

OVERWEIGHT

여행업

단순 유통업체에서 콘텐츠 업체로의 전환

여행업에 대해서 Valuation 부담에 근거한 기존의 보수적인 관점을 긍정적으로 전환한다. 첫째, 대형 여행사는 단순 유통업체에서 콘텐츠 제작업체로 패러다임의 전환이 가능할 것으로 판단하기 때문이다. 항공사에 종속되어 단순 항공권 대매업을 영위하던 기존 여행사의 개념이 현재 콘텐츠 업체로 거듭나며, 최상위 업체는 규모의 경제를 기반으로 부가가치성이 높은 패키지 상품 판매자로 탈바꿈하고 있다. 둘째, 최근 중견 여행사의 M&A는 중견 여행사로 거듭나기일 뿐 대형 여행사에 미치는 영향은 제한적이라는 판단이다. 셋째, 05년 이후 지속된 산업 성장세의 둔화 논리는 아직 시기상조로 보인다. 출국자수가 향후에도 두자리수 이상의 고성장을 보일 수 있다고 전망하며, 여행산업 최대 수혜주로 모두투어(080160)을 제시한다. 06년 급상승한 브랜드 인지도와 급증한 대리점수를 바탕으로 부동의 1위 하나투어에 유일하게 다가서고 있는 여행사는 모두투어뿐이다.

종목	코드	주가(7/24)	목표주가	투자의견
하나투어	039130	95,000	118,000	BUY
모두투어	080160	54,700	72,000	BUY



요약

- ▶ 최근 여행주 주가가 한 단계 Level-up한 이유는 과거의 단기적인 투자접근 패턴에서 벗어나, 장기적인 접근을 기반으로 한 Valuation의 점진적 상승때문으로 판단한다. 따라서, Valuation 부담은 존재하나, 상장 여행사 중 최고의 성장률을 지속적으로 달성하며, 송출객수를 기준으로 업계 1위 하나투어를 절반 수준에 접근한 모두투어(080160)를 Top-pick으로 제시한다. 모두투어는 05년 상장시부터 꾸준히 늘려온 광고선전비에 힘입어 브랜드 인지도를 2위로 끌어올렸으며, 이 효과는 06년 대폭적인 영업망 확충과 맞물려 성장세를 유지하고 있다.
- ▶ 여행업에 대해서 Valuation 부담에 근거한 기존의 보수적인 관점을 긍정적으로 전환한다. 그 근거로 대형 여행사는 단순 유통업체에서 콘텐츠 제작업체로 패러다임의 전환이 가능할 것으로 판단하기 때문이다. 항공사에 종속되어 단순 항공권 대매업을 영위하던 기존 여행사의 개념이 현재 콘텐츠 업체로 거듭나며, 최상위 업체는 규모의 경제를 기반으로 부가가치성이 높은 패키지 상품 판매자로 탈바꿈하고 있다.
- ▶ 현재 여행업은 일반적인 산업 성장기의 특징인 산업내 M&A가 빈번하게 발생하고 있다. 하지만, 중견 여행사가 M&A를 통해 업계 1·2위 업체로 도약하는데는 한계가 존재한다. 대형 여행사와 중견 여행사는 영업력, 자금력, 안정성 측면에서 그 수준 차이가 상당히 크기 때문이다. 장기적으로 중견 여행사는 단순판매기능 위주의 저부가가치 사업비중이 확대될 것으로 전망하며, 대형사와의 수익성 격차는 더욱 벌어질 것으로 판단한다.
- ▶ 07E 내국인 출국자수는 1,254만명 (+17.5%YoY)에 달할 것으로 전망한다. 출국자수가 향후에도 두자리수 이상의 고성장을 보일 수 있다고 전망하는 근거는 원화강세에 따른 해외관광수요 자극, 또 하나는 동북아 권역의 교역량 증가와 한·중·일 Open sky 정책발효에 따른 아시아 권역 출국자수 증가이다.

목차

I. 장기투자 시대의 여행주 접근법	3	V. Valuation 및 실적전망	11
II. 항공사의 판매 대리점에서 콘텐츠 갤러리로	3	VI. Coverage recommendation	15
Phase1 : 여행사는 항공사의 판매대리점	4	하나투어(039130)	16
Phase2 : 여행사의 급성장과 상장하는 여행사	4	모두투어(080160)	18
Phase3 : ‘해외관광’이라는 이름의 콘텐츠	5	VII. Appendix	20
- 하드블록 폐지의 의미	5	여행관련 수치 점검	20
III. 중견 여행사의 M&A	8	여행업계 최근 뉴스	23
IV. 06년을 뛰어넘는 07년 성장세	9		
서비스수지 적자폭 확대의 주원인은 해외출국수요	10		

새로운 패러다임의 여행주 접근법

▶ 長期投資 時代의 여행주 접근법

기존의 보수적인
관점에서 긍정적인
관점으로 업종견해
전환

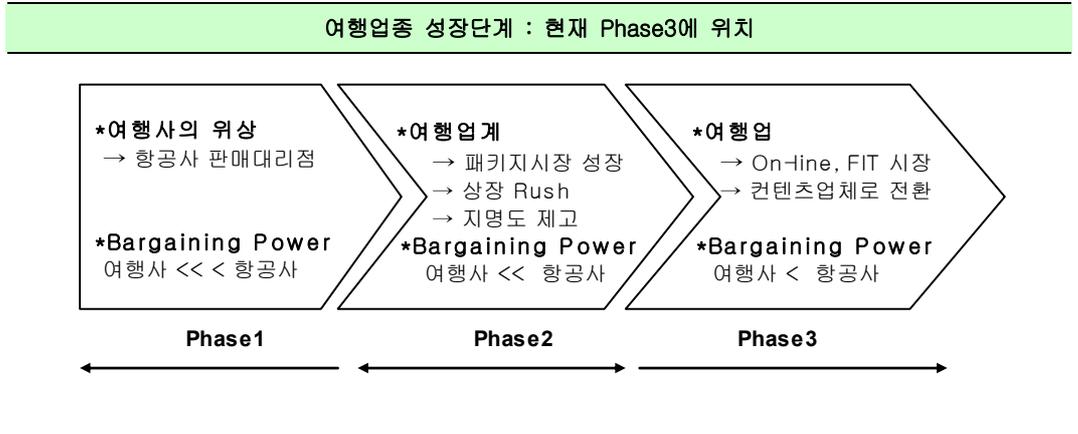
최근 몇 달간 박스권에서 맴돌던 여행주의 주가가 한 단계 Level-up했다. 여행주 주가는 그간 높은 성장률에 근거하여 일정 Valuation 박스권에서 실적에 따라 등락을 보여왔다. 시장 예상치를 뛰어넘는 Earning surprise 달성시 급등, 그리고, 기대치 미달시 급락하던 과거의 주가 움직임은 단기적인 매매 접근법인 것으로 판단한다. 하지만, 최근 주가의 상승은 이런 과거의 '단기적인 투자접근 패턴'과는 다른 모습을 보이고 있다. 즉, 여행주를 접근함에 있어 투자자들이 단기 실적보다는 장기적인 투자성향을 띄며 Valuation이 점진적으로 상향되고 있다. 투자패턴이 단기에서 장기로 전환되어 가는 배경은 주가지수 2,000pt 시대의 장기투자 성향과 더불어 여행업종의 '꺼이지 않는 산업 성장률'과 '시장예상치를 지속적으로 뛰어넘는 업체 실적'의 합작품이다. 따라서, 최근 주가 상승으로 인한 Valuation 부담에도 불구하고, 장기적인 관점에서 여행주에 대한 긍정적인 접근이 가능하다고 판단한다. 우리는 기존에 Valuation에 대한 부담으로 주가상 보수적인 접근을 권유한 바 있다. 하지만, 여행산업의 흐름상, Valuation 부담을 극복하고 추가적인 Upside potential이 존재한다고 판단한다. 여행업종에 대한 기존의 보수적인 관점을 긍정적으로 전환하며 그 근거를 다음과 같이 제시한다.

- 대형 여행사 : 단순 유통업체에서 콘텐츠 업체로의 전환
- 중견 여행사 상장 및 M&A : 중견 여행사의 대형화에는 한계 존재
- 06년을 뛰어넘는 07년 성장률 : 시장성장세 둔화 논리는 시기상조

▶ 항공사의 판매대리점에서 콘텐츠 갤러리로

대형 여행사들은 항공사에 종속되어 단순 항공권 매매업을 영위하던 기존 여행사의 개념에서 벗어나 콘텐츠 업체로 거듭나며, 지속적으로 수익성을 개선하고 있다. 현재 여행업계는 항공사로부터 항공권 판매에 대한 9% 커미션 수입에 의존하던 기존의 단순한 사업모델에서 탈피, 규모의 경제를 기반으로 부가가치성이 높은 패키지 상품 판매자로 탈바꿈하고 있다. 즉, '9%-commission-taker'¹에서 부가가치성이 높은 해외관광상품이라는 콘텐츠 제공자(CP, Contents Provider)로 탈바꿈하는 전환기에 놓여있기 때문이다. 물론, 모든 여행사에 해당하는 사항은 아니다. 최상위 몇 개 업체에 국한된 의미이다.

¹ 여행사의 영업수익 중 항공권대매수입이 항공권 금액 * 9%으로 계상되는 것을 의미. 항공권대매수입은 과거 여행사의 제 1 매출원이었음



자료 : 동부리서치

00년 이전의
여행사는 항공사의
판매대리점

1> Phase1 : 여행사는 항공사의 판매 대리점

00년 이전의 여행사의 주요 매출원은 항공권 대매에 따른 수수료 수입이었다. IMF 이전 길거리에서 지금의 여행사와 같이 흔히 발견할 수 있었던 것이 항공사들의 대리점이었다. IMF 구제금융건을 계기로 대리점 운영에 따른 고정비 부담을 느낀 항공사는 대리점 수를 대폭 줄이고, 항공권 판매를 여행사에 위탁하였다. 항공사는 여행사에 항공권 판매액의 9%를 수수료로 지급하며, 고정비를 변동비로 전환하면서 '위기의 시기'를 넘겼다. IMF 구제금융 직후, 대다수의 중견 여행사는 도산에 이르렀고, 여행업계 사상 최악의 시기가 마무리될 즈음인 00년 11월 하나투어가 상장했다.

01~06년 여행사의
부가가치에 대한
재인식... 상장밸리

2> Phase2 : 여행사의 급성장과 상장에 동참하는 여행사 속출

상장에 따른 브랜드 인지도 확보와 넓은 영업망에 힘입어 하나투어 영업수익은 01~06년 CAGR + 37.0%의 고속성장세를 기록했다(영업이익은 CAGR + 47.2%). 하나투어의 상장과 성장성이 확인된 05년 이후, 여행사들의 상장이 본격화되었다. 현재 여행관련주는 총 9²개이며, 중견 여행사 중 3~5개가 직상장 혹은 우회상장을 준비 중인 것으로 알려지고 있다. 여행사 상장의 이유는 크게 두가지로 브랜드 인지도 및 자금력 확보에 있다. 브랜드 인지도는 자사 상품 홍보 외에도 영업망 확보, 변동성이 큰 해외관광수요의 하방경직성 확보 차원이다. 01~06년 상장 여행사들의 영업수익 대비 광고비 비중에서 알 수 있듯, 상장 여행사는 광고를 통해 자사 상품 판매 외에 브랜드 이미지 구축을 위한 비용지출을 늘리고 있다. 한편, 자금력 확보는 안정적인 항공권 확보와 연 영업수익의 5~7배에 달하는 현금 유·출입시 일시적으로 발생할 수 있는 자금 공급의 불균형에 대비하기 위한 안전판 역할을 위한 것이다.

이 시기에 상장 여행사는 공모·유상증자 방식으로 자금을 확보하였고, 상장사임을 내세워 공격적인 영업을 펼친 결과 브랜드 인지도 향상 효과를 누렸다. 여행업계의 승자는 이미

² 여행업을 직접 영위하는 6개 업체 (하나투어, 모두투어, 롯데관광개발, 자유투어, 세종나모여행, 레드캡투어)와 여행사를 자회사 형태로 보유한 3개 업체 (볼빅, 위즈정보기술, 광명전기)

영업망을 확보하고, 직판사³보다 한발 앞서 상장한 간판사이다.

