현대자동차그룹

Your Wealth Designer
HMC 투자증권

HMC INVESTMENT SECURITIES RESEARCH CENTER | Industry Analysis

여행업종 분석

Neutral(유지)

여행 Analyst
이주병 책임연구원
tel : 3787-2394
zblee@hmcib.com

끝없는 추락...
과거와 다르지만 저점은 있다.

여행업종에 대한 투자의견을 '중립'으로 제시한다. 해외여행 시장은 여행심리 위축으로 2009년 상반기까지 부진이 예상되지만, 3분기부터는 macro지표 개선과 기저효과 등으로 전환점을 맞이하고, 4분기부터는 본격적인 회복이 가능할 것으로 전망된다. 이를 감안할 때 회복시그널을 확인할 수 있는 3분기가 투자적기로 판단되며, 업종 Top Pick으로 모두투어를 제시한다.

▮여행업 분석 끝 없는 추락… 과거와 다르지만 저점은 있다.

▶ 여행 Analyst : 이주병
tel : 3787-2394
zblee@hmcib.com

▶ Contents

1. 여행업 전망_07
2. 주요 이슈 사항_19
3. 관련기업 분석_25

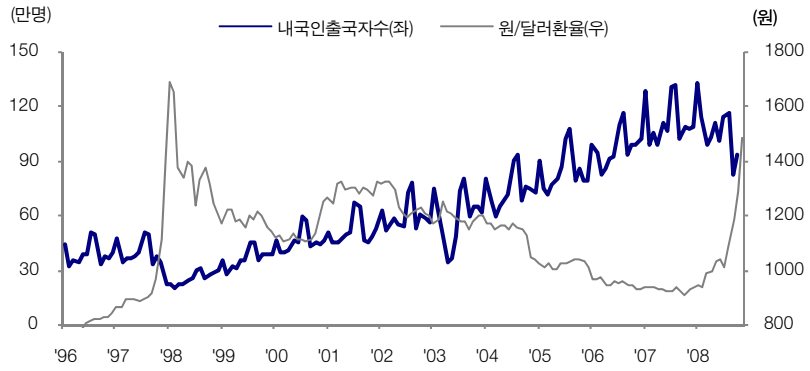
Investment Point

2009년 여행업종에 대한 투자의견을 '중립(Neutral)'으로 제시한다. 해외여행 시장은 여행심리 위축으로 상반기까지 부진이 예상되지만, 3분기부터는 macro지표 개선과 기저효과 등으로 전환점을 맞이하고, 4분기부터는 본격적인 회복이 가능할 것으로 전망된다. 이를 감안할 때 회복시그널을 확인할 수 있는 3분기가 투자적기로 판단되며, 업종 Top Pick으로 모두투어(080160)를 제시한다.

IMF 경제위기 이후 5년 주기로 마이너스 성장을 나타낸 해외여행 시장은 2008년 중에도 삼중고(환율, 유가, 내수경기)로 내국인 출국자수가 역성장(-7.5%, yoy)을 기록할 것으로 예측된다. 즉 상반기 중에는 유가와 환율이 실적에 부담으로 작용했고, 하반기 중에는 원화약세와 경기부진이 악재로 작용하면서 장기화 조짐을 보이고 있다. 그러나 업종특성이 저점을 확인한 후에는 타업종대비 회복속도가 빠르게 나타나는 만큼 지속적인 관심이 요구된다.

주요 여행업체들의 주가동향은 연초대비 20~30% 수준에 머물러 있어 크게 부진한 상황이다. 해외여행 자유화 조치 이후 고성장기를 거치며 시장대비 높은 프리미엄을 부여받았지만, 올 들어 리스크 요인들에 대한 불확실한 전망으로 valuation 매력도는 크게 낮아진 상황이다. 그러나 여행산업은 잠재성장력이 충분하고, 구조조정 진행이 마무리 될 경우 자본력을 갖춘 상위 업체들을 중심으로 시장 재편이 이루어질 것으로 보여 이들 업체들의 수혜가 예상된다.

〈표1〉 내국인출국자와 환율 동향



자료 : 한국관광공사, HMC투자증권

Summary

업종 투자의견 중립

2009년 여행업종에 대한 투자의견을 중립(Neutral)으로 제시한다. 여행업종을 판단하는 지표들로 내국인 출국자 수, 내수경기, 환율, 유가, 상품가격 등을 들 수 있는데, 이들에 대한 전망을 종합해 볼 때 3분기부터 'U' 자형 반등이 예상되기 때문이다.

삼중고로 역성장

2000년 이후 연평균 13.5%의 고성장세를 나타내던 내국인 출국자 동향은 올 들어 원화가치 하락과 고유가, 경기부진 등의 '삼중고'를 겪으면서 IMF경제위기 이후 최악의 상황을 맞이하였다. 즉 상반기 중에는 유가와 환율 상승이 실적에 부담으로 작용했지만, 하반기 중에는 원화약세와 경기부진이 악재로 작용하면서 장기화 조짐을 보이고 있다. 이를 반영한 2008년 내국인 출국자 수는 123.2만 명으로 전년대비 7.5% 감소할 것으로 예상된다.

2009년 +5% 성장 전망

한편 2009년은 상반기 부진, 하반기 점진적인 회복으로 5% 대의 성장이 가능할 것으로 예측된다. 즉 상반기 중에는 소비심리 위축에 따른 업황부진이 지속될 것으로 보이지만, 3분기부터는 macro지표 개선과 기저효과 등으로 전환기를 맞이하고, 4분기부터 본격적인 회복단계에 이를 전망이다. 다만 회복시기 지연으로 2007년 실적을 상회하기 어려울 것으로 보이지만, 통상 여행산업이 저점을 확인한 후 회복기간이 타업종 대비 빠르게 나타나는 점을 감안하면 회복징후가 파악되는 시점을 전후로 집중적인 관심이 요구된다.

구조조정으로 업계재편 가속화

여행업계 전반으로 영업환경이 악화되면서 구조조정 수위가 높아지고 있다. 자본력이 취약한 군소 여행사들의 경우 경영난으로 도산하는 업체들이 속출(여행업체 수 6월 말 대비 12.6% 감소)하고 있는데, 대형여행사들도 내부 구조조정을 통해 비용절감에 집중하고 있다. 여행산업은 진입장벽이 낮고, 상품모방이 용이한 완전경쟁시장이지만, 최근 자본화 및 대형화를 통해 규모의 경제를 시현하고 있어 구조조정이 마무리 되는 시점에서는 상위 업체들을 중심으로 업계 재편이 가속화 될 전망이다. 2009년 여행업계에서 부각될 것으로 예상되는 이슈로는 항공자유화, VWP, 개별여행(FIT)시장, 유통채널 확대 등이 예상된다.

낙폭과대 수준이지만, 과거 수준의 valuation은 기대난망

올 들어 여행주들의 주가동향은 낙폭이 확대되어 12월 중에는 연초대비 20~30% 수준에 머물러 있는 상황이다. 최근에는 시장 내 모멘텀 부족으로 Macro지표들의 움직임에 따라 주가 변동이 나타나고 있는데, 특히 원/달러 환율의 움직임에 일희일비하는 모습을 보여주고 있다. 즉, 11월 중에는 원/달러 환율이 1,500원대에 진입하면서 주가가 연초 대비 10~20% 수준까지 하락했지만, 12월 중에는 일부 회복되는 모습을 보여 주고 있다. 그러나 지난 1년 간 주식시장이 큰 폭의 하락을 경험했고, 리스크 요인들에 대한 불확실한 예측과 여행시장 성장성에 대해 의문제기 등으로 과거처럼 높은 프리미엄을 부여 받기는 어려워 보인다. 당분간 자본력을 갖춘 상위 업체들을 중심으로 업계재편 과정이 이루어 질 것으로 보여 이들 종목으로 압축하는 투자전략이 필요해 보인다.

Ⅰ. 여행업 전망

2009년 하반기부터 점진적인 회복 전망

여행업종을 판단하는 주요 지표들로 내국인 출국자 수, 내수경기, 환율, 유가, 상품가격 등을 들 수 있다. 올 들어 해외여행 시장동향은 지난 3분기까지 원화가치 하락과 고유가 그리고 경기침체 등의 '三重苦'로 부진함을 면치 못했는데, 당초 기저효과로 단기반등을 기대했던 4분기에도 실적 회복세를 확인하기 어려워 보여 업황 부진은 장기화 조짐을 보이고 있다. 과거 IMF경제위기 시절에 여행수요가 부진에서 회복까지 5분기 정도 소요되었고, 향후 macro지표 개선과 기저효과 등을 감안해 볼 때, 2009년 하반기부터는 회복세로 전환이 가능할 것으로 예측된다.

