



# 여행 (Positive)

## 수요 지표 부진 vs. 1Q19 이익 추정치 상향 가능성

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

### 여전히 Q와 P를 같이 고려해야 할 것

하나투어와 모두투어의 3월 전체 송출객수는 전년 대비 각각 -11%, -1% 하락했다. 일본 인플루엔자 영향으로 수요에 타격이 큰 PKG 수요는 각각 -14%, -6% 감소하며 더욱 부진했다. 두 업체의 대표적인 차이점은 일본 비중이다. 하나투어는 일본 인원 비중이 월등히 높고, 모두투어는 평균 수준이다. 이들의 차이는 3월 PKG 역성장에 온전히 반영돼 나타났다.

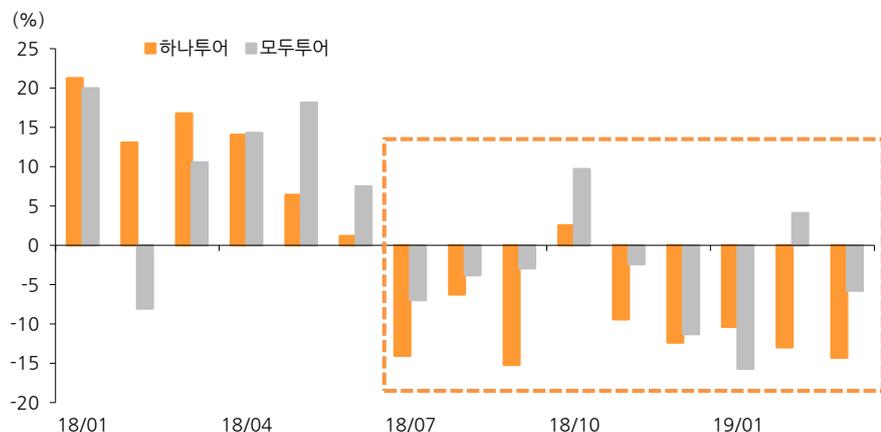
그러나, 지난 달에도 언급(3/4 '여행-보이는 것이 전부가 아니다.' 자료 참고)했듯이 여행업 현황을 더욱 명확히 해석하기 위해서는 매달 발표되는 반쪽자리 지표인 Q(여행수요)뿐만 아니라 ASP(여행상품 단가)도 같이 고려돼야 한다. 여행사의 매출액은 Q와 P의 구성이기 때문이다. 그 결과, 시장에 공개된 부진한 Q 지표 대비 매출액의 타격은 훨씬 덜할 수 있다. 최근 3개월 간의 인원 감소는 대부분 ASP가 가장 낮은 일본 쪽에서 발생했을 것이기 때문이다.

실제로 1Q19 수요는 하나투어와 모두투어 각각 -12%, -7% 하락했는데, ASP는 각각 +9%, -2% 변동한 것으로 파악된다. 즉, 하나투어 1Q19 기준으로 PKG 매출액은 전년대비 약 -3% 내외 하락에 그친다. 공개된 반쪽자리 지표보다는 훨씬 양호한 수준이다. 1) 생각보다 나쁘지 않은 본업 실적, 2) 전년 대비 면세점 적자폭 개선, 3) 수익성 높은 비자발급센터 운영 확대 등을 감안하면 현재 하나투어의 1Q19 연결 영업이익 추정치 93억 원은 점차 상향조정 될 가능성이 높다.

