



# 여행

## 선행지표의 유의미한 반등

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

여행주 선행지표가 빠르게 반등하고 있습니다. 10/1 기준 발표된 PKG 예약증감률이 최악을 반영한 것이고, 향후 점차 개선될 가능성이 높아졌습니다. 그간 주가 및 실적 하향조정도 대부분 반영됐기에 매수에 대한 고민이 필요한 시점입니다.

### 예상 반등 시기 11월, 조금 빨라질까?

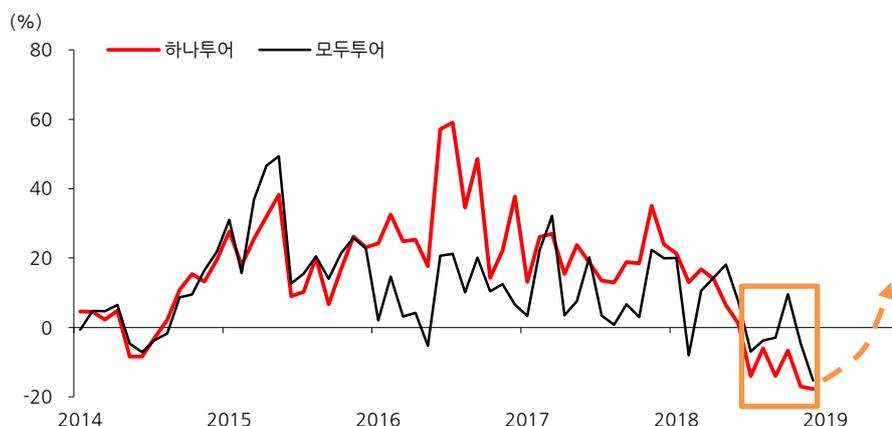
필자는 1) 지속적인 자연재해 발생과 전년 베이스 부담 등에 따른 PKG 성장률 둔화, 2) 점진적인 3Q18 실적 하향 조정을 근거로 지난 4월부터 여행주에 대한 톤다운 의견을 제시해왔다. 추가적으로 산업 및 주가 반등 예상 시기는 11월로 예상했는데, 그 이유는 1) 역사적으로 살펴보면 자연재해로 인해 악화된 PKG 수요가 회복되기까지 약 9개월이 소요되고, 2) 어닝 쇼크에 가까운 3Q18 실적이 11/1 발표되며 3) 그 후부터 내년 상반기까지는 회복에 기인한 주가 상승을 기대했기 때문이다.

그러나 시장 조정 덕(?)에 그 반등 시기는 조금 더 빨라질 수 있을지도 모르겠다. 1) 현재 주가는 4년 전 수준까지 회귀한데다, 2) 1개월 전까지만 해도 하나투어와 모두투어의 3분기 연결 영업이익 추정치가 각각 110억, 70억 원을 웃돌았던 반면, 현재는 각각 55억, 39억 원까지 하향 조정이 대부분 반영됐기 때문이다. 그리고 3) 가장 핵심이 되는 PKG 여행수요도 점차 회복되는 움직임이 포착됐다.

### 선행지표의 유의미한 반등

여행주는 매달 1일 향후 3개월 PKG 예약증감률을 발표한다. 10/1 기준 10월 / 11월 / 12월 PKG 예약증감률은 하나투어 -7% / -17% / -18%, 모두투어 10% / -5% / -15%로 일본도 모자라 동남아시아 자연재해가 겹쳤고 항공 공급에까지 차질이 빚어지며 매우 부진한 상황이었다. 그러나 지난 10/12(금) 기준으로 확인한 결과 10월 하나투어는 마이너스에서 플러스 성장 전환, 모두투어는 한 자릿수(+9.6%) 성장률이 두 자리까지 확대된 것으로 파악된다. 11월과 12월은 일본 비중이 상대적으로 낮은 모두투어는 둘 다 플러스 성장에 성공했고, 일본 비중이 절대적으로 높은 하나투어는 -17, -18%에 육박했던 마이너스 성장률이 -4, -5%대까지 대폭 축소됐다. 10/1 기준과 비교해서는 훨씬 더 개선된 모습이다.

