SK securities

여행업

Analyst
김 기영
youngkim@sks.co.kr
+82-2-3773-8893

휴가가 필요하다!

비중확대(신규편입)

직간접적인 방법을 통해 1,200 억원의 자금 조달 2000 년 하나투어의 코스닥 등록 이후 모두투어, 롯데관광개발 등 국내 여행사들이 주식시장을 통해 직간접적으로 조달한 금액은 1,200 억원을 상회하고 있다. 이러한 선두권 여행사의 자금조달은 대량의 항공권 확보, 시스템 정비 등으로 이어져 후발 여행사와의 격차를 확대하는 요인이 되고 있다. KATA 회원사내 선두권 4 개 여행사의 해외 송객인원 비중이 2000 년 12.8%에서 2006 년 5 월에는 누적 기준 27.3%까지 상승해 대형사로의 모객 집중화 현상이 심화되고 있다.

국민소득 증가, 원달러환율 하락으로 여행수요 증가세 지속 2005 년 한국관광공사가 조사한 국민 1 인당 해외여행 총 경험률이 0.68 회로 꾸준히 상승세를 지속하고 있다. 그러나 아직까지 1 회의 해외여행도 경험하지 못한 국민의 비중이 66.4%를 차지하고 있어 향후 여행수요 확대에 대한 가능성이 높게 나타나고 있다. 1 인당 국민총소득 증가 및 원달러 환율 하락 등의 경제지표도 긍정적인 방향으로 전개되고 있다. 중상위 소득계층의 반복 여행수요도 이어질 것으로 판단된다.2007 년 미국의 노비자 프로그램이 시행될 경우 여행사의 이익률 상승으로 이어질 수 있어 긍정적인 모멘텀으로 작용할 전망이다.

주가지표에 대한 부담으로 휴식기가 필요할 듯 긍정적인 여행산업 환경에도 불구하고 그동안 여행주의 주가 상승에 따른 주가지표 부담은 고려해야 할 요소이다. 여타 산업에 비해 긍정적일 것으로 판단되는 산업환경을 고려할 때 후발 여행사의 PER 수준은 20~25 배 수준이 적당할 것으로 판단된다. 2007 년에도 긍정적인 영업실적 모멘텀이 예상되는 하나투어, 모두투어에 대해 투자의견 <매수>를 제시하며, 실적 모멘텀에도 불구하고 주가지표 부담이 존재하는 롯데관광개발은 <중립>의견을 제시한다.

Analyst 김 기영 youngkim@sks.co.kr / +82-2-3773-8893

Contents

Executive Summary ····· 1

주식시장 진입 러시 ····· 3

우호적인 여행산업 환경 ····· 6

양극화로 진행되는 경쟁구도 ····· 11

적정 주가지표 수준 ····· 12

개별기업분석 ····· 15

하나투어(039130) 매수

모두투어(080160) 매수

롯데관광개발(032350) 중립

Compliance Notice

- 작성자(김 기영)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2006 년 8 월 21 일 18 시 53 분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 본 보고서의 발간시점에 해당종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준, 시장수익률대비) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

주식시장 진입 Rush

대형화, 자본화 단계에 진입

후발 여행사의 직간접적인 자본시장 진입

1999 년 하나투어의 코스닥 등록을 통한 눈부신 성장에 자극받은 선두권 여행사들이 직간접적인 방법을 통해 거래소, 코스닥시장에 진입하고 있다. 이러한 선두권 여행사들의 자본시장 진입을 통한 자금조달은 향후 국내 아웃바운드 여행사의 대형화, 자본화를 더욱 빠른 속도로 촉진시킬 전망이며, 그렇지 못한 여행사와의 격차를 확대시킬 가능성이 높다. 선두권 여행사뿐 아니라 한국여행업협회(KATA) 해외송객인원 비중 10 위권 전후의 여행사들이 우회상장, 주식교환 등의 간접적인 방법을 통해서라도 주식시장에 진입하려고 하는 이유는 자금조달을 통한 대형화나 브랜드 인지도 상승효과가 직접적이고 빠른 속도로 나타난다는데 기인한다.

국내 여행사 자본조달 규모는 1,200 억원 상회

2000 년말 하나투어의 발빠른 코스닥시장 진입에도 불구하고 후발 여행사들이 연이어 주식시장에 진입하지 못한 것은 영업실적이나 시스템 측면에서 등록요건을 갖추지 못한데 기인한다. 3~4 년간의 준비기간 동안 하나투어의 성장에 따른 여행주 선호 현상을 통해 후발여행사들이 수혜를 입을 수 있었다는 긍정적인 측면도 존재한다. 모두투어의 코스닥 공모 등록 이후 직간접적인 방법을 통해 국내 여행사들이 조달한 자금규모는 1,200 억원을 상회하고 있으며, 10 위권 내외 여행사들의 추가적인 진입 여부에 따라 조달 자금규모는 증가할 전망이다. 주식시장을 통해 조달된 자금의 대부분은 항공권 확보를 위한 BSP 담보 설정자금에 충당되며, 전국적인 영업망 확충을 위한 네트워크 구축자금에도 투자된다.

* BSP(Billing and Settlement Plan) 담보설정자금이란 여행사가 항공권을 발권하기 위하여 IATA(국제항공운송협회)에 일정 금액을 선지급하고, 그 금액의 담보 내에서 항공권을 발권할 수 있도록 하기 위한 보증금을 말한다

국내 여행사의 주식시장을 통한 자본조달 규모 (단위 : 억원)

업 체	시기	규모	형 태
하나투어	2000.11	26	코스닥 공모
모두투어	2005.07	60	코스닥 공모
	2006.05	272	유상증자
자유투어	2006.01	129	우회등록후 유상증자
인터콘티넨털여행사	2006.04	225	인수회사의 BW 발행 및 3자 배정 증자
롯데관광	2006.05	540	거래소 공모
참좋은여행	2006.05	20	인수예정 모회사로부터 차입
합계		1,272	

자료 : SK 증권 정리

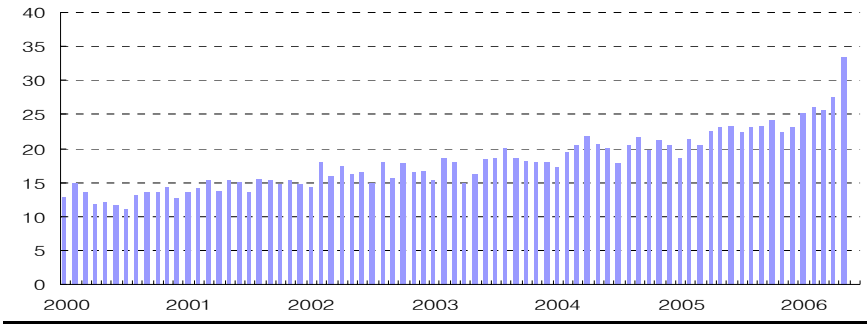
Analyst 김 기영 youngkim@sks.co.kr / +82-2-3773-8893

선두권 여행사의 모객능력 확대

2006 년 5 월 누적 상위 4 개사 관광목적 출국자 비중은 27.3%

아웃바운드 여행사의 가장 간단한 영업능력 지표로 볼 수 있는 해외송객인원의 선두권 여행사 편중추세가 심화되고 있다. 자본조달을 통한 대형화, 자본화 단계가 진행되고 있다는 증거이다. 2000 년 1 월 이후 하나투어, 모두투어, 롯데관광개발, 자유투어 등 상위 4 개사의 KATA 전체 회원수 송객인원(팩키지상품을 통한 송객인원) 에 대한 비중이 지속적인 상승세를 나타내고 있다. 상위 4 개사 팩키지 해외송객인원의 여행목적 출국자에 대한 비중은 2000 년 12.8%에서 2005 년에는 22.4%로 상승했으며, 2006 년 5 월 누적기준 비중도 27.3%로 지속적인 가파른 상승세를 보이고 있다

상위 4 개사 해외송객인원 비중 (단위 : %)



자료 : 한국관광공사, KATA

간접판매, 직접판매 선두업체인 하나투어와 롯데관광개발의 비중 확대

업체별로는 하나투어의 지속적인 강세속에 모두투어와 롯데관광개발의 송객인원 확대가 크게 나타나고 있다. 2000 년 관광목적 출국자수 대비 4.5% 비중을 차지했던 하나투어의 해외 송객인원 비중이 2005 년에는 10.4%까지 상승했으며, 모두투어와 롯데관광은 각각 2.4%에서 4.7%, 2.3%에서 4.1%로 상승해 확고한 2 위권 정착이 가시화되고 있다. 반면 2000 년을 전후한 시기에 2~3 위권을 다투었던 자유투어는 영업력이 약화되며 3.5%에서 3.2%로 하락세를 나타냈다.

간접판매시장의 성장

간판여행사는 지점 및 판매망 확충으로 해외여행증가의 최대 수혜

여행사의 직접적인 영업대상이 누구냐에 따라 간접, 직접판매시장으로 구분되는 국내 여행시장에서 가장 특징적인 부분은 간접판매시장의 성장이라 할 수 있다. 하나투어, 모두투어, 오케이투어 등 국내 간접판매 여행 3 사의 영업대상은 전국 5 천여개의 소형 여행사인데 반해, 롯데관광개발, 자유투어 등을 비롯한 대부분의 국내 아웃바운드 여행사는 신문광고, 인터넷 등을 통해 직접적으로 수요자에게 여행상품을 판매한다. 대부분의 직판여행사는 그동안 자본력의 한계로 인해 지점이나 대리점 등의 전국적인 네트워크를 확충할 수 없었고, 신문광고에만 의존하는 제한적인 판매채널을 유지했다. 따라서 아웃바운드 여행시장이 성장한다 하더라도 대형 간판여행사에 비해 낮은 성장률이 지속되었다. 이에반해 하나투어, 모두투어와 같은 간접판매여행사는 영업직원 확충과 전국적인 지점망 구축 등을 통해 공격적인 영업전략을 전개할 수 있었고, 지연, 혈연을 중심으로 팩키지상품이 판매되는 특성상 간접판매여행시장의 확대를 주도할 수 있었다.