### 1Q19 영업이익은 상향 조정 가능성, 수요 회복은 2Q19부터 가시화

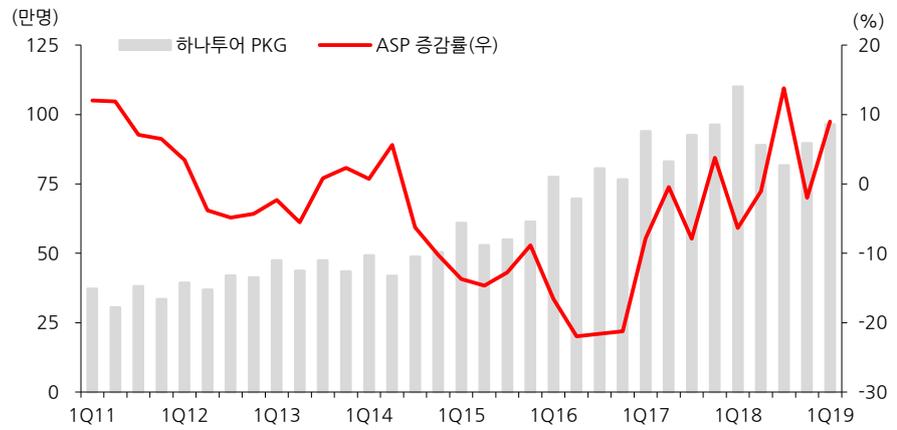
그래도 수요(Q) 지표가 가장 중요한데... 4/1기준 4월 / 5월 / 6월 PKG 예약증감률은 하나투어 -15% / -9% / +4%, 모두투어 -3% / -4% / +20%로 여전히 부진한 일본 여행객 감소가 지표 발목을 잡고 있다. 뿐더러 작년 4/1 기준 4월과 5월의 예약증감률이 하나투어 +17%, +7%, 모두투어 +15%, +10%임을 감안하면 아직도 베이스는 높은 구간이다. 본격적인 기저효과와 이연수요 등 점진적인 회복을 시사하는 지표는 2Q19 말부터 가시화될 예정이다. 여행업에 대한 회복 BUY 의견을 유지한다.

[그림1] 하나투어와 모두투어의 전년대비 PKG 증감률 추이



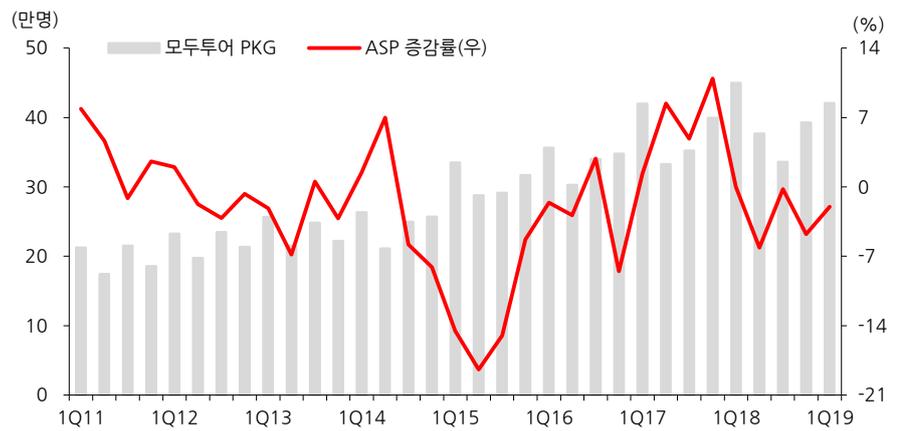
자료: 하나투어, 모두투어, 한화투자증권

[그림2] 하나투어 분기별 Q, P 비교



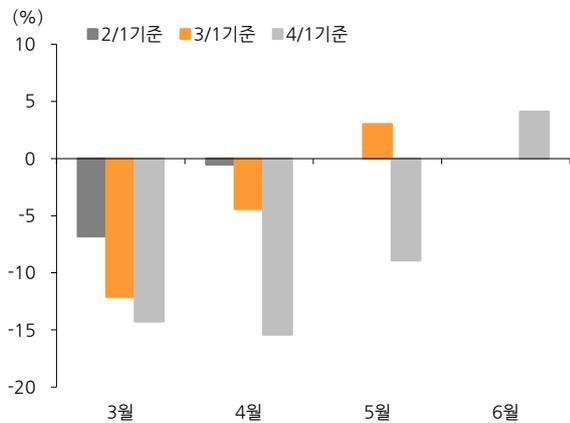
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림3] 모두투어 분기별 Q, P 비교



