

# 레저업

김수민

soomin.kim@daishin.com

투자의견

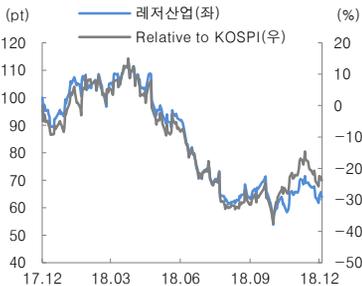
## Overweight

비중확대, 유지

### Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
하나투어	Buy	94,000
모두투어	Buy	32,000

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.8	-3.5	-29.8	-34.3
상대수익률	-4.9	8.1	-17.8	-21.6



# 여행사, 다시 볼 이유

## 2019년, 하반기 갈수록 더 좋아진다

- 2018년 동시다발적으로 발생했던 자연재해로 아웃바운드 여행업 크게 위축. 특히 17A 714만명(+18% yoy, 국내 출국자 27%) 방문했던 일본 영향 가장 큼. 패키지 송출객 일본 비중 하나투어 40%, 모두투어 20%. 방일한국인 1H18 +18% yoy 증가했으나, 7월 -6%, 8월 -4%, 9월 -14%, 10월 -8%. 패키지 고객의 보수적 소비성향, 탑승객 확보 위한 항공사 가격인하 등으로 자유여행 먼저 회복. 9월 감소했던 국내 출국자 10월 성장재개(+5% yoy)  
 - 4Q18 패키지 송출객 하나 -8% yoy, 모두 -2% yoy 전망. 저점은 통과했으나 연휴 시점 차이에 따른 높은 베이스(하나 +26%, 모두 15%), 예약률 등 감안시 1Q19E 성장세 전환. 과거에도 자연재해 후 온전한 수요 회복까지 1~2개 분기 이상 소요. 아직까지 일본지역 부진한 상황에서는 베이스 낮은 모두투어 상대적으로 안정적. 하반기 갈수록 기저 부각

- 19E 국내 출국자 +9% yoy 전망. 주요 항공사 기재 도입 및 노선 확대 지속 예정. 신규 항공사 진입 또한 논의 중. LCC 중심의 항공공급 확대는 티켓가격 인하, 지방공항 활성화, 신규 노선 확대 등을 통한 수요 창출의 주 요인. 본격적인 근무시간 단축 시행과 함께 선진화된 여가문화 확산 또한 긍정적. 아웃바운드 구조적 성장에 대한 중장기 전망 유효

- 대내외 환경 및 회복세 감안, 최대한 보수적인 가정을 적용해 주요 여행사 2019년 실적 조정하며 하나투어, 모두투어 목표주가 각각 17%, 9% 하향했으나, 본업 회복과 주요 자회사들의 실적 개선에 따른 큰 폭의 증익 예상되기 때문에 투자의견 매수(Buy) 유지(계속)

- **하나투어**. TP 94천원으로 17% 하향. 12M Forward EPS 3,283원에 28배 적용

- Keyword: 김해공항 면세점(12/17), 비자센터(인바운드), 모하지, 재팬 레버리지

- 하나투어 19E 가이드스 연결 OP 602억원(+159% yoy), 국내 출국자 +7% yoy, PKG 송출객 +18% yoy 가정에 기반한 다소 공격적 목표치. 당사 추정 19E 연결 OP 470억원(+106% yoy). 본사 OP 343억원(+34% yoy). PKG 송출객 +12% yoy, ASP -3% yoy 가정

- **모두투어**. TP 32천원으로 9% 하향. 12M Forward EPS 1,459원에 22배 적용

- 모두투어 19E 가이드스 연결 OP 334억원(+67% yoy), PKG 송출객 +13% yoy, 국내 출국자 +9% yoy 제시. 당사 추정 19E 연결 OP 320억원(+64% yoy), 본사 OP 307억원(+32% yoy), 자회사 합산 OP 13억원(흑전) 전망. 주요 자회사(자유투어, 스테이) 적자 지속 가정. 자회사 실적 다소 보수적으로 추정. PKG 송출객 +10% yoy, ASP -2% yoy 가정

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	833	973	1,211	1,325	1,428
영업이익	41	73	42	79	96
세전순이익	47	71	55	87	102
총당기순이익	23	37	35	67	79
지배지분순이익	25	37	32	66	76
EPS	10,241	12,173	10,638	21,533	25,040
PER	45.7	47.7	38.4	19.0	16.3
BPS	120,947	111,282	113,797	130,016	148,131
PBR	3.9	5.2	3.6	3.1	2.8
ROE	8.5	11.7	9.5	17.7	18.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 하나투어, 모두투어 합산, 대신증권 Research&Strategy본부

