



## ▲ 엔터/레저

Analyst 이효진

02. 6098-6671

hyojinlee@meritz.co.kr

# 여행

## 아직은 안전지대라 판단하기 일러

- ✓ 9월 양사 패키지 송출객 수는 전년 대비 감소하며 7월/8월과 유사했음
- ✓ 예약률이 다소 엇갈리나 이는 전략 차이에 의거, 이익에서는 유사한 흐름을 보일 것
- ✓ 6월 이후 환태평양 조산대를 중심으로 지속 발생하는 자연재해 또한 부담 요인
- ✓ '19년 컨센서스 하향 조정 가능성 높아 주가 하락에도 밸류에이션 매력은 크지 않아
- ✓ 여행업에 대해 보수적 접근 여전히 유효하다고 판단됨. 중립(Neutral) 의견을 유지

**Neutral****Top Picks**

하나투어(039130) Buy 100,000원

**관심종목**

모두투어(080160) Trading Buy 29,000원

**9월 송출객: 유럽과 중국을 제외한 전 지역 감소**

하나투어와 모두투어의 9월 해외 패키지 송출객 수는 각각 226,3654명(-14% YoY)과 108,703명(-3% YoY)으로 부진한 흐름을 이어갔다. 6월 이후 지진 및 태풍 등 자연재해에 시달린 일본 수요 감소가 부진의 가장 큰 원인으로 주목된다. 태풍 '짜미'에 이어 새로운 태풍이 영향을 미칠 것이라 전망이 전해지고 있어 10월 송출객 수는 예약률보다 부진할 가능성이 높다.

**3분기/4분기 컨센서스 큰 폭의 조정 필요**

하나투어와 모두투어의 3분기 해외 패키지 송출객 수는 각각 772,331명(-11% YoY)과 335,908명(-5% YoY)으로 17분기만에 첫 감소를 기록했다. 기저효과가 있는 중국, 견조한 흐름의 유럽을 제외하고 전 지역의 감소세가 이어진 데 따른 결과였다.

일본 비중 감소로 ASP 방어하나 비용 부담으로 이익 눈높이는 크게 낮아질 전망이다. 양사간 송출객 증감률 차이가 존재하나 이는 전략의 차이(Q 방어를 위해 비용을 늘리거나, 이를 선택하지 않거나)일 뿐 영업이익 측면에서는 유사한 결과를 낳고 있다. 두 업체 3분기 별도 영업이익은 50% 내외(YoY)의 감소가 전망된다. 4분기 또한 3분기와 영업 측면에서 유사해 컨센서스 하향 조정이 예상된다.

**내년 추정치, 하향 조정 필요: 주가 하락에도 밸류에이션 매력 크지 않아**

최근 여행주의 반등은 올해 기저를 바탕으로 내년 실적이 성장할 것이라는 기대감에 근거한다. 하나투어의 모두투어의 내년 연결 영업이익 추정치는 각각 700억원, 400억원으로, 당사 추정치 400억원, 300억원과 큰 차이를 보이고 있다. 이는 내년 낮아진 여행 수요 전망치가 양사 실적 추정치에 충분히 반영되지 못했기 때문으로, 향후 컨센서스는 하향 조정될 가능성이 높다. 당사 추정치 기준 양사의 PER(2019년 기준)은 각각 39배, 19배로 글로벌 패키지 업체가 15배 안팎에 거래되는 점을 고려했을 때 싸지 않다. 장기적으로 국내 여행업체들의 밸류에이션 또한 이에 수렴할 가능성이 높다. 여행업에 대해 중립(Neutral) 의견을 유지한다.

## 3분기 Preview

별도 이익 감소로 하나투어와  
모두투어 3분기 실적 컨센서스  
크게 하회할 것

하나투어와 모두투어의 3분기 실적은 컨센서스를 크게 하회할 전망이다. 이는 9월 추석 효과에도 불구하고 양사의 별도(패키지 사업부문) 이익이 전년 동기 대비 46%, 51% 감소할 것으로 추정한 데 따른다.

하나투어는 일본 타격을 산업 플레이어 내 가장 드라마틱하게 겪고 있다. 이는 일본 비중이 큰 동사 특성 상 1) 패키지 송출객 감소폭이 크고, 2) 자회사인 하나투어 재팬의 부진이 더해지고 있기 때문이다.

하나투어 3Q: ASP +2%, Q -11%  
PKG sales -11%, OP -46%

그러나 일본 비중 감소로 ASP는 방어에 성공한 것으로 추정된다. 이는 일본 ASP(38만원)가 평균 ASP(67만원) 대비 60% 수준에 불과한 데 따른다. 3분기 패키지 송출객은 전년 동기 대비 11% 감소, ASP는 2% 증가하며 패키지 매출은 10% 감소에 그친 것으로 추정된다. 그러나 비용 증가로 3분기 별도 영업이익은 51억원(-46% YoY)에 그칠 전망이다.