하나투어의 급성장

국내 간접판매시장의 확대는 하나투어의 성장과 궤를 같이 한다고 할 수 있을 만큼 전체 여행시장내에 미친 영향이 크다. 하나투어의 최대주주인 박상환 사장을 비롯해 일부 직원이 모두투어에서 독립하여 본격적인 영업에 나선지 3 년만에 1 위업체로 성장했으며, 2003 년에는 3 위 간접판매여행사인 오케이투어를 인수해 규모를 확대시켰다. 그러나 이러한 간접판매시장의 성장은 향후 직판여행사의 성장과 양립하기 어려운 구도로 진행될 수 있다. 롯데관광개발, 자유투어 등 일부 직판여행사를 제외하고는 대부분의 직판여행사 규모가 크지 않아 간접판매여행사의 성장에 큰 걸림돌이 되지 않을 수 있다. 그러나 간접판매여행사가 소매여행사에 지급하는 10~15%대의 판매수수료로 인해 간판여행사 상품가격이 높게 형성되는 특성상 국내 여행시장이 성숙기로 진입하는 단계에서 소비자 선택 기준이 가격에 집중될 경우 부담요인으로 작용할 가능성도 있다. 결국 상대적으로 직판여행사에 비해 자본력, 수익력이 우위인 간판여행사가 경쟁력을 유지하기 위해서는 높은 상품가격에 맞는 상품특성, 품질 브랜드 인지도 등을 유지해야 할 것이다.

Analyst 김 기영 youngkim@sks.co.kr / +82-2-3773-8893

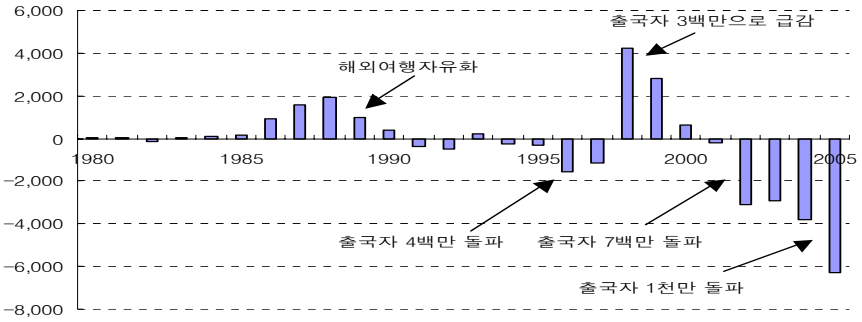
우호적인 여행산업 환경

1 천만 출국자시대

2005 년 출국인원 1,008 만명

1989 년 해외여행자유화조치로 1 백만명을 돌파했던 해외출국자수가 2005 년에는 1 천만명 시대에 진입했다. 특히 1995 년부터는 해외출국자수가 방한 외국인수를 추월하여 관광수지 적자의 확대조짐이 나타나기 시작했으며, 2005 년에는 원화가치 상승에 따른 해외여행 메리트 증가로 관광수지 적자가 2004 년 38 억달러에서 63 억달러로 확대되었다. 2006 년에 접어들어서도 1 월 81 만달러 적자에 이어 2 월부터 5 월까지 월평균 58 만달러가 넘는 적자추세가 이어짐에 따라 지난 2005 년 수준을 넘어설 전망이다.

1980 년 이후 관광수지 추이 (단위 : 백만$)



자료 : 한국관광공사

이러한 폭발적인 내국인 출국자수 증가에 비해 낮은 증가율을 보이고 있는 외국인의 국내 방문으로 인바운드 여행업체는 구조적인 영세성을 면치 못하고 있다. 선두권 여행사의 경우 인바운드부문을 직접 또는 자회사를 통해 취급하고 있지만 수익성이 확보되지 않아 전면적인 영업확대를 보류하고 있는 상태이다. 국내 여행자원의 한계성, 인바운드부문 확대는 국가 관광정책이 밑거름이 돼야 한다는 특성을 감안할 때 당분간 선두권 아웃바운드업체의 인바운드 영역확대는 불가능할 전망이다. 해외여행자수 증가로 아웃바운드 공략에 대한 여지가 충분히 존재하고, 단기간내 인바운드부문에서의 마진 확보가 쉽지 않기 때문이다.

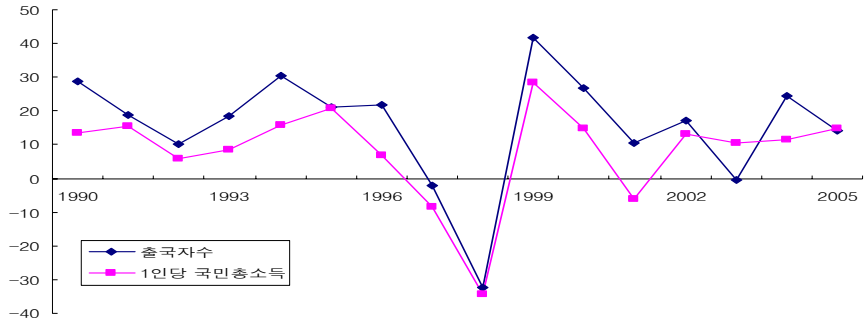
2006 년 출국자수 증가율은 15%를 상회할 전망

승무원을 제외한 2006 년 5 월 누적 출국자수 증가율이 전년동기대비 16.4%에 이르고 있다. 상용, 공용 목적의 출국자수가 감소하고 있는데 반해 관광목적 출국자수와 비슷한 성격으로 분류 가능한 방문, 시찰 목적이 각각 24.8%, 35.6% 증가했다. 7~8 월 선두권 여행사의 모객증가율이 30~50%에 유지되고 있다는 점을 감안할 때 강한 해외여행수요를 바탕으로 금년 출국자수 증가율은 15% 이상에서 유지될 것으로 판단된다.

해외여행수요 원천은 국민총소득 증가와 원화 강세

해외여행수요를 촉발시키고 장기적으로 유지할 수 있었던 가장 근본적인 원천은 1 인당 국민총소득 증가와 원달러환율의 강세현상이다. 1986 년부터 1 인당 국민총소득 증가율이 본격적인 두자리수로 접어들고 이를 바탕으로 해외여행의 전면적인 자유화가 실시됨에 따라 연간 1 백만명 출국인원수를 기록한지 5 년만에 3 백만명 시대를 맞이하게 되었다. 1997~1998 년 IMF 사태, 2003 년 전세계적인 SARS 악영향으로 일시적인 감소세가 나타났지만 악재는 여행수요를 잠시 이연시키는 요소로만 작용했다.

1 인당 국민총소득(GNI) 증가율과 출국자수 증가율 (단위 : %)



자료 : 한국은행, 통계청

원화강세와 주 5 일제 근무제가 맞물려 효과 증폭

2000 년을 전후한 시기까지의 해외여행 수요증가가 주로 소득증대에 기인한 측면이 크다면 그 이후부터는 이를 바탕으로 원화환율 강세와 여가시간 증대에 따른 효과가 크게 작용했다고 볼 수 있다. 2000 년 1,200 원대에서 유지되었던 원달러환율은 2005 년말에는 1 천원대 초반까지 하락, 주 5 일근무제와 맞물려 견조한 여행수요를 창출했다. 또한 2006 년에 들어서는 940 원대까지 수직 하락해 폭발적인 여행수요가 나타났다.

2000 년 이후 월별 원달러환율 (단위 : 원)

자료 : 한국은행

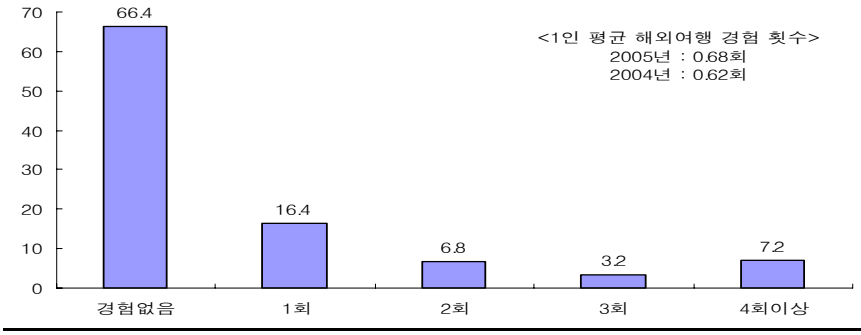
Analyst 김 기영 youngkim@sks.co.kr / +82-2-3773-8893

2010 년까지 여행수요 확산

2005 년 기준 해외여행 미경험자는 66.4%

출국자수가 향후 3~4 년간 지속적으로 증가할 것이라는 예상은 그동안 해외여행 경험이 없었던 내국인의 관광목적 출국이 증가하고, 일정 소득수준 이상의 유경험자들의 출국빈도가 높아질 것이란 전망에 기초한다. 한국관광공사에서 조사한 2005 년 국민 1 인당 해외여행 총 경험률은 지난 2001 년 0.53 회에서 2004 년 0.62 회, 2005 년 0.68 회로 꾸준히 상승했다. 2005 년까지 해외여행 경험이 1 회인 국민은 16.4%, 2 회가 6.8%이며, 4 회 이상은 7.2%를 차지하고 있다. 이에 반해 아직까지 1 회의 해외여행도 경험하지 못한 국민의 비중이 66.4%를 차지하고 있어 향후 여행수요 확대에 대한 가능성이 높다는 판단이다.

2005 년 해외여행 총경험률 (단위 : %)

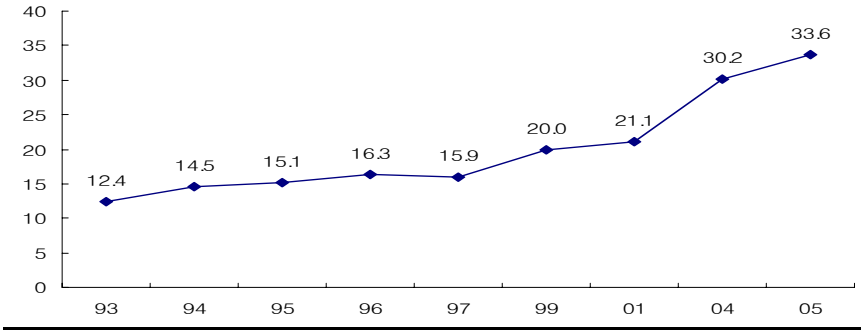


자료 : 한국관광공사
주 : 응답자 6,300 명 대상

원화환율 추세적 강세 전환 이후 해외여행 경험률 급상승

연도별 해외여행 총 경험률은 1993 년 12.4%에서 1996 년 16.3%까지 완만한 성장 이후 2001 년 20.0%로 급격한 상승세를 나타냈다. 국민소득 증가에 따른 결과로 판단된다. 원화환율이 추세적인 강세를 나타내는 시기인 2004 년에는 30.2%, 2005 년에는 33.6%까지 상승했다.

