

여가산업

여행산업 성장성은 컨센서스 이상

미디어/엔터테인먼트
Analyst 손윤경
02) 3787-5223
ykson@kiwoom.com

**Overweight
(Initiate)**

소득 수준의 상승과 함께 여가시간의 증가로 성장성이 높아지고 있는 여가산업에 대해 Overweight 의견을 제시한다. 여가산업 내에서도 빠른 성장이 기대되는 여행주에 대해 관심을 가질 것을 권고 한다. 특히 규모의 경제 및 높은 브랜드 인지도를 바탕으로 점유율 확대가 예상되는 하나투어와 모두투어를 Top-picks로 제시한다.

■ 여가산업에 대해 Overweight 의견을 제시

소득 수준의 상승과 함께 여가시간의 증가로 관련산업의 성장성이 높아지고 있다. 당사는 여가관련 산업 내에서도 빠른 성장이 기대되는 여행주에 대해 관심을 가질 것을 권고 한다. 2010년까지 해외 여행수요가 연평균 16.3%의 높은 성장이 예상되고 이후에도 고성장을 유지할 것으로 기대되기 때문이다. 여기에 산업내 경쟁강도도 낮아 업체들의 성장성은 더욱 높은 것으로 평가한다. 반면, 같은 여가관련 산업임에도 불구하고 영화산업은 연간 관람객수의 증가가 2010년까지 연평균 4% 수준에 불과한 것으로 추정되어 보수적인 접근이 바람직해 보인다.

■ 출국 수요 증가, 단숨에 끝나는 스토리가 아님

여행업을 바라보는 투자자들은 2010년까지 해외관광 수요가 두 자릿수의 성장을 보일 것이라는 전망에는 이견이 없어 보인다. 그러나 2010년 이후에도 높은 성장을 지속할 수 있을 것인가에 대해서는 다소 부정적인 의견이 있어 보인다. 당사는 여행업이 2010년까지 고속성장한 이후에도 높은 성장을 이어갈 것으로 기대한다. 세계적으로 인구 대비 출국자 비중은 일인당 GDP 수준에 비례하고 국토 면적에 반비례한다는 점을 고려할 때 06년 기준 인구 대비 25.6%인 출국자수는 2010년까지는 35%로 이후 인당 GDP 성장에 따라 중기적으로 60%, 장기적으로 100%를 넘는 수준으로도 성장이 가능해 보인다.

■ Top-picks는 하나투어와 모두투어

Top-picks로 하나투어(039130, BUY, TP 90,000원)와 모두투어(080160, BUY, TP 52,000원)를 추천한다. 하나투어와 모두투어는 여행업의 1위와 2위사임에도 불구하고 패키지 송객점유율이 각각 13.2%와 6.1% 수준에 그치고 있어 점유율 확대가 가능할 전망이다. 따라서 산업의 성장을 능가하는 성장이 기대된다. 한편, 최근 제기되고 있는 국내 항공사의 하드블럭 폐지에 따른 수익성 악화에 대한 우려는 폭발적인 해외여행 수요증가를 감안할 때 기우에 불과해 보인다.

주요 여가관련 업체 투자 의견 및 목표주가

(단위: %, 억원)

	투자 의견	목표주가	현재주가	07년 PER	비고
하나투어	BUY	90,000원	67,800원	22.7	Initiate
모두투어	BUY	52,000원	38,250원	22.0	Initiate
CJ CGV	Marketperform	17,500원	16,950원	16.4	목표주가 하향

주: 4월 27일 종가 기준 / 자료: 키움증권 리서치센터

- 당사는 4월 27일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자는 4월 27일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

Contents

여가관련 산업의 성장 전망 Overview	3
높은 성장의 여행산업 vs 불투명한 영화산업	3

투자의견 및 목표주가	4
--------------------	----------

Valuation 수준에 대한 논의	5
여행주 비싸지 않다, 영화주 여전히 싸지 않다	5

여가관련 산업 성장성은 높음	7
소득증가와 여유시간 증가로 여가 산업 성장성 증가	7

여가산업 내에서도 매력 정도는 차별화	8
영화산업: 2010년까지 관람객수 연평균 한 자릿수 성장이 예상	8
여행산업: 2010년까지 연평균 16.3% 성장이 예상	9

해외 여행수요 얼마까지 증가할까?	10
시장의 예상보다 성장성은 더 큰 것으로 평가	10

현시점에서 여행 산업을 더욱 매력적이게 하는 요소	14
확대되는 항공자유화	14
무비자 국가 확대	15
여기에 산업내 경쟁 강도도 낮은 수준	17

하드블록 폐지에 따른 우려? NO	18
여전히 저렴한 가격의 패키지 상품 공급가능	18
필요하다면 여행상품 가격에 원가 상승을 반영 가능	18

주목해야 할 업체	20
1. 하나투어	20
2. 모두투어	21

기업분석	22
-------------	-----------

여가관련 산업의 성장 전망 Overview

높은 성장의 여행산업 vs 불투명한 영화산업

여가 시간 소비에 대한
욕구 변화 →
여행을 희망하는 비율이
가장 높음

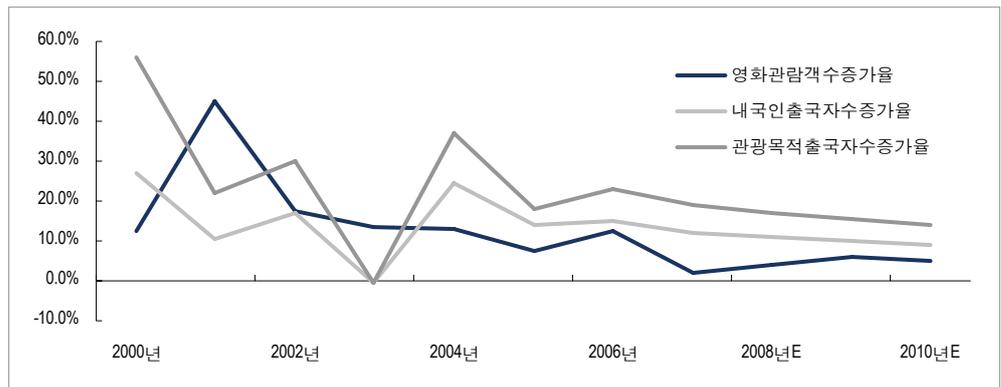
여가의 활동으로 여가 시간을 보낸다는 측면에서 여행 산업과 영화 산업은 동일한 산업으로 살펴볼 수 있다. 최근 소득수준의 상승과 함께 여가시간이 증가하면서 관련산업의 장기 성장성이 강화되고 있다. 그러나 소득수준과 여가시간의 증가는 여가 시간을 보내는 패턴을 변화시키고 있다. 이에 따라 세부 산업에 미치는 영향은 다를 것으로 판단한다. 06년 문화부의 조사에서 여행은 아직 여가활동으로 즐기는 비율은 현저히 낮지만 향후 여가활동으로 희망하는 비율이 가장 높은 것으로 나타났다. 여행산업의 잠재수요가 아직 많음을 의미하는 결과라고 볼 수 있다. 반면, 영화관람은 이미 보편적인 여가활동으로 활용되고 있어 추가적인 성장은 쉽지 않아 보인다.

여행산업 우호적인 변화
VS 영화산업 치열한 경쟁

여행산업과 영화산업의 시장 환경 변화도 두 산업의 향후 전망을 다르게 한다. 여행산업은 1) 항공자유화 확대에 따른 항공요금 인하 2) 미국 비자 면제 가능성 등으로 수요확대에 대한 기대가 크고 3) 산업내 과점화 또한 아직 본격적으로 진행되지 않았다는 점에서 상위사들의 점유율 확대가 보다 본격적으로 진행될 가능성이 있어 보인다. 따라서 상위사들의 놀랄만한 성장은 계속될 수 있을 것으로 전망된다.

반면, 영화산업은 앞서도 언급한 바와 같이 이미 보편적인 여가활동으로 활용되고 있어 소득증가 및 여가시간이 증가하더라도 큰 폭의 수혜를 기대하기 어려운 가운데, 1) 소득이 증가함에 따라 연극, 뮤지컬 등 대체재에 대한 수요가 증가하고 있고 2) 산업내에서는 공격적인 스크린확장과 수요를 고려하지 않은 투자금액 확대로 수익성이 현저히 떨어지고 있어 견조한 성장을 기대하기 어렵다.

해외여행자수 증가 vs 영화관람객수 증가



자료: Bloomberg

시장참여자

여행			영화		
소형 소매 여행사	대형 소매 여행사	도매 여행사	극장수 및 스크린수	멀티플렉스 사업자	영화투자 배급사
5,000여개	27개	3개 (하나투어, 모두투어, OK투어)	극장: 306개 스크린: 1,847개	5개 멀티플렉스 사업자 보유 극장: 149개, 스크린 1,145개	4개 배급사 관람객 점유율 64.5%

자료: 키움증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가

여가산업에 대해 Overweight 의견 제시

소득 수준의 상승과 함께 여가시간의 증가로 관련산업의 성장성이 높아지고 있다. 여가산업에 대해 Overweight 의견을 제시한다. 당사는 여가관련 산업 내에서도 빠른 성장이 기대되는 여행주에 대해 관심을 가질 것을 권고 한다. 가파른 주가 상승을 보인 후 조정 중에 있는 모두투어와 하나투어는 산업의 추세적인 성장과 함께 점유율 확대가 용이한 사업구조를 가지고 있기 때문에 추가적인 주가 상승이 가능해 보인다. 반면, 06년 하반기부터 주가하락이 이어지고 있는 CJ CGV 및 미디어플렉스는 관람객수의 증가가 연간 한 자릿수의 성장이 예상되는 가운데, 극장들의 스크린 확장 경쟁 및 산업이 벌어들일 수 있는 수익보다 빠르게 증가한 제작비 수준을 고려할 때 당분간 성장성 및 수익성 회복이 어려워 보인다. 따라서 여가관련 산업에 대한 전략은 여행주에 대한 포지션을 늘리고 영화주에 대한 포지션은 줄이는 투자전략이 적절해 보인다.

Top-picks는 모두투어와 하나투어

Top-picks로 하나투어(039130, BUY, TP 90,000원)와 모두투어(080160, BUY, TP 52,000원)를 추천한다. 두 회사 주가의 높은 Valuation Multiple 수준에 따른 추가 상승 여력에 대한 시장의 우려에도 불구하고 당사는 추가 상승 가능성에 무게를 둔다. 1) 해외 여행수요 확대를 통한 높은 산업 성장과 2) 도매 여행사라는 규모의 경제를 실현할 수 있는 비즈니스 모델을 통해 수익성 확보가 가능하며 3) 궁극적으로 도매 여행사라는 수익모델이 소규모 소매여행사들과는 원원하는 사업모델로 자리 잡으면서 도매여행사들의 점유율 확대가 빠르게 나타날 것으로 기대된다는 점에서 도매 여행의 대표 업체인 두 회사의 놀라운 성장이 지속될 것으로 전망되기 때문이다.

한편, CJ CGV에 대해서는 1분기 예상보다 심각한 영화시장의 부진과 격해지는 경쟁상황을 반영하여 목표주가를 당초 20,000원에서 17,500원으로 하향조정하고 투자의견은 Marketperform을 유지한다. 목표주가 17,500원은 07년 예상 EPS 1,032원 대비 P/E 17.0X 수준이다.

	하나투어	모두투어	CJ CGV
투자의견	BUY	BUY	Marketperform
목표주가(원)	90,000	52,000	17,500
현재주가(원, \$)	67,800	38,250	16,950
시가총액(억원)	7,876	3,213	3,494
PER			
(X)			
2006	30.9	37.2	15.3
2007E	22.7	22.0	16.4
2008E	18.0	14.0	15.3
2009E	13.9	9.7	13.2
ROE			
(%)			
2006	34.6	26.1	13.5
2007E	33.8	26.5	11.6
2008E	33.8	32.0	11.6
2009E	33.9	33.5	12.5
EPS			
증가율			
(%)			
2006	36.1	128.1	-3.7
2007E	36.1	68.9	-6.9
2008E	26.3	57.0	7.2
2009E	29.0	44.6	16.4

자료: 각사, 키움증권 리서치센터

Valuation 수준에 대한 논의

여행주 비싸지 않다, 영화주 여전히 싸지 않다

성장성과 예측치의 신뢰도 등을 고려할 때 지속된 상승에도 불구하고, 여행주의 투자매력도 큼

여행산업의 높은 성장성, 산업 성장에 따른 효율성 증가, 산업내 낮은 경쟁 등을 고려할 때, 여행주는 여전히 상승 모멘텀이 충분한 것으로 판단한다. 여행산업은 도매 여행사(하나투어 및 모두투어)와 소매 여행사간의 협력관계가 구축되면서 산업의 효율성이 높아지고 있다. 과거 각 소매 여행사들이 개별적으로 여행상품을 개발하여 판매하던 방식에서는 얻을 수 없었던 규모의 경제 효과를 여행산업 전체에서 누리기 시작했다. 도매 여행사인 하나투어와 모두투어가 규모의 경제를 달성하기 시작하면서 보다 저렴한 관광상품들을 내 놓고 있다. 소매 여행사들은 자체 상품을 판매하기 보다는 이미 만들어져 있는 도매 여행사들의 상품을 고객들에게 판매하면서 안정적인 수익을 얻고 있다. 이는 산업 전체적인 측면에서 불필요한 경쟁비용을 줄이며 수익성을 높이고 있는 것이다. 또한 도매 여행사들의 점유율은 하나투어가 13.1% 수준이고 모두투어가 6.1%에 그치는 정도여서 도매 여행사간의 경쟁 격화를 우려할 단계도 아니다. 향후 여행업은 각 도매 여행사와 소규모 소매 여행사간의 보다 긴밀한 업무협력이 가속화되며 궁극적으로 소규모 소매 여행사의 상품을 이용했던 수요가 도매 여행사로 전환될 전망이다. 소규모 소매 여행사 역시 도매 여행상품 판매를 통해 안정적인 판매수수료를 확보할 수 있기 때문이다. 따라서 궁극적으로 여행사들의 수익은 산업의 높은 성장과 함께 구조적인 변화를 겪으면서 지속적으로 높은 성장을 할 것이라는 예측이 가능하다. 지속된 주가 상승에도 불구하고, 현재 주가는 여행주들의 놀라운 실적개선을 반영하기에 부족한 것으로 판단한다.

영화주, 지속된 하락에도 투자를 고려하기 어려운 입장

반면 영화주는 뚜렷한 성장세를 기대하기도 어려울 뿐만 아니라 흥행에 따른 수익의 변동성이 큰 산업의 특성과 현재 격화되고 있는 산업내 경쟁 상황을 고려할 때 수익전망 예측치에 대한 신뢰도가 상당히 낮은 수준이라고 평가한다. 따라서 영화주들의 계속된 주가 부진에도 불구하고, 추세적인 실적 개선을 기대하기 어렵다는 측면에서 영화관련 주식에 대한 투자는 보수적으로 접근할 것을 권고한다.

