

## 여행 : 늘어나는 해외 여행 수요, 커지는 시장

2017년 Target KOSPI	2,350pt
12MF PER	9.71배
12MF PBR	0.99배
Yield Gap	8.6%P

- ▶ 여행주는 견조한 여행 수요, 수익성 향상, 제한적인 사드 영향 등으로 금년 들어 주가 랠리
- ▶ 소비패턴 변화, 베이비부머의 은퇴 본격화 등으로 여행 수요 지속적으로 높아질 것
- ▶ 인천공항 제2터미널 개장, LCC 국제선 분담률 증가 등 공급 측면에서도 긍정적

### ■ 금년 들어 시장 성장, 이익 개선 기대감에 주가 랠리

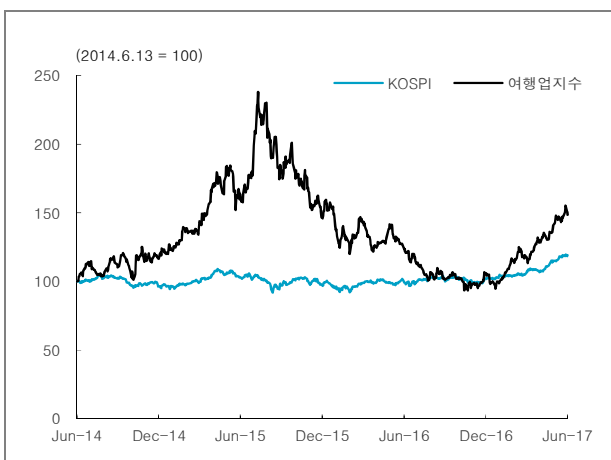
#### 여행주, 시장 성장과 이익 개선세에 주가 랠리

여행주의 주가가 금년 들어 크게 상승했다. 주요 4개 상장 여행사(하나투어, 모두투어, 인터파크, 참좋은레저) 기준으로 산출한 여행업 지수는 연초대비 47% 상승했다. 2015년 이후 다시 찾아온 여행업의 주가 랠리다. 2015년에는 유류할증료 하락, 우호적인 환율 여건 등에 힘입어 해외 여행 수요가 높아져 내국인 출국자수 성장률이 14년 8.3% 대비 크게 높아진 20.1%에 달하며 주가 상승을 견인했다. 금년 출국자수 성장률이 11.3%로 예상돼 기저가 낮지 않음에도 견조한 시장 성장이 지속되고, 황금 연휴 효과, 여행 지역의 믹스 개선 등으로 업체별 수익성 호전 추세가 나타나고 있다. 3월 들어 중국과의 정치적 갈등이 불거지며 인바운드(외국인의 국내 관광) 사업 관련 비중이 큰 다수의 레저 업종에 부정적인 영향을 미쳤지만 여행주는 그 영향이 절대적으로 적어 상대적으로 부각됐다.

#### 레저 업종 내 사드 영향 적어 상대적 부각

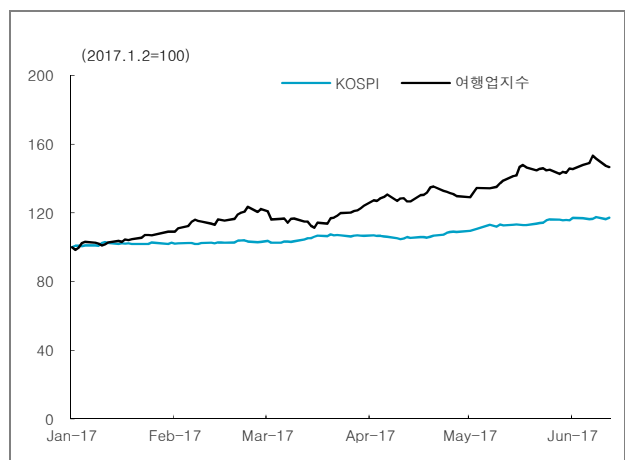
3월 들어 중국과의 정치적 갈등이 불거지며 인바운드 관련 비중이 큰 다수의 레저 업종에 부정적인 영향을 미쳤지만 여행주는 그 영향이 절대적으로 적어 상대적으로 부각됐다. 호텔, 면세점 등 인바운드 수익 모델을 일부 영위하고 있지만 아웃바운드(내국인의 해외 관광) 사업의 실적 기여도가 절대적이기 때문이다.

