



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

## 여행

### 추가 상승은 수요 회복이 관건

- ✓ 4분기 실적은 수요 부진이 손실로 반영되며 기대치 하회
- ✓ 양사 2~3월 예약률은 1월 발표치 대비 하락, 수요 회복 포착되지 않아
- ✓ 설 연휴 출국자수 역대 최대치 경신해 여행 시장 성장은 유지되고 있음을 유추할 수 있음. 단 자릿수 시장 성장 하에 패키지 구조적 성장의 한계를 고민할 시기
- ✓ 주가 저점比 30% 상승해 회복 기대 반영했으나 리스크 여전해 추가 상승 어려워

### Neutral

#### Top Picks

하나투어(039130) Buy 86,000원

#### 관심종목

모두투어(080160) Trading Buy 27,000원

#### 수요 부진을 손실로 떠안은 4분기 실적

하나투어의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,937억원(-7% YoY)과 32억원(-80% YoY)으로 기대치에 부합했으나, 전세기 관련 충당금이 기타손실로 반영되며 세전이익은 -28억원으로 적자 전환했다. 부진한 패키지 수요에 따른 영향으로 별도 영업이익이 16억원으로 전년 동기 대비 -88% 하락한 점이 감익의 주요인이었다. 분기 40억원 남짓의 이익을 기록했던 일본 자회사 또한 회복이 더디어 15억원 이익에 그쳤으며 면세점은 -20억대 초반으로 예상 수준을 기록했다.

모두투어의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 769억원(-24% YoY)과 9억원(-83% YoY)으로 기대치를 하회했다. 1) 대손충당금(10억원대)이 반영되며 별도 영업 이익이 30억원을 기록해 당사 추정치(45억원)와 차이가 발생했고, 2) 자유투어의 마케팅 비용이 전년 대비 20억원 가량 추가 지출되며 22억원의 적자를 기록한 점이 기대치 하회의 주 요인이다.

#### 기대감은 반영한 주가, 그러나 리스크 반복되고 있어 추가 상승 쉽지 않아

하나투어와 모두투어의 1월 해외 패키지 송출객수는 각각 360,909명(-10% YoY), 142,740명(-16% YoY)을 기록해 부진한 흐름이 이어지고 있다. 지역별로는 동남아와 일본 고객이 감소해 단거리 위주의 감소세를 기록하고 있다.

함께 발표된 하나투어의 2월 ~4월 예약률은 각각 -1%/-7%/-1%이며 모두투어의 동기간 예약률은 각각 +10%/-10%/+1%로 1월 발표한 수치 대비 모두 하락했다. 언론에 따르면 설 연휴 출국자 수는 또 한번 역대 최대치를 기록할 전망이다. 출국자 성장률이 10%대로 높을 때는 FIT 침투율이 상승하더라도 패키지 성장이 가능했으나 단 자릿수 시장 성장 하에서는 패키지의 구조적 성장을 기대하기 어려워 보인다. 영화관 사업자의 de-rating 스토리를 상기해 볼 시기다.

하나투어와 모두투어의 현재 주가는 저점 대비 30% 내외의 상승을 기록했다. 회복에 대한 기대감이 기 반영되었음을 추측할 수 있다. 반면, 일본 인플루엔자, 동남아 흉역 등 악재가 지속적으로 발생하고 있어 추가 상승은 버거워 보인다.

표1 내국인 출국자 성장률 및 하나투어, 모두투어 송출객수 증감률

(명)	내국인 출국자	% YoY	하나투어							모두투어						
			전체	% YoY	패키지	% YoY	M/S (%)	非 패키지	% YoY	전체	% YoY	패키지	% YoY	M/S (%)	非 패키지	% YoY
'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	<b>2,714,908</b>	<b>23.3</b>	630,771	17.4	<b>402,175</b>	<b>22.1</b>	<b>14.8</b>	213,577	9.8	296,730	20.9	<b>168,952</b>	<b>19.8</b>	<b>6.2</b>	<b>127,778</b>	<b>22.5</b>
'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	2,149,373	2.8	463,429	-5.7	280,479	-8.5	13.0	166,940	1.4	228,256	-1.5	135,536	-2.4	6.3	92,720	-0.1
'18.12	2,341,957	3.7	509,348	-5.9	294,225	-12.1	12.6	200,936	6.1	237,648	-4.7	122,713	-11.3	5.2	114,935	3.4
'19.01			601,590	-4.6	<b>360,909</b>	<b>-10.3</b>		229,135	7.3	258,356	-12.9	<b>142,740</b>	<b>-15.5</b>		115,616	-9.5
'19.02						-0.8							10.3			
'19.03						-6.8							-9.8			
'19.04						-0.5							1.2			