연도별 해외여행 총경험률 (단위 : %)



자료 : 한국관광공사
주 : 응답자 6,300 명 대상

미국 노비자 가능성

2007 년중 VWP 가입 가능성

2007 년중 미국의 노비자국에 한국이 포함될 가능성이 상당히 높게 제기되고 있다. 아시아의 일본, 호주, 유럽의 영국, 프랑스 등을 비롯해 27 개국만이 미국의 VWP 에 포함되어 있으며, 911 테러 이후 추가된 국가가 하나도 없을 정도로 미국은 자국 입국에 대해 상당한 제한을 두고 있었다. 그러나 최근 미국 여행업계와 국내 기업계를 중심으로 비자면제국 진입을 위한 노력이 가시화 되고 있어 여행업계에 미치는 긍정적인 효과도 클 전망이다.

VWP(비자면제프로그램) 가입 요건

비이민 비자거부율 3% 미만	관광, 상용, 유학비자 등 이민목적 이외의 비자를 신청하였으나 그 발급이 거부된 비율이 전체 신청자의 3% 미만이어야 함
상호주의	우리나라를 방문하는 미국인에 대해서 상호주의에 입각하여 동등한 수준으로 무사증입국을 허용해야 함
생체정보인식 여권 소지	미국에 무사증으로 입국하기 위해서는 여권소지자의 생체정보가 저장되어 있는 여권을 소지해야 함
도난여권에 대한 정보 공유	분실, 도난된 여권이 타인에 의해 오용되지 않도록 관련 정보를 정기적으로 공유해야 함
사법집행 협력	무사증입국이 허용됨으로 인하여 양국의 사법집행이 위협되지 않아야 하며, 양국 사법당국간 협력이 잘 구축되어 있어야 함

자료 : 외교통상부
주 : 5 가지 조건을 충족해야 하며, 예외 없음

비자거부율 3% 미만이 관건

우리나라의 경우 아직까지 비자거부율이 3%를 약간 초과하고 있어 대상이 되지 못하고 있으나 현재의 하락추세를 감안할 경우 2007 년부터 적용될 가능성이 높아지고 있다. 비자면제프로그램이 적용될 경우 매년 1 천억원을 넘어설 것으로 추정되는 수수료 관련 비용이 없어지게 될 뿐 아니라 여행객의 미국방문이 비자거부 없이 수월하게 진행될 전망이다.

장거리여행일수록 이익률 높아

비자면제프로그램이 시행될 경우 여행업계가 느끼는 긍정적인 파급효과는 훨씬 크게 나타날 수 있을 것으로 판단된다. 2005 년 미국으로의 총출국자수는 66 만 5 천명이며, 이중 관광 및 상용목적이 38 만 4 천명으로 57.7%를 차지하고 있다. 그러나 관광목적 출국자수의 경우 24 만 4 천명으로 911 테러 이전인 2000 년 26 만 4 천명에도 미치지 못하는 수준으로 유럽으로의 관광목적 출국자수가 2 배 이상 증가한 것에 비교되는 수치이다. 911 테러 이후 비자발급에 대한 제한이 강화됐기 때문이다. 아웃바운드 여행 목적지중 가장 높은 이익률을 제공해주는 지역은 미국과 유럽인데, 미국으로의 여행이 제한됨에 따라 동남아로의 단기 여행이 증가하게 된 것이다. 미국시장의 경우 팩키지 여행상품뿐 아니라 배낭여행을 중심으로 한 자유여행 조건이 좋아 여행업계에 긍정적인 모멘텀이 될 전망이다.

Analyst 김 기영 youngkim@sks.co.kr / +82-2-3773-8893

지역별 관광목적 출국자수 (단위 : 만명, %)

	미국		아세아		유럽	
	출국자	증감율	출국자	증감율	출국자	증감율
1999	18	101.1	98	119.4	9	214.8
2000	26	47.8	151	54.1	15	66.5
2001	26	-3.1	197	29.9	16	10.1
2002	28	10.1	263	33.9	19	21.6
2003	27	-2.8	262	-0.4	21	9.0
2004	23	-17.1	378	44.2	27	26.9
2005	24	7.9	454	20.1	30	12.3
2006.6	11	22.1	219	28.7	12	13.1

자료 : 한국관광공사

주 : 2006 년은 6 월 누적 기준

단기적으로 원화환율 강세 진정

원화환율 하락세 멈춰

해외 여행수요 증가에 심리적, 실질적인 요인으로 작용했던 원화환율이 5 월 9 일 달러당 930.7 원을 저점으로 하락세가 일단락 된 이후 960 원을 중심으로 박스권 추세가 이어지고 있다. 추세적인 여행수요 증가세는 이어지고 있지만 그동안 해외 여행수요 증가에 가장 큰 요인으로 부각되었던 환율동향은 단기적인 측면에서는 더 이상 호재로 작용하지 못하고 있는 상태이다. 그러나 당사에서는 연말로 다가갈수록 950~960 원의 박스권 추세를 이탈해 재차 강세로 접어들 것으로 전망하고 있어 장기적인 측면에서는 여전히 긍정적인 요소로 판단하고 있다.

2006 년 일별 원달러 환율동향 (단위 : 원)

자료 : 한국은행

양극화로 진행되는 경쟁구도

직판사의 간접판매시장 진입

대형 직판업체의 영역 확장

그동안 비교적 구분이 명확했던 직간접판매시장에서 직판사의 간접판매시장에 대한 진입시도가 이전보다 더 크게 나타날 전망이다. 직판업체가 간판업체에 비해 자금력면에서 열세였고, 세일즈 네트워크 구축을 위해서는 추가적인 자금이 필요했는데, 대형 직판업체의 경우 공모자금 유입이나 신규자금 조달을 통해 이러한 시도가 가능해졌기 때문이다. 그러나 이러한 시도는 전면적이라기 보다는 롯데관광개발이나 자유투어와 같은 비교적 자금동원능력이 충분한 업체에 한정될 전망이다. 반대로, 간판업체의 직판시장 진입에 대한 시도는 여전히 힘든 사안이다. 그동안 선두권으로 떠오른 간판업체에 대한 성장의 바탕이 전국에 산재한 중소여행사였기 때문에 직판시장으로의 전면적인 진입이 이루어질 경우 도덕성에 대한 논란이 불거질 수 있기 때문이다.

낮아지는 신규 대형업체의 출현 가능성

시장선점의 효과가 크게 작용하는 여행업

최근 5 년간 하나투어가 보여주었던 성장세를 재현할 수 있는 여행사의 탄생을 기대하기란 쉽지 않을 것으로 판단된다. 직간판 대부분의 여행사가 영세성을 면치 못하고, IMF 나 질병 관련 해외쇼크로 여행사의 시장퇴출이 많았던 시기에 하나투어는 간접판매방식의 전면적인 전개와 선진화된 경영마인드로 시장을 장악할 수 있었다. 그러나 하나투어를 비롯해 상위권 여행사가 자금조달과 브랜드 인지도 확대를 통해 아웃바운드 확대의 수혜를 대부분 누리고 있는 만큼 시장선점효과가 가장 큰 성공요소로 작용하고 있는 여행업계에서의 신규 대형업체 출현을 기대하기는 쉽지 않은 상황이다. 시장선점효과는 자금력과 브랜드 인지도, 그리고 이의 선순환을 바탕으로 한 항공권과 현지 랜드 행사시 호텔요금 할인폭 등에서 나타난다. 따라서 후발여행사의 생존경쟁은 여행사 각각의 특성에 맞는 특화상품의 개발 등을 통해 전문여행사로 전개될 전망이다.

여행사간 영업력 격차 확대

국내외 자회사 및 지점 설립을 통한 사업영역 확대로 양극화 현상 전개

자금력뿐 아니라 이를 바탕으로 한 사업영역 측면에서도 업체간 양극화현상이 촉발되고 있다. 후발여행사는 자금력의 한계로 인해 기존의 사업영역 확장에 한계를 느끼고 있는 반면, 하나투어를 비롯, 모두투어, 롯데관광개발 등은 국내외 자회사 설립이나 네트워크 확충을 통해 해외교포 대상 영업 및 3 국간 영업, 국내영업에 진입하고 있다.

국내외 영업 네트워크

업 체	현황 및 출점 계획
하나투어	자회사 13개, 현지법인 및 사무소 21개 및 영업지점 23개
모두투어	현지법인 2개, 영업지점 28개. 금년중 해외 현지법인 2~3개 설립 예정
롯데관광	현재 직영점 30개. 금년말 37개, 내년말 50개 예정. 대리점은 33개에서 금년말 100개, 내년말 200개 예정
자유투어	지방 대도시 중심 프랜차이즈 여행사 확대

자료 : SK 증권 정리

주 : 하나투어 현지법인 5 개는 매각되고 100% 지분의 사무소가 설립될 예정

성수기 지난후 논쟁은 봉합될 수 있으나...

전면광고 시행에 따른 효과

롯데관광개발과 자유투어는 지난 5 월말 여행업계의 8 단 이하 신문광고에 대한 자율결의에 대해 여행시장의 성장, 광고확대 제한에 따른 추가적인 비용부담을 들어 재조정을 주장했다. 직판여행사의 가장 큰 마케팅 수단이 신문광고임에 따라 후발 직판업체와의 차별성을 부각하기 위한 선두권업체의 요구가 커지고 있는 것이다. 반면 간판업체나 후발업체의 경우 경쟁적인 전면광고가 실시될 경우 광고비 부담만 늘어날 뿐 이전과 같은 효과가 나올수 밖에 없다는 주장이다. 양측 나름대로 충분한 근거가 있는 주장이다. 이러한 전면광고에 따른 논란은 선두권 직판업체의 자본축적 및 이익규모 확대에 따른 결과로 보여지며, 8 월 성수기가 지날 경우 논란이 일시적인 소강상태에 접어들 가능성도 높다. 그러나 장기적으로는 재차 논쟁의 핵심으로 떠오를수 있으며, 그 효과는 직판업체 내에서의 자본화에 따른 업체의 차별성 부각과 마케팅비의 증가로 연결될 수 있다.