각 산업에 대한 목표 Multiple 산정 시 고려할 요소

	여행	영화								
성장성	<ul style="list-style-type: none"> 여행 수요는 향후 2010년까지 두 자릿 수 성장가능 도매 여행사를 중심으로 과점화가 진행됨에 따라 상위 도매 여행사의 성장성은 더욱 증가할 전망 	<ul style="list-style-type: none"> 일인당 영화관람 횟수가 이미 선진국 수준으로 상승 고속성장은 기대하기 어려움 과점화가 이미 상당 부분 진행되었음에도 불구하고, 상위사간의 점유율 확대 경쟁이 진행되고 있어 업체들의 성장성 또한 훼손이 불가피해 보임 								
수익전망 Visibility	<ul style="list-style-type: none"> 도매 여행사와 소매 여행사와의 협력관계가 구축되며 여행사 이익의 예측 가능성은 높음 여행수요가 지속적으로 시장의 예측치를 상회하고 있는 가운데, 여행업을 둘러싼 시장환경 역시 우호적으로 변화하고 있어 컨센서스를 상회하는 수요 증가 또한 가능해 보임 다만, 환율 변화 등 거시 경제 변수의 급격한 변화에 따라 여행객수가 영향을 받을 수 있음 	<ul style="list-style-type: none"> 영화 컨텐츠의 흥행 여부에 따라 관람객수가 크게 영향을 받음 치열한 경쟁으로 비용 컨트롤이 어려운 상황 								
목표 P/E Multiple	<table border="1"> <tr> <td>도매 여행사</td> <td>30.0X</td> </tr> <tr> <td>소매 여행사</td> <td>21.0X</td> </tr> </table>	도매 여행사	30.0X	소매 여행사	21.0X	<table border="1"> <tr> <td>영화 상영업(극장)</td> <td>17.0X</td> </tr> <tr> <td>영화 투자/배급업</td> <td>15.0X</td> </tr> </table>	영화 상영업(극장)	17.0X	영화 투자/배급업	15.0X
도매 여행사	30.0X									
소매 여행사	21.0X									
영화 상영업(극장)	17.0X									
영화 투자/배급업	15.0X									

자료: 키움증권 리서치센터

수익성 및 성장성 비교

(단위: %, 억원)

		하나투어	모두투어	CJ CGV
이익전망				
매출액	2006	1,663	664	2,720
	2007E	2,158	988	2,913
	2008E	2,579	1,406	3,123
	2009E	3,032	1,849	3,174
영업이익	2006	302	98	369
	2007E	448	185	343
	2008E	561	297	363
	2009E	732	430	412
경상이익	2006	339	114	324
	2007E	499	203	301
	2008E	626	316	323
	2009E	807	456	376
순이익	2006	233	82	229
	2007E	347	146	213
	2008E	438	229	228
	2009E	565	330	266
이익률				
영업이익률	2006	18.2%	14.7%	13.6%
	2007E	20.8%	18.7%	11.8%
	2008E	21.8%	21.1%	11.6%
	2009E	24.2%	23.3%	13.0%
경상이익률	2006	20.4%	17.2%	11.9%
	2007E	23.1%	20.6%	10.3%
	2008E	24.3%	22.5%	10.3%
	2009E	26.6%	24.6%	11.8%
순이익률	2006	14.0%	12.3%	8.4%
	2007E	16.1%	14.8%	7.3%
	2008E	17.0%	16.3%	7.3%
	2009E	18.6%	17.9%	8.4%
성장률				
매출액	2007E	29.8%	48.8%	7.1%
	2008E	19.5%	42.3%	7.2%
	2009E	17.6%	31.6%	1.6%
영업이익	2007E	48.2%	89.1%	-7.0%
	2008E	25.3%	61.0%	5.8%
	2009E	30.5%	44.9%	13.5%
경상이익	2007E	47.0%	77.6%	-6.9%
	2008E	25.5%	55.7%	7.2%
	2009E	29.1%	44.2%	16.4%
순이익	2007E	48.9%	78.6%	-6.9%
	2008E	26.3%	56.9%	7.2%
	2009E	29.0%	44.2%	16.4%

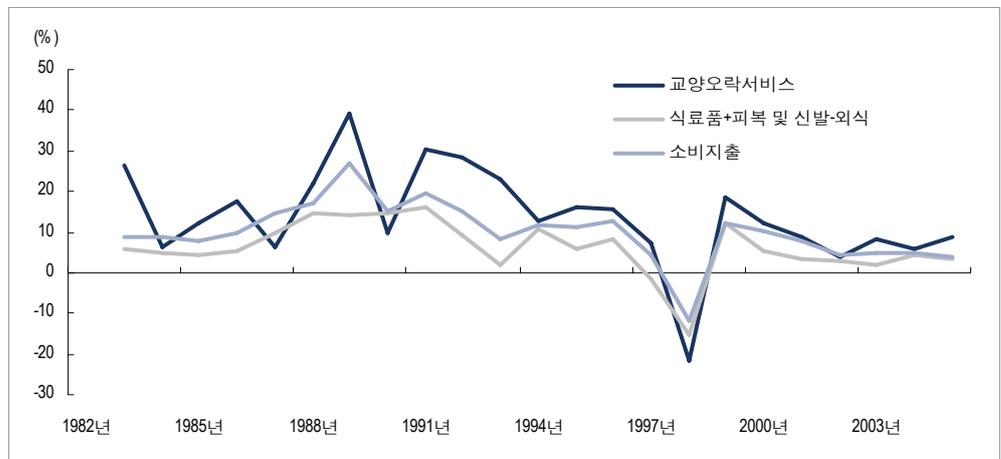
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

여가관련 산업 성장성은 높음

소득증가와 여유시간 증가로 여가 산업 성장성 증가

소득이 증가함에 따라 여가관련 비용 지출은 꾸준히 증가하고 있다. 월평균 소득증가에 따라 교양오락비 지출규모는 꾸준히 증가하고 있다. 최근 교양오락비 지출규모의 성장률이 둔화되고 있기는 하나, 소득수준별 교양오락비 지출규모를 살펴보면 소득이 많은 계층일수록 교양오락비로 지출하는 금액의 증가율이 큰 것으로 파악되고 있다. 이는 향후 소득이 증가함에 따라 교양오락비의 증가를 전망할 수 있게 한다. 다만, 06년에는 상위10% 소득계층이라 할 수 있는 10분위의 교양오락비가 감소한 것으로 나타났는데, 이는 원화절상에 따른 효과인 것으로 판단한다.

가계 소득 증가율과 교양오락비 지출 증가율



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

소득 수준별 교양오락비 지출 추이

(단위: 원)

	가구당월평균소득				교양오락비			
	2003년	2004년	2005년	2006년	2003년	2004년	2005년	2006년
1분위	424,808	446,978	464,777	508,729	36,118	39,420	31,369	34,167
2분위	1,060,555	1,107,592	1,122,070	1,185,491	40,208	40,452	45,429	47,302
3분위	1,481,706	1,546,601	1,580,056	1,652,625	53,558	53,588	51,131	58,266
4분위	1,832,659	1,922,810	1,980,906	2,051,822	67,761	66,395	61,274	67,420
5분위	2,138,828	2,268,013	2,352,053	2,445,314	71,972	74,847	79,350	81,276
6분위	2,483,839	2,639,958	2,752,161	2,865,866	89,431	93,918	98,275	93,730
7분위	2,893,173	3,069,624	3,196,642	3,331,000	98,130	101,055	103,616	122,735
8분위	3,401,052	3,626,311	3,754,948	3,097,809	115,303	121,297	120,435	131,120
9분위	4,159,328	4,424,949	4,581,110	4,768,454	134,201	145,647	152,256	166,600
10분위	6,088,511	6,450,009	6,669,862	6,971,580	219,102	241,828	272,943	248,731

자료: 통계청

여가산업 내에서도 매력 정도는 차별화

영화산업: 2010년까지 관람객수 연평균 한 자릿수 성장이 예상

**2010년 인당 4회 영화관람
= 관람객수 연평균
4% 성장**

영화관람객수 증가율과 해외여행자수 증가율을 비교해보면 2003년 이후 관광목적 출국자수 증가율이 영화관람객수 증가율을 상회하고 있다. 영화관람객의 경우, 멀티플렉스의 보급 및 영화 콘텐츠의 개선 등에 힘입어 02년까지 가파른 성장을 경험하였다. 02년 인구당 연간 영화관람횟수는 2회로 98년 1회 수준에서 4년 만에 두 배로 성장하였으며 인구 비중이 가장 높은 서울지역의 경우 인구당 연간 영화관람횟수는 02년 이미 미국 수준인 4회에 이르렀다. 이러한 빠른 성장 이후 02년부터 영화 관람객 수 성장률은 점차 둔화되고 있다. 인당 영화관람횟수 2010년 4회까지 관람횟수가 증가한다고 가정할 경우, 국내 영화시장의 성장률은 연평균 4% 수준에 그칠 것으로 전망한다.

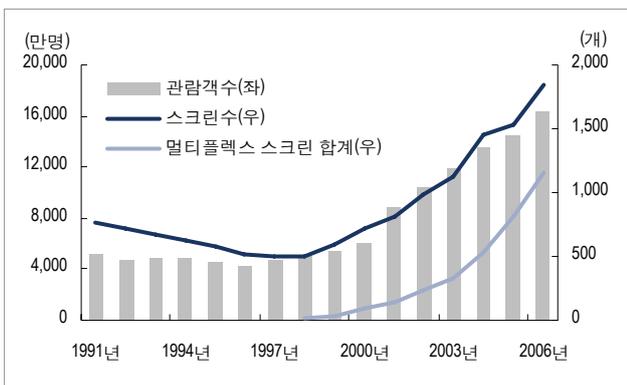
상위사간의 치열한 경쟁으로 수익성 악화

**치열한 스크린 확장과
영화제작비 상승으로
수익성 악화**

영화산업의 경우 상영업 및 투자배급업 모두에서 치열한 상위 4개사의 점유율이 60%를 넘어서고 있다. 극장사업의 경우, CJ CGV 및 프리머스, 롯데시네마, 메가박스, 시너스의 스크린 점유율이 06년말 기준으로 62.0%에 이르고 영화투자배급사의 경우 역시 상위 4개사의 관람객 점유율이 64.5%에 이르고 있다. 상위사들은 높은 점유율을 확보하고 있음에도 불구하고 추가적인 점유율 확보를 위해 출혈 경쟁을 지속하고 있다.

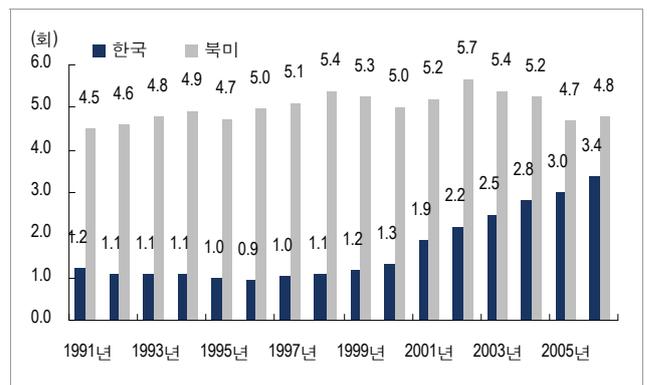
스크린의 경우, 롯데시네마가 롯데쇼핑의 백화점 및 할인점을 기반으로 CGV 주도의 공격적인 스크린 확장에 가세하며 극장사업의 수익성이 크게 하락하고 있다. 또한 관객 성장률보다 빠르게 증가하고 있는 제작비는 영화투자 부문의 수익성을 크게 악화시키고 있다.

관람객수 증가 대비 가파르게 상승하는 멀티플렉스 스크린수



자료: 영화진흥위원회, 키움증권 리서치센터

인당 연간 영화관람횟수 빠르게 성장



자료: MPAA, 영화진흥위원회

영화의 투자/배급 부문은 여전히 적자를 면치 못하고 있음

(단위: 억 원, %)

연도	순제작비: A		마케팅비(P&A): B		총제작비		연간 총제작비 규모추산	한국영화 극장 총수익	배급, 투자자 및 제작사 수익	영화 투자수익
	순제작비	비중	마케팅비	비중	A+B	제작편수				
2001년	16.2	63.5	9.3	36.5	25.5	65.0	1,657.5	2,609.5	1,174.3	(483.2)
2002년	24.5	65.9	12.7	34.1	37.2	78.0	2,901.6	3,068.2	1,380.7	(1,520.9)
2003년	28.4	68.3	13.2	31.7	41.6	80.0	3,328.0	3,822.7	1,720.2	(1,607.8)
2004년	28.0	67.3	13.6	32.7	41.6	82.0	3,411.2	5,048.2	2,271.7	(1,139.5)
2005년	27.3	68.4	12.6	31.6	39.9	87.0	3,471.3	5,276.9	2,374.6	(1,096.7)
2006년	25.8	64.2	14.4	35.8	40.2	110.0	4,422.0	6,481.9	2,916.9	(1,505.1)

자료: 영화진흥위원회, 키움증권 리서치센터

여행산업: 2010년까지 연평균 16.3% 성장이 예상

**2010년까지 출국자 비율
전체 인구의
35%까지 상승**

여행수요는 2010년 이전까지 관광목적 출국자수는 연평균 16.3% 성장하여 06년 대비 2배 가량 늘어난 12백 40만 명으로 성장할 전망이다. 이는 2010년 전체 출국자가 전체 인구대비 35.1% 수준으로 증가하고 그 중 71.8%가 관광목적출국자라고 하는 가정을 바탕으로 하고 있다. 이러한 가정은 같은 아시아 지역의 국가이면서 한국과 소득수준이 비슷한 대만이 06년 총 출국자수 가 전체 인구대비 37.8%인 점을 고려하면 무리한 수준은 아니라고 판단한다.

**인당 GDP \$15,490 대만의
인구대비 출국자 비중
37.8% vs
인당 GDP \$18,000
한국 인구 대비
출국자 비중 23.9%**

대만의 총 출국자수는 일인당 GDP가 14,000달러 수준이었던 2000년대부터 꾸준히 전체 인구의 30%가 넘었다. 같은 기간 한국의 일인당 GDP는 10,000달러 수준으로 1999년 총 출국자는 인구의 9.3% 수준에 그쳤다. 그러나 소득의 증가에 따라 인구 대비 출국자 비중은 꾸준히 상승하여 02년에는 15%로 상승하였다. 인구 대비 출국자 비중의 꾸준한 상승에도 불구하고 일인당 GDP 상승 속도에는 미치지 못하고 있어 단기적으로 한국의 출국자 수의 빠른 증가세가 유지될 전망이다. 일인당 GDP 15,000불 수준에서 머물고 있는 대만의 인구대비 출국자 수가 06년 37.8%에 이르고 있다는 점을 고려할 때, 일인당 GDP가 18,000달러인 한국의 인구 대비 출국자 비중이 35% 수준까지 증가하는 것은 어렵지 않을 전망이다.

