

산업분석

항공/여행

Overweight



떠나요 해외로

- Part I 늘어나는 해외 여행객
 Part II 해외여행 수요 확대 요인 분석
 Part III 수혜주 점검

Universe

종 목	투자판단	목표주가
제주항공	Buy (유지)	48,000원 (유지)
하나투어	Buy (유지)	105,000원 (유지)
모두투어	Buy (유지)	37,000원 (유지)

엔터/레저/항공

Analyst 황현준

02 3779 8919

realjun20@ebestsec.co.kr



이베스트증권 **황현준**입니다.

2016년 기준 전세계 해외 여행객수는 2016년 기준 12.3억 명에 달했습니다.

우리나라도 내국인 출국자수는 2,200만명을 넘어섰고 해외 여행 지출액은 270억 달러에 달했습니다.

이에 따라 우리나라는 해외 여행 지출액 기준으로 글로벌 7위 수준이 되었습니다.

올해 긴 추석 연휴 효과로 우리나라 여행업의 성장이 Peak out한다는 우려의 목소리가 있는데 연휴 효과보다는 다른 구조적인 요인이 해외 여행 수요에 미치는 영향이 더 크다고 판단됩니다.

우리나라의 아웃바운드 여행객이 계속 늘어나면서 글로벌 여행 시장에서 우리나라의 위치는 더욱 견고해 질 것으로 판단됩니다.

이는 국내 아웃바운드 여행 수요는 1) 여가 선호 현상 확대, 2) 휴일 증가 그리고, 3) 여행 비용 감소 등의 구조적 요인에 힘입어 견조한 성장세를 이어갈 것으로 전망되기 때문입니다.

2010년부터 해외 여행 수요가 꾸준히 증가하고 있지만 우리나라 국민의 연간 평균 여행 횟수는 아직까지 약 1회에 불과합니다. 따라서 우리나라는 여전히 여가 선호 현상이 점진적으로 확대됨에 따라 여행에 대한 수요가 큰 폭으로 성장할 수 있는 구간에 머물러있다고 판단됩니다.

그리고 활용 가능한 휴일의 증가 및 LCC 취항 증가에 따른 여행 비용 감소도 해외 여행에 대한 접근성을 높이며 해외 여행 수요에 지속 긍정적으로 작용할 것으로 보입니다.

국내 아웃바운드 여행 수요의 구조적 확대 추세의 최대 수혜주는 여행사 모두투어와 저가항공사 제주항공이라고 판단됩니다.

모두투어는 패키지 상품 판매 확대 등에 의한 송출객 볼륨 확대로 본업인 여행업에서의 실적 개선세가 이어질 것으로 전망됩니다.

하나투어도 비슷한 상황이지만 면세점이 관건입니다.

제주항공은 공격적인 공급 확대가 강력한 해외 여행 수요로 채워지는 모습이 지속될 것으로 예상됩니다.

감사합니다.

여행/항공 Overweight

떠나요 해외로

Contents

Part I	늘어나는 해외 여행객	4
Part II	해외여행 수요 확대 요인 분석	9
Part III	수혜주 점검	21

기업분석

제주항공 (089590)	28
하나투어 (039130)	32
모두투어 (080160)	36

Part I

늘어나는 해외 여행객

우리나라는 글로벌 7위 아웃바운드 여행국

전 세계 여행객수가 계속 늘어날 것으로 전망되는 가운데 글로벌 여행 시장에서 우리나라의 위치는 견고해지고 있는 중이다.

우리나라의 내국인 출국자수는 올해 이후에도 구조적 요인에 의해 지속 촉진되고 있는 해외 여행 수요에 두 자릿수 성장세를 지속할 것으로 예상된다.

해외 여행은 계속 늘어난다

글로벌 해외 여행객은 증가 중

World Tourism Organization(UNWTO)에 따르면 전세계 해외 여행객수는 2009년 금융위기 이후 7년 연속 성장하며 2016년 12.3억 명에 달했다. 이는 전년대비 3.9% 증가한 수준이며 UNWTO의 2010-2020년 전망치 연평균 3.8%에 부합하는 수준이다. 지역별로는 아시아태평양 지역의 입국객이 전년대비 9% 증가하며 성장을 견인하였고 아프리카, 미주 지역의 성장 모멘텀도 지속되는 모습이었다.

국가별로는 프랑스가 2016년 해외 여행객 입국수가 가장 많았고 미국이 그 뒤를 이었다. 아시아 지역 에서는 중국과 태국이 10권에 올랐다. 관광 수입 측면에서는 미국이 해외 여행객으로부터 2조 달러를 벌어들였고 태국이 전년대비 관광수익이 11% 증가하면서 스페인에 이어 3위를 기록했다.

그림1 글로벌 해외 여행객수 추이



자료: UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 2016 글로벌 Top 아웃바운드 여행국

순위	해외 여행객 입국수(백만)			순위	해외 관광객 수입(\$bn)				
	2015	2016	증감률(%) 16/15		2015	2016	증감률(%) 16/15		
1	프랑스	845	826	-2.2	1	미국	2054	2059	0.2
2	미국	775	756	-2.5	2	스페인	565	603	6.7
3	스페인	685	756	10.4	3	태국	449	499	11.1
4	중국	569	593	4.2	4	중국	450	444	-1.3
5	이탈리아	507	524	3.4	5	프랑스	449	425	-5.3
6	영국	344	358	4.1	6	이탈리아	394	402	2.0
7	독일	350	356	1.7	7	영국	455	396	-13.0
8	멕시코	321	350	9.0	8	독일	369	374	1.4
9	태국	299	326	9.0	9	홍콩	362	329	-9.1
10	터키	395	-	-	10	호주	289	324	12.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

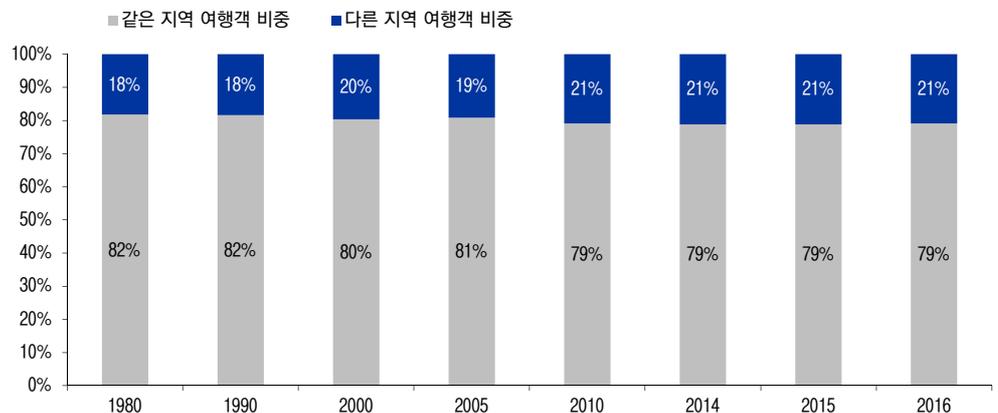
UNWTO에 전망에 따르면 글로벌 해외 여행객 수는 2030년까지 연평균 3% 이상 성장할 것으로 보인다. 이는 매년 약 4,300만명씩 순증한다는 것이며 1995-2010년까지 매년 평균 약 2,800만명이 늘어난 것을 감안하면 괄목할만한 수준이라고 판단된다. 지역별로 봤을 때 가장 성장이 두드러질 것으로 예상되는 곳은 아시아태평양 지역이다. 해외 여행객들의 약 80%가 같은 지역 내에서 여행한다는 점을 감안하면 이는 곧 아시아태평양 지역 국가들의 아웃바운드 여행객의 견조한 성장세가 이어질 것과 연결된다.

표2 글로벌 인바운드 여행객수 추이 및 전망

	인바운드 여행객 수(백만)										성장률(%)					점유율(%)		
	1980	1995	2000	2005	2010	2015	2016	2020E	2030E	1980-95	95-2010	2015-16	2010-20	2020-30	2010	2016	2030E	
World	277	527	674	509	940	1,189	1,235	1,360	1,809	4.4	3.9	3.9	3.8	2.9	100	100	100	
선진국	194	334	424	470	498	654	685	643	772	3.7	2.7	4.8	2.6	1.8	53	56	43	
개발도상국	83	193	250	339	442	536	550	717	1,037	5.8	5.7	2.7	4.9	3.8	47	45	57	
미주	62	109	128	133	150	193	199	199	248	3.8	2.1	3.5	2.9	2.2	15.9	16.1	13.7	
북미	48	81	92	90	98	128	131	120	138	3.5	1.3	2.4	2.0	1.4	10.4	10.6	7.6	
캐리비안	7	14	17	19	20	24	25	25	30	5.0	2.4	4.7	2.4	1.7	2.1	2.0	1.7	
중미	2	3	4	6	8	10	11	14	22	3.8	7.7	4.9	6.0	4.5	0.8	0.9	1.2	
남미	6	12	15	18	24	31	33	40	58	4.8	4.8	6.6	5.3	3.9	2.5	2.7	3.2	
아시아퍼시픽	23	82	110	154	204	284	308	354	535	8.9	6.3	8.6	5.7	4.2	21.7	25.0	29.6	
동북아시아	10	41	58	86	112	142	154	195	293	9.9	6.8	8.6	5.7	4.2	11.9	12.5	16.2	
동남아시아	8	28	36	49	70	104	113	123	187	8.7	6.2	8.6	5.8	4.3	7.4	9.2	10.3	
오세아니아	2	8	10	11	12	14	16	15	19	8.7	2.4	9.4	2.9	2.0	1.2	1.3	1.0	
남아시아	2	4	6	8	11	23	25	21	36	4.3	6.6	7.8	6.8	5.3	1.2	2.0	2.0	
유럽	177	304	387	453	475	604	616	620	744	3.7	3.0	2.1	2.7	1.8	50.6	49.9	41.1	
북유럽	20	36	45	60	58	75	80	72	82	3.8	3.2	6.4	2.2	1.4	6.1	6.5	4.5	
서유럽	68	112	140	142	154	181	182	192	222	3.4	2.1	0.0	2.3	1.4	16.3	14.7	12.3	
중/동유럽	27	58	70	95	95	121	126	137	176	5.3	3.3	3.8	3.7	2.5	10.1	10.2	9.7	
남/Medit. 유럽	62	98	133	156	169	226	229	219	264	3.1	3.7	1.3	2.6	1.9	18.0	18.5	14.6	
중동	7	14	22	34	61	56	54	101	149	4.5	10.5	-3.7	5.2	4.0	6.5	4.3	8.2	
아프리카	7	19	26	35	50	53	58	85	134	6.7	6.7	8.1	5.4	4.6	5.3	4.7	7.4	

자료: UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 글로벌 아웃바운드 여행객 목적지별 비중 추이



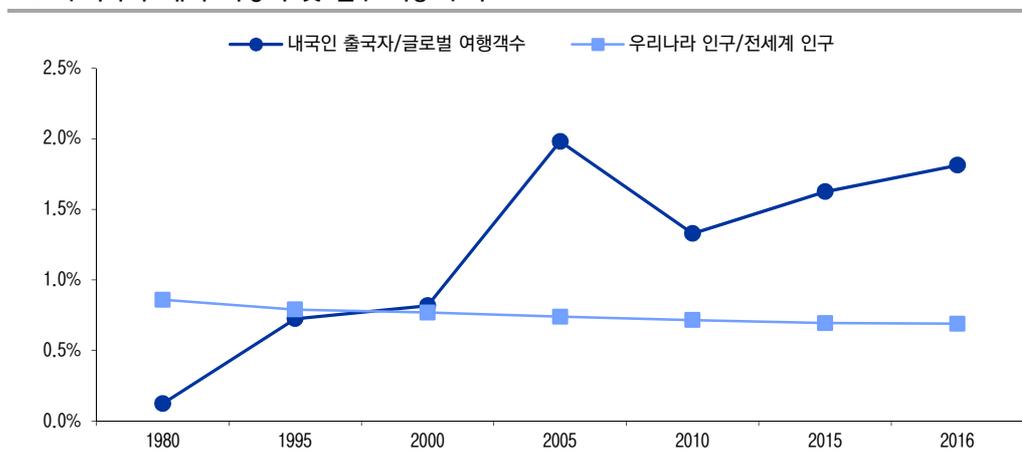
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

우리나라는 글로벌 7위 아웃바운드 여행국

전 세계 여행객수가 계속 늘어날 것으로 전망되는 가운데 글로벌 여행 시장에서 우리나라의 위치는 견고해지고 있는 중이다. 전 세계 인구에서 우리나라가 차지하는 비중은 2016년 기준 0.7%로 1980년대부터 최근까지 점차 축소되고 있다. 하지만 전세계 여행객수에서 우리나라 아웃바운드 여행객이 차지하는 비중은 1980년 0.1%에서 2016년 1.8%로 확대되고 있는 모습이다.

아웃바운드 여행 수요 확대 추세가 이어지면서 2016년 기준 우리나라의 내국인 출국자수는 2,200만명을 넘어섰고 해외 여행 지출액은 270억 달러에 달했다. 이에 따라 우리나라는 해외 여행 지출액 기준으로 2015년 글로벌 Top 10 진입에 이어 작년에는 7위로 한 단계 순위가 상승했다.

그림3 우리나라 해외 여행객 및 인구 비중 추이



자료: WDB, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 글로벌 Top 아웃바운드 여행국

순위		해외여행 지출액(\$bn)		M/S	인구수(백만)	인당 지출액(\$)	내국인 출국자수(백만)	
		2015	2016	2016	2016	2016	2015	2016
1	중국	249.8	261.1	21.4	1383	189	127.9	135.1
2	미국	114.7	123.6	10.1	323	382	74	-
3	독일	77.5	79.8	6.5	83	964	83.7	-
4	영국	63.3	63.6	5.2	66	970	64.2	69.4
5	프랑스	39.3	40.5	3.3	65	627	26.6	-
6	캐나다	30.1	29.1	2.4	36	802	32.3	31.3
7	한국	25.3	26.6	2.2	51	520	19.3	22.4
8	이탈리아	24.4	25	2	61	411	27.9	28.7
9	호주	23.8	24.9	2	24	1026	9.5	9.9

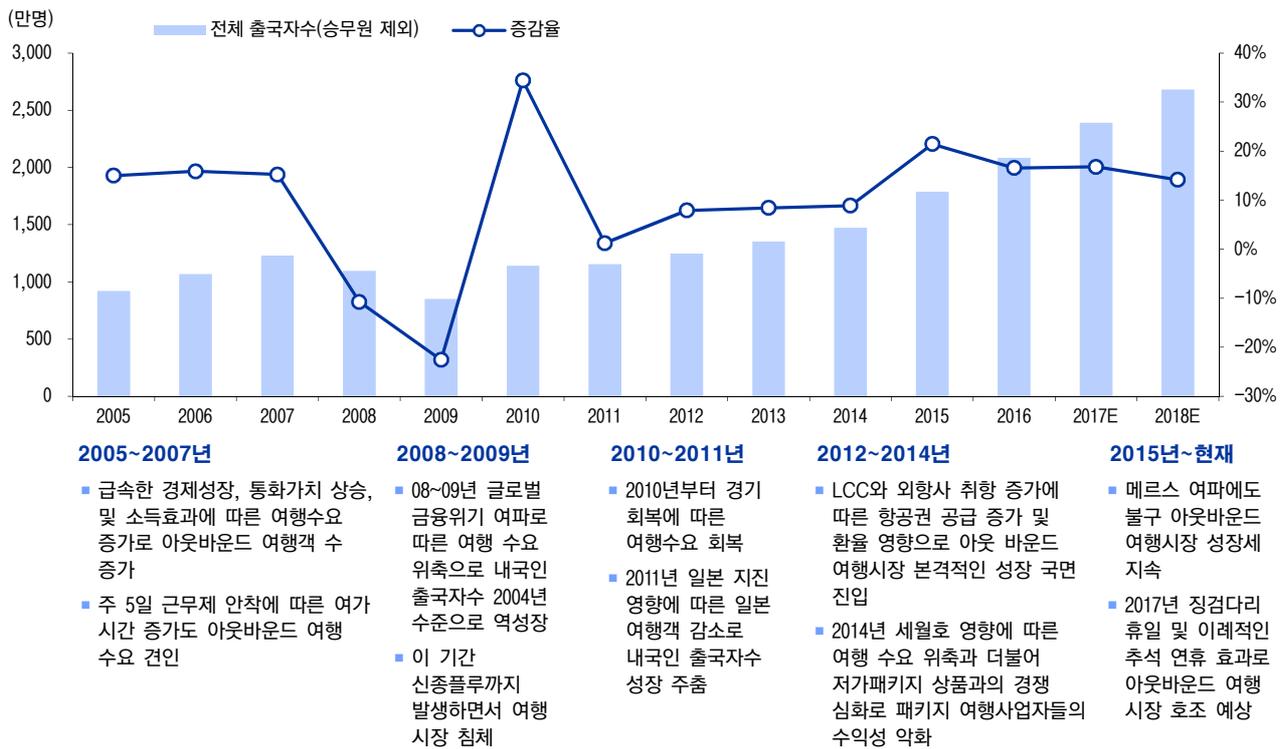
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

국내 아웃바운드 여행객은 계속 늘어날 것

과거 내국인 출국자수는 글로벌 경기, 대외 악재 등의 영향으로 감소하고 다시 회복하는 등 변동성을 보여왔다. 하지만 2012년부터 최근까지는 국민 해외여행 수요의 구조적 확대를 기반으로 두 자릿수 성장을 지속 중이다. 2016년 기준 승무원을 제외한 내국인 출국자수는 2,000만명을 넘어섰고 올해에도 전년대비 약 17% 성장할 것으로 전망된다.