주: 전체 출국자수는 승무원 제외. '19.02~'19.04 데이터는 전년 2월 1일 대비 각 월의 예약 증감

자료: 한국 관광공사, 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 전년 동기 대비 1월 지역별 패키지 송출객 성장률: 지역 관계 없이 부진

(% YoY)	동남아	중국	유럽	미주	일본	남태평양
하나투어	-6.2	-14.2	6.3	-22.8	-13.5	-19.7
모두투어	-14.8	1.2	11.7	-14.7	-32.3	-20.3

자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 하나투어 4Q18 Review

(십억원)	4Q18P	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	193.7	208.4	-7.1	208.4	-7.1	202.6	-4.4	212.4	-8.8
영업이익	3.2	15.8	-80.0	5.2	-39.2	1.5	110.0	1.9	65.8
세전이익	-2.8	15.2	N/A	8.4	N/A	3.1	N/A	2.8	N/A
지배순이익	-2.5	6.4	N/A	4.5	N/A	1.2	N/A	1.6	N/A

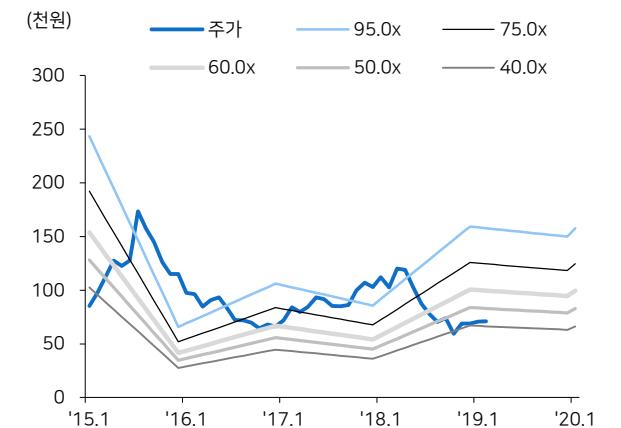
주: 4Q17 실적에도 IFRS15 소급 적용. 자료: 하나투어, Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 모두투어 4Q18 Review

(십억원)	4Q18P	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	76.9	100.1	-23.7	97.3	-21.0	92.9	-17.2	99.9	-23.0
영업이익	0.9	5.6	-83.2	2.5	-62.2	3.4	-72.1	4.5	-78.9
세전이익	0.3	5.1	-93.8	2.6	-87.8	3.9	-91.9	4.4	-92.8
지배순이익	-1.4	4.1	N/A	1.2	N/A	2.6	N/A	2.8	N/A

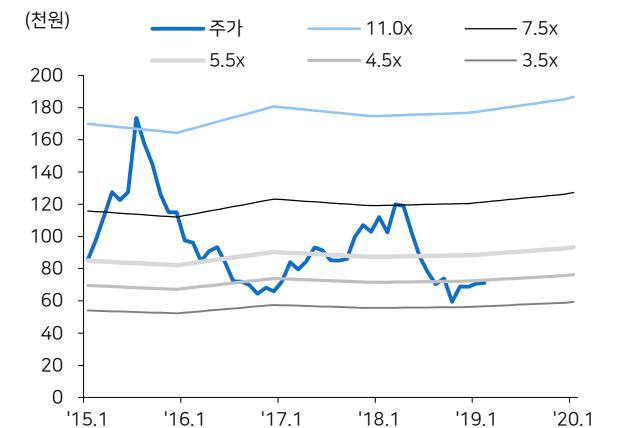
주: 4Q17 실적에도 IFRS15 소급 적용. 자료: 모두투어, Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 하나투어 12M Fwd PER 밴드