2010년까지 연평균 16.3%의 여행수요 증가 예상

	2004년	2005년	2006년	2007년E	2008년E	2009년E	2010년E
추계인구	48,082,163	48,294,143	48,497,166	48,692,062	48,877,252	49,053,093	49,219,537
총 출국자수	8,825,585	10,077,679	11,589,589	13,003,264	14,434,034	15,866,406	17,286,175
관광목적출국자	4,679,700	5,521,040	6,789,042	8,073,274	9,447,757	10,898,568	12,408,793
인구 대비 총 출국자수	18.4%	20.9%	23.9%	26.7%	29.5%	32.3%	35.1%
총 출국자 중 관광목적출국자 비중	53.0%	54.8%	58.6%	62.1%	65.5%	68.7%	71.8%
총 출국자수 성장률		14.2%	15.0%	12.2%	11.0%	9.9%	8.9%
관광목적출국자 성장률		18.0%	23.0%	18.9%	17.0%	15.4%	13.9%

주: 06년 관광목적 출국자수는 키움증권 리서치센터 추정(06년 7월부터 출국목적 집계 안됨)
자료: 통계청, 관광진흥공사, 키움증권 리서치센터추정

한국과 소득수준이 비슷한 대만의 06년 인구대비 출국자 비중은 37.8%

	1999년	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년
인구수(천명)	22,092	22,277	22,406	22,521	22,605	22,689	22,858	22,948
총 출국자수(명)	6,559,663	7,328,784	7,152,877	7,319,466	5,923,072	7,780,652	8,208,125	8,671,375
홍콩으로 출국자수(명)	1,958,946	2,311,095	2,320,843	2,418,872	1,869,069	2,559,705	2,807,027	2,993,317
인구대비 총 출국자 비중	29.7%	32.9%	31.9%	32.5%	26.2%	34.3%	35.9%	37.8%
총 출국자 대비 홍콩 출국자 비중	29.9%	31.5%	32.4%	33.0%	31.6%	32.9%	34.2%	34.5%
대만 1인당 GDP(US \$)	13,526	14,426	13,027	13,093	13,254	14,205	15,145	15,490
한국 1인당 GDP(US \$)	9,549	10,890	10,178	11,482	12,710	14,142	16,308	18,088
한국 인구 대비 출국자 비중	9.3%	11.7%	12.8%	15.0%	14.8%	18.4%	20.9%	23.9%

자료: 대만 관광청, 통계청, 키움증권 리서치센터추정

해외 여행수요 얼마까지 증가할까?

시장의 예상보다 성장성은 더 큰 것으로 평가

국내 해외관광객 증가는
2010년 이후에도
두 자릿수 성장
가능해 보임

여행업을 바라보는 투자자들은 2010년까지 해외관광 수요가 두 자릿수의 성장을 보일 것이라는 전망에는 이견이 없어 보인다. 그러나 2010년 이후에도 높은 성장을 지속할 수 있을 것인가에 대해서는 다소 부정적인 의견이 있어 보인다. 당사는 해외 여행수요가 2010년 이후에도 높은 성장을 유지하거나 만약 2010년에 수요 성장이 둔화된다면 2010년 이전 성장이 현재 예상보다 빠르게 성장한 것이 이유일 것이라 본다. 이런 고속성장에도 불구하고 선진국의 예를 고려할 때 추가적으로 의미 있는 출국자 성장 가능성이 높다고 판단하기 때문이다.

소득증가
+ 국내 여행 콘텐츠 부족
+ 인접국가의
풍부한 여행콘텐츠 →
출국 수요 증가는
단숨에 끝나는 스토리가
아님

당사는 해외 관광수요에 영향을 미치는 요소를 크게 1) 국민의 소득수준 2) 국가 면적, 다른 의미로는 자국에 보유한 관광자원 규모 3) 주변지역의 관광자원수 등으로 판단한다. 이를 바탕으로 평가한 우리나라의 관광환경은 추가적인 출국 수요확대의 조건을 모두 갖춘 것으로 판단한다. 1) 좁은 국토에 즐길 수 있는 관광자원이 제한적인 가운데 2) 인당 국민소득이 2만 달러에 육박하며 여가를 즐기려는 수요는 늘어나고 있고 3) 주변에 양질의 여행 콘텐츠를 제공해 줄 수 있는 일본이 있으며 4) 기타 아시아 국가들 또한 최근 보다 적극적인 관광정책을 펼치며 양질의 여행 콘텐츠를 공급하고 있기 때문이다.

중기적 관점에서
지리적 여건이 유사한
캐나다와 수준으로
출국을 증가

우리나라의 해외 관광관련 지리적 여건은 인접에 풍부한 관광자원을 보유한 나라가 있다는 점에서 캐나다와 비슷하다고 판단한다. 캐나다는 미국이라는 풍부한 관광자원을 보유한 지역을 인접에 두고 있고 우리나라는 일본을 인접에 두고 있다. 중기적으로 일인당 GDP가 증가하면 캐나다의 인구 대비 출국자 비중인 70% 수준으로 출국자가 늘어날 것으로 기대한다. 특히 중기적으로 캐나다와 같이 관광자원이 풍부한 인접국가로의 출국자 비중이 높아질 것으로 기대한다. 캐나다의 경우 전체 출국자의 70% 이상이 미국으로 출국하고 있다. 아직까지 우리나라는 인접국가인 일본이 풍부한 여행 콘텐츠를 보유하고 있음에도 불구하고 일본으로 출국하는 사람이 많지 않아 출국자 증가 여력이 높은 것으로 판단된다. 지금까지 일본으로의 출국자가 많지 않았던 것은 1) 소득수준과 2) 비자문제가 주요 요인이었던 것으로 추정한다. 최근 이러한 문제가 제거되면서 일본으로 출국하는 사람이 많아지고 있다. 일본 방문비자면제가 시행된 06년 이후 출국자 중 일본이 목적지인 사람의 비중이 점차 증가한 것으로 파악된다. 저가의 동남아시아 및 동북아시아 관광상품 공급이 여전히 빠르게 증가하고 있는데도 일본으로 출국하는 비중이 증가한 것은 원화 대비 엔화 약세의 영향도 있었을 것이나, 무비자협정 이후 여행 준비단계가 간소화된 것이 역시 주요 요인 것으로 판단한다. 향후 가처분 소득 증가는 여행환경이 좋은 일본으로의 관광객을 빠르게 증가시킬 것으로 기대한다.

	GDP (US \$ billion.)	인구 (천명)	인당 GDP (US \$)	출국자수	인구 대비 출국자비중	미국행 출국자수	출국자중 미국행 출국자비중
1998년	617.434	30127	20,494	17,648	58.6%		
1999년	661.345	30401	21,754	18,368	60.4%	14,110	76.8%
2000년	725.158	30689	23,629	19,182	62.5%	14,646	76.4%
2001년	715.632	30993	23,090	18,359	59.2%	13,518	73.6%
2002년	734.773	31312	23,466	17,705	56.5%	13,025	73.6%
2003년	868.485	31636	27,452	17,739	56.1%	12,665	71.4%
2004년	993.908	31958	31,100	19,595	61.3%	13,857	70.7%
2005년	1132.436	32268	35,095	19,145	59.3%	14,862	77.6%
2006년	1273.144	32566	39,094	22,732	69.8%	16,066	70.7%

자료: 블룸버그, 캐나다 통계청, UN, 키움증권 리서치센터

우리나라의 경우, 총 출국자 대비 인접국인 일본으로의 출국 비중이 아직 낮음

	총 출국자수	일본지역	총 출국자 중 목적지가 일본인 출국자 비중
1998년	3,066,926	822,358	26.8%
1999년	4,341,546	1,053,862	24.3%
2000년	5,508,242	1,100,939	20.0%
2001년	6,084,476	1,169,620	19.2%
2002년	7,123,407	1,266,116	17.8%
2003년	7,086,133	1,427,331	20.1%
2004년	8,825,585	1,569,175	17.8%
2005년	10,080,143	1,739,424	17.3%
2006년1H	5,431,308	1,003,587	18.5%

자료: 한국관광공사

장기적으로는 유럽과 같이 출국자 비중이 인구의 100%를 넘어서는 것도 기대

유럽지역 각국의 출국자수는 전체 인구의 100%를 넘어서고 있다. 유럽지역의 높은 출국률은 1) 높은 소득수준으로 관광수요가 많은 가운데 2) 유럽 국가 대부분이 자국에도 풍부한 여행자원을 보유하고 있음에도 불구하고 상대적으로 국토의 크기가 작아 자국민들의 관광수요를 국내에서 모두 해결할 수 없는 상황이며 3) 주변국들이 풍부한 관광자원을 보유하고 있어 휴가를 해외에서 즐기는 사례가 많은 것으로 판단할 수 있다. 유럽 국가들의 높은 출국비율을 야기한 원인은 장기적으로 모두 우리나라에도 해당되는 것이다. 1) 장기적으로 국민소득은 꾸준히 증가할 것으로 기대되고 2) 넓지 않은 국토에 즐길 수 있는 관광자원이 수요에 비하여 제한되어 있고 3) 주변에 이미 질 높은 관광자원을 보유한 일본이 있고 이제 개발이 시작되었다고 할 수 있는 중국과 동북아시아의 국가들이 꾸준히 양질의 여행 콘텐츠를 공급할 전망이다. 따라서 장기적으로 모든 국민이 해외에서 여가를 보낼 날이 올 것으로 전망되고 그 시기는 소득의 증가 속도에 따라 생각보다 빨리 올 수도 있을 것으로 판단한다.

아시아지역 관광상품은 이제 개발 시작

중국을 비롯한 아시아의 관광지 개발이 예상보다 빠르게 진행되고 있는 것으로 판단한다. 일본 출국자들의 행선지 분석을 통해 최근 아시아 국가의 관광자원 개발이 크게 늘어나고 있음을 알 수 있다. 일본 출국자의 경우 2000년도에는 북미로 출국하는 비중이 40%를 넘어서는 반면 아시아로 출국한 비중은 60% 이하였다. 그러나 2001년부터 아시아 국가로의 출국비중이 높아지며 05년 기준으로 66.1%에 이르고 있다. 또 일본인들의 출국 지역별 비중에서 눈여겨 볼만한 사실은 과거 출국 비율이 높았던 홍콩 싱가포르의 비중이 줄어들고 기타 아시아지역으로의 출국이 늘어나고 있다는 점이다. 2001년에 발리를 비롯한 베트남 관광이 크게 늘어났고 최근에는 중국, 타이, 대만으로의 관광객이 빠르게 증가하고 있는데 이는 아시아 국가들의 여행 콘텐츠가 증가하고 있음을 방증하는 것이라 판단한다.

일본 출국자들의 행선지별 비중

연도	출국 인원수						출국자 대비 지역별 비중					
	일본 출국자수	북미	유럽	아시아	홍콩+싱가폴	한국	북미	유럽	아시아	홍콩+싱가폴	한국	기타아시아
2000년	17,818,590	7,384,839	2,253,402	10,617,543	2,312,087	2,472,054	41.4%	12.6%	59.6%	13.0%	13.9%	32.7%
2001년	16,215,657	6,011,927	1,720,619	10,709,095	2,091,777	2,377,321	37.1%	10.6%	66.0%	12.9%	14.7%	38.5%
2002년	16,522,804	5,546,877	2,248,756	11,009,392	2,118,442	2,320,820	33.6%	13.6%	66.6%	12.8%	14.0%	39.8%
2003년	13,296,330	4,771,897	3,199,488	8,058,337	1,301,132	1,802,163	35.9%	24.1%	60.6%	9.8%	13.6%	37.3%
2004년	16,831,112	5,643,702	3,169,097	10,986,769	1,725,057	2,443,070	33.5%	18.8%	65.3%	10.2%	14.5%	40.5%
2005년	17,403,565	5,825,226	3,611,256	11,500,531	1,799,348	2,439,809	33.5%	20.8%	66.1%	10.3%	14.0%	41.7%

자료: 일본 법무성, 각국 관광청, 모두투어와 키움증권 리서치센터 정리

인당 GDP 수준이 높고 국토가 좁은 나라일수록 출국자 비중이 높음

국적	인구대비 출국자비중 (2004년기준)	2006년 GDP (US\$ 10억)	2006년 인당GDP(US\$)	면적 (km ²)	국적	인구대비 출국자비중 (2004년기준)	2006년 GDP (US\$ 10억)	2006년 인당GDP(US\$)	면적 (km ²)
아일랜드	132.6%	219	53,753	7,273	터키	10.1%	378	5,240	774,815
스위스	158.5%	382	52,823	41,284	미국	20.9%	13,262	44,894	9,518,323
덴마크	85.5%	276	50,934	43,098	캐나다	61.3%	1,273	39,838	9,984,670
스웨덴	155.1%	381	42,268	449,964	멕시코	11.8%	811	7,675	1,964,375
영국	107.9%	2,358	39,637	244,101	호주	21.9%	744	36,900	7,692,208
핀란드	110.8%	206	39,338	338,145	뉴질랜드	43.4%	102	25,525	27,534
오스트리아	83.2%	320	39,193	83,871	일본	13.2%	4,464	34,893	377,873
벨기에	84.5%	387	37,214	3,528	싱가포르	120.9%	134	31,249	685
프랑스	35.2%	2,227	36,964	543,965	홍콩	71.9%	189	27,095	1,092
쿠웨이트	24.4%	2,890	34,970	17,818	한국	18.4%	877	18,244	99,538
스페인	12.0%	1,217	28,531	506,030	대만	34.3%	355	15,667	36,179
체코	358.3%	140	13,668	78,866	말레이시아	123.6%	147	5,906	329,847
헝가리	173.4%	104	10,251	93,030	중국	2.2%	2,554	1,953	9,572,900
슬로베니아	14.5%	140	8,707	756,096	필리핀	2.2%	117	1,433	3,076

