

호텔·레저

Analyst 김현미 ☎ 3276-6206
hm.kim@truefriend.com

Senior Analyst 남옥진 ☎ 3276-6159
ojnam@truefriend.com

여행업

비중확대 (Initiate)

Bon Voyage!

종목 (투자 의견)

- 하나투어 (03913).....매수 (initiate)
- 모두투어 (08016).....매수 (initiate)

목차

- Executive Summary.....1
- Valuation Analysis2
- 시장의 성장은 계속될 것인가?.....6
- 승자의 조건: Size does matter11
- Top Picks.....14
- Appendix I18
- Appendix II20

- ▶ **여행업종에 대해 '비중확대'로 커버리지 개시:** 여행업종에 대해 커버리지를 개시하며 하나투어(039130/TP117,200원)와 모두투어(080160/TP73,000원)를 Top Picks로 제시한다.
- ▶ **여행시장의 고성장이 지속될 것이라는 점이 Valuation 할증을 정당화:** 양호한 수요/공급의 영향으로 한국 여행시장은 당분간 견조한 상승세를 유지해 나가 2010년까지 약 13조원 규모대로 성장할 수 있을 것으로 기대된다. 한국의 여행업계는 강한 성장 사이클에 접어들었다고 판단되며 결국 시장의 1,2위를 점유하고 있는 대형 도매사들이 성장의 최대수혜주가 될 것으로 보인다.
- ▶ **Top pick은 하나투어와 모두투어:** 하나투어는 2007년 관광목적 출국자 시장의 15% 이상을 점유할 것으로 예상되며 여행시장의 선두업체로서의 프리미엄이 매력적이다. 모두투어는 공격적인 마케팅을 통해 강력한 성장세를 시현하고 있으며 2005년 이후 꾸준히 수익성을 개선시켜 오고 있는 강점이 있다.

최근 6개월간의 여행주 상대주가 추이



자료: Datastream

- 당사는 7월 31일 현재 상기업체 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 7월 31일 현재 상기업체 주식을 보유하고 있지 않습니다.

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

- 작성자: 남옥진, 김현미

■ 기업 투자의견은 향후 6개월간 시장지수 대비 주가등락 기준임

- 장기매수 : 시장지수 대비 10%p 이상의 주가 상승이 예상되면서, 성장성이나 안정성이 특히 뛰어난 기업
- 매수 : 시장지수 대비 10%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장지수 대비 -10~10%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장지수 대비 10%p 이상의 주가 하락 예상

■ 업종 투자의견은 향후 6개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

Executive Summary

여행업종 '비중확대' 로 커버리지 개시

여행업종에 대해 '비중확대' 로 커버리지를 개시한다. 한국의 여행시장은 해외여행 자유화 조치와 외환위기를 거치며 재편되어 2000년을 기점으로 장기적인 성장 사이클의 증반기에 접어들었다고 판단되며 이런 성장하는 시장 하에서 도매 여행업체들은 강한 성장세를 시현하고 있다.

여행시장의 견조한 성장세는 양호한 수요/공급 요인에 힘입어 당분간 계속될 것

한국의 아웃바운드 여행 시장 규모는 2010년까지 약 13조원 규모까지 성장할 것으로 예상되며 그 근거는 양호한 수요/공급적 요인들에서 찾을 수 있다. 수요측면의 성장요인으로 소득의 증가, 소비여력이 강한 장/노년 층 여행인구의 증가, 주 5일 근무 및 탄력적인 수업 운용, 그리고 원화 강세에 따른 수혜 등이 있다.

또한, 공급 측면에서는 항공자유화의 확대와 인천공항 확장에 따른 항공좌석 공급 증대, 높아진 미국비자 면제 가능성, 해외 패키지의 국내 여행상품 대비 가격과 종류 우월성 등이 여행업 성장을 견인하는 역할을 하고 있다.

규모의 경제를 갖춰야 하기 때문에...

여행업계의 구조상 규모의 경제를 획득하는 것이 시장에서 살아남기 위한 필수불가결한 조건이다. 이러한 규모를 획득하기 위해서는 다양한 상품기획 능력, 인상적인 브랜드 네임구축, 방대한 유통채널이 필요하다.

결국 시장은 그 조건을 갖춘 대형사 위주로 수렴될 것

결국 시장은 위와 같은 조건들을 충족시킬 수 있는 규모의 경제에 도달한 2개의 대형 도매사와 27개 대형 소매사들이, 그 중에서도 특히 대형 도매사들 위주로 수렴되어 갈 것으로 보인다. 향후 이들 대형사들은 mom-and-pop 스타일의 소형사들이 현재 차지하고 있는 시장까지 잠식해 나갈 것이다.

Top Pick은 하나투어와 모두투어

이에 따라 여행업종 Top picks 로 하나투어(039130/매수/TP117,200원)와 모두투어(080160/매수/TP73,000원)를 제시한다.

하나투어는 규모의 경제가 가장 중요한 여행시장에서 단일업체로 2007년 관광목적 출국자 시장의 15% 이상을 점유할 것으로 예상되는 명실상부한 한국 여행시장의 선두업체 프리미엄이 매력적이다.

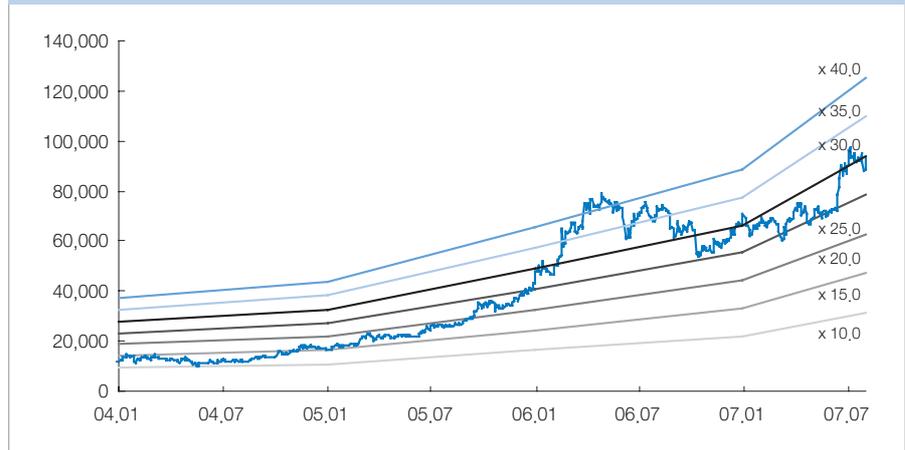
모두투어는 오래된 업력에서 오는 잠재력, 공격적인 마케팅을 통한 강력한 성장세, 2005년 이후 꾸준히 개선되어 오고 있는 수익성이 강점이다.

Valuation Analysis

Valuation 이 부담스럽게 보일 수도 있으나...

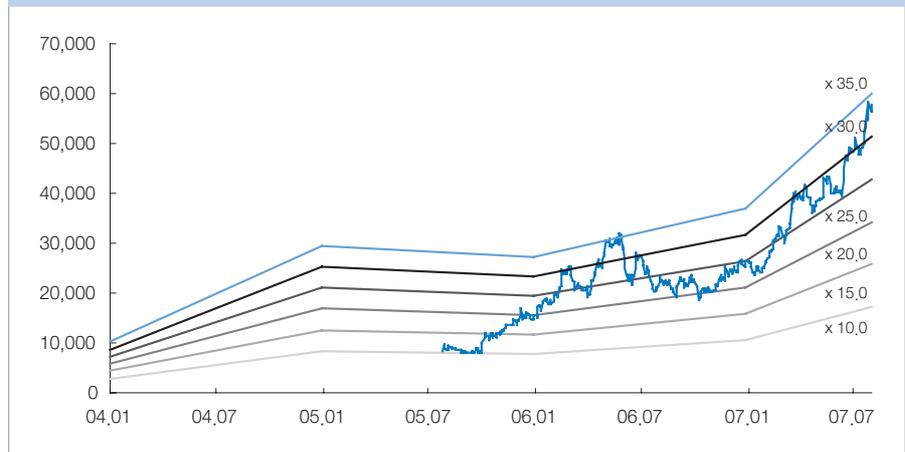
현재 주가 기준으로 하나투어와 모두투어는 PER 30-35배 수준에서 거래되고 있기 때문에 높은 성장성과 양호한 실적 전망에도 불구하고 두 회사의 Valuation 은 일견 부담스럽게 보일 수도 있다.

[그림 1] 하나투어 PER 밴드



주: 2007년 7월 31일 기준
자료: 한국투자증권

[그림 2] 모두투어 PER 밴드



주: 2007년 7월 31일 기준
자료: 한국투자증권

Peer comparison: 해외 주요 여행업체와 비교하면 현재의 Valuation은?

그러나 해외 주요 여행업체들과 Peer comparison 을 해보면 하나투어와 모두투어의 valuation 이 과도하게 부담스러운 수준이 아님을 알 수가 있다. Peer comparison에는 일본의 H.I.S.(9603@JP), 중국업체로 미국시장에 ADR로 상장되어 있는 CTRIP(CTRP)과 eLong(LONG), 홍콩의 China Travel(308@HK), 미국의 Expedia(EXPE), Priceline.com(PCLN)을 포함하였다.