1. 내국인 출국자는 3분기부터 회복 전망

2008년 3중고로 역성장 예상

1989년 해외여행 자유화 조치로 첫 해 121만 명(+67.3%, yoy)을 기록했던 내국인 출국자 수는 IMF 경제위기(1997~1998년)와 사스(2003년 Severe Acute Respiratory Syndrome ; 중증급성호흡기질환) 발병 등으로 일시적인 부진을 겪기도 했지만, 매년 두자리 수대의 높은 성장률을 기록했다. 올해는 원화가치 하락과 고유가 그리고 경기침체 등의 '3중고'가 겹치면서 지난 3분기까지 불황이 확대되었는데, 당초 기저효과를 기대했던 4분기에서도 회복세를 확인하기 어려워 당분간 저점을 확인하는 과정이 지속될 전망이다. 과거 IMF 경제위기 시기에 5분기 연속 적자를 기록한 후 빠른 회복세를 보였다는 점을 감안하면, 2009년 3분기부터는 점진적인 회복이 가능할 것으로 예측된다.

IMF 경제위기

IMF 경제위기가 본격화 된 1998년 출국자 수는 전년대비 32.5% 감소한 306.7만 명으로 집계되었는데, 경제위기 기간 동안 14개월 (1997년 10월 ~ 1998년 11월) 연속 역성장을 기록했다. 그러나 기저효과를 바탕으로 1998년 12월부터는 빠른 회복세를 나타냈는데, 특히 환율 안정화가 크게 기여하면서 시차없이 성장하는 모습을 보였다. 즉 환율이 2000년까지 하락기를 맞이하면서 1999년에는 434.2만 명(+ 41.6%, yoy), 2000년에는 550.8만 명(+26.9%, yoy)을 기록했다.

SARS 발병

2003년의 경우 사스(2월)와 이라크 전쟁(3월) 등으로 시장환경이 크게 악화되었다. 세계보건기구(World Health Organization) 자료에 따르면, 2002년 11월 중국에서 발병하여 2003년 8월까지 전세계 30개국 8,422명이 감염되면서 916명이 사망(치사율 10.9%)한 것으로 집계되었는데, 질병 확산을 방지하기 위해 지역 간 교류를 엄격히 통제하면서 전 세계 여행 관련 산업이 약 35조원의 손실을 입은 것으로 추정된다. 우리 나라의 경우 3월에서 6월까지 4개월 간 내국인 출국자가 마이너스 성장률을 나타냈는데, 국내 경기가 카드사태로 큰 혼란을 겪으면서도 출국자 수가 708.6만 명(-0.5%, yoy) 수준을 유지했고, 이후 2004년 882.6만 명(+24.5%, yoy), 2005년 1,007.8만 명(+14.2%, yoy)으로 빠른 회복세를 나타냈다.

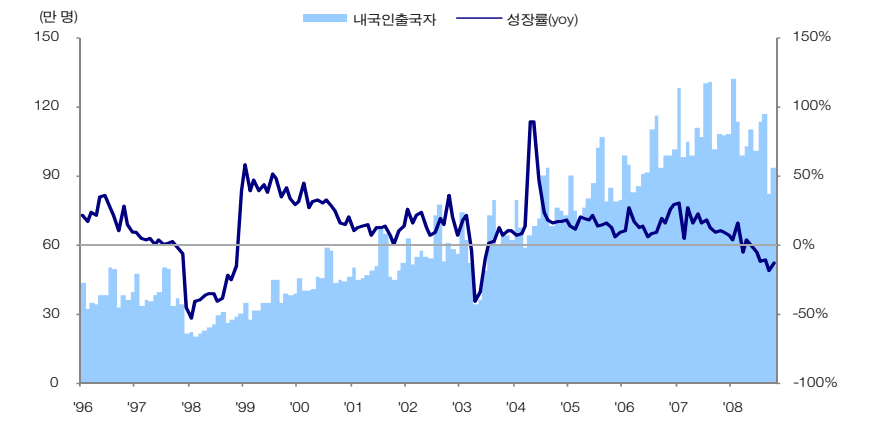
三重苦

2008년에는 3중고의 영향력이 확대되면서 여행심리가 크게 위축되었는데, 이외에도 중국 쓰촨성 대지진(5월)과 중국 올림픽 개최(8월), 먹거리 파동(9월), 태국 여행 자제령(9월) 등이 복합적으로 작용하면서 모멘텀을 상실해 연간으로도 역성장이 확실시 되고 있다. 즉, 지난 10월 까지 공식집계된 출국자 수는 총 1,062.2만 명(-4.9%, yoy)으로, 주요 여행사들의 12월 선예약률이 여전히 부진한 상황이어서 연말까지 8개월 연속 마이너스 성장이 확실시 되고 있다. 당사는 2008년 성장율을 -7.5% 수준으로 예상하고 있다.

2009년 상반기 부진, 하반기부터 반등 예상

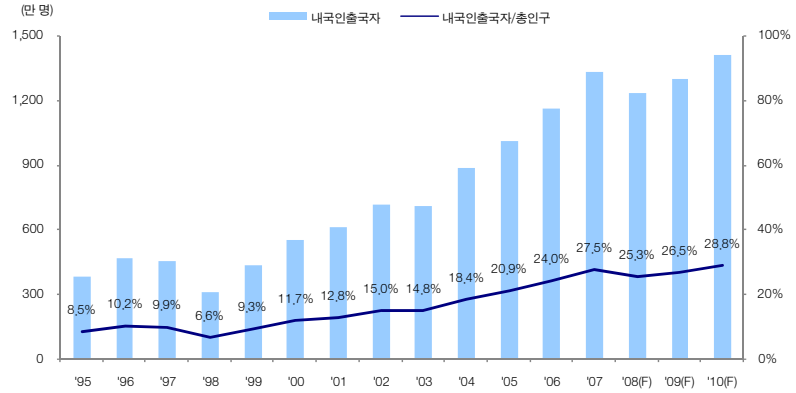
이러한 시장 분위기는 2009년 상반기까지 이어질 것으로 예측된다. 즉 분기실적 기준으로 지난 2분기부터 연말까지 3분기 연속 마이너스 성장률을 나타냈는데, IMF 경제위기 시절에도 5분기 연속 불황을 겪고 회복세로 전환하였고, 3분기부터는 macro 지표 개선과 기저효과 등으로 점진적인 회복이 가능하다는 점이 긍정적이다. 그러나 과거와는 차별되게 회복속도는 다소 완만하게 나타날 것으로 보여 본격적인 회복시기는 4분기부터 가능할 것으로 예측된다. 당사는 내국인 출국자 전망을 2009년 +5%, 2010년 +8.9%로 전망하고 있다.

