

여행업

August 7, 2007

Initiation

Equity Research

Overweight (신규)

미디어/엔터테인먼트
 Analyst 강태호
 Tel: 02-3771-7528
 E-mail: notmuch@hanadaetoo.com

관심종목

종목명	Rating	TP(6M)
하나투어	BUY	W118,000
모두투어	BUY	W78,000

의심의 여지없이 길게 멀리 간다

높은 성장성 대비 아직 덜 올랐다

여행업종에 대해 Overweight를 제시하며 커버리지를 개시한다. 투자포인트는 다음과 같다. 1) 해외여행 수요가 급속히 확산되며 산업의 성장성이 매년 크게 부각되고 있는 가운데, 2) 여타 국가와 비교시 우리나라의 해외여행업은 성장가시성이 높아 여전히 갈 길이 많이 남아있다. 3) 또한, 산업내에서는 강력한 유통 경쟁력을 근간으로 상위업체 시장점유율이 지속적으로 높아지는 과점화가 빠르게 진행중이다. 4) 즉, 시장의 파이가 커지는 가운데, 상위업체가 가져가는 부분이 많아지는 현상이 동시에 이루어져 상위업체의 이익모멘텀이 지속될 전망이다.

중장기 성장성 : 수요기반 확대 + 소비패턴 변화

구조적으로 해외여행업은 현재의 높은 성장성이 중장기적으로도 지속될 가능성이 높다. 이에 대한 근거는 다음과 같다. 1) 수요 기반 : 연령대별 인구구조의 변화가 우호적이다. 전체 인구중 여행사 상품을 구매하는 경우가 많은 30대~60대 연령대 비중이 중장기적으로 현재보다 더 높아지는 추세이다. 2) 소비 성향 : 원화가치 상승과 1인당 국민소득 증가로 해외여행이 국내여행을 대체하며 대중화가 확산되는 추세이다. 이는 높아지고 있는 해외여행 소비성향을 통해 확인할 수 있다. 3) 중산층 비율 : 해외여행 무경험자 일수록 여행사의 패키지 상품을 구매할 확률이 높다. 따라서, 해외여행 경험률이 낮은 저소득층의 중산층 편입이 이루어지면 산업이 한단계 레벨업 될 것이다.

여행업체 Top Picks는 하나투어, 모두투어

업체별로는 선두업체로서 시장 영향력을 증대시키며 과점체제를 가속화하고 있는 하나투어(039130.KQ,BUY,TP118,000원)와 모두투어(080160.KQ,BUY,TP78,000원)를 Top Picks로 제시한다. 하나투어는 업계 1위의 우월한 지위, 유통경쟁력 등으로 지속적인 시장점유율 확대가 예상되며, 모두투어는 대형화에 따른 규모의 경제 진입이 본격화 되는 시기로 이익모멘텀이 가장 우수하다. 롯데관광개발(032350.KS,Marketperform,TP25,000원)은 (주)농협롯데관광 출범 등 도매채널 확대에 의한 유통능력 강화에 높은 점수를 준다. 다만, 회사 측의 전략적인 의지에 대한 확인이 필요하고 적정주가 대비 높은 Valuation을 부여받고 있어 Marketperform을 제시한다.

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(강태호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2007년 8월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(강태호)는 2007년 8월 8일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

Contents

05p	투자 의견 요약 및 투자전략	
	1) 투자의견 비중확대: “높은 성장성 대비 아직 덜 올랐다”	05
	2) Top Picks : 하나투어(039130KQ),모두투어(080160KQ)	06
08p	산업 성숙기까지는 아직 멀었다. 높은 성장세 지속 가능	
	1)해외 여행자수의 높은 증가율	08
	2)07년 들어 해외 여행수요가 더욱 확산	08
	3) 여타 국가와 비교시 성장 가시성이 높다	10
12p	중장기 성장성 : 수요기반 확대 + 소비패턴 변화	
	1) 수요기반 : 우호적인 인구구조 변화	12
	2) 소비 성향 : 해외여행의 국내여행 대체 확산	14
	3) 중산층 비율 증대가 산업 Level up의 중요 요소	15
16p	상위업체에 수혜가 집중되는 과점 형태 과속화	
	1) 상위업체의 지속적인 시장점유율 상승	16
	유통 경쟁력의 힘	18
	규모의 경제효과	19
	리스크 요인 vs 중장기 모멘텀	20
21p	관심종목	
	하나투어 (039130.KS,Buy)	22
	모두투어 (080160.KS,Buty)	27
	롯데관광개발 (032350.KS,Marketperform)	34

Tables & Charts

Table

<표 1> 여행업종 Valuation 요약.....	06
<표 2> 국가별 인구 대비 출국자수 비중.....	10
<표 3> 한일 여행소비액 비교.....	10
<표 4> 연령대별 비중 (국내 인구 및 여행사 관광객).....	12
<표 5> 중장기 연령대별 인구 비중 변화.....	13
<표 6> 중산층 비율 추이.....	15
<표 7> 소득 계층별 해외여행 경험률.....	15
<표 8> 내국인 출국자수 & 관광객수 추이 및 전망.....	17
<표 9> 도매 여행사 수익 구조.....	17

Charts

<그림 1> 최근 3년간 여행업종지수 코스닥 대비 초과수익률.....	05
<그림 2> 07년 여행업종지수 코스닥 대비 상대주가.....	05
<그림 3> PER vs EPS growth(*3yr CAGR).....	07
<그림 4> PBR vs ROE.....	07
<그림 5> 여행주 종목별 주가 추이 (최근 1년간).....	07
<그림 6> 내국인 출국자수 추이.....	08
<그림 7> 총 출국자수 대비 관광목적 출국자수 비중 추이.....	08
<그림 8> 총 출국자수 추이 (1~5월).....	09
<그림 9> 3대 여행사 관광객 송출객수 및 증가율 (상반기).....	09
<그림 10> GDP대비 해외 여행 지출 비중 (국가별).....	11
<그림 11> 1인당 GDP vs GDP 대비 교양 오락비 비율 (국가별).....	11
<그림 12> 연령대별 국내 인구 비중.....	12
<그림 13> 연령대별 여행사 관광객 비중.....	12
<그림 14> 연령대별 인구대비 관광객 유입률.....	13
<그림 15> 1인당 국민소득 추이.....	14
<그림 16> 원/달러 환율 추이.....	14
<그림 17> 국내 및 해외 소비지출 동향.....	14
<그림 18> 해외소비 성향.....	14
<그림 19> 총 출국자수 증가율 vs 상위업체 송객수 증가율.....	16
<그림 20> 상위업체 시장점유율 추이 (송출객수 기준).....	16
<그림 21> 여행산업 유통 구조.....	18
<그림 22> 하나투어 영업레버리지 효과.....	19
<그림 23> 모두투어 영업레버리지 효과.....	19

Table & Chart (하나투어)

<그림 1> PER band	23
<표 1> Valuation Table	23
<그림 2> 하나투어 시장점유율 추이 및 전망	24
<그림 3> 하나투어 유통 채널	25
<표 3> 연간 실적 전망	25
<표 4> 분기실적 전망	25

Table & Chart (모두투어)

<표 1> 실적비교 (모두투어 & 하나투어)	28
<표 2> PER 비교 (모두투어 & 하나투어)	28
<그림 1> 하나투어 규모의 경제효과 본격화 진입 시기	29
<그림 2> 모두투어 규모의 경제효과 본격화 진입 시기	29
<표 3> 모두투어 & 하나투어 비교	30
<그림 3> 전체 매출액중 여행상품판매 매출액 비중	31
<표 4> Online & Offline 성장률 비교(06년 기준)	31
<표 5> Online 비중추이	31
<표 6> 연간 실적 전망	32
<표 7> 분기 실적 전망	32

Table & Chart (모두투어)

<그림 1> 3대 여행사 시장점유율 (관광객 송출인원 기준)	35
<표 2> 연간 실적 전망	36
<표 2> 분기 실적 전망	37

1. 투자의견 요약 및 투자전략

1) 투자의견 Overweight : “ 높은 성장성 대비 아직 덜 올랐다 ”

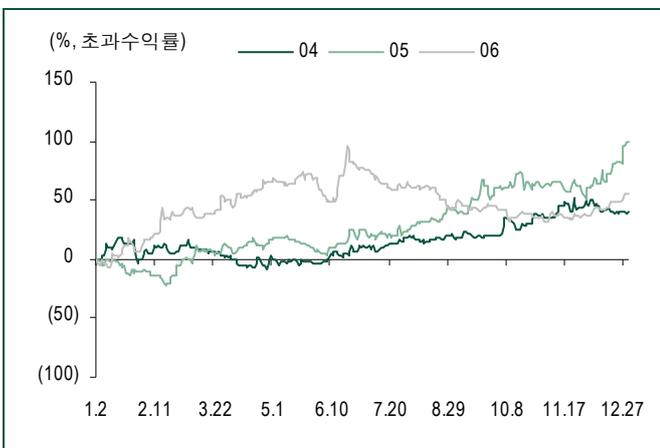
여행업종에 대해 Overweight를 제시하며 커버리지를 개시한다. 해외여행에 대한 수요가 급속히 확산되면서 산업의 성장성이 매년 크게 부각되고 있다. 특히, 여타 국가와 비교하면 우리나라의 해외여행업은 성장 가능성이 높아 시장 성숙기 진입까지는 여전히 갈 길이 많이 남아 있음을 알 수 있다. 또한, 산업 내에서는 강력한 유통경쟁력을 근간으로 상위업체 시장점유율이 지속적으로 높아지는 과점화가 빠르게 진행되고 있다. 즉, 지금의 여행시장은 시장의 파이가 커지는 가운데, 상위업체의 시장점유율이 확대되는 현상이 동시에 이루어 지는 업종 호황기이다. 이로 인한 상위업체의 이익 모멘텀 극대화 현상은 당분간 지속 될 것으로 예상된다.

구조적으로 해외여행업은 현재의 높은 성장성이 중장기적으로도 지속될 가능성이 높은 보기 드문 산업종 하나이다. 이에 대한 근거는 다음과 같다.

- 1) 수요 기반 : 연령대별 인구구조의 변화가 우호적이다. 전체 인구중 여행사 상품을 구매하는 경우가 많은 30대~60대의 연령대 비중이 중장기적으로 현재보다 더 높아지는 추세이다.
- 2) 소비 성향 : 원화가치 상승과 1인당 국민소득의 증가로 해외여행이 국내여행을 대체하며 대중화가 확산되는 추세이다. 이는 높아지고 있는 해외여행 소비성향을 통해 확인할 수 있다.
- 3) 중산층 비율 : 해외여행 무경험자 일수록 여행사의 패키지 상품을 구매할 확률이 높다. 따라서, 해외여행 경험률이 낮은 저소득층의 중산층 편입이 향후 산업 레벨업의 중요한 요소이다.

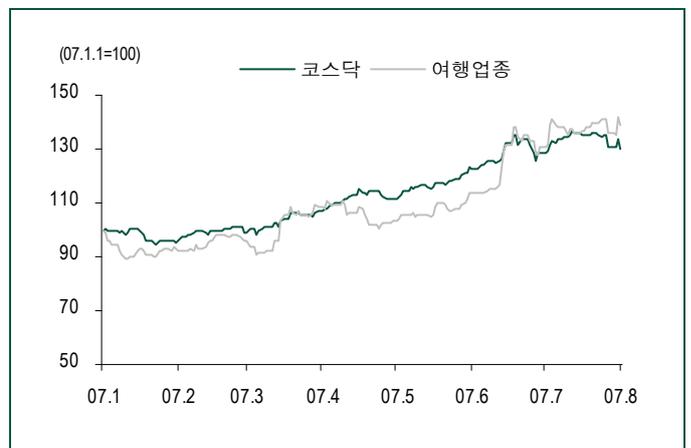
여행업종 주가는 최근 3년간 매년 시장 대비 높은 초과수익률을 기록하였다. 이는 다른 산업과 비교해 탁월한 성장성, 규모의 경제 확대에 의한 상위업체의 우월한 이익모멘텀에 따른 결과이다. 올해 들어 여행업종 주가는 연초 대비 40% 가량 상승한 반면 시장 대비 초과 수익률은 미미한 수준이다. 하반기에는 예년처럼 시장 대비 높은 초과수익률이 가능하다고 판단해 업종 투자의견 Overweight를 제시한다. 07년 들어 출국자수 증가율이 상반기까지 20%이상 증가하며 해외여행 수요가 더욱 확산되고 있으며, 향후 미국 비자면제, 오픈스카이(항공자유화) 확대, 외국 항공사 노선 재개 등 우호적인 여황이 전개될 것으로 전망되기 때문이다.

<그림 1> 최근 3년간 여행업종지수 코스닥 대비 초과수익률



자료: Datastream

<그림 2> 07년 여행업종지수 코스닥 대비 상대주가



자료: Datastream

2) Top Picks : 하나투어(039130.KQ), 모두투어(080160.KQ)

업체별로는 선두업체로서 영향력을 증대시키며 과점체제를 형성하고 있는 하나투어(039130.KQ)와 모두투어(080160.KQ)를 Top Picks로 제시한다.

하나투어에 대해서는 목표주가 117,000원에 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사는 업계 1위의 확고한 지위로 총 송객 기준 시장점유율이 06년 11.3%에서 2010년 18%까지 확대되며 산업을 선도해 갈 것이다. 특히, 최근 온라인을 통한 여행수요가 급증하는 환경에서는 동사가 지닌 브랜드 인지도가 더욱 빛을 발할 것으로 예상된다.

모두투어에 대해서도 목표주가 78,000원에 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사는 대형화가 급속히 진행되어 기존의 하나투어 대비 주가 할인률이 규모의 경제가 본격화될 때 부여 받을 수 있는 프리미엄과 상쇄될 수 있는 시점에 있다. 특히, 전체 매출액중 여행상품 매출액 비중이 빠르게 높아지며 이익모멘텀이 극대화 될 것으로 예상된다.

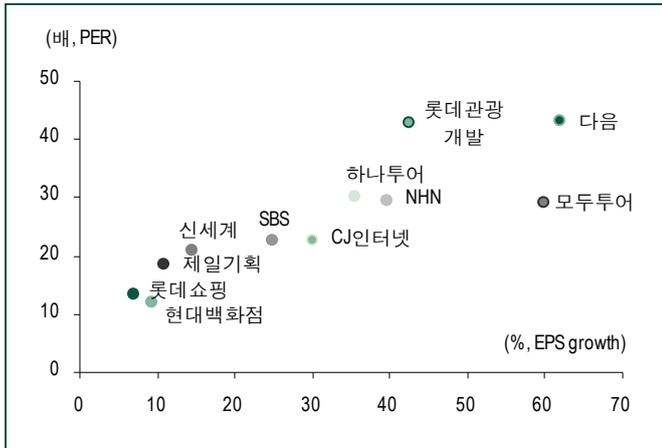
롯데관광개발(032350.KS)에 대해서는 (주)농협롯데관광 출범 등 도매채널의 확대에 의한 유통능력 강화에 높은 점수를 주며 향후 증장기 사업체제의 변화와 효과에 주목하고자 한다. 다만, 이것이 추세적인 흐름인지에 대한 회사의 전략적 의지를 확인할 필요가 있다. 또한, 현재 주가는 적정주가 대비 높은 valuation을 부여받고 있어 투자의견 Marketperform에 목표주가 25,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다.