하나투어 재팬 영업이익도 본사와  
유사한 감소세 전망

동사의 해외 사업 가치의 대부분을 차지하는 하나투어 재팬 또한 일본 타격의 희생양이다. 분기당 40~50억 가량의 영업이익이 꾸준히 발생하던 하나투어 재팬의 영업이익은 3분기 25억원(-47% YoY)에 그칠 것으로 전망된다.

반면 인바운드 관련 사업의 적자 축소는 기존 예상과 유사한 흐름을 보이고 있다. 인바운드 적자(SM면세점+마크호텔+ITC)는 전년 동기 67억원에서 올해 33억원 까지 축소할 수 있을 전망이다. 이는 SM면세점 적자 축소 영향이 가장 크다. 하반기 SM면세점의 적자는 분기당 30억원을 전망한다.

인바운드 적자 축소가 하나투어 재팬 실적 감소로 상쇄되며 자회사 합산 실적은 전년과 유사한 수준으로 전망된다. 하나투어 전사 영업이익 개선이 지연된 가장 큰 원인이다.

표1 하나투어 3Q18 실적 Preview

(십억원)	3Q18E	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	192.6	166.9	15.4	196.7	-2.1	201.7	-4.5
영업이익	5.5	9.9	-44.8	4.8	13.9	9.8	-44.2
세전이익	5.3	10.4	-48.8	5.2	2.3	10.5	-49.3
지배순이익	2.3	4.0	-42.5	1.8	27.8	6.6	-65.2

주: IFRS15 기준. 자료: 하나투어, WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
<b>총 수탁금</b>	794.1	688.7	854.4	740.2	887.0	824.1	904.5	938.8	980.3	857.3	847.2	808.9	3,077.4	3,554.4	3,493.7
%YoY	8.3	5.7	18.5	4.2	11.7	19.7	5.9	26.8	10.5	4.0	-6.3	-13.8	9.3	15.5	-1.7
%매출전환율	13.1	12.5	12.2	12.4	12.8	12.7	11.8	12.8	16.2	14.7	13.9	15.3	12.5	12.5	15.1
<b>매출액</b>	<b>103.8</b>	<b>86.3</b>	<b>104.1</b>	<b>91.5</b>	<b>113.1</b>	<b>104.6</b>	<b>106.7</b>	<b>120.3</b>	<b>158.6</b>	<b>125.9</b>	<b>118.0</b>	<b>123.4</b>	<b>385.8</b>	<b>444.6</b>	<b>525.9</b>
%YoY	7.1	-0.1	21.2	0.8	8.9	21.1	2.5	31.4	40.2	20.4	10.6	2.6	7.2	15.3	18.3
<b>영업비용</b>	<b>92.5</b>	<b>86.0</b>	<b>91.4</b>	<b>85.5</b>	<b>97.2</b>	<b>96.0</b>	<b>97.3</b>	<b>107.4</b>	<b>144.7</b>	<b>122.1</b>	<b>112.9</b>	<b>116.8</b>	<b>355.4</b>	<b>397.8</b>	<b>496.5</b>
%YoY	6.1	4.0	8.1	1.8	5.0	11.6	6.5	25.5	48.9	27.2	16.0	8.7	5.0	11.9	24.8
%매출액 대비	89.1	99.6	87.8	93.5	85.9	91.8	91.2	89.3	91.3	97.0	95.7	94.6	92.1	89.5	94.4
인건비	27.4	24.0	27.2	24.6	29.0	27.2	30.6	28.8	32.2	28.5	31.2	27.5	103.2	115.6	119.3
%매출액 대비	26.4	27.8	26.1	26.8	25.6	26.0	28.7	24.0	20.3	22.6	26.4	22.3	26.7	26.0	22.7
커미션수수료	38.1	31.6	36.9	32.2	40.9	37.5	37.2	42.2	43.6	38.6	33.2	34.5	138.8	157.8	150.0
%매출액 대비	36.6	36.6	35.5	35.2	36.2	35.8	34.8	35.1	27.5	30.6	28.2	28.0	36.0	35.5	28.5
광고비	3.4	10.1	5.8	6.7	4.8	9.3	5.0	7.6	4.8	11.2	5.5	6.5	26.0	26.5	28.0
%매출액 대비	3.3	11.6	5.6	7.4	4.2	8.8	4.7	6.3	3.0	8.9	4.7	5.3	6.7	6.0	5.3
<b>영업이익</b>	<b>11.3</b>	<b>0.4</b>	<b>12.7</b>	<b>6.0</b>	<b>15.9</b>	<b>8.6</b>	<b>9.4</b>	<b>12.9</b>	<b>13.9</b>	<b>3.8</b>	<b>5.1</b>	<b>6.6</b>	<b>30.4</b>	<b>46.8</b>	<b>29.4</b>
%YoY	16.1	-90.3	841.3	-11.1	40.7	2,238.6	-26.2	115.4	-12.9	-55.4	-45.7	-48.5	40.4	54.0	-37.1
영업이익률(%)	10.9	0.4	12.2	6.5	14.1	8.2	8.8	10.7	8.7	3.0	4.3	5.4	7.9	10.5	5.6
<b>Key assumptions</b>															
출국자수(천명)	5,178	4,695	5,659	5,312	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,966	6,809	20,844	24,837	27,225
%YoY	18.9	14.7	21.3	11.4	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	6.0	5.8	16.5	19.2	9.6
패키지송객(천명)	775	697	806	766	939	830	925	963	1,106	892	821	862	3,042	3,658	3,682
%YoY	27.1	31.7	46.7	24.7	21.3	19.2	14.9	25.8	17.7	7.5	-11.2	-10.4	32.2	20.2	0.7
항공권송객(천명)	424	407	538	520	485	427	540	524	548	485	552	534	1,888	1,977	2,119
%YoY	24.5	28.6	39.1	33.3	14.5	5.1	0.4	0.8	13.0	13.6	2.2	1.9	31.7	4.7	7.2
<b>패키지M/S(%)</b>	<b>15.0</b>	<b>14.8</b>	<b>14.2</b>	<b>14.4</b>	<b>15.4</b>	<b>14.5</b>	<b>14.1</b>	<b>15.0</b>	<b>15.8</b>	<b>13.8</b>	<b>11.8</b>	<b>12.7</b>	<b>14.6</b>	<b>14.7</b>	<b>13.5</b>
%p YoY	1.0	1.9	2.5	1.5	0.4	-0.3	-0.2	0.5	0.4	-0.7	-2.3	-2.3	1.7	0.1	-1.2

