

Industry Indepth

여행

Neutral(신규)

파티가 끝나고

Part I 상반기 Review 및 하반기 투자전략

Part II 산업전망: 여행업의 성장≠여행업체의 성장

Part III 이슈점검: '중국'이 돌아오면?

Part IV 기회요인: 밸류에이션 re-rating을 가능하게 할 요소들



merry meritz!



엔터/레저
Analyst 이효진
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
하나투어(039130)	Buy (신규)	130,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
모두투어(080160)	Trading Buy (신규)	34,000원
인터파크(108790)	Hold (신규)	6,400원



Contents

Summary	3
Key Chart	5
1. 상반기 Review 및 하반기 투자 전략	8
2. 산업전망: 여행업의 성장≠여행업체의 성장	12
1) 여행 산업, 성장은 올해도 지속된다	12
2) FIT 가 짐식하는 여행시장	17
3) Q 늘지만 P 빠지고 C 늘면서 이익 크게 늘지 않아	21
3. 이슈점검: 중국이 돌아오면?	25
1) 인바운드 사업에 끼칠 영향	25
2) 아웃바운드(PKG) 사업에 끼칠 영향	29
4. 기회요인: 밸류에이션 re-rating 을 가능하게 할 요소들	30
1) 테마파키지	30
2) 인바운드 사업 이익 가시화	31
3) FIT, 마지막 남은 Blue ocean: 현지투어	32
5. 결론	34
기업분석	
하나투어(039130) 비정상의 정상화	36
모두투어(080160) 새로운 먹거리를 준비할 때	41
인터파크 (108790) 결단이 필요한 시기	45

Summary

여행업 '중립' 제시

여행업체들의 주가가 연초 상승분을 상당 부분 반납함에 따라 최근 재진입을 고민하는 투자자가 증가했다. 여행업 성장 속에 패키지의 점유율이 낮아지는 트렌드가 지속되고 있다. 더구나 올해는 평균판매단가(이하 ASP) 하락으로 송출객 성장분이 상쇄될 전망이다. 이러한 전망에 근거하여 여행업종에 대해 관망할 것을 권하며 투자의견 '중립'을 제시한다.

여행'업'은 올해도 좋다 수요도, 공급도 좋다

여행 산업의 성장은 올해도 지속된다. 수요 및 공급 요소가 모두 우호적이기 때문이다. 우선 지난해까지 산업성장의 가장 강력한 배경인 수요가 증가세를 유지한다. 1인 가구의 증가, 정부의 휴가 장려 정책이 잠재 수요를 실제 수요로 이끌어 내는데 긍정적이다.

이러한 수요 증가를 뒷받침할 공급 요소도 좋다. 지난 1월 인천공항 제2여객터미널 개장으로 인천공항의 연간 수용가능인원은 기존 4,400만명에서 6,200만명으로 40% 가량 늘었다. 특히 늘어난 공간 대부분을 LCC(저비용항공사)와 외항사가 채울 예정이어서 항공료 추가 하락이 예상된다.

수요-공급 곡선이 우측으로 이동하면서 새로운 균형점에 도달, 시장 규모를 확대시키고 있다. 때문에 지난해 높은 기저에도 불구하고 올해 출국자수는 전년 대비 14.5% 증가하겠다.

그러나 FIT 가 잠식하는 여행시장

더 많은 사람이 여행을 떠난다고 예상됨에도 불구하고 국내 여행업체들의 주요 사업인 패키지 사업의 장기 전망은 밝지 않다. FIT(개별자유여행)가 패키지를 잠식하는 트렌드가 지속되고 있기 때문이다. '짧게 자주' 가는 한국인의 여행 특성과 예약관리, 음성통역 등 FIT 여행을 편리하게 해주는 기술 발전을 감안할 때 장기적으로 FIT 선호는 더 커질 전망이다.

FIT를 통한 monetizing 어려운 국내 여행사들

핵심은 여행업체가 폭발적으로 성장하는 FIT 고객을 수입원으로 전환(monetizing)해야 한다. 이를 위해서는 항공권 판매가 호텔 판매로 이어져야 한다. 문제는 국내 여행 업체들이 글로벌 OTA만큼 매력적인 호텔 가격을 고객에게 제시할 수 없다는 데 있다. 때문에 국내 여행업체들에게 FIT 고객은 수익 창출에 별다른 도움이 되지 못한다.

여행업체들이 패키지에 매달릴 수 밖에 없는 환경

결국 여행업체 실적은 패키지 사업 성과에 좌우될 수 밖에 없다. 당사는 여행업체들의 영업이익이 올해 크게 성장하기 어렵다고 판단한다. 송출객수(Q)가 늘어도 평균판매단가(P)가 하락하면 패키지 영업이익은 크게 늘지 않는 구조 때문이다.

여행업체 이익은 Q보다는 P에 민감

지난해 여행 업체들의 이익 성장을 이끈 요소는 ASP 상승이었다. 그러나 올해부터는 항공료 하락으로 인해 ASP가 다시 하락세로 접어든다. 이익 성장이 어렵다고 판단한다. 특히 지난해 봄가을 황금연휴에 따른 장거리 수요 증가, 초과 수요에 따른 항공료 상승 등의 기저(high base)가 존재해 올해는 그 영향이 더욱 두드러질 전망이다. 우리는 이미 1분기 실적에서 이와 같은 현상을 목격했다. 과거 사례를 통해서도 이익은 Q보다는 P에 더 민감한 경향을 보인다.

여행사들의 새로운 도전

1) 테마패키지

다만 여행업체들의 새로운 도전에 대해서는 기대를 걸어볼 만하다. 지난해 '봄'을 이루었던 테마패키지는 1) FIT 수요를 패키지의 영역으로 이끌며 2) ASP가 높다는 점에서 산업에 긍정적 영향을 끼친다. 특성상 주류로 자리매김하기에는 어려우나 장기적으로 패키지 내 하나의 카테고리로 자리잡을 수 있다.

2) 현지투어

'현지투어' 상품이 양자화되고 있는 점 또한 주목할 만하다. 이 시장은 한국어가 선호되어 글로벌 업체들이 진입하기 까다롭다. 현재는 국내 스타트업을 중심으로 한국 업체가 주도한다. 그러나 대형 여행사들은 풍부한 가이드 풀을 활용해 다양한 상품군을 확보할 수 있다는 점에서 상대적 우위에 있다. 이 때문에 장기적으로 이들의 진입이 가능한 잠재 시장으로 분류할 수 있다. 현재 국내 여행사들은 FIT를 통한 이익 창출이 어려워 국내 글로벌 여행사 대비 할인된 밸류에이션에 거래되고 있다. 이들이 동 영역을 규모화할 경우 밸류에이션 re-rating의 계기가 될 수 있다.

'예상보다 빠른 인바운드 회복' 정도가 현실성 있는 기회요인

아쉬운 점은 두 가지 기대요인 모두 단기간 내 가시화(혹은 규모화)되기 어렵다는 데 있다. 좀 더 가까운 기간 내 기대할 수 있는 요인은 '예상보다 빠른 인바운드 턴어라운드'로 관련 사업의 적자 규모가 예상보다 줄어드는 것이다. 문제는 연결 이익에 영향을 미치기에는 전반적으로 규모가 미미하다. 다만 하나투어의 경우 두 번에 걸친 면세점 다운사이징을 통해 고정비 부담을 줄여놓은 상태로, 인바운드 트래픽이 매출 성장으로 이어질 경우 주가 상승 요인으로 작용할 수 있다.

Top pick: 하나투어

아웃바운드 이익 성장이 쉽지 않은 상황에도 불구하고, 인바운드 지표 회복으로 적자폭 축소하며 연결 영업이익이 전년 대비 43% 성장하는 하나투어를 Top pick으로 추천한다. 아웃바운드 1위 업체로서 가장 두드러진 점유율을 기록하고 있으며, 트렌드에 가장 민첩하게 반응하고 있어 향후 시장 지배력 추가 확대가 기대된다. 또한 지난 2년간 별도 이익 성장을 꾹아먹던 인바운드 사업 적자 규모가 대폭 축소될 전망이다. 인바운드 사이클이 본격 회복 궤도에 진입하며 적자 규모가 개선, 전사 이익이 늘어날 업사이드 포텐셜을 대비한다는 관점에서 동사가 가장 적합한 선택이라 판단한다.

Key Chart

표1 업체별 성장률 (vs. 출국자수 성장률): 올해 내내 언급될 '기저 효과'

구분 (명)	내국인 출국자	% YoY	하나투어						모두투어							
			전체	% YoY	패키지	% YoY	M/S (%)	비패키지	% YoY	전체	% YoY	패키지	% YoY	M/S (%)	비패키지	% YoY
'16.1	1,980,329	15.5	463,033	24.4	292,351	24.7	14.8	160,079	24.9	221,309	14.0	136,469	2.1	6.9	84,840	40.5
'16.2	1,752,939	31.0	406,174	33.5	248,939	33.3	14.2	146,592	35.2	196,646	28.9	120,376	14.7	6.9	76,270	60.3
'16.3	1,444,688	11.0	329,249	20.3	199,096	24.7	13.8	117,219	12.9	160,279	14.2	99,297	3.1	6.9	60,982	38.6
'16.4	1,514,926	9.8	361,193	24.8	214,340	23.7	14.1	123,037	23.9	178,228	15.9	110,999	4.2	7.3	67,229	42.1
'16.5	1,527,890	5.0	351,059	19.2	200,119	20.6	13.1	130,664	21.8	166,490	6.2	97,865	-5.3	6.4	68,625	28.5
'16.6	1,652,141	31.0	390,835	49.7	219,466	54.0	13.3	152,803	39.4	174,288	35.6	93,783	20.7	5.7	80,505	58.3
'16.7	1,950,754	24.7	471,183	49.8	273,306	59.1	14.0	182,276	37.2	211,102	32.4	114,952	21.2	5.9	96,150	48.9
'16.8	1,934,125	13.0	467,584	34.9	261,234	34.2	13.5	187,590	35.4	213,346	18.2	120,224	10.1	6.2	93,122	30.6
'16.9	1,774,432	27.6	404,892	47.4	222,388	50.9	12.5	168,057	45.7	188,363	28.8	104,942	20.1	5.9	83,421	41.8
'16.10	1,737,421	8.1	403,383	20.6	215,568	15.2	12.4	163,597	31.3	197,598	15.2	118,719	10.4	6.8	78,879	23.4
'16.11	1,699,422	12.9	405,399	26.3	225,801	21.8	13.3	163,383	33.2	189,925	14.8	113,433	12.5	6.7	76,492	18.5
'16.12	1,875,169	13.3	476,468	36.7	269,583	37.8	14.4	192,696	35.1	201,904	8.7	115,303	6.6	6.1	86,601	11.7
'17.1	2,202,130	11.2	537,215	16.0	329,283	12.6	15.0	194,569	21.5	245,410	10.9	141,059	3.4	6.4	104,351	23.0
'17.2	2,104,667	20.1	486,550	19.8	312,978	25.7	14.9	159,167	8.6	249,100	26.7	147,224	22.3	7.0	101,876	33.6
'17.3	1,806,995	25.1	400,687	21.7	255,536	28.3	14.1	131,418	12.1	214,530	33.8	131,280	32.2	7.3	83,250	36.5
'17.4	1,874,426	23.7	408,635	13.1	248,895	16.1	13.3	133,917	8.8	211,951	18.9	114,850	3.5	6.1	97,101	44.4
'17.5	1,869,653	22.4	406,754	15.9	248,131	24.0	13.3	134,083	2.6	201,200	20.8	105,260	7.6	5.6	95,940	39.8
'17.6	1,968,632	19.2	441,803	13.0	263,114	19.9	13.4	159,189	4.2	217,298	24.7	112,704	20.2	5.7	104,594	29.9
'17.7	2,242,753	15.0	511,352	8.5	310,164	13.5	13.8	183,483	0.7	241,169	14.2	118,855	3.4	5.3	122,314	27.2
'17.8	2,229,915	15.3	497,359	6.4	294,347	12.7	13.2	181,197	-3.4	234,519	9.9	121,157	0.8	5.4	113,362	21.7
'17.9	2,099,593	18.3	457,001	12.9	261,731	17.7	12.5	175,570	4.5	219,713	16.6	111,960	6.7	5.3	107,753	29.2
'17.10	2,088,737	20.2	453,953	12.5	260,313	20.8	12.5	169,769	3.8	216,634	9.6	122,247	3.0	5.9	94,387	19.7
'17.11	2,090,115	23.0	491,652	21.3	306,672	35.8	14.7	164,710	0.8	231,698	22.0	138,867	22.4	6.6	92,831	21.4
'17.12	2,259,395	20.5	541,059	13.6	334,753	24.2	14.8	189,428	-1.7	249,484	23.6	138,306	20.0	6.1	111,178	28.4
'18.1	2,714,908	23.3	630,771	17.4	402,175	22.1	14.8	213,577	9.8	296,730	20.9	168,952	19.8	6.2	296,730	20.9
'18.2	2,172,596	3.2	550,125	13.1	359,053	14.7	16.5	177,663	11.6	233,667	-6.2	135,212	-8.2	6.2	233,667	-6.2
'18.3	2,109,685	16.8	472,885	18.0	298,704	16.9	14.2	156,796	19.3	233,451	8.8	144,662	10.2	6.9	233,451	8.8
'18.4	2,088,324	11.4	467,043	14.3	292,141	17.4	14.0	152,575	13.9	217,860	2.8	130,988	14.1	6.3	217,860	2.8
'18.5	2,150,101	15.0	452,638	11.3	268,109	8.1	12.5	161,847	20.7	214,421	6.6	124,122	17.9	5.8	214,421	6.6

주: 전체 출국자 수는 승무원 제외. 5월 출국자 수는 당사 추정치

자료: 한국관광공사, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림1 출국자수 성장 전망: 2018년 15% YoY 성장



주: 출국자 수는 승무원 제외

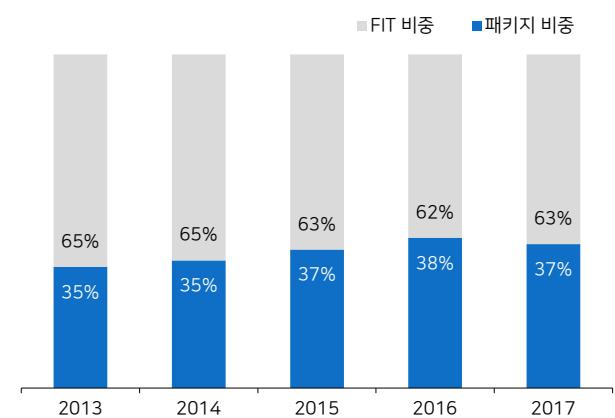
자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 인천 제2여객터미널 효과: 수용 가능 인원 40% 증가

여객터미널	1,2단계	3단계	3단계 후
	T1	T2	T1+T2
최대 여객 수용 인원	4,400만명	1,800만명	6,200만명
화물 터미널	450만t	130만t	580만t
교통 센터	25만m ²	13.5만m ²	43일
셔틀 트레인	0.9km 복선셔틀	1.5km 복선셔틀	
여객계류장	108개소	56개소	164개소
화물계류장	36개소	21개소	57개소

자료: 인천공항공사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 패키지 vs. FIT: 패키지 비중을 빠르게 잠식하는 FIT

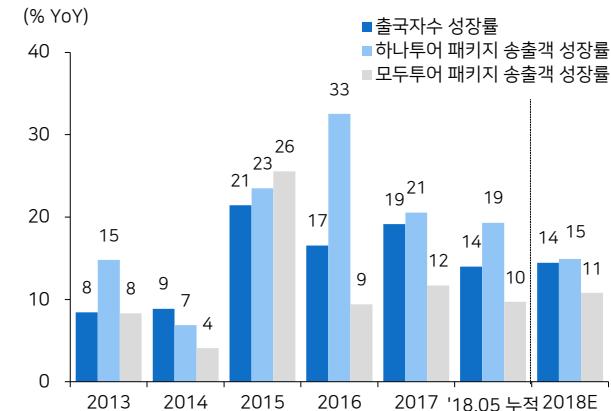


주: 패키지 송출객은 KATA 자료 인용.

FIT 송출객=출국자수(승무원제외)-패키지 송출객

자료: 한국관광공사, KATA, 메리츠증권증권 리서치센터

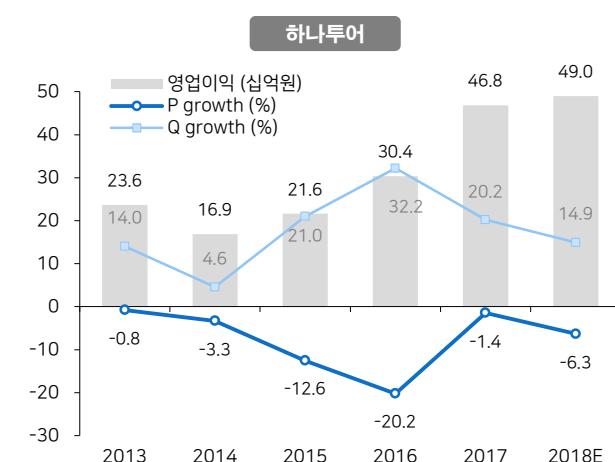
그림3 패키지 top tier조차 출국자 수 성장 따라가기 벅차



주: 2018.05 출국자수는 당사 추정치에 따름

자료: 한국관광공사, 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 패키지 P, Q, 이익 growth 관계



주: 하나투어, 모두투어 별도 기준

자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터



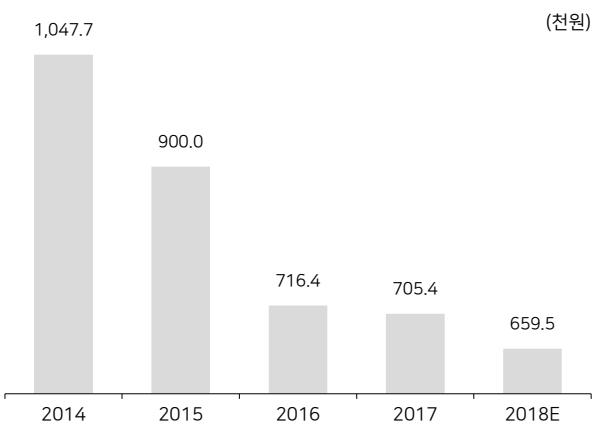
표3 하나투어와 모두투어의 인바운드 관련 적자는 면세점 제외 시 크지 않아

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
하나투어	1.8	-8.0	-32.2	-35.7	-18.6
면세점 (에스엠면세점)	0.0	-6.4	-27.9	-27.6	-15.5
호텔 (마크호텔)	1.4	-1.5	-3.3	-5.1	-1.7
패키지 (하나투어 ITC)	0.4	-0.1	-1.0	-3.0	-1.5
모두투어	-3.4	-0.6	-0.7	0.1	-0.4
호텔 (모두스테이)	0.2	-0.4	-0.4	0.4	-0.2
패키지 (모두투어 인터내셔널)	-3.7	-0.2	-0.3	-0.2	-0.3

주: 하나투어ITC는 영업이익 발표하지 않아 순이익으로 대체 활용

자료: 메리츠증권 리서치센터

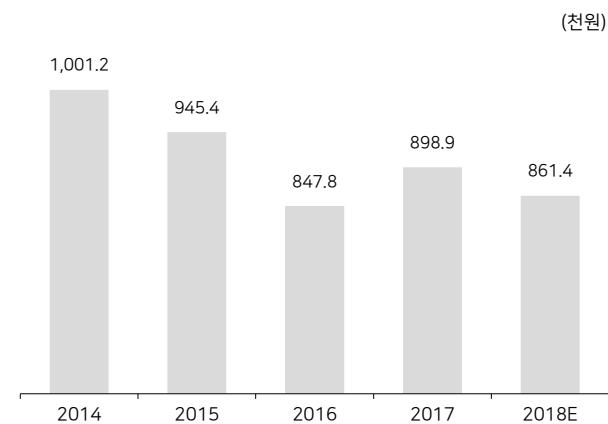
그림5 전사 평균 대비 ASP 절반 수준인 일본 비중이 늘며 2016년 ASP 하락 폭 크게 경험한 바 있어



주: 하나투어 해외 패키지 상품의 연도별 ASP

자료: 메리츠증권 리서치센터

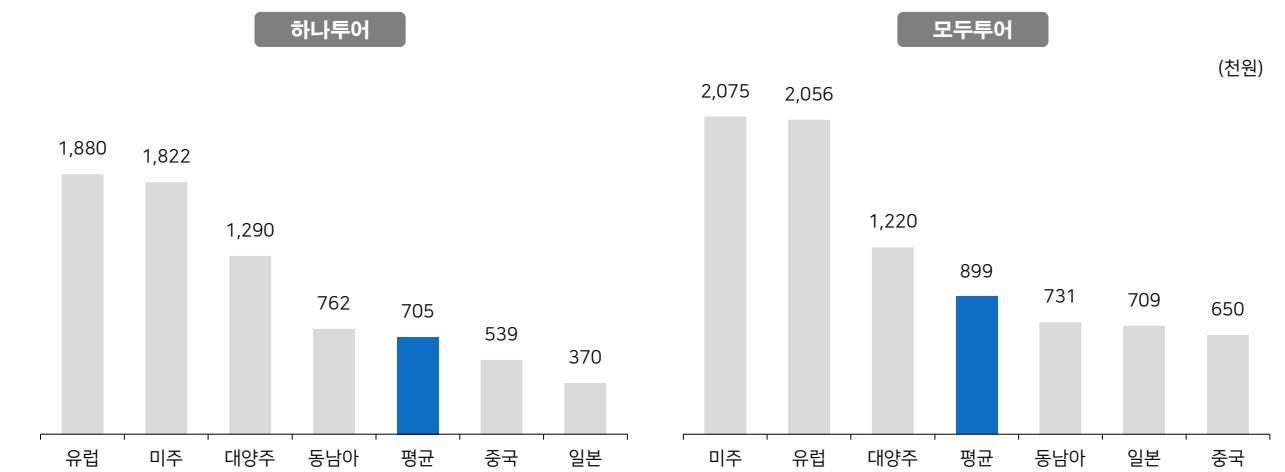
그림6 ASP 가장 낮은 중국 비중 축소되면서 2017년 모두투어 Blended ASP 측면에서 수혜



