

2018. 11. 8

## Sector Update

## 여행 (NEUTRAL)

## 패키지는 죽지 않는다, 다만 변신이 필요할 뿐



박은경

Analyst

eunkyung44.park@samsung.com  
02 2020 7850

김지혜

Research Associate

jihye48.kim@samsung.com  
02 2020 7983

- 시장 성장의 둔화를 감안하여 여행업종 NEUTRAL 의견 제시. 2018, 2019년 전체 출국 수요는 소득증가 및 공급가격 하락의 둔화로 각각 8%y-y 및 6%y-y의 성장에 그칠 것으로 전망.
- 2011년 이후 젊은 층을 중심으로 FIT 여행수요가 성장하는 소비패턴에 변화가 일어남. 이에 패키지 상품을 통해 이익을 얻는 여행사들에 대한 비판적인 우려가 상존하는 가운데, 당사는 여행업계 내 시장 재편을 예상. 한편, 패키지 수요는 FIT여행의 단점을 보완하면서 가격 경쟁력이 있는 하이브리드 패키지를 중심으로 회복세를 보일 것. 단기간 내에 시장 재편이나 하이브리드 패키지 수요를 통한 성과를 보이기에는 힘들다고 판단되며 여행업체의 주가는 당분간은 의미 있는 반등세를 보이긴 어려울 것으로 예상.
- 다만, 시장재편 이후의 단계에서는 모두투어보다 하나투어에 관심 가질 것을 권유. 시장 변화에 적극적으로 비즈니스 모델을 재구성하고 있는 업계 1위업체로서 향후 더 빠른 실적 회복세는 물론 밸류에이션 재평가의 기회도 가능성 있다고 판단하기 때문. 하나투어에 대해 BUY의견과 목표주가 77,000원 제시, 모두투어에 대해서 HOLD의견과 목표주가 26,000원 제시하면서 커버리지 재개.

## AT A GLANCE

하나투어 (039130 KS, 68,300 원)

SELL HOLD BUY

목표주가: 77,000원 (12.7%)

모두투어 (080160 KS, 24,500 원)

SELL HOLD BUY

목표주가: 26,000원 (6.1%)

## WHAT'S THE STORY

**여행업종에 대해 Neutral 의견으로 커버리지 개시:** 전체 출국수요 성장의 둔화가 당분간 이어질 것으로 예상되는 가운데 여행업종에 대해 보수적인 접근이 필요한 상황. 2018년 연간 출국수요는 연간 8%y-y 성장에 그치는데, 대외변수에 의한 일시적인 현상이 아니라는 판단. 과거와 달리 뚜렷한 성장 요인이 부재한 가운데 총 수요 성장세는 적어도 2019년까지는 2015년부터 2017년 사이의 두 자릿수 성장에 미치지 못하는 부진한 수준에 머무를 것.

**새롭게 재정의 될 패키지 수요:** 금융위기 이후 FIT (Free Individual Traveler) 수요가 확대되는 가운데 패키지 위주의 수익을 얻고 있던 여행업체의 비즈니스 모델에 대한 비판적인 시각이 상존하는 상황. 당사는 패키지 수요의 성장이 전통적인 패키지 상품 보다는 FIT 여행의 단점을 보완하면서도 가격경쟁력이 있는 하이브리드 패키지 중심으로 회복세를 보일 것으로 기대. 이러한 시장 변화에 맞춰 사업구조를 재편하고 시장 점유율을 확보할 수 있는 업체에 향후 밸류에이션 재평가의 기회가 있다고 판단.

- **하나투어:** 올해 연내로 시스템 개선을 통한 플랫폼화 작업 마무리 예정. 1H19 중으로 FIT 고객을 대상으로 하는 현지투어 서비스 '모하지' 런칭이 예정되어 있는 가운데, 기존의 컴퓨터 예약 시스템 (CRS: Computer Reservation System)을 업그레이드 하여 본격적인 플랫폼 비즈니스 모델로 거듭날 것을 기대. 업계 1위의 시장점유율과 긴 업력으로 인한 브랜드 파워가 플랫폼 전환으로의 성공 가능성을 높여줄 것이라고 판단. 향후 실적 반등 및 밸류에이션 리레이팅 가능성이 가장 높아 보임.
- **모두투어:** 기존 비즈니스 모델에 집중하면서 비용통제를 통해 단기적으로는 수익성을 방어할 수 있겠으나 전통 패키지 수요 성장세 둔화로 전체 시장점유율 하락이 우려되며, 당분간 뚜렷한 모멘텀이 없는 상황.

## Contents

Summary & Valuation	p2
여행수요: 구조적 성장세의 종료	p6
패키지 VS FIT: 승자는 하이브리드 패키지	p18
기업분석	p26

## 패키지는 죽지 않는다, 다만 변신이 필요할 뿐

시장 재편이 일어난 후에 주도권을 가질 수 있는 기업에 관심을 가져보자

### Summary

우리는 전체 아웃바운드 수요의 성장률이 최근 성장을 이끌어오던 모멘텀의 부재로 당분간 둔화세를 지속할 것으로 전망하는 가운데, 금융위기 이후 강세를 보여온 FIT 수요의 성장세에 따른 투자심리 악화를 바탕으로 여행업종에 대한 투자 의견을 '중립'으로 커버리지를 개시한다.

2000년 이후 해외여행 수요는 두 번의 구조적인 성장을 겪었다. 2000년부터 금융위기 이전까지는 경제성장에 따른 소득증가의 주도로 해외여행 수요가 구조적으로 성장할 수 있었으며 중장년층을 중심으로 패키지 상품을 통한 여행이 가파른 성장세를 기록했다. 이후 2012년부터 저비용항공사의 등장으로 낮아진 국제항공권 가격이 전반적인 여행경비의 감소로 이어지며 잠재되어 있던 수요를 이끌어내며, 청년층을 중심으로 자유여행 (FIT: Free Individual Traveler)과 함께 여행 산업은 한번 더 구조적인 성장을 이뤄낼 수 있었다.

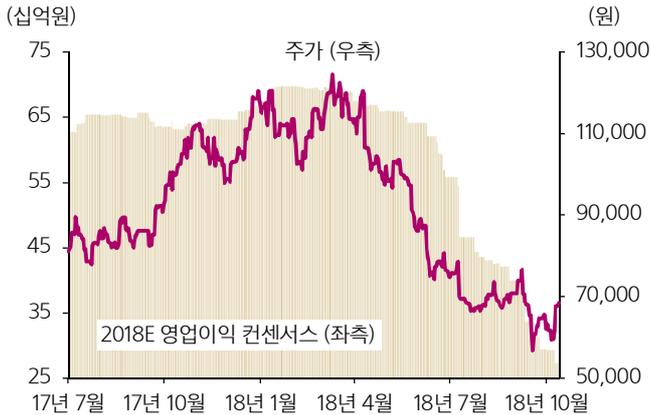
당사는 2018년에 들어서면서 여행 산업의 성장을 이끌었던 소득증가나 공급하락의 모멘텀이 과거 대비 둔화되면서 뚜렷한 성장동력을 찾기 힘들다고 판단하였다. 해외여행에 대한 소비여력을 확인할 수 있는 지표인 가처분소득 대비 여행경비의 비중은 항공권 가격을 제외한 경우 2017년에 이미 고점에 도달하였다. 한편 항공권 가격의 경우, 평균판매단가의 하락세가 둔화될 것으로 판단되는데 1) 유가가 2015년 이후 지속적으로 상승하며 항공사에게 비용부담이 더해지는 가운데 2) 항공사들 또한 최근 몇 년간 지속 되어오던 공격적인 기단확보의 속도를 조절하며 경쟁강도가 과거대비 약화되는 모습을 보이고 있고 3) 상대적으로 가격이 저렴한 저비용항공사와 외항사의 시장점유율이 이미 60%를 넘는 수준을 기록하고 있기 때문이다.

한편 전체 출국수요 성장세 둔화에 더불어 FIT 수요의 패키지 대체 여부가 여행업종에 대한 투자심리를 악화시키고 있는 상황이다. 패키지 상품을 통해 대부분의 이익을 얻던 여행사들이 2018년 상반기 내내 부진한 실적을 기록함에 따라, 패키지 여행수요에 대한 우려와 더불어 여행업체의 기존 비즈니스 모델에 대한 비관적인 시각이 시장에 상존하는 모습이다. 하지만 당사는 향후 패키지 수요가, FIT여행의 단점을 보완하면서 가격 경쟁력까지 갖춘 하이브리드 패키지 상품을 중심으로 회복할 것으로 전망한다. 이러한 하이브리드 패키지는 기존 패키지 대비 수익성이 상대적으로 낮음에도 불구하고 모수가 훨씬 큰 FIT 수요를 패키지 수요로 전환시킬 수 있다는 점에서 여행업체들에게 새로운 기회요인이 될 수 있을 것이라고 판단한다. 이러한 시장의 변화에 맞추어 사업구조를 재편하고 향후 추가적인 시장점유율을 확보할 수 있는 업체에게 주목할 것을 권유한다.

투자의견 및 Valuation

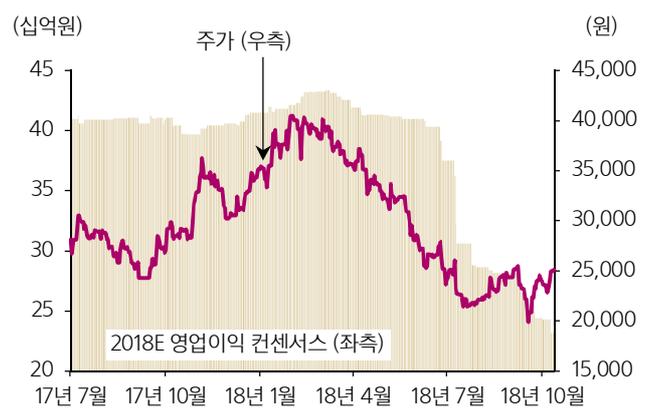
2017년 기준으로 별도 매출의 80% 이상이 패키지 수요와 연동되어 있는 여행사들은 2018년 들어 상반기 내내 전년대비 영업이익 감소를 기록하였다. 주가는 연내 고점 대비 50%씩 감소하였으며, 올해는 물론 내년 연간 영업이익 컨센서스가 동반 하락하는 모습이다.

하나투어: 2018년 영업이익 컨센서스 vs 주가



자료: Wisefn, 삼성증권

모두투어: 2018년 영업이익 컨센서스 vs 주가



자료: Wisefn, 삼성증권

우리는 적어도 2019년까지는 전체 출국 수요가 둔화되는 가운데 FIT 수요의 성장으로 인해 여행산업의 구조적인 재편이 진행될 것으로 전망한다. 2018년 연간 여행업계의 실적은 회사들이 수요 둔화를 미처 예상하지 못했던 탓에 큰 폭으로 하향조정 받은 뒤, 2019년에는 다소 보수적인 영업을 통해 2018년 대비 수익성을 방어하는 전략을 바탕으로 기저효과를 누리며 회복세를 보일 것으로 예상된다. 우리는 시장의 변화 속에서 보여지는 단기 실적들을 바탕으로 P/E 비율을 통해 여행업종의 가치를 평가하기보다는 장기적인 국내 해외 여행수요의 이상향 추세와 여행산업의 연속성을 충분히 반영하고자 DCF 밸류에이션을 사용하였다.

하나투어의 목표주가를 77,000원으로 제시한다. 이는 영구성장률 2%에 가중평균자본비용 (WACC) 10%로 가정하였다. 제시한 목표주가가 내제하고 있는 12개월 fwd P/E 멀티플은 2011년부터 2017년 평균 수준으로 크게 부담이 없는 상황이다.

모두투어의 목표주가는 26,000원으로 제시한다. 마찬가지로 DCF를 통해 산출하였으며 영구성장률은 2%에 가중평균자본비용 (WACC) 7%를 가정하였다. 모두투어의 목표주가가 내제하고 있는 12개월 fwd P/E 멀티플은 과거 출국자 수요가 한 자릿수 성장했던 2012년 이후부터 2015년 이전 사이 수준이다.

하나투어: 현금흐름모형에 따른 목표주가 산출

(십억원)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	28	38	49	50	51	52	53	54	55	56
- EBIT에 대한 세금	13	19	27	27	28	28	29	29	30	31
- CAPEX	20	15	15	15	16	16	16	17	17	17
- 순운전자본 증가(감소)	16	-7	-28	-28	-29	-29	-30	-31	-31	-32
+ 감가상각비	21	22	22	22	23	23	24	24	25	25
+ 무형자산상각비	4	4	4	5	5	5	5	5	5	5
Free cash flow	4	38	61	63	64	65	66	68	69	70
Terminal Value	847									
Terminal Growth (%)	2.0									
NPV of FCF	314									
PV of Terminal Value	313									
Enterprise Value	627									
Equity Value (adjusted)	891									
Shares Outstanding	11,616									
Fair value per share (KRW)	76,728									
현재주가 (KRW)*	66,600									
업사이드 (%)	15.2									

참고: \* 11월 7일 종가 기준      자료: 하나투어, 삼성증권 추정

모두투어: 현금흐름모형에 따른 목표주가 산출

(십억원)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	26	29	32	33	33	34	35	35	36	37
- EBIT에 대한 세금	6	8	8	8	8	8	9	9	9	9
- CAPEX	5	5	5	5	5	5	5	5	6	6
- 순운전자본 증가(감소)	14	-20	7	8	8	8	8	8	8	9
+ 감가상각비	4	5	6	7	7	7	7	7	7	7
+ 무형자산상각비	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Free cash flow	5	42	18	19	19	20	20	20	21	21
Terminal Value	461									
Terminal Growth (%)	2.0									
NPV of FCF	146									
PV of Terminal Value	241									
Enterprise Value	387									
Equity Value (adjusted)	482									
Shares Outstanding	18,900									
Fair value per share (KRW)	25,486									
현재주가 (KRW)*	24,700									
업사이드 (%)	3.2									

참고: \* 11월 7일 종가 기준      자료: 모두투어, 삼성증권 추정

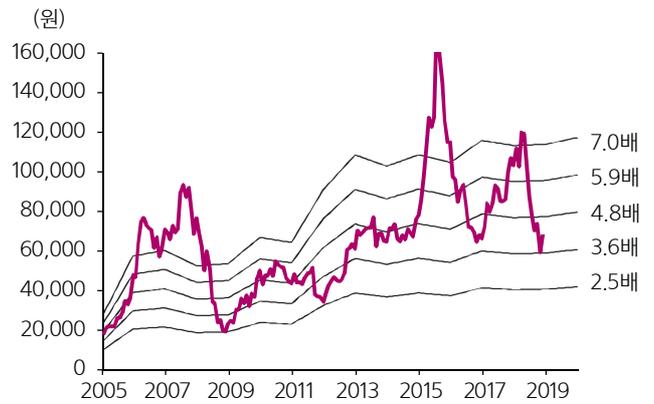
당분간 비우호적인 영업환경이 지속되는 가운데, 시장 재편 속에서 두 회사 모두 실적에 대한 기대감이 낮아진 상황이다. 다만 여행사들의 실적은 1) 향후 전체 여행수요의 성장을 자극할 수 있는 추가적인 소득이나 공급 측면의 모멘텀이 생기거나 2) 채널믹스의 변화, 수수료율의 조정 또는 효율적인 인건비 전략 등의 구조적인 비용 개선이 단행되는 경우 유의미한 개선세를 기대할 수 있다고 판단되며, 3) 상위 여행사들이 비즈니스 모델 변화를 통해 다시 한번 점유율을 확대하며 안정적인 수익의 가시성이 확보된다면 향후 밸류에이션 재평가의 기회까지도 이어질 수 있을 것으로 기대한다. 이러한 가정 하에서는 하나투어에 먼저 관심을 가지기 시작할 것을 권유한다. 하나투어는 국내 아웃바운드 1위 업체로서 변화하는 시장에 맞추는 새로운 패키지 여행 서비스를 개발하는 등 가장 민첩하게 반응하고 있어 향후 실적 반등 및 밸류에이션 리레이팅 가능성이 가장 높아 보이기 때문이다.