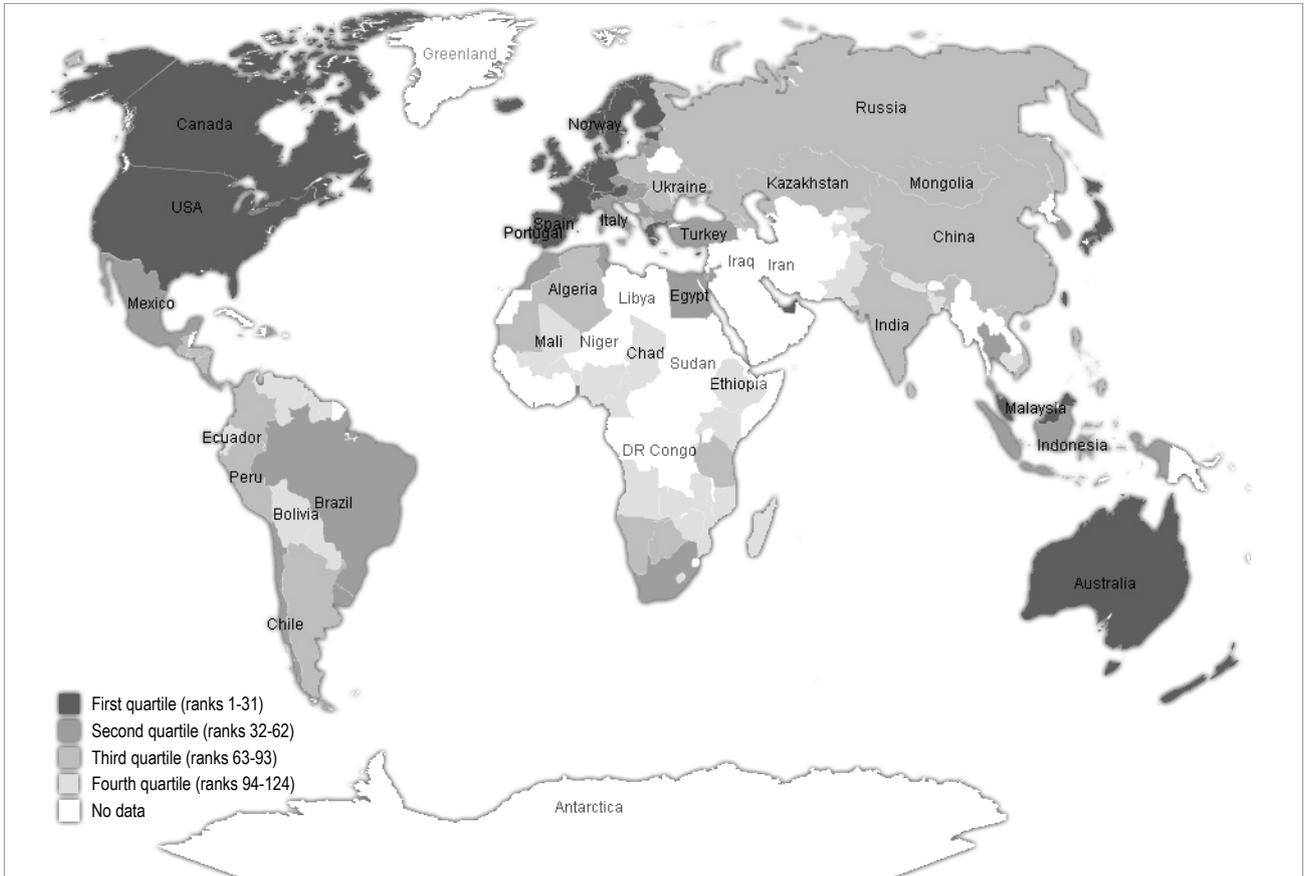
주: 싱가포르와 필리핀의 인구대비 출국자 비중은 2002년 기준
 자료: 블룸버그, 키움증권 리서치센터

각국별 인구대비 출국/입국자 비중

국적	출국(천명)			입국(천명)			인구			인구 대비 출국자 비중			인구 대비 입국자 비중		
	02년	03년	04년	02년	03년	04년	02년	03년	04년	02년	03년	04년	02년	03년	04년
프랑스	18,315	18,576	21,231	77,012	75,048	75,121	59,756	60,008	60,257	31%	31%	35%	129%	125%	125%
스페인	3,871	4,094	5,121	52,327	50,854	52,430	41,610	42,144	42,646	9%	10%	12%	126%	121%	123%
헝가리	12,966	14,283	17,558	31,739	31,412	33,934	10,176	10,150	10,124	127%	141%	173%	312%	309%	335%
영국	59,377	61,424	64,194	24,180	24,715	27,755	59,080	59,282	59,479	101%	104%	108%	41%	42%	47%
오스트리아	3,907	6,620	6,798	18,611	19,078	19,373	8,128	8,150	8,171	48%	81%	83%	229%	234%	237%
터키	5,131	5,928	7,299	12,790	13,341	16,826	70,277	71,252	72,220	7%	8%	10%	18%	19%	23%
스웨덴	12,888	12,649	13,967	7,458	7,627	-	8,933	8,970	9,008	144%	141%	155%	83%	85%	-
스위스	11,427	-	-	6,868	6,530	-	7,210	7,226	7,240	158%	-	-	95%	90%	-
벨기에	6,773	7,268	8,783	6,720	6,690	6,710	10,356	10,379	10,400	65%	70%	84%	65%	64%	65%
아일랜드	4,634	4,929	5,409	6,476	6,764	6,982	3,933	4,007	4,080	118%	123%	133%	165%	169%	171%
체코	34,303	36,074	36,650	4,579	5,076	6,061	10,246	10,238	10,229	335%	352%	358%	45%	50%	59%
덴마크	4,935	5,564	4,630	3,436	3,474	3,358	5,379	5,397	5,414	92%	103%	86%	64%	64%	62%
핀란드	5,857	5,585	5,798	2,875	2,601	2,840	5,205	5,220	5,235	113%	107%	111%	55%	50%	54%
칠레	1,938	2,100	2,343	1,412	1,614	1,785	15,776	15,951	16,124	12%	13%	15%	9%	10%	11%
쿠웨이트	1,725	1,774	1,928	96	94	91	2,438	2,525	2,606	22%	22%	24%	22%	23%	28%
미국	58,066	56,250	61,776	43,582	41,218	46,085	289,821	292,617	295,410	20%	19%	21%	15%	14%	16%
멕시코	11,948	11,044	12,494	19,667	18,665	20,618	102,946	104,337	105,699	12%	11%	12%	19%	18%	20%
캐나다	17,705	17,739	19,595	20,057	17,534	19,095	31,312	31,636	31,958	57%	56%	61%	64%	55%	60%
뉴질랜드	1,293	1,374	1,733	2,045	2,104	2,334	3,901	3,946	3,989	33%	35%	43%	52%	53%	59%
호주	3,461	3,388	4,369	4,420	4,354	4,774	19,512	19,728	19,942	18%	17%	22%	23%	22%	24%
중국	16,602	20,222	28,853	36,803	32,970	41,761	1,291,841	1,300,039	1,307,989	1%	2%	2%	3%	3%	3%
홍콩	4,709	4,428	5,003	16,566	15,537	21,811	6,803	6,884	6,963	69%	64%	72%	244%	226%	313%
싱가포르	4,399	4,221	5,165	6,997	5,705	-	4,163	4,220	4,273	106%	100%	121%	168%	135%	0%
말레이시아	29,866	32,201	30,761	13,292	10,577	15,703	23,971	24,437	24,894	125%	132%	124%	55%	43%	63%
필리핀	1,968	1,803	-	1,933	1,907	2,291	78,705	80,166	81,617	3%	2%	0%	2%	2%	3%
대만	7,319	5,923	7,781	2,978	2,248	2,950	22,521	22,605	22,689	32%	26%	34%	13%	10%	13%
한국	7,123	7,086	8,826	5,347	4,753	5,818	47,615	47,849	48,082	15%	15%	18%	11%	10%	12%
일본	16,523	13,296	16,831	5,239	5,212	6,138	127,525	127,736	127,923	13%	10%	13%	4%	4%	5%

주: 입국자는 헝가리, 영국, 홍콩, 뉴질랜드, 대만, 한국은 방문자기준 나머지는 관광입국자기준, 출국자는 내국인출국자수 기준
 자료: WTO, Compendium of Tourism Statistics, 2006 Edition, UN 키움증권 리서치센터 정리

지역별 여행 경쟁력 현황



자료: 세계경제포럼 2007

현시점에서 여행 산업을 더욱 매력적이게 하는 요소

확대되는 항공자유화

항공 자유화로
좌석 공급확대 →
항공가격하락 →
여행수요확대

항공자유화 협정이 속속 체결되고 있다. 항공자유화는 각 국의 정부가 주도하던 노선배정을 없애고 자율 경쟁을 유도하는 제도로 현재 우리나라는 07년 협정이 발효된 말레이시아를 포함하여 미국, 태국, 중국 등 7개 국가와 항공자유화를 시행 중이다. 항공자유화는 자연스럽게 여행업에서 가장 중요한 자원이라 할 수 있는 항공좌석의 공급을 확대시킬 전망이다. 또한 항공자유화 협정은 저가 항공사의 시장 진입이 용이하게 하여 궁극적으로 항공권의 가격하락을 가져올 것으로 예상된다. 전체 비용의 50%를 차지하는 항공권 가격의 하락은 여행상품 가격의 하락으로 이어질 수 있는데, 고관여 제품이면서도 가격에 민감한 여행수요가 여행상품의 가격 하락에 따라 확대될 수 있을 것으로 기대한다.

수요가 많은
단거리 지역의
항공좌석 공급

최근 진행되고 있는 항공자유화가 주로 놀라운 여행수요 증가 지역인 단거리 노선을 중심으로 이루어지고 있다는 점도 현시점에서 주목해야 한다. 06년 6월 중국과 산둥성과 해남도를 항공자유화 시범지역으로 선정하고 이외의 지역에 대해서는 실질적으로 자유화 수준인 신규노선 신설과 기존 노선 운항횟수의 대폭 증대에 합의하였다. 06년 6월의 중국과의 항공자유화 협정 이후 실제로 항공 노선은 크게 증가하였고, 중국으로의 여행객수도 크게 증가하고 있는 것으로 파악되었다. 07년 1분기 하나투어와 모두투어의 중국 여행객은 전년 동기 대비 각각 156%와 160% 증가하였다.

현재의 자유화 현황을 보면, 중국은 2010년까지 단계적으로 전지역으로 항공자유화를 확대할 예정에 있고 말레이시아가 금년(07년 1월)부터 시작하였고, 08년에는 베트남, 10년에는 캄보디아 미얀마, 우크라이나 등의 지역이 항공자유화를 앞두고 있다. 이들 지역은 우리나라의 중심 여행권역이라 할 수 있어 소득증가에 따라 여행수요의 빠른 증가가 기대된다.

06년 6월 항공자유화 협정 전후 중국노선 항공편 변화

(단위: 편/주)

	자유화 전('06.06.16 이전)	자유화 후('06.8.31기준)	06년 9월 운수권 배분 후
중국노선	511	662	
항공자유화지역	99	182	1,000회까지 증가 예상
기타지역	412	480	

자료: 건설교통부 키움증권 리서치센터

여객 항공자유화 체결 국가 현황

여객 자유화 체결 시기	국가
1990년	몰디브
1998년	미국
2001년	칠레
2002년	페루
2006년	태국, 중국, 아제르바이잔
2007년	말레이시아
2008년	베트남
2010년	캄보디아, 미얀마, 우크라이나

자료: 건설교통부, 키움증권 리서치센터 정리

무비자 국가 확대

06년 일본 무비자 전환 후 여행객 급증

일본의 방문비자면제가 된 이후 06년 일본으로의 여행객수는 빠르게 증가한 것으로 나타났다. 06년 하나투어와 모두투어의 일본 여행객은 전년 대비 각각 103.5%와 75.9% 성장하였다. 06년 엔/원 환율 하락에 따른 수요증가분도 있었으나, 이를 제거하더라도 40%와 30%의 성장이 비자 면제에 따른 수요증가인 것으로 추정한다. 방문비자 면제는 근본적으로 여행준비 과정을 간단화하여 수요를 확대하는 효과가 있어 보인다.

미국 상원 비자 면제국 확대법안 승인

일본에 이어 미국의 방문비자 면제 가능성도 높아지고 있다. 지난 3월 미국 상원이 비자 없이 90일 동안 체류할 수 있는 미국 비자 면제국 확대법안을 승인하면서 우리나라가 비자 면제국으로 전환되는 것에 대한 기대가 커진 상황이다. 우리나라가 미국 비자 면제국에 포함될 경우, 여행업계에 미치는 긍정적인 영향은 매우 클 것으로 추정한다. 앞서 일본 비자면제의 경우와 같이 미국으로의 여행수요는 빠르게 증가할 수 있을 것으로 기대한다.

국내 여행사들의 미국 송객수 빠르게 하락

미국 비자 심사가 강화된 04년 이후 미주지역으로의 송출객수 비중은 크게 하락하였다는 점을 고려하면 비자 면제가 가져다 주는 긍정적인 효과는 클 것으로 판단된다. 하나투어와 모두투어 모두 송객수 기준에서 미주지역 비중은 03년을 최고에 달한 이후 지속적으로 하락하고 있다.

하나투어 및 모두투어의 일본 여행객 수

	일본여행객		일본여행객증가율		원/100엔 환율	원/엔 환율 변동률
	하나투어	모두투어	하나투어	모두투어		
2001년	15,878	-	-	-	114.20	-
2002년	26,484	-	66.8%	-	131.06	14.8%
2003년	39,312	21,157	48.4%	-	118.67	-9.5%
2004년	52,805	25,075	34.3%	18.5%	107.17	-9.7%
2005년	72,191	32,788	36.7%	30.8%	102.88	-4.0%
2006년	146,914	57,681	103.5%	75.9%	118.03	14.7%

자료: 각 사, 한국은행, 키움증권 리서치센터 정리

하나투어 및 모두투어 지역별 송객 비중

	중국	일본	유럽	미주	동남아	남태평양
하나투어						
2002	17	12	8	5	41	13
2003	13	16	8	6	41	11
2004	21	13	7	4	45	8
2005	25	13	6	3	41	8
2006	21	16	6	2	43	8
모두투어						
2002	19	11	5	4	45	14
2003	18	19	7	10	37	9
2004	19	14	7	9	44	8
2005	20	13	7	7	44	8
2006	17	14	7	2	51	9

주: 하나투어의 국내 여행 비중은 표에서 제외되어 있음 (매년 3% ~ 5% 수준)

자료: 각 사

**미국 입국자 수는
전체 출국자의
7% 수준에 그침**

06년 기준 한국 국적자의 미국 입국자수는 국내 총 출국자의 6.9% 수준에 그치는 것으로 추정된다. 미국 비자 면제국인 일본의 경우 전체 출국자 중 22.6%가 미국으로 입국한 것으로 집계되었다. 일부에서는 일본의 미국 입국자 비중이 우리나라와 마찬가지로 점차 작아지고 있는 것을 우려하기도 하나, 이는 최근 동남아 등 미국 이외의 지역에 많은 관광자원이 개발되고 있는 것이 원인이라고 판단한다. 우리나라의 경우 아직 미국의 관광자원을 접할 기회가 많지 않았기 때문에 무비자 협정이 발효될 경우 장기적으로 이를 이용하려는 수요는 빠르게 증가할 수 있을 것으로 전망한다.

다만, 장거리 노선인 만큼 일본의 경우보다는 효과가 느리게 나타날 수 있다. 그러나 장거리 노선은 단거리 노선에 비하여 수익성이 높은 만큼 여행사의 수익에 기여하는 정도는 일본의 무비자화와 비교하여 차이가 크지는 않을 전망이다.