주: 모두투어 해외 패키지 상품의 연도별 ASP

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 2017년 지역별 ASP



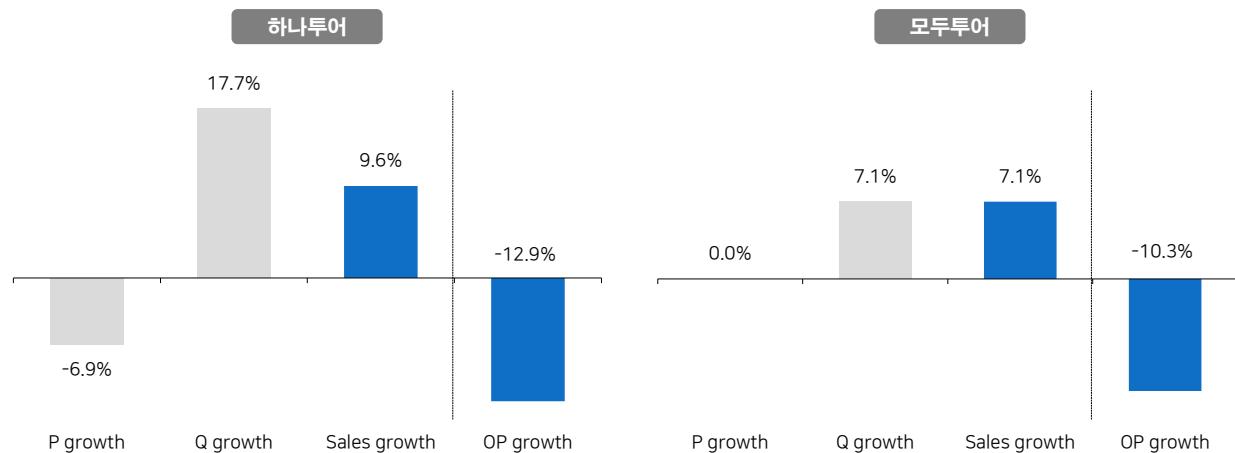
자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

1. 상반기 Review 및 하반기 투자전략

Q 증가에도 불구하고
P 하락 및 경쟁비용 심화로
상반기 감익 기록 전망

연초 여행업체들의 주가는 올해 1월 18일 오픈한 인천공항 제2여객터미널 효과로 2018년 실적이 다시 한번 레벨업 할 것이라는 기대감에 상승한 바 있다. 그러나 1분기 실적에 대한 윤곽이 드러나면서 양사의 연간 영업이익 컨센서스는 하향 조정되었고, 이에 따라 주가는 연고점 대비 각각 19%, 24% 하락했다. 송출객 수가 전년동기 대비 증가했음에도 불구하고, ASP 하락 및 경쟁 비용 증가로 상반기 감익이 불가피하다는 우려가 주가 하락의 이유다.

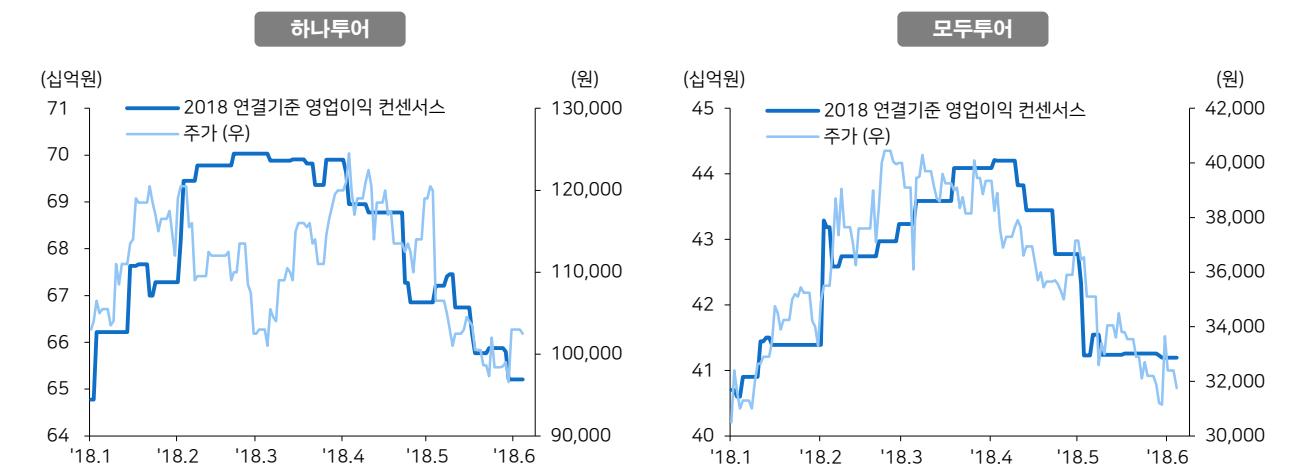
그림8 1분기 패키지 P, Q, 영업이익 성장률



주: 매출 성장률은 전년도와 동일한 기준으로 환산. 영업이익 성장률은 별도 기준

자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 2018년 영업이익(연결) 컨센서스와 주가



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

3분기, 예견된 성장 이벤트

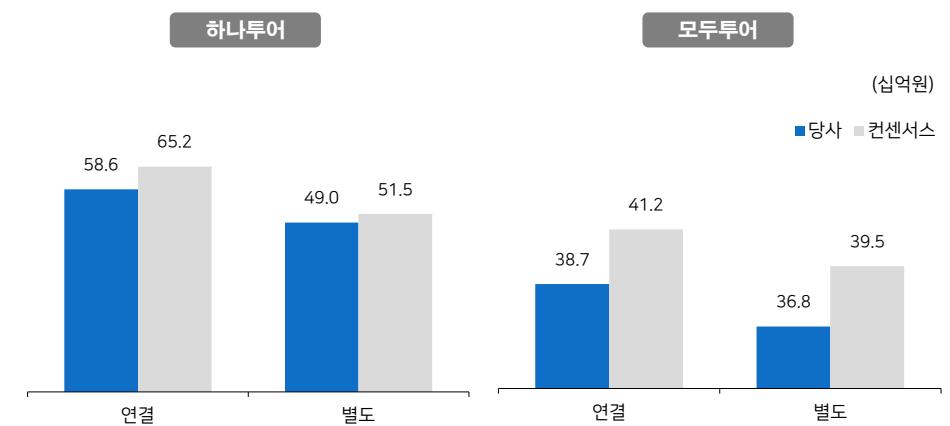
- 1) 상반기 일부 이연 수요,
- 2) 성수기, 3) 추석 효과

반면 하반기 이익 성장에 대한 기대감이 살아나면서 최근 재진입을 고민하는 투자자가 증가했다. 특히 3분기 영업이익은 오랜만에 높은 성장률이 전망돼 기대 수준이 높아지고 있다. 이는 1) 상반기 대내외 이벤트로 인해 이연된 일부 수요가 2) 성수기에 더해질 것이며 3) 추석 효과(2017년에는 10월, 2018년에는 9월에 배치)가 기대되기 때문이다.

굿 뉴스를 충분히 반영한
컨센서스

문제는 이러한 기대감이 컨센서스에 이미 반영되어 있다는 점이다. 아웃바운드 사업에서 당사 추정을 상회하기 위해서는 1) ASP 하락을 방어하거나, 2) 4분기 지난해 추석연휴 효과를 무색하게 하는 수요세, 그리고 3) 비용 감축이 병행되어야 한다.

그림10 2018년실적에 대한 당사 추정 vs. 컨센서스



자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 2018년 하나투어와 모두투어 실적에 대한 당사 추정치 vs. 컨센서스

(십억원)		하나투어				모두투어			
		1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
PKG (당사)	P growth (%)	-7.1%	-6.9%	-5.0%	-6.5%	0.0%	-6.1%	-5.9%	-5.4%
	Q growth (%)	17.7%	10.3%	18.2%	13.1%	7.1%	13.4%	16.0%	8.0%
	OP growth (%)	-12.9%	-16.1%	53.4%	13.1%	-10.3%	-13.3%	33.5%	71.1%
당사	연결	12.0	9.1	18.9	18.5	9.1	7.8	12.9	8.9
	별도	13.9	7.2	14.4	13.6	10.5	6.8	11.8	7.6
컨센서스	연결	12.0	12.5	18.7	20.8	9.1	8.3	12.8	10.5
	별도	13.9	9.1	13.8	13.7	10.5	8.1	11.6	9.2

주: PKG OP growth는 양사 별도 기준 실적을 베이스로 산출

자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

Q growth 둔화 &
ASP 하락세로 전환

업계 중 모두투어가 유일하게
ASP 방어하고 있으나
비용 증가해 OP 증가하기
쉽지 않은 구조

현재 업황의 흐름을 고려했을 때 여행업체들의 하반기 실적이 서프라이즈를 기록할 가능성은 높지 않다. 상반기 실적을 통해 확인되고 있는 바와 같이 1) 패키지 송출객(Q) 성장률이 전년 동기 대비 크게 낮아지고 있으며 2) 항공료 하락 및 전년 대비 비우호적인 연휴 배치로 장거리 수요가 감소하면서 평균판매단가(P)가 감소하고 있기 때문이다.

업체 중에서는 모두투어만이 저가 상품을 자회사인 '자유투어'로 집중시키며 본사 ASP 하락을 방어하는 데 성공하고 있다. 그러나 동사 또한 지난해부터 홈쇼핑 방송 횟수가 늘어나며 수수료 비중이 빠르게 증가하고 있다. 이는 ASP가 하락하는 것과 같은 효과를 놓아 이의 성장이 쉽지 않은 환경을 만든다. 상대적으로 높은 가격을 수성하는 대신 수수료 비율이 증가하는 구조(P 방어, C 증가)로 이해할 수 있다.

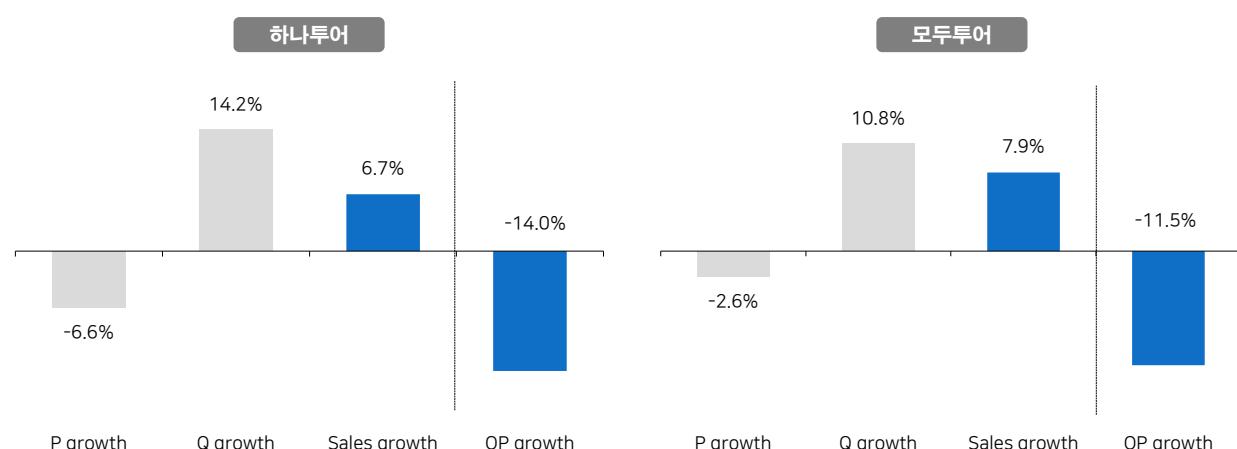
그림11 모두투어 패키지 매출 대비 관련 수수료 비중 우상향 트렌드



주: 모두투어 패키지 매출액 대비 지급수수료 비중

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림12 상반기 패키지 P, Q, 영업이익 성장률



주: 매출 성장률은 전년도와 동일한 기준으로 환산. 영업이익 성장률은 별도 기준

자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터

매수 시점 아직 기다려야

때문에 지금은 Top-line 성장이 bottom-line으로 연결되는지 지켜볼 시기다. 상반기 실적에서 보이는 비용 증가를, '하반기에 얼마나 효율적으로 재배치하는가(혹은 증가 폭을 제한하는가)'가 하반기 이익 성장의 폭을 좌우할 것이다. 당사는 이를 근거로 비중을 확대하기에 아직 이르다는 판단이다.

2. 산업전망: 여행업의 성장≠여행업체의 성장

1) 여행 산업, 성장은 올해도 지속된다

여행 산업, 성장 궤도에서 아직
내려오지 않았다

당사 또한 여행 산업 자체는 성장함에 동의한다. 잠재 수요를 실질 수요로 연결하는 요소들이 산업에 긍정적인 방향으로 작용하고 있고 수급 불균형의 주 원인이었던 공급 요소도 올해 크게 늘어나기 때문이다.

① 수요

1) 수요: 지출의 Rebalancing이
뒷받침된 여행지출 증가세 지속

2011~2016년 사이 가계 소득이 연평균 2.8% 성장하는 데 그친 데 반해, 단체 여행비는 연평균 12.4% 성장했다^{주)}. 심지어 동기간 소비 지출의 증가 속도는 소득 증가 속도를 하회했다. 이렇듯 소득도 소비지출도 크게 증가하지 않은 데 반해 여행 지출이 빠르게 증가할 수 있었던 이유는 가계 지출의 Rebalancing이 병행되었기 때문이다.

의복, 음식료 등 필수품에 대한 브랜드 로열티가 떨어지면서 가계는 NB 제품을 PB 상품이 대체하기 시작했고, 이에 따라 생활필수품에 대한 지출 비중은 줄어들었다. 줄어든 생필품 예산은 오락/문화 부분으로 재배치되었다.

주) 자유여행의 경우 가계지출 내 대응되는 항목이 없어 단체 여행비(패키지) 항목을 대체 활용.
지난 5년간 패키지 여행과 전체 여행 산업이 동행한 바 있음

표5 5년간 소득 증가율 연평균 2.8%에 그친 데 반해 여행 지출은 동기간 2배 가까이 증가

(천원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	5y CAGR (%)
소득	4249	4492	4606	4735	4817	4884	2.8%
% YoY growth	6.0%	5.7%	2.5%	2.8%	1.7%	1.4%	
소비지출	2531	2622	2655	2724	2723	2740	1.6%
% YoY growth	4.0%	3.6%	1.3%	2.6%	0.0%	0.6%	
식료품지출	340	355	357	359	361	355	0.9%
% YoY growth	6.5%	4.6%	0.6%	0.5%	0.7%	-1.6%	
의류지출	172	182	187	184	175	171	0.0%
% YoY growth	8.7%	6.1%	2.5%	-1.6%	-4.5%	-2.3%	
오락/문화 지출	144	152	151	160	163	164	2.6%
% YoY growth	3.2%	5.3%	-0.3%	5.6%	1.9%	0.5%	
단체여행비 (원)	20,855	28,952	28,442	32,254	34,274	37,368	12.4%
% YoY growth	-1.3%	38.8%	-1.8%	13.4%	6.3%	9.0%	
단체여행비 비중 (%)	0.82%	1.10%	1.07%	1.18%	1.26%	1.36%	

주: 가구당 월평균 가계수지(도시 2인이상 근로자가구 기준) 데이터.

단체 여행비 비중은 전체 소비지출 내 단체 여행비 비중을 의미함

자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

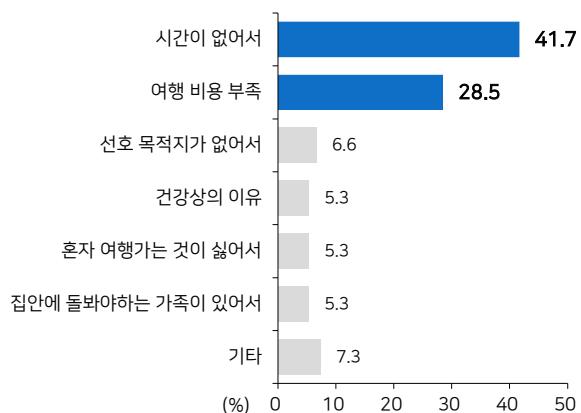
‘경험 소비’ 증가는 연소득
3만달러 근접한 대부분 국가에서
확인되는 현상

한국의 2017년 기준 인당 국민소득은 29,745달러로 3만달러에 다다랐다. 미래학자 토마스 프레이 다빈치연구소장에 따르면, 국민 소득이 3만달러에 가까워지면 매슬로의 욕구 5단계 중 자아실현의 욕구에 가까운 소비가 증가한다. 특히 여행과 같은 ‘경험 소비’에 대한 욕구가 증가한다고 주장한다. 우리나라 가계의 여행 지출 증가 또한 같은 맥락에서 이해할 수 있다.

여행 수요, 더 늘 수 있다
1) 1인 가구 증가
2) 근로 시간 단축 정책

그렇다면 여행 수요는 더 증가할 수 있을까? 설문조사에 따르면, 여행에 대한 잠재 수요를 실천으로 옮기는데 방해하는 주요 요소로 1) 시간과 2) 예산(비용)이 언급된다. 결국 잠재 수요를 실행으로 이끌어내기 위해서는 ‘경제적, 시간적 여유’가 필요하다. 당사는 1인 가구의 증가, 근로 시간 단축 정책이 향후 가계의 여행에 대한 잠재 수요를 실제 수요로 이끌어 내는데 긍정적 역할을 한다고 예상한다.

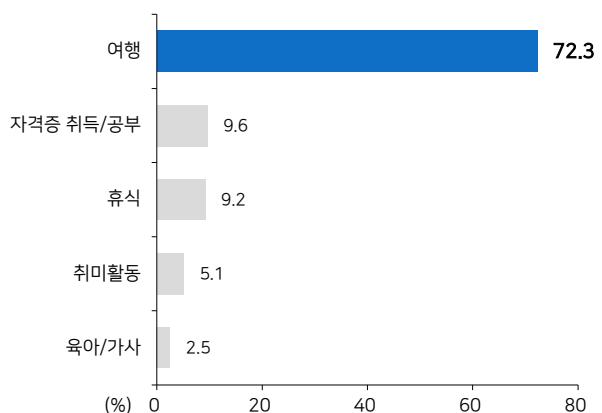
그림13 당신이 여행을 가지 못하는 이유는?



주: 3월 13~15일 전국 성인남녀 1,000명 대상 설문 조사

자료: 마크로밀엠브레인, 메리츠종금증권 리서치센터

그림14 휴가가 생기면 하고 싶은 일은? 여행!



주: 직장인 대상 안식휴가 생기면 하고 싶은 일은?

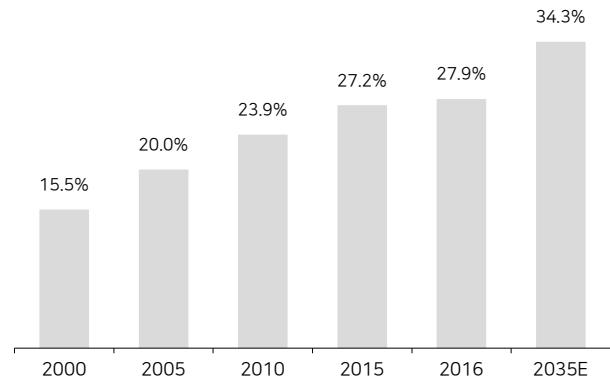
자료: 휴넷, 메리츠종금증권 리서치센터

1) 1인 가구: ‘나’를 위한 예산
비중 가장 높은 가구

통계청에 따르면 2016년 28% 수준인 1인 가구 비중은 2035년 34%까지 확대될 전망이다. 1인 가구 비중 증가는 가계 지출 내 여행 비중 확대에 긍정적 영향을 미친다. 부양 가족 부담이 상대적으로 적은 1인 가구 비중이 증가하는 것은 전체 평균 가구의 가계 지출 내 개인을 위한 소비 증가를 야기할 가능성이 높기 때문이다.

예컨대, 3인이상 가구의 소비지출 내 교육비 비중은 17%인데 반해 1인가구와 2인가구의 교육비 항목 비중은 2~3%로 10%p 이상 낮다. 때문에 1인 가구의 비중 증가는 예산 자유도가 높은 가구 비중이 증가한다는 점에서 여행 산업에 긍정적이다.

