

규모에 품질을 더해 세계적인 여행사로

BUY

Valuation

Target Price: 91,900

Price: 75,300

Target Margin : 25%

MktCap.(100mn): 9,363

ROE: 34.55%

Op.Magin: 20%

PER: 36.70

PBR: 7.92

Dividend Yield: 0.9%

Major Sh. Holder:

박상환 (19.35%)

Foreign Shr.:20.40%

Research 1 Team

김성진, 김희수, 김민정

정준모, 최용림

● 하나투어는 여행상품 Wholesaler

Wholesaler는 규모의 경제를 이용한 여행상품개발자
Retailer는 Wholesaler 상품을 수수료 받고 위탁 판매한다
하나투어는 국내 여행사 No.1로 성장해 왔다

● 하나투어는 무엇으로 성장했는가?

규모의 경제로 높은 마진 확보
- Hard Block으로 항공운임을 싸게
규모의 경제로 Mass-customization 실현
시장 1위 브랜드의 안전성과 신뢰도

● 경쟁력이 흔들린다?

이제는 모두투어도 규모의 경제 할 수 있다
국내 항공사의 Hard Block 폐지
경쟁 심화로 인한 단가 하락 압력

● 새로운 전략으로 경쟁력은 오히려 강화된다

고객의 여행상품 선택 기준이 바뀌었다
- 이제는 가격보다는 품질이 중요해
이제는 품질로 승부한다
- 해외지사 설립으로 품질관리
- 업계 유일의 IT 고객관리시스템 구축
강화된 브랜드 이미지
- 안전성과 신뢰도에 품질만족을 더해

● 시장의 성장으로 새로운 전략은 빛을 발한다

여행산업은 성장한다, 특히 여행패키지 산업도 성장한다
온라인을 통한 판매도 늘어날 것이다
대형사 중심으로 시장은 재편되고 있다

● 결론

성장하는 여행산업에서 하나투어는 기존의 경쟁력에 새로운 경쟁력을 더해
계속 성장할 것이다. 또한 미국 무비자 여행 시행이 단기적으로 큰 호재가 될
것으로 예상된다

I. 하나투어는 여행상품 도매상

하나투어는 여행산업에서 wholesaler라는 독특한 수익구조를 가지고 있다

규모의 경제는 wholesaler이라는 BM을 가능하게 한다

하나투어는 수탁금에서 일부만을 수익으로 인식한다

하나투어는 Wholesaler.

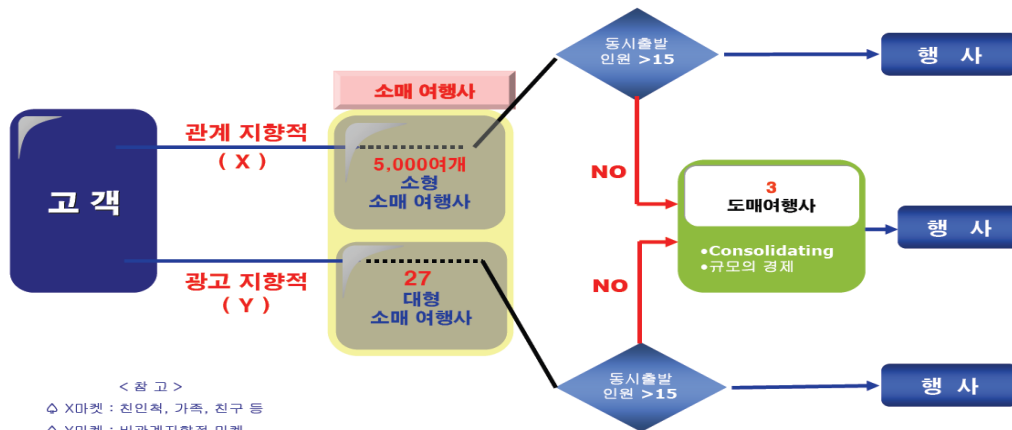
하나투어는 여행산업에서 도매여행사(Wholesaler)라는 독특한 수익구조를 가지고 있다. 여기서 Wholesaler는 관광 Package상품을 개발하여 이를 '소형 소매업자' 혹은 '대형 소매업자'에 위탁 판매하고, 이에 대한 알선 수수료를 소매점에 지급하고 그 Margin을 수익으로 한다. 여기서의 소매업자는 흔히 주변에서 볼 수 있는 "여행사"라는 간판을 단 대리점을 의미하며 대부분 영세한 규모이다. 하나투어는 현재 전국 5000여 개의 소매업자와 협약 또는 프랜차이즈 형식으로 상품을 판매하고 있는데, 이러한 거래가 성립되는 이유는 관광업에서 '규모의 경제'가 성립하기 때문이다.

일반적으로 소매 대리점(Retail Agencies)의 입장에서는 여행객 규모가 15인 이상이 되는 경우에는 직접 여행을 준비해주는 것이 어느 정도 타산이 맞지만, 15인 이하의 경우에는 하나투어와 같은 Wholesaler보다 원가 면에서 앞설 수 없어 타산이 맞지 않는다. 따라서 소매 대리점 입장에서는 15인 이하의 여행객에 대해서는 하나투어의 Package 상품을 소개해주고 그 수수료를 받는 것이 훨씬 이익인 것이다. 물론 어느 정도 규모를 확보한 대형 소매 여행사의 경우도 자체적인 패키지를 개발하여 여러 곳의 직영점에서 판매할 수 있으나, 규모의 경제에 있어서 하나투어만큼의 경쟁력을 확보하고 있지는 않다.

하나투어의 Margin Model.

하나투어의 영업 수익은 Retailer를 통해 알선된 고객의 수탁금에서 항공료 및 지상비(여행원가)를 제외한 부분이다. 그리고 알선 수수료는 다시 영업 수익에서 제외시켜야 한다. (그림2) 즉, 실질적으로 하나투어의 수익으로 인식되는 것은 패키지 판매의 경우 전체 수탁금의 16%, 항공권 판매의 경우 3%가 된다는 것이다. (수수

그림 1 여행 상품의 유통구조



자료: 하나투어 IR Report

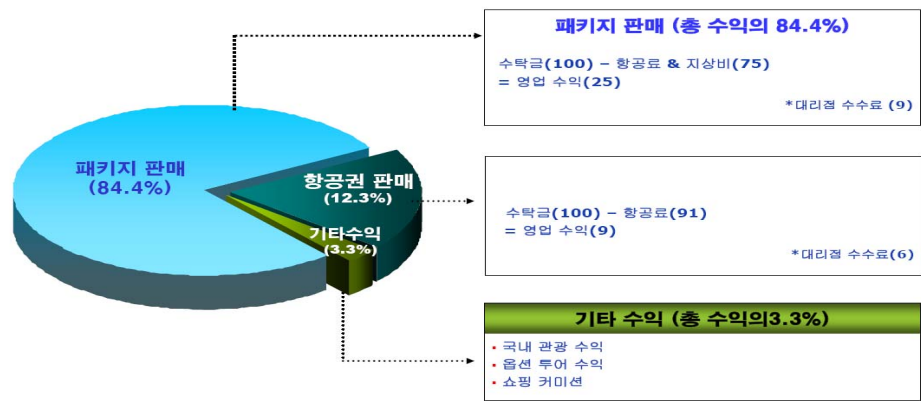
하나투어는 국내여행업계에서 독보적인 1위다.

료 비율을 각각 9%, 6% 라 가정했을 경우) 여기서 수수료 비율의 경우 판매 Channel에 따라 다르며, 대리점을 통한 경우에는 통상 9%, 온라인을 통한 경우에는 7%로 알려져 있다.

하나투어는 국내 여행업계 확고한 No.1

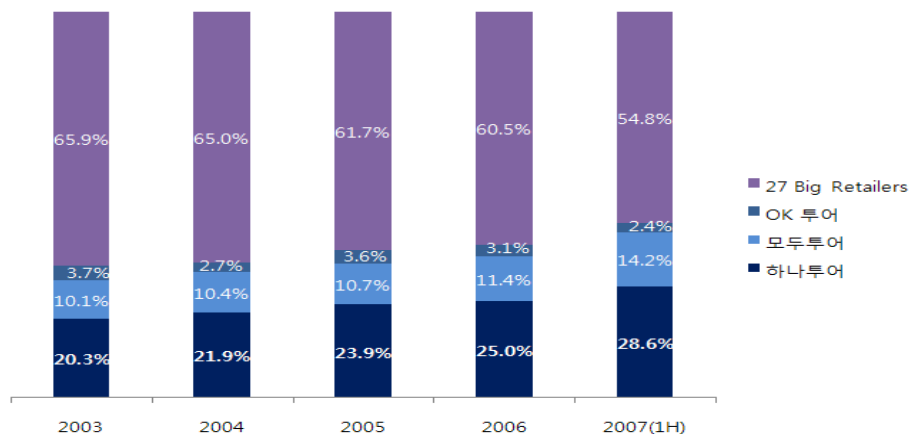
2006년 KATA에서 발표한 자료에 의하면 여행상품 판매시장 상위 30개 여행사 중에서 wholesale업계가 40%를 점유하고 있으며 wholesale업계 중에서는 점유율 64%를 확보하고 있으며, 계속 증가할 것으로 예상되고 있다. 전체 시장에서 하나투어는 12.3%의 M/S를 확보하고 있고 2위 업체인 모두투어는 6.1%, 3위 업체인 롯데관광개발은 2.9%에 그치고 있다.