〈그림1〉 내국인 출국자 동향



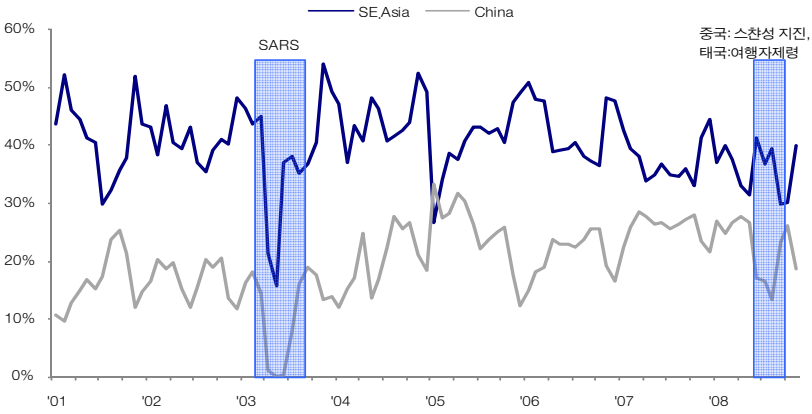
자료 : 한국관광공사, HMC투자증권

〈그림2〉 인구 대비 내국인 출국자 비중은 지속적으로 증가



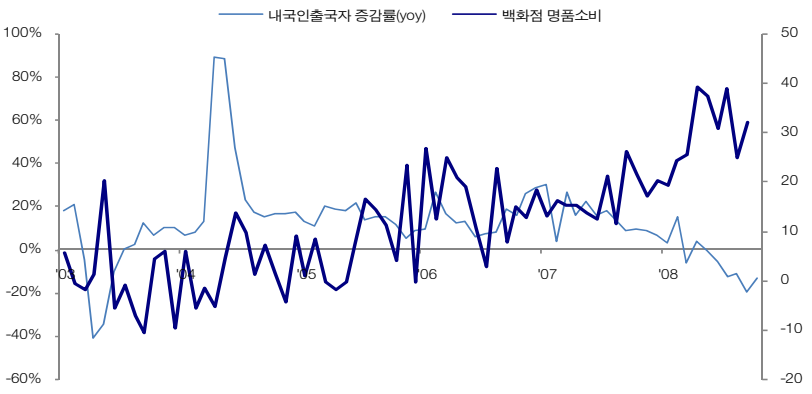
자료 : 통계청, 한국관광공사, HMC투자증권

〈그림3〉 수요가 급감했던 근거리 여행지는 회복세로 전환 중



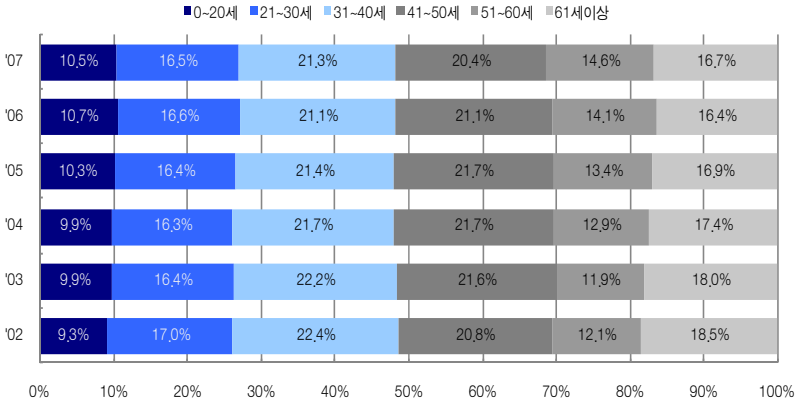
자료 : 하나투어, HMC투자증권

〈그림4〉 내국인 출국자 증감률 – 백화점 명품소비 동향



자료 : 산자부, HMC투자증권

〈그림5〉 연령별 출국자 동향



자료 : 한국관광공사, HMC투자증권

2. 내수경기 부진 본격화

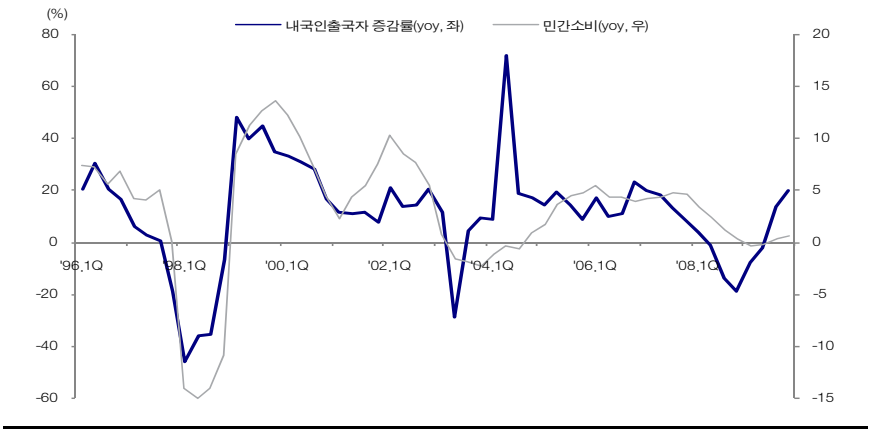
경기침체 본격화 진행

미국발 금융위기로 촉발된 글로벌 경기침체는 하반기 들어 더욱 본격화 되고 있다. 주요 국가들이 금융안정화에 힘쓰고 있지만, 금융시스템에 대해 신뢰도가 훼손되었고, 잠재 부실 가능성도 남아 있는 상황이어서 단기에 리스크 요인이 해소되기는 어려울 것으로 판단된다. 우리 나라도 내수와 수출부문 모두 부진이 장기화 될 조짐을 보이고 있어 여행업계에 부담으로 작용하고 있다.

2009년 상반기를 저점으로 회복세로 전환

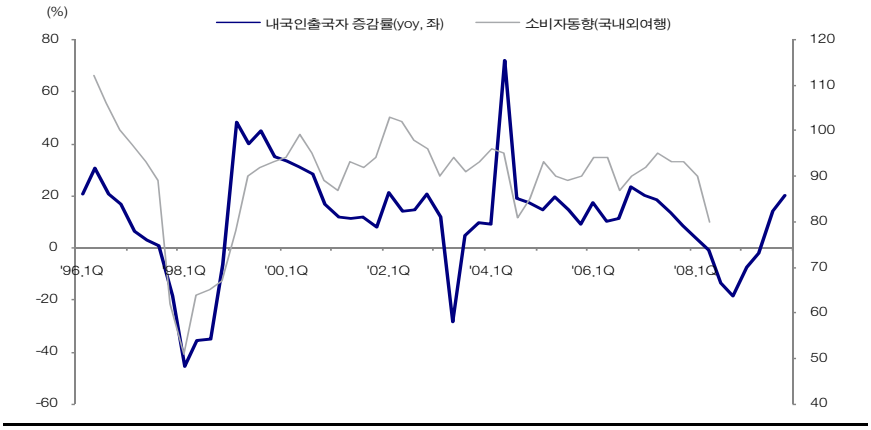
현재 여행산업이 체감하는 경기수준은 IMF 경제위기에 버금가는 것으로, 당 리서치센터에서는 2009년 GDP성장률(실질, yoy)을 1.2%로 전망하고 있다. 기간별로는 상반기를 저점으로 회복세로 전환될 것으로 보이지만, 성장속도는 완만하게 나타날 것으로 예측된다. 한편 민간소비 동향은 과거 사스발병 시기를 제외하면 내국인출국자수를 1~2분기 선행하였다. 당사는 민간소비가 2009년 3분기부터 (+)로 전환할 것으로 보고 있어 여행산업에도 긍정적인 시그널이 예상된다.

〈그림6〉 민간소비는 3분기부터 회복세로 전환



자료 : 한국관광공사, 한국은행, HMC투자증권

〈그림7〉 내국인출국자 증감률 – 소비자동향



자료 : 한국관광공사, 한국은행, HMC투자증권

〈표1〉 주요 경제지표 동향

구분		단위	2007	2008				2008	2009				2009	2010
				1Q	2Q	3Q	4Q		1Q	2Q	3Q	4Q		
국내	GDP 성장률 (실질,YoY)	%	5.0	5.8	4.8	3.8	1.5	3.9	0.5	0.7	0.8	2.5	1.2	3.7
	GDP 성장률 (실질,QoQ)	%		0.8	0.8	0.5	-0.7		-0.1	1.1	0.5	1.0		
	민간소비(YoY)	%	4.5	3.4	2.3	1.1	0.3	1.8	-0.4	-0.2	0.3	0.6	0.1	3.0
	건설투자(YoY)	%	1.2	-1.1	-1.2	-1.3	-0.7	-1.0	0.0	0.5	3.0	4.0	2.1	3.7
	설비투자(YoY)	%	7.6	1.4	0.7	4.7	2.5	2.3	1.5	1.0	0.0	1.5	1.0	4.0
	수출증가율 (YoY)	%	12.1	11.8	12.5	9.4	1.0	8.4	-0.5	-2.5	-3.0	3.0	-0.7	6.8
	수입증가율 (YoY)	%	11.9	9.0	8.6	9.0	-0.5	6.3	0.0	-1.7	-4.5	1.7	-1.1	7.0
	CPI 상승률	%	2.5	3.8	4.8	5.5	4.6	4.7	4.3	2.8	2.2	2.5	2.9	2.5
	경상수지(억$)	억$	59.5	-52.1	-1.3	-84.5	50.0	-88.0	35.0	10.0	20.0	30.0	95.0	50.0
세계	세계 GDP	%	5.0					3.7					2.2	3.8
	미국 GDP	%	2.0	0.9	2.8	-0.5	-3.5	1.3	-2.5	-0.5	-1.0	0.5	-1.4	1.7
	일본 GDP	%	2.0	2.4	-3.7	-1.8	-1.0	0.2	-1.5	-0.5	0.8	1.5	-0.9	1.3
	중국 GDP	%	11.4	10.6	10.1	9.0	7.0	9.2	7.0	6.5	6.0	7.5	6.8	8.0
	유가(WTI, 평균)	$/bl	72.2	97.8	125.0	118.0	59.0	100.0	50.0	55.0	60.0	65.0	57.5	75.0
환율	달러/원(평균)	원	929.2	955.0	1,016.0	1,063.0	1,350.0	1,096.0	1,350.0	1,300.0	1,250.0	1,250.0	1,288.0	1,263.0
	달러/엔(평균)	엔	117.8	105.3	104.7	108.0	96.0	103.5	90.0	95.0	100.0	103.0	97.0	103.0
	100 엔/원(평균)	원	789.0	906.8	970.6	988.0	1,406.0	1,068.0	1,500.0	1,368.0	1,250.0	1,214.0	1,359.0	1,120.0
	달러/위안 환율(평균)	위안	7.6	7.2	7.0	6.9	6.8	7.0	6.9	6.9	6.8	6.7	6.8	6.6

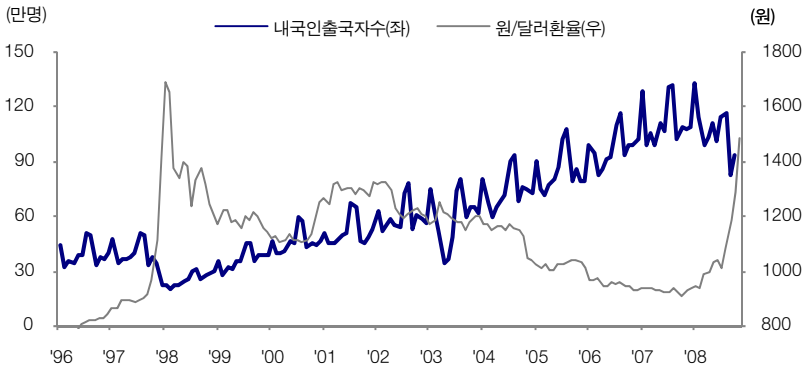
주 : HMC투자증권

3. 환율 – 11월 고점 확인 후 점진적인 하락 전망

환율변동성 확대가 여행시장에 가장 큰 부담으로 작용

글로벌 금융위기 여파로 외환시장에서 달러화 강세기조가 나타나면서 해외여행 시장에 가장 위협적인 요인으로 부각되었다. 올 들어 환율동향은 지난 11월 중에 일시적으로 1,500원 대를 돌파(11/24 1,513.0원)하는 강세를 나타냈는데, 이러한 수준은 전년말(936.1원) 대비 +61.6%, 4분기(9/30 1,207.0원) 들어서도 +25.4% 상승한 것이어서 단기 변동성이 확대되는 모습을 보였다. 참고로 원/달러 환율이 1,500원 대에 진입한 것은 IMF 경제위기 기간인 1998년 3월 이후 처음으로, 점차 실물경기로 전이되면서 물가상승과 구매력 위축 등으로 나타나고 있는 것으로 파악된다. 다만, 최근 들어 1,300원대로 하락했고, 2009년 전망도 제한적인 하락을 예상하고 있어 강세기조가 다소 완화될 것으로 보이지만, 상승요인이 완전히 해소되지 않은 만큼 여전히 부담요인으로 작용할 전망이다.