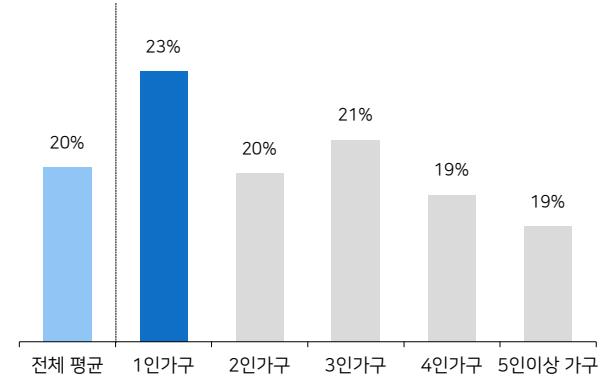
그림15 2035년에는 세 가구 중 한 가구가 1인 가구



주: 전체 가구 중 1인 가구 비중 및 전망

자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

그림16 외식/숙박+오락/문화 비중, 1인 가구가 가장 높아



주: 소비 지출 내 외식/숙박+오락/문화 비중

자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

2) 근로 시간 단축 정책:
여가 시간 확대

앞서 언급된 바와 같이 해외 여행을 가지 않는 이들은 주된 이유로 '시간 부족 (41.7%)'을 가장 많이 언급한다. 향후 시간적 여유가 증가하면 여행 수요가 증가할 것이라 판단하는 근거다.

특히 이번 정부의 주된 정책이 '주 52시간 근무제' 및 휴가 사용 장려 문화의 정착에 초점이 맞춰진 만큼, 향후 사람들의 여가 희망 시간과 실질 여가 시간 사이의 간극은 한결 완화될 전망이다.

그림17 휴가 부여 일수, 평균 15.1일에 달하지만

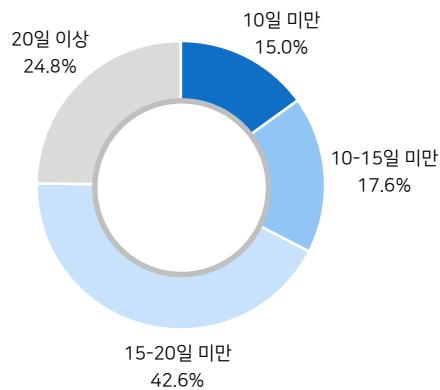
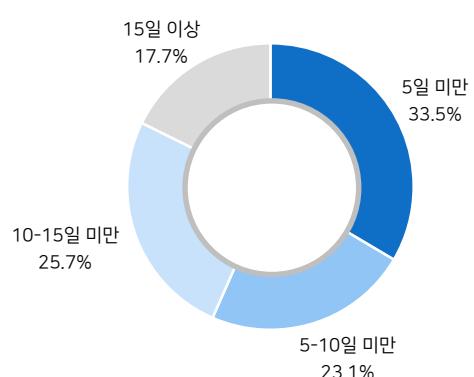
주: 휴가 부여 일수. 근로자 휴가실태조사 결과 인용
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

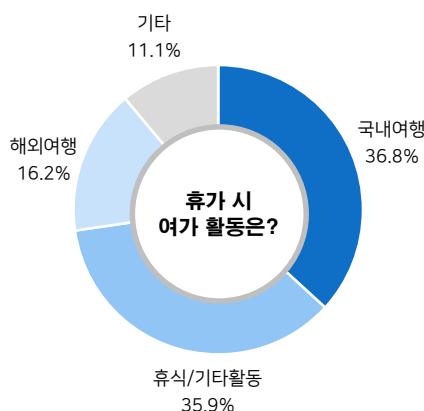
그림18 실제 사용 일수는 평균 7.9일에 불과

주: 휴가 사용 일수. 근로자 휴가실태조사 결과 인용
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

사회적 분위기 형성 시,
근로자들의 연간 연차 사용일은
기존 7.9일에서 11.3일로
약 40% 증가

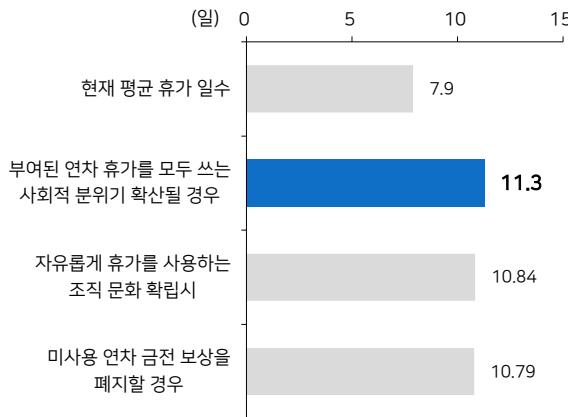
조사에 따르면, 근로자들은 휴가 시 여가 활동으로 전체의 52%가 여행(국내 혹은 해외)을 택하고 있다. 향후 휴가 확대는 여행 지출 증가를 야기할 것이라는 주장을 뒷받침한다. 근로자 휴가실태조사에 따르면 근로자들은 부여된 연차휴가를 모두 쓰는 사회적 분위기가 확산될 경우 현재보다 3.4일 늘어난 11.3일을 휴가로 사용할 의향을 보였다. 단순 휴가 일수로 계산 시, 연차를 전부 소진하는 사회적 분위기의 확산은 여행산업이 기존 대비 40% 성장할 여력을 확보하게 할 것이라는 점에 주목해야 한다.

그림19 휴가 시 여가 활동은? 절반이 여행을 선택



주: 휴가 시 선택 여가 활동
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림20 사회적 분위기만 형성된다면 연차 소진 3.4일 증가할 것



주: 사회적 조건에 따른 근로자의 연간 휴가 예상 일수
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

결국 여행에 대한 수요는 1인가구 증가 및 근로 시간 단축 정책에 힘입어 확대가 지속될 것이다.

② 공급

2) 공급:
인천 제 2여객터미널 효과

관점을 바꾸어 공급 측면에서 바라보더라도 여행 시장이 확대 국면에 있음을 확인 할 수 있다. 2018년 1월 18일 인천공항 제2여객터미널이 개장했다. 제1여객터미널 대비 40%(1,800만명) 수용 능력을 보유한 2터미널에는 기존 1터미널에 위치하던 SkyTeam(대한항공, 에어프랑스, 델타항공, KLM네덜란드)이 옮겨 왔다.

LCC 와 외항사 비중 확대는

SkyTeam이 사용하던 기존 1터미널 자리는 1) LCC(저비용항공사)와 2) 외항사가 채울 것으로 알려져 있다. LCC는 주지하는 바와 같이 평균 항공료를 낮추는 요소이며, 외항사의 국내 취항은 공급을 늘리면서 국내 FSC(대한항공, 아시아나)의 동구간 항공료를 하락시킨다.

더 적은 비용으로도 여행 가능하게 해 수요층 확대

이는 더 적은 비용으로 여행이 가능하게 해 상품 가격 하락에 따른 수요층 확대가 기대된다. 이렇듯 수요와 공급 곡선이 우측으로 이동하며 새로운 균형점에 도달, 시장 규모를 확대시키고 있다. 이에 근거하여 당사는 2018년 출국자수(승무원 제외)는 총 2,484만명으로 전년 대비 14.5% 증가한다고 추정한다.

그림21 출국자수 성장 전망: 2018년 15% YoY 성장할 것



주: 출국자 수는 승무원 제외

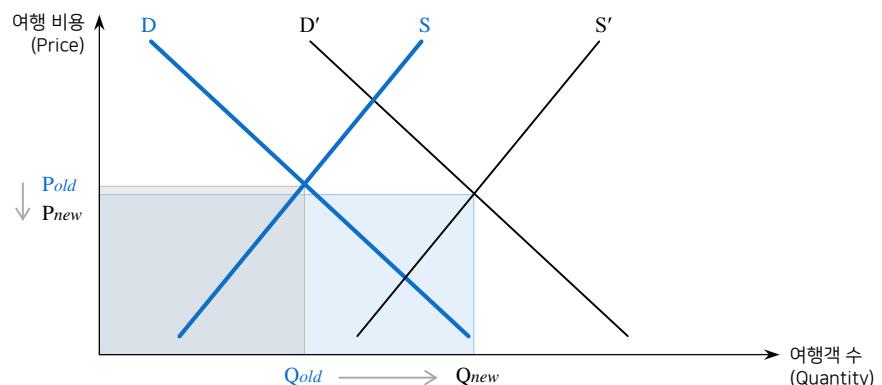
자료: 한국관광공사, 메리츠증금증권 리서치센터

표6 인천 제2여객터미널 효과: 수용 가능 인원 40% 증가

여객터미널	1,2단계	3단계	3단계 후
	T1	T2	T+T2
최대 여객 수용 인원	4,400만명	1,800만명	6,200만명
화물 터미널	450만t	130만t	580만t
교통 센터	25만m ²	13.5만m ²	43일
셔틀 트레인	0.9km 복선셔틀	1.5km 복선셔틀	
여객계류장	108개소	56개소	164개소
화물계류장	36개소	21개소	57개소

자료: 인천공항공사, 메리츠증금증권 리서치센터

그림22 수요-공급의 우하향: 더 낮은 여행 가격으로 더 많은 소비자를 유인, 시장 규모 확대 중



자료: 메리츠증금증권 리서치센터

2) FIT가 잠식하는 여행시장

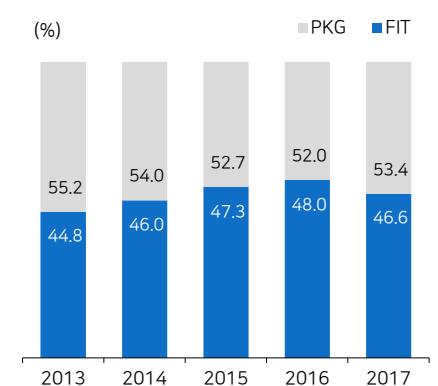
여행업 호황, 그러나 FIT가 잠식하는 트렌드 지속

앞으로 더 많은 사람이 여행을 떠난다고 예상됨에도 불구하고 국내 여행업체들의 주요 사업인 패키지 사업의 향후 전망은 그리 밝지 않다. FIT(개별 자유여행)가 패키지를 잠식하는 트렌드가 지속되고 있기 때문이다.

한국여행협회(이하 KATA)에 따르면 회원사 송출 실적 기준 패키지 송객 비중은 2013년 55.2%에서 2017년 53.4%로 2%p 가까이 감소했다. FIT 수요인 에어텔이 패키지로 분류되는 점을 고려하면 실제 패키지의 비중은 30% 후반으로 추정된다.

지난해 패키지 비중은 재 상승한 바 있는데, 이는 FIT 고객의 KATA 비회원사를 통한 예약(예를 들면 항공사 직접 예약, 해외 사이트를 통한 예약)이 많아진 데 따른 결과로 해석된다. 실제로 총 출국자수 대비 KATA 회원사를 통한 송객 비중은 2016년 73.2%에서 지난해 69.9%로 지표가 발표된 이래 처음으로 감소했다.

그림23 PKG vs. FIT: FIT가 패키지 비중 잠식하는 추세 지속



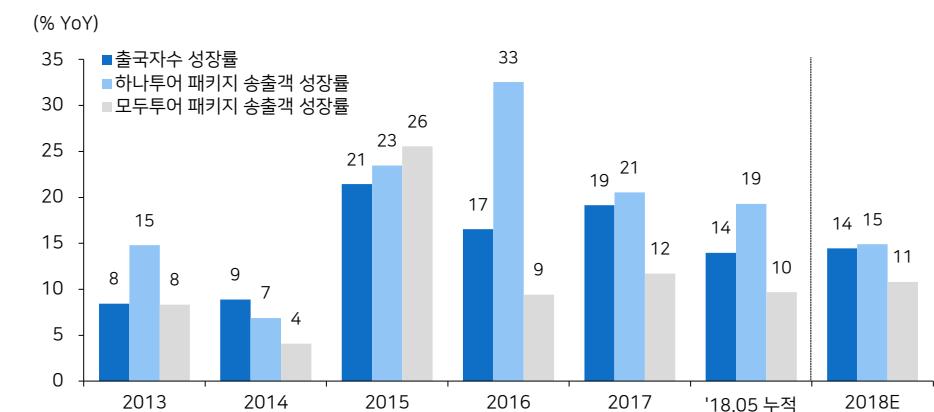
자료: KATA, 메리츠종금증권 리서치센터

표7 2017년 KATA 데이터에서 패키지 비중 늘어난 것은 KATA회원사를 통한 송객 비중이 줄었기 때문

(천명)	2013	2014	2015	2016	2017
KATA회원사 통한 패키지 송출 (A)	5,128	5,679	7,069	8,512	9,880
KATA회원사 통한 FIT 송출객 (B)	4,162	4,829	6,351	7,867	8,633
KATA회원사를 통한 해외여행객 (A+B)	9,291	10,508	13,420	16,379	18,513
출국자수(승무원 외) (C)	14,846	16,081	19,310	23,383	26,496
C-A	9,718	10,402	12,241	13,871	16,617
KATA회원사를 통한 송객 비중 (A+B)/C	62.6%	65.3%	69.5%	73.2%	69.9%
패키지 비중 (A/C)	35%	35%	37%	38%	37%
FIT 비중 (1-A/C)	65%	65%	63%	62%	3%

자료: KATA, 한국관광공사 데이터를 메리츠종금증권 리서치센터 가공

그림24 패키지 Top tier들도 출국자 수 성장 따라가기 벅차



자료: 한국관광공사, 하나투어, 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터

최근 '패키지 봄' 이끈 베이비부머 세대의 은퇴도 막바지 임박

최근 패키지 성장에 기여한 대부분의 수요는 베이비부머 은퇴에 따른 5060 세대의 생애 첫 여행 수요로부터 발생했다. 그러나 올해 한국의 베이비부머(현재 55세 ~63세) '막내' 세대가 은퇴연령에 접어들어 이에 기댄 성장 역시 상당 부분 마무리 지어질 전망이다. 당사는 여행 경험이 증가함에 따라 이들 또한 장기적으로 FIT 시장에 흡수될 가능성을 열어두어야 한다고 판단한다.

FIT 여행객 성장률이 상대적으로 높을 것으로 전망하는 근거는 다음 두 가지다.

1) 한국인의 여행특성과 2) 기술 발전이다.

1) 한국인, '짧게 자주' 여행:

① '짧게': 근거리 국가 위주

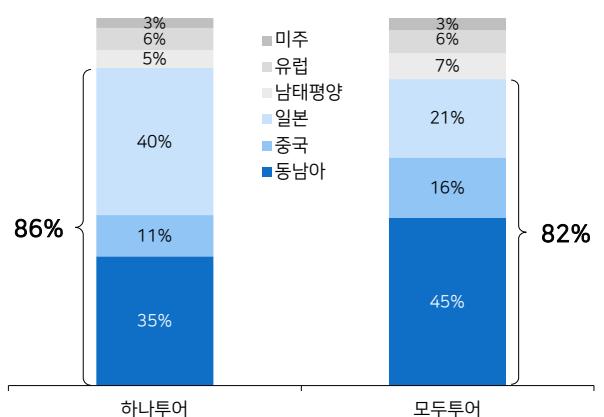
짧은 여행 즐겨

먼저, 한국인 해외 여행의 특징은 '짧게 자주' 간다는 데 있다.

패키지 여행시장 내 1,2위를 점하는 하나투어와 모두투어의 상품에서 가장 큰 비중을 차지하는 여행지는 일본, 동남아, 중국이다. 이들 국가를 대상으로 하는 패키지 상품의 특징은 여행일수가 5일 내외로 비교적 '짧다'.

이러한 특징은 패키지뿐만 아니라 FIT에서도 드러난다. FIT 여행객이 이용하는 '스카이스캐너'에서도 한국인의 근거리 위주 짧은 여행 특성은 잘 드러난다. 스카이스캐너에 따르면, 2016년 한국인 항공권 검색 약 2,600만건을 분석한 결과 한국인의 항공권 검색률이 가장 높았던 여행지는 오사카, 제주, 도쿄다. 이를 포함해 상위 10곳 중 非아시아 지역은 미국 팜이 유일해 대부분 단거리 지역에 집중되어 있음을 알 수 있다.

그림25 하나투어, 모두투어 모두 단거리 패키지 비율 80% 넘어



주: 2017년 하나투어 및 모두투어의 패키지 출발객 내 여행지 별 점유율
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림26 한국인 자유 여행지: 단거리가 대부분

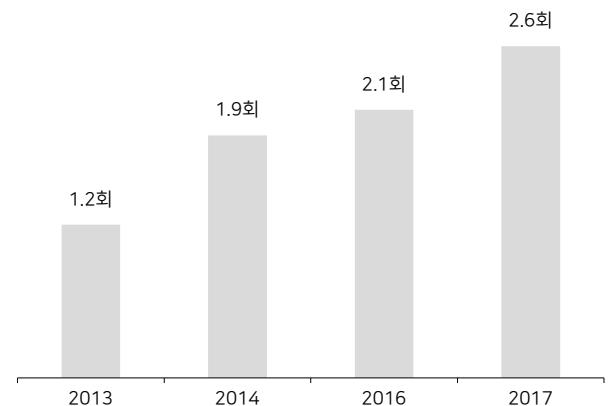


주: 2016년 스카이스캐너 검색 기준 한국인의 자유여행 트렌드
자료: 스카이스캐너, 메리츠증권 리서치센터

② '자주': 연간 여행 횟수,
글로벌 평균 대비 2배

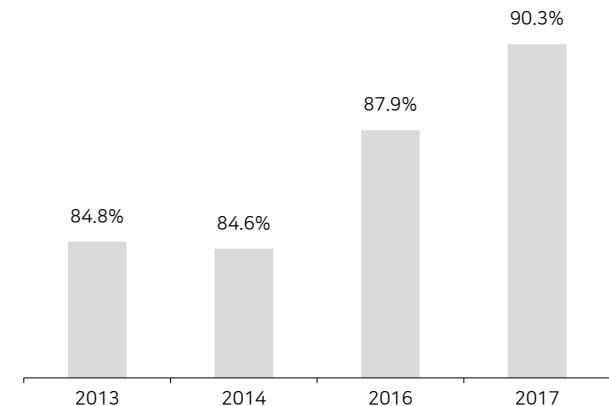
둘째, 한국인은 이전보다 더 '자주' 여행을 떠나고 있다. 지난해 발표된 '2017 아웃바운드 현황 및 트렌드 조사 보고서'에 따르면 만 18세 이상 해외여행 경험자의 연평균 해외 여행 횟수는 2013년 1.2회에서 2017년 2.6회로 2배 이상 증가했다. 글로벌 평균이 1.25회라는 점을 감안했을 때 이는 2배 가량 높은 수치다.

그림27 연 해외여행 횟수: 2013년 1.2회에서 2017년 2.6회로



자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 내년 해외여행 의향 변화



자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

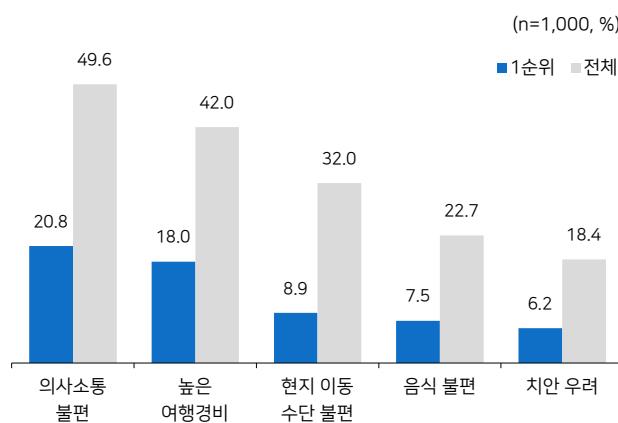
한국인 여행 스타일은 FIT
수요로 흡수될 가능성 높아

이처럼 근거리 여행의 비중이 높고 연간 여행 횟수가 타국가 대비 높다는 것은 여행지를 반복해 갈 가능성이 높음을 의미한다. 동일한 여행지를 2회 이상 방문하는 여행객 입장에서는 대부분 비슷한 일정을 갖는 패키지 상품을 선택하기보다는 FIT를 통해 좀 더 현지의 문화를 체험할 수 있는 '자신만의 여행'을 만들고 싶어 할 가능성이 높다.

2) IT 발전, FIT 편의성 증대: 언어적 장벽 해소

FIT 시장이 전체 시장을 주도할 것으로 판단하는 두 번째 근거는 IT발달로 여행객들이 보다 편리하게 여행을 즐길 수 있는 환경이 조성되고 있다는 데 있다. 2017년 한국관광공사 발표에 따르면 여행객들은 해외여행 시 가장 불편한 점으로 '의사 소통'을 꼽는다. 그러나 최근 '구글의 음성 번역기', 갤럭시 '빅스비', 네이버 '파파고' 등 해외여행을 지원하는 어플리케이션과 서비스가 확대되면서 여행자들의 불편함은 점점 줄어들고 있다. 이 같은 AI의 발전은 자유여행객들의 여행을 더욱 편리하게 하고 있어 FIT의 장기적 우세를 지지한다.

그림29 불편사항 1위 '의사 소통', IT 발달로 해결 가능성 높아져



주: 2017년 해외여행 시 불편사항 설문조사 결과
자료: 한국관광공사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림30 해외여행 지원 어플 증가는 여행을 더욱 편리하게!