[그림1] 하나투어, 모두투어 PKG 증감률 및 향후 3개월 PKG 예약 증감률 추이



자료: 하나투어, 모두투어, 한화투자증권

**추워지는 날씨와 영업일수 증가, 짧아진 리드타임 덕분**

그렇다면 수요가 왜 갑자기 회복했을까? 경기가 다시 살아났나? 필자가 보는 근거는 두 가지다. 첫 번째, 여행 수요가 분산되고 있다. 다들 공감하겠지만 한국 날씨가 빠르게 추워지고 있다. 때문에 근거리, 특히 일본 관광지역에 집중됐던 수요가 따뜻한 동남아시아 지역, 혹은 그나마 자연재해 기록이 제한적인 일본 온천지역, 전년 베이스 효과가 매우 낮은 중국 지역, 그리고 겨울 성수기를 맞은 장거리 지역으로 분산 및 확산되고 있다는 뜻이다. 자연재해로 인한 예약문의 순취소는 줄어들고 타지역 예약문의가 점차 순증하고 있는 셈이다. 최근 들어 리드타임(예약을 하는 시점과 실제로 여행을 출발하는 시점까지 도달하는 시기)이 줄어들고 있는 이유도 여기에 있다.

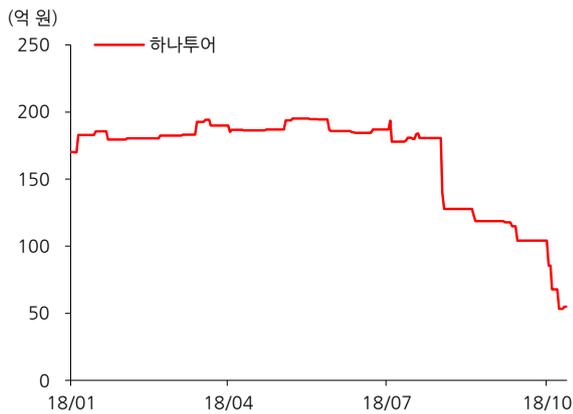
두 번째, 올해 영업일수 더 많다. 작년 이맘때는 10월 추석 연휴 효과로 영업일수가 매우 짧았던 반면, 올해는 휴일이 개천절(10/3), 한글날(10/9) 뿐이었다. 물론 영업일수 차이 때문에 단기간 내 PKG 수요가 대폭 회복된 것처럼 왜곡될 수 있다는 의미다. 그러나, 2017/10/1 기준 하나투어의 10월 PKG 예약증감률이 20.3%로 출발했지만, 실제 2017/10 PKG 성장률이 19.1%로 마감했다는 점을 감안해보면 장기 연휴 이후 PKG 예약 순증은 그닥 크지 않았다는 점을 방증한다.

**10/1 기준 PKG 예약증감률이 최악을 반영, 여행업 비중확대에 대한 고민 필요**

결론적으로 11/1 안정적으로 숫자를 확인하고 가기 전까지는 시장 조정 혹은 3분기 영업실적에 대한 노이즈에 따라 또다시 주가가 흘러내릴 가능성도 온전히 배제할 수 없다. 더군다나 여행 트렌드가 PKG 대비 FIT가 빠르게 성장하고 있고, 아직 경쟁이 치열하다는 점에서 업종 자체에 대한 해석이 대세 반전일 정도로 긍정적으로 바뀐 것은 아니다.