한국과 일본 출국자 중 미국 입국자 비중

	미국 입국자수(명)		출국자수(명)		출국자중 미국 입국자 비중	
	한국인	일본인	한국	일본	한국	일본
1996년	749,474	5,182,555	4,649,251	16,690,000	16.1%	31.1%
1997년	746,550	5,367,578	4,542,159	16,800,000	16.4%	31.9%
1998년	364,061	4,885,369	3,066,926	15,810,000	11.9%	30.9%
1999년	498,643	4,826,077	4,341,546	16,360,000	11.5%	29.5%
2000년	661,844	5,061,377	5,508,242	17,818,590	12.0%	28.4%
2001년	617,892	4,082,661	6,084,476	16,215,657	10.2%	25.2%
2002년	638,697	3,627,264	7,123,407	16,522,804	9.0%	22.0%
2003년	617,573	3,169,682	7,086,133	13,296,330	8.7%	23.8%
2004년	626,595	3,747,620	8,825,585	16,831,112	7.1%	22.3%
2005년	705,093	3,883,906	10,077,619	17,403,565	7.0%	22.3%
2006년 E	799,597	3,986,873	11,609,879	17,650,000	6.9%	22.6%

주: 1. 일본은 미국과 무비자 협정
 2. 2006년 미국 입국자수는 11월까지 집계를 바탕으로 당사가 추정한 것임(11월 미국 입국자수를 한 번 더 더함)
 자료: 한국관광공사, JTB, OTTI, 키움증권 리서치센터 정리

**미국
90일 무비자 추진 현황**

미국은 비자 없이 90일 동안 체류할 수 있는 미국 비자 면제국 확대법안을 승인하였다. 새롭게 승인된 비자면제(VWP) 확대법안은 대테러전쟁에 동참하는 우방국에 한해, 해당국의 비자거부율과 체류시한 위반비율을 기존 3% 이내에서 10%로 크게 완화시킨다는 내용을 담고 있다. 한국은 지난 2년간 각각 3.2%, 3.5% 수준의 미국비자 거부율로 3% 조건을 맞추지 못했던 만큼 10% 미만으로 기준이 완화될 경우 비자 면제국이 될 가능성은 커졌다고 할 수 있다. 비자면제국 확대법안은 향후 구성되는 상하 양원 조정위원회가 막후 협의에서 채택된 후, 상하양원에서 각각 최종 법안을 재승인 한 후 대통령이 서명하는 것으로 발효되게 된다.

**우리정부,
전자여권 발급을 위한
여권법 개정안 입법 예고**

그러나 실질적으로 미국 비자 면제국에 포함되기 위해서는 해당 국가가 여행자의 정보를 담은 생체칩이 들어가서 즉석 검색이 가능한 첨단 전자여권을 반드시 발급해야 하는 조건이 있다. 우리 정부는 지난 3월 22일 내년 7월부터 지문을 담은 전자여권을 발급하기 위해 여권발급 신청 대행제도를 폐지한다는 내용의 여권법 개정안을 입법예고 했다. 입법 예고안은 전자여권에 지문 정보를 넣고 여권 발급 기관이 신청자의 지문을 채취하기 위해 여행사 등을 통한 여권 발급신청 대행제도를 폐지하는 내용을 포함하고 있다.

여기에 산업내 경쟁 강도도 낮은 수준

**아직 과점화 단계를
거치지 않은 여행산업**

여행업의 참여자간 경쟁은 절대적으로 낮은 수준이다. 하나투어, 모두투어, 롯데관광, 자유투어 등 상위 4개 여행사의 패키지 여행객이 전체 여행목적 출국자의 26.5%에 불과하다. 과거 소매 여행사들이 각각 직접 여행상품을 계획하고 모객까지 했던 여행산업은 완전경쟁 시장이었다. 그러나 강력한 규모의 경제를 실현하는 도매 여행사들의 등장으로 여행산업은 구조적인 변화를 겪고 있다.

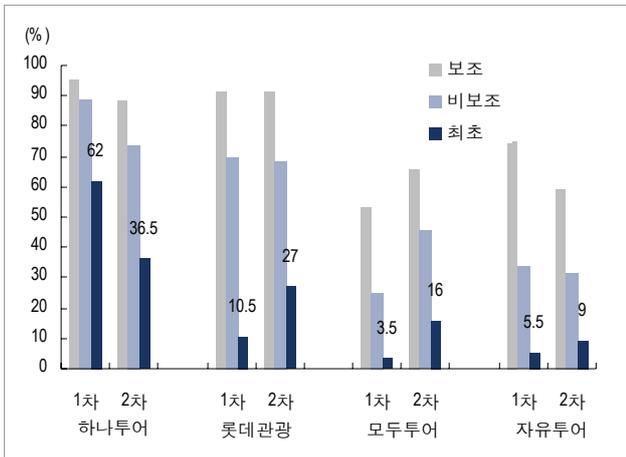
**도매 여행사와
소규모 소매여행사의
동업화
→ 도매 여행사의
무리 없는 시장 확대**

당사는 도매 여행사의 지배력 확대 가능성에 무게를 둔다. 도매 여행사는 시장 과점화 과정의 중심에 있으면서 소규모 여행사와 상생의 관계를 형성할 가능성이 높아 보이기 때문이다. 하나투어와 모두투어의 경우 오랜 기간 쌓아온 소매 여행사와의 신뢰관계를 바탕으로 소규모 소매 여행사를 동업자로 흡수해 가고 있다. 도매 여행사와 소매 여행사와의 관계는 도매 여행사가 규모의 경제를 바탕으로 풍부한 여행상품을 소매 여행사에 공급하고 소매 여행사가 이를 판매 하면 9% ~ 11% 수준의 수수료를 지급하는 관계이다. 최근 브랜드 인지도가 높아진 하나투어와 모두투어가 다양한 상품을 저렴한 가격에 공급해 줌에 따라 소형 소매 여행사들은 단독으로 여행상품을 개발하여 판매할 때보다 도매 여행사의 상품을 판매하는 것이 오히려 안정적인 수익을 확보할 수 있게 되었다.

**도매여행으로
신규 진입하기도 어려움**

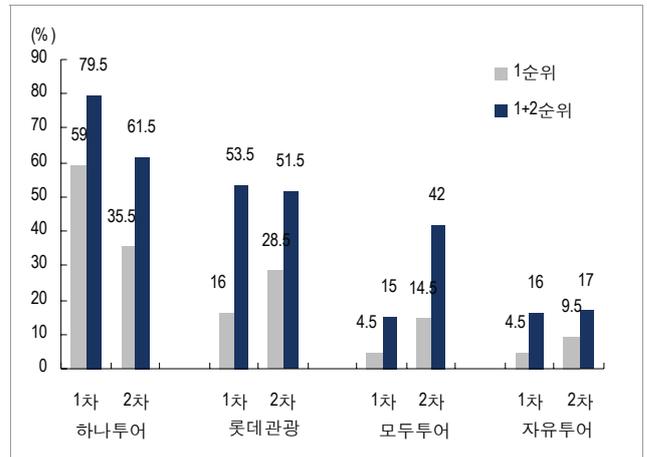
도매 여행업의 가장 중요한 성공 요인은 규모의 경제 뿐만 아니라 소매 여행사와의 우호적 관계이기 때문에 금전적인 경쟁력을 무기로 시장에 진입하기 쉽지 않아 보인다. 모두투어와 하나투어는 오랜 기간 동안 쌓아온 인적 네트워크를 국내외에 확보하였기 때문에 안정적인 도매 영업이 가능하나 신규사업자가 이러한 도매 여행업의 경쟁력을 쌓기까지는 많은 시간과 노력이 필요할 것으로 판단한다.

주요 여행사 브랜드인지도



자료: 모두투어

향후 이용하고 싶은 여행사



자료: 모두투어

하드블럭 폐지에 따른 우려? NO

빠르게 증가하고 있는
수요 감소 시
수익성 하락은 기우

하드블럭은 항공사로부터 대규모의 좌석을 일괄 구입을 통해 좀더 저렴한 가격에 항공권을 확보하는 것을 의미하는데, 도매 여행사가 형성하는 규모의 경제의 핵심이다. 최근 대한항공이 이러한 하드블럭의 관행을 폐지하기로 하면서 도매여행사들의 수익성 악화에 대한 우려가 제기되고 있다. 당사는 하드블럭 폐지에 따른 수익성 악화라는 시장의 우려는 폭발적으로 증가하고 있는 수요를 고려할 때, 기우에 불과하다고 판단한다. 국내 항공사의 하드블럭 폐지에 따라 여행사가 취할 수 있는 방법은 1) 국내 항공사의 하드블럭을 대체할 좌석을 확보하여 가격 경쟁력을 유지하는 방법과 2) 하드블럭 폐지에 따른 국내 항공사 항공권 가격 상승분을 여행상품 가격에 반영하는 방법이 있다.

여전히 저렴한 가격의 패키지 상품 공급가능

하드블럭 구성할
항공사는 多

먼저 하드블럭 폐지가 첫 번째 요인인 원가경쟁력에 심각한 영향을 줄 것인지에 대해서 살펴보자. 지금까지 하드블럭을 구성했던 동남아 및 중국 노선은 이미 다양한 단거리 노선에는 이미 외항사들의 운항이 활발한 노선이다. 특히, 중국의 경우 06년 항공자유화 및 노선확대 협정으로 외항사의 운항횟수가 빠르게 증가하고 있고 후발 진입한 항공사의 경우 안정적인 좌석판매를 위해 하드블럭을 적극적으로 이용하기를 원하는 것으로 파악되고 있다. 따라서 국내 항공사의 하드블럭 폐지에도 불구하고 후발 항공사와 하드블럭 계약을 할 수 있기 때문에 기존의 가격 경쟁력을 유지할 수 있을 것으로 추정한다.

필요하다면 여행상품 가격에 원가 상승을 반영 가능

국내 항공사를 선호하는
소비자는
높은 가격의
수용의사가 있는 소비자

다음으로 항공 원가의 상승을 가격에 반영시킬 수 있는지의 문제이다. 1) 빠르게 증가하는 여행수요와 2) 대형 여행사들이 쌓아 놓은 상품에 대한 신뢰도를 가만하면 충분히 가능할 것으로 전망한다. 국내 항공사만을 이용하고자 하는 고객은 국내 항공사의 높은 가격을 수용할 의사가 있는 소비자로서 원가 상승을 여행상품 가격에 반영하더라도 수요 이탈이 크지 않을 것으로 보인다. 특히 높은 가격을 수용할 의사가 있는 고객은 양질의 서비스에 대한 확신이 있을 때 여행상품을 구매할 가능성이 높다. 따라서 높아진 항공권 가격을 반영하여 고가의 여행상품을 구성할 경우, 고객들은 상대적으로 브랜드 인지도가 낮은 소규모 여행사의 상품보다는 높은 브랜드 인지도와 신뢰도를 확보한 국내 대형 여행사의 제품을 선택할 가능성이 높다. 여행상품이 무형의 서비스로 실제로 소비하기 전까지는 상품의 질을 알 수가 없고 상대적으로 고가의 상품이기 때문에 여행산업에서 상품 공급업체의 신뢰도는 매우 중요한 경쟁력이다. 가격 경쟁력을 무기로 성장한 하나투어와 모두투어와 같은 도매 여행사가 이제는 높은 브랜드 인지도와 신뢰도를 형성하면서 여행상품에 대한 수요의 가격 탄력도를 떨어뜨리고 있다.

모두투어 패키지 상품에 사용되는 항공사

순위	동남아	미주	유럽	남태평양	일본	중국	특수지역	괌/사이판
1	대한항공	유나이티드에어라인즈	대한항공	아시아나	아시아나	대한항공	에미레이트	아시아나
2	아시아나	아시아나	루프트한자	대한항공	대한항공	아시아나		
3	케세이퍼시픽	대한항공	아시아나	퀀타스	재팬에어라인즈	베트남항공		
4	타이항공	에어캐나다	에어프랑스	재팬에어라인즈	노스웨스트에어라인	심천항공		
5	가루다	하와이안에어라인즈	KLM	케세이퍼시픽	전일본공수	남방항공		
6	베트남항공	재팬에어라인즈	케세이퍼시픽	에어뉴질랜드		상하이항공		
7	차이나에어라인	싱가폴항공	터키에어라인즈	싱가폴항공				
8	필리핀항공	노스웨스트에어라인	에미레이트					
9	싱가폴항공	어메리칸에어라인	아리타리아					
10	재팬에어라인즈	델타항공	남아프리카항공					
기타	말레이시아, 에바항공, 로얄부르네 이에어라인즈, 유니에어웨이즈, 코포레이션, 에어인디아, 부흥항공	US 에어웨이즈, 에어웨이즈	차이나에어라인, 브라디보스톡, 에어라인즈, 에어인디아, 스위스					

자료: 모두투어

주목해야 할 업체 1. 하나투어

누가 뭐라 해도 1등 여행사

새로운 시도의 연속
→ 대부분 성공적

하나투어는 누가 뭐라 해도 1등 여행사이다. 사업상 리스크를 안으면서도 새로운 시도를 통해 더 큰 수확을 얻어냈던 업체라는 점에서 더욱 의미있는 1등이라 판단한다. 하나투어는 1) 02년 2월 하나투어리스트를 통해 대중에게 브랜드를 알리는 시점부터 이슈메이커였다. 하나투어리스트는 신문광고를 통해 모객을 하는 사업으로 기존 소매여행사들과 직접적인 경쟁자로 시장에 진입하는 모양세였다. 이 사건으로 소규모 소매여행사들은 하나투어 상품 불매운동까지 벌이는 상황이 발생하였다. 그럼에도 불구하고 신문광고를 시작으로 알려지기 시작한 하나투어 브랜드는 하나투어의 가장 강력한 경쟁력이 되었다. 2) 같은 해 8월 이마트와 여행사 입점 계약을 하여 여행상품을 팔 수 있는 신규 유통망을 개척했다. 이 역시 초기에는 소매여행사들의 반발을 받아야만 했다. 그러나 현재는 제휴사를 통한 판매채널은 하나투어 매출의 10%를 구성하는 중요한 유통채널이 되었다. 3) 하나투어의 높아진 브랜드 인지도를 바탕으로 05년 5월에 하나투어 전문판매 대리점 제도를 운영하여 보다 효과적인 판매채널을 개발하였다. 전문판매점을 통해 판매되는 물량은 전체 매출의 40%에 이르고 있다. 전문판매점이 가지는 또 하나의 의미는 소비자에게 하나투어의 브랜드를 더욱 자연스럽게 알리는 계기가 된 것으로 동사의 브랜드 파워는 더욱 커졌다. 다양한 시도를 통해 하나투어는 여행산업의 구조를 바꾸었다. 또 규모의 경제를 확보함에 따라 소비자 후생도 높이는 순기능적 역할을 했다. 이러한 과정을 거치면서 하나투어는 질 좋은 여행상품을 공급하며 브랜드 인지도를 여행사의 신뢰도 상승으로 전이시키는데 성공한 것으로 평가한다.

브랜드 인지도 49.2%
Vs 송객 점유율 13.1%

하나투어의 시장 점유율이 06년 13.1%에 그치고 있다는 사실은 매우 놀랄만하다. 2006년 7월 여행신문의 조사에 따르면 하나투어의 브랜드 인지도는 49.2%에 이르고 있기 때문이다. 또한 모두투어가 07년 2월 조사한 향후 이용하고 싶은 여행사를 꼽으라는 설문에서 35.5%가 하나투어를 1순위로 꼽았다. 물론, 06년 하반기 브랜드 광고를 진행했던 모두투어 및 롯데관광으로 호의도가 많이 이전된 것은 사실이다. 그러나 하나투어는 의향을 갖고 찾아온 고객에게 자사의 상품을 팔 가능성이 가장 높은 회사라고 판단한다. 다양한 상품을 확보하고 있기 때문이다. 따라서 현재 브랜드 인지도 및 구매의향에 비하여 현저히 낮은 시장점유율은 궁극적으로 브랜드 인지도 및 구매의향의 수준으로 수렴해 갈 것으로 기대한다.