그림 2. 하나투어 2006년 Margin Model



자료 하나투어 IR Report

차트 1. Top 30 Players M/S



자료 하나투어 IR Report

II. 하나투어의 성장 동력

하나투어는 최근 7년간
고속성장을 이루어왔다

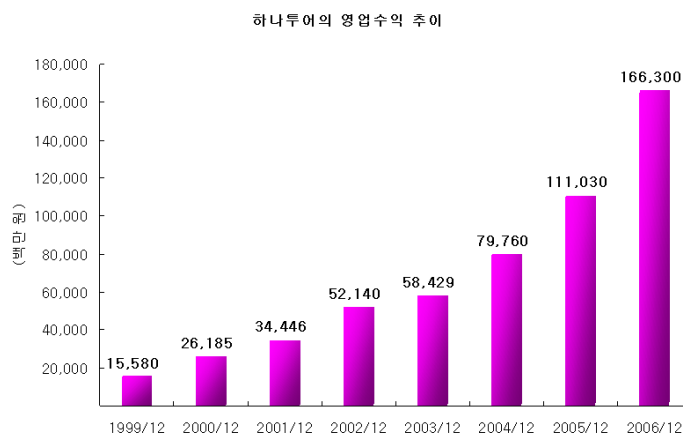
하나투어는 Wholesaler로서의 입지를 구축한 1999년부터 2006년에 이르기까지 연 평균 성장율(CAGR) 40%대의 고속성장을 거듭해왔다. 물론 이는 1997년 IMF 당시 많은 경쟁업체들이 도산하거나 해외 여행이 축소될 것을 우려하여 그 규모를 축소 시킨 것에 비해 하나투어는 그 규모를 유지함을 통해 선점적인 위치를 확보한 것 역시 큰 이유가 되겠지만, 원천적으로는 하나투어가 가지는 경쟁력이 다른 기업에 비해 뛰어났음을 의미한다고 볼 수 있다. IMF 이후 급속히 성장한 해외여행 산업 속에서 하나투어는 어떠한 경쟁력을 바탕으로 해외여행 산업에서의 입지를 넓혀갈 수 있었는가에 대한 분석은 향후 하나투어의 미래를 분석함에 있어 단초를 제공할 수 있을 것이다.

여행산업에서 규모의
경제가 발생할 수 있다

규모의 경제를 통한 경쟁력 확보

여행산업에서 규모의 경제가 발생한다는 이야기는 아마도 처음 접하게 되는 너무나 생소한 이야기일 것이다. 그러나 하나투어가 가진 Biz Model, 즉 Wholesaler는 기존 서비스 산업 내에서는 규모의 경제가 성립하지 않는다는 통념을 넘어, 여행산업 내에서 규모의 경제가 성립할 수 있음을 보여준다. 전통적인 의미의 규모의 경제는 초기투자비용이 큰 경우, 혹은 설비투자에 있어 큰 비용이 필요한 경우에만 발생하게 되며, 이는 고정비나 초기투자비용 자체가 크지 않은 여행 산업의 경우에는 그 효과가 일어나기 힘들다고 생각하기 쉬우며, 실제 일반적인 소형 소매여행사의 경우를 본다면 이는 받아들여지기 힘들다. 그러나 Wholesaler의 경우 Hardblock을 통한 항공권의 할인 가격으로, 그리고 Mass Customization을 통한 상품 다변화 정책으로 이러한 규모의 경제 효과를 누릴 수 있다. 또한 하나투어는 시장 1위라는 입지를 통해 구축한 브랜드 인지도 역시 더 많은 고객을 확보 할 수 있는 수단이 되어 규모의 경제효과에 영향을 주어 왔다.

차트 2. 하나투어의 영업수익 추이



자료: 하나투어 사업보고서

Hardblock을 통한 원가 절감은 규모의 경제를 이루는 핵심이다

Hardblock을 통한 원가의 절감

Hardblock은 여행사가 항공사의 항공권의 일정부분을 할인하여 선구매하는 방식을 의미한다. 이는 일반적인 항공권 판매가 날개 단위로 판매되는 것에 비하여 수십 장 혹은 수백 장 단위의 묶음으로 판매됨으로써 항공사에게는 성수기와 비성수기의 Fluctuation을 감소시켜주는 효과를, 여행사에게는 가격할인을 통한 영업수익의 증대를 가능케 하는 제도로서 자리잡아 왔다. 이러한 Hardblock의 존재는 소형 소매여행사에 비해 대형 여행사들이, 특히 Wholesaler들이 규모의 경제를 실현할 수 있는 핵심적인 이유 중의 하나였다. 이는 Hardblock이 선구매 형태로 이루어지기 때문에 구매 후 이 좌석 물량을 확보하지 못한다면 이는 곧 여행사의 원가(항공비+지상비)로 이어지게 되기 때문이다. 따라서 보다 많은 고객을 확보함을 통해 각 Hardblock을 소화할 수 있는 대형여행사를 중심으로 Hardblock의 효과를 얻을 수 있으며, 그 송출규모가 증가함에 따라 높은 교섭력의 획득을 통한 높은 마진을 요구할 수 있어 큰 Hardblock을 가진 고객이 더 높은 마진율을 요구할 수 있는 교섭력을 갖게 된다. 실제 하나투어는 이러한 Hardblock을 통해 약 9%대의 항공비에 대한 할인을 받음을 통해 규모의 경제 효과를 누려왔다.

Mass customization도 규모가 되어야 할 수 있다

Mass Customization을 통한 고객 확보

Mass Customization 역시 규모의 경제 효과를 거둘 수 있는 부분이다. 하나의 패키지 상품에서 지속적으로 이익을 거두기 위해서는 일정 규모 이상의 고객을 확보해야 한다. 이는 각 패키지별 혹은 각 노선별 일정 규모 이상의 고객을 확보하지 못한다면 앞서 언급한 Hardblock을 통한 항공권의 마진을 효과적으로 누릴 수 없기 때문이다. 이러한 면에서 하나투어의 규모는 타 경쟁사들에 비해 패키지 상품을 다양화 함을 통해 고객의 needs를 충족하여 고객을 유인하는데 있어 강점을 누려왔다. 실제로 하나투어의 경우 시장 2위 업체 대비 2배 이상의 규모를 유지함을 통해 시장의 세분화를 통한 다양한 상품군을 개발하여 고객을 유인하여 왔으며, 이는 다시 송출객 수 및 매출액으로 이어져 여행 시장 내에서의 점유율을 지속적으로 상승시켜 왔다.

시장 1위로서 안전성과 신뢰성을 주는 강력한 브랜드 파워

시장 1위로서의 확고한 Brand 인지도

시장진입 초기부터 유지해온 1위 기업이라는 하나투어의 이미지는 그 안전성과 신뢰성을 확보하는 확고한 Brand 가치로서 인정 받아왔다. 어느 산업에서건 시장에서 1위를 유지한다는 것은 고객에게 지속적으로 선택을 받아왔음을 의미하며, 그 자체만으로도 하나의 강력한 Brand Power를 형성한다. 특히 여행 산업의 경우 안전성이 중시된다는 면에서 1위 업체가 얻을 수 있는 프리미엄은 더 크다고 할 수 있다. 실제 여행신문이 2006년에 실시한 설문조사에 따르면 하나투어는 여행사 선호도에서 압도적인 1위를 기록하며, 시장 1위로서의 Brand Power를 유지해 왔음을 알 수 있다.