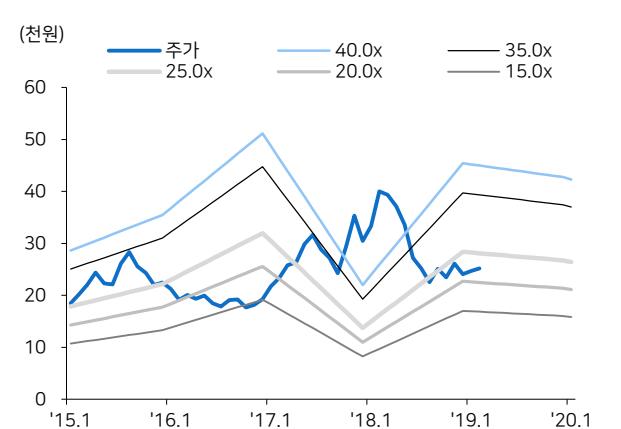
자료: Fnguide, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 하나투어 12M Fwd PBR 밴드



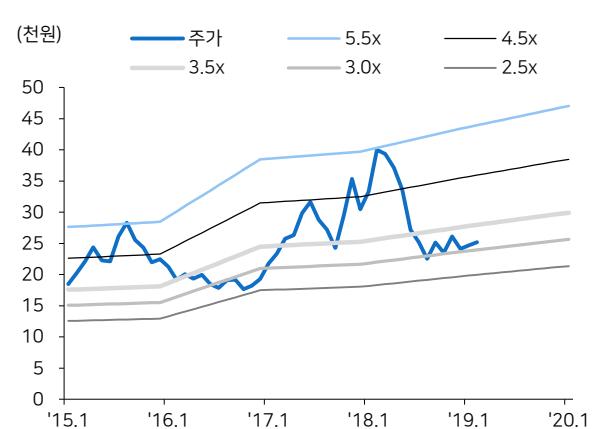
자료: Fnguide, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 모두투어 12M Fwd PER 밴드



자료: Fnguide, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 모두투어 12M Fwd PBR 밴드



자료: Fnguide, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(실적원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
<b>총 수탁금</b>	<b>887.0</b>	<b>824.1</b>	<b>904.5</b>	<b>938.8</b>	<b>980.3</b>	<b>857.3</b>	<b>923.8</b>	<b>857.5</b>	<b>981.4</b>	<b>808.7</b>	<b>889.5</b>	<b>894.5</b>	<b>3,554.4</b>	<b>3,618.9</b>	<b>3,574.2</b>
%YoY	11.7	19.7	5.9	26.8	10.5	4.0	2.1	-8.7	0.1	-5.7	-3.7	4.3	15.5	1.8	-1.2
%매출전환율	12.8	12.7	11.8	12.8	16.2	14.7	15.1	13.8	16.3	15.4	16.8	14.4	12.5	15.0	15.7
<b>매출액</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>139.4</b>	<b>118.1</b>	<b>159.9</b>	<b>124.1</b>	<b>149.0</b>	<b>128.7</b>	<b>444.6</b>	<b>542.0</b>	<b>561.7</b>
%YoY	8.9	21.1	2.5	31.4	40.2	20.4	30.7	-1.8	0.8	-1.4	6.9	8.9	15.3	21.9	3.6
<b>영업비용</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>130.3</b>	<b>116.5</b>	<b>148.9</b>	<b>119.4</b>	<b>137.9</b>	<b>120.8</b>	<b>397.8</b>	<b>513.6</b>	<b>527.1</b>
%YoY	5.0	11.6	6.5	25.5	48.9	27.2	34.0	8.5	2.9	-2.2	5.8	3.7	11.9	29.1	2.6
%매출액 대비	85.9	91.8	91.2	89.3	91.3	97.0	93.5	98.6	93.1	96.2	92.6	93.9	89.5	94.8	93.8
<b>영업이익</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>9.1</b>	<b>1.6</b>	<b>11.0</b>	<b>4.7</b>	<b>11.1</b>	<b>7.8</b>	<b>46.8</b>	<b>28.4</b>	<b>34.6</b>
%YoY	40.7	2,238	-26.2	115.4	-12.9	-55.4	-3.1	-87.5	-20.8	23.8	21.8	386.2	54.0	-39.3	21.9
영업이익률(%)	14.1	8.2	8.8	10.7	8.7	3.0	6.5	1.4	6.9	3.8	7.4	6.1	10.5	5.2	6.2
<b>Key assumptions</b>															
출국자수(천명)	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,791	6,688	7,113	6,567	7,522	7,323	24,837	26,928	28,525
%YoY	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	3.3	3.9	1.7	1.8	10.8	9.5	19.2	8.4	5.9
패키지승객(천명)	939	830	925	963	1,106	892	821	897	1,061	908	940	1,055	3,658	3,716	3,964
%YoY	21.3	19.2	14.9	25.8	17.7	7.5	-11.2	-6.9	-4.0	1.8	14.4	17.7	20.2	1.6	6.7
항공권승객(천명)	485	427	540	524	548	485	552	534	627	451	425	519	1,977	2,120	2,022
%YoY	14.5	5.1	0.4	0.8	13.0	13.6	2.2	2.0	14.4	-7.1	-23.0	-2.8	4.7	7.2	-4.6
<b>패키지M/S(%)</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>12.1</b>	<b>13.4</b>	<b>14.9</b>	<b>13.8</b>	<b>12.5</b>	<b>14.4</b>	<b>14.7</b>	<b>13.8</b>	<b>13.9</b>
%p YoY	0.4	-0.3	-0.2	0.5	0.4	-0.7	-2.0	-1.5	-0.9	0.0	0.4	1.0	0.1	-0.9	0.1