하나투어: P/E 밴드 차트



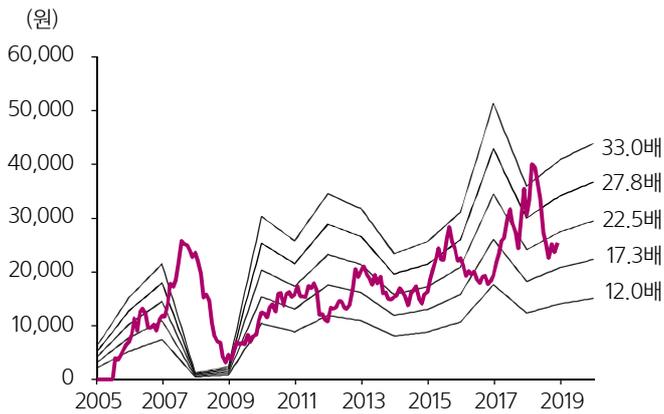
자료: WiseFn, 삼성증권

하나투어: P/B 차트



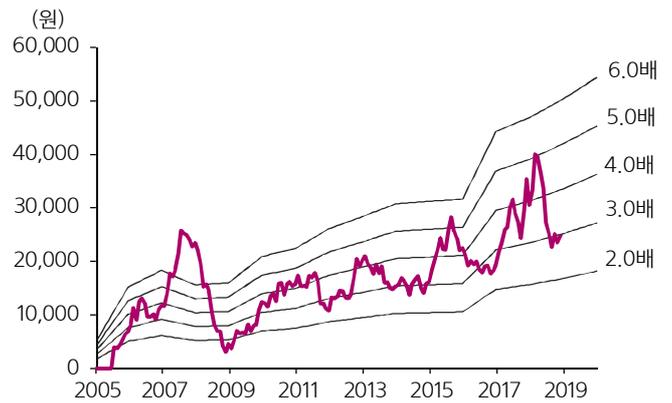
자료: WiseFn, 삼성증권

모두투어: P/E 밴드 차트



자료: WiseFn, 삼성증권

모두투어: P/B 차트



자료: WiseFn, 삼성증권

Contents

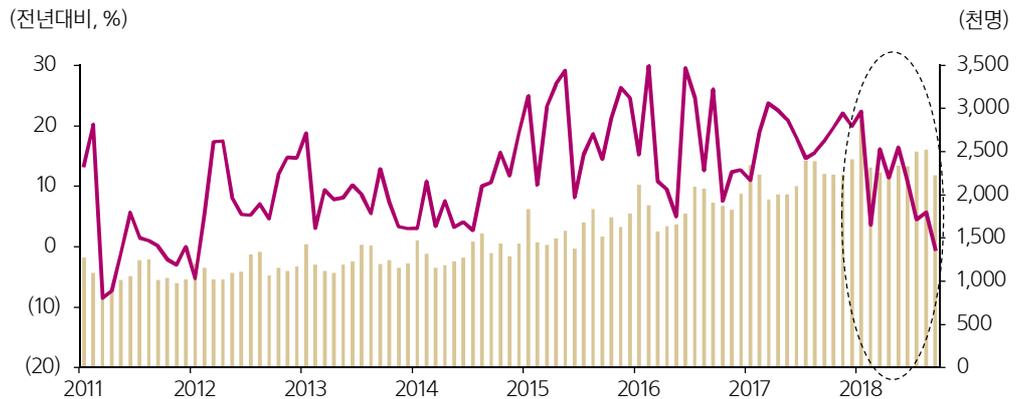
Summary & Valuation	p2
여행수요: 구조적 성장세의 종료	p6
패키지 VS FIT: 승자는 하이브리드 패키지	p18
기업분석	p26

# 1. 여행수요, 구조적 성장세의 종료

고공행진을 계속하던 출국자 수요는 2018년 1분기를 이후 시장 기대치에 미치지 못하는 모습이 다. 2월에 평창 동계 올림픽, 6월 지방선거 및 월드컵에 이어 3분기 일본 자연재해 등의 대내외적으로 출국 수요에 부정적인 이벤트들이 연달아 있었지만 9월 추석효과에도 승무원을 제외한 월별 출국자 수요가 전년대비 1% 수준의 역성장을 기록한 만큼 현재의 수요의 성장률 둔화가 과연 일시적인 현상인지 점검이 필요한 시점으로 판단된다.

2018년과 2019년 전체 출국수요는 각각 전년대비 8%, 6% 성장을 기록하며 2015년 이후 3년간 지속해오던 20%y-y 이내의 성장률 대비 둔화되는 모습을 보일 것으로 예상된다. 우리는 이러한 수요의 둔화가 올해 일회성 이벤트에 그치지 않고 당분간 지속될 것으로 전망하는데 이는 과거에 구조적인 성장의 동력이 되었던 재료들이 현재로서는 부재하기 때문이다.

## 2011년 이후 월별 출국자 수요



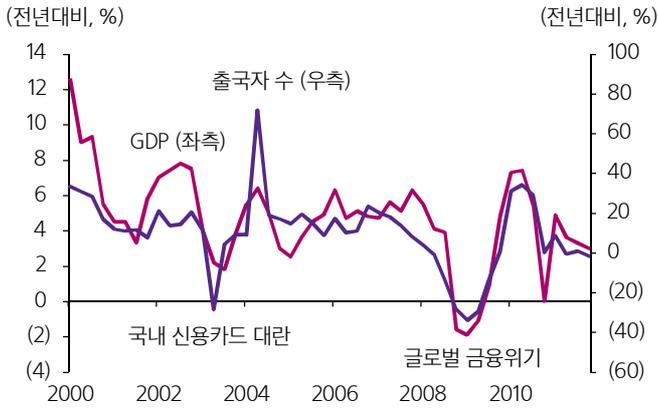
자료: 한국관광공사, 삼성증권

우리는 과거 여행수요가 두 번의 구조적 성장을 거쳤으며, 차례대로 소득증가와 공급가격 하락이 이를 주도하였다고 보았다.

### 1) 2000년-2011년, 소득 주도의 성장

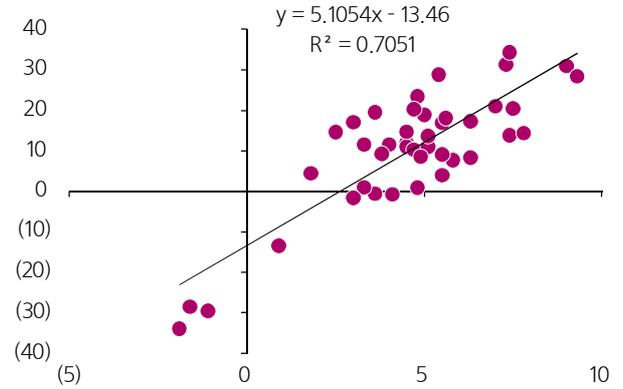
2000년부터 2011년까지 여행수요의 성장을 주도했던 것은 국민의 소득 증가이다. 이 기간 동안 전체 출국수요 성장률은 우리나라의 경제성장률을 보여주는 GDP의 성장률과 높은 상관관계를 보인다. 또한 동기간 1인당 관광지출은 2003년 국내 신용카드 대란과 2008-2009년 금융위기 때를 제외하고는 전체 출국수요 성장률과 유사하게 움직였다.

분기별 GDP 성장률 vs 출국자 수 성장률 (1)



자료: Bloomberg, 삼성증권

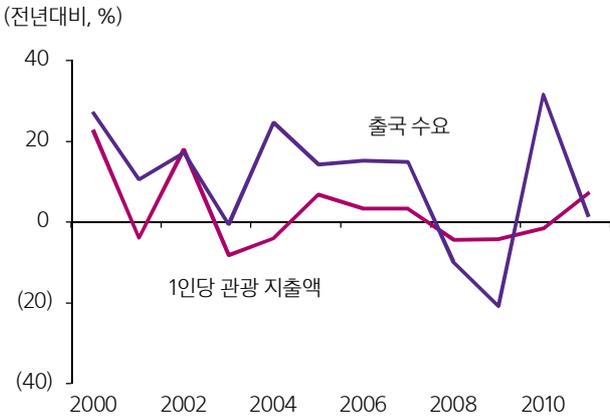
분기별 GDP 성장률 vs 출국자 수 성장률 (2)\*



참고: \* 2000년부터 2011년까지  
자료: Bloomberg, 삼성증권

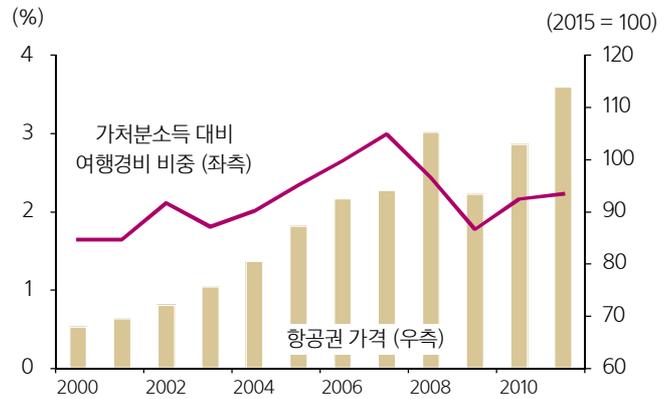
필수소비재가 아닌 여유재의 성격이 강한 여행상품의 특성 상 상품의 소비 여력에 대해서는 가처분소득 대비 여행 경비의 비중을 확인할 필요가 있다. 가계의 가처분소득은 금융위기를 제외한 2000년부터 2011년까지 높은 한 자릿수의 견조한 성장률을 보였고, 가처분소득 대비 일반 여행비 대비 비중 또한 지속적으로 확대되는 모습을 통해 우리는 동기간 여행수요가 경제적 여유 수준의 성장을 바탕으로 첫 구조적인 성장을 이루었다고 분석하였다.

1인당 관광 지출액 증감률 vs 출국수요



자료: 한국관광공사, 삼성증권

가처분소득 대비 일반여행경비\* 비중



참고: \* 일반여행경비에는 항공권 가격 불포함  
자료: 통계청, 삼성증권

한편, 동기간 내 중장년층의 출국 수요 성장률은 청년층 대비 높은 모습을 보였다. 2000년부터 2011년 사이 전체 출국 수요는 연평균 7.7% 성장하였으며, 동기간 내 가장 많이 성장한 연령층은 0세부터 20세 사이와 51세부터 60세 사이로, 모두 연평균 9.9%의 성장을 기록하였다. 한편 가장 조금 성장한 연령층은 21세부터 30세 사이로 연평균 6.1%의 성장률을 기록했다.

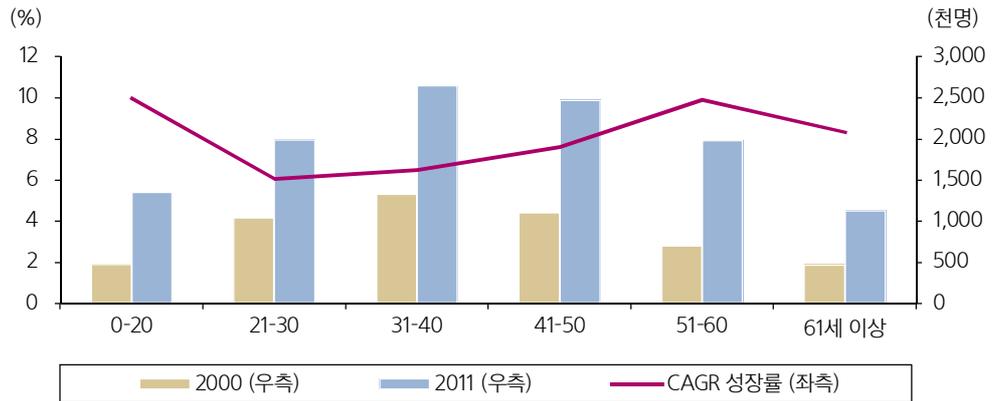
0세에서 20세 사이의 연령층의 출국수요를 가족여행의 수요, 즉 중장년층의 출국수요로 포함해서 해석한다면 청년층이나 노년층 대비 상대적으로 안정적인 소득의 중장년층의 출국수요는 금융위기 이전까지 꾸준히 전체 출국수요 대비 높은 성장률을 기록했으며 금융위기 당시에도 가장 큰 타격을 받았다는 것을 확인할 수 있다.

연령별 출국자수 비중 및 증감률: 2000년~2011년 (전년대비 증감률이 전체 평균보다 높은 경우 해당 칸에 음영 표시)

연도	비중 (%)						전체	전년대비 (%)					
	0-20	21-30	31-40	41-50	51-60	61세 이상		0-20	21-30	31-40	41-50	51-60	61세 이상
2000	9.3	20.3	26.0	21.6	13.7	9.2	19.9	33.9	18.7	18.4	17.9	16.6	23.5
2001	10.0	19.9	25.4	22.3	13.5	9.0	11.4	19.9	9.0	8.8	15.0	9.6	9.4
2002	10.3	18.8	24.9	23.2	13.4	9.3	17.5	21.4	11.3	15.3	22.3	17.1	21.8
2003	11.0	18.3	24.7	24.0	13.3	8.8	(0.7)	5.5	(3.8)	(1.5)	2.7	(1.7)	(6.4)
2004	10.9	17.9	23.9	23.9	14.2	9.3	25.3	24.3	22.9	21.1	24.7	33.9	31.6
2005	11.2	17.9	23.3	23.7	14.6	9.3	14.2	17.4	13.9	11.6	13.4	17.4	14.4
2006	11.6	18.0	23.0	23.0	15.3	9.0	12.3	16.2	13.2	10.7	9.0	18.0	9.4
2007	12.0	17.7	22.8	22.4	15.8	9.3	15.2	18.8	13.4	14.3	12.1	18.5	19.0
2008	11.7	18.3	23.3	22.2	15.6	9.0	(10.8)	(12.9)	(8.1)	(9.1)	(11.5)	(11.7)	(13.6)
2009	10.7	19.2	24.0	22.1	15.3	8.6	(22.6)	(28.7)	(18.4)	(20.2)	(22.9)	(24.1)	(26.0)
2010	11.5	17.4	22.7	21.4	16.8	10.2	34.4	44.4	21.4	27.1	30.3	47.8	58.4
2011	11.7	17.2	22.9	21.4	17.1	9.8	1.2	2.3	0.1	2.3	1.0	2.7	(2.5)

자료: 통계청, 삼성증권

연령별 출국자 수 2000-2011 CAGR 성장률



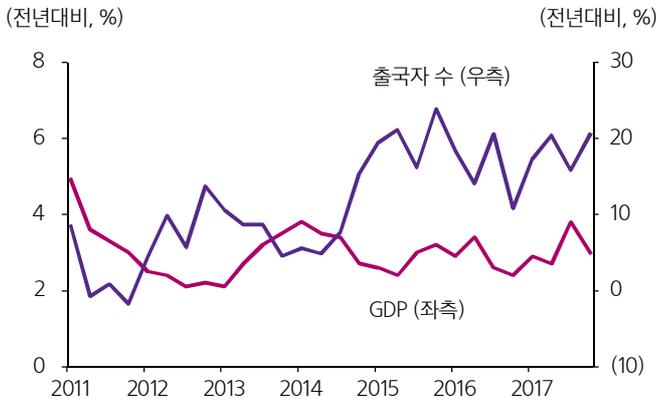
자료: 통계청, 삼성증권

2) 2012년~2017년, 공급가격 주도의 성장

하지만, 2012년부터 소득의 증감률만으로는 전체 출국수요의 성장률을 충분히 설명하지 못하게 된다. GDP성장률과 출국수요가 더 이상 연동되어 움직이지 않는 모습을 통해 우리는 출국수요가 이전과는 다른 요인에 더욱 영향을 받기 시작하였다는 것을 알 수 있다. 2012년부터 가처분 소득의 상승률이 상대적으로 둔화되는 가운데에도 출국자 수요가 꾸준히 증가했던 이유는 공급가격, 즉 여행경비의 하락에 있다.

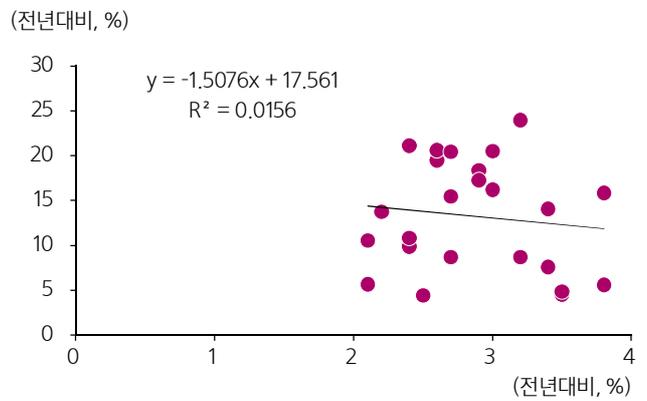
우리는 금융위기 직후 긴축적으로 여행경비를 사용하던 소비자들이 소비를 정상화 시키는 가운데, 저비용항공사의 등장이 잠재되어있던 여행수요를 자극시키며 두 번째 구조적인 성장을 이루어냈다고 분석하였다.

