

16-Pager

/
 Analyst
 02-369-3314
 stevewshim@winnet.co.kr

Big3 : Big player

Big player	가	
"Industry level"	"Intra-industry"	
.	가,	
/		
1, 2		BUY
	(TP 36,500)	Top-pick

가 36,500 (DCF	HOLD	BUY	
, WACC 11.5%,		2% 가)	
Top-pick	가 36,500	07E EPS 1,481	
24.6X	가 75,000 (DCF	가)	07E
EPS 2,949	25.4X	Valuation	
07E, 08E EPS	40%	Valuation	

가	Macro	Macro
.	Macro	"Industry level"
, 07		
"Intra-industry"		

30	Big3	
가		
(9.0%)		(23.4%)

Big3가		
가		
Big3 M/S		
	가	
Big3 가 M/S		

가

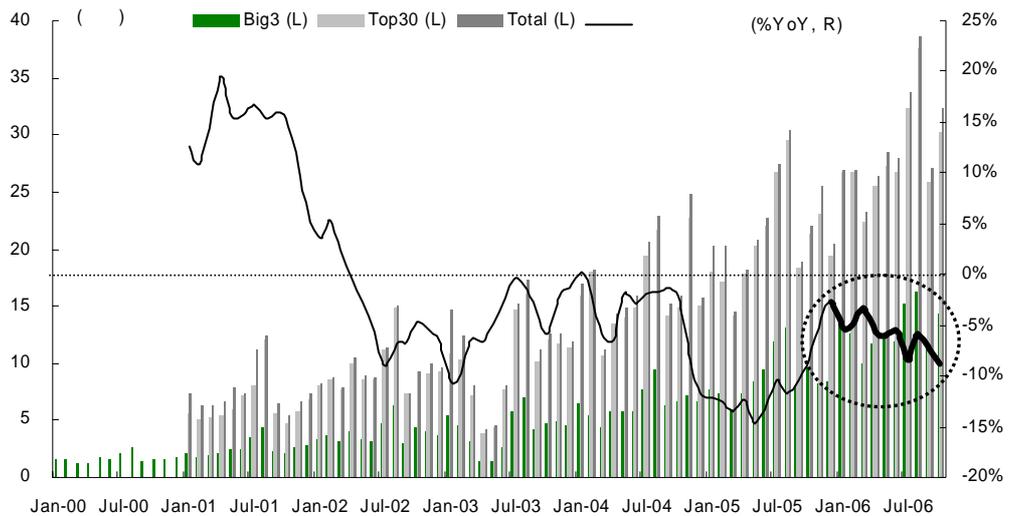
07

Industry level

Intra-industry level

05년부터 시작된 여행업체들의 주가 상승밸리는 06년 중반 환율 안정세, 여행사들의 대규모 유상증자에 따른 주주가치 희석화, 그리고, 산업성장성에 대한 부정적 인식이 대두됨에 따라 다소 주춤하는 모습을 보여주었다. 하지만, 우리는 06년 이후 여행산업에서 중요하게 다뤄야 할 점은 산업성장세의 둔화, 혹은 경쟁격화에 따른 마케팅 비용증가가 아니라, 업계내 구조조정에 초점을 맞춰야 할 것으로 판단한다. 따라서, 대형 여행사에 대한 관점을 긍정적으로 유지할 필요가 있다.

07년 여행산업에 대한 기본적인 접근법에는 다음의 2가지가 작용할 것으로 판단한다. 첫째, 지금까지 여행주들은 환율변동에 민감하게 반응해 왔는데, **07년 환율 전망치 하향조정은 해외관광수요측면에서 우호적으로 작용할 것으로 판단한다.** 둘째, Intra-industry 측면에서 경쟁심화는 대형업체보다 중소기업에 더 크게 영향을 미칠 것으로 판단하며, 업계내 구조조정이 본격화될 것으로 보인다. 따라서, **07년 이후 여행산업에 대한 관점을 Industry level에서 Intra-industry level로 조정할 것을 제안한다.**



자료 : 통계청, KATA, 동부리서치

4Q06보여준 상위업체들의 뒷심은 경이로운 수준으로 해외관광시장의 성장세는 2Q06 전망한 수치들을 크게 웃돌고 있다. 이것은 소비자들의 해외관광욕구가 지속적으로 강화되고 있으며, 이를 소득증가와 원화강세가 뒷받침하고 있기 때문으로 판단한다. 따라서, 당팀은 해외관광수요를 결정짓는 주요 Macro변수에 대한 기존 전망치를 상향조정하며, 이에 대한 신뢰도 역시 높여야 할 시점으로 판단한다.

Macro 가											
	00A	01A	02A	03A	04A	05A	06E	07E	08E	09E	10E
	47,008	47,354	47,615	47,849	48,082	48,294	48,497	48,692	48,877	49,053	49,220
20's	8,207	8,152	8,063	7,974	7,848	7,694	7,552	7,415	7,269	7,089	6,892
30's	8,521	8,548	8,580	8,587	8,603	8,594	8,534	8,454	8,365	8,281	8,214
40's	6,942	7,309	7,610	7,892	8,102	8,204	8,284	8,344	8,370	8,370	8,381
50's	4,372	4,435	4,549	4,687	4,890	5,188	5,485	5,747	6,037	6,378	6,736
60's	3,198	3,327	3,447	3,535	3,584	3,611	3,656	3,740	3,839	3,931	4,017
()	4,829	5,402	6,375	6,343	8,009	9,206	10,404	11,422	12,284	12,948	13,425
()	4,829	5,402	6,375	6,343	8,009	9,206	10,708	11,939	12,937	13,691	14,274
%Chg	-	-	-	-	-	-	2.9%	4.5%	5.3%	5.7%	6.3%
	10.3%	11.4%	13.4%	13.3%	16.7%	19.1%	22.1%	24.5%	26.5%	27.9%	29.0%
()	2,167	2,647	3,442	3,417	4,680	5,521	6,419	7,183	7,829	8,327	8,685
()	2,167	2,647	3,442	3,417	4,680	5,521	6,798	7,807	8,606	9,209	9,675
%Chg	-	-	-	-	-	-	5.9%	8.7%	9.9%	10.6%	11.4%
	4.6%	5.6%	7.2%	7.1%	9.7%	11.4%	14.0%	16.0%	17.6%	18.8%	19.7%