자료: 하나투어, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

표6 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS연결)

(실적원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
<b>매출액</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>208.4</b>	<b>193.7</b>	<b>238.5</b>	<b>207.8</b>	<b>244.3</b>	<b>229.4</b>	<b>682.3</b>	<b>828.1</b>	<b>920.0</b>
%YoY	15.0	33.0	4.3	23.5	33.9	21.0	3.4	-7.1	4.0	5.6	17.3	18.5	14.6	21.4	11.1
하나투어본사	113.1	104.6	106.7	120.3	158.6	125.9	139.4	118.1	159.9	124.1	149.0	128.7	444.6	542.0	561.7
%YoY	8.9	21.1	2.5	31.4	40.2	20.4	30.7	-1.8	0.8	-1.4	6.9	8.9	15.3	21.9	3.6
종속회사	66.4	69.4	69.5	71.7	78.7	82.2	75.3	77.5	90.5	98.0	91.7	100.1	277.0	313.8	380.4
%YoY	25.9	11.8	6.7	12.9	18.6	18.4	8.4	8.2	15.0	19.3	21.7	29.1	13.8	13.3	21.2
<b>영업이익</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>5.2</b>	<b>3.2</b>	<b>10.2</b>	<b>6.4</b>	<b>11.0</b>	<b>10.8</b>	<b>40.8</b>	<b>25.1</b>	<b>38.5</b>
%YoY	7.2	N/A	-4.9	317.7	16.6	-15.9	-42.3	-80.1	-14.8	33.8	113.1	243.4	95.1	-38.5	53.2
OPM(%)	6.0	3.1	5.9	8.7	5.2	2.4	2.5	1.6	4.3	3.1	4.5	4.7	6.0	3.0	4.2
하나투어본사	15.9	8.6	9.4	12.9	13.9	3.8	9.1	1.6	11.0	4.7	11.1	7.8	46.8	28.4	34.6
%YoY	40.7	2238.6	-26.2	115.4	-12.9	-55.4	-3.1	-87.5	-20.8	23.8	21.8	386.2	54.0	-39.3	21.9
종속회사	-5.6	-2.9	0.5	2.9	-1.9	1.0	-3.9	1.5	-0.8	1.7	0.0	3.0	-6.0	-3.3	3.9
%YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	3.3	0.4	n/a	n/a	n/a
국내자회사	-10.7	-8.9	-4.7	-2.9	-7.0	-3.2	-2.5	-0.7	-4.1	-3.0	-3.1	-2.2	-27.2	-13.4	-12.4
%YoY	N/A														
SM면세점	-8.2	-9.5	-5.3	-4.5	-4.9	-4.0	-2.6	-2.3	-2.4	-2.5	-2.1	-1.8	-27.6	-13.8	-8.8
%YoY	N/A														
해외자회사	5.1	5.1	5.2	5.5	5.1	4.2	-2.6	2.2	3.4	4.7	3.1	5.1	20.9	8.9	16.3
%YoY	7.7	14.0	8.3	29.9	1.3	-18.3	N/A	-60.4	-33.7	12.0	N/A	134.3	14.6	-57.5	83.8
일본자회사	4.3	4.5	4.7	4.5	4.5	3.5	0.0	1.5	2.2	3.5	3.7	3.9	18.0	9.5	13.4
%YoY	19.6	37.0	44.6	56.3	3.6	-21.4	-99.6	-66.7	-50.0	0.0	N/A	162.5	12.5	-47.2	41.3

