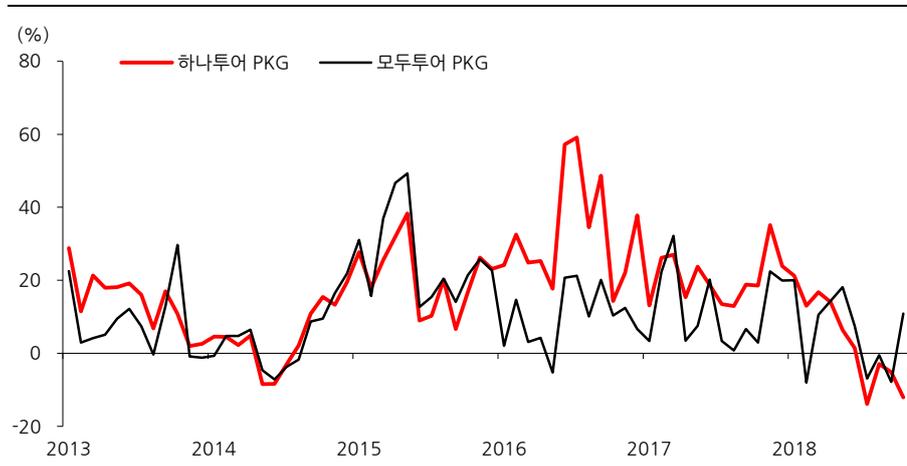
점진적인 실적 눈높이 하향 조정으로 목표주가를 한번 더 내릴 가능성도 배제할 수 없다. 당분간 박스권 트레이딩 혹은 하방 압력은 쉽사리 풀릴 것 같지 않다. 특급회복기 기대감은 4Q18 이후로 가져보는 것이 좋겠다.

[표1] 여행주 2Q18 실적 당사 추정치 및 컨센서스 비교 (단위: 십억 원, %, %p)

기업명	IS	2Q18P	2Q18E		괴리율	
		실적 (a)	한화 (b)	컨센서스 (c)	한화 (a)/(b)-1	컨센서스 (a)/(c)-1
하나투어 (연결)	매출액	196.7	210.7	205.8	-6.6%	-4.4%
	growth%	5.9%	13.4%	10.8%		
	영업이익	4.8	6.3	7.7	-24.0%	-37.8%
	growth%	-15.9%	10.6%	35.2%		
	margin%	2.4%	3.0%	4%	-0.6%p	-2.2%p
모두투어 (연결)	매출액	83.4	96.0	92.5	-13.1%	-9.8%
	growth%	-0.8%	14.1%	9.9%		
	영업이익	4.0	5.9	7.0	-32.5%	-43.1%
	growth%	-45.6%	-19.5%	-4.5%		
	margin%	4.8%	6.1%	8.5%	-1.3%p	-3.7%p