자료: Google, 메리츠종금증권 리서치센터

FIT로 국내 여행사들이
수익 창출하는 방법은 이익이 거의
남지 않는 항공권 판매가 유일

문제의 핵심은 폭발적으로 성장하는 FIT 고객을 통해 국내 여행업체들이 수익을 창출하는 방법은 항공권 판매가 유일하다는 점이다. 당시 추정에 따르면 하나투어, 모두투어, 그리고 인터파크의 항공권 매출 전환율은 각각 1.8%, 2.6%, 4%에 불과하다. 100만원짜리 항공권을 팔면 하나투어는 18,000원, 모두투어는 26,000원, 그리고 인터파크는 40,000원만이 매출로 인식됨을 의미다. 여기서 수수료, 관련 인건비/시스템 비용 등을 제외하면 항공권 매출을 통한 이익은 사실상 제로에 가깝다.

인벤토리, 가격 면에서 국내
업체가 글로벌 OTA 이길 길 없어

결국, FIT monetizing을 위해서는 항공권을 구매하는 고객 트래픽을 호텔로 연결해야 한다. 그러나 주지하는 바와 같이 이 분야는 이미 글로벌 OTA들이 장악한 상황이다. 부킹닷컴, 아고다 등 글로벌 OTA는 방대한 인벤토리와 전세계 최저가 정책을 앞세워 국내 시장을 적극적으로 침식해왔다. 때문에 국내 여행업체들에게 FIT 고객은 수익 창출에 별다른 도움이 되지 못하고 있다.

3) Q 늘지만 P 빠지고 C 늘면서 이익 크게 늘지 않아

패키지에 집중할 수 밖에 없는
국내 여행업 현실

여행 시장 내 FIT의 비중이 점차 높아지고 있음에도 불구하고, 국내 여행업체들은 이 부문에서 이익을 창출하지 못하고 있다. 결국 업체들은 패키지에 집중할 수 밖에 없다.

올해 인천공항 제2여객 터미널로 Q(Quantity)가 크게 증가함에도 불구하고 국내 여행업체들의 2018년 영업이익 성장은 크지 않다고 전망한다. 이는 P(Price)가 하락하며 매출 성장을 둔화시키고 있는데 더해 C(Cost)가 늘어나고 있어 전년도와 유사한 매출로는 감익을 피하기 어려워졌기 때문이다.

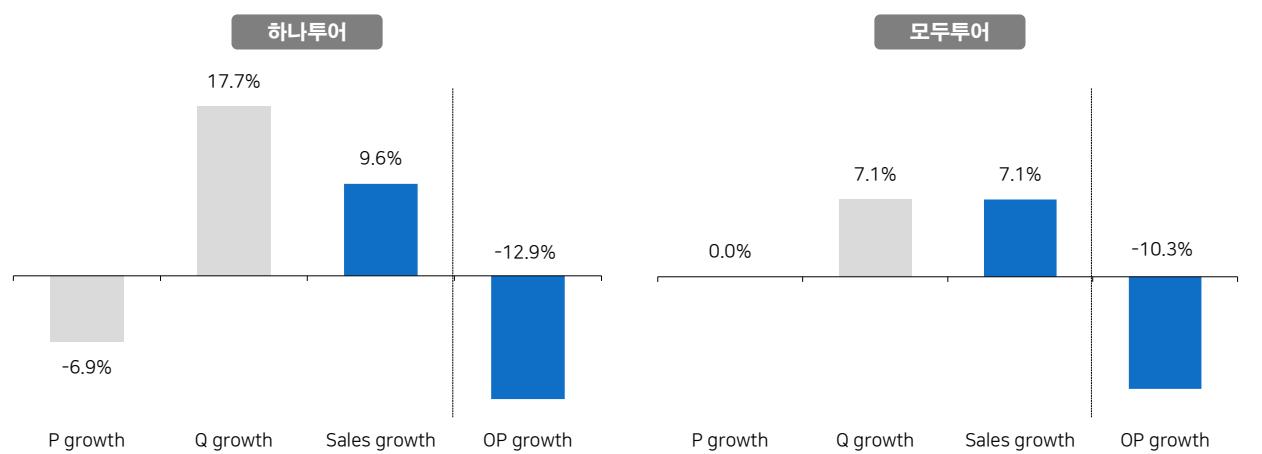
대형 여행 2사, 1Q18 탑라인
성장에도 불구하고 비용 증가로
감익

이는 하나투어와 모두투어의 지난 1분기 실적에서 잘 드러난다. 패키지 사업을 기준으로 양사는 7~10%에 가까운 매출 성장을 기록했지만 비용이 증가하는 속도가 더욱 빨라 감익을 면치 못했다. 인터파크 또한 1분기 패키지 송출객 수는 전년동기 대비 17% 증가했지만, ASP 하락 및 비용 증가로 영업이익은 전년 동기 대비 1/4 수준으로 감소했다.

2분기 매출 증가할 업체는
대형 2社 정도

물론 1분기만의 이익 평가로 연간 흐름을 예측하는 것이 선부를 수 있으나, 업계에 따르면 현재까지 2분기 역시 10%대 매출 성장이 전망되는 업체는 하나투어와 모두투어 정도로 압축된다. 중소 여행업체들은 지난해와 유사한 수준이거나 감소하는 추세로 알려져, 업체들의 Top line 사수를 위한 경쟁 비용 증가는 하반기에 이어질 전망이다.

그림31 1Q18 P, Q, Sales, 그리고 OP growth



주: 패키지 사업 기준. 영업이익은 별도 기준 이익을 활용

자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터

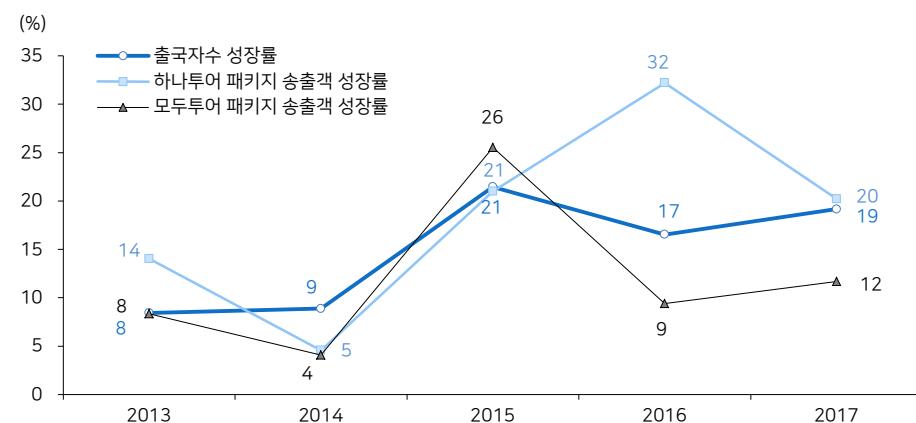
대형 여행 2 사 올해 별도
이익 성장은 10% 안팎

과거, 출국자 증가에도
이익 늘지 않은 경우 있어:
이유는 ASP 하락 때문

이러한 근거를 바탕으로, 여행 Top 2 업체의 2018년 연간 별도 영업이익은 전년 대비 10% 성장을 추정한다.

2013년 이후 출국자수는 연평균 15% 성장한 바 있다. 동기간 하나투어와 모두투어의 패키지 송출객 수 또한 각각 19%, 12% 늘어났다. 우호적인 볼륨 지표에도 두 업체의 패키지 이익은 크게 늘지 않았다. 이는 여행 업체 이익 대부분을 설명하는 패키지 상품의 ASP(평균판매단가)가 하락해 볼륨 성장이 매출 성장으로 온전히 이어지지 못했기 때문이다.

그림32 패키지 송출객 수 성장은 지속되어 왔다



주: 출국자수는 승무원을 제외한 수치. 출국자수 성장을 대비 하나투어와 모두투어의 패키지 송출객 성장을
자료: 한국관광공사, 하나투어, 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

이익은 Q보다 P와 correlation
높아

특히 과거 사례에서 여행업체들의 이익은 Q보다는 P에 더 민감한 것으로 나타난다. 올해 인천공항 확장으로 ASP가 하락 기조로 돌아설 가능성이 높다고 판단한다. 이는 패키지 가격의 절반을 구성하는 '항공료'가 하락할 것으로 추정하기 때문이다.

항공료 하락을 전망하는 이유:
1) LCC 및 2) 외항사 비중 증가

앞서 언급한 바와 같이 올해 1월, 기존 1터미널에 위치하던 SkyTeam 동맹인 대한항공, 에어프랑스, 멜타항공, 그리고 KLM네덜란드가 2터미널로 이전했다. 이들이 이동하고 빈 1터미널의 자리는 대부분 1) LCC(저비용항공사)와 2) 외항사가 채울 예정이다. LCC는 주지하는 바와 같이 평균 항공료를 내리는 요소이며, 외항사의 국내 취항은 장거리 공급을 늘리면서 국내 FSC(대한항공, 아시아나)의 동구간 항공료를 하락시킨다.

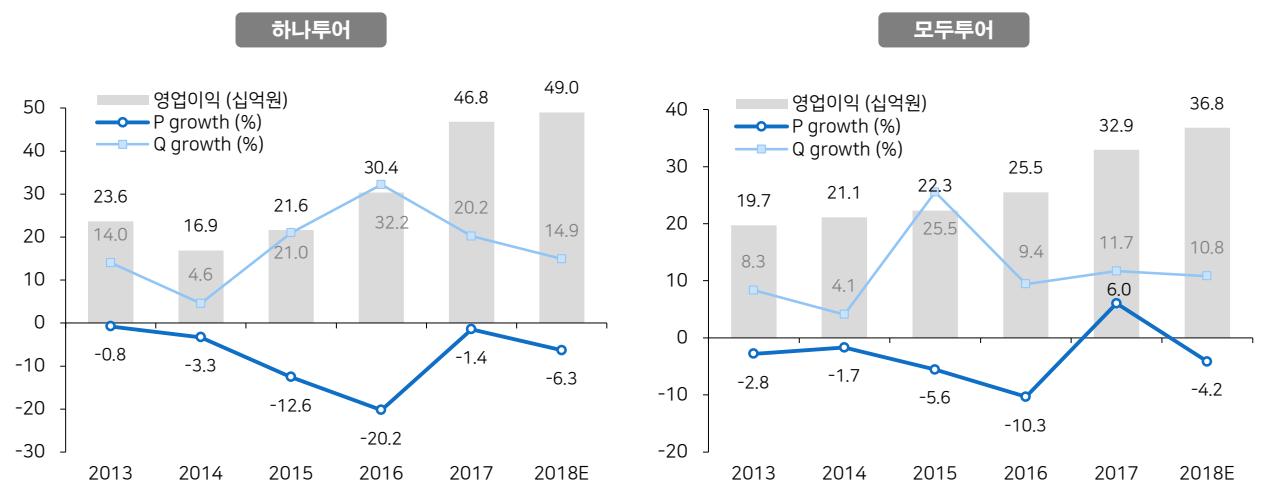
항공료 ↓ → ASP ↓
(∵ 원가연동구조)

항공료가 내리면 원가가 하락하지 않겠냐는 시각이 많으나 실상은 그렇지 않다. 이는 패키지 산업의 독특한 가격 결정 구조 때문인데, 패키지 판매가격은 원가(항공료+지상비)에 정률의 Mark-up(여행업체 입장에서의 매출)을 더하는 '원가연동구조'로 결정된다. 때문에 패키지 가격의 절반을 구성하는 '항공료'가 하락하면서 패키지 ASP도 하락한다고 본다.

**높은 수요가 야기한 항공권
가격 상승이 2017년 패키지
ASP의 주 요인**

2017년의 경우가 정확히 반대 케이스에 해당한다. 2017년에는 인천공항이 실제 처리할 수 있는 Capa 대비 10% 초과 처리한 것으로 알려져 있다. 이러한 초과수요 덕분에 항공사들은 평년 대비 비싼 가격에 항공권을 판매할 수 있었고, 이는 곧 패키지 판매가격에 반영되었다. 덕분에 2017년 하나투어와 모두투어의 ASP는 하락 방어 혹은 상승할 수 있었다.

그림33 패키지 P, Q growth 및 영업 이익 관계



주: 하나투어, 모두투어 별도 기준

자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터

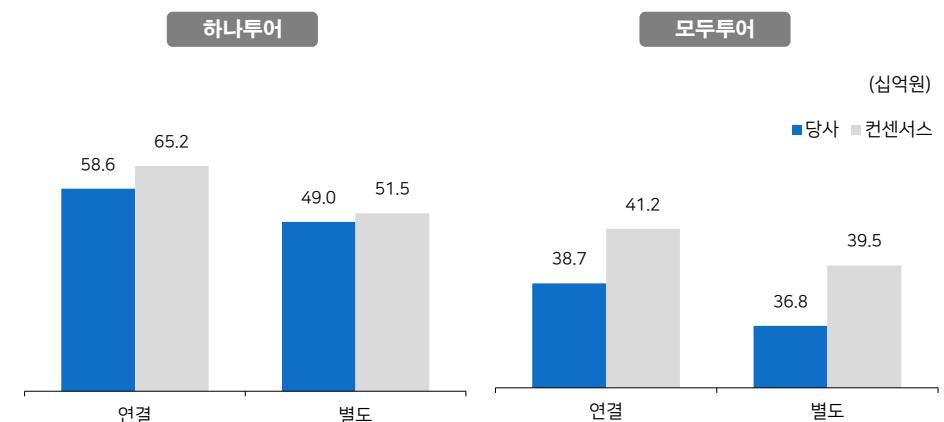
업황 경색 속도 빨라 비용 증가
컨트롤하기 어려워

게다가 최근 업황 경색 속도가 예상보다 빨라 업체들의 경쟁비용은 당분간 감소하기 어려워 보인다. 이러한 전망에 근거하여, 하나투어와 모두투어의 최근 컨센서스 하향 조정에도 불구하고, 이를 소폭 하회하는 실적을 전망한다.

하나투어와 모두투어의 2018년 별도 기준 영업이익 성장률(YoY)은 각각 4.7%, 11.8%으로 추정한다. 모두투어가 지난해 4분기 일회성 TV광고 관련 비용으로 40억원을 추가 집행한 점을 감안하면, 두 업체 모두 2018년 별도 이익 성장은 한자릿수에 머물겠다.

당사 추정을 상회할 업사이드 리스크로는 1) 예상을 뛰어넘는 패키지 성장률, 그리고 2) 자회사 텐어라운드 가속화가 있다. 중국 입국자 수가 빠르게 증가하고 있어 인바운드 사업의 적자 축소가 예상보다 클 수 있다는 점을 제외하면, 전사 이익을 좌우할 서프라이즈는 사실상 기대하기 어렵다.

그림34 별도 및 연결 영업이익 (당사 vs. 컨센서스)



자료: FnGuide, 메리츠종금증권 리서치센터

표8 하반기, 예상된 실적 호조가 나와야 증익 가능한 상황

(%)		2013	2014	2015	2016	2017	1H18(E)	2018E
하나투어	P growth	-0.8	-3.3	-12.6	-20.2	-1.4	-6.6	-6.5
	Q growth	14.0	4.6	21.0	32.2	20.2	14.2	14.9
	영업이익 (십억원)	36.5	31.4	34.8	30.4	46.8	21.1	49.0
	영업이익 growth	5.2	-14.0	10.8	-12.7	54.1	-14.0	4.7
모두투어	P growth	-2.8	-1.7	-5.6	-10.3	6.0	-2.6	-4.2
	Q growth	8.3	4.1	25.5	9.4	11.7	10.8	10.8
	영업이익 (십억원)	19.7	21.1	22.3	25.5	32.9	17.4	36.8
	영업이익 growth	-6.8	7.2	5.6	14.2	29.1	-11.5	11.8

주: 모두투어는 2017년 4분기에 평소의 2배에 달하는 광고비를 집행해 약 40억원의 기저효과가 있음

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

3. 이슈점검: 중국이 돌아오면?

1) 인바운드 사업에 끼칠 영향

여행주의 경우 중국 인바운드 회복 수혜 제한적

여행주 또한 한중 관계 악화에 따른 피해주로 꼽히곤 한다. 그러나 지난해 여행업체들의 중국 인바운드 타격에 따른 피해는 사실 크지 않았다. 따라서 회복 정도 역시 제한적이다. 다만 면세점의 경우 고정비 감소를 통해 피해 규모를 줄여놨기 때문에, 트래픽 증가 시 규모의 경제를 확보할 수 있다는 점에서 리바운드 폭은 예상보다 클 수 있다.

인바운드 사업을 영위하는 업체는 하나투어와 모두투어 정도로 압축되는데, 두 업체의 인바운드 관련 사업으로는 면세(하나투어), 호텔(하나투어, 모두투어), 인바운드 패키지(하나투어, 모두투어)가 있다.

표9 하나투어와 모두투어의 인바운드 관련 적자: 2016년 대비 크게 늘지 않아

(십억원)	2014	2015	2016	2017
하나투어	1.8	-8.0	-32.2	-35.7
면세점 (에스엠면세점)	0.0	-6.4	-27.9	-27.6
호텔 (마크호텔)	1.4	-1.5	-3.3	-5.1
패키지 (하나투어 ITC)	0.4	-0.1	-1.0	-3.0
모두투어	-3.4	-0.6	-0.7	0.1
호텔 (모두스테이)	0.2	-0.4	-0.4	0.4
패키지 (모두투어 인터내셔널)	-3.7	-0.2	-0.3	-0.2

주: 하나투어 ITC는 영업이익 발표하지 않아 순이익으로 대체 활용

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

면세, 호텔, 패키지 순으로 회복 클 것

사업 중 타격이 컸던 부문은 면세>호텔>인바운드 패키지 순이었다. 인바운드 회복에 따른 반등 폭 또한 같은 순서다.

1) 면세점: 고정비 성 판관비 감축으로 적자 줄 것

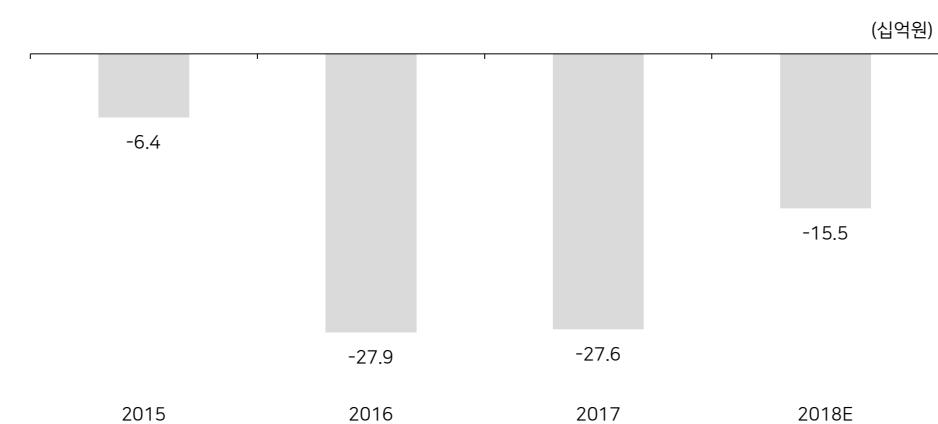
우선 가장 큰 적자 규모를 보이는 하나투어 SM면세점의 경우 2016년 이미 280억원의 적자를 기록하고 있었다. 2016년은 역대 최대 중국 관광객을 맞이하던 때였다. 적자의 근원은 1) 매출 부진에 따른 고정비 역레버리지 및 2) 지급수수료 부담이었다.

사드(THAAD) 갈등으로 적자 축소가 더욱 어려워지면서 SM면세점은 인사동 지점의 1) 면적, 2) 인력, 3) 인당 인건비 축소를 통해 고정비 성격의 판관비를 감축했다. 덕분에 지난해 상반기 180억원이던 SM면세점 적자는 하반기 90억원까지 그 폭을 줄였다.

중국인, SM 면세점까지 온다면
적자폭 추가 축소 가능

2018년 SM면세점의 적자를 155억원으로 추정한다. 이는 인사동 지점 적자 170억원, 공항면세점 소폭 흑자 가정에 기반한다. 지난 2016년 면세업 호황에도 동사의 매출 비중이 크지 않았던 점을 고려하여 인사동 면세점 적자 축소와 관련된 중국 인바운드 회복에 따른 수혜는 고려하지 않았다. 트래픽 증가로 인사동 지점의 매출이 증가할 경우 적자 축소 폭은 당사 추정보다 커질 수 있다.

그림35 중국인 인바운드 고려하지 않더라도, SM면세점 적자 올해 155억원까지 줄어



자료: SM면세점, 메리츠종금증권 리서치센터

2) 호텔: 인바운드 회복은 실적 회복을 가져올 것

중국인 인바운드를 비롯하여 방한 외국인 감소로 호텔 업종 또한 지난해 타격을 입었다.

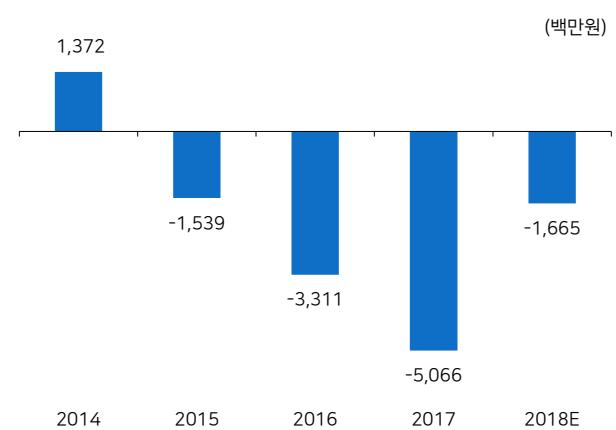
하나투어의 경우 회현에 오픈한 마크호텔 3호점의 규모가 기존 2개점 대비 2배 가량 커, 기존 2개점과는 다르게 3호점 객실의 약 30%를 중국인 단체관광객으로 채워야 했다. 이 때문에 지난해 중국 인바운드 감소로 타격을 입으며 글로벌 OTA에 입점하기 시작했다. 덕분에 OCC(객실점유율)는 하락하지 않았지만, ADR(객단가)이 하락했고 이것이 지난해 적자를 확대시킨 주요인이다.