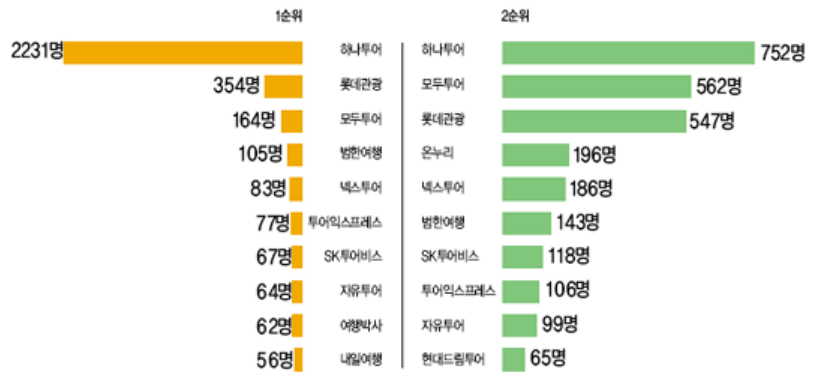


규모의 경제 효과는 꼬리에 꼬리를 물고 다시 확대재생산을 이룬다

규모의 경제 - 선순환의 고리

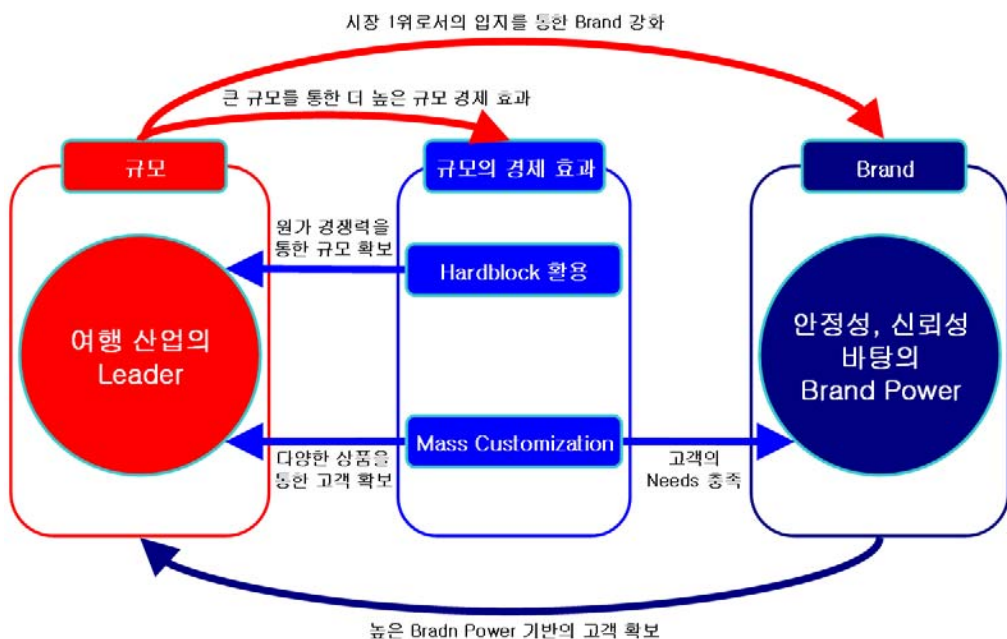
앞서 밝힌 Hardblock과 Mass Customization, 시장 1위로서의 Brand Power는 규모의 경제의 결과적인 부분으로서만이 아니라, 다시 한번 규모와 규모의 경제효과를 늘리는 선순환적 고리의 원인으로써도 그 역할을 하고 있다. 여행산업의 Leader로서의 입지는 그 규모를 바탕으로 규모의 경제효과를 만들어 냄을 통해 Hardblock을 통한 원가 절감 효과와 Mass Customization을 통해 타 기업과의 차별화를 이루어 내고, 시장 1위라는 기업의 입지를 살려 안정성, 신뢰성 바탕의 Brand Power를 획득하여 왔다. 또한 이에 그치지 않고, 이러한 규모의 경제 효과와 Brand Power는 원가 경쟁력의 확보, 다양한 상품개발을 통한 고객확보 및 확고한 Brand Power를 바탕으로 한 고객의 유인을 통해서 그 규모 자체를 더 크게 만드는 선순환적 고리를 형성함을 통해 시장에서의 입지를 넓혀왔다.

차트 3. 여행사 선호도



자료:여행신문, 2006(n=4038)

그림 3. 규모와 Brand의 선순환 고리



자료:SMIC Research 1 Team

Ⅲ. 기존의 경쟁력이 희석되고 있다?

하나투어는 3분기에
시장을 실망시켰다

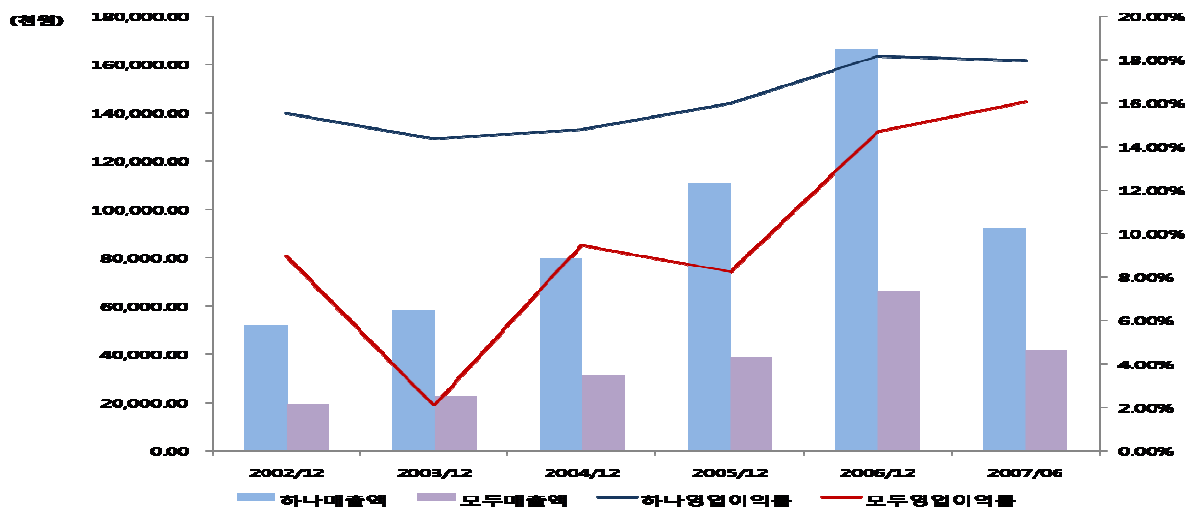
하나투어는 3분기에 매출액 606억, 영업이익 136억원을 기록해 전년 대비 각각 24.6%, 13.4% 증가했다고 발표했다. 이에 대해 시장에서는 우려의 목소리가 나오고 있는데 이는 하나투어가 대표적인 성장주인데다가 올해 3분기에 추석연휴가 끼어 있었기 때문에 시장의 기대에는 크게 못 미치는 성장률이기 때문이다. 이렇게 예상보다 부진한 실적에는 우선 단기적인 두가지 요인이 크게 작용하였다. 첫째, 캄보디아 비행기 추락 사고의 영향으로 규모의 경제 효과가 큰 동남아 시장이 부진했다. 둘째, 해외여행수요의 기간별 평준화에 대응하지 못해 과도한 Hardblock을 설정함에 따른 원가 부담이 컸다. 하지만 이외에도 하나투어의 펀더멘털에 의심을 가져볼 만한 이슈들도 등장하였다.

규모의 경제는 더 이상
하나투어만의 것이
아니다

규모의 경제, 모두투어도 한다!

2% 정도의 열악한 영업이익률을 보이던 경쟁사 모두투어가 빠르게 원가 구조를 개선하여 2007년 반기 실적 기준으로 하나투어보다 2%가량 낮은 16.07%까지 성장하였다. 모두투어의 매출액은 현재 하나투어 매출액의 절반 수준임에도 불구하고 비슷한 정도로 규모의 경제 효과를 보이고 있다는 것이다. 그 동안 규모의 경제로 인한 원가 절감과 Mass customization의 이점을 더 이상 하나투어가 독점할 수 없다는 의미가 된다. 또한 규모가 커질수록 계속해서 더 큰 폭의 원가 절감 효과를 만들어내는 것이 아니라 일정 수준 이상의 규모만 넘으면 비슷한 원가 절감 효과를 가진다는 것을 의미한다.

차트 4. 하나투어와 모두투어의 매출액과 영업이익률 비교



자료: 각 사 사업보고서

자료

경쟁력의 핵심원천
Hardblock도
폐지되었다?

국내 항공사의 Hardblock 폐지

Hardblock은 하나투어가 원가 경쟁력을 확보할 수 있게 하는 핵심적인 경쟁력의 원천이었다. 하지만 항공사 입장에서 Hardblock의 비중 증가에 따른 수익성 악화와 공정거래 측면에서 영세 업체들에게 항공권 확보 자체를 어렵게 한다는 측면에서 올해부터 국내 대한항공과 아시아나항공에서 Hardblock을 폐지하였다. 현재 하나투어의 항공사 이용 비중은 2006년 기준으로 대한항공 32%, 아시아나항공 25%, 외국항공사 43%로, 국내 항공사 이용비중이 50%가 넘는다.