주: 17년도 1분기 및 18년도 1분기 구 회계 기준, 이외는 IFRS15 기준

자료: 하나투어, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

표7 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS별도)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
<b>총 수탁금</b>	<b>509.0</b>	<b>447.0</b>	<b>508.9</b>	<b>502.1</b>	<b>551.3</b>	<b>456.1</b>	<b>491.9</b>	<b>475.3</b>	<b>533.0</b>	<b>467.3</b>	<b>532.0</b>	<b>520.4</b>	<b>1,967</b>	<b>1,975</b>	<b>2,052.8</b>
%YoY	20.6	24.0	12.8	28.8	8.3	2.1	-3.3	-5.3	-3.3	2.5	8.2	9.5	21.1	0.4	4.0
%매출전환율	12.6	12.8	12.3	13.0	12.9	13.3	11.7	11.6	12.7	13.3	12.7	12.6	12.7	12.4	12.8
<b>매출총이익</b>	<b>64.3</b>	<b>57.3</b>	<b>62.5</b>	<b>65.2</b>	<b>70.9</b>	<b>60.6</b>	<b>57.7</b>	<b>54.9</b>	<b>67.7</b>	<b>62.2</b>	<b>67.7</b>	<b>65.5</b>	<b>249.4</b>	<b>244.1</b>	<b>263.2</b>
%YoY	21.1	23.6	12.2	28.7	10.2	5.8	-7.7	-15.8	-4.4	2.6	17.5	19.2	21.1	-2.1	7.8
<b>영업비용</b>	<b>52.6</b>	<b>49.4</b>	<b>53.6</b>	<b>60.8</b>	<b>60.5</b>	<b>54.7</b>	<b>54.0</b>	<b>52.0</b>	<b>59.3</b>	<b>56.8</b>	<b>58.8</b>	<b>57.4</b>	<b>216.4</b>	<b>221.2</b>	<b>232.4</b>
%YoY	12.3	18.8	15.0	34.2	15.1	10.6	0.7	-14.5	-1.9	3.9	8.8	10.4	20.0	2.2	5.1
%매출액 대비	81.7	86.3	85.9	93.2	85.4	90.2	93.7	94.6	87.6	91.4	86.8	87.7	86.8	90.6	88.3
인건비	15.9	15.1	15.8	17.0	16.7	17.0	15.8	14.8	17.5	17.7	16.5	15.4	63.8	64.3	67.1
%매출액 대비	24.8	26.4	25.3	26.0	23.6	28.0	27.5	26.9	25.8	28.5	24.3	23.6	25.6	26.3	25.5
커미션수수료	27.1	24.1	27.1	28.4	29.3	24.4	24.9	22.0	27.5	24.9	26.8	25.5	106.8	100.6	104.6
%매출액 대비	42.1	42.1	43.4	43.6	41.3	40.3	43.2	40.1	40.5	40.0	39.5	39.0	42.8	41.2	39.8
광고비	3.7	4.0	4.4	7.9	7.0	5.7	5.6	5.7	5.3	5.9	5.9	6.1	20.0	24.0	23.2
%매출액 대비	5.7	7.0	7.1	12.1	9.9	9.4	9.7	10.3	7.9	9.4	8.7	9.3	8.0	9.8	8.8
<b>영업이익</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>3.6</b>	<b>3.0</b>	<b>8.4</b>	<b>5.4</b>	<b>8.9</b>	<b>8.1</b>	<b>32.9</b>	<b>21.7</b>	<b>30.8</b>
%YoY	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-10.3	-41.3	-59.0	-33.6	-20.1	16.3	146.0	172.6	29.1	-34.0	41.6
영업이익률(%)	18.3	13.7	14.1	6.8	14.9	7.6	6.3	5.4	12.4	8.6	13.2	12.3	13.2	8.9	11.7
<b>Key assumptions</b>															
출국자수(천명)	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,791	6,688	7,113	6,567	7,522	7,323	24,837	26,928	28,525
%YoY	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	3.3	3.9	1.7	1.8	10.8	9.5	19.2	8.4	5.9
패키지승객(천명)	420	333	352	399	449	376	336	392	422	383	372	430	1,504	1,553	1,606
%YoY	17.8	10.0	3.5	15.0	7.0	13.1	-4.6	-1.8	-6.1	1.8	10.8	9.5	11.7	3.3	3.4
항공권승객(천명)	289	298	343	298	315	274	318	300	369	292	367	343	1,229	1,207	1,372
%YoY	30.3	37.6	25.9	23.3	8.8	-7.9	-7.5	0.6	17.1	6.6	15.5	14.4	28.9	-1.8	13.6
패키지M/S(%)	<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>4.9</b>	<b>5.9</b>	<b>5.9</b>	<b>5.8</b>	<b>4.9</b>	<b>5.9</b>	<b>6.1</b>	<b>5.8</b>	<b>5.6</b>
%p YoY	0.0	-0.6	-0.7	-0.3	-0.4	0.0	-0.4	-0.3	-0.5	0.0	0.0	0.0	-0.4	-0.3	-0.1