Big3여행사의 광고비 추이 및 전망							
	01A	02A	03A	04A	05A	06A	07E
하나투어	3.4	13.5	12.7	32.6	41.7	73.7	90.9
%YoY	-36.5%	292.1%	-6.1%	157.0%	27.9%	76.6%	23.4%
영업수익 대비	1.0%	2.6%	2.2%	4.1%	3.8%	4.4%	4.2%
모두투어	-	-	1.7	6.1	13.1	45.2	60.4
%YoY	-	-	0.0%	263.6%	113.8%	245.5%	33.6%
영업수익 대비	-	-	0.7%	1.9%	3.4%	6.8%	6.2%
롯데관광개발	24.4	35.7	33.6	46.1	38.6	70.8	62.4
%YoY	41.9%	46.3%	-5.8%	37.0%	-16.3%	83.4%	-11.8%
영업수익 대비	13.5%	13.7%	13.9%	14.8%	10.5%	15.2%	11.2%

자료 : 공정공시, 동부리서치 단위 : 억원, %

3> Phase3 : ‘해외관광’이라는 이름의 컨텐츠

00년 상장한 하나투어의 시가총액이 07년 6월 1조원을 넘어섰다. 00년 상장시 ‘일개 여행사가 상장을 하다니...’ 하는 빈축을 일소하는 성과로 평가한다. 하나투어가 코스닥 시장의 대표주로 올라선 것을 계기로 07년은 또 한번 찾아온 여행업계 변환기의 시작점으로 판단하는데, 그 촉매제는 하드블록제⁴ 폐지에 있다.

▶ 하드블록제 폐지의 의미-1 : 여행업계의 잠재 Risk 감소

하드블록제 폐지가
대형 여행사에 미치는
영향은 제한적

대한항공 하드블록제 전면폐지(07년 3월)와 아시아나 항공의 하드블록제 일부 폐지(07년 8월말 전면폐지 예정)는 항공업계와 여행업계에서 모두 반기는 분위기다. 하드블록제 폐지의 근본 이유는 항공사의 경우 L/F(Load Factor, 탑승률) 상승에 따라, 비수기 항공좌석 판매에 대한 자신감 표출, 일시적인 대량 수요 발생(ex> 인센티브·포상 등)시 추가적인 수익성 향상을 내부화하기 위한 것으로 보인다. 여행업계에서는 그간 자금력으로 하드블록 물량을 ‘쓸어가던’ 대형 여행사의 행태에 불만을 표하던 중견 여행사들이 환영하는 분위기이다.

종합적으로 고려해볼 때, 하드블록제 폐지가 항공업체 및 여행업체 수익성에 미치는 영향은

³ 직판사(직접판매여행사, Retailer)는 항공권과 현지 관광상품을 조합하여, 관광상품을 개발하여, 자신의 직영대리점에서 최종소비자에게 판매하는 형태. 따라서, 사업모델은 B(직판사)toC(최종소비자)이다. 한편, 간판사(간접판매여행사, Wholesaler)는 항공사로부터 항공권을 확보하고, 관광 대상 현지의 랜드 오퍼레이터(Land operator)와 상품을 기획하여 상품을 구성한 후, 군소 직판사에 해당 상품을 판매를 일임하는 사업모델. 따라서, 사업모델은 B(간판사)toB(군소 직판사)toC(최종소비자)로 볼 수 있다. 語感상 직판사가 간판사의 대리점 역할을 하는 것처럼 보이나, 이는 대부분의 군소 직판사에 해당하며, 상장 직판사의 경우, 규모의 경제로 이와 같은 개념이 통용되지는 않는다.

⁴ 하드블록제 : 여행사가 항공사에 항공료를 선납하고 미리 좌석을 확보하는 방식. 전세기(Chartered Flight)는 비정기편 항공기 전체 혹은 일부를 소수 여행사가 독점하게 되는데, Hard Block과 전세기 두 방식 모두 항공료 선납이라는 점에서 공통점을 갖기 때문에 Hard Block은 주로 전세기 방식을 포함하는 개념으로 사용됨. Hard Block제도를 통해 항공사는 좌석소진 Risk를 여행사로 이전시켜 미리 현금을 확보할 수 있으며, 재고 부담을 줄일 수 있다. 여행사는 Risk를 부담하면서 수익분기점을 넘을 경우, 추가적인 수익을 기대할 수 있다. Soft Block은 Hard Block에 대응되는 개념으로 Regular Flight에 해당한다.

크지 않을 것으로 판단한다. 그 이유는 대형 여행사의 경우, 1> 국적항공사에서 확보하던 하드블록 물량을 외항사에서 대체 확보하여 항공좌석 수급 불균형에 따른 효과를 감소시키고 있으며, 2> 하드블록의 수익성이 최근에 들어서 과거수준에 못 미치기 때문이다. 현재 증견 여행사는 대형사와 비교하여 항공좌석 수급 전망 및 마케팅 능력 부족한데, 既 확보된 좌석에 대한 High risk를 간과하고, High return에만 초점을 맞추고 있다. 하드블록 폐지는 오히려 증견 여행사의 잠재 Risk를 줄여 여행업계 전체에는 긍정적으로 작용할 것으로 판단한다. 한편, 항공사의 입장에서는 하드블록 비중이 낮기 때문에 수익성 개선에 의미있는 영향을 미치기는 힘들 것으로 보인다.

하드블록제의 기능은 비수기에는 ‘재고(항공좌석)부담’으로, 성수기에는 ‘항공좌석 선점을 통한 계절수요(여름 휴가철 해외관광수요)흡수’로 요약할 수 있다. 이는 항공좌석 구매시 입도선매방식이기 때문에 좌석판매에 대한 리스크를 여행사가 떠 안고 **Threshold rate**⁵를 웃도는 판매율 기록시 추가적인 수익을 확보하는 방식이다. 따라서, 비수기 수익성을 악화시키고, 성수기 수익을 극대화 시키는 요인으로 작용했다. 하지만, 순항공권판매는 수익성이 매우 저조하며, 적정수준을 웃도는 항공좌석은 원가부담으로 작용한다. 따라서, 매출성장에는 기여하지만, 수익성은 오히려 잠식하는 결과를 초래해 왔다. 여행사가 확보하는 항공좌석 중 하드블록 비율이 하락할 경우, 여행사는 1> 분기별 안정적 수익성 확보, 2> 좌석 판매에 대한 부담 감소로 **Dumping sale**⁶에 따른 가격변동 안정화, 3> 장기적인 수익성 개선을 꾀할 수 있다.

패키지와 순수항공권이 영업이익에 미치는 영향 : 패키지의 수익성이 5~7배			
	패키지	순수항공권	비고
판매금액	100.0	100.0	장부상 미기재
항공권 원가	60.0	91.0	장부상 미기재
지상비	22.0	-	장부상 미기재
총영업수익	23.4	9.0	영업수익
영업수익(1)	18.0	-	영업수익 중 관광알선수입
영업수익(2)	5.4	9.0	영업수익 중 항공권대매수입
판매비			
대리점 커미션	9.0	5~7	판관비
총영업수익 - 판매비(3)	14.4	2~4	영업이익에 미치는 정도

자료 : 동부리서치 단위 : 만원(후은 %)

주1 : 패키지 수익구조는 하나투어, 모두투어 기준. 타 여행사의 수익성은 이 보다 떨어짐

주2 : (3)의 수치(총영업수익 - 대리점 커미션)가 영업이익은 아님. 대리점 커미션은 영업수익과 연동되는 변동비로 (3)의 수치에서 인건비, 광고비 등의 판관비를 제한 수치가 영업이익

⁵ Regular좌석 사용시 예상되는 수익구조를 만족시키는 하드블록 판매율. 일반적으로 하드블록 물량의 Threshold rate는 80 ~ 85% 수준인데, 이 비율이 지속적으로 상승하고 있어, 여행사입장에서는 하드블록물량 확보에 대한 유인이 줄어들어가고 있는 실정이다.

⁶ 여행업 회계기준은 총액법이 아닌 순액법을 사용하기 때문에 영업수익은 일종의 매출총이익 개념이다. 따라서, 순익계산상에는 존재하지 않으나, 영업행위와 밀접하게 연관된 수치들이 존재한다. 가령, 위 표의 패키지를 70만원에 Dumping sale할 경우, 영업수익은 관광알선수입 = 0, 항공권대매수입 = 5.4만원이 계산되며, 판관비 부문에서 대리점 지급수수료 6.3만원(판매가 70만원 * 9%), 행사비 12만원(항공원가 및 지상비 82만원 - 판매가 70만원)이 잡힌다. 따라서, Dumping sale에 따른 적자액은 12.9만원(5.4만원 - 6.3만원 - 12만원)이다.

항공좌석 확보는
수익극대화를 위한
필요조건이지
충분조건은 아니다

하드블록은 항공좌석공급 여력이 제한적인 시기에 판매자의 수익성을 극대화할 수 있다. 하드블록을 통해 수익성을 극대화하기 위한 전제조건은 항공좌석소진능력인데, 대형 여행사를 제외한 여행사는 좌석소진능력이 뒤쳐지기 때문에 하드블록제 폐지로 인한 효과를 전적으로 중견 여행사가 누리기에는 벽차 보인다. 또한, Open sky 정책과 외항사의 한국 진출로 항공좌석 공급증가는 해외출국수요 증가세에 버금가고 있다는 점과, Regular 석으로 배정된 기존 하드블록 물량을 비수기 실적에 따라 성수기에 배분하는 항공사의 방침에 따라 중견 여행사가 누릴 Benefit 은 그리 커 보이지 않는다.

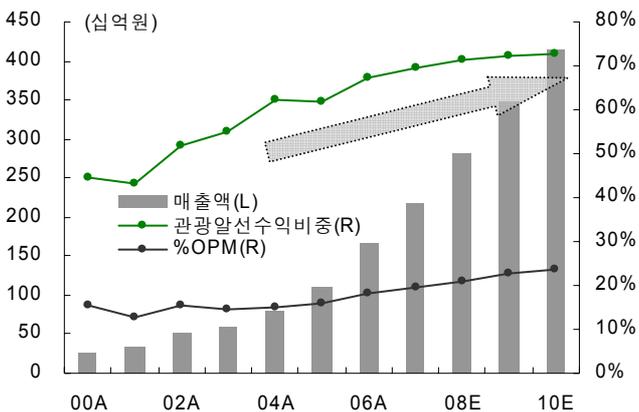
▶ 하드블록제 폐지의 의미-2 : 관광패키지는 콘텐츠, 여행사는 CP(Contents Provider)

대형 여행사는
여행상품 판매에
역량집중

하드블록제 폐지로 장기적으로 대형 여행사는 제한된 항공좌석을 부가가치성이 높은 패키지로 상품 판매할 유인이 더욱 커지며, 단순 항공권 대매는 중견 여행사 및 그 하위의 업체들이 담당할 개연성이 높아진다. 대형 여행사와 중견 여행사는 영업력, 자금력, 안정성 측면에서 그 수준 차이가 상당히 크다. 대형 여행사는 콘텐츠(다양한 패키지 상품 및 관광 콘텐츠) 기획 Know-how와 판매능력을 내세워 하위사와 차이를 벌리고 있다. 향후, 대형 여행사는 패키지 상품의 다양화를 이루며 수익성을 지속적으로 개선시킬 것으로 판단한다. 반면, 하위사는 부족한 콘텐츠 생산력과 판매망 부족으로 인해, 성장성에 대한 확신을 갖기에는 (Dumping sale에 대한 부담으로) 무리가 따른다. 따라서, 장기적으로 단순판매기능 위주의 低부가가치 사업비중이 확대될 것으로 전망하며, 대형사와의 수익성 격차는 더욱 벌어질 것으로 판단한다.

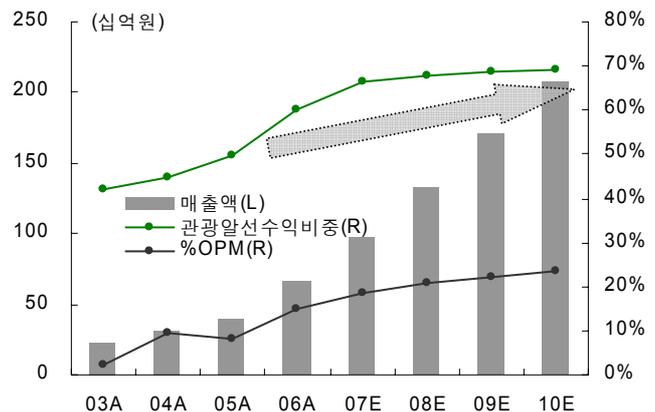
항공권을
확보하더라도,
수익·손실 기록의
여부는 경영능력 차이

하나투어 : 관광알선수익비중 증가



자료 : 하나투어, 동부리서치

모두투어 : 하나투어의 2년 전 모습?