〈그림8〉 원/달러 환율과 출국자수는 역의 관계



자료 : Datastream, HMC투자증권

환율상황에 따라 항공료, 지상비, 기타여비에 영향

환율변동은 항공료와 지상비, 그리고 기타 여비 등에 영향을 미치게 된다. 즉 항공권 발권시 외화로 책정된 항목들에 대해 IROE(IATA Rate of Exchange)와 BSR(Banker's Selling Rate) 등을 사용하는데, 주로 유류할증료나 전쟁보험료 등을 결정할 때 활용한다. 우선 IROE는 IATA(International Air Transport Association, 국제항공운송협회)에서 매 분기마다 발표하는 기준환율로, 매월 10일까지 은행영업일 5일 간 변동폭이 6% 이상일 경우 익월에 추가로 반영하는데, 지난 11월에 수정된 ROE가 적용된 바 있다. BSR도 이와 유사한 개념이지만, 매주 월요일에 공시하는 전신환매도율을 화요일부터 일주일 간 적용하여 IROE보다 환율변동을 신속하게 반영하고 있다.

유가↓, 환율↑

실예로 8월부터 국제유가가 급락하면서 11~12월에 적용되는 유류할증료가 9~10월보다 9단계 하락한 16단계(USD, 장거리 기준 -36.7%)였지만, 환율이 급등(ROE : 1104.04원 → 1,336.32원, +21.0%)하면서 효과가 반감되었고, 2009년 1~2월 유류할증료가 11단계 추가 하락한 5단계(-70.7%)를 고지했지만, 환율이 연중 최고 수준을 나타내면서 ROE가 상승(ROE : 1,336.32원 → 1,447.12원, +8.3%)해 효과는 크게 축소될 것으로 전망된다.

지상비란 현지 체류와 관련된 제반비용(호텔, 차량, 식사, 가이드 비용 등)으로 전체 여행경비에서 약 30%를 차지한다. 여행객들은 여행사가 정해 놓은 상품가격을 원화로 결제하고 있지만, 여행사들은 현지 랜드사들에게 외화로 지급하고 있어 이미 설정해 놓은 환율보다 높게 형성될 경우 손해를 감수해야 하는 상황이다.

단기급등시 리스크에 노출

통상 여행산업에서 원화약세 기간은 Outbound 시장에 경비 부담을 가중시켜 악재로 작용하지만, 반대로 원화강세 기간에는 호재로 작용하게 된다. 환율 상승기에도 변동성이 크지 않을 경우에는 상품가격에 원가인상 요인을 반영시킬 수 있지만, 단기에 급등하는 경우에는 여행사들의 수익성이 급속히 악화되어 리스크에 노출되게 된다. 즉 2003년 사스발병 이후 여행산업 고성장 기간 동안 원화약세 기간이 겹치면서 호황기를 누렸지만, 반대로 2008년에는 경기부진과 환율 급등으로 원가인상 분을 가격에 제대로 전가시키지 못했다. 최근에는 여행사와 랜드사가 일정기간 환율을 고정시켜 거래하는 등 새로운 방안을 모색 중에 있지만, 근본적으로 여행산업이 환율에 대한 부담감을 해소하기에는 어려운 구조로 판단된다.

2009년 2Q부터 점진적인 하락 전망

2009년 외환시장은 기존의 달러화 강세 구도가 약세로 전환되는 시기로 보여 업황개선에 기여할 것으로 예측된다. 당 리서치센터에서는 2009년 연평균 환율을 1,288원으로 전망하고 있는데, 이러한 수준은 2008년 대비 17.5% 상승한 것이지만, 2008년 고점대비로는 크게 하락하는 것이다. 기간별로는 1분기 상승(1,350원) 이후, 2분기부터 점진적인 하락(2Q 1,300원, 3Q 1,250원, 4Q 1,250원)을 예상하는데, 하락시기가 다소 지연되더라도 추가적인 하락이 예상되면 여행심리 회복에 기여할 것으로 전망된다.

4. 유가하락으로 유류할증료 인하 전망

7월 중 최고 145.29$ 기록, 이후 하락세로 반전

상반기 중 여행산업에 가장 큰 부담으로 작용했던 것이 유가였다. 즉 연초 96.00달러(WTI 최근월선물 기준)로 시작한 유가동향은 수급불균형 현상이 심화되면서 지난 7월 중에는 배럴당 최고 145.29달러(+51.3%)까지 상승했다. 그러나 경기침체 확산과 석유소비 둔화 전망, 그리고 투기자본의 급격한 이탈 등이 복합적으로 작용하면서 급락세로 전환했는데, 12월 중에는 40달러를 하회(12/19 33.87달러)하는 모습을 보이고 있다. OPEC을 비롯한 주요 산유국들이 가격하락을 방지하기 위해 감산의지를 표명하고 있지만, 2009년 중에도 세계 경기침체에 따른 수요약세가 예상되는 만큼 여행업종에는 긍정적으로 작용할 전망이다.

11월부터 유류할증료 인하

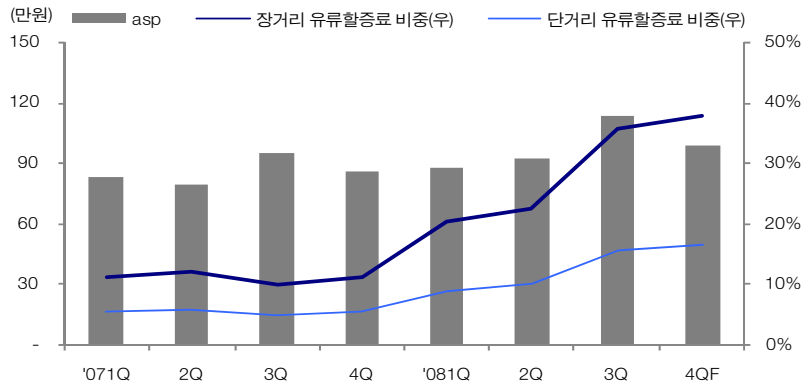
한편 상반기 중 유가 강세로 국내 항공사들이 유류할증료를 4회에 걸쳐 인상했는데, 이로인해 여행경비에서 유류할증료가 차지하는 비중이 40%대(ASP기준)에 근접하는 모습을 보였다. 그러나 이후 유가하락이 본격적으로 반영되면서 11월~12월 유류할증료 구간은 9단계 하락했고, 2009년 1~2월에도 11단계 하락하면서 과거 2005년 수준으로 복귀했다.

〈표2〉 주요 기관 유가 전망

(US$/bbl)		2009 1Q	2Q	3Q	4Q	연평균
CERA – 11.13 (Dubai)	기준안	79.0	75.0	78.3	78.7	76.0
	고유가	97.0	94.0	90.0	94.0	93.7
	저유가	66.0	65.0	63.0	62.0	62.0
CGES–11.17 (Brent)	기준안	38.9	45.6	52.8	–	49.1
	고유가	45.6	56.4	67.5	–	61.4
	저유가	34.7	35.5	31.3	–	31.0
EIA(WTI) – 12.9		49.3	50.3	51.7	53.3	51.2