Peer 회사들에 비해 ROE와 배당 수익률은 높고 PER은 낮은 수준

<표 4>에서 볼 수 있듯이 미국, 일본, 홍콩, 중국의 주요 여행업체들의 평균 ROE는 2007년 14.8%, 2008년 18.9% 인데 비해 하나투어의 ROE는 2007년 34.3%, 2008년 36.4%, 모두투어의 ROE는 2007년 26.5%, 2008년 30.3% 에 달하며 배당수익률 역시 해외 업체 평균보다 높은 수준이다.

반면, 하나투어의 PER은 2007년 29.8배, 2008년 21.6배, 모두투어의 PER은 2007년 33.8배와 2008년 23.2배로 해외 업체들의 2007년과 2008년 평균 PER인 41.5배와 28.5배에 비해 20-30% 정도 낮은 수준이다.

Peer 회사들의 국가 PER에 대한 premium 과 비교해 보면?

업종의 특성상 여행업체들의 PER이 국가 PER에 비해 할증을 받는 사실을 감안하여 해외 주요 여행사들이 각각의 국가PER 에 대해 받는 premium 수준 역시 분석해 보았다.

<표 1>을 보면 비교 대상이 된 해외 주요 여행업체들의 각각의 국가 PER에 대한 premium은 평균적으로 약 125% 정도 수준인 것으로 나타난다. 업력이 오래되어 시장이 안정화 된 일본의 H.I.S.는 가장 낮은 10% 미만의 할증을 받고 있는 반면 시장이 강하게 성장하고 있는 중국 여행업체들은 약 200-300% 수준의 할증을 받고 있다.

한국 여행시장 역시 강한 성장 사이클에 접어들었다고 판단되므로 상대적으로 안정기에 접어든 일본이나 미국업체들 보다는 성장하는 시장에 있는 중국 업체들을 기준으로 보고 접근하는 것이 더 유효할 것으로 보인다. 따라서 모두투어와 하나투어가 국가 PER 대비 받는 할증률을 해외 업체 평균인 125% 보다 약 100% 가량 높게, 중국업체들의 할증률 평균인 250% 정도로 가정하였고, 이 경우 적정 PER은 약 32배로 산출된다.

<표 1> 해외 주요여행업체들의 국가PER에 대한 premium 비교

	Country PER	Company PER	Premium
H.I.S. (Japan)	17.2	18.7	9%
China Travel (Hong Kong)	18.1	48.1	166%
CTRIP (China)	20.4	63.0	209%
eLong (China)	20.4	76.7	276%
Expedia (USA)	14.9	22.6	51%
Priceline.com (USA)	14.9	20.2	35%
평균	17.7	41.5	124%
하나투어	12.9	32.0	248%
모두투어	12.9	32.0	248%
해외업체 평균premium대비 할증률			99.4%

자료: Bloomberg, Thomson (I/B/E/S), 한국투자증권

하나투어 목표주가 117,200원, 모두투어 목표주가로 73,000원 제시

하나투어의 6개월 목표주가로 117,200원, 모두투어의 6개월 목표주가로 73,000원을 제시한다. 양 사의 목표주가는 (1) Target PER을 적용하여 추정된 목표주가와 (2) DCF법을 이용하여 추정된 목표주가를 산술 평균하여 산출하였다.

(1) Peer Analysis 에서 산출된 Target PER 을 적용한 추정법

먼저 위의 peer analysis 를 통해 산출된 target PER 32배를 각 회사들의 2007F-2008F 평균 EPS에 적용하여 목표주가를 산출해 보았다. 그 결과 하나투어의 목표주가로 2007F-2008F 평균 EPS 3,734원에 PER 32배를 적용한 119,500원이, 모두투어의 목표주가로 2007F-2008F 평균 EPS 2,103원에 PER 32배를 적용한 67,300원이 추정되었다.

(2) DCF 법을 통한 추정법

또한, 비교의 유효성을 높이기 위해 DCF법을 통해서도 목표주가를 산출해 보았으며 그 결과 하나투어와 모두투어의 적정주가는 각각 114,900원과 78,700원으로 산출되었다. 두 회사의 높은 성장성을 반영하여 장기성장률은 4%로 가정하였다. 또한 하나투어에는 할인율(WACC) 8.12%와 베타 0.65를, 모두투어에는 할인율(WACC) 8.32%과 베타 0.70을 적용하였다.

<표 2> 하나투어 DCF 분석

(단위: 백만원)

Discount Rate (WACC)	8.12%	
Estimation month	Jun-07	
Mid-year adj factor	1.04	
Sum of PV		72,850
Continuing Value		
NOPLAT as of 2013	93,690	
Growth rate	4.00%	
ROIC	17.00%	
Continuing Value at the end of 2012	1,739,680	
Discount factor	0.6515	
PV of Continuing Value		1,133,323
Enterprise Value		1,206,174
Cash & Mkt Securities (+)		103,865
Nonoperating investments (+)		12,973
Interest bearing Debt (-)		0
Preferred Stock (-)		0
Value of equity		1,323,012
Shares outstanding ('000 shrs)		11,516
Share price(W)		114,883

자료: 한국투자증권

<표 3> 모두투어 DCF 분석

(단위: 백만원)

Discount Rate (WACC)	8.32%	
Estimation month	Jun-07	
Mid-year adj factor	1.04	
Sum of PV		95,208
Continuing Value		
NOPLAT as of 2013	47,182	
Growth rate	4.00%	
ROIC	14.38%	
Continuing Value at the end of 2012	789,363	
Discount factor	0.6450	
PV of Continuing Value		509,134
Enterprise Value		604,342
Cash & Mkt Securities (+)		34,235
Nonoperating investments (+)		17,702
Interest bearing Debt (-)		0
Preferred Stock (-)		0
Value of equity		656,279
Shares outstanding ('000 shrs)		8,339
Share price(W)		78,695

자료: 한국투자증권

<표 4> 해외 주요 여행업체와 하나투어, 모두투어의 Valuation 비교

Bloomberg Ticker Currency	HIS 9603@JP Japanese Yen	CTrip CTRP U.S. Dollar	eLong LONG U.S. Dollar	China Travel 308@HK Hong Kong \$	Expedia EXPE U.S. Dollar	Priceline PCLN U.S. Dollar	Sub-total Average	Hana Tour 039130@KS S. Korean Won	Modetour 080160@KS S. Korean Won	
투자의견	Hold	Buy	Hold	Strong Buy	Hold	Buy		Buy	Buy	
목표가	3,200.0	75.9	13.0	5	28	72		117,200	73,000	
목표시가총액 (mn)	109,636.7	2,478.6	185.6	30,281.4	7,701.5	2,642.8		1,361,416.9	613,200.0	
현재가	3,080.0	78.2	10.0	5.0	26	63		93,500	57,900	
상승여력(%)	3.9	-3.0	30.0	6.6	5.0	14.9		25.3	26.1	
ROE (%)	2006A	11.5	23.4	--	3.6	6.6	23.9	13.8	34.6	26.1
	2007F	11.9	27.4	--	5.3	5.8	23.8	14.8	34.3	26.5
	2008F	12.2	29.7	--	6.7	--	27.0	18.9	36.4	30.3
Dividend yield (%)	2006A	0.6	--	--	0.6	--	0.0	0.3	1.1	0.7
	2007F	0.6	0.5	--	0.9	--	0.0	0.4	1.0	0.5
	2008F	0.6	0.8	--	1.1	--	0.0	0.5	1.0	0.6
EPS	2006A	145.8	0.9	0.0	0.1	1.1	2.0	2,215.0	1,058.0	
	2007F	164.7	1.2	0.1	0.1	1.2	3.1	3,134.1	1,713.6	
	2008F	188.7	1.8	0.3	0.1	1.3	3.6	4,334.6	2,492.0	
EPS Growth (%)	2007F	13.0	33.4	-1,404.3	50.2	7.5	53.8	41.5	62.0	
	2008F	14.5	41.1	120.9	25.7	14.1	16.4	38.3	45.4	
BPS	2006A	1,311.3	4.0	--	2.0	16.5	8.5	10,179.7	5,858.9	
	2007F	1,467.0	5.2	--	1.9	13.4	8.9	11,725.9	7,260.2	
	2008F	1,635.0	6.7	--	2.0	13.0	10.5	15,107.6	9,384.2	
DPS	2006A	20.0	--	--	0.0	0.0	0.0	750.0	180.0	
	2007F	20.0	0.4	--	0.0	0.0	0.0	950.0	300.0	
	2008F	20.0	0.6	--	0.1	0.0	0.0	950.0	350.0	
PER	2006A	21.1	84.1	--	72.3	24.3	31.0	46.6	29.2	27.6
	2007F	18.7	63.0	76.7	48.1	22.6	20.2	41.5	29.8	33.8
	2008F	16.3	44.7	34.7	38.3	19.8	17.3	28.5	21.6	23.2
PBR	2006A	2.3	19.7	--	2.5	1.6	7.4	6.7	6.4	5.0
	2007F	2.1	14.9	--	2.6	2.0	7.1	5.7	8.0	8.0
	2008F	1.9	11.7	--	2.5	2.0	6.0	4.8	6.2	6.2
EV/EBITDA	2006A	11.9	60.9	--	29.8	11.3	25.5	27.9	19.5	20.7
	2007F	6.6	48.9	--	26.8	11.4	16.4	22.0	19.8	24.4
	2008F	4.9	33.9	--	22.4	10.4	12.6	16.8	14.0	16.1
Sales (mn)	2006A	328,980.0	99.9	33.9	6,979.5	2,237.6	1,123.1	166,300.0	66,383.9	
	2007F	368,800.0	146.3	41.3	7,998.2	2,444.6	1,284.3	222,192.1	96,282.8	
	2008F	397,200.0	204.7	47.3	8,902.5	2,631.6	1,427.9	289,894.1	129,125.7	
OP (mn)	2006A	7,235.0	32.7	-6.1	-1,257.3	599.0	98.8	30,224.8	9,755.0	
	2007F	9,300.0	45.3	-2.5	768.0	580.2	146.8	45,482.3	17,611.2	
	2008F	10,800.0	61.3	0.3	1,016.0	646.1	191.6	65,493.0	25,965.0	
OP margin (%)	2006A	2.2	32.7	-18.1	-18.0	26.8	8.8	18.2	14.7	
	2007F	2.5	31.0	-6.0	9.6	23.7	11.4	20.5	18.3	
	2008F	2.7	29.9	0.6	11.4	24.6	13.4	22.6	20.1	
NP (mn)	2006A	4,867.0	30.8	-0.1	375.0	390.5	83.1	23,302.9	8,174.4	
	2007F	5,500.0	41.9	3.4	580.0	375.7	129.2	36,111.9	14,292.7	
	2008F	6,300.0	59.1	7.5	736.6	413.2	162.7	49,973.9	20,814.2	
EBITDA (mn)	2006A	9,247.0	40.7	--	1,016.5	647.8	109.4	31,914.5	10,172.3	
	2007F	10,481.0	47.6	--	1,128.3	686.9	165.7	48,086.7	18,181.2	
	2008F	12,913.0	67.1	--	1,349.5	747.9	207.5	68,932.2	26,708.8	
Net Debt (mn)	2006A			--		-353.3	145.3	-103,864.9	-34,234.9	
	2007F	-40,737.0	-153.5	--		125.6	75.4	-106,975.5	-40,913.3	
	2008F	-46,163.0	-205.1	--		52.6	-22.6	-93,188.0	-56,806.1	
주식수 (백만주)										
보통주	34.3	32.7	14.3	5,695.4	277.5	36.5		11.6	8.4	
우선주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	
수정 주식수	34.3	32.7	14.3	5,695.4	277.5	36.5		11.6	8.4	