적정 주가지표 수준

전반적인 프리미엄 적용은 부담

성장성에 대한 기대감 선반영

하나투어의 영업실적 신기록 갱신에 따른 여행업종 전반에 대한 긍정적인 모멘텀 및 원화 환율 강세에 따른 예약자수 증가로 그동안 후발 여행사 주가 또한 강세를 유지했다. 그러나 2 분기에 들어서며 확장적인 영업정책을 위한 광고비 및 항공권 선납금 손실 등의 영업 관련 지출이 증가하며 수익성 악화 현상이 나타나기 시작했다. 장미빛으로만 착색되었던 여행사 주가에 대해 재조명이 필요한 시기라 판단된다. 후발 선두권 여행사의 자금조달로 공격적인 영업정책 전개가 가능해졌지만, 비용지출과 이로 인한 성과도출 사이에는 일정 수준의 시차가 존재할 것으로 판단된다. 장기적으로는 충분한 자금이 조달된 후발 여행사의 영업실적 증가에 따른 주가상승이 가능할 것으로 예상되나 단기적인 측면에서의 주가지표 부담은 고려해야 할 요소이다.

여행사 희소성 감소

2006 년 자본조달을 완료한 후발 여행사의 공격적인 영업정책으로 2007 년 영업실적 증가율은 높게 나타날 전망이다. 또한 여행사 특성상 대부분의 업체가 차입금을 보유하지 않아 우량한 재무구조를 유지할 수 있다는 점도 긍정적인 모멘텀이다. 그러나 향후 추가적인 주식시장 진입을 모색하고 있는 업체까지 포함할 경우 상장, 등록 여행사가 총 10 개까지 증가할 것으로 예상돼 여행사의 주식시장내 희소성이 감소할 것으로 판단된다.

PER 25~30 배 수준 적용이 가능할 전망

당사에서 적용하고 있는 내수 우량업체에 대한 PER 수준은 18~20 배 수준에서 형성되고 있다. 하나투어의 경우 글로벌 여행사로의 성장 가능성, 매년 평균 2 회에 이르는 스톡옵션 행사를 위한 자사주 매입 등을 감안시 25~30 배 수준의 PER 적용이 가능할 것으로 판단된다. 그러나 후발 여행사에 대해서는 단기간내에 하나투어와 같은 규모의 경제를 이루기 어렵다는 점을 감안해 20~25 배 수준의 PER 적용이 적정할 것으로 판단된다. 모두투어의 경우 최근의 유무상증자에 따른 물량부담에도 불구하고 2007 년 영업실적을 고려할 경우 주가지표에 대한 부담이 일부 감소했다는 판단이다. 그러나 롯데관광개발은 상장시 높은 기대감이 반영돼 아직까지 주가지표 부담이 존재하고 있다. 추가적인 기간조정이나 가격조정이 이루어져야 할 것으로 판단된다.

업체별 주가지표 및 투자의견 비교

(단위 : 배, %)

		주가지표		YoY 증감율		투자의견
		PER	EV/EBITDA	매출액	영업이익	목표주가
하나투어	2006	30.8	20.6	51.0	81.1	매수
(039130)	2007	21.6	15.2	27.5	32.9	83,000원
	2008	17.1	11.8	24.9	25.3	
모두투어	2006	23.2	16.6	61.7	163.7	매수
(080160)	2007	14.7	10.2	29.3	58.3	28,000원
	2008	11.1	7.0	20.0	35.5	
롯데관광개발	2006	28.0	19.2	25.9	39.1	중립
(032350)	2007	16.7	11.2	33.5	67.8	25,000원
	2008	11.6	7.5	41.0	46.4	

자료 : SK 증권 추정

개별기업분석

하나투어(039130)

Analyst
김 기영
youngkim@sks.co.kr
+82-2-3773-8893

여행사 성장사, 그 자체!

매수(유지)

주가(8/18) 72,000 원 / 목표주가(6 개월) 83,000 원(유지)

자본금	52 억원
시가총액	7,528 억원
외국인지분율	42.3 %
52주 최고가	79,000 원
52주 최저가	26,600 원
주요주주	박상환 9.1 %
	권희석 7.0 %

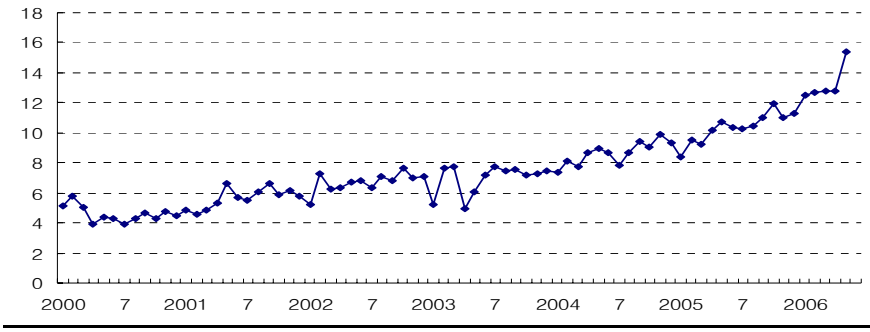
12월 결산	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	순차입금 (억원)
2003	584	84	103	70	850	17.3	6.1	10.9	39.7	-215
2004	798	118	156	106	1,035	16.1	6.1	11.3	44.0	-299
2005	1,110	178	232	166	1,613	29.8	11.7	24.7	47.3	-251
2006E	1,676	322	341	244	2,339	30.8	13.5	20.6	49.8	-548
2007E	2,138	427	480	348	3,330	21.6	9.2	15.2	50.5	-815
2008E	2,670	536	605	439	4,196	17.1	6.4	11.8	44.1	-1,084

주 : 하나투어, SK 증권 추정

폭발적인 성장세 기록

후발주자로서 1990 년대 중반부터 하나투어가 보여준 성장 스토리는 향후 국내 여행사의 성장 가능성에 대한 이정표로 평가할 수 있다. 간접판매여행사의 성장 가능성이 확대되던 시기에 전산 및 인력자원에 대한 투자와 선진화된 경영 마인드로 초석을 다지기 시작했다. 또한 국내 경제가 IMF 를 벗어나 1 인당 국민소득이 확대되던 시기에는 여행사 최초의 주식시장 진입을 통해 브랜드 인지도를 차별화 할 수 있었으며, 이를 통해 경쟁 여행사와의 격차를 확대할 수 있었다. 최근 여행사의 자본력이 충분히 확충된 상태에서 선점에 따른 효과의 차이가 크게 나타나고 있다. 해외 팩키지 여행상품에 대한 차별화 정도가 크지 않기 때문에 다양한 상품군을 보유하고 인지도가 높은 업체로 수요가 집중되기 때문이다.

하나투어 관광목적 송객인원 비중 (단위 : %)



자료 : KATA

현재의 성장세 유지, 가능한가?

당분간 가능할 것으로 판단된다. 내국인의 해외여행 수요가 지속될 것이고, 후발 여행사에 대한 차별화와 함께 선점에 대한 효과가 지속될 것이기 때문이다. 내국인의 해외여행에 대한 수요 증가세는 2010 년 정도까지 지속될 것으로 예상된다. 그동안 해외여행 경험이 없던 수요자의 신규수요와 함께 재경험자의 수요도 꾸준히 증가할 것으로 판단된다. 그동안 동사가 국내외 자회사 및 현지법인 설립을 통해 확충한 영업네트워크는 경쟁사에 대한 경쟁우위를 부각시켜줄 수 있는 요소이다. 동사가 65%의 지분을 보유중인 간접판매여행사 오케이투어는 5 위권의 송객실적을 나타내고 있어 이를 감안시 하나투어 전체의 국내 여행사내 점유율은 더욱 높아질 것으로 판단된다.

하나투어 주요 자회사 및 현지법인

(단위 : 천주, 억원, %)

	주식수	지분율	장부가	순이익
남강여행사	15	100.0	8	7
하나투어리스트	900	30.0	8	8
제주하나투어	26	77.4	3	2
오케이투어	7,332	65.0	38	-25
투어마케팅코리아	140	70.0	1	2
ASIA HANATOUP	10	46.0	2	12
합 계	18,583		115	24

자료 : 하나투어

주 : 지분율은 2006 년 6 월 기준
순이익은 2005 년 기준

미국 노비자 면제국 가입시 수혜 클 전망

2007 년 한국의 미국 노비자 입국 가능성이 커지고 있다. 비자면제 프로그램이 가동될 경우 미국 팩키지 여행수요 및 자유여행 증가로 국내 여행사의 수혜가 예상된다. 그러나 하나투어의 수혜폭은 국내 여행사중 가장 클 것으로 예상되는데, 이는 동사가 보유하고 있는 미국 여행을 위한 각종 GSA(General Sales Agency) 계약에 기초한다. 하나투어는 70% 지분을 보유한 투어마케팅코리아를 통해 미국 철도회사인 암트랙, 미국/캐나다 버스회사인 그레이하운드, 렌터카 회사인 알라모, 그리고 캐러비언 상품을 판매하는 로얄캐러비언크루즈, 셀러브리티크루즈 등의 한국 총판대리점을 담당하고 있다. 미국시장의 경우 여행상품의 이익률이 높은데 반해 그동안 노비자국으로 분류돼 있어 다른 지역에 비해 출국인원 증가율이 낮았다. 팩키지여행뿐 아니라 자유여행을 위한 인프라가 잘 갖추어져 있어 노비자국 가입시 긍정적인 모멘텀이 기대된다.

Analyst 김 기영 youngkim@sks.co.kr / +82-2-3773-8893

투자의견 매수, 목표주가 83,000 원

투자의견 매수와 함께 6 개월 목표주가 83,000 원을 유지한다. 2006 년 예상 영업실적을 기준으로 PER 35.5 배, EV/EBITDA 24.1 배에 해당하는 수준이다. 후발 여행사의 경쟁적인 주식시장 진입에 따른 여행사 희소성 감소, 높은 수준의 프리미엄 부여에 대한 부담감이 악재로 작용할 수 있다. 그러나 동사가 보여준 그 동안의 이익창출력과 후발 여행사와의 격차는 당분간 지속 가능할 것으로 판단된다. 향후 동사의 성장 모멘텀은 국내 여행사로서의 한계를 벗어나 글로벌 기업으로 도약할 수 있는가에 달려 있다고 판단된다. 충분히 가능하다는 판단이다.