누구나 말하는
하나투어의 경쟁력:
규모의 경제

하나투어의 가장 큰 경쟁력은 규모의 경제이다. 여행산업에서 의미하는 규모의 경제는 구색 갖추기가 가능하다는 의미이다. 고객이 원하는 날짜에 원하는 지역으로의 출발을 가능하게 하는 것이다. 해외 관광수요가 빠르게 확대되고 있는 현 상황은 구색 갖추기가 가장 큰 힘을 발휘하는 시점이다. 앞서 언급한 바와 같이 어떤 사람이 해외여행을 계획하면 35.5%가 가장 먼저 하나투어에서 자신이 원하는 여행상품을 찾아 볼 것으로 추정된다. 이때 하나투어는 다양한 상품을 보유하고 있기 때문에 이 소비자가 하나투어에서 자신이 원하는 상품을 찾는데 성공할 가능성이 크다. 더구나 하나투어는 이 상품들을 상대적으로 싸게 공급하고 있기 때문에 이 소비자가 하나투어의 상품을 구매할 가능성은 매우 커지게 되는 것이다.

주목해야 할 업체 2. 모두투어

전형적인 벤치마크 전략으로 성공적인 점유율 증대

모두투어는 전형적인 벤치마크 전략으로 성공한 업체이다. 철저하게 하나투어를 벤치마크하며 성장하고 있다. 그래서 하나투어의 성장과정을 압축하여 보여줄 것을 기대한다. 이는 중장기적으로 모두투어에게는 숙제일 수 있는데, 한발 앞서서 투자를 단행하는 하나투어에 이어 언제나 2위에 머무를 수 밖에 없을 가능성이 높기 때문이다. 투자자 입장에서는 모두투어가 1위가 되지 않더라도 문제가 될 것은 없어 보인다. 우리나라의 도매 여행업은 2위 업체가 충분히 풍요로움을 누릴 수 있을 만큼 성장성이 높다고 판단하기 때문이다.

벤치마크 1. 브랜드 마케팅

모두투어의 가장 대표적인 벤치마크는 브랜드 마케팅이었다. 대표적인 미투 전략이었지만 다른 전략에 비해 하나투어의 전략 도입 시점과 가장 큰 차이가 있었던 전략인 것으로 판단한다. 05년 IPO 이후에도 모두투어는 브랜드의 높은 가치를 다소 인지하지 못하고 주로 제휴마케팅 및 베스트파트너 전략을 통해 경쟁력을 확보하려는 전략을 세웠던 것으로 추정된다. 그러나 브랜드 인지도의 중요성을 알고 브랜드 마케팅을 시작하면서부터는 하나투어가 힘들게 형성해 놓은 ‘도매여행사의 브랜드 광고도 필요하다’는 산업적 인식전환 위에서 소매여행사와의 불편함 없이 브랜드마케팅을 공격적으로 진행할 수 있었다. 이에 따라 단기에 효과적으로 브랜드 인지도를 높일 수 있었고 높아진 브랜드 인지도에 걸맞은 여행상품을 제공하여 모두투어 역시 고객들에게 신뢰를 심어주고 있다. 하나투어가 오랜 시간에 걸쳐 형성한 것을 모두투어는 단기에 획득한 것이다. 이것이 2위사가 하는 벤치마크 전략의 백미가 아닐까 한다.

벤치마크 2. 제휴사를 통한 판매

모두투어는 04년 제휴사를 통한 여행상품 판매를 시작하였다. 02년 하나투어가 신세계 이마트와 제휴를 한 이후 1년 6개월 정도의 시간이 흐른 뒤이다. 제휴사를 통한 여행상품 판매는 상대적으로 브랜드를 내세우지 않고 모두투어의 안정적인 여행상품 공급 역사만으로도 진행하기에 충분히 수월한 사업이라 할 수 있다. 제휴사와의 계약이 체결되면 공급하는 여행사의 브랜드는 중요하지 않기 때문이다. 즉 제휴사 자체의 신뢰도를 기반으로 여행상품을 구매하게 되어 상대적으로 브랜드가 잘 알려지지 않은 여행사에게 유리한 판매방법이다. 이러한 이유로 제휴마케팅은 모두투어의 브랜드가 알려지지 않았던 05년 전체 송객의 20%를 구성할 정도로 성공적인 전략이었다. 물론, 이 역시 하나투어가 소매여행사들의 반발을 감수하며 만들어 놓은 신규채널인 것이다. 06년에도 제휴사를 통한 송객은 전체의 25%에 이르고 있다.

벤치마크 3. 베스트파트너 판매

하나투어 전문판매 대리점과 동일한 의미를 가진 베스트파트너를 05년 1월과 7월에 모집하여 운영하였다. 그러나 모두투어가 본격적으로 베스트파트너의 질을 개선하고 적극적으로 관계를 형성해 가기 시작한 것으로 06년 7월부터라고 할 수 있다. 05년 실시했던 베스트파트너 전략은 모두투어라는 브랜드 인지도가 형성되지 못했던 시기에 실시되어 효과적인 운영을 할 수 없었던 것으로 추정한다. 동사의 베스트파트너가 송객 인원수에서 차지하는 비중은 05년 11%에서 06년 27%로 성장하였다. 하나투어가 전체 매출 중 40%를 전문판매 대리점에서 판매한다는 점을 고려하면 브랜드 인지도가 높아진 모두투어 역시 베스트파트너의 모객이 늘어날 여력은 커 보인다.

하나투어 (039130)

브랜드의 강력함을 부정하지 말라

동사 주가는 3월 급등 이후 국내 항공사의 하드블록 폐지에 따른 수익성 약화에 대한 우려로 조정 중에 있다. 그러나 1) 항공자유화에 따른 항공좌석 공급증가, 2) 폭발적인 여행수요 증가, 3) 높은 브랜드 신뢰도를 고려할 때 수익성은 오히려 개선 가능성이 높은 것으로 판단된다.

BUY (Initiate)

주가(4/27) 67,800원
 목표주가 90,000원

■ 투자 의견 BUY 및 목표주가 90,000원으로 분석 시작

하나투어에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 90,000원으로 분석을 시작한다. 목표주가 90,000원은 07년 EPS 대비 P/E Multiple 30x를 적용하여 산출하였다. 목표 주가의 연도별 P/E Multiple 수준은 07년 30X에서 08년 23.7x, 09년에는 18.4X로 하락한다. 또한 09년 이후에도 20% 이상의 이익성장이 가능할 것으로 전망되어 동사의 Multiple이 과도한 수준은 아니라고 판단한다.

■ 누가 뭐라 해도 1등 여행사

동사의 시장 점유율 13.2%는 동사의 브랜드 인지도(49.2%, 06년 7월 여행신문 조사) 및 구매의향(35.5%, 07년 2월 모두투어 조사)에 비하여 현저히 낮은 수준이다. 동사가 보유한 다양한 상품구색과 가격 경쟁력, 소규모 소매업체와의 협력관계를 고려할 때, 점유율은 구매의도 및 브랜드 인지도 수준으로 상승할 것으로 전망한다.

■ CRM 그 Powerful함이 기대

08년 본격적으로 가동될 CRM 시스템은 고객 정보를 소매업체들과 공유하면서 고객에게 적절한 여행상품을 추천할 수 있는 여건을 마련해 준다는 점에서 여행시장의 패러다임을 다시 한번 바꿔 줄 것으로 기대한다. 특히 향후 계획하고 있는 “여행 마일리지 시스템”은 동사 여행상품에 대한 재구매율을 크게 높여 줄 것으로 기대된다. 항공사 마일리지 제도에 따라 신용카드 가입자수가 달라지는 점 등을 고려하면 여행 마일리지 제도는 매우 효과적인 마케팅 방법이라고 판단한다.

Stock Data

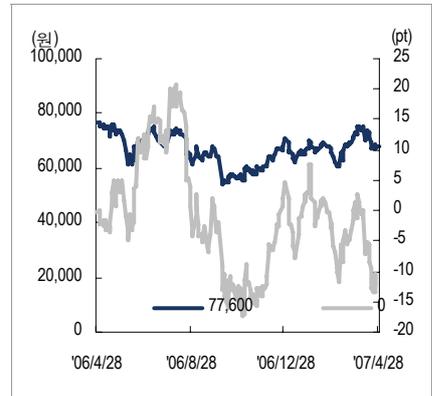
KOSDAQ(4/27)	675.52pt		
시가총액	7,876억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	77,000원	54,000원	
최고/최저가 대비 등락율	-11.9%	25.6%	
수익률	절대	상대	
	1M	-3.8%	-9.2%
	6M	21.3%	6.0%
	1Y	-12.6%	-10.1%

Company Data

발행주식수	11,616천주	
일평균 거래량(3M)	56천주	
외국인 지분율	0.0%	
배당수익률(06.E)	1.5%	
BPS(06.E)	9,901원	
주요 주주	박상환	9.1%
	권희석	7.0%
매출구성(2006)	관광알선수익	67.8%
	항공권대매수익	25.8%

투자지표	2005	2006	2007E	2008E	2009E
매출액(억원)	1,110	1,663	2,158	2,579	3,032
증감율(%YoY)	39.2	49.8	29.8	19.5	17.6
영업이익(억원)	178	302	448	561	732
증감율(%YoY)	50.5	70.1	48.2	25.3	30.5
EBITDA(억원)	190	319	465	577	748
경상이익(억원)	232	339	499	626	807
순이익(억원)	166	233	347	438	565
EPS(원)	1,613	2,196	2,988	3,773	4,866
증감율(%YoY)	55.9	36.1	36.1	26.3	29.0
PER(배)	16.7	29.5	22.7	18.0	13.9
PBR(배)	6.6	8.1	6.8	5.5	4.4
EV/EBITDA(배)	13.3	18.2	14.8	11.4	7.7
영업이익률(%)	16.0	18.2	20.8	21.8	24.2
ROE(%)	47.3	34.6	33.4	33.9	35.1
순부채비율(%)	-59.5	-111.5	-117.4	-117.6	-116.7

Price Trend



하나투어 목표 주가 산정

A: 하나투어 목표 시가총액 (= B * C)	억원	10,413
B: 07년 하나투어 당기순이익	억원	347
C: 하나투어 목표 P/E Multiple	배	30
D: 하나투어 총 주식수	주	11,616,185
E: 하나투어 목표주가 (= A/D)	원	89,640

자료: 키움증권 리서치센터

목표 시가 총액의 Valuation 수준

목표 시가총액 (억원)	목표 시가총액 대비 각 연도별 P/E Multiple				
	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년
10,410	30.0	23.7	18.4	15.0	11.8

자료: 키움증권 리서치센터

업체별 관광목적 출국자수 점유율

	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년
하나투어	8.6%	10.4%	13.2%	15.5%	16.1%	16.7%	16.7%
모두투어	4.1%	4.7%	6.1%	7.5%	8.8%	9.8%	10.4%

자료: 한국관광공사, 각 사, 키움증권 리서치센터

하나투어 분기별 수익전망

	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07E	3Q07E	4Q07E	1Q08E	2Q08E	3Q08E	4Q08E	06년	07년E	08년E
전체 송객수(천명)	305	296	351	355	417	361	460	461	467	435	551	547	1,308	1,700	2,000
패키지 송객수(천명)	200	197	244	253	315	272	341	319	371	327	443	381	894	1,247	1,522
영업수익	397	319	486	460	499	422	668	570	580	489	840	670	1,663	2,158	2,579
영업이익	114	29	120	40	135	53	209	52	165	72	285	40	302	448	561
영업이익률	28.7%	9.0%	24.7%	8.6%	27.0%	12.5%	31.3%	9.1%	28.4%	14.7%	33.9%	5.9%	18.2%	20.8%	21.8%
경상이익	121	27	141	50	148	66	223	62	180	88	302	56	339	499	626
경상이익률	30.3%	8.6%	28.9%	11.0%	29.6%	15.7%	33.4%	10.9%	31.1%	18.0%	35.9%	8.4%	20.4%	23.1%	24.3%
당기순이익	86	17	97	33	103	46	154	43	126	62	211	39	233	347	438

자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터 추정

[하나투어]

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2005	2006	2007E	2008E	2009E
매출액	1,110	1,663	2,158	2,579	3,032
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,110	1,663	2,158	2,579	3,032
판매비 및 일반관리비	933	1,361	1,711	2,018	2,300
노무비	286	395	547	756	1,045
감가상각비	12	16	16	14	14
판매비	55	93	121	145	170
기타	580	856	1,027	1,103	1,070
영업이익	178	302	448	561	732
영업외수익	73	74	92	102	112
이자수익	11	17	35	44	55
외환관련이익	2	8	8	8	8
지분법평가이익	26	31	31	31	31
자산평가차분이익	24	12	12	12	12
기타	10	6	6	6	6
영업외비용	19	37	42	37	37
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련비용	2	5	5	5	5
지분법평가손실	17	32	32	32	32
자산평가차분손실	0	0	0	0	0
기타	1	1	5	1	1
경상이익	232	339	499	626	807
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전순이익	232	339	499	626	807
법인세	66	106	151	187	242
법인세율(%)	28.3%	31.3%	30.4%	29.9%	30.0%
순이익	166	233	347	438	565
EBITDA	190	319	465	577	748
증감율(%YoY)					
매출액	39.2	49.8	29.8	19.5	17.6
영업이익	50.5	70.1	48.2	25.3	30.5
EBITDA	50.2	68.0	45.7	24.1	29.7
경상이익	48.5	46.1	47.0	25.5	29.1
순이익	56.8	40.0	48.9	26.3	29.0
EPS	55.9	36.1	36.1	26.3	29.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2005	2006	2007E	2008E	2009E
영업활동현금흐름	188	675	576	715	845
당기순이익	166	233	347	438	565
감가상각비	12	16	16	14	14
무형자산상각비	0	0	1	1	2
외화환산손실(이익)	0	0	1	1	1
지분법평가손실(이익)	-10	0	0	0	0
기타	13	58	50	141	149
순운전자본 감소	7	366	160	118	114
투자활동현금흐름	-157	-260	-247	-323	-343
투자자산 순투자	17	-37	-37	-37	-37
유형자산 투자	-298	-24	-24	-24	-24
유형자산 감소	0	0	0	0	0
무형자산 증가	-1	-3	-3	-3	-3
무형자산 감소	0	0	0	0	0
기타	125	-197	-184	-260	-280
재무활동현금흐름	12	187	-103	-139	-181
단기차입금 증가	0	0	0	0	0
유동성장기차입금 상환	0	0	0	0	0
사채 증가	0	0	0	0	0
장기차입금 증가	0	0	0	0	0
자본 증가	23	644	0	0	0
배당금 지급	-45	-72	-103	-139	-181
기타	34	-386	0	0	0
순현금흐름	42	601	225	253	321
기초현금	77	119	720	946	1,198
기말현금	119	720	946	1,198	1,519