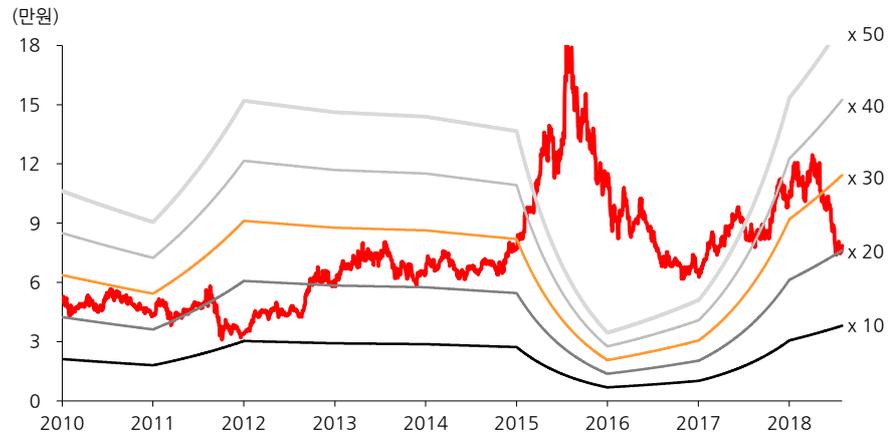
자료: 하나투어, 모두투어, 한화투자증권

[그림2] 하나투어, 모두투어 PKG 증감률 및 향후 3개월 PKG 예약 증감률 추이



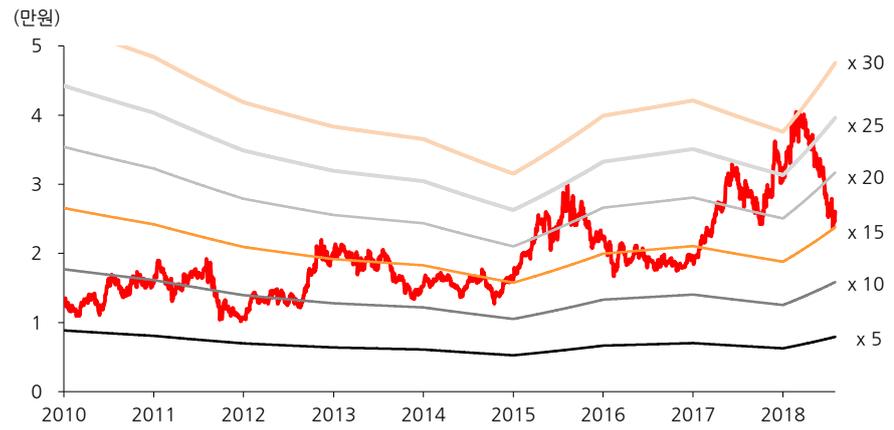
자료: 하나투어, 모두투어, 한화투자증권

[그림3] 하나투어 PER BAND CHART



자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림4] 모두투어 PER BAND CHART



자료: 모두투어, 한화투자증권

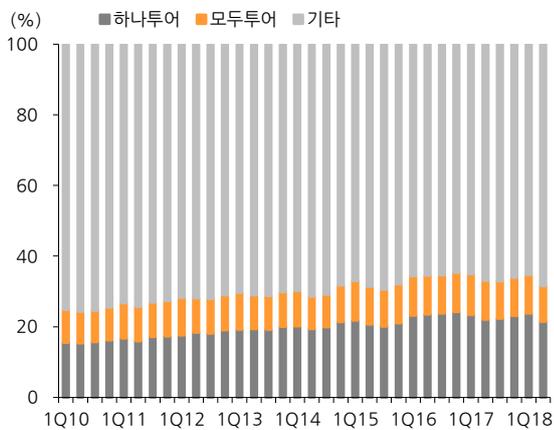
[표2] 여행사 송출객 추이

(단위: 천 명, %)