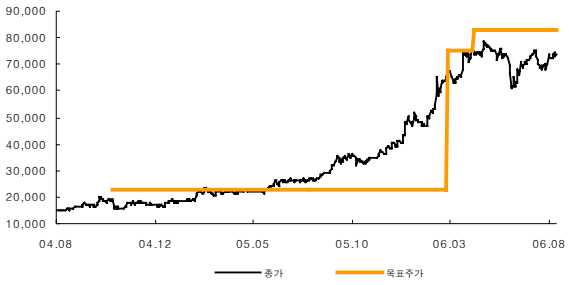
분기별 영업실적 전망

(단위 : 억원, %)

12월결산	2005.12				2006.12E				2007.12E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	233	230	377	271	397	319	560	400	508	403	715	512
영업이익	38	20	110	10	114	28	151	17	145	59	188	20
경상이익	45	25	138	24	121	27	157	24	153	67	198	30
순이익	32	15	99	20	86	17	115	17	111	48	144	22
YoY(%)												
매출액	31.9	48.4	40.6	36.6	70.8	38.9	48.6	47.5	27.8	26.3	27.7	28.0
영업이익	16.9	100.3	51.2	243.3	198.3	38.9	37.3	77.6	26.8	112.4	25.0	16.2
경상이익	18.8	27.4	74.0	23.4	169.1	6.8	13.9	-0.4	26.7	149.9	25.8	25.7
순이익	24.0	9.5	87.1	49.5	169.7	13.1	16.3	-14.5	29.1	178.8	25.0	24.9

자료 : 하나투어, SK 증권 추정

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2006.04.10	매수	83,000
	2006.03.03	매수	75,000
	2004.10.22	매수	23,000



Compliance Notice

- 작성자(김 기영)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2006 년 8 월 21 일 18 시 51 분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 본 보고서의 발간시점에 해당종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준, 시장수익률대비) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

대차대조표

12월결산(억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
유동자산	438	457	749	1,064	1,395
당좌자산	438	457	749	1,064	1,395
현금성자산	299	251	548	815	1,084
매출채권	62	104	95	116	144
재고자산	0	0	0	0	0
고정자산	140	408	410	418	532
투자자산	125	105	116	133	254
유형자산	14	303	293	284	277
무형자산	0	1	1	1	1
자산총계	578	866	1,159	1,482	1,927
유동부채	292	438	594	655	748
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
해외관광수탁금	111	176	227	253	297
고정부채	4	6	5	7	8
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채성충당금	0	0	0	0	0
부채총계	296	443	600	662	756
자본금	52	52	52	52	52
자본잉여금	37	3	10	10	10
이익잉여금	274	396	557	818	1,169
자본조정	-81	-27	-59	-59	-59
자기주식	-98	-50	-49	-49	-49
자본총계	282	423	559	820	1,171
부채와자본총계	578	866	1,159	1,482	1,927

손익계산서

12월결산(억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
매출액	798	1,110	1,676	2,138	2,670
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	798	1,110	1,676	2,138	2,670
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	680	933	1,355	1,711	2,134
급여	216	286	366	402	442
감가상각비	8	12	14	11	10
기타	455	635	975	1,297	1,682
영업이익	118	178	322	427	536
영업이익률(%)	14.8	16.0	19.2	20.0	20.1
영업외수익	43	73	39	53	70
이자수익	10	11	15	25	34
외환관련이익	2	2	2	0	0
지분법평가이익	17	26	0	0	0
영업외비용	4	19	20	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련손실	1	2	0	0	0
지분법평가손실	0	17	0	0	0
경상이익	156	232	341	480	605
경상이익률(%)	19.6	20.9	20.3	22.5	22.7
특별손익	0	0	0	0	0
세전이익	156	232	341	480	605
법인세	50	66	96	132	166
당기순이익	106	166	244	348	439
순이익률(%)	13.3	15.0	14.6	16.3	16.4
EBITDA	126	190	338	441	547

현금흐름표

12월결산(억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
영업활동현금흐름	162	188	422	351	482
당기순이익	106	166	244	348	439
비현금성항목등	18	15	35	33	32
감가상각비	8	12	16	13	12
무형자산상각비	0	0	0	0	0
대손상각비	3	3	0	0	0
기 타	6	0	18	19	20
운전자본감소(증가)	37	7	142	-30	11
매출채권감소(증가)	3	-43	10	-21	-29
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	34	49	133	-9	40
투자활동현금흐름	-105	-157	-106	-104	-267
투자자산감소(증가)	-34	34	-11	-17	-121
유형자산감소(증가)	-15	-301	-7	-4	-5
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0	0
기타	-56	110	-88	-83	-141
재무활동현금흐름	-32	12	-106	-63	-87
단기부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금및자본잉여금증가(감	9	23	-13	0	0
배당금지급	-31	-45	-61	-63	-87
기타	-10	34	-32	0	0
현금의 증가(감소)	24	42	209	184	128
기초현금	53	77	119	328	512
기말현금	77	119	328	512	640
FCF	111	-155	383	289	407

주 : 하나투어, SK 증권 추정

주요투자지표

12월결산		2004	2005	2006E	2007E	2008E
성장성(%)						
매출액		36.5	39.2	51.0	27.5	24.9
영업이익		40.6	50.5	81.1	32.9	25.3
경상이익		52.1	48.5	46.8	41.0	26.0
EBITDA		38.4	50.2	78.1	30.3	24.1
EPS		21.7	55.9	45.0	42.4	26.0
수익성(%)						
ROE		44.0	47.3	49.8	50.5	44.1
ROA		21.5	23.0	24.1	26.4	25.7
EBITDA마진		15.9	17.1	20.2	20.6	20.5
안전성(%)						
유동비율		150.0	104.5	125.9	162.4	186.6
부채비율		105.1	104.9	107.3	80.7	64.5
순차입금/자기자본		-106.1	-59.5	-98.1	-99.4	-92.5
EBITDA/이자비용(배)		-	-	-	-	-
주당지표(원)						
EPS		1,035	1,613	2,339	3,330	4,196
BPS		2,729	4,088	5,339	7,839	11,197
CFPS		1,117	1,733	2,499	3,460	4,308
주당 현금배당금		400	600	631	775	756
Valuation지표(배)						
PER	최고	18.0	29.8	30.8	21.6	17.1
	최저	9.7	10.1			
PBR	최고	6.8	11.7	13.5	9.2	6.4
	최저	3.7	4.0			
PCR		15.0	27.7	28.8	20.8	16.7
EV/EBITDA	최고	12.8	24.7	20.6	15.2	11.8
	최저	5.8	7.5			

모두투어(080160)

Analyst
김 기영
youngkim@sks.co.kr
+82-2-3773-8893

본 궤도 진입

매수(신규편입)

주가(8/18) 21,900 원 / 목표주가(6 개월) 28,000 원(신규편입)

자본금		42 억원
시가총액		1,840 억원
외국인지분율		2.4 %
52주최고가		31,950 원
52주최저가		7,996 원
주요주주	우종웅	12.6 %
	홍성근	7.9 %

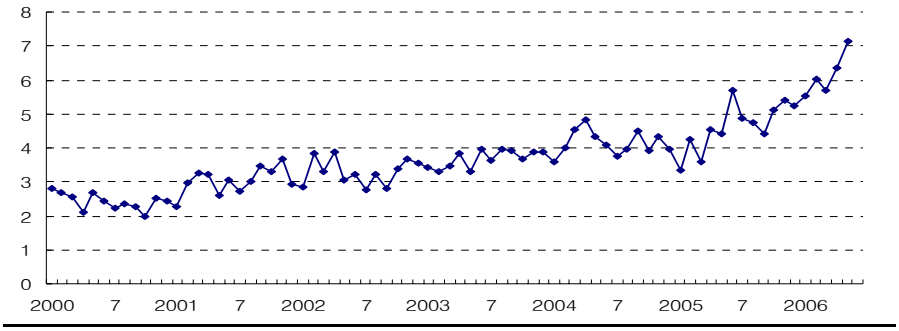
12월 결산	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	순차입금 (억원)
2003	226	5	11	10	-	-	-	-	37.5	-39
2004	316	30	40	29	-	-	-	-	62.7	-25
2005	389	32	41	29	780	34.2	7.7	28.1	28.4	-136
2006E	629	84	100	73	943	23.2	3.8	16.6	23.3	-394
2007E	813	134	157	115	1,367	14.7	3.2	10.2	21.9	-454
2008E	976	181	209	153	1,817	11.1	2.7	7.0	24.1	-542

주 : 모두투어, SK 증권 추정

여행시장 확대 수혜. 전체 관광목적 출국자 대비 MS 6.1%까지 상승

하나투어의 주식시장 진입 및 이에 따른 간접판매시장에서의 독주 부담감이 존재했지만 추가적인 자본조달을 통해 안정적인 성장궤도에 진입했다는 판단이다. 여행시장내에서 자본조달이 갖는 의미는 다른 산업에 비해 훨씬 직접적이다. 자본력이 클수록 경쟁사에 비해 더 많은 항공좌석을 저가에 구매할 수 있어 팩키지상품 가격을 인하할 수 있는 여력이 존재하기 때문이다. 또한 송객인원 증가를 통해 브랜드 인지도를 높일 수 있고, 이는 매출확대로 재차 이어져 높은 이익률로 연결될 수 있기 때문이다. 이것이 선점의 효과인 것이다. 동사는 2005 년 7 월 코스닥시장 진입 이후 금년 2 분기에 유무상증자를 통해 250 억원의 자금을 조달했으며, 이는 선두권 수준의 경쟁력을 유지할 수 있는 충분한 재원이 될 수 있을 전망이다. 2000 년 2.4%에 머물던 관광목적 출국자수 대비 송객인원 비중이 해외여행 확대에 힘입어 2006 년 5 월 누적 6.1%까지 상승했다.