주 : CERA, CGES, EIIA, 에너지경제연구원

〈그림9〉 유가 상승으로 여행상품에서 유류할증료가 차지하는 비중 상승



자료 : 모두투어, HMC투자증권

〈표3〉 유류할증료

편도기준 (ROE:1,447.12원)	MOPS		일반노선		일본노선	
	From	To	단거리	장거리	부산제주/후쿠오카	기타노선
	(₡/GAL)			($)		
1 단계	150	159	2	5	1	1
2 단계	160	169	6	14	3	3
3 단계	170	179	10	23	5	5
4 단계	180	189	14	32	7	7
5 단계('09. 1~ 2 월)	**190**	**199**	**18**	**41**	**8**	**9**
6 단계	200	209	22	50	10	11
7 단계	210	219	26	59	12	13
8 단계	220	229	30	68	14	15
9 단계	230	239	34	77	16	17
10 단계	240	249	38	86	18	20
11 단계	250	259	42	95	20	22
12 단계	260	269	46	104	22	24
13 단계	270	279	50	113	23	26
14 단계	280	289	54	122	25	28
15 단계	290	299	58	131	27	30
16 단계('08.11~12 월)	**300**	**309**	**62**	**140**	**29**	**32**
17 단계	310	319	66	149	31	34
18 단계	320	329	70	158	33	36
19 단계	330	339	74	167	35	38
20 단계	340	349	78	176	37	40
21 단계	350	359	82	185	38	42
22 단계	360	369	86	194	40	44
23 단계	370	379	90	203	42	46
24 단계	380	389	94	212	44	48
25 단계('08. 9~10 월)	390	399	98	221	46	50
26 단계	400	409	101	230	48	52
27 단계	410	419	105	239	50	54
28 단계	420	429	109	248	52	56
29 단계	430	439	113	257	53	59
30 단계	440	449	117	266	55	61
31 단계	450	459	121	275	57	63
32 단계	460	469	125	284	59	65
33 단계	470	~	129	293	61	67
차액			**44**	**99**	**21**	**23**

주 : 국토해양부, HMC투자증권

5. 상품가격 하락 전망

항공료 50%, 지상비 30%, 마진 20%

여행경비는 항공료, 지상비, 그리고 여행사마진 및 소매수수료 등으로 구성된다. 이들 비중은 통상 항공료가 50%로 가장 높고, 지상비와 여행사마진/소매수수료는 각각 30%와 20%를 차지한다. 여기서 항공료는 다시 Tax(공항이용료+관광진흥기금+전쟁보험료+현지공항세)와 운임, 유류할증료 그리고 기타 부분으로 구분된다.

〈표4〉 여행경비 내역

여행경비 = **항공료(비중 50%)** + 지상비(30%) + 여행사마진 및 소매수수료(20%)

↳ Tax(공항이용료+관광진흥기금+전쟁보험료+현지공항세) + 운임 + **유류할증료** +

(stop over charge 등)

주 : HMC투자증권 정리

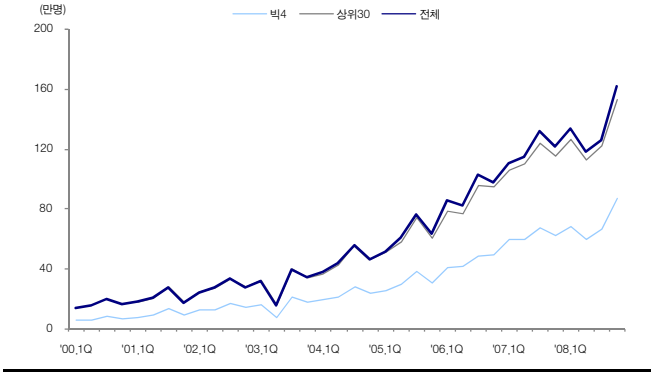
양적인 성장에서 질적인 성장으로 전환

IMF 경제위기 이후 경제가 안정화 되면서 해외여행 시장은 호황기를 누렸다. 즉 동기간 중 내국인 출국자 수가 연평균 13.5%(2000년~2007년) 증가했는데, 반면 경쟁심화로 여행상품가격(수탁매출금/PKG송객인원)은 제자리 수준인 평균 83만원 대를 유지했다. 이로 인해 대부분 여행사들은 여행상품 개발 보다는 가격경쟁력 확보에 주력했는데, 규모의 경제를 시현한 일부 업체들을 제외하면 대부분 여행사들의 수익구조가 취약해진 상황이다. 다만 최근 불황기에도 ASP는 예년수준을 상회했는데, 이를 통해 질적인 성장을 도모하는 계기가 될 것으로 전망된다.

유류할증료 인하와 환율 하락으로 수요회복 전망

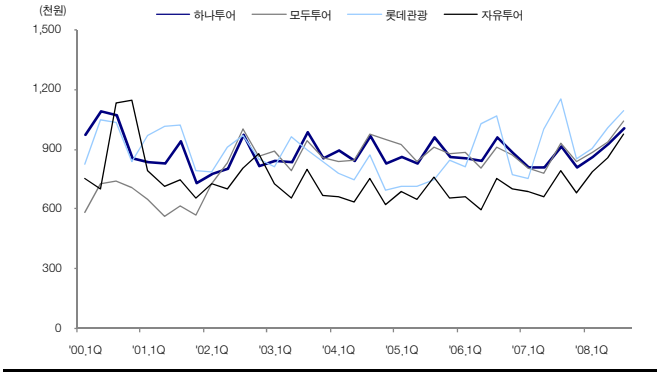
연초부터 여행사들의 비용부담이 가중되면서 외형과 수익성 부문 모두 부진한 실적을 나타냈다. 실 예로 지난 2분기 중에는 원화약세로 지상비 비중이 높아졌고, 3분기 중에는 유류할증료 인상으로 항공료 비중이 높아졌으며, 4분기 중에는 원화약세와 유류할증료 인상이 동시에 나타나면서 여행심리를 크게 압박하였다. 그러나 2009년에는 유류할증료가 본격적으로 인하되고, 환율도 11월 고점대비 하락률이 확대되고 있어 수요회복에 긍정적으로 작용할 전망이다.

〈그림10〉 상위업체 송객인원은 크게 증가



자료 : 한국관광공사, HMC투자증권

〈그림11〉 상위 4사 여행상품가격은 횡보



자료 : 한국관광공사, HMC투자증권

Ⅱ. 주요 이슈 사항

구조조정, 항공자유화, VWP, FIT시장 확대

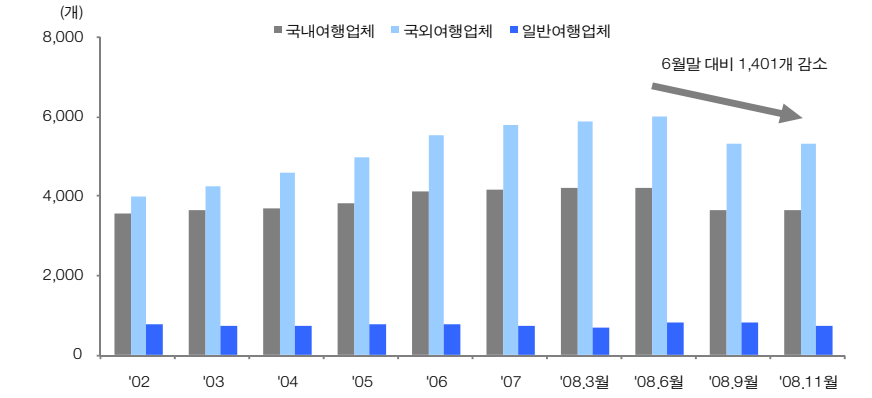
해외여행 시장은 최근 불황기를 겪으면서 업계 구조조정 수위가 한층 높아지고 있는데, 대형화 및 자본화, 그리고 브랜드화를 통한 규모의 경제 시현으로 기업들이 시장지배력을 확대할 것으로 예측된다. 향후 여행산업은 GDP성장율에 비례한 안정적인 성장이 예상되는데, 양적인 성장에서 질적인 성장으로의 체질변환이 진행될 것으로 전망된다. 2009년 여행업계에서 예상되는 이슈로는 항공자유화, VWP, 개별여행(FIT)시장 확대 등이 예상된다.

1. 구조조정

6월 이후 여행업체 12.6% 감소

여행업은 소규모 자본투자가 가능하고 상품모방이 용이해 그동안 여행업체 수가 빠르게 순증하는 모습을 보였다. 2007년 말 기준 여행업체 수는 10,681개(관광협회 회원사 기준)로 이중 내국인을 대상으로 국내여행을 영위하는 국내여행사는 4,162개, 내국인을 대상으로 국외여행을 영위하는 국외여행사는 5,704개, 그리고 내국인 및 외국인을 대상으로 국내 또는 국외를 여행하는 일반여행사는 726개로 집계되었다. 전체 여행업체수는 지난 6월말까지 순증했지만, 이후 업황이 빠르게 악화되면서 도산하는 업체들이 속출하는 상황이다. 즉 11월 말 현재 전체 여행업체수는 9,695개로 지난 5개월 간 1,401개가 감소(-12.6%)했는데, 이후에도 환율급등과 경기침체 영향으로 시장상황이 더 안좋았던 만큼 여행업체수는 더욱 축소되었을 것으로 예상된다.