<표 1> 여행업종 Valuation 요약

회사	연도	하나투어	모두투어	롯데관광개발
종목코드		039130.KQ	080160.KQ	032350.KS
종가(원)		98,000	56,900	27,650
시가총액(십억원)		1,138	478	277
투자의견		BUY	BUY	Marketperform
목표주가(원)		118,000	78,000	25,000
목표 시가총액(십억원)		1,359	655	250
PER(배)	06	32.3	25.1	46.9
	07F	32.0	29.0	40.7
	08F	23.0	19.4	30.4
PBR(배)	06	8.9	4.6	2.6
	07F	8.7	7.6	3.4
	08F	6.7	5.7	3.1
EV/EBITDA(배)	06	22.6	18.5	32.9
	07F	20.1	21.9	28.7
	08F	13.6	13.6	20.8
영업이익률(%)	06	18.2	14.7	6.4
	07F	20.0	19.8	10.6
	08F	21.8	21.4	13.2
ROE(%)	06	34.6	26.1	7.4
	07F	32.9	29.7	8.2
	08F	34.9	33.4	10.1
EPS성장률(%)	07F	39.2	85.9	54.1
	08F	39.4	49.4	34.0
	09F	28.4	47.1	40.1
	3년 CAGR	35.5	59.8	42.5

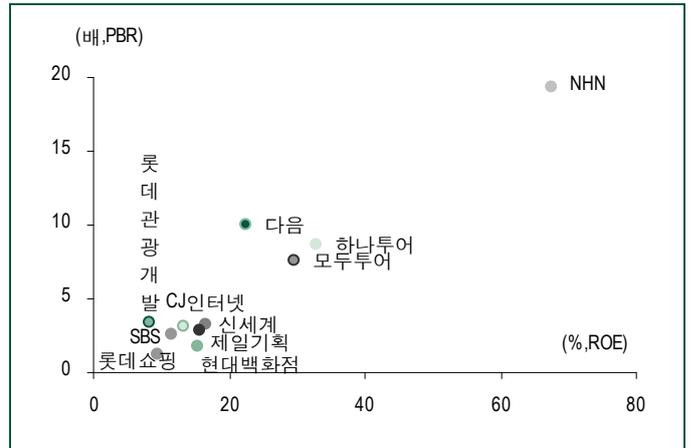
자료: 하나대투증권

<그림 3> PER vs EPS growth (*3yr CAGR)



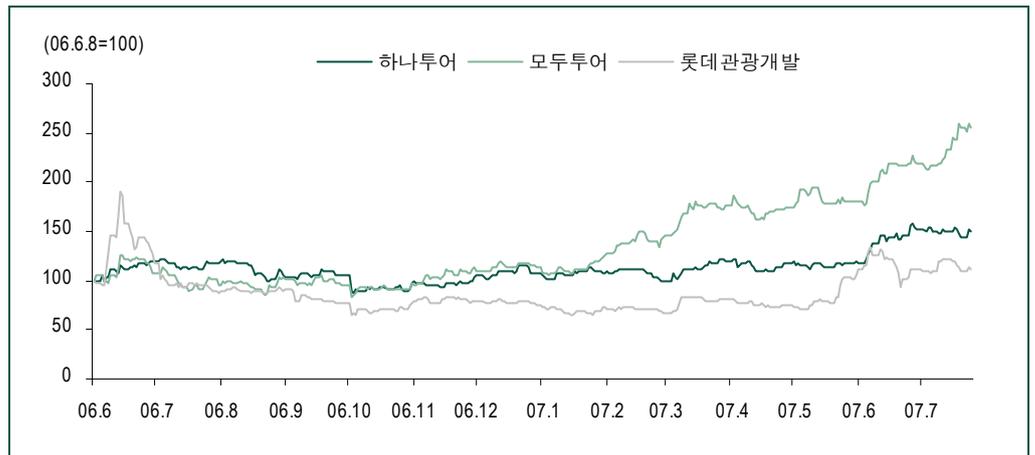
자료: 하나대투증권

<그림 4> PBR vs ROE



자료: 하나대투증권

<그림 5> 여행주 종목별 주가 추이 (최근 1년간)



자료: Datastream

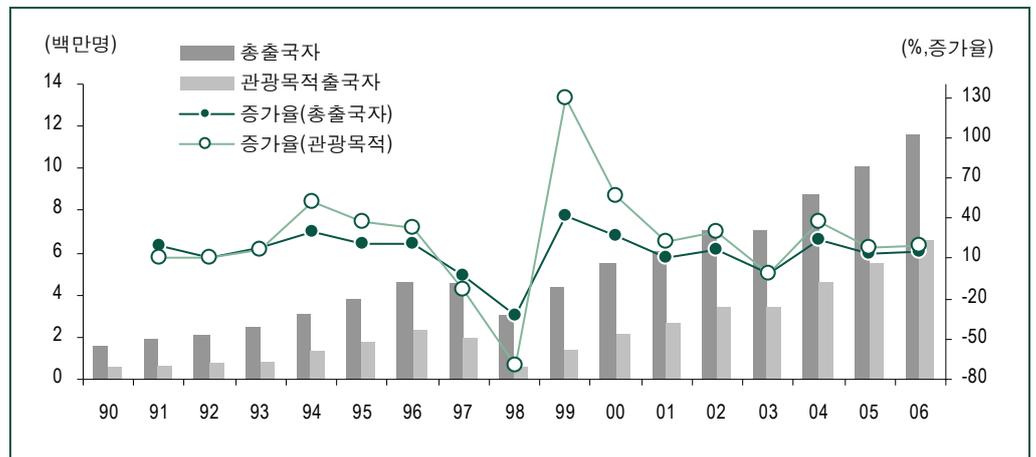
II. 산업 성숙기까지는 아직 멀었다. 높은 성장세 지속 가능

1) 해외 여행자수의 높은 증가율

여행산업은 크게 Inbound(국내여행업)와 Outbound(해외여행업)으로 구분할 수 있다. 국내 여행산업은 선진국 대비 관광자원 부족으로 내국인의 해외여행을 알선 및 송객하는 해외여행업을 중심으로 발전하고 있다. 1989년 해외 여행 자유화가 시작되면서 활기를 띠기 시작한 해외여행업은 90년대 말 IMF를 거쳐 본격적인 성장 국면에 돌입했다.

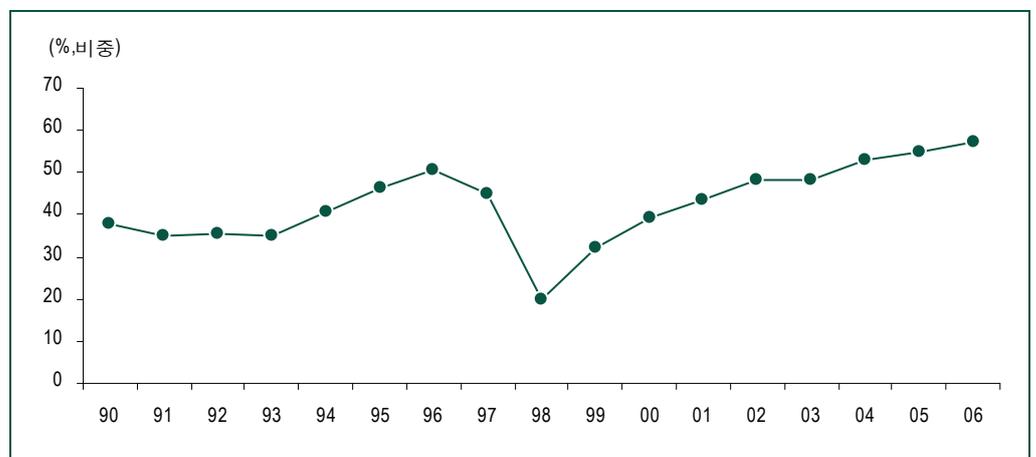
해외여행업 성장성은 내국인 출국자수 및 관광목적 출국자수 증가 추이를 통해 확인할 수 있다. 총 출국자수는 2000년대 들어 7년간 연평균 15.8%의 높은 증가율을 기록하며 2000년 550만명에서 2006년 1,160만명으로 2배 이상 증가하였다. 특히, 전체 출국자중 여행사 수입에 직결되는 관광목적 출국자수는 동 기간에 더 높은 증가율(연 평균 28.6%)을 기록하며 3배 가까운 성장을 보였다. 이에 따라, 전체 출국자 대비 관광목적 출국자 비중은 57.1%에 달하며 60% 도달을 목전에 두고 있다.

<그림 6> 내국인 출국자수 추이



주 : 06년 관광목적 출국자수는 출국신고제도 폐지(06.7월)로 자체 추정치
 자료: 한국관광공사, 하나대투증권

<그림 7> 총 출국자수 대비 관광목적 출국자수 비중 추이

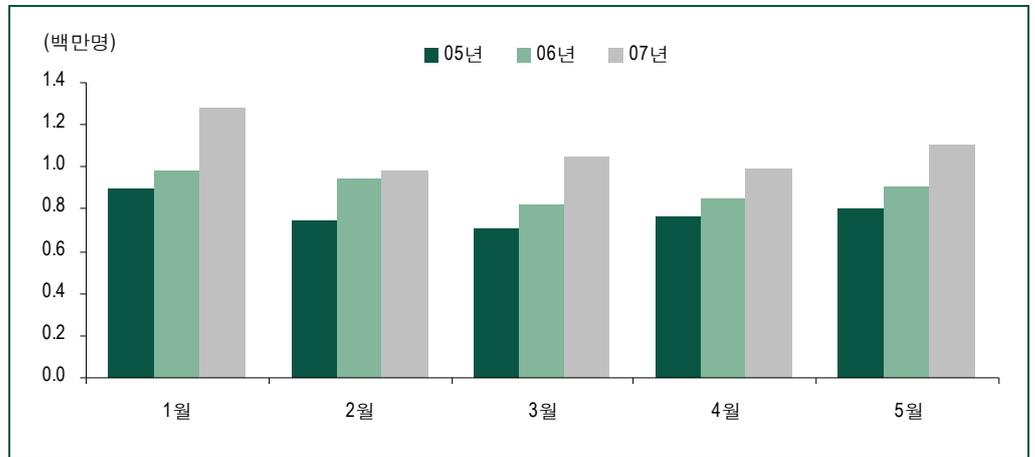


주 : 06년 관광목적 출국자수는 출국신고제도 폐지(06.7월)로 자체 추정치
 자료: 한국관광공사, 하나대투증권

2) 07년 들어 해외 여행수요가 더욱 확산

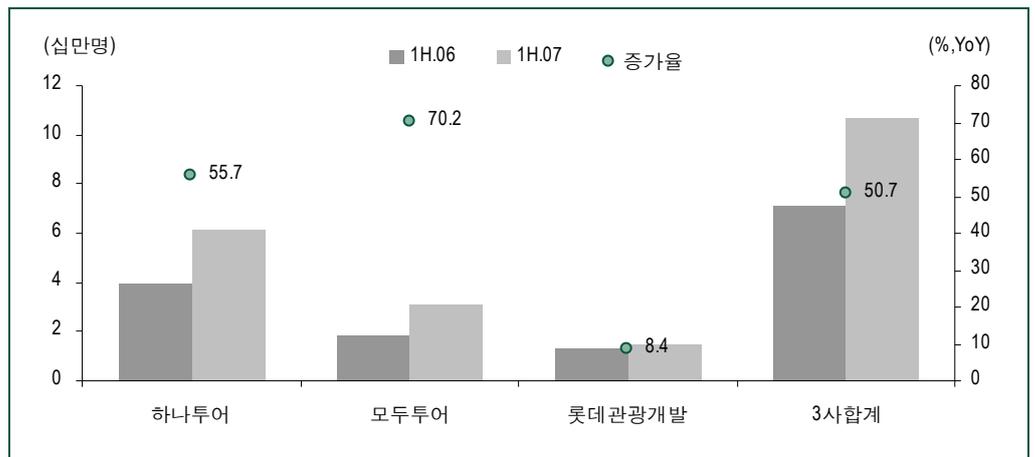
특히, 올해 들어 출국자수가 더욱 가파르게 증가하고 있다. 07년 1월부터 5월까지 집계된 내국인 총 출국자수는 540만명을 기록하며 06년 동 기간 대비 19.7%나 증가하였다. 특히, 과거에는 성수기인 7월과 8월에만 가능했던 월 100만명 이상의 출국자수가 금년에는 상반기부터 시작되고 있다. 이에 대한 영향으로 상반기 3대 주요 여행사(하나투어, 모두투어, 롯데관광개발)의 관광객 송출 인원수 합계는 전년 동기 대비 50% 이상 대폭 증가하며 영업 호조세가 이어지고 있다. 이러한 해외여행 수요 증가는 1) 주 5일제 확산으로 여행 수요의 계절성이 완화되어 비수기에도 해외여행이 성행하고 있고, 2) 중국 산둥반도 오픈 스카이(항공자유화) 등으로 기간별 여행상품이 다양화 되었고, 3) 원가가치 상승으로 여행 경비에 대한 부담이 완화된 영향 등이 작용한 결과로 판단된다. 특히, 올해 3분기에는 주말과 이어지는 추석연휴가 존재하여 해외여행 수요는 상반기의 확산세를 이어갈 전망이다.

<그림 8> 총 출국자수 추이 (1-5월)



자료: 한국관광공사

<그림 9> 3대 여행사 관광객 송출객수 및 증기를 (상반기)



자료: 각사

3) 여타 국가와 비교시 성장 가시성이 높다

시장의 관심은 이러한 해외여행의 높은 증가세가 언제까지 가능할 것인가에 있다. 주변 국가와 인구 대비 출국자수 비중을 비교하면 향후 우리나라 해외여행업의 높은 성장 가시성을 확인할 수 있다. 이는 관광산업 구조가 유사한 대만의 경우에서 그 해답을 찾을 수 있다. 대만의 인구 대비 출국자수는 95년에 이미 24%를 상회하였고 06년 기준으로는 38%에 달했다. 반면, 우리나라의 인구 대비 출국자수 비중도 빠르게 증가하고 있음에도 불구하고 06년 기준 24%로 대만의 95년도 수준에 불과하다. 현재 우리나라의 1인당 GDP가 대만보다 높아 졌음을 감안하면 향후 우리나라의 인구 대비 출국자수 비중이 대만 수준으로 상승할 가능성이 높다고 판단한다.

일본은 넓은 국토와 풍부한 관광 자원을 보유하여 해외여행보다 국내여행 소비 비중이 우리나라에 비해 더욱 높다. 따라서, 단순히 인구 대비 출국자수 비중 보다는 GDP대비 총 여행소비액(국내여행+해외여행)을 비교하는 것이 더욱 의미가 있다. 일본의 GDP대비 총 여행소비액 비중은 5.2%로 우리나라의 2.9%보다 매우 높은 수준이다. 물론, 여행 소비 성향이 단기간에 변화될 수 있는 요소는 아니지만 일본과의 비교를 통해 우리나라의 여행업이 여전히 성장 여력이 높음을 알 수 있다. 특히, 증대되고 있는 해외여행 소비액 비중(총 여행소비액 대비)을 감안하면 해외여행업 성장 가시성이 높다고 판단한다.

<표 2> 국가별 인구 대비 출국자수 비중

(단위 :%)

연도	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06
대만	24.3	26.5	28.3	27.0	29.7	32.9	31.9	32.5	26.2	34.3	35.9	37.8
한국	8.5	10.2	9.9	6.6	9.3	11.7	12.8	15.0	14.8	18.4	20.9	23.9
일본	12.2	13.3	13.3	12.5	12.9	14.0	12.7	12.9	10.4	13.1	13.6	13.9

자료: 통계청, 한국관광공사, 각국 관광청

<표 3> 한일 여행소비액 비교

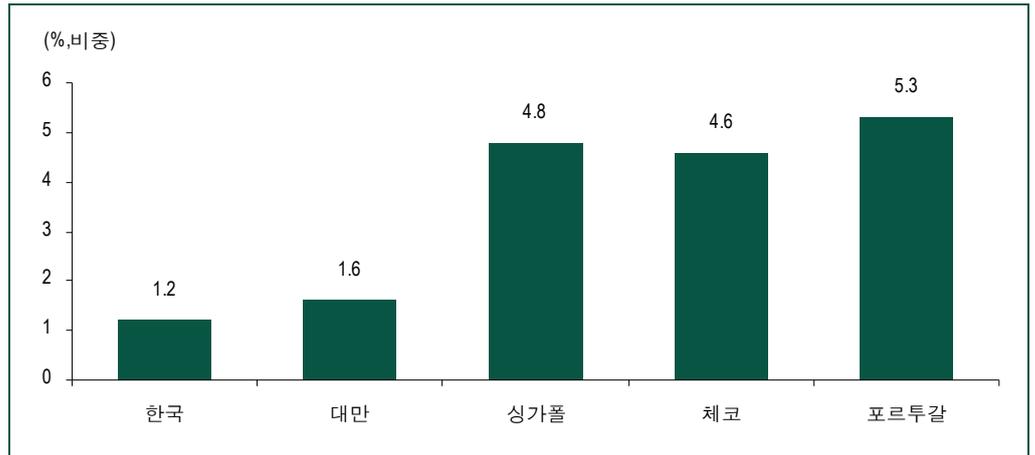
구분	국내총생산(GDP)	총 여행소비액		국내여행 소비액		해외여행 소비액	
		금액	GDP대비 비중	금액	비중	금액	비중
한국	721조원	21.4조원	2.9%	14.5조원	68.0%	6.9조원	32.0%
일본	547조엔	28.2억엔	5.2%	22.9억엔	81.2%	5.3억엔	18.8%

주: 한국은 05년, 일본은 04년 조사결과

자료: 통계청, 한국은행, 한국관광공사, 일본국토교통성

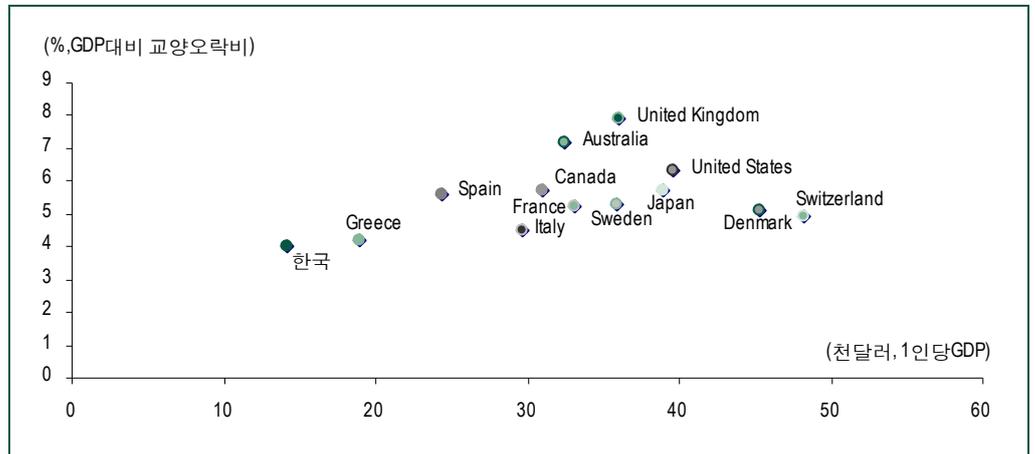
세계의 다른 국가와 해외여행 소비 성향을 비교해도 우리나라의 해외여행업이 성장을 지나 성숙 단계에 진입하기에는 많은 기간이 필요함을 알 수 있다. <그림10>을 통해서 우리나라의 GDP대비 해외여행 지출 비중이 여타 국가에 비해 상대적으로 낮은 수준임을 알 수 있다. 이러한 여행 소비 성향은 향후 1인당 GDP 상승에 따라 높아질 수 있음을 <그림11>이 설명해준다. 특히, 서구 선진국에 비해 관광자원이 부족한 국내 현실을 감안하면 향후 1인당 GDP 증가에 따른 수혜의 중심에 해외여행업이 있다고 판단한다.