자료 : 모두투어, 동부리서치

▶ **증권 여행사 상장 및 M&A, 대부분 “증권 여행사로 거듭나기” 일 뿐**

주요 비상장 여행사 현황							
(억원)		02A	03A	04A	05A	06A	비고
여행박사	영업수익	9.6	12.2	52.1	72.5	104.1	
	영업이익	1.0	0.3	4.1	5.7	13.1	
	당기순이익	0.8	0.3	4.3	6.8	14.0	
넥스투어	영업수익	-	-	-	58.5	72.1	
	영업이익	-	-	-	3.5	3.6	
	당기순이익	-	-	-	4.0	2.7	
오케이투어	영업수익	87.1	82.9	98.5	104.0	119.6	레드캡투어(038390) 40%,
	영업이익	-14.0	-8.5	1.7	-27.2	-13.9	하나투어(039190) 39%지분 보유
	당기순이익	-13.1	-5.1	3.8	-25.0	-9.8	
BT&I	영업수익	20.7	21.6	31.5	40.6	55.1	볼빅(048550) 100%지분 보유
	영업이익	1.2	1.2	6.4	14.7	-	
	당기순이익	0.8	0.9	4.7	11.5	18.1	
투어익스프레스	영업수익	35.8	40.2	40.4	50.1	60.0	BT&I 가 Daum 으로부터 55.27%지분 인수
	영업이익	-3.7	-7.8	-35.6	-18.1	-	Daum(035720) 10.0%지분 보유
	당기순이익	-4.1	-7.1	-34.1	-16.8	-3.0	
온라인투어	영업수익	0.0	0.0	29.4	53.7	-	
	영업이익	0.0	0.0	0.1	8.2	-	
	당기순이익	0.0	0.0	0.8	7.4	-	
투어몰	영업수익	36.7	58.9	78.8	77.7	71.3	세종나모여행(039310)이 07.4.1 흡수합병
	영업이익	-2.8	0.2	0.7	-7.0	-	
	당기순이익	-2.7	0.3	1.2	-6.7	-13.0	
참좋은여행	영업수익	46.1	45.2	55.5	58.1	76.1	위즈정보기술(038620) 62.2%지분 보유
	영업이익	1.4	1.4	1	-4.8	-	
	당기순이익	1	0.8	0.8	-2.3	7.0	
포커스투어	영업수익	-	-	20	40.6	50.2	광명전기(017040) 85.0%지분 보유
	영업이익	-	-	-	-	-	
	당기순이익	-	-	-22.5	-25.14	-22.9	

자료 : Kis-line, 공정공시, 동부리서치, 단위 : 억원.

**증권 여행사가
대형 여행사로
탈바꿈하기는
힘들 듯**

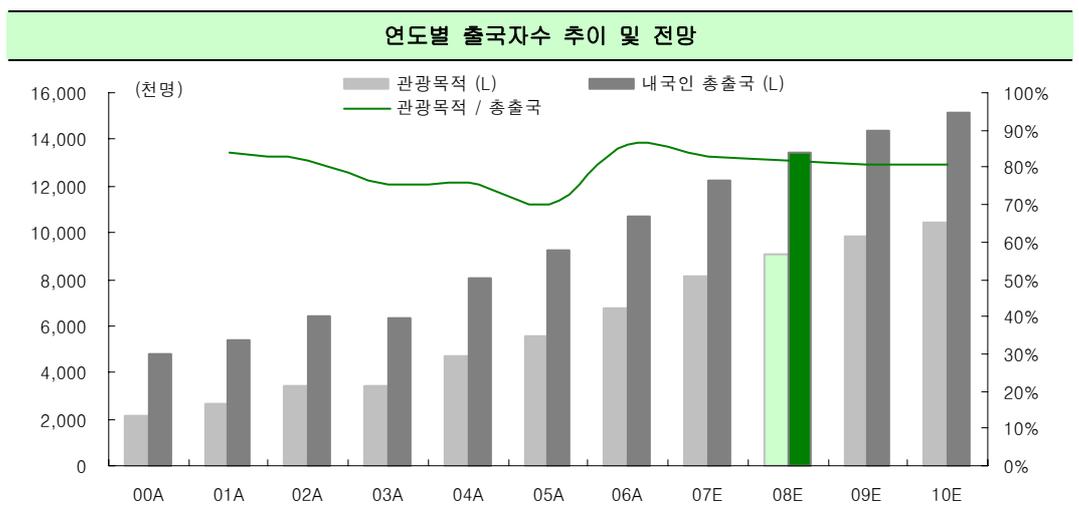
비상장여행사의 우회상장 혹은 상장여행사의 비상장여행사 인수가 05년부터 지속적으로 발생하고 있다. 큰 흐름상 1만 5천 여개에 달하는 여행사가 난립해 있는 여행업계가 도입기에서 성장기로 넘어가는 과정으로 이해한다. 하지만, 증권 여행사가 제 2의 하나투어·모두투어가 되는 것에는 무리가 따른다. 증권 여행사는 직관업을 영위하고 있어 영업망이 간판사의 그것과 큰 차이를 보이고 있어, ‘작은 규모에서 오는 고성장을 단기간은 누릴 수 있으나, 꾸준히 지속’ 하기는 힘들다. 또한, 지속적인 성장을 위해서는 여행업 운영에 대한 Know-how가 축적되어 있어야 한다. 하지만, **증권 여행사의 경우, 현재와 같이 폭발적인 성장세를 경험한 적이 없으며, 해외관광수요 예측, 전세기 운영을 통한 수익극대화 등에 대한 경영 능력이 대형사에 비해 뒤쳐진다.** 업계 흐름상 증권 여행사가 생존·성장하기 위해서는 Niche player로 자리매김하는 것이 최선이다. 증권 여행사의 생존 전략은

高마진의 장거리 노선 비중 확대, Luxury brand 구축을 통한 판가 인상, 대형사가 진출하지 않은 지역 개발에 따른 수익성 제고 등 간판사의 박리다매 방식 영업에 대한 대응책이어야 한다. 한편, 주가측면에서 하나투어, 모두투어를 제외한 중견 여행사 주식은 기업의 본질가치와 동떨어진 주가수준에서 Premium 거래되고 있다. M&A 이슈(세중나모여행 - 호텔신라와의 여행사업 M&A건), 해외업체 지분투자 (자유투어 - 마카오 카지노업 진출), 부동산개발 (롯데관광개발 - 철도청 용산부지 개발건) 등 모멘텀이 주가에 반영되어 있는 것으로 보인다. **여행산업의 펀더멘털에 기초한다면, 투자선택폭을 여행산업 성장의 수혜를 받는 여행사로 국한시킬 필요가 있다.**

▶ 07년 해외 출국자수 추이 : 06년을 뛰어넘는 07년 해외 출국자수 성장세

07E 해외출국자수
1,254만명,
관광목적 출국자수
842만명 전망

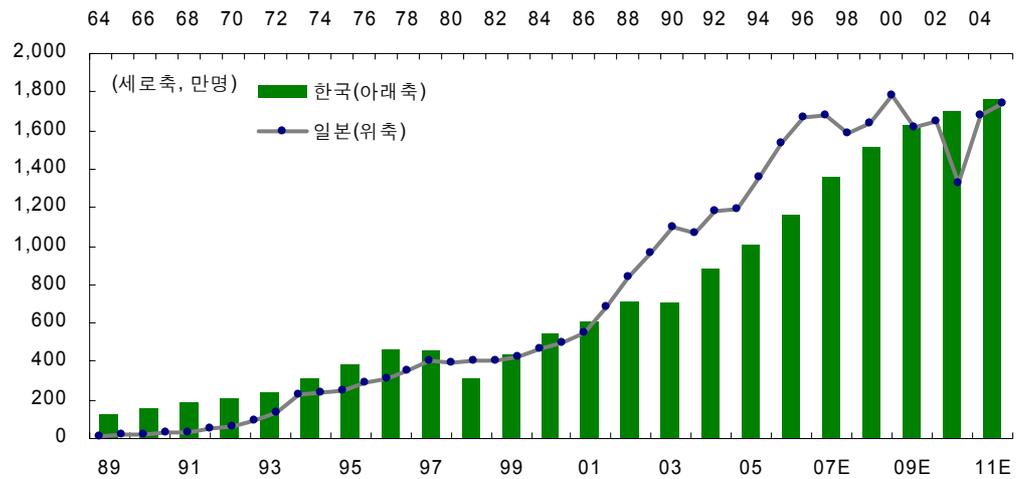
2Q07 내국인 출국자수는 12.9%YoY 증가한 302만명이 될 것으로 예측된다. 현재 집계된 1~5월까지 내국인 출국자수 452만명을 감안하면, 07E 내국인 출국자수는 1,254만명 (+17.5%YoY, +1.6%pYoY)에 달할 것으로 전망한다. 역사적으로 3분기는 다른 분기 대비 출국자수가 30만명 이상 증가하기 때문에 가능한 수치이다. 우리는 출국자수가 향후에도 두자리수 이상의 고성장을 보일 수 있다고 전망하는데, 가장 큰 배경은 원화강세에 따른 해외관광수요 자극이며, 또 하나는 동북아 권역의 교역량 증가와 한·중·일 Open sky 정책발효에 따른 아시아 권역 출국자수 증가이다. 이 중 관광패키지 여행사의 실적과 밀접하게 연관된 관광목적 출국자수는 842만명 (+24.2%YoY, +1.6%pYoY)에 이를 것으로 추정한다. 참고로, 내국인 출국자수 추정에 대해서는 약간의 의견차이가 존재하나, 10E 내국인 출국자수는 당사 1,575만명, 한국문화정책연구원 1,500~1,600만명, 상장 여행사 자체 예측치 1,600만명 수준이다. 출국자수 추정시 주요 참고자료는 대만의 총인구수 대비 출국자수 비율, 일본의 10년 장기 성장, 국민소득, 환율 등이다.



07E 한·중·일 역내 관광수요						
구분	한→일	한→중	일→한	일→중	중→한	중→일
관광수요	2,306	4,627	2,380	3,973	824	911
증감율	6.7%	12.1%	1.3%	6.8%	9.6%	9.8%

자료 : 한국문화관광부, 중국국가여유국, 일본관광진흥기구 단위 : 천명

한국에서 일본의 출국자수 증가세 再現

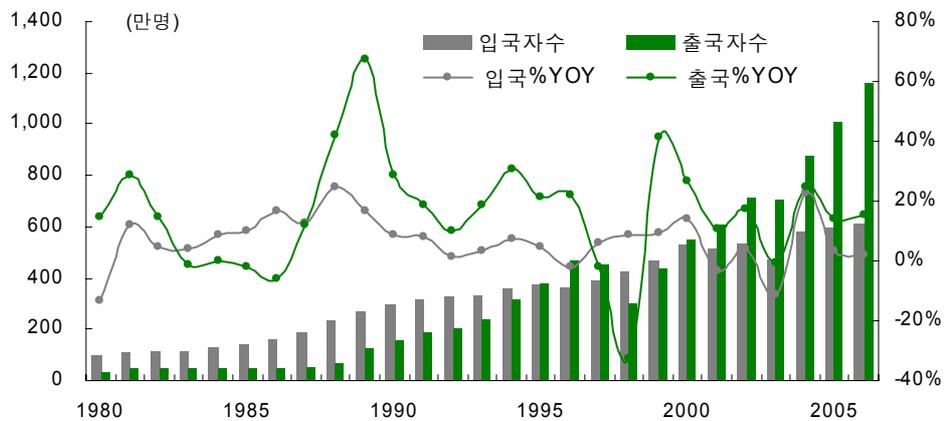


자료 : 일법무성, KNTO

주> 일본은 1964년 해외여행자유화조치 이후, 85년 Plaza합의에 따른 엔고 효과로 해외출국자수는 1985년부터 10년간 장기 성장기록. 한국은 1989년 해외여행자유화조치 이후 장기 성장중