모두투어 관광목적 송객인원 비중 (단위 : %)



자료 : KATA

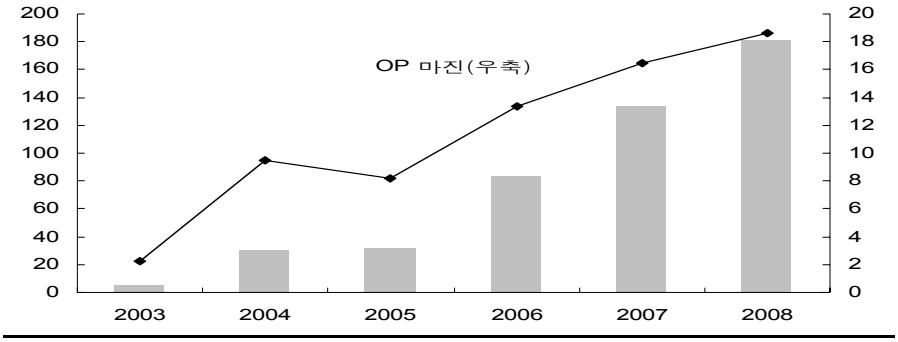
선점의 효과 지속

코스닥시장 진입 이후 직간접적인 방법을 통해 브랜드 인지도 높이기가 지속되고 있다. 그동안 동사의 브랜드 인지도에 대한 노출효과가 크지 않았다는 점을 감안할 경우 충분한 효과를 거둘 수 있을 것으로 판단된다. 그동안 잡지, 옥외광고, PPL 수준에 머물렀던 광고 전략을 10 월부터는 공중파 노출까지 확대해 브랜드 인지도 확산을 준비중이다. 또한 하나투어와의 경쟁을 위한 지급수수료 부담이 존재할 수 있지만 아직까지 여행시장 성장세가 견조해 이익률을 압박하는 수준까지는 아닐 것으로 예상된다.

2007 년부터 영업실적 증가 폭 커질 듯

성수기에 여행사들이 일정 규모의 좌석을 대량 선구매하는 하드 블록(Hard Block)은 항공권 대매나 팩키지 구성을 통해 모두 소화될 경우 더 높은 이익률을 제공해 줄 수 있으며, 경쟁사보다 우위에 서게할 수 있는 요인이 되고 있다. 여행사에 있어 MS 확대를 위한 가장 기본적인 수단이라고 할 수 있는 것이다. 그러나 이러한 대규모 행사는 모객이나 리스크 관리에 있어 선두권 여행사에 한정 될 수 밖에 없으며 후발 여행사와의 격차를 확대시키는 요인이 되고 있다. 동사의 경우 2 분기 월드컵 악재로 6 억원의 항공권 선납금 손실이 발생했지만 향후 적절한 수요예측이나 모객이 이루어질 경우 브랜드 인지도 상승효과와 맞물려 긍정적인 모멘텀 창출이 예상된다. 2005 년 8.2%에 머물렀던 영업이익률은 2006 년에는 마케팅비 증가, 항공권 선납금 손실반영에도 불구하고 13.4%까지 상승할 전망이다. 또한 2007~ 2008 년에는 매출액 증가에 따른 규모의 경제 효과가 발생함에 따라 16.4%, 18.5%까지 상승할 것으로 판단된다.

모두투어 영업이익 및 OP 마진 추이 (단위 : 억원, %)



자료 : 모두투어, SK 증권 추정

Analyst 김 기영 youngkim@sks.co.kr / +82-2-3773-8893

목표주가 28,000 원,
투자의견 매수 신규 제시

2006 년과 2007 년 예상 주당순이익을 산술평균한 값에 PER 25 배를 적용한 28,000 원을 6 개월 목표주가로, 신규 투자의견을 매수로 제시한다. 우량한 재무구조와 확산되는 브랜드 인지도를 통해 2007 년 이후에도 높은 영업실적 증가율을 보일 것으로 예상된다. 최근 매출액 확대를 위한 높은 판매수수료 지급부담이 존재하고 있지만 여행시장 여건이 좋아 큰 부담으로 작용하지는 않을 전망이다.

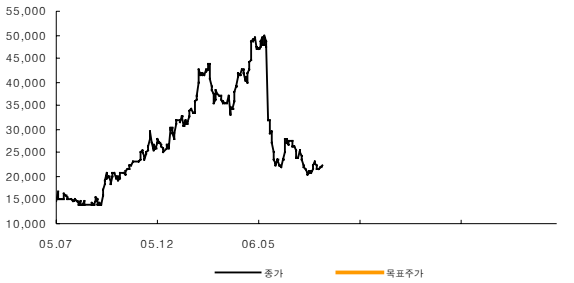
분기별 영업실적 전망

(단위 : 억원, %)

12월결산	2005.12				2006.12E				2007.12E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	81	85	128	94	147	124	205	153	185	161	271	196
영업이익	6	0	22	4	31	2	43	9	37	12	65	20
경상이익	7	4	24	6	34	5	47	14	43	17	71	26
순이익	5	3	17	4	24	4	34	11	31	13	52	19
YoY(%)												
매출액	-	-	-	-	80.1	45.1	60.3	62.9	26.1	29.8	32.2	28.1
영업이익	-	-	-	-	409.2	765.9	97.3	120.0	19.5	595.7	52.1	114.1
경상이익	-	-	-	-	381.6	13.0	98.8	149.2	25.5	282.1	51.6	80.7
순이익	-	-	-	-	364.1	35.3	103.3	135.9	27.2	248.6	51.6	80.6

자료 : 모두투어, SK 증권 추정

투자의견변경 일시 투자의견 목표주가



Compliance Notice

- 작성자(김 기영)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2006 년 8 월 21 일 18 시 52 분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 본 보고서의 발간시점에 해당종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준, 시장수익률대비) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

차대조표

12월결산(억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
유동자산	42	166	444	518	621
당좌자산	42	166	444	518	621
현금성자산	25	136	394	454	542
매출채권	12	23	31	39	49
재고자산	0	0	0	0	0
고정자산	77	99	185	229	268
투자자산	71	94	179	221	258
유형자산	5	5	6	8	10
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	118	265	629	747	889
유동부채	52	105	129	150	167
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
해외관광수탁금	6	21	58	83	95
고정부채	7	15	22	26	29
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채성충당금	7	15	22	26	29
부채총계	59	119	150	176	196
자본금	17	21	42	42	42
자본잉여금	0	53	304	304	304
이익잉여금	43	72	133	225	347
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	60	146	479	571	693
부채와자본총계	118	265	629	747	889

손익계산서

12월결산(억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
매출액	316	389	629	813	976
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	316	389	629	813	976
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	286	357	544	679	795
급여	99	119	153	171	187
감가상각비	2	3	3	3	3
기타	185	235	389	506	605
영업이익	30	32	84	134	181
영업이익률(%)	9.5	8.2	13.4	16.4	18.5
영업외수익	12	9	16	24	29
이자수익	2	2	9	16	19
외환관련이익	0	0	1	0	0
지분법평가이익	0	0	0	0	0
영업외비용	2	1	1	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
지분법평가손실	0	0	0	0	0
경상이익	40	41	100	157	209
경상이익률(%)	12.7	10.4	15.9	19.4	21.4
특별손익	0	0	0	0	0
세전이익	40	41	100	157	209
법인세	12	11	27	43	56
당기순이익	29	29	73	115	153
순이익률(%)	9.0	7.5	11.6	14.1	15.6
EBITDA	32	35	87	136	184

현금흐름표

12월결산(억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
영업활동현금흐름	45	78	79	119	154
당기순이익	29	29	73	115	153
비현금성항목등	8	14	11	9	8
감가상각비	2	3	3	3	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
대손상각비	0	0	0	0	0
기타	6	11	9	6	4
운전자본감소(증가)	8	35	-6	-4	-7
매출채권감소(증가)	-3	-11	-7	-9	-10
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	11	46	2	4	3
투자활동현금흐름	-40	-70	-159	-69	-53
투자자산감소(증가)	-56	-65	-85	-42	-37
유형자산감소(증가)	-4	-3	-4	-5	-5
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	20	-2	-71	-22	-11
재무활동현금흐름	0	57	268	-12	-23
단기부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금및자본잉여금증가	0	57	272	0	0
배당금지급	0	0	-4	-12	-23
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	5	65	187	38	78
기초현금	18	23	88	275	314
기말현금	23	88	276	313	391
FCF	28	58	55	91	124

주 : 모두투어, SK 증권 추정

주요투자지표

12월결산		2004	2005	2006E	2007E	2008E
성장성(%)						
매출액		39.8	22.9	61.7	29.3	20.0
영업이익		534.1	6.9	163.7	58.3	35.5
경상이익		280.5	0.9	146.6	57.5	32.9
EBITDA		369.2	8.7	148.4	56.4	35.3
EPS		-	-	20.9	45.0	32.9
수익성(%)						
ROE		62.7	28.4	23.3	21.9	24.1
ROA		29.2	15.3	16.3	16.7	18.7
EBITDA마진		10.2	9.0	13.9	16.7	18.9
안전성(%)						
유동비율		80.9	159.3	345.8	346.1	371.9
부채비율		97.8	81.6	31.4	30.8	28.3
순차입금/자기자본		-41.1	-92.9	-82.2	-79.5	-78.2
EBITDA/이자비용(배)		-	-	-	-	-
주당지표(원)						
EPS		-	780	943	1,367	1,817
BPS		-	3,480	5,704	6,798	8,251
CFPS		-	861	978	1,399	1,857
주당 현금배당금		-	100	143	273	369
Valuation지표(배)						
PER	최고	-	37.7	23.2	14.7	11.1
	최저	-	17.7			
PBR	최고	-	8.4	3.8	3.2	2.7
	최저	-	4.0			
PCR		-	31.0	22.4	14.4	10.9
EV/EBITDA	최고	-	31.3	16.6	10.2	7.0
	최저	-	12.7			

롯데관광개발(032350)

Analyst
김 기영
youngkim@sks.co.kr
+82-2-3773-8893

잠재력 확충

중립(신규편입)

주가(8/18) 23,400 원 / 목표주가(6 개월) 25,000 원(신규편입)

자본금		50 억원
시가총액		2,340 억원
외국인지분율		0.1 %
52주최고가		49,650 원
52주최저가		22,600 원
주요주주	김기병	38.4 %
	신정희	8.7 %