<그림 10> GDP대비 해외 여행 지출 비중 (국가별)



자료: UNWTO 'Compendium of Tourism Statistics (04년 기준)

<그림 11> 1인당 GDP vs GDP 대비 교양 오락비 비율 (국가별)



자료: OECD Factbook2006

Ⅲ. 중장기 성장성 : 수요기반 확대 + 소비패턴 변화

1) 수요 기반 : 우호적인 인구구조 변화

연령대별 인구구조 변화는 해외여행업의 중장기 성장성을 가늠할 수 있는 핵심 요소이다. 이는 여행사의 모객 기반과 직접적인 관련이 있기 때문이다. 여기서, 국내 인구의 연령대별 비중과 여행사 패키지 상품을 구매하는 연령대별 비중에 차이가 있다는 점에 주목해야 한다. 이에 당사는 현재 연령대별 인구구조 및 여행사 패키지 상품을 구매하는 연령대별 관광객 구조를 파악하고, 향후 인구구조 변화가 해외여행업에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

우선, 국내 인구를 연령대별로 분류하면 30대가 가장 높은 비중을 차지하고 있고 뒤이어 40대와 20대의 비중이 높다. 또한, 10대와 유년층의 비중도 높은 구조이다. 반면, 여행사를 통해 해외여행 상품을 구매하는 연령층은 30대, 40대에 이어 50대의 인구가 많다. 특히, 60대 이상의 비중이 인구구조와 비교해 눈에 띄게 높게 형성되어 있음을 알 수 있다. 이러한 상이점이 여행업에 미치는 영향을 파악하고자 연령대별로 인구 대비 여행사 관광객 유입률(=여행사관광객 비중/ 인구 비중)을 산출하였다. 그 결과 30대 이상에서 높은 수치를 기록했고, 50 및 60대는 그 유입률이 훨씬 높다는 사실을 알 수 있다.

<표 4> 연령대별 비중 (국내 인구 및 여행사 관광객)

(단위:%)

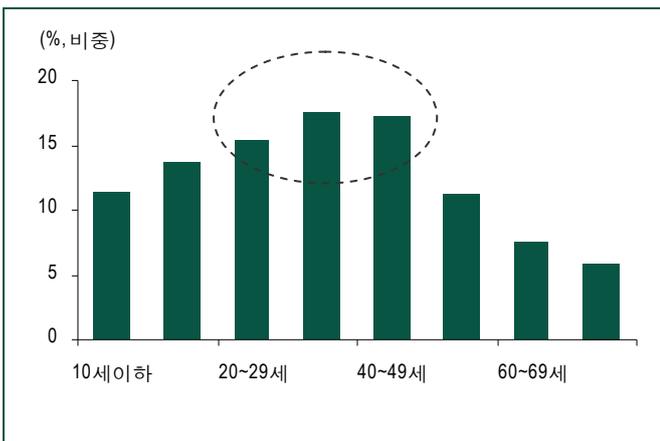
구분	10세이하	10~19세	20~29세	30~39세	40~49세	50~59세	60~69세	70세 이상
국내 인구(A)	11.4	13.7	15.4	17.5	17.2	11.2	7.6	5.9
여행사 관광객(B)	4.9	6.3	14.4	23.5	18.6	17.5	11.2	3.7
인구 대비 관광객 유입률 (B/A)	43.2	45.7	93.0	133.8	108.4	155.6	148.2	62.0

주1: 국내 인구는 06년 추계인구 기준, 여행사 관광객수는 모두투어 06년 해외 패키지 관광객수

주2: 인구대비 관광객 유입률 =(여행사 관광객 비중 / 국내 인구 비중)*100

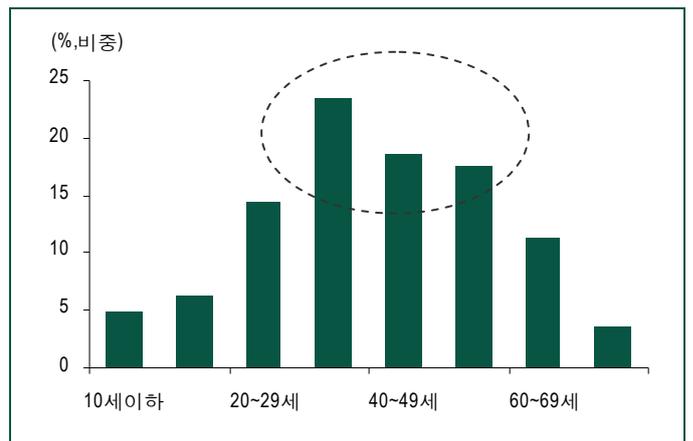
자료: 통계청, 모두투어, 하나대투증권

<그림 12> 연령대별 국내 인구 비중



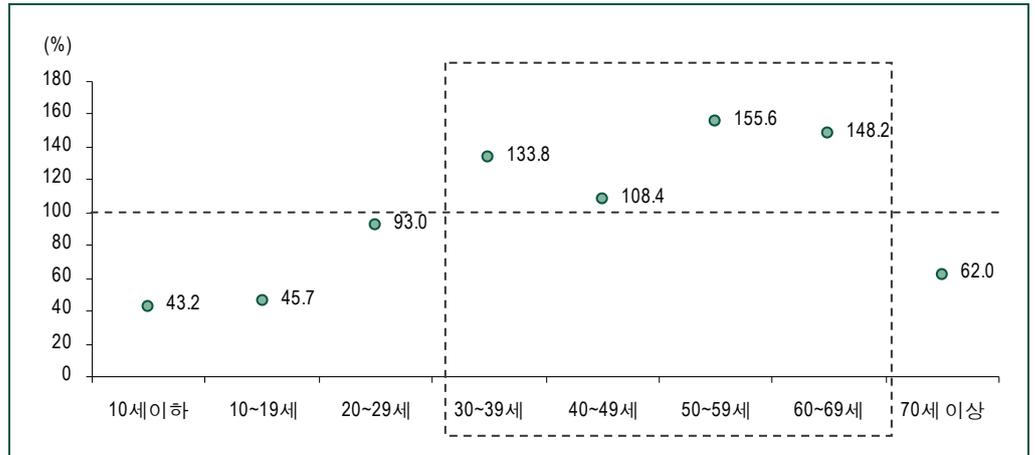
주 : 06년 추계인구 기준
자료: 통계청, 하나대투증권

<그림 13> 연령대별 여행사 관광객 비중



주 : 모두투어 06년 해외 패키지 관광객수 기준
자료: 모두투어, 하나대투증권

<그림 14> 연령대별 인구대비 관광객 유입률



주 : 인구대비 관광객 유입률 = (여행사 관광객 비중 / 국내 인구 비중) * 100
 자료: 통계청, 모두투어, 하나대투증권

보다 구체적으로 살펴보면, 30대 이하는 전체 인구 비중 중 여행사 패키지 상품을 구매하는 비중이 100% 이하이며 30대~60대는 100%를 크게 상회한다. 이러한 현상은 연령대별로 시간적 여유, 경제력, 영어 구사능력에 차이가 있기 때문으로 판단된다. 즉, 젊은 세대가 개별여행을 선호하는 점, 중장년층/노년층으로 갈수록 여행사가 제공하는 패키지 여행을 즐기는 점이 이와 관련 있다.

<표 5> 중장기 연령대별 인구 비중 변화

(단위:%)

연도	계	10세이하	10~19세	20~29세	30~39세	40~49세	50~59세	60~69세	70~79세	80세 이상
1997	100.0	14.8	16.3	18.5	18.6	13.0	9.0	6.1	2.9	1.0
		49.5				46.6				3.8
2002	100.0	13.7	14.0	16.9	18.0	16.0	9.5	7.2	3.5	1.2
		44.5				50.8				4.7
2006	100.0	11.4	13.7	15.4	17.5	17.2	11.2	7.6	4.4	1.5
		40.6				53.5				5.9
2010	100.0	9.7	13.5	14.0	16.6	17.1	13.7	8.2	5.3	1.9
		37.1				55.6				7.3
2015	100.0	8.6	11.4	13.1	15.2	17.0	16.2	9.7	6.0	2.7
		33.2				58.1				8.7
2020	100.0	8.0	9.3	13.1	13.7	16.1	16.6	12.8	6.8	3.6
		30.5				59.1				10.4

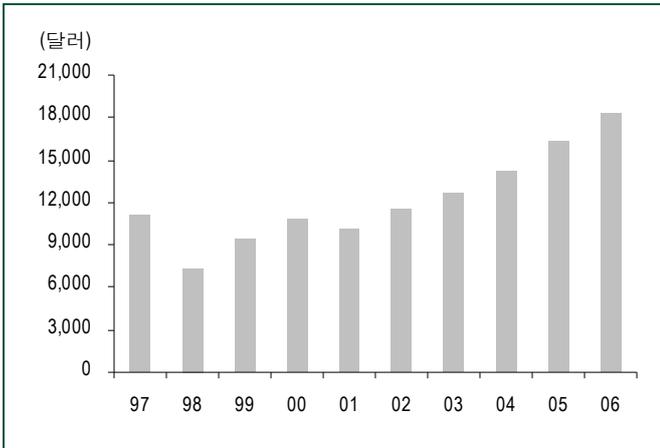
자료: 통계청 (추계인구), 하나대투증권

이러한 특성은 향후 중장기적 인구구조 변화와 맞물려 여행사의 영업 환경에 보다 우호적인 환경을 제공할 것으로 판단된다. 통계청이 발표하는 추계 인구를 토대로 여행사의 해외관광 상품을 구매하는 확률이 높은 연령대(30~60대)의 비중 변화를 살펴 보았다. 이 연령대는 2006년 기준 53.5%인데, 2010년에는 55.6%로 높아지고 2020년에는 60% 가까이 확대되는 것으로 나타났다. 이러한 추세는 여행사 상품을 구매하는 수요 기반이 확대되는 것으로 해석된다. 또한, 70대의 비중 증대도 긍정적인 데 이는 평균 수명연장 및 라이프스타일 변화로 노인층의 해외여행 수요 확산도 기대되기 때문이다.

2) 소비 성향 : 해외여행의 국내여행 대체 확산

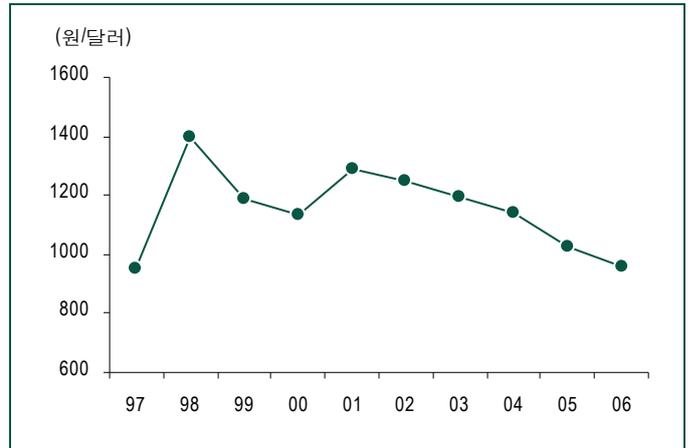
해외여행은 높은 비용을 수반하는 고가의 레저상품이다. 따라서, 특정 고소득 계층에서 소비되는 사치재 성격이 강했다. 하지만, 최근 원/달러 환율하락으로 중산층으로 여행 수요가 확산되며 대중화의 길을 걷고 있다. 원화 가치가 상승하여 여행 경비가 절감됨에 따라 해외여행이 국내여행의 대체제로 부상되었기 때문이다. 원화 가치 상승과 더불어 1인당 국민소득의 증가도 해외여행 수요를 자극하는 요소이다. 특히, 해외여행이 레저의 일환으로 지속적인 반복 구매가 이루어지는 점을 감안하면 국내여행의 대체 효과가 지속될 가능성이 높다고 판단된다.

<그림 15> 1인당 국민소득 추이



자료: 한국은행

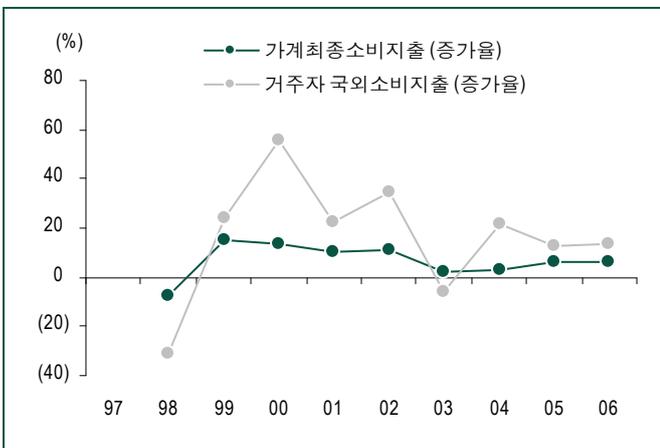
<그림 16> 원/달러 환율 추이



자료: 한국은행 (평균환율)

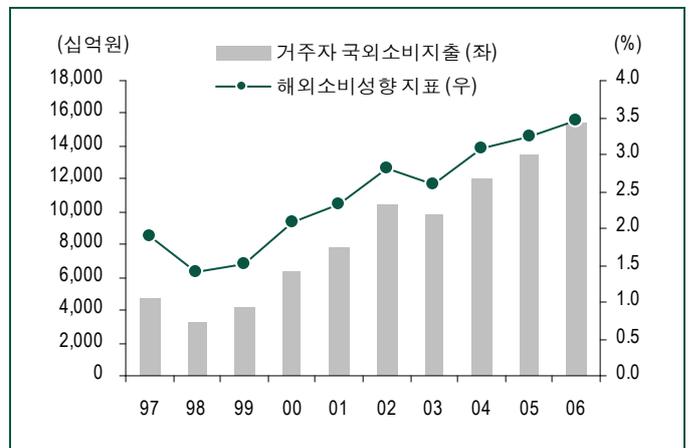
거주자 국외소비지출의 증가 추세로도 높아지는 해외여행 소비성향을 확인할 수 있다. SARS가 확산된 03년을 제외하면 거주자 국외소비지출 증가율은 매년 가계최종소비지출 증가율을 크게 상회하고 있다. 이에 따라, 해외소비성향은 점진적으로 증가되고 있음을 알 수 있다. 돌발 변수 또는 거시 경제 지표의 급격한 악화가 있지 않는 한 이러한 소비패턴은 지속될 것으로 판단된다. 이는 해외여행 상품 구매 증가로 이어져 여행사 매출을 증대시키는 요인으로 작용할 것이다.

<그림 17> 국내 및 해외 소비지출 동향



자료: 한국은행

<그림 18> 해외소비 성향



주: 해외소비성향지표 = (거주자 국외소비지출 / 가계최종소비지출) * 100
 자료: 한국은행, 하나대투증권

3) 향후 주목 포인트 : 중산층 비율 증대

향후 여행업이 한 단계 레벨업이 되기 위해서는 중산층 비율의 증대가 중요한 요소라고 판단된다. 국내 중산층은 소득 양극화 영향으로 최근 10년간 그 두께가 얇어지고 지고 있다. 중산층 비율은 97년의 68.5%에서 점진적으로 감소하여 06년 상반기에는 54.6%로 낮아져 있는 상태이다. 중산층 확대가 중요한 이유는 저소득층에 해외여행 무경험자가 많기 때문이다. 직관적으로 알 수 있듯이 저소득층의 해외여행 경험율은 매우 낮은 수준이며, 이는 <표7>을 통해 확인할 수 있다. 향후 이러한 저소득층이 중산층으로 편입된다면 여행사의 매출확대 효과는 매우 클 것으로 판단된다. 그 이유는 해외여행 무경험자 일수록 여행사의 패키지 상품을 통해 해외여행을 갈 확률이 높기 때문이다.