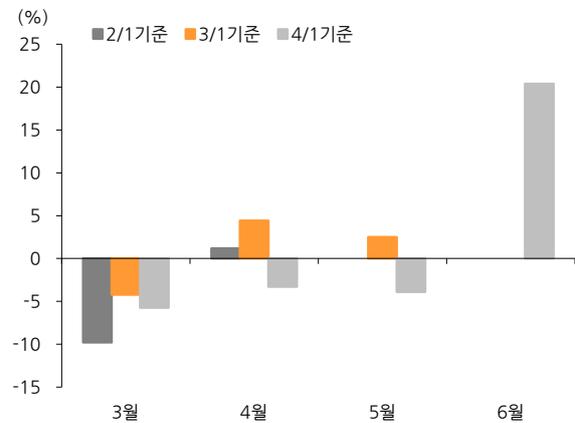
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림4] 하나투어 선행지표 추이



자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림5] 모두투어 선행지표 추이



자료: 모두투어, 한화투자증권

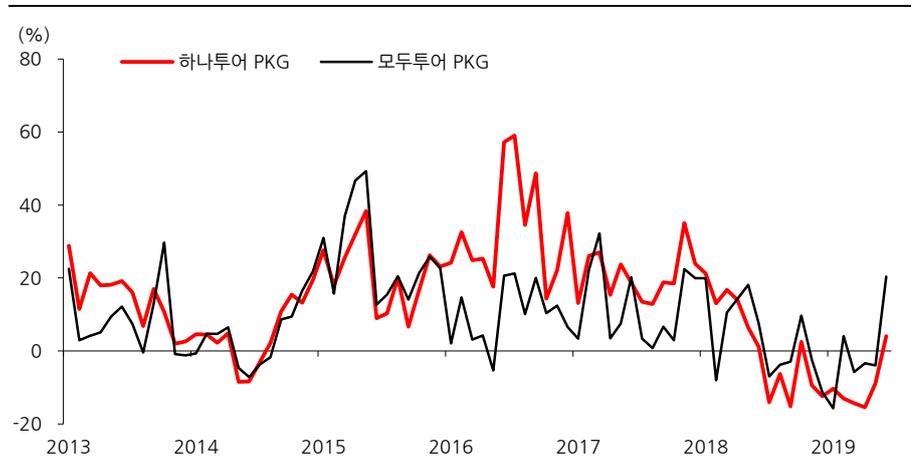
[표1] 여행사 송출객 추이

(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
2013	13,525	2,629	1,819	810	1,329	9,417	3,877	8.4	15.6	7.3	14.0	8.3
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
2017	24,837	5,623	3,662	1,961	2,733	1,504	1,229	19.2	14.0	18.8	20.4	11.7
<b>2018</b>	<b>26,928</b>	<b>5,878</b>	<b>3,702</b>	<b>2,176</b>	<b>2,761</b>	<b>1,555</b>	<b>1,206</b>	<b>8.4</b>	<b>4.5</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>3.4</b>
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
1Q18	6,997	1,661	1,100	561	764	450	314	14.4	16.6	7.7	17.1	7.2
2Q18	6,453	1,385	889	496	650	377	274	13.0	10.2	3.2	7.2	13.2
3Q18	6,791	1,390	817	573	654	336	318	3.3	-5.8	-6.0	-11.3	-4.6
4Q18	6,688	1,442	896	546	693	392	300	3.9	-3.0	-0.7	-7.0	-1.8
<b>1Q19</b>		<b>1,535</b>	<b>964</b>	<b>570</b>	<b>730</b>	<b>420</b>	<b>310</b>		<b>-7.6</b>	<b>-4.4</b>	<b>-12.4</b>	<b>-6.5</b>
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
18/06	2,181	458	287	171	218	121	97	10.8	3.7	0.4	1.5	7.5
18/07	2,344	474	282	192	217	111	106	4.5	-7.4	-10.0	-14.0	-6.9
18/08	2,364	494	296	197	223	117	107	6.0	-0.7	-4.8	-6.2	-3.8
18/09	2,082	422	239	184	214	109	105	-0.8	-7.6	-2.8	-15.2	-2.9
18/10	2,196	462	291	171	227	134	93	5.1	1.8	4.7	2.6	9.7
18/11	2,149	463	296	167	228	136	93	2.8	-5.7	-1.5	-9.3	-2.4
18/12	2,342	514	308	206	238	123	115	3.7	-5.0	-4.7	-12.4	-11.3
19/01	2,754	602	372	229	258	143	116	1.4	-5.1	-12.9	-10.4	-15.7
19/02	2,474	511	322	189	242	141	101	13.9	-7.5	3.4	-13.0	4.1
<b>19/03</b>		<b>422</b>	<b>270</b>	<b>153</b>	<b>230</b>	<b>137</b>	<b>93</b>		<b>-11.1</b>	<b>-1.4</b>	<b>-14.3</b>	<b>-5.7</b>