▶ 서비스수지 적자의 근본 원인은 해외관광출국 수요

입국자수, 출국자수 추이 : 04년부터 입국자수는 제자리

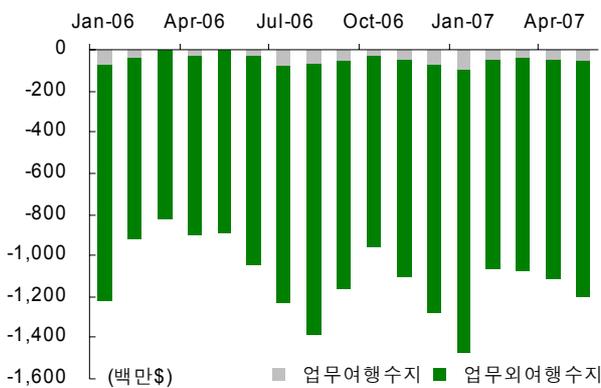


자료 : KNTO

**서비스수지적자의
주 원인은
여행수지적자**

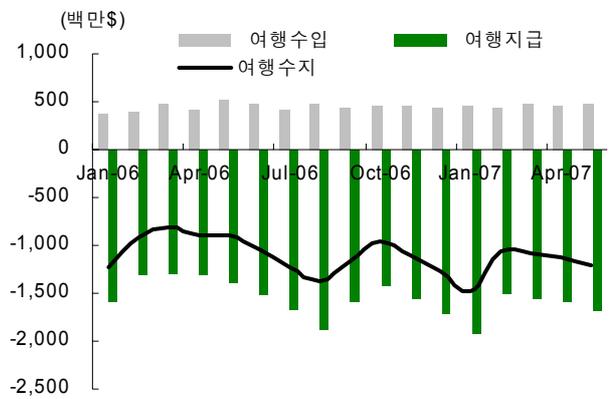
최근 서비스수지가 지속적으로 월 17억\$ 안팎의 적자를 기록하고 있다. 이는 출국자가 급증하면서 여행수지부문의 적자에 기인하는데, 현재 여행수지 적자폭은 서비스수지의 70% 수준에 육박한다. 정부에서는 인바운드 사업의 활성화를 위해 국내 관광인프라를 구축하고자 하는 정책들을 내놓고는 있으나, 해외에 비해 열악한 관광자원과 원화강세로 출국자수는 지속적으로 증가하고 있다. 반면, 외국인 입국자수는 최근 2년간 정체내지 소폭 감소에 머물고 있다. 가격·인프라 측면에서 국내관광서비스가 해외관광서비스보다 소비자들에게 주는 효용도가 낮은 국면이 지속되는 한, 해외관광수요의 성장은 지속될 것으로 전망한다.

여행수지 (업무-업무외 분류) : 매월 10억\$씩



자료 : 통계청, 동부리서치, 단위 : 백만\$

여행수지 (여행수입 - 여행지급)



자료 : 통계청, 동부리서치, 단위 : 백만\$

▶ 각 사별 실적전망 및 Valuation

**DCF모형을 통한
주가 산정시
사용했던 보수적인
가정을 현실적으로
완화**

여행사 목표주가 산정시 DCF 모형을 기본적으로 사용한다. 기존에 DCF 모형 사용시 보수적인 가정을 기준으로 목표주가를 산정했는데, 그 이유는 상대가치 평가지표(P/E, P/B)가 시장평균을 크게 상회(07년 1월 ~ 5월, 예상 EPS 기준 P/E 24~27X 박스권에서 주가 형성)하기 때문이다. 하지만, 장기적으로 긍정적인 시장변수와 업계 내에서 지속적인 지배력 강화로 경쟁자를 찾아보기 힘든 수준에 달했다는 점을 고려하여, 보수적인 가정을 다소 완화하였다. 따라서, 하나투어와 모두투어에 공통적으로 적용했던 장기성장률(g)은 기존 2%에서 4%로 상향했다. 또, WACC를 구하기 위한 베타는 공통적으로 시장수준의 변동성을 의미하는 '1'에서, 각 사의 1년 베타값으로 변경하였다(하나투어 0.75, 모두투어 0.79). 따라서, 각 사의 WACC는 하나투어 10.02%, 모두투어 10.24%로 조정한다.

07E 영업수익
2,212억원 (33.0%YoY)
영업이익 460억원
(51.8%YoY)로
각각 1.8%, 8.5%
상향조정

▶ 하나투어 실적전망 및 Valuation

하나투어 실적을 상향 조정하며, 투자의견을 BUY로 상향한다. 07E 비수기 수익성 향상은 예상했으나, 성수기에는 06년 수준의 수익성을 예상하였다. 하지만, 국적사의 하드블록제 폐지에 따른 부족한 좌석을 외항사에서 보충하고 있어, 좌석 수급상 무리없는 성수기를 맞이할 것으로 보인다. 추가적으로, 성수기 송출예약건수가 또다시 큰 폭으로 성장하고 있어, 올해 성수기 실적에 대한 부담이 줄어들 전망이다. 따라서, 07E 영업수익 2,212억원(+ 33.0%YoY), 영업이익 460억원(+ 51.8%)으로 상향 조정한다. 업체측의 올해 영업이익 Guidance는 430억원 수준이나, 높은 송출객수 증가율(매월 + 50%YoY 이상)을 꾸준히 기록하고 있다는 점에서 Guidance 이상의 영업이익을 달성 가능할 것으로 판단한다. 높은 송출객수 증가율은 여행시장의 성장성이 작년보다 높아졌다는 점과 하나투어의 업계 내 위상이 지속적으로 상승하고 있다는 것을 의미한다.

하나투어 실적변경						
	2007E			2008E		
	수정前	수정後	%Chg	수정前	수정後	%Chg
영업수익	2,172	2,212	1.8%	2,709	2,862	5.6%
영업이익	424	460	8.5%	605	635	4.9%
경상이익	484	508	5.0%	680	719	5.7%
순이익	340	356	4.7%	476	503	5.7%

자료 : 동부리서치 단위 : 억원, %

DCF방식, 하나투어 적정주가 산출											
	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Sales	2,212	2,862	3,528	4,206	4,627	4,997	5,322	5,615	5,895	6,161	6,407
%YoY	33.0%	29.4%	23.3%	19.2%	10.0%	8.0%	6.5%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%
OP margin	18.3%	22.2%	22.7%	24.1%	24.7%	24.4%	24.1%	23.8%	23.5%	23.2%	22.9%
EBIT (Operating Income)	460	635	852	1,038	1,215	1,221	1,285	1,339	1,388	1,432	1,470
Adjusted Tax	153	216	285	347	409	410	431	450	466	481	494
NOPLAT	307	419	567	690	806	812	854	889	922	951	976
Depreciation	26	44	29	32	25	26	28	29	31	32	34
Gross CF	333	462	596	722	831	838	881	918	953	983	1,010
Increase in WC	-88	-110	-190	-181	-175	-169	-164	-159	-155	-150	-145
CAPEX	279	69	38	35	38	39	40	42	43	44	45
Free CF	142	503	748	868	967	969	1,005	1,036	1,065	1,089	1,110
PV of Discounted FCF	132	424	573	604	612	557	526	492	460	428	396
Sum of PV	5,204			Firm Value			11,431				
Continuing Value				Non-operating value			932				
FCF as of 2018	1,155			Cash asset			818				
Growth rate	4.0%			Investment asset			114				
Continuing Value	19,193			Non-operating Land			0				
Discount Factor	0.3244			Value of Equity			12,363				
PV of Continuing Value	6,227			No. of Shares ('0000)			1,046				
				Fair Value of share (Won)			118,249				

자료 : 동부리서치 단위 : 억원, %, 만주, 원 가정 : Market Premium 6.0%, 무위험이자율 5.5%, Beta 0.75 (WACC 10.02%), 영구성장률 4%

하나투어 목표주가
118,000원, **투자의견**
BUY로 **상향**

WACC 10.02%, 영구성장률(g) 4.0%를 가정으로 한 DCF모형에 따른 하나투어의 목표주가는 118,000원이다. WACC 10.02%는 베타 0.75, 무위험이자율 5.5%, Market Premium 6.0%를 가정으로 한다. DCF 모형을 통해 산정된 **하나투어 목표주가 118,000원은 12M forward EPS 4,172원 기준 P/E 28X 수준으로, 06년 상반기 기록했던 Historical high P/E multiple인 35X에는 못 미치는 수준이다.** 따라서, 단기적인 Valuation보다는 장기 성장성에 초점을 맞춰 투자의견을 BUY로 상향한다.

▶ **모두투어 실적전망 및 Valuation**

07E 영업수익
974억원 (46.7%YoY),
영업이익
184억원(88.8%YoY)로
영업이익 3.4%
상향조정

상장여행사 중 ‘최고의 성장률’을 ‘꾸준히’ 보이고 있는 모두투어의 실적을 상향 조정한다. 07E 비수기 수익성 제고는 하드블록 폐지에 따른 수익성 개선 외에도 브랜드 지명도 상승과 06년 확충한 영업망이 정상화 단계에 올라서고 있는 것을 의미한다. 07E 영업수익 974억원(+ 46.7%YoY), 영업이익 184억원(+ 88.8%YoY)으로 상향 조정한다. 업체측의 연초 실적 Guidance인 영업수익 970억원, 영업이익 172억원은 다소 보수적인 수치로 판단한다. 06년 Turn-around 후, 07년에도 실적 개선세를 이어갈 것으로 판단한다.

모두투어 실적 상향조정						
	2007E			2008E		
	수정前	수정後	Chg	수정前	수정後	Chg
영업수익	974	974	0.0%	1,267	1,333	5.2%
영업이익	178	184	3.5%	256	278	8.6%
경상이익	206	212	3.1%	294	315	7.2%
순이익	146	151	3.3%	207	222	7.4%

자료 : 동부리서치 단위 : 억원, %

모두투어 목표주가
72,000원,
투자의견 BUY로
상향

상장 여행사 중 최고의 성장률을 기록하고 있는 모두투어의 투자의견을 기존 HOLD에서 BUY로 상향한다. DCF모형을 통해 산출된 모두투어의 목표주가는 72,000원으로 영구성장률 4%, 베타 0.79, WACC 10.24%를 가정으로 한다. **목표주가 72,000원은 12M forward EPS 2,220원 기준 33.9X 수준으로, 05년 High P/E multiple인 36X와, 06년 기록했던 31X와 비교해보면 Turn-around가 진행중인 현재시점에서는 무리한 수준은 아니라고 판단한다.**

Coverage Recommendations

- ▶ 하나투어 (039130)
- ▶ 모두투어 (080160)

Upgrade BUY

하나투어(039130)

여행업이 성장하는 한 나는 달린다.

목표주가 118,000원
현주가(07/24) 95,000원

Analyst **심원섭**
02-369-3314
stevewshim@winnet.co.kr

여행업계 부동의 1위 하나투어에 대해 목표주가를 118,000원으로 상향하며, 투자 의견을 기존 HOLD에서 BUY로 상향한다. 투자 의견 및 목표주가 상향의 근거는 하드블록제 폐지의 부정적 영향에서 벗어나, 수익성을 지속적으로 향상시켜 가고 있다는 점과 기존의 항공사의 판매대리점 역할에서 해외관광 콘텐츠 제작업체로 변신하며, 고부가가치사업 비중이 지속적으로 늘고 있기 때문이다. 여행업계 최고의 규모에서 오는 콘텐츠 제작능력은 타의 추종을 불허하며, 여행업이 성장하는 한 하나투어의 고속 성장은 지속될 것으로 판단한다.

시가총액(07/24)	11,616억원
액면가	500원
발행주식수	1,162만주
120일 평균거래량	72,041주
52주최고/최저	97,300원/54,000원
외국인지분율	44.6%
07E 예상시가배당률	1.1%
주요주주	박상환 8.2%

▶ 여행업계 부동의 1위 하나투어에 대해 투자 의견을 기존 HOLD에서 BUY로 상향하며, 목표주가 118,000원을 제시한다. 목표주가 118,000원은 DCF 모형을 통해 산출되었다. 산출시 사용한 가정은 영구성장률(g) 4%, WACC 10.02%(베타 0.75, 무위험이자율 5.5%, Market premium 6%)로 기존의 보수적인 가정을 상당폭 완화하였다. 목표주가 118,000원은 12M forward EPS 4,172원 기준 P/E 28X으로, Historical high P/E인 35X의 20% 할인값이다.

%수익률	1M	3M	12M
절대	4.0	37.1	32.4
상대	2.8	18.8	-16.1

▶ 동사에 대한 기존의 관점은 하드블록제 폐지로 비수기 수익성은 향상되며, 성수기 수익성이 성장성에 비해 다소 못 미칠 것이라는 점이였다. 하지만, 비수기 수익성 향상으로 연중 고른 수익성 달성이 가능해져 실적 안정성이 크게 높아졌으며, 7월 현재 송출예약객수 또한 기존의 성장률을 압도하고 있어, 여행업 성장의 장기 수혜주라는 점이 부각된다. 또한, 과거 항공사의 판매대리점에서 해외관광콘텐츠 제작업체로의 전환이라는 관점에서 Valuation의 추가적인 상향이 가능하다는 판단이다. 여행업계 최고의 규모에서 오는 콘텐츠 제작능력은 타의 추종을 불허하며, 여행업이 성장하는 한 하나투어의 고속 성장은 지속될 것으로 예상된다.