<표 6> 중산층 비율 추이

(단위:%, %p)

연도	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06.1H
중산층 비율(%)	68.5	65.4	64.7	66.1	65.3	65.1	65.5	63.9	58.0	54.6
전년대비 증가폭(%p)	-	(3.1)	(0.7)	1.4	(0.8)	(0.2)	0.4	(1.6)	(5.9)	(3.4)

주: 중산층비율 = 도시근로자 가구 중위소득(medium income)의 50~150% 범위 내 계층 비율
 자료: 한국개발연구원

<표 7> 소득 계층별 해외여행 경험률

(단위:%)

구분	평균	100만원 미만	100~199만원	200~299만원	300~399만원	400만원 이상
06	11.3	7.2	8.4	9.5	12.3	17.4
04	11.0					
05	10.0					

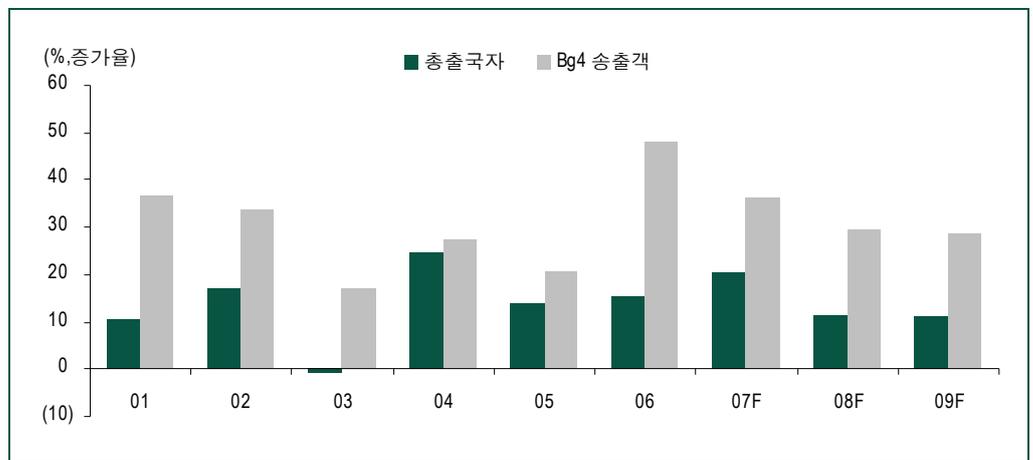
주: 해외여행 경험률 = 15세 이상의 국민중 특정 연도에 해외여행을 1회 이상 경험한 국민 비율
 자료: 한국관광공사 국민여행실태조사(2006)

IV. 상위업체에 수혜가 집중되는 과점 형태 가속화

1) 상위업체의 지속적인 시장점유율 상승

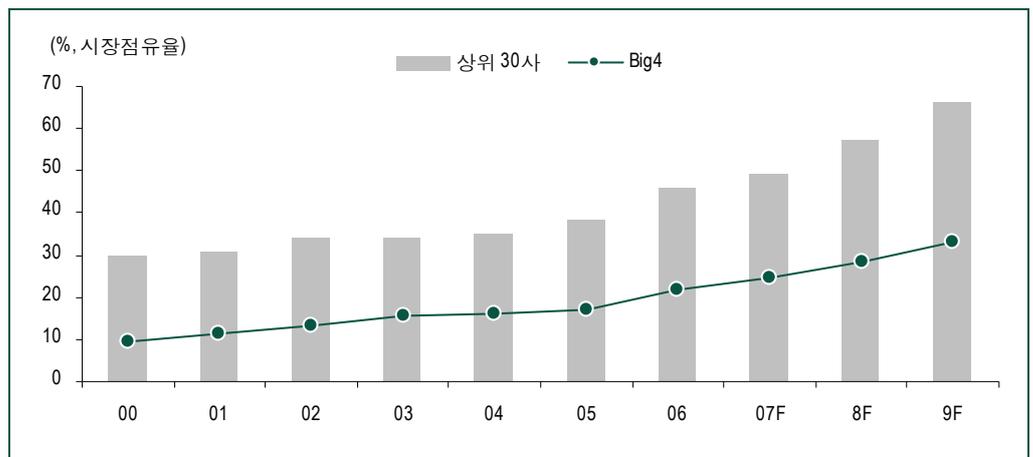
해외여행 출국자수가 증가되며 여행산업이 호황을 맞이한 가운데, 그 수혜가 상위업체에 집중되는 현상이 가속화되고 있다. 국내 여행사 Big4(하나투어,모두투어,롯데관광개발,자유투어)의 송객수 증가율은 매년 시장 전체의 출국자수 증가율을 크게 상회하고 있다. 특히, 06년에는 전체 출국자수 증가율이 15.2%였는데 반해, 상위업체의 송객수 증가율은 48.1%에 달하여 시장을 크게 초과하였다. 이에 따라, 상위업체의 시장점유율은 지속적으로 증대되고 있다. 06년말 현재 총 송출객수 기준으로 Big4의 시장점유율은 20%를 넘어섰고, 상위 30개사의 시장점유율은 46%에 달했다. 관광목적 출국자수 기준 시장점유율은 더욱 확대되는데, 07년 상반기 현재 Big4의 시장점유율은 30%를 상회하고 있다.

<그림 19> 총 출국자수 증가율 vs 상위업체 송객수 증가율



주 : Big4 = 하나투어, 모두투어, 롯데관광개발, 자유투어
 자료: 한국관광공사, KATA, 각사, 하나대투증권

<그림 20> 상위업체 시장점유율 추이 (송출객수 기준)



주 : Big4 = 하나투어, 모두투어, 롯데관광개발, 자유투어
 자료: 한국관광공사, KATA, 각사, 하나대투증권

국내 여행산업의 상위업체 위주 시장계편 현상은 향후에도 가속화 될 것으로 판단된다. 우리나라보다 해외여행 개방조치가 25년이 앞선 일본의 경우 전체 여행사(1,2,3종) 숫자가 1만 1천개에 이른다. 이중에서 800개에 불과한 1종 여행사가 전체 시장의 80%를 점유하고 있고, 또한 상위 5개 여행사가 1종 여행사 시장의 80% 이상을 점유하고 있다(즉, 전체 시장에서 상위 5개사 시장점유율 65% 수준). 반면, 우리나라의 여행사 Big4의 시장점유율은 아직까지 20%대로 가야할 길이 많이 남았다. 이러한 산업의 과점체제는 유통시장, 건설시장, 햄버거시장에서 볼 수 있는 모습이다. 결론적으로 지금의 여행시장은 여행객수가 증가되면서 시장의 파이가 커지는 가운데, 상위업체가 가져가는 부분이 많아지는 현상이 동시에 이루어지고 있다. 이에 따라, 상위업체의 이익모멘텀은 당분간 지속될 것으로 예상된다.

<표 8> 내국인 출국자수 & 관광객수 추이 및 전망

(단위:백만명)

전체 시장										
구분	02	03	04	05	06	07F	8F	9F	10F	
1)총출국자	7.1	7.1	8.8	10.1	11.6	14.0	15.6	17.3	18.8	
2)관광목적출국자	3.4	3.4	4.7	5.5	6.6	8.4	9.6	11.1	12.4	
3) 전체인구	47.6	47.9	48.0	48.1	48.3	48.5	48.6	48.7	48.9	
증가율(%)										
1)총출국자	17.1	(0.5)	24.5	14.2	15.2	20.2	11.5	11.3	8.7	
2)관광목적출국자	30.0	(0.7)	36.9	18.0	20.0	26.4	15.2	14.8	12.1	
비중(%)										
1) 인구대비 총출국자 비율	15.0	14.8	18.4	20.9	24.0	28.8	32.0	35.5	38.5	
2) 인구대비 관광목적 출국자 비율	7.2	7.1	9.7	11.5	13.7	17.3	19.8	22.7	25.4	
3) 관광목적/총출국자	48.3	48.2	53.0	54.8	57.1	60.0	62.0	64.0	66.0	
big4										
구분	02	03	04	05	06	07F	8F	9F	10F	
1) 총송객 인원	0.9	1.1	1.4	1.7	2.5	3.4	4.4	5.7	6.7	
2) 관광객 송출인원 (패키지)	0.6	0.6	0.9	1.2	1.8	2.6	3.5	4.5	5.4	
증가율(%)										
1) 총송객 인원	34.0	17.0	27.5	20.8	48.1	36.4	29.5	29.0	17.6	
2) 관광객 송출인원 (패키지)	44.1	6.0	49.0	33.7	47.6	45.5	31.9	31.5	19.2	
시장점유율(%)										
1) 총송객 인원	13.2	15.5	15.9	16.8	21.6	24.6	28.5	33.1	35.8	
2) 관광객 송출인원 (패키지)	16.8	17.9	19.5	22.1	27.2	31.3	35.8	41.0	43.6	

자료: 한국관광공사, KATA 통계청, 각사, 하나대투증권

2) 유통 경쟁력의 힘

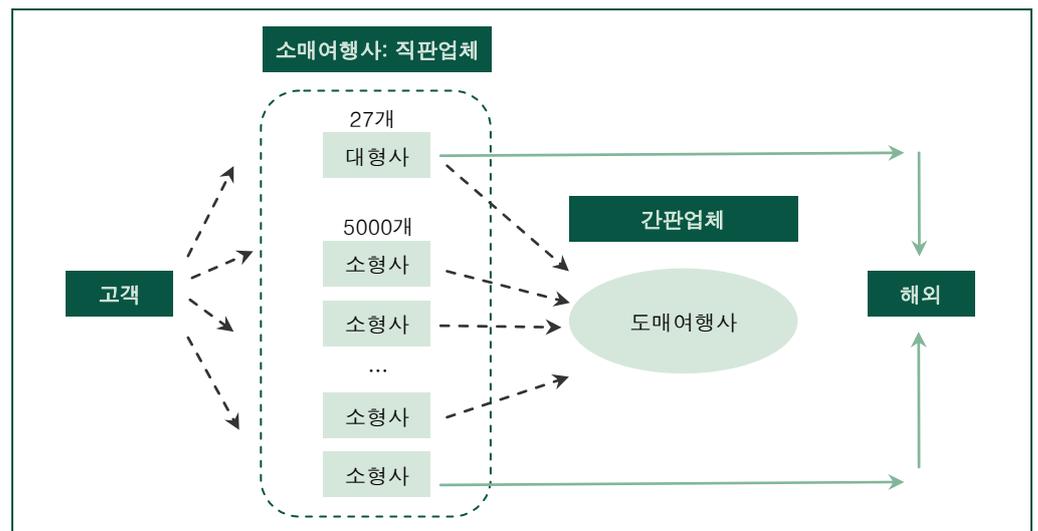
전술한 상위권 위주 시장영향력 확대 현상의 근간은 선두업체가 보유한 유통경쟁력에 있다. 여행상품은 모방이 용이하고 쉽게 복제가 가능하여 차별성에 한계가 있다. 따라서, 기본적인 상품기획능력, 현지행사 주관 능력 등도 물론 중요하지만, 성패의 핵심은 누가 더 다양한 유통채널을 확보하고 있는지에 있다.

선두 업체인 하나투어와 모두투어가 시장에서 독보적으로 우월한 지위를 점하는 모습도 이와 관련되어 있다. 양사는 송출객수 기준으로 전체 시장의 17% 가량(06년 기준 하나투어 11.3%, 모두투어 5.6%)을 점유하고 있고 그 비중이 급격히 확대되는 추세이다. 이것이 가능한 이유는 두 회사가 도매 전문 사업체제(Wholesale)를 갖추고 있기 때문이다. 즉, 하나투어와 모두투어는 여행상품을 기획하여 직접 소비자에게 판매하지 않고 계약(프랜차이즈, 전문판매대리점, 일반 소매점 등)을 체결한 소매 여행사를 통해 판매하고 있다. 따라서, 직접 영업점을 설립하지 않고도 수 많은 유통채널을 통해 자사의 상품을 팔 수 있는 막강한 유통경쟁력을 확보한 것이다.

이러한 유통경쟁력을 근간으로 양사는 모객능력 확대 → 가격경쟁력 및 공급자 협상력 향상 → 브랜드 인지도 강화라는 영업 극대화의 선 순환을 누리고 있다. 특히, 해외여행 패키지 상품은 동시 출발 인원이 10명~15명 이상일 때 항공료 및 현지 지상비 관련 그룹요금에 대한 가격경쟁력을 갖는다. 따라서, 많은 동시 출발인원을 맞추기 힘든 소형 여행사 입장에서는 자체 상품보다 판매 역량이 우수한 도매여행사의 전문대리점으로 편입하고자 하는 동인을 갖게 된다. 현재 하나투어와 모두투어가 확보하고 있는 전문판매대리점은 각각 670개 및 500개 수준이며 금융권, 할인점, 온라인 쇼핑몰 등과 제휴하여 판매채널을 더욱 확대하고 있다.

결론적으로 도매업체들은 다양한 판매채널을 통해 개별 소매업체보다 대규모의 고객 pool을 확보할 수 있고, 많은 인원을 모일수록 항공사와 랜드사(호텔 등)로부터 할인을 받을 수 있다. 이에 따라 패키지 상품을 높은 품질 대비 상대적으로 낮은 가격에 판매하여 시장의 승자가 되고 있는 것이다.

<그림 21> 여행산업 유통 구조



자료 하나대투증권

3) 규모의 경제 효과

도매 여행사는 여행상품 판매 및 항공권발권대행을 통해 얻은 수익중 항공료와 지상비를 제외한 순수 영업수익을 매출액으로 인식한다. 이후 실제로 상품 판매를 담당한 소매여행사에게 여행알선에 대한 대가로 커미션을 지급하고 마진을 취하는 구조이다. 여행상품 판매를 중심으로 <표9>를 설명하면, 통상적으로 도매여행사는 고객이 지불한 전체 수탁금 기준 25%를 매출액으로 인식하고, 소매여행사에게 9%의 커미션을 지급하고 16%의 마진을 획득한다. 따라서, 실질적인 원가는 여행알선 커미션 뿐이기 때문에 순매출을 기준으로 한 영업이익률이 64%에 달한다.

<표 9> 도매 여행사 수익 구조

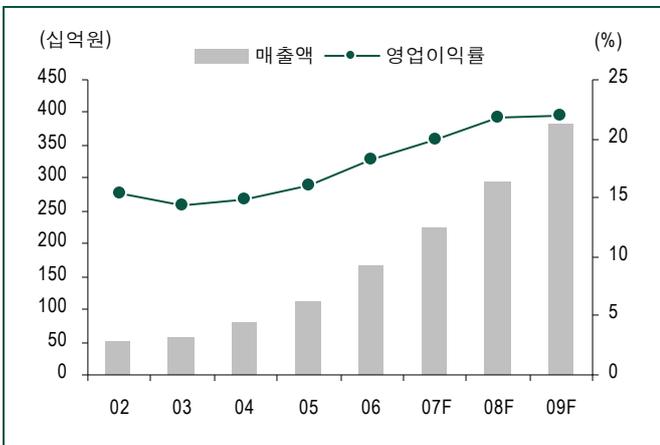
(단위 : %)

구분	여행상품판매(패키지)	항공권발권대행
수탁금	100	100
항공료&지상비	(75)	(91)
영업수익(매출액)	25	9
영업비용(커미션)	(9)	(7)
영업이익(기타비용 차감전)	16	2
* 마진을		
1) 수탁금대비 마진을	16%	2%
2) 매출액 대비 마진을	64%	22%

주 : 업계 통상적인 수수료를 기준
자료 하나투어, 하나대투증권

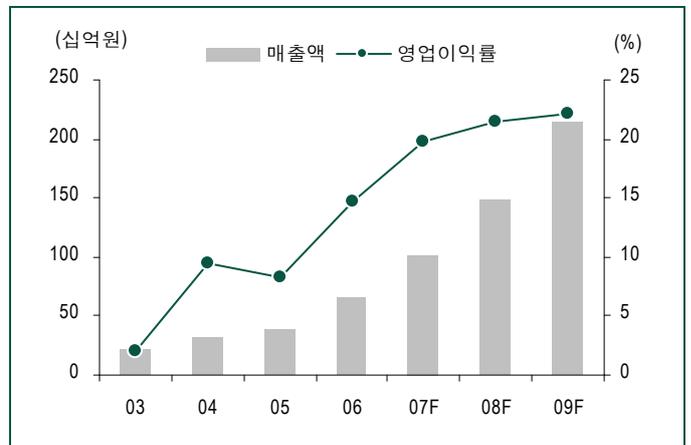
매력적인 수익구조와 함께 유통경쟁력을 확보한 선두권 여행사들은 대형화가 진전되면서 규모의 경제 효과를 누리고 있다. 즉, 패키지 상품을 위한 대규모 고객의 원활한 확보 -> 항공사와 랜드사에 대한 가격협상력 향상 -> 단위당 원감절감 효과가 발생한다. 또한, 상품판매와 직접적으로 연동하여 투입되는 비용이 여행알선 커미션밖에 없기 때문에 규모가 커질수록 기타 고정비(인건비, 광고선전비 등)의 상대적 절감 효과가 발생한다. 이는 영업레버리지 효과로 이어져 수익성 극대화가 가능하다.

<그림 22> 하나투어 영업레버리지 효과



자료: 하나투어, 하나대투증권

<그림 23> 모두투어 영업레버리지 효과



자료: 모두투어, 하나대투증권

4) 중장기 모멘텀

정부는 국가정책의 일환으로 2006년부터 태국, 중국(산둥성) 등 다양한 국가와 오픈스카이(항공자유화협정)를 체결하며 그 대상 국가를 넓히고 있다. 또한, 해외여행객수 증대로 외국 항공사의 노선 재개가 예상되고 있다. IMF 이후 한국 직항 노선을 폐지했던 미국의 델타항공(DL)이 작년 직항편 운항을 재개했다. 또한, 미국비자면제 효과로 아메리카 항공 등 미국의 빅3 항공사들의 복항 가능성도 높다. 다양한 항공사의 출현은 여행사의 항공비 가격협상력을 증대시켜 수익성을 강화시킬 수 있다. 여행사 입장에서는 항공사에 대한 선택권이 확대되어 기존에 국적 항공사 의존도에서 탈피할 수 있기 때문이다. 이 경우 국적 항공사들의 하드블럭 재개가 이루어질 가능성도 있다.

보다 장기적으로 보면, 여행사가 규모의 경제를 넘어 “범위의 경제” 효과를 창출할 가능성이 있다고 판단한다. 현재, 여행사 대형화는 동종 업계간 수평적 통합 및 타 업종과의 제휴를 통해서 빠르게 진행중이며 이는 규모의 경제를 가속화시키고 있다. 이러한 대형화는 산업의 진입장벽을 높이며 과점화의 빠른 진행으로 이어질 것이다. 이 후, 대형 여행사는 수익 다각화를 위한 신규 비즈니스 모델의 창출에 관심을 기울일 수 있다. 일본의 선두 여행업체 JTB는 단순 여행산업에서 교류문화 산업으로 진화하고 있다. 예를 들어, 국제 광고회사 맥켄에릭슨과의 업무 제휴를 통해 여행전문광고 회사를 설립하여 운영하고 있다. 이와 더불어, 연계 비즈니스를 활용해 여행카드, 여행보험, 관광상품 판매를 하는 등 사업이 다각화된 기업으로 발전하고 있다.