분기별 GDP 성장률 vs 출국자 수 성장률 (3)



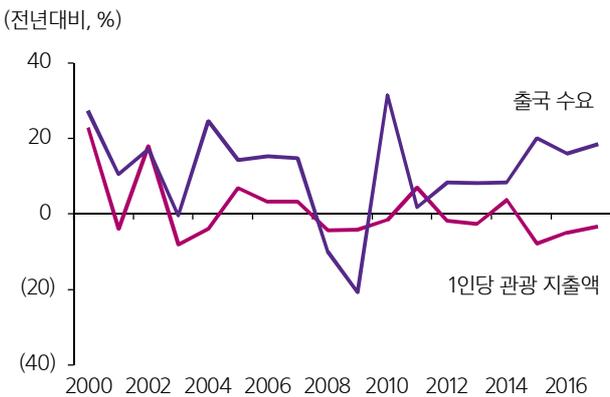
자료: Bloomberg, 삼성증권

분기별 GDP 성장률 vs 출국자 수 성장률 (4)\*



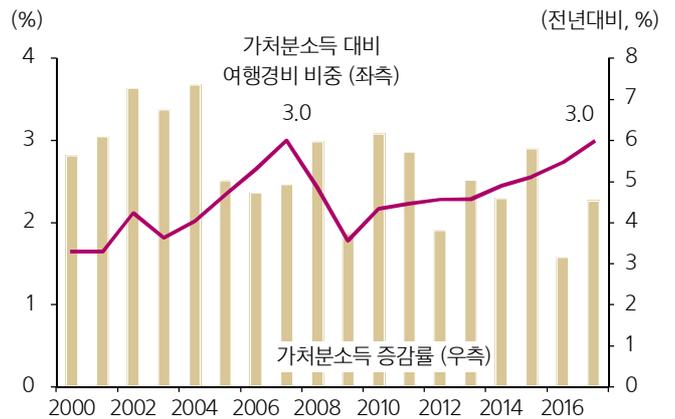
참고: \* 2012년부터 2017년까지  
자료: Wisefn, 삼성증권

1인당 관광 지출액 증감률 vs 출국수요



자료: 한국관광공사, 통계청, 삼성증권

가처분소득 대비 일반여행경비\* 비중

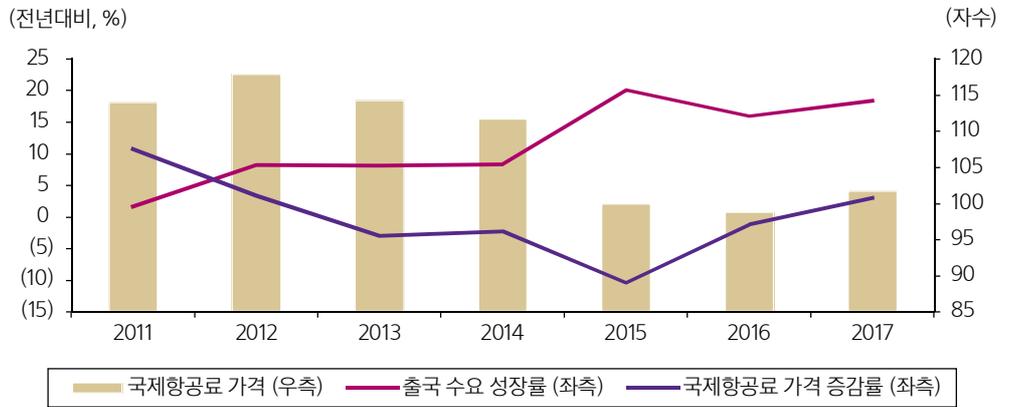


참고: \* 일반여행경비에는 항공권 가격 불포함  
자료: 한국관광공사, 통계청, 삼성증권

동기간의 출국자 수 성장률과 가장 높은 상관관계를 보이는 것은 특히 국제항공료의 가격이다. 국제항공료는 2011년 이후 상승폭을 줄여오다가 2013년부터 2016년까지 하락 추세를 보여왔다. 우리나라에서는 2005년 제주항공과 2008년 진에어를 시작으로 총 6개의 국적 저비용항공사들이 운항하고 있는 상황이며 제주항공은 2008년부터 진에어는 2011년부터 본격적으로 단거리 해외 노선에 취항을 시작하였다. 2012년부터 2017년까지 5년간 LCC들은 연평균 24%씩 공격적으로 기단을 늘려왔으며 2015년 제주항공, 2017년 진에어, 2018년 티웨이항공까지 IPO를 마친 상태이다.

저비용항공사는 저렴한 항공권 가격으로 소비자들에게 가치를 제공해왔으며, 금융위기 이후 비정상적으로 소득대비 여행경비 비중이 위축되었던 가운데 출국수요를 이끌어내는 역할을 했던 것으로 판단된다. 한편 이러한 항공권 가격 절감의 혜택을 가장 먼저 누렸던 소비자들은 온라인이나 모바일 위주의 새로운 서비스에 대한 접근성이 상대적으로 높은 청년층의 수요 혹은 가격에 유난히 민감한 계층이었을 것으로 판단한다.

2011년 이후 항공권 가격 vs 출국자 수요



자료: 한국관광공사, 삼성증권

실제로 2013년부터 2017년까지 소득분위별 출국수요를 비교해보면 가장 낮은 분위부터 순차적으로 성장한 것을 확인할 수 있다. 연령대별 출국수요 역시 살펴보면, 2011년 이후 상승세를 보이던 20대 출국자수요의 성장률이 2014년부터는 전체 출국자 수요를 크게 상회하면서 폭발적인 성장세를 보였다. 앞서 2000년부터 2011년 사이에 가장 낮은 성장률을 기록했던 것과는 대조적으로 21세부터 30세 사이의 연령층이 2012-2017년 사이 17.0%의 연평균 성장하면서 전체 연령층 중 두 번째로 높은 수준을 보였으며, 2014년 이후로는 줄곧 전체 성장률에 대해 20%의 기여율을 보였다.

관광 목적 해외여행 경험률

소득 수준	해외여행 경험률 (A, %)			해외여행 경험 중 관광목적 (B, %)			실제 해외관광 경험률 (A*B%, %)			성장률 (%) '13-'17 CAGR
	2013	2015	2017	2013	2015	2017	2013	2015	2017	
100만원 미만	6.4	7.0	9.4	72.5	74.7	84.1	4.6	5.2	7.9	14.2
100~200만원 미만	11.2	12.5	16.6	76.4	80.2	85.4	8.6	10.0	14.2	13.5
200~300만원 미만	14.9	16.3	21.5	77.0	79.3	87.0	11.5	12.9	18.7	13.0
300~400만원 미만	18.0	19.0	26.3	77.3	77.6	85.5	13.9	14.7	22.5	12.8
400~500만원 미만	24.8	24.3	32.2	76.8	79.3	88.1	19.0	19.3	28.4	10.5
500~600만원 미만	29.0	31.9	39.7	78.7	81.2	88.3	22.8	25.9	35.1	11.3
600만원 이상	38.6	42.0	47.7	78.5	82.1	92.4	30.3	34.5	44.1	9.8

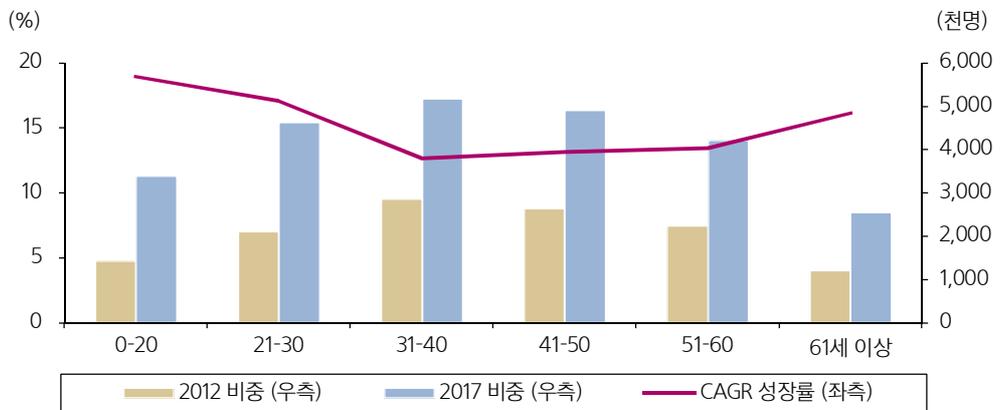
자료: 통계청, 삼성증권

연령별 출국자수 비중 및 증감률: 2012년~2017년 (전년대비 증감률이 전체 평균보다 높은 경우 해당 칸에 음영 표시)

연도	비중 (%)						전년대비 (%)						
	0-20	21-30	31-40	41-50	51-60	61세 이상	전체	0-20	21-30	31-40	41-50	51-60	61세 이상
2012	11.4	16.9	22.9	21.2	18.0	9.7	7.9	5.7	5.9	7.8	6.9	13.7	6.4
2013	11.7	16.6	23.0	21.1	17.8	9.8	8.4	10.6	6.7	9.2	7.8	7.3	10.6
2014	11.5	16.9	23.0	20.9	17.9	9.8	8.9	7.8	11.0	8.7	8.1	9.3	8.0
2015	12.3	17.6	21.9	20.3	17.8	10.1	21.5	29.2	26.4	15.5	18.2	21.1	25.3
2016	13.0	18.4	21.1	19.9	17.4	10.1	16.5	23.2	21.5	12.7	14.2	13.9	17.3
2017	13.7	18.6	20.8	19.7	17.0	10.2	19.2	25.3	20.8	17.4	17.8	16.0	20.1

자료: 통계청, 삼성증권

연령별 출국자 수 비중 및 2012-2017 CAGR 성장률



자료: 통계청, 삼성증권

상대적으로 소득이 낮은 계층 또는 청년층 위주로 여행 수요가 성장함에 따라 전체적인 여행경비가 낮아지면서, 단거리 위주의 짧은 일정으로 자주 가는 형태로 바뀌어갔다. 1년 연간 1.12회를 기록했던 국민 1인당 연간 여행횟수는 2017년에 1.38회까지 상승하였다. 여행일수 또한 2011년 연간 11.4일에서 2017년 9.0일로 줄어드는 모습을 볼 수 있었다.

1인당 관광 지출액



자료: 한국관광공사, 삼성증권

국민 1인 연간 여행 횟수

(%)	1회	2회	3회	4회	5회	6~10회	평균
2007	86.4	10.0	2.7	0.0	0.9		1.19
2008	87.8	9.7	1.6	0.2	0.7		1.16
2009	83.0	11.7	2.3	1.9	0.6	0.4	1.30
2010	80.6	14.8	2.6	1.8	0.2	0	1.26
2011	92	5.2	2.1	0.8	0	0	1.12
2012	81.3	14	3.2	1.2	0.1	0	1.24
2013	80.8	14	3.3	1.4	0.3	0.2	1.27
2014	82.8	12.7	3	1	0.4	0.2	1.25
2015	78	15.8	5	0.9	0.4	0	1.30
2016	75	17.7	5	1.5	0.5	0.3	1.36
2017	73.2	18.7	5.8	2.1	0.1	0.1	1.38

참고: 2007년, 2008년의 5회는 5회 이상을 뜻함.

자료: 한국관광공사, 삼성증권

국민 1인 연간 여행 일수

(%)	1~2일	3~5일	6~10일	11~15일	16~20일	21~25일	26~30일	31일 이상	평균
2010	0.2	52.3	25.6	9.6	4.7	0.5	1.5	5.8	10.26
2011	1.4	53	23.6	7.7	2.3	2.8	0.1	9	11.36
2012	0.1	48.9	30.7	9.8	2.2	2.5	1.1	4.6	9.65
2013	1.9	46.6	30.1	7.4	3.6	2.7	3	4.7	9.95
2014	1.3	45.7	29.6	11.8	3.1	1.9	1.5	5.2	10.27
2015	2.2	47.4	27.8	10.2	4.9	2.6	1.2	3.6	9.32
2016	0.9	50.2	28	11.6	3.4	1.4	1	3.5	9.33
2017	1.5	51.1	24.4	10.2	5.8	2.6	1.2	3.3	9.02

자료: 한국관광공사, 삼성증권

3) 2018년부터 성장률 둔화 전망

2018년과 2019년의 출국수요는 각각 전년대비 8%, 6% 성장할 것으로 예상된다. 우리는 소득이나 공급 측면에서 추가적인 재료가 주어지지 않는다면 해외여행 수요가 과거와 같은 성장을 지속할 여력이 부족하다고 판단한다. 먼저, 공급가격과 관련하여 추가적인 하락 가능성이 현재로서는 제한적인 상황이다.

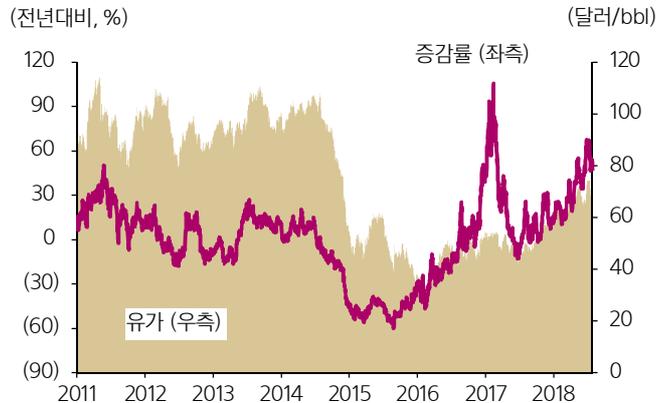
우선 1) 항공권의 절대적인 가격 자체에 대한 부담이 있다. 유가상승으로 인한 항공사들의 경비 부담 가중이 소비자들의 유류할증료 부담으로 이어질 가능성이 높기 때문이다. 또한 올해까지 공격적으로 기단을 늘려오던 항공사들이 내년부터 기단 확보에 속도조절을 하는 모습이다. 이에 항공업계 내의 경쟁강도의 완화가 예상되는 가운데 항공권 가격의 하락폭 둔화로 전반적인 여행 경비가 감소할 수 있는 여지 역시 제한적일 것으로 판단된다.

국제항공권 가격 추이



자료: 통계청, 삼성증권

국제 유가 추이: 2015년 이후 상승세 지속



자료: Bloomberg, 삼성증권

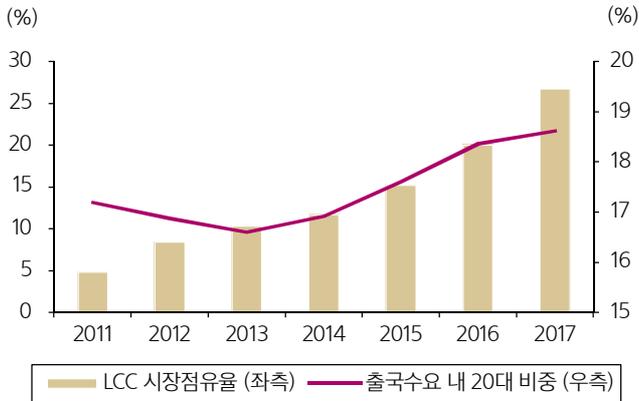
국내 항공사 여객기 기단 스케줄

항공사 기단 (대)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
대한항공	105	105	117	119	121	122	133	129	133	140	143	146
아시아나항공	61	59	62	69	72	73	74	72	69	70	72	74
FSC 합산	166	164	179	188	193	195	207	201	202	210	215	220
증가율 (전년대비, %)		(1.2)	9.1	5.0	2.7	1.0	6.2	(2.9)	0.5	4.0	2.4	2.3
제주항공	8	7	8	12	13	17	22	26	31	39	45	51
진에어	4	5	7	8	10	13	19	22	25	26	30	35
에어부산	5	6	7	9	11	14	16	18	23	26	28	30
티웨이항공	4	4	4	5	6	9	12	16	19	23	28	32
이스타항공	5	6	6	8	9	10	13	17	19	22	24	26
에어서울								3	6	6	7	8
LCC 합산	26	28	32	42	49	63	82	102	123	147	168	187
증가율 (전년대비, %)		7.7	14.3	31.3	16.7	28.6	30.2	24.4	20.6	19.5	14.3	11.3
총 기단	192	192	211	230	242	258	289	303	325	357	383	407
기단 성장률 (전년대비, %)		0.0	9.9	9.0	5.2	6.6	12.0	4.8	7.3	9.8	7.3	6.3

자료: 각 사 자료, 삼성증권 추정

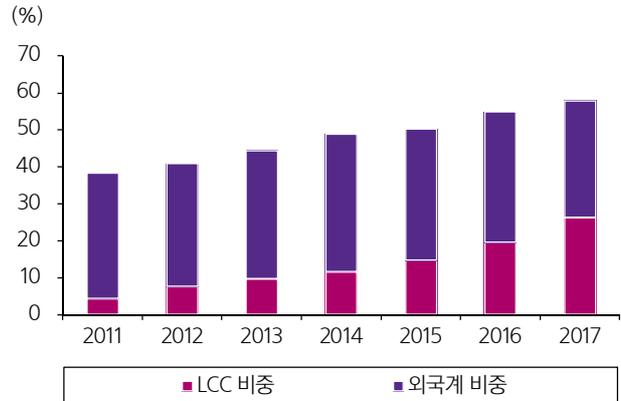
2) 또한 우리는 국적 대형항공사 대비 항공권을 상대적으로 저렴하게 구입하는 경우가 이미 전체의 60%에 도달한 가운데 여기서 판매평균단가 (Blended ASP)의 하락폭 역시 다소 둔화될 것으로 전망한다. 국적 저비용항공사와 외국 항공사의 합산 시장점유율은 2011년부터 2017년 연평균 7% 성장하면서 2017년에는 전체 여객 수 대비 58%의 비중을 기록하였다. 2011년에 5% 미만 이었던 국적 저비용항공사들의 시장점유율은 2017년에 전체 항공 수요의 25% 이상을 기록할 정도로 빠르게 확대되었다. 2017년 전체 출국 수요 가운데 20대가 차지했던 비중이 19%에 그쳤다는 점을 감안한다면 국적 저비용항공사들의 소비자가 청년층뿐 아니라 다양한 연령층으로 확대되었다는 것을 확인할 수 있다. 당사는 시간의 흐름에 따라 소비자들의 저비용항공사의 이용경험이 점차 쌓여가면서 저비용항공사는 소비자들에게 합리적인 소비를 가능하게 하는 여행수단으로 자리를 잡았다고 판단하였으며, 저비용항공사에 대한 수요가 성장기를 지나 성숙기에 접어들면서 추가적인 시장점유율의 상승 속도가 과거 대비 둔화되고 판매평균단가 또한 하락할 수 있는 여력이 다소 제한적일 것으로 전망한다.