자료: 하나투어, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

표3 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS연결)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	*2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	*2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
<b>매출액</b>	<b>149.0</b>	<b>139.7</b>	<b>160.0</b>	<b>146.9</b>	<b>171.3</b>	<b>185.8</b>	<b>166.9</b>	<b>181.4</b>	<b>229.3</b>	<b>196.7</b>	<b>192.6</b>	<b>199.3</b>	<b>595.5</b>	<b>682.3</b>	<b>818.0</b>
%YoY	26.1	27.9	49.4	17.6	15.0	33.0	4.3	23.5	33.9	5.9	15.4	9.8	29.6	14.6	19.9
하나투어본사	103.8	86.3	104.1	91.5	113.1	104.6	106.7	120.3	158.6	125.9	118.0	123.4	385.8	444.6	525.9
%YoY	7.1	-0.1	21.2	0.8	8.9	21.1	2.5	31.4	40.2	20.4	10.6	2.6	7.2	15.3	18.3
종속회사	52.7	62.1	65.2	63.5	66.4	69.4	69.5	71.7	78.7	82.2	88.1	90.0	243.5	277.0	339.0
%YoY	96.3	115.3	132.7	49.9	25.9	11.8	6.7	12.9	18.6	18.4	26.8	25.6	93.2	13.8	22.4
<b>영업이익</b>	<b>9.6</b>	<b>-2.8</b>	<b>10.4</b>	<b>3.8</b>	<b>10.3</b>	<b>5.7</b>	<b>9.9</b>	<b>15.8</b>	<b>12.0</b>	<b>4.8</b>	<b>5.5</b>	<b>9.7</b>	<b>20.9</b>	<b>40.8</b>	<b>32.0</b>
%YoY	-43.0	N/A	46.7	-58.5	7.2	N/A	-4.9	317.7	16.6	-15.9	-44.5	-38.6	-53.2	95.1	-21.7
영업이익률(%)	6.4	-2.0	6.5	2.6	6.0	3.1	5.9	8.7	5.2	2.4	2.8	4.9	3.5	6.0	3.9
하나투어본사	11.3	0.4	12.7	6.0	15.9	8.6	9.4	12.9	13.9	3.8	5.1	6.6	30.4	46.8	29.4
%YoY	16.1	-90.3	841.3	-11.1	40.7	2,238.6	-26.2	115.4	-12.9	-55.4	-45.7	-48.5	40.4	54.0	-37.1
종속회사	-1.7	-3.2	-2.3	-2.2	-5.6	-2.9	0.5	2.9	-1.9	1.0	0.4	3.1	-9.4	-5.1	2.6
%YoY	N/A	-21.2	4.8	N/A	N/A	N/A	N/A								