국내 아웃바운드 여행 수요의 견조한 성장세는 향후에도 이어질 것으로 전망된다. 이는, 1) 소득 수준 향상에 따른 여가 선호 현상 확대, 2) 휴일 증가에 따른 여행 여건 개선, 3) 항공권 공급 증가에 따른 여행 비용 감소 등 구조적 요인이 지속적으로 강하게 작용하며 여행 수요 확대로 이어지고 있기 때문이다. 올해에는 이례적으로 긴 추석 연휴 효과가 하반기 해외 여행 수요 진작에 긍정적으로 작용하며 내국인 출국자수 성장에 일조할 것으로 보인다. 그리고 올해 이후에도 전연한 구조적 요인에 의해 지속 촉진되고 있는 해외 여행 수요에 힘입어 내국인 출국자수는 두 자릿수 성장세를 지속할 것으로 예상된다.

그림4 내국인 출국자수 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

산업분석 여행/항공

해외여행 수요 확대 요인 분석

해외여행 수요 확대의 구조적 요인

국내 아웃바운드 여행 수요는 1) 국민들의 여가 선호 현상 확대, 2) 활용 가능한 휴일의 증가 그리고, 3) 항공권 공급 증가 등에 의한 여행 비용 감소 등의 구조적 요인에 힘입어 견조한 성장세를 이어갈 것으로 전망된다.

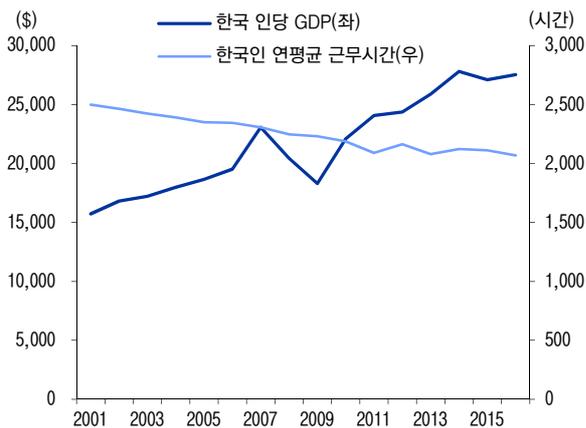
해외 여행 수요 확대 요인 분석

1) 여가 선호 현상의 확대

일반적으로 소득이 증가하면 노동과 여가 사이의 선호관계에 따라 trade-off가 발생한다. 저임금근로자들의 비중이 높은 개발도상국이나 후진국의 경우 소득이 증가하면 여가의 기회비용이 높아져 여가 시간을 줄이고 노동 공급시간을 늘리는 대체효과가 더 크게 작용한다. 반면, 선진국의 경우 노동 공급량이 감소하고 여가에 할애하는 시간이 늘어나는 소득효과가 작용한다.

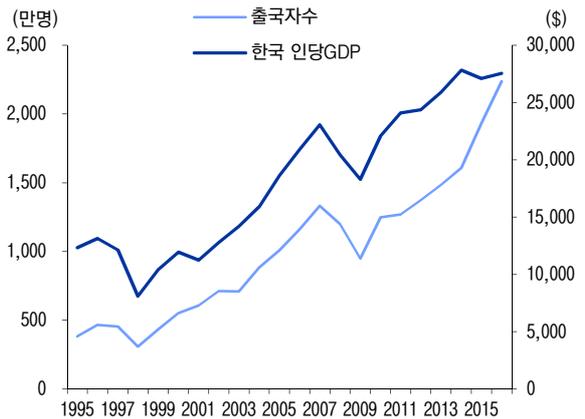
우리나라는 글로벌 Top 아웃바운드 여행국들과 마찬가지로 소득효과가 더 크게 작용하고 있다. 우리나라를 포함한 글로벌 Top 아웃바운드 여행국들은 소득이 확대되는 구간에서 연평균 근무시간이 줄어들고 해외 여행객이 증가하는 모습을 보이고 있다. 우리나라도 여가에 할애하는 시간이 늘어남에 따라 이는 곧 여행 수요 확대로 이어지고 가계 지출에서 여행비용의 비중이 확대되고 있는 모습이다.

그림5 우리나라 인당 GDP 및 근무시간 추이



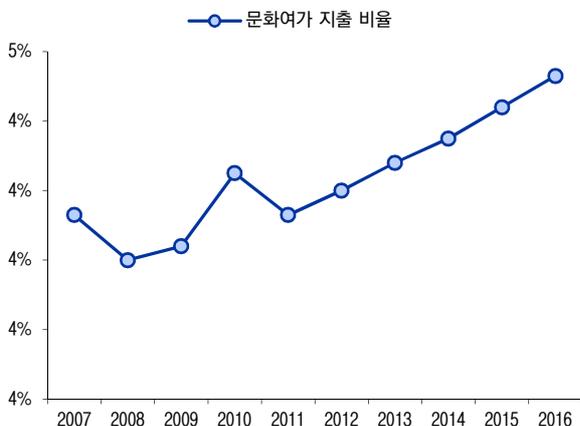
자료: World Bank, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 우리나라 출국자수 및 인당 GDP 추이



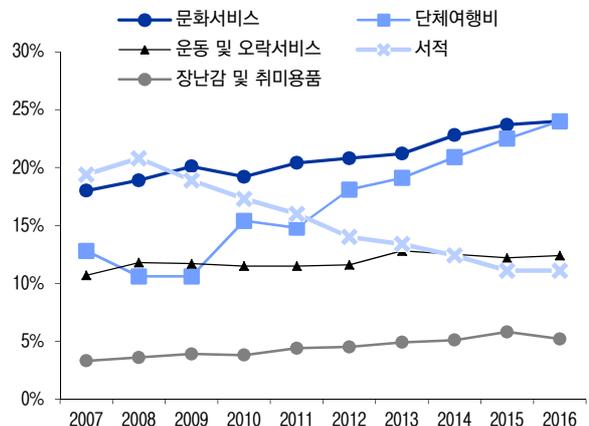
자료: World Bank, UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 우리나라 문화 여가비 지출 비중 추이



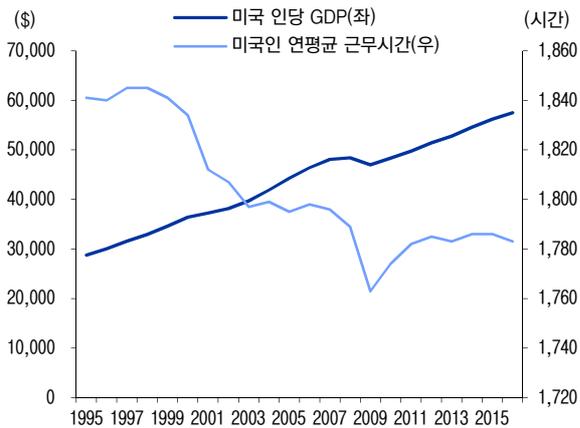
자료: 문체부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 문화 여가비 품목별 지출 비중 추이



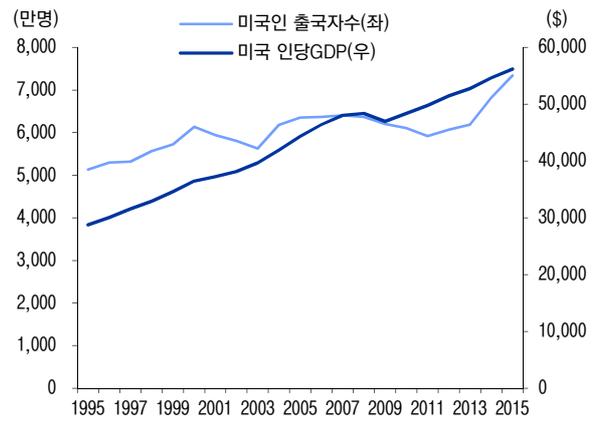
자료: 문체부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 미국 인당 GDP 및 근무시간 추이



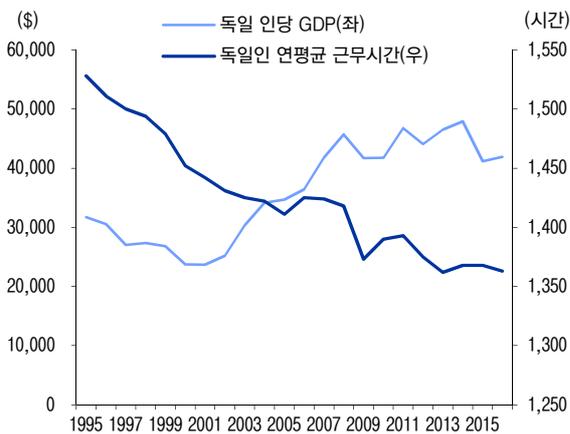
자료: World Bank, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 미국 출국자수 및 인당 GDP 추이



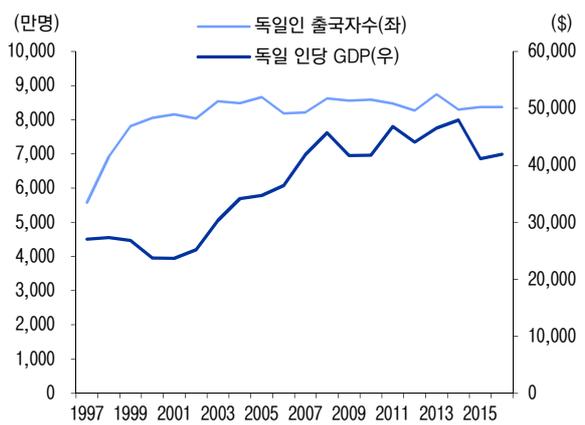
자료: World Bank, UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 독일 인당 GDP 및 근무시간 추이



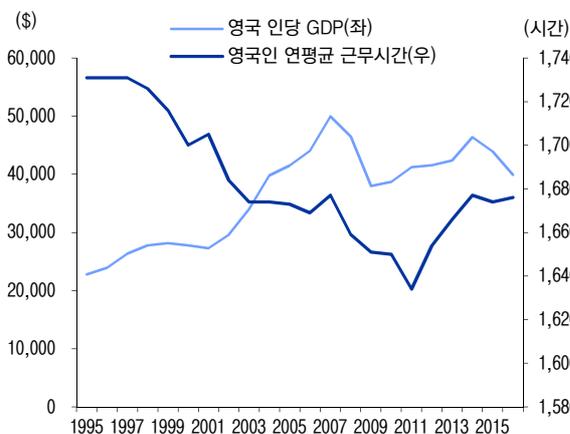
자료: World Bank, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 독일 출국자수 및 인당 GDP 추이



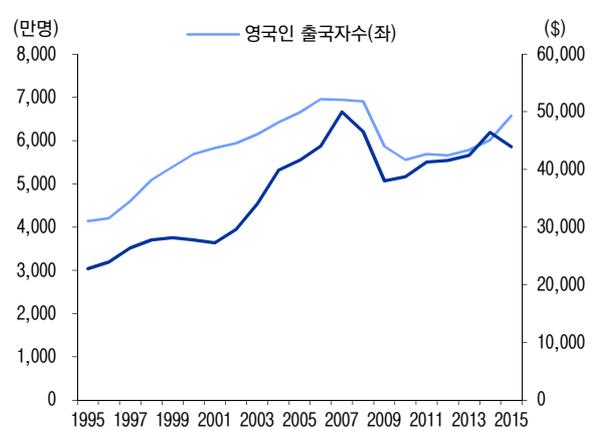
자료: World Bank, UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 영국 인당 GDP 및 근무시간 추이



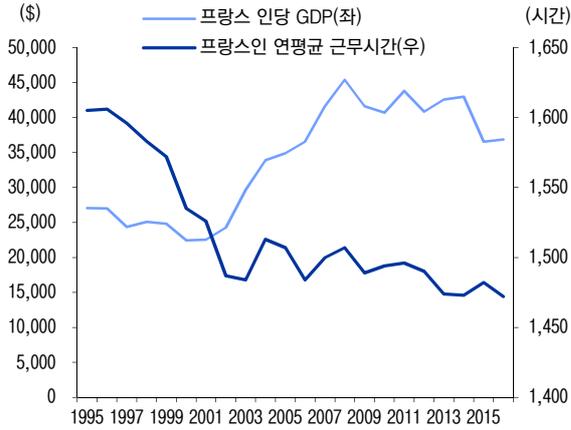
자료: World Bank, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 영국 출국자수 및 인당 GDP 추이



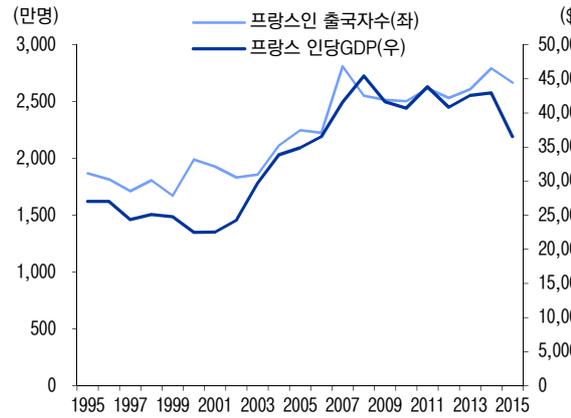
자료: World Bank, UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 프랑스 인당 GDP 및 근무시간 추이



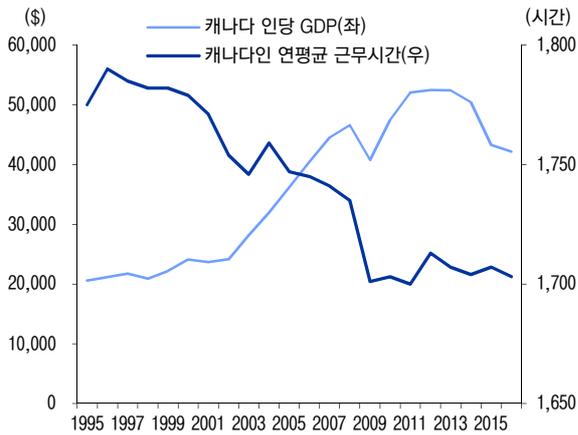
자료: World Bank, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 프랑스 출국자수 및 인당 GDP 추이



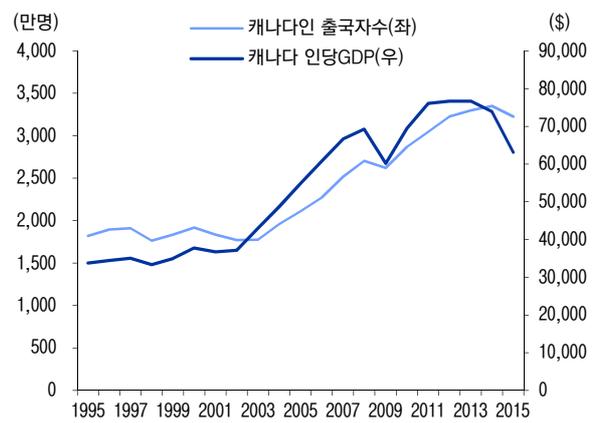
자료: World Bank, UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 캐나다 인당 GDP 및 근무시간 추이