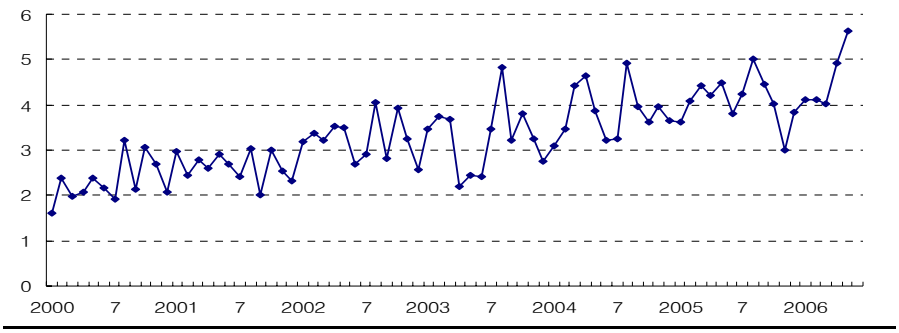
12월 결산	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	순차입금 (억원)
2003	243	56	64	44	-	-	-	-	25.3	96
2004	311	55	66	47	-	-	-	-	23.6	70
2005	367	63	63	46	-	-	-	-	19.2	-95
2006E	462	88	100	73	835	28.0	2.8	19.7	13.3	-455
2007E	617	148	168	123	1,226	16.7	2.4	11.2	13.5	-557
2008E	870	216	242	177	1,768	11.6	2.1	7.5	17.0	-634

주 : 롯데관광개발, SK 증권 추정

긴 역사, 그러나 움츠렸던 과거

1971 년 회사 설립 이래, 그리고 1990 년을 전후한 시기 아웃바운드 여행에 대한 본격적인 영업이래 여행업이라는 부침이 잦은 산업에서 현재의 위상을 차지하고 있다는 것만으로도 충분한 잠재력이 있다는 평가를 할 수 있다. 그러나 2000 년을 전후한 폭발적인 해외여행 확대시기에 직판여행사의 대표격으로서 MS 를 확대하지 못했다는 점은 그동안 너무 보수적인 영업에 치우져 있다는 평가도 가능케 하는 부분이다. 향후 선두권업체의 영향력이 확대될 것으로 예상되나 간판여행사인 하나투어, 모두투어와의 경쟁이 지속될 것으로 예상된다. 관광목적 출국자중 롯데관광개발의 송객인원 비중은 2000 년 2.3%에서 2006 년에는 4.5%까지 상승했지만 하나투어, 모두투어 상승률에는 미치지 못하는 수준이다. 하나투어 비중은 4.5%에서 13.2%로 모두투어는 2.4%에서 6.1%로 상승했다.

롯데관광개발 관광목적 송객인원 비중 (단위 : %)



자료 : KATA

공모자금 540 억원 확보

여행업에 대한 평가가 가장 좋은 시기에 거래소 상장을 통해 540 억원의 자금을 확보했다. 공모자금 확보가 갖는 의미는 여러가지 측면에서 긍정적이다. 공모자금을 전국적인 영업 네트워크 구축에 투자함으로써 직판여행사의 최대 단점인 소비자와의 접점을 확충할 수 있으며, 이에 따라 간판여행사인 하나투어, 모두투어와의 격차를 좁힐 수 있다는 것이다. 또한 후발 직판여행사와의 영업력 및 브랜드 인지도 차별화를 통해 명실공히 대표 직판 여행사로의 위상을 유지할 수 있을 것으로 판단된다.

2008 년까지 직영점, 대리점 대거 확충

현재 30 개인 직영점을 89 억원의 자금을 투자해 2008 년까지 52 개로, 롯데관광개발의 제품만을 판매하는 프랜차이즈 대리점을 현재 35 개에서 금년 말에는 80 개, 2008 년말에는 120 개까지 확충할 예정이다. 직판 여행사의 판매비중이 서울을 비롯한 수도권 중심으로 치우쳐 있었다는 점을 감안할 때 지방의 주요 거점을 커버할 수 있는 영업네트워크 구축은 여행 수요자와의 접점을 넓힐 수 있는 긍정적인 모멘텀으로 평가된다.

영업 네트워크 확충 계획

(단위 : 개)

	2005	2006	2008	내 용
직영점	25	30	52	89억원 투자. 전국 핵심권역 커버 가능
대리점	32	80	120	임대보증금 전액 지원. 롯데 상품만 판매
협력사	120	300	500	마케팅 및 교육지원. 타사 상품도 판매
합계	175	410	672	

자료 : 롯데관광개발

차별화에 대한 가능성은 회의적

그동안 동사가 롯데그룹의 계열사가 아님에도 대주주의 친익척 관계로 롯데라는 브랜드를 사용함에 따라 일정 수준의 수혜가 가능했다는 판단이다. 향후 롯데 브랜드 사용에 큰 문제는 없을 것으로 판단되나 향후 영업네트워크 확장을 위한 공격적인 영업정책으로 마케팅비 부담이 내재돼 있는 것으로 평가된다. 직판여행사의 매출구조 특성상 일정 수준의 광고비를 포함한 마케팅비 이외에는 추가적인 비용지출이 없었지만 영업네트워크 확충을 위해서는 단기적인 비용 지출이 불가피하다. 또한 해외여행시장 확대의 수혜가 주로 선두권 여행사에 집중될 가능성이 높지만 선두권 각 여행사들이 일정 수준 이상의 자금력을 확보하고 있고 업체간 상품 차별화 정도가 낮아 현재의 여행사 구도를 탈피할 수 있을지 의문이다.

Analyst 김 기영 youngkim@sks.co.kr / +82-2-3773-8893

큰 잠재력, 그러나 높은 주가지표

대규모의 공모자금 확충에 따른 전국적인 네트워크 보강으로 2007 년 이후 높은 영업실적 증가율이 예상된다. 그러나 공모 상장 초기 여행주에 대한 높은 주가지표 적용과 기대감으로 2006 년 예상 영업실적을 기준으로 한 주가수준이 부담스럽다는 판단이다. 2006~2007 년 예상 주당 순이익에 PER 25 배를 적용한 25,000 원을 6 개월 목표주가로 제시하며 투자의견 중립을 신규 제시한다.

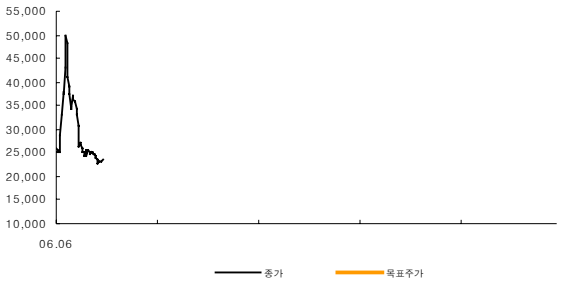
분기별 영업실적 전망

(단위 : 억원, %)

12월결산	2005.12				2006.12E				2007.12E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	N.A	N.A	N.A	N.A	84	105	163	110	109	128	226	154
영업이익	N.A	N.A	N.A	N.A	30	-2	48	12	38	12	72	26
경상이익	N.A	N.A	N.A	N.A	31	2	51	17	42	16	78	32
순이익	N.A	N.A	N.A	N.A	23	1	37	12	31	12	57	23
YoY(%)												
매출액					-	-	-	-	29.8	21.9	38.7	40.0
영업이익					-	-	-	-	27.7	흑전	49.6	112.6
경상이익					-	-	-	-	36.1	939.2	52.7	91.6
순이익					-	-	-	-	36.0	939.6	52.8	91.7

자료 : 롯데관광개발, SK 증권 추정

투자의견변경 일시 투자의견 목표주가



Compliance Notice

- 작성자(김 기영)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2006 년 8 월 21 일 18 시 52 분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 본 보고서의 발간시점에 해당종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준, 시장수익률대비) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

차대조표

12월결산(억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
유동자산	319	179	666	784	919
당좌자산	319	179	666	784	919
현금성자산	70	95	455	557	634
매출채권	2	2	13	18	25
재고자산	0	0	0	0	0
고정자산	199	230	377	442	511
투자자산	138	155	288	341	408
유형자산	60	68	82	96	99
무형자산	1	8	6	5	5
자산총계	518	409	1,043	1,226	1,431
유동부채	288	155	181	252	295
매입채무	7	7	4	6	8
단기차입금	80	0	0	0	0
해외관광수탁금	43	54	82	135	176
고정부채	1	6	10	12	14
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채성충당금	1	6	10	12	14
부채총계	289	161	191	264	309
자본금	20	35	50	50	50
자본잉여금	0	0	525	525	525
이익잉여금	209	213	277	387	547
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	229	248	852	963	1,122
부채와자본총계	518	409	1,043	1,227	1,431

손익계산서

12월결산(억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
매출액	311	367	462	617	870
매출원가	83	109	0	0	0
매출총이익	227	258	462	617	870
매출총이익률(%)	73.2	70.4	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	173	195	374	469	654
급여	81	98	131	151	171
감가상각비	2	4	7	10	12
기타	90	93	236	308	471
영업이익	55	63	88	148	216
영업이익률(%)	17.6	17.3	19.1	24.0	24.9
영업외수익	14	8	15	24	31
이자수익	6	3	7	13	16
외환관련이익	1	1	0	0	0
지분법평가이익	0	0	0	0	0
영업외비용	3	9	3	4	5
이자비용	1	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
지분법평가손실	0	8	0	0	0
경상이익	66	63	100	168	242
경상이익률(%)	21.1	17.1	21.7	27.2	27.8
특별손익	0	0	0	0	0
세전이익	66	63	100	168	242
법인세	18	17	27	45	65
당기순이익	47	46	73	123	177
순이익률(%)	15.2	12.5	15.8	19.9	20.3
EBITDA	59	71	96	159	229

현금흐름표

12월결산(억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
영업활동현금흐름	23	67	-19	188	170
당기순이익	47	46	73	123	177
비현금성항목등	10	16	11	13	14
감가상각비	4	7	7	10	12
무형자산상각비	0	1	1	1	1
대손상각비	0	0	0	0	0
기타	6	9	3	2	2
운전자본감소(증가)	-34	5	-104	52	-21
매출채권감소(증가)	1	0	-11	-4	-7
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	-1	1	-3	1	2
기타	-34	4	-89	55	-16
투자활동현금흐름	-28	83	-340	-68	-74
투자자산감소(증가)	-7	-14	-133	-53	-66
유형자산감소(증가)	-45	-15	-21	-23	-15
무형자산감소(증가)	-1	-7	0	0	0
기타	24	119	-186	8	7
재무활동현금흐름	6	-150	533	-9	-12
단기부채증가(감소)	-15	-140	0	0	0
장기부채증가(감소)	-6	0	0	0	0
자본금및자본잉여금증가	10	0	540	0	0
배당금지급	0	-10	-7	-9	-12
기타	17	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	2	-1	174	110	83
기초현금	23	25	24	198	308
기말현금	25	24	198	308	391
FCF	-36	37	-53	148	134