반면 모두투어의 경우 판관비 효율화 덕분에 적자가 늘지 않았다. 지난해 4분기 발생한 일회성 이익인 컨설팅 이익(7억원)을 제외하더라도 2017년 영업적자는 2016년과 유사한 수준을 기록하는 데 성공했다. 판관비 효율화를 거친 상태로, 인바운드 회복에 따라 2018년에는 소폭의 흑자 기록도 가능하다.

전년 대비 회복은 기대되나 전사
영업이익에 영향 주기엔 규모 미미

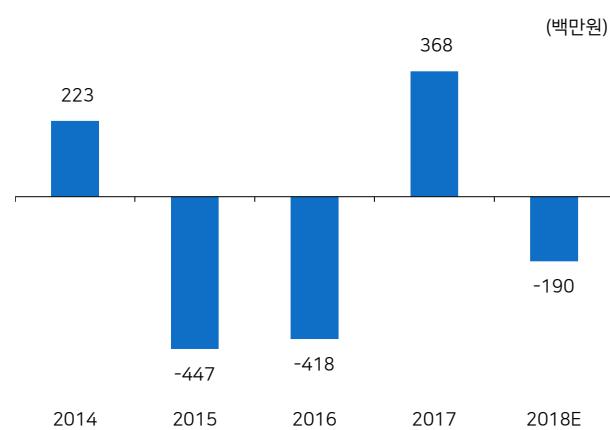
지난해 대비 두 업체의 호텔 관련 적자가 축소된다고 기대한다. 그러나 양사의 연결 기준 영업이익 대비 호텔 영업이익 비중이 작거나 미미해 전사 영업이익에 영향을 끼치기에는 부족하다. 참고로 지난해 하나투어와 모두투어의 연결 영업이익은 각각 408억원, 321억원이었다.

그림36 하나투어 2018년 호텔 적자, 2016년과 유사할 것



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림37 모두스테이, 일회성이익 제외해도 2016년과 유사해 선방



주: 모두스테이 2017년 컨설팅 이익(일회성) 7억원 발생한 바 있음

자료: 메리츠증권 리서치센터

3) 인바운드 패키지:

과거처럼 저가 상품 위주라면
적자 줄기 어려워

국내 여행업체들이 패키지 고객을 해외로 보내면, 지상비를 받고 이들을 대신해 현지에서 여행업무를 알선하는 로컬업체가 있듯이 하나투어와 모두투어 또한 타 국가에서 보낸 단체 관광객의 현지 알선 업무를 진행한다. 이러한 인바운드 패키지 업무를 수행하는 자회사가 하나투어 ITC와 모두투어 인터내셔널이다.

중국 고객 수익성 나빠 기존에도
이익 내기 어려운 구조

주지하다시피 인바운드 시장에서 가장 큰 비중을 차지하는 국가는 중국인데, 이들의 수익성이 좋지 않다. 이는 저가 한국 관광 상품에 기인한다. 한국으로 유입되는 다수의 중국 관광객은 저가 상품을 구입하고 오는데, 이 때문에 상품을 판매한 업체들은 이들을 받는 업체들에게 고객을 '판매한다'. 하나투어와 모두투어와 같은 인바운드 패키지 업체의 입장에서는 '인두세'를 지불하고 고객을 사오는데, 이를 쇼핑업체에서 지급하는 커미션을 통해 커버한다. 이 같은 구조 때문에 중국 고객들을 받아도 업체들은 수익을 내기 어려운 구조다.

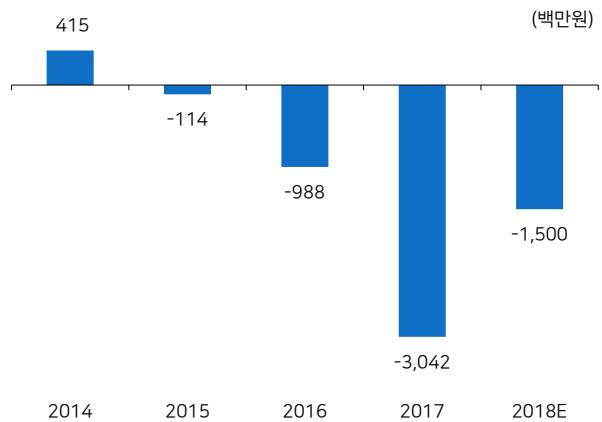
중국 정부의 저가 상품 규제가 있어 과거보다 나은 수익을 기대하고 있지만, 아직 까지는 이전과 유사한 상황이다. 과거와 같은 상황이라면 인바운드 패키지 여행업에서의 적자 규모는 크게 축소되기 어렵다.

적자 소폭 줄어들 것이나 연결
이익에 영향 미칠 정도 아냐

업체별로 살펴보면, 하나투어의 경우 SM면세점 강화를 위해 관련 사업부문 규모를 2016년부터 확대했다고 추정된다. 지난해 중국인 단체 관광객이 본격적으로 줄어들면서 역레버리지를 겪은 것으로 추정되는데, 이에 따라 올해 소폭의 적자폭 축소를 전망한다. 모두투어의 경우 판관비를 커버할 수 있는 한도로 매출 규모를 유지하고 있다. 지난해에는 판관비 효율화를 거치며 적자폭이 늘지 않은 것으로 파악되어, 올해 인바운드 회복 속도에 따라 흑자 전환도 가능하다.

다만 해당 적자 규모가 연결 영업이익에 영향을 끼치기에는 역시 그 비중이 미미하다.

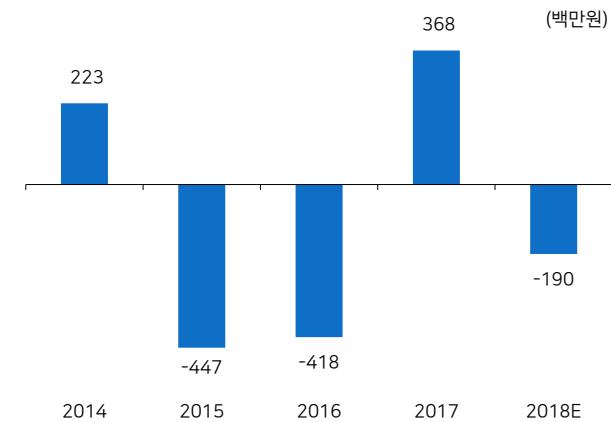
그림38 하나투어 ITC 2018년 적자, 2016년과 유사할 것



주: 하나투어ITC는 영업이익이 발표되지 않아 순이익으로 대체

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

그림39 모두투어인터내셔널, 상황에 따라 흑자도 가능



자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

전사 이익에 영향 미칠 수 있는
영역은 면세점 정도

살펴본 바와 같이, 면세점을 제외하고는 여행업체들에게 중국인 인바운드 회복이 가져다 줄 효과는 제한적이다. 다만, 하나투어의 경우 지난해 전사 영업이익이 408억원에 그쳤는데, 그 원인인 면세점 적자가 올해는 고정비 축소로 줄어듦에 따라 전사 이익 개선에 긍정적 영향을 끼칠 전망이다.

표10 인바운드 사업의 개선 폭은 하나투어가 커

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
하나투어	1.8	-8.0	-32.2	-35.7	-18.6
면세점 (에스엠면세점)	0.0	-6.4	-27.9	-27.6	-15.5
호텔 (마크호텔)	1.4	-1.5	-3.3	-5.1	-1.7
패키지 (하나투어 ITC)	0.4	-0.1	-1.0	-3.0	-1.5
모두투어	-3.4	-0.6	-0.7	0.1	-0.4
호텔 (모두스테이)	0.2	-0.4	-0.4	0.4	-0.2
패키지 (모두투어 인터내셔널)	-3.7	-0.2	-0.3	-0.2	-0.3

주: 하나투어ITC는 영업이익 발표하지 않아 순이익으로 대체 활용

자료: 메리츠증권 리서치센터

2) 아웃바운드(PKG) 사업에 끼칠 영향

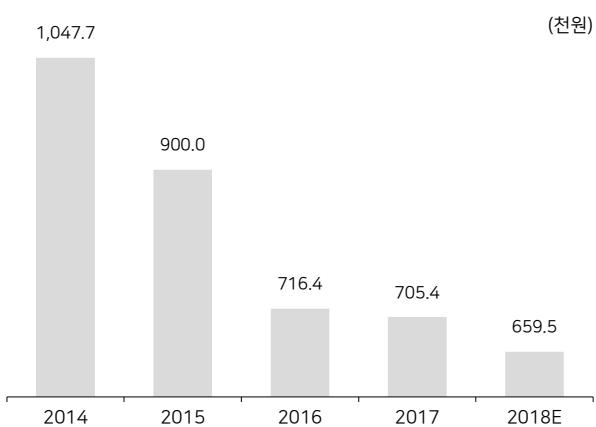
아웃바운드 내 중국 비중 축소는
오히려 긍정적 영향

이 외에도, 한중 관계 악화는 양사의 2017년 아웃바운드 사업에 영향을 미쳤다. 양국의 인적 교류 감소에 따라 항공 공급이 축소됐는데, 이로 인해 양사의 중국 비중은 전년 대비 감소했다. 그러나 두 업체에게 이로 인한 피해는 사실상 크지 않았다. 여행을 가기로 결정한 소비자들은 중국을 선택지에서 제외하였을 뿐 동남아나 일본을 대체제로 선택하며 여행 수요를 이연시키지 않았기 때문이다.

중국 비중 증가는 양사 ASP
하락을 견인할 것

하나투어의 경우 중국 수요 중 일부가 ASP(평균판매단가)가 낮은 일본으로 흡수되며 전사 ASP가 소폭 하락한 바 있으며, 모두투어의 경우에는 오히려 중국보다 ASP가 높은 동남아나 일본으로 수요가 이전되며 전사 ASP 상승을 견인했다. 항공 공급 확대로 올해 중국 비중이 늘어나면 전사 ASP는 하락을 예상한다.

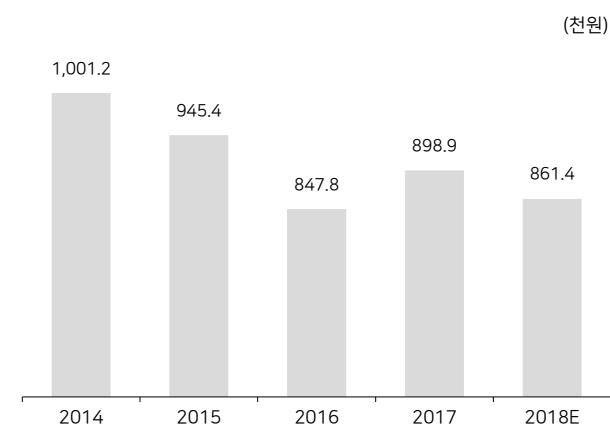
그림40 2016년 전사 평균 대비 ASP 절반 수준인
일본 비중 늘면서 하나투어 ASP 하락폭 커



주: 하나투어 연도별 패키지 ASP

자료: 하나투어, 메리츠종금증권 리서치센터

그림41 ASP 가장 낮은 중국 비중 축소되며
모두투어 Blended ASP 측면에서 수혜



주: 모두투어 연도별 패키지 ASP

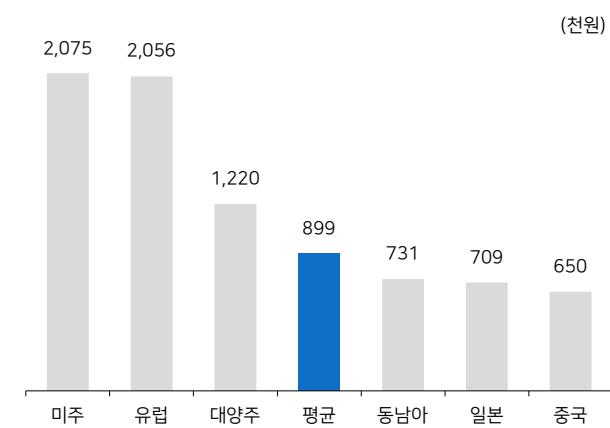
자료: 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터

그림42 2017년 하나투어 ASP: 중국은 평균 대비 76% 수준



자료: 하나투어, 메리츠종금증권 리서치센터

그림43 2017 모두투어 ASP: 중국은 평균 대비 72% 수준



자료: 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터

4. 기회요인: 밸류에이션 re-rating을 가능하게 할 요소들

다만 여행업체들의 새로운 도전에 대해서는 기대를 걸어볼 만하다. 최근 산업 내 새로운 시도는 크게 3가지로 요약되는데, 테마 패키지, 인바운드 사업 그리고 협치투어가 이에 해당한다. 특히 이 중 몇 가지 요소는 적정 밸류에이션 레벨을 높일 수 있다는 면에서 주목할 만하다.

1) 테마 패키지

여행族 늘며 소비자 욕구 다양화:
패키지의 대응은 '테마 패키지'

여행이 일상화됨에 따라 소비자 요구가 다양화되면서 패키지도 진화를 모색하고 있다. 가장 눈에 띄는 상품군은 '테마 패키지'다. 전문가가 동행하거나 식도락, 연예인과 함께하는 클럽 체험 등 목적이 분명한 상품군을 '테마 패키지'로 분류한다.

이 분야에서 가장 빨리 움직이는 업체는 하나투어다. 하나투어는 '테마여행기획팀'을 꾸려 풍부한 데이터를 활용, 다양한 테마 패키지 상품을 출시하며 소비자 기호를 파악해 상품화하는 데 적극적으로 대응하고 있다. 2위 사업자인 모두투어 역시 customized package 상품을 순차적으로 출시하며 트렌드를 쫓고 있다.

테마 패키지에 대응할 수 있는 건
대형 업체뿐

이러한 테마패키지는 송출객수가 상당 규모에 달하는 업체에서만 시도할 수 있다. 이는 단가가 비싸고 모든 고객을 대상으로 하는 상품이 아닌 만큼 모집단이 커야 수지타산에 맞는 고객 수를 확보할 수 있기 때문이다. 이러한 이유로 테마패키지 상품은 하나투어와 모두투어 중심으로 출시되고 있으며 중소업체에서는 찾아 보기 어렵다.

그림44 하나투어: 전문가와 함께 떠나는 '테마여행'



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림45 모두투어: 여행에 가치가 더해진 '컨셉투어'



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

획일적인 전통 패키지 상품으로는 다양한 소비자의 니즈를 충족시킬 수 없어 테마 패키지에 대한 업체들의 도전은 앞으로도 지속되겠다.

테마패키지
FIT 수요 패키지로 유인

테마패키지는 전통 패키지가 포괄하지 못하는 FIT 수요를 패키지 시장으로 유인할 수 있는 좋은 촉매제가 된다는 점에서 패키지 산업에 긍정적이다. 또한 테마 상품이 상대적으로 비싼 편임에도 불구하고 이른바 '가성비 중시' 소비 풍토가 무형의 여행 분야에까지 확산되면서 고객 유입은 지속적으로 늘고 있다.

손이 많이 가는 테마 패키지,
주류로 성장하기엔 한계

그러나 이러한 상품군은 전통패키지와 같이 큰 규모로 성장하기에는 구조적 한계가 존재한다. 예를 들면, 전문가 동행 혹은 연예인과 함께하는 클럽 체험과 같은 테마 패키지 상품은 인솔할 전문가 혹은 연예인이 한정되어 있어 상품이 인기 있다고 하더라도 판매 빈도를 높이는 데 한계가 있다. 지난해 열풍이었던 '세프와 함께하는 식도락 여행'의 경우에는 식당 섭외부터 식재료 조달 등 기획에 많은 인력과 노력(비용)이 필요하다.

기획부터 실행 단계까지 손을 많이 필요로 하다 보니 최근 '테마 패키지' 붐으로 성장했음에도 불구하고 테마 패키지의 비중은 전체의 1% 내외(송출액 수 기준)에 그친다. 테마 패키지의 이러한 한계성 때문에 향후 동 부문 비중이 증가할 것이나 전통패키지 대비 의미 있는 비중으로 성장하기는 어렵다고 본다.

2) 인바운드 사업 이익 가시화

<Part3>에서 언급한 바와 같이 여행 업체들의 인바운드 사업은 적자 혹은 BEP 수준에 불과하다. 인바운드 시장 개선으로 향후 업체들의 인바운드 사업 이익 가시성이 확보되면 적절한 사업 가치 산정을 논할 수 있을 것이다.

표11 하나투어와 모두투어의 인바운드 사업 이익 현황

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
하나투어	1.8	-8.0	-32.2	-35.7	-18.6
면세점 (에스엠면세점)	0.0	-6.4	-27.9	-27.6	-15.5
호텔 (마크호텔)	1.4	-1.5	-3.3	-5.1	-1.7
패키지 (하나투어 ITC)	0.4	-0.1	-1.0	-3.0	-1.5
모두투어	-3.4	-0.6	-0.7	0.1	-0.4
호텔 (모두스테이)	0.2	-0.4	-0.4	0.4	-0.2
패키지 (모두투어 인터내셔널)	-3.7	-0.2	-0.3	-0.2	-0.3

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

3) FIT, 마지막 남은 Blue ocean: 현지투어

국내 업체들의 FIT 수익 창출은 항공권에서만 발생

국내 업체들은 FIT를 통해 수익을 창출하는 방법으로 항공권이 유일하다 했다. 항공권은 매출 전환율이 낮아 이익으로 연결되기 어려운 구조다. 반면 호텔은 글로벌 OTA들의 방대한 인벤토리, 최저가 정책에 밀려 자리를 잡지 못하고 있다.

그러나 한국어가 선호되는 '현지투어'의 경우 이야기가 달라진다. FIT를 선택한 여행객이라 하더라도 현지에서 가이드를 통해 관련된 역사 등 설명을 원하는 경우가 많은데, FIT 성장에 따라 이들을 위한 서비스가 동반 성장해왔다.

C2C 거래가 대부분인
'현지투어'를 양자화한 플랫폼들의 등장

다만 '현지투어' 상품의 대부분이 개별 홈페이지, 유명 여행 인터넷 카페(유랑, 태사랑 등)를 통해 이루어져 고객들은 결제(한국에서 계좌이체를 통해 이루어지거나 현지에서 현금 결제), 계약의 보증(결제 후 여행 일정이 되면 가이드와 연락이 되지 않기도 함) 등 여러 문제에 노출되어 있었다. 이러한 불편함을 해소해 줄 '플랫폼'들이 등장하기 시작했는데 그 중 최근 가장 가시적 성과를 보이는 업체로 '마이리얼트립'이 있다.

현지투어 판 에어비앤비,
'마이리얼트립'

지난 2012년 설립된 스타트업인 '마이리얼트립'은 세계 각지에 거주중인 현지인들이 직접 가이드로 참여해 온라인에서 여행 상품을 만들 수 있는 플랫폼을 제공하는 업체다. '현지투어 판 에어비앤비' 정도로 생각할 수 있다.

동사는 현재 전세계 76개 국가, 500개 도시에서 1만3천개의 여행상품을 보유하고 있어 투어 상품 수 기준으로 국내 1위 여행사에 해당한다. 이 회사의 가장 큰 무기는 여행상품을 실제 활용한 사람들의 '후기'다. 동사가 보유한 여행자 후기만 15만개에 달한다.

선의의 후기라는 신개념
'가이드 팁'은 다른 이용자 유인하며 선순환 구조를 이뤄

개별 상품으로 구매되다 보니 가이드들은 구매자에게 좋은 서비스를 제공하기 위해 노력하고, 이는 '선의의 후기'라는 콘텐츠로 재생산된다. 신개념 가이드 '팁'(혹은 '보너스')인 셈이다. 후기를 작성한 고객은 다음 예약에 활용할 수 있는 1만원 쿠폰을 제공받게 되기 때문에 작성에 응하는 비율이 높은 편이며, 생생한 실사용자 후기는 다른 이용자들의 구매로 이어지는 선순환 구조를 이루고 있다.

대형 여행 업체들이 항공권 트래픽을 활용해 호텔, 현지 액티비티에 필요한 상품으로 확장하는 것과 반대로 이 업체는 액티비티로부터 시작해 호텔, 항공권으로 확대하고 있다는 점 또한 흥미롭다. 필자가 직접 사용해 본 결과 현지 유심, 여행자보험, 숙박, 가이드투어, 입장권 등 여행 출발부터 돌아오기까지 필요한 대부분을 해당 어플(application) 내에서 해결할 수 있었다.