〈그림12〉 관광사업체는 6월 이후 지속적인 감소세



주: 자본금에 따른 분류 : 국내여행업(0.5억원), 국외여행업(1억원), 일반여행업(3.5억원)
자료: 한국관광협회중앙회, HMC투자증권

구조조정 심화로 업계 재편 전망

업황부진이 장기화 될 경우 구조조정은 더욱 심화될 것으로 예상된다. 중·소 여행사들이 근간을 이루는 시장인 만큼 불황이 단기에 그칠 경우 산업에 미치는 영향력은 미미하겠지만, 중·장기로 확대될 경우 상위권 여행사들에게도 치명적인 영향을 미치게 된다. 따라서 2000년 이후 주식시장에 진입(상장, 등록, 우회상장, 주식교환 등)하면서 대형화, 자본화, 브랜드화를 달성한 일부 업체들은 생존가능성이 높은 상황이지만, 대다수의 업체들은 부진을 면치 못할 것으로 예상된다. 현재 KATA 기준 내국인 송객 실적은 상위 30사가 전체 약 98.0%를 차지하고 있는데, 이중 Big4(M/S 5% 이상 – 하나투어, 모두투어, 롯데관광개발, 자유투어)는 50.6%이고, M/S 3% 이상은 11사, 1% 이상은 22사에 불과한 상황이다.

대형여행사와 소형여행사 간의 양극화 심화

구조조정이 마무리 되고 경기상황이 회복국면에 진입하게 될 경우 대형여행사와 소형여행사 간의 양극화는 더욱 심화될 것으로 예측된다. 과거 일본 아웃바운드 시장이 불안정한 시장환경(9.11 이후)과 경기불황 등으로 장기간 침체기를 겪었지만, 여행사들이 상품 차별화에 집중하면서 상위권 여행사들의 시장지배력이 확대되었다. 우리 나라의 경우도 하드블럭(hard Block) 제도 폐지 이후 과거처럼 단거리 중심의 저가 여행상품(199, 299 등)들이 크게 축소되었는데, 이후 여행사들이 차별화 전략으로 양극화 현상이 심화되고 있는 것으로 파악된다.

여행지역 확대, 소득수준 향상, 여가시간 확대, FIT시장 출현

한국관광공사의 출국 통계자료(2007년 기준)에 따르면, 아시아 88.2%, 북미 7.6%, 오세아니아 1.6%, 유럽 1.2%를 차지해 동남아시아를 비롯한 중국, 일본 등의 근거리 여행지역의 인기가 높은 것으로 나타났다. 그러나 여행지역 확대와 소득수준 향상, 주5일근무제 정착, 그리고 개별여행시장(Free Individual Tour) 출현 등이 시장성장에 촉매제로 작용하고 있는 것으로 파악된다. 따라서 2008년 해외여행시장이 삼중고 영향으로 부진하였지만, 아직까지 성장 잠재력이 충분한 만큼 GDP 성장율에 비례한 성장이 가능할 것으로 예측된다.

〈그림13〉 죽기 전에 가 봐야 할 여행지

자료 : HMC투자증권 정리

2. 항공자유화(Open Sky)

공급좌석수 증가 항공운임 하락 등의 수혜

항공자유화란 항공업계의 FTA격으로 당사국 간의 취항 항공사 수, 노선, 횟수 등에 제한없이 자유로운 항공운송을 보장하는 협정이다. 우리나라는 2006년 베트남('06.4월)을 시작으로 태국('06.5월), 중국(산동성, '06.6월), 캄보디아('06.9월), 미얀마 ('06.9월), 우크라이나('06.11월), 핀란드('06.11월), 아제르바이잔('06.12월), 말레이시아('07.1월) 등과 항공자유화에 합의했고, 2008년 6월 현재 미국 등 16개국과 여객 · 화물부문, 인도 등 12개국과 화물부문에 대해 항공자유화협정을 체결하였다. 그 결과 해당노선의 공급좌석수 증가와 항공운임 하락 등으로 여행경비 부담이 완화되었는데, 2010년에는 한중일 3국이 노선 전면 개방을 앞두고 있어 추가적인 수혜가 예상된다.

3. VWP

11월부터 무비자 방문

VWP(Visa Waiver Program)는 미 정부에서 지정한 국가 국민에 대해 최대 90일간 비자없이 관광 또는 상용목적의 미국 방문을 허용하는 제도(미 이민국적법 제 217조)이다. 지난 10월 중 미 정부는 한국을 비롯한 7개국(한국, 라트비아, 에스토니아, 체코공화국, 리투아니아, 헝가리, 슬로바키아)을 신규 가입국으로 추가 지정했는데, 이로 인해 지난 11월 17일부터 무비자 방문이 가능한 상황이다.

개별여행(FIT)시장에 모멘텀으로 작용

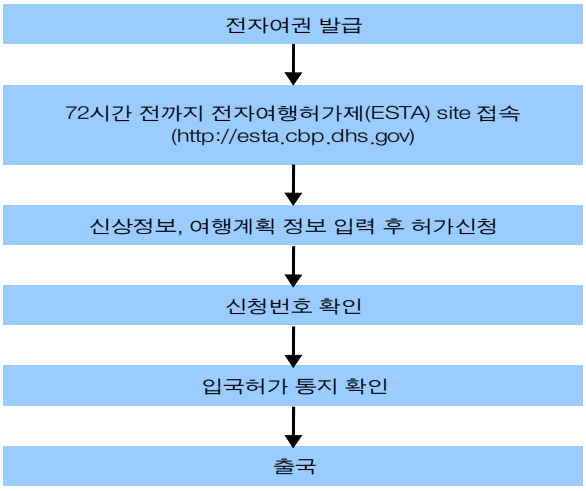
VWP 가입을 계기로 양국 간의 교류는 더욱 활발해질 전망이다. 우선 비자발급을 위한 절차 간소화(평균 2주에서 3일로 축소)와 비용절감(직접비용 : 23.7만원, 시간비용 : 9.5만원, 출처: 현대경제연구원) 등으로 방미와 방한객들이 증가할 것으로 예상된다. 기존 가입국가들의 경우 VWP 도입 후 방미객들이 높은 수준으로 증가(3년 기준)했는데, 이중 50% 이상 증가한 국가들도 13개국(일본 83%)에 달하고 있다. 우리 나라의 경우 2007년 방미객 수가 80.6만 명으로 전체 국가들 중 7위를 차지하고 있는데, 여론조사에 따르면, 무비자 입국이 가능해지면 수년 내 미국을 방문하겠다는 응답자가 45.2%에 달하고 있어 여행업계에는 긍정적인 모멘텀으로 작용하고 있다. 다만 미국 노선의 경우 항공좌석수가 제한적이고, 여행기간이 길며, 언어장벽이 점차 낮아지고 있어 기존 PKG 중심보다는 개별여행(Free Individual Tour)시장이 더욱 활성화 될 것으로 기대된다.

〈표5〉 VWP 도입 시기

순위		증감률		
		('87/'86)	('88/'86)	('89/'86)
1	Finland	124%	178%	223%
2	Sweden	133%	171%	200%
3	United Kingdom	120%	161%	196%
4	Spain	119%	163%	186%
5	Japan	127%	151%	183%
6	Austria	152%	184%	171%
7	Australia	112%	136%	164%
8	Luxembourg	146%	181%	163%
9	Germany	142%	172%	161%
10	Netherlands	124%	152%	160%

주 : HMC투자증권

〈표6〉 VWP 도입 시기



자료 : HMC투자증권 정리

1. 모두투어(080160)

Buy (유지)
현재가 (12/22) : 10,200원
목표주가 : 12,500원

자본금	42억원(@500원)
시가총액	856억원
52주최고/최저	54,800원/5,410원
평균거래대금(60일)	13.3억원
주요주주	우종웅 10.5%
외국인지분	13.96%

6개월 목표주가 12,500원 매수 유지

모두투어에 대한 투자의견 매수, 6개월 목표주가 12,500원을 제시하는데 추가 상승여력은 22.5% 수준이다. 목표주가 산정은 4분기 실적전망을 고려해 2008년과 2009년 예상실적을 하향조정했고, 보수적인 시각을 견지하기 위해 Multiple을 과거 4개년 최저 PER 평균값인 16.9배로 변경하였다.

2008년 여행업황에 악재로 작용했던 3중고(유가, 환율, 경기침체)는 점차 해소되는 모습을 보이고 있다. 즉 유가는 7월을 고점으로 하락해 상승 이전수준으로 복귀했고, 환율도 11월을 고점으로 상승세가 꺾인 상황이어서 업황은 대체로 개선되는 분위기이다. 다만 내수경기 회복속도에 따라 여행수요가 개선될 것으로 보이는데, 당사는 2009년 하반기부터 모멘텀을 형성할 수 있을 것으로 예상하고 있다.

시장상황 악화로 동사의 실적도 부진한 상황이지만, 시장내 점유율 확대와 강력한 구조조정을 통해 비용을 엄격히 통제하고 있어 본격적인 회복단계에 진입할 경우 예년 수준을 상회하는 실적을 달성할 수 있을 것으로 예측된다. 올 들어 동사의 주가동향은 업황 부진으로 연초 대비 90% 수준까지 급락하기도 했지만, 12월 중에는 환율이 하향 안정화되면서 소폭 반등하는 모습을 보이고 있는데, 업황 개선이 빠르게 진행될 경우 추가적인 모멘텀을 형성할 수 있을 것으로 예상된다.

저점 확인이 필요한 시기

동사의 2009년 실적은 매출액 942억원, 영업이익 62억원, 순이익 62억원으로 전망된다. 이러한 수준은 2008년 대비 매출액이 9.1% 상승한 것이지만, 영업이익은 2007년 수준을 크게 하회할 전망이다. 그러나 여행업종이 실적회복 속도가 타업종 대비 빠르게 나타나는 만큼 지속적인 관심이 요구된다.