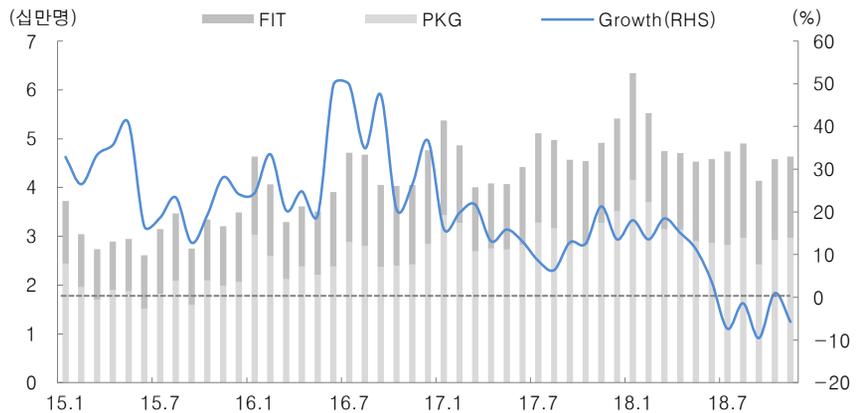
하나투어  
19E OP +106% yoy

2019년 하나투어 연결 영업이익 470억원(+106% yoy), 본사 343억원(+34% yoy) 전망. PKG 송출객 +12% yoy, ASP -3% yoy 가정 기반. 1) 일본 관광 정상화와 함께 성장 재개될 것. 근거리의 짧은 리드타임(1~1.5개월), 자회사 하나투어재팬 통한 실적 레버리지 감안했을 때, 본격적인 회복 구간 진입하면서 가파른 성장 기대. 2) 비자센터대행 사업. 현재 중국 5개, 베트남 2개 도시 사업 전개. 17A 방한 중국인 417만명, 베트남인 29만명. 연간 40억원 이상 수익 창출 기대. 인바운드 성장과 함께 꾸준한 사업 확장 가능

3) 면세점 영업손실 축소. 19E 84억원(적지, -40% yoy) 전망. 현재 분기 영업손실 25억원 미만까지 낮아짐. 4월 시내점 영업 면적 축소(4층→3층) 이후 운영 최적화로 고정비 절감. 공항점 안정적 수익 창출. 11월 아시아나항공 카운터 이동(T1, 동편), 추가 개선에 긍정적. 그 외 실적 상향 요소는 (a)김해국제공항 출국장 면세점, (b)인천공항 입국장 면세점(1Q19) 운영 가능성. 김해공항은 기존 사업자(듀프리토마스줄리)와 함께 최종 후보로 금일(12/17) 결과 발표 예정. 담배/주류 판매 구역(DF2)으로, 기존 사업자 17A 영업이익 129억원, OPM 15%. 수익성 매우 높음. 하나투어 선정시 약 30억원 이익 예상

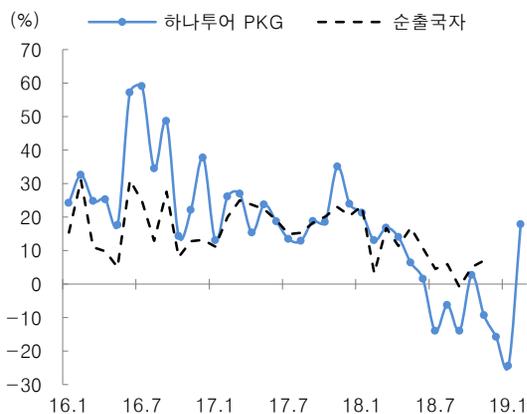
4) 현지투어 플랫폼 '모하지' 론칭(1Q19). 자유여행(FIT) 시장 안착 여부에 주목

그림 1. 하나투어 송출객(PKG+TKT)



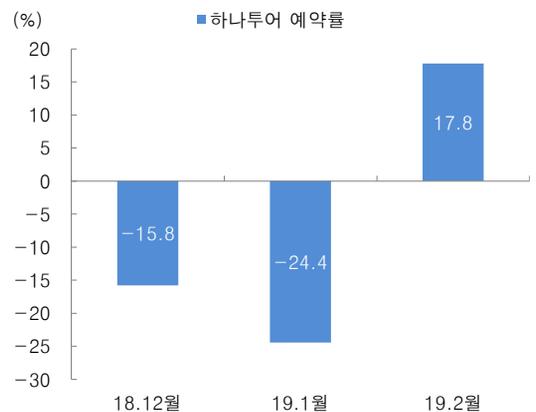
자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 국내 출국자, 하나투어 패키지 성장률



주: 승무원 제외 순출국자 기준. 패키지(PKG) 송출객 & 향후 3개월 예약률 반영  
자료: 하나투어, 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 하나투어 향후 3개월 예약률