주: \*17년도 2분기 및 18년도 2분기의 매출과 영업이익의 경우 IFRS 15 기준, 이외의 실적은 구 회계 기준. 자료: 하나투어, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

모두투어 3Q: ASP -2%, Q -5%  
PKG sales -3%, OP -51%

모두투어는 지난해부터 홈쇼핑 채널을 강화했다. 덕분에 ASP 하락은 발생하지 않았으나 비용이 크게 증가했다. 올해 또한 이 채널 전략을 유지하고 있다. 이와 더불어 지난해 4분기에 행해졌던 여행박람회가 올해는 3분기에 진행됐다. 이러한 마케팅으로 인해 경쟁사 대비 송출객 감소폭(-5% YoY)을 최소화하며 패키지 매출은 3% 감소하는데 그쳤을 것으로 추정된다. 그러나 1) 고비용 채널 비중 증가 및 2) 약 20억원이 소요되는 여행박람회 영향으로 비용이 증가하며 모두투어의 3분기 별도 영업이익은 43억원(-51% YoY)에 그칠 전망이다.

자회사 텐어라운드 지연으로 별도 실적 대비 소폭 낮은 연결 실적 전망

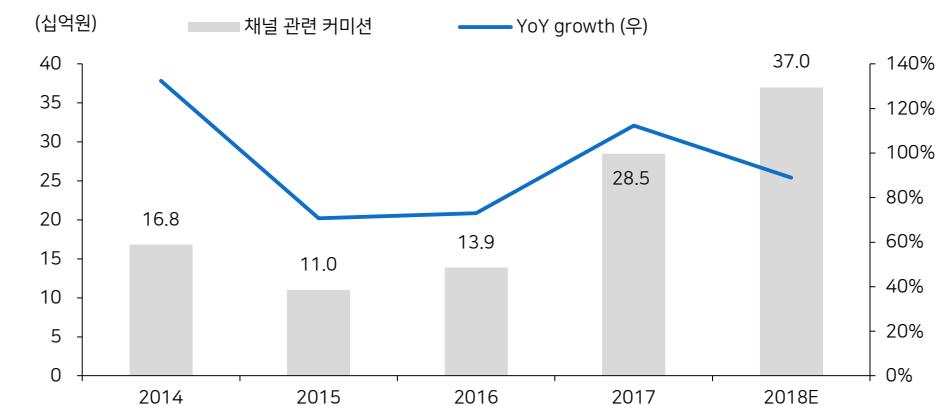
올해 텐어라운드를 예상했던 자회사 실적 개선 지연은 연결 영업이익에 부담으로 작용하고 있다. 업황 악화에 의한 영향은 중소형 업체에 해당하는 자유투어(동사 지분율 80%) 또한 자유로울 수 없었다. 동사의 자회사 합산 적자는 분기당 10억 내외를 유지하고 있다. 3분기 적자 또한 이와 유사할 전망이다. 지난해 BEP 달성을 성공했던 자유투어는 올해 32억원의 적자(2016년과 유사한 수준)를 기록할 전망이다. 이를 포함한 모두투어 자회사 합산 적자는 지난해 5억원에서 올해 42억원까지 확대될 것으로 추정된다.

표4 모두투어 3Q18 실적 Preview

(십억원)	3Q18E	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	83.3	72.7	14.6	83.4	-0.1	90.2	-7.6
영업이익	3.6	8.1	-55.6	4.0	-10.0	6.9	-47.8
세전이익	3.9	8.5	-54.1	3.9	0.0	7.3	-46.6
지배순이익	3.0	5.9	-49.2	2.6	15.4	5.5	-45.5

주: IFRS15 기준. 자료: 모두투어, WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 모두투어의 채널 관련 수수료: 지난해부터 홈쇼핑 비중 늘리면서 관련 수수료 큰 폭 증가 중