상대주가



▶ 07E 영업수익 2,212억원(+33.0%YoY), 영업이익 460억원(+51.8%)으로 연간 영업이익률이 사상최초로 20%대에 진입할 것으로 전망한다. 올해 영업이익 Guidance는 430억원 수준이나, 비수기·성수기를 막론하고 높은 송출객수 증가율(매일 +50%YoY 이상)을 꾸준히 기록하고 있다는 점에서 Guidance 이상의 영업이익을 달성 가능할 것으로 판단한다.

▶ 손익계산서

12월결산(십억원)	05A	06A	07E	08E	09E
매출액	111.0	166.3	221.2	286.2	356.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	111.0	166.3	221.2	286.2	356.4
판매비	93.3	136.1	175.2	222.7	271.2
영업이익	17.8	30.2	46.0	63.5	85.2
EBITDA	19.0	31.9	48.7	67.9	90.2
영업외손익	5.4	3.7	4.8	8.4	9.7
이자손익	1.1	1.7	3.6	4.1	4.5
외화관련손익	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0
지분법평가손익	1.0	0.0	1.6	3.2	4.1
경상이익	23.2	33.9	50.8	71.9	94.8
특별손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전순이익	23.2	33.9	50.8	71.9	94.8
법인세비용	6.6	10.6	15.3	21.6	28.5
당기순이익	16.6	23.3	35.6	50.3	66.4
EPS	1,636.0	2,215.0	3,067.0	4,448.0	5,866.0
증감률(%YoY)					
매출액	39.2	49.8	33.0	29.4	24.5
EBITDA	50.2	68.0	52.5	39.6	32.7
영업이익	50.5	70.1	52.2	38.0	34.2
경상이익	48.5	46.1	49.9	41.4	31.9
순이익	56.8	40.0	52.7	41.4	31.9
EPS	48.3	35.4	38.5	45.0	31.9

▶ 대차대조표

12월결산(십억원)	05A	06A	07E	08E	09E
유동자산	45.7	136.2	130.3	179.1	252.4
현금/단기금융상품	25.1	103.3	81.8	116.4	174.3
단기매매증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	10.4	16.0	21.9	28.3	35.3
고정자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	40.8	47.6	91.0	106.4	120.0
투자자산	10.5	16.3	35.0	47.7	62.2
유형자산	30.3	31.0	55.5	58.0	57.0
무형자산	0.1	0.3	0.5	0.6	0.8
자산총계	86.6	183.9	221.2	285.5	372.4
유동부채	43.8	90.7	115.0	140.2	174.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	0.6	0.5	0.7	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
부채총계	44.3	91.2	115.7	141.1	175.8
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	68.6	107.4	159.6
자본조정	-2.7	-29.5	-29.5	-29.5	-29.5
자본총계	42.3	92.6	105.5	144.4	196.6

▶ 현금흐름표

12월결산(십억원)	05A	06A	07E	08E	09E
영업활동현금흐름	18.8	67.5	53.8	62.6	86.3
당기순이익	16.6	23.3	35.6	50.3	66.4
감가상각비	1.2	1.6	2.6	4.4	4.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
순운전자본증감	0.7	36.6	14.7	10.3	18.1
매출채권증감	-4.3	-5.9	-6.5	-7.2	-7.9
재고자산증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.2	5.8	0.9	-2.5	-3.2
투자활동현금흐름	-15.7	-26.0	-81.7	-36.2	-56.9
유형자산증감	-30.1	-2.4	-27.9	-6.9	-3.8
투자자산증감	3.4	-4.8	-17.7	-9.5	-10.4
기타	11.0	-18.9	-36.1	-19.8	-42.7
재무활동현금흐름	1.2	18.7	-28.6	-11.3	-13.9
단기부채증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기부채증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증감	-3.9	23.0	-35.5	-11.5	-14.1
배당금의지급	-4.5	-7.2	-12.6	-11.5	-14.1
기타	5.0	-4.3	6.9	0.2	0.2
현금의 증감	4.2	60.1	-56.6	15.1	15.4
기초의 현금	7.7	11.9	72.0	15.5	30.6
기말의 현금	11.9	72.0	15.5	30.6	46.0

▶ 주요 투자지표

12월결산	05A	06A	07E	08E	09E
주당지표(원)					
EPS	1,636	2,215	3,067	4,448	5,866
BPS	4,088	7,948	9,283	12,700	17,306
DPS	600	750	1,000	1,250	1,500
EBITDAPS	1,868	3,033	4,194	6,003	7,967
Valuation(X)					
PER	29.3	32.0	30.0	20.7	15.7
PBR	11.7	8.9	9.9	7.2	5.3
EV/EBITDA	24.7	22.6	20.3	14.0	9.9
FCF	-6.3	54.4	16.6	53.2	80.5
수익률(%)					
EBITDA 마진	17.1	19.2	22.0	23.7	25.3
영업이익률	16.0	18.2	20.8	22.2	23.9
경상이익률	20.9	20.4	23.0	25.1	26.6
순이익률	15.0	14.0	16.1	17.6	18.6
ROE	47.3	34.6	35.9	40.3	38.9
ROA	23.1	17.2	17.6	19.9	20.2
ROIC	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
기타비율					
배당수익률	1.3	1.1	1.1	1.4	1.6
이자보상배율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
순차입금비율	-59.5	-111.5	-77.5	-80.7	-88.7

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

하나투어 목표가 및 실제주가 차트



최근 2년간 투자이건 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
06/05/17	BUY	91,000			
06/10/09	HOLD	62,000			
07/01/16	BUY	75,000			
07/04/01	HOLD	75,000			
07/07/23	BUY	118,000			

자료 : 동부증권 리서치 단위 : 천원, 원 * : 담당자 변경

Upgrade BUY

모두투어(080160)

여행업 성장을 3배로 즐기는 여행사

목표주가	72,000원
현재가(7/24)	55,000원

Analyst **심원섭**
02-369-3314
steweshim@winnet.co.kr

상장 여행사 최고의 성장률을 유지하고 있는 모두투어에 대해 투자 의견을 BUY로, 목표주가는 72,000원으로 상향한다. DCF 모형을 사용하여 산출된 목표주가 72,000원은 영구성장률(g) 4%, WACC 10.24%을 가정으로 한다. 목표주가는 12M forward EPS 2,220원 기준 33.9X로 05년 High P/E multiple인 36X와 06년 기록했던 31X와 비교하여 Turn-around가 진행 중인 시점에서 무리없는 수준으로 판단한다. 06년 하반기부터 여행업 성장의 최대 수혜주는 모두투어이다. 06년 급상승한 브랜드 인지도와 급증한 대리점수를 바탕으로 부동의 1위 하나투어에 유일하게 다가서고 있는 여행사는 모두투어뿐이다.

시가총액(07/24)	4,620억원
액면가	500원
발행주식수	840만주
120일 평균거래량	62,894주
52주최고/최저	52,200원/18,650원
외국인지분율	18.9%
07E 예상시가배당률	0.3%
주요주주	우종웅 10.9%

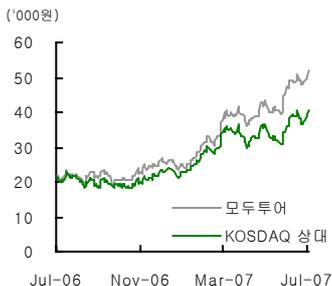
▶ 상장 여행사 최고의 성장률을 유지하고 있는 모두투어에 대해 기존의 보수적인 시각을 완화하여, 투자 의견 BUY, 목표주가 72,000원으로 상향한다. 목표주가 72,000원은 DCF 모형을 사용하여 산출하였으며, 기본 가정은 영구성장률(g) 4%, WACC 10.24%(베타 0.79, 무위험이자율 5.5%, Market premium 6%)이다. 목표주가 72,000원은 12M forward EPS 2,220원 기준 P/E 33.9X로 05년 High P/E 36X와 06년 31X와 비교하여 Turn-around가 진행 중인 시점에서 무리가 없다는 판단이다.

▶ 상장 여행사 중 최고의 성장률을 지속적으로 달성하며, 송출객수를 기준으로 업계 1위 하나투어를 절반수준까지 따라잡았다. 장기적으로 이 간격은 줄어들 것으로 보인다. 05년 상장시부터 꾸준히 늘려온 광고선전비에 힘입어 여행업 2위에 못미치는 브랜드 인지도를 2위로 끌어올렸으며, 이 효과는 06년 대폭적인 영업망 확충과 맞물려 06년 하반기 Turn-around에 성공하였다. 높은 성장률을 기반으로 수익성은 업계 최고수준에 올라섰으며, 규모의 경제효과를 통해 지속적인 개선이 예상된다.

▶ 07E 영업수익 974억원(+46.7%YoY), 영업이익 184억원(+88.8%YoY)으로, 연초 실적 Guidance인 영업수익 970억원, 영업이익 172억원은 다소 보수적인 수치로 판단한다. 06년 Turn-around 후, 07년에도 실적 개선세를 이어가며, 모두투어의 부동의 1위 하나투어를 따라잡기는 지속될 것으로 보인다.

%수익률	1M	3M	12M
절대	12.0	44.6	142.8
상대	8.5	25.3	93.8

상대주가



▶ 손익계산서

12월결산(십억원)	05A	06A	07E	08E	09E
매출액	38.9	66.4	97.4	133.3	170.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	38.9	66.4	97.4	133.3	170.5
판매비	35.7	56.6	79.0	105.5	132.2
영업이익	3.2	9.8	18.4	27.8	38.3
EBITDA	3.5	10.2	19.0	28.6	39.4
영업외손익	0.9	1.7	2.8	3.7	5.7
이자손익	0.2	1.3	2.4	2.9	4.7
외화관련손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
경상이익	4.1	11.4	21.2	31.5	44.0
특별손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전순이익	4.1	11.4	21.2	31.5	44.0
법인세비용	1.1	3.3	6.2	9.3	13.2
당기순이익	2.9	8.2	15.1	22.2	30.8
EPS	469.0	1,045.0	1,808.0	2,665.0	3,692.0
증감률(%YoY)					
매출액	22.9	70.8	46.8	36.9	27.9
EBITDA	8.7	190.1	87.2	50.4	37.5
영업이익	6.9	204.9	88.8	50.9	37.9
경상이익	0.9	182.1	85.8	48.5	39.5
순이익	2.5	178.9	84.5	47.4	38.5
EPS	-44.3	122.8	73.0	47.4	38.5

▶ 대차대조표

12월결산(십억원)	05A	06A	07E	08E	09E
유동자산	16.6	50.5	54.1	79.8	113.7
현금/단기금융상품	13.6	34.2	24.0	46.1	76.2
단기매매증권	0.0	0.0	20.2	20.2	20.2
매출채권	2.3	5.3	7.8	10.7	13.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	9.9	20.3	39.8	46.5	52.6
투자자산	9.4	19.5	38.6	45.0	50.8
유형자산	0.5	0.8	1.1	1.5	1.8
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	26.5	70.8	93.8	126.3	166.3
유동부채	10.5	20.5	29.2	40.0	51.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	1.5	2.3	3.0	4.0	4.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	11.9	22.8	32.2	44.0	56.1
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	28.6	49.3	77.2
자본조정	0.0	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
자본총계	14.6	48.0	61.6	82.3	110.2