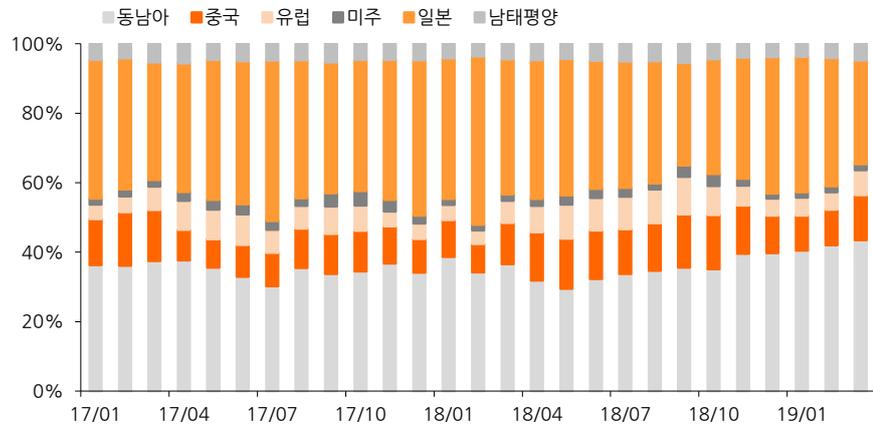
자료: 관광지식정보시스템, 각 회사, 한화투자증권

[그림6] 하나투어, 모두투어 PKG 증감률 및 향후 3개월 PKG 예약 증감률 추이



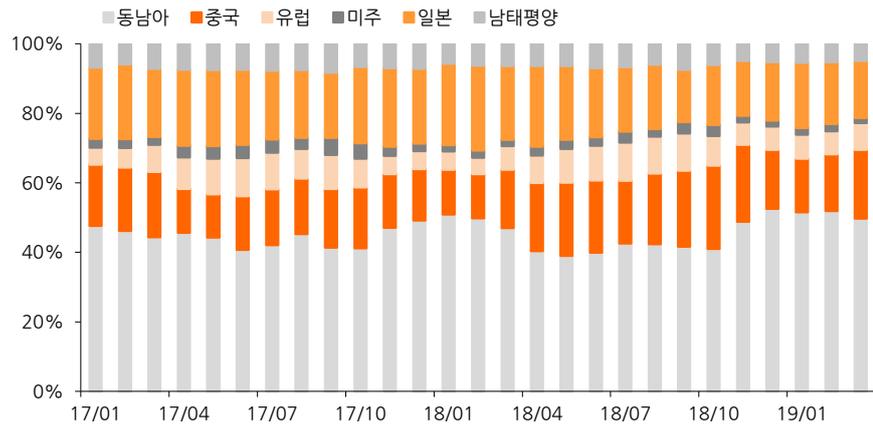
자료: 하나투어, 모두투어, 한화투자증권

[그림7] 하나투어 지역별 인원 비중: 3월 기준 일본 비중 28%



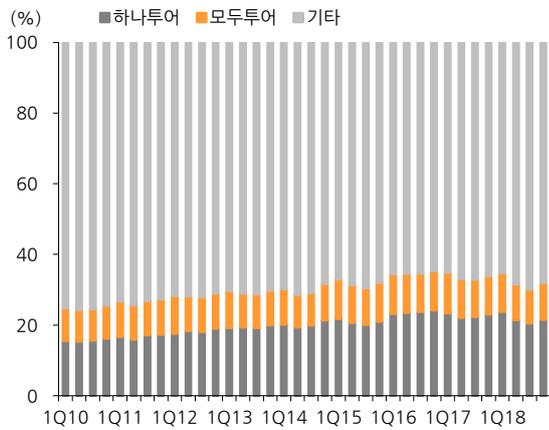
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림8] 모두투어 지역별 인원 비중: 3월 기준 일본 비중 16%



