

2018. 12. 4



## ▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**

02. 6098-6671

hyojinlee@meritz.co.kr

## Neutral

## Top Picks

하나투어(039130)	Buy	86,000원
--------------	-----	---------

## 관심종목

모두투어(080160)	Tr. Buy	27,000원
--------------	---------	---------

## 여행

## 내년 1분기까지 다시 한번 역기저

- ✓ 양사 11월 패키지 송출객 수 전년 대비 감소한 -8.5%, -2.4%를 기록함
- ✓ 예약률의 경우 하나투어는 전월 발표 대비 하락, 모두투어는 유사한 수준
- ✓ 항공사를 통한 데이터는 일본/동남아 회복 감지되나 패키지 업체는 이와 다른 모습
- ✓ 예약률의 회복 지연은 패키지 수요 부진으로 해석됨
- ✓ 1Q18은 올해 4개 분기 중 가장 기저가 높은 분기. 내년 1분기까지 높은 기저 이어져

## 11월 송출객: 기저 있는 중국과 유럽을 제외, 전 지역 하락세 이어져

하나투어와 모두투어의 11월 패키지 송출객수는 각각 280,479명(-8.5% YoY), 135,536명(-2.4% YoY)으로 전년 동기 대비 하락세 지속. 하나투어의 지역별 수요 성장은 일본 -21%, 동남아 -2%, 중국 +20%, 유럽 +22%, 남태평양 -20%, 모두투어는 일본 -32%, 동남아 +1%, 중국 +39%, 유럽 +20%, 남태평양 -31%를 기록

양사 모두 지난해 기저 효과가 있는 중국과 유럽을 제외하고 전 지역 수요 하락. 항공사를 통해 확인되는 FIT 수요는 일본/동남아 등 자연재해 여파가 있었던 지역의 회복이 확인되고 있으나 패키지 업체들은 이와 다른 모습

## 예약률 추이는 양사 여전히 엇갈려

향후 3개월 예약률은 두 업체가 여전히 엇갈린 모습. 하나투어의 경우 12월 -15.8%, 1월 -24.4%, 2월 +17.8%로 전년 대비 감소한 수치를 기록하고 있는 데 반해 모두투어는 12월 -10.2%, 1월 -19.4%, 2월 +29.6%를 기록. 홈쇼핑 대응하는 모두투어가 상대적으로 아웃퍼폼 중.

## 접근 타이밍 이야기하기엔 지표 회복세 약해

현재 문제점은 출국자 수요는 회복세가 확인되지만 패키지는 그렇지 못하다는 점. 자연재해 이벤트가 소멸한지 2개월이 되는 현 시점 기준 일본 및 동남아 향 항공 수요는 회복되었으며 12월 또한 호실적이 기대됨. 반면 하나투어와 모두투어는 일본 -20~30%, 동남아 flat 모습 보이고 있음

일부일 수 있으나 올해 여행 트렌드를 휩쓸었던 이른바 '호캉스'가 단거리 휴양 여행 수요를 일부 대체한 영향인 것으로 추정됨. 실제로 국내 호텔 Top3 판매자인 아놀자와 여기어때의 올해 성수기 국내 호텔 판매액은 전년 대비 3배 증가. 여행 수요가 국내 수요로까지 다변화되며 패키지의 설 자리 더욱 위태

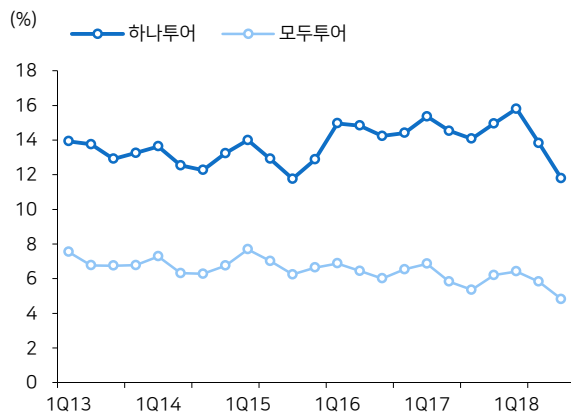
하나투어와 모두투어의 2019년 기준 PER은 각각 28.4배 21.8배로 글로벌 FIT조차 20배를 받지 못하는 점 고려 시 국내 패키지 사업자의 밸류에이션 매력 낮음. 특히 올해 1분기는 전 분기 중 가장 영업이익이 높았던 시기로 내년 1분기까지 높은 기저 구간에 해당됨. 수요 부진과 비용 사이 줄다리기가 당분간 이어질 것