국적 저비용항공사 시장점유율 vs 출국수요 내 20대 비중



참고: 6개의 국적 저비용항공사 (제주항공, 진에어, 티웨이항공, 이스타항공, 에어서울, 에어부산)의 여객 수 합산 비중  
 자료: 통계청, 인천공항공사, 한국공항공사, 삼성증권

국적 저비용항공사와 외국 항공사 여객 시장 점유율



자료: 인천공항공사, 한국공항공사, 삼성증권

한편, 일각에서는 2017년 항공권 가격이 상승했음에도 출국자 수요가 2016년보다도 큰 폭으로 성장하였던 것을 바탕으로 여행의 구조적인 성장이 아직 끝나지 않았음을 주장하기도 한다. 우리는 2017년의 경우에는 유가상승으로 인한 유류할증료 인상과 항공사 경쟁 약화 등으로 항공권 가격이 상승했지만, 소비자들이 여행지/노선 변경을 통해 전체 여행 경비를 낮추는 효과를냄으로써 양적 성장을 이어갔다고 판단하였다.

2009년 이후 목적지 별 출국 수요: 2009년부터 2010년 사이 상위 10개국 비교

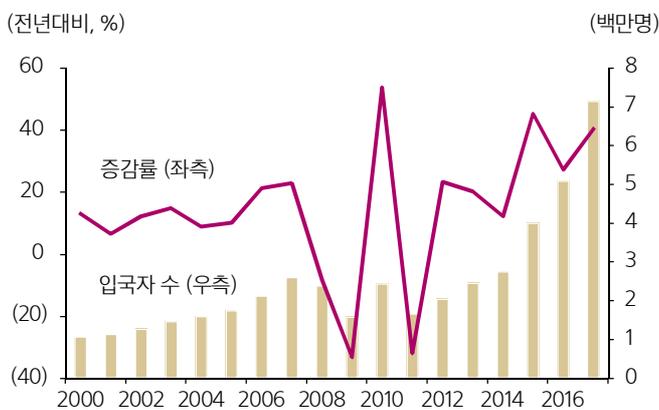
전년대비 (%y-y)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
중국	27.5	2.7	(2.8)	(2.5)	5.4	6.3	7.2	
일본	53.8	(32.0)	23.2	20.2	12.2	45.3	27.2	40.3
미국	48.9	3.4	9.3	8.7	7.4	20.9	11.8	(12.6)
베트남	37.7	8.2	30.7	6.8	13.3	31.3	38.7	56.4
태국	29.7	24.3	15.2	12.0	(14.2)	22.5	6.7	17.9
필리핀	48.7	24.9	11.5	13.1	0.8	14.0	10.1	9.0
홍콩	46.4	14.1	8.2	2.7	20.0	4.4	14.8	38.8
대만	31.9	10.9	6.6	36.5	52.7	25.1	34.8	21.6
싱가폴	32.6	15.0	7.3	6.0	13.8	7.5	(1.8)	11.4
마카오	60.0	19.5	22.3	14.5	1.6	4.5	34.3	
전체	31.5	1.6	8.2	8.1	8.3	20.1	15.9	18.4
<b>성장 기여율 (%)</b>								
중국	29.4	53.1	(11.1)	(9.1)	17.2	8.1	10.3	
일본	28.5	(380.7)	36.9	37.3	24.2	38.6	35.4	49.8
미국	12.1	18.4	10.2	9.8	8.1	9.4	6.8	(6.1)
베트남	4.5	19.7	15.8	4.3	8.0	8.2	14.0	21.2
태국	6.2	95.4	14.6	12.5	(14.8)	7.7	2.9	6.3
필리핀	8.1	89.9	10.2	12.1	0.8	5.1	4.4	3.2
홍콩	6.2	40.4	5.3	1.8	12.1	1.2	4.5	10.1
대만	1.7	11.0	1.5	8.1	14.4	4.0	7.3	4.6
싱가폴	3.0	26.4	2.9	2.4	5.3	1.2	(0.3)	1.6
마카오	1.6	12.1	3.3	2.4	0.3	0.3	2.5	
상위 10개국 합산 기여도	101.3	(14.3)	89.4	81.6	75.6	84.0	87.9	90.7

참고: 상위 10개국은 2009년부터 2016년까지를 기준으로 한국관광공사에서 발간한 자료를 기반으로 작성. 단 2017년 수치는 월별 한국관광공사 통계 제공치의 합산 값을 사용하였고, 중화권 출국 수요 집계 또한 아직 발표되지 않은 관계로 참고자료로만 사용하기를 권고.

자료: 한국관광공사, 삼성증권

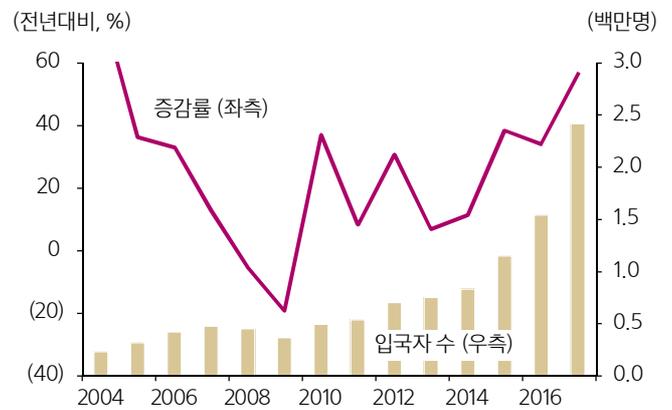
실제로 2017년 목적지 별 출국수요를 살펴보면 일본과 베트남의 출국 수요가 각각 전년대비 40%, 60% 가까이 성장하면서 전체 출국수요 성장률을 훨씬 뛰어넘는 수준을 기록하였다. 다시 말해, 작년 전체 출국 수요는 18.4%y-y 성장하였으며 그 가운데 일본과 베트남의 기여도는 각각 9.2%y-y, 3.9%y-y로 두 나라 합산의 기여도는 전체 성장률의 70% 수준에 이른다.

일본 여행객 수 추이



자료: 한국관광공사, 삼성증권

베트남 여행객 수 추이

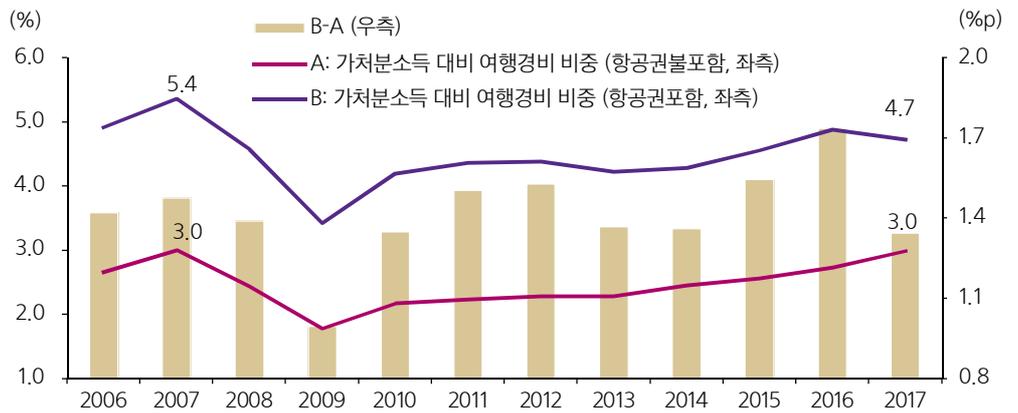


자료: 한국관광공사, 삼성증권

공급가격 하락 측면과 더불어 소득 측면에 따른 소비여력과 관련해서 살펴보면 다음과 같다. 2017년 가처분소득 대비 여행경비 비중은 2007년의 역사적 고점 수준에 도달하면서 여유재 소비성향 상승이 한계에 도달한 상황이다. 여기서 여행소비가 늘어나기 위해서는 다른 어떤 소비를 포기하고 난 후에 가능하다고 판단되며, 지금 수준에서 비중의 추가적 상승을 가정하는 것은 다소 공격적인 접근으로 보인다.

여기에 항공권 가격에 대한 추정치까지 일반 여행경비에 추가하여 실질적인 여행의 소비여력을 분석해보면, 2017년에는 가처분소득 대비 항공권을 포함하지 않은 여행경비 비중이 역사적 고점까지 상승한 데 비해, 항공권을 포함한 가처분소득 대비 전체 여행경비 비중은 오히려 2016년 대비 소폭 감소하는 모습을 보였다. 가처분소득 대비 항공권을 포함한 여행경비 비중만 놓고 본다면 2007년의 역사적 고점까지 상승여력이 남아 보이지만, 이미 2017년에 소비자들이 항공권 가격이 낮은 여행지를 택함으로써 그 비중을 조절하는 모습을 통해 2016년의 비중 수준이 이미 소비자들로 하여금 심리적인 부담감을 느끼는 단계라고 판단하였다. 소득 증가와 관련한 모멘텀 역시, 공급가격 하락과 마찬가지로, 현재로서는 찾아보기 쉽지 않은 상황으로 보여진다.

여행소비여력 비교: 가처분소득 대비 여행경비 비중 비교 (항공권가격 고려)

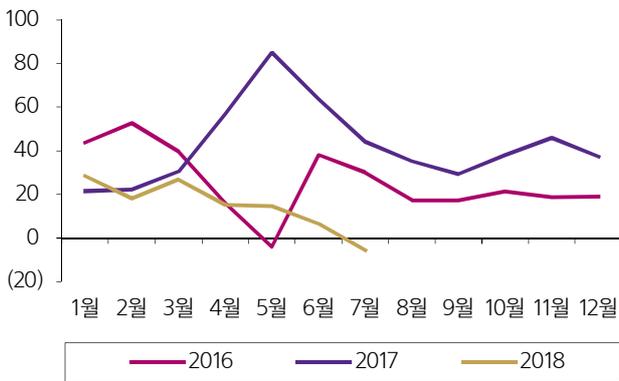


참고: 항공권 가격의 경우 2013년 이후에는 통계청의 국제항공료 가격 증감률을 적용하여 추정  
 자료: 한국여행협회, 통계청, 삼성증권 추정

한편, 올해 들어서는 일본과 베트남향 출국 성장세가 과거대비 둔화되고 있는 모습이다. 우리는 노선 믹스의 변화로 여행경비의 상승분을 상쇄할 수 있었던 것은 2017년까지였으며, 이미 과거 peak 수준까지 여행비 지출 비중이 (가처분소득 대비 비중 기준, 항공권 제외 시) 도달했음을 감안한다면, 일본이나 베트남보다 더 저렴한 항공권으로 갈 수 있는 지역을 찾지 않는 이상 현재의 수준에서 과거와 같은 출국자 수요의 폭발적인 성장을 기대하기는 어려워 보인다. 이러한 한계 상황 속에서, 소득증가나 공급가격 하락 모멘텀의 부재로 인한 수요성장의 둔화는 당분간 이어질 것이라고 전망한다.

일본: 노선별 관광객 수 증감률

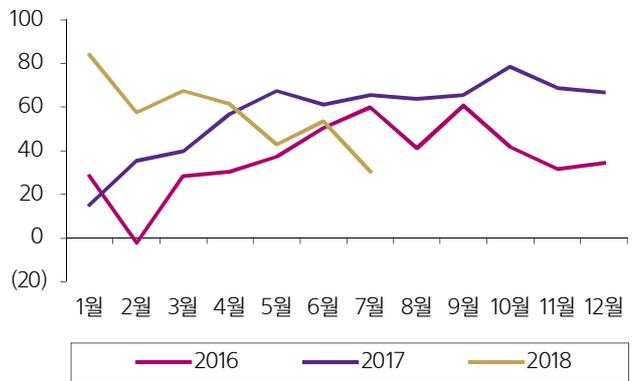
(전년대비, %)



자료: 한국관광공사, 삼성증권

베트남: 노선별 관광객 수 증감률

(전년대비, %)



자료: 한국관광공사, 삼성증권

Contents

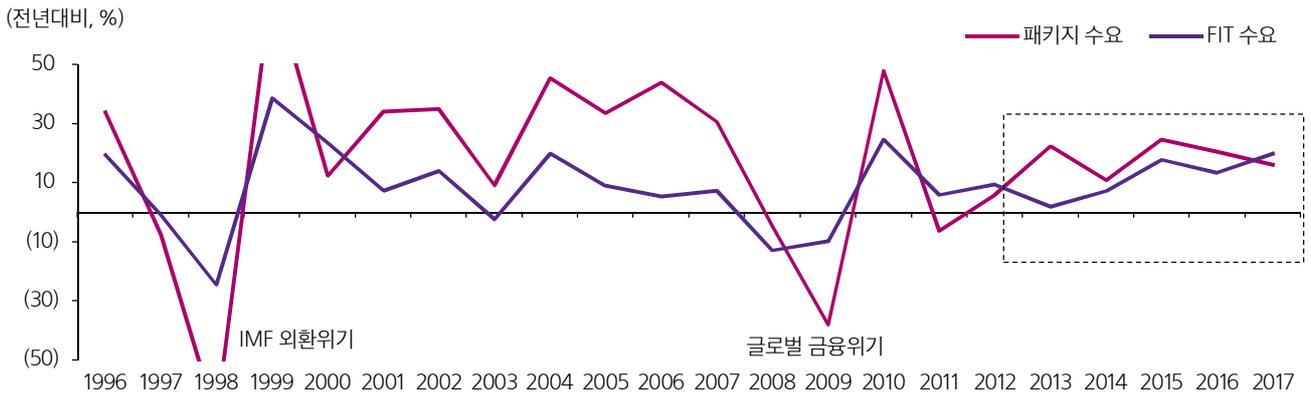
Summary & Valuation	p2
여행수요: 구조적 성장세의 종료	p6
패키지 VS FIT: 승자는 하이브리드 패키지	p18
기업분석	p26

## 2. 패키지 VS FIT: 승자는 하이브리드 패키지

당사는 FIT와 패키지 사이의 경계가 갈수록 낮아지는 가운데 중장기적으로는 새로운 형태의 패키지 상품, 즉 하이브리드(부분) 패키지 중심의 패키지 수요 회복이 나타날 것으로 전망한다.

외환위기와 금융위기 전후를 제외하고는 FIT를 상회하던 패키지 수요 성장세는 2012년 이후부터 그 격차 폭이 줄어들어 가는 모습을 보인 가운데 2017년에는 끝내 FIT 수요 성장세가 패키지 수요의 성장세를 역전하는 모습을 보였다. 우리는 이에 패키지에서 FIT로의 수요 전환 이유가 무엇인지에 대한 고민을 통해 향후 패키지 시장의 전망에 대한 고민이 필요하다고 판단하였다.