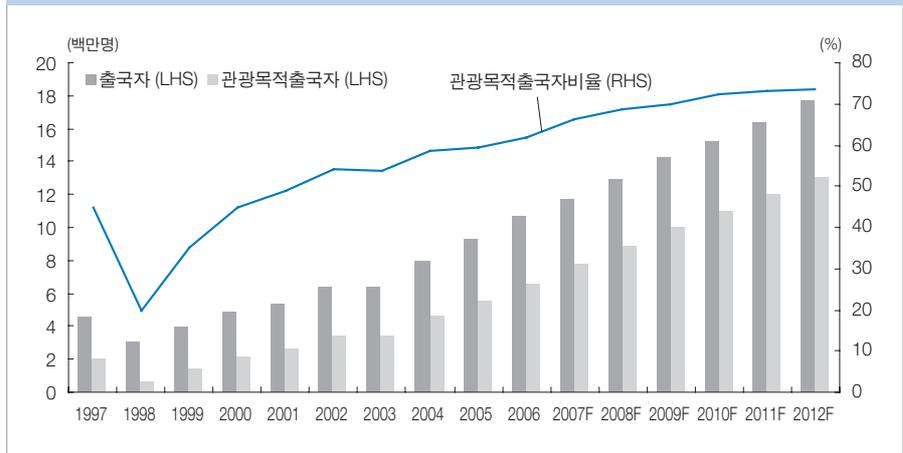
주: 해외업체 추정치 및 목표가격은 시장 consensus 사용 (/IB/E/S), 하나투어, 모두투어는 한국증권 추정치
 자료: Thomson Financial (I/B/E/S), 한국투자증권추정

시장의 성장은 지속될 것인가?

한국 여행시장의 성장세는 당분간 지속될 것

전체 출국자에서 관광목적 출국자들이 차지하는 비율은 1998년 20%에서 2006년 62%까지 폭발적인 증가세를 보여왔다. 한국의 아웃바운드 여행 시장 규모는 2006년 8조원 대에서 2007년 9조원 대, 2010년까지는 약 13조원 대 규모까지 성장할 것으로 예상되며 그 근거는 양호한 수요/공급적 요인들의 영향에서 찾을 수 있다.

[그림 3] 관광목적 출국자수 증가추이



주: 출국자 수는 승무원 제외
 자료: 한국관광공사 (KNTTO), 일반여행자협회 (KATA), 한국투자증권

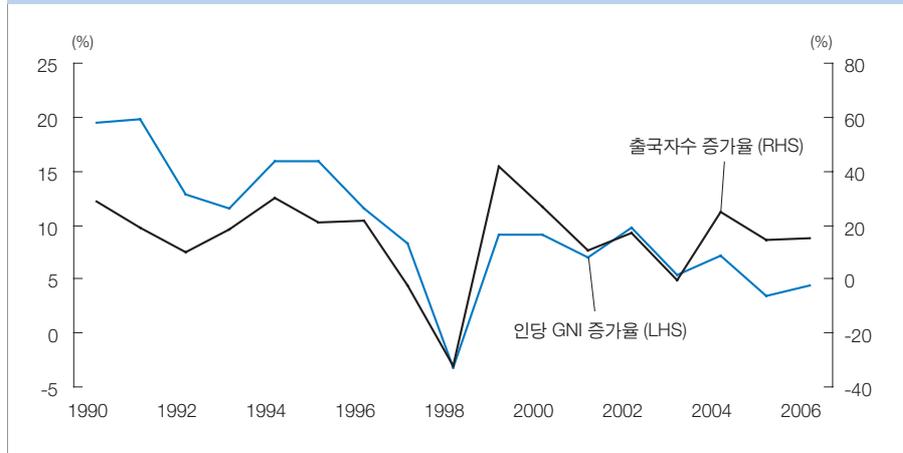
수요측면의 증가요인

먼저, 수요 측면에서의 성장요인으로 소득의 증가, 소비여력이 강한 장/노년층 여행인구의 증가, 주 5일 근무 및 탄력적인 수업 운용, 그리고 원화 강세를 꼽을 수 있다.

소득의 증가에 따른 여행 수요의 증가

1990년 이후 관광목적 출국자수 증가율은 일인당 GNI(Gross National Income) 증가율에 동조하는 움직임을 보이고 있어 해외여행에 대한 수요가 소득의 증가에 따라 성장해 왔음을 보여준다. 주목할 만한 점은 1998년 외환 위기 이후 출국자수 증가율은 인당 GNI 증가율보다 더 큰 변화폭을 보여왔으며 2004년 이후로는 인당 GNI 증가율을 상회하고 있다는 것이다. 이는 소득의 증가에 따라 증가해 온 해외여행 수요가 2004년 이후로는 소득 증가에 대한 민감도마저 능가할 정도로 강한 성장을 해왔다는 것을 보여준다.

[그림 4] 인당 GNI 증가율에 따른 출국자수 증가율 추이

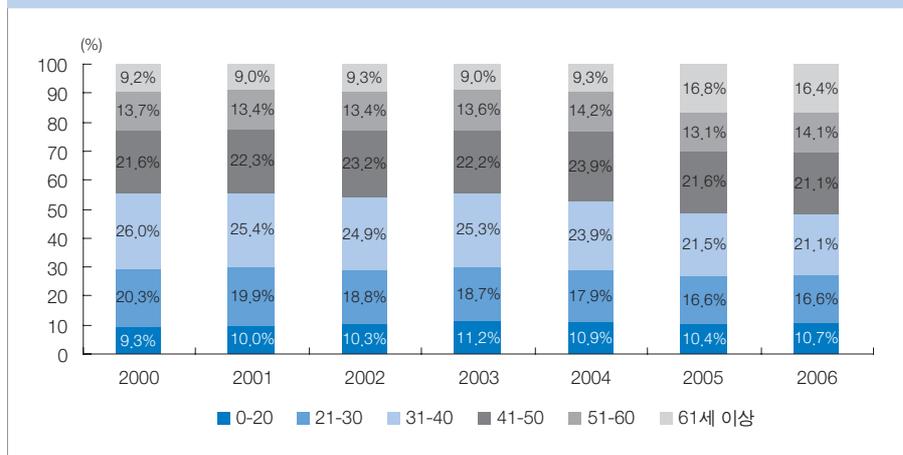


자료: 관광공사, 통계청, 한국투자증권

소비여력과 시간여유를 갖춘 장/노년층 여행인구의 증가

장/노년층 여행자들은 해외 여행자 층에서도 상대적으로 강한 소비여력과 시간적 여유를 갖춘 층이다. 관광공사의 연령별 출국동향에 따르면 2000년 전체 출국자의 22.9% 를 차지하던 50세 이상의 장/노년층 여행자 비율은 2006년 30.5%까지 증가하였다. 특히나 60세 이상의 고령 여행자 층의 증가가 돋보인다. 수적인 증가 외에도 장/노년층은 소비여력이 가장 큰 층이기 때문에 가격대가 비싼 프리미엄 패키지 판매에 따른 높은 마진을 기대할 수 있을 것으로 보인다.