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터 추정

표8 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS연결)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
<b>매출액</b>	<b>74.0</b>	<b>67.3</b>	<b>72.7</b>	<b>77.0</b>	<b>109.8</b>	<b>83.4</b>	<b>97.3</b>	<b>76.9</b>	<b>107.7</b>	<b>85.2</b>	<b>98.8</b>	<b>89.0</b>	<b>290.9</b>	<b>367.5</b>	<b>380.6</b>
%YoY	24.3	23.9	13.2	30.3	48.4	24.0	33.9	-0.1	-2.0	2.1	1.5	15.7	22.7	26.3	3.6
모두투어본사	64.3	57.3	62.5	65.2	94.1	71.7	82.3	64.4	91.0	73.3	92.3	74.9	249.4	312.5	331.6
%YoY	21.1	23.6	12.2	28.7	10.2	5.8	-7.7	-15.8	-4.4	2.6	17.5	19.2	21.1	-2.1	7.8
종속회사	10.0	10.6	10.7	12.1	15.2	12.6	15.0	12.6	16.2	12.7	6.4	14.1	43.5	55.4	49.4
%YoY	50.8	29.1	20.5	35.1	51.5	18.8	40.2	3.5	6.5	0.4	-57.2	12.3	32.8	27.3	-10.8
<b>영업이익</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>2.5</b>	<b>0.9</b>	<b>7.3</b>	<b>4.9</b>	<b>9.5</b>	<b>6.8</b>	<b>32.1</b>	<b>16.6</b>	<b>28.5</b>
%YoY	154.8	99.9	-2.3	48.1	-17.1	-45.6	-69.2	-83.2	-20.1	22.3	276.7	621.2	59.6	-48.4	71.8
영업이익률(%)	14.9	10.9	11.2	7.3	8.3	4.8	2.6	1.2	6.8	5.7	9.6	7.7	11.0	4.5	7.5
모두투어본사	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	4.6	3.6	3.0	8.4	5.4	8.9	8.1	32.9	21.7	30.8
%YoY	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-10.3	-41.3	-59.0	-33.6	-20.1	16.3	146.0	172.6	29.1	-34.0	41.6
종속회사	-0.7	-0.4	-0.7	1.3	-1.7	-0.8	-0.7	-2.2	-1.1	-0.5	0.6	-1.2	-0.6	-5.5	-2.2
%YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.8	N/A
자유투어	0.2	-0.2	-0.3	0.3	-0.5	-0.8	-0.1	-2.2	-0.8	-0.8	0.9	-1.2	0.1	-3.6	-1.8
%YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