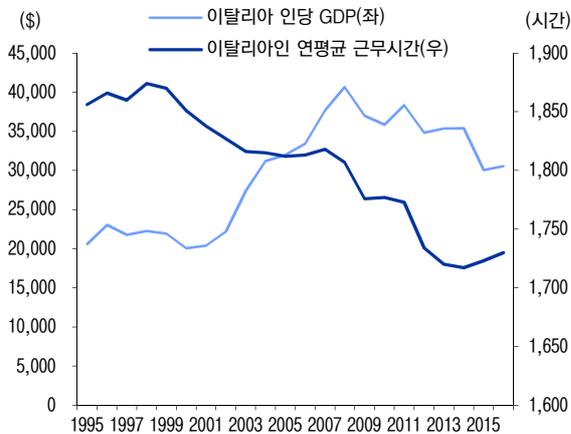
자료: World Bank, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 프랑스 출국자수 및 인당 GDP 추이



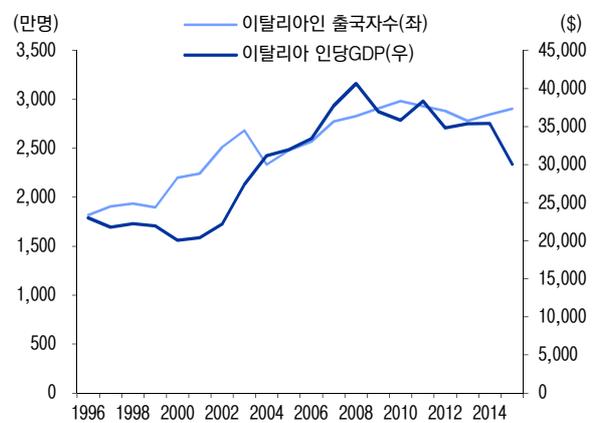
자료: World Bank, UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 이탈리아 인당 GDP 및 근무시간 추이



자료: World Bank, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 이탈리아 출국자수 및 인당 GDP 추이

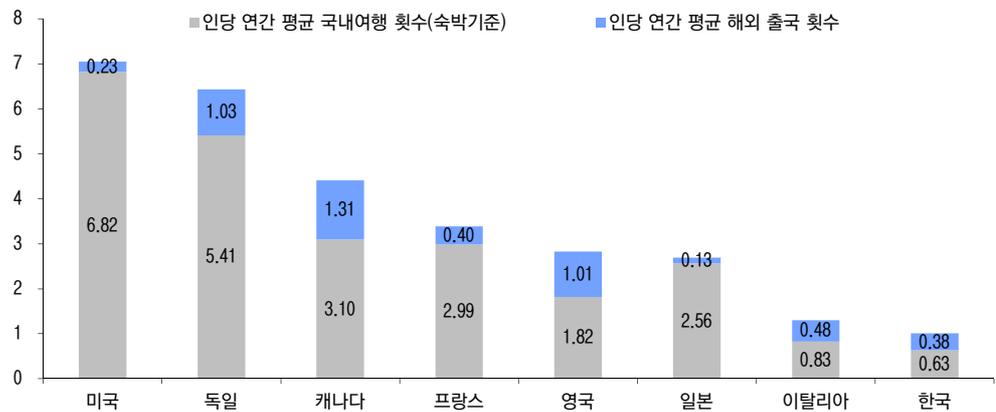


자료: World Bank, UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

여가 선호 현상 확대에 따른 아웃바운드 여행객 성장 스토리는 향후에도 유효할 것으로 판단된다. 2015년 기준 우리나라의 국민의 연간 평균 해외 출국 횟수는 약 0.4회이다. 미국, 독일, 영국 등 글로벌 Top 아웃바운드 여행국의 인당 연간 평균 해외 출국 횟수가 0.7회 수준이고 소득 및 여가시간 등의 차이를 감안하면 우리나라의 국민당 연평균 출국 횟수가 크게 낮은 수준은 아닌 것처럼 보인다.

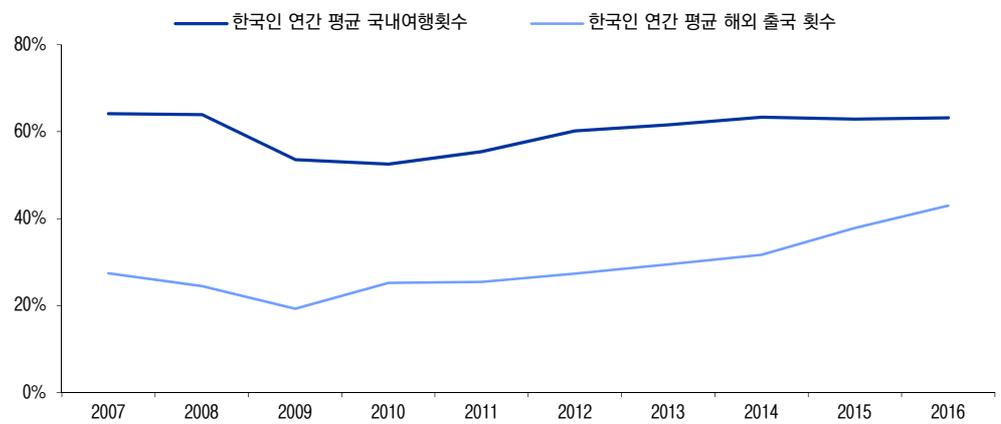
하지만 국내여행(숙박기준) 횟수를 합산한 연평균 전체 여행횟수로 비교하면 다르다. 글로벌 Top 아웃바운드 여행국 중 연간 평균 해외 출국 횟수가 상대적으로 낮은 미국과 프랑스도 국민들이 자국 내 관광 자원을 활용하여 여행을 많이 하기 때문에 연간 평균 여행 횟수는 각각 7.1회, 3.4회인 것으로 파악된다. 반면 우리나라는 2010년부터 해외 여행 수요 확대로 출국횟수가 꾸준히 높아지고 있지만 연평균 국내여행 횟수가 0.6회 수준에서 유지되고 있어 우리나라 국민의 연간 평균 여행 횟수는 약 1회에 불과하다.

그림21 Top 아웃바운드 여행국 여행횟수



자료: 각국 관광청, 이베스트투자증권 리서치센터

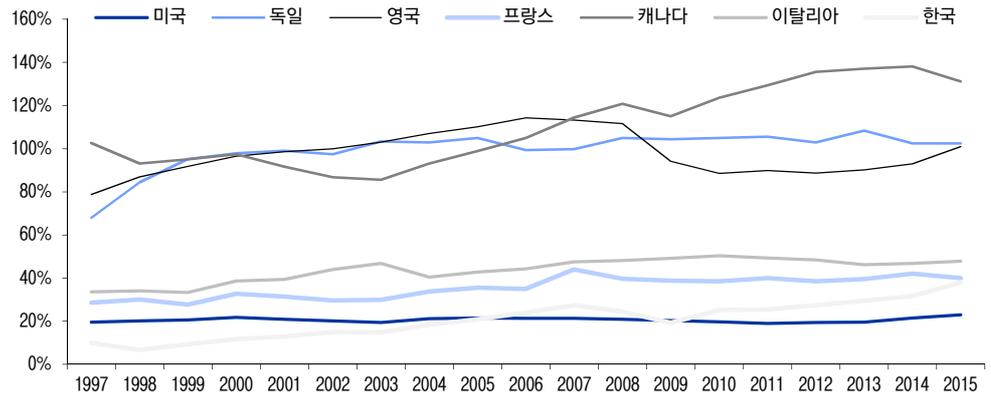
그림22 내국인 평균 여행 횟수 추이



자료: 문체부, 이베스트투자증권 리서치센터

이에 따라 아직까지 평균 근무시간이 OECD 회원국 평균 대비 높은 수준인 우리나라는 여가 선호 현상이 점진적으로 확대됨에 따라 여행에 대한 수요가 큰 폭으로 성장할 수 있는 구간에 머물러있다는 판단이다. 그리고 여행 수요는 국내여행 보다는 해외여행에서 성장세가 두드러질 것으로 예상된다. 이는 국가 면적 등의 영향 때문에 상대적으로 여행 자원 부족한 국가에서는 여가 선호 현상 확대가 국내 여행보다는 해외 여행을 중심으로 나타나는 것으로 파악되기 때문이다.

그림23 Top 아웃바운드 여행국 연간 내국인 출국자 비중 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 주요 OECD 회원국 평균 근무시간 추이

국가명	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016 인당GDP(\$)
독일	1,424	1,418	1,373	1,390	1,393	1,375	1,362	1,366	1,371	1,363	41,936
덴마크	1,456	1,450	1,446	1,436	1,455	1,437	1,457	1,458	1,457	1,410	51,989
노르웨이	1,426	1,430	1,407	1,415	1,421	1,420	1,408	1,427	1,424	1,424	74,400
네덜란드	1,430	1,430	1,422	1,421	1,422	1,413	1,415	1,420	1,419	1,430	44,300
프랑스	1,500	1,507	1,489	1,494	1,496	1,490	1,474	1,473	1,482	1,472	36,855
스위스	1,633	1,623	1,615	1,612	1,605	1,591	1,573	1,568	1,590	1,590	80,945
오스트리아	1,736	1,729	1,673	1,669	1,676	1,653	1,637	1,629	1,625	1,601	43,775
스웨덴	1,612	1,617	1,609	1,635	1,632	1,618	1,609	1,611	1,612	1,621	50,580
핀란드	1,691	1,685	1,661	1,668	1,662	1,650	1,640	1,643	1,646	1,653	42,311
오스트레일리아	1,713	1,717	1,690	1,692	1,700	1,679	1,663	1,664	1,665	1,669	49,928
영국	1,677	1,659	1,651	1,650	1,634	1,654	1,666	1,677	1,674	1,676	39,899
스페인	1,704	1,713	1,720	1,710	1,716	1,700	1,696	1,698	1,691	1,695	25,832
캐나다	1,741	1,735	1,701	1,703	1,700	1,713	1,707	1,703	1,706	1,703	43,249
일본	1,785	1,771	1,714	1,733	1,728	1,745	1,734	1,729	1,719	1,713	38,894
이탈리아	1,818	1,807	1,776	1,777	1,773	1,734	1,720	1,719	1,725	1,730	30,527
체코	1,784	1,790	1,779	1,800	1,806	1,776	1,763	1,771	1,779	1,770	17,548
미국	1,798	1,792	1,767	1,778	1,786	1,789	1,787	1,789	1,790	1,783	57,467
터키	1,911	1,900	1,881	1,877	1,864	1,855	1,832	1,832	-	1832	9,126
한국	2,306	2,246	2,232	2,187	2,090	2,163	2,079	2,124	2,113	2,069	27,539
멕시코	2,261	2,258	2,250	2,242	2,250	2,226	2,237	2,228	2,246	2,255	9,005
OECD 평균	1,785	1,782	1,756	1,755	1,755	1,744	1,736	1,737	1,732	1,763	36,810

자료: OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

2) 휴일의 증가

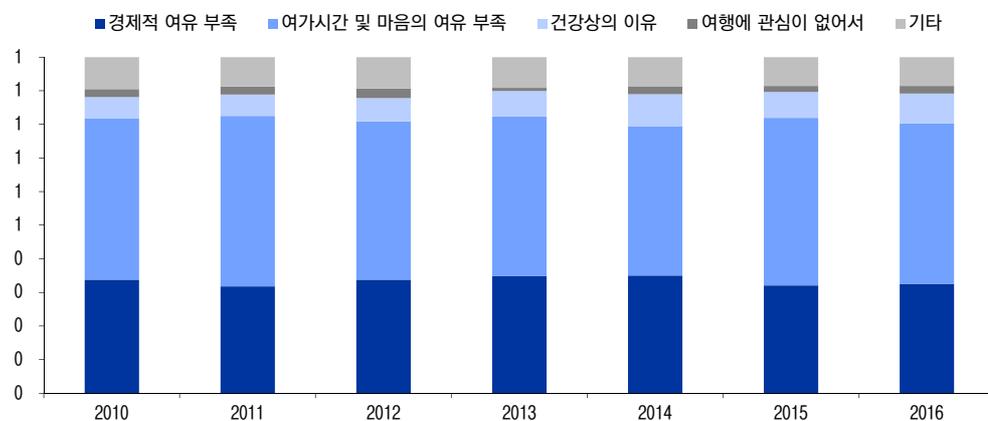
문화체육관광부가 수행한 국민 해외여행 실태조사에 의하면 우리나라 국민들이 해외여행을 하지 않은 주요 이유 중 '여가시간 및 마음의 여유 부족'이 가장 많다. 그리고 해외여행 시기로 주중을 이용해 다녀오는 비율이 가장 높았다. 하지만 휴일의 증가로 여가를 즐길 수 있는 시간이 늘어나고 있고 이는 아웃바운드 여행 시장 성장에 긍정적으로 작용하고 있다.

2004년 7월부터 단계적으로 실시된 주5일근무제는 아웃바운드 시장의 성장을 촉진시켰다. 여기에 대체휴일제 시행으로 2015년부터 10년 간 공휴일이 11일 늘어나게 되었다. 대체휴일제에 따른 효과로 설과 추석에 4일 이상의 연휴가 확보되면서 단거리뿐 아니라 장거리 여행까지 선택할 수 있는 저변이 마련되며 해외 여행 수요를 촉진시키고 있다.

그리고 문재인 정부의 국정과제 중 하나인 '휴식있는 삶을 위한 일과 생활의 균형 실현'을 위해 정부가 모범 고용주로서 정부기관 초과근무 단축 및 연차 휴가 활성화 방안이 추진되고 있다. 초과근무 총량제 적용 확대, 초과 근무가 과도한 현업 공무원 제도 개편, 생산성 향상을 위한 업무 혁신 등을 통해 불필요한 초과근무를 축소하고 민간 기업에 적용되고 있는 연차유급휴가 사용 촉진제도 도입, 장기/분산 휴가 확산 등 연가 사용을 촉진할 계획인 것으로 파악된다. 이러한 근로시간 단축을 사회적 움직임 통한 실질적으로 활용 가능한 휴일의 증가는 향후 아웃바운드 여행에 대한 수요 확대에 긍정적으로 작용할 것으로 기대된다.

올해 주말을 제외한 휴일의 수가 총 15일이다. 특히 5월 석가탄신일(수)/어린이날(금), 8월 광복절(화), 10월 임시공휴일(월). 개천절(화)/추석 연휴(화, 수, 목, 금)/한글날(월) 등 징검다리 휴일이 많아 여행가기 좋은 조건이다. 특히 추석 연휴는 이례적으로 길기 때문에 하반기 해외여행 수요가 집중될 가능성이 높을 것으로 예상된다.

그림24 해외여행을 하지 않는 이유



자료: 문체부, 이베스트투자증권 리서치센터

하지만 일반적으로 긴 연휴가 해외 여행 수요에 긍정적일 수 있으나 여행객 확대에 직결되는 것은 아닌 것으로 보인다. 과거 추이를 살펴보면 2012년부터 최근까지 설이나 추석 등 4일 이상의 연휴가 포함된 해당월의 내국인 출국자수 성장률이 연간 성장률을 하회하는 경우가 많은 것을 확인할 수 있다. 이는 우리나라 국민들이 설이나 추석과 같은 명절에 해외여행을 많이 하지 않는 것과 더불어 연휴 효과보다는 다른 구조적인 요인이 해외 여행 수요에 미치는 영향이 더 크다고 판단된다.