[그림 5] 연령별 해외경험자 비율

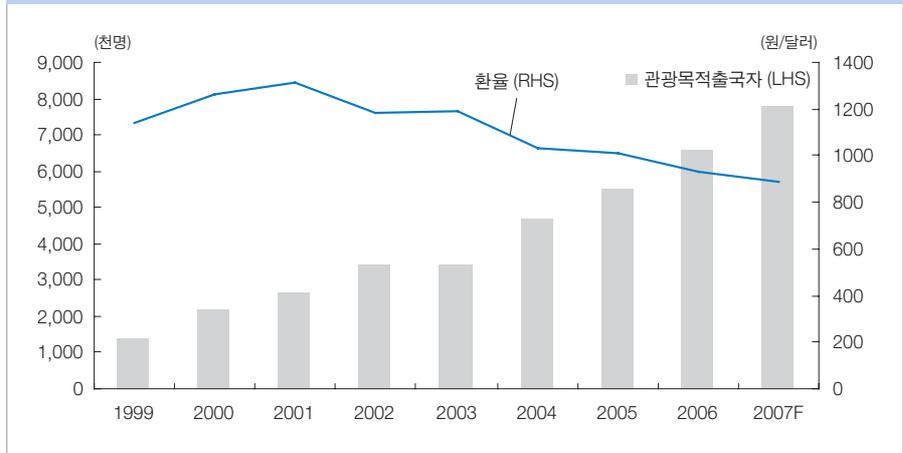


자료: 관광공사, 한국투자증권

원화강세에 따른 수혜

2001년 이후 지속적으로 하락해 온 환율은 해외여행에 대한 부담을 경감시켜 주는 역할을 하여 해외여행자 수를 늘리는 데 일조하였다. 원/달러 환율은 2007년에도 지속적으로 하락할 것으로 예상되며 관광목적 출국자는 원화 강세에 힘입어 지속적으로 증가할 것으로 보인다.

[그림 6] 관광목적출국자 vs. 환율

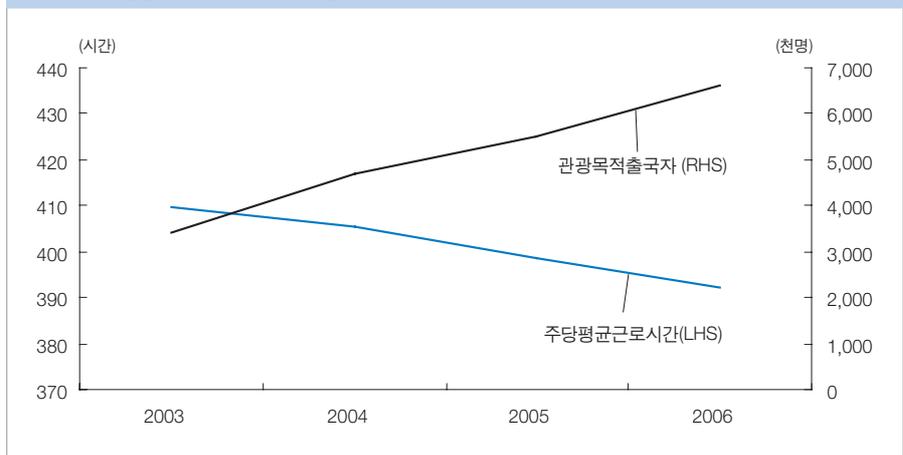


자료: 한국은행, 관광공사, 한국투자증권

주 5일 근무 및 탄력적인 수업 운영

한국근로자들의 주당평균 근로시간은 2003년 409.8 시간에서 주5일 근무제가 시행된 2004년 405.3시간으로 줄어 들었고 이후 지속적으로 하락하여 2006년 392시간을 기록하였다. 또한 대부분의 초/중등 학교에서는 해외 연수 및 여행을 다녀온 학생들에 대해 대체 학점등을 인정해 주는 탄력적인 수업운영 방식을 택하고 있다. 결국 근무시간의 하락에 따른 여가시간 증가 및 탄력적인 수업 운영방식은 해외여행에 대한 수요로 이어져 출국자는 지속적으로 증가하였고 앞으로도 증가할 것으로 예상된다. 이러한 시간배분의 변화는 주말 여행시장의 성장 및 단거리 여행 수요의 증가로 이어졌고 이에 따라 성/비수기의 구분이 점차 없어지는 추세인 동시에 전체 시장의 규모를 성장시키는 역할을 하고 있다.

[그림 7] 주당평균근로시간 vs. 관광목적출국자



자료: 통계청, 한국투자증권

공급측면의 증가요인

공급측면의 증가요인으로는 항공자유화와 인천공항 확장에 따른 항공좌석 공급 증대, 거의 확실히 되고 있는 미국비자면제 프로그램 가입 가능성, 국내 여행상품에 비해 가격과 종류 면에서 우세한 해외 패키지상품 등을 들 수 있다.

**항공자유화에 따른 항공좌석
공급증대 및 인천 공항확장**

건설교통부의 항공자유화 정책에 따라 해외 국가들과의 항공자유화가 활발히 이루어 지고 있다. 특히 2006년 4월 베트남을 시작으로 5월에는 태국, 6월 중국, 9월 캄보디아와 미얀마, 11월에 우크라이나 및 독일까지 항공자유화는 단계적으로 이루어 지고 있는 실정이다. 항공자유화 협정을 맺는 국가들이 늘어날수록 한 노선에 다양한 항공편이 생겨 소비자들의 선택의 폭이 넓어지고 항공사간 자율경쟁에 따른 요금 인하 효과를 기대할 수 있다.

<표 5> 여객부분 항공자유화 협정체결 현황

국가	체결	내용
몰디브	1986.10.22	단수제 (대한항공)
미 국	1998.4.23	-
칠 레	2001.5.11	-
페 루	2002.7.2	-
베트남	2006.4.13	서울/호치민 여객 주 16회 (~2007.12.31)2008.01.01 부로 자유화 시행
태 국	2006.5.23	
중 국	2006.6.16	여객 주 401회산동성,해남도 3~4 이후 단계적 자유화 추진
캄보디아	2006.9.4	여객/화물 구분없이 주28회 (~2009.12.31)2010.1.1부로 자유화 시행
미얀마	2006.9.8	여객/화물 구분없이 주14회 (~2010.3.31)2010.4.1부로 자유화 시행
우크라이나	2006.11.22	여객 주7회(~ '09.12.31)2010.1.1부로 자유화 시행
아제르바이잔	2006.12.22	-
말레이시아	2007.1.12	-

주: 2007.07 기준
자료: 건설교통부, 한국투자증권

또한 인천공항공사는 2단계 건설사업의 일환으로 2004년 6월 탑승동 건설을 시작하여 2008년 6월까지 새로운 탑승동 완공을 계획하고 있으며 이에 따라 출국수속 카운터 증설, 수하물 체크 시간 단축 등의 여행객 편의가 증대되어 해외여행을 더욱 원활하게 하는 기회를 부여해 줄 것으로 보인다. 인천국제공항의 탑승동은 기존의 여객터미널과 유사한 기능을 수행하는 제 2 여객터미널로 그 규모만 지하 2층, 지상 5층, 연면적 16만6천㎡에 달하는 초대형 건축물로 알려져 있다. 탑승동에는 최대 30대의 항공기가 동시에 주기할 수 있을 뿐 아니라 차세대 초대형 항공기인 A380의 접현도 가능해 탑승동이 완공되면 인천국제공항의 연간 여객처리 능력은 현재의 3천만 명에서 4천400만 명으로 크게 늘어나게 될 것으로 기대된다.

미국비자 면제 프로그램 가입 수혜

미국 노선은 IMF 이전 8개 항공사가 운행했으나 IMF 시기에 모두 단항하고 현재는 직항으로는 국적항공사만 운행하고 있다. 한국이 미국비자 면제 프로그램 (Visa Waiver Program)에 가입하게 되는 것이 거의 기정사실화 됨에 따라 미국행 고객이 증가할 것으로 예상되고 이에 따른 수혜를 대형 여행사들이 받을 수 있을 것으로 예상되고 있다. 다만 위에서 언급했듯이 현재 미주노선이 한정되어 있기 때문에 항공좌석 확보가 관건이 될 것으로 보이므로 취항노선이 늘어나면 여행사들도 수혜를 입을 수 있을 것으로 보인다.

**빈약하고 비싼 국내 관광자원 vs.
다양하고 저렴한 해외패키지**

국내 관광자원은 제주도 정도로 종류가 한정되어 있으며 가격대 또한 높은 편이다. 호텔의 급과 일정이 약간 차이가 있기는 하지만 아래 표에서 볼 수 있듯이 규모의 경제를 앞세운 대형 여행사는 국내 패키지 여행과 비슷한 가격대나 오히려 더 싼 가격으로 동남아나 중국 등 다양한 해외 여행 상품을 구성하여 제공하는 것이 가능하기 때문에 여행객들은 해외여행 패키지를 더 선호할 가능성이 높다.

