

규모에 품질을 더해 세계적인 여행사로

BUY

Valuation

Target Price: 93,151

Price: 66,500

Target Margin : 40%

MktCap.(100mn): 8,003

ROE: 25%

Op.Magin: 17.18%

PER: 29.57

PBR: 7.40

Dividend Yield: 1.1%

Major Sh. Holder:

박상환 (19.35%)

Foreign Shr.:47.27%



Team ELF

김성진, 권혁성

김동희, 박수영

- **하나투어는 여행상품 도매상**

Wholesaler는 규모의 경제를 이용한 여행상품개발자

하나투어는 국내 여행사 업계의 확고한 No.1 (시장점유율28.6%)

- **하나투어의 성장 발자취**

규모의 경제를 통한 높은 마진 확보 와 Mass-customization 실현

- 하드블록으로 항공운임을 싸게

확고한 브랜드 인지도

규모와 Brand의 선순환

- **시장의 우려 -경쟁력이 흔들린다?**

이제는 모두투어도 규모의 경제 할 수 있다

국내 항공사의 HardBlock 폐지

경쟁 심화로 인한 단가 하락 압력

- **그러나 fundamental은 유지된다.**

규모의 경제 차이는 여전하여 브랜드 파워는 하나투어만의 강점

HardBlock 폐지에 따른 타격은 생각만큼 크지 않다.

- **강자만이 성장하고 지배할 수 있다.**

여행산업은 계속 성장하며 패러다임은 하나투어에 유리하게 변화한다.

- 온라인을 통한 판매증가, 대형사 중심으로 시장 재편

해외지사 설립, CRM system 도입을 통한 양질의 서비스 구축

- **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

하나투어는 Wholesaler.

하나투어는 여행산업에서 도매여행사(Wholesaler)라는 독특한 수익구조를 가지고 있다. 여기서 Wholesaler는 관광 패키지 상품을 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.

규모의 경제는 wholesaler이라는 BM을 가능하게 한다

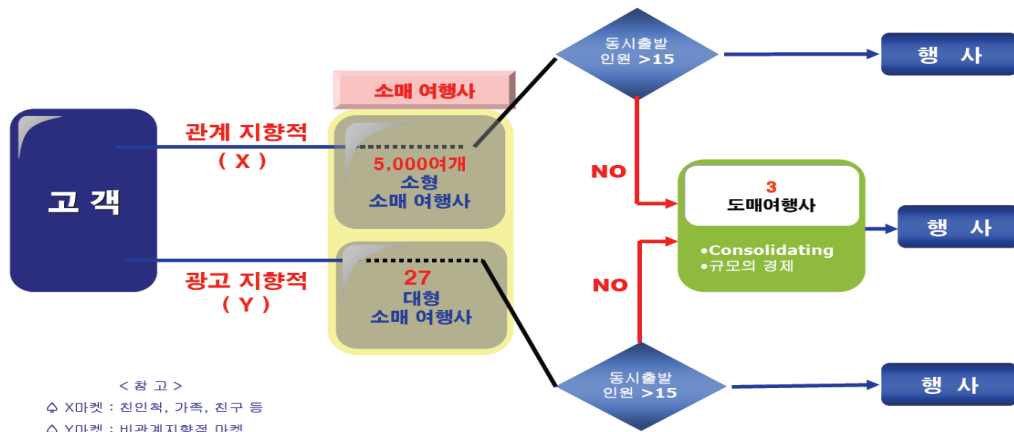
일반적으로 소매 대리점(Retail Agencies)의 입장에서는 여행객 규모가 15인 이상이 되는 경우에는 직접 여행을 준비해주는 것이 어느 정도 타산이 맞지만, 15인 이하의 경우에는 하나투어와 같은 Wholesaler보다 원가 면에서 앞설 수 없어 타산이 맞지 않는다. 따라서 소매 대리점 입장에서는 15인 이하의 여행객에 대해서는 하나투어의 패키지 상품을 소개해주고 그 수수료를 받는 것이 훨씬 이익인 것이다. 물론 어느 정도 규모를 확보한 대형 소매 여행사의 경우도 자체적인 패키지를 개발하여 여러 곳의 직영점에서 판매할 수 있으나,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

하나투어의 Margin Model.

하나투어는 수탁금에서 일부만을 수익으로 인식한다

하나투어의 영업 수익은 Retailer를 통해 알선된 고객의 수탁금에서 항공료 및 지상비(여행원가)를 제외한 부분이다. 그리고 알선 수수료는 다시 영업 수익에서 제

그림 1. 여행 상품의 유통구조.



자료: 하나투어 IR Report

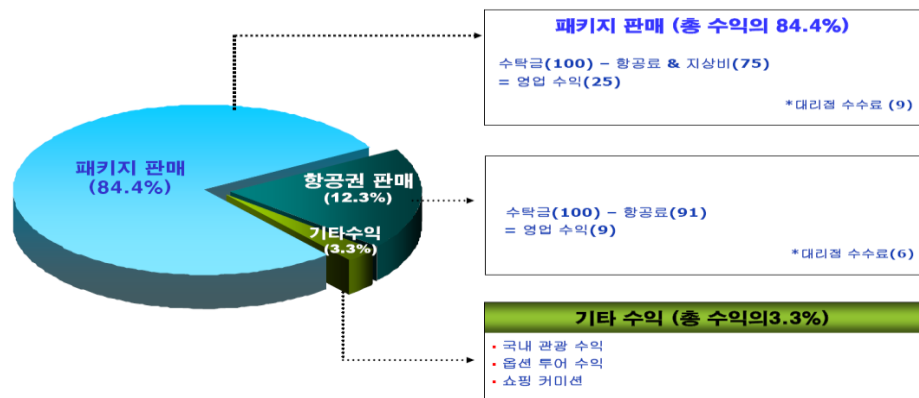
외시켜야 한다. (그림2) 즉, 실질적으로 하나투어의 수익으로 인식되는 것은 패키지 판매의 경우 전체 수탁금의 16%, 항공권 판매의 경우 3%가 된다는 것이다. (수수료 비율을 각각 9%, 6% 라 가정했을 경우) 여기서 수수료 비율의 경우 판매 Channel에 따라 다르며, 대리점을 통한 경우에는 통상 9%, 온라인을 통한 경우에는 7%로 알려져 있다.