하나투어 연간 현지투어 2천억원
추정 vs. 마이리얼트립 지난해
470 억원 달성

대형 2사, 현지 가이드 활용하여
충분히 시장 monetizing 할 수
있어

FIT 시장의 새로운 먹거리,
'현지투어': 밸류에이션
re-rating 으로 이어질 것

2015년 거래액 50억원으로 시작한 동사는 2016년 150억원, 지난해 투어 액티비티에 숙박까지 더하면서 규모는 470억원까지 증가했다. 지난해 하나투어와 모두투어의 현지투어 할당 비용은 약 2,000억원, 1,200억원으로 추정되는데(양사 폐기지 총 수탁금 각각 2.5조 및 1.4조, 이 중 현지투어 비용은 약 5~ 10%로 추정), 국내1, 2위 여행업체와 비교해보면 그 규모가 상당한 수준임을 알 수 있다.

사실 이 분야는 하나투어와 모두투어에게 유리한 분야다. 마이리얼트립이 2012년 시작해 2015년 본격적인 영업을 시작하기까지 오랜 시간이 걸렸던 가장 큰 이유 중 하나가 충분한 가이드 풀을 확보하는데 시간이 소요되기 때문이었는데, 대형 여행사들에게 그리 어려운 문제가 아니다.

FIT 현지투어 부문은 아직 충분히 양자화되지 않았다. 따라서 규모의 업체가 나올 경우 향후 폭발적으로 성장할 가능성이 높다. 이익에 도움되기 어려운 항공권에만 노출되어 있던 국내 여행업체들이 이러한 FIT 영역을 monetizing할 경우 타깃 시장의 규모가 2배 이상(기존 PKG 중심에서 PKG와 FIT를 모두 타깃)으로 커진다는 점에서, 기존과는 다른 밸류에이션(re-rating)을 받을 수 있다.

하나투어는 현재 '하나프리' 앱을 통해 유사한 서비스를 제공하고 있다. 항공권 예매 서비스인 '하나투어 항공'을 통해 예약한 고객에게 '현지투어' 할인 쿠폰을 제공하는 방식이다. 현지 가이드들이 활용하기 어려운 시스템 상 문제로 현재는 적극적인 대응은 보이지 않는다. 당사가 하나투어와 인터뷰한 바에 따르면 '현지투어' 시장에 대한 본격적인 진입은 내년 말 예정이다.

모두투어의 경우 동사 폐기지 상품의 지상업무를 위해 확보해둔 가이드투어 슬롯 중 판매되지 않은 폐기지의 현지 투어를 떼어 판매하는 식의 대응이 진행되고 있다. 아직까지는 모바일 대응을 계획하고 있지 않다고 알려졌다.

그림46 여행 출발부터 돌아오기까지 현지에서 필요한 프로그램을 필요에 맞게 구매할 수 있는 '마이리얼트립'

The image shows a mobile application interface for 'Merialtrip' (마이리얼트립). The main screen displays various travel programs categorized by destination and theme. The categories include '테마 여행' (Theme Travel), '오사카' (Osaka), '인기 가이드투어' (Popular Guided Tours), '바르셀로나' (Barcelona), '후기' (Reviews), and '홍콩' (Hong Kong). Each category shows a list of programs with images, names, and prices. For example, in the '인기 가이드투어' section, there are programs like '인천/김포/김해공항 수령' (Incheon/Gimpo/Gimhae Airport Pickup) and '오사카 카페 투어 유니버설 스튜디오' (Osaka Cafe Tour Universal Studio). The interface is designed to allow users to purchase travel programs directly from the app based on their needs.

자료: 마이리얼트립, 메리츠증권 리서치센터

5. 결론

여행 산업 성장은 지속된다

여행에 대한 잠재 수요를 실제 수요로 연결할 수 있는 요소들이 긍정적인 방향으로 전개되고 있어 여행산업이 성장할 것이라는 주장을 뒷받침하고 있다. 특히 인천공항이 확장되며 지난해 초과수요를 야기했던 공급이 크게 늘어 여행 시장 성장은 유효하다.

산업 내 패키지 점유율 하락.

여행업 Neutral 제시

문제의 핵심은 여행산업 성장에도 불구하고 패키지가 그 자리를 FIT에 점점 더 많이 빼앗기고 있다는 것이다. 특히 패키지 사업의 이익은 Q보다는 P에 민감해 항공료 하락에 따른 ASP 하락이 올해 여행업체들의 이익 성장을 저해하고 있다. 이는 중소형 여행사에서 더욱 심각한 문제로 작용하고 있다. 여행업종에 대한 Neutral(중립) 의견을 제시한다.

여행사들의 새로운 도전

1) 테마패키지

장기적으로 여행업체들의 새로운 도전에 대해서는 기대를 걸어볼 만하다. 지난해 '붐'을 이루었던 테마패키지는 1) FIT 수요를 패키지의 영역으로 이끌며 2) ASP가 높다는 점에서 산업에 긍정적 영향을 끼친다. 특성상 주류로 자리매김하기에는 어려우나 장기적으로 패키지 내 하나의 카테고리로 자리잡을 수 있다.

2) 현지투어

'현지투어' 상품이 양자화되고 있는 점 또한 산업의 변화 중 주목할만한 점이다. 특히 이 시장은 한국어가 선호되어 글로벌 업체들이 잠식하기 어렵다. 현재 이 시장은 국내 스타트업 중심으로 전개되고 있으나, 대형 여행사들은 로컬 가이드를 통해 '현지투어' 상품의 풀을 확보하기 용이하다는 면에서 상대적 우위에 있다. 이 때문에 장기적으로 잠재 시장으로 분류할 수 있다. FIT를 통한 이익 창출이 어려워 국내 여행사들은 글로벌 여행사 대비 할인된 밸류에이션에 거래되고 있다. 이들이 동 영역을 규모화할 경우 re-rating의 계기가 될 수 있다.

그러나 '예상보다 빠른 인바운드 턴어라운드' 정도가 현실성 있는 기회요인

두 가지 기대요인 모두 단기간 내 가시화(혹은 규모화)되기 어렵다. 좀 더 가까운 기간 내 기대할 수 있는 요인은 '예상보다 빠른 인바운드 턴어라운드'로 관련 사업의 적자 규모가 예상보다 줄어드는 것이다. 그러나 연결 이익에 영향을 미치기에는 전반적으로 그 규모가 미미하다. 다만 하나투어의 경우 두 번에 걸친 면세점 다운사이징을 통해 고정비 부담을 줄여놓은 상태로, 인바운드 트래픽이 매출 성장으로 이어질 경우 당사 예상치를 상회할 수 있다.

Top pick: 하나투어

당사는 아웃바운드 이익 성장이 쉽지 않은 상황에도 불구하고, 인바운드 지표 회복으로 적자폭 축소하며 연결 영업이익이 전년 대비 43% 성장하는 하나투어를 Top pick으로 추천한다. 동사는 아웃바운드 1위 업체로서 가장 두드러진 점유율을 기록하고 있어 시장 지배력 확대가 기대된다. 또한 지난 2년간 별도 이익 성장을 짊어먹던 인바운드 사업 적자 또한 그 폭을 크게 줄일 전망이다. 인바운드 사업이 본격 회복 궤도에 진입하며 적자 규모가 개선, 전사 이익이 늘어날 업사이드 포텐셜을 대비한다는 관점에서 가장 적절한 선택이다.



기업분석

종목	투자판단	적정주가
하나투어(039130)	Buy (신규)	130,000원
모두투어(080160)	Trading Buy (신규)	34,000원
인터파크(108790)	Hold (신규)	6,400원

Industry Indepth
2018. 6. 11

▲ 엔터/레저
Analyst 이효진
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

하나투어 039130

비정상의 정상화

- ✓ 국내 1위의 B2B 여행사. 1위 사업자로서 아웃바운드 사업 내 점유율 확대 중
- ✓ 중국 인바운드 회복으로 면세점 트래픽 증가 시 추가 적자 축소 가능
- ✓ 인바운드 업황 악화의 영향 커 지난해 업종 대비 수익률 부진했음. 이는 반대로 회복 시 효과도 크다는 의미
- ✓ 여행업종 Top pick으로 추천

Buy (신규)

적정주가 (12개월)	130,000 원
현재주가 (6.8)	99,800 원
상승여력	30.3%
KOSPI	2,451.58pt
시가총액	11,593억원
발행주식수	1,162만주
유동주식비율	80.56%
외국인비중	23.28%
52주 최고/최저가	124,500원/77,800원
평균거래대금	128.0억원
주요주주(%)	
박상환 외 25 인	14.72
국민연금	12.84

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.0	-4.0	1.6
상대주가	-5.0	-3.6	-2.0

주가그래프



아웃바운드: 여행의 본질에 접근하는 올바른 자세

국내 1위 아웃바운드 업체. 테마 패키지, 현지 투어 등 여행산업 내 성장성 돋보이는 영역에 대한 시도 가장 활발해 향후 점유율의 추가 확대가 기대됨. 다만 지난해 역기저 및 ASP 하락으로 별도 실적 성장은 올해 쉽지 않을 것. 2018년 별도 매출액과 영업이익은 각각 6,089억원(+36.9% YoY)과 490억원(+4.7% YoY)에 그칠 전망. 패키지 송출객 15% 증가하나 전년보다 비우호적인 연휴, 항공료 하락으로 ASP 6% 하락을 추정하기 때문. 그러나 아웃바운드와 연계된 해외 자회사 이익은 2020년까지 연평균 14% 성장이 기대되어 긍정적 시각을 제시

인바운드: 바닥은 지난 对中 관계. 이제 업사이클을 준비할 때

동사는 ITC, 마크호텔, SM면세점 크게 3가지 인바운드 사업을 영위하고 있음. 이들의 지난해 영업적자는 방한 관광객 감소로 357억원을 기록

China inbound 회복 시 적자가 자연적으로 줄어들 자회사는 ITC와 마크호텔. 다만 전사 이익에 영향 미치기에는 규모가 미미함. SM면세점의 경우 고정비 축소를 통해 올해 155억원까지 적자 축소가 가능할 전망. 지난해 하반기부터 적자폭을 분기당 40억원대(기준 70억원대)로 줄인 상태. 올해 하반기부터는 분기당 30억원대까지 적자폭 축소를 전망

아웃바운드가 밀어준 지난해. 인바운드 개선이 이끌 올해와 내년

SOTP 밸류에이션을 적용하여 투자의견 Buy, 적정주가 13만원을 제시. 아웃바운드 업계 이익 성장을 10% 안팎으로 지난해 대비 크게 낮아져 여행업종 매력도 크지 않은 상황. 인바운드 업황 개선을 통해 또 한번 연결 영업이익 성장(2020년까지 연간 150~200억원씩 증가) 보여줄 동사를 여행업종 Top-pick으로 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	595.5	20.9	8.0	692	-78.0	16,312	95.6	4.1	16.3	4.2	145.3
2017	682.3	40.8	13.0	1,116	68.9	17,628	92.3	5.8	16.4	6.6	150.4
2018E	884.3	58.6	35.6	3,064	220.1	19,263	33.3	5.3	10.8	16.6	172.3
2019E	1,006.9	74.6	50.0	4,302	39.8	22,135	23.7	4.6	8.9	20.8	169.5
2020E	1,095.1	86.9	61.6	5,304	23.3	26,010	19.2	3.9	7.7	22.0	156.4

표12 가치합산 방식으로 선출된 하나투어의 적정주가 13만원

	가치 (십억원)	주당가치 (원)	밸류에이션 방법
하나투어 본사	845	72,758	Fwd12M PER 20배. 모두투어와 동일 (1)
해외사업가치	464	39,929	Fwd12M PER 25배. 2017~2020 CAGR 14% OP 성장 전망 (2)
에스엠면세점	0		가치산정제외
net cash	205	17,648	1Q18 기준 (3)
Total	1,514	130,335	(1)+(2)+(3)

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

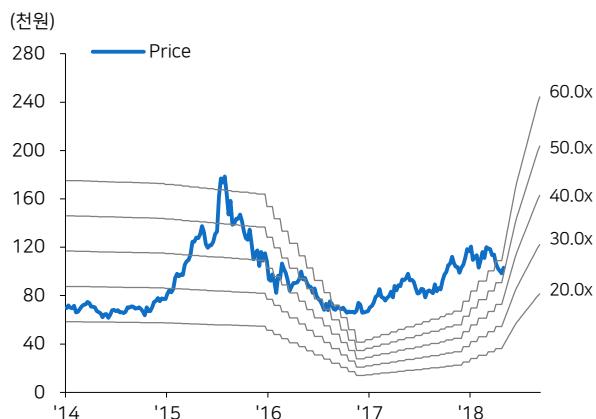
표13 이익 증가 대부분은 인바운드 사업의 적자 축소에서 기인

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E
하나투어	1.8	-8.0	-32.2	-35.7	-18.6
면세점 (에스엠면세점)	0.0	-6.4	-27.9	-27.6	-15.5
호텔 (마크호텔)	1.4	-1.5	-3.3	-5.1	-1.7
패키지 (하나투어 ITC)	0.4	-0.1	-1.0	-3.0	-1.5

주: 하나투어 ITC는 영업이익 발표하지 않아 순이익으로 대체 활용

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림47 PER band



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림48 PBR band



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표14 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	149.0	139.7	160.0	146.9	171.3	162.6	166.9	181.4	229.3	210.1	219.6	230.7	595.5	682.3	884.3
% YoY	26%	28%	49%	18%	15%	16%	4%	24%	34%	29%	32%	27%	30%	15%	30%
하나투어 본사	103.8	86.3	104.1	91.5	113.1	104.6	106.7	120.3	158.6	139.9	150.2	160.2	385.8	444.6	608.9
% YoY	7%	0%	21%	1%	9%	21%	3%	31%	40%	34%	41%	33%	7%	15%	37%
종속회사	52.7	62.1	65.2	63.5	66.4	69.4	69.5	71.7	78.8	85.8	84.7	86.8	243.5	277.0	336.2
% YoY	96%	115%	133%	50%	26%	12%	7%	13%	19%	24%	22%	21%	93%	14%	21%
영업이익	9.6	-2.8	10.4	3.8	10.3	4.8	9.9	15.8	12.0	9.1	18.9	18.5	20.9	40.8	58.6
% YoY	-43%	n/a	47%	-58%	7%	n/a	-5%	318%	17%	88%	92%	17%	-53%	95%	43%
영업이익률(%)	6.4	-2.0	6.5	2.6	6.0	3.0	5.9	8.7	5.2	4.3	8.6	8.0	3.5	6.0	6.6
하나투어 본사	11.3	0.4	12.7	6.0	15.9	8.6	9.4	12.9	13.9	7.2	14.4	13.5	30.4	46.8	49.0
% YoY	16.1	-90.3	841.3	-11.1	40.7	NM	-26.2	115.4	-12.9	-16.1	53.4	5.1	40.4	54.0	4.7
종속회사	-1.7	-3.2	-2.3	-2.2	-5.6	-3.8	0.5	2.9	-1.7	1.9	4.5	5.0	-9.4	-6.0	9.8

주: 2018년부터 항공권 블록(재고를 동사가 부담)에 대한 수탁금을 매출로 전부 인식하는 방식으로 회계 변경

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표15 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

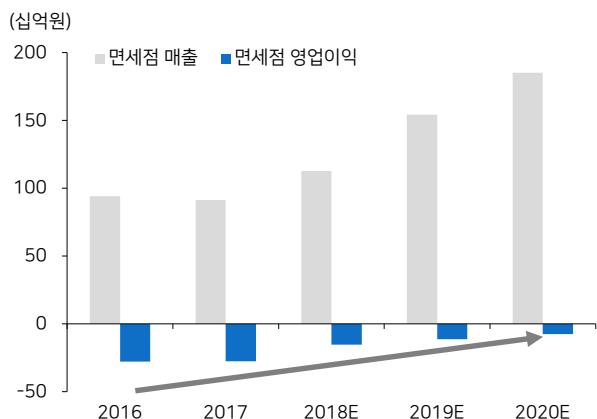
(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
총 수탁금	794.1	688.7	854.4	740.2	887.0	824.1	904.5	938.8	980.3	892.1	1,015	996.4	3,077	3,554	3,884
% YoY	8.3	5.7	18.5	4.2	11.7	19.7	5.9	26.8	10.5	8.2	12.2	6.1	9.3	15.5	9.3
매출전환율(%)	13.1	12.5	12.2	12.4	12.8	12.7	11.8	12.8	16.2	15.7	14.8	16.1	12.5	12.5	15.7
매출액	103.8	86.3	104.1	91.5	113.1	104.6	106.7	120.3	158.6	139.9	150.2	160.2	385.8	444.6	608.9
% YoY	7.1	-0.1	21.2	0.8	8.9	21.1	2.5	31.4	40.2	33.7	40.8	33.2	7.2	15.3	36.9
영업비용	92.5	86.0	91.4	85.5	97.2	96.0	97.3	107.4	144.7	132.6	135.8	146.7	355.4	397.8	559.9
% YoY	6.1	4.0	8.1	1.8	5.0	11.6	6.5	25.5	48.9	38.2	39.6	36.6	5.0	11.9	40.7
% to sales	89.1	99.6	87.8	93.5	85.9	91.8	91.2	89.3	91.3	94.8	90.4	91.5	92.1	89.5	91.9
인건비	27.4	24.0	27.2	24.6	29.0	27.2	30.6	28.8	32.2	29.4	32.7	31.0	103.2	115.6	125.3
% to sales	26.4	27.8	26.1	26.8	25.6	26.0	28.7	24.0	20.3	21.0	21.8	19.3	26.7	26.0	20.6
커미션 수수료	38.1	31.6	36.9	32.2	40.9	37.5	37.2	42.2	43.6	37.8	40.5	44.0	138.8	157.8	165.9
% to sales	36.6	36.6	35.5	35.2	36.2	35.8	34.8	35.1	27.5	27.0	27.0	27.4	36.0	35.5	27.2
광고비	3.4	10.1	5.8	6.7	4.8	9.3	5.0	7.6	4.8	10.7	5.2	8.6	26.0	26.5	29.3
% to sales	3.3	11.6	5.6	7.4	4.2	8.8	4.7	6.3	3.0	7.6	3.5	5.3	6.7	6.0	4.8
영업이익	11.3	0.4	12.7	6.0	15.9	8.6	9.4	12.9	13.9	7.2	14.4	13.5	30.4	46.8	49.0
% YoY	16.1	-90.3	841.3	-11.1	40.7	NM	-26.2	115.4	-12.9	-16.1	53.4	5.1	40.4	54.0	4.7
OPM (%)	10.9	0.4	12.2	6.5	14.1	8.2	8.8	10.7	8.7	5.2	9.6	8.5	7.9	10.5	8.1

Key assumption (천명)

출국자수	5,178	4,695	5,659	5,312	6,114	5,713	6,572	6,438	6,478	7,766	7,188	20,844	24,837	28,429	31,212
% YoY	18.9	14.7	21.3	11.4	18.1	21.7	16.1	21.2	13.4	18.2	11.6	16.5	19.2	14.5	9.8
패키지송객수	775	697	806	766	939	830	915	973	915	1,082	1,100	3,042	3,658	4,203	4,632
% YoY	27.1	31.7	46.7	24.7	21.3	19.2	13.6	27.1	10.3	18.2	13.1	32.2	20.2	14.9	10.2
항공권송객수	424	407	538	520	485	427	550	514	530	650	559	1,888	1,977	2,287	2,532
% YoY	24.5	28.6	39.1	33.3	14.5	5.1	2.3	-1.1	24.0	18.2	8.8	31.7	4.7	15.7	10.7
하나투어 M/S(%)	15.0	14.8	14.2	14.4	15.4	14.5	13.9	15.1	14.1	13.9	15.3	14.6	14.7	14.8	14.8
% YoY	1.0	1.9	2.5	1.5	0.4	-0.3	-0.3	0.7	-0.4	0.0	0.2	1.7	0.1	0.1	0.1

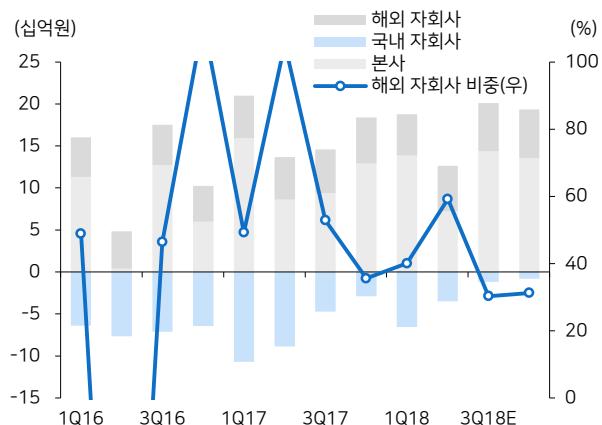
주: 2018년부터 항공권 블록(재고를 동사가 부담)에 대한 수탁금을 매출로 전부 인식하는 방식으로 회계 변경. 하나투어 M/S는 출국자수 대비 하나투어 송출객 비중
자료: 하나투어, 메리츠종금증권 리서치센터