5) 리스크 요인

여행업체가 직면할 수 있는 잠재 리스크는 인터넷의 확산에 따른 고객의 가격 협상력 증대이다. 고객은 인터넷을 통해 다양한 여행정보를 얻고 가격비교를 통해 더 저렴한 가격의 여행상품을 원하게 된다. 이 경우 여행사간에 가격 출혈경쟁으로 수익성이 악화될 수 있다. 또한, 고객이 항공사와 현지 호텔 등과 직접 접촉하여 공급자(항공사&랜드사)와의 교섭력이 커지면 반대로 여행사의 협상력이 약화될 수 있다. 하지만, 선두권 여행업체에게는 이러한 리스크가 다음과 같은 점에서 제한적이라고 판단한다. 1) 이미 규모의 경제를 획득하여 수익성 방어에 유리하며, 2) 온라인 여행시장을 선점하여 인터넷 고객을 빠르게 흡수하고 있고, 3) 개별여행상품, 다이내믹 패키지 등 다양한 상품을 구비하여 고객의 니즈에 발빠르게 대응하고 있기 때문이다.

관심종목

하니투어 (039130.KQ, BUY)	22
모두투어 (080160.KQ, BUY)	27
롯데관광개발 (032350.KS, Marketperform)	34

하나투어 (039130.KQ)

BUY (신규)

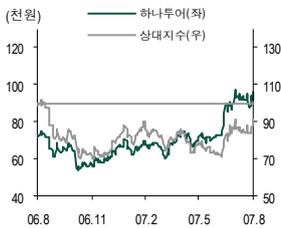
TP (6M): 118,000원 (신규)

미디어/엔터테인먼트
Analyst 강태호
 Tel: 02-3771-7528
 E-mail: notmuch@hanadaetoo.com

Key Data

KOSDAQ (pt)	795.85		
현재 주가(8.6.원)	98,000		
52주 최고/최저(원)	98,000/54,000		
시가총액(십억원)	1,138.4		
시가총액비중(%)	1.08%		
발행주식수(천주)	11,616,185		
60일 평균거래량(천주)	82,688		
60일 평균거래대금(십억원)	7.0		
배당수익률(06년,%)	1.1		
외국인 지분율(%)	44.2		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	5.3	49.6	35.2
상대	7.1	17.1	(10.9)

Stock Price



명실상부한 대한민국 여행업계 NO.1

목표주가 118,000원, 투자의견 BUY

하나투어에 대해 6개월 목표주가 118,000원으로 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 07년 및 08년 예상 EPS 평균에 Target PER 32배를 적용하여 산출하였다. 다소 높게 느껴질 수 있는 목표 배수이지만 해외여행업 성장성 및 산업 내 확고한 지위로 높은 프리미엄이 정당화된다.

시장점유율 확대 지속

업계 1위의 브랜드 인지도와 탁월한 유통경쟁력으로 동사의 총 송객 기준 시장점유율은 06년의 11.3%에서 2010년에는 18%까지 확대될 것으로 추정된다. 이는 670여개에 달하는 전문판매대리점, 5000여개의 소매대리점, 제휴업체 등 판매채널 다각화로 증가되는 해외여행 수요를 빠르게 흡수하고 있기 때문이다. 특히, 최근 온라인을 통한 여행 수요가 급증하는 환경에서는 동사가 지닌 높은 브랜드 인지도가 더욱 빛을 발할 것으로 전망된다.

하반기 영업실적 증가폭은 더욱 커질 전망

상반기까지 동사는 매출액과 영업이익이 전년동기 대비 각각 28.6%, 21.2% 증가되며 실적 호조세를 이어가고 있다. 이는 최근 해외여행 수요가 빠르게 확산되며 동사의 총 송객수가 전년동기 대비 36.7% 증가되었기 때문이다. 또한, 이익기여도가 높은 패키지 송객수는 전년동기 대비 55.7%라는 폭발적인 증가를 이루었다. 하반기에는 여행 성수기와 더불어 추석연휴 특수까지 겹쳐 동사의 영업실적 증가폭은 더욱 커질 전망이다. 이를 감안 동사의 07년 연간실적은 매출액 2,250억(35.5%,YoY), 영업이익 449억(48.6%,YoY)으로 추정된다

Financial Data

결산월	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감율	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	Net DER
12월	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2005	111.0	17.8	23.2	16.6	1,613	56.8	29.8	11.7	24.7	47.3	(59.5)
2006	166.3	30.2	33.9	23.3	2,196	36.1	32.3	8.9	22.6	34.6	(111.5)
2007F	225.0	44.9	50.7	35.5	3,056	39.2	32.0	8.7	20.1	32.9	(89.9)
2008F	296.4	64.7	70.7	49.5	4,259	39.4	23.0	6.7	13.6	34.9	(78.7)
2009F	382.6	83.7	90.7	63.5	5,468	28.4	17.1	5.3	10.3	34.6	(71.9)

자료: 하나투어, 하나대투증권

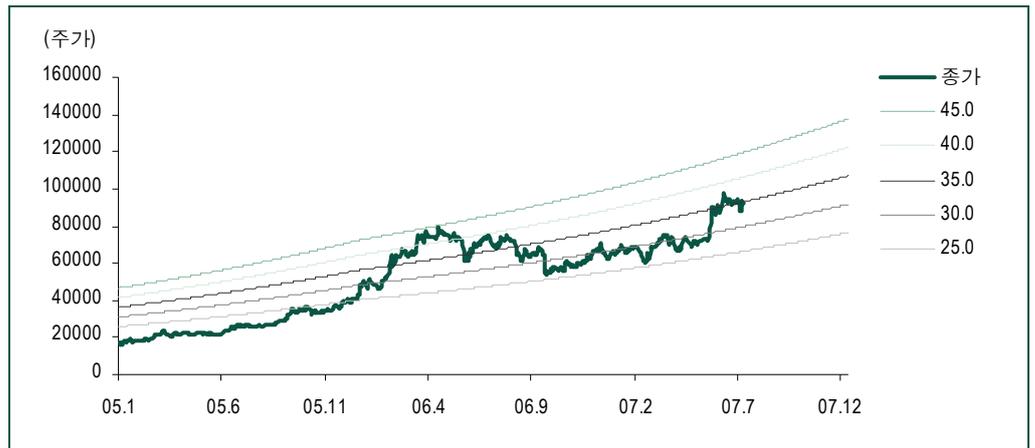
Valuation 및 투자 의견

당사는 하나투어에 대해 6개월 목표주가 118,000원으로 투자 의견 BUY를 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 07년 및 08년 예상 EPS 평균에 Target PER 32배를 적용하여 산출하였다. 다소 높게 느껴질 수 있는 목표 배수이지만 다음과 같은 점에서 정당화될 수 있다.

우선, 동사가 영위하는 해외여행 산업 측면에서 보면 1) 최근 수년간 해외여행객이 매년 지속적으로 크게 증가되는 가운데, 금년 들어 증가율이 더욱 커지고 있고, 2) 인구대비 총 출국자수, GDP대비 해외여행 비용 등 주변 국가와 비교 시 산업 성숙기까지는 많은 기간이 필요해 성장의 가시성이 높고, 3) 우호적인 인구구조 변화로 수요 기반이 확대됨과 동시에, 4) 원화가치 상승, 주 5일근무제 확대 시행 등으로 해외여행이 국내여행을 대체하며 대중화의 길로 접어들고 있기 때문이다.

또한, 업계 내에서는 상위업체에 수혜가 집중되는 과점 형태가 가속화되며 동사의 시장점유율이 지속적으로 상승하고 있다. 이는 동사가 강력한 유통경쟁력 -> 대형화 및 규모의 경제 -> 가격협상력 증대 등으로 이어지는 영업 극대화의 선 순환을 누리고 있기 때문이다. 즉, 당사는 높은 산업 성장성과 함께 산업 내 확고한 1위로서 시장점유율 확대라는 양 날개를 달고 있어 valuation상 높은 프리미엄을 받을 자격이 있다고 판단한다.

<그림 1> PER band



자료 Datastream

<표 1> Valuation Table

구분	07F	08F	07,08 평균 EPS
EPS(원)	3,056	4,259	3,657
Target PER(배)	32.0		
목표주가(원)	118,000		
현재주가(원)	98,000		
현재주가 대비 상승여력	20.4%		

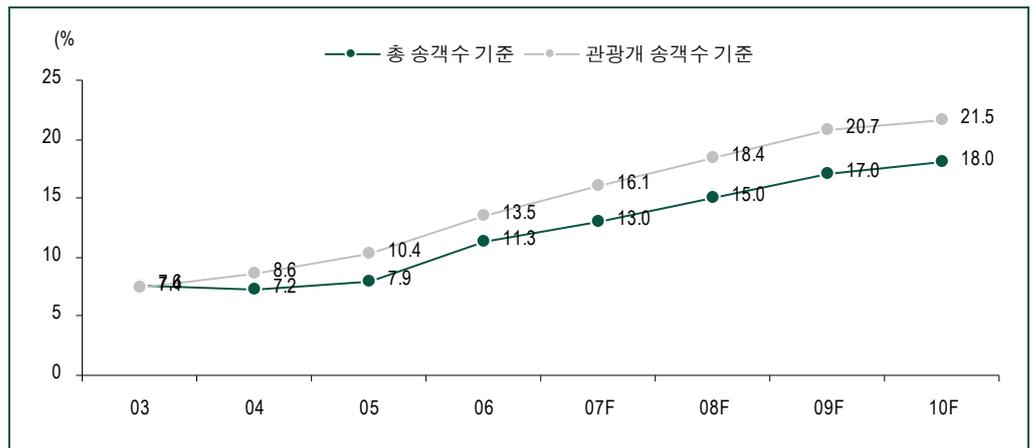
자료 하나대투증권

시장점유율 확대 지속

하나투어는 06년 내국인 총 출국자 1,160만명중 130만명을 송객한 대한민국 최대 여행사다. 06년 중 총송객 기준 시장점유율은 11.3%를 기록했고, 관광객 송객 기준으로는 13%에 달한다. 즉, 전체 해외여행을 하는 내국인 10명중 1명 이상이 하나투어의 여행서비스를 이용하는 셈이다. 이러한 독보적인 시장점유율은 향후에도 지속적으로 확대될 것으로 추정되며 2010년에는 18%이상으로 확대가 예상된다.

이는 동사가 지닌 업계 1위의 브랜드 인지도와 유통 경쟁력으로 가능하다. 동사는 대표적인 여행 도매업체로서 대규모 판매채널을 확보하고 있다. 하나투어 상품만을 전문적으로 판매하는 전문판매 대리점이 670에 달하고, 또한 전국의 5,000여개 소매점에서 동사의 상품을 취급하고 있다. 여기에 자체 판매망인 하나투어 리스트와 각종 제휴업체를 통해 판매 채널 다각화가 이루어 지고 있다. 최근, 온라인을 통한 여행 수요가 급증하는 추세에서 동사가 지닌 높은 브랜드 인지도는 더욱 빛을 발할 것이다. 특히, 온라인을 통한 상품 판매시에는 소매업체에 지급하는 커미션율이 낮기 때문에 성장성과 더불어 수익성도 높아지는 수혜를 누릴 것으로 예상된다.

<그림 2> 하나투어 시장점유율 추이 및 전망



자료 하나투어, 하나대투증권

<그림 3> 하나투어 유통 채널

구분	형태	매출비중	비고
하나투어리스트	대표적인 자체 대리점	10% 내외	
전문판매대리점	프랜차이즈 형태의 소매 대리점	40% 내외	670개 수준
제휴사	카드사, 온라인 쇼핑몰, 할인마트 등	10% ~ 15%	
일반 소매점	전국 5,000여개 소매여행사와 판매제휴		

주 : 06년 매출액 기준
 자료 하나투어, 하나대투증권

<표 3> 연간 실적 전망

(단위 : 십억원, %)

구분	04년		05년		06년		07년(F)		08년(F)		09년(F)	
수탁금 / 송객수	YoY		YoY		YoY		YoY		YoY		YoY	
* 총수탁금(천원)	551.4	28.4	736.4	33.5	1,034.8	40.5	1,405.9	35.9	1,830.2	30.2	2,349.7	28.4
1. 티켓판매	187.4		221.2		232.9		249.1		304.0		354.8	
2. 패키지	364.0		515.2		801.8		1,156.8		1,526.3		1,994.9	
(패키지 비중)	66.0%		70.0%		77.5%		82.3%		83.4%		84.9%	
* 총송객수(천명)	639.6	18.2	792.7	23.9	1,308.0	65.0	1,814.2	38.7	2,333.1	28.6	2,941.9	26.1
1. 티켓판매 송객수	236.2		219.8		413.9		463.5		560.0		647.2	
2. 패키지송객수	403.4		572.9		894.1		1,350.7		1,773.2		2,294.7	
(패키지 비중)	63.1%		72.3%		68.4%		74.5%		76.0%		78.0%	
* 총 판가 (천원)	862.2	8.7	929.0	7.7	791.1	(14.8)	775.0	(2.0)	784.5	1.2	798.7	1.8
1. 티켓판매 판가	793.4		1,006.5		562.8		537.4		542.8		548.3	
2. 패키지 판가	902.4		899.2		896.8		856.5		860.8		869.4	
* 총 객단가 (천원)	124.7	15.5	140.1	12.3	127.1	(9.2)	124.0	(2.5)	127.0	2.4	130.1	2.4
1. 티켓 단가	112.4		159.4		104.5		118.2		127.9		138.7	
2. 패키지 단가	123.1		119.5		125.2		116.5		118.8		120.8	
매출액	79.8	36.5	111.0	39.2	166.3	49.8	225.0	35.3	296.4	31.7	382.6	29.1
1.항공권대매수익	26.6	12.3	35.0	32.0	43.2	23.4	54.8	26.8	71.6	30.7	89.8	25.4
2.국제관광알선수익	49.7	54.6	68.4	37.8	111.9	63.5	157.3	40.6	210.6	33.9	277.3	31.7
3.기타알선수익	1.2		3.0		5.7		6.9		7.6		8.3	
4.기타수익	2.3		4.6		5.4		6.0		6.6		7.2	
(국제관광알선 비중)	62.3%		61.6%		67.3%		69.9%		71.1%		72.5%	
영업이익	11.8	40.6	17.8	50.5	30.2	70.1	44.9	48.6	64.7	44.1	83.7	29.4
(영업이익률)	14.8%		16.0%		18.2%		20.0%		21.8%		21.9%	
세전이익	15.6	52.1	23.2	48.5	33.9	46.1	50.7	49.6	70.7	39.4	90.7	28.4

자료 하나투어, 하나대투증권

<표 3> 분기 실적 전망

(단위 : 십억원)

구분	06				07F				08F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
매출액	39.7	31.9	48.6	46.0	49.8	42.3	73.8	59.1	65.6	58.0	97.3	75.4
1.항공권대매수익	10.1	10.1	12.2	10.8	11.5	11.7	17.4	14.2	15.7	16.0	22.9	17.1
2.국제관광알선수익	26.8	19.4	32.9	32.8	35.4	28.2	53.1	40.7	46.5	38.7	71.1	54.4
3.기타알선수익	0.9	1.6	1.6	1.6	2.1	1.4	1.5	1.9	1.8	1.8	1.8	2.2
4. 기타수익	2.0	0.8	1.8	0.8	0.8	1.0	1.8	2.3	1.6	1.6	1.6	1.8
(해외여행알선 비중)	67.3%	60.9%	67.7%	71.2%	71.0%	66.6%	72.0%	68.8%	70.9%	66.6%	73.0%	72.1%
영업이익	11.4	2.9	12.0	4.0	12.9	4.4	22.0	5.6	15.3	6.5	32.9	10.0
(영업이익률)	28.7%	9.0%	24.7%	8.6%	25.9%	10.4%	29.9%	9.4%	23.3%	11.3%	33.8%	13.3%
세전이익	12.1	2.7	14.1	5.0	14.8	5.3	23.5	7.1	17.1	8.3	34.7	10.6

자료 하나투어, 하나대투증권

추정 재무제표

결산월 12월	2005	2006	2007F	2008F	2009F
매출액	111.0	166.3	225.0	296.4	382.6
증감률	39.2	49.8	35.3	31.7	29.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	111.0	166.3	225.0	296.4	382.6
판매관리비	93.3	136.1	180.1	231.6	298.9
인건비	32.9	47.7	55.9	70.1	88.6
일반관리비	55.2	79.9	114.7	148.6	193.4
판매비	4.5	7.7	8.5	11.9	15.7
기타	0.7	0.8	0.9	1.1	1.1
영업이익	17.8	30.2	44.9	64.7	83.7
증감률	50.5	70.1	48.6	44.1	29.4
영업외수지	5.4	3.7	5.8	6.0	7.0
이자수입	1.1	1.7	4.3	4.8	5.5
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순외환손익	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법 평가손익	1.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
경상이익	23.2	33.9	50.7	70.7	90.7
증감률	48.5	46.1	49.6	39.4	28.4
특별손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	23.2	33.9	50.7	70.7	90.7
법인세등	6.6	10.6	15.2	21.2	27.2
당기순이익	16.6	23.3	35.5	49.5	63.5
증감률	56.8	40.0	52.3	39.4	28.4
EBITDA	19.0	31.9	47.5	69.3	90.9