주 : 롯데관광개발, SK 증권 추정

주요투자지표

12월결산		2004	2005	2006E	2007E	2008E
성장성(%)						
매출액		27.9	18.1	25.9	33.5	41.0
영업이익		-2.2	15.7	39.1	67.8	46.4
경상이익		2.6	-4.5	59.9	67.7	44.2
EBITDA		-1.5	19.6	35.8	65.5	44.3
EPS		-	-	-	46.9	44.2
수익성(%)						
ROE		23.6	19.2	13.3	13.5	17.0
ROA		9.6	9.9	10.1	10.8	13.3
EBITDA마진		19.0	19.2	20.7	25.7	26.3
안전성(%)						
유동비율		111.0	115.7	368.2	310.8	311.3
부채비율		125.9	64.8	22.4	27.4	27.5
순차입금/자기자본		30.5	-38.4	-53.4	-57.9	-56.5
EBITDA/이자비용(배)		65.9	-	-	-	-
주당지표(원)						
EPS		-	-	835	1,226	1,768
BPS		-	-	8,458	9,571	11,171
CFPS		-	-	923	1,334	1,893
주당 현금배당금		-	-	90	120	180
Valuation지표(배)						
PER	최고	-	-	28.0	16.7	11.6
	최저	-	-			
PBR	최고	-	-	2.8	2.4	2.1
	최저	-	-			
PCR		-	-	25.4	15.4	10.8
EV/EBITDA	최고	-	-	19.7	11.2	7.5
	최저	-	-			

SK 증권 리서치센터 Analyst

리서치센터장 전우종 (3773-8878)

투자전략팀	총괄/투자전략	김준기	8905	maze@sks.co.kr
	채권시장/투자전략	양진모	8917	jmyang@sks.co.kr
	채권시장/투자전략	공동락	8882	kdrball@sks.co.kr
	국내외 경제 및 외환시장	김재은	8873	jaeeun@sks.co.kr
	주식시장/투자전략	최성락	8884	slchoi@sks.co.kr
	주식시장/투자전략	원종혁	8874	ildo0725@sks.co.kr
	투자정보(시장대리인실)	차용진	8591	bonanza@sks.co.kr
	채권시장/투자전략	김승환	8887	shkim@sks.co.kr
	연구보조	송재혁	8921	jhsong@sks.co.kr
	연구·출판 지원	지미경	8899	jmk99@sks.co.kr
기업분석팀	총괄	전우종	8878	wjeon@sks.co.kr
	바이오/제약/화장품/유틸리티(가스/전력)	하태기	8872	tgha@sks.co.kr
	음식료/담배	황 찬	8922	chan@sks.co.kr
	종목개발	김종국	8897	kjkuk@sks.co.kr
	자동차/조선	김용수	8901	kysoo@sks.co.kr
	금융	신규광	8914	kkshin@sks.co.kr
	제지/유통(무역/도소매)/전자상거래	김기영	8893	youngkim@sks.co.kr
	컴퓨터/사무기기/전선/운송	서진희	8877	jinhee@sks.co.kr
	통신서비스/인터넷/엔터테인먼트	황성진	8891	hsj@sks.co.kr
	가전/전자부품	이성준	8892	bonobono@sks.co.kr
	반도체/반도체장비	박정욱	8886	jackpark@sks.co.kr
	방송광고/레저/엔터테인먼트	이희정	8920	heuijung@sks.co.kr
	통신장비	이지훈	8880	sa75you@sks.co.kr
	석유화학/정유	유권일	8896	yki@sks.co.kr
	연구·출판 지원	이수정	8911	lsj0816@sks.co.kr

Compliance Notice

- 본 보고서는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.
- 본 보고서의 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의없이 어떠한 경우, 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.본 보고서는 당사 고객에 한해 배포된 것으로 입수가능한 모든 정보와 자료를 토대로 최선을 다하여 작성하였습니다. 그러나 실적치와는 오차가 발생할 수 있으니 최종 투자결정은 투자자 여러분들이 판단하여 주시기 바랍니다. 본 보고서는 투자판단의 참고자료이며, 투자판단의 최종책임은 본 자료를 열람하시는 이용자에게 있습니다. 어떠한 경우에도 본 보고서는 고객의 투자결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

SK 증권주식회사

대표전화 : 3773-8245

리 서 치 센 터 : 3773-8878
고 객 행 복 센 터 : 1588-8245
종 합 금 융 팀 : 3773-8440
법 인 금 융 1 팀 : 3773-8734
법 인 금 융 2 팀 : 3773-8383
I B 사 업 본 부 : 3773-8373
법 인 영 업 팀 : 3773-8521
채 권 영 업 팀 : 3773-8276
채 권 금 융 팀 : 3773-9100

서 울

영업부 3773-8245
서울시 영등포구 여의도동 23-10

명동지점 774-8245
중구 명동1가 59-1 증권B/D 2층

대치역지점 562-8245
강남구 대치동 507 원플러스상가B/D 3층

압구정지점 / 압구정프라임지점 515-8245
강남구 신사동 609 이소니플라자B/D 1층

종로지점 745-8245
종로구 종로4가 5 한일B/D 4층

서초지점 596-8245
서초구 반포동 52-1 반포 쌍동B/D 동관 2층

삼성지점 / 삼성자산관리지점 569-8245
강남구 대치동 944-11 삼흥 제2B/D 3,4층

신촌지점 323-8245
서대문구 창전동 72-21 거촌B/D 4층

역삼역지점 567-8245
강남구 역삼동 642 한불B/D 1층

신반포지점 3476-8245
서초구 잠원동 66-2 파스텔B/D 1층

송파지점 449-8245
송파구 가락동 99-5 효원 B/D 4층

방배역지점 / Xpert방배점 521-8245
서초구 방배3동 981-15 양지B/D 1층

논현지점 553-8245
강남구 신사동 588-21 강남B/D 3층

등촌지점 3663-8245
강서구 등촌동 697-1 그랜드종합상가 3층

지 방

수원지점 (031)206-8245
수원시 팔달구 영통동 998-4 e폴리스B/D 5층

안산지점 (031)416-8245
안산시 본오동 877-8 보노피아B/D 2층

성남지점 (031)721-8245
성남시 수정구 태평2동 3440 대한생명B/D 4층

분당지점 / 분당자산관리지점 (031)708-8245
성남시 분당구 서현동 246-3 한국학원B/D 2층

이천지점 (031)634-8245
이천시 이천읍 창전동 165 화창B/D 5층

남양주지점 (031)594-8245
남양주시 호평동 638-1번지 늘봄타워B/D 3층

양주지점 (031)861-8245
양주시 덕계동 706-9 나라B/D 3층

경안지점 (031)797-8245
광주시 경안동 56-9 하나B/D 2층

파주지점 (031)945-8245
파주시 금촌동 767-10 세화B/D 4층

중동지점 (032)325-8245
부천시 원미구 상동 449 한국산업은행B/D 3층

서인천지점 (032)568-8245
인천시 서구 심곡동 248 우민B/D 4층

홍성지점 (041)634-8245
충남 홍성군 홍성읍 오관리 311-1 선일B/D 5층

공주지점 (041)858-8245
공주시 반죽동 1-2 금성B/D 3층

대전지점 (042)472-8245
대전시 서구 둔산동 1275 아이B/D 1,2층

청주지점 (043)268-8245
청주시 흥덕구 가경동 1449 청주여객터미널B/D 3층

금왕지점 (043)878-8245
충북 음성군 금왕읍 무극3리 247-7 삼왕새마을금고 2층

부산지점 (051)633-8245
부산시 동구 범일동 830-136 SK네트웍스B/D 2층

구서지점 (051)581-8245
부산시 금정구 구서동 184-3 금정타워 3층

울산지점 (052)258-8245
울산시 남구 달동 1365-13 종범B/D 2층

대구지점 (053)254-8245
대구시 중구 덕산동 110 삼성생명B/D 11층

대구서지점 (053)651-8245
대구시 달서구 본동 225-1 송림백화점 3층

성서지점 (053)586-8245
대구시 달서구 이곡동 1244-4 해일B/D 3층

영천지점 (054)336-8245
영천시 완산동 1056-3 청우B/D 5층

왜관지점 (054)975-8245
경북 칠곡군 왜관읍 왜관리 212-25 2층

진주지점 (055)759-8245
진주시 상대동 299-4 명신예식장B/D 3층

포항지점 (054)249-8245
포항시 북구 남빈동 415-17 대홍B/D 2층

마산지점 (055)298-8245
마산시 회원구 석전2동 245-12 건설공제조합B/D 4층

창원지점 (055)262-8245
창원시 상남동 75-3 제일생명B/D 3층

삼천포지점 (055)834-8245
사천시 동금동 141-7 경남은행B/D 3층

서진주지점 (055)744-8245
진주시 신안동 582-1 신안B/D 5층

밀양지점 (055)355-8245
밀양시 내이동 1189-2 해송B/D 3층

광주지점 (062)222-8245
광주시 동구 금남로3가 9-2 제일은행B/D 4층

상무지점 (062)374-8245
광주시 서구 치평동 1178-6 한산B/D 2층

남원지점 (063)633-8245
남원시 하정동 107-2 유남B/D 3층

전주지점 (063)287-8245
전주시 완산구 고사동 2가 2-1 대한투자신탁B/D 2층

고창지점 (063)562-8245
전북 고창군 읍내리 638-1 전북은행B/D 2층

본 보고서의 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의없이 어떠한 경우, 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
본 보고서는 당사 고객에 한해 배포된 것으로 입수가능한 모든 정보와 자료를 토대로 최선을 다하여 작성하였습니다. 그러나 실적치와는 오차가 발생할 수 있으니 최종 투자결정은 투자자 여러분들이 판단하여 주시기 바랍니다. 본 보고서는 투자판단의 참고자료이며, 투자판단의 최종책임은 본 자료를 열람하시는 이용자에게 있습니다. 어떠한 경우에도 본 보고서는 고객의 투자결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자판단 4단계 (6개월 기준, 시장수익률 대비) 25% 이상 ➡ 적극매수 / 10~25% ➡ 매수 / -10% ~ +10% ➡ 중립 / -10% 이하 ➡ 매도