[그림 1] KOSPI vs. KOSPI 여행업 지수 (3년)



주: 여행업지수는 하나투어, 모두투어, 인터파크, 참좋은레저를 시총 비중으로 산출  
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 2] KOSPI vs. KOSPI 여행업 지수 (2017년)



주: 여행업지수는 하나투어, 모두투어, 인터파크, 참좋은레저를 시총 비중으로 산출  
자료: Quantiwise, 한국투자증권

〈표 1〉 국내 여행사 실적 추이

(단위: 십억원, %)

		2013	2014	2015	2016	2017F
하나투어	매출액	297.6	315.4	360.0	385.8	426.4
	영업이익	36.5	31.4	34.8	30.4	48.4
	영업이익률	12.3	10.0	9.7	7.9	11.4
모두투어	매출액	142.9	155.2	182.2	205.8	245.9
	영업이익	19.7	21.1	22.3	25.5	38.3
	영업이익률	13.8	13.6	12.2	12.4	15.6
인터파크	매출액	39.8	61.1	81.6	93.5	108.6
	영업이익	6.7	11.4	14.7	2.9	14.6
	영업이익률	16.8	18.6	18.0	3.1	13.5
참좋은레저	매출액	21.5	30.2	35.2	41.8	49.5
	영업이익	3.8	6.5	5.9	9.0	12.5
	영업이익률	17.5	21.4	16.8	21.4	25.3

주: 1. 하나투어와 모두투어는 별도 실적 기준, 인터파크와 참좋은레저는 투어부문 실적 기준

2. 하나투어, 모두투어, 인터파크는 한국투자증권 추정치, 참좋은레저는 컨센서스 기준

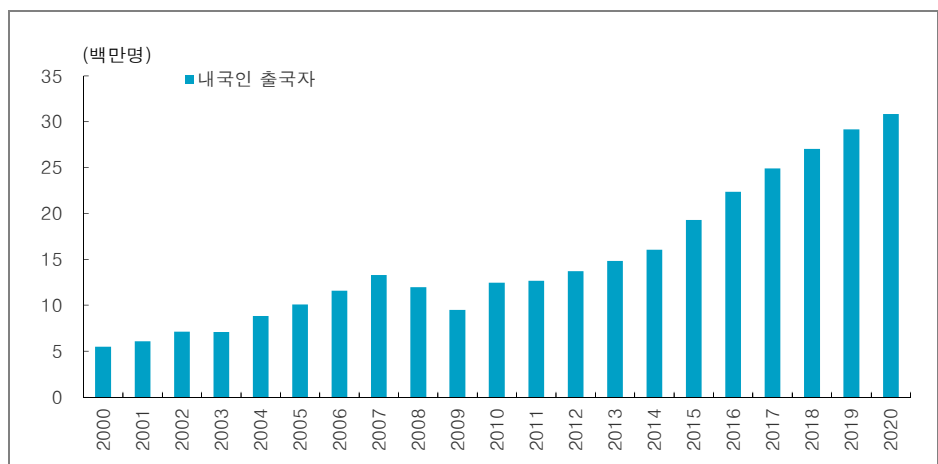
자료: 각사, Fnguide, 한국투자증권

## ■ 여행 시장은 구조적인 성장기 진입 단계

여행 시장의 성장세는  
단기, 중장기 지속될 전망

여행 시장의 성장세가 지속될 수 있을까? 대답은 ‘그렇다’ 이다. 금년 하반기까지는 7~8월 전통적인 여름 성수기, 10월 황금 연휴 등 외부 여건이 우호적이기 때문에 내국인 출국자수는 계속 증가할 전망이다. 중장기적으로는 소득 수준 개선, 소비 심리 변화, 실버 세대의 여행 증가 등 사회 전반적인 분위기가 변화하고 좌석 공급 등의 여건이 개선되고 있어 시장의 구조적 성장은 지속될 것이다. 2020년까지 내국인 출국자수는 연평균 8.3% 늘어날 전망이다.

[그림 3] 내국인 출국자수 추이



자료: 한국관광공사, 한국투자증권

### 소득 증가, 여가 문화 확대

소득이 증가하면 여가 생활에 대한 관심은 자연스럽게 높아진다. 과거 일본, 영국 등의 사례에서 볼 때, 1인당 GDP가 2만~4만달러 구간에서는 해외 여행의 구조적인 성장세가 나타났다. 2016년 기준 한국의 1인당 국민 총소득은 \$27,561로 구조적 성장의 초입 단계에 진입했다.