자료 : 통계청, KNTD, 동부리서치, 단위: 천명, % 주 : 07년 동부증권 산업전망 자료 발췌

Big3

Big3

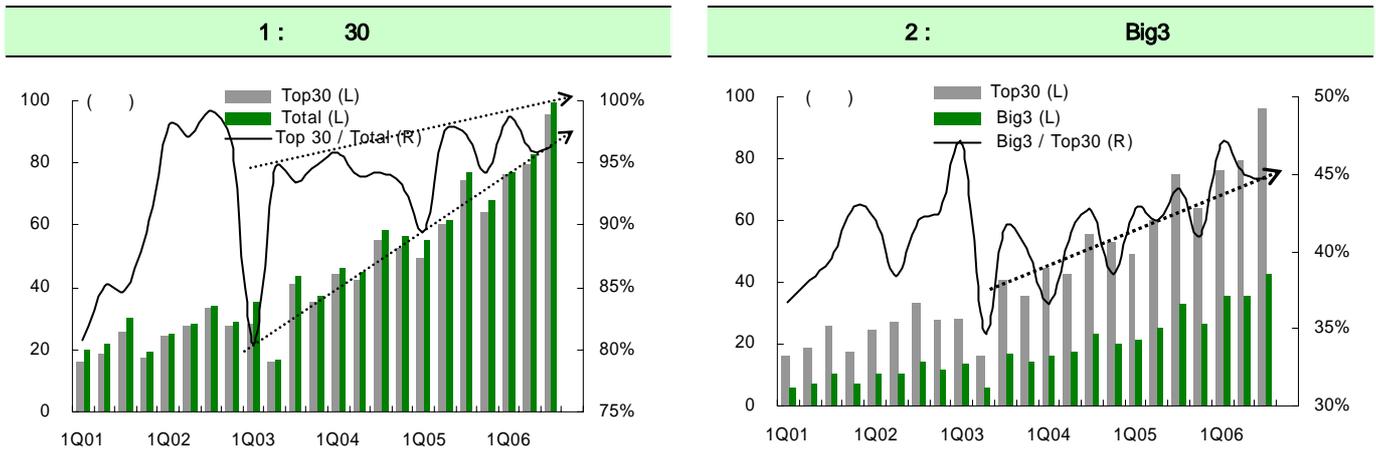
소위 Big3의 법칙은, 일반적으로 산업이 성장과정에서 규모의 경제를 달성한 업체 위주로 재편되어 Big player의 규모는 급속도로 확대되며, 수익성이 제고된다. 반면, 후발주자들은 외형보다는 Niche player로써 역할을 모색해야 생존할 수 있다는 것이다. 우리는 위 법칙이 여행 업계에도 적용된다고 판단하는데 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 05년부터 업계내 경쟁력은 상위 3개사로 집중되고 있다. 둘째, 브랜드 가치형성 측면과 자금력 측면을 고려해 볼 때 비상장 여행사들은 더 이상 상장 여행사를 따라잡기 힘들 것으로 판단한다.

Big3 ,											
	00A	01A	02A	03A	04A	05A	06E	07E	08E	09E	10E
- ('000)	4,829	5,402	6,375	6,343	8,009	9,206	10,708	11,939	12,937	13,691	14,274
%YoY	-	11.9%	18.0%	-0.5%	26.3%	14.9%	16.3%	11.5%	8.4%	5.8%	4.3%
- ('000)	2,167	2,647	3,442	3,417	4,680	5,521	6,798	7,807	8,606	9,209	9,675
%YoY	-	22.2%	30.0%	-0.7%	36.9%	18.0%	23.1%	14.8%	10.2%	7.0%	5.1%
M/S											
- Total /	-	34.4%	33.5%	38.8%	44.1%	47.3%	51.1%	58.5%	65.1%	70.3%	74.3%
- Top30 / Total	-	85.0%	97.9%	90.6%	94.2%	94.9%	96.6%	97.2%	97.7%	98.1%	98.5%
- Big3 / Top30	-	39.4%	41.3%	41.5%	39.8%	42.5%	45.6%	47.1%	48.3%	49.3%	50.3%
Big3 M/S											
- M/S	4.5%	5.7%	6.9%	7.4%	8.6%	10.4%	12.8%	15.3%	17.5%	19.3%	20.8%
- M/S	2.4%	3.0%	3.3%	3.7%	4.1%	4.7%	5.7%	7.5%	8.6%	9.5%	10.3%
- M/S	2.4%	2.8%	3.3%	3.5%	3.8%	4.1%	4.0%	4.6%	5.2%	5.6%	6.0%

자료 : 동부리서치, 단위: 천명, %, 주: 내국인출국자수는 승무원을 제외한 순 수치, Total은 상품구성능력을 갖춘 110~120개 업체, Top30은 상위 30개 업체

여행업체수는 통계상 7천여 개에 이를 정도로 중소기업들이 난립해 있다. 그 중 단독패키지상품 구성력을 보유한 업체는 100여 개로 압축된다. 따라서, 여행업체의 경쟁력을 논할 시에는 이들 100여 개 업체로 국한시키기로 하며, 이들을 “전체 여행사”로 정의한다.

1) 경쟁력 점검1 : P * “Q” = II



자료 : KATA, 동부리서치 주 : Total은 상품구성능력을 갖춘 110~120개 업체, Top30은 상위 30개 업체, Big3는 하나투어, 모두투어, 롯데관광개발

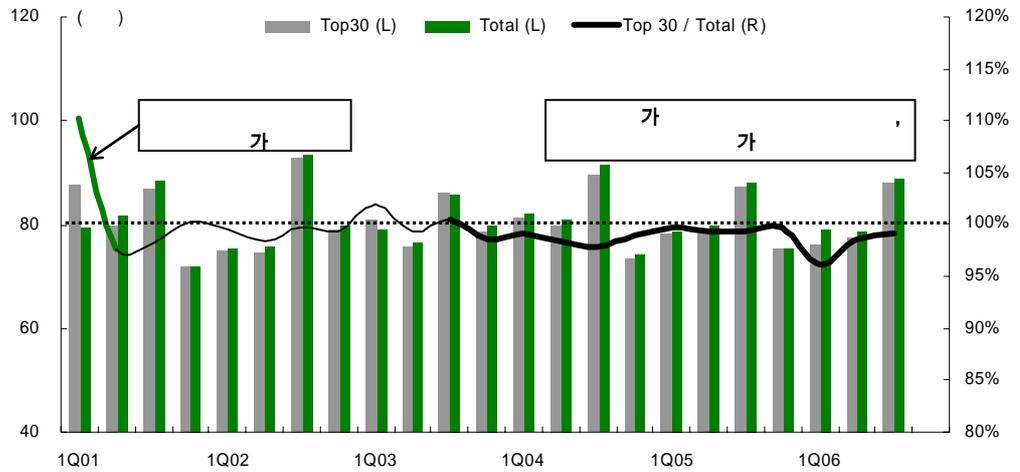
3 M/S

전체 여행사 대비 상위 30개사의 송객수 비중은 01년 80% 수준에서 03년 이후 95% 이상을 꾸준히 유지하고 있다. SARS로 인해 해외관광객이 급감한 03A를 제외하고는 이 비율은 안정적으로 우상향하는 모습을 보여주고 있다. 이는 상위 30개사의 높은 인지도와 서비스 Quality 관리를 통해 하위업체들과 양적인 측면(송객수)에서 격차를 벌려가고 있기 때문으로 보인다. 또한, 상위 30개사 내에서도 상위 3개사로의 쏠림현상이 관찰되는데, 이는 브랜드 로열티와 풍부한 자금력을 바탕으로 이미 규모의 경제 효과를 누릴 수 있는 영역에 위치하고 있기 때문으로 판단한다. 상위 3개사가 상위 30개사에서 차지하는 비중은 06E 45.6%에 불과하며, 여행사들의 대형화 추세에서 비상장 여행사가 점유율을 높이기에는 다소 힘에 부쳐 보인다. 따라서, 상위 3개사의 M/S 확대 영역은 아직 충분히 남아 있는 것으로 판단한다.