주: 17년도 1분기 및 18년도 1분기 구 회계 기준, 이외는 IFRS15 기준

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터 추정

표9 여행업 Global Peer table

(식약원, 백만달러)		패키지			FIT			
		한국		일본	독일	중국	미국	
		하나 투어	모두 투어	H.I.S	Tui	Ctrip	Expedia	Booking Holdings
매출액	2017	682	291	5,411	20,477	3,967	10,060	12,681
	2018E	828	367	7,312	23,306	4,536	11,201	14,525
	2019E	920	381	7,997	24,068	5,374	12,355	16,119
영업이익	2017	41	32	142	833	434	625	4,538
	2018E	25	17	189	1,459	607	1,228	5,498
	2019E	38	28	224	1,625	724	1,419	6,036
EBITDA	2017	61	35	209	1,405	564	1,515	4,901
	2018E	55	19	275	1,987	547	1,917	5,731
	2019E	64	31	324	2,179	671	2,151	6,315
순이익	2017	13	24	118	712	317	378	2,341
	2018E	12	10	111	886	692	879	4,309
	2019E	23	22	132	1,009	722	999	4,745
EPS (천원, 달러)	2017	1.12	1.28	1.96	1.22	0.60	2.49	47.78
	2018E	0.90	0.55	1.91	1.51	1.10	5.64	90.05
	2019E	1.68	1.14	2.29	1.71	1.13	6.53	101.22
Net Debt	2017	(228)	-97	(167)	(703)	(129)	865	(8,753)
	2018E	(253)	-124	190	389	3,555	763	(696)
	2019E	(294)	-139	255	370	2,575	(318)	(1,748)
PER (배)	2017	92.3	23.8	17.3	10.6	75.1	45.9	23.5
	2018E	76.3	43.8	20.5	10.4	31.0	22.4	21.1
	2019E	42.4	22.2	17.1	9.2	30.4	19.3	18.8
PBR (배)	2017	5.8	4.3	2.6	2.9	1.8	4.0	7.5
	2018E	4.0	3.3	2.6	2.1	1.5	4.4	9.1
	2019E	4.0	3.1	2.3	1.9	1.4	3.6	7.3
EV/EBITDA (배)	2017	16.4	14.4	9.8	6.6	41.0	13.6	15.4
	2018E	10.6	18.5	11.2	5.0	35.2	10.8	14.1
	2019E	9.0	11.7	9.5	4.5	28.7	9.6	12.8
ROE (%)	2017	6.6	20.3	16.0	23.0	2.7	8.7	22.2
	2018E	5.2	7.6	13.8	20.9	3.4	17.4	40.7
	2019E	9.6	14.8	14.9	21.4	4.3	17.9	42.8
ROA (%)	2017	2.3	8.8	3.5	4.5	1.4	2.2	10.3
	2018E	2.0	2.9	3.5	N/A	1.8	3.8	16.9
	2019E	3.3	5.9	3.9	N/A	2.4	4.4	18.0
Div. Yield(%)	2017	1.5	1.5	0.7	4.8	N/A	1.0	N/A
	2018E	1.9	1.5	0.8	5.8	-	0.9	-
	2019E	1.8	2.0	0.8	6.4	-	1.0	-

자료: 하나투어와 모두투어는 메리츠종금증권 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 2019년 2월 07일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 07일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 07일 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 오자가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

### 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 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)	
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	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	-20.9	-14.5	
2019.01.04	산업브리프	Buy	86,000	이효진	-19.9	-14.5	
2019.02.07	산업브리프	Buy	86,000	이효진	-	-	

### 모두투어 (080160) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.12.02		1년 경과			32.9	51.6	
				담당자 변경			
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	-8.0	1.7	
2019.01.04	산업브리프	Trading Buy	27,000	이효진	-8.1	1.7	
2019.02.07	산업브리프	Trading Buy	27,000	이효진	-	-	