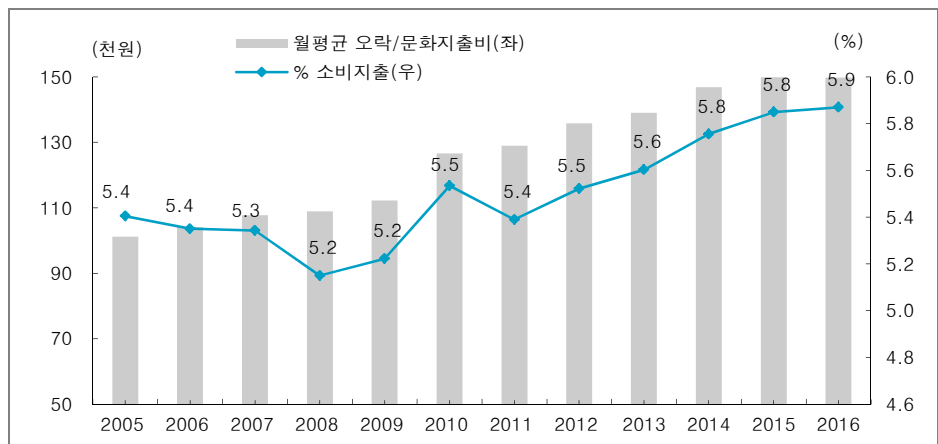
### 삶의 질 향상을 위한 오락/문화지출에 적극적

통계청이 발표한 2016년 가계동향에 따르면 실질소득이 7년만에 감소하며 소비지출 역시 감소한 것으로 나타났다. 그러나 오락, 문화 지출은 소비 지출 대비 비중 상승세를 이어가며 달라진 소비 트렌드를 확인시켜줬다. 본인의 생활 만족도를 높이기 위한 해외여행, 취미활동 등 오락/문화 지출은 적극적으로 늘리는 변화한 소비 패턴이 나타나고 있다.

### 올로라이프, 새로운 소비 생활 의 주체

이는 최근 유행중인 ‘올로라이프’로 이어진다. 올로족(YOLO)은 ‘You Only Live Once’의 앞글자를 딴 용어로 ‘한번뿐인 인생’ 즉 현재를 충실하게 즐기자로 해석할 수 있다. 올로족은 삶의 질을 중시하며 현재 지향적인 소비를 지향하는 새로운 소비 주체로 떠오르며, 여가 생활, 문화 소비를 과감히 늘리고 있어 해외 여행 증가를 이끌고 있다.

[그림 4] 소비지출 내 여가 지출 비용 비중 상승

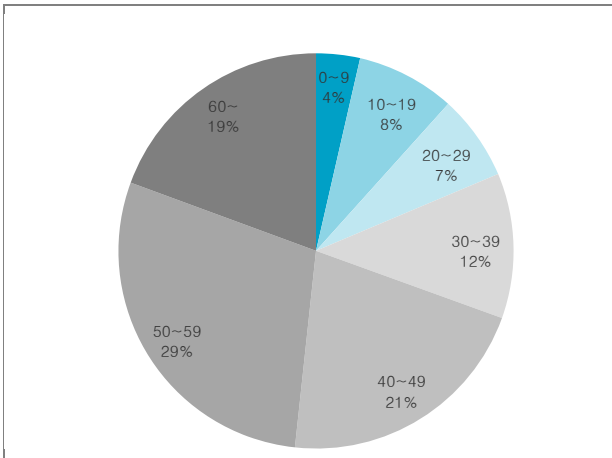


자료: 통계청, 한국투자증권

### 베이비부머의 은퇴 본격화, 여행사의 성장성과 수익성 향 상 동시 이끌 전망

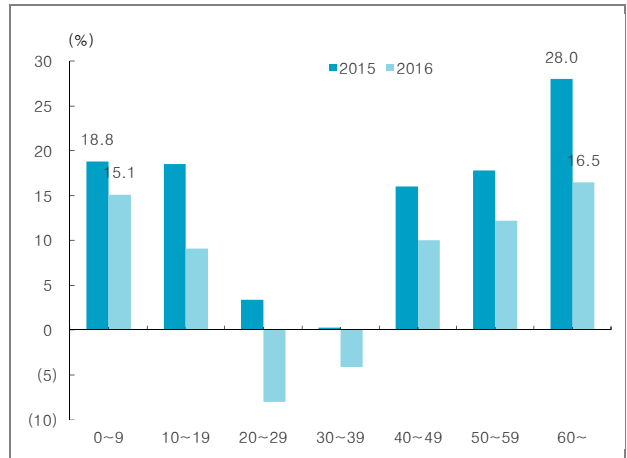
향후 해외 여행 시장의 핵심 성장 동력은 ‘베이비부머’ 세대이다. 1955년부터 1963년까지 출생한 베이비부머들이 은퇴 연령에 도달하거나 은퇴 생활을 시작해 가족 및 중장년층 여행객이 지속적으로 늘어날 것이다. 요즘 중장년층은 시간적, 경제적 여유에 기반해 은퇴 이후 해외 여행을 즐기는 한편, 유럽 등 장거리 여행지에 대한 수요도 높이고 있다. 실버세대의 언어적 장벽, 개별 이동의 불편함을 감안하면 여행사의 패키지 여행에 대한 선호도가 높기 때문에 향후 여행업체의 성장성과 수익성 향상을 동시에 견인할 전망이다.