하나투어는 국내 여행업계 확고한 No.1

하나투어는 국내여행업계에서 독보적인 1위다.

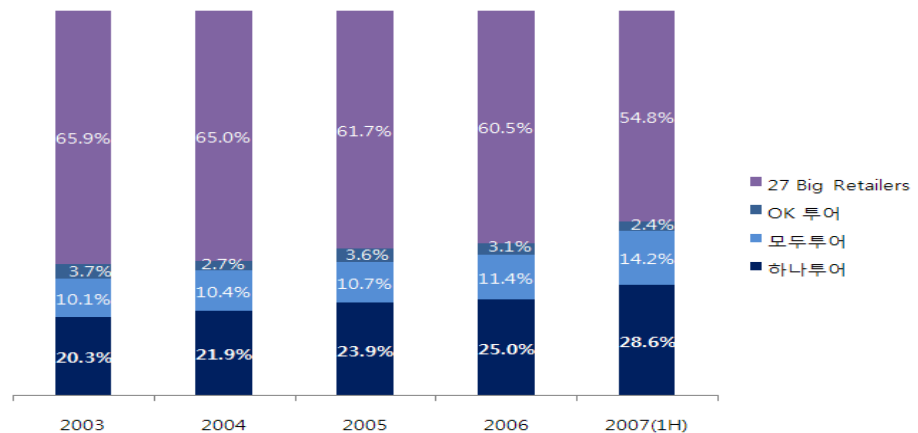
2006년 KATA에서 발표한 자료에 의하면 여행상품 판매시장 상위 30개 여행사 중에서 wholesale업계가 40%를 점유하고 있으며 wholesale업계 중에서는 점유율 64%를 확보하고 있으며, 계속 증가할 것으로 예상되고 있다. 전체 시장에서 하나투어는 12.3%의 M/S를 확보하고 있고 2위 업체인 모두투어는 6.1%, 3위 업체인 롯데관광개발은 2.9%에 그치고 있다.

그림 2. 하나투어 2006년 Margin Model



자료: 하나투어 IR Report

차트 1. Top 30 Players M/S



자료: 하나투어 IR Report

하나투어는 최근 7년간
고속성장을 이루어왔다

여행산업에서 규모의
경제가 발생할 수 있다

II. 하나투어 성장의 발자취

하나투어는 Wholesaler로서의 입지를 구축한 1999년부터 2006년에 이르기까지 연 평균 성장률(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.

규모의 경제를 통한 경쟁력 확보

여행산업에서 규모의 경제가 발생한다는 이야기는 아마도 처음 접하게 되는 너무나 생소한 이야기일 것이다. 그러나 하나투어는 Wholesale이라는 비즈니스 모델을 취함으로써 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 하드블록을 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 확보할 수 있는 수단이 되어 규모의 경제효과에 영향을 주어 왔다.

차트 2. 하나투어의 영업수익 추이



자료: 하나투어 사업보고서

하드블록을 통한 원가 절감은 규모의 경제를 이루는 핵심이다

하드블록을 통한 원가의 절감

하드블록은 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 비 성수기의 Fluctuation을 감소시켜주는 효과를, 여행사에게는 가격할인을 통한 영업수익의 증대를 가능케 하는 제도로서 자리잡아 왔다. 이러한 하드블록의 존재는 소형 소매여행사에 비해 대형 여행사들이, 특히 Wholesaler들이 규모의 경제를 실현할 수 있는 핵심적인 이유 중의 하나였다. 이는 하드블록이 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 하드블록을 소화할 수 있는 대형여행사를 중심으로 하드블록의 효과를 얻을 수 있으며, 그 송출규모가 증가함에 따라 높은 교섭력의 획득을 통한 높은 마진을 요구할 수 있어 큰 하드블록을 가진 고객이 더 높은 마진율을 요구할 수 있는 교섭력을 갖게 된다. 실제 하나투어는 이러한 하드블록을 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 패키지 별 혹은 각 노선 별 일정 규모 이상의 고객을 확보하지 못한다면 앞서 언급한 하드블록을 통한 항공권의 마진을 효과적으로 누릴 수 없기 때문이다. 이러한 면에서 하나투어의 규모는 타 경쟁사들에 비해 패키지 상품을 다양화 함을 통해 고객의 니즈를 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 브랜드 인지도

시장진입 초기부터 유지해온 1위 기업이라는 하나투어의 이미지는 그 안전성과 신뢰성을 확보하는 확고한 브랜드 가치로서 인정 받아왔다. 어느 산업에서건 시장에서 1위를 유지한다는 것은 고객에게 지속적으로 선택을 받아왔음을 의미하며, 그 자체만으로도 하나의 강력한 브랜드 파워를 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 브랜드 파워를 유지해 왔음을 알 수 있다.