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2006	664	98	114	82	102	1,028	128.1	28.8/12.8	3.9	15.9	26.1
2007	944	143	159	114	150	1,353	31.6	43.2/17.5	6.4	23.0	21.5
2008F	863	17	36	26	25	307	-77.3	33.2	1.5	74.4	4.5
2009F	942	62	86	62	71	737	139.6	13.8	1.4	26.0	10.2
2010F	1,090	131	162	116	140	1,381	87.5	7.4	1.2	13.0	17.0

▶ Compliance Notice

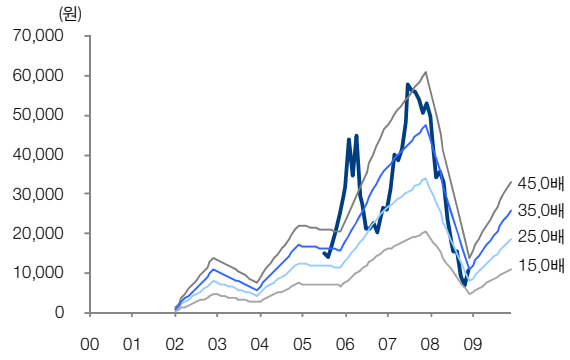
이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 〈작성자 : 이주병〉

이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자시 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다. / 추천종목은 전일 기준 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등)발행과 관련하여

지난 6개월간당사가 주간사로 참여하지 않았습니다. 추천종목은 전일 기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. / 추천종목은 전일 기준 조사분석 담당자가 보유하고 있지 않습니다. / 6개월 이내에 당해 기업에 대한 후속 조사분석자료가 공표되지 않을 수 있습니다.

▶투자기간 및 투자의견
HMC투자증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월, 투자의견은 4단계로 구분함.
· 강력매수(Strong Buy) : 해당 종목의 초과수익률 50% 이상
· 매수(Buy) : 해당 종목의 초과수익률 15~50% 이내
· 보유(Hold) : 해당 종목의 초과수익률 -15~15% 이내
· 매도(Sell)) : 해당 종목의 초과수익률 -15% 이하

〈그림14〉 모두투어 주가와 PER 밴드 추이



자료 : HMC투자증권

〈그림15〉 모두투어 주가와 외국인지분율 추이

자료 : HMC투자증권

▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 이주병의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

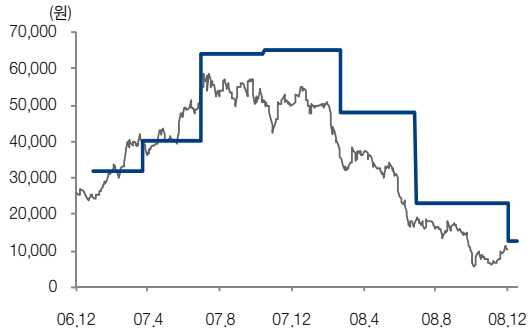
▶ 투자의견 분류

- HMC투자증권의 종목투자의견은 4등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 절대수익률을 의미함.
  - **강력매수(Strong Buy)** : 추천일 종가대비 기대수익률 +50% 이상
  - **매수(Buy)** : 추천일 종가대비 기대수익률 +15%~+50% 미만
  - **보유(Hold)** : 추천일 종가대비 기대수익률 -15%~+15% 이내
  - **매도(Sell)** : 추천일 종가대비 기대수익률 -15% 이하

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
07/01/19	매수	31,600원	08/10/16	매수	23,000원
07/04/13	보유	40,000원	08/12/23	매수	12,500원
07/07/20	매수	64,000원			
07/11/05	매수	65,000원			
08/01/18	매수	65,000원			
08/03/14	매수	48,000원			
08/04/18	매수	48,000원			
08/07/18	매수	23,000원			

▶ 최근 2년간 모두투어 주가 및 목표주가



- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

HMC 투자증권

(단위:억원)

손익계산서	2006	2007	2008F	2009F	2010F
매출액	664	944	863	942	1,090
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	664	944	863	942	1,090
판매관리비	566	800	846	880	959
인건비	154	208	248	260	273
일반관리비	347	491	504	517	568
판매비	60	94	86	94	109
영업이익	98	143	17	62	131
(영업이익률)	14.7	15.2	2.0	6.6	12.0
영업외수익	19	35	40	37	39
이자수익	13	23	29	31	33
외환이익	2	2	7	1	0
지분법이익	0	0	0	0	0
영업외비용	3	19	21	12	8
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	1	1	7	2	2
지분법손실	0	15	10	5	0
(영업외수지)	17	16	19	24	31
세전사업이익	114	159	36	86	162
법인세비용	33	45	10	25	46
계속사업이익	82	114	26	62	116
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	82	114	26	62	116
EBITDA	102	150	25	71	140

(단위:억원)

대차대조표	2006	2007	2008F	2009F	2010F
유동자산	505	894	831	893	996
현금성자산	342	608	590	631	692
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	53	96	66	72	84
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	203	80	155	156	162
투자자산	177	36	98	93	93
유형자산	8	12	12	13	14
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	708	974	985	1,049	1,158
유동부채	205	360	367	375	382
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	23	38	40	43	45
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	228	398	407	418	427
자본금	42	42	42	42	42
자본잉여금	299	300	300	300	300
자본조정 등	-11	-14	-14	-14	-14
이익잉여금	150	248	250	303	403
자본총계	480	576	578	631	731
부채와자본총계	708	974	985	1,049	1,158

(단위:억원)

현금흐름표	2006	2007	2008F	2009F	2010F
영업활동현금흐름	106	176	133	131	176
당기순이익	82	114	26	62	116
유형자산감가상각비	4	7	8	9	9
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외화환산손실(이익)	0	0	-5	1	2
지분법손실(이익)	0	15	10	5	0
운전자본감소(증가)	5	21	74	39	34
기타	15	20	20	15	15
투자활동현금흐름	-305	-62	4	-90	-127
설비투자	-7	-11	-8	-10	-10
투자자산감소(증가)	-139	127	-72	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
기타	-159	-178	84	-80	-117
재무활동현금흐름	250	-20	-39	-23	-32
단기차입금증가(감소)	0	0	0	0	0
장기차입금증가(감소)	0	0	0	0	0
사채증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-4	-15	-24	-8	-17
자본금증가(감소)	267	0	0	0	0
기타	-12	-5	-15	-15	-15
현금증가(감소)	52	94	97	18	17
기초현금	88	140	233	331	348
기말현금	140	233	331	348	365

(단위:원,배,%)

투자지표	2006	2007	2008F	2009F	2010F
EPS	1,028	1,353	307	737	1,381
수정EPS	1,027	1,352	220	527	989
BPS	5,713	6,861	6,880	7,517	8,699
DPS	180	290	290	290	290
CFPS	1,081	1,435	400	840	1,490
EBITDAPS	1,279	1,785	297	842	1,664
PER	21.5	32.5	33.2	13.8	7.4
수정PER	21.5	32.5	46.3	19.3	10.3
PBR	3.9	6.4	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	15.9	23.0	74.4	26.0	13.0
배당수익률	0.7	0.5	2.8	2.8	2.8
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	14.7	15.2	2.0	6.6	12.0
순이익률	12.3	12.0	3.0	6.6	10.6
EBITDA Margin	15.3	15.9	2.9	7.5	12.8
ROE	26.1	21.5	4.5	10.2	17.0
ROA	16.8	13.5	2.6	6.1	10.5
매출액증가율	70.8	42.1	-8.5	9.1	15.7
영업이익증가율	204.9	46.7	-88.0	259.9	110.5
순이익증가율	178.9	39.1	-77.3	139.6	87.5
부채비율	47.5	69.1	70.5	66.2	58.5
순차입금비율	-29.2	-40.5	-57.3	-55.1	-50.0
이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

2. 하나투어(039130)

Hold (유지)
현재가 (12/22) : 25,700원
목표주가 : 27,000원

자본금 : 58억원(@500원)
시가총액 : 2,985억원
52주최고/최저 : 76,500원/13,750원
평균거래대금(60일) : 50.2억원
주요주주 : 박상환 8.3%
외국인지분 : 20.89%

6개월 목표주가 27,000원 보유의견 유지

하나투어에 대한 6개월 목표주가를 27,000원으로 상향조정하지만, 투자의견은 보유로 유지한다. 목표주가 산정은 최근 업황동향을 반영해 2009년 예상실적을 상향조정했는데, Multiple은 과거 5개년 최저 PER 평균값인 18.6배를 적용하였다.

올 들어 업황에 악재로 작용했던 유가와 환율동향은 최악의 상황을 벗어난 것으로 판단된다. 즉 유가가 7월을 고점으로 하락해 과거 2005년 수준으로 복귀했고, 환율도 11월을 고점으로 상승세가 꺾이는 모습을 보이고 있어 업황에 호재로 작용하고 있다. 그러나 추가적인 모멘텀을 형성하기 위해서는 여행수요 회복이 선행되어야 하는데, 시장상황을 감안할 때 2009년 하반기부터는 긍정적인 시그널을 확인할 수 있을 전망이다.