[그림 5] 패키지 상품 연령별 비중



주: 모두투어 수치 기준  
자료: 모두투어, 한국투자증권

[그림 6] 패키지 상품의 연령별 매출 YoY 성장률

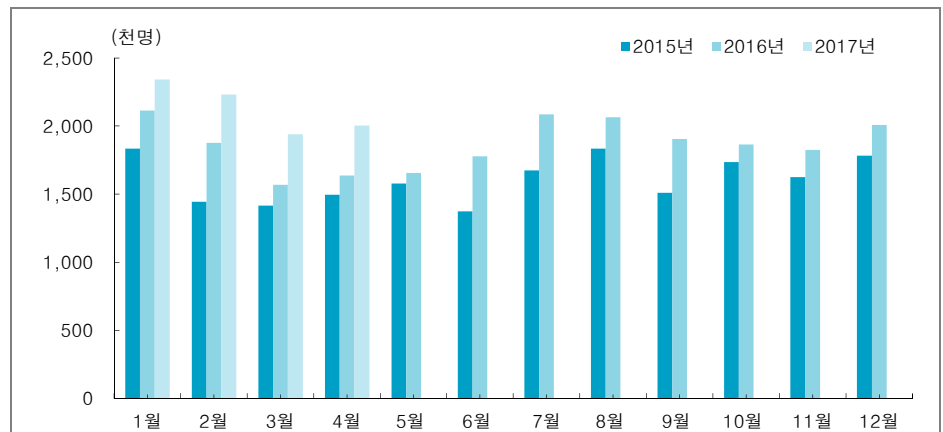


주: 모두투어 수치 기준  
자료: 모두투어, 한국투자증권

#### 비수기의 성수기화, 높아지는 여행 수요

여름, 겨울 방학 또는 설, 추석 등에 여행이 몰리는 국내 휴가 구조 상 여행 시장은 성수기와 비수기가 뚜렷한 산업이었다. 그러나 계절적 비수기로 여겨졌던 3~4월에 여행을 떠나는 내국인이 크게 늘어나며 비수기의 성수기화가 나타났다. 금년 3월과 4월의 내국인 출국자수 성장률은 각각 23.7%, 22.4%로 해외 여행 시장 성장을 이끌었다. 비수기가 무색할 정도의 여행업 호황은 변화하는 소비 트렌드를 반영하는 한편 여행 시기의 분산 효과를 통해 수요를 늘리고 있다.

[그림 7] 월별 내국인 출국자수



자료: 한국관광공사, 한국투자증권

#### ■ 공급 측면에서 바라본 여행업 성장성

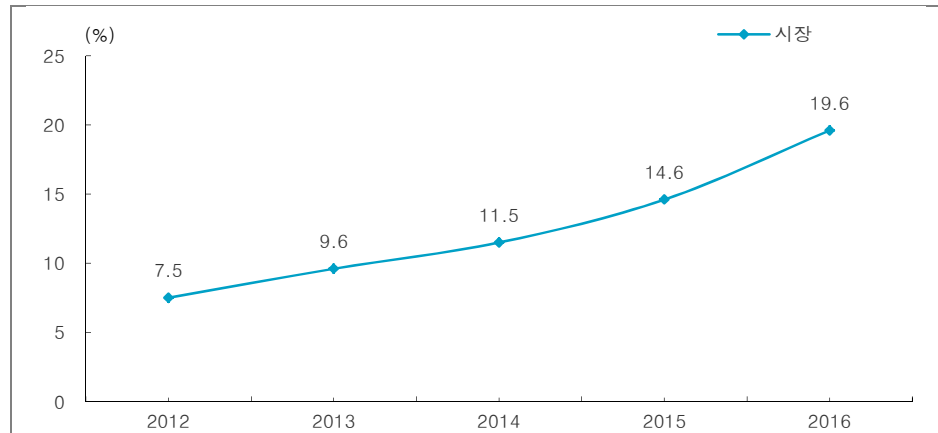
##### 인천공항 제2터미널 개장으로 항공 좌석 공급 증가 예상

내국인 해외 여행 시장 성장 전망은 공급 측면에서도 긍정적이다. 인천국제공항 제2터미널이 금년 말 개장할 예정으로 연간 여객 처리 능력은 현재 5,400만명 수준에서 7,200만명으로 늘어난다. 여객 처리 능력이 향상되면서 항공사들의 국제선 취항 노선이 증가함에 따른 항공 좌석 공급이 늘어나는데 기여할 전망이다.