심지어 단가도 떨어진다

경쟁의 심화로 인한 단가 하락 압력

그림 7과 같이 하나투어의 패키지 단가는 점차적으로 하락하는 추세에 있다. 특히 2007년에는 단가가 매우 낮게 형성되어 있는 것을 알 수 있다. 앞에서 언급한 단기적인 요인들, 캄보디아 비행기 사고와 과도한 Hardblock이 큰 원인이지만 이러한 추세를 지탱하는 근본적인 원인들이 존재한다. 첫째, 모두투어가 광고선전비 비중을 높임으로써 점점 공격적인 마케팅을 시도하며 브랜드 인지도를 높이고 있고, 그 결과 6%대까지 시장점유율이 상승하였다. 구매자들에게 있어서는 여행사를 선택할 때 브랜드 인지도가 없는 여행사를 '안전하지 못한 여행사'로 인식하기 쉽기 때문에, 적극적인 광고로써 모두투어의 브랜드를 인지하게 하고자 노력하고 있는 것이다. 이는 경쟁의 심화로 인한 단가 하락 압력을 받는 것으로 볼 수 있다. 둘째, 동남아시아에서 일본 및 중국으로 관광 수요가 옮겨가는 경향을 보이고 있다. IR자료에 따르면 2007년, 전체 하나투어에서 동남아시아가 차지하는 송출객 비중이 37%, 매출액 비중이 35%인데 반해, 중국과 일본의 송출객 비중은 45%, 매출액 비중은 36%를 차지하고 있다. 즉, 판매단가가 낮은 지역으로의 수요 shift는 전체적인 단가의 하락으로 이어지는 것이다.

차트 5. 매출액대비 광고선전비 비율

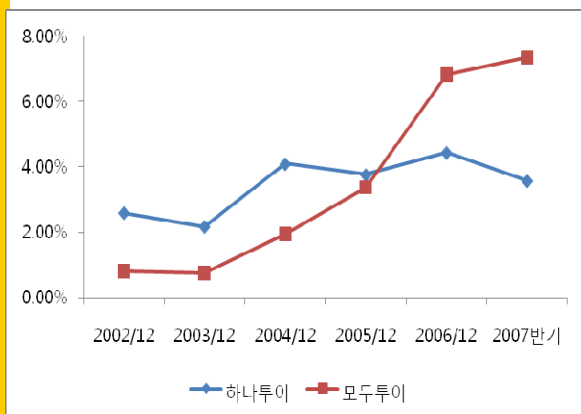
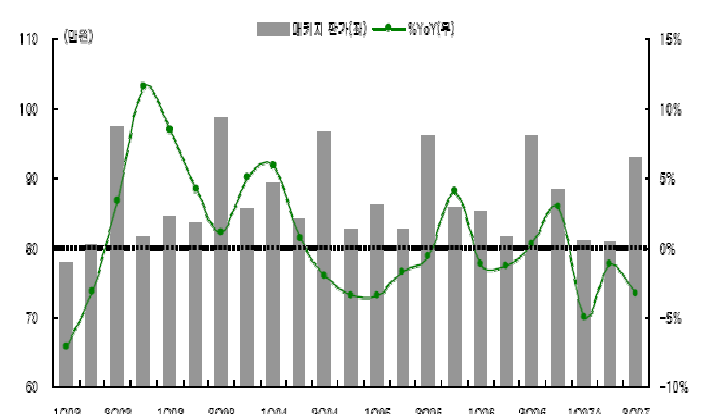


차트 6. 하나투어 패키지 단가 추이



자료 : KOTRA, 하나투어, 투보연석

IV. 그러나 펀더멘털은 유지된다

규모의 경제는 끝나지 않았다. 그리고 브랜드가 남았다

규모의 경제를 누릴 수 있는 것은 하나투어와 모두투어 뿐이며 하나투어에게는 추가적으로 브랜드가 있다

위에서 하나투어가 여행 업계의 1 위로 성장한 핵심 경쟁력이었던 규모의 경제 효과가 모두투어와 동등한 상황이 되었다고 서술하였다. 그렇다면 더 이상 하나투어가 가질 수 있는 경쟁 우위는 없다는 것인가? 그렇지 않다. 선순환 고리 중 하나이며 장기적으로 가장 중요한 자산이 될 브랜드가 남아있다. 효과적으로 브랜드 자산을 관리하고 키운다면 이것은 최고의 경쟁우위가 될 수 있다. 그 다음으로 규모의 경제를 성취할 만한 위치에 올라선 것은 하나투어와 모두투어가 유리하며 다른 업체에는 여전히 경쟁 우위로 작용한다. 또한 2 위 업체인 모두투어가 급속도로 추격하고 있는 것은 사실이나, 2006 년 기준으로 모두투어는 아직 하나투어 대비 매출액 39.9% 영업이익 32.3%에 불과하다.

국내여행사 Hardblock 폐지는 위기이자 기회.

하드블록이 하나투어의 핵심경쟁력을 형성했던 것은 사실

하나투어가 성장하고 시장을 장악함에 있어 항공권의 대량 구매에 따른 구입원가 하락과 성수기 항공 좌석의 원활한 확보가 핵심경쟁력으로 작용했던 것이 사실이다. 고객의 수탁금에서 항공비의 비중이 평균 50-60%를 차지하는 만큼 Hardblock 을 통한 원가 절감이 차지하는 부분이 매우 컸기 때문이다. 대한항공을 비롯한 국내 항공사들의 Hardblock 이 실시되던 지난해 4 월 하나투어의 Hardblock 비중은 전체 항공 좌석수 대비 36%에 달했을 정도였다. 하지만 국내항공사들이 Hardblock 을 폐지한 것은 현재의 시점에서는 단순히 악재라고 단정지을 수 없는 복잡한 문제로 변모했다.

최근에는 하드블록이 하나투어에 불리했던 점도 많았다

항공업계는 독과점 시장을 형성하고 있기 때문에 교섭력이 매우 강하다. 대형여행사의 성장으로 Hardblock의 비중이 커짐에 따라 항공사의 수익성이 떨어지는 것을 그냥 보고 있을 리 없었다. 항공사에서는 점진적으로 하드블록용 좌석 단가를 인상하여 최근에는 소프트블록과 수익성 측면에서 별로 차이가 없는 상황이다. 수익성에서 큰 차이가 없다면 철회가 가능하며 리스크를 감소시킬 수 있는 소프트블록이 하나투어의 입장에서 오히려 유리하다. 최근 3분기 실적 악화도 과도한 하드블록 설정에 따른 손실이 큰 요인이 되었는데 이러한 리스크는 하드블록 폐지로 감소되었다고 판단한다. 또한 항공사에서는 성수기에 원활한 좌석 제공을 조건으로 비수기에 일정량 이상의 좌석을 구매할 것을 요구하였다. 구매한 좌석에 대해 미판매분은 원가로 여행사가 부담할 수밖에 없다.

항공자유화는 새로운 기회

항공자유화가 우리 정부의 항공 정책의 기본 방향으로 자리를 잡으면서 2001년 8%였던 항공자유화 수준을 40%로 대폭 확대했다. 이는 저비용 항공사의 급성장과 기존 항공사들의 저비용 구조화를 유도하고 있다. 또한 공급의 과잉 현상이 벌

**Hardblock폐지가 가져올
영향은 긍정적, 부정적
측면 모두 가지고 있어
불확실.**

어지면서 그간 교섭에 있어서 을의 입장이었던 하나투어가 갑의 위치로 올라서 유리한 교섭력을 가질 수 있는 기회가 되고 있다.

하지만 대한항공의 경우 premium 패키지의 비중 때문에 국외 항공사를 이용하는 것보다 마진율이 작음에도 불구하고 적정 이용수준을 계속해서 유지할 것으로 보인다. 또한 국내 항공사들의 Hardblock 폐지는 하나투어가 예전에 누리던 원가 절감과 성수기 때의 용이한 좌석확보 등의 강점을 희석시키는 부분이 분명히 존재한다. 항공사의 요구로 Hardblock의 이점이 이미 많이 상쇄되었다는 점, 항공자유화라는 새로운 기회를 종합적으로 고려하면 Hardblock이 가져올 영향은 긍정적, 부정적 측면을 모두 가진 새로운 기회이자 위기라고 할 수 있겠다.

판매단가의 하락은 단기기간은 지속될 것이다

**판매 단가 하락은
2,3년간은 유지될 것**

판매단가의 하락은 그림 7과 같이 점진적인 추세라고 볼 수 있다. 단기적인 이유를 제외하고도 경쟁의 심화, 여행 수요의 shift 그리고 성수기, 비수기의 구분이 모호해지면서 성수기에 구사하던 고가 정책이 사라지게 되었다는 상황의 영향은 향후 2,3년은 유지될 것으로 전망된다. 앞서 말했듯이 규모의 경제에서 오는 원가 절감효과는 모두투어도 비슷한 정도를 보이고 있으며, 하나투어의 입장에서 원가를 더 낮출 수 있는 여지는 거의 없는 수준이라고 할 수 있다. 따라서 앞으로 경쟁이 더 심화되어 단가하락의 압력이 생긴다면 이것은 곧 영업이익의 감소로 이어질 위험도 존재한다. 영업이익률에 대한 위아래에서의 샌드위치 상황, 그렇다면 그동안 하나투어를 대표적인 성장주로 만들었던 펀더멘털이 무너지는 것인가. 우리 research 1team에서는 그렇게 생각하지 않으며 그에 대한 근거를 계속해서 제시해 나가겠다.