### 패키지 vs FIT 수요 증감률



자료: 한국관광공사, 한국여행협회, 삼성증권

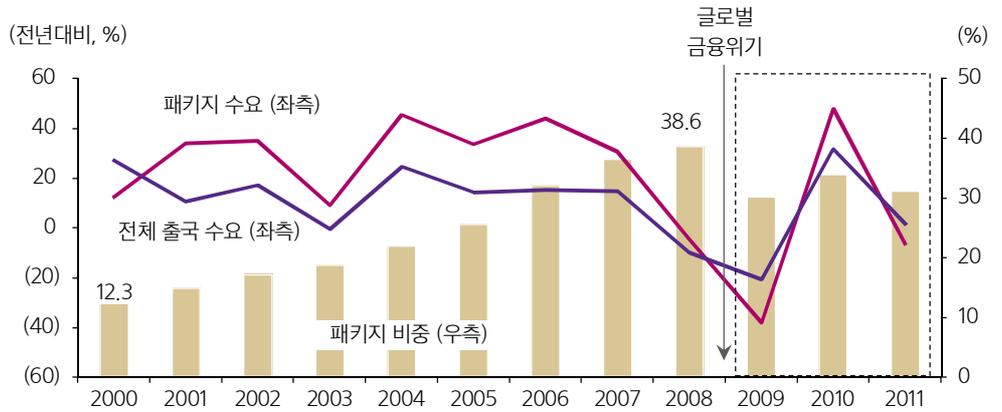
### 1) 패키지에서 FIT로

해외여행 수요는 크게 패키지와 FIT의 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 이러한 가운데 과거 소득의 성장을 바탕으로 한 여행 수요 성장은 곧 패키지 수요의 성장을 의미했었다.

패키지 여행은 자율성이 떨어진다는 단점이 있지만, 경제적이다. 1) 해외 여행을 준비하는 데에 소요되는 시간이 절대적으로 줄어든다는 것과 2) 낯선 현지에서 언어나 이동과 관련된 문제가 해결된다는 장점을 가지고 있으며 3) 규모의 경제를 통한 원가조달로 가격 경쟁력 또한 갖추고 있는 상품이다. 패키지 여행의 주 고객층은 어린 자녀가 있는 가족수요 또는 중장년층, 단체 여행객 등으로 볼 수 있다.

우리는 앞서 2000년부터 금융위기 직후 사이의 출국자 수요가 상대적으로 소득수준이 높은 연령층을 중심으로 이루어졌다는 것을 확인했었다. 동기간 패키지 수요 성장률은 FIT 수요 성장률을 크게 상회하였으며 전체 출국자 수요 중 패키지 비중은 2000년 12%에서 2008년 39%까지 세배 이상 성장했다.

2000년-2011년 패키지 수요 성장세

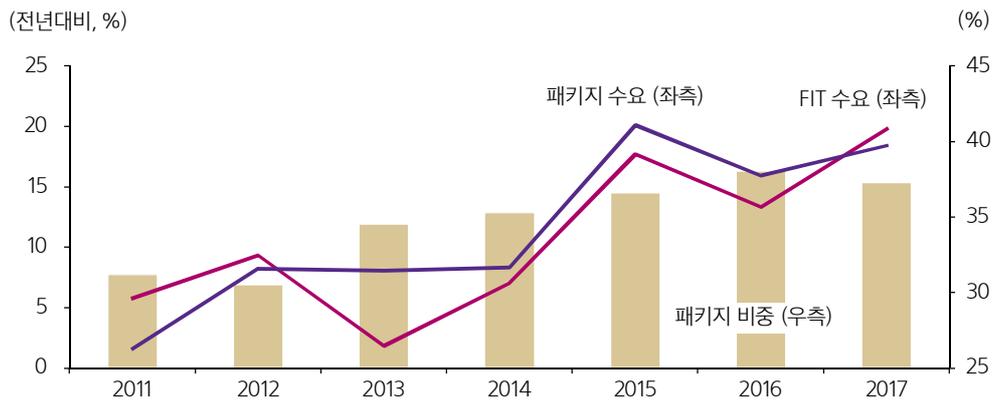


자료: 한국여행협회, 한국관광공사, 삼성증권

그러나 2012년부터 여행 수요의 주요 성장동력은 소득 증가에서 공급가격 하락 중심으로 바뀌었고, 이는 여행 상품의 소비형태에도 유의미한 변화를 가져왔다. 금융위기 이후 출국 수요의 성장을 주도하는 연령층이 청년층이었기 때문에 해당 기간의 여행은 전통적인 패키지과 사뭇 다른 소비형태를 보였다.

청년층은 중·장년층에 비해 상대적으로 소득수준이 낮은 대신 가용할 수 있는 시간이 많고, 스마트폰이나 인터넷을 이용하여 다양한 정보에 보다 쉽게 접근할 수 있다. 이에 청년층에게는 패키지 상품의 장점보다는 단점, 즉 여행에 있어 자율성이 떨어진다는 아쉬움이 더 부각되었던 것으로 판단된다.

2011년 이후 패키지 vs FIT 성장세

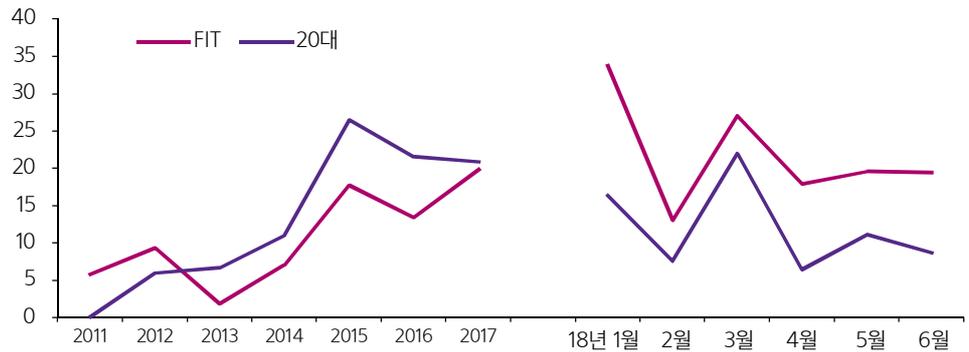


자료: 한국관광협회, 삼성증권

금융위기 이후 패키지와의 격차를 줄여가던 FIT 수요의 성장세는 2017년에 끝내 패키지를 넘어 서면서 패키지에서 FIT로의 빠른 수요전환의 모습을 보였다. 이는 FIT 여행의 추세가 젊은 층을 넘어 다양한 연령층으로 확대된 것으로 볼 수 있다. 실제로 2017년에 20대의 출국 수요 성장세 자체는 전년대비 소폭 둔화되었음에도 FIT 성장세는 전년대비 오히려 확대 되었다. 2018년 들어 지난 8월까지의 수요를 살펴보면, 소득증가와 공급가격 하락이 둔화되면서 청년층의 수요 성장세가 급격하게 둔화되는 것 대비 FIT 수요는 비교적 견조한 성장세를 보이고 있다.

다양한 연령층으로 확대된 FIT 수요

(전년대비, %)



자료: 한국관광공사, 삼성증권

연령별 출국자수 비중 및 증감률: 2018년 (전년대비 증감률이 전체 평균보다 높은 경우 해당 칸에 음영 표시)

연도	비중 (%)						전체	전년대비 (%)					
	0-20	21-30	31-40	41-50	51-60	61세 이상		0-20	21-30	31-40	41-50	51-60	61세 이상
2016년	13.0	18.4	21.1	19.9	17.4	10.1	16.5	23.2	21.5	12.7	14.2	13.9	17.3
2017년	13.7	18.6	20.8	19.7	17.0	10.2	19.2	25.3	20.8	17.4	17.8	16.0	20.1
2018년 1월	19.3	17.5	15.7	20.9	17.3	9.2	22.4	23.2	16.3	14.9	25.1	31.0	36.5
2018년 2월	18.2	19.6	16.9	19.8	16.1	9.5	3.6	8.2	7.5	4.9	(1.1)	(3.3)	3.8
2018년 3월	7.4	16.8	20.6	19.2	21.1	14.9	16.1	18.2	22.0	11.7	14.2	16.1	22.2
2018년 4월	9.1	15.5	21.9	19.8	19.3	14.5	11.3	5.9	6.4	3.2	10.8	16.8	30.8
2018년 5월	12.0	16.0	21.4	20.3	17.7	12.7	16.4	22.9	11.1	11.1	19.0	17.9	24.6
2018년 6월	11.8	18.7	21.9	19.4	16.8	11.3	10.8	11.4	8.6	10.0	10.5	9.3	18.4
2018년 7월	17.8	20.7	19.0	19.3	14.8	8.4	4.4	1.4	3.1	0.5	4.8	9.5	16.6
2018년 8월	16.2	22.0	19.9	18.7	15.0	7.9	5.6	1.4	3.6	3.2	7.0	12.5	17.7

자료: 통계청, 삼성증권

2) 낮아지는 패키지 여행과 FIT의 경계, 성장하는 하이브리드 패키지

우리는 당분간 전체 출국 수요 부진이 이어지는 가운데, 2018년 패키지 수요가 FIT 대비 더욱 부진한 성적을 기록할 것으로 전망한다. 패키지 수요가 FIT 대비 모수가 작아 전체 수요 변화에 훨씬 민감하게 움직이는 특성을 감안한다면, 전체 수요의 둔화시기에 패키지 수요의 둔화는 FIT 보다 큰 폭으로 나타났었기 때문이다. 한편 2019년 전체 출국수요 성장세 둔화가 지속되는 가운데 하반기부터 서서히 성장세의 회복을 기대해볼 수 있을 것이라고 판단한다. 단, 여기서 말하는 패키지는 하이브리드 패키지를 포함한 전체 패키지 수요를 의미한다.

시장에서는 최근의 여행 트렌드가 패키지에서 FIT로 빠르게 넘어오는 모습을 지적하며 향후 패키지 시장의 수요를 매우 비관적으로 바라보는 시선도 존재한다. 하지만 우리는 FIT 수요가 패키지 여행 수요를 전부 대체할 수 있는 구조는 아니라고 판단한다. 패키지 상품은 각각 시간, 이용 편의 그리고 경비 면에서의 경제적 효율성이 FIT 대비 높다는 경쟁우위가 있기 때문에, 여행 수요가 완전하게 FIT로 대체된다고 가정하는 것은 다소 과장된 우려처럼 보인다.

패키지의 가격 경쟁력

(원)	패키지 여행 경비	전년대비 (%)	국민 1인 당 여행경비	전년대비 (%)
2005	816,795		1,366,939	
2006	821,098	0.5	1,260,855	(7.8)
2007	808,432	(1.5)	1,213,673	(3.7)
2008	893,044	10.5	1,128,703	(7.0)
2009	808,237	(9.5)	1,281,621	13.5
2010**	902,410	11.7	1,459,283	13.9
2011	999,692	10.8	1,414,686	(3.1)
2012	974,840	(2.5)	1,330,549	(5.9)
2013	933,428	(4.2)	1,316,196	(1.1)
2014*	988,376	5.9	1,275,200	(3.1)
2015*	861,235	(12.9)	1,261,428	(1.1)
2016**	770,296	(10.6)	1,228,182	(2.6)
2017	671,120	(12.9)	1,155,442	(5.9)

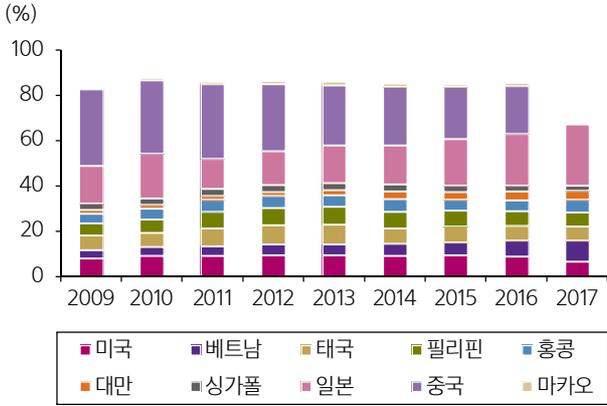
참고: \* 2014, 2015년도는 하나투어와 모두투어 패키지 단가의 평균값으로 대체

\*\* 2010년도는 한국여행협회에서 연간 값만을 제공하였으며 2016년도는 한국여행협회에서 제공하는 11월, 12월 (2개월) 합산 값  
 자료: 한국여행협회, 각 사 자료, 삼성증권

한편 여행사들도 수요의 변화에 대응하기 위해 지속적으로 패키지 상품을 변형시켜 왔다. 여행사 입장에서 살펴보더라도 항공사나 렌즈사에 있어 규모의 경제를 통해 상품 구성 시 원가를 낮게 가져온 다음, 재고를 남기지 않고 최대한으로 활용하는 것이 중요하기 때문이다.

2009년 이후 목적지 별 출국 수요를 살펴보면 상위 10개국 가운데 장거리 노선인 미국의 비중은 10% 이내를 유지해왔다. 일본의 비중이 소폭 상승하는 그림이긴 하지만, 전체 패키지 여행 상품의 단가 하락이 일반 여행경비 대비 크게 나타나는 점을 노선믹스의 변화만으로 온전하게 설명하기는 쉽지 않다는 판단이다. 항공권 가격의 변화 또한 패키지 여행상품의 단가와 직접적으로 연동되지 않는 모습에서 우리는 패키지 투어가 여행 수요의 트렌드를 따라 변화하기 시작했다고 판단하였다.

목적지 별 전체 출국 수요\*



참고: 마카오와 중국의 2017년 자료는 아직 공개되지 않았음  
 자료: 한국관광공사, 삼성증권

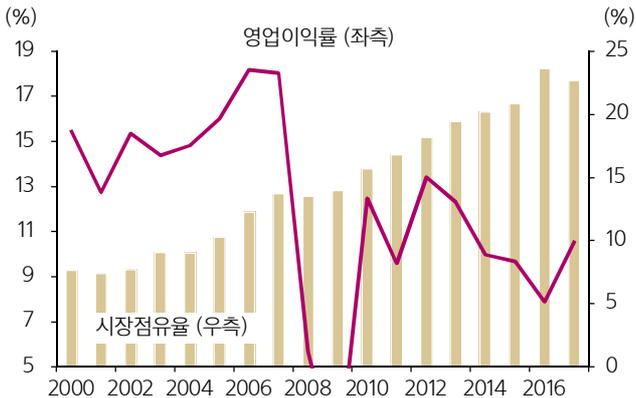
여행경비 비교

(% y-y)	패키지 단가			전체 여행경비	항공권 가격
	하나투어	모두투어	KATA 회원사		
2006	0.6	(3.9)	0.5	(7.8)	5.9
2007	(5.9)	(0.9)	(1.5)	(3.7)	1.7
2008	11.2	14.8	10.5	(7.0)	11.9
2009	(12.3)	(7.6)	(9.5)	13.5	(11.3)
2010**	17.6	14.4	11.7	13.9	10.2
2011	8.8	3.3	10.8	(3.1)	10.7
2012	(2.5)	(1.3)	(2.5)	(5.9)	3.4
2013	(0.7)	(2.9)	(4.2)	(1.1)	(3.0)
2014*	(3.3)	(1.6)	5.9	(3.1)	(2.3)
2015*	(12.6)	(13.2)	(12.9)	(1.1)	(10.4)
2016**	(20.2)	(2.4)	(10.6)	(2.6)	(1.2)
2017	(3.4)	6.0	(12.9)	(5.9)	3.0

참고: \* 2014, 2015년도는 하나투어와 모두투어 패키지 단가의 평균값으로 대체  
 \*\* 2010년도는 한국여행협회에서 연간 값만을 제공하였으며 2016년도는 한국여행협회에서 제공하는 11월, 12월 (2개월) 합산 값  
 자료: 한국여행협회, 각 사 자료, 삼성증권

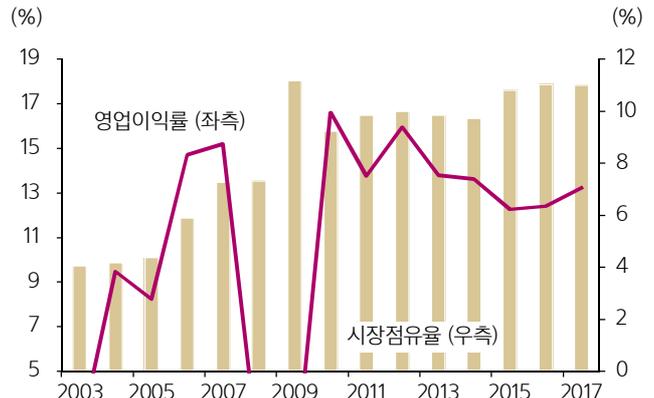
국내 여행사들 가운데 시장점유율 1, 2위를 나란히 차지하고 있는 하나투어와 모두투어의 실적과 전략의 차이를 통해서도 이러한 패키지 상품의 변화를 알 수 있다. 금융위기 이후 두 회사의 실적을 살펴보면, 하나투어의 경우 이전 대비 낮은 수준의 영업이익률을 기록하는 가운데 꾸준히 시장점유율을 확보해갔음을 알 수 있다. 이에 비해 모두투어의 경우는 하나투어 대비 수익성을 방어하고 있는 대신에 시장점유율 확보는 상대적으로 더딘 모습이다.