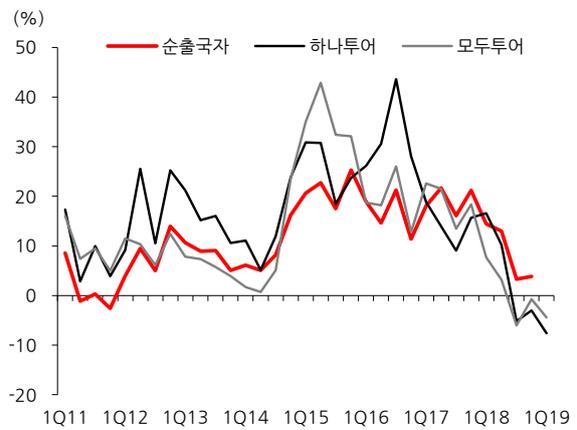
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림9] 분기별 여행사 시장점유율 추이



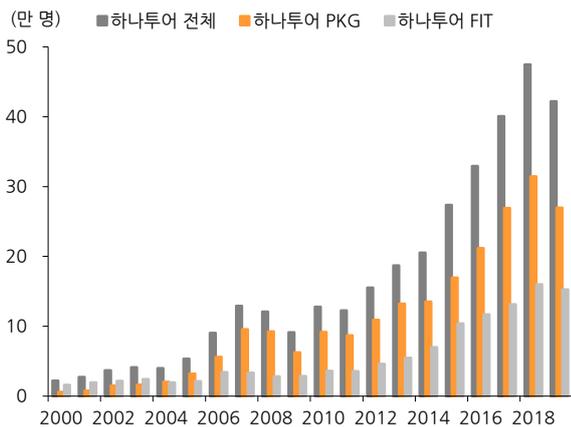
자료: 관광지식정보시스템, 각 회사, 한화투자증권

[그림10] 순출국자와 하나투어/모두투어 송출객의 증감률 추이



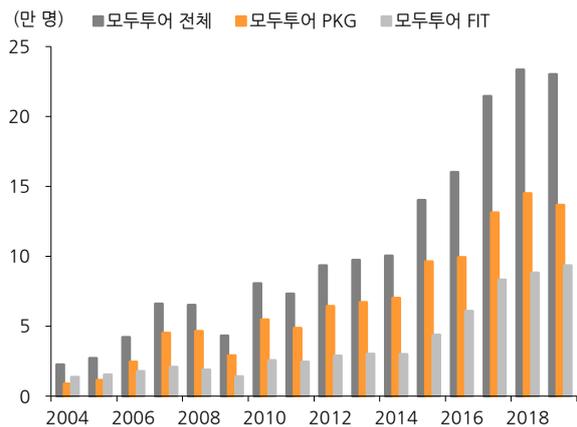
주: 전년 동기 대비(YoY) 기준 / 자료: 관광지식정보시스템, 각 회사, 한화투자증권