표5 해외 여행시기

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
주중	99.5%	99.9%	99.1%	99.5%	99.3%	97.5%
주말	78.7%	84.5%	85.4%	89.1%	87.8%	79.6%
휴가/방학	14.8%	19.6%	18.9%	7.4%	4.0%	6.0%
설날/추석	6.3%	3.7%	6.9%	6.8%	6.1%	3.8%
공휴일	19.2%	21.6%	19.6%	18.5%	18.8%	39.3%

자료: 문체부, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 연휴별 출국자 성장률 비교

연휴	연휴 일수	전년동월대비 휴일 증감수	전년동월대비 출국자 성장률	연간 성장률
Jan-12 설	4	2	-6.2%	7.9%
Sep-13 추석	5	3	13.7%	8.4%
Jan-14 설	4	2	3.3%	8.9%
May-14 어린이날	4	1	3.1%	8.9%
Sep-14 추석	5	0	11.6%	8.9%
Feb-15 설	5	3	10.5%	21.5%
Sep-15 추석	4	-1	15.0%	21.5%
Feb-16 설	5	0	31.0%	16.5%
May-16 어린이날	4	0	5.0%	16.5%
Sep-16 추석	5	1	27.6%	16.5%
Jan-17 설	4	1	11.2%	18.9%
May-17 어린이날	3	1	22.4%	18.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 2015-2024 공휴일

명칭	2015		2016		2017		2018		2019	
	날짜	요일	날짜	요일	날짜	요일	날짜	요일	날짜	요일
신정	1/1	목	1/1	금	1/1	일	1/1	월	1/1	화
설날연휴	2/18-2/20	수-금	2/8-2/10	월-수 (수-대체 휴일)	1/2	금-월 (월-대체 휴일)	2/15-2/18	목-토	2/4-2/6	월-수
삼일절	3/1	일	3/1	화	3/1	수	3/1	목	3/1	월
어린이날	5/5	화	5/5	목	5/5	금	5/5	토 (월-대체 휴일)	5/5	일 (월-대체 휴일)
석가탄신일	5/25	월	5/14	토	5/3	수	5/22	화	5/12	일
현충일	6/6	토	6/6	월	6/6	화	6/6	수	6/6	목
광복절	8/15	토	8/15	월	8/15	화	8/15	수	8/15	목
추석연휴	9/26-9/29	토-화 (화-대체 휴일)	9/14-9/16	수-금	10/4-10/5	수-목	9/22-9/26	토-수 (수-대체 휴일)	9/12-9/14	목-토
개천절	10/3	토	10/3	월	10/3	화	10/3	수	10/3	목
한글날	10/9	금	10/9	일	10/9	월	10/9	화	10/9	수
크리스마스	12/25	금	12/25	일	12/25	월	12/25	화	12/25	수
기타	8/15	임시 공휴일	4/13	수 (20대 국회의원선거)	5/9	수 (19대 대통령선거)	6/13	지방선거		
			5/6	임시 공휴일	10/2	임시 공휴일				
명칭	2020		2021		2022		2023		2024	
	날짜	요일	날짜	요일	날짜	요일	날짜	요일	날짜	요일
신정	1/1	수	1/1	금	1/1	토	1/1	일	1/1	월
설날	2/24-2/27	금-월 (월-대체 휴일)	2/11-2/13	목-토	1/30-2/2	월-수	1/21-1/24	토-화 (화-대체 휴일)	2/9-2/12	금-월 (월-대체 휴일)
삼일절	3/1	일	3/1	월	3/1	화	3/1	수	3/1	금
어린이날	5/5	화	5/5	수	5/5	목	5/5	금	5/5	일 (월-대체 휴일)
석가탄신일	4/30	목	5/19	수		일	5/27	토	5/15	수
현충일	6/6	토	6/6	일	6/6	월	6/6	화	6/6	목
광복절	8/15	토	8/15	일	8/15	월	8/15	화	8/15	목
추석	9/30-10/2	수-금	9/20-9/22	월-수		금-월 (월-대체 휴일)	9/28-9/30	목-토	9/16-9/18	월-수
개천절	10/3	토	10/3	일	10/3	월	10/3	화	10/3	목
한글날	10/9	금	10/9	토	10/9	일	10/9	월	10/9	수
크리스마스	12/25	금	12/25	토	12/25	일	12/25	월	12/25	수
기타	4/15	수 (21대 국회의원선거)			12/21	수 (20대 대통령선거)			4/10	수 (22대 국회의원선거)

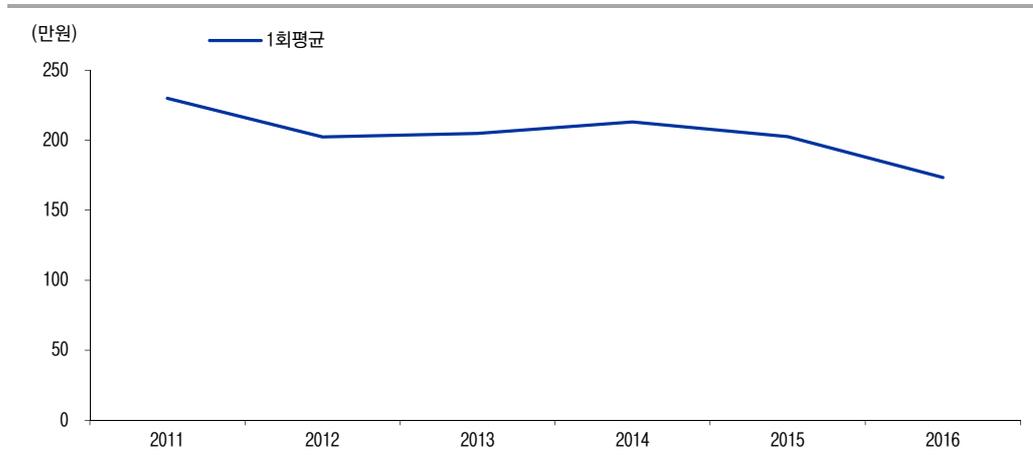
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

3) 여행비용 감소

국민 해외여행 실태조사에 의하면 우리나라 해외여행 경험자들의 1회 평균 여행 지출액은 173.2만원으로 2015년 대비 약 14% 감소한 것으로 나타난다. 이는 저가항공 등 항공편 증가에 기인한 것으로 판단된다.

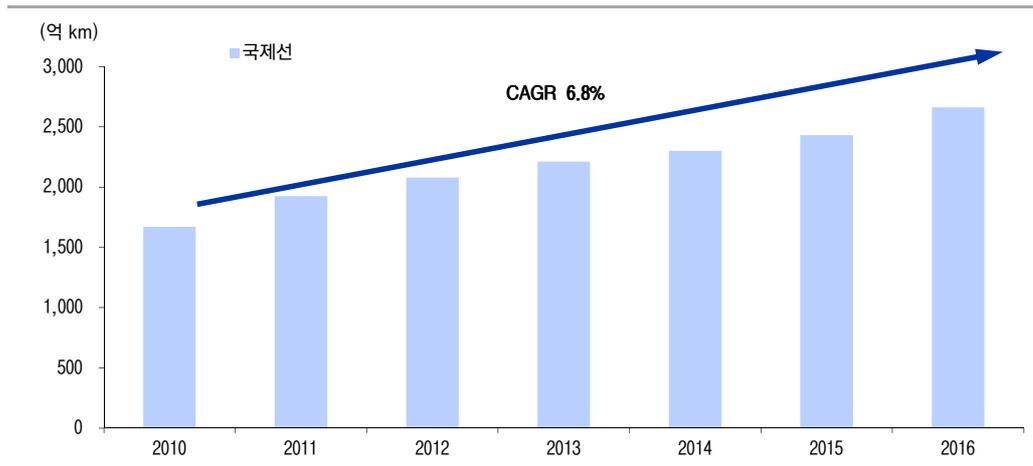
항공편 증가에 따른 여행비용 감소로 아웃바운드 여행 시장이 확대될 수 있는 기반이 마련되고 있다. 2016년 기준 우리나라의 전체 국제선 공급좌석킬로(ASK)는 2,662억 킬로미터로 2010년부터 연 CAGR 6.8%로 증가했다. 이는 LCC 및 외항사 취항 증가로 운항이 증가하고 있기 때문이다.

그림25 해외여행 경험자 1회 평균 여행 지출액 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 국내 항공사 국제선 전체 ASK 추이



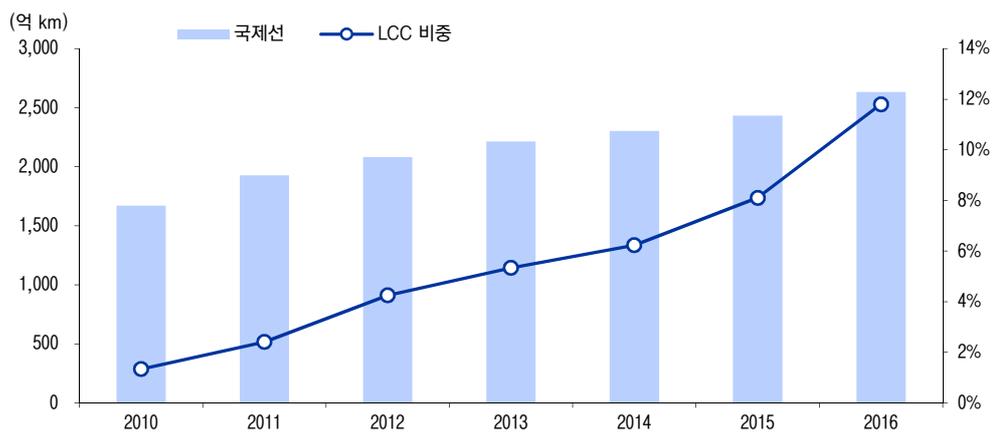
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

제주항공, 진에어 등 LCC는 보유 기재수를 늘려가며 국내선뿐만 아니라 국제선에서도 영역을 확대하고 있다. 전체 국제선 ASK에서 LCC가 차지하는 비중은 지속 확대되어 2016년 기준 12% 수준까지 올라왔다.

국적기 뿐만 아니라 외항사 및 LCC 취항 증가로 인해 여행자들은 더욱 다양한 경로를 본인의 예산, 선호도 등에 부합하는 패키지 상품이나 항공사를 통하여 여행할 수 있게 되면서 여행 수요는 증가하는 중이다. 그리고 항공 좌석 공급 증가로 항공사간에 경쟁이 심화되면서 여행 상품 가격이 낮아지는 점도 아웃바운드 여행 수요를 촉진 시켰다.

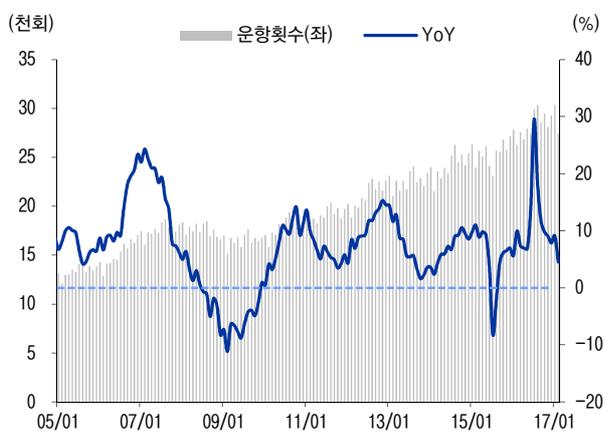
향후에도 이러한 상황이 지속 전개되어 아웃바운드 여행 시장의 성장세가 지속될 것으로 판단된다. 이는, 인천공항이 향후 증가하는 항공수요에 대응하기 위해 확장 사업을 진행 중이기 때문이다. 확장 후 인천 국제 공항의 연간 처리가능 여객 수는 6,200만명, 여객 계류장은 164개소로 증가하게 된다. 이에 따라, 국내 취항 항공편이 증가하면서 아웃바운드 여행 시장 확대의 기반은 강화될 것으로 기대된다.

그림27 국내 LCC 국내선 비중(ASK 기준)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 인천공항 운항횟수 추이



자료: 인천공항, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 인천공항 여객수 추이



자료: 인천공항, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 인천국제공항 건설 3단계 확장 사업

구분	1,2단계	3단계	비고 (누계)
여객터미널	4,400만명 (T1 ↔ 탑승동A)	1,800만명 (T2 일부)	6,200만명
화물터미널	450만톤	130만톤	580만톤
교통센터	250천㎡	135천㎡	
IAT	0.9km 복선셔틀	1.5km 복선셔틀	
공항철도	김포 ↔ T1 11.2km	서울역 ↔ T1 ↔ T2 연결철도 5.5km	
계류장	여객	여객 108개소	여객 164개소
	화물	화물 36개소	화물 57개소

자료: 한국공항공사, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

수혜주 점검

수혜주는 모두투어/하나투어/제주항공

국내 아웃바운드 여행 수요의 구조적 확대 추세의 최대 수혜주는 여행사 모두투어/하나투어와 저가항공사 제주항공이라고 판단된다.

모두투어와 하나투어는 패키지 상품 판매 확대 등에 의한 송출객 볼륨 확대로 본업인 여행업에서의 실적 개선세가 이어질 것으로 전망된다.

제주항공은 공격적인 공급 확대가 강력한 해외 여행 수요로 채워지는 모습이 지속될 것으로 예상된다.

해외 여행객이 늘어나면.. 수혜 점검

해외 여행객 확대의 최대 수혜주는 모두투어/하나투어/제주항공

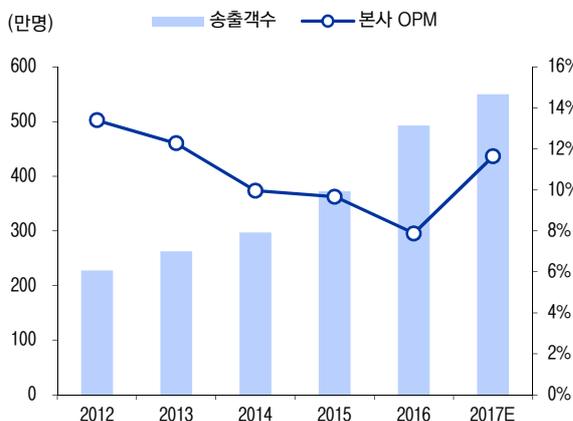
국내 아웃바운드 여행 수요의 구조적 확대 추세의 최대 수혜주는 여행사 모두투어/하나투어와 저가항공사 제주항공이라고 판단된다. 모두투어와 하나투어는 패키지 상품 판매 확대 등에 의한 송출객 볼륨 확대로 본업인 여행업에서의 실적 개선세가 이어질 것으로 전망된다. 제주항공은 공격적인 공급 확대가 강력한 해외 여행 수요로 채워지는 모습이 지속될 것으로 예상된다.

모두투어 & 하나투어

국내 아웃바운드 여행 수요의 구조적 확대 요인과 더불어 연휴 효과로 올해에도 국내 여행 사업자들의 송출객 볼륨은 두 자릿수 성장을 지속할 것으로 전망된다. 그리고 추석 연휴는 이례적으로 길기 때문에 장거리 여행 수요가 집중될 것으로 예상된다. 따라서 올해 파리 테러 등의 악재의 영향으로 2016년 수요가 부진했던 유럽을 중심으로 한 장거리 여행객 증가에 힘입어 여행사업자들의 여행 상품 ASP는 개선될 것으로 보인다. 이에 힘입어 여행사업자들은 본업에서의 실적 개선을 시현할 것으로 예상된다. 그리고 해외 여행객 확대에 따른 본업에서의 수혜는 해외여행 수요를 촉진시키는 구조적 요인에 힘입어 향후에도 지속될 것으로 판단된다.

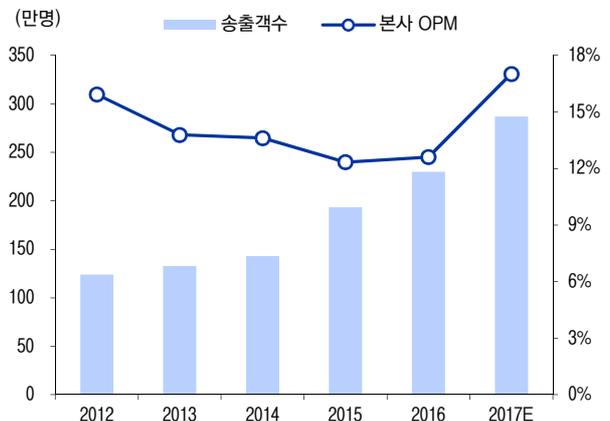
모두투어와 하나투어 자회사들의 실적 개선 여부가 주가의 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다. 특히 하나투어는 호텔 등과 함께 인바운드 비즈니스 확대의 주요 축인 면세점의 운영 전략 변화로 적자폭 축소를 위한 노력을 지속하고 있지만 경쟁 심화 및 THAAD 여파로 올해도 부진에서 완전히 헤어나오기는 녹록하지 않을 것으로 보인다. 반면 모두투어는 적자 회사인 자유투어가 아웃바운드 직판 여행사업을 영위함에 따라 올해 여행 시장 호황에 따른 수혜를 받으며 흑자 전환할 가능성이 높다고 판단된다.