하나투어: 별도기준 영업이익률과 시장점유율



자료: 각 사 자료, 삼성증권

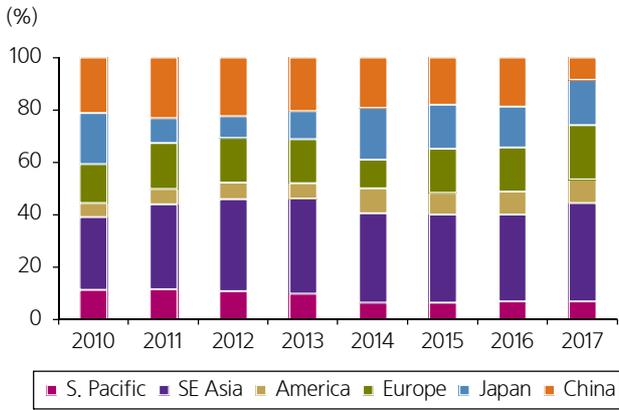
모두투어: 별도기준 영업이익률과 시장점유율



자료: 각 사 자료, 삼성증권

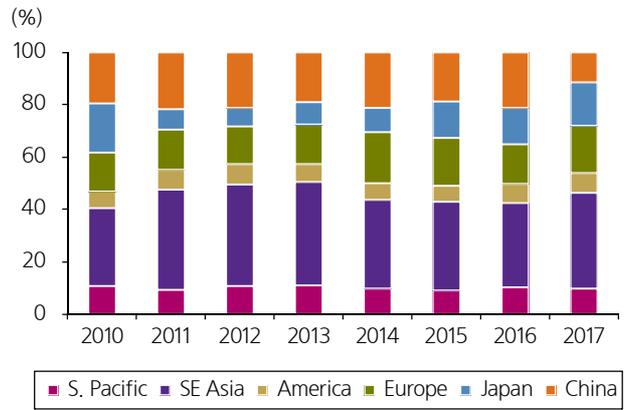
이러한 영업이익률의 차이를 마찬가지로 1) 노선믹스나 2) 비용구조의 차이에 따른 현상으로 파악할 수도 있을 것이다. 하지만 먼저 노선믹스를 살펴보면, 하나투어가 모두투어 대비 단거리 비중이 소폭 높기는 하나 금융위기 이후에 보여지는 이익률 차이를 설명하기에는 충분하지 않다고 보여진다.

하나투어: 해외 패키지 지역별 매출비중



자료: 하나투어, 삼성증권

모두투어: 해외 패키지 지역별 매출비중

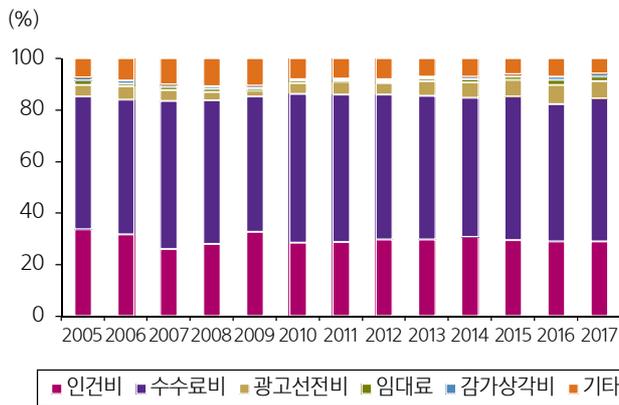


자료: 모두투어, 삼성증권

한편 각 회사별 비용 구조차이 또한 크게 다르지 않음을 알 수 있다. 간혹 광고비와 관련하여 일회성 요인이 나타나긴 하지만 노선믹스와 마찬가지로 지속적인 영업이익률 차이를 설명하기에는 부족해 보인다.

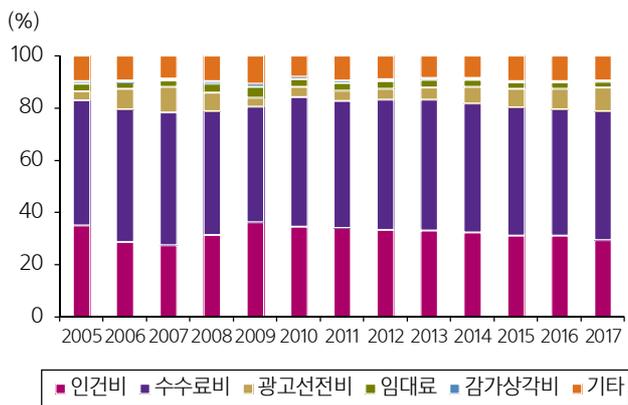
우리는 이렇듯 하나투어와 모두투어의 영업이익률과 시장점유율 차이는 물론, 금융위기 이후 전체 여행가격 대비 패키지 가격의 할인율이 확대되는 것은 상대적으로 가격과 수익률이 저조한 형태의 상품 판매, 즉 전통적인 패키지의 Bundle 형태로 묶어 판매하던 패키지 상품을 unbundle 하여 소비자들에게 제공한 비중의 차이 때문이라고 추측한다.

하나투어: 별도 기준 판관비 항목별 비중



자료: 하나투어, 삼성증권

모두투어: 별도 기준 판관비 항목별 비중

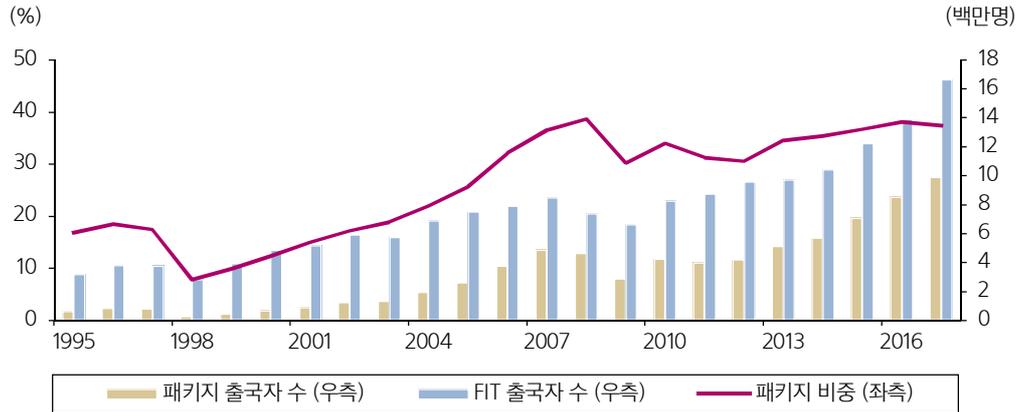


자료: 모두투어, 삼성증권

우리는 이러한 시장의 변화 가운데 비즈니스 모델 재편을 통해 경쟁력을 더할 수 있는 기업에 주목해야 한다고 판단한다. 그 동안 출국수요의 구조적 성장기에 호황을 누리면서 FIT 시장에 다소 소홀했던 여행사들은 전체 출국 수요의 둔화와 FIT 수요의 성장세에 적극적으로 대응하기 시작하는 모습이다.

한편, 여행사들이 사업확장을 통해 얻을 수 있는 매출과 마진이 기존대비 낮은 수준을 기대할 수 밖에 없다는 점은 다소 아쉬울 수 있으나, 모수가 더 많은 FIT 시장에서 유의미한 시장점유율을 확보할 수 있다면 실적의 반등은 물론 향후에 밸류에이션 리레이팅까지도 가능하게 할 요소라고 보여진다.

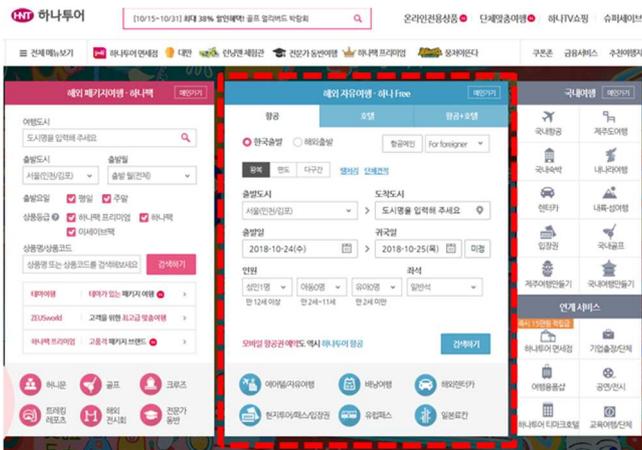
패키지 vs FIT: 수요 및 비중



자료: 한국관광공사, 삼성증권

이러한 가운데 이미 패키지 시장에서 안정적인 점유율을 확보하고 있는 상위 대형 여행사들이 시장 재편 과정을 겪는데 있어 상대적으로 유리해 보인다. 하나투어와 모두투어는 홈페이지 개편을 통해 중앙에 FIT 고객을 위한 서비스를 배치시키면서 전통적인 패키지 고객을 넘어 FIT 고객까지의 영업활동 범위 확장을 진행해왔다.

하나투어: 홈페이지 메인 화면



자료: 하나투어, 삼성증권

모두투어: 홈페이지 메인 화면



자료: 모두투어, 삼성증권

하나투어는 적극적으로 플랫폼화 작업을 진행 중에 있으며 FIT와 관련한 신규 서비스 런칭 및 플랫폼 비즈니스 모델 완성을 내년 상반기까지 목표로 한다는 입장이다.

하나투어는 올해 항공권 예약과 관련된 소프트웨어 (CRS: Computer Reservation Service) 업그레이드를 진행 중이다. 회사측에 따르면 기존에 사용하던 항공권 예약 시스템을 필요할 때 마다 임시방편으로 업그레이드하여 사용하고 있었는데, 이에 다양한 코딩 언어들을 사용하게 됨으로써 다른 플랫폼과 연계되는 사업을 진행하는데 어려움이 있었다고 한다. 우리는 이러한 문제가 하나투어 통해 플랫폼 서비스를 이용하고자 했던 FIT 고객들의 이용에 부정적인 영향을 미쳤을 것으로 판단하는 가운데, 향후 이러한 시스템 업그레이드를 통해 단순히 항공권 조회/예약 서비스를 넘어 하나투어 자체 홈페이지 내에서의 다양한 서비스 통합은 물론 타 플랫폼 사업자들과도 폭 넓은 협업이 가능해짐으로써 사업모델을 보다 플랫폼 비즈니스에 적합한 환경으로 바꾸어 나갈 것으로 기대한다.

또한 하나투어는 내년 상반기 중으로 '모하지' 라는 현지투어 서비스 런칭을 준비 중에 있다. 이는 FIT 고객들을 대상으로 하는 하이브리드 패키지 서비스로, 하나투어가 구축하고 있는 현지 가이드와의 네트워크와 확보하고 있던 플랫폼을 통해 고객과 매칭해주는 여행업계의 '에어비앤비'와 같은 사업이다. FIT 여행객은 해외여행을 위해 항공권과 숙박을 자유롭게 구매한 뒤 현지에서 일정을 고민하는 과정에서, 현지투어 서비스를 통해 홈페이지에 등록되어 있는, 현지 가이드가 직접 구상한 관광상품을 자신이 원하는 시간 대에 원하는 내용으로 선택할 수 있게 된다. 소비자 입장에서는 이러한 현지투어 서비스를 통해 자유여행의 장점인 자율성을 보장받는 동시에 시간, 비용, 편의의 경제성이라는 패키지의 장점 즉, 현지에서 겪어야 하는 언어, 정보 비대칭, 이동과 관련된 어려움 등을 최소화 할 수 있다는 뜻이다.

현지투어 시장으로의 진출은 하나투어 입장에서도 매우 의미있는 기회라고 판단된다. 현재 현지투어와 같은 자유여행상품 증대 플랫폼 시장의 주요 경쟁사들은 국내의 스타트업이다. 마이리얼트립, 와그, 클룩 등이 대표적인 경쟁사인 가운데, 마이리얼트립의 경우 국내 투어&액티비티 전문 기업으로는 최초로 지난 7월 월 거래 100억원을 돌파했다. 투어 액티비티 서비스를 제공해오던 동사는 지난해 숙박 예약 서비스가 더해지면서 2017년에 거래액 규모 470억원을 달성했다. 올해는 국내 여행 스타트업 중에서는 처음으로 전세계 항공권 예약 서비스 (GDS, Global Distribution Systems)를 중개사인 '아마데우스'와의 제휴를 통해 선보이면서 2018년 거래금액 목표를 1,500억원으로 제시하면서 성장성에 대한 강한 자신감을 보여주었다.

한편, 하나투어의 패키지 총 수탁금 규모가 지난해 기준으로 2.5조에 달하는 가운데 국내 상위 여행업체에서 일정 수준의 비용을 투자하게 된다면 충분히 현지투어 분야에서 유의미한 성과를 낼 수 있을 것이라고 전망한다. 상위 여행업체의 경우 이미 안정적인 시장점유율을 갖추고 있을 뿐만 아니라, 최근 FIT 수요가 젊은 층을 넘어 중장년층에 까지 확대되고 있다는 점을 고려해보면 업력이 길고 브랜드 인지도가 높은 기업이 향후 고객을 확보하는데 이점을 누릴 수 있을 것으로 판단된다.

우리는 하나투어와 같은 규모의 업체가 진입함으로써 위와 같은 하이브리드 형태의 패키지 상품을 통해 FIT 시장 내에서 새로운 패키지 수요로의 전환이 가속화 될 것으로 전망하며, 여행사들 또한 훨씬 규모가 큰 시장에서 수익을 얻을 수 있기 때문에 기존과 다른 밸류에이션을 받을 수 있는 요인이 될 것이라고 기대한다.

한편 모두투어는 경쟁이 심화된 FIT 시장에서 추가적인 수익을 얻는 것이 쉽지 않다는 판단 하에 자연적으로 유입되는 수요 외의 영업비용을 최소화하면서, 본업인 패키지 사업에 집중하겠다는 전략을 밝힌 상황이다.

## Company Update

2018. 11. 8

## 하나투어 (039130)

## 열심히 하는 1등



박은경

Analyst

eunkyung44.park@samsung.com  
02 2020 7850

김지혜

Research Associate

jihye48.kim@samsung.com  
02 2020 7983

- 하나투어에 대해 'Buy' 투자 의견으로 커버리지 개시하며 현금할인법을 통해 산출한 목표주가 77,000원 제시.
- 2018년 시작된 여행수요 성장의 둔화에 미처 대비하지 못하면서 연결기준 영업이익이 전년 대비 31% 하락할 것으로 예상. 2019년엔 기저효과로 전년 대비 35% 상승 기대. 내년도 기저효과와 일본 자회사 레버리지를 감안할 때 주가의 추가하락 폭은 제한적인 상황으로 판단.
- 현재 주가는 2011년부터 2017년 사이의 평균 P/E 대비 10%정도 할인된 수준. 2019년 상반기부터 본격적으로 FIT 고객을 대상으로 한 현지투어 서비스를 제공할 예정. 변화하는 시장에 적극적으로 대응하는 국내 아웃바운드 1위업체. 향후 신규 서비스가 성공할 경우 밸류에이션이 재평가 될 수 있을 것으로 기대.

## WHAT'S THE STORY

**추가 하락은 제한되는 가운데 2019년도 기저효과는 유효:** 하나투어 연결기준 영업이익은 2018년 전년대비 -31%, 2019년 전년대비 +35% 성장을 전망. 2018년 들어서 수요성장률이 둔화되는 가운데 3Q18에 매출 비중이 가장 높은 일본 지역(2017년 해외 패키지 매출의 37%)에서 자연재해가 지속되었고 4Q18 역시 작년 추석 황금연휴로 베이스가 부담되는 상황이라 연간으로 부진한 실적을 면하기는 어려울 것. 다만, 당사의 보수적인 출국 수요 성장전망 하에서도 일본 자회사들의 영업 정상화에 따른 레버리지 효과를 감안한다면 2019년도 실적은 기저효과를 기대해 볼 수 있는 상황. 내년도 예약률이 개선되는 모습을 숫자로 확인될 때까지 주가는 점진적인 회복세를 보일 것. 한편, DCF를 사용해 추정된 목표주가 77,000원이 내재하는 P/E 멀티플은 과거 2011년부터 2017년까지의 평균수준으로, 출국수요가 높은 한 자리 수 수준의 성장은 지속할 것이라는 점을 감안할 때 당분간은 크게 부담스럽지 않은 수준으로 판단됨.