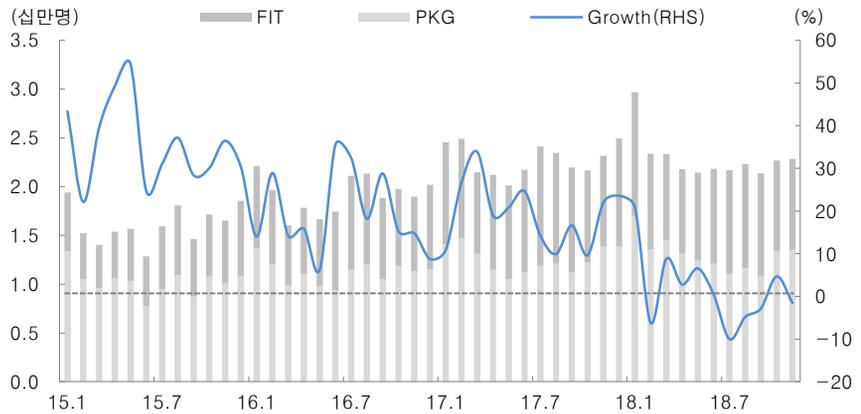
자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

**모두투어**  
19E OP +64% yoy

2019년 모두투어 연결 영업이익 320억원(+64% yoy) 전망. 주요 자회사(자유투어, 모두스태이) 등 주요 자회사 적자 지속 가정하면서, 연결 실적 다소 보수적으로 추정  
본사 영업이익 307억원(+32% yoy). PKG 송출객 +10% yoy, ASP -2% yoy 가정

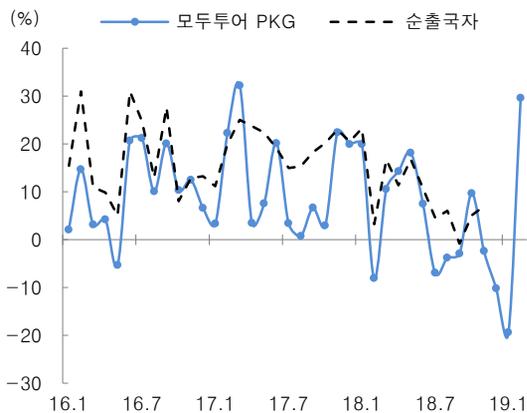
자회사 합산 영업이익 13억원(흑자전환). 1) 자유투어. 중국 비중 높은 특성(약 40%). 근거리 중심의 송출객 확대로 탑라인 성장 지속될 예정. 본사와 함께 비용 절감에 따른 영업손실 축소 예상. 18E -13억원, 19E -2억원. 2) 모두스태이. 지난 4Q17 OPM 20% 기록하면서 자회사 실적 턴어라운드 견인했으나, 2Q18 4호점(울산) 개관하며 적자 지속. 19E 인바운드 개선에 따른 ADR 정상화, 울산점 관련 고정비 부담 완화로, 영업손실 18E -25억원, 19E -14억원. 3) 1Q18 연결로 신규 편입된 모두투어재팬은 일본 관광 정상화로 18E BEP, 19E 7억원 예상. 한편, 4) 연간 영업손실 약 -10억원 지속하던 호텔학교 매각으로 연결에서 제외되었으며, 5) 리츠는 20억원 이상 이익 안정적으로 창출