### LCC 국제선 분담률 2016년 19.6%까지 상승

저비용항공사(LCC)의 국제선 분담률이 지속 상승하고 있다. 2012년 기준 7.5%에 불과했던 저비용 항공사의 국제선 분담률은 작년 19.6%까지 높아졌다. LCC 이용률이 상승함에 따라, 여행 비용에서 가장 큰 비중을 차지하는 ‘항공비’가 낮아지고 있다. 저비용항공사의 성장은 취항 노선 증가, 목적지 다양화 등으로 여행비 하락을 이끌고 있어 아웃바운드 여행 시장 성장에 기여할 것이다.

[그림 8] 저비용항공사(LCC)의 국제선 분담률



자료: 국토교통부, 한국투자증권

### ■ 여행업종, 시장 확대와 더불어 성장세 지속될 것

#### 여행 업종에 대한 비중 확대 의견 유지

여행 업종에 대한 비중 확대 의견을 유지한다. 단기적인 주가의 향방은 기대치를 상회하는 송출객수 성장률이 가능할지, 지역 믹스 개선, 비용 효율화 등에 따른 업체별 수익성 향상 추세가 이어질 지에 달려있다. 중장기적으로 보더라도 내국인 해외여행 시장은 구조적 성장 초입 단계에 있어 우상향 추세가 지속될 전망으로 성장성이 확실한 산업이다. 여가, 문화생활에 대한 욕구 증대 등 소비 트렌드 변화가 사회 전반에 나타나고 있다. 당장의 삶의 질을 높여줄 수 있는 취미, 행복을 추구하는 율로족(Yolo)의 등장, 문화 소비 활동에 대한 지출 비중 상승, 베이비부머의 은퇴 본격화에 따른 실버세대의 여행 증가 등으로 여행 시장이 확대될 전망이다. 여행사들은 높아지는 해외 여행 수요로 성장 기반을 확대해 수익 호전을 이끌 것이다.

〈표 5〉 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가				실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
하나투어 (039130)	투자의견	매수	2015A	459	45	32	2,877	20,021	40.0	5.7	16.8	20.7	1.3
	목표주가(원)	103,000	2016A	596	21	8	727	19,237	90.9	3.4	4.2	15.4	2.3
	현재가 (6/14, 원)	98,100	2017F	651	37	19	1,735	19,502	54.9	4.9	10.0	12.9	1.6
	시가총액(십억원)	1,139	2018F	709	64	49	4,431	22,239	21.6	4.3	23.6	8.3	1.7
			2019F	758	78	59	5,354	25,857	17.8	3.7	24.2	6.6	1.7
모두투어 (080160)	투자의견	매수	2015A	204	16	13	1,105	9,539	30.5	3.5	13.4	17.4	1.2
	목표주가(원)	54,000	2016A	237	20	17	1,430	10,475	20.2	2.8	16.5	10.6	2.1
	현재가 (6/14, 원)	48,750	2017F	286	36	28	2,374	11,957	20.0	4.0	24.7	11.6	1.6
	시가총액(십억원)	614	2018F	318	43	34	2,857	13,832	16.6	3.4	25.4	9.6	1.8
			2019F	347	49	38	3,227	15,960	14.7	3.0	24.1	8.2	2.0
인터파크 (108790)	투자의견	중립	2015A	402	23	17	518	5,158	44.1	4.4	10.5	20.3	1.1
	목표주가(원)	-	2016A	466	9	2	71	4,981	143.7	2.0	1.4	14.3	1.0
	현재가 (6/14, 원)	12,400	2017F	490	27	17	523	5,296	23.7	2.3	10.2	8.9	1.6
	시가총액(십억원)	410	2018F	516	32	21	645	5,693	19.2	2.2	11.7	7.9	2.0
			2019F	547	34	23	692	6,137	17.9	2.0	11.7	7.4	2.0

자료: 각사, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결정에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.