DATE	순출국자	하나투어			모두투어			전년 동기 대비 증감률				
		전체	PKG	FIT	전체	PKG	FIT	순출국자	하나-전체	모두-전체	하나-PKG	모두-PKG
2014	14,726	2,974	1,902	1,071	1,431	980.2	451	8.9	13.1	7.6	4.6	4.1
2015	17,886	3,735	2,301	1,433	1,935	1,231	704	21.5	25.6	35.2	21.0	25.5
2016	20,844	4,930	3,042	1,888	2,299	1,346	953	16.5	32.0	18.9	32.2	9.4
<b>2017</b>	<b>24,837</b>	<b>5,623</b>	<b>3,662</b>	<b>1,961</b>	<b>2,733</b>	<b>1,504</b>	<b>1,229</b>	<b>19.1</b>	<b>14.0</b>	<b>18.8</b>	<b>20.4</b>	<b>11.7</b>
1Q16	5,178	1,198	775	424	578	356	222	18.9	26.2	18.8	27.1	6.3
2Q16	4,695	1,103	697	407	519	303	216	14.7	30.5	18.2	31.7	5.3
3Q16	5,659	1,344	806	538	613	340	273	21.3	43.6	26.1	46.7	16.7
4Q16	5,312	1,285	766	520	589	347	242	11.4	28.0	12.8	24.7	9.8
1Q17	6,114	1,424	939	485	709	420	289	18.1	18.9	22.6	21.3	17.8
2Q17	5,713	1,257	830	427	630	333	298	21.7	14.0	21.5	19.2	10.0
3Q17	6,572	1,466	925	540	695	352	343	16.1	9.1	13.5	14.9	3.5
4Q17	6,438	1,487	963	524	698	399	298	21.2	15.7	18.4	25.8	15.0
<b>1Q18</b>	<b>6,997</b>	<b>1,657</b>	<b>1,106</b>	<b>551</b>	<b>764</b>	<b>450</b>	<b>314</b>	<b>14.4</b>	<b>16.3</b>	<b>7.7</b>	<b>17.7</b>	<b>7.2</b>
17/04	1,874	409	275	134	212	115	97	23.7	13.1	18.9	15.4	3.5
17/05	1,870	407	273	134	201	105	96	22.4	15.9	20.9	23.7	7.6
17/06	1,969	442	283	159	217	113	105	19.2	13.0	24.7	18.7	20.2
17/07	2,243	511	328	183	241	119	122	15.0	8.5	14.2	13.5	3.4
17/08	2,230	497	316	181	235	121	113	15.3	6.4	9.9	12.9	0.8
17/09	2,100	457	281	176	220	112	108	18.3	12.9	16.6	18.8	6.7
17/10	2,089	454	284	170	217	122	94	20.2	12.5	9.6	18.5	3.0
17/11	2,090	492	327	165	232	139	93	23.0	21.3	22.0	35.1	22.4
17/12	2,259	541	352	189	249	138	111	20.5	13.6	23.6	23.9	20.0
18/01	2,715	634	417	217	297	169	127	23.3	18.0	20.9	21.8	20.0
18/02	2,173	550	372	178	234	135	98	3.2	13.1	-6.2	13.8	-8.0
18/03	2,110	473	316	157	233	145	88	16.8	18.0	8.8	17.4	10.5
18/04	2,088	467	314	153	218	131	87	11.3	14.3	2.8	14.5	14.3
18/05	2,184	453	291	162	214	124	90	16.4	11.3	6.6	6.6	18.1
<b>18/06</b>	<b>2,181</b>	<b>458</b>	<b>287</b>	<b>171</b>	<b>218</b>	<b>121</b>	<b>97</b>	<b>10.8</b>	<b>3.7</b>	<b>0.4</b>	<b>1.5</b>	<b>7.5</b>
<b>18/07</b>		<b>470</b>	<b>282</b>	<b>187</b>	<b>217</b>	<b>111</b>	<b>106</b>		<b>-8.2</b>	<b>-10.0</b>	<b>-13.9</b>	<b>-6.9</b>