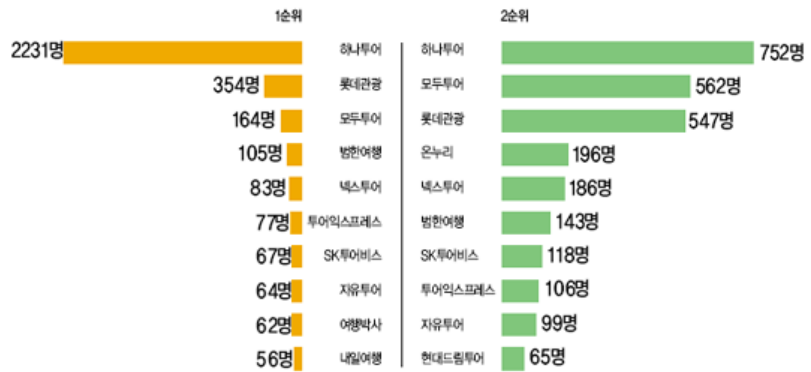


규모의 경제 효과는 꼬리에 꼬리를 물고 다시 확대재생산을 이룬다

규모의 경제 - 선순환의 고리

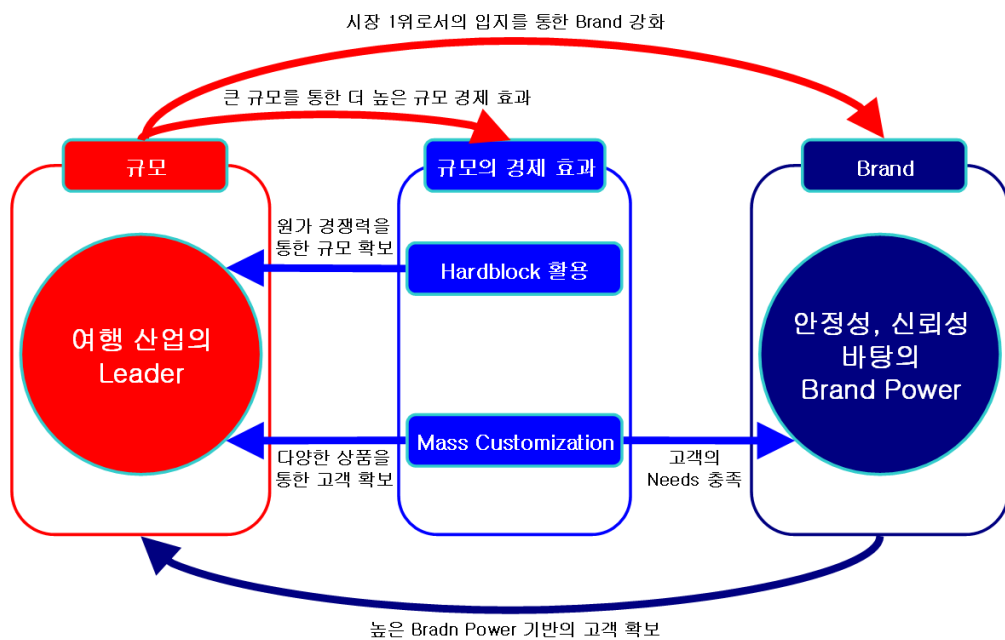
앞서 밝힌 하드블록과 Mass Customization, 시장 1위로서의 브랜드 파워는 규모의 경제의 결과적인 부분으로서만이 아니라, 다시 한번 규모와 규모의 경제효과를 늘리는 선순환적 고리의 원인으로써도 그 역할을 하고 있다. 여행산업의 리더로서의 입지는 그 규모를 바탕으로 규모의 경제효과를 만들어 냄을 통해 하드블록을 통한 원가 절감 효과와 Mass Customization을 통해 타 기업과의 차별화를 이루어 내고, 시장 1위라는 기업의 입지를 살려 안정성, 신뢰성 바탕의 브랜드 파워를 획득하여 왔다. 또한 이에 그치지 않고, 이러한 규모의 경제 효과와 브랜드 파워는 원가 경쟁력의 확보, 다양한 상품개발을 통한 고객 확보 및 확고한 브랜드 파워를 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 Team ELF

Ⅲ. 시장의 우려 - 경쟁력의 희석?

하나투어는 3분기에
시장을 실망시켰다

기존의 하나투어의 경쟁력은 희석되고 있다?

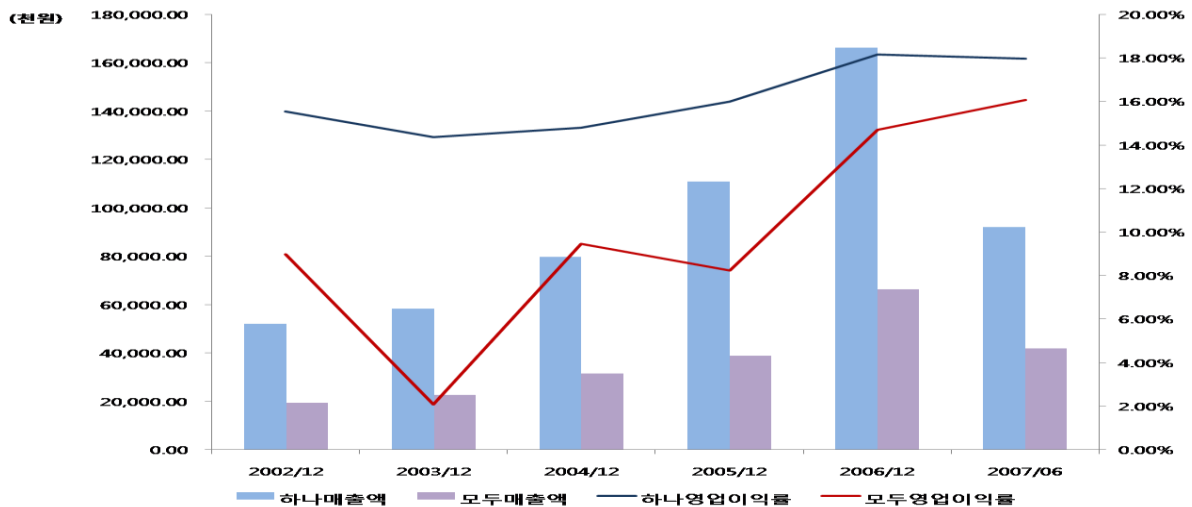
하나투어는 3분기에 매출액 606억, 영업이익 136억 원을 기록해 전년 대비 각각 24.6%, 13.4% 증가했다고 발표했다. 이에 대해 시장에서는 우려의 목소리가 나오고 있는데 이는 하나투어가 대표적인 성장주인데다가 올해 3분기에 추석연휴가 끼어 있었기 때문에 시장의 기대에는 크게 못 미치는 성장률이기 때문이다. 이렇게 예상보다 부진한 실적에는 우선 단기적인 두 가지 요인이 크게 작용하였다. 첫째, 캄보디아 비행기 추락 사고의 영향으로 규모의 경제 효과가 큰 동남아 시장이 부진했다. 둘째, 해외여행수요의 기간별 평균화에 대응하지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