2) 경쟁력 점검2 : “P” * Q = II

“5월 17일字 Enjoy the flight”에서 언급했듯, 패키지 가격이 매출액에 미치는 레버리지도는 3~5X다. 높은 레버리지 효과를 기대할 수 있는 이유는 항공비와 지상비는 패키지가격보다 규모의 경제에 따라, 단위당 비용이 줄어들 여지가 높기 때문이다. 따라서, 높은 가격을 유지할 수 있는가 여부는 모객수 추이와 함께 여행사의 경쟁력을 가늠해 보는 가장 중요한 잣대 중 하나이다.

가1 : 가

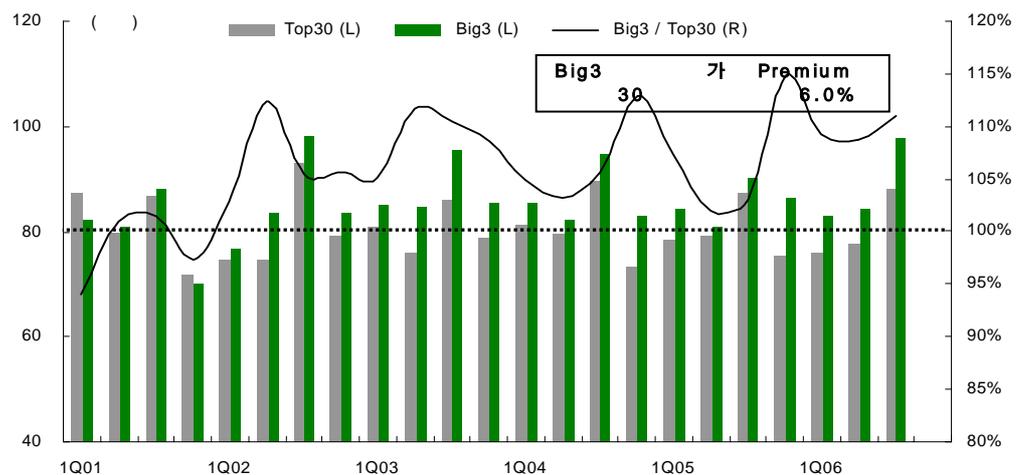


자료 : KATA, 동부리서치 주 : Total은 상품구성능력을 갖춘 110~120개 업체, Top30은 상위 30개 업체, Big3는 하나투어, 모두투어, 롯데관광개발

가

위 표는 SARS로 인해 통계치가 왜곡된 시기를 제외하고는, 03년 이후 상위 30개사의 평균 패키지 평가가 전체 여행사의 평균 패키지 평가보다 소폭 낮은 “역설”적인 모습을 보여준다. 당팀은 이 현상을 상위 30개사가 규모의 경제 달성을 통해 가격인하가 가능했기 때문으로 해석한다. 상위 30개사는 해당 집단 내에서의 경쟁을 규모의 경제에 따른 가격인하로 대응하고 있고, 그 외 80~90개 군소 여행사들은 현행 비용구조상 가격인하는 무리이기 때문에 향후에도 가격인하는 힘들어 보인다. 따라서, 좀더 높은 서비스 Quality를 좀더 낮은 가격으로 제공하는 현상이 지속될 경우, 하위업체들의 입지는 더욱 줄어들어 전체 여행사수는 감소할 것으로 전망한다.

가2 : Brand Royalty 가 Big3 가



자료 : KATA, 동부리서치 주 : 01년 ~ 06년 11월 누적평균 기준

3
가
Premium 6%

한편, 규모의 경제를 통해 가격 인하현상이 관찰되는 상위 30개사와는 대조적으로, 상위 3개사의 패키지 가격대는 평균 6%의 Premium에 형성되어 있다. 이것은 규모의 경제가 여행사 외형 및 수익성을 결정하는 Key factor임을 증명한다. 즉, 상위 3개사는 브랜드 가치제고(최종 소비자에 대한 Positioning 구축)를 통해 규모의 경제를 달성하였으며, 가격 결정권을 업체가 일부 보유하고 있다. 따라서, 상위 3개사는 안정적 수요기반과 가격 결정권 보유로 외형 및 수익성을 지속적으로 개선시킬 수 있을 것으로 판단한다.

3) 경쟁력 점검3 : 동일한 재고(항공권)를 어떻게 사용하고 있는가

2.5
가

여행사의 매출구성은 크게 관광알선수익(패키지), 항공권 대매수익으로 양분된다. 동일한 수탁금을 기준으로 매출인식률은 패키지 23.4%, 단순 항공권 대매 9.0%로 마진율(수탁금이 매출로 인식되는 비율)의 차이는 2.5배에 이른다. 따라서, 동일한 수탁금이라도 그 원천에 따라 매출액은 이론적으로 2.5배까지 차이가 날 수 있다.

	2.5	
(A)	100.0	100.0
	18.0	-
	60.0	-
(B)	5.4	9.0
(A+B)	23.4	9.0
	23.4%	9.0%

자료 : 동부리서치, 단위: 만원, %, 주: 매출인식률 = 매출액 / 수탁금, 관행적으로 업계에서는 이 비율을 마진율로 표현

위의 논리를 좀 더 구체적으로 현 여행산업에 적용해보면, 현재 상품구성능력을 보유한 120여개의 여행사들이 난립한 여행업계는 다음과 같이 영업안정성, 재무안정성, 수익성, 업계관행의 변화에 따라 자동적으로 정화될 가능성이 상당히 높다.

1> 영업안정성

군소여행사는 항공사로부터 안정적으로 항공권을 확보하기가 어렵기 때문에 재고(항공권) 확보가 최우선시되며, 최종소비자에게 Brand Positioning이 되지 않은 경우가 대부분이므로 확보된 항공권을 패키지 형태로 판매하고 남은 물량을 항공권대매 형식으로 처분한다. 따라서, 군소업체들은 패키지 판매세가 호조를 보일 경우 높은 수익성을, 저조할 경우 적자를 기록하는 등 영업측면에서 안정성이 매우 낮다. 이런 원시적 방식은 대형 여행사의 그것과 비교된다. 상위업체의 경우, 해외 관광수요를 자체적으로 예측하여 항공권을 확보한 후, 패키지용과 단순 항공권 판매용으로 분류하여 상품을 구성한다. 그 후, 이미 구축된 Brand loyalty를 기반으로 패키지 판매에 전념하며, 고객의 요청에 따라 항공권만 판매하기도 한다. 따라서, 상위업체들은 안정성 측면에서 군소업체와는 큰 격차를 벌일 수 밖에 없다.