주: 모두투어의 지급수수료 내 대리점 수수료를 제외한 채널 관련 수수료. 대부분 홈쇼핑 비용으로 추정됨  
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표5 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS별도)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
<b>총 수탁금</b>	422.1	360.6	451.1	389.9	509.0	447.0	508.9	502.1	551.3	456.1	481.4	493.9	1,624	1,967	1,983
%YoY	-11.7	6.7	22.3	2.7	20.6	24.0	12.8	28.8	8.3	2.1	-5.4	-1.6	3.8	21.1	0.8
%매출전환율	12.6	12.9	12.3	13.0	12.6	12.8	12.3	13.0	12.9	13.0	12.8	13.4	12.7	12.7	13.0
<b>매출액</b>	<b>53.1</b>	<b>46.4</b>	<b>55.7</b>	<b>50.7</b>	<b>64.3</b>	<b>57.3</b>	<b>62.5</b>	<b>65.2</b>	<b>71.0</b>	<b>59.3</b>	<b>61.4</b>	<b>66.3</b>	<b>205.8</b>	<b>249.4</b>	<b>258.1</b>
%YoY	13.4	5.9	22.5	9.8	21.1	23.6	12.2	28.7	10.4	3.5	-1.7	1.7	12.9	21.1	3.5
영업비용	46.8	41.6	46.6	45.3	52.6	49.4	53.6	60.8	60.5	54.7	57.1	59.7	180.3	216.4	231.9
%YoY	17.9	10.9	16.9	5.9	12.3	18.8	15.0	34.2	15.1	10.6	6.4	-1.8	12.8	20.0	7.2
%매출액 대비	88.1	89.7	83.8	89.4	81.7	86.3	85.9	93.2	85.2	92.2	93.0	89.9	87.6	86.8	89.9
인건비	14.7	13.4	14.2	14.1	15.9	15.1	15.8	17.0	16.7	17.0	17.5	16.8	56.5	63.8	67.9
%매출액 대비	27.7	28.9	25.6	27.9	24.8	26.4	25.3	26.0	23.5	28.6	28.5	25.3	27.5	25.6	26.3
커미션수수료	22.8	19.4	23.6	21.3	27.1	24.1	27.1	28.4	29.3	24.4	25.4	27.7	87.1	106.8	106.8
%매출액 대비	42.9	41.8	42.5	42.0	42.1	42.1	43.4	43.6	41.2	41.2	41.3	41.8	42.3	42.8	41.4
광고비	3.6	3.5	3.1	4.0	3.7	4.0	4.4	7.9	7.0	5.7	6.1	6.0	14.3	20.0	24.8
%매출액 대비	6.9	7.6	5.6	7.9	5.7	7.0	7.1	12.1	9.8	9.7	10.0	9.0	6.9	8.0	9.6
<b>영업이익</b>	<b>6.3</b>	<b>4.8</b>	<b>9.0</b>	<b>5.4</b>	<b>11.7</b>	<b>7.9</b>	<b>8.8</b>	<b>4.5</b>	<b>10.5</b>	<b>4.6</b>	<b>4.3</b>	<b>6.7</b>	<b>25.5</b>	<b>32.9</b>	<b>26.2</b>
%YoY	-11.5	-24.1	62.9	60.1	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-10.3	-41.3	-51.2	49.6	14.2	29.1	-20.6
영업이익률(%)	11.9	10.3	16.2	10.6	18.3	13.7	14.1	6.8	14.8	7.8	7.0	10.1	12.4	13.2	10.1
<b>Key assumptions</b>															
출국자수(천명)	5,178	4,695	5,659	5,312	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,966	6,809	20,844	24,837	27,225
%YoY	18.9	14.7	21.3	11.4	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	6.0	5.8	16.5	19.2	9.6
패키지승객(천명)	356	303	340	347	420	333	352	399	449	376	336	382	1,346	1,504	1,543
%YoY	6.3	5.3	16.7	9.8	17.8	10.0	3.5	15.0	7.0	13.1	-4.6	-4.5	9.4	11.7	2.6
항공권승객(천명)	222	216	273	242	289	298	343	298	315	274	318	343	953	1,229	1,250
%YoY	46.1	42.7	40.0	17.5	30.3	37.6	25.9	23.3	8.8	-7.9	-7.5	14.9	35.3	28.9	1.7
패키지M/S(%)	<b>6.9</b>	<b>6.4</b>	<b>6.0</b>	<b>6.5</b>	<b>6.9</b>	<b>5.8</b>	<b>5.4</b>	<b>6.2</b>	<b>6.4</b>	<b>5.8</b>	<b>4.8</b>	<b>5.6</b>	<b>6.5</b>	<b>6.1</b>	<b>5.7</b>
%p YoY	-0.8	-0.6	-0.2	-0.1	0.0	-0.6	-0.7	-0.3	-0.4	0.0	-0.6	-0.6	-0.4	-0.4	-0.4