<표 6> 모두투어의 국내/외 패키지 비교

여행지	패키지 가격 (원)	기간	항공	호텔
제주	495,000	3박4일	대한항공	신라호텔 (특급)
북경	429,000	3박4일	대한항공	선샤인 홀리데이 플라자 (4성급)
푸켓/피피	549,000	3박4일	원동항공	칼림베일리조트 (일급)

주: 모두투어 7월 출발 상품기준
자료: 모두투어, 한국투자증권

승자의 조건: Size does matter

문제는 승자를 골라내는 선별기준

이렇듯 급격하게 성장해 왔고 앞으로도 강한 성장세를 시현할 것으로 보이는 국내 여행시장을 볼 때 결국 가장 중요한 것은 난립해 있는 플레이어 중 시장의 승자는 누가 될 것인가를 골라내는 선별기준이 될 것이다.

여행사는 그 구조상 규모가 클수록 항공사나 기타 서플라이어 들과의 가격 협상력이 증가한다. 또한 대형 여행사들은 모객수에 따라 항공사나 기타 서플라이어 들에게서 항공권 15+1 정책 (15인 이상 모객 시 1인의 항공권을 무료 제공받음) 이나 호텔의 10+1 정책 (10개룸 당 1개 룸 무료 제공받음) 등을 제공받을 수 있기 때문에 패키지 상품의 마진 조절이 상대적으로 용이하다.

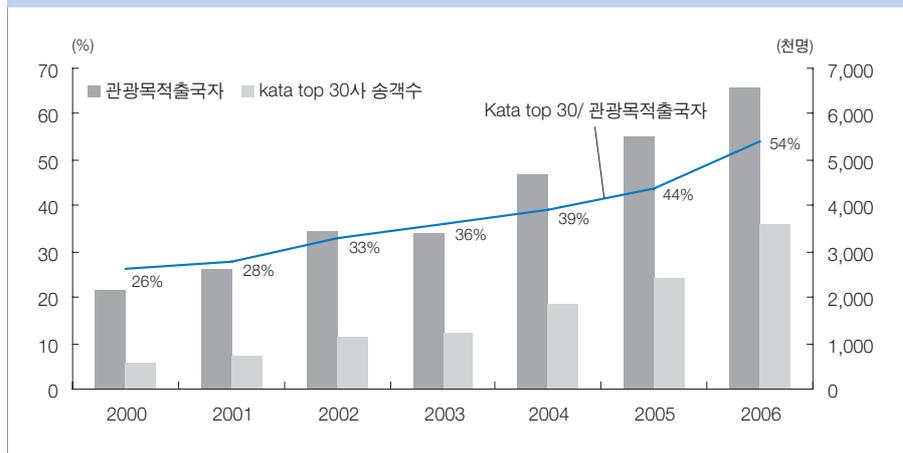
결론은 규모의 경제, 그렇다면 그 구성요소는?

결국 규모의 경제에 도달하는 것이 시장을 장악하는 가장 중요한 요건이라 할 수 있다. 규모의 경제에 도달하는데 필요한 요건은 다양한 패키지 구성력에 따른 모객력, 효과적인 브랜드 네임 구축, 방대한 유통채널의 보유이다. 시장은 이러한 조건들을 보유한 대형사들 위주로 수렴되어 가는 구조가 될 것이다.

다양한 상품기획능력에 연동되는 모객력

현재 한국 여행시장은 mom-and-pop 스타일의 소형사까지 모두 포함할 경우 약 10,000 개 정도의 여행사들이 난립해 있는 것으로 알려져 있다. 이 중 5,000여 개 사가 인바운드와 아웃바운드 상품을 다루고 있으며 그 중 단독적으로 패키지 상품을 구성할 수 있는 여력을 보유한 여행사는 한국일반여행업협회 (Korea Association of Travel Agents or 'KATA') 에 등록된 100여 개 정도이다. 결국 국내 여행업체들을 비교할 경우 비교대상은 100여 개의 여행사 정도로 범위가 좁아진다. 이 중에서도 KATA 의 송객인원 기준 상위 30개사가 전체 관광목적 출국자 중 차지하는 송객 비율은 2000년 26%에서 2006년 54%로 빠르게 증가하고 있다.

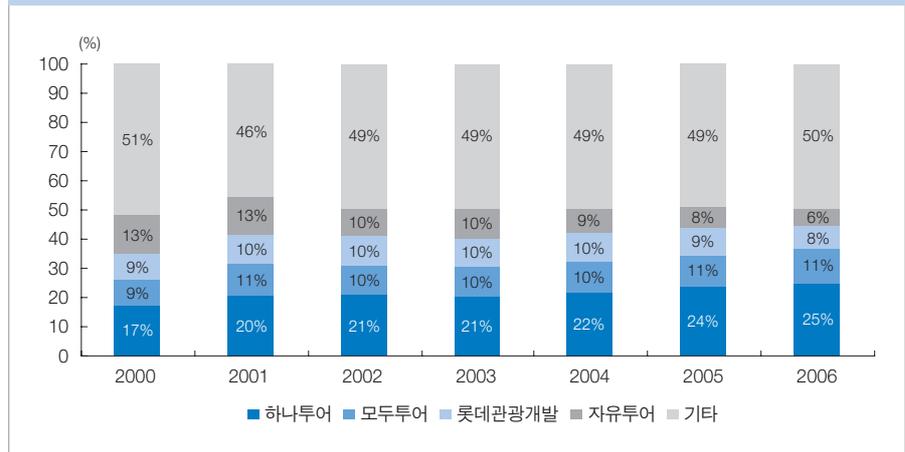
[그림 8] KATA 상위 30사 송객비율 증가추이



자료: KATA, 한국투자증권

주목할 만한 점은 시장의 50% 이상을 장악하고 있는 KATA 상위 30사 중에서도 하나투어와 모두투어 두 개의 대형 도매사들의 비중이 갈수록 증가하고 있다는 점이다. 하나투어와 모두투어가 상위 30개사에서 차지하는 비중은 각각 2000년 17% 와 9% 에서 2006년 25% 와 11% 로 눈에 띄게 상승하였다. 이들 대형 도매사들은 가격협상력과 방대한 네트워크를 기반으로 다양한 패키지 상품을 구성하여 제공할 수 있는 여력을 보유하고 있기 때문에 고객들이 더욱 이들 대형사로 몰리는 빈익빈부익부 현상이 나타나고 있다.

[그림 9] KATA 상위 30사 Breakdown



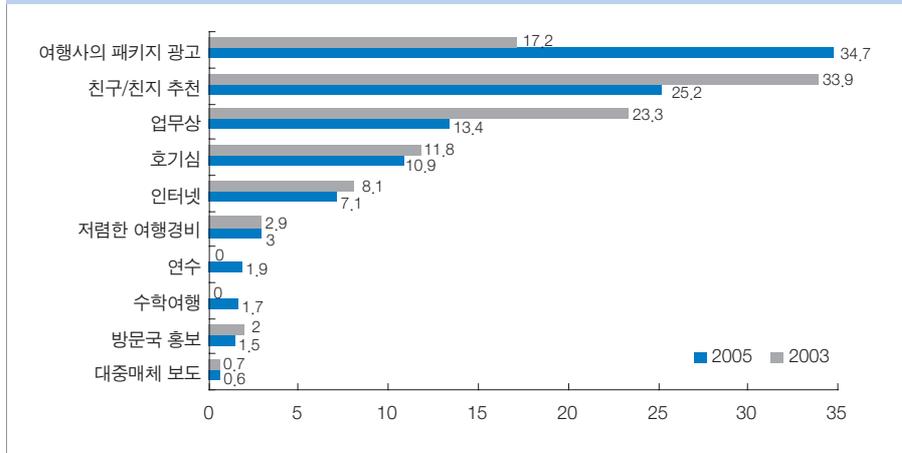
자료: KATA, 한국투자증권

효과적인 브랜드 네임 구축

브랜드 네임은 고가의 비용을 내고 여행사에 일정을 전적으로 맡겨야 하는 패키지 고객들에게 있어 가장 중요한 선별 기준이라 할 수 있다. 따라서 효과적으로 브랜드 네임을 알리고 그에 대한 탄탄한 로열티를 구축하는 것은 고객층을 넓히는 데 있어 필수적이다. 기존 여행사들은 대부분 신문 및 벽보 광고와 개인적인 관계에 주로 의존하는 수동적인 마케팅 방식으로 운영되어 왔다.

그러나 IPO를 통해 들어온 자금과 더불어 IPO 그 자체만으로도 대중에게 브랜드 명을 효과적으로 인식시킨 하나투어와 모두투어는 분명 타 업체들에 비해 유리한 위치를 점하고 있다. 한국관광공사의 '2005 해외여행실태조사'에 따르면 여행사의 패키지 광고에 따라 여행지를 결정하는 비율이 2003년 17.2% 에서 2005년 34.7% 로 크게 증가하였다. 이는 2003년 하나투어와 2005년 모두투어의 상장 및 공격적인 마케팅에 따른 효과가 분명히 작용한 것으로 해석된다.

[그림 10] 여행지 선택 시 참고요소의 변화



자료: 관광공사 '2005 해외여행실태조사', 한국투자증권

방대한 유통채널의 보유

일단 브랜드 네임을 구축하였다고 하더라도 개개인의 고객에 대한 마무리 단계에서의 인적 서비스가 상품의 중요한 부분을 형성하는 것이 여행업의 기본적인 성격이므로 효과적이고 방대한 유통채널을 갖추는 것 역시 시장을 장악하는 데 있어 필수 조건이다.