2> 재무안정성

가 IMF
Seasonality
(耐性)

앞서 밝혔듯 수탁고 대비 매출인식률이 패키지 18%, 항공권대매 9%에 머무르고 있기 때문에 여행사가 다루는 현금규모와 실제 재무제표에 기재되는 수치와는 큰 격차가 존재한다. 수탁금은 여행사에 유(출)입되는 현금의 총량인데, 매출액의 6~7배 수준이다. 또, 계절별 Seasonality도 타 산업대비 큰 편이다. 따라서, 월별로 유·출입되는 현금이 크고 불안정하기 때문에 일정수준의 가용현금이 부족할 경우 여행사는 재무압박(Financial distress)에 처하게 된다. 여기서, 06년 상장 Rush에 대해서 다시 한번 생각하게 된다. 즉, 여행사는 (실적이 뒷받침되는 물론) 자금력이 뒷받침이 되어야 안정적인 운영이 가능하다. Big3의 경우, 07, 08년 투자목적으로 할당된 자금을 제외한 가용현금이 보수적인 관점에서 200~400억 수준이기 때문에, SARS와 같은 외부변수 변화에 안정적으로 영업을 유지할 수 있는 점이 크게 부각될 수 있다. 역으로 자금력측면에서 열위에 있는 군소여행사는 단기적(SARS, 쓰나미, 조류독감 등) 혹은 장기적(IMF 금융위기)으로 해외관광수요에 부정적 영향을 미칠 요인이 발생시 자금압박, 나아가 부도위험에 노출된다. 과거 IMF 금융위기시 수많은 여행업체들이 도산한 것이 좋은 예이다. 일시적인 해외관광수요의 위축은 내성(耐性)이 강한 상위사에게는 M/S 확대의 기회로 작용할 것으로 판단한다.

	Big3	가	
	9,324	4,605	2,587
가 +	525	426	644
	650	-	-
	1,175	426	644
(07 08)	431	-	50
	744	426	594
+	(338)	(129)	(212)
가	407	296	382

자료 : 사업보고서, 동부리서치 단위 : 억원

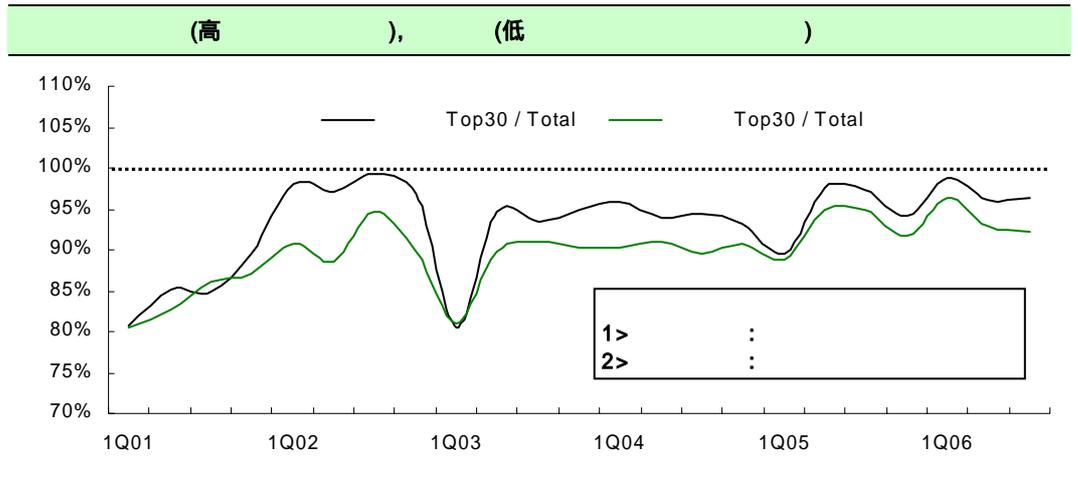
주1> 수탁고는 06년 1월~11월 누적, 재무자료는 3Q06 사업보고서 기준, 투자목적은 회사 Guidance

주2> 롯데관광개발의 경우 현금에 우발사건관련 현금 88억원 포함

3> 수익성

30

여행사 매출구성은 패키지판매 및 항공권 대매수입으로 구성되는데, 아래표에서 보듯 Top30 개 업체는 고수익성이 보장되는 패키지 비중이 군소여행사를 앞지르고 있다. 2.5배에 달하는 패키지-항공권 대매수입 수익구조를 상기해 보면, 상위사가 수익성 측면에서도 하위사에 우월한 것은 당연하다. 향후에도 업체 규모별 매출구성비에 따른 수익구조에는 큰 변화가 없을 것으로 전망한다.



자료 : KATA, 동부리서치 주 : 인원기준

4> 업계관행의 변화 : 수수료체계의 변화

현 관행상 항공권대매 수입은 수탁고 대비 9%(Commission system) 정률법이 적용되고 있다. 전세계적으로 한국과 일본이 Commission system을 채택하였고, 그 외 국가에서는 Fee system을 도입·운영 중이다. 우리는 향후 수수료 체계의 변화가 여행업 판도변화에 큰 이슈로 부각될 것으로 판단한다. Big3와 같은 대형 여행사는 항공좌석 소진능력이 군소업체에 비해 월등하므로, 패키지 매출비중이 높고, 군소업체는 그와 정반대이다. 따라서, **수수료를 인하시 단기적으로는 모든 여행사에 악영향을 미치겠지만, “버틸 수 있는” 상위사는 자동적으로 소멸될 하위사의 수요층을 흡수할 것으로 판단한다.** 항공사가 여행사에 지급하는 항공권대매 수수료의 Commission rate 인하 주장에 대한 논거는 다음과 같다.

- **일본 여행사의 수수료율은 현행 7%이지만, 06년 노스웨스트, 콘티넨탈, 유니티드, 델타 항공 등 미주계 항공사들의 연쇄적인 수수료 인하에 이어, 07년 4월 일본항공도 5%로 인하를 확정**하였다. 또한, 일본국적 항공사가 수수료율 인하결정을 내린 만큼, 향후 전일본항공은 물론 일본에 취항하고 있는 대부분의 항공사들도 수수료를 조정할 것으로 보인다. 특히, 유럽계 항공사들은 수수료 인하는 확정, 시기만을 눈치보고 있던 상황이니만큼 조만간 구체적인 조치를 발표할 것으로 전망한다.
- **한국에 취항중인 유럽계 항공사는 06년 7월부터 KLM네덜란드항공과 에어프랑스가 수수료율을 기존 9%에서 7%로 인하**하였다. 유럽계 항공사의 항공권이 여행사의 주요 판매대상이 아니기 때문에, 아직까지 전 항공사가 수수료율을 인하할 것으로 전망하는 것은 속단이나 장기적인 관점에서 “수수료를 인하는 대세, 시기만이 미확정”으로 해석하는 것이 합리적이다.

당팀은 지금까지 **한국의 항공사-여행사간의 관행이 일본 관행을 따랐기 때문에, 향후 한국 항공사-여행사간의 수수료율 인하 가능성은 농후하다고 판단**한다.