결산월 12월	2005	2006	2007F	2008F	2009F
유동자산	45.7	136.2	142.0	163.7	194.3
현금&단기금융상품	25.1	103.3	110.8	126.1	148.9
기타유동자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	10.4	16.0	20.6	27.0	34.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	40.8	47.6	61.7	78.1	91.8
투자자산	10.5	16.3	17.6	18.3	19.0
유형자산	30.3	31.0	43.5	59.1	71.9
무형자산	0.1	0.3	0.5	0.7	0.9
자산총계	86.6	183.9	203.6	241.7	286.1
유동부채	43.8	90.7	79.9	81.1	78.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	43.8	90.7	77.9	81.1	78.4
고정부채	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타고정부채	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
부채총계	44.3	91.2	80.5	81.6	78.9
자본금	5.2	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	0.3	60.7	60.7	60.7	60.7
이익잉여금	39.6	55.7	86.7	123.6	170.7
자본조정	(2.7)	(29.5)	(30.0)	(30.0)	(30.0)
자본총계	42.3	92.6	123.2	160.1	207.2

결산월 12월	2005	2006	2007F	2008F	2009F
EPS	1,613	2,196	3,056	4,259	5,468
BPS	4,088	7,948	10,559	13,726	17,759
CFPS	1,756	2,905	3,524	4,935	6,412
SPS	10,761	15,672	19,367	25,513	32,937
EBITDA/Share	1,841	3,008	4,089	5,962	7,830
PER	29.8	32.3	32.0	23.0	17.1
PBR	11.7	8.9	8.7	6.7	5.3
PCR	27.3	24.4	26.6	19.0	14.6
PSR	4.5	4.5	4.8	3.7	2.8
EV/EBITDA	24.7	22.6	20.1	13.6	10.3
영업이익률	16.0	18.2	20.0	21.8	21.9
경상이익률	20.9	20.4	22.5	23.8	23.7
순이익률	15.0	14.0	15.8	16.7	16.6
EBITDA Margin	17.1	19.2	21.1	23.4	23.8
ROE	47.3	34.6	32.9	34.9	34.6
ROA	23.0	17.2	18.3	22.2	24.1
ROIC	49.3	70.0	48.3	37.0	35.9
배당률	69.0	77.3	215.2	284.1	344.3
배당수익률	0.7	0.5	1.1	1.5	1.8
유동비율	104.5	150.2	177.6	201.9	247.9
부채비율	104.9	98.5	65.3	50.9	38.1
순부채비율	(59.5)	(111.5)	(89.9)	(78.7)	(71.9)
순차입금/매출액	(22.6)	(62.1)	(49.2)	(42.5)	(38.9)
이자보상배율	-	-	-	-	-
순금융비용부담율	(1.0)	(1.0)	(1.9)	(1.6)	(1.4)

결산월 12월	2005	2006	2007F	2008F	2009F
영업활동현금흐름	18.8	67.5	46.3	47.8	64.3
당기순이익	16.6	23.3	35.5	49.5	63.5
유무형자산상각비	1.2	1.7	2.6	4.5	7.2
퇴직급여	1.7	2.1	2.4	2.8	3.2
순외환관련손실	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법평가손실	(1.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	0.7	36.6	5.4	(9.6)	(10.2)
기타	(0.5)	3.7	0.4	0.5	0.5
투자활동현금흐름	(15.7)	(26.0)	(19.3)	(19.9)	(24.9)
유무형자산증가	(30.1)	(2.7)	(15.3)	(20.3)	(20.3)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산감소	2.0	(5.8)	(1.3)	(0.7)	(0.7)
기타	12.4	(17.6)	(2.7)	1.0	(4.0)
재무활동 현금흐름	1.2	18.7	(4.5)	(12.5)	(16.5)
차입금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(4.5)	(7.2)	(4.5)	(12.5)	(16.5)
자본증가	(7.8)	30.2	0.0	0.0	0.0
기타	13.5	(4.3)	0.0	0.0	0.0
현금성자산 증감	4.2	60.1	22.5	15.3	22.9
기초 현금성자산	24.0	28.2	88.3	110.8	126.1
기말 현금성자산	28.2	88.3	110.8	126.1	148.9

자료: 하나대투증권

모두투어 (080160.KQ)

BUY (신규)

TP (6M): 78,000원 (신규)

미디어/엔터테인먼트
Analyst 강태호
 Tel: 02-3771-7528
 E-mail: notmuch@hanadaetoo.com

Key Data	
KOSDAQ(pt)	795.85
현재 주가(8.6,원)	56,900
52주최고/최저(원)	58,500/18,650
시가총액(십억원)	478.0
시가총액비중(%)	0.45
발행주식수(천주)	8,400,000
60일 평균거래량(천주)	59,164
60일 평균거래대금(십억원)	2.8
배당수익률(06년,%)	0.7
외국인 지분율(%)	19.0
주가상승률	
	1M 6M 12M
절대	15.8 100.7 164.0
상대	17.6 68.2 118.0

Stock Price



규모의 경제효과 본격화 시기 진입

목표주가 78,000원, 투자 의견 BUY

모두투어에 대해 6개월 목표주가 78,000원으로 투자 의견 BUY를 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 07년 및 08년 예상 EPS 평균에 Target PER 32배를 적용하여 산출하였다. Target PER 32배는 1위업체인 하나투어 목표주가 산출에 적용한 multiple과 동일하다. 지금은 동사의 대형화가 본격화되는 시점으로 하나투어 대비 할인률이 규모의 경제가 본격화될 때 부여 받을 수 있는 프리미엄과 상쇄될 수 있는 시기라 판단한다.

규모의 경제효과가 본격화되는 시기 진입

07년 상반기까지 동사의 패키지 송객수는 전년동기 대비 70% 이상 증가되며 본격적인 대형화가 가속화되고 있다. 이는 4년 먼저 코스닥에 등록된 하나투어가 걸어온 길과 유사하며, 자본화에 따른 브랜드 인지도 상승과 유통채널 확대의 효과이다. 하나투어가 2년 전 총 송객인원 60만명을 돌파하며 보여준 규모의 경제효과가 06년 60만명 이상을 송객한 동사에게도 본격화되고 있다. 이에 따라, 단위당 원가 및 고정비 절감 등 영업레버리지 효과로 이익 모멘텀이 극대화되고 있다.

하나투어와의 격차 좁히기 진행중

동사 여행상품을 준독점적으로 판매하는 전문판매 대리점 수는 06년말 기준 490개, 07년 목표 600개로 확장세이다. 이러한 유통 경쟁력 강화로 하나투어와의 격차 좁히기가 진행중이다. 특히, 전체 매출액중 여행상품 매출액 비중은 업체간 영업능력보다는 추세적으로 해결될 수 있는 요소로서 빠른 시간안에 격차가 좁혀질 것이다. 이에 따라, 동사의 수탁금 대비 매출액 인식률, 영업이익률, ROE가 빠르게 개선될 것으로 예상되 이익 증가폭이 높아질 것이다.

Financial Data

결산월	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감율	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	Net DER
12월	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2005	38.9	3.2	4.1	2.9	780	2.5	34.2	7.7	28.1	28.4	(92.9)
2006	66.4	9.8	11.4	8.2	1,057	35.5	25.1	4.6	18.5	26.1	(71.3)
2007F	101.9	20.2	22.9	16.5	1,965	85.9	29.0	7.6	21.9	29.7	(39.8)
2008F	148.8	31.9	34.3	24.7	2,936	49.9	19.4	5.7	13.6	33.4	(42.8)
2009F	214.3	47.5	50.4	36.3	4,318	47.1	12.7	4.0	8.6	36.2	(42.2)

자료: 모두투어, 하나대투증권

1) Valuation 및 투자의견

당사는 모두투어에 대해 6개월 목표주가 78,000원으로 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 07년 및 08년 예상 EPS 평균에 Target PER 32배를 적용하여 산출하였다. Target PER 32배는 1위업체인 하나투어 목표주가 산출에 적용한 multiple과 동일하다.

당사는 하나투어와 함께 여행시장의 강자로서 급속도로 성장하는 해외여행 수요를 빠르게 흡수하며 여행업 과점 체제를 양분해 가고 있다. 당사는 05.7월 코스닥에 신규 등록하며 자본화를 통한 대형화에 시동을 걸었다. 특히, 올해는 06년 말부터 본격적으로 시작된 규모의 경제효과가 발산되는 시점으로 상반기까지의 실적이 이를 뒷받침 한다. 당사는 상반기까지 총송출객수, 매출액, 영업이익이 전년 동기 대비 각각 49.6%, 55.7%, 100.7% 증가하며 이익 증가 속도가 높아지고 있다. 이는 2년전 하나투어가 총 송출객수 60만명을 돌파하며 보여준 모습과 흡사하다.

과거 동사의 주가는 1위업체인 하나투어에 비해 할인 거래되어 왔다. 하지만, 지금은 대형화가 본격화되는 시점으로 기존 2위업체로서의 할인률이 규모의 경제가 본격화될 때 부여받을 수 있는 프리미엄과 상쇄될 수 있는 시기이다. 이에 하나투어에 적용한 multiple을 사용하는데 큰 무리가 없다고 판단한다.

<표 1> 실적비교 (모두투어 & 하나투어) (단위:십억원,%)

구분	1H.06	2H.06	06	1H.07		2H.07F		07F		
					YoY		YoY		YoY	
모두투어	총 송출객수(천명)	296.5	356.7	653.2	443.7	49.6	505.3	41.7	949.0	45.3
	매출액	27.0	39.4	66.4	42.1	55.7	59.8	52.0	101.9	53.5
	영업이익	3.3	6.5	9.8	6.6	100.7	13.6	110.4	20.2	107.1
하나투어	총 송출객수(천명)	601.8	706.2	1,308.0	822.5	36.7	991.7	40.4	1,814.2	38.7
	매출액	71.7	94.6	166.3	92.1	28.6	132.8	40.4	225.0	35.3
	영업이익	14.3	16.0	30.2	17.3	21.2	27.6	73.0	44.9	48.6

자료 모두투어, 하나투어 하나대투증권

<표 2> PER 비교 (모두투어 & 하나투어) (단위:배)

구분	모두투어			하나투어		
	PER(high)	PER(low)	PER(average)	PER(high)	PER(low)	PER(average)
06	47.2	17.6	27.7	36.0	21.2	29.5
07F	29.7	12.1	19.5	31.8	19.8	24.3
08F	19.9	8.1	13.1	22.8	14.2	17.4
09F	13.5	5.5	8.9	17.8	11.1	13.6

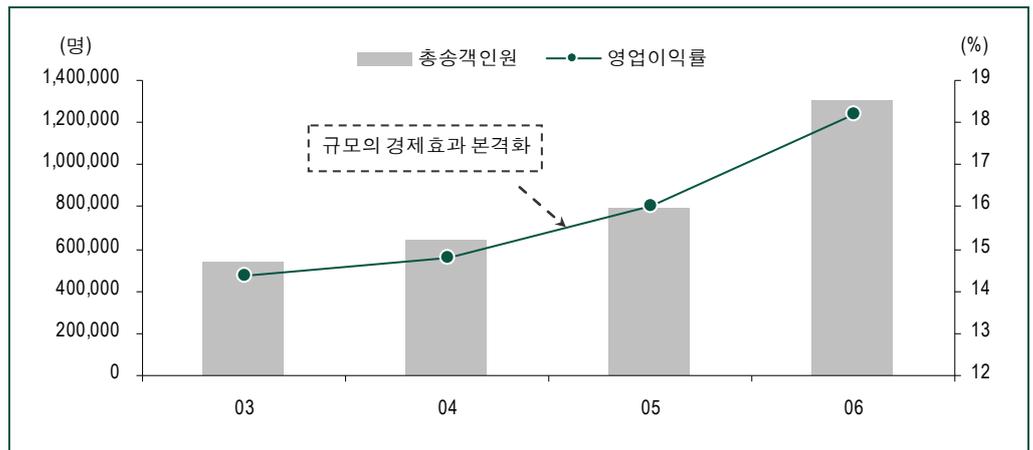
자료 Datastream, 하나대투증권

2) 규모의 경제효과가 본격화되는 시기 진입

동사는 하나투어에 이은 업계 2위의 도매전문 여행업체이다. 06년말 현재 총 출국자 기준 시장점유율은 5.6%이지만 최근의 성장세는 가히 폭발적이다. 07년 상반기중 동사의 패키지 송출객수는 전년 동기 대비 70% 이상 증가되며 확산되고 있는 해외 여행객을 빠르게 흡수하고 있다. 전체 시장의 출국자수가 20% 증가한 것과 비교하면 동사의 성장성은 더욱 부각된다. 이는 4년 먼저 코스닥에 등록된 하나투어가 걸어온 길과 유사하다. 자본화에 따른 브랜드 인지도 상승과 유통채널 확대가 이어지며 대형화가 가속화 되고 있는 모습이다.

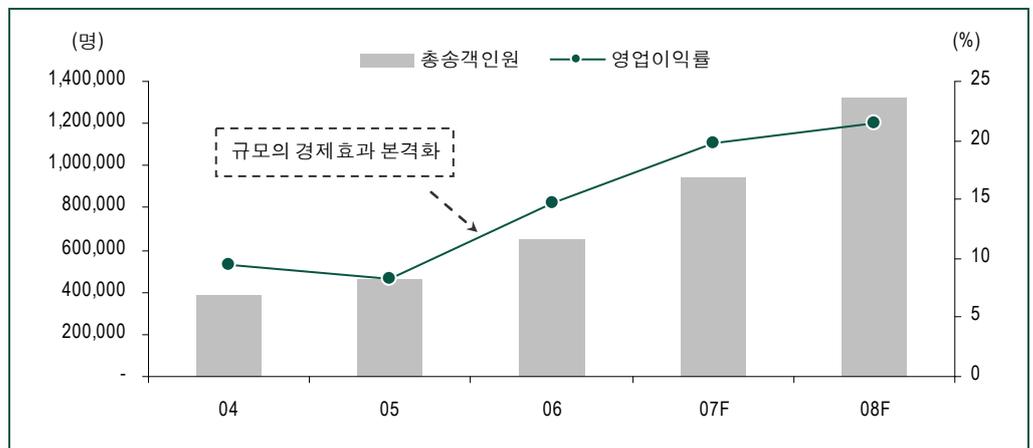
특히, 주목해야 할 점은 동사가 규모의 경제가 본격화되는 시기에 진입했다는 점이다. 하나투어의 과거를 보면 총 송객인원이 60만명을 넘어서면서 영업이익률이 급격히 상승하는 모습을 보였다. 모두투어도 06년 총 송객인원이 60만명을 돌파하면서 대형화 효과가 발생하고 있다. 여행사는 패키지에 필요한 최소 동시출발 인원 15명 이상을 확보해야 가격 경쟁력을 갖는다. 따라서, 다양한 유통채널을 확보하여 대규모의 모객 Pool을 확보한 대형사는 단위당 원가절감으로 규모의 경제효과를 누릴 수 있다. 또한, 인건비, 광고선전비 등 고정비의 상대적인 절감으로 영업레저리지 효과가 나타나며 이익 증가율이 더욱 높아지는 효과가 생긴다.

<그림 1> 하나투어 규모의 경제효과 본격화 진입 시기



자료 모두투어, 하나투어 하나대투증권

<그림 2> 모두투어 규모의 경제효과 본격화 진입 시기



자료 모두투어, 하나투어 하나대투증권

3) 하나투어와의 격차 좁히기 진행중

모두투어는 하나투어에 비해 4년 늦은 05년에 코스닥에 등록하였다. 그 시간만큼 자본화와 대형화가 늦게 시작되며 규모 면에서 하나투어 대비 상대적인 열세에 있다. 우선, 여행사의 영업 규모를 가늠할 수 있는 총 송객수를 보면, 모두투어는 하나투어의 50% 수준에 있다. 시가총액 역시 이와 비슷한 수준으로 형성되어 있음을 알 수 있다. 도매여행사의 영업능력은 유통 채널을 누가 더 많이 보유하고 있느냐의 싸움이고, 이것은 고객이 갖고 있는 브랜드 선호도와 밀접한 관련성이 있다. 도매업체인 모두투어와 하나투어의 상품을 전문적으로 판매하는 소매업체 입장에서는 일반 고객들이 많이 찾는 회사에 편입되고자 하는 동인을 갖게 되기 때문이다. 06년 말 현재 모두투어 여행상품을 준독점적으로 판매하는 전문판매대리점 수는 490개이며 금년에는 600개를 목표로 하고 있다. 하나투어 전문판매 대리점은 6월말 현재 670개로 격차가 좁혀지고 있는 추세이다.