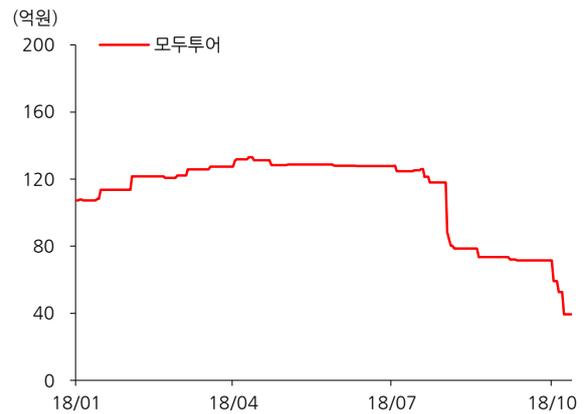
그러나, 한 가지 확실한 것은 여행주에 가장 크게 반영되는 선행지표인 PKG 예약증감률은 10/1 기준으로 발표된 숫자가 최악일 가능성, 그 후 매달 1일 공표되는 숫자는 점진적으로 회복될 수 있다는 가능성이 짙다는 점(내년 2월부터는 완벽한 기저효과 구간에 진입)이다. 내년 중순까지 회복 사이클에 기반한 주가 상승은 기대해볼 수 있겠다. 여행업종 비중확대에 대한 고민이 분명 필요한 때다.

[그림2] 하나투어 3분기 연결 영업이익 추정치



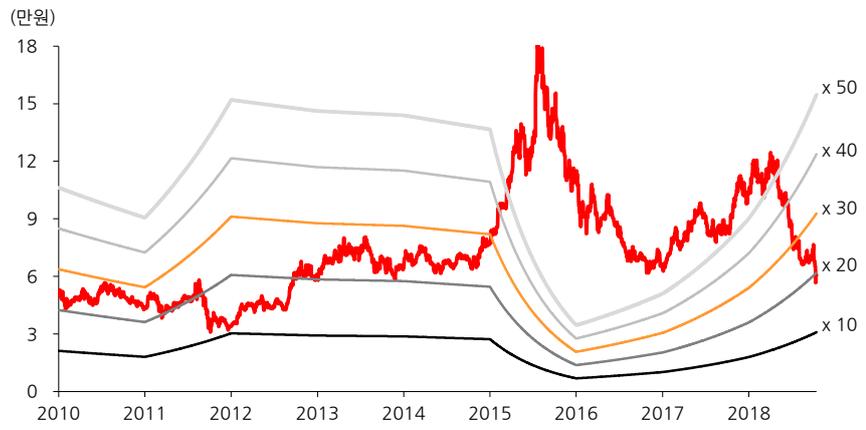
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림3] 모두투어 3분기 연결 영업이익 추정치



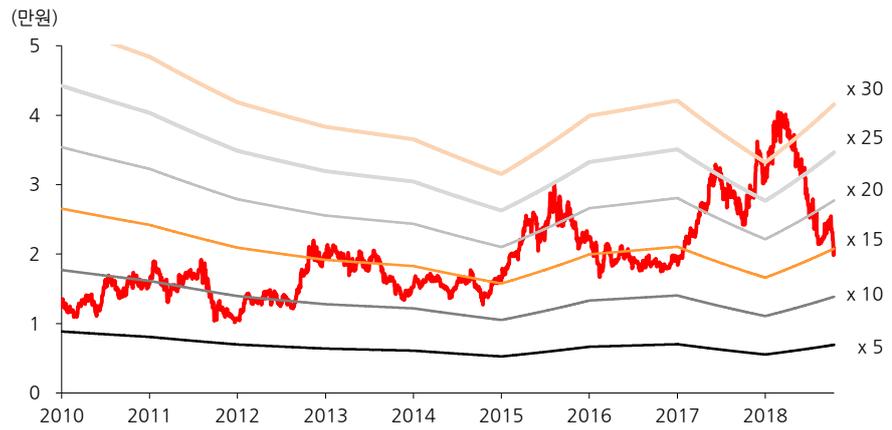
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림4] 하나투어 PER BAND CHART