표1 내국인 출국자 성장률 및 하나투어, 모두투어 송출객수 증감률

(명, %)			하나투어								모두투어							
내국인출국자		YoY	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	2,081,967	-0.8	413,335	-9.6	226,364	-13.5	10.9	171,234	-2.5	213,521	-2.8	108,703	-2.9	5.2	104,818	-2.7		
'18.10	2,196,227	5.1	458,292	1.0	270,517	3.9	12.3	166,472	-1.9	226,759	4.7	134,084	9.7	6.1	92,675	-1.8		
'18.11			463,429	-5.7	280,479	-8.5		166,940	1.4	228,256	-1.5	135,536	-2.4		92,720			

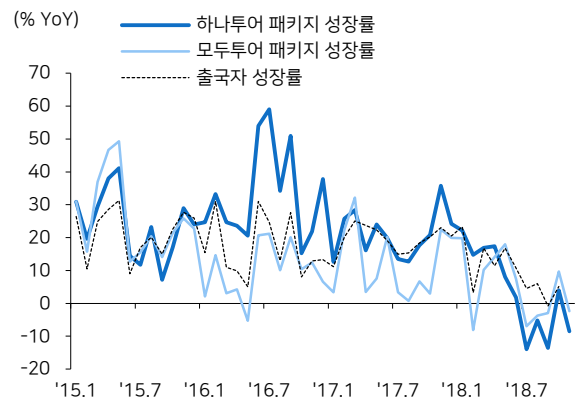
주: 전체 출국자수는 승무원 제외. 자료: 한국관광공사, 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 하나투어와 모두투어의 출국자수 대비 패키지 M/S추이



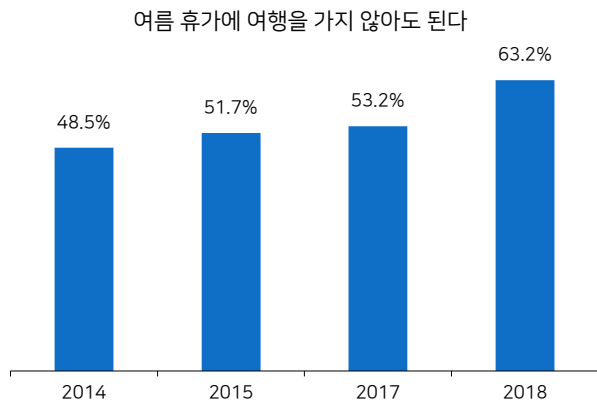
주: 출국자수 대비 하나투어와 모두투어의 패키지 송출객 비중  
자료: 하나투어, 모두투어, 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 출국자 성장률 대비 양사 패키지 성장률



자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 '여름 휴가에 여행을 가지 않아도 된다'는 응답, 2018년 10%p 증가



주: 만 19~ 59세 수도권 남녀 1,000명 대상  
 자료: 엠브레인, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 여행 대신 호캉스를 선택한 2018년: 수도권 호텔을 채운 건 내국인!

호텔	내용
소공동 더플라자 호텔	2018년 7월 한국인 순위 2017년 5위에서 1위로 올라 내국인 예약 전년 대비 50% 이상 증가.
웨스턴조선호텔	객실 판매율 YoY 10% 이상 증가. 주말 만실, 수영장 이용 고객 YoY 50% 증가. 휴식 목적 방문 고객 많다는 의미
신라호텔	야외 수영장 이용 가능한 내국인 주말 패키지, 8월도 매진
동대문 엠배서더	루프톱, 로비층에 수영장 보유해 오픈 한달만에 내국인 투숙 비중 45%까지 올라가
포포인츠바이셰라톤 남산 호텔	8월 첫째주 내국인 고객 50%까지 증가
코트야드 메리어트 서울 남대문	8월 성인 4명과 아이 4명이 투숙할 수 있는 '3대 휴가족' 용 커넥팅룸(패밀리룸)이 7월 초 대비 2배 더 판매
파라다이스시티	8월 주말 만실. 서부 T&D의 드래곤시티도 3분기 OCC 80%에 달해. 호캉스 수요 덕분