[그림11] 하나투어 3월 송출객수 추이



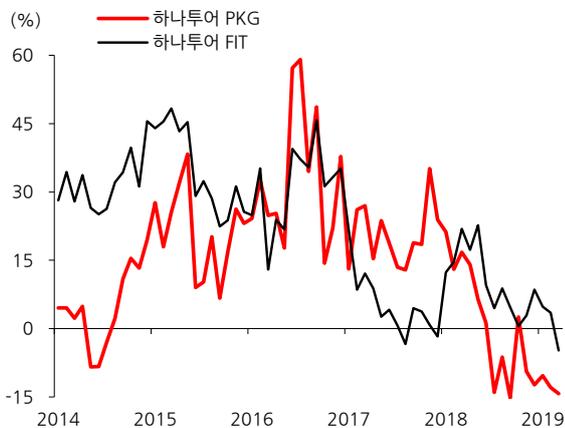
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림12] 모두투어 3월 송출객수 추이



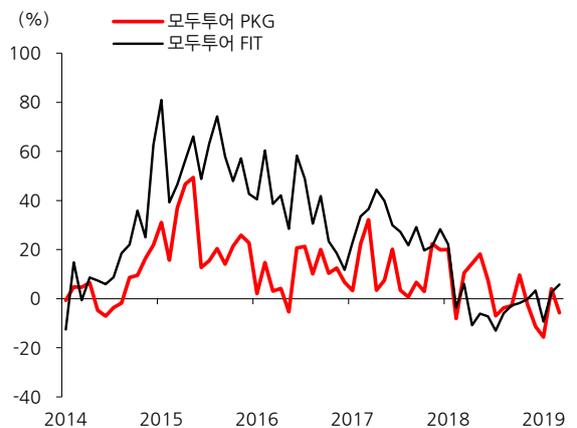
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림13] 하나투어 PKG, FIT 증감률 추이



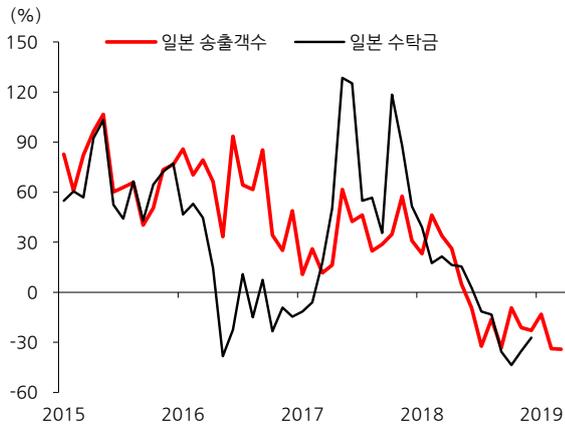
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림14] 모두투어 PKG, FIT 증감률 추이



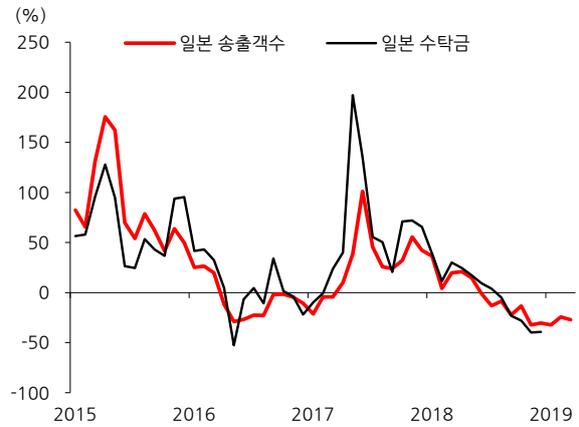
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림15] 하나투어 일본 지표