국내 항공사의 하드블록 폐지

규모의 경제 핵심원천인 HardBlock제도 폐지

하드블록 제도를 통한 항공권의 대량 구매는 구입원가를 낮추고 성수기 항공 좌석의 원활한 확보를 가능하게 해 주어 하나투어의 핵심경쟁력으로 작용했던 것이 사실이다. 하지만 항공사 입장에서 하드블록의 비중 증가에 따른 수익성 악화와 공정거래 측면에서 영세 업체들에게 항공권 확보 자체를 어렵게 한다는 측면에서 2007년 1월 대한항공에서는 하드블록을 폐지, 아시아나항공도 9월부터 폐지하기로 하였다. 현재 하나투어의 항공사 이용 비중은 2006년 기준으로 대한항공 32%, 아시아나항공 25%, 외국항공사 43%로, 국내 항공사 이용비중이 50%가 넘는다. 또한 하나투어는 전체 항공권의 30%를 하드블록을 통해 구입해 왔는데, 하드블록의 폐지로 인해 수익성에 큰 타격을 입을 것이라고 예측되고 있다.

경쟁의 심화로 인한 단가 하락 압력

심지어 단가도 떨어진다

그림 6에서 볼 수 있듯이 하나투어의 패키지 단가는 점차적으로 하락하는 추세다. 특히 2007년에는 단가가 매우 낮게 형성되어 있는 것을 알 수 있다. 앞에서 언급한 단기적인 요인들, 캄보디아 비행기 사고와 과도한 하드블록이 큰 원인이지만 이러한 추세를 지탱하는 보다 근본적인 원인들이 존재한다.

첫째, 모두투어가 광고선전비 비중을 높임으로써 점점 공격적인 마케팅을 시도하며 브랜드 인지도를 높이고 있고, 그 결과 6%대까지 시장점유율이 상승하였다. 이는 경쟁의 심화로 인한 단가 하락 압력으로 작용하게 된다.

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

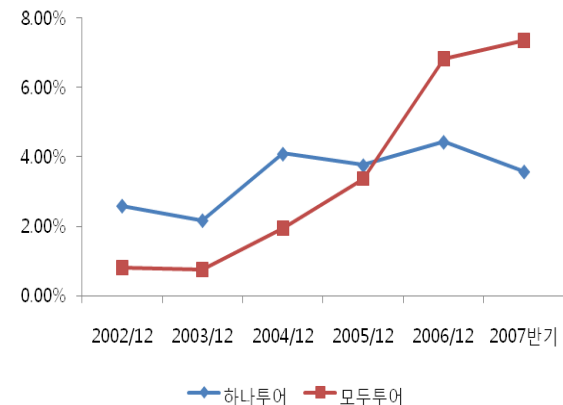
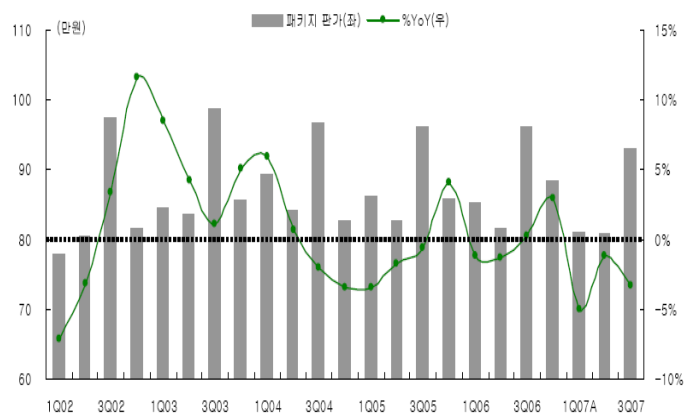


차트 6. 하나투어 패키지 단가 추이



자료: 하나투어 사업보고서, KATA, 하나투어 동부리서치

IV. 그러나 펀더멘털은 유지된다

규모의 경제는 끝나지 않았다. 그리고 브랜드 파워는 여전히 유효하다.

규모의 경제 효과는 아직도 유효하다.

위에서 하나투어가 여행 업계의 1 위로 성장한 핵심 경쟁력이었던 규모의 경제 효과가 모두투어와 동등한 상황이 되었다고 서술했다. 그렇다면 더 이상 하나투어가 가질 수 있는 경쟁 우위는 없다는 것인가? 그렇지 않다. 비록 모두투어 역시 규모의 경제 효과를 거둘 수 있다고는 하나, 현재 여행 산업 내에서 규모의 경제 효과를 창출해 낼 수 있는 기업은 하나투어와 모두투어만이 유이하므로 이는 타 경쟁사 대비 하나투어의 경쟁력으로서 유지될 수 있을 것이다. 그리고 2 위 업체인 모두투어가 급속도로 추격하고 있는 것은 사실이나, 2006 년 기준으로 모두투어는 아직 하나투어 대비 매출액 39.9% 영업이익 32.3%에 불과하며, 이는 Mass Customization 에 있어서는 아직 하나투어의 경쟁력이 유지될 수 있음을 시사한다.

브랜드 자산은 향후의 경쟁력으로서 작용할 것이다.

또한 선순환 고리 중 하나이며 장기적으로 가장 중요한 자산이 될 브랜드가 남아있다. 기존 보유하고 있던 업계 1 위로서의 신뢰도와 안전성을 바탕으로 한 브랜드는 아직도 그 경쟁력을 발휘하고 있다. 그리고 이러한 브랜드는 향후 자세히 다루겠지만, 시장의 패러다임 변화에 맞춰 그 효과를 극대화 할 수 있을 것이다. 따라서 현재 보유하고 있는 브랜드 자산을 효과적으로 관리하고 키운다면 이것은 최고의 경쟁우위가 될 수 있다.