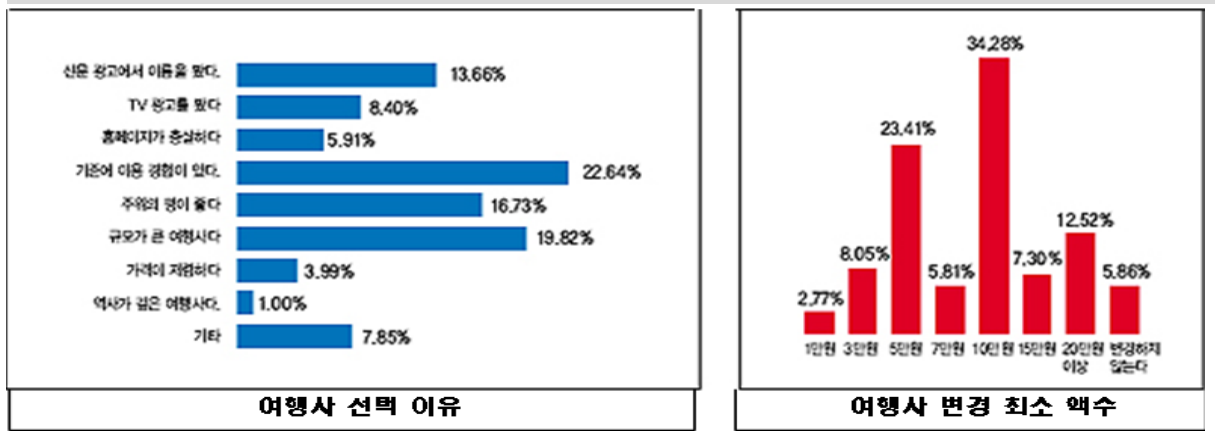
V. 시의적절한 전략으로 새로운 경쟁력의 확보

이제 중요한 것은 가격이 아니라 서비스다

이제 중요한 것은 가격이 아니라 서비스다

2005년 말에 한국관광공사에서 발표한 한국인 해외여행 실태보고서에 의하면 해외 여행을 경험한 국민의 비중은 30.2%로 나타났다. 이것은 해외 여행을 경험한다는 자체에 크게 의미를 부여하던 시대에서 어떠한 여행을 경험했는가로 포커스가 변경되는 시대로의 전환을 의미한다. 결국 여행사의 선택 혹은 패키지의 선택 기준이 기존에 가격과 안전성에 중심을 두었다면 이제는 패키지의 콘텐츠 혹은 서비스, 브랜드 이미지로 변화하는 추세에 있는 것이다. 그림 8의 2007년 7월 9일 여행신문에서 조사한 자료에는 이러한 추세가 반영되어 있다. 즉, 서비스의 품질 차이가 합산되어 소비자에게 소구될 브랜드로서 경쟁의 승부가 결정되는 시대가 도래한 것이다. 그렇다면 이렇게 패키지 여행의 패더다임이 전환되는 상황에서 하나투어가 선택해야 할 전략은 무엇일까? 양질의 콘텐츠 및 높은 품질의 서비스를 제공함으로써 하나투어 브랜드에 대한 충성도를 높이는 것이 해답이 될 것이다.

차트 7.여행사 선택의 이유와 변경 최소 액수



자료:여행신문

해외지사 설립을 통한 양질의 서비스 제공이 가능해졌다

현지 랜드사와의 제휴에서 해외 지사 설립으로

지금까지 국내 여행사에서 해외 여행을 보낼 때에는 현지 랜드사와 제휴를 통해 서비스를 제공했는데 이는 자본 투자가 필요 없고 랜드사의 영업력을 활용할 수 있다는 장점이 있었다. 하나투어에서는 그림 20과 같이 2007년 7월 현재 25개의 지사를 구축하였고 2010년까지 50개의 지사를 확보한다는 계획을 가지고 있다. 해외 지사의 가장 큰 장점은 서비스 품질의 향상에 있다. 균일한 서비스의 제공, 직접적인 서비스 관리 및 사후 서비스를 통해 그림 5와 같은 선순환구조를 형성해 나갈 수 있을 것이다. 또한 기존의 고정 상품을 탈피해 한국 고객들이 선호하는 신상품 개발에 유리하다. 하나투어는 지사 설립과 함께 현지에 여행 정보 센터

양질의 서비스나 저렴한 가격이나

및 예약 센터를 설립하면서 현지에서 고객의 수요 변화에 발빠르게 대응할 수 있는 기반을 마련하였다. 예를 들어 북경으로 2박3일간 여행을 간 관광객이 여행지에서 생각이 바뀌어 중간에 다른 지방을 여행하고자 할 경우 지사가 있지 않을 경우에는 사실상 추가적인 서비스를 제공할 수가 없다.

하나투어에서 랜드사 협력에서 해외지사로의 전략을 수정할 당시 회사 내부에서는 지사 설립시 원가 상승 부담과 risk의 증가를 근거로 반대하는 의견도 적지 않았다고 한다. 하지만 해외 여행의 패러다임이 저렴한 가격에서 양질의 서비스로 바뀌고 있는 시점에서 핵심적인 서비스를 강화하기 위해 어느 정도의 원가 상승은 부담하기로 결정하였다. 이는 상황에 매우 적절했던 전략적 판단으로 우리 research 1 team은 판단한다. 또한 일정한 volume이 확보되지 않은 상황에서는 시행할 수 없는 전략으로 향후 하나투어의 경쟁우위로서 작용할 수 있을 것으로 본다.

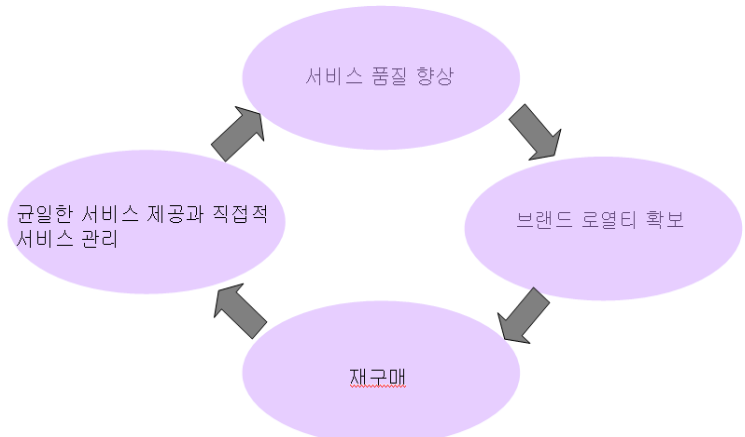
그림 4. 해외 지사 네트워크



* GNIS : Global Networks Inteation System developed by Hanatour

자료: 하나투어 IR자료

그림 5. 해외 지사 설립을 통한 서비스 품질 향상 선순환 구조



자료: SMIC research 1 team 자체 작성

Inbound 라는 새로운 시장으로도 눈을 돌리다

핵심경쟁력 확보와 함께 새로운 시장으로의 진출도 타진

해외 지사 설립은 Outbound 시장에서의 핵심 경쟁력을 상승시키면서 새로운 시장으로의 진출도 시도할 수 있다는 점에서 더욱 매력적이다. 아직은 Inbound사업은 시작 단계로 이에 의한 매출은 미비하지만 향후 새로운 성장 동력으로서 가능성을 충분하다. 이러한 자신감은 2006년 11월 10일에 런던 증권거래소(LSE)에 상장하여 확보한 국제적인 브랜드 인지도와 신뢰에 기반을 두고 있다. 지사 설립시에 M%A의 기법을 주로 활용하는데 그 지역의 유력한 랜드사를 인수하고 운영하는 측면에서 런던 증시 상장 회사라는 브랜드는 큰 이점을 가질 수 있다. Inbound 사업을 성공하기 위해 우선은 하나투어 브랜드 인지도를 이용한 한국인 커뮤니티

런던증권거래소에 상장하여 국제적 브랜드 인지도 확보



에서 시작하여 궁극적으로는 현지인 시장 침투를 목표로 하고 있다. 구체적으로 Inbound 활성화를 위해 장기적인 타깃 설정으로 1차로는 내국인(실버층)과 모국방 문단을, 2차로는 국내거주 외국인을 포함하며, 3차로는 비즈니스 외국인과 순수 외국인 관광객을 포함해 모객을 확산하겠다는 계획을 가지고 있다. 또한 국내 관광 인프라 발전을 위해 전국 순환버스타어 등의 활동도 병행하고 있다.