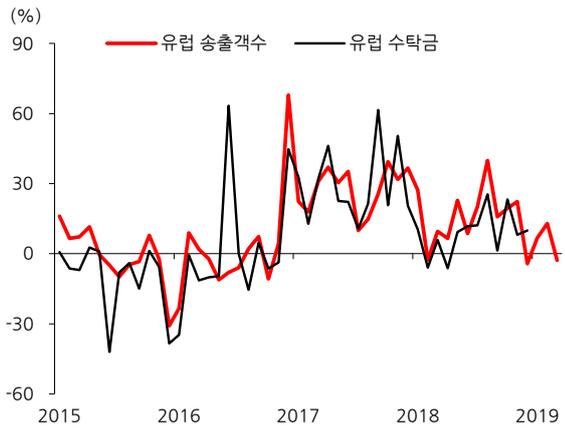
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림16] 모두투어 일본 지표



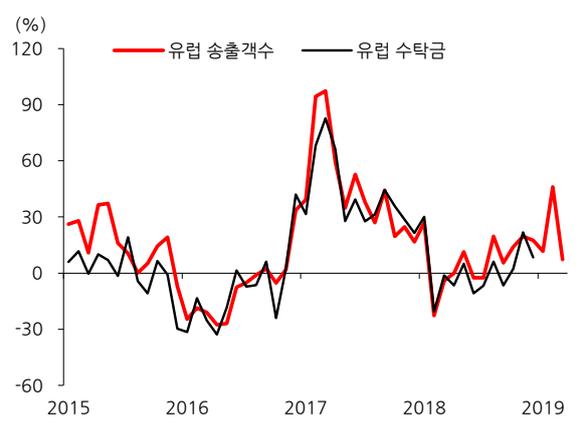
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림17] 하나투어 유럽 지표



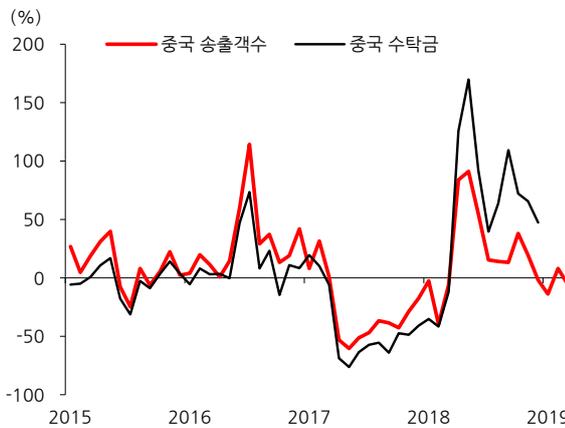
자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림18] 모두투어 유럽 지표



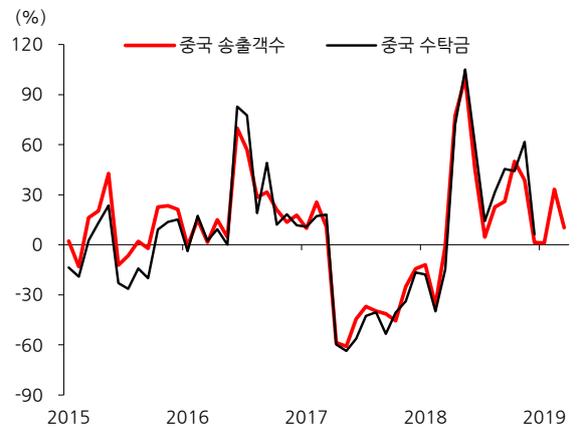
자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림19] 하나투어 중국 지표



자료: 하나투어, 한화투자증권

[그림20] 모두투어 중국 지표



자료: 모두투어, 한화투자증권

[ Compliance Notice ]