그림30 하나투어 송출객수 및 본사 OPM 추이



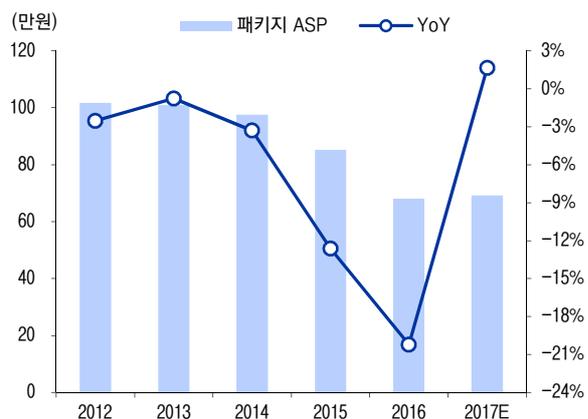
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 모두투어 송출객수 및 본사 OPM 추이



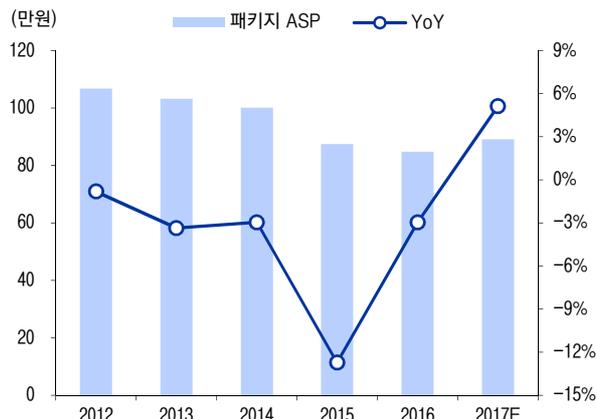
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 하나투어 패키지 상품 ASP 추이



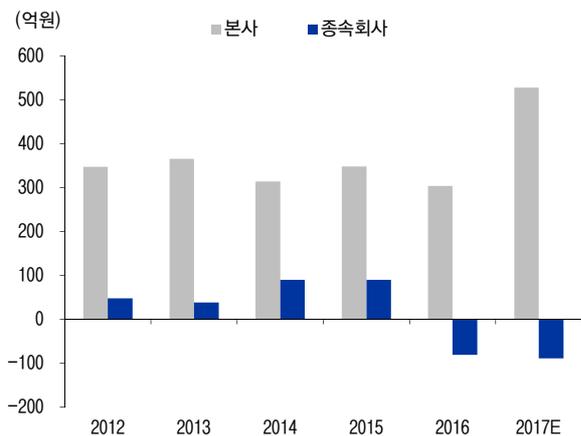
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 모두투어 패키지 상품 ASP 추이



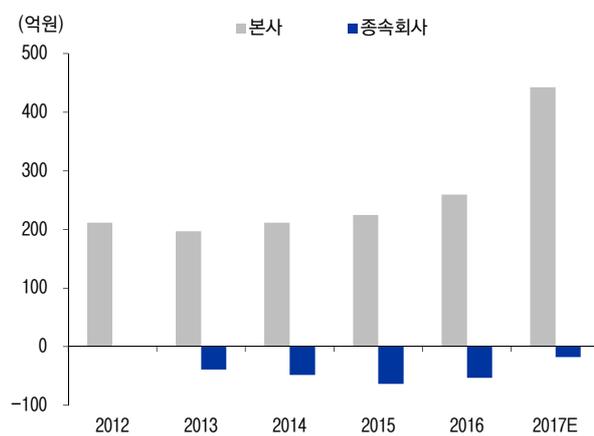
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 하나투어 영업이익 구분 추이



자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 모두투어 영업이익 구분 추이



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 여행업 Peer 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원)		하나투어	모두투어	익스피디아	프라이스라인 그룹	트립어드바이저	시트립 닷컴 인터내셔널
매출액	2014	385.5	164.7	6,070.9	8,892.2	1,312.4	1,256.2
	2015	459.4	204.3	7,554.7	10,443.8	1,689.3	1,963.1
	2016	595.6	237.1	10,183.9	12,469.9	1,717.9	3,361.3
	2017E	673.3	299.3	11,579.8	14,379.5	1,897.3	4,555.3
영업이익	2014	40.4	16.6	545.4	3,237.2	358.1	-25.8
	2015	44.7	16.5	468.3	3,689.9	262.7	68.6
	2016	21.0	20.1	535.9	3,373.5	192.7	-274.2
	2017E	41.1	41.9	1,432.2	5,248.1	240.9	625.4
영업이익률 (%)	2014	10.5	10.1	9.0	36.4	27.3	-2.1
	2015	8.8	8.1	6.2	35.3	15.5	3.5
	2016	3.5	8.5	5.3	27.1	11.2	-8.2
	2017E	6.1	14.0	12.4	36.5	12.7	13.7
순이익	2014	33.4	15.3	419.3	2,550.9	238.1	41.5
	2015	31.7	13.2	865.6	2,888.8	224.2	451.7
	2016	5.5	16.6	327.2	2,478.2	139.3	-250.1
	2017E	25.1	31.7	800.4	4,794.0	137.1	697.7
EPS (원)	2014	2,879	1,218	3,255	48,769	1,664	151
	2015	2,732	1,051	6,646	56,714	1,562	1,494
	2016	476	1,317	2,171	50,075	963	-528
	2017E	2,048	1,676	6,221	85,470	1,414	1,195
BPS (원)	2014	15,521	5,226	15,349	180,321	8,604	6,118
	2015	16,952	5,274	38,067	208,466	11,431	19,727
	2016	16,068	5,474	33,271	241,869	12,590	25,023
	2017E	17,767	6,631	40,162	294,934	12,899	21,974
PER(배)	2014	27.1	19.9	25.6	24.9	47.6	177.6
	2015	42.1	32.1	73.3	26.0	66.7	42.3
	2016	164.2	26.6	49.3	23.5	56.2	111.5
	2017E	36.6	15.8	23.2	23.7	35.4	45.8
PBR(배)	2014	5.0	3.1	6.1	6.9	9.5	4.1
	2015	6.8	4.3	3.8	7.2	8.8	2.8
	2016	4.9	4.1	4.1	7.3	4.4	1.9
	2017E	4.6	4.0	3.6	6.7	3.8	2.5
ROE(%)	2014	18.2	16.3	20.3	31.3	22.7	2.7
	2015	16.8	13.4	23.0	29.4	15.6	9.3
	2016	2.9	16.1	6.3	22.9	8.2	-2.5
	2017E	12.0	27.7	15.7	31.2	9.0	4.1

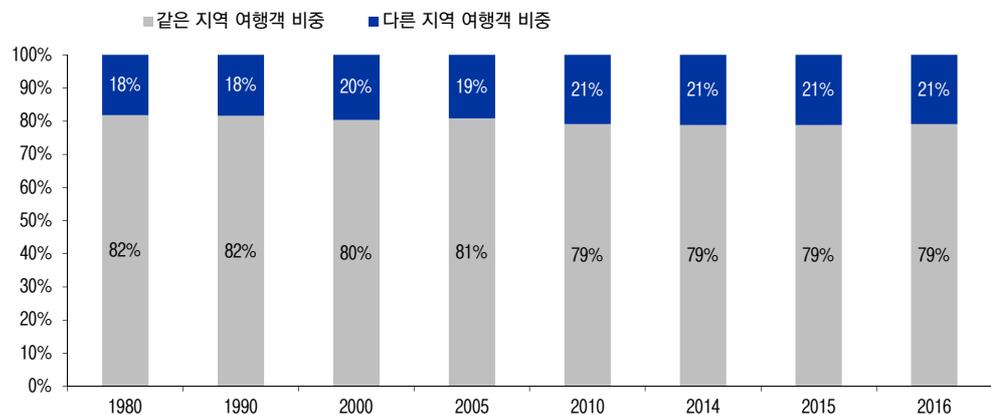
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

제주항공

제주항공은 강한 국내 아웃바운드 여행 수요 확대에 힘입어 가파른 국제선 여객 공급 확대에도 불구하고 탑승률은 오히려 개선되며 국제 여객 수송 매출이 큰 폭으로 증가하는 상황이 전개되고 있다. 이와 더불어 유가 안정화에 따른 도입유가 상승 폭 완화, 정비비 정상화 등 비용 부담이 줄어 들면서 올해 이익 모멘텀이 있을 것으로 전망된다.

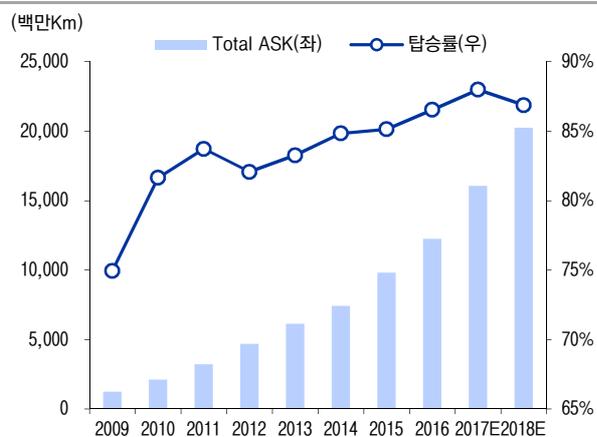
그리고 해외여행 수요의 구조적 확대요인에 힘입어 내국인 출국자수가 지속 늘어날 것으로 예상되는 가운데 해외 여행객들의 약 80%가 같은 지역 내에서 여행한다는 점을 감안하면 근거리 중심의 동사의 수혜는 오랫동안 지속될 것으로 판단된다. 이에 따라 향후 예상되는 동사의 공격적인 공급 확대는 강한 수요로 채워지며 동사의 실적 개선으로 이어질 것으로 예상된다.

그림36 글로벌 해외 여행객 지역별 목적지 구분 추이



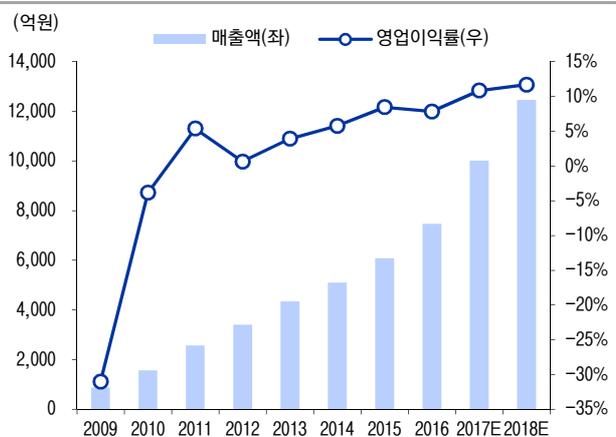
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 제주항공 ASK 및 탑승률 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 제주항공 실적 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표10 LCC Peer Valuation

(단위 : 십억원)		제주 항공	웨스트제트 에어라인	에어 아시아 X	춘추 항공	세부 항공	이지 제트	라이언 에어
매출액	2014	510.6	3,792.0	945.0	1,250.3	1,233.6	8,067.8	7,594.8
	2015	608.1	3,568.2	890.5	1,453.6	1,405.1	7,720.7	8,347.9
	2016	747.6	3,612.8	1,123.6	1,446.6	1,431.9	6,932.9	8,103.0
	2017E	1,001.7	3,830.9	1,128.8	1,782.8	1,557.6	7,415.2	8,528.2
영업이익	2014	29.5	453.4	-75.8	123.0	98.6	1,184.5	1,400.9
	2015	51.4	504.6	-40.7	211.7	241.2	823.5	1,864.9
	2016	58.6	385.6	68.6	190.1	292.7	538.7	1,874.1
	2017E	108.6	468.2	57.2	246.1	256.3	630.3	2,065.9
영업이익률 (%)	2014	5.8	12.0	-8.0	9.8	8.0	14.7	18.4
	2015	4.9	14.1	-4.6	14.6	17.2	10.7	22.3
	2016	7.8	10.7	6.1	13.1	20.4	7.8	23.1
	2017E	10.8	12.2	5.1	13.8	16.5	8.5	24.2
순이익	2014	32.0	270.8	-167.1	151.2	20.2	943.5	1,164.2
	2015	47.2	325.5	-101.7	239.2	109.1	706.1	1,991.4
	2016	53.1	258.9	64.7	234.9	225.9	429.9	1,605.4
	2017E	83	204.3	53.6	284.0	206.0	492.6	1,765.5
EPS (원)	2014	1,483	2,117	-57	252	33	2,395	841
	2015	1,827	2,604	-30	303	180	1,793	1,485
	2016	2,047	2,156	16	318	384	1,072	1,287
	2017E	3,136	1,765	13	384	335	1,245	1,458
BPS (원)	2014	3,711	13,101	75	1,043	868	10,162	3,484
	2015	8,948	13,541	42	1,482	1,033	9,741	3,624
	2016	10,593	15,792	55	1,612	1,283	10,193	4,092
	2017E	16,806	16,552	70	1,914	1,528	10,930	5,350
Net debt	2014	-104	-159	470	608	730	-780	-425
	2015	-248	-8	321	631	800	-304	-388
	2016	-311	472	210	851	723	-22	89
	2017E	-377	1,670	66	890	730	569	-650
PER(배)	2014	12.4	13.6	N/A	N/A	60.9	12.8	17.8
	2015	21.9	6.9	N/A	36.3	11.4	9.3	12.2
	2016	12.5	9.3	6.4	19.9	5.4	12.8	13.6
	2017E	11.7	10.7	7.8	16.4	6.3	11.0	12.0
PBR(배)	2014	4.9	2.4	2.2	N/A	2.4	3.1	3.8
	2015	4.5	1.3	1.2	7.5	2.0	1.5	5.1
	2016	2.4	1.3	1.9	3.9	1.6	1.3	4.3
	2017E	2.8	1.2	1.5	3.3	1.4	1.3	3.3
EV/EBITDA	2014	7.7	5.8	621.4	N/A	9.7	8.0	10.5
	2015	12.9	3.0	140.2	33.7	5.5	5.7	9.5
	2016	5.0	4.1	5.9	15.1	4.6	6.4	8.9
	2017E	13.0	4.1	6.5	11.8	4.8	5.6	8.1
ROE(%)	2014	49.6	16.9	-53.6	28.1	4.0	24.8	23.7
	2015	30.2	19.7	-52.4	26.3	18.9	17.2	40.9
	2016	21.0	14.7	28.4	19.1	33.8	10.9	32.9
	2017E	26.9	10.7	16.8	19.4	23.7	12.0	29.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

제주항공 (089590)	28
하나투어 (039130)	32
모두투어 (080160)	36

Universe

종목명	투자판단	목표주가
제주항공	Buy (유지)	48,000 원(유지)
하나투어	Buy (유지)	105,000 원(유지)
모두투어	Buy (유지)	37,000 원(유지)

제주항공 (089590)

2017. 09. 05 엔터/레저/항공

해외여행 수요 확대와 같이 간다

Analyst 황현준

02. 3779-8919

realjun20@ebestsec.co.kr

해외여행 수요 확대와 같이 간다

제주항공은 강한 국내 아웃바운드 여행 수요 확대에 힘입어 올해 가파른 국제선 여객 공급 확대에도 불구하고 탑승률이 오히려 개선되고 있는 모습이다. 이에 따라 유가 상승에 따른 비용 부담 증가에도 불구하고 큰 폭의 실적 개선세를 시현하고 있으며 내년에도 이러한 상황의 전개가 이어질 것으로 보인다. 제주항공은 내년에도 공격적인 기재 도입을 통해 큰 폭의 공급 확대를 이어갈 것으로 파악되는데 이는 해외여행 수요의 구조적 확대 스토리 인한 내국인 출국자 증가로 대부분 채워질 것으로 예상된다.

Buy (maintain)

목표주가 **48,000 원**

현재주가 **36,700 원**

실적 전망

제주항공의 올해 3분기 실적은 매출액 2,830억원(+24.3% YoY), 영업이익 486억원(+27.2% YoY)으로 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 3분기 전체 ASK는 국제선의 큰 폭의 공급 확대가 지속되면서 전년동기대비로는 30% 증가할 것으로 보인다. 국내/국제선 Blended L/F가 87%로 전년동기대비와 비슷한 수준일 것으로 예상되는데 이는 일부 해외여행 수요가 추석연휴로 지연된 것을 반영했다. 3분기 도입유가 상승 폭은 8% 수준으로 예상되며 ASK 확대에 따른 연료 사용량이 증가로 연료 유틸리티의 증가 폭은 약 47% 수준으로 예상된다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(9/4)		2,329.65pt
시가총액		9,673 억원
발행주식수		26,357 천주
52 주 최고가 / 최저가	39,900 / 24,300 원	
90 일 일평균거래대금		49.82 억원
외국인 지분율		10.5%
배당수익률(17.12E)		1.1%
BPS(17.12E)		12,931 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-0.3%
	6 개월	31.9%
	12 개월	-1.0%
주주구성	AK 홀딩스의 9 인	60.2%
	제주특별자치도청	7.6%
	국민연금공단	5.3%

제주항공의 올해 예상 매출액은 1.0조원(+32.4% YoY), 영업이익 1,086억원(+85.2% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 제주항공은 국제선 여객 수송 매출 확대에 힘입어 실적 모멘텀이 지속되어 내년에도 매출액과 영업이익이 각각 25%, 34% 확대될 것으로 보인다.