개별화된 제품으로 서비스의 질을 한층 더 향상시키기 위해 IT 시스템을 구축한다

개별화된 서비스는 규모를 필요조건으로 한다

좋은 서비스를 제공한다는 것은 해당 서비스를 잘 하는 것뿐 아니라 소비자의 다양한 needs를 충족시킬 다양한 서비스군을 확보하고 있는 것을 의미한다. 다양한 서비스를 제공하기 위해서는 패키지 개발 능력과 이를 실현시킬 수 있는 시장점유율, 즉 규모를 필요로 한다. 이는 시장 1위 하나투어에게는 매우 유리한 전제조건이라고 하겠다.

업계 최초이자 유일한 CRM시스템의 구축

또한 개별화를 효과적으로 수행하기 위해서는 고객들의 needs를 정확하게 파악해야 한다. 이를 위해 하나투어에서는 CRM시스템 구축을 위해 막대한 투자를 하고 있는데 런던 증시에서 확보한 자금 중 114억을 CRM 시스템 구축에 투자하여 내년부터는 고객에 대한 정보를 확보할 수 있을 것으로 기대하고 있다. 아직도 추가적으로 90억원의 자금을 CRM시스템에 투자할 계획인데 다른 여행사는 이러한 자금력이 없기 때문에 타 여행사 대비 하나투어의 큰 경쟁력으로 작용할 수 있을 것으로 판단한다. 우선 단기적으로는 여행 수요의 지역다변화나 계절성의 변화를 파악하여 정확한 수요 예측을 가능하게 한다. 이번 3분기에 겪었던 성수기 수요예측의 실패로 과도한 Hardblock을 설정하는 것과 같은 문제를 방지할 수 있게 될 것이다. CRM시스템은 단기간에 가시적인 성과보다는 지속적인 하나투어의 경쟁력으로서 작용할 것으로 판단한다. 그동안 소매사에 존재하던 고객 정보의 확보는 하나투어에게 Target marketing, Mass customization을 강화하고 재구매를 유도할 수 있는 커다란 기회가 될 것이라고 판단한다.

로열티를 갖춘 브랜드는 하나투어의 최대 강점이 될 것이다

높은 브랜드 인지도를 넘어서 브랜드 충성도로

현재 하나투어는 매우 높은 브랜드 인지도를 확보하고 있으며 안전하고 높은 신뢰도를 가진 이미지를 형성하고 있다. 이러한 기존의 경쟁력에 해외 지사를 통한 양질의 서비스와 CRM을 통한 개별화된 서비스는 기존의 안전성, 신뢰라는 가치에 품질이라는 가치를 추가했다고 볼 수 있다. 또한 서비스의 품질이 강조되는 패러다임의 전화기에 양질의 콘텐츠와 높은 만족도를 바탕으로 한 premium brand로의 성장이 가능하다. 이것을 통해 단순히 브랜드 인지도가 높았던 것에서 충성도 높은 브랜드로 재구매가 가능한 브랜드로의 성장을 시도하고 있다. 이러한 변화를 통해 타 여행사와 차별화된 premium 이미지를 활용하여 더 높은 가격, 더 높은 마진을 확보할 수 있을 것이다.

V. 하나투어는 해외여행시장과 함께 커간다.

팽창을 계속하는 해외여행시장

우리나라 해외여행시장은 계속 성장하고 있다.

우리나라는 일본의 1964년에 비해 해외여행이 자유화된 해가 1989년으로 비교적 늦다. 뒤늦은 출발이지만 우리나라의 해외여행시장은 꾸준히 성장해왔다. 2007년 현재까지 관광목적의 해외여행시장은 지속적으로 해외 출국자 중 그 비중을 늘려왔으며('02 53.5% → '06 62.8%) 연평균 약 20%의 성장을 보여왔다. 한국관광공사의 내국인 출국 통계에 따르면 2005년, 드디어 해외출국 천만명 시대에 도달했으며, 성장률도 높아서, 2005년 18%, 2006년 22%의 성장률을 기록했다.

국민소득 증가로 인한 해외여행시장의 성장

이는 일인당 국민소득의 증가에 따른 가처분소득의 증가와, 그 소득을 삶의 질로 연결시킬 수 있는 여가 활동의 필요성에서 기인한 것으로 보인다. 2007년에는 국민 소득 만달러의 시대를 끝내고 2만달러에 들어설 것으로 전망하고 있는데 원화의 강세와 맞물려 해외여행에 대한 수요가 늘어날 것으로 기대된다.

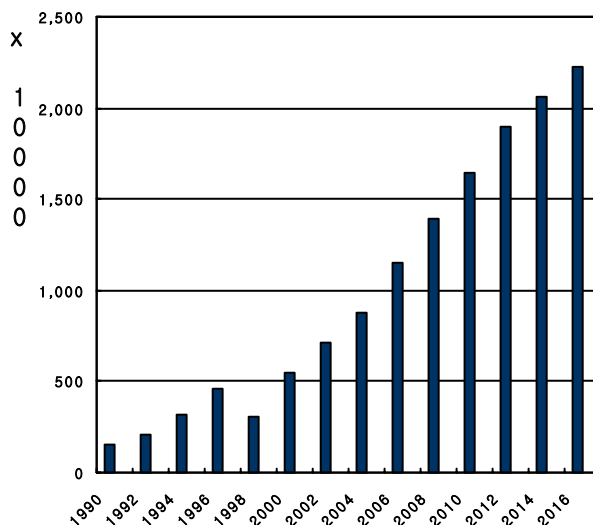
주5일제 근무는 주말을 이용한 여행을 가능하게 한다.

특히 2004년부터 실시된 주5일제는 여행업계의 성수기와 비성수기의 구분을 흐리고, 직장인들이 주말을 이용해 여행을 할 수 있게 하고 있다. 결과로 이웃나라인 중국이나 일본 등으로 가는 단기해외여행상품에 대한 수요가 증가하고 있다.

이 외에도 미국 무비자, 항공권 자유화 이슈는 해외여행시장 전망을 밝게 하고 있다. 이런 시장환경 변화의 도움으로 앞으로도 우리나라 해외여행시장은 2010년까지 매년 14%씩 성장할 것이라 기대된다.

해외여행 중 패키지 여행이 차지하는 비중 역시 약 55% 정도로 해외여행시장의 성장과 함께 패키지여행의 성장도 계속될 것으로 보인다. 이는 해외여행을, 특히 패키지 여행을 주 상품으로 하는 하나투어에게 호재이다.

차트 8. 내국인 출국자수 추이와 향후 예측치 (단위 : 만명)



자료: 한국관광공사

여행업과 온라인의 결합

여행업계의 온라인 매출 비중 증가

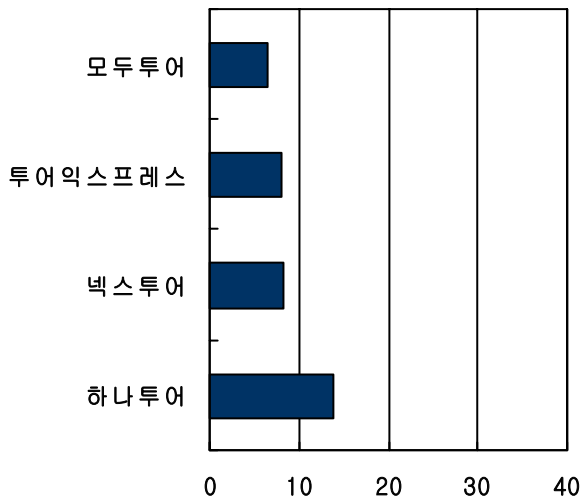
온라인 산업에서는 브랜드 파워가 중요하다.

온라인을 통한 상품 판매는 대리점에 지급하는 수수료가 낮아 영역이익을 증대시킨다.

이렇게 여행업계의 규모가 커지면서, 여행사에서 온라인 시장과의 결합을 시도하고 있다. 온라인을 통한 상품의 판매가 해마다 증가하고 있는데 하나투어의 경우 역시 하나투어닷컴을 통한 온라인 매출 비중이 2006년 14.2%에서 2005년 18.2%로 늘어났고 이후 매년 증가세를 보이고 있다. 온라인 산업의 특성은 다음과 같다. 온라인 산업은 기존에 브랜드 이미지가 강한 기업이 우위를 점하기 쉬운 시장이다. 사람들은 주로 검색을 통해 여행사 홈페이지에 접근한다. 그래서 '여행사'를 검색하고자 할 때 가장 먼저 생각나는 기업이 검색 대상에 오르기 쉽다. 혹은 '여행사'를 검색했을 때 나오는 기업 중 가장 클릭을 유도하기 쉬운 업체는 브랜드 인지도가 높은 기업이다. 따라서 업계 내 브랜드 인지도가 1위인 하나투어는 온라인 산업에 강점을 가지고 있다. 실제로 2007년 1월 하나투어의 일평균 방문자수가 5만 9천명으로 분야 내 점유율 13.82%를 보였다. 이는 2위를 기록한 넥스투어의 일평균 방문자수 3만 5천명, 분야 내 점유율 8%와 5%의 격차를 보이는 것이다.