주: 과거 Multiples는 평균주가, 평균시가총액 기준

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2005	2006	2007E	2008E	2009E
유동자산	457	1,362	1,754	2,173	2,653
현금 및 현금등가물	119	720	946	1,198	1,519
단기금융상품	132	313	406	485	570
시장성유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	104	160	183	227	255
재고자산	0	0	0	0	0
기타	102	169	220	263	309
고정자산	408	476	544	611	679
투자자산	105	163	221	278	336
투자유가증권	83	130	178	226	275
기타	22	33	43	52	61
유형자산	303	310	318	327	336
무형자산	1	3	5	6	7
자산총계	866	1,839	2,298	2,784	3,332
유동부채	438	907	1,140	1,345	1,533
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타	438	907	1,140	1,345	1,533
고정부채	6	5	7	8	9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타	6	5	7	8	9
부채총계	443	912	1,147	1,353	1,542
자본금	52	58	58	58	58
자본잉여금	3	607	607	607	607
이익잉여금	396	557	782	1,062	1,421
자본조정	-27	-295	-295	-295	-295
자본총계	423	926	1,151	1,431	1,790
총차입금	0	0	0	0	0
현금성자산	251	1,033	1,352	1,684	2,089
순차입금	-251	-1,033	-1,352	-1,684	-2,089
유동자산/자산(%)	52.8%	74.1%	76.3%	78.1%	79.6%
투자자산/자산(%)	12.1%	8.9%	9.6%	10.0%	10.1%
투자유가증권/자산(%)	9.6%	7.1%	7.7%	8.1%	8.2%
유형자산/자산(%)	35.0%	16.9%	13.8%	11.7%	10.1%

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2005	2006	2007E	2008E	2009E
주당지표(원)					
EPS	1,613	2,196	2,988	3,773	4,866
BPS	4,096	7,974	9,912	12,320	15,411
EBITDA per share	1,841	3,007	4,003	4,969	6,442
CFPS	1,733	2,355	3,135	3,910	5,002
DPS	600	750	1,050	1,365	1,775
Multiples(X)					
PER	16.7	29.5	22.7	18.0	13.9
PBR	6.6	8.1	6.8	5.5	4.4
EV/EBITDA	13.3	18.2	14.8	11.4	7.7
PCFR	15.5	27.5	21.6	17.3	13.6
수익성(%)					
영업이익률	16.0	18.2	20.8	21.8	24.2
EBITDA margin	17.1	19.2	21.5	22.4	24.7
경상이익률	20.9	20.4	23.1	24.3	26.6
순이익률	15.0	14.0	16.1	17.0	18.6
ROE	47.3	34.6	33.4	33.9	35.1
ROA	23.0	17.2	16.8	17.2	18.5
안정성(%)					
부채비율	104.9	98.5	99.6	94.5	86.1
순차입금비율	-59.5	-111.5	-117.4	-117.6	-116.7
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성(배)					
매출채권회전율	13.4	12.6	12.6	12.6	12.6
재고자산회전율	-	-	-	-	-
매입채무회전율	-	-	-	-	-

모두투어 (080160)

상승세를 거스르지 말라

최근 동사 주가는 연초 급등 이후 국내 항공사의 하드블록 폐지에 따른 수익성 약화에 대한 우려로 조정 중에 있다. 그러나 1) 단거리 노선의 항공좌석 공급증가, 2) 폭발적인 여행 수요 증가, 3) 빠르게 상승하는 브랜드 신뢰도를 고려할 때 수익성은 오히려 개선될 가능성이 커 보인다.

BUY (Initiate)

주가(4/27) 38,250원
목표주가 52,000원

■ 투자 의견 BUY 및 목표주가 52,000원으로 분석 시작

모두투어에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 52,000원으로 분석을 시작한다. 목표주가 52,000원은 07년 EPS에 하나투어의 목표주가 산정시 적용하였던 P/E Multiple 30x를 동일하게 적용하여 산정하였다. 하나투어 대비 상대적으로 현재의 경쟁력이 낮음에도 불구하고 동일한 Multiple을 적용하는 것은 모두투어의 브랜드 인지도가 높아지며 빠르게 점유율을 확대해 가고 있는 현재의 상승세에 가치를 부여하였기 때문이다.

■ 전형적인 Me Too 전략으로 성공적인 점유율 증대

동사의 패키지 송객수 성장세는 06년 하반기부터 하나투어를 추세적으로 앞지르며 점유율을 확대하고 있는 것으로 추정한다. 06년 하반기 진행된 공격적인 브랜드 마케팅의 성공으로 브랜드 인지도가 상승한 데 힘입은 영향이라고 본다. 당사는 모두투어의 시장점유율이 과거 2000년대 초 하나투어의 시장점유율 확대과정을 재현할 것으로 전망한다.

■ 놀라운 성과를 확인하며 주가는 다시 한번 도약할 전망

4월과 5월의 패키지 예약도 전년 대비 60% 이상 성장한 것으로 파악되고 있다. 이는 당사가 예상하고 있는 2분기 45% 수준의 송객 수 증가를 초과하는 수준이다. 이러한 예상을 뛰어넘는 실적은 동사의 성장성에 대한 신뢰도를 높여주며 향후 주가 상승의 원동력이 될 것으로 기대한다.

Stock Data

KOSDAQ (4/27)	675.52pt		
시가총액	3,213억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	41,700원	18,650원	
최고/최저가 대비 등락율	-8.3%	105.1%	
수익률	절대	상대	
	1M	-1.5%	-6.9%
	6M	87.5%	72.2%
	1Y	38.3%	40.9%

Company Data

발행주식수	8,400천주	
일평균 거래량(3M)	47천주	
외국인 지분율	0.0%	
배당수익률(06.E)	0.6%	
BPS(06.E)	7,195원	
주요 주주	우종웅	12.6%
	우리사주조합	11.6%
매출구성(2006)	관광알선수익	60.1%
	항공권대매수익	37.0%

투자지표	2005	2006	2007E	2008E	2009E
매출액(억원)	389	664	988	1,406	1,849
증감율(%YoY)	22.9	70.8	48.8	42.3	31.6
영업이익(억원)	32	98	185	297	430
증감율(%YoY)	6.9	204.9	89.1	61.0	44.9
EBITDA(억원)	35	102	190	303	437
경상이익(억원)	41	114	203	316	456
순이익(억원)	29	82	146	229	330
EPS(원)	451	1,028	1,737	2,724	3,933
증감율(%YoY)	-7.4	128.1	68.9	56.8	44.4
PER(배)	25.2	22.4	21.6	13.8	9.5
PBR(배)	5.6	4.0	5.2	3.9	2.8
EV/EBITDA(배)	19.6	13.9	9.7	5.9	5.8
영업이익률(%)	8.2	14.7	18.7	21.1	23.3
ROE(%)	28.4	26.1	26.9	32.3	34.4
순부채비율(%)	-92.9	-71.3	-62.6	-55.5	-60.4

Price Trend



모두투어 목표 주가 산정

A: 모두투어 목표 시가총액 (= B * C)	억원	4,376
B: 07년 모두투어 당기순이익	억원	146
C: 모두투어 목표 P/E Multiple	배	30.0
D: 모두투어 총 주식수	주	8,400,000
E: 모두투어 목표주가 (= A / D)	원	52,096

자료: 키움증권 리서치센터

목표 시가 총액의 Valuation 수준

목표 시가총액 (억원)	목표 시가총액 대비 각 연도별 P/E Multiple				
	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년
4,376	30.0	19.1	13.2	10.0	8.0

자료: 키움증권 리서치센터

전년 대비 패키지 송객 성장률 06년 하반기부터 모두투어가 하나투어보다 추세적으로 높아짐

	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07E	3Q07E	4Q07E
하나투어	75.9%	46.6%	39.3%	69.0%	57.4%	28.5%	29.9%	26.2%
모두투어	95.5%	43.9%	40.1%	73.7%	74.7%	34.2%	38.9%	28.8%

자료: 한국관광공사, 각 사, 키움증권 리서치센터

모두투어는 과거 2000년대 초 하나투어의 점유율 확대 과정을 재현할 전망

	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	모두투어	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년
하나투어	4.5%	5.7%	6.9%	7.4%	8.6%	10.4%	13.2%		4.1%	4.7%	6.1%	7.5%	8.8%	9.8%	10.4%

자료: 한국관광공사, 각 사, 키움증권 리서치센터 추정

모두투어 분기별 수익전망

	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07E	3Q07E	4Q07E	1Q08E	2Q08E	3Q08E	4Q08E	06년	07년E	08년E
패키지 송객수(천명)	92	92	109	119	153	134	166	153	202	174	241	213	412	606	770
영업수익	147	124	200	194	227	176	314	270	335	229	463	379	664	988	1,406
영업이익	31	2	44	21	50	9	78	47	73	5	132	87	98	185	297
영업이익률	21.1%	1.7%	22.0%	10.7%	22.0%	5.3%	25.0%	17.3%	21.9%	2.0%	28.6%	22.9%	14.7%	18.7%	21.1%
경상이익	34	5	49	26	56	13	82	52	78	9	137	92	114	203	316
경상이익률	23.1%	4.4%	24.5%	13.4%	24.8%	7.3%	26.2%	19.1%	23.2%	3.9%	29.5%	24.3%	17.2%	20.6%	22.4%
당기순이익	24	4	35	18	39	9	60	37	56	6	99	67	82	146	229

자료: 모두투어, 키움증권 리서치센터 추정

[모두투어]

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2005	2006	2007E	2008E	2009E
매출액	389	664	988	1,406	1,849
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	389	664	988	1,406	1,849
판매비 및 일반관리비	357	566	803	1,109	1,419
노무비	119	154	200	260	338
감가상각비	3	4	6	6	7
판매비	22	60	90	128	168
기타	214	347	507	715	906
영업이익	32	98	185	297	430
영업외수익	9	19	19	19	25
이자수익	2	13	16	19	25
외환관련이익	0	2	0	0	0
지분법평가이익	0	0	0	0	0
자산평가차분이익	0	0	0	0	0
기타	7	4	2	0	0
영업외비용	1	3	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련비용	0	1	0	0	0
지분법평가손실	0	0	0	0	0
자산평가차분손실	0	0	0	0	0
기타	1	2	0	0	0
경상이익	41	114	203	316	456
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전순이익	41	114	203	316	456
법인세	11	33	57	87	125
법인세율(%)	27.7%	28.5%	28.2%	27.5%	27.5%
순이익	29	82	146	229	330
EBITDA	35	102	190	303	437
증감율(%YoY)					
매출액	22.9	70.8	48.8	42.3	31.6
영업이익	6.9	204.9	89.1	61.0	44.9
EBITDA	8.7	190.1	87.1	59.1	44.4
경상이익	0.9	182.1	77.7	55.3	44.4
순이익	2.5	178.9	78.5	56.8	44.4
EPS	-7.4	128.1	68.9	56.8	44.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2005	2006	2007E	2008E	2009E
영업활동현금흐름	78	106	180	279	280
당기순이익	29	82	146	229	330
감가상각비	3	4	6	6	7
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환환산손실(이익)	0	0	0	0	0
지분법평가손실(이익)	0	0	0	0	0
기타	11	15	4	72	-91
순운전자본 감소	35	5	24	-27	34
투자활동현금흐름	-70	-305	-88	-258	-108
투자자산 순투자	-2	-7	-30	0	0
유형자산 투자	-3	-7	-8	-8	-8
유형자산 감소	0	0	0	0	0
무형자산 증가	0	0	0	0	0
무형자산 감소	0	0	0	0	0
기타	-65	-291	-50	-250	-100
재무활동현금흐름	57	250	-15	-20	-25
단기차입금 증가	0	0	0	0	0
유동성장기차입금 상환	0	0	0	0	0
사채 증가	0	0	0	0	0
장기차입금 증가	0	0	0	0	0
자본 증가	57	267	0	0	0
배당금 지급	0	-4	-15	-20	-25
기타	0	-12	0	0	0
순현금흐름	65	52	77	2	148
기초현금	23	88	140	217	219
기말현금	88	140	217	219	367

주: 과거 Multiples는 평균주가, 평균시가총액 기준

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2005	2006	2007E	2008E	2009E
유동자산	166	505	604	798	1,093
현금 및 현금등가물	88	140	217	219	367
단기금융상품	48	202	162	231	303
시장성유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	23	53	61	115	116
재고자산	0	0	0	0	0
기타	7	110	164	233	307
고정자산	99	203	326	445	571
투자자산	94	195	316	433	558
투자유가증권	2	9	39	39	39
기타	92	186	277	394	519
유형자산	5	8	10	12	13
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	265	708	929	1,243	1,664
유동부채	105	205	291	388	497
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타	105	205	291	388	497
고정부채	15	23	32	44	57
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타	15	23	32	44	57
부채총계	119	228	323	432	553
자본금	21	42	42	42	42
자본잉여금	53	299	299	299	299
이익잉여금	72	150	276	480	780
자본조정	0	-11	-11	-11	-11
자본총계	146	480	606	810	1,110
총차입금	0	0	0	0	0
현금성자산	136	342	379	450	670
순차입금	-136	-342	-379	-450	-670
유동자산/자산(%)	62.7%	71.4%	65.0%	64.2%	65.7%
투자자산/자산(%)	35.4%	27.6%	34.0%	34.8%	33.5%
투자유가증권/자산(%)	0.6%	1.3%	4.2%	3.1%	2.3%
유형자산/자산(%)	1.9%	1.1%	1.1%	1.0%	0.8%

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2005	2006	2007E	2008E	2009E
주당지표(원)					
EPS	451	1,028	1,737	2,724	3,933
BPS	2,013	5,713	7,216	9,648	13,215
EBITDA per share	539	1,279	2,265	3,603	5,203
CFPS	498	1,081	1,806	2,792	4,011
DPS	100	180	234	293	366
Multiples(X)					
PER	25.2	22.4	21.6	13.8	9.5
PBR	5.6	4.0	5.2	3.9	2.8
EV/EBITDA	19.6	13.9	9.7	5.9	5.8
PCFR	22.8	21.3	20.8	13.4	9.3
수익성(%)					
영업이익률	8.2	14.7	18.7	21.1	23.3
EBITDA margin	9.0	15.3	19.3	21.5	23.6
경상이익률	10.4	17.2	20.6	22.5	24.6
순이익률	7.5	12.3	14.8	16.3	17.9
ROE	28.4	26.1	26.9	32.3	34.4
ROA	15.3	16.8	17.8	21.1	22.7
안정성(%)					
부채비율	81.6	47.5	53.3	53.4	49.9
순차입금비율	-92.9	-71.3	-62.6	-55.5	-60.4
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성(배)					
매출채권회전율	21.8	17.5	17.5	16.0	16.0
재고자산회전율	-	-	-	-	-
매입채무회전율	-	-	-	-	-

CJ CGV (079160)

실적 개선은 여전히 불투명한 상황

최근 동사 주가는 5월 상영 예정인 다수의 할리우드 블록버스터에 대한 기대감으로 반등의 모습을 보였다. 그러나 스크린 확장으로 대표되는 시장 경쟁 격화와 근본적으로 낮은 관람객 수 성장을 고려할 때 보수적인 투자가 적절해 보인다.

■ 목표주가 17,500원으로 하향 조정, 투자의견 Marketperform유지

동사에 대한 목표주가를 기존 20,000원에서 17,500원으로 하향조정하고 투자의견 Marketperform을 유지한다. 예상보다 심각한 것으로 파악되는 1분기 영화시장의 부진을 반영하여 수익전망을 하향 조정하였다. 목표주가 17,500원은 07년 EPS 1,032원 대비 17.0X의 P/E Multiple을 적용한 것이다. 현재 극장 사업의 낮은 성장성과 경쟁 격화를 고려할 때, 17.0X의 P/E Multiple은 당사가 줄 수 있는 최대의 Valuation Multiple이라고 판단한다.