Stock Price



투자 의견 Buy, 목표주가 48,000원 유지

제주항공에 대한 투자 의견을 Buy로 목표주가는 48,000원으로 유지한다. 목표주가는 동사의 올해 예상 EPS 3,136원에 대비 PER 15배 수준이다. 동사는 강한 국내 아웃바운드 여행 수요를 흡수하며 성장세를 지속할 것으로 보임에 따라 적용 밸류에이션은 무리가 없다고 판단되며 최근 주가 부진은 매수 기회라고 판단된다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	608	51	53	47	1,827	23.2	61	21.9	12.9	4.5	30.2
2016	748	59	69	53	2,036	11.4	73	12.3	4.6	2.4	21.1
2017E	1,002	109	108	83	3,136	54.1	137	11.7	4.3	2.8	26.9
2018E	1,246	146	148	113	4,275	36.3	185	8.6	2.8	2.2	28.8
2019E	1,495	175	176	156	5,932	38.7	224	6.2	1.8	1.6	30.3

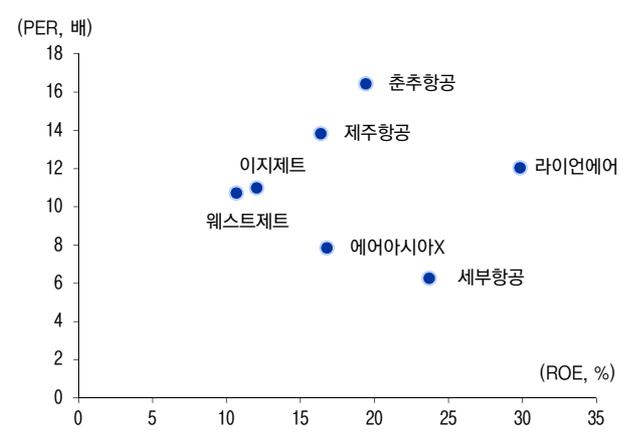
자료: 제주항공, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표11 제주항공 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016P	2017E
영업수익	1,732	1,621	2,217	1,907	2,402	2,280	2,830	2,504	6,081	7,476	10,017
YoY	19.5%	13.4%	33.6%	19.5%	37.8%	37.3%	24.3%	33.0%	16.9%	21.9%	32.4%
국제여객	1,205	976	1,477	1,267	1,801	1,464	1,978	1,826	3,712	4,925	7,069
YoY	28.9%	18.1%	49.7%	31.4%	49.4%	50.0%	33.9%	44.1%	22.9%	32.7%	43.5%
RPK(백만Km)	1,835	1,843	2,304	2,460	2,935	2,621	3,192	3,242	6,354	8,443	11,991
Yield(원)	69	57	66	59	66	59	66	60	58	58	59
L/F(%)	85.1%	81.9%	86.0%	87.3%	88.8%	86.2%	86.5%	87.0%	83.3%	85.2%	87.1%
국내여객	419	534	620	456	438	609	628	466	1,991	2,029	2,140
YoY	-1.3%	5.6%	6.4%	-4.6%	4.4%	14.0%	1.2%	2.2%	7.1%	1.9%	5.5%
RPK(백만Km)	492	544	588	541	489	545	579	541	2,003	2,164	2,155
Yield(원)	85	98	105	85	96	119	111	92	99	94	99
L/F(%)	89.2%	94.1%	92.5%	92.5%	94.9%	95.7%	93.0%	92.2%	91.6%	92.1%	93.4%
기타	108	111	120	184	164	207	224	212	378	522	808
영업비용	1,576	1,614	1,835	1,865	2,119	2,117	2,345	2,338	5,566	6,890	8,919
YoY	28.3%	21.1%	22.4%	23.8%	34.5%	31.1%	27.8%	25.4%	15.7%	23.8%	29.5%
연료유류비	288	343	418	440	551	486	613	589	1,432	1,489	2,239
YoY	-11.2%	-9.6%	11.4%	24.7%	91.1%	41.6%	46.8%	33.8%	-13.8%	4.0%	50.3%
소비량(만배럴)	288	343	418	443	551	485	613	589	1,434	1,492	2,238
도입유가(\$/배럴)	50	60	64	64	71	62	69	69	73	60	68
임차료	262	271	279	290	298	309	320	341	849	1,102	1,268
YoY	41.7%	28.8%	23.1%	27.5%	41.1%	3.9%	7.5%	7.4%	29.0%	29.7%	15.1%
인건비	261	259	277	264	340	382	391	375	800	1,060	1,489
YoY	33.9%	36.1%	32.3%	28.0%	30.5%	47.9%	41.5%	41.9%	34.9%	32.5%	40.4%
정비수리비	210	207	229	229	209	250	259	276	674	875	993
YoY	66.3%	55.9%	9.9%	10.8%	-0.5%	20.8%	13.0%	20.5%	44.7%	29.8%	13.6%
기타	555	535	633	642	721	690	762	758	1,811	2,365	2,931
영업이익	156	6	382	42	272	162	486	166	514	586	1,086
YoY	-27.8%	-93.0%	127.4%	6.4%	74.3%	2446.3%	27.2%	295.1%	74.2%	14.0%	85.2%
영업이익률	9.0%	0.4%	17.2%	2.2%	11.3%	7.1%	17.2%	6.6%	8.5%	7.8%	10.8%
영업외손익	-2	52	-3	56	-52	37	9	3	16	103	-3
세전이익	154	58	379	99	220	199	495	169	530	690	1,083
순이익(지배주주)	120	46	285	81	170	151	376	128	472	532	826
YoY	-43.0%	-59.0%	126.9%	254.5%	41.4%	229.2%	32.0%	58.5%	47.3%	12.8%	55.2%
순이익률	6.9%	2.8%	12.9%	4.2%	7.1%	6.6%	13.3%	5.1%	7.8%	7.1%	8.2%

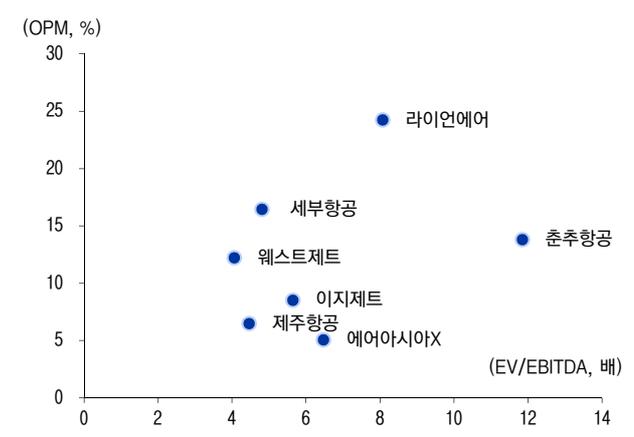
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 LCC 피어 밸류에이션 매트릭스



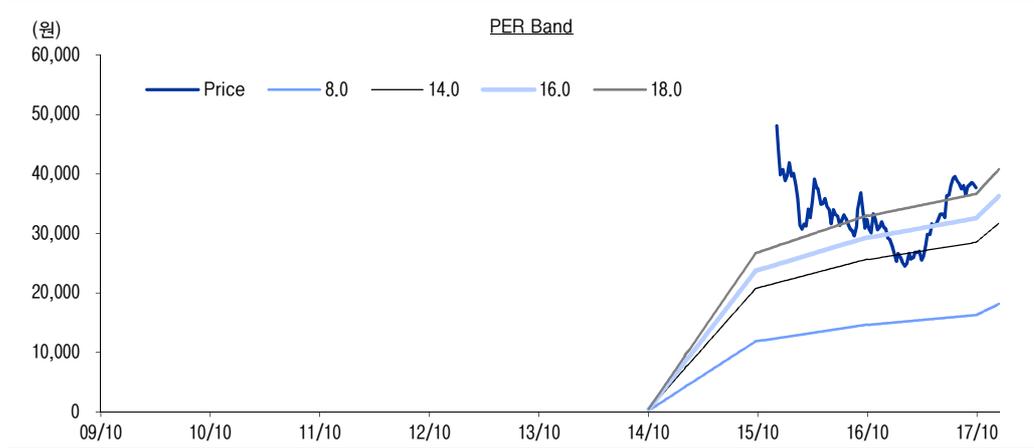
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 LCC 피어 밸류에이션 매트릭스



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 PER 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

제주항공 (089590)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	355	437	514	598	720
현금 및 현금성자산	126	167	180	242	341
매출채권 및 기타채권	30	29	36	44	53
재고자산	6	8	10	12	14
기타유동자산	194	232	288	300	312
비유동자산	122	164	255	303	357
관계기업투자등	0	8	15	16	16
유형자산	41	59	146	192	245
무형자산	12	12	12	9	7
자산총계	478	600	769	900	1,078
유동부채	200	261	325	351	379
매입채무 및 기타채무	40	55	75	92	110
단기금융부채	24	20	20	20	20
기타유동부채	135	185	229	239	248
비유동부채	46	67	103	107	110
장기금융부채	0	0	22	22	22
기타비유동부채	46	67	81	85	88
부채총계	246	328	428	457	489
자배주주지분	232	272	341	443	589
자본금	130	131	132	132	132
자본잉여금	88	89	90	90	90
이익잉여금	14	51	121	223	369
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	232	272	341	443	589

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	72	117	177	169	224
당기순이익(손실)	47	53	83	113	156
비현금수익비용가감	25	26	74	42	53
유형자산감가상각비	7	11	25	37	48
무형자산상각비	2	4	3	2	2
기타현금수익비용	0	12	46	3	3
영업활동 자산부채변동	5	39	20	14	15
매출채권 감소(증가)	-13	1	-7	-8	-9
재고자산 감소(증가)	-1	-2	-1	-2	-2
매입채무 증가(감소)	8	23	17	17	18
기타자산, 부채변동	12	17	11	7	8
투자활동 현금	-152	-69	-175	-97	-114
유형자산처분(취득)	-24	-30	-115	-83	-100
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-118	-27	-62	-10	-11
기타투자활동	-10	-10	2	-3	-3
재무활동 현금	127	-7	11	-11	-11
차입금의 증가(감소)	19	0	22	0	0
자본의 증가(감소)	108	-8	-11	-11	-11
배당금의 지급	0	10	11	11	11
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	48	42	13	62	99
기초현금	78	126	167	180	242
기말현금	126	167	180	242	341

주: IFRS 연결 기준
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	608	748	1,002	1,246	1,495
매출원가	486	602	779	971	1,165
매출총이익	122	146	223	275	330
판매비 및 관리비	71	87	114	129	155
영업이익	51	59	109	146	175
(EBITDA)	61	73	137	185	224
금융손익	5	5	3	7	5
이자비용	0	0	0	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	5	-3	-5	-5
세전계속사업이익	53	69	108	148	176
계속사업법인세비용	6	16	26	36	19
계속사업이익	47	53	83	113	156
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	47	53	83	113	156
지배주주	47	53	83	113	156
총포괄이익	47	53	83	113	156
매출총이익률 (%)	20.1	19.5	22.2	22.0	22.0
영업이익률 (%)	8.5	7.8	10.8	11.7	11.7
EBITDA 마진률 (%)	10.1	9.7	13.7	14.9	15.0
당기순이익률 (%)	7.8	7.1	8.2	9.0	10.5
ROA (%)	12.7	9.9	12.1	13.5	15.8
ROE (%)	30.2	21.1	26.9	28.8	30.3
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

주요 투자지표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
투자지표 (x)					
P/E	21.9	12.3	11.7	8.6	6.2
P/B	4.5	2.4	2.8	2.2	1.6
EV/EBITDA	12.9	4.6	4.3	2.8	1.8
P/CF	14.3	8.3	6.2	6.2	4.6
배당수익률 (%)	1.0	1.6	1.1	1.1	1.1
성장성 (%)					
매출액	19.1	23.0	34.0	24.4	20.0
영업이익	74.2	14.1	85.1	34.3	20.0
세전이익	65.6	30.2	56.9	36.9	18.5
당기순이익	47.3	12.8	55.2	36.5	38.7
EPS	23.2	11.4	54.1	36.3	38.7
안정성(%)					
부채비율	106.1	120.6	125.6	103.2	83.0
유동비율	177.7	167.5	158.2	170.3	190.2
순차입금/자기자본 (x)	-107.1	-119.5	-110.7	-101.4	-94.9
영업이익/금융비용 (x)	734.3	141.0	222.0	275.8	331.0
총차입금 (십억원)	24	20	42	42	42
순차입금 (십억원)	-248	-325	-377	-449	-559
주당지표 (원)					
EPS	1,827	2,036	3,136	4,275	5,932
BPS	8,948	10,351	12,931	16,806	22,338
CFPS	2,810	3,021	5,964	5,886	7,930
DPS	400	400	400	400	400

하나투어 (039130)

2017. 09. 05 엔터/레저/항공

여전히 면세점이 관건

Analyst **황현준**

02. 3779-8919

realjun20@ebestsec.co.kr

면세점을 지켜보자

여행수요의 구조적인 성장에 힘입어 하나투어의 본업은 지속 호조일 것으로 예상된다. 하지만 호텔 등과 함께 동사 인바운드 비즈니스 확대의 주요 축인 면세점이 관건이다. 면세점 사업의 부진이 지속되고 있는 가운데 실적개선을 위한 면세점 운영 규모를 축소 등이 진행 중이다. 면세점 운영 규모 축소에 따른 고정비 부담 완화로 면세점 실적 개선이 가시화될 수 있을 것으로 기대하며 효과가 미미할 경우 회사측에서는 추가적으로 규모를 줄여 적자폭을 줄여나갈 노력을 지속할 것으로 파악된다. 향후 이에 따른 일회성 비용이 추가로 발생할 수 있으나 긴 호흡으로 동사의 면세점 실적 개선 여부를 지켜 볼 필요가 있다는 판단이다.

본업에 힘입어 올해 실적 개선

하나투어의 올해 연결 실적은 매출액 6,733억원(+13.0% YoY), 영업이익 411억원(+95.9% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 본사는 송출객 볼륨이 약 12% 증가한 것과 더불어 긴 연휴 효과로 인한 중장거리 상품의 비중 확대의 영향으로 ASP가 개선되는데 힘입어 매출액 4,461억원(+15.6% YoY), 영업이익 485억원(+59.7%YoY)을 기록할 것으로 보인다. 자회사 합산 예상 영업이익자는 약 95억원으로 추정되는데 이는 SM면세점의 적자를 약 278억원을 반영했기 때문이다. 견조한 일본 여행 수요에 힘입어 해외자회사들의 합산 영업이익은 약 204억원으로 예상된다.

투자 의견 Buy, 목표주가 105,000 유지

동사는 올해 아웃바운드 여행 수요의 구조적 성장에 힘입어 본업 호조에 힘입어 작년보다 개선된 실적을 기록할 것으로 보인다. 면세점의 적자 폭 축소가 더디게 이루어지고 있기는 하지만 운영 규모 축소를 통한 실적 개선이 기대된다는 점을 감안하여 동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가를 105,000원을 유지한다.