대형 도매사들은 전국적으로 직영영업거점을 두고 이들을 중심으로 소형소매여행사들과 제휴를 맺어 유통채널로 활용하고 있다. 또한 대규모 고객 pool을 가진 카드사, 온라인 쇼핑몰, 대형 할인점 등에도 여행상품을 공급하는 등 유통채널 확대를 진행하고 있다. 하나투어와 모두투어의 유통채널 현황은 다음과 같다.

<표 7> 하나/모두의 유통채널 현황

	모두투어	하나투어
직영영업소	전국 28개	전국 28개
전문판매대리점	470개의 Best Partners 운영 중	670 여개
온라인	modetour.com 인터파크 여행	Hanatour.com (B2B2C) Webtour.com (B2C)
할인점	홈에버, 홈플러스	이마트
해외직영법인	2개	23개

자료: 하나투어, 모두투어, 한국투자증권

결국, 시장은 규모의 경제를 갖춘대형사 위주로 수렴될 것

국내 시장은 이미 하나투어가 자회사 '하나투어리스트'를 통해 소매 시장으로 진출하고, 레드캡 투어가 하나투어로부터 하나투어의 자회사인 OK투어의 지분을 인수하여 여행도매시장에 진출하는 등 도/소매간 구분을 떠난 경쟁에 돌입하게 되었다.

결국 시장은 규모의 경제에 도달한 2개의 대형 도매사와 27개 대형 소매사 위주로 집중되어 가고 있으며 규모의 경제에 따른 시장 수렴현상으로 군소로 난립한 소형소매사들이 차지하고 있는 나머지 45%의 시장도 점차 대형사들이 잠식해 나갈 것으로 보인다.

그 중에서도 IPO를 통한 자금력 확보와 이를 통한 브랜드 이미지 제고라는 두마리 토끼를 잡아 일찌감치 시장을 선점한 하나투어와 국내 최초 도매사로서의 긴 업력을 바탕으로 공격적이고 현명한 시장 전략으로 빠르게 점유율을 넓혀가고 있는 모두투어, 두 대형 도매사의 시장 주도성은 당분간 계속될 것으로 보인다.

하나투어(039130): 시장 1위로서의 존재감

매수(initiate, TP: 117,200원)

커버리지 개시, 투자의견 매수, 목표주가 117,200원

하나투어에 대해 커버리지를 개시하며 투자의견 '매수'와 목표주가 117,200원을 제시한다. 목표주가는 (1) 2007F-2008F 2년간의 EPS 평균인 3,734원에 peer analysis 에서 산출된 target PER 32배를 적용하여 산출한 119,500원과 (2) DCF법을 이용하여 산출된 목표주가 114,900원을 산술 평균하여 산출되었다. 30% 를 상회하는 ROE와 시장 1위 업체로서의 강력한 위상을 감안하면 적용 valuation 은 무리가 없다는 판단이다.

15%를 상회할 것으로 예상되는 관광목적 출국자 시장 점유율

하나투어는 2006년 관광목적 출국자 시장의 13.5%를, 2007년에는 시장의 15% 이상을 점유할 것으로 예상되는 명실상부한 한국 여행시장의 선두업체이다. 여행업체 최초로 주식시장에 공개 진입하는 동시에 공격적 마케팅으로 규모의 경제가 절대적 경쟁력인 여행시장에서 이미 강한 존재감을 구축하였다. 이는 향후 3년간 연 10% 이상의 성장세를 시현할 것으로 기대되는 국내 여행시장에서 동사가 가장 큰 수혜주가 될 것임을 시사하고 있다.

견조한 2분기 실적은 외부 변수에 대한 시장의 우려를 일식

6월 실적을 발표하면서 하나투어의 2분기 잠정 영업수익과 영업이익은 전년동기대비 각각 32.6%, 53.9% 증가한 42.3십억원과 4.4십억원으로 집계되었다. 지급수수료와 주식보상비용의 증가로 시장 컨센서스인 43.8십억원과 6십억원에는 소폭 못 미치는 실적을 기록하긴 하였으나 롯데 그룹의 시장진입과 하드블록 폐지에 캄보디아 비행기 사고라는 외부 변수들이 발생했던 점을 감안하면 2분기 실적은 여전히 견조한 회사의 성장성과 수익성을 반증한다고 보인다.

신 성장동력 확보를 위한 투자 확대

하나투어는 2006년 런던 GDR 발행을 통해 유입된 60십억원을 이용하여 신성장 동력을 찾는 데 주력할 예정이다. 이에 따라 올해 FIT (Foreign Independent Travel) 시스템 개발 1.4십억원을 포함 온라인 비즈니스 구축에 11.4십억원을 투입할 예정이다. 이 중 특히 FIT 시스템은 올해 개발이 완료될 예정이며 여기서 발생하는 매출은 2008년부터 항공권 매출에 반영될 것으로 보인다. FIT 시스템은 특히 가격보다는 서비스의 질과 적시성이 중요한 상용시장에 유효할 것으로 보이며 이는 회사가 차후 상용시장에 진출할 수 있는 중요한 발판을 마련해 줄 것으로 보인다.

또다른 성장 동력으로 하나투어는 해외 시장 진출의 기반을 구축하는데 주력하고 있으며 2007년 미주법인 추가 투자와 중국 법인 설립에 7십억원 정도를 투입할 예정이다. 회사는 이후에도 유럽과 아시아에 추가적인 투자를 더 집행하여 적극적인 해외시장 개발에 집중할 예정이다.

• 주가(7/31)	93,500원
• 시가총액	1,086십억원
• 52주 최고/최저가	97,300원/54,000원
• 최근 6개월 평균 거래량	73,575주
• 외국인지분율	43.7%

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2005A	111	18	23	17	1,632	49.5	19	16.5	13.0	5.9	47.3
2006A	166	30	34	23	2,215	35.7	32	29.2	19.5	6.4	34.6
2007F	222	45	53	36	3,134	41.5	48	29.8	19.8	8.0	34.3
2008F	290	65	73	50	4,335	38.3	69	21.6	14.0	6.2	36.4
2009F	354	80	88	61	5,267	21.5	83	17.8	11.4	4.7	33.4

주: 투자지표는 2007년 7월 31일 종가기준
자료: 한국투자증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
유동자산	46	136	150	150	188
현금성자산	12	72	64	38	51
매출채권	10	16	21	28	34
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	41	48	68	76	74
투자자산	8	13	24	31	32
유형자산	30	31	32	33	33
무형자산	0	0	7	7	1
자산총계	87	184	218	226	261
유동부채	44	91	99	69	54
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	1	1	1	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금 및 리스부채	0	0	0	0	0
부채총계	44	91	100	69	55
자본금	5	6	6	6	6
자본잉여금	0	61	61	61	61
자본조정	-3	-30	-30	-30	-30
이익잉여금	40	56	81	120	169
자본총계	42	93	118	157	206

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
영업활동현금흐름	19	67	35	8	35
당기순이익	17	23	36	50	61
유형자산감가상각비	1	2	2	2	2
무형자산상각비	0	0	1	2	1
자산부채변동	1	37	-4	-46	-29
기타	0	6	1	1	1
투자활동현금흐름	-16	-26	-32	-24	-10
유형자산투자	-30	-2	-2	-2	-2
유형자산매각	0	0	0	0	0
유동자산순증	9	-19	-11	-13	-12
투자자산순증	2	-4	-9	-5	1
기타	4	-1	-9	-3	4
재무활동현금흐름	1	19	-11	-11	-11
자본금및자본잉여금증가	2	64	0	0	0
차입금의순증	0	0	0	0	0
배당금지급	-5	-7	-8	-11	-11
기타	3	-39	-3	0	0
현금의 증가	4	60	-8	-27	14

손익계산서

(단위: 십억원)

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
매출액	111	166	222	290	354
매출총이익	111	166	222	290	354
판매비	93	136	177	224	273
영업이익	18	30	45	65	80
영업외수익	7	7	9	9	10
이자수익	1	2	3	3	3
외환관련이익	0	1	1	0	0
지분법 평가이익	3	3	3	3	3
영업외비용	2	4	2	2	2
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
지분법 평가손실	2	3	2	2	2
세전계속사업이익	23	34	53	73	88
법인세비용	7	11	16	23	28
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	23	36	50	61
EBITDA	19	32	48	69	83
경상이익(중단계정)	23	34	53	73	88

주요 투자지표

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
주당지표(원)					
EPS	1,632	2,215	3,134	4,335	5,267
BPS	4,568	10,180	11,726	15,108	19,896
DPS	600	750	950	950	950
SPS	10,761	15,671	19,294	25,173	30,712
성장성(%, YoY)					
매출증가율	39.2	49.8	33.6	30.5	22.0
영업이익증가율	50.5	70.1	50.5	44.0	22.6
순이익증가율	56.8	40.0	54.9	38.3	21.5
EPS증가율	49.5	35.7	41.5	38.3	21.5
EBITDA증가율	50.2	68.0	50.7	43.3	20.3
수익성(%)					
영업이익률	16.0	18.2	20.5	22.6	22.7
순이익률	15.0	14.0	16.2	17.2	17.2
EBITDA Margin	17.1	19.2	21.6	23.8	23.4
ROA	24.6	22.4	22.6	29.5	33.0
ROE	47.3	34.6	34.3	36.4	33.4
배당수익률	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0
안정성					
순차입금	-25	-104	-107	-93	-119
영업이익이자보상배율	NA	NA	NA	NA	NA
차입금/자본총계비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	16.5	29.2	29.8	21.6	17.8
PBR	5.9	6.4	8.0	6.2	4.7
PSR	2.5	4.1	4.8	3.7	3.0
EV/EBITDA	13.0	19.5	19.8	14.0	11.4

모두투어(080160): 영리한 2인자

매수(Initiate, TP: 73,000원)

커버리지 개시, 투자 의견 매수, 목표주가 73,000원

모두투어에 대해 커버리지를 개시하며 투자 의견 '매수'와 목표주가 73,000원을 제시한다. 목표주가는 (1) 2007F-2008F 2년간의 EPS 평균인 2,103원에 하나투어와 동일한 Target PER 32배를 적용하여 산출한 67,300원과 (2) DCF법을 이용하여 산출된 목표주가 78,700원을 산술 평균하여 산출되었다. 동사의 26%를 상회하는 ROE와 강한 실적 성장세를 감안할 경우 하나투어와 동일한 valuation 적용에 무리가 없다는 판단이다.