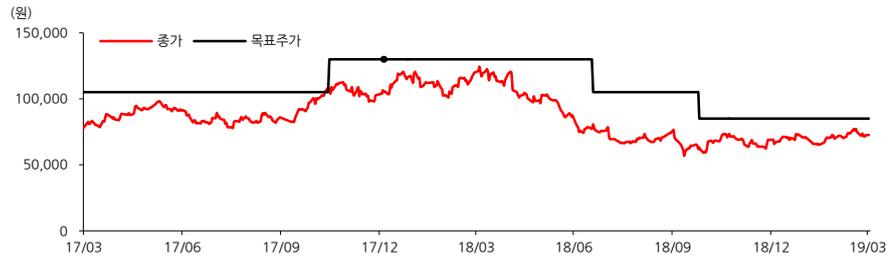
(공표일: 2019년 4월 2일)

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 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

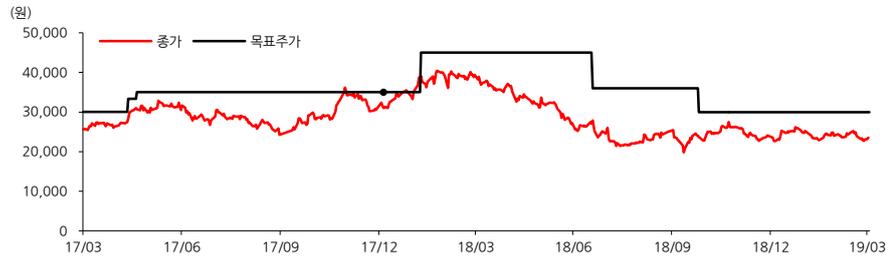
일 시	2017.04.04	2017.05.11	2017.05.19	2017.06.02	2017.06.05	2017.07.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2017.07.28	2017.08.02	2017.09.29	2017.11.02	2017.11.14	2017.12.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	130,000	130,000
일 시	2018.01.03	2018.02.08	2018.03.23	2018.04.04	2018.05.04	2018.06.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2018.07.03	2018.07.18	2018.07.24	2018.08.02	2018.08.23	2018.09.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	130,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
일 시	2018.09.07	2018.09.21	2018.10.02	2018.10.15	2018.10.24	2018.10.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	85,000
일 시	2018.11.02	2018.11.23	2018.11.30	2018.12.04	2018.12.24	2019.01.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2019.01.22	2019.01.24	2019.02.07	2019.02.25	2019.03.05	2019.03.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2019.03.15	2019.03.25	2019.04.02			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	85,000	85,000	85,000			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

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	-33.93	-23.14
2018.10.25	Buy	85,000		

[ 모두투어 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2017.03.31	2017.04.04	2017.04.28	2017.05.11	2017.05.19	2017.06.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	45,000	45,000	45,000	50,000	55,000	55,000
일 시	2017.06.05	2017.06.30	2017.07.05	2017.08.02	2017.09.29	2017.11.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	55,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
일 시	2017.12.04	2018.01.03	2018.02.08	2018.03.23	2018.04.04	2018.05.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	45,000	45,000	45,000	45,000
일 시	2018.06.04	2018.07.03	2018.07.18	2018.07.24	2018.08.02	2018.08.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	45,000	45,000	36,000	36,000	36,000	36,000
일 시	2018.09.04	2018.09.07	2018.09.21	2018.10.02	2018.10.15	2018.10.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000
일 시	2018.10.25	2018.11.02	2018.11.23	2018.12.04	2018.12.24	2019.01.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2019.01.23	2019.01.24	2019.02.07	2019.02.25	2019.03.05	2019.03.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2019.03.15	2019.03.25	2019.04.02			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	30,000	30,000	30,000			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

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	23,345	33.91	28.00
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	-35.24	-22.50
2018.10.25	Buy	30,000		

**[ 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 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: 2019년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.4%	12.6%	0.0%	100.0%