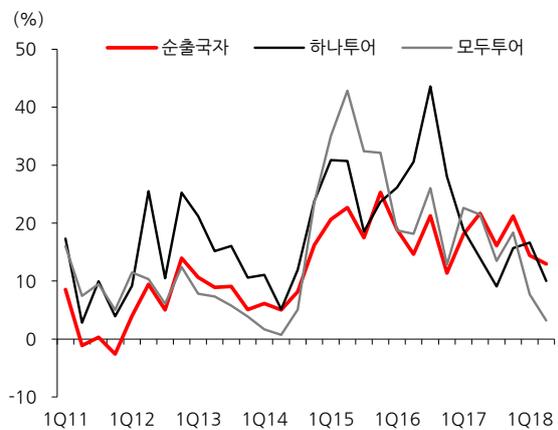
자료: 관광지식정보시스템, 각 회사, 한화투자증권

[그림5] 분기별 여행사 시장점유율 추이



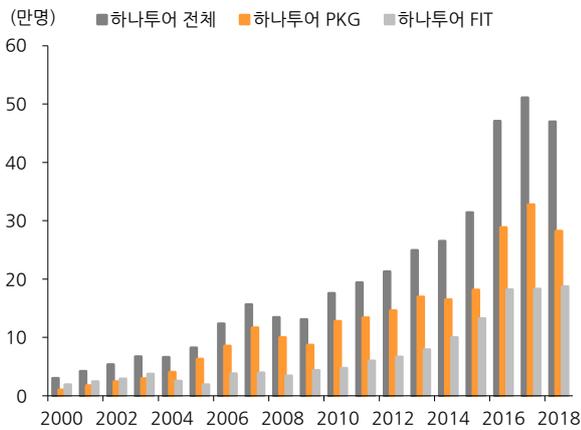
자료: 관광지식정보시스템, 각 회사, 한화투자증권

[그림6] 순출국자와 하나투어/모두투어 송출객의 증감률 추이



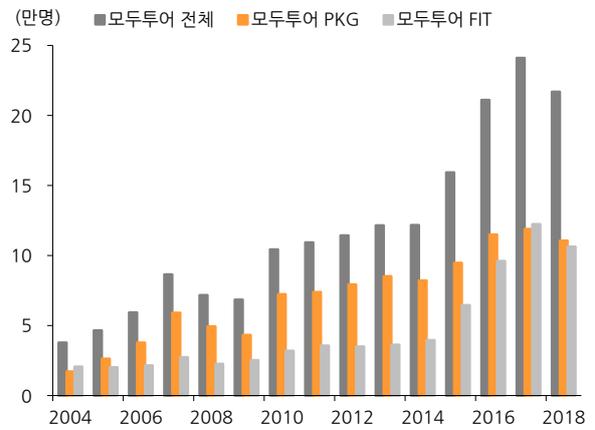
주: 전년 동기 대비(YoY) 기준 / 자료: 관광지식정보시스템, 각 회사, 한화투자증권

[그림7] 하나투어 7월 송출객수 추이



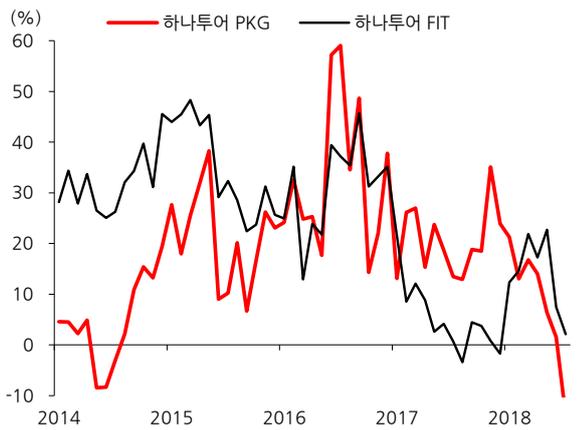
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림8] 모두투어 7월 송출객수 추이



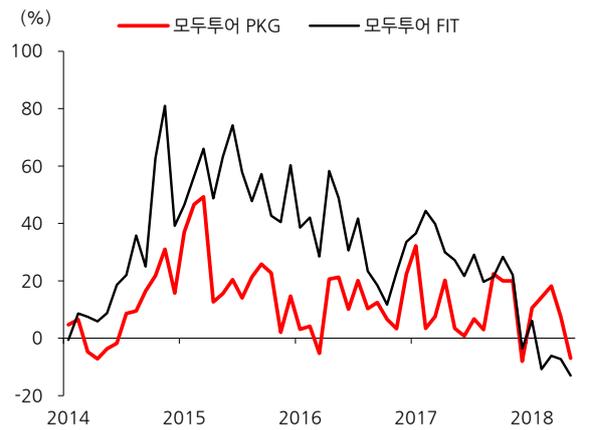
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림9] 하나투어 PKG, FIT 증감률 추이



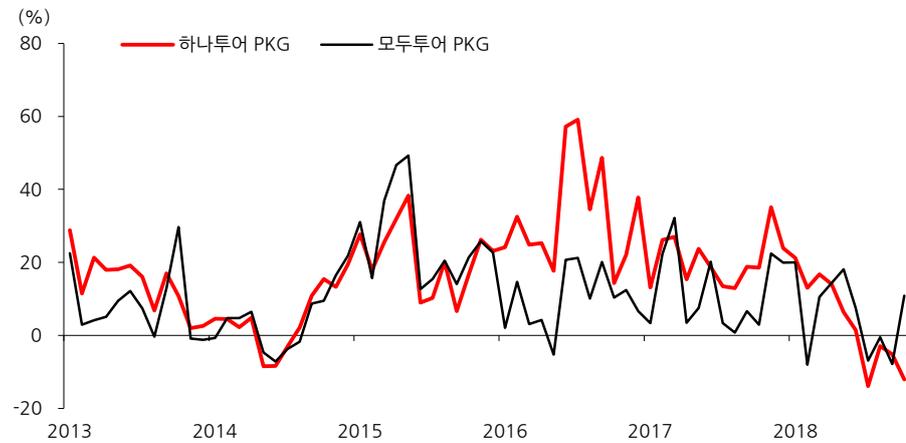
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림10] 모두투어 PKG, FIT 증감률 추이