<표 3> 모두투어 & 하나투어 비교

구분	모두투어(A)	하나투어(B)	하나투어 대비 비중(A/B)	
영업지표	총 승객수(명)	653,235	1,307,989	49.9
	관광객 송출인원(명)	412,009	894,078	46.1
	매출액(십억원)	66.4	166.3	39.9
	여행상품 매출액 비중(%)	60.1	67.3	89.3
	영업이익률(%)	14.7	18.2	80.8
	ROE(%)	26.1	34.6	75.4
	EPS(원)	1,057	2,196	48.1
주가지표	자본금(십억원)	4.2	5.8	72.4
	시가총액(십억원)	478	1,138	42.0

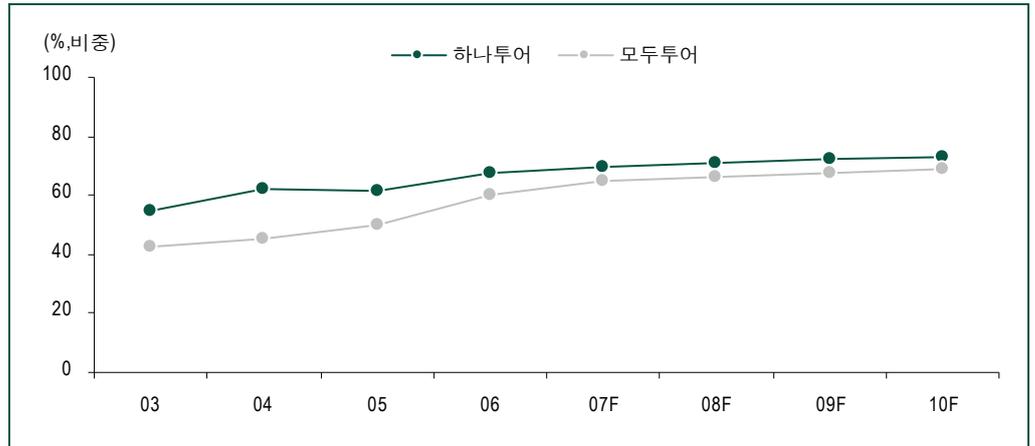
자료 모두투어, 하나투어 하나대투증권
 주 : 영업지표는 06년 기준, 주가지표는 최근일 기준

하나투어와의 비교 수치중 가장 빠른 시간에 동등해질 수 있는 요소는 여행상품 매출액 비중이다. 여행사 매출액은 크게 여행상품판매 수익과 항공권 대매 수익으로 구분된다. 이 때, 여행상품 판매 수익은 항공권 대매 수익보다 수탁금 대비 매출인식률과 마진율이 매우 높다.

- 1) 여행상품 판매 수익 : 수탁금 대비 매출인식률 25% 수준, 마진율 16% 수준
- 2) 항공권 대매 수익 : 수탁금 대비 매출인식률 9% 수준, 마진율 2% 수준

따라서, 전체 영업중에서 여행상품 판매 비중이 높아질수록 매출액 인식률과 마진율이 향상되는 구조이다. 06년 기준 모두투어의 여행상품 매출액 비중은 60.1%로서 하나투어의 67.3%에 비해 낮다. 하지만, 여행상품 판매비중은 업체간 영업능력보다는 전체 출국자 대비 관광목적 출국자 추이 등 추세적으로 해결될 수 있는 속도의 문제이다. 최근의 추세를 봐도 이러한 격차는 빠르게 좁혀질 가능성이 높다고 판단된다. 이는 회사의 전반적인 수익성 지표(영업이익률, ROE 등)와 직접적인 관련성이 있어 모두투어의 수익성은 빠른 시간에 하나투어와의 격차를 좁히며 개선될 전망이다.

<그림 3> 총 매출액 대비 여행상품판매 매출액 비중



자료: 모두투어, 하나투어 하나대투증권

관건은 브랜드 인지도의 상승이다. 전술한 바와 같이 브랜드 인지도 상승은 유통채널 확대와 직접적인 관련성이 높아 고객 규모 확대의 핵심요소이다. 특히, 최근 온라인을 통한 여행상품 구매가 증가되는 추세이기 때문에 브랜드 인지도의 중요성이 더욱 부각되고 있다. 작년부터 강화되고 있는 동사의 브랜드 마케팅도 이러한 일환으로 판단되며 방문자 순위와 온라인 판매 비중 증대로 연결되고 있는 점은 긍정적이다.

<표 4> On-line & Offline 성장률 비교 (06년 기준)

구분	On-line	Off-line	비고
성장률			
승객인원	105%	61%	
수탁매출	122%	64%	
수익	133%	83%	

자료:모두투어

<표 5> On-line 비중 추이

구분	패키지 승객인원	수탁매출	수익	비고
05	8.4%	6.8%	7.8%	
06	10.5%	9.0%	9.7%	

자료: 모두투어

<표 6> 연간 실적 전망

(단위:십억원,%)

구분	04년		05년		06년		07년(F)		08년(F)		09년(F)	
	수탁금 / 송객수	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY		
* 총수탁금(천원)	288.9	38.3	349.8	21.1	514.6	47.1	748.6	45.5	1055.7	41.0	1493.4	41.5
1. 티켓판매	136.5		139.9		162.8		185.9		234.5		306.2	
2. 패키지	152.4		209.9		351.9		562.8		821.2		1187.2	
(패키지 비중)	52.8%		60.0%		68.4%		75.2%		77.8%		79.5%	
* 총송객수(천명)	388.7	(20.8)	463.9	19.3	653.2	40.8	949.0	45.3	1322.1	39.3	1851.6	40.1
1. 티켓판매 송객수	209.6		211.7		241.2		275.2		343.7		444.4	
2. 패키지송객수	179.1		252.2		412.0		673.8		978.4		1407.2	
(패키지 비중)	46.1%		54.4%		63.1%		71.0%		74.0%		76.0%	
* 총 판가 (천원)	743.2	74.7	754.1	1.5	787.8	4.5	788.9	0.1	798.5	1.2	806.5	1.0
1. 티켓판매 판가	651.0		660.9		674.7		675.4		682.2		689.0	
2. 패키지 판가	851.1		832.3		854.0		835.2		839.4		843.6	
* 총 객단가 (천원)	81.4	76.5	83.8	3.0	101.6	21.3	107.4	5.7	112.6	4.8	115.7	2.8
1. 티켓 단가	79.2		84.8		102.0		116.0		128.3		136.8	
2. 패키지 단가	79.4		76.7		96.9		97.7		100.7		102.9	
매출액	31.6	39.8	38.9	22.9	66.4	70.8	101.9	53.5	148.8	46.1	214.3	44.0
1.항공권 판매	16.6	34.9	18.0	8.1	24.6	37.0	31.9	29.8	44.1	38.1	60.8	37.9
2.해외여행알선	14.2	48.6	19.4	36.2	39.9	106.2	65.8	65.0	98.5	49.7	144.8	47.0
3.기타매출	0.8		1.6		1.9		4.1		6.2		8.7	
(해외여행알선 비중)	44.9%		49.8%		60.1%		64.6%		66.2%		67.6%	
영업이익	3.0	535.5	3.2	6.9	9.8	205.0	20.2	107.1	31.9	57.7	47.5	49.0
(영업이익률)	9.5%		8.2%		14.7%		19.8%		21.4%		22.1%	
세전이익	4.0	280.7	4.1	0.9	11.4	182.1	22.9	100.6	34.3	49.4	50.4	47.1

자료 모두투어, 하나대투증권

주 : 총판가 = 총수탁금 / 총송객수, 총 객단가 = 총 매출액 / 총 송객수

<표 7> 분기 실적 전망

(단위:십억원)

구분	06				07F				08F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
매출액	14.7	12.4	20.0	19.4	22.7	19.3	31.8	28.0	33.2	29.4	47.4	38.8
1.항공권 판매	5.8	5.7	6.7	6.4	7.3	7.0	9.3	8.3	10.4	10.2	13.5	10.0
2.해외여행알선	8.6	6.2	12.8	12.4	14.8	11.2	21.4	18.5	21.3	17.7	32.3	27.3
3.기타매출	0.3	0.5	0.5	0.6	0.7	1.2	1.1	1.2	1.6	1.5	1.6	1.5
(해외여행알선 비중)	58.6%	49.9%	64.0%	63.8%	64.9%	57.7%	67.3%	66.1%	64.0%	60.3%	68.1%	70.3%
영업이익	3.1	0.2	4.4	2.1	5.0	1.6	8.7	4.9	7.7	3.2	15.4	5.6
(영업이익률)	21.1%	1.7%	22.0%	10.6%	22.0%	8.4%	27.4%	17.4%	23.3%	10.9%	32.4%	14.4%
세전이익	3.4	0.6	4.9	2.6	5.8	2.1	9.3	5.7	8.3	3.6	16.0	6.4

자료 모두투어, 하나대투증권

추정 재무제표

결산월 12월	2005	2006	2007F	2008F	2009F
매출액	38.9	66.4	101.9	148.8	214.3
증감률	22.9	70.8	53.5	46.1	44.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	38.9	66.4	101.9	148.8	214.3
판매관리비	35.7	56.6	81.7	117.0	166.8
인건비	12.5	16.4	21.3	27.7	36.2
일반관리비	21.6	35.0	53.0	78.5	115.4
판매비	1.6	5.0	7.3	10.6	15.1
기타	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
영업이익	3.2	9.8	20.2	31.9	47.5
증감률	6.9	204.9	107.1	57.7	49.0
영업외수지	0.9	1.7	2.7	2.4	2.9
이자수입	0.2	1.3	2.3	2.6	3.1
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순외환손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법 평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	4.1	11.4	22.9	34.3	50.4
증감률	0.9	182.1	100.6	49.4	47.1
특별손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	4.1	11.4	22.9	34.3	50.4
법인세등	1.1	3.3	6.4	9.6	14.1
당기순이익	2.9	8.2	16.5	24.7	36.3
증감률	2.5	178.9	101.9	49.4	47.1
EBITDA	3.5	10.2	20.7	32.5	48.2

결산월 12월	2005	2006	2007F	2008F	2009F
유동자산	16.6	50.5	62.1	76.4	97.7
현금&단기금융상품	13.6	34.2	25.1	36.1	48.9
기타유동자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	2.3	5.3	7.1	10.3	15.0
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	9.9	20.3	19.6	23.0	33.1
투자자산	9.4	19.5	18.7	21.9	31.9
유형자산	0.5	0.8	0.9	1.1	1.2
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	26.5	70.8	81.7	99.4	130.8
유동부채	10.5	20.5	10.0	10.0	10.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	10.5	20.5	10.0	10.0	10.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	1.5	2.3	8.7	4.9	5.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채성충당금	1.5	2.3	3.1	4.0	5.1
부채총계	11.9	22.8	18.7	14.9	15.1
자본금	2.1	4.2	4.2	4.2	4.2
자본잉여금	5.3	29.9	29.9	29.9	29.9
이익잉여금	7.2	15.0	30.0	51.4	82.7
자본조정	0.0	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
자본총계	14.6	48.0	63.0	84.5	115.7

결산월 12월	2005	2006	2007F	2008F	2009F
EPS	780	1,057	1,965	2,936	4,318
BPS	3,480	5,713	7,500	10,055	13,777
CFPS	1,145	1,312	2,230	3,251	4,690
SPS	10,340	8,585	12,130	17,719	25,512
EBITDA/Share	933	1,316	2,469	3,868	5,739
PER	34.2	25.1	29.0	19.4	12.7
PBR	7.7	4.6	7.6	5.7	4.0
PCR	23.3	20.2	24.7	16.9	11.7
PSR	2.6	3.1	4.5	3.1	2.2
EV/EBITDA	28.1	18.5	21.9	13.6	8.6
영업이익률	8.2	14.7	19.8	21.4	22.1
경상이익률	10.4	17.2	22.5	23.0	23.5
순이익률	7.5	12.3	16.2	16.6	16.9
EBITDA Margin	9.0	15.3	20.4	21.8	22.5
ROE	28.4	26.1	29.7	33.4	36.2
ROA	15.3	16.8	21.6	27.2	31.5
ROIC	75.7	86.6	47.8	39.6	43.4
배당률	20.0	35.7	76.2	119.1	190.5
배당수익률	0.4	0.7	0.7	1.1	1.7
유동비율	159.3	246.2	621.2	764.1	976.5
부채비율	81.6	47.5	29.8	17.7	13.0
순부채비율	(92.9)	(71.3)	(39.8)	(42.8)	(42.2)
순차입금/매출액	(34.9)	(51.6)	(24.6)	(24.3)	(22.8)
이자보상배율	-	-	-	-	-
순금융비용부담율	(0.6)	(2.0)	(2.3)	(1.7)	(1.4)

결산월 12월	2005	2006	2007F	2008F	2009F
영업활동현금흐름	7.8	10.6	16.3	23.3	33.6
당기순이익	2.9	8.2	16.5	24.7	36.3
유무형자산상각비	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
퇴직급여	1.0	1.2	1.4	1.7	2.1
순외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	3.5	0.5	(2.4)	(4.0)	(5.8)
기타	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
투자활동현금흐름	(7.0)	(30.5)	(5.9)	(9.0)	(15.9)
유무형자산증가	(0.3)	(0.7)	(0.7)	(0.8)	(0.9)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산감소	(2.3)	(10.1)	0.8	(3.2)	(10.0)
기타	(4.5)	(19.7)	(6.0)	(5.0)	(5.0)
재무활동 현금흐름	5.7	25.0	(1.5)	(3.2)	(5.0)
차입금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(0.4)	(1.5)	(3.2)	(5.0)
자본증가	5.7	25.5	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금성자산 증감	6.5	5.2	8.9	11.1	12.7
기초 현금성자산	4.5	10.9	16.1	25.1	36.1
기말 현금성자산	10.9	16.1	25.1	36.1	48.9

자료: 하나대투증권

롯데관광개발 (032350.KS)

Marketperform (신규)

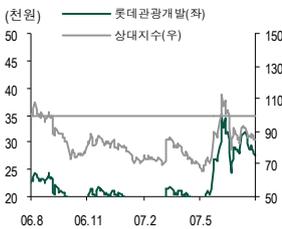
TP (6M): 25,000원 (신규)

미디어/엔터테인먼트
Analyst 강태호
 Tel: 02-3771-7528
 E-mail: notmuch@hanadaetoo.com

Key Data

KOSPI(pt)	1855.05		
현재 주가(8.6,원)	27,650		
52주최고/최저(원)	34,900/16,900		
시가총액(십억원)	276.2		
시가총액비중(%)	0.03		
발행주식수(천주)	10,000.0		
60일 평균거래량(천주)	134,260		
60일 평균거래대금(십억원)	3.7		
배당수익률(06년,%)	0.7		
외국인 지분율(%)	0.4		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(4.2)	47.1	22.3
상대	(3.8)	17.0	(21.5)

Stock Price



도매사업 강화, 구조적인 변화 흐름에 주목

긍정적인 변화 : 간판채널 확대

06.6월 거래소에 상장한 업계 3위의 여행업체인 롯데관광개발은 매출 성장세는 높은 반면, 시장점유율 측면에서는 정체되어 있다. 이는 선두업체 대비 유통경쟁력과 브랜드 인지도의 상대적 열세 때문이며, 이러한 취약점을 해결하기 위해 동사는 최근 기존의 직영점 체제와 더불어 도매사업을 강화하고 있다. 07년 1분기까지 간판채널의 비율은 송객기준으로 45%까지 상승하였다. 특히, 07년 6월에 설립한 ㈜농협롯데관광은 긍정적인 변화의 출발점으로 평가된다.

모객능력 향상으로 실적변동성 완화 기대

이러한 사업체제 변화는 다음과 같은 점에서 긍정적이다. 1) 다양한 판매채널을 확보하여 모객 능력을 향상시킬 수 있고, 2) 하드블럭(항공사로부터 선 구매한 티켓)의 원활한 소진으로 수익성을 높이며 영업 확충에 자신감을 가질 수 있기 때문이다. 이는 성수기와 비수기의 실적 변동성을 완화시키는 역할을 하며 펀드멘털 강화로 이어질 전망이다.

중장기 사업체제 변화와 효과에 주목

도매사업 강화는 업계의 변화에 대응하는 시발점으로 긍정적인 평가가 가능하다. 반면, 기존 직판위주의 영업과 상충관계가 존재해 동사의 전략적 의지에 대한 확인이 필요하다. 또한, 현재 동사의 주가는 높은 성장 기대감을 선반영해 적정주가 대비 높은 valuation을 부여 받고 있다. 이에, 투자자의견 Marketperform에 목표주가 25,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 08년의 높은 성장성을 감안 07년 예상 EPS에 30%, 08년 예상 EPS에 70%의 가중치를 부여한 이익추정치에 PER 30배를 적용하여 산출하였다.

Financial Data

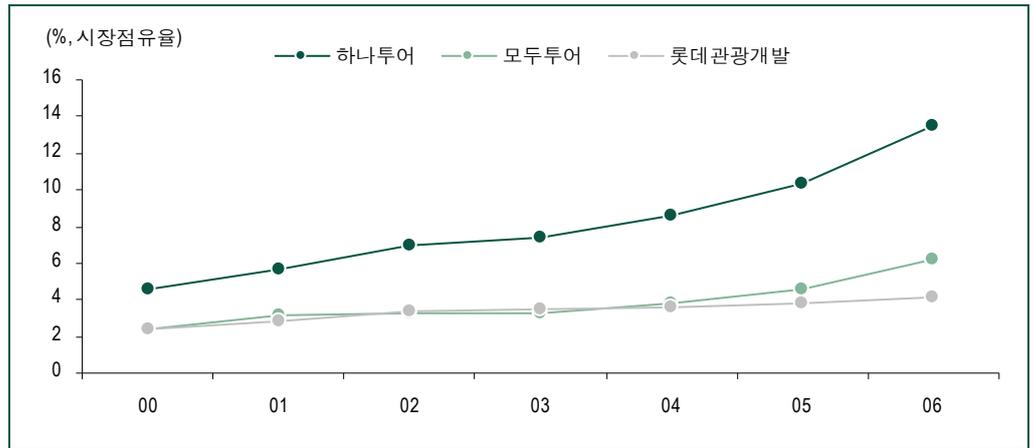
결산월	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감율	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	Net DER
12월	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2005	36.7	6.3	6.3	4.6	-	-	-	-	-	19.2	(38.4)
2006	46.6	3.0	5.4	3.9	440	-	46.9	2.6	32.9	7.4	(70.5)
2007F	57.1	6.1	9.4	6.8	679	54.3	40.7	3.4	27.5	8.2	(61.1)
2008F	67.0	8.9	12.6	9.1	909	33.9	30.4	3.1	19.9	10.1	(58.3)
2009F	80.2	13.5	17.7	12.7	1,274	40.2	21.9	2.8	13.7	12.9	(53.8)

자료: 롯데관광개발, 하나대투증권

긍정적인 변화의 바람 : 도매채널 확대

롯데관광개발은 06.6월 거래소에 상장한 업계 3위의 여행업체이다. 동사는 00년대 들어 매년 20%에 가까운 높은 성장을 지속하고 있지만, 시장점유율(관광객송출기준) 측면에서는 정체되어 있다. 이는 선두업체인 하나투어와와 모두투어가 도매전문 영업체제로 수많은 판매 채널을 확보하여 시장의 수요를 빠르게 흡수하는 것과 달리 동사는 직판영업에 의존하였기 때문이다. 즉, 근본적인 차이는 유통경쟁력에 있으며 이는 브랜드 인지도와 상호작용을 일으킨다.