**+α가 기대되는 상황:** 하나투어는 2019년 상반기부터 FIT 수요를 대상으로 현지투어 서비스인 '모하지' 브랜드를 런칭하며 사업영역을 확장해 나갈 계획. 연내 동사의 컴퓨터 예약 시스템 (CRS: Computer Reservation System)을 업그레이드 하고, 기존 FIT (항공권+숙박) 브랜드인 '하나free'와 신규 현지투어 브랜드 '모하지'를 통해 FIT 사업을 강화하며 본격적인 플랫폼 비즈니스 모델로 거듭날 준비를 진행 중. FIT와 하이브리드 패키지 비중이 높아지면서 과거 대비 기대되는 영업이익률의 눈높이는 다소 낮아질 수 있겠으나 패키지 대비 규모가 훨씬 큰 FIT 시장에서 추가적인 시장점유율 확보가 가시화되면 향후 밸류에이션 재평가까지 이어질 수 있을 것으로 기대.

## SUMMARY FINANCIAL DATA

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	682.3	828.3	913.1	1,018.0
순이익 (십억원)	12.7	14.2	18.0	22.2
EPS (adj) (원)	1,415	1,564	1,959	2,319
EPS (adj) growth (%)	100.5	10.5	25.3	18.4
EBITDA margin (%)	9.0	6.4	7.0	7.4
ROE (%)	5.6	5.9	7.5	9.2
P/E (adj) (배)	48.3	43.7	34.9	29.4
P/B (배)	4.1	4.2	4.2	4.1
EV/EBITDA (배)	9.5	42.9	24.0	16.0
Dividend yield (%)	2.3	2.3	2.3	2.3

자료: 삼성증권 추정

## AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	77,000원	(12.7%)
현재주가	68,300원	
시가총액	7,933.9억원	
Shares (float)	11,616,185주 (80.5%)	
52주 최저/최고	56,700원/124,500원	
60일-평균거래대금	116.1억원	

## ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
하나투어 (%)	4.6	-35.0	-33.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	12.7	-23.8	-18.7

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	Not Rated	
목표주가	77,000	n/a	n/a
2018E EPS	1,564	n/a	n/a
2019E EPS	1,959	n/a	n/a

## SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	11
Target price	89,000
Recommendation	3.9

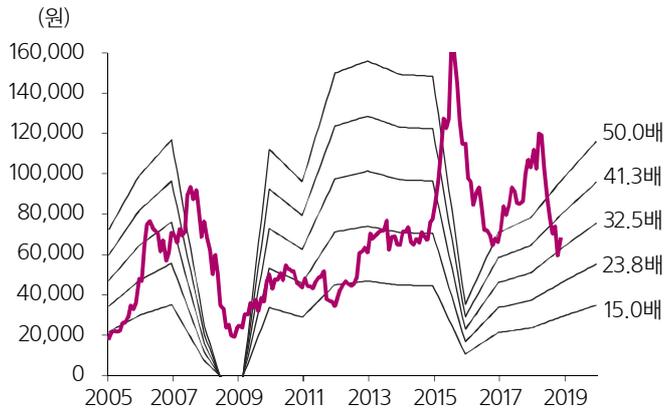
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

하나투어: 현금흐름모형에 따른 목표주가 산출

(십억원)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	28	38	49	50	51	52	53	54	55	56
- EBIT에 대한 세금	13	19	27	27	28	28	29	29	30	31
- CAPEX	20	15	15	15	16	16	16	17	17	17
- 순운전자본 증가(감소)	16	-7	-28	-28	-29	-29	-30	-31	-31	-32
+ 감가상각비	21	22	22	22	23	23	24	24	25	25
+ 무형자산상각비	4	4	4	5	5	5	5	5	5	5
Free cash flow	4	38	61	63	64	65	66	68	69	70
Terminal Value	847									
Terminal Growth (%)	2.0									
NPV of FCFF	314									
PV of Terminal Value	313									
Enterprise Value	627									
Equity Value (adjusted)	891									
Shares Outstanding	11,616									
Fair value per share (KRW)	76,728									
현재주가 (KRW)*	66,600									
업사이드 (%)	15.2									

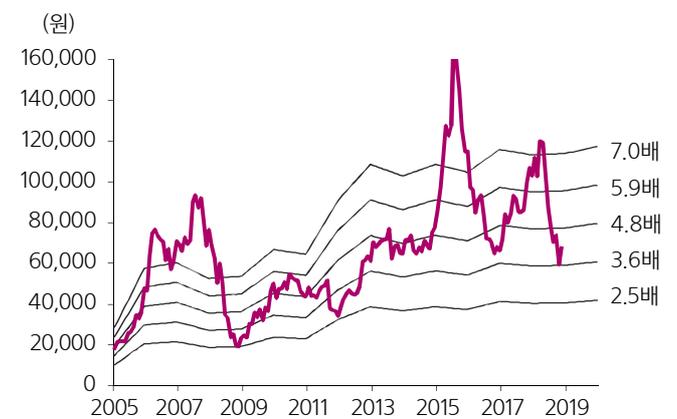
참고: \* 11월 7일 종가 기준  
 자료: 하나투어, 삼성증권 추정

하나투어: P/E 밴드 차트



자료: WiseFn, 삼성증권

하나투어: P/B 차트



자료: WiseFn, 삼성증권

하나투어: 실적 추이 및 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
출국자 수 (천명)	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,791	6,631	20,844	24,837	26,974	28,673
시장점유율 (%)	23.3	22.0	22.3	23.1	23.7	21.3	20.2	22.5	23.6	22.7	21.9	22.6
하나투어 송객 수 (천명)	1,424	1,257	1,466	1,487	1,657	1,378	1,373	1,494	4,926	5,634	5,902	6,476
패키지	939	830	925	963	1,104	892	821	950	3,043	3,658	3,767	4,106
티켓	485	427	540	524	553	485	552	544	1,883	1,977	2,135	2,369
수탁금 (십억원)	887	802	905	913	980	857	924	884	3,078	3,507	3,645	3,984
패키지	621	564	583	638	681	598	586	614	2,072	2,406	2,478	2,701
티켓	266	238	321	275	299	260	338	270	1,006	1,100	1,166	1,283
패키지 매출 전환율 (%)*	15.6	15.4	15.5	15.8	14.8	14.7	14.5	15.2	15.3	15.6	14.8	15.0
영업수익 (십억원)	171	163	167	181	229	197	208	194	596	682	828	913
본사	113	105	107	120	159	126	133	140	386	445	558	614
국내 자회사	43	44	44	43	42	50	50	48	165	173	190	209
해외 자회사	24	26	26	29	37	32	25	26	78	104	120	129
영업이익 (십억원)	10.3	4.8	9.9	15.8	12.0	4.8	5.2	6.3	21	41	28	38
본사	16	9	9	13	14	4	7	5	30	47	30	33
국내 자회사	(11)	(9)	(5)	(2)	(7)	(3)	(2)	(3)	(28)	(27)	(15)	(9)
해외 자회사	5	5	5	6	5	4	2	3	18	21	14	14
영업이익률 (%)	6.0	3.0	5.9	8.7	5.2	2.4	2.5	3.2	18.4	27.1	14.8	18.2
본사	14.1	8.2	8.8	10.7	8.7	3.0	5.0	3.8	7.9	10.5	5.3	5.4
국내 자회사	(25.0)	(20.3)	(10.9)	(3.8)	(16.6)	(6.3)	(3.0)	(6.9)	(16.7)	(15.7)	(7.9)	(4.3)
해외 자회사	21.5	19.7	20.0	19.2	14.0	13.0	6.3	10.5	23.3	20.1	11.4	11.0
<b>성장률 (전년대비, %)</b>												
출국자 수	15.3	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	3.3	3.0	16.5	19.2	8.6	6.3
하나투어 송객 수	18.9	14.0	9.1	16.1	16.3	9.6	(6.3)	0.5	31.9	14.4	4.8	9.7
패키지	21.3	19.2	14.9	25.7	17.5	7.5	(11.2)	(1.4)	32.2	20.2	3.0	9.0
티켓	14.5	5.1	0.4	1.8	14.0	13.6	2.2	3.9	31.4	5.0	8.0	11.0
수탁금	11.7	16.4	5.9	23.3	10.5	6.9	2.1	(3.2)	9.3	13.9	3.9	9.3
영업수익	15.0	16.4	4.3	23.5	33.9	21.0	24.8	6.8	29.6	14.6	21.4	10.2
본사	8.9	21.1	2.5	31.4	40.2	20.4	24.7	16.5	7.2	15.3	25.4	10.1
국내 자회사	29.6	(0.3)	(5.4)	1.2	(1.5)	14.9	15.0	11.5	147.0	4.6	10.0	10.0
해외 자회사	19.8	40.8	35.6	36.6	55.0	24.3	(5.0)	(8.1)	32.2	33.1	15.0	8.0
영업이익	7.2	(271.5)	(4.9)	317.7	16.6	(1.2)	(47.5)	(60.5)	(53.2)	95.1	(30.9)	35.3
본사	40.7	2238.6	(26.2)	115.4	(12.9)	(55.4)	(29.0)	(59.1)	(12.7)	54.0	(36.7)	11.5
국내 자회사	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	768.3	(1.6)	n/a	(40.0)
해외 자회사	7.7	14.0	8.3	29.9	1.3	(18.3)	(70.0)	(50.0)	38.6	14.6	(34.8)	4.1

참고: 2018년 실적은 변경된 회계기준을 적용하여 기재. 단, 2018년 분기 및 연간 성장률은 회계기준 변경을 소급적용 하지 않은 수치

자료: 하나투어, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	595.5	682.3	828.3	913.1	1,018.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	595.5	682.3	828.3	913.1	1,018.0
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	574.6	641.5	839.4	914.3	1,008.5
영업이익	20.9	40.8	28.2	38.2	48.9
(영업이익률, %)	3.5	6.0	3.4	4.2	4.8
영업외손익	3.0	(2.8)	7.3	6.9	6.6
금융수익	2.5	2.3	2.5	2.5	2.7
금융비용	0.6	0.8	0.9	1.2	1.6
지분법손익	(0.2)	(1.5)	(1.5)	(1.4)	(1.2)
기타	1.4	(2.8)	7.3	7.0	6.7
세전이익	23.9	38.0	35.5	45.0	55.5
법인세	16.4	25.3	21.3	27.0	33.3
(법인세율, %)	68.6	66.6	60.0	60.0	60.0
계속사업이익	7.5	12.7	14.2	18.0	22.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	7.5	12.7	14.2	18.0	22.2
(순이익률, %)	1.3	1.9	1.7	2.0	2.2
지배주주순이익	8.0	13.0	14.3	18.7	22.6
비지배주주순이익	(0.5)	(0.3)	(0.1)	(0.6)	(0.4)
EBITDA	38.4	61.3	53.4	64.3	75.2
(EBITDA 이익률, %)	6.5	9.0	6.4	7.0	7.4
EPS (지배주주)	648	1,095	1,283	1,628	2,005
EPS (연결기준)	648	1,095	1,223	1,551	1,911
수정 EPS (원)*	706	1,415	1,564	1,959	2,319

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	28	66	(3)	20	46
당기순이익	8	13	14	18	22
현금유출입이없는 비용 및 수익	44	66	30	34	36
유형자산 감가상각비	13	16	21	22	22
무형자산 상각비	4	4	4	4	4
기타	26	45	4	7	9
영업활동 자산부채 변동	(7)	2	(22)	21	49
투자활동에서의 현금흐름	7	(22)	19	15	15
유형자산 증감	(47)	(21)	(20)	(15)	(15)
장단기금융자산의 증감	56	6	(15)	(19)	(22)
기타	(2)	(6)	54	49	52
재무활동에서의 현금흐름	(26)	33	(21)	(20)	(31)
차입금의 증가(감소)	(10)	5	6	12	8
자본금의 증가(감소)	1	22	(0)	(0)	(0)
배당금	(17)	(17)	(18)	(17)	(17)
기타	0	22	(8)	(15)	(22)
현금증감	10	72	(5)	15	30
기초현금	146	156	228	223	238
기말현금	156	228	223	238	268
Gross cash flow	51	78	44	52	58
Free cash flow	(21)	45	(23)	5	31

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 하나투어, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	346	430	463	488	517
현금 및 현금등가물	156	228	223	238	268
매출채권	80	93	116	131	124
재고자산	24	15	17	17	13
기타	85	95	107	102	111
비유동자산	175	174	176	183	189
투자자산	53	51	66	66	66
유형자산	92	83	83	89	96
무형자산	16	14	15	15	15
기타	14	27	12	12	12
자산총계	520	605	639	670	706
유동부채	287	343	380	410	441
매입채무	77	84	176	194	216
단기차입금	3	10	23	35	43
기타 유동부채	206	249	182	182	182
비유동부채	22	20	20	20	21
사채 및 장기차입금	11	7	7	7	7
기타 비유동부채	10	13	13	13	13
부채총계	308	363	401	431	461
지배주주지분	189	205	202	203	208
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	92	115	114	114	113
이익잉여금	126	123	120	122	127
기타	(35)	(38)	(38)	(38)	(38)
비지배주주지분	23	37	37	37	37
자본총계	212	241	239	240	245
순부채	(174)	(209)	(190)	(167)	(229)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	29.6	14.6	21.4	10.2	11.5
영업이익	(53.2)	95.1	(30.9)	35.3	28.0
순이익	(78.0)	68.9	11.7	26.9	23.2
수정 EPS**	(74.2)	100.5	10.5	25.3	18.4
주당지표					
EPS (지배주주)	648	1,095	1,283	1,628	2,005
EPS (연결기준)	648	1,095	1,223	1,551	1,911
수정 EPS**	706	1,415	1,564	1,959	2,319
BPS	14,954	16,551	16,176	16,271	16,743
DPS (보통주)	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuations (배)					
P/E***	96.8	48.3	43.7	34.9	29.4
P/B***	4.6	4.1	4.2	4.2	4.1
EV/EBITDA	16.4	9.5	42.9	24.0	16.0
비율					
ROE (%)	3.5	5.6	5.9	7.5	9.2
ROA (%)	1.5	2.3	2.3	2.8	3.2
ROIC (%)	(23.4)	(53.3)	(23.5)	(30.0)	(31.6)
배당성향 (%)	206.6	128.0	116.2	89.0	73.3
배당수익률 (보통주, %)	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
순부채비율 (%)	(77.9)	(94.4)	(87.1)	(87.8)	(97.1)
이자보상배율 (배)	33.5	56.1	33.1	37.1	n/a

2018. 11. 8

# Company Update

## 모두투어 (080160)

### 꾸준한 2등



**박은경**  
Analyst  
eunkyung44.park@samsung.com  
02 2020 7850

**김지혜**  
Research Associate  
jihye48.kim@samsung.com  
02 2020 7983

- 모두투어에 대해 'Hold' 투자의견으로 커버리지 재개하며 현금할인법을 통해 산출한 목표주가 26,000원 제시
- 여행 수요의 부진으로 2018년 영업이익이 전년대비 31% 하락할 전망. 당분간 전체수요 성장률의 둔화가 이어질 것으로 보이는 가운데 2019년 영업이익의 성장률은 기저효과로 전년대비 12% 성장할 것으로 예상. 전통적인 패키지 산업의 성장여력은 FIT나 하이브리드 패키지를 하회할 것으로 전망하는 가운데, 기존 사업에 집중하는 전략을 고수하는 모두투어의 중장기적인 성장성에 대한 고민이 필요한 시점으로 판단.
- 현재 주가는 P/E 기준으로 과거 출국자 성장률이 한 자리 수를 기록하던 당시 (2012년 이후부터 2015년 이전) 수준. 당분간은 뚜렷한 모멘텀이 없는 상황

### WHAT'S THE STORY

**둔화된 시장성장률을 반영한 실적:** 모두투어 연결기준 영업이익은 2018년 전년대비 -31% 감소 전망. 2019년에는 전체 수요 성장률 둔화가 지속될 것으로 보이는 가운데 매출액이 시장 성장률을 소폭 상회하는 8%y-y대 성장하며 영업이익은 기저효과로 전년대비 12% 성장에 그칠 것. 전통적인 패키지 성장률의 둔화로 향후 매출성장률 및 시장점유율 확대는 제한적일 것으로 판단됨. 모두투어는 경쟁사 대비 수익성 방어하려는 전략을 지속해왔는데, 향후에도 이익률이 낮은 FIT 보다는 기존 패키지 사업에 집중할 계획이라고 밝힘. 별도 기준 영업이익률은 경쟁사 대비 소폭 높은 수준을 유지할 것으로 예상되나, 전통 패키지 수요부진에 따른 매출 성장의 둔화와 함께 회사의 중장기적인 성장성에 대한 불확실성이 상존. 한편 여행상품의 소비 패턴이 변화함에 따라 전통 패키지여행 수요는 전체 아웃바운드 성장률을 하회하는 부진한 성장률을 기록할 것으로 예상. 현재 모두투어는 자유투어를 통해 단가가 낮은 패키지 상품이나 이익률이 낮은 티켓 수요를 분산시키는 투 트랙 전략을 사용하고 있으나 시장 변화에 충분히 대응하기 위해서는 근본적인 사업모델의 재편에 대한 고민이 필요해 보이는 상황.