▶ 현금흐름표

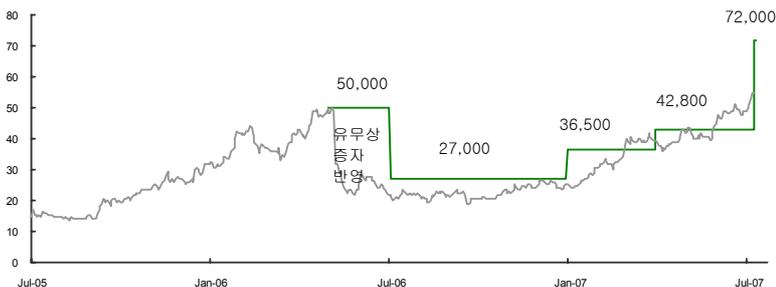
12월결산(십억원)	05A	06A	07E	08E	09E
영업활동현금흐름	7.8	10.6	29.7	30.2	39.3
당기순이익	2.9	8.2	15.1	22.2	30.8
감가상각비	0.3	0.4	0.6	0.9	1.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순운전자본증감	3.5	0.5	13.3	6.7	6.9
매출채권증감	-1.1	-3.0	-2.8	-3.3	-3.5
재고자산증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.1	1.6	0.6	0.4	0.5
투자활동현금흐름	-7.0	-30.5	-30.7	-22.2	-22.8
유형자산증감	-0.3	-0.7	-1.0	-1.2	-1.4
투자자산증감	-6.5	-14.3	-19.0	-6.4	-5.8
기타	-0.2	-15.5	-10.7	-14.6	-15.6
재무활동현금흐름	5.7	25.0	0.3	-0.5	-2.0
단기부채증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기부채증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증감	5.7	25.0	-0.1	-1.5	-2.9
배당금의지급	0.0	-0.4	0.0	-1.5	-2.9
기타	0.0	0.0	0.4	1.0	0.9
현금의 증감	6.5	5.2	-0.7	7.5	14.5
기초의 현금	2.3	8.8	14.0	13.3	20.8
기말의 현금	8.8	14.0	13.3	20.8	35.3

▶ 주요 투자지표

12월결산	05A	06A	07E	08E	09E
주당지표(원)					
EPS	469	1,045	1,808	2,665	3,692
BPS	2,093	5,713	7,383	9,868	13,211
DPS	100	0	180	350	600
EBITDAPS	561	1,300	2,283	3,435	4,722
Valuation(X)					
PER	33.0	25.4	28.9	19.6	14.1
PBR	7.4	4.6	7.1	5.3	4.0
EV/EBITDA	28.1	18.5	20.7	13.0	8.7
FCF	5.0	-4.9	10.5	22.3	30.7
수익률(%)					
EBITDA 마진	9.0	15.3	19.6	21.5	23.1
영업이익률	8.2	14.7	18.9	20.8	22.5
경상이익률	10.4	17.2	21.8	23.7	25.8
순이익률	7.5	12.3	15.5	16.7	18.1
ROE	28.5	26.1	27.5	30.9	32.0
ROA	15.3	16.8	18.3	20.2	21.1
ROIC	105.5	103.0	93.4	137.4	229.3
기타비율					
배당수익률	0.4	0.0	0.3	0.7	1.2
이자보상배율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
순차입금비율	-92.9	-71.3	-71.8	-80.7	-87.6

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

모두투어 목표가 및 실제주가 차트



최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
06/05/17	HOLD	50,000			
06/07/20	HOLD	27,000			
07/01/16	BUY	36,500			
07/07/23	BUY	72,000			

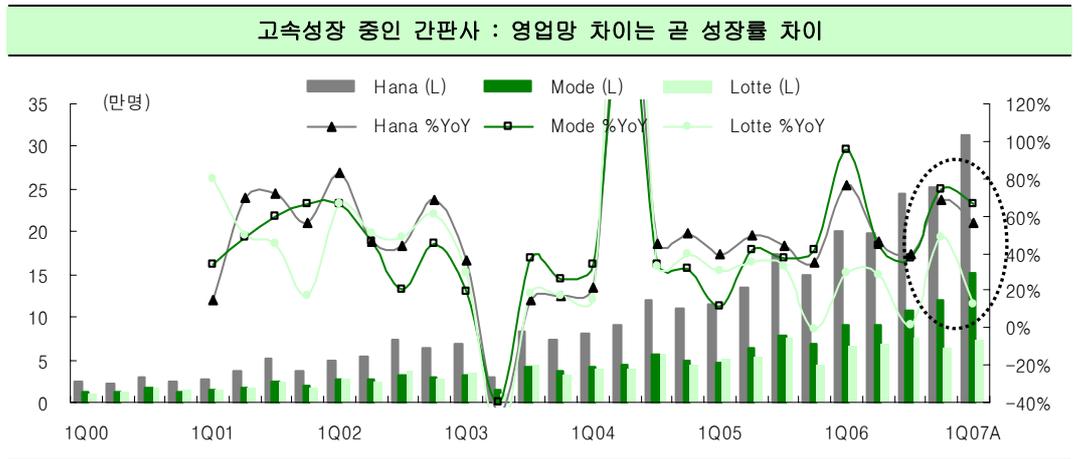
자료 : 동부증권 리서치 단위 : 천원, 원 * : 담당자 변경

Appendix

▶ 여행관련 수치 점검

00년 이후 분기별 패키지 이용자수 증가율이 지속적으로 최고치를 경신하면서 여행사들의 실적을 뒷받침해주고 있다. 06년 말을 기점으로 하나투어, 모두투어는 영업망 관리에 나서 실적이 저조한 대리점을 탈퇴시키고, 신규 대리점을 편입하는 대리점 Quality Control에 나서고 있다. 반면, 롯데관광개발의 경우 부족한 영업망 때문에 시장성장률을 압도하지 못하고 있다.

1. 패키지 이용자수



자료 : KATA, 동부리서치

하나투어 : 성장률 유지중
모두투어 : 규모의 경제 영역에 들어서다
롯데관광개발 : 아직은...

07년 1~5월 기준 패키지 이용자수는 하나투어 513,051명(+55.4%YoY), 모두투어 255,167명(+66.8%YoY), 롯데관광개발 126,790명(+12.1%YoY)으로 간판사의 성장세가 부각되고 있다. 간판사는 해당기간 패키지 이용자수 증가율보다 낮은 영업수익 증가율을 기록했는데, 이는 항공권대매수입의 상대적 감소에 기인한다. 기존에 항공권대매수입 비중은 총 영업수익의 35% 수준이었으나, 07년 하드블록제 폐지로 순항공권 판매량은 줄고 있다. 여행사가 항공권 구매시 지불해야 하는 기회비용은 Threshold rate를 밀도는 좌석판매시 발생하는 채고처분손실(장부 미계상)이다. 반면, 정상적으로 항공권이 판매시 기대되는 마진이 항공권 매입가의 2~4%이기 때문에 순항공권판매의 수익성은 0에 가까운 것이 현실이다. 따라서, 여행사의 매출구조는 지속적으로 관광알선수익 비중이 높아져, 영업수익 증가율은 패키지 이용자수 증가율을 밀도나, 수익성은 향상될 것으로 판단한다.

업체별로 하나투어는 해당기간 중 2월 제외하고 +50%YoY 성장률을 기록하고 있어, 성장에 대한 의심의 여지가 없어 보인다. 모두투어의 성장률은 2H06 시작된 브랜드 인지도 향상 및 영업망 증대 효과가 07년에도 나타나고 있다는 것을 보여준다. 모두투어의 07E 패키지 이용자수는 하나투어 대비 48.6% 수준까지 올라올 것으로 추정하며, 장기적으로 10E

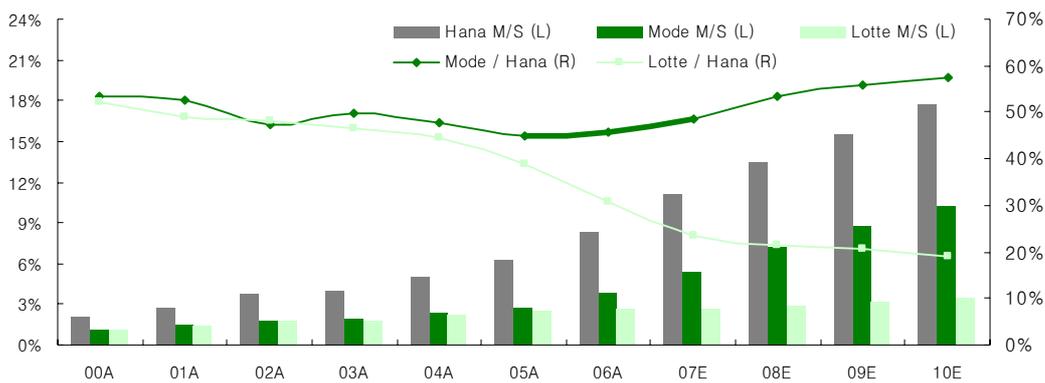
57.3%를 예상한다. 한편, 롯데관광개발의 경우, 부족한 영업망으로 시장성장률 + 19.7%YoY에도 미치지 못하는 수준(+ 12.1%YoY)이기 때문에 단기적으로 시장성장률을 크게 앞서기에는 힘들어 보인다. 이것은 농협롯데관광의 영업이 정상화되는 시기인 2H08~1H09에는 이르러야 시장성장률을 앞설 수 있을 것으로 보인다.

각 사별 패키지 이용자수 기준 M/S 추이						
	Jan-07	Feb-07	Mar-07	Apr-07	May-07	1~5월 합
총출국자수 (A)	1,281,530	982,591	1,046,055	989,018	1,107,498	5,406,692
%YoY	30.1%	4.0%	27.0%	15.7%	22.2%	19.7%
Hana PKG (B)	118,726	99,386	95,598	93,908	105,433	513,051
%YoY	60.0%	41.7%	70.7%	50.0%	56.8%	55.4%
(B) / (A)	9.3%	10.1%	9.1%	9.5%	9.5%	9.5%
상위 30 개사 대비	29.1%	29.9%	30.0%	29.1%	26.1%	28.7%
Mode PKG (C)	55,913	49,811	46,560	48,287	54,596	255,167
%YoY	70.5%	49.1%	82.6%	56.6%	79.0%	66.8%
(C) / (A)	4.4%	5.1%	4.5%	4.9%	4.9%	4.7%
상위 30 개사 대비	13.7%	15.0%	14.6%	15.0%	13.5%	14.3%
Lotte PKG (D)	28,546	25,011	20,127	24,801	28,305	126,790
%YoY	17.3%	9.6%	11.4%	4.0%	17.9%	12.1%
(D) / (A)	2.2%	2.5%	1.9%	2.5%	2.6%	2.3%
상위 30 개사 대비	7.0%	7.5%	6.3%	7.7%	7.0%	7.1%

자료 : KATA, 동부리서치 단위 : 명, %

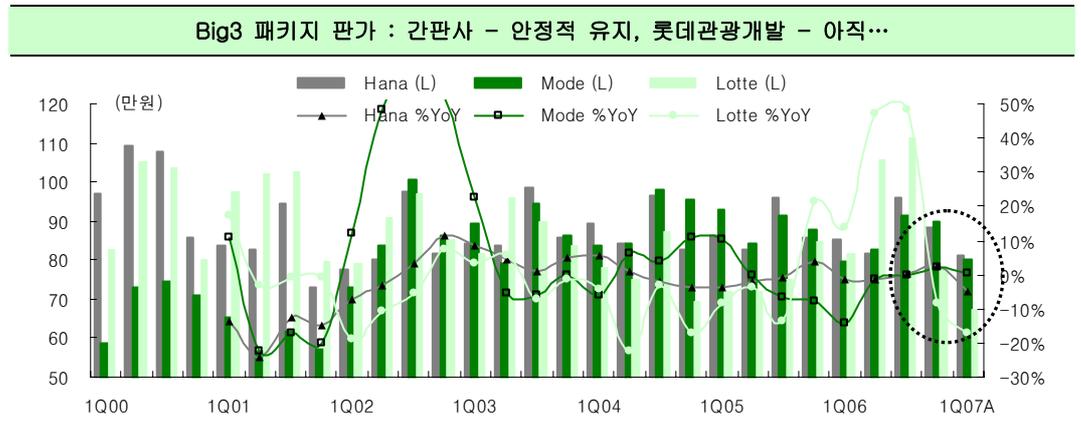
주> 기준 M/S는 패키지 이용자수/관광목적 출국자수였으나, 통계치 집계 중단으로 인해 M/S를 패키지 이용자수/총출국자수로 변경

Big3 M/S : 하나·모두 성장세 유지, 롯데관광개발은 아직...