자료: 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

표6 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS연결)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	*2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	*2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
<b>매출액</b>	<b>59.5</b>	<b>54.3</b>	<b>64.2</b>	<b>59.1</b>	<b>74.0</b>	<b>73.2</b>	<b>72.7</b>	<b>77.0</b>	<b>109.8</b>	<b>83.4</b>	<b>83.3</b>	<b>92.5</b>	<b>237.1</b>	<b>290.9</b>	<b>369.1</b>
%YoY	18.2	9.4	24.8	11.6	24.3	34.8	13.2	30.3	48.4	14.0	14.6	20.2	16.0	22.7	26.9
모두투어본사	53.1	46.4	55.7	50.7	64.3	57.3	62.5	65.2	94.3	70.4	72.5	77.5	205.8	249.4	314.7
%YoY	13.4	5.9	22.5	9.8	21.1	23.6	12.2	28.7	10.4	3.5	-1.7	1.7	12.9	21.1	3.5
종속회사	6.7	8.2	8.9	9.0	10.0	10.6	10.7	12.1	15.2	12.6	11.4	15.6	32.7	43.5	54.7
%YoY	53.2	15.8	55.2	25.7	50.8	29.1	20.5	35.1	51.5	18.8	6.3	28.1	34.7	32.8	25.9
영업이익	<b>4.3</b>	<b>3.7</b>	<b>8.3</b>	<b>3.8</b>	<b>11.0</b>	<b>7.3</b>	<b>8.1</b>	<b>5.6</b>	<b>9.1</b>	<b>4.0</b>	<b>3.6</b>	<b>5.6</b>	<b>20.1</b>	<b>32.1</b>	<b>22.3</b>
%YoY	-30.9	-28.9	149.6	123.3	154.8	99.9	-2.3	48.1	-17.1	-45.6	-55.8	-1.0	22.3	59.6	-30.6
영업이익률(%)	7.3	6.8	13.0	6.5	14.9	10.0	11.2	7.3	8.3	4.8	4.3	6.0	8.5	11.0	6.0
모두투어본사	6.3	4.8	9.0	5.4	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	4.6	4.3	6.7	25.5	32.9	26.2
%YoY	-11.5	-24.1	62.9	60.1	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-10.3	-47.3	-51.2	49.6	14.2	29.1	-20.6
종속회사	-2.0	-1.1	-0.7	-1.6	-0.7	-0.4	-0.7	1.3	-1.6	-0.8	-0.9	-1.0	-5.4	-0.5	-4.2
%YoY	N/A	혹전	N/A	N/A	혹전	-178.6	N/A	N/A	N/A						

주: \*17년도 2분기 및 18년도 2분기의 매출과 영업이익의 경우 IFRS 15 기준, 이외의 실적은 구 회계 기준. 자료: 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

**내년 실적 기준으로 밸류에이션  
콜하기 어려운 이유: 영업이익  
성장 근거 부족해**

가장 큰 고민은 2019년 양사 실적에 대한 시장의 눈높이다. 하나투어와 모두투어의 연결 영업이익 컨센서스는 현재 700억원, 400억원에 형성되고 있는데, 이는 올해 영업이익 추정치 대비 각각 116%, 80% 증가한 수치다.

지난 4년간 패키지 수요는 전체 출국자 성장률을 하회한 바 있다. 내년 출국자수 증가율이 10%라고 가정하더라도 패키지 성장률은 단자리 성장 혹은 마이너스 수치를 기록할 가능성이 높다. Q의 제한적 증가, ASP의 기조적 하락을 고려했을 때 기저효과만으로 내년 양사의 영업이익이 100% 가까운 폭으로 증가하기는 쉽지 않다. 당사가 2019년 추정치 하향 조정을 전망하는 근거다.

**경쟁 심화 및 FIT에 자리 뺏기는  
패키지 특성 상 내년에 대한 실적  
낙관에 대한 근거 부족해**

지난해 유례없는 패키지 산업 호황으로 신규 업체들의 산업 진입이 활발했다. 이로 인해 경쟁해야 할 업체는 많아졌고, 한 명의 고객을 유인하기 위해 업체들이 감당해야 하는 비용은 늘어났다. 반면 고객으로부터 이끌어낼 수 있는 수익(실질 평균 ASP)은 하락하고 있다. 최근 여행 수요가 mid-single 성장을 보이는 데 반해 패키지 수요는 감소하고 있어 FIT 수요에 그 자리를 뺏기는 것 또한 고려해야 할 요소다. 당사가 내년에 대한 지나친 낙관을 경계하는 이유다.