국내여행사 하드블록 폐지는 위기이자 기회

최근에는 하드블록이 하나투어에 불리했던 점도 많았다

항공업계는 독과점 시장을 형성하고 있기 때문에 교섭력이 매우 강하다. 대형 여행사의 성장으로 하드블록의 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 가능하여 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 미 판매분은 원가로 여행사가 부담할 수밖에 없다.

항공자유화는 항공사와의 교섭력 증대를 가져올 것

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 벌어지면서 그간 교섭에 있어서 을의 입장이었던 하나투어가 협상에 있어서 조금 더



하드블록 폐지가 가져올 영향은 긍정적, 부정적 측면 모두 가지고 있어 불확실.

유리한 위치를 가질 수 있는 기회가 되고 있다.

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

판매 단가 하락은 2,3년간은 유지될 것

판매단가의 하락은 단기간은 지속될 것이다

판매단가의 하락은 그림 6과 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 Team ELF에서는 그렇게 생각하지 않으며 그에 대한 근거를 계속해서 제시해나갈 것이다.



V. 강자만이 성장하고 지배할 수 있다

단순히 가격이나 비용의 측면에서는 사실 모두투어와 하나투어의 차이는 그렇게 크지 않다. 앞서 설명한 것과 같이 모두투어의 규모도 규모의 경제를 실현할 수 있는 수준으로 성장하였던 데다, 다른 외부 조건은 여행산업 전체에 적용되는 것이라 2 위 업체인 모두투어와 하나투어 사이에 별다른 차별점이 존재하지 않기 때문이다. 그렇다면 왜, 하나투어인가? 시장의 변화와 경쟁사보다 월등한 하나투어의 전략을 차례로 살펴보자.

1. 시장의 성장과 패러다임의 변화

해외여행 시장의 팽창은 지속될 것

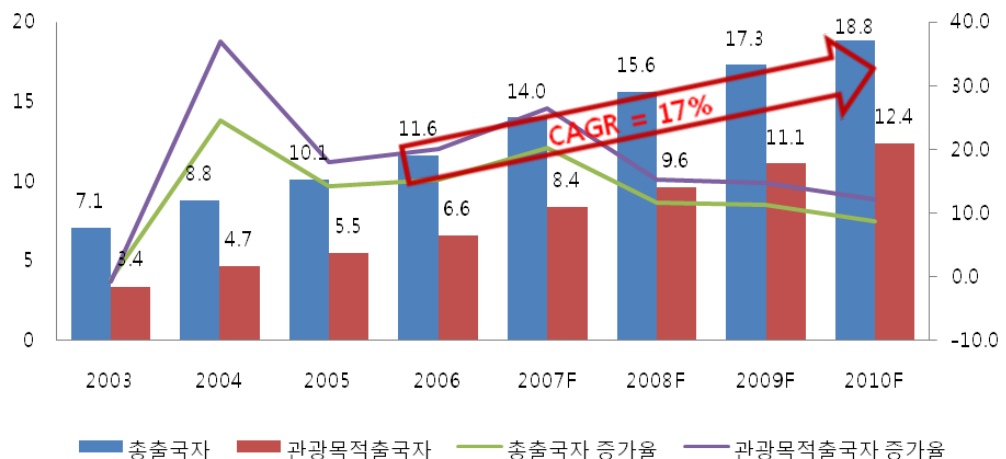
우리나라 해외여행시장은 계속 성장하고 있다.

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 천만 명 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 만 달러의 시대를 끝내고 2만 달러에 들어설 것으로 전망하고 있는데 원

차트 8. 내국인 출국자수와 출국자 중 여행객 향후 예측치 (단위: 백만 명 %)



자료: 한국관광공사, KATA, 통계청, 하나대투리서치팀



5일제 근무는 주말을 이용한 여행을 가능하게 한다.

화의 강세와 맞물려 해외여행에 대한 수요가 늘어날 것으로 기대된다.

특히 2004년부터 실시된 주5일제는 여행업계의 성수기와 비 성수기의 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%이상 성장할 것이라 기대된다. 그리고 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.

여행업과 온라인의 결합

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 산업에서는 브랜드 파워가 중요하다.

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 일 평균 방문자수가 5

그림 4. 상위4개 업체 일 평균방문자 점유율 (단위: %)

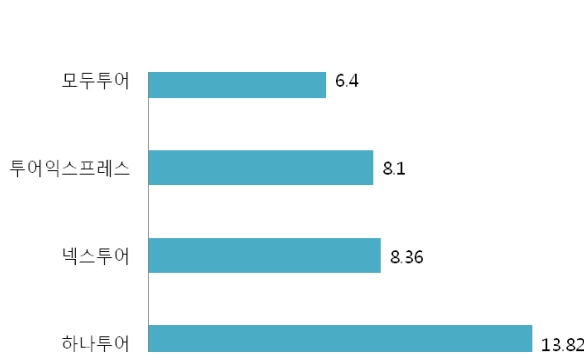
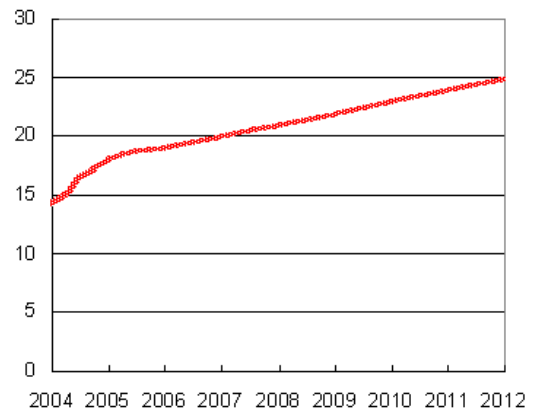


그림 5. 하나투어 온라인 매출 비중 (단위: %)



자료: copyright, Mediachannel Inc-wwwranky.com

자료: 하나투어 IR 보고서

온라인을 통한 상품 판매는
대리점에 지급하는
수수료율이 낮아
영업이익을 증대시킨다.