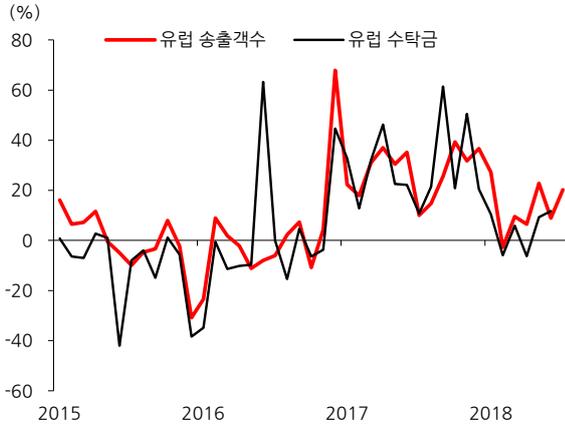
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림11] 하나투어, 모두투어 PKG 증감률 및 향후 3개월 PKG 예약 증감률 추이



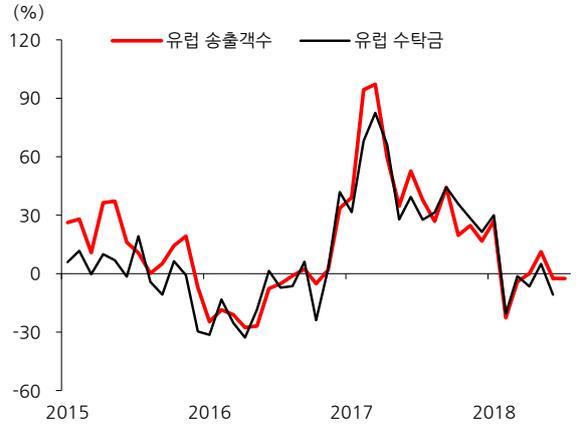
자료: 하나투어, 모두투어, 한화투자증권

[그림12] 하나투어 전년 대비 유럽 송출객수 및 수탁금 증감률



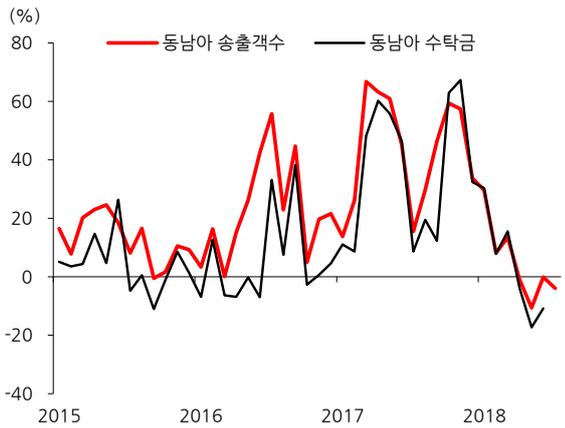
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림13] 모두투어 전년 대비 유럽 송출객수 및 수탁금 증감률



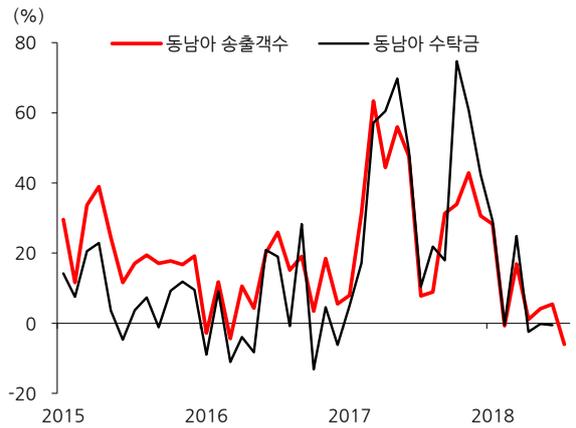
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림14] 하나투어 전년 대비 동남아 송출객수 및 수탁금 증감률