**글로벌 패키지 업체들 밸류에이션  
15배 안팎에 지나지 않아**

당사 추정치 기준 하나투어와 모두투어의 2019년 기준 PER은 각각 40배, 19배에 해당한다. 하나투어의 인바운드 적자를 감안하더라도 두 업체의 밸류에이션은 과거 밴드를 고려했을 때 낮은 수준이 아니다. 글로벌 패키지 업체의 경우 내년 기준 15배 안팎에 거래되고 있다. 한국 패키지 산업이 성숙기 진입 후 장기적으로 적용될 밸류에이션 또한 이와 유사할 것으로 추정된다.

**최근 자연재해 발생 빈도 높아져:  
'자연재해를 여행업체를 사는  
타이밍으로 활용하라'는 오랜 격언  
경계해야**

일본 태풍을 차치하더라도 6월 하와이 화산폭발을 시작으로 일본 지진, 빌리 화산 폭발, 과테말라 지진, 그리고 최근 인도네시아 지진까지 이른바 '불의 고리'라고 불리는 환태평양 조산대를 중심으로 자연재해가 잇달아 발생하고 있다. 최근 빈도 증가를 고려했을 때 '자연재해를 여행업체를 사는 타이밍으로 활용하라'는 오랜 격언을 이번에는 경계할 필요가 있다.

**그림2** 하나투어 2019년 영업이익 컨센서스 700억 vs.  
당사 400억 추정



**그림3** 모두투어 2019년 영업이익 컨센서스 400 억 vs.  
당사 300억 추정



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

표7 여행업 Global Peer table: 글로벌 패키지 업체들의 밸류에이션은 15배 안팎

		패키지			FIT		
		한국	일본	독일	중국	미국	
		하나투어	모두투어	H.I.S	Tui	Ctrip	Expedia
매출액 (십억원, 백만 달러)	2017	682	291	5,411	20,477	3,967	10,060
	2018E	818	369	6,505	22,583	4,518	11,281
	2019E	895	380	6,990	23,439	5,642	12,535
영업이익 (십억원, 백만 달러)	2017	41	32	142	833	434	625
	2018E	32	22	164	1,375	736	1,214
	2019E	40	30	189	1,547	1,066	1,461
EBITDA (십억원, 백만 달러)	2017	61	35	209	1,405	564	1,515
	2018E	62	25	237	1,919	892	1,895
	2019E	66	33	274	1,989	1,248	2,168
순이익 (십억원, 백만 달러)	2017	13	24	118	712	317	378
	2018E	18	18	93	800	813	823
	2019E	27	25	113	931	999	976
EPS (천원, 달러)	2017	1.12	1.28	1.96	1.22	0.60	2.49
	2018E	1.27	0.97	1.62	1.40	1.29	5.31
	2019E	1.86	1.32	1.95	1.60	1.53	6.23
Net Debt (십억원, 백만달러)	2017	-228	(97)	(167)	(703)	(129)	865
	2018E	-255	(132)	(88)	104	2,308	795
	2019E	-294	(149)	(85)	280	1,304	15
PER (배)	2017	92.3	23.8	17.3	10.6	75.1	45.9
	2018E	<b>58.4</b>	<b>26.2</b>	<b>20.9</b>	<b>13.7</b>	<b>28.8</b>	<b>24.6</b>
	2019E	39.7	19.2	17.3	12.1	24.2	21.0
PBR (배)	2017	5.8	4.3	2.6	2.9	1.8	4.0
	2018E	4.2	3.3	2.5	3.1	1.6	4.5
	2019E	4.1	3.0	2.2	2.8	1.5	3.7
EV/EBITDA (배)	2017	16.4	14.4	9.8	6.6	41.0	13.6
	2018E	10.4	15.0	10.5	6.0	22.8	10.8
	2019E	9.3	10.9	9.1	5.8	16.3	9.4
ROE (%)	2017	6.6	20.3	16.0	23.0	2.7	8.7
	2018E	7.2	13.1	12.2	22.3	5.4	13.2
	2019E	10.5	16.2	14.3	23.9	6.7	15.5
ROA (%)	2017	2.3	8.8	3.5	4.5	1.4	2.2
	2018E	2.8	5.2	3.1	N/A	2.7	3.2
	2019E	3.9	6.6	3.6	N/A	3.5	3.7
Div. Yield(%)	2017	1.5	1.5	0.8	3.9	N/A	0.9
	2018E	2.0	1.6	0.8	4.3	-	0.9
	2019E	2.0	1.8	0.9	4.8	-	1.0