만 9천명으로 분야 내 점유율 13.82%를 보였다. 이는 2위를 기록한 넥스투어의
일 평균 방문자수 3만 5천명, 분야 내 점유율 8%와 5%의 격차를 보이는 것이다.

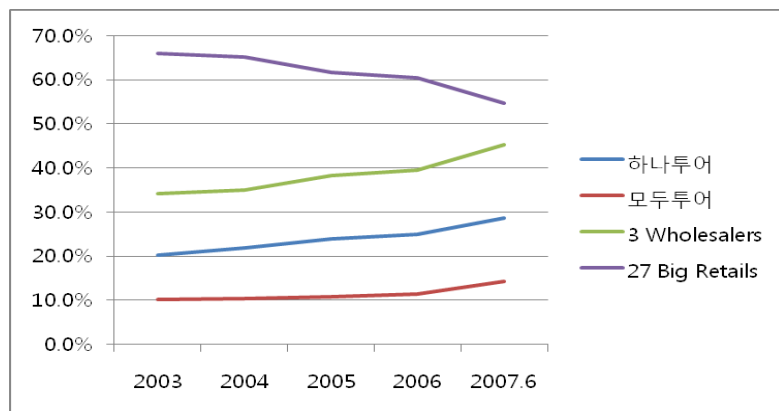
온라인 산업이 하나투어에게 매력적인 또 하나의 이유는 수수료에 있다. 하나투어
는 앞서 말한 것과 같이 Wholesaler로 대리점을 통해 고객과 접촉하여 상품을 판
매한다. 따라서 일정 부분의 수수료를 대리점에 지불해야 하는데 오프라인을 통해
상품을 판매할 경우엔 9%, 온라인을 통할 경우 7%를 지불한다. 즉, 하나투어닷컴
을 통해 판매한 여행상품은 마진이 높아져 영업이익률을 증대시키는 효과를 가져
오게 된다. 하나투어의 하나투어닷컴의 판매 비중을 향후 5년간 25%까지 증가시
키겠다는 입장이다.

여행산업의 재편 - 대형사를 중심으로, 그리고 Wholesaler 를 중심으로

여행산업은 대형사를
중심으로 재편되고 있음

하나투어, 모두투어 등의 Wholesaler의 등장은 그 동안 소규모 여행사들이 난립해
있던 여행산업을 대형사 중심으로 변화하는데 있어 큰 역할을 했다. 그리고 이러
한 시장의 움직임은 최근 들어 그 속도를 더하고 있다. 실제로 5,000여 개 이상의
여행사들이 시장에 존재하고는 있지만, 이 중 안정적인 규모를 유지한 채 시장
에서 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)으로 이루어 진다. 이러한 Top 30의 여행사
들의 고객 송출비중은 05년 43%에서 06년 54%, 그리고 07년 상반기엔 56%에 이
르기까지 증대되고 있다. 이는 여행산업이 점차 규모의 경제를 바탕으로 한 대형
기업에 유리한 구조로 변화하고 있으며, 이러한 추세는 단기적인 추세라기보다는
산업 환경자체의 변화로서 시장이 재편되고 있음을 의미한다고 볼 수 있다.

차트 11. Top 30 내에서의 점유율 추이



자료: 하나투어 IR 보고서

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 비즈니스 모델이 기존 자체 판매 중심에서 패키지 상품판매를 통한 수수료의 획득으로 이동하고 있음에서 기인한다고 볼 수 있다. 소형 여행사들의 평균 수가 몇 년간 5,000여 개 수준에서 머물렀음에도 고객 송출의 점유율은 대형사 위주로 옮겨가고 있다는 사실이 이를 뒷받침 한다. 이러한 소형 소매여행사들의 비즈니스 모델의 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.

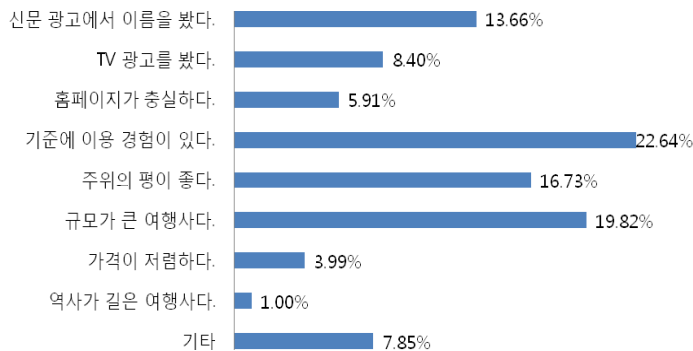
2. 시장을 주도한다, 하나투어의 전략

해외 지사 설립을 통한 양질의 서비스 제공

이제 중요한 것은 가격이 아니라 서비스다

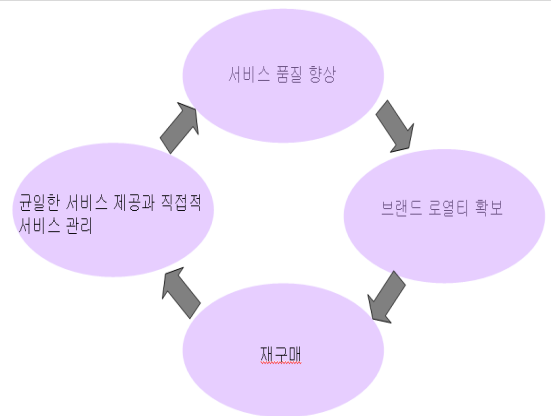
예전에 여행사의 선택 혹은 패키지의 선택 기준이 기존에 가격과 안전성에 중심을 두었다면 이제는 패키지의 콘텐츠 혹은 서비스, 브랜드 이미지로 변화하는 추세에 있다. 즉, 서비스의 품질 차이가 합산되어 소비자에게 어필 할 브랜드로서 경쟁의 승부가 결정되는 시대가 도래한 것이다. 그렇다면 이렇게 패키지 여행의 패러다임이 전환되는 상황에서 하나투어가 선택해야 할 전략은 무엇일까? 양질의 콘텐츠 및 높은 품질의 서비스를 제공함으로써 하나투어 브랜드에 대한 충성도를 높이는 것이 해답이 될 것이다. 그리고 월등한 콘텐츠와 품질을 제공할 여력과 규모가 되는 곳은 하나투어가 유일하며, 이미 시기 적절한 전략을 수행하기 시작하였다.