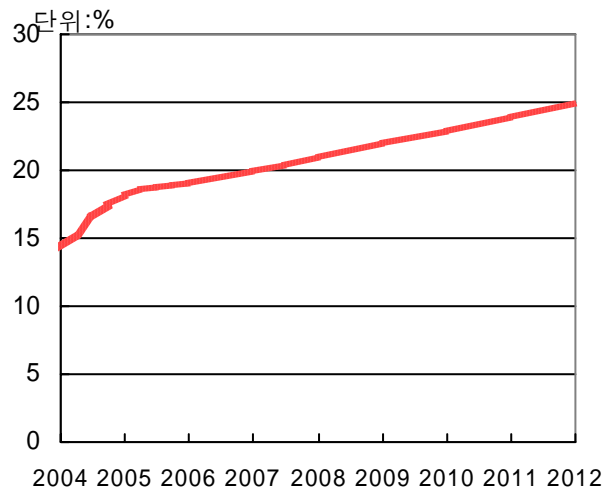
온라인 산업이 하나투어에게 매력적인 또 하나의 이유는 수수료에 있다. 하나투어는 앞서 말한 것과 같이 홀세일업체로 대리점을 통해 고객과 접촉하여 상품을 판매한다. 따라서 일정 부분의 수수료를 대리점에 지불해야 하는데 오프라인을 통해 상품을 판매할 경우엔 9%, 온라인을 통할 경우 7%를 지불한다. 즉, 하나투어닷컴을 통해 판매한 여행상품은 마진이 높아져 영업이익률을 증대시키는 효과를 가져오게 된다. 하나투어의 하나투어닷컴의 판매 비중을 향후 5년간 25%까지 증가시키겠다는 입장이다.

차트 9. 상위4개 업체 일평균방문자 점유율 (단위 : %)



자료 ; Copyright Mediachannel Inc- www.ranky.com

차트 10. 하나투어 온라인 매출 비중 (단위 : %)



자료 : IR자료

여행산업은 대형사를 중심으로 재편되고 있음

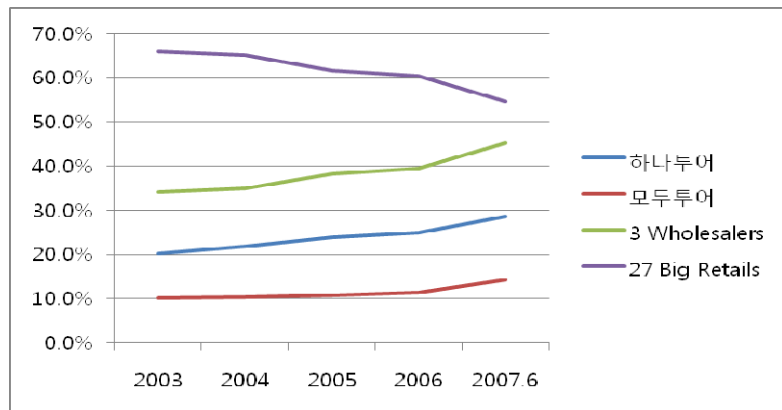
여행산업의 재편 - 대형사를 중심으로, 그리고 Wholesaler를 중심으로

하나투어, 모두투어 등의 Wholesaler의 등장은 그 동안 소규모 여행사들이 난립해 있던 여행산업을 대형사 중심으로 변화하는데 있어 큰 역할을 했다. 그리고 이러한 시장의 움직임은 최근 들어 그 속도를 더하고 있다. 실제로 5,000여개 이상의 여행사들이 시장에 존재하고는 있지만, 이 중 안정적인 규모를 유지한 채 시장에서 그 경쟁력을 유지하고 있는 기업들은 대략 30여 개 정도로 추산하고 있으며, 이는 3개의 Wholesaler(하나투어, 모두투어, OK 투어)와 27개의 대형 소매여행사(롯데관광개발, 세종나모, 자유투어 등)로 이루어 진다. 이러한 Top 30의 여행사들의 고객 송출비중은 05년 43%에서 06년 54%, 그리고 07년 상반기엔 56%에 이르기까지 증대되고 있다. 이는 여행산업이 점차 규모의 경제를 바탕으로 한 대형기업에 유리한 구조로 변화하고 있으며, 이러한 추세는 단기적인 추세라기보다는 산업 환경자체의 변화로서 시장이 재편되고 있음을 의미한다고 볼 수 있다.

대형사 중 Wholesaler의 약진이 두드러짐

그리고 이러한 대형사 위주의 재편 움직임에서 가장 큰 움직임을 보이는 것이 하나투어, 모두투어 등의 Wholesaler이다. 이는 물론 하나투어와 모두투어의 업계 1, 2위를 차지하는 규모로 인한 이점으로 볼 수도 있겠지만, 소형여행사들의 Biz Model이 기존 자체 판매 중심에서 패키지 상품판매를 통한 수수료의 획득으로 이동하고 있음에서 기인한다고 볼 수 있다. 소형 여행사들의 평균 수가 몇 년간 5,000여개 수준에서 머물렀음에도 고객 송출의 점유율은 대형사 위주로 옮겨가고 있다는 사실이 이를 뒷받침 한다. 이러한 소형 소매여행사들의 Biz Model의 변경으로 인해 실제, 하나투어와 모두투어는 Top 30내에서의 시장 점유율을 점차 확대시키고 있으며, 2007년 상반기를 기준으로 2 기업의 점유율이 42%에 달하는 모습을 보여주고 있다. 반면, 롯데관광개발을 비롯한 27개의 대형 소매여행사들은 직접판매에 있어서의 이점을 살리지 못한 채, 고객의 유인에 실패하며 그 점유율에 있어서 점차 Wholesaler에게 밀리는 모습을 보여주고 있는 것을 볼 때, 이러한 증가추세는 향후 당분간 지속될 것으로 보인다.

차트 11. Top 30 내에서의 점유율 추이



자료: 하나투어 IR 보고서

VI. 결론

시장의 성장에 따른 하나투어의 성장

시장은 연 14% 성장 예상

하나투어가 속해 있는 시장은 해외 여행시장으로서 앞서 말한 바와 같이 2010년까지는 연 14%의 성장을 기대할 수 있다. 이는 2007년과 2008년 연 20% 이상의 고속 성장을 기대하는 일반적인 관측치에 조금 더 보수적으로 접근하는 관광공사의 자료로서, 하나투어가 속한 시장의 성장성을 예측하는 자료로서는 큰 무리가 없을 것으로 생각된다.

TOP 30 여행사의 비중 증가

TOP 30 여행사의 비중은 매년 1.5%p 씩 증가 예상

2006년 기준의 Top 30 여행사의 송출객 규모는 시장의 54.1%(하나투어 IR 보고서) 수준이다. 앞서 말한 바와 같이 여행산업이 대형사 위주로 재편되고 있으며, 이러한 추세는 향후 이어질 것으로 볼 때, Top 30의 비중은 지속적으로 증가할 것으로 보이며, 2005년부터 2007년 상반기에 이르기까지 12%p 이상의 높은 비중 증가 추세를 볼 때, 매년 1.5%p 정도의 증가는 보수적인 접근이라 해도 합당하리라 생각한다.

TOP 30 내 하나투어의 점유율의 증가

하나투어의 점유율은 매년 2.5%p 증가 예상

하나투어는 Top 30 내에서 지속적으로 그 점유율을 상승시켜 왔으며, 현재 소형 소매여행사들의 Biz Model의 변화와 함께 Wholesaler의 점유율 증가는 예전보다 더 커질 것으로 예상된다. 물론 Wholesaler 중 모두투어의 성장성이 크다는 점이 Risk로서 작용할 수는 있으나, 시장의 파이가 커지는 상황 속에서 모두투어는 현재 하나투어의 경쟁자라기보다는 시장의 성장을 함께하는 동반자라는 관점에서 접근할 때 2010년까지 2.5%p의 증가분은 납득할만한 수준이라 생각한다.