7.9%
21.1%

아래표는 수수료율이 9%에서 7%로 인하시 여행사에 미치는 영향을 나타낸 것으로, 동일가격으로 패키지·항공권을 한단위씩 판매를 가정하며, 매출인식률 및 패키지내 항공권비율은 업계 평균치를 단순화시킨 수치이다. 시나리오에 의하면, 수수료율 인하시 매출액은 상위사 7.9%, 하위사 12.1% 가량 하락한다. 즉, 수수료율 인하는 단기적으로 상·하위사 모두에게 악영향을 미친다. 하지만, 대부분의 하위사가 손익분기점 수준에 머물러 있거나 적자를 시현하고 있다는 점을 고려하면, 매출하락률 12.1%는 하위사에게는 매우 큰 타격이 될 것이며, 상위사는 소멸되는 하위사의 고객을 흡수하게 될 것이다. 결론적으로, 수수료율 인하는 단기적으로 모든 여행사에 악영향을 미치나, 장기적으로는 상위사의 M/S확대에 절대적인 역할을 할 것으로 판단한다.

()					
가	()	100	100	100	100
	()	50	50	50	50
		18%	18%	9%	9%
		9%	7%	9%	7%
		60%	60%	70%	70%
		65%	70%	45%	52%
		35%	30%	55%	48%
		18.0	18.0	9.0	9.0
		9.9	7.7	10.8	8.4
		27.9	25.7	19.8	17.4
	%Chg		-7.9%		-12.1%

자료 : 동부리서치, 단위 : 만원, % 주 : 각종 비율은 업계 평균치

수수료 체계에 대한 또 다른 이슈는 기존 Commission system에서 Fee system으로 수수료 부과 방식의 변경이다. 한국·일본을 제외한 전세계 여행사들의 수익모델은 Fee system기반인데, 이는 여행사가 제공하는 서비스에 대해 별도의 수수료를 부과하는 “Service Charge” 제도이다. 의료서비스를 제공하는 병원이 고객의 병(病) 유·무에 상관없이 상담 혹은 제공한 진료에 대해 Service charge를 부과하듯, 여행사가 해외관광에 대해 고객과 상담 후, 정당한 Service charge를 청구하는 방식이다. 전세계적으로 Commission system이 일반화되지 않았기 때문에 한국여행업계가 Fee system으로 전환될 가능성도 배제할 수는 없다. Fee system이 도입되면, 종합병원에 진료대기자수가 개인병원보다 많듯, 지명도가 낮은 하위 여행사의 고객들은 브랜드가 구축된 상위 여행사로 전향할 개연성이 높다.

종합적으로, 규모의 경제효과 영역에 위치한 대형업체는 안정성(실적, 현금흐름), 수익성(손익수 1인당 높은 매출액)을 바탕으로 업계 내 경쟁력을 높여가고 있으며, 향후 항공권 대매 수수료율의 하향조정(현행 commission rate 9%→7%) 혹은, 수수료 부과 방식 변경시(Commission system→Fee system) 시장은 과점체제로 전환될 가능성이 높다.

07 (眞劍勝負)

주가상으로 1H06은 여행산업 성장성의 부각으로 강세를 보이다가, 이들의 상장 Rush에 따른 경쟁심화에 대한 인식이 시장에 퍼지면서 2H06에는 약세를 띄었다. 특히, 마케팅 비용의 증가는 경쟁심화 논리로 이어졌는데, 여행사들의 연이은 상장으로 기존 상장사들이 M/S를 안정적으로 유지·확대하려는 전략과 상장 후 공격적 M/S확대를 노리는 후발주자 간의 경쟁에서 비롯된 것으로 판단한다. 즉, 마케팅 비용의 증가는 07년 진검승부(眞劍勝負)의 전초전(前哨戰)으로 평가한다. 하지만, 그 정도가 “광고전쟁”수준까지 확장될 것으로 보이지는 않는데 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 매출액 대비 광고비 추이는 과거 추이에서 크게 벗어나지 않고, 둘째, 매출액 증가율이 광고비 증가율을 웃돌고 있으며, 셋째, TV광고나 컬러광고와 같이 06년 광고단가를 크게 상승시켰던 요인이 07년에는 다소 줄어들 것으로 판단하기 때문이다.

Big3						
	03A	04A	05A	06E	07E	08E
	351	475	622	917	1,223	1,526
%YoY		35.2%	31.0%	47.4%	33.4%	24.8%
	16	28	31	59	79	96
%YoY		76.6%	10.1%	90.1%	34.0%	20.7%
/	4.6%	6.0%	5.0%	6.5%	6.5%	6.3%

자료 : 각 사, 동부리서치, 단위: 억원

우리는 마케팅 비용증가에 초점을 맞추기 보다는 2H06 보여준 산업성장세의 뒷심과 상위 3개사와 그 이외 여행사의 경쟁력 차이에 따라 “경쟁심화” 논리에서 “산업내 구조조정” 논리로 관점을 변경할 것을 권고한다.

Valuation

우리는 여행업종 목표주가 산정시 DCF 모형을 기본으로, P/E를 보조지표로 사용한다. 상대가치(P/E) 측면에서 여전히 높은 Valuation에 대한 부담은 존재하나, 업계 구조개편에 따른 외형성장이 이런 부담을 상쇄한다는 판단이다.

여행업체 외형의 고성장세는 첫째, 우호적인 Macro 변수, 둘째, 업계내 구조개편에 따른 것이다. 우선, 해외관광수요에 직접적인 영향을 미치는 환율이 또다시 하향 안정화 단계에 들어섰고, 해외관광에 대한 욕구 분출로 내국인 총출국자수는 11.5%, 관광목적 출국자수는 14.8% 성장할 것으로 전망한다. 한편, 업계내 구조개편으로 Big3의 M/S는 매년 1.5%~2.0% 가량 지속적으로 상승할 것으로 예상하며, 06E 45.6%에서 10E 50.3%에 이를 것으로 추정한다.

Valuation

하나투어는 07E 영업수익 2,172억원(+33.1%YoY), 영업이익 424억원(+42.1%)을 기록할 전망이다. 07, 08년 지속적으로 영업레버리지가 발생할 것으로 예상하며, 그 향후에는 지분법적용대상 자회사들의 실적을 주시해야 할 필요가 있다.

()	1Q07E	2Q07E	3Q07E	4Q07E	1Q08E	2Q08E	3Q08E	4Q08E	06P	07E	08E
	547	435	641	549	662	541	785	721	1,631	2,172	2,709
	143	44	171	66	174	69	220	142	298	424	605
	154	56	183	90	185	87	233	174	331	484	680
	118	28	141	53	134	47	173	122	233	340	476
OPM(%)	26.1%	10.1%	26.7%	12.0%	26.3%	12.7%	28.1%	19.7%	18.3%	19.5%	22.3%
RPM(%)	28.2%	12.9%	28.6%	16.4%	28.0%	16.1%	29.7%	24.2%	20.3%	22.3%	25.1%
NM(%)	21.5%	6.5%	22.0%	9.6%	20.2%	8.8%	22.0%	16.9%	14.3%	15.6%	17.6%

자료 : 동부리서치, 단위: 억원, %

WACC 11.0%, 영구성장률 2.0%를 가정으로 한 DCF모형에 따른 하나투어의 목표주가는 75,000원이다. WACC 11.5%는 베타 1, 무위험이자율 5.5%, Market Premium 6.0%를 가정으로 한다. DCF 모형을 통해 산정된 하나투어 목표주가 75,000원은 07E EPS 2,949원 기준 25.4X 수준으로 다소 높은 수준이나, 높은 EPS 성장률이 이를 상쇄할 것으로 판단한다.