그림49 SM면세점 적자폭 올해부터 크게 축소



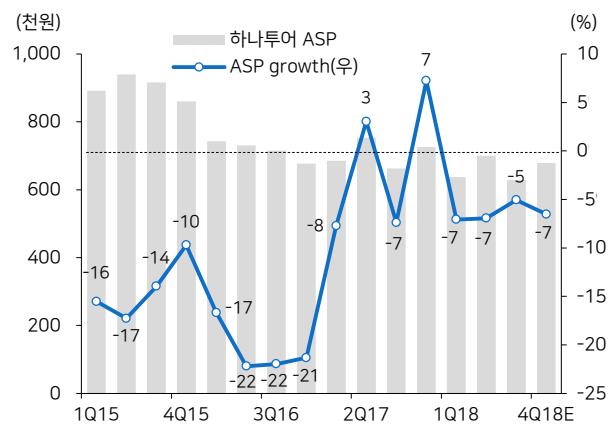
자료: 하나투어, 메리츠종금증권 리서치센터

그림50 부문별 영업이익 기여도 추이



자료: 하나투어, 메리츠종금증권 리서치센터

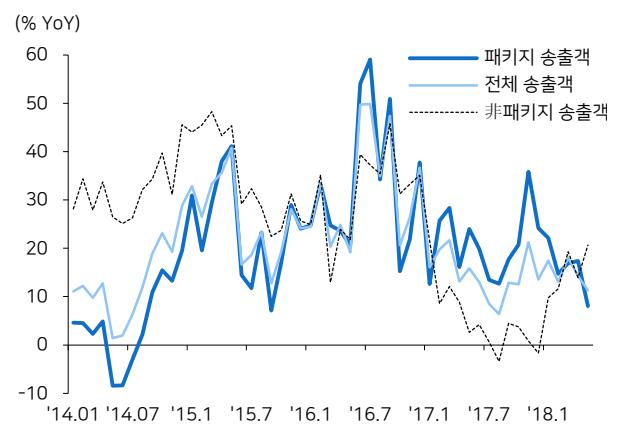
그림51 하나투어 ASP 성장률은 올해 -6%로 전망



주: 2016년 일본 지진 여파로 ASP 일시적으로 크게 하락

자료: 하나투어, 메리츠종금증권 리서치센터

그림52 하나투어 패키지 송출객 5월 8.1% YoY 성장



주: 하나투어 월별 송출객수 성장률. 송출객은 출발일 기준

자료: 하나투어, 메리츠종금증권 리서치센터

하나투어 (039130)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	595.5	682.3	884.3	1,006.9	1,095.1
매출액증가율 (%)	29.6	14.6	29.6	13.9	8.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	595.5	682.3	884.3	1,006.9	1,095.1
판매관리비	574.6	641.5	825.5	932.3	1,008.2
영업이익	20.9	40.8	58.6	74.6	86.9
영업이익률	3.5	6.0	6.6	7.4	7.9
금융손익	1.9	1.5	2.1	2.9	3.7
증속/관계기업손익	-0.2	-1.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.4	-2.8	3.8	4.2	4.5
세전계속사업이익	24.0	38.0	64.5	81.7	95.1
법인세비용	16.4	25.3	23.8	24.8	25.0
당기순이익	7.5	12.7	40.7	56.9	70.1
지배주주지분 순이익	8.0	13.0	35.6	50.0	61.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	27.5	66.2	115.9	107.0	105.2
당기순이익(순실)	7.5	12.7	40.7	56.9	70.1
유형자산상각비	13.1	16.1	23.9	18.6	12.4
무형자산상각비	4.4	4.4	3.7	2.7	1.9
운전자본의 증감	-7.3	2.3	47.6	28.9	20.8
투자활동 현금흐름	6.7	-21.8	-38.1	-10.3	-10.6
유형자산의증가(CAPEX)	-48.0	-21.4	-20.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	21.4	0.5	-10.6	-0.8	-2.3
재무활동 현금흐름	-25.5	32.9	-22.2	-16.4	-16.4
차입금의 증감	-10.1	5.4	-5.6	0.2	0.2
자본의 증가	1.1	22.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	9.6	72.3	55.6	80.3	78.2
기초현금	146.5	156.1	228.4	284.0	364.3
기말현금	156.1	228.4	284.0	364.3	442.5

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	345.7	430.3	545.7	662.2	766.5
현금및현금성자산	156.1	228.4	284.0	364.3	442.5
매출채권	80.4	92.7	120.2	136.8	148.8
재고자산	24.4	14.6	18.9	21.5	23.4
비유동자산	174.6	174.5	177.4	162.0	155.0
유형자산	91.8	82.6	78.6	65.1	57.7
무형자산	15.9	13.9	10.3	7.6	5.7
투자자산	52.7	50.7	61.3	62.1	64.4
자산총계	520.3	604.7	723.1	824.2	921.5
유동부채	286.7	343.1	433.9	492.6	534.8
매입채무	77.1	83.7	108.5	123.6	134.4
단기차입금	3.4	10.5	10.5	10.5	10.5
유동성장기부채	3.0	5.9	0.0	0.0	0.0
비유동부채	21.5	20.2	23.7	25.8	27.3
사채	3.3	2.2	2.2	2.2	2.2
장기차입금	8.0	5.2	5.2	5.2	5.2
부채총계	308.2	363.3	457.6	518.3	562.1
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	92.0	114.5	114.5	114.5	114.5
기타포괄이익누계액	-0.8	-4.4	-4.4	-4.4	-4.4
이익잉여금	126.4	122.8	141.8	175.1	220.1
비지배주주지분	22.6	36.7	41.8	48.7	57.2
자본총계	212.1	241.5	265.6	305.9	359.4

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	51,268	58,738	76,127	86,677	94,272
EPS(지배주주)	692	1,116	3,064	4,302	5,304
CFPS	4,396	6,756	7,745	8,606	9,095
EBITDAPS	3,308	5,281	7,419	8,245	8,709
BPS	16,312	17,628	19,263	22,135	26,010
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
배당수익률(%)	2.3	1.5	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	95.6	92.3	33.3	23.7	19.2
PCR	15.0	15.2	13.2	11.9	11.2
PSR	1.3	1.8	1.3	1.2	1.1
PBR	4.1	5.8	5.3	4.6	3.9
EBITDA	38.4	61.4	86.2	95.8	101.2
EV/EBITDA	16.3	16.4	10.8	8.9	7.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	6.6	16.6	20.8	22.0
EBITDA 이익률	6.5	9.0	9.7	9.5	9.2
부채비율	145.3	150.4	172.3	169.5	156.4
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(X)	33.5	56.1	80.8	116.2	134.2
매출채권회전율(X)	8.6	7.9	8.3	7.8	7.7
재고자산회전율(X)	35.4	35.1	52.9	49.9	48.9

Industry Indepth
2018. 6. 11

▲ 엔터/레저
Analyst 이효진
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

모두투어 080160

새로운 먹거리를 준비할 때

- ✓ 안정적 이익이 강점인 국내 2위 B2B 여행업체
- ✓ 지난해 큰 폭의 영업이익 성장 후 안정적 성장으로 회귀
- ✓ 패키지 시장 성숙 구간 진입해 다음 먹거리를 위한 준비가 필요하다고 판단
- ✓ 투자의견 Trading Buy, 적정주가 34,000원 제시

Trading Buy (신규)

적정주가 (12개월)	34,000 원
현재주가 (6.8)	32,350 원
상승여력	5.1%

KOSDAQ	878.48pt
시가총액	6,114억원
발행주식수	1,890만주
유동주식비율	80.04%
외국인비중	44.05%
52주 최고/최저가	40,450원/24,250원
평균거래대금	49.3억원

주요주주(%)	1개월	6개월	12개월
우증웅 외 13 인	15.41		
국민연금	7.38		
Columbia Management Investment Advisers, LLC 외 1 인	5.02		

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.8	-3.9	-1.6
상대주가	-6.6	-18.6	-25.0

주가그래프



넘사벽 2위로 안착

국내 2위 B2B 여행업체로 최근 대형 업체 위주로 성장이 집중되면서 굳건한 시장 내 2위 지배자로 자리매김함. 2015년 인수한 B2C 여행사 '자유투어'를 통해 저가 상품을, 모두투어 본사로는 프리미엄 상품을 집중시키는 이원화 전략을 택하고 있음

2018년 별도 매출액과 영업이익은 각각 3,583억원(+43.7% YoY)과 368억원(+11.8% YoY)으로 지난해 대비 이익 증가세는 크게 둔화될 전망. 지난해 상반기까지 타이트한 비용 관리를 통해 수익성 관리 전략을 추구하였으나 하반기부터 경쟁 비용이 증가하기 시작함. 특히 최근 여행업 성장세가 크게 둔화되면서 1,2위 업체로 성장이 집중되어 중소업체들의 어려움이 가중되고 있음. 때문에 이들의 공격적인 가격정책 및 마케팅에 대비한 경쟁 비용이 당분간 줄어들기 어려운 상황

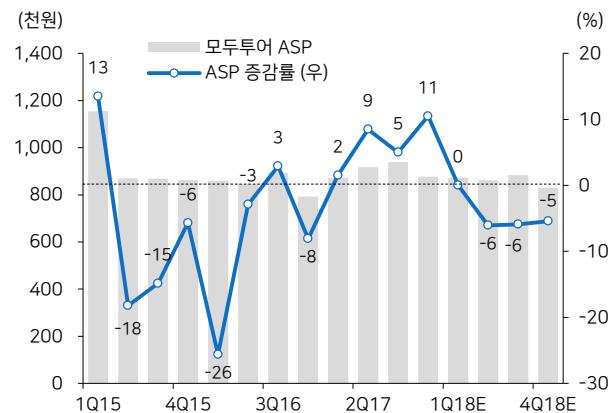
Phase 2를 준비할 때

모두투어에 대해 투자의견 Trading Buy, 적정주가 34,000원 제시. 적정주가는 Fwd 12M PER 20배 수준. 적용 배수는 동사 PER 밴드인 15~25배 중간값에 해당

패키지 본업에 집중해오며 가장 높은 이익 가시성을 보여옴. 다만 베이비부머 은퇴에 따른 생애 첫 여행 수요가 일단락되며 성장 국면 마무리되고 있어 패키지 시장은 성숙기 진입 예상. 따라서 향후 이익률은 하락할 수 밖에 없어 새로운 먹거리를 찾기 위한 투자가 필요할 때. 특히 지난해 높아진 항공권 점유율을 토대로 FIT monetizing에 성공할 경우 밸류에이션 리레이팅 가능

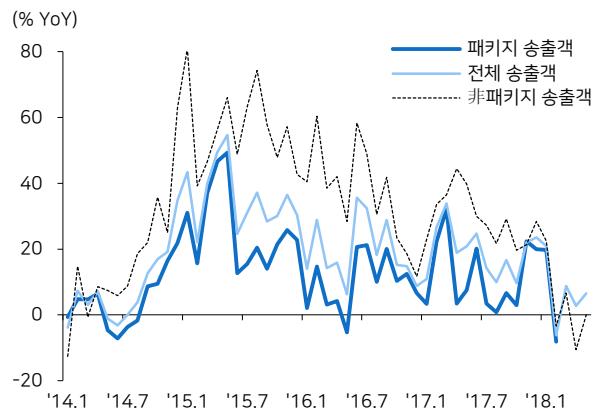
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	237.1	20.1	16.8	887	23.8	5,471	21.8	3.5	11.8	16.5	104.9
2017	291.0	32.1	24.2	1,279	52.4	7,134	23.8	4.3	14.4	20.3	107.5
2018E	416.2	38.7	31.1	1,645	28.5	8,297	20.0	4.0	13.0	21.3	91.7
2019E	442.7	41.4	31.2	1,652	0.4	9,419	19.9	3.5	11.8	18.6	86.2
2020E	479.1	44.3	34.1	1,802	9.1	10,596	18.3	3.1	10.6	18.0	81.3

그림53 모두투어 ASP 성장률은 올해 -4% 전망



자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

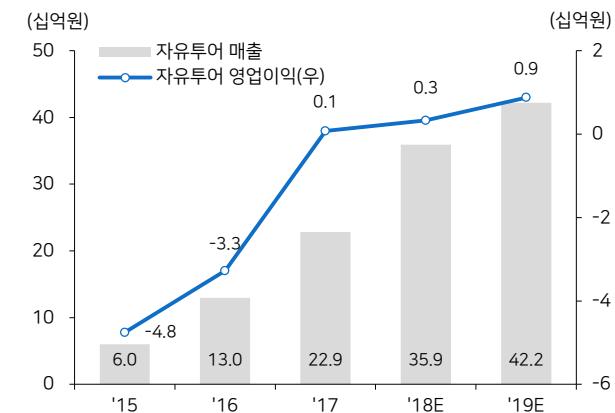
그림54 모두투어 패키지 송출액 5월 18% YoY 성장



주: 모두투어 월별 송출액수 성장률. 송출액은 도착일 기준

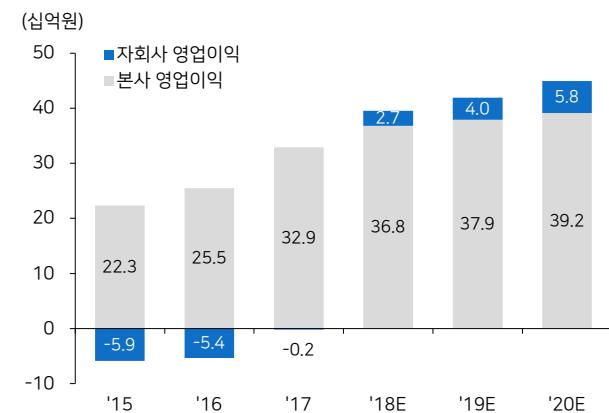
자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

그림55 자유투어 올해 3억 흑자 달성 기대



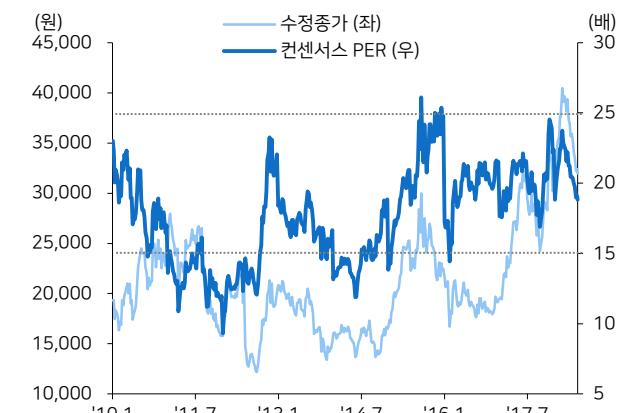
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림56 본사 및 자회사 영업이익 기여도 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림57 모두투어, 컨서스 기준 PER 15배에서 25배 움직여



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림58 PBR band



자료: 메리츠증권 리서치센터

표16 모두투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
총 수탁금	422.1	360.6	451.1	389.9	509.0	447.0	508.9	502.1	551.3	454.4	571.3	510.6	1,624	1,967	2,088
% YoY	-11.7	6.7	22.3	2.7	20.6	24.0	12.8	28.8	8.3	1.7	12.3	1.7	3.8	21.1	6.1
매출전환율	12.6	12.9	12.3	13.0	12.6	12.8	12.3	13.0	12.9	13.2	11.9	13.0	12.7	12.7	12.7
매출총이익	53.1	46.4	55.7	50.7	64.3	57.3	62.5	65.2	71.0	59.9	68.0	66.3	205.8	249.4	265.2
% YoY	13.4	5.9	22.5	9.8	21.1	23.6	12.2	28.7	10.4	4.5	8.9	1.6	12.9	21.1	6.4
영업비용	46.8	41.6	46.6	45.3	52.6	49.4	53.6	60.8	60.5	53.1	56.2	58.6	180.3	216.4	228.4
% YoY	17.9	10.9	16.9	5.9	12.3	18.8	15.0	34.2	15.1	7.3	4.8	-3.5	12.8	20.0	5.5
% to sales	88.1	89.7	83.8	89.4	81.7	86.3	85.9	93.2	85.2	88.6	82.7	88.5	87.6	86.8	86.1
인건비	14.7	13.4	14.2	14.1	15.9	15.1	15.8	17.0	16.7	15.5	16.2	17.6	56.5	63.8	66.0
% to sales	27.7	28.9	25.6	27.9	24.8	26.4	25.3	26.0	23.5	25.8	23.9	26.6	27.5	25.6	24.9
커미션 수수료	22.8	19.4	23.6	21.3	27.1	24.1	27.1	28.4	29.3	25.4	27.8	28.8	87.1	106.8	111.3
% to sales	42.9	41.8	42.5	42.0	42.1	42.1	43.4	43.6	41.2	42.5	40.9	43.4	42.3	42.8	42.0
광고비	3.6	3.5	3.1	4.0	3.7	4.0	4.4	7.9	7.0	4.5	4.8	4.6	14.3	20.0	20.9
% to sales	6.9	7.6	5.6	7.9	5.7	7.0	7.1	12.1	9.8	7.5	7.0	7.0	6.9	8.0	7.9
영업이익	6.3	4.8	9.0	5.4	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	6.8	11.8	7.6	25.5	32.9	36.8
% YoY	-11.5	-24.1	62.9	60.1	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-10.3	-13.3	33.5	71.1	14.2	29.1	11.8
OPM (%)	11.9	10.3	16.2	10.6	18.3	13.7	14.1	6.8	14.8	11.4	17.3	11.5	12.4	13.2	13.9

Key assumption (천명)

출국자수	5,178	4,695	5,659	5,312	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,478	7,766	7,188	20,844	24,837	28,429
% YoY	18.9	14.7	21.3	11.4	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.4	18.2	11.6	16.5	19.2	14.5
패키지송객수	356	303	340	347	420	333	352	399	449	377	408	432	1,346	1,504	1,667
% YoY	6.3	5.3	16.7	9.8	17.8	10.0	3.5	15.0	7.1	13.4	16.0	8.0	9.4	11.7	10.8
항공권송객수	222	216	273	242	289	298	343	298	314	286	390	333	953	1,229	1,323
% YoY	46.1	42.7	40.0	17.5	30.3	37.6	25.9	23.3	8.6	-4.0	13.6	11.6	35.3	28.9	7.7
모두투어 M/S(%)	6.9	6.4	6.0	6.5	6.9	5.8	5.4	6.2	6.4	5.8	5.3	6.0	6.5	6.1	5.9
% YoY	-0.8	-0.6	-0.2	-0.1	0.0	-0.6	-0.7	-0.3	-0.4	0.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.4	-0.2

주: 2018년부터 항공권 블록(재고를 부담)에 대한 수탁금을 매출로 전부 인식 후 원가 차감 방식으로 변경. M/S는 출국자수 대비 모두투어 패키지 송출객 비중

자료: 하나투어, 메리츠증권증권 리서치센터

표17 모두투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	59.5	54.3	64.2	59.1	74.0	67.3	72.7	77.0	109.8	95.5	104.7	106.2	237.1	290.9	416.2
% YoY	18.2	9.4	24.8	11.6	24.3	23.9	13.2	30.3	48.4	41.9	44.0	38.0	16.0	22.7	43.1
모두투어 본사	53.1	46.4	55.7	50.7	64.3	57.3	62.5	65.2	94.3	83.2	91.3	89.5	205.8	249.4	358.3
% YoY	13.4	5.9	22.5	9.8	21.1	23.6	12.2	28.7	10.4	4.5	8.9	1.6	12.9	21.1	6.4
종속회사	6.7	8.2	8.9	9.0	10.0	10.6	10.7	12.1	15.2	13.2	14.1	17.3	32.7	43.5	59.7
% YoY	53.2	15.8	55.2	25.7	50.8	29.1	20.5	35.1	51.5	24.5	31.6	42.2	34.7	32.8	37.4
영업이익	4.3	3.7	8.3	3.8	11.0	7.3	8.1	5.6	9.1	7.8	12.9	8.9	20.1	32.1	38.7
% YoY	-30.9	-28.9	149.6	123.3	154.8	99.9	-2.3	48.1	-17.1	6.2	59.1	57.2	22.3	59.6	20.6
영업이익률(%)	7.3	6.8	13.0	6.5	14.9	10.9	11.2	7.3	8.3	8.1	12.4	8.4	8.5	11.0	9.3
모두투어 본사	6.3	4.8	9.0	5.4	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	6.8	11.8	7.6	25.5	32.9	36.8
% YoY	-11.5	-24.1	62.9	60.1	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-10.3	-13.3	33.5	71.1	14.2	29.1	11.8
종속회사	-2.0	-1.1	-0.7	-1.6	-0.7	-0.4	-0.7	1.7	-1.1	1.0	1.2	1.6	-5.4	-0.2	2.7

주: 4Q17부터 모두투어리츠가 연결로 인식되기 시작함. 동 법인은 연간 20억원 내외의 영업이익이 발생

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

모두투어 (080160)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	237.1	291.0	416.2	442.7	479.1
매출액증가율 (%)	16.0	22.7	43.1	6.4	8.2
매출원가	11.2	10.9	110.8	110.8	119.8
매출총이익	225.9	280.0	305.4	331.9	359.3
판매관리비	205.8	247.9	266.6	290.5	315.0
영업이익	20.1	32.1	38.7	41.4	44.3
영업이익률	8.5	11.0	9.3	9.4	9.2
금융손익	1.2	0.7	1.0	1.2	1.5
증속/관계기업손익	2.2	3.0	2.5	2.7	2.8
기타영업외손익	-0.6	-2.9	-0.8	-1.0	-0.7
세전계속사업이익	22.9	32.9	41.5	44.3	47.8
법인세비용	7.0	8.7	10.4	13.1	13.8
당기순이익	15.9	24.2	31.1	31.2	34.1
지배주주지분 순이익	16.8	24.2	31.1	31.2	34.1