표 1. 2007년부터 2010년까지의 영업수익 예측

	2006	2007(E)	2008(F)	2009(F)	2010(F)
내국인 출국수(연 12% 성장)	10,671,122	11,951,657	13,385,855	14,992,158	16,791,217
여행목적 비중	62.1%	63.2%	64.3%	65.5%	66.6%
여행목적 출국자수(연 14% 성장)	6,625,253	7,552,788	8,610,179	9,815,604	11,189,788
Top 30 비중(연 1.5%p 성장)	54.1%	55.6%	57.1%	58.6%	60.1%
Top 30 송출객 수	3,582,164	4,196,959	4,913,686	5,748,836	6,721,520
30내 하나투어 점유율(연 2.5%p 성장)	25.0%	27.5%	30.0%	32.5%	35.0%
하나투어 송출객 수	895,541	1,154,164	1,474,106	1,868,372	2,352,532
평균 단가(천원, 07 4% 인하, 08 3% 인하)	1,155	1,109	1,076	1,087	1,087
하나투어 수탁금(천원)	1,034,700,000	1,280,169,886	1,585,990,461	2,030,919,951	2,557,202,126
패키지 수탁금(천원)	801,800,000	992,017,217	1,229,000,823	1,573,781,402	1,981,603,039
항공권 수탁금(천원)	232,900,000	288,152,669	356,989,638	457,138,549	575,599,087
영업수익(패키지의 19%, 항공권의 6%)	166,316,000	205,772,431	254,929,535	326,446,779	411,040,523

자료 : Research 1 Team



평균단가는 2007년 4%, 2008년 3% 수준의 하락 예상

평균단가의 하락?

Research 1 Team은 이번 영업수익을 예측함에 있어 2007년 4%, 2008년 3%의 단가하락을 예상했다. 이는 2007년의 경우 실제 평균단가가 현재 3.4% 수준까지 하락했으며, 동남아의 비행기 사고 이후, 동남아 관광객들의 다른 지역으로의 Shift로 인한 단가하락의 여지가 아직 남아있다고 생각하여 4% 수준을 예측하였으며, 2008년의 경우 역시 동남아 여행객의 Shift와 더불어, 성수기/비수기의 구분이 모호해 짐에 따른 성수기시의 고가판매 정책의 변화로 3% 대의 단가하락을 예상했다. 그러나 이러한 단가하락의 압력은 2009년부터는 적용하지 않았는데, 그 이유는 2008년 7월 시행이 예상되는 미국 무비자 허가과 관련하여 마진이 높은 미주 지역으로의 송출객 규모가 늘어남에 따라 동남아 관광객의 Shift로 인한 마진 감소폭이 상쇄될 것으로 보았으며, 앞서 언급했던 새로운 경쟁력인 충성도 높은 브랜드를 통한 Premium 상품의 판매를 통해, 성수기 고가판매정책 효과가 없어진 부분을 상쇄할 수 있다고 판단하였다. 그리고 모두투어의 성장으로 인한 경쟁의 심화부분에 있어서는 현재, 그리고 당분간은 두 기업간의 과점적 시장의 형태가 일어날 것으로 생각하여 출혈경쟁은 일어나지 않으리라 판단하였다.

2006년의 재무제표를 기준으로 향후 영업수익을 예측

영업수익의 산출

하나투어의 IR 보고서의 수탁금을 바탕으로 하여 영업수익을 산출하였다. IR 보고서에 따르면 패키지 수탁금의 25%, 항공권 수탁금의 9%를 영업수익으로 산정하여야 하나, 실제 데이터를 분석함에 있어서 위 수치는 실제 데이터와 맞지 않음을 발견하였고, 실제 데이터와의 상관성을 높이기 위해 상대적으로 변동성이 큰 패키지 수탁금의 19%, 항공권 수탁금의 6%를 하나투어의 영업수익으로 산정하여 영업수익을 산정하였다. 2007년부터의 영업수익은 수탁금의 비중 및 그 산정에 있어서는 06년과 같은 비중 및 영업수익률을 책정하여 산출하였다.

FCFF를 통한 Valuation

FCFF를 통한 Valuation

이렇게 추정된 하나투어의 영업수익(매출액)을 기준으로 FCFF를 통한 Valuation을 시도하였다. WACC은 일별베타와 월별베타의 편차가 큰 관계로 두 베타의 평균을 사용하여 CAPM을 통해 산출하였으며, 2010년 이후의 성장율은 2010년의 성장율에 30%씩을 할인하여 산정하였다. 이는 하나투어라는 기업이, 그리고 하나투어가 속한 시장이 큰 성장성을 가진 산업이므로, 2 Phase Ananlysis로는 그 성장성을 모두 표현하지 못한다고 생각하였기 때문이다. 그리고 영업이익률은 2006년의 18%를 사용하였으며, 이는 2007년 상반기의 영업이익률이 18%, 그리고 2007년 3분기의 영업이익률이 22%에 달하므로 2007년의 영업이익률은 2006년의 18%를 상회할 것으로 예상되며, 향후 영업이익률에 있어서의 하락의 가능성은 적다고 생각하여 2006년의 16%를 적용하였다. 그리고 영구 성장율은 GDP 성장율인 4%를 적용하였다.



기대 수익률 25%, BUY를 추천함

기대수익률 25%, BUY를 추천

이러한 밸류에이션을 통해 목표주가 91,900원을 산출하였으며, 이는 2007년 11월 2일 현재 73,500원인 주가 대비 25%의 기대수익률을 나타낸다. 그리고 이러한 Valuation의 값은 현재 완벽하게 평가되지 못한 하나투어의 Global Business 및 Brand 가치의 상승으로 인한 가치의 변화에 따라 추가 상승여력이 있을 것으로 판단된다. 따라서 Research 1 Team은 기존 규모의 경제 효과에 더해 향후 Brand Power를 통한 성장이 예상되는 하나투어에 Buy를 추천한다.

표 2. FCFF Valuation 가정

자기자본비용	9.36%
1년치일별베타	0.80465
3년치월별베타	0.32800
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	5.40%
WACC	9.36%
차입금가치(이자발생부채)	0
주주지분가치(시가총액)	853,789,598
한계조달금리	6.00%

자료 : Research 1 Team

표 3. FCFF Valuation을 위한 FCFF 산출

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12
매출액성장률		23.72%	23.89%	28.05%	25.91%	18.14%	12.70%	8.89%	6.22%	4.36%
예상매출액	166,316,000	205,772,431	254,929,535	326,446,779	411,040,523	485,600,975	547,260,686	595,903,000	632,979,061	660,547,070
예상EBIT	30,224,823	37,039,038	45,887,316	58,760,420	73,987,294	87,408,175	98,506,923	107,262,540	113,936,231	118,898,473
NOPLAT	21,912,997	26,853,302	33,268,304	42,601,305	53,640,788	63,370,927	71,417,520	77,765,341	82,603,767	86,201,393
(+)유, 무형자산 상각비	825,818	2,386,747	2,956,919	3,786,445	4,767,645	5,632,469	6,347,658	6,911,859	7,341,903	7,661,663
출현금유입	22,738,815	29,240,050	36,225,223	46,387,750	58,408,433	69,003,396	77,765,178	84,677,200	89,945,670	93,863,056
영업용 운전자본	14,243,627	48,820,018	60,482,662	77,450,305	97,520,379	115,210,031	129,838,949	141,379,458	150,175,845	156,716,424
순유형고정자산	31,014,317	31,295,003	38,771,086	49,647,822	62,513,304	73,852,868	83,230,416	90,628,207	96,266,938	100,459,632
기타 영업용 순자산	3,119,607	8,780,720	10,878,351	13,930,135	17,539,918	20,721,561	23,352,704	25,428,368	27,010,478	28,186,860
IC	48,377,551	88,895,741	110,132,099	141,028,261	177,573,601	209,784,460	236,422,069	257,436,033	273,453,261	285,362,916
예상FCIC(평균)	63.4%	39.1%	33.4%	33.9%	33.7%	32.7%	32.0%	31.5%	31.1%	30.9%
예상FCIC(기초)	105.5%	55.5%	37.4%	38.7%	38.0%	35.7%	34.0%	32.9%	32.1%	31.5%
IC증가액		40,518,190	21,236,358	30,896,162	36,545,340	32,210,858	26,637,610	21,013,964	16,017,228	11,909,654
(+)유, 무형자산 상각비	825,818	2,386,747	2,956,919	3,786,445	4,767,645	5,632,469	6,347,658	6,911,859	7,341,903	7,661,663
출투자액	42,904,937	24,193,277	24,193,277	34,682,607	41,312,985	37,843,327	32,985,268	27,925,823	23,359,130	19,571,317
예상 FCFF		(13,664,887)	12,031,946	11,705,142	17,095,448	31,160,069	44,779,910	56,751,377	66,586,540	74,291,738
합인기간		1	2	3	4	5	6	7	8	9
현재가치		(12,494,836)	10,059,697	8,948,501	11,950,294	19,916,867	26,171,604	30,328,299	32,537,383	

자료 : Research 1 Team

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.