	DCF , 가											
	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	
Sales	2,172	2,709	3,176	3,579	3,901	4,174	4,425	4,646	4,832	4,977	5,076	
%YoY	33.1%	24.8%	17.2%	12.7%	9.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%	
OP margin	19.6%	22.3%	23.0%	23.4%	23.1%	22.8%	22.5%	22.2%	21.9%	21.6%	21.3%	
EBIT (Operating Income)	424	605	748	856	942	951	995	1,030	1,057	1,074	1,080	
Adjusted Tax	144	204	252	292	325	324	340	353	361	367	370	
NOPLAT	280	401	495	565	618	627	654	677	696	706	710	
Depreciation	27	27	28	27	30	32	34	35	37	39	41	
Gross CF	307	428	523	592	648	658	688	713	733	745	751	
Increase in WC	-148	-142	-167	-188	-205	-219	-233	-244	-254	-262	-267	
CAPEX	279	69	81	91	99	106	113	118	123	127	129	
Free CF	175	502	609	689	754	772	808	839	864	880	889	
PV of Discounted FCF	160	412	448	455	446	410	385	358	331	302	274	
Sum of PV	3,980				Firm Value				6,920			
Continuing Value					Non-operating value				929			
FCF as of 2018	907				Cash asset				815			
Growth rate	2%				Investment asset				114			
Continuing Value	9,543				Non-operating Land				0			
Discount Factor	0.3080				Value of Equity				7,849			
PV of Continuing Value	2,940				No. of Shares ('0000)				1,046			
					Fair Value of share (Won)				75,070			

자료 : 동부리서치, 단위: 억원, %, 만주, 원 가정 : Market Premium 6.0%, 무위험이자율 5.5%, Beta 1 (WACC 11.5%), 영구성장률 2%

Upgrade to BUY

(080160)

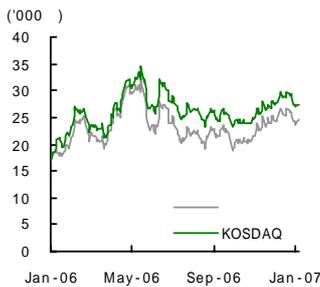
가	36,500
가(01/15)	25,400

02-369-3314
stevewshim@winnet.co.kr

가 (01/15)	2,054
가	500
	840
120	49,878
52 /	31,950 /17,485
	5.4%
06E 가	1.5%
	10.9%

%	1M	3M	12M
	-3.9	18.1	32.9
	-3.3	12.2	51.4

가



BUY	가	27,000	36,500
. 05	가		Brand 가 ,
	가		06 Upgrade
, 05	OPM 8.2%	06E 14.7%	.
	Brand	, 06	.
	M/S		.

- ▶ 모두투어에 대한 투자 의견을 기존 'HOLD'에서 'BUY' 상향하며, 투자 의견을 기존 '27,000'원에서 '36,500'원으로 상향한다. 목표주가 '36,500원'은 WACC 11.5%를 가정으로 한 DCF 모형을 사용했으며, 07E EPS 1,481원 기준 24.6X 수준이다. 상장 후 동사 주가는 P/E기준 10.5X에서 28.8X 사이에서 형성되었으며, 현재 P/E 밴드상 하단에 위치하고 있기 때문에 Valuation상 큰 부담이 없는 것으로 판단한다.
- ▶ 동사에 대한 투자포인트는 다음과 같다. 첫째, 05년부터 공격적으로 증가시킨 광고비와 06년 상장효과가 맞물려 동사의 Brand 가치를 급상승 시키고 있다는 점, 둘째, 공모자금과 유상증자자금을 이용한 지점망 확대(06년 초 250지점, 06년 말 400지점)로 06년 시작된 산업성장의 수혜를 07년부터 본격적으로 볼 것이라는 점, 셋째, 산업내 구조조정시 업계 2위 업체로, 규모의 경제효과를 대폭적으로 누릴 것이 기대된다는 점이다. 04년 매출액 대비 광고비 비중은 1.9%에 불과했으나, 05년 3.4%, 06E 6.9% 등 대폭적으로 증가하고 있다. 이는 수익성 악화에 대한 우려를 자아냈으나, 이러한 우려를 불식시키며 06E OPM 14.7%(+6.5%pYoY)를 기록하며 대폭적인 수익성 개선을 달성하였다. 우리는 05년 수익성을 포기하고 상장 후를 대비한 동사 전략을 높게 평가하며, 이러한 '인고'에 대한 과실은 06년을 시작으로 향후에도 지속될 것으로 판단한다.
- ▶ 07E 영업수익 및 영업이익은 각각 892억원(+34.5%YoY), 154억원(+49.6%)를 달성할 것으로 보여, OPM 17.3%(+1.7%pYoY)을 기록하며 또 한번의 수익성 개선을 보여줄 것으로 판단한다. 1Q07E에는 06년말 흐름을 이어 영업수익, 영업이익 각각 225억원(+53.4%YoY), 48억원(+56.1%YoY)을 기록할 전망이다. 리스크 요인으로는 업계 3위 롯데관광개발의 영업망 확대가 2위 업체인 모두투어에 08년 어느정도 영향을 미칠 것인가 여부이다.

12 ()	04A	05A	06E	07E	08E
가	31.6	38.9	66.3	89.2	110.8
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	31.6	38.9	66.3	89.2	110.8
	28.6	35.7	56.0	73.8	91.2
EBITDA	3.0	3.2	10.3	15.4	19.6
	3.2	3.5	10.7	16.0	20.5
	1.0	0.9	1.7	2.0	2.5
	0.2	0.2	1.2	1.8	2.2
가	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	4.0	4.1	12.0	17.4	22.2
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	4.0	4.1	12.0	17.4	22.2
	1.2	1.1	3.5	5.0	6.5
EPS	2.9	2.9	8.5	12.4	15.6
	841.0	487.0	1,025.0	1,481.0	1,876.0
(%YoY)					
EBITDA	39.8	22.9	70.5	34.5	24.2
	369.2	8.7	204.6	49.7	27.9
	534.1	6.9	222.5	49.6	27.3
	280.5	0.9	195.9	45.1	27.6
	189.7	2.5	190.4	45.1	26.7
EPS	189.7	-42.1	110.3	44.5	26.7