연간 10%를 상회하는 출국자 증가율의 수혜주

보수적인 견해에서 봐도 내국인의 해외 출국은 연간 10% 이상의 성장을 보이고 있으며 업계에서는 15% 이상까지도 예상하고 있는 실정이다. 특히 관광목적 출국자의 증가율은 이보다 더 강하고 빠르게 증가하여 2007년 전년 대비 약 18%의 성장세를 시현할 것으로 예상된다. 현재 업계 2위 업체로서 공격적인 마케팅으로 시장 점유율을 늘려가고 있는 동사는 이렇게 성장하는 시장의 수혜를 받을 것으로 예상된다. 모두투어의 관광목적 출국자 기준 시장 점유율은 2006년 6.2%에 이어 2007년 8.0%, 2010년에는 11% 이상까지 증가할 것으로 전망된다.

점유율 확대를 위한 효과적인 시장 전략의 승리

하나투어에 이어 업계 후발주자로 시장에 공개 진입하였음에도 불구하고 모두투어는 강한 성장세로 하나투어를 바짝 추격하고 있으며 이는 1) 하나투어보다 오래된 업력에서 오는 잠재력; 2) 시장 점유율을 늘리기 위한 공격적인 마케팅; 3) 후발 업체로서 선발업체들의 사례 연구를 통해 필요한 것만 선별적으로 취하는 효과적인 전략을 바탕으로 하고 있다.

견조한 2분기 실적

모두투어의 2분기 영업수익은 전년 동기 대비 57% 증가한 19.3십억 원을, 영업이익과 순이익은 전년 동기 대비 683%, 300% 증가한 1.6십억 원, 1.5십억 원을 기록하였다. 고마진인 패키지 상품의 월별 고객 인원 성장률이 2007년 들어서도 전년 대비 평균 70% 이상 성장하여 외형 성장을 주도하는 한편 인건비와 에이전트 수수료는 감소하여 양호한 실적을 뒷받침 하였다.

향후의 성장을 위한 플랜은?

모두투어로서는 하나투어 대비 작은 규모의 경제를 성장시키는 데 역점을 두는 동시에 신성장 동력을 발굴해야 하는 필요성이 있다. 회사는 온라인 비즈니스를 위하여 freemode.com 을 통한 dynamic package (고객의 취향을 반영하여 구성된 패키지) 기획과 온라인 부킹엔진 개발을 계획하고 있다. 또한 자회사인 블루여행사 (배낭여행 전문), 투어테이먼트 (방송관련 해외업무 전문), 인터파크투어 (온라인여행판매)를 통해 다양한 니치 마켓에도 진출할 계획을 세우고 있다.

• 주가(7/31)	57,900원
• 시가총액	486십억 원
• 52주 최고/최저가	58,300원/18,650원
• 최근 6개월 평균 거래량	64,988주
• 외국인지분율	19.2%

	매출액 (십억 원)	영업이익 (십억 원)	세전이익 (십억 원)	순이익 (십억 원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억 원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2005A	39	3	4	3	780	-7.3	4	25.2	19.6	5.6	28.4
2006A	66	10	11	8	1,058	35.6	10	27.6	20.7	5.0	26.1
2007F	96	18	20	14	1,714	62.0	18	33.8	24.4	8.0	26.5
2008F	129	26	29	21	2,492	45.4	27	23.2	16.1	6.2	30.3
2009F	167	36	40	29	3,472	39.3	37	16.7	11.0	4.7	32.0

주: 투자지표는 2007년 7월 31일 증가 기준
자료: 한국투자증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
유동자산	17	50	64	86	118
현금성자산	9	14	11	16	27
매출채권	2	5	7	10	12
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	10	20	32	41	51
투자자산	4	18	29	37	47
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	27	71	96	127	170
유동부채	10	21	33	46	61
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	2	3	4	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금 및 리스부채	0	0	0	0	0
부채총계	12	23	36	50	66
자본금	2	4	4	4	4
자본잉여금	5	30	30	30	30
자본조정	0	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	7	15	27	45	70
자본총계	15	48	60	78	103

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
영업활동현금흐름	8	11	22	27	37
당기순이익	3	8	14	21	29
유형자산감가상각비	0	0	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	3	0	5	4	6
기타	1	2	2	1	1
투자활동현금흐름	-7	-30	-22	-20	-23
유형자산투자	0	-1	-1	-1	-1
유형자산매각	0	0	0	0	0
유동자산순증	0	-15	-9	-10	-11
투자자산순증	-4	-14	-11	-8	-9
기타	-3	0	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	6	25	-2	-3	-3
자본금및자본잉여금증가	6	27	0	0	0
차입금의순증	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-2	-3	-3
기타	0	-1	-1	0	0
현금의 증가	6	5	-3	4	11

손익계산서

(단위: 십억원)

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
매출액	39	66	96	129	167
매출총이익	39	66	96	129	167
판매비	36	57	79	103	130
영업이익	3	10	18	26	36
영업외수익	1	2	3	3	5
이자수익	0	1	2	3	4
외환관련이익	0	0	0	0	0
지분법 평가이익	0	0	0	0	0
영업외비용	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
지분법 평가손실	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	4	11	20	29	40
법인세비용	1	3	6	8	12
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	8	14	21	29
EBITDA	4	10	18	27	37
경상이익(중단계정)	4	11	20	29	40

주요 투자지표

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
주당지표(원)					
EPS	780	1,058	1,714	2,492	3,472
BPS	3,480	5,859	7,260	9,384	12,431
DPS	100	180	300	350	400
SPS	10,334	8,350	11,545	15,484	19,968
성장성(%, YoY)					
매출증가율	22.9	70.8	45.0	34.1	29.0
영업이익증가율	6.9	204.9	80.5	47.4	39.6
순이익증가율	2.5	178.9	74.8	45.4	39.3
EPS증가율	-7.3	35.6	62.0	45.4	39.3
EBITDA증가율	8.7	190.1	78.7	46.9	39.1
수익성(%)					
영업이익률	8.2	14.7	18.3	20.1	21.8
순이익률	7.5	12.3	14.8	16.1	17.4
EBITDA Margin	9.0	15.3	18.9	20.7	22.3
ROA	16.7	20.0	21.1	23.3	24.4
ROE	28.4	26.1	26.5	30.3	32.0
배당수익률	0.4	0.7	0.5	0.6	0.7
안정성					
순차입금	-14	-34	-41	-55	-78
영업이익이자보상배율	NA	NA	NA	NA	NA
차입금/자본총계비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	25.2	27.6	33.8	23.2	16.7
PBR	5.6	5.0	8.0	6.2	4.7
PSR	1.9	3.5	5.0	3.7	2.9
EV/EBITDA	19.6	20.7	24.4	16.1	11.0

Appendix I: 한국 여행시장의 구조

새로운 비즈니스 모델의 탄생, 도매여행사

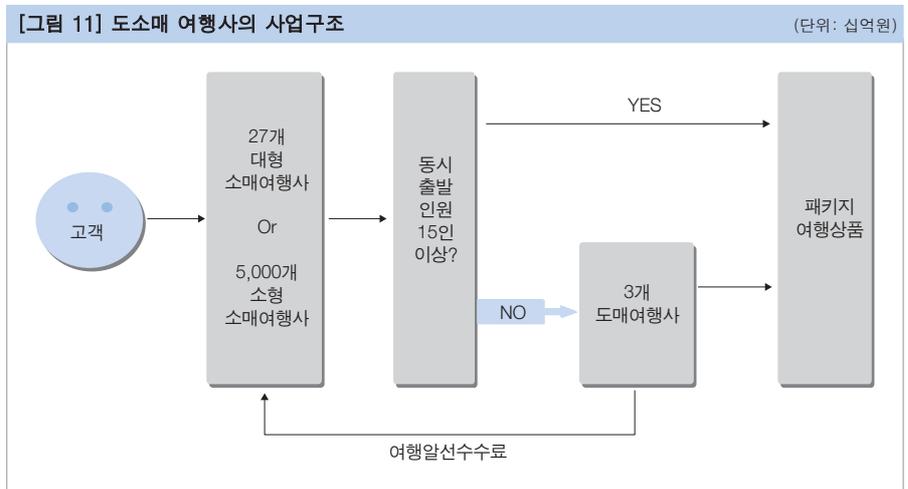
한국의 여행시장은 1989년 해외여행 자유화 조치와 1998년 외환위기를 기준으로 새롭게 재편되어 2000년을 기점으로 급격하게 성장하였다. 이 과정에서 기존에는 중소 규모의 소매여행사 (리테일 여행사 혹은 직접판매여행사) 들만이 존재하던 여행시장에 도매여행사 (홀세일 여행사 혹은 간접판매여행사) 라는 새로운 비즈니스 모델이 탄생하였다. 현재 한국 시장에는 하나투어, 모두투어, OK 투어 등 3개 도매여행사와 롯데관광개발, 자유여행사를 포함한 27개 대형 소매여행사, 그리고 5,000여개의 mom-and-pop agency 라고 불리는 소형여행사들이 영업을 하고 있다.