Statement oE Cash Elow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	31.7	38.2	29.2	33.4	36.9
당기순이익(손실)	15.9	24.2	31.1	31.2	34.1
유형자산상각비	2.2	2.5	2.7	2.8	2.8
무형자산상각비	0.6	0.6	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	11.6	12.3	-4.1	-0.1	0.6
투자활동 현금흐름	-6.1	-53.8	-48.8	-12.2	-15.8
유형자산의증가(CAPEX)	-1.2	-1.4	-3.0	-3.0	-3.0
투자자산의감소(증가)	19.3	5.2	-7.1	-1.5	-2.1
재무활동 현금흐름	-11.9	11.3	-22.4	-9.1	-10.0
차입금의 증감	0.5	40.1	-14.2	0.0	0.0
자본의 증가	-0.1	4.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	13.7	-5.2	-42.0	12.1	11.1
기초현금	44.6	58.3	53.1	11.2	23.3
기말현금	58.3	53.1	11.2	23.3	34.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	151.1	208.7	217.9	245.6	273.6
현금및현금성자산	58.3	53.1	11.2	23.3	34.3
매출채권	31.0	42.8	45.5	50.8	53.7
재고자산	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
비유동자산	59.2	129.5	136.8	138.5	140.7
유형자산	21.9	22.5	22.8	23.1	23.3
무형자산	5.6	2.6	2.5	2.4	2.3
투자자산	21.7	16.5	23.6	25.1	27.1
자산총계	210.4	338.2	354.7	384.0	414.2
유동부채	103.1	141.8	135.7	143.7	151.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.5	14.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.5	0.8	0.6	0.6	0.7
비유동부채	4.6	33.4	34.0	34.1	34.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.3	30.2	30.2	30.2	30.2
부채총계	107.7	175.2	169.6	177.7	185.7
자본금	6.3	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	27.9	29.2	29.2	29.2	29.2
기타포괄이익누계액	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	97.6	114.9	136.9	158.1	180.3
비지배주주지분	-0.8	28.2	28.2	28.3	28.3
자본총계	102.7	163.0	185.0	206.3	228.5

Key Einancial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	12,544	15,394	22,022	23,422	25,347
EPS(지배주주)	887	1,279	1,645	1,652	1,802
CFPS	1,329	1,859	2,255	2,395	2,570
EBITDAPS	1,214	1,860	2,199	2,341	2,493
BPS	5,471	7,134	8,297	9,419	10,596
DPS	400	450	500	550	650
배당수익률(%)	2.1	1.5	1.5	1.7	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	21.8	23.8	20.0	19.9	18.3
PCR	14.5	16.4	14.6	13.7	12.8
PSR	1.5	2.0	1.5	1.4	1.3
PBR	3.5	4.3	4.0	3.5	3.1
EBITDA	22.9	35.2	41.6	44.3	47.1
EV/EBITDA	11.8	14.4	13.0	11.8	10.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.5	20.3	21.3	18.6	18.0
EBITDA 이익률	9.7	12.1	10.0	10.0	9.8
부채비율	104.9	107.5	91.7	86.2	81.3
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	46.2	66.1	54.1	70.1	74.9
매출채권회전율(x)	8.7	7.9	9.4	9.2	9.2
재고자산회전율(x)	111.9	2,263.6	2,451.5	2,146.8	2,164.8

Industry Indepth
2018. 6. 11

인터파크 108790

결단이 필요한 시기

▲ 엔터/레저

Analyst 이효진

02. 6098-6671

hyojinlee@meritz.co.kr

✓ 쇼핑과 도서 부문 적자 규모 빠른 확대 중

✓ 안정적 캐시카우인 ENT와 성장 동력인 투어 부문 모두 업황 어려운 상황

✓ 중소형 업체 위주로 어려워지는 패키지 여행업 영향으로 성장 동력 상실 위기

✓ 한정된 자원을 효율적으로 활용하는 전략으로의 변화가 필요한 시점

✓ 투자의견 Hold, 적정주가 6,400원을 제시

Hold (신규)

적정주가 (12개월)	6,400 원
현재주가 (6.8)	7,370 원
상승여력	-13.2%

KOSDAQ	878.48pt
시가총액	2,442억원
발행주식수	3,313만주
유동주식비율	30.93%
외국인비중	9.52%
52주 최고/최저가	13,050원/7,170원
평균거래대금	12.0억원

주요주주(%)	
인터파크홀딩스 외 7 인	68.84
FIDELITY MANAGEMENT &	9.98
RESEARCH COMPANY 외 4 인	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.8	-25.6	-43.5
상대주가	-18.8	-36.9	-56.9

주가그래프



투어: 항공권 점유율 하락에 직판패키지 경쟁 심화

투어를 포함하여 쇼핑, 도서, ENT(엔터) 사업을 영위하고 있음. 이 중 투어 부문은 항공권 수요에 기반해 성장, 2015년 B2C 온라인 항공권 부문 1위를 기록한 바 있으나, 이후 국내 상위 여행업체들의 진출이 활발해지며 점유율 하락을 경험하고 있음

최근 새로운 성장 동력이던 패키지 산업도 녹록치 않은 상황. 산업 내 경쟁 심화로 중소형 직판 패키지 업체 위주로 상황은 빠르게 악화되고 있음. 2018년 투어 영업이익은 119억원으로 전년대비 25% 감소 전망. 현상이 지속될 경우 성장 동력 상실 위기까지 열려있는 상황

엉킨 실, 풀 수 없다면 잘라야 한다

최근 이익 감소의 상당수는 쇼핑 및 도서 부문 적자 확대 때문. 두 부문의 합산 영업이익은 2014년 이후 적자 전환, 최근에는 110억원까지 적자가 확대됨. 특히 지난해 송인서적 인수로 도서 부문 적자가 추가 확대될 것으로 보여 관련 적자는 올해 160억원까지 확대될 것. 또한 두 부문은 시장점유율 빠르게 하락하고 있어 수익성 추가 하락 가능성도 존재함. 사업보고서 상 두 부문의 순자산은 현재 마이너스 값을 기록하고 있음

쇼핑과 도서 부문의 적자가 ENT, 투어 부문의 이익을 훼손하는 기간이 지속되면서 투자 매력도는 하락하고 있음. 인터파크에 대해 투자의견 Hold, 적정주가 6,400원을 제시. 적정주가는 ENT와 투어 부문의 가치를 쇼핑 및 도서 부문 가치가 디스카운트하고 있는 점 감안, SOTP 방식으로 산출함. 쇼핑과 도서 부문 제할 경우 주당 적정 가치는 11,000원으로 상승함. 결단이 필요한 시기

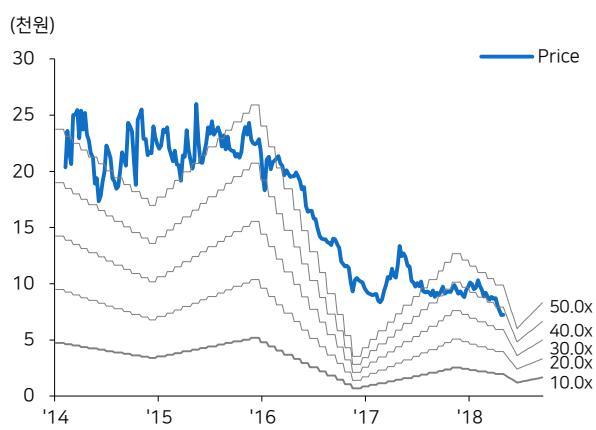
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	466.5	9.3	2.3	71	-85.0	4,981	144.0	2.0	14.3	1.4	184.0
2017	482.6	16.5	8.4	253	251.1	5,120	36.8	1.8	9.0	5.0	212.2
2018E	522.5	9.4	4.0	121	-45.0	5,089	60.9	1.4	8.1	2.4	230.4
2019E	553.5	11.2	5.4	163	32.1	5,101	45.1	1.4	7.2	3.2	243.4
2020E	568.2	13.1	6.8	206	8.0	5,158	35.6	1.4	6.3	4.0	249.2

표18 인터파크의 적정 주당 가치는 6,400원

	가치 (십억원)	주당가치 (원)	밸류에이션 방법
ENT	187.8	5,669	Fwd 12M PER 20배 (1)
Tour	180.3	5,442	Fwd 12M PER 20배 (2)
쇼핑 및 도서	-156.2	-4,715	올해 예상 적자 160억. 연간 10%씩 적자폭 축소 가정 시 동사에 미치는 총 영향. 참고로 1Q18 기준 쇼핑과 도서부문의 합산 순자산은 -111억원(자본잠식) (3)
Total	212	6,396	(1) + (2) + (3)

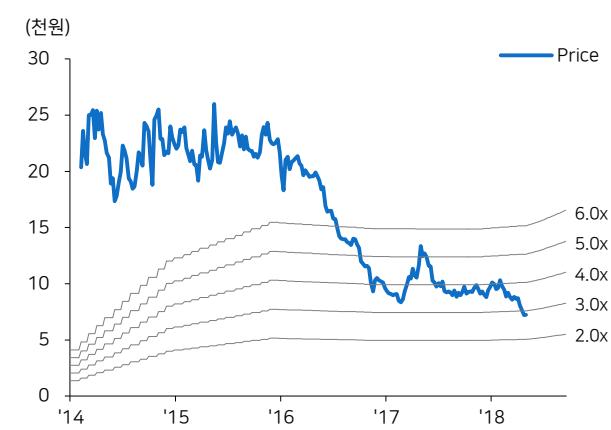
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림59 PER band



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림60 PBR band



자료: 메리츠증권 리서치센터

표19 인터파크 부문별 분기/연간 실적 추정 (IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
GMV	770	835	849	862	823	875	906	939	938	964	1,007	1,006	3,316	3,542	3,916
쇼핑	195.2	202.0	195.0	209.7	199.1	207.9	206.7	221.2	235.3	232.9	228.9	240.8	801.8	835.0	937.9
도서	53.9	39.0	45.0	42.4	48.7	33.5	41.6	39.4	48.2	35.6	39.9	40.0	180.3	163.2	163.7
ENT	131.8	127.0	149.9	194.6	131.1	168.7	175.9	235.1	216.1	194.0	202.3	270.4	603.4	710.9	882.8
투어	389.2	467.4	458.7	415.1	443.8	464.8	481.5	443.1	438.5	501.7	536.0	454.9	1,730.4	1,833.2	1,931.2
매출액	115.3	102.8	110.9	137.6	124.3	105.4	121.2	131.6	126.2	118.9	132.2	145.2	466.5	482.6	522.5
쇼핑	18.6	18.9	20.6	21.7	23.9	20.5	19.9	21.3	22.0	23.7	22.7	23.9	79.8	85.6	92.4
도서	49.3	35.0	40.9	51.6	48.5	33.5	39.4	36.4	47.9	32.9	39.6	37.0	176.7	157.8	157.5
ENT	25.5	27.8	21.3	41.8	27.1	26.8	31.9	47.8	29.5	32.8	38.8	57.7	116.4	133.6	158.7
투어	21.9	21.1	28.1	22.5	24.9	24.6	30.0	26.1	26.7	29.5	31.1	26.6	93.5	105.5	114.0
영업이익	6.0	-5.7	5.2	3.9	9.8	1.7	2.1	2.9	-2.5	-0.6	6.6	6.0	9.3	16.5	9.4
쇼핑	-1.2	0.3	-0.9	-1.3	1.5	-0.2	-1.6	-1.3	-1.6	-0.2	-1.7	-1.4	-3.1	-1.7	-4.9
도서	-0.5	-1.6	-1.1	-2.5	-0.4	-2.5	-2.4	-4.2	-3.3	-2.6	-2.4	-2.6	-5.8	-9.5	-11.0
ENT	4.0	0.3	1.9	9.1	4.6	1.6	-0.4	6.0	1.4	1.6	3.1	7.2	15.3	11.7	13.4
투어	3.7	-4.7	5.3	-1.4	4.0	2.9	6.5	2.4	1.1	0.6	7.6	2.7	2.9	15.9	11.9
지배순이익	3.8	-4.6	6.1	-2.9	5.9	0.1	0.7	1.6	-4.7	-1.1	5.3	4.5	2.3	8.4	4.0
Growth (% YoY)															
GMV	12.2	20.7	13.2	4.5	6.8	4.7	6.7	9.0	14.0	10.2	11.2	7.2	12.3	6.8	10.5
쇼핑	20.1	15.2	11.8	0.2	2.0	2.9	6.0	5.5	18.2	12.0	10.7	8.9	11.2	4.1	12.3
도서	4.6	-0.5	-2.2	-8.7	-9.7	-14.2	-7.5	-7.1	-1.0	6.3	-4.1	1.6	-1.6	-9.5	0.3
ENT	8.6	22.2	8.4	-3.9	-0.5	32.8	17.4	20.8	64.8	15.0	15.0	15.0	6.6	17.8	24.2
투어	10.9	25.1	17.3	13.2	14.0	-0.6	5.0	6.8	-1.2	7.9	11.3	2.7	16.7	5.9	5.3
매출액	15.8	20.1	6.9	21.6	7.8	2.6	9.3	-4.3	1.5	12.8	9.1	10.3	16.0	3.4	8.3
쇼핑	-6.6	14.3	16.9	-8.3	28.2	8.9	-3.5	-1.8	-7.7	15.4	14.2	12.2	2.6	7.3	7.9
도서	9.6	1.6	-0.4	25.9	-1.6	-4.2	-3.7	-29.4	-1.2	-1.7	0.7	1.6	9.5	-10.7	-0.2
ENT	56.1	66.2	-3.0	53.1	6.0	-3.5	49.7	14.4	9.0	22.2	21.3	20.7	41.4	14.8	18.8
투어	19.4	17.9	21.6	6.1	13.8	16.4	6.9	16.0	7.3	19.9	3.8	2.1	16.2	12.8	8.0
영업이익	38.2	적전	-37.4	-34.7	61.6	혹전	-60.1	-23.7	적전	적전	220.6	102.5	-60.3	76.8	-43.0
Margin (%)															
매출전환율	15.0	12.3	13.1	16.0	15.1	12.1	13.4	14.0	13.5	12.3	13.1	14.4	14.1	13.6	13.3
쇼핑	9.5	9.3	10.6	10.4	12.0	9.9	9.6	9.6	9.4	10.2	9.9	9.9	10.0	10.3	9.8
도서	91.4	89.6	91.0	121.6	99.5	99.9	94.7	92.5	99.4	92.5	99.4	92.5	98.0	96.7	96.2
ENT	19.4	21.9	14.2	21.5	20.6	15.9	18.2	20.3	13.6	16.9	19.2	21.3	19.3	18.8	18.0
투어	5.6	4.5	6.1	5.4	5.6	5.3	6.2	5.9	6.1	5.9	5.8	5.9	5.4	5.8	5.9
영업이익률	5.2	-5.6	4.7	2.8	7.8	1.6	1.7	2.2	-2.0	-0.5	5.0	4.1	2.0	3.4	1.8
쇼핑	-6.5	1.6	-4.6	-6.0	6.2	-1.0	-8.1	-6.2	-7.3	-1.0	-7.6	-5.7	-3.9	-1.9	-5.3
도서	-1.1	-4.5	-2.8	-4.9	-0.8	-7.6	-6.0	-11.4	-7.0	-8.0	-6.0	-7.0	-3.3	-6.0	-7.0
ENT	15.8	0.9	8.9	21.9	17.0	5.8	-1.4	12.6	4.6	5.0	8.0	12.6	13.2	8.8	8.4
투어	17.1	-22.4	19.0	-6.4	16.2	11.8	21.6	9.3	4.0	2.0	24.5	10.0	3.1	15.0	10.5

자료: 인터파크, 메리츠종금증권 리서치센터

인터파크 (108790)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	466.5	482.6	522.5	553.5	568.2
매출액증가율 (%)	16.0	3.4	8.3	5.9	2.7
매출원가	244.6	263.3	288.4	303.0	305.0
매출총이익	221.9	219.3	234.1	250.4	263.2
판매관리비	212.6	202.8	224.8	239.3	250.1
영업이익	9.3	16.5	9.4	11.2	13.1
영업이익률	2.0	3.4	1.8	2.0	2.3
금융손익	-1.8	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5
증속/관계기업손익	2.9	-1.9	0.3	0.5	-0.4
기타영업외손익	-6.4	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7
세전계속사업이익	4.1	12.5	7.5	9.4	10.6
법인세비용	1.6	3.7	2.4	2.5	3.0
당기순이익	2.5	8.8	4.9	6.4	6.9
지배주주지분 순이익	2.3	8.4	4.0	5.4	6.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	6.4	14.5	21.3	18.8	18.3
당기순이익(순실)	2.5	8.8	4.9	6.4	6.9
유형자산상각비	5.0	5.4	6.0	5.5	5.1
무형자산상각비	4.5	4.8	4.8	4.5	4.2
운전자본의 증감	-4.0	-7.7	5.6	4.4	2.1
투자활동 현금흐름	-3.8	-30.8	-9.3	-5.9	-5.3
유형자산의증가(CAPEX)	-7.2	-6.0	-3.0	-3.0	-3.0
투자자산의감소(증가)	5.0	-8.6	-1.4	-1.1	-0.5
재무활동 현금흐름	-6.3	-2.4	-1.0	0.0	0.0
차입금의 증감	1.2	0.6	4.0	5.0	5.0
자본의 증가	0.9	0.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-3.7	-18.9	11.1	13.0	13.0
기초현금	70.6	66.9	48.0	59.1	72.0
기말현금	66.9	48.0	59.1	72.0	85.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	312.6	358.5	395.3	428.2	450.7
현금및현금성자산	66.9	48.0	59.1	72.0	85.1
매출채권	21.6	35.3	38.2	40.5	41.6
재고자산	39.6	38.6	41.8	44.3	45.5
비유동자산	154.7	168.3	161.8	155.9	150.1
유형자산	46.1	46.8	43.7	41.2	39.1
무형자산	82.6	87.5	82.7	78.2	74.0
투자자산	10.3	17.0	18.4	19.5	20.0
자산총계	467.4	526.8	557.2	584.1	600.8
유동부채	298.7	355.0	385.4	410.8	425.5
매입채무	22.2	21.6	23.3	24.7	25.4
단기차입금	0.2	35.3	40.3	45.3	50.3
유동성장기부채	34.6	1.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.1	3.1	3.2	3.2	3.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3.3	2.3	2.3	2.3	2.3
부채총계	302.8	358.1	388.5	414.0	428.8
자본금	16.5	16.6	16.6	16.6	16.6
자본잉여금	97.8	98.2	98.2	98.2	98.2
기타포괄이익누계액	0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	49.9	54.9	53.9	54.4	56.2
비지배주주지분	0.0	-0.8	0.1	1.1	1.2
자본총계	164.6	168.7	168.6	170.1	172.1

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	14,147	14,584	15,773	16,706	17,152
EPS(지배주주)	71	253	121	163	206
CFPS	468	791	571	542	616
EBITDAPS	570	806	610	639	678
BPS	4,981	5,120	5,089	5,101	5,158
DPS	100	150	150	150	150
배당수익률(%)	1.0	1.6	2.0	2.0	2.0
(Valuation(Multiple))					
PER	144.0	36.8	60.9	45.1	35.6
PCR	21.8	11.8	12.9	13.5	11.9
PSR	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
PBR	2.0	1.8	1.4	1.4	1.4
EBITDA	18.8	26.7	20.2	21.2	22.4
EV/EBITDA	14.3	9.0	8.1	7.2	6.3
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	1.4	5.0	2.4	3.2	4.0
EBITDA 이익률	4.0	5.5	3.9	3.8	3.9
부채비율	184.0	212.2	230.4	243.4	249.2
금융비용부담률	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4
이자보상배율(X)	3.4	12.1	5.3	5.7	6.1
매출채권회전율(X)	15.4	17.0	14.2	14.1	13.8
재고자산회전율(X)	12.7	12.3	13.0	12.9	12.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 6월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 6월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 6월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이효진)

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

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	2018년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

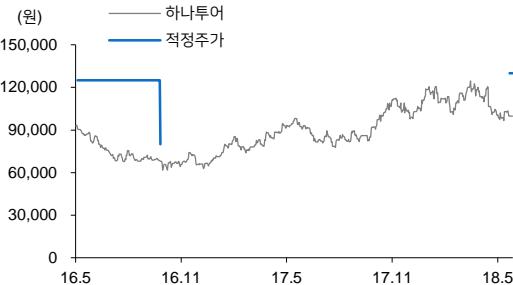
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

하나투어 (039130) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

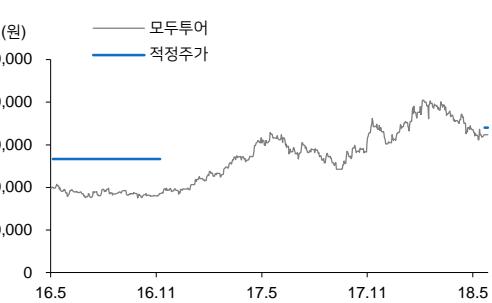
추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.10.21	기업브리프	Trading Buy	80,000	김승철	-0.3	22.8	
2017.10.21		1년 경과			36.1	55.6	
2018.06.11	산업분석	Buy	130,000	이효진	-	-	



모두투어 (080160) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.12.02	기업브리프	Buy	40,000	김승철	-20.9	18.4	
2017.06.02		1년 경과			21.0	51.6	
2018.06.02		1년 경과			19.0	19.0	
2018.06.11	산업분석	Trading Buy	34,000	이효진	-	-	



인터파크 (108790) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.06.11	산업분석	Hold	6,400	이효진	-	-	