12 ()	04A	05A	06E	07E	08E
/	4.2	16.6	41.8	53.5	71.7
	2.5	13.6	36.5	46.2	62.6
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	1.2	2.3	4.0	5.4	6.8
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	7.7	9.9	26.6	35.7	37.6
	7.1	9.4	25.9	34.6	36.1
	0.5	0.5	0.7	1.1	1.5
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	11.8	26.5	68.3	89.2	109.4
	5.2	10.5	17.2	26.8	33.2
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	0.7	1.5	2.1	2.8	3.3
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	5.9	11.9	19.4	29.5	36.6
	1.7	2.1	4.2	4.2	4.2
	0.0	5.3	29.9	29.9	29.9
	4.3	7.2	14.9	25.6	38.7
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	6.0	14.6	49.0	59.7	72.8

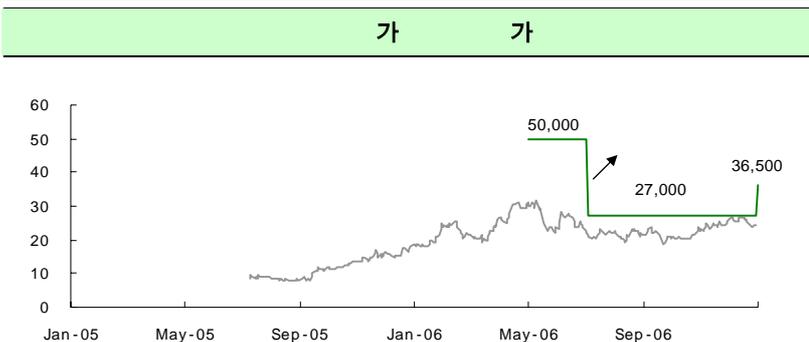
12 ()	04A	05A	06E	07E	08E
가	4.5	7.8	13.0	20.4	21.2
	2.9	2.9	8.5	12.4	15.6
	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	0.8	3.5	3.2	7.4	4.6
	-0.3	-1.1	-1.7	-1.5	-1.4
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	0.6	1.1	0.9	0.1	0.1
	-4.0	-7.0	-36.4	-13.9	-13.2
	-0.4	-0.3	-0.5	-1.0	-1.2
	-5.6	-6.5	-18.1	-8.7	-1.6
	2.0	-0.2	-17.8	-4.2	-10.5
	0.0	5.7	25.8	-1.0	-1.9
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	0.0	5.7	26.4	-1.7	-2.5
	0.0	0.0	-0.8	-1.7	-2.5
	0.0	0.0	-0.6	0.6	0.6
	0.5	6.5	2.4	5.4	6.0
	1.8	2.3	8.8	11.3	16.7
	2.3	8.8	11.3	16.7	22.8

12 ()	04A	05A	06E	07E	08E
EPS ()	841	487	1,025	1,481	1,876
BPS	35,242	2,175	5,873	7,154	8,731
DPS	0	100	200	300	450
EBITDAPS	949	583	1,285	1,917	2,452
Valuation(X)					
PER	N/A	31.7	25.9	17.9	14.1
PBR	N/A	7.1	4.5	3.7	3.0
EV/EBITDA	-0.8	28.1	17.4	11.0	7.8
FCF	-2.2	5.0	-3.5	10.2	17.6
(%)					
EBITDA	10.2	9.0	16.1	17.9	18.5
	9.5	8.2	15.6	17.3	17.7
	12.7	10.4	18.1	19.5	20.0
	9.0	7.5	12.8	13.9	14.1
ROE	62.7	28.5	26.8	22.7	23.6
ROA	29.2	15.3	17.9	15.7	15.8
ROIC	N/A	105.5	118.1	90.9	127.7
		0.4	0.8	1.1	1.7
	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	-41.1	-92.9	-74.5	-77.4	-86.1

자료 : 모두투어, 동부증권 리서치 추정 주 : EPS는 완전회석화 기준

Compliance Notice

가	가	가	가	가	가
6	가	가	(DR, CB, IPO)		
가	e-mail	1%			
12	KOSPI	가	12	KOSPI	가
- BUY : KOSPI	10%	가	- OVERWEIGHT : KOSPI	5%	가
- HOLD : KOSPI	±10%	가	- NEUTRAL : KOSPI	±5%	가
- UNDERPERFORM (UNDER) : KOSPI	10%	가	- UNDERWEIGHT : KOSPI	5%	가



Date	Action	Price
06/05/17	HOLD	50,000
06/07/20	HOLD	27,000
07/01/17	BUY	36,500

자료 : 동부증권 리서치 단위 : 천원, 원 * : 담당자 변경

Upgrade to BUY

(039130)

가	75,000
가(01/15)	65,500

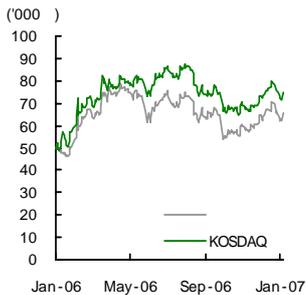
/

02-369-3314
stevewshim@winnet.co.kr

가	(01/15)	7,609
가		500
		1,162
120		70,896
52	/	79,000 / 46,500
		42.4%
06E	가	1.2%
		9.1%

%	1M	3M	12M
	0.8	20.0	30.2
	1.4	14.0	48.7

가



BUY	가	62,000	75,000
	가		M/S
	. 07	(150)
07, 08	200		

▶ 하나투어에 대한 투자 의견을 기존 'HOLD'에서 'BUY'로, 투자 의견을 기존 '62,000'원에서 '75,000'원으로 상향한다. 목표주가 '75,000원'은 WACC 11.5%를 가정으로 한 DCF 모형을 사용하여 산출됐으며, 07E EPS 2,949원 기준 25.4X 수준이다.

▶ 동사에 대한 투자포인트는 다음과 같다. 첫째, 산업내 구조조정시 규모의 경제 효과를 대폭적으로 누릴 것이 기대된다는 점, 둘째, 간판사의 단점으로 부각될 수 있는 '서비스 질 유지'에 대한 대책을 마련하고 있다는 점, 셋째, 타 여행사와 달리 장기성장을 꾀하고 있다는 점이다. 국내 여행산업의 성장은 2010년 성숙단계에 진입할 것으로 전망하는데, 동사는 국내 여행산업의 성숙단계에 대비하여 해외진출을 모색하고 있는 점이다. 현재 예정된 해외진출에 따른 투자금액은 07년, 08년에 걸쳐 총 200억원이며, 지분투자, 광고비 형태로 집행될 것으로 보인다. 따라서, 07년 이후부터 지분법평가이익 규모가 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다. 하지만, 전세계적으로 해외관광객을 대상하는 여행업체 중 동사 수준의 수익성을 보유한 업체가 전무한 상태이기 때문에, 해외진출건에 대해서는 보수적인 관점에서 리스크 및 수익성을 따져 보아야 할 것이다.

▶ 07E 역시 실적 성장은 지속될 것으로 전망되는데, 영업수익 및 영업이익은 각각 2,172억원(+ 33.1%YoY), 424억원(+ 42.1%)를 기록할 것으로 전망한다. 1Q07E에는 1Q06의 기저효과로 영업수익, 영업이익 각각 547억원(+ 37.6%YoY), 143억원(+ 25.2%YoY)을 기록하며 영업레버리지 수준은 다소 하락할 전망이다.