도매여행사 vs. 소매여행사

도매여행사는 고객을 직접 모객하지 않고 항공권과 자체적으로 기획한 패키지를 전문적인 교육을 받은 영업사원들을 통해 직영점 및 대리점에 판매한다. 또한 소형소매사들이 자체적으로 소화할 여력이 되지 않는 고객들을 넘겨받고 그 대가로 소형소매사에 여행알선 수수료를 지불하는 구조이다. 도매여행사들은 상대적으로 큰 고객 pool 에 의한 유연한 스케줄 관리와 다양한 상품 보유가 가능하다는 이점을 가지고 있다.

소매여행사는 광고 및 선전을 통해 직접 모객을 한다. 롯데관광이나 자유투어처럼 규모가 큰 대형소매여행사는 자체적으로 패키지를 기획하여 직접 모객한 고객을 소화할 수 있다.

그러나 자체 패키지를 구성할 여력이 되지 않는 소형소매여행사일 경우 모객을 한 고객수가 항공 및 기타 할인을 받을 수 있는 최소인원인 10-15인에 미달될 경우 상대적으로 많은 항공 좌석과 호텔을 보유하고 있는 도매사에 고객을 넘기고 여행알선 수수료를 받는다. 결국 소형소매사들의 경우 도매사의 유통 창구역할을 담당하고 있는 구조이다.



자료: 하나투어, 한국투자증권

여행사의 수익구조: 패키지 마진과 항공권 대매 수익

여행사들의 매출은 패키지라 불리는 기획여행과 항공권 대매로 구성되어 있다. 일반적인 수익 구조는 <표 8>과 같다. 패키지의 경우 상품을 판매하고 고객에게서 받는 금액, 즉 취급고를 100이라 했을 경우 항공비, 지상비, 소매사 지급 수수료를 제외하고 여행사들이 최종적으로 얻는 수익은 약 15.5% 정도이다. 물론 여행사의 가격 협상력에 따라 항공료와 지상비에 차이가 있고, 소매사 지급 수수료율 역시 온라인과 오프라인에 따라 수수료율이 6.5%에서 9%까지 차이가 있을 수 있다. 항공권 대매의 경우 여행사는 최종적으로 2-3%의 대매수익을 가지게 된다.

〈표 8〉 여행사 수익 구조

	패키지	항공권 대매
취급고	100	100
항공료	50	91
항공비 (항공료*91%)	45.5	
항공권대매수익 (항공료*9%) --- (A)	4.5	
지상비		
소매사지급수수료	9	6~7
마진 --- (B)	11	2~3
최종 여행사 수취 마진 --- (A+B)	15.5	2~3

자료: 각 사, 한국투자증권

항공권 대매의 경우 마진이 낮기 때문에 여행사의 영업이익에 크게 영향을 준다고 보다는 항공권을 일정부분 확보하고 판매함에 따른 시장에서의 여행사 규모 유지 역할이 더 크다. 결과적으로 여행사의 수익에 결정적인 영향을 주는 것은 상대적으로 고마진인 패키지 부분이라 할 수 있다.

Appendix II: 한국 여행시장을 둘러싼 이슈

이슈 1: 국내 대기업과 외국 대형 여행사의 여행시장 진출 영향은 제한적일 듯

국내 대기업과 외국 대형 여행사의 국내 여행시장 진출은 여행시장에서 항상 언급되어 오고 있던 이슈이다. 그러나 아래의 표에서 볼 수 있듯이 국내 대기업들은 이미 대부분 직/간접적으로 여행업, 특히 소매여행업에 관련되어 있는 실정으로 기업 직원들의 출장 등을 담당하는 상용여행을 주로 다루고 있다.

<표 9> 대기업 관련 여행사

회사	관련대기업	
롯데관광개발	농협	농협교류센터와 '농협롯데관광' 설립 농협 51%, 롯데관광개발 49% 지분 보유 롯데관광개발이 신설 법인에 유상증자 형식으로 지분참여, 공동 운영예정
롯데제이티비	롯데	롯데닷컴과 JTB가 50%씩 공동투자. 자본금 50억원 규모
레드캡투어 (구 범한여행)	LG	2007년 3월 레드캡투어를 흡수합병함
세종나모여행	삼성	2006년 6월 세종여행을 흡수합병함 2006년 12월 투어몰여행을 흡수합병함
현대드림투어	현대	현대백화점의 유통망 이용
SK 투어비스	SK	직원의 해외출장을 지원하기 위한 사업부서를 운영하다 2000년부터 일반인 대상 상품 판매

일부에서 우려하는 것처럼 대기업이 도매 시장에 직접 뛰어들 가능성은 현재로서는 그리 크지 않다고 보고 있다. 대부분의 대기업 관련 여행사들은 그룹 계열사 직원들을 대상으로 순수항공권과 호텔을 처리해 주는 상용여행 (corporate travel) 형식을 취하고 있을 뿐 도매사가 되기 위해 필요한 방대한 유통 채널과 인력 등의 업력을 갖추고 있지는 않은 실정이기 때문이다. 오히려 현재 하고 있는 호텔 예약업무 등을 더 특화 시켜 리조트 및 골프 투어 등의 niche 마켓 개발에 집중하는 형태를 취할 것으로 보인다.

이슈 2: 하드블록 폐지가 대형 도매사 실적에 미치는 영향 역시 미미할 것

하드블록은 일정 수량의 좌석을 일정 소진율을 담보로 여행사가 항공사로부터 선구매하여 판매하는 것을 말한다. 선구매를 하지 않는 일반좌석 (소프트블록)에 비해 가격이 저렴하며 성수기에 필요한 만큼의 좌석을 미리 확보하는 여유가 있다는 장점이 있어 대형 여행사들에게 유리한 점이 있었다. 그러나 성수기에 인기노선 좌석을 점유하는 대신 여행사들은 비수기에라도 일정량의 하드블록을 떠맡아야만 했다.

대한항공은 2007년 1월부터 하드블록을 폐지하였고 아시아나는 2007년 4월 일부 노선을 시작으로 점진적으로 폐지할 예정이다. 이 외 대부분의 외항사들은 하드블록을 계속 실행하고 있다.

당사는 하드블록 폐지가 하나투어와 모두투어 등 대형 도매사에 미치는 영향이 제한적일 것으로 본다. 하드블록을 구성하는 목적지는 주로 단거리인 중국, 동남아, 일본 등이며 이들 목적지는 외항사에서 어렵지 않게 좌석을 받아들 수 있는 곳들이다. 성수기 좌석 확보가 관건이라는 우려가 나왔었으나 하나투어나 모두투어 같은 자본력과 영업력이 강한 대형 여행사가 성수기 좌석을 확보하는데 큰 어려움을 겪지는 않은 것으로 판명되었다.

오히려, 하드블록은 성수기의 좌석확보를 위해 여행사가 비수기에 항공사가 요구하는 수준의 항공권 판매를 떠맡아야 하는 부담이 있었기 때문에 하드블록 폐지는 수익성 개선에 긍정적인 작용을 끼칠 수 있을 것으로 해석되고 있다.

**이슈 3: 여행업의 e-Travel화 ⇒
niche market이 시스템을 갖춘
대형사 위주로 형성될 듯**

소매여행사들을 유통채널로 활용하는 구조와 마무리 단계에서 인적 서비스가 꼭 필요한 여행업의 특성상 도매여행사들이 온라인 상에서 여행상품을 적극적으로 판매하는 데는 어려움이 있다. 따라서 도매사들은 온라인상에서 자사의 여행상품을 구매하는 경우에도 자사의 오프라인 유통여행사들을 거치도록 하고 있다.

물론 온라인 상에서 여행상품을 판매 시 경유되는 소매사에 주는 수수료는 오프라인 판매에서의 9%에 비해 저렴한 7%를 지급하고 있기 때문에 온라인 판매의 활성화는 지급수수료의 감소에 따른 수익성 개선을 가져올 수 있다.

그러나 e-travel이 절대적인 미국 시장과 한국 시장과는 구조적 차이가 있기 때문에 한국시장에서 e-travel이 본격적으로 시현되기는 어려움이 있다고 본다. 오히려 한국시장에서는 직접 패키지 프로그램을 짜기를 희망하는 일부 고객을 대상으로 가격경쟁력이 갖춰질 경우 niche 마켓이 형성될 가능성이 높으며 이러한 경우도 여행사가 이를 소화할 수 있는 효과적인 시스템과 가능한 상품들의 구색을 충분하게 갖추어 놓아야 가능할 것이기 때문에 대형사 위주로 진행될 것으로 보인다.

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목 (코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목 (코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
하나투어 (03913)	2005.09.06	매수	40,200원	모두투어 (08016)	2007.08.01	매수	73,000원
	2007.07.25	N.A	N.A				
	2007.08.01	매수	117,200원				