자료 : KATA, 동부리서치

2. 패키지 판가

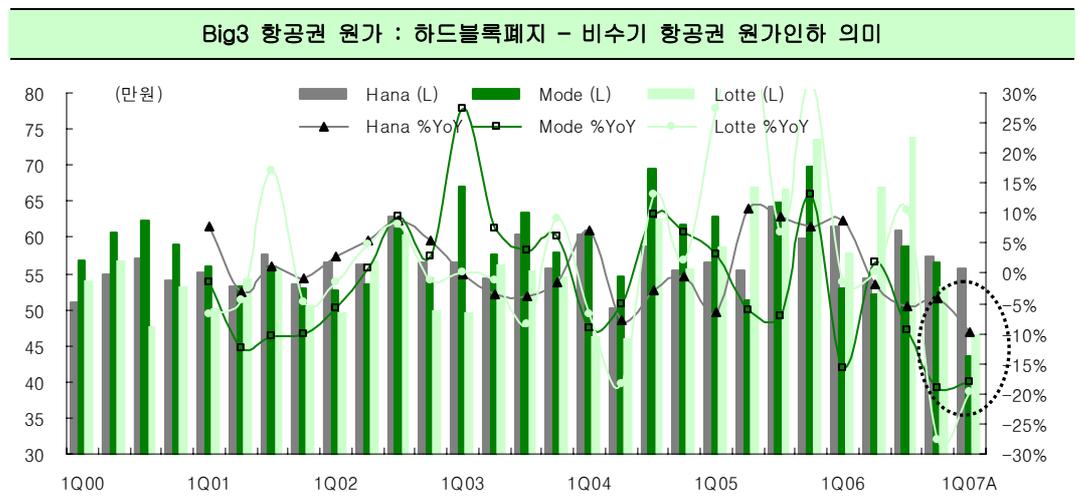


자료 : KATA, 동부리서치

하나·모두 : 안정세 유지
롯데관광개발 : 일정
규모가 되어 판가도
안정화

하나투어는 2Q03부터 안정적인 패키지 판가를 유지하고 있으며 모두투어의 패키지 판가는 2Q06부터 안정세 접어들었다. 모두투어가 안정적인 판가를 유지하고 있는 것은 규모의 경제 영역에 진입했음을 반증한다. 한편, 롯데관광개발의 판가는 매분기 크게 변동하고 있는데 그 이유는 1> 지역별 상품 중 고가의 미주·유럽비중이 높고, 2> 아직까지 규모의 경제영역에 진입하지 못했기 때문으로 판단한다. 따라서, 패키지 재고 물량에 따라 패키지 판가가 크게 변하는 여행업 특성상 롯데관광개발의 패키지 판가는 당분간 크게 변동할 것으로 보인다. 롯데관광개발의 판가가 안정세에 진입하기 위해서는 규모의 경제 영역에 진입하는가 여부에 달려있다.

3. 항공권 원가



자료 : KATA, 동부리서치

하드블록제 폐지로 인한 비수기 수익성 향상 효과를 감안해야

3월 대한항공의 하드블록 전면폐지와 아시아나 항공의 부분적 폐지의 효과는 항공권 원가추이에서 확인할 수 있다. 하드블록 폐지가 항공권 원가에 미치는 영향은 1> 비수기의 경우, 항공좌석 재고 감소로 여행사의 수익성을 향상시키고, 2> 성수기 항공좌석의 여유분 감소로 'Lost sales' 발생 가능성 증가이다. 장기적으로도 국적항공사의 Low cost carrier (저가항공사, LCC) 설립 등에 따른 항공권 인하는 예상되나, LCC 항공권 판매가 여행사를 통해 이루어질지는 미지수이다.

▶ **여행업계 최근 뉴스 동향**

비자면제프로그램 가입 시기 앞당겨 질 수 있다

1. 비자면제

미 행정부가 조만간 한국이 비자면제 프로그램(VWP : Visa Waiver Program)에 가입할 수 있도록 검토하겠다는 성명을 발표할 예정. 미의회에 상정을 기다리고 있는 對테러법안이 테러전동참국에 한해 비자 거부율 기준을 현행 3% 미만에서 10%로 대폭 완화하는 내용을 포함. 거부율 3.5% 수준인 한국은 조건을 충족하고 있음. 단, 미의회 내부에서 對테러법안 내용을 두고 상당한 진통이 있어 통과여부가 VWP 가입 여부를 결정하는 최대 변수가 될 것. 미국은 장거리 노선으로 높은 마진이 보장되기 때문에 여행사는 비자면제에 큰 기대를 하고 있음.

비자면제 프로그램(VWP, Visa Waiver Program)

A. 비자면제 프로그램(VWP)의 정의

미국법에서 지정된 요건을 충족하고 미국 정부에서 지정한 국가 국민에게 최대 90일간 비자없이 관광 및 상용 목적에 한하여 미국을 방문할 수 있도록 허용하는 제도. 관광 및 상용목적에 의한 무비자 방문이기 때문에 기타 목적(유학, 취업, 공연, 투자, 취재 등) 또는 90일 이상 체류할 계획이거나 생체인식 여권을 소지하고 없을 경우 비자를 발급받아야 한다.

B. 미국 비자면제 프로그램에 가입하고 있는 국가

- 아시아(5개국) : 일본, 호주, 뉴질랜드, 브루아니, 싱가포르
- 유럽(22개국) : 영국, 독일, 프랑스, 이탈리아, 네덜란드, 스웨덴, 스위스, 스페인, 덴마크, 포르투갈, 오스트리아, 슬로베니아, 벨기에, 노르웨이, 아이슬란드, 룩셈부르크, 산마리노, 모나코, 리히텐슈타인, 아일랜드, 핀란드

C. VWP 가입요건

- **비이민 비자거부율 3% 미만 : 이민목적 비자 신청시 거부율이 3% 미만이어야 한다.**
- 상호주의 : 한국 방문 미국인에 대해 상호주의에 입각, 동등한 수준의 무사증입국이 허용되어야 한다.
- 생체정보인식여권 소지 : 미국에 무사증으로 입국하기 위해서는 여권소지자의 생체정보가 저장되어 있는 여권을 소지하여야 한다.
- 도난 여권에 대한 정보 공유 : 분실·도난된 여권이 타인에 의해 오용되지 않도록 관련 정보를 정기적으로 공유하여야 한다.
- 사법집행 협력 : 무사증입국이 허용되므로써 양국의 사법집행에 위협이 되지 않아야 하며, 양국 사업당국간 협력이 구축되어 있어야 한다.

자료 : 언론종합, 동부리서치

**항공기 추락으로
해외관광에 대한
안전성 이슈 부각**

2. 하나투어 캄보디아행 항공기 추락, 한국인 13명 포함 탑승자 22명 전원 사망

하나투어의 캄보디아행 항공기가 추락하여 한국인 13명 포함 탑승자 22명 전원 사망. 해당 기종은 舊소련제 AN-40기종으로, LCC(Low Cost Carrier, 저가 항공사를 지칭)의 위험성이 되새겨 보아야 함. 여행사의 리스크는 장기간의 질병, 자연재해 외에도, 사고시 생명과 직접연관이 있기 때문에 안전성에 대한 이슈가 부각되고 있음.

**롯데-JTB 출범은
시행초부터 난항 예상**

3. 롯데-JTB 출범에 대한 여행업계 강경대응

한국관광협회중앙회는 롯데-JTB 출범에 대해 강경대응할 것을 천명. 그 이유로 첫째, 대기업의 진출이 전국 1만 5천여 개 여행업계를 초토화 시킬 수 있다는 점, 둘째, 롯데-JTB가 부당 인력 스카우트를 자행하고 있는 점을 꼽고 있음. 과거의 예에서 보듯, 여행업계의 결속력을 감안하면 롯데-JTB 출범은 시행초부터 난항을 거듭할 것으로 보임.

**L로고 없는
롯데관광개발은
앙꼬없는 찐빵**

3-1. 롯데그룹의 롯데관광개발에 대한 서비스표권 침해금지 청구 소송

롯데그룹 계열사인 호텔롯데, 롯데쇼핑, 롯데제과 등 3개사는 롯데관광개발과 롯데관광을 상대로 서비스표권 침해 금지 소송을 냈음. 롯데측이 롯데관광 등에 상표사용 금지 처분을 요구한 것은 롯데그룹이 7월 1일부로 롯데-JTB를 출범시킨 것과 맞물려 있음.

**레드캡투어 OK투어
인수효과 가시화는
인력유치와 자금력이
관건**

4. 레드캡투어, 세번째 간판사인 OK투어 경영권 확보

상용패키지 및 렌터카사업을 주업으로 하던 레드캡투어(038390)가 하나투어의 자회사인 OK투어 지분을 40% 확보함으로써 간판업에 진출. OK투어에 대한 하나투어의 지분은 기존 65%에서 39%로 감소하며, 경영권은 OK투어로 이양. 하나투어는 OK투어 지분 매각대금은 60억원이며, 하드블록 물량 감소에 따라 항공권 공급이 상대적으로 감소하여 OK투어 경영권은 이양한 것으로 판단. 기존 간판업 2강 체제였던 하나투어, 모두투어에 이어 OK투어가 제 3의 간판사로 자리매김할 것인가에 대한 관건은 인력유치와 자금력으로 판단.

**아시아나항공 8월말
하드블록 완전 폐지로
여행사 분기별
실적변동성 감소예상,
실적패턴에 변화**

5. 아시아나항공 8월말 하드블록 완전폐지 결정

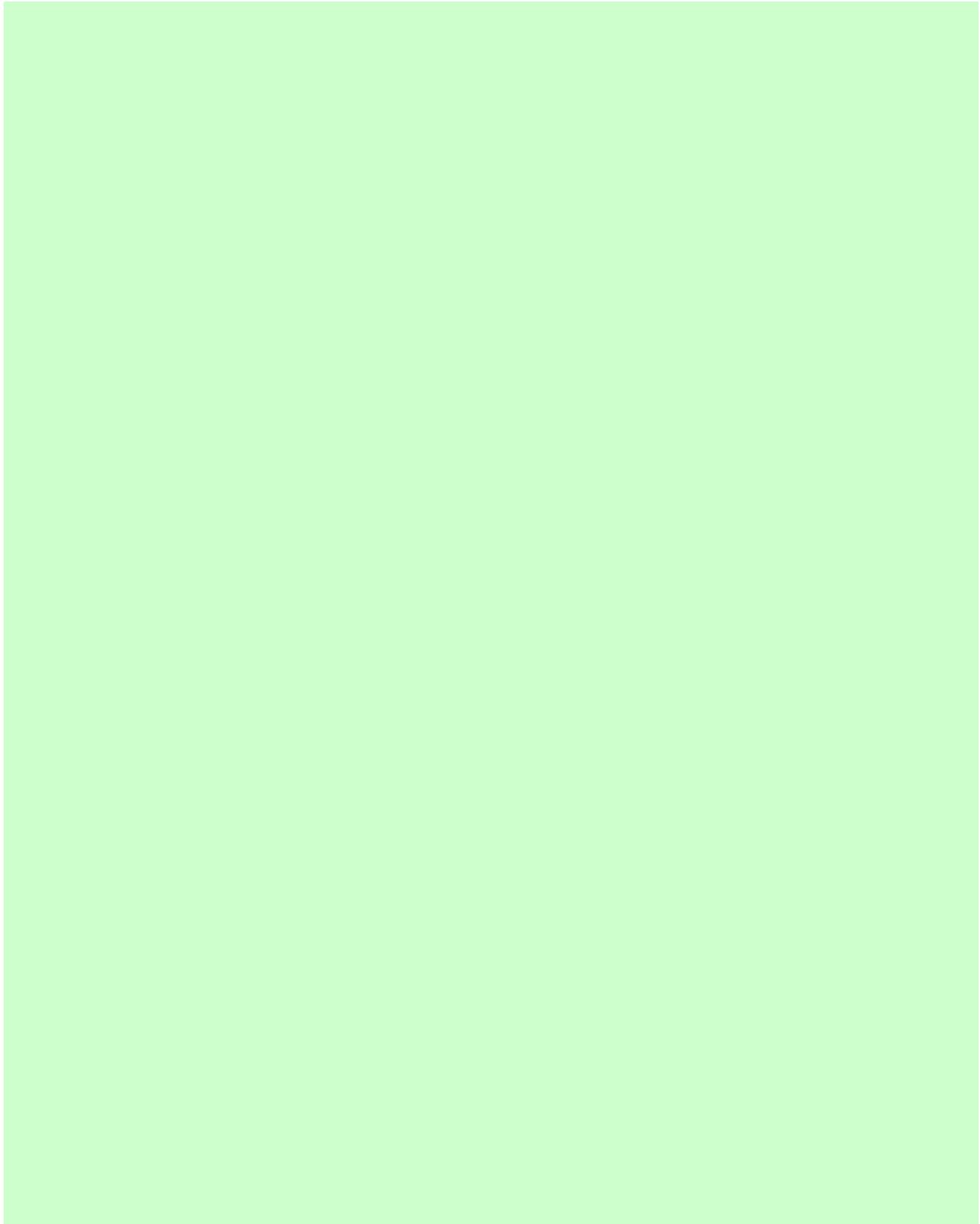
아시아나항공이 07년 8월말 하드블록 완전 폐지하기로 결정. 대한항공이 07년 3월 하드블록 완전 폐지한 이후 아시아나항공이 동참함으로써, 국적항공사는 하드블록 물량을 공식적으로 완전 폐지하게 됨. 그간 항공사의 하드블록 운영은 비수기 여행사의 물량 부담으로 작용해 왔으며, 분기별 실적 변동성을 확대했던 요인. 따라서, 여행사들의 07년 분기실적은 예년의 실적패턴(2Q비수기-수익성 저조, 3Q 성수기-수익성 향상)과 다른 모습을 보일 가능성이 높으며, 실적 변동성 하락으로 연중 안정적인 수익성 유지 가능.