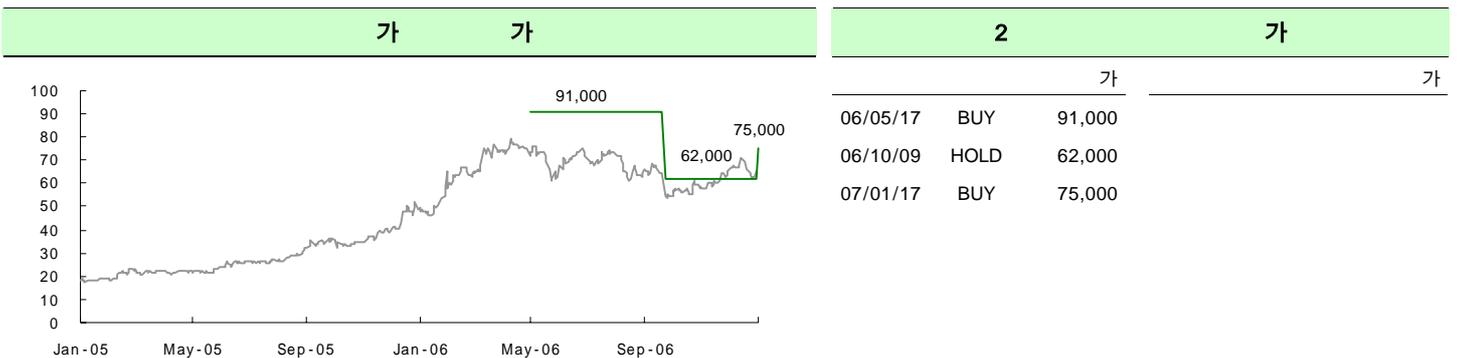
12 ()	04A	05A	06E	07E	08E	12 ()	04A	05A	06E	07E	08E
가	79.8	111.0	163.1	217.2	270.9	/	43.8	45.7	125.4	128.2	173.0
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		29.9	25.1	86.6	81.5	114.8
	79.8	111.0	163.1	217.2	270.9		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	68.0	93.3	133.3	174.8	210.4		6.2	10.4	15.8	20.6	25.7
	11.8	17.8	29.8	42.4	60.5		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	12.6	19.0	31.4	45.2	63.3		14.0	40.8	46.8	90.9	107.3
	3.8	5.4	3.3	6.0	7.5		12.5	10.5	15.1	33.8	45.9
	1.0	1.1	1.9	3.5	3.6		1.4	30.3	31.3	56.5	60.7
가	0.1	0.0	0.2	0.0	0.0		0.0	0.1	0.3	0.5	0.7
	1.7	1.0	0.5	1.6	2.8		57.8	86.6	172.1	219.1	280.3
	15.6	23.2	33.1	48.4	68.0		29.2	43.8	81.6	104.2	130.0
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	15.6	23.2	33.1	48.4	68.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	5.0	6.6	9.8	14.4	20.4		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	10.6	16.6	23.3	34.0	47.6		0.4	0.6	0.5	0.7	0.8
(%YoY)	1,103.0	1,636.0	2,266.0	2,949.0	4,133.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		29.6	44.3	82.1	104.9	130.9
EBITDA	36.5	39.2	46.9	33.1	24.8		5.2	5.2	5.8	5.8	5.8
	38.4	50.2	65.4	43.8	40.2		3.7	0.3	65.1	65.1	65.1
	40.6	50.5	67.8	42.2	42.8		3.7	0.3	65.1	65.1	65.1
	52.1	48.5	42.5	46.3	40.6		27.4	39.6	49.5	73.6	108.9
	51.1	56.8	39.9	45.9	40.2		-8.1	-2.7	-30.3	-30.3	-30.3
EPS	35.2	48.3	38.5	30.1	40.2		28.2	42.3	90.1	114.2	149.4

12 ()	04A	05A	06E	07E	08E	12 ()	04A	05A	06E	07E	08E
가	16.2	18.8	51.8	49.9	61.9	EPS ()	1,103	1,636	2,266	2,949	4,133
	10.6	16.6	23.3	34.0	47.6	BPS	2,729	4,088	8,013	9,867	12,916
	0.8	1.2	1.6	2.7	2.7	DPS	400	600	850	1,100	1,550
	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	EBITDAPS	1,315	1,868	3,059	3,924	5,501
	3.7	0.7	22.2	14.4	13.8	Valuation(X)					
	0.3	-4.3	-5.5	-5.2	-5.6	PER	15.1	29.3	31.3	24.1	17.2
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PBR	6.1	11.7	8.9	7.2	5.5
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	11.3	24.7	23.5	16.4	11.2
	1.0	0.2	4.8	-1.3	-2.3	FCF	12.5	-6.3	38.8	19.2	52.8
	-10.5	-15.7	-64.6	-35.9	-39.7	(%)					
	-1.5	-30.1	-2.6	-27.9	-6.9	EBITDA	15.9	17.1	19.3	20.8	23.4
	-3.4	3.4	-5.0	-17.1	-9.3		14.8	16.0	18.3	19.5	22.3
	-5.6	11.0	-57.0	9.1	-23.5		19.6	20.9	20.3	22.3	25.1
	-3.2	1.2	17.3	-9.7	-12.2		13.3	15.0	14.3	15.6	17.6
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	44.1	47.3	35.2	33.3	36.1
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	21.5	23.1	18.0	17.4	19.1
	-6.6	-3.9	17.6	-9.9	-12.3	ROIC	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	-3.1	-4.5	-13.3	-9.9	-12.3						
	3.5	5.0	-0.3	0.2	0.2		2.4	1.3	1.2	1.6	2.2
	2.4	4.2	4.5	4.3	10.1		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	5.3	7.7	11.9	16.4	20.7		-106.1	-59.5	-96.1	-71.4	-76.8
	7.7	11.9	16.4	20.7	30.8						

자료 : 하나투어, 동부증권 리서치 추정 주 : EPS는 완전회석화 기준

Compliance Notice

가	가	가	가	가	가	가	가	가	가	가	가
6	가	가	가	가	가	가	가	가	가	가	가
가	e-mail	가	가	가	가	가	가	가	가	가	가
12	KOSPI	가	가	가	가	가	가	가	가	가	가
- BUY : KOSPI	10%	가	가	가	가	가	가	가	가	가	가
- HOLD : KOSPI	±10%	가	가	가	가	가	가	가	가	가	가
- UNDERPERFORM (UNDER) : KOSPI	10%	가	가	가	가	가	가	가	가	가	가
12	KOSPI	가	가	가	가	가	가	가	가	가	가
- OVERWEIGHT : KOSPI	5%	가	가	가	가	가	가	가	가	가	가
- NEUTRAL : KOSPI	±5%	가	가	가	가	가	가	가	가	가	가
- UNDERWEIGHT : KOSPI	5%	가	가	가	가	가	가	가	가	가	가



자료 : 동부증권 리서치 단위 : 천원, 원 * : 담당자 변경