그림 4. 여행사 선택의 이유



자료: 여행신문, 2007년 7월

그림 5. 해외 지사 설립을 통한 서비스 품질 향상 선순환 구조



자료: SMIC Team ELF

현지 랜드사와의 제휴에서 해외 지사 설립으로

지금까지 국내 여행사에서 해외 여행을 보낼 때에는 현지 랜드사와 제휴를 통해 서비스를 제공했는데 이 과정에서 패키지 상품의 낮은 서비스 질이 문제가 되곤 하였다. 하나투어에서는 그림 6과 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 선순환 구조를 형성해 나갈 수 있을 것이다. 또한 기존의 고정 상품을 탈피해 한국 고객들이 선호하는 신상품 개발에 유리하다. 하나투어는 지사 설립과 함께 현지에 여행 정보 센터 및 예약 센터를 설립하면서 현지에서 고객의 수요 변화에 발 빠르게 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.

또한 이러한 지사의 설립은 비록 그 지사 설립 시의 초기투자 비용이 적다고 하나, 세계의 전 지역에 지사를 설립하여야 한다는 점, 그리고 일정규모 이상의 고객을 확보하지 못할 경우, 지사 설립으로 인한 효과는 적어 타 경쟁사에서 쉽게 모방하지 못할 경쟁력으로 작용할 것으로 판단된다. 또한 지사의 설립이 랜드사의 M&A를 통해 이루어지므로 각 주요 지역별 우량한 여행사를 먼저 선점함을 통한 선점 효과 역시 누릴 수 있어 향후 경쟁사와의 경쟁에서 강점을 보일 것으로 판단한다.

그림 6. 해외 지사 네트워크 (GNIS: Global Network Integration System developed by Hanatour)



자료: 하나투어 IR 보고서

런던증권거래소 상장
국제적 브랜드 인지도
확보 -> 새로운시장 진출

Inbound 라는 새로운 시장으로 진출

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 설립 시에 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 커뮤니티에서 시작하여 궁극적으로는 현지인 시장 침투를 목표로 하고 있다. 구체적으로 Inbound 활성화를 위해 장기적인 타겟 설정으로 1차로는 내국인(실버층)과 모국방문단을, 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.

고객지향적 개별화된 제품을 위한 CRM 시스템 구축

개별화된 서비스는
규모를 필요조건으로
한다

여행사가 뛰어난 CRM 시스템을 가지게 된다면 여행객의 수요와 취향 관리, 꾸준한 모객이 가능해 저 큰 효과를 얻을 수 있다. 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. 이는 단기적으로는 여행 수요의 지역다변화나 계절성의 변화를 파악하여 정확한 수요 예측을 가능하게 한다. 이번 3분기에 겪었던 성수기 수요예측의 실패로 과다한 하드블록을 설정하는 것과 같은 문제를 방지할 수 있게 될 것이다. 또한 그 동안 소매사에 존재하던 고객 정보의 확보는 하나투어에게 타겟 마케팅, Mass customization을 강화하고 재구매를 유도하게 하는 등 지속적인 하나투어의 경쟁력으로 작용할 수 있는 기회가 될 것이라고 판단한다. 이에 그치지 않고 추가적으로 90억 원의 자금을 CRM시스템에 투자할 계획인데 다른 여행사는 이러한 자금력이 없기 때문에 타 여행사 대비 하나투어의 큰 경쟁력으로 작용할 수 있을 것으로 판단한다.

Mass customization의 일환인 개별화된 여행 패키지의 개발에 CRM은 결정적으로 중요하다. 여행을 일생일대 단 한번의 특별한 기회가 아닌, 친숙한 여가생활로 여기는 사람이 많아지면서 고객의 요구에 맞춘 특성화된 패키지의 수요가 늘게 되었다. CRM을 통해 얻은 상세한 고객 데이터는 상품성 높은 패키지 개발의 근간이 될 것이다. 반면, 소비자의 니즈에 맞게 특성화된 여행의 만족도는 높은 반면 수요는 상대적으로 적을 수 있다. 개발된 상품을 충분히 활용하기 위해서는 특성화된



패키지를 구매할 수 있는 고객 풀, 즉 규모를 필요로 한다. 이는 시장 1위 하나투어에게는 매우 유리한 전제조건이라고 하겠다.

축적된 브랜드 로열티는 하나투어의 최대 강점이 될 것이다.

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 품질을 추가했다고 볼 수 있다. 또한 서비스의 품질이 강조되는 패러다임의 전환기에 양질의 콘텐츠와 높은 만족도를 바탕으로 한 프리미엄 브랜드로의 성장이 가능하다. 이것을 통해 단순히 브랜드 인지도가 높았던 것에서 충성도 높은 브랜드로 재구매가 가능한 브랜드로의 성장을 시도하고 있다. 이러한 변화를 통해 타 여행사와 차별화된 프리미엄 이미지를 활용하여 더 높은 가격, 더 높은 마진을 확보할 수 있을 것이다.

이렇게 타사에서 감히 시도하지 못하는 새로운 품질강화, 강화된 품질과 로열티가 만들어내는 타사와의 격차는 나날이 커질 것이며 하나투어를 성장하는 시장의 유일한 강자로 만들어 줄 것이다.