자료: 언론 자료를 메리츠증권증권 리서치센터 정리

표2 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	Booking Holdings
매출액 (십억원, 백만 달러)	2017	682	291	5,411	20,477	3,967	10,060	12,681
	2018E	834	394	6,548	21,838	4,414	11,207	14,530
	2019E	935	414	7,089	22,646	5,259	12,365	16,150
영업이익 (십억원, 백만 달러)	2017	41	32	142	833	434	625	4,538
	2018E	28	22	163	1,303	590	1,164	5,470
	2019E	50	30	186	1,471	759	1,365	6,060
EBITDA (십억원, 백만 달러)	2017	61	35	209	1,405	564	1,515	4,901
	2018E	57	24	236	1,842	530	1,917	5,745
	2019E	76	33	271	1,922	662	2,159	6,352
순이익 (십억원, 백만 달러)	2017	13	24	118	712	317	378	2,341
	2018E	19	16	93	772	656	871	4,315
	2019E	32	23	111	902	721	1,013	4,779
EPS (천원, 달러)	2017	1.12	1.28	1.96	1.22	0.60	2.49	47.78
	2018E	1.40	0.83	1.61	1.35	1.13	5.55	90.12
	2019E	2.44	1.18	1.93	1.54	1.15	6.55	101.66
Net Debt (십억원, 백만달러)	2017	-228	-97	-167	-703	-129	865	-8,302
	2018E	-259	-138	-86	-79	3,469	760	-1,206
	2019E	-308	-155	-76	-4	2,514	-337	-2,181
PER (배)	2017	92.3	23.8	17.3	10.6	75.1	45.9	23.5
	2018E	49.3	31.1	21.5	10.8	25.4	21.8	21.0
	2019E	28.4	21.8	17.9	9.5	25.0	18.4	18.6
PBR (배)	2017	5.8	4.3	2.6	2.9	1.8	4.0	7.5
	2018E	3.9	3.4	2.6	2.4	1.3	4.2	8.7
	2019E	3.7	3.1	2.3	2.2	1.2	3.7	7.0
EV/EBITDA (배)	2017	16.4	14.4	9.8	6.6	41.0	13.6	15.5
	2018E	10.2	15.5	10.8	4.7	30.8	10.4	13.9
	2019E	7.1	11.0	9.4	4.5	24.7	9.2	12.6
ROE (%)	2017	6.6	20.3	16.0	23.0	2.7	8.7	22.2
	2018E	8.0	11.2	12.1	22.0	3.6	16.7	40.7
	2019E	13.4	14.8	14.2	23.8	4.5	18.1	42.3
ROA (%)	2017	2.3	8.8	3.5	4.5	1.4	2.2	10.3
	2018E	3.0	4.4	3.1	N/A	1.8	3.8	16.9
	2019E	4.5	5.9	3.6	N/A	2.5	4.5	17.9
Div. Yield(%)	2017	1.5	1.5	0.7	5.1	N/A	1.0	N/A
	2018E	2.2	1.4	0.8	5.5	-	1.0	-
	2019E	2.2	1.9	0.9	6.2	-	1.1	-

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

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018 년 12 월 04 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018 년 12 월 04 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018 년 12 월 04 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1 개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 4 등급	Hold	추천기준일 직전 1 개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3 등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

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

## 하나투어 (039130) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.21		1년 경과		담당자 변경	35.9	55.6	
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	산업브리프	Buy	100,000	이효진	-31.6	-29.5	
2018.09.04	산업브리프	Buy	100,000	이효진	-31.2	-26.5	
2018.09.27	산업브리프	Buy	100,000	이효진	-30.7	-23.5	
2018.10.02	산업브리프	Buy	100,000	이효진	-32.8	-23.5	
2018.11.02	산업브리프	Buy	100,000	이효진	-32.8	-23.5	
2018.11.12	산업분석	Buy	86,000	이효진	-17.1	-14.5	
2018.11.28	산업브리프	Buy	86,000	이효진	-17.7	-14.5	
2018.12.04	산업브리프	Buy	86,000	이효진	-	-	

## 모두투어 (080160) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.12.02		1년 경과		담당자 변경	32.9	51.6	
2018.06.11	산업분석	Trading Buy	34,000	이효진	-20.3	-4.6	
2018.08.02	산업브리프	Trading Buy	29,000	이효진	-23.8	-20.0	
2018.09.04	산업브리프	Trading Buy	29,000	이효진	-21.4	-14.5	
2018.09.27	산업브리프	Trading Buy	29,000	이효진	-20.8	-12.2	
2018.10.02	산업브리프	Trading Buy	29,000	이효진	-20.7	-12.2	
2018.11.02	산업브리프	Trading Buy	29,000	이효진	-20.5	-12.2	
2018.11.06	기업브리프	Trading Buy	27,000	이효진	-8.9	-8.5	
2018.11.12	산업분석	Trading Buy	27,000	이효진	-5.1	1.7	
2018.11.28	산업브리프	Trading Buy	27,000	이효진	-4.7	1.7	
2018.12.04	산업브리프	Trading Buy	27,000	이효진	-	-	