**싸지도 비싸지도 않은 상황:** 3분기 부진한 실적은 물론 작년 4분기 일회성비용 (광고비) 집행에 따른 기저효과 기대감까지 이미 모두투어의 2018년 하반기 실적에 대한 전망은 현재 주가에 충분히 반영되어 있는 상태로 판단됨. 현재 주가는 P/E 기준으로 과거 출국자 성장률이 한 자리 수를 기록하던 2012년 이후부터 2015년 이전의 수준으로 당분간은 뚜렷한 모멘텀이 없는 상황.

### AT A GLANCE

SELL **HOLD** BUY

목표주가	26,000원	(6.1%)
현재주가	24,500원	
시가총액	4,630.5억원	
Shares (float)	18,900,000주 (78.7%)	
52주 최저/최고	19,850원/40,450원	
60일-평균거래대금	64.6억원	

### ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
모두투어 (%)	6.7	-29.6	-12.6
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	21.0	-11.7	-10.2

### KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	Not Rated	
목표주가	26,000	n/a	n/a
2018E EPS	1,024	n/a	n/a
2019E EPS	1,167	n/a	n/a

### SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	9
Target price	29,389
Recommendation	3.9

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

### SUMMARY FINANCIAL DATA

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	290.9	377.0	406.1	439.0
순이익 (십억원)	24.2	15.8	18.3	20.1
EPS (adj) (원)	1,464	1,024	1,167	1,256
EPS (adj) growth (%)	65.2	(30.1)	14.0	7.7
EBITDA margin (%)	12.1	7.1	7.5	7.8
ROE (%)	18.2	9.5	10.4	10.7
P/E (adj) (배)	16.7	23.9	21.0	19.5
P/B (배)	3.3	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA (배)	33.8	19.4	12.9	10.5
Dividend yield (%)	1.8	1.8	1.8	1.8

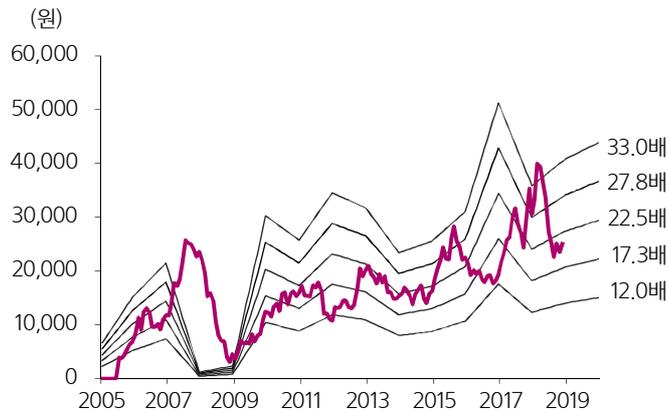
자료: 삼성증권 추정

모두투어: 현금흐름모형에 따른 목표주가 산출

(십억원)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	26	29	32	33	33	34	35	35	36	37
- EBIT에 대한 세금	6	8	8	8	8	8	9	9	9	9
- CAPEX	5	5	5	5	5	5	5	5	6	6
- 순운전자본 증가(감소)	14	-20	7	8	8	8	8	8	8	9
+ 감가상각비	4	5	6	7	7	7	7	7	7	7
+ 무형자산상각비	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Free cash flow	5	42	18	19	19	20	20	20	21	21
Terminal Value	461									
Terminal Growth (%)	2.0									
NPV of FCFF	146									
PV of Terminal Value	241									
Enterprise Value	387									
Equity Value (adjusted)	482									
Shares Outstanding	18,900									
Fair value per share (KRW)	25,486									
현재주가 (KRW)*	24,700									
업사이드 (%)	3.2									

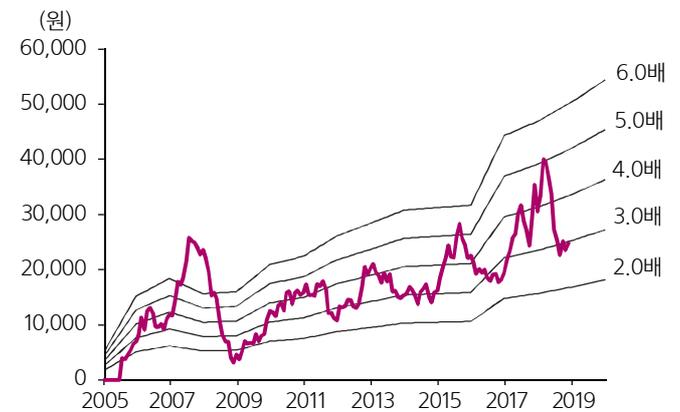
참고: \* 11월 7일 종가 기준  
 자료: 모두투어, 삼성증권 추정

모두투어: P/E 밴드 차트



자료: WiseFn, 삼성증권

모두투어: P/B 차트



자료: WiseFn, 삼성증권

## 모두투어: 실적 추이 및 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
출국자 수 (천명)	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,791	6,631	20,844	24,837	26,898	28,593
시장점유율 (%)	11.6	11.0	10.6	10.8	10.9	10.1	9.6	13.1	11.0	11.0	10.9	10.9
모두투어 송객 수 (천명)	709	630	695	698	764	650	654	868	2,299	2,733	2,936	3,126
패키지	420	333	352	399	450	377	336	477	1,346	1,504	1,639	1,747
티켓	289	298	343	298	314	274	318	391	953	1,229	1,297	1,378
수탁금 (십억원)	509.0	447.0	508.9	502.1	551.3	456.1	491.9	571.0	1,624	1,967	2,070	2,184
패키지	365.9	305.3	330.4	350.1	392.0	324.8	314.5	405.2	1,141	1,352	1,437	1,531
티켓	143.1	141.6	178.5	152.0	159.3	131.3	177.3	165.9	482	615	634	653
패키지 매출 전환률 (%)	15.1	15.7	15.6	15.3	19.7	17.8	14.5	14.5	11.5	11.4	11.7	11.6
영업수익 (십억원)	74.0	67.3	72.7	77.0	109.8	83.4	97.3	86.5	206	249	321	340
본사	64.3	57.3	62.5	65.2	94.3	70.4	82.3	73.6	172	208	226	237
종속회사	9.7	10.0	10.2	11.7	15.5	13.0	15.0	12.9	34	41	95	102
영업이익 (십억원)	11.0	7.3	8.1	5.6	9.1	4.0	2.5	6.6	20	32	22	25
본사	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	4.6	3.6	6.2	25	33	25	26
종속회사	(0.7)	(0.5)	(0.7)	1.2	(1.4)	(0.6)	(1.1)	0.4	(5)	(1)	(3)	(1)
영업이익률 (%)	14.9	10.9	11.2	7.3	8.3	4.8	2.6	7.7	8.5	11.0	5.9	6.1
본사	18.3	13.7	14.1	6.8	11.2	6.6	4.4	8.5	14.2	29.1	(24.0)	2.0
종속회사	(3.4)	(2.9)	(2.9)	0.5	(2.9)	(1.8)	(1.8)	(0.8)	(5.7)	(18.1)	29.9	4.2
<b>성장률 (전년대비, %)</b>												
출국자 수	15.3	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	3.3	3.0	16.5	19.2	8.3	6.3
하나투어 송객 수	22.6	21.5	13.5	18.4	7.7	3.2	(6.0)	24.3	18.9	18.8	7.4	6.5
패키지	17.8	10.0	3.5	15.0	7.2	13.2	(4.6)	19.3	9.4	11.7	9.0	6.6
티켓 (항공권)	30.3	37.6	25.9	23.3	8.5	(8.0)	(7.5)	31.0	35.3	28.9	5.5	6.3
수탁금	20.6	24.0	12.8	28.8	8.3	2.1	(3.3)	13.7	10.5	21.1	5.3	5.5
패키지	19.6	19.3	8.7	27.0	7.1	6.4	(4.8)	15.7	6.8	18.4	6.3	6.6
티켓	23.1	35.3	21.4	33.0	11.3	(7.3)	(0.6)	9.1	20.4	27.6	3.0	3.0
영업수익	24.3	23.9	13.2	30.3	48.4	24.0	33.9	12.3	(86.0)	21.1	28.6	5.9
본사	21.1	23.6	12.2	28.7	46.6	22.9	31.7	12.8	(84.0)	21.5	8.3	5.2
종속회사	50.9	25.9	19.6	40.0	60.3	30.5	47.3	9.5	(91.4)	19.5	131.8	7.4
영업이익	154.8	99.9	(2.3)	48.1	(17.1)	(45.6)	(69.1)	17.4	22.3	59.6	(30.7)	12.2
본사	85.9	65.4	(2.1)	(17.2)	(10.3)	(41.3)	(59.0)	39.9	14.2	29.1	(24.0)	2.0
종속회사	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

참고: 2018년 실적은 변경된 회계기준을 적용하여 기재. 단, 2018년 분기 및 연간 성장률은 회계기준 변경을 소급적용 하지 않은 수치  
 자료: 모두투어, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	237.1	290.9	377.0	406.1	439.0
매출원가	11.2	10.9	77.3	80.4	84.7
매출총이익	225.9	280.0	299.7	325.7	354.3
(매출총이익률, %)	95.3	96.2	79.5	80.2	80.7
판매 및 일반관리비	205.8	247.9	273.7	296.3	322.4
영업이익	20.1	32.1	26.1	29.4	31.9
(영업이익률, %)	8.5	11.0	6.9	7.2	7.3
영업외손익	2.8	0.8	(4.1)	(3.9)	(4.0)
금융수익	1.6	1.5	1.7	1.7	1.8
금융비용	0.4	0.8	1.9	1.2	1.0
지분법손익	2.2	3.0	3.0	3.0	3.0
기타	(0.6)	(2.9)	(6.9)	(7.5)	(7.8)
세전이익	22.9	32.9	22.0	25.5	27.9
법인세	7.0	8.7	6.2	7.1	7.8
(법인세율, %)	30.7	26.4	28.0	28.0	28.0
계속사업이익	15.9	24.2	15.8	18.3	20.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	15.9	24.2	15.8	18.3	20.1
(순이익률, %)	6.7	8.3	4.2	4.5	4.6
지배주주순이익	16.8	24.2	16.3	18.9	20.5
비지배주주순이익	(0.9)	0.0	(0.5)	(0.5)	(0.4)
EBITDA	22.9	35.2	26.8	30.5	34.1
(EBITDA 이익률, %)	9.7	12.1	7.1	7.5	7.8
EPS (지배주주)	873	1,350	883	1,023	1,120
EPS (연결기준)	840	1,280	837	970	1,062
수정 EPS (원)*	886	1,464	1,024	1,167	1,256

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	32	38	6	23	11
당기순이익	16	24	16	18	20
현금유출입이없는 비용 및 수익	9	11	7	8	9
유형자산 감가상각비	2	2	4	5	6
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
기타	6	8	2	2	3
영업활동 자산부채 변동	12	12	(6)	39	37
투자활동에서의 현금흐름	(6)	(54)	(2)	3	7
유형자산 증감	(1)	(1)	2	2	1
장단기금융자산의 증감	(1)	(57)	(3)	(3)	(4)
기타	(4)	5	(2)	5	10
재무활동에서의 현금흐름	(12)	11	(11)	(21)	(8)
차입금의 증가(감소)	1	40	(13)	(5)	11
자본금의 증가(감소)	(0)	4	0	0	0
배당금	(5)	(7)	(9)	(8)	(8)
기타	(8)	(26)	10	(8)	(11)
현금증감	14	(5)	(7)	5	10
기초현금	45	58	53	46	51
기말현금	58	53	46	51	61
Gross cash flow	25	35	23	26	30
Free cash flow	30	37	1	18	6

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 모두투어, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	151	209	211	206	231
현금 및 현금등가물	58	53	46	51	61
매출채권	31	43	49	48	62
재고자산	0	0	4	2	0
기타	62	113	112	105	107
비유동자산	59	130	131	134	140
투자자산	22	16	9	2	(4)
유형자산	22	23	31	41	53
무형자산	6	3	3	3	3
기타	10	88	88	88	88
자산총계	210	338	342	341	370
유동부채	103	142	143	143	161
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	14	7	1	13
기타 유동부채	103	128	136	142	148
비유동부채	5	33	28	16	16
사채 및 장기차입금	2	30	25	13	13
기타 비유동부채	2	3	3	3	3
부채총계	108	175	171	159	177
지배주주지분	103	135	143	153	165
자본금	6	9	9	9	9
자본잉여금	28	29	29	29	29
이익잉여금	98	115	123	133	145
기타	(28)	(19)	(19)	(19)	(19)
비지배주주지분	(1)	28	28	28	28
자본총계	103	163	171	181	193
순부채	(97)	(100)	(106)	(132)	(132)

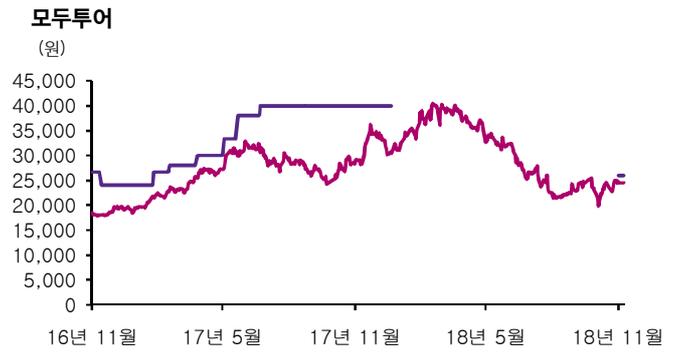
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	16.0	22.7	29.6	7.7	8.1
영업이익	22.3	59.6	(18.8)	12.7	8.5
순이익	23.8	52.4	(34.6)	15.9	9.5
수정 EPS**	26.5	65.2	(30.1)	14.0	7.7
주당지표					
EPS (지배주주)	873	1,350	883	1,023	1,120
EPS (연결기준)	840	1,280	837	970	1,062
수정 EPS**	886	1,464	1,024	1,167	1,256
BPS	5,272	7,376	7,809	8,382	9,052
DPS (보통주)	600	450	450	450	450
Valuations (배)					
P/E***	27.6	16.7	23.9	21.0	19.5
P/B***	4.6	3.3	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	26.0	33.8	19.4	12.9	10.5
비율					
ROE (%)	15.7	18.2	9.5	10.4	10.7
ROA (%)	8.1	8.8	4.7	5.4	5.6
ROIC (%)	(128.4)	(103.2)	(136.4)	(373.0)	(302.5)
배당성향 (%)	41.2	33.9	49.5	42.8	39.4
배당수익률 (보통주, %)	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
순부채비율 (%)	(90.6)	(59.6)	(53.2)	(65.0)	(60.5)
이자보상배율 (배)	46.2	66.1	13.7	25.4	31.7

Compliance Notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경** (수정주가 기준)

**하나투어**

일 자	2016/9/23	11/21	2017/2/23	4/20	6/29	2018/11/8
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	83,000	80,000	90,000	100,000	105,000	77,000
과리율 (평균)	(18.59)	(11.58)	(11.83)	(8.52)	(12.13)	
과리율 (최대or최소)	(12.89)	3.50	(4.89)	(1.80)	7.14	

**모두투어**

일 자	2016/4/17	11/21	2017/2/1	2/23	4/3	5/10	5/28	6/29	2018/11/8
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
TP (원)	26,681	24,012	26,681	28,015	30,016	33,351	38,020	40,000	26,000
과리율 (평균)	(29.02)	(19.71)	(17.25)	(15.35)	(10.65)	(8.43)	(17.47)	(26.94)	
과리율 (최대or최소)	(20.75)	(9.30)	(13.88)	(7.98)	(8.67)	(5.30)	(13.51)	(9.50)	

**투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

**기업**

- BUY (매수)**           향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고  
                          업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)**       향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)**       향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

**산업**

- OVERWEIGHT(비중확대)**   향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상  
                                  상승 예상
- NEUTRAL(중립)**       향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준  
                                  (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)**   향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상  
                                  하락 예상

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2018년 9월 30일 기준

매수 (85%) | 중립 (15%) | 매도 (0%)