동사는 업계 1위의 여행사로 2000년 이후 고성장기를 거치면서 최대 수혜를 입었지만, 올 들어 악재가 겹치면서 부진한 실적을 나타냈다. 동사는 2009년 중에 Inbound와 Domestic 사업, 그리고 글로벌 네트워크의 현지 Outbound 사업을 본격화할 계획인데, 향후 성장 동력을 확보하는 계기로 작용할 전망이다.

저점 확인이 필요한 시기

동사의 2009년 실적은 매출액 1,974억원, 영업이익 182억원, 순이익 167억원으로 전망된다. 상반기까지는 모멘텀 부족으로 부진한 실적이 예상되지만, 하반기부터는 실적회복 속도가 빠르게 나타날 것으로 보여 저점 확인이 필요한 것으로 판단된다.

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2006	1,663	302	339	233	319	2,196	36.1	35.4/20.6	8.1	19.2	34.6
2007	1,993	359	399	269	380	2,314	5.4	42.8/26.1	8.9	22.1	28.0
2008F	1,724	89	90	61	116	522	-77.4	49.2	3.1	36.3	6.2
2009F	1,974	182	249	167	211	1,442	176.1	17.8	3.0	20.1	17.0
2010F	2,517	436	517	348	466	2,999	108.0	8.6	2.4	9.0	30.5

▶ Compliance Notice

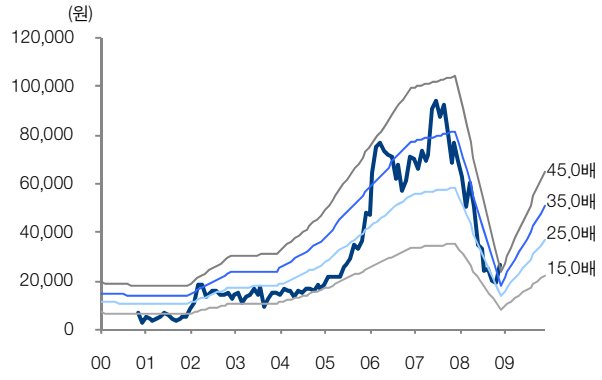
이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 〈작성자 : 이주병〉

이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자시 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다. / 추천종목은 전일 기준 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등)발행과 관련하여

지난 6개월간당사가 주간사로 참여하지 않았습니다. 추천종목은 전일 기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. / 추천종목은 전일 기준 조사분석 담당자가 보유하고 있지 않습니다. / 6개월 이내에 당해 기업에 대한 후속 조사분석자료가 공표되지 않을 수 있습니다.

▶투자기간 및 투자의견
HMC투자증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월, 투자의견은 4단계로 구분함.
· 강력매수(Strong Buy) : 해당 종목의 초과수익률 50% 이상
· 매수(Buy) : 해당 종목의 초과수익률 15~50% 이내
· 보유(Hold) : 해당 종목의 초과수익률 -15~15% 이내
· 매도(Sell)) : 해당 종목의 초과수익률 -15% 이하

〈그림16〉 하나투어 주가와 PER 밴드 추이



자료 : HMC투자증권

〈그림17〉 하나투어 주가와 외국인지분율 추이

자료 : HMC투자증권

▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 이주병의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

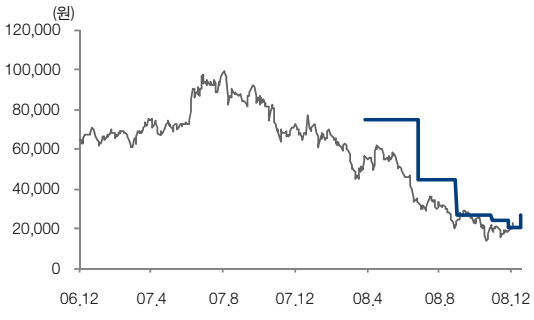
▶ 투자의견 분류

- HMC투자증권의 종목투자의견은 4등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 절대수익률을 의미함.
  - **강력매수(Strong Buy)** : 추천일 종가대비 기대수익률 +50% 이상
  - **매수(Buy)** : 추천일 종가대비 기대수익률 +15%~+50% 미만
  - **보유(Hold)** : 추천일 종가대비 기대수익률 -15%~+15% 이내
  - **매도(Sell)** : 추천일 종가대비 기대수익률 -15% 이하

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
08/04/04	매수	75,000원			
08/07/04	매수	45,000원			
08/09/05	보유	27,000원			
08/10/02	보유	27,000원			
08/11/04	보유	24,500원			
08/12/02	보유	21,000원			
08/12/23	보유	27,000원			

▶ 최근 2년간 하나투어 주가 및 목표주가



- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

(단위:억원)

손익계산서	2006	2007	2008F	2009F	2010F
매출액	1,663	1,993	1,724	1,974	2,517
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,663	1,993	1,724	1,974	2,517
판매관리비	1,361	1,634	1,635	1,792	2,081
인건비	395	377	413	433	475
일반관리비	856	1,136	1,104	1,220	1,436
판매비	93	100	91	110	140
영업이익	302	359	89	182	436
(영업이익률)	18.2	18.0	5.1	9.2	17.3
영업외수익	74	117	126	126	139
이자수익	17	51	58	58	64
외환이익	8	9	13	8	10
지분법이익	31	33	44	47	50
영업외비용	37	77	124	60	58
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	5	14	71	10	12
지분법손실	32	59	49	45	40
(영업외수지)	37	40	2	66	81
세전사업이익	339	399	90	249	517
법인세비용	106	130	29	81	169
계속사업이익	233	269	61	167	348
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	233	269	61	167	348
EBITDA	319	380	116	211	466

(단위:억원)

대차대조표	2006	2007	2008F	2009F	2010F
유동자산	1,362	1,272	1,240	1,315	1,564
현금성자산	1,033	946	939	972	1,130
단기투자자산	6	10	10	10	10
매출채권	160	190	183	209	267
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	476	571	568	577	592
투자자산	130	153	148	150	160
유형자산	310	322	321	328	339
무형자산	3	59	68	67	62
자산총계	1,839	1,843	1,808	1,892	2,157
유동부채	907	839	842	856	869
매입채무	98	143	146	160	174
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5	10	14	17	21
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	912	849	856	873	890
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	607	607	607	607	607
자본조정 등	-295	-305	-305	-305	-305
이익잉여금	557	634	592	659	906
자본총계	926	994	953	1,019	1,266
부채와자본총계	1,839	1,843	1,808	1,892	2,157

(단위:억원)

현금흐름표	2006	2007	2008F	2009F	2010F
영업활동현금흐름	675	391	162	184	325
당기순이익	233	269	61	167	348
유형자산감가상각비	16	16	16	18	20
무형자산상각비	0	5	11	11	10
외화환산손실(이익)	0	0	0	0	0
지분법손실(이익)	0	36	5	-2	-10
운전자본감소(증가)	366	-24	11	-12	-44
기타	58	89	58	2	2
투자활동현금흐름	-260	-305	-2	-110	-196
설비투자	-24	-36	-15	-25	-30
투자자산감소(증가)	-37	-46	0	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
기타	-200	-224	13	-85	-166
재무활동현금흐름	187	-335	-102	-101	-101
단기차입금증가(감소)	0	0	0	0	0
장기차입금증가(감소)	0	0	0	0	0
사채증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-72	-91	-102	-101	-101
자본금증가(감소)	644	0	0	0	0
기타	-386	-244	0	0	0
현금증가(감소)	601	-250	57	-27	29
기초현금	119	720	471	528	501
기말현금	720	471	528	501	529

(단위:원,배,%)

투자지표	2006	2007	2008F	2009F	2010F
EPS	2,196	2,314	522	1,442	2,999
수정EPS	2,124	2,227	352	971	2,020
BPS	7,974	8,557	8,200	8,773	10,903
DPS	750	900	1,000	1,000	1,000
CFPS	2,355	2,490	758	1,687	3,253
EBITDAPS	3,007	3,268	998	1,816	4,009
PER	29.4	33.0	49.2	17.8	8.6
수정PER	30.4	34.2	73.1	26.5	12.7
PBR	8.1	8.9	3.1	2.9	2.4
EV/EBITDA	19.2	22.1	36.3	20.1	9.0
배당수익률	1.1	1.2	3.9	3.9	3.9
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	18.2	18.0	5.1	9.2	17.3
순이익률	14.0	13.5	3.5	8.5	13.8
EBITDA Margin	19.2	19.0	6.7	10.7	18.5
ROE	34.6	28.0	6.2	17.0	30.5
ROA	17.2	14.6	3.3	9.1	17.2
매출액증가율	49.8	19.8	-13.5	14.5	27.5
영업이익증가율	70.1	18.8	-75.3	105.9	139.2
순이익증가율	40.0	15.3	-77.4	176.1	108.0
부채비율	98.5	85.4	89.8	85.7	70.3
순차입금비율	-77.8	-47.3	-55.4	-49.2	-41.8
이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0