Buy (maintain)

목표주가 **105,000 원**

현재주가 **82,000 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(9/4)		2,329.65pt
시가총액		9,525 억원
발행주식수		11,616 천주
52 주 최고가 / 최저가	98,200 / 61,800 원	
90 일 일평균거래대금		71.31 억원
외국인 지분율		25.7%
배당수익률(17.12E)		1.0%
BPS(17.12E)		17,860 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-0.9%
	6 개월	-8.0%
	12 개월	-2.3%
주주구성	박상환외 23 인	14.9%
	국민연금공단	10.0%
	Wellington	7.3%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	459	45	47	34	2,732	-5.1	55	42.1	21.0	6.8	16.8
2016	596	21	24	8	692	-74.7	38	95.6	15.7	4.1	4.2
2017E	671	43	46	27	2,238	223.6	61	36.6	13.0	4.6	13.1
2018E	678	70	74	56	4,440	98.4	87	18.5	8.6	3.7	22.3
2019E	735	75	80	60	4,766	7.3	93	17.2	7.5	3.1	19.8

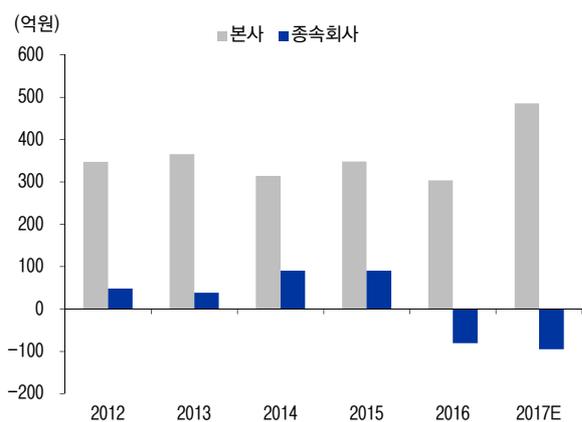
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표12 하나투어 분기별 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
영업수익	149	140	160	147	171	163	164	175	459	596	678
% YoY	26	28	49	18	15	16	3	19	19	30	13
하나투어 본사	104	86	104	92	113	105	108	121	360	386	446
% YoY	7	0	21	1	9	21	3	32	14	7	16
종속회사	53	63	66	65	66	69	66	65	126	247	267
SM 면세점	19	26	26	23	25	21	19	17	10	94	83
영업비용	139	142	150	143	161	158	152	161	415	575	628
% YoY	38	45	50	24	16	11	2	13	20	38	10
하나투어 본사	93	86	91	86	97	96	96	108	325	355	398
% YoY	11	10	13	3	5	12	5	26	15	9	12
종속회사	53	66	68	67	72	75	66	63	117	255	276
% YoY	128	151	159	64	34	14	-3	-6	44	117	8
영업이익	10	-3	10	4	10	5	12	14	44	21	43
% YoY	-43	적전	47	-58	7	흑전	16	262	8	-52	96
하나투어 본사	11	0	13	6	16	9	11	13	35	30	49
% YoY	-16	-95	143	-25	41	2239	-11	112	11	-13	60
종속회사	-1	-3	-2	-2	-6	-6	1	1	9	-8	-9
SM 면세점	-7	-7	-7	-7	-8	-9	-6	-4	-8	-28	-28
% 영업이익률	6	-2	6	3	6	3	7	8	10	4	6
세전이익	9	-5	12	7	11	1	14	18	46	24	46
% YoY	-47	적전	130	-28	21	흑전	15	137	-1	-47	80
지배지분순이익	4	-5	6	2	5	-2	9	12	31	8	26
% YoY	-69	적전	120	-66	39	흑전	45	435	-6	-75	211

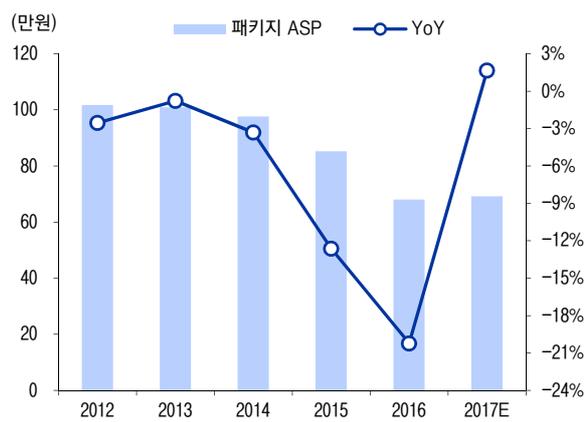
자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 하나투어 영업이익 구분 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 하나투어 패키지 ASP 추이



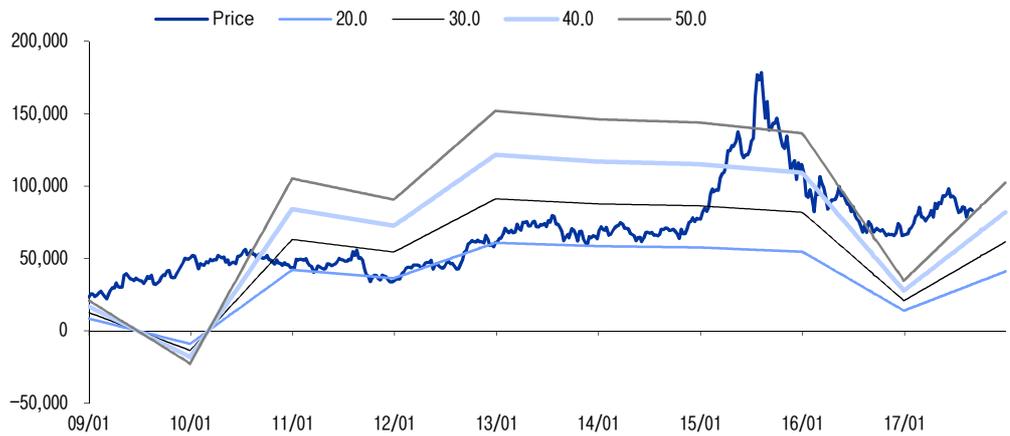
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 하나투어 실적 추이 및 전망 (IFRS 별도)

(단위: 억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
총 수탁금	7,941	6,887	8,544	7,402	8,870	8,241	8,753	9,733	28,157	30,775	35,598
YoY	8.3%	5.7%	18.5%	4.2%	11.7%	19.7%	2.5%	31.5%	8.3%	9.3%	15.7%
영업수익	1,038	863	1,041	915	1,131	1,046	1,077	1,207	3,600	3,858	4,461
YoY	7.1%	-0.1%	21.2%	0.8%	8.9%	21.1%	3.5%	31.8%	14.1%	7.2%	15.6%
항공권대매수익	27	36	37	19	27	26	29	31	122	120	114
국제관광알선수익	860	709	833	737	961	869	911	1,033	2,997	3,139	3,774
기타알선수익	151	161	126	160	143	150	137	142	480	599	572
영업이익	113	4	127	60	159	86	113	127	348	304	485
YoY	-15.9%	-95.5%	143.5%	-25.1%	40.7%	2238.6%	-11.0%	111.7%	10.8%	-12.7%	59.7%
영업이익률 (%)	10.9%	0.4%	12.2%	6.5%	14.1%	8.2%	10.5%	10.5%	9.7%	7.9%	10.9%
송출객 Data (천명)											
전체 내국인 출국자수 (승무원 제외)	5,178	4,695	5,659	5,313	5,786	5,713	6,310	6,535	17,886	20,845	24,344
YoY	18.9%	14.7%	21.3%	11.4%	11.7%	21.7%	11.5%	23.0%	21.5%	16.5%	16.8%
하나투어 전체 송출객수	1,198	1,103	1,344	1,285	1,296	1,254	1,435	1,516	3,725	4,930	5,501
YoY	26.7%	30.5%	44.4%	28.0%	8.1%	13.7%	6.8%	17.9%	25.3%	32.4%	11.6%
하나투어 패키지 송출객수	775	697	806	766	871	833	934	981	2,303	3,044	3,619
YoY	27.0%	31.9%	46.4%	24.8%	12.4%	19.4%	15.9%	28.0%	21.1%	32.2%	18.9%

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 PER 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

하나투어 (039130)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	340	346	363	410	463
현금 및 현금성자산	146	156	166	205	246
매출채권 및 기타채권	61	90	82	86	92
재고자산	9	24	23	24	26
기타유동자산	123	76	92	96	99
비유동자산	164	174	192	204	217
관계기업투자등	29	17	18	18	19
유형자산	59	92	111	121	132
무형자산	17	16	15	14	13
자산총계	504	519	555	614	681
유동부채	275	287	304	316	331
매입채무 및 기타채무	83	85	81	85	92
단기금융부채	22	7	16	16	16
기타유동부채	171	194	207	215	224
비유동부채	12	22	22	22	22
장기금융부채	8	13	12	12	12
기타비유동부채	3	9	10	10	10
부채총계	287	308	326	338	353
자배주주지분	197	189	207	255	306
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	91	92	92	92	92
이익잉여금	135	126	145	192	243
비지배주주지분(연결)	20	23	22	22	22
자본총계	217	212	229	276	327

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	35	27	46	79	84
당기순이익(손실)	34	8	27	56	60
비현금수익비용가감	29	44	20	18	19
유형자산감가상각비	6	13	14	14	15
무형자산상각비	4	4	4	3	3
기타현금수익비용	1	26	2	0	0
영업활동 자산부채변동	-20	-8	0	5	4
매출채권 감소(증가)	-7	-24	-1	-4	-7
재고자산 감소(증가)	-8	-15	1	-1	-2
매입채무 증가(감소)	-3	2	-2	4	6
기타자산, 부채변동	-1	29	1	6	6
투자활동 현금	-1	7	-35	-31	-33
유형자산처분(취득)	-16	-47	-32	-24	-26
무형자산 감소(증가)	-8	-4	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	46	37	-1	-2	-2
기타투자활동	-23	21	-1	-2	-2
재무활동 현금	-2	-25	-1	-9	-9
차입금의 증가(감소)	9	-12	9	0	0
자본의 증가(감소)	-16	-17	-9	-9	-9
배당금의 지급	16	17	9	9	9
기타재무활동	5	3	0	0	0
현금의 증가	33	10	10	39	41
기초현금	114	146	156	166	205
기말현금	146	156	166	205	246

주: IFRS 연결 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	459	596	671	678	735
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	459	596	671	678	735
판매비 및 관리비	415	575	628	609	660
영업이익	45	21	43	70	75
(EBITDA)	55	38	61	87	93
금융손익	2	1	3	2	1
이자비용	0	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	2	0	4	4
세전계속사업이익	47	24	46	74	80
계속사업법인세비용	13	16	19	18	19
계속사업이익	34	8	27	56	60
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	34	8	27	56	60
지배주주	32	8	26	52	55
총포괄이익	35	8	27	56	60
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	9.7	3.5	6.4	10.3	10.2
EBITDA 마진률 (%)	11.9	6.5	9.0	12.8	12.7
당기순이익률 (%)	7.4	1.3	4.0	8.3	8.2
ROA (%)	6.7	1.6	4.8	8.8	8.5
ROE (%)	16.8	4.2	13.1	22.3	19.8
ROIC (%)	n/a	n/a	70.9	112.4	104.5

주요 투자지표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
투자지표 (x)					
P/E	42.1	95.6	36.6	18.5	17.2
P/B	6.8	4.1	4.6	3.7	3.1
EV/EBITDA	21.0	15.7	13.0	8.6	7.5
P/CF	21.2	15.0	20.4	12.9	12.0
배당수익률 (%)	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
매출액	19.2	29.6	12.8	1.0	8.3
영업이익	10.6	-53.2	106.2	61.3	7.5
세전이익	1.6	-49.0	91.0	62.5	7.3
당기순이익	-3.5	-78.0	258.9	108.5	7.3
EPS	-5.1	-74.7	223.6	98.4	7.3
안정성(%)					
부채비율	132.1	145.3	142.1	122.4	107.9
유동비율	123.5	120.6	119.5	129.8	140.0
순차입금/자기자본 (x)	-87.0	-78.1	-73.3	-75.2	-76.4
영업이익/금융비용 (x)	110.4	33.5	54.9	80.5	78.7
총차입금 (십억원)	30	20	28	28	28
순차입금 (십억원)	-189	-166	-168	-208	-250
주당지표 (원)					
EPS	2,732	692	2,238	4,440	4,766
BPS	16,952	16,312	17,860	21,910	26,316
CFPS	5,425	4,396	4,029	6,379	6,829
DPS	1,500	800	800	800	800

모두투어 (080160)

2017. 09. 05 엔터/레저/ 항공

내년도 좋다

Analyst **황현준**

02. 3779-8919

realjun20@ebestsec.co.kr

내년도 좋다

국내 아웃 바운드 여행 시장의 호황이 이어지고 있는 가운데 하반기 본격적인 휴가 시즌에 진입했고 이례적인 10월 추석 연휴가 남아있다. 이에 힘입어 송출객 볼륨 확대 추세는 하반기에도 지속될 것으로 보인다. 그리고 3분기에는 패키지 상품 ASP 개선세가 주춤할 것으로 보이나 4분기 추석 연휴 효과로 재차 상승 할 것으로 예상된다. 이에 따라 모두투어는 올해 예상 매출액은 2,993억원(+26.2% YoY), 영업이익 419억원(+108.3% YoY)을 기록하며 큰 폭의 실적 개선을 시현할 것으로 보인다.

Buy (maintain)

목표주가 **37,000 원**

현재주가 **26,450 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

하지만 최근 내년 여행업에 대한 우려가 존재한다. 올해 추석과 같이 긴 연휴가 내년에는 없기 때문에 성장이 둔화될 것이라는 점에서 기인한 것으로 파악된다. 하지만 일반적으로 긴 연휴가 해외 여행 수요에 긍정적인 수 있으나 여행객 확대에 직결되는 것은 아닌 것으로 판단된다. 과거 추이를 살펴보면 2012년부터 최근까지 설이나 추석 등 4일 이상의 연휴가 포함된 해당월의 내국인 출국자수 성장률이 연간 성장률을 하회하는 경우가 많은 것을 확인할 수 있다. 이는 우리나라 국민들이 설이나 추석과 같은 명절에 해외여행을 많이 하지 않는 것과 더불어 연휴 효과보다는 다른 구조적인 요인이 해외 여행 수요에 미치는 영향이 더 크다고 판단된다. 물론 올해 추석 연휴는 유독 길기 때문에 기대가 되는 부분이지만 구조적 요인에 의한 우리나라의 해외 여행객 확대 스토리는 향후에도 지속될 것이라는 판단이다.

Stock Data

KOSDAQ(9/4)	650.89pt
시가총액	4,999 억원
발행주식수	18,900 천주
52 주 최고가 / 최저가	32,884 / 17,476 원
90 일 일평균거래대금	45.99 억원
외국인 지분율	43.2%
배당수익률(17.12E)	1.9%
BPS(17.12E)	6,631 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -13.0%
	6 개월 8.6%
	12 개월 33.9%
주주구성	우종웅외 13 인 18.7%
	국민연금공단 10.0%
	모두투어 자사주 3.2%

투자의견 Buy, 목표주가 37,000원

동사는 투자의견 Buy 및 목표주가 37,000원을 유지한다. 동사의 현재주는 올해 예상 실적 대비 PER 16배 수준으로 매력적인 수준이다. 국내 아웃바운드 여행 시장의 구조적 성장은 올해 하반기 이후에도 지속될 것으로 판단되기 때문에 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지하며 최근 주가 부진은 매수기회라고 판단된다.

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	204	16	18	13	701	-13.7	20	32.1	18.4	4.3	13.4
2016	237	20	23	16	887	26.6	23	21.8	11.8	3.5	16.5
2017E	299	42	43	32	1,676	88.9	46	15.8	8.1	4.0	27.7
2018E	331	50	50	38	2,004	19.6	53	13.2	6.4	3.3	27.2
2019E	369	31	31	17	907	-54.8	35	29.2	9.7	3.1	10.9

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표14 모두투어 실적 추이 및 전망 (IFRS 연결)

(단위: 억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
영업수익	595	543	642	591	740	673	771	809	2,043	2,371	2,993
% YoY	18.2%	9.4%	24.8%	11.6%	24.3%	23.9%	20.1%	36.9%	24.1%	16.0%	26.2%
모두투어 본사	531	464	557	507	643	573	672	711	1,822	2,058	2,599
% YoY	13.4%	5.9%	22.5%	9.8%	10.0%	9.5%	6.3%	11.1%	17.4%	12.9%	26.3%
종속회사	76.2	82.3	82.2	80.8	92.5	94.9	95.7	93.6	281	322	377
% YoY	75.3%	4.4%	3.7%	1.6%	21.3%	15.4%	16.4%	15.9%	10.6%	7.9%	11.5%
영업이익	43	37	83	38	110	74	114	122	165	201	419
% YoY	-30.9%	-28.9%	149.5%	123.3%	154.8%	100.9%	36.9%	218.5%	-0.9%	22.3%	108.3%
영업이익률	7.3%	6.8%	13.0%	6.5%	14.9%	10.9%	14.8%	15.0%	8.1%	8.5%	14.0%
모두투어 본사	65	50	90	54	119	79	118	126	225	259	442
% YoY	-8.8%	-20.0%	62.9%	52.9%	83.6%	56.8%	31.0%	133.3%	6.4%	15.4%	70.4%
종속회사	-20	-11	-7	-16	-7	-4	-3	-3	-63	-53	-18
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	48.9	46.5	90.9	47.3	108.6	84.0	118.8	126.7	202	234	438
% YoY	-33.9%	-25.7%	118.8%	97.5%	122.1%	80.6%	30.6%	168.1%	4.7%	15.6%	87.5%
지배지분순이익	35.1	35.5	69.2	30.1	80.9	60.2	93.2	99.7	144	170	317
% YoY	-37.5%	-13.9%	115.3%	108.6%	130.5%	69.6%	34.7%	231.2%	-6.2%	18.0%	96.6%

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 모두투어 실적 추이 및 전망 (IFRS 별도)