<그림 1> 3대 여행사 시장점유율 (관광객 송출인원 기준)



자료 KATA, 각사, 하나대투증권

이러한 취약점에 대비해, 상장 후 동사는 기존의 직영점 체제와 함께 프랜차이즈 형태의 도매사업을 강화하고 있다. 06년 기준 직판(소매)와 간판(도매)의 비율은 65대 35의 상태이며, 07년 1분기에는 간판채널의 비율이 45%까지 상승하였다(송출객수 기준). 동사는 기존의 직영점 29개에 전문판매대리점을 60개까지 확대하며 판매채널을 다각화하고 있다.

또한, 동사는 금년 6월 농협교류센터와 함께 합작법인인 (주)농협롯데관광을 설립하며 새로운 비즈니스 모델을 제시하였다. 이는 농협중앙회가 가진 23개 자회사, 2,300여개 하나로마트, 1,000여개 금융점포, 230만 조합원을 영업기반으로 판매채널을 확대하고자 하는 노력으로 평가된다. 회사 측의 계획에 따르면 2010년까지 (주)농협롯데관광을 통한 영업채널을 100개 수준으로 증가시키는 것을 중장기 목표로 하고 있다.

중장기 사업체제 변화와 효과에 주목

도매 사업을 강화하는 사업체제 변화는 다음과 같은 점에서 긍정적이다. 1) 다양한 판매채널을 확보하여 모객 능력을 향상시킬 수 있고, 2) 항공사로부터 선 구매한 티켓(하드블릭)의 원활한 소진으로 수익성을 높이며 영업 확충에 자신감을 가질 수 있기 때문이다. 이는 성수기와 비수기의 실적 변동성을 완화시키는 역할을 하며 펀드멘털 강화로 이어질 전망이다.

문제는 중장기적인 회사의 전략적 의지이다. 당사는 35년간 수도권 위주의 직판체제를 영위하여 왔다. 특히, 고가의 여행상품을 취급하며 시장에서 Luxury Travel Service의 포지셔닝을 유지해 왔다. 이 경우 도매사업 확대는 기존에 회사가 가진 정체성과 상충하는 어려움이 내포되어 있다. 또한, 아직까지 직판과 간판을 동시에 영위하는 비즈니스 모델에서 시너지 효과를 확신하기 힘들다. 기존 직판 대리점과 전문판매 소매대리점간 이해관계가 존재하기 때문이다. 따라서, 당사의 도매채널 확대도 직판대리점이 소재하는 서울과 수도권을 피해 지방에 집중된 것으로 판단된다.

당사는 회사측의 선택에 관심을 가지며 중장기 사업 체제 변화에 주목한다. (주)농협롯데관광 출범과 간판 채널의 확대는 업계의 변화에 대응하는 시발점으로 평가된다. 이로 인한 송객수 및 매출액은 08년부터 높게 반영되며 규모를 확대시킬 것이지만, 이것이 기저효과인지 중장기 추세인지에 대한 판단은 향후 흐름에서 확인할 필요가 있다. 또한, 현재 당사의 주가는 높은 성장 기대감을 선반영해 적정주가 대비 높은 valuation을 부여 받고 있다. 이에, 투자 의견 Marketperform에 목표주가 25,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 08년의 높은 성장성을 감안 07년 예상 EPS에 30%, 08년 예상 EPS에 70%의 가중치를 부여한 이익추정치에 PER 30배를 적용하여 산출하였다.

<표 1> 연간 실적 전망

(단위:십억원,%)

	04년		05년		06년		07년(F)		08년(F)		09년(F)	
수탁금 / 송객수	YoY		YoY		YoY		YoY		YoY		YoY	
* 총수탁금(천원)	143.7	45.3	167.5	16.6	275.8	64.6	335.2	21.5	398.3	18.8	482.2	21.1
1. 티켓판매	13.1		15.1		28.8		39.4		45.2		49.6	
2. 패키지	130.6		152.4		247.0		295.7		353.1		432.7	
(패키지 비중)	90.9%		91.0%		89.6%		88.2%		88.6%		89.7%	
* 총송객수(천명)	186.9	44.4	228.9	22.5	300.7	31.4	359.5	19.6	422.6	17.5	504.5	19.4
1. 티켓판매 송객수	16.9		17.0		29.6		41.3		46.5		50.5	
2. 패키지송객수	170.0		211.9		271.1		318.2		376.1		454.1	
(패키지 비중)	91.0%		92.6%		90.2%		88.5%		89.0%		90.0%	
* 총 판가 (천원)	768.9	0.6	731.9	(4.8)	917.3	25.3	932.3	1.6	942.5	1.1	955.8	1.4
1. 티켓판매 판가	774.8		887.4		973.4		953.9		973.0		982.7	
2. 패키지 판가	768.3		719.4		911.2		929.4		938.7		952.8	
* 총 객단가 (천원)	166.3	(11.4)	160.3	(3.6)	155.0	(3.3)	158.8	2.5	158.5	(0.2)	159.0	0.3
1. 티켓 단가	447.6		557.8		404.9		372.0		383.8		414.3	
2. 패키지 단가	125.0		116.4		116.2		120.8		121.1		122.0	
매출액	31.1	27.9	36.7	18.1	46.6	27.0	57.1	22.5	67.0	17.3	80.2	19.8
1.여행수입	21.3	27.0	24.7	16.0	31.5	27.8	38.4	22.0	45.5	18.5	55.4	21.6
2.수수료수입	7.5	40.4	9.5	26.1	12.0	26.1	15.4	28.3	17.8	16.0	20.9	17.2
3.운수수입 +임대수입	2.3		2.5		3.1		3.3		3.6		3.9	
(해외여행알선 비중)	68.5%		67.3%		67.6%		67.2%		67.9%		69.0%	
영업이익	5.2	(7.8)	6.3	22.7	3.0	(52.7)	6.1	102.6	8.9	45.7	13.5	52.8
(영업이익률)	16.6%		17.3%		6.4%		10.6%		13.2%		16.9%	
세전이익	5.6	(11.9)	6.3	11.2	5.4	(14.1)	9.4	75.3	12.6	34.0	17.7	40.1

자료 롯데관광개발, 하나대투증권

주 : 총판가 = 총수탁금 / 총송객수, 총 객단가 = 총 매출액 / 총 송객수

<표 2> 분기 실적 전망

(단위:십억원)

	06				07F				08F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
매출액	9.0	10.5	14.9	12.2	12.4	11.6	18.6	14.5	15.3	14.6	21.6	15.5
1.여행수입	6.0	6.5	10.4	8.6	8.5	7.3	12.7	10.0	10.5	9.6	15.3	10.2
2.수수료수입	2.4	3.0	3.8	2.7	3.2	3.4	5.0	3.7	3.9	4.1	5.5	4.4
3.운수수입 +임대수입	0.6	0.9	0.8	0.8	0.6	1.0	0.9	0.8	0.9	0.8	0.9	1.0
(해외여행알선 비중)	26.5%	29.1%	25.6%	22.4%	26.1%	29.5%	27.1%	25.4%	25.4%	28.4%	25.3%	28.0%
영업이익	0.6	(0.2)	1.5	1.1	1.2	(0.6)	3.6	1.8	1.7	0.9	5.3	0.9
(영업이익률)	6.4%	-2.2%	10.1%	9.4%	10.0%	-5.4%	19.6%	12.6%	11.4%	6.2%	24.6%	5.8%
세전이익	0.7	0.2	2.2	2.3	1.8	0.1	4.3	3.2	2.6	1.8	6.3	1.9

자료 롯데관광개발, 하나대투증권

추정 재무제표

결산월 12월	2005	2006	2007F	2008F	2009F
매출액	36.7	46.6	57.1	67.0	80.2
증감률	18.1	27.0	22.5	17.3	19.8
매출원가	10.9	16.6	20.4	24.2	29.4
매출총이익	25.8	30.0	36.7	42.8	50.9
판매관리비	19.5	27.0	30.6	33.9	37.3
인건비	10.2	11.9	14.8	16.4	18.5
일반관리비	5.2	7.4	9.7	10.3	10.7
판매비	4.0	7.3	6.2	7.2	8.1
기타	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
영업이익	6.3	3.0	6.1	8.9	13.5
증감률	15.7	(52.7)	102.7	45.7	52.8
영업외수지	(0.1)	2.4	3.3	3.8	4.2
이자수입	0.3	1.4	2.4	2.7	2.8
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순외환손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법 평가손익	(0.8)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
세전상이익	6.3	5.4	9.4	12.6	17.7
증감률	(4.5)	(14.1)	75.3	34.0	40.1
특별손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	6.3	5.4	9.4	12.6	17.7
법인세등	1.7	1.5	2.6	3.5	5.0
당기순이익	4.6	3.9	6.8	9.1	12.7
증감률	(3.4)	(15.7)	75.9	34.0	40.1
EBITDA	7.1	4.6	8.3	11.3	16.3

결산월 12월	2005	2006	2007F	2008F	2009F
유동자산	17.9	76.1	78.2	83.0	92.8
현금&단기금융상품	9.5	56.4	52.4	54.4	56.1
기타유동자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	23.0	26.8	27.3	28.7	29.5
투자자산	15.5	16.6	16.8	17.3	17.8
유형자산	6.8	8.7	8.5	8.9	9.0
무형자산	0.8	1.5	2.0	2.4	2.7
자산총계	40.9	102.9	105.6	111.6	122.3
유동부채	15.5	22.2	19.0	17.3	17.0
매입채무	0.7	0.9	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	0.0	0.0	19.0	17.3	17.0
고정부채	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채성충당금	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1
부채총계	16.1	22.9	19.8	18.2	18.1
자본금	3.5	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	0.0	50.7	50.7	50.7	50.7
이익잉여금	21.3	24.2	29.9	37.6	48.4
자본조정	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
자본총계	24.8	80.0	85.8	93.4	104.2

결산월 12월	2005	2006	2007F	2008F	2009F
EPS	-	440	679	909	1,274
BPS	-	7,850	8,373	9,098	10,154
CFPS	-	618	905	1,163	1,558
SPS	-	5,320	5,709	6,697	8,023
EBITDA/Share	-	521	826	1,130	1,626
PER	-	46.9	40.7	30.4	21.9
PBR	-	2.6	3.4	3.1	2.8
PCR	-	33.4	30.9	24.0	17.9
PSR	-	3.9	4.9	4.2	3.5
EV/EBITDA	-	32.9	27.5	19.9	13.7
영업이익률	17.3	6.4	10.6	13.2	16.9
경상이익률	17.1	11.5	16.5	18.9	22.1
순이익률	12.5	8.3	11.9	13.6	15.9
EBITDA Margin	19.2	9.8	14.5	16.9	20.3
ROE	19.2	7.4	8.2	10.1	12.9
ROA	9.9	5.4	6.5	8.4	10.9
ROIC	21.5	10.1	8.3	7.8	0.0
배당률	28.6	20.1	29.0	38.7	59.5
배당수익률	-	0.5	0.5	0.7	1.1
유동비율	115.7	342.6	411.8	0.0	0.0
부채비율	64.8	28.7	23.1	19.5	17.4
순부채비율	(38.4)	(70.5)	(61.1)	(58.3)	(53.8)
순차입금/매출액	(26.0)	(121.0)	(91.8)	(81.3)	(69.9)
이자보상배율	-	-	-	-	-
순금융비용부담율	(0.9)	(3.1)	(4.3)	(4.0)	(3.4)

결산월 12월	2005	2006	2007F	2008F	2009F
영업활동현금흐름	6.7	0.8	6.1	9.6	11.6
당기순이익	4.6	3.9	6.8	9.1	12.7
유무형자산상각비	0.7	1.6	2.2	2.4	2.7
퇴직급여	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
순외환관련손실	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법평가손실	0.8	0.1	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	0.5	(4.6)	(2.9)	(2.0)	(4.0)
기타	0.0	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
투자활동현금흐름	8.3	(51.3)	(2.7)	(3.7)	(3.6)
유무형자산증가	(1.1)	(2.4)	(2.5)	(3.2)	(3.1)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산감소	(1.7)	(1.1)	(0.2)	(0.5)	(0.5)
기타	11.1	(47.9)	0.0	0.0	(0.0)
재무활동 현금흐름	(15.0)	51.2	(1.0)	(1.5)	(1.9)
차입금증가	(14.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.5)	(1.9)
자본증가	0.0	54.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.0)	(1.8)	0.0	0.0	0.0
현금성자산 증감	(0.1)	0.6	2.4	4.4	6.1
기초 현금성자산	6.6	6.6	7.2	9.6	14.1
기말 현금성자산	6.6	7.2	9.6	14.1	20.1

자료: 하나대투증권

투자의견 분류 및 적용기준

1. 기업 및 산업의 분류

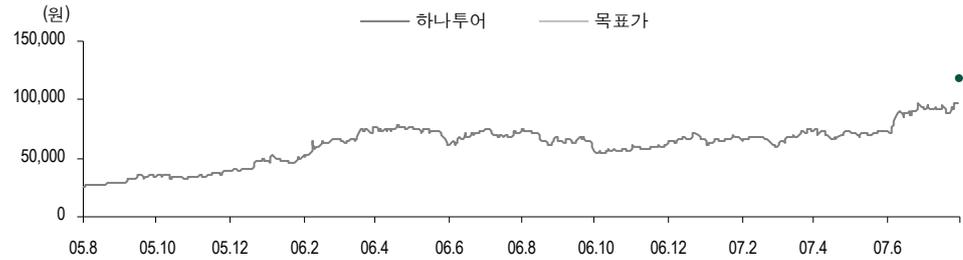
기업분석	
분류	적용기준
매수(BUY)	시장대비 10% 이상의 초과수익이 예상되는 경우
단기매수(Trading Buy)	시장대비 5% 이상의 초과수익이 기대되나, 단기적으로 변동성 확대가 예상되는 경우
시장평균(Marketperform)	시장대비 -10~10%의 등락이 예상되는 경우
매도(Underperform)	시장대비 10% 이상의 초과하락이 예상되는 경우

산업분석	
분류	적용기준
비중확대(Overweight)	시장대비 10% 이상의 초과수익이 예상되는 경우
중립(Neutral)	시장대비 -10~10% 이내의 등락이 예상되는 경우
비중축소(Underweight)	시장대비 10% 이상의 초과하락이 예상되는 경우

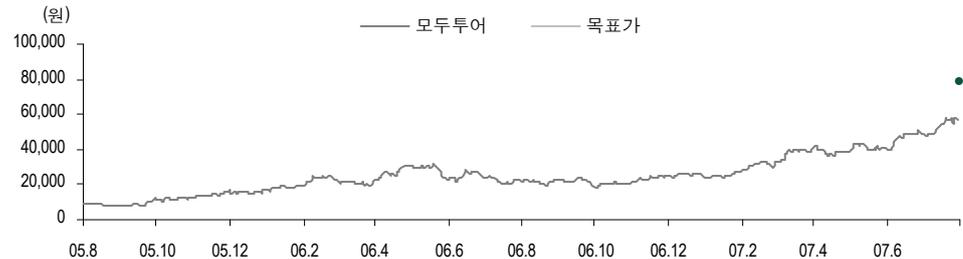
2. 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 6개월을 기준으로 적용

투자의견 분류 및 적용기준

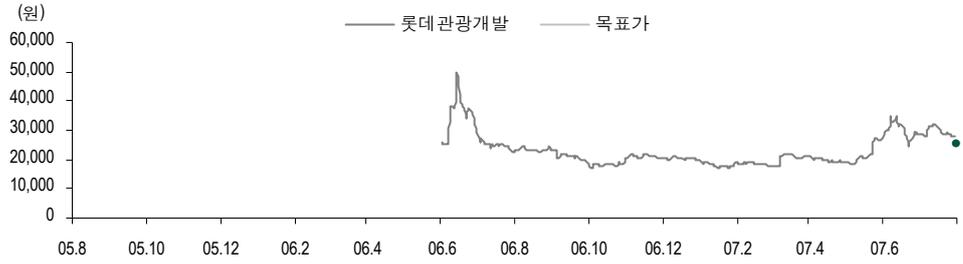
종목명	제시일자	투자의견	목표주가
하나투어	07.8.7	BUY	118,000 원



종목명	제시일자	투자의견	목표주가
모두투어	07.8.7	BUY	78,000 원



종목명	제시일자	투자의견	목표주가
롯데관광개발	07.8.7	Marketperform	25,000 원



본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.