**그림 4. 모두투어 송출객(PKG+TKT)**



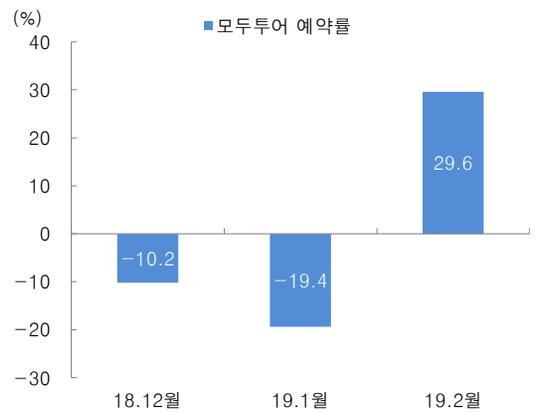
자료: 기업명, 대신증권 Research&Strategy본부

**그림 5. 국내 출국자, 모두투어 패키지 성장률**



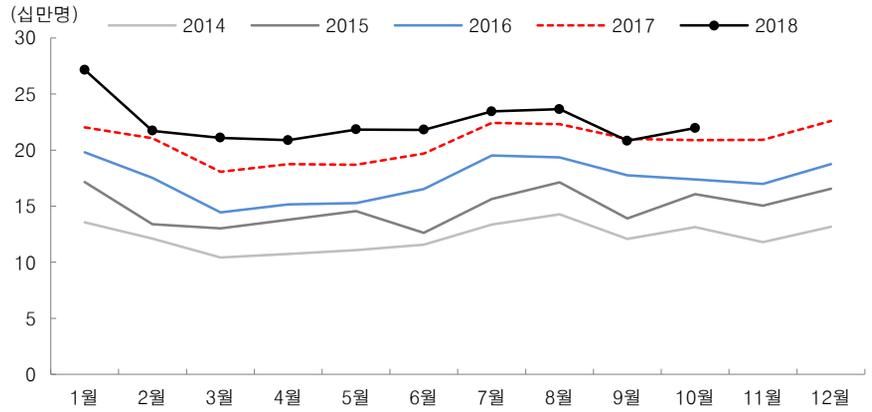
주: 승무원 제외 순출국자 기준, 패키지(PKG) 송출객 + 향후 3개월 예약률 반영  
자료: 모두투어, 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

**그림 6. 모두투어 향후 3개월 예약률**



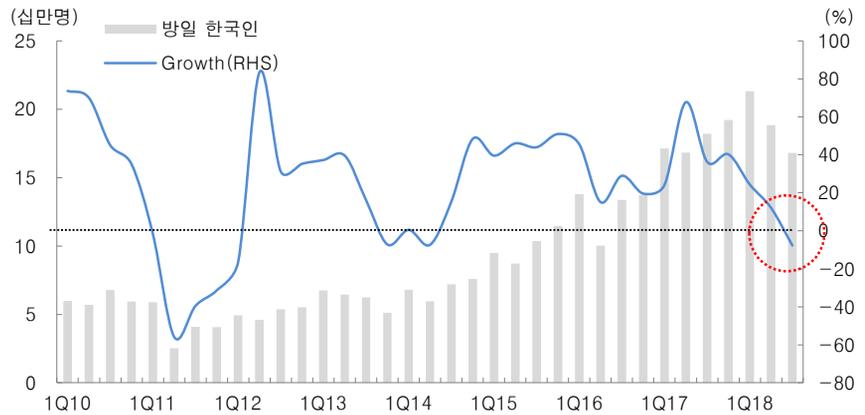
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 국내 순출국자 추이(M)



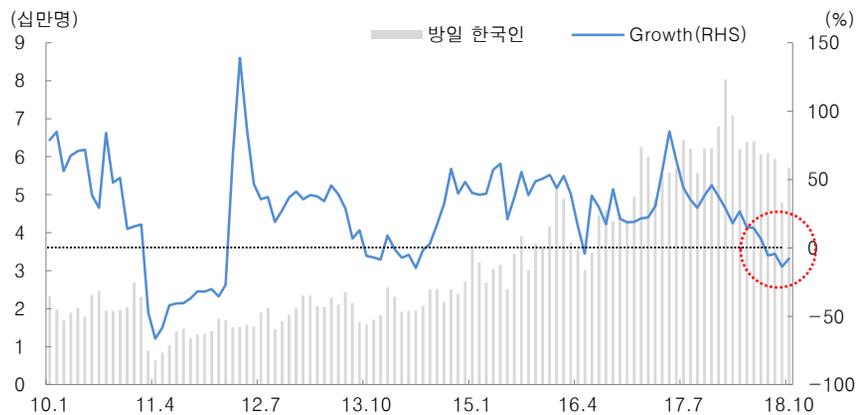
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 방일 한국인 추이(Q)



자료: 일본 관광청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. 방일 한국인 추이(M)



자료: 일본 관광청, 대신증권 Research&Strategy본부

[Compliance Notice]

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

(담당자:김수민)

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

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	85.1%	13.9%	1.0%

(기준일자: 20181208)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

하나투어(039130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	181214	180802	180529	180513	171113	171011
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	94,000	110,000	130,000	140,000	140,000	120,000
과리율(평균%)		(38.38)	(34.25)	(27.97)	(20.67)	(20.11)
과리율(최대/최소%)		(30.45)	(20.38)	(25.36)	(11.07)	(12.50)
제시일자	170711	170214	170109	161223		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	110,000	100,000	80,000	90,000		
과리율(평균%)	(23.72)	(14.25)	(10.13)	(27.46)		
과리율(최대/최소%)	(18.64)	(1.80)	(0.13)	(26.11)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

모두투어(080160) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	181214	180802	180529	180411	171011	170711
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	32,000	35,000	40,000	33,000	33,000	36,000
과리율(평균%)		(32.02)	(30.19)	4.66	3.39	(22.68)
과리율(최대/최소%)		(21.57)	(15.88)	(5.45)	22.58	(15.28)
제시일자	170601	170510	170404	170214	170123	161223
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	36,000	34,700	30,000	28,700	25,300	24,000
과리율(평균%)	(13.56)	(12.24)	(10.53)	(18.18)	(14.52)	(19.18)
과리율(최대/최소%)	(8.70)	(8.94)	(8.67)	(10.12)	(11.05)	(17.50)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						