**BT&I 투어익스프레스
지분인수. 장기적으로
투어익스프레스와
합병을 통해 관광
패키지 부문 진출 계획**

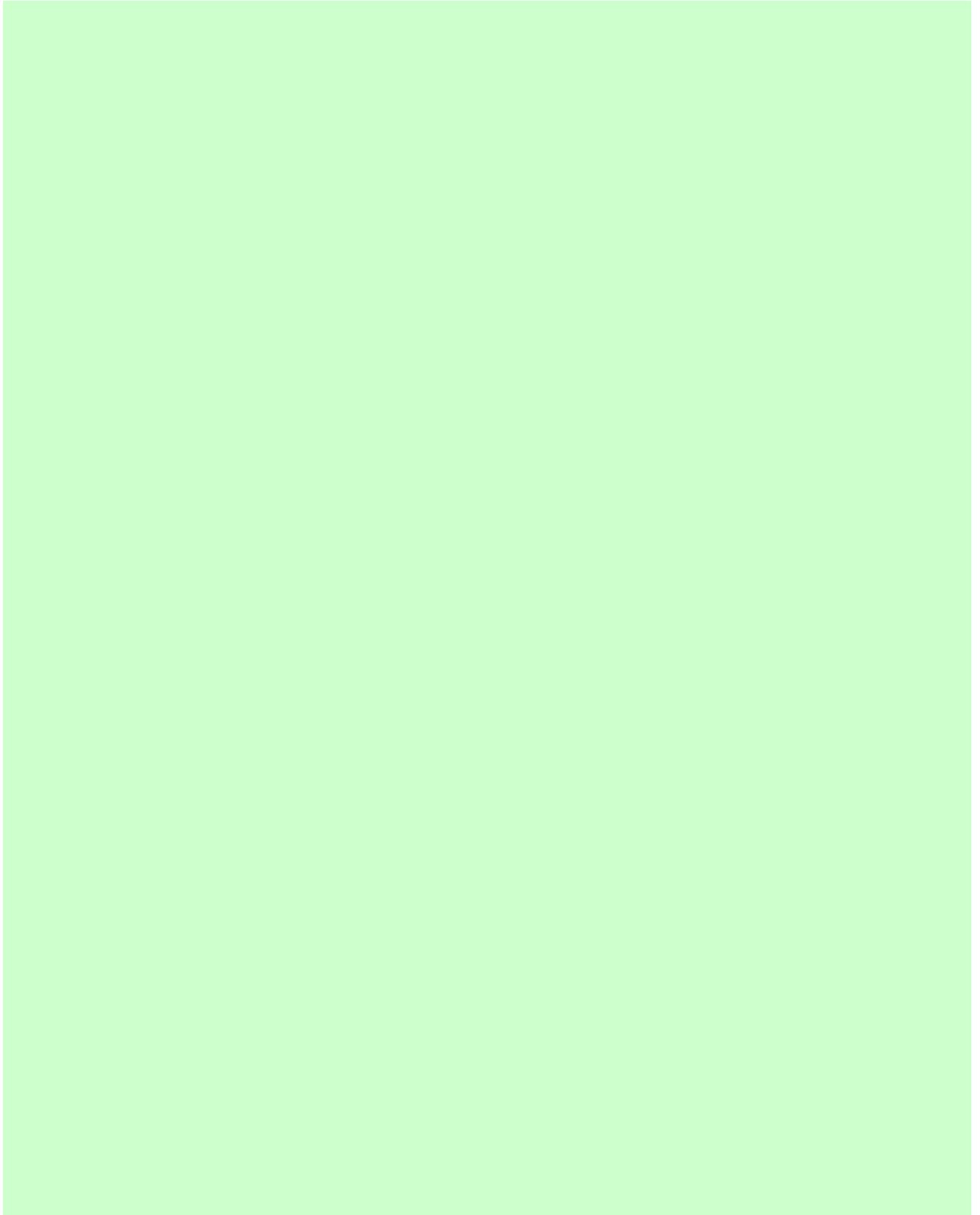
6. BT&I, 투어익스프레스 지분인수

볼빅(048550)의 완전자회사인 BT&I가 Daum이 보유한 투어익스프레스 지분 55%를 인수. BT&I는 상용패키지 전문회사로, 장기적으로 투어익스프레스와의 합병을 통해 관광 패키지 부문에 진출할 계획. 투어익스프레스는 적자를 기록하는 등 수익성은 저조하나, 중견 여행사로 인지도를 확보하고 있으며, 인터넷 부문에 강점을 띄고 있음. BT&I는 투어익스프레스와의 합병을 통해 매출액을 늘려, 상장사로 재탄생할 것으로 보임.

Note



Note



동부증권 애널리스트 현황

담당	애널리스트	직 위	전 화	E-mail
Head of research	신성호	상무	369-3005	sho561107@winnet.co.kr
반도체/디스플레이	이민희	수석연구위원	369-3368	minhee.lee@winnet.co.kr
금융/smallcap	배정현	수석연구위원	369-3375	jungking@winnet.co.kr
채권전략	박혁수	연구위원	369-3436	bondpark@winnet.co.kr
조선/기계	전용범	연구위원	369-3321	ybjun@winnet.co.kr
통신서비스	이영주	수석연구위원	369-3448	yjlee@winnet.co.kr
음식료/유통	차재현	수석연구위원	369-3378	imcjh@winnet.co.kr
국내외경제	장화탁	수석연구위원	369-3370	mousetak@winnet.co.kr
LCD장비/부품	김유진	수석연구위원	369-3388	kyj157.kim@winnet.co.kr
석유화학	박영훈	수석연구위원	369-3734	houn0715@winnet.co.kr
인터넷/온라인게임	김석민	선임연구위원	369-3390	min.kim@winnet.co.kr
자동차/타이어/자동차부품	윤태식	선임연구위원	369-3360	ts.yun@winnet.co.kr
전기전자/가전	박찬우	연구위원	369-3399	allen8242@winnet.co.kr
계량분석	최보근	연구위원	369-3369	quant@winnet.co.kr
여행/레저	심원섭	연구위원	369-3314	stevewshim@winnet.co.kr
제약	김태희	연구위원	369-3367	taehee.kim@winnet.co.kr
통신장비	김인필	연구위원	369-3457	yongsung.kim@winnet.co.kr
Non-IT Small Cap	이종형	연구위원	369-3366	jh.lee@winnet.co.kr
투자전략	임동민	연구위원	369-3380	dm.2337.lim@winnet.co.kr
보험	주상신	연구위원	369-3709	ss.joo@winnet.co.kr
증권	김희준	연구위원	369-3379	Heedol.Kim@winnet.co.kr
일본경제	김형준	연구위원	369-3377	hj.kim@winnet.co.kr
중국경제	고 정	연구위원	369-3721	jing10@winnet.co.kr
투자정보	송경근	연구위원	369-3490	happy.song@winnet.co.kr

동부증권 지점망

지점	주소	전화	팩스
본점	서울시 영등포구 여의도동 36-5 (동부증권빌딩)	(02)369-3000	(02)782-6701
영업부	서울시 영등포구 여의도동 36-5 (동부증권빌딩 2층)	(02)369-3200	(02)783-9134
을지로	서울시 중구 다동 103 (동부상호신용금고빌딩 3층)	(02)753-9000	(02)752-4181
종로	서울시 종로구 종로4가 104-1(신한은행종로중앙지점빌딩 2층)	(02)2263-6161	(02)2285-0389
Fortune club 목동금융센터	서울시 양천구 목동 917-1 (CBS 방송국 2,3층)	(02)2636-6000	(02)2636-6009
잠실	서울시 송파구 잠실동 181-2 (성진빌딩 4층)	(02)419-6200	(02)420-7403
서초	서울시 서초구 서초동 1573-10 (로이어즈타워 3층)	(02)5979-100	(02)5978-100
청담	서울시 강남구 삼성동 78-1(동흥빌딩 2층)	(02)514-1414	(02)517-9170
Fortune club 강남금융센터	서울시 서초구 서초동 1329-8 (삼원빌딩 3층)	(02)3474-9000	(02)3474-0920
Fortune club 대치금융센터	서울시 강남구 대치동 509 (하이마트빌딩 5층)	(02)561-6000	(02)569-1647
압구정	서울시 강남구 신사동 618-3 (뉴서울빌딩 3층)	(02)512-6000	(02)512-4420
Fortune club 동부금융센터	서울시 강남구 대치동 891-10 (금융센터 3층)	(02)3011-5000	(02)3011-4367
방배	서울시 서초구 방배동 811-6(방배범양빌딩 2층)	(02)599-9922	(02)599-7373
부산	부산시 금정구 부곡3동 225-27 (농심빌딩 6층)	(051)515-6200	(051)515-5400
부산중앙	부산시 중구 남포동 6가 66번지 (조흥은행빌딩 2층)	(051)242-6000	(051)242-3922
동래	부산시 동래구 안락1동 423-9 (대중빌딩 1층)	(051)521-0600	(051)522-9400
센텀지점	부산 해운대구 우2동 1498 (대우트럼프스퀘어 2층)	(051)741-7200	(051)741-6601
대구	대구시 남구 봉덕동 1300-1(외환은행빌딩 2층)	(053)476-4000	(053)474-1633
광주	광주시 남구 봉선동 111-4 (비야로마삼환빌딩 4층)	(062)225-6900	(062)225-9486
대전	대전서구 도마2동 172-15 (도마 라이프클리닉센터 3층)	(042)522-6600	(042)522-7791
대전서	대전시 서구 관저동 1008 (파워존 2층)	(042)542-6300	(042)542-6301
수원	수원시 팔달구 인계동 1125-2 (벽산그랜드코아 2층)	(031)222-6565	(031)222-6090
천안	천안시 불당동 799 (유강메트로타워 3층)	(041)569-7000	(041)569-7020
평촌	안양시 동안구 호계동 1041 (흥국생명빌딩 4층)	(031)382-6200	(031)387-0655
분당	성남시 분당구 구미동 185-4 (보명프라자 4층)	(031)718-7000	(031)718-7044
창원	창원시 상남동 23-7(토토스타운 3층)	(055)264-9400	(055)263-4122
강릉	강릉시 옥천동 95-3(옥인빌딩 2층)	(033)641-7800	(033)641-8650
포항	포항시 북구 죽도동 67-4 (신아빌딩 1층)	(054)275-3100	(054)275-1841
전주	전주시 완산구 효자동1가 173-8 (효자메디컬센터 2층)	(063)229-2211	(063)229-1928

▶ 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

▶ 당사는 동 자료발간일을 기준으로 지난 6개월간 위 조사분석 기업의 유가증권 발행(DR, CB, IPO 등)에 주간사로 참여한 바 없습니다.

▶ 당사는 동 자료 발간일을 기준으로 해당종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

▶ 동 자료내용은 기관투자자 등에게 e-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.

▶ 자료에 게재된 내용은 조사분석 담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부에 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었습니다.

▶ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 KOSPI 대비 추가 등락 기준임

- BUY : KOSPI 대비 10% 이상의 추가 상승 예상

- HOLD : KOSPI 대비 ±10% 이내의 추가 등락 예상

- UNDERPERFORM (UNDER) : KOSPI 대비 10% 이상의 추가 하락 예상

▶ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 KOSPI 대비 업종의 추가 등락 기준임

- OVERWEIGHT : KOSPI 대비 5% 이상의 업종 추가 상승 예상

- NEUTRAL : KOSPI 대비 ±5% 이내의 추가 등락 예상

- UNDERWEIGHT : KOSPI 대비 5% 이상의 업종 추가 하락 예상