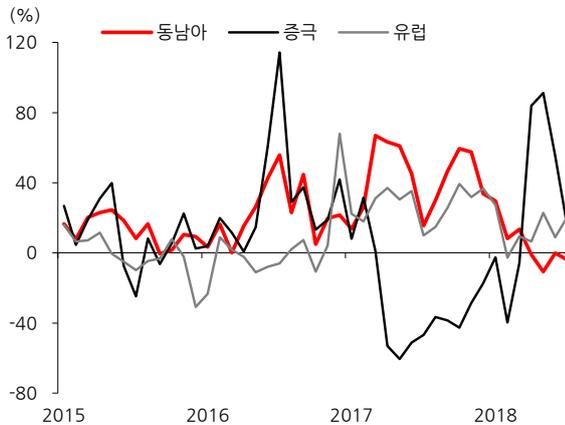
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림15] 모두투어 전년 대비 동남아 송출객수 및 수탁금 증감률



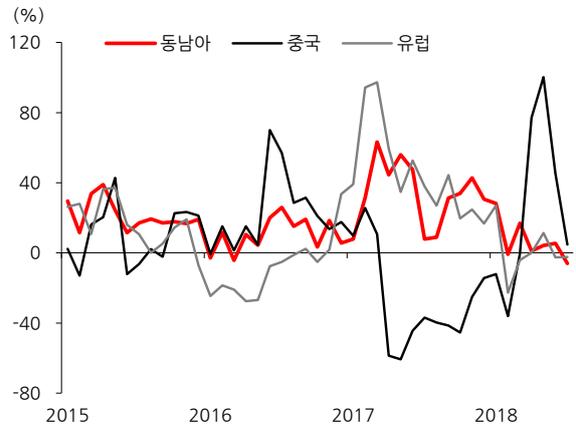
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림16] 하나투어 주요 지역별 전년 대비 송출객 증감률



자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림17] 모두투어 주요 지역별 전년 대비 송출객 증감률



자료: 모두투어, 한화투자증권

[ Compliance Notice ]

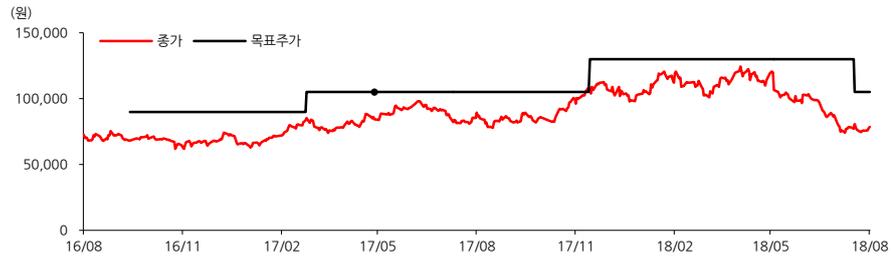
(공표일: 2018년 8월 2일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 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 ]



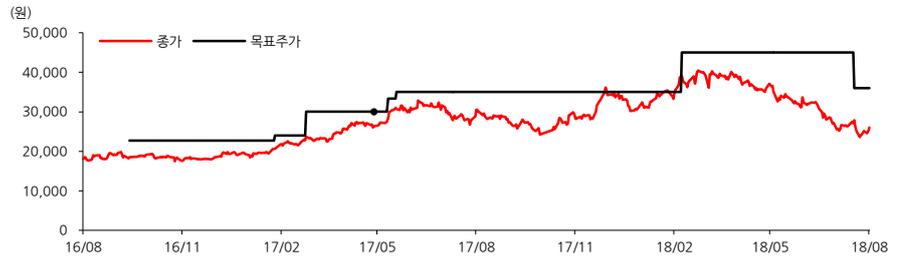
[ 투자 의견 변동 내역 ]

일 시	2016.09.13	2016.09.13	2016.10.04	2016.10.31	2016.11.02	2016.11.28
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	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
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	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
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	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
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	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
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	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	2018.07.24	2018.08.02
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	130,000	130,000	130,000	105,000	105,000	105,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자 의견	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	2018.07.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	45,000	45,000	45,000	45,000	36,000	36,000
일 시	2018.08.02					
투자의견	Buy					
목표가격	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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

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

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2018년 06월 30일)

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