자료: 하나투어, Dataguide, 한화투자증권

[그림5] 모두투어 PER BAND CHART



자료: 하나투어, Dataguide, 한화투자증권

[ Compliance Notice ]

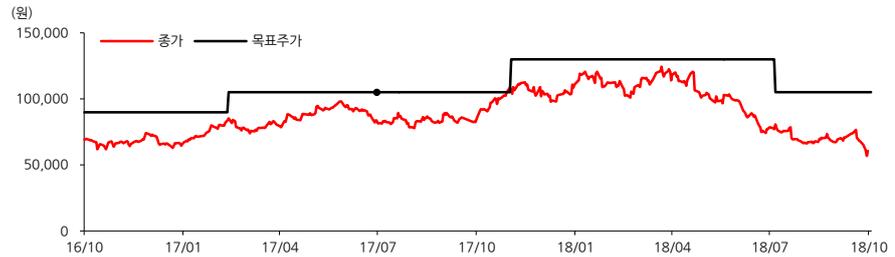
(공표일: 2018년 10월 15일)

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 ]



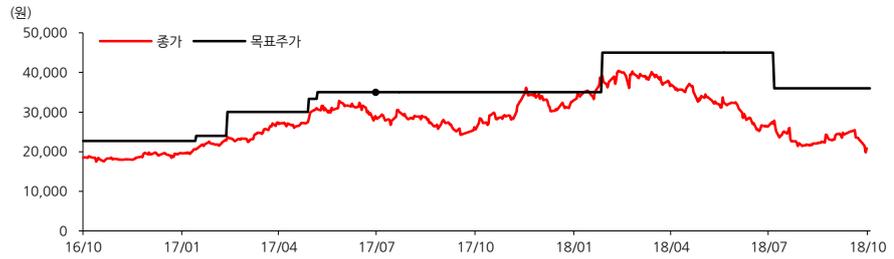
[ 투자이견 변동 내역 ]

일 시	2016.10.31	2016.11.02	2016.11.28	2016.12.12	2017.01.03	2017.01.24
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
일 시	2017.02.02	2017.02.07	2017.02.23	2017.02.24	2017.03.03	2017.04.04
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	90,000	90,000	90,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2017.05.11	2017.05.19	2017.06.02	2017.06.05	2017.07.05	2017.07.28
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2017.08.02	2017.09.29	2017.11.02	2017.11.14	2017.12.04	2018.01.03
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2018.02.08	2018.03.23	2018.04.04	2018.05.04	2018.06.04	2018.07.03
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2018.07.18	2018.07.24	2018.08.02	2018.08.23	2018.09.04	2018.09.07
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2018.09.21	2018.10.02	2018.10.15			
투자이견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	105,000	105,000	105,000			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자이견	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	2016.10.31	2016.11.02	2016.11.28	2016.12.12	2016.12.30	2017.01.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	34,000	34,000	34,000	34,000	34,000	34,000
일 시	2017.01.24	2017.01.26	2017.01.31	2017.02.07	2017.02.23	2017.02.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	34,000	36,000	36,000	36,000	36,000	45,000
일 시	2017.02.27	2017.03.03	2017.03.16	2017.03.17	2017.03.31	2017.04.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000
일 시	2017.04.28	2017.05.11	2017.05.19	2017.06.02	2017.06.05	2017.06.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	45,000	50,000	55,000	55,000	55,000	35,000
일 시	2017.07.05	2017.08.02	2017.09.29	2017.11.02	2017.12.04	2018.01.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
일 시	2018.02.08	2018.03.23	2018.04.04	2018.05.04	2018.06.04	2018.07.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000
일 시	2018.07.18	2018.07.24	2018.08.02	2018.08.23	2018.09.04	2018.09.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000
일 시	2018.09.21	2018.10.02	2018.10.15			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	36,000	36,000	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 투자 의견 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 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	86.6%	13.4%	0.0%	100.0%