(단위: 억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
총 수탁금	4,221	3,606	4,511	3,899	5,199	4,618	5,615	5,617	14,760	16,238	21,048
% YoY	10.0%	6.7%	22.3%	1.1%	23.2%	28.1%	24.5%	44.0%	15.8%	10.0%	29.6%
영업수익	531	464	557	507	643	573	672	711	1,822	2,058	2,599
% YoY	13.4%	5.9%	22.5%	9.8%	21.1%	23.6%	20.7%	40.3%	17.4%	12.9%	26.3%
항공권대매수익	44	34	36	40	34	37	45	42	161	153	159
국제관광알선수익	438	383	482	412	551	480	580	608	1,506	1,715	2,219
기타알선수익	49	47	40	55	58	56	47	60	156	190	221
영업이익	65	50	90	54	119	79	118	126	225	259	442
% YoY	-8.8%	-20.0%	62.9%	52.9%	83.6%	56.8%	31.0%	133.3%	6.4%	15.4%	70.4%
영업이익률 (%)	12.2%	10.8%	16.2%	10.6%	18.6%	13.7%	17.6%	17.7%	12.3%	12.6%	17.0%
송출객 Data (천명)											
전체 내국인 출국자수 (송무원 제외)	5,178	4,695	5,659	5,313	5,786	5,713	6,310	6,535	17,886	20,845	24,344
% YoY	18.9%	14.7%	21.3%	11.4%	11.7%	21.7%	11.5%	23.0%	21.5%	16.5%	16.8%
모두투어 전체 송출객수	578	519	613	589	709	630	751	778	1,935	2,299	2,868
% YoY	18.8%	18.2%	26.1%	12.8%	22.6%	21.5%	22.6%	31.9%	35.2%	18.9%	24.7%
모두투어 패키지 송출객수	356	303	340	347	420	333	410	451	1,231	1,346	1,613
% YoY	6.3%	5.3%	16.7%	9.8%	17.8%	10.0%	20.6%	29.8%	25.5%	9.4%	19.8%

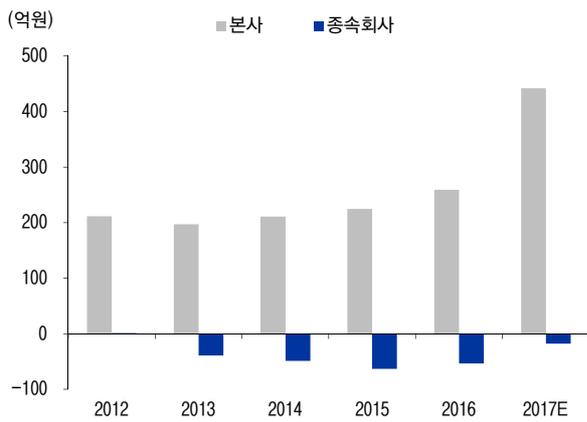
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 자유투어 실적 추이

(단위: 명, 억원)	송출객수	% YoY	매출액	% YoY	영업이익
1Q15	22,425	26.3%	18.3	48.7%	-6.0
2Q15	26,172	65.7%	17.5	10.9%	-13.7
3Q15	32,029	55.6%	20.2	-15.6%	-12.9
4Q15	36,171	95.6%	22.5	67.8%	-20.9
1Q16	38,369	71.1%	25.5	39.0%	-10.3
2Q16	38,060	45.4%	28.0	60.2%	-8.3
3Q16	42,641	33.1%	39.4	94.8%	-2.3
4Q16	58,691	62.3%	36.9	63.9%	-11.9
1Q17	91,927	139	55.0	115.7	2.3
2Q17	101,656	165	54.1	93.2	-1.8
2014	72,634	-	65.5	-	-63.2
2015	116,797	60.8%	78.6	20.0%	-53.5
2016	177,761	52.2%	129.8	65.2%	-32.7

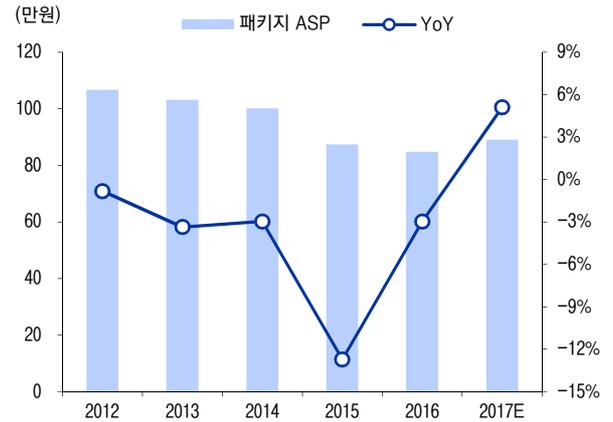
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 모두투어 영업이익 구분 추이



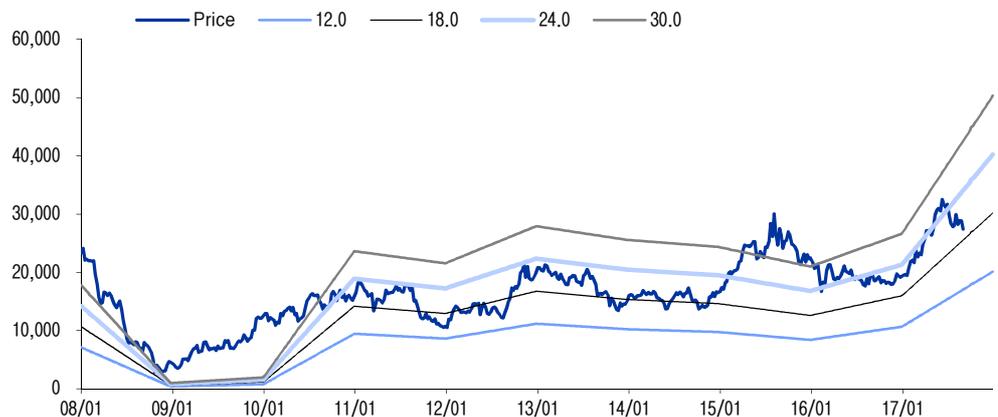
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 모두투어 패키지 ASP 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 모두투어 PER BAND



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

모두투어 (080160)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	114	151	192	224	235
현금 및 현금성자산	45	58	91	119	121
매출채권 및 기타채권	26	38	44	47	52
재고자산	4	0	0	0	0
기타유동자산	40	54	56	59	61
비유동자산	68	59	60	61	68
관계기업투자등	28	22	22	23	24
유형자산	15	22	20	18	23
무형자산	5	6	7	9	10
자산총계	182	210	252	285	303
유동부채	76	103	123	128	138
매입채무 및 기타채무	31	46	64	67	75
단기금융부채	1	3	3	3	3
기타유동부채	43	53	56	58	60
비유동부채	7	5	5	5	5
장기금융부채	4	2	2	2	2
기타비유동부채	3	2	2	3	3
부채총계	83	108	127	133	143
자배주주지분	100	103	125	153	161
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	28	28	28	28	28
이익잉여금	85	98	120	148	155
비지배주주지분(연결)	0	-1	-1	-1	-1
자본총계	100	103	125	153	160

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-3	36	48	44	26
당기순이익(손실)	13	16	32	38	17
비현금수익비용가감	8	20	4	4	4
유형자산감가상각비	2	2	3	3	3
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	5	17	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-19	0	13	3	4
매출채권 감소(증가)	-4	-8	-6	-2	-5
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-15	16	17	3	8
기타자산, 부채변동	0	-8	2	2	2
투자활동 현금	-6	-5	-6	-6	-13
유형자산처분(취득)	-2	-1	-1	-1	-8
무형자산 감소(증가)	0	-1	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	18	-14	-3	-3	-3
기타투자활동	-21	10	0	0	0
재무활동 현금	-2	-17	-10	-10	-10
차입금의 증가(감소)	2	1	0	0	0
자본의 증가(감소)	3	-18	-10	-10	-10
배당금의 지급	6	10	10	10	10
기타재무활동	-6	0	0	0	0
현금의 증가	-11	14	32	28	3
기초현금	55	45	58	91	119
기말현금	45	58	91	119	121

주: IFRS 연결 기준
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	204	237	299	331	369
매출원가	8	11	0	0	26
매출총이익	196	226	299	331	343
판매비 및 관리비	180	206	257	281	313
영업이익	16	20	42	50	31
(EBITDA)	20	23	46	53	35
금융손익	1	2	1	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	2	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업이익	18	23	43	50	31
계속사업법인세비용	5	7	11	12	14
계속사업이익	13	16	32	38	17
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	13	16	32	38	17
지배주주	13	17	32	38	17
총포괄이익	13	16	32	38	17
매출총이익률 (%)	96.0	95.3	100.0	100.0	93.0
영업이익률 (%)	8.1	8.5	14.0	15.0	8.3
EBITDA 마진률 (%)	9.6	9.7	15.3	16.1	9.4
당기순이익률 (%)	6.3	6.6	10.6	11.4	4.6
ROA (%)	6.5	8.5	13.7	14.1	5.8
ROE (%)	13.4	16.5	27.7	27.2	10.9
ROIC (%)	68.3	n/a	n/a	n/a	n/a

주요 투자지표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
투자지표 (x)					
P/E	32.1	21.8	15.8	13.2	29.2
P/B	4.3	3.5	4.0	3.3	3.1
EV/EBITDA	18.4	11.8	8.1	6.4	9.7
P/CF	20.0	10.1	14.1	12.0	23.4
배당수익률 (%)	2.3	2.6	1.9	1.9	1.9
성장성 (%)					
매출액	24.1	16.0	26.2	10.5	11.6
영업이익	-0.9	22.3	108.3	18.5	-38.5
세전이익	-7.0	26.3	88.5	17.6	-38.1
당기순이익	-8.7	22.0	102.4	19.6	-54.8
EPS	-13.7	26.6	88.9	19.6	-54.8
안정성(%)					
부채비율	83.1	104.9	102.3	86.9	89.2
유동비율	151.2	146.6	156.4	175.4	170.1
순차입금/자기자본 (x)	-65.8	-92.4	-103.6	-104.1	-101.9
영업이익/금융비용 (x)	37.0	46.2	95.7	112.9	69.1
총차입금 (십억원)	5	5	5	5	5
순차입금 (십억원)	-66	-95	-129	-159	-163
주당지표 (원)					
EPS	701	887	1,676	2,004	907
BPS	5,274	5,474	6,631	8,125	8,521
CFPS	1,125	1,908	1,872	2,203	1,131
DPS	510	510	510	510	510

제주항공 목표주가 추이		투자이견 변동내역			과리율(%)			과리율(%)																															
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																														
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비																												
		<table border="1"> <tr> <td>2017.03.14</td> <td>변경</td> <td>황현준</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2017.03.14</td> <td>Hold</td> <td>26,500</td> <td></td> <td>-2.1</td> <td>14.2</td> </tr> <tr> <td>2017.04.27</td> <td>Hold</td> <td>34,000</td> <td>17.4</td> <td></td> <td>4.8</td> </tr> <tr> <td>2017.06.28</td> <td>Buy</td> <td>48,000</td> <td>-17.7</td> <td></td> <td>-20.8</td> </tr> <tr> <td>2017.08.04</td> <td>Buy</td> <td>48,000</td> <td>-17.7</td> <td></td> <td>-20.3</td> </tr> </table>	2017.03.14	변경	황현준				2017.03.14	Hold	26,500		-2.1	14.2	2017.04.27	Hold	34,000	17.4		4.8	2017.06.28	Buy	48,000	-17.7		-20.8	2017.08.04	Buy	48,000	-17.7		-20.3							
2017.03.14	변경	황현준																																					
2017.03.14	Hold	26,500		-2.1	14.2																																		
2017.04.27	Hold	34,000	17.4		4.8																																		
2017.06.28	Buy	48,000	-17.7		-20.8																																		
2017.08.04	Buy	48,000	-17.7		-20.3																																		

하나투어 목표주가 추이		투자이견 변동내역			과리율(%)			과리율(%)																																																	
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																																
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비																																														
		<table border="1"> <tr> <td>2015.08.17</td> <td>변경</td> <td>황현준</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2015.08.17</td> <td>Buy</td> <td>250,000</td> <td>-35.6</td> <td></td> <td>-53.2</td> </tr> <tr> <td>2015.11.03</td> <td>Buy</td> <td>250,000</td> <td>-44.8</td> <td></td> <td>-58.2</td> </tr> <tr> <td>2016.03.31</td> <td>Buy</td> <td>140,000</td> <td>-26.8</td> <td></td> <td>-37.8</td> </tr> <tr> <td>2016.08.02</td> <td>Buy</td> <td>100,000</td> <td>-24.6</td> <td></td> <td>-31.2</td> </tr> <tr> <td>2016.11.02</td> <td>Buy</td> <td>100,000</td> <td>-25.9</td> <td></td> <td>-32.0</td> </tr> <tr> <td>2017.02.02</td> <td>Buy</td> <td>90,000</td> <td>9.1</td> <td></td> <td>-5.6</td> </tr> <tr> <td>2017.08.02</td> <td>Buy</td> <td>105,000</td> <td>-17.2</td> <td></td> <td>-20.8</td> </tr> </table>	2015.08.17	변경	황현준				2015.08.17	Buy	250,000	-35.6		-53.2	2015.11.03	Buy	250,000	-44.8		-58.2	2016.03.31	Buy	140,000	-26.8		-37.8	2016.08.02	Buy	100,000	-24.6		-31.2	2016.11.02	Buy	100,000	-25.9		-32.0	2017.02.02	Buy	90,000	9.1		-5.6	2017.08.02	Buy	105,000	-17.2		-20.8							
2015.08.17	변경	황현준																																																							
2015.08.17	Buy	250,000	-35.6		-53.2																																																				
2015.11.03	Buy	250,000	-44.8		-58.2																																																				
2016.03.31	Buy	140,000	-26.8		-37.8																																																				
2016.08.02	Buy	100,000	-24.6		-31.2																																																				
2016.11.02	Buy	100,000	-25.9		-32.0																																																				
2017.02.02	Buy	90,000	9.1		-5.6																																																				
2017.08.02	Buy	105,000	-17.2		-20.8																																																				

모두투어 목표주가 추이		투자이견 변동내역			과리율(%)			과리율(%)																																																							
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																																						
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비																																																				
		<table border="1"> <tr> <td>2015.12.03</td> <td>변경</td> <td>황현준</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2015.12.03</td> <td>Buy</td> <td>50,000</td> <td>-30.6</td> <td></td> <td>-39.7</td> </tr> <tr> <td>2016.05.03</td> <td>Buy</td> <td>43,000</td> <td>-10.0</td> <td></td> <td>-31.5</td> </tr> <tr> <td>2016.11.02</td> <td>Buy</td> <td>43,000</td> <td>-10.0</td> <td></td> <td>-28.3</td> </tr> <tr> <td>2017.02.07</td> <td>Buy</td> <td>43,000</td> <td>-10.0</td> <td></td> <td>-19.3</td> </tr> <tr> <td>2017.04.05</td> <td>Buy</td> <td>47,000</td> <td>-13.2</td> <td></td> <td>-14.9</td> </tr> <tr> <td>2017.05.11</td> <td>Buy</td> <td>50,000</td> <td>-6.1</td> <td></td> <td>-9.4</td> </tr> <tr> <td>2017.06.02</td> <td>Buy</td> <td>55,000</td> <td>-11.1</td> <td></td> <td>-19.9</td> </tr> <tr> <td>2017.08.02</td> <td>Buy</td> <td>37,000</td> <td>-17.6</td> <td></td> <td>-22.6</td> </tr> </table>	2015.12.03	변경	황현준				2015.12.03	Buy	50,000	-30.6		-39.7	2016.05.03	Buy	43,000	-10.0		-31.5	2016.11.02	Buy	43,000	-10.0		-28.3	2017.02.07	Buy	43,000	-10.0		-19.3	2017.04.05	Buy	47,000	-13.2		-14.9	2017.05.11	Buy	50,000	-6.1		-9.4	2017.06.02	Buy	55,000	-11.1		-19.9	2017.08.02	Buy	37,000	-17.6		-22.6							
2015.12.03	변경	황현준																																																													
2015.12.03	Buy	50,000	-30.6		-39.7																																																										
2016.05.03	Buy	43,000	-10.0		-31.5																																																										
2016.11.02	Buy	43,000	-10.0		-28.3																																																										
2017.02.07	Buy	43,000	-10.0		-19.3																																																										
2017.04.05	Buy	47,000	-13.2		-14.9																																																										
2017.05.11	Buy	50,000	-6.1		-9.4																																																										
2017.06.02	Buy	55,000	-11.1		-19.9																																																										
2017.08.02	Buy	37,000	-17.6		-22.6																																																										

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다 (작성자: 황현준).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+20% 이상 기대	86.6%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		Hold (보유)	-20% ~ +20% 기대	13.4%	
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2016.07.01 ~ 2017.06.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)