자료: 하나투어와 모두투어는 메리츠종금증권 리서치센터 추정치, 글로벌 피어 업체는 Bloomberg 컨센서스 활용

표8 내국인 출국자 성장률 및 하나투어, 모두투어 송출객수 증감률

내국인출국자	YoY	하나투어							모두투어							
		전체	YoY	패키지	YoY	M/S	非패키지	YoY	전체	YoY	패키지	YoY	M/S	非패키지	YoY	
'16.01	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
'16.02	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
'16.03	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
'16.04	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
'16.05	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
'16.06	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
'16.07	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
'16.08	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
'16.09	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
'17.01	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
'17.02	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
'17.03	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
'17.04	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
'17.05	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
'17.06	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
'17.07	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
'17.08	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
'17.09	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
'18.01	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	127,778	22.5
'18.02	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	98,455	-3.4
'18.03	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	88,789	6.7
'18.04	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	86,872	-10.5
'18.05	2,184,015	16.8	452,638	11.3	268,109	8.1	12.3	161,847	20.7	214,421	6.6	124,122	17.9	5.7	90,299	-5.9
'18.06	2,180,519	10.8	457,951	3.7	267,964	1.8	12.3	171,052	7.5	218,202	0.4	121,159	7.5	5.6	97,043	-7.2
'18.07	2,344,420	4.5	469,672	-8.2	266,801	-14.0	11.4	187,343	2.1	217,050	-10.0	110,618	-6.9	4.7	106,432	-13.0
'18.08	2,364,398	6.0	490,340	-1.4	279,166	-5.2	11.8	193,355	6.7	223,173	-4.8	116,587	-3.8	4.9	106,586	-6.0
'18.09			413,335	-9.6	226,364	-13.5		171,234	-2.5	213,521	-2.8	108,703	-2.9		104,818	-2.8

자료: 한국 관광공사, 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

주: 전체 출국자수는 승무원 제외.

그림4 하나투어와 모두투어의 출국자수 대비 패키지 M/S추이

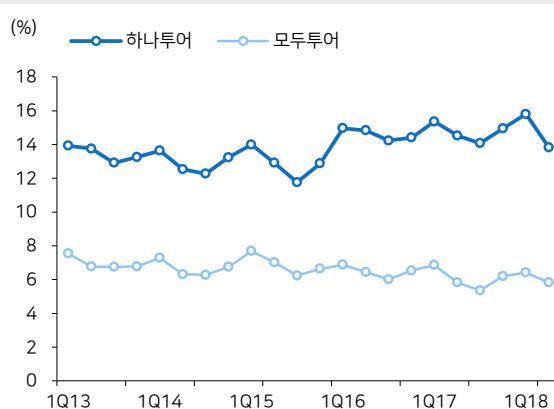
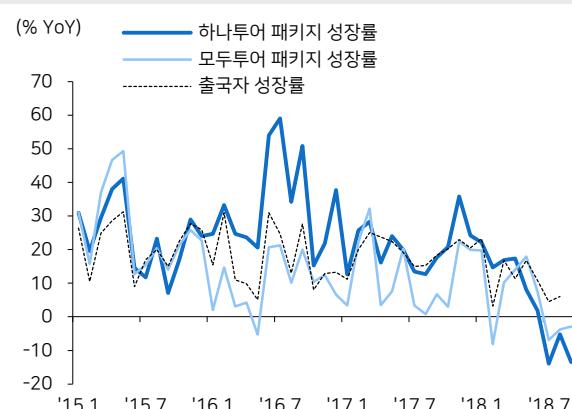


그림5 출국자 성장률 대비 양사 패키지 성장률



주: 출국자수 대비 하나투어와 모두투어의 패키지 송출객 비중

자료: 하나투어, 모두투어, 한국관광공사, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터

### Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 02일 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 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성을 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)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

### 하나투어 (039130) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		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				35.9	55.6	
				담당자 변경			
2018.06.11	산업분석	Buy	130,000	이효진	-34.2	-23.8	
2018.07.16	기업브리프	Buy	116,000	이효진	-33.7	-30.4	
2018.08.02	산업분석	Buy	100,000	이효진	-31.6	-29.5	
2018.09.04	기업브리프	Buy	100,000	이효진	-31.2	-26.5	
2018.09.27	기업브리프	Buy	100,000	이효진	-30.7	-23.5	
2018.10.02	산업분석	Buy	100,000	이효진	-	-	

### 모두투어 (080160) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		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			담당자 변경	20.2	21.2	
2018.06.11	산업분석	Trading Buy	34,000	이효진	-20.3	-4.6	
2018.08.02	기업브리프	Trading Buy	29,000	이효진	-23.8	-20.0	
2018.09.04	기업브리프	Trading Buy	29,000	이효진	-21.4	-14.5	
2018.09.27	기업브리프	Trading Buy	29,000	이효진	-20.8	-12.2	
2018.10.02	기업브리프	Trading Buy	29,000	이효진	-	-	