■ 현재 수준의 관람객 수로는 수익을 내기 어려운 극장사업

극장사업은 현재의 사업구조로는 수익을 내기 어려워 보인다. 관람객수의 증가가 2010년까지 연평균 4%에 그칠 것으로 예상되는 반면 멀티플렉스의 스크린 증가는 연평균 9% 수준에 이를 것으로 전망되기 때문이다. 특히, 이미 06년 기준 스크린당 관람객수는 88,700명 수준으로 하락하여 각 스크린이 벌어들일 수 있는 한계수익(티켓매출+매점매출-배급수수익)은 제로에 가까워진 상태인 것으로 판단되는 점은 매우 우려스러운 점이다.

■ 08년 이후 실적개선에 대한 전략적 변화 확인이 필수적

08년 이후 실적개선에 대한 기대도 당장은 쉽지 않아 보인다. 낮은 관람객 성장률과 격화된 스크린 확장 경쟁이 신규 오픈한 극장들의 빠른 영업 정상화를 어렵게 할 것이기 때문이다. 08년 이후 개선을 기대하기 위해서는 1) 관람객을 끌어들이 수 있는 질적으로 차별화된 서비스와 2) 주중 객석점유율을 높일 수 있는 상품의 개발이 필수적이라고 판단한다. 동사의 이러한 전략적 변화 여부를 확인한 후 투자를 고려하더라도 늦지 않을 것으로 판단한다.

투자지표	2005	2006	2007E	2008E	2009E
매출액(억원)	2,390	2,720	2,913	3,123	3,174
증감율(%YoY)	10.2	13.8	7.1	7.2	1.6
영업이익(억원)	358	369	343	363	412
증감율(%YoY)	-25.9	2.9	-7.0	5.8	13.5
EBITDA(억원)	500	552	551	568	612
경상이익(억원)	344	324	301	323	376
순이익(억원)	237	229	213	228	266
EPS(원)	1,152	1,109	1,032	1,106	1,288
증감율(%YoY)	-41.3	-3.7	-6.9	7.2	16.4
PER(배)	24.3	22.1	17.1	16.0	13.7
PBR(배)	3.6	2.9	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	12.3	11.3	10.4	10.1	7.8
영업이익률(%)	15.0	13.6	11.8	11.6	13.0
ROE(%)	14.7	13.5	11.6	11.6	12.5
순부채비율(%)	22.3	67.9	69.1	65.9	51.2

Marketperform (Maintain)

주가(4/27) 16,950원
 목표주가 17,500원(하향)

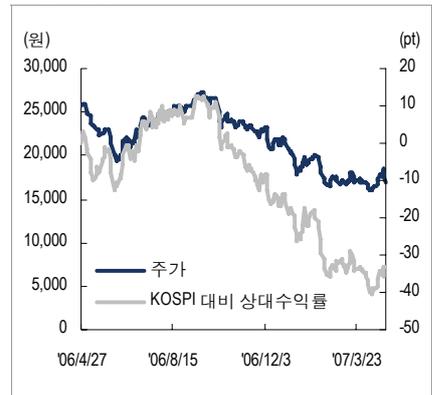
Stock Data

KOSDAQ (4/27)	1,542.52pt	
시가총액	3,494억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	27,300원	16,050원
최고/최저가 대비 등락율	-35.3%	10.0%
수익률	절대	상대
	1M	-2.0%
	6M	-29.2%
	1Y	-34.3%
		-40.5%

Company Data

발행주식수	22,445천주
일평균 거래량(3M)	143천주
외국인 지분율	29.1%
배당수익률(06.E)	2.3%
BPS(06.E)	9,182원
주요 주주	CJ 엔터테인먼트 36.7%
	Franklin Mutual Advisers, LLC 7.5%
매출구성(2006)	티켓 70.3%
	매점 15.1%

Price Trend



CJ CGV 목표 주가 산정

A: CJ CGV 목표 시가총액 (= B * C)	억원	3,618
B: 07년 CJ CGV 당기순이익	억원	213
C: CJ CGV 목표 P/E Multiple	배	17.0
D: CJ CGV 총 주식수	주	20,615,248
E: CJ CGV 목표주가 (= A / D)	원	17,549

자료: 키움증권 리서치센터

CJ CGV 관객 점유율 현황 및 전망

		1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	1Q06	2Q06	3Q06E	4Q06E	1Q07E	2Q07E	3Q07E	4Q07E
CGV 관람객수	직영	8.0	6.6	9.9	8.1	9.0	7.5	8.3	8.2	7.7	7.8	8.2	7.9
	위탁	1.6	1.3	2.8	1.8	2.9	2.4	3.5	2.9	2.5	2.3	3.9	2.7
	합계	9.5	7.9	12.6	9.9	11.9	9.9	11.8	11.1	10.3	10.1	12.1	10.6
국내 총 관람객수		48.1	48.1	48.1	48.3	48.3	48.3	48.3	48.5	48.5	48.5	48.5	48.7
CGV 관람객 MS	직영	22.5%	24.2%	21.8%	21.7%	20.0%	20.6%	18.0%	20.5%	19.5%	20.6%	17.0%	19.4%
	위탁	4.5%	4.7%	6.1%	4.7%	6.4%	6.7%	7.6%	7.2%	6.4%	6.0%	8.1%	6.6%
	합계	26.9%	28.9%	27.9%	26.4%	26.4%	27.4%	25.7%	27.7%	25.9%	26.5%	25.1%	26.1%

CJ CGV 분기별 수익전망

	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07E	3Q07E	4Q07E	1Q08E	2Q08E	3Q08E	4Q08E	06년	07년E	08년E
매출액	709	614	724	674	678	700	802	733	750	751	817	805	2,720	2,913	3,123
입장료	517	426	503	466	452	464	532	483	488	471	515	514	1,912	1,932	1,988
매점	105	92	113	101	103	101	121	113	115	107	122	124	411	438	468
광고	47	59	65	63	64	76	81	77	75	105	103	95	235	298	377
기타	40	36	43	43	59	59	67	60	72	69	77	72	162	244	290
영업이익	129	72	99	69	73	98	105	67	75	81	109	98	369	343	363
영업이익률	18.2%	11.7%	13.7%	10.2%	10.8%	14.0%	13.1%	9.1%	10.0%	10.7%	13.3%	12.1%	13.6%	11.8%	11.6%
경상이익	137	49	90	47	59	84	99	60	60	66	104	93	324	301	323
경상이익률	19.4%	8.1%	12.5%	6.9%	8.7%	12.0%	12.3%	8.2%	8.0%	8.8%	12.8%	11.5%	11.9%	10.3%	10.3%
당기순이익	101	35	67	24	44	60	74	36	44	47	78	59	229	213	228

자료: CJ CGV, 키움증권 리서치센터 추정

[CJ CGV]

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2005	2006	2007E	2008E	2009E
매출액	2,390	2,720	2,913	3,123	3,174
매출원가	1,186	1,305	1,378	1,460	1,449
매출총이익	1,204	1,415	1,534	1,663	1,725
판매비 및 일반관리비	846	1,046	1,192	1,300	1,313
노무비	246	324	426	561	739
감가상각비	7	14	16	15	15
판매비	58	66	71	76	77
기타	534	643	679	648	482
영업이익	358	369	343	363	412
영업외수익	48	55	30	38	38
이자수익	7	2	5	8	8
외환관련이익	4	1	0	0	0
지분법평가이익	3	25	25	30	30
자산평가처분이익	0	2	0	0	0
기타	34	25	0	0	0
영업외비용	62	100	71	77	74
이자비용	19	40	60	66	63
외환관련비용	0	0	0	0	0
지분법평가손실	24	11	11	11	11
자산평가처분손실	2	17	0	0	0
기타	17	31	0	0	0
경상이익	344	324	301	323	376
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
세전순이익	344	324	301	323	376
법인세	106	95	89	95	110
법인세율(%)	31.0%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%
순이익	237	229	213	228	266
EBITDA	500	552	551	568	612
증감율(%YoY)					
매출액	10.2	13.8	7.1	7.2	1.6
영업이익	-25.9	2.9	-7.0	5.8	13.5
EBITDA	-13.2	10.2	-0.1	3.2	7.7
경상이익	-29.3	-5.9	-6.9	7.2	16.4
순이익	-30.9	-3.7	-6.9	7.2	16.4
EPS	-41.3	-3.7	-6.9	7.2	16.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2005	2006	2007E	2008E	2009E
영업활동현금흐름	474	400	214	331	316
당기순이익	237	229	213	228	266
감가상각비	135	175	201	199	195
무형자산상각비	7	8	7	6	6
외화환산손실(이익)	0	-1	0	0	0
지분법평가손실(이익)	21	-14	-14	-19	-19
기타	19	38	-269	-75	-155
순운전자본 감소	55	-35	76	-9	23
투자활동현금흐름	-733	-1,152	-243	-284	-28
투자자산 순투자	-54	-43	-43	-43	-43
유형자산 투자	-344	-675	-400	-240	-120
유형자산 감소	0	0	0	0	0
무형자산 증가	-2	-1	-1	-1	-1
무형자산 감소	0	0	0	0	0
기타	-333	-433	201	0	136
재무활동현금흐름	212	720	18	68	-382
단기차입금 증가	-5	300	400	-50	-300
유동성장기차입금 상환	0	0	-400	0	0
사채 증가	290	300	0	0	0
장기차입금 증가	0	200	100	200	0
자본 증가	0	0	0	0	0
배당금 지급	-82	-82	-82	-82	-82
기타	10	3	0	0	0
순현금흐름	-46	-32	-11	115	-95
기초현금	186	140	108	97	212
기말현금	140	108	97	212	117

주: 과거 Multiples는 평균주가, 평균시가총액 기준

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2005	2006	2007E	2008E	2009E
유동자산	277	388	362	531	399
현금 및 현금등가물	140	108	97	212	117
단기금융상품	0	0	0	0	0
시장성유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	101	144	119	163	123
재고자산	7	7	8	8	8
기타	29	129	138	148	151
고정자산	2,417	3,395	3,716	3,890	3,891
투자자산	1,195	1,579	1,707	1,846	1,926
투자유가증권	514	571	627	688	750
기타	681	1,008	1,080	1,158	1,176
유형자산	1,153	1,752	1,951	1,992	1,917
무형자산	69	64	58	53	48
자산총계	2,693	3,783	4,077	4,422	4,291
유동부채	651	1,483	1,544	1,540	1,226
매입채무	238	245	265	275	261
단기차입금	100	400	800	750	450
유동성장기차입금	1	401	1	1	1
기타	312	438	478	514	514
고정부채	428	537	641	843	843
사채	390	293	293	293	293
장기차입금	9	210	310	510	510
기타	29	34	37	40	40
부채총계	1,079	2,021	2,184	2,383	2,069
자본금	286	286	286	286	286
자본잉여금	636	636	636	636	636
이익잉여금	708	854	985	1,130	1,313
자본조정	-15	-14	-14	-14	-14
자본총계	1,615	1,762	1,893	2,038	2,221
총차입금	499	1,304	1,404	1,554	1,254
현금성자산	140	108	97	212	117
순차입금	360	1,196	1,308	1,343	1,137
유동자산/자산(%)	10.3%	10.3%	8.9%	12.0%	9.3%
투자자산/자산(%)	44.4%	41.7%	41.9%	41.7%	44.9%
투자유가증권/자산(%)	19.1%	15.1%	15.4%	15.6%	17.5%
유형자산/자산(%)	42.8%	46.3%	47.9%	45.0%	44.7%

투자지표

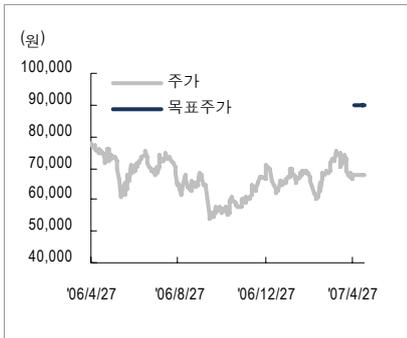
(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2005	2006	2007E	2008E	2009E
주당지표(원)					
EPS	1,152	1,109	1,032	1,106	1,288
BPS	7,832	8,549	9,182	9,888	10,776
EBITDA per share	2,427	2,675	2,672	2,757	2,969
CFPS	1,841	1,997	2,042	2,105	2,260
DPS	400	400	400	400	400
Multiples(X)					
PER	24.3	22.1	17.1	16.0	13.7
PBR	3.6	2.9	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.3	11.3	10.4	10.1	7.6
PCFR	15.2	12.3	8.6	8.4	7.8
수익성(%)					
영업이익률	15.0	13.6	11.8	11.6	13.0
EBITDA margin	20.9	20.3	18.9	18.2	19.3
경상이익률	14.4	11.9	10.3	10.3	11.8
순이익률	9.9	8.4	7.3	7.3	8.4
ROE	14.7	13.5	11.6	11.6	12.5
ROA	9.5	7.1	5.4	5.4	6.1
안정성(%)					
부채비율	66.8	114.6	115.4	116.9	93.1
순차입금비율	22.3	67.9	69.1	65.9	51.2
이자보상배율(배)	18.5	9.2	5.7	5.5	6.6
활동성(배)					
매출채권회전율	25.1	22.1	22.1	22.1	22.1
재고자산회전율	210.2	187.2	187.2	187.2	187.2
매입채무회전율	5.8	5.4	5.4	5.4	5.4

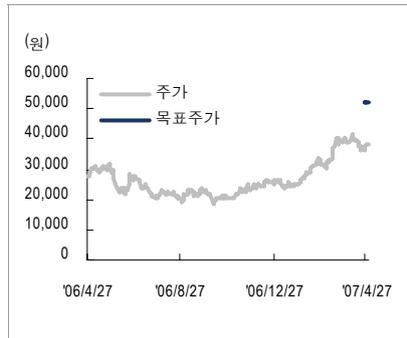
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	종목명	일자	투자의견	목표주가
CJ CGV(079160)	2005/06/21	BUY	40,000원	하나투어(039130)	2007/04/30	BUY(Initiate)	90,000원
	2005/12/29	BUY	34,000원	모두투어(080160)	2007/04/30	BUY(Initiate)	52,000원
	2006/08/21	BUY (ReInitiate)	34,000원				
담당자변경	2006/09/22	BUY(Maintain)	34,000원				
	2006/10/16	Marketperform(Downgrade)	24,000원				
	2006/10/30	Marketperform(Maintain)	24,000원				
	2007/02/08	Marketperform(Maintain)	20,000원				
	2007/04/30	Marketperform(Maintain)	17,500원				

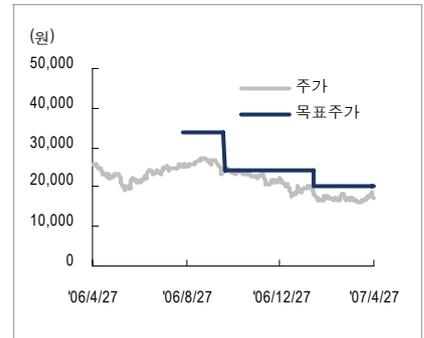
하나투어 (039130)



모두투어 (080160)



CJ CGV(079160)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	+25% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	+10~+25% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	+10~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	-10~ -25% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	-25% 이하 주가 하락 예상		