VI. Valuation 및 결론

시장의 성장에 따른 하나투어의 성장

시장은 연 14% 성장 예상

하나투어가 속해 있는 시장은 해외 여행시장으로서 앞서 말한 바와 같이 2010년까지는 연 14% 이상의 성장을 기대할 수 있다. 이는 2007년과 2008년 연 20% 이상의 고속 성장을 기대하는 일반적인 관측치에 조금 더 보수적으로 접근하는 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 비즈니스 모델의 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%p의 증가분은 납득할 만한 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%p 성장) | 25.0% | 27.0% | 29.0% | 31.0% | 33.0% |
| 하나투어의 송출객 수 | 895,541 | 1,133,179 | 1,424,969 | 1,782,139 | 2,218,101 |
| 평균 단가(천원, 07 4% 인하, 08 3% 인하) | 1,155 | 1,109 | 1,076 | 1,076 | 1,076 |
| 하나투어 수탁금(천원) | 1,034,700,000 | 1,256,894,070 | 1,533,124,113 | 1,917,581,654 | 2,386,677,174 |
| 패키지 수탁금(천원) | 801,800,000 | 973,980,540 | 1,188,034,129 | 1,485,954,354 | 1,849,461,446 |
| 항공권 수탁금(천원) | 232,900,000 | 282,913,529 | 345,089,983 | 431,627,300 | 537,215,728 |
| 영업수익(패키지의 19%, 항공권의 6%) | 166,316,000 | 202,031,114 | 246,431,884 | 308,228,965 | 383,630,618 |

자료: SMIC Team ELF



평균단가는 2007년 4%, 2008년 3% 수준의 하락 예상

평균단가의 예측

Team ELF는 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 미주지역으로의 송출객 규모가 늘어남에 따라 동남아 관광객의 Shift로 인한 마진 감소폭이 상쇄될 것으로 보았으며, 앞서 언급했던 새로운 경쟁력인 충성도 높은 브랜드를 통한 프리미엄 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 추정 한 하나투어의 영업수익(매출액)을 기준으로 FCFF를 통한 Valuation을 시도하였다. WACC은 일별베타와 월별베타의 편차가 큰 관계로 두 베타의 평균을 사용하여 CAPM을 통해 산출하였으며, 2010년 이후의 성장률은 2010년의 성장률에 30%씩을 할인하여 산정하였다. 이는 하나투어라는 기업이, 그리고 하나투어가 속한 시장이 큰 성장성을 가짐으로 인해 2-Phase-Analysis로는 그 성장성을 모두 표현하지 못한다고 생각하였기 때문이다. 그리고 영업이익률은 2007년과 2008년은 17%, 이후로는 18%로 가정하였는데, 이는 2007년의 경우 앞서 살펴본 단기적인 이슈로 인하여, 그리고 2008년의 경우 동남아 여행객의 Shift로 인하여 2006년보다 낮은 영업이익률을 보일 것이라 예상한 결과이며, 2009년부터는 단가가 높은 미주지역으로의 shift 및 온라인을 통한 판매 증가 등으로 영업이익률이 2006년의 18%로 회복할 것으로 예상하였다. 그리고 영구 성장률은 GDP 성장률인 4%



를 적용하였다.

기대수익률 40%, BUY를 추천

기대 수익률 35%, BUY를 추천함

이러한 밸류에이션을 통해 하나투어 주식의 적정가치를 93,151원으로 산출하였으며, 이는 2007년 11월 23일 현재 66,500원인 주가 대비 40%의 기대수익률을 나타낸다. 그리고 이러한 Valuation의 값은 현재 완벽하게 평가되지 못한 하나투어의 글로벌 비즈니스 및 브랜드 가치의 상승으로 인한 가치의 변화에 따라 추가 상승 여력이 있을 것으로 판단된다. 따라서 Team ELF는 기존 규모의 경제 효과에 더해 향후 브랜드 파워를 통한 성장이 예상되는 하나투어에 Buy를 추천한다.

표 2. FCFF Valuation 가정

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

자료: SMIC Team ELF

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 | | 21.47% | 21.98% | 25.08% | 24.46% | 17.12% | 11.99% | 8.39% | 5.87% | 4.11% |
| 예상매출액 | 166,316,000 | 202,031,114 | 246,431,884 | 308,228,965 | 383,630,618 | 449,323,562 | 503,183,108 | 545,404,019 | 577,438,516 | 601,179,754 |
| 예상EBIT | 30,224,823 | 34,345,289 | 41,893,420 | 55,481,214 | 69,053,511 | 80,878,241 | 90,572,960 | 98,172,723 | 103,938,933 | 108,212,956 |
| NOPLAT | 21,912,997 | 24,900,335 | 30,372,730 | 40,223,880 | 50,063,796 | 58,636,725 | 65,665,396 | 71,175,224 | 75,955,726 | 78,453,958 |
| (+)유,무형자산 상각비 | 825,818 | 2,343,352 | 2,858,355 | 3,575,137 | 4,449,718 | 5,211,689 | 5,836,404 | 6,326,123 | 6,697,690 | 6,973,064 |
| 총현금유입 | 22,738,815 | 27,243,687 | 33,231,085 | 43,799,017 | 54,513,514 | 63,848,414 | 71,501,799 | 77,501,347 | 82,653,416 | 85,427,021 |
| 영업용 운전자본 | 14,243,627 | 17,304,005 | 21,106,940 | 26,399,872 | 32,858,039 | 38,484,653 | 43,097,733 | 46,713,963 | 49,457,724 | 51,491,166 |
| 순유형고정자산 | 31,014,317 | 37,678,037 | 45,958,612 | 57,483,533 | 71,545,656 | 83,797,141 | 93,841,742 | 101,715,781 | 107,690,094 | 112,117,745 |
| 기타 영업용 순자산 | 3,119,607 | 3,789,884 | 4,622,794 | 5,782,040 | 7,196,493 | 8,428,822 | 9,439,168 | 10,231,187 | 10,832,119 | 11,277,479 |
| IC | 48,377,551 | 58,771,926 | 71,688,346 | 89,665,446 | 111,600,188 | 130,710,615 | 146,378,643 | 158,660,931 | 167,979,937 | 174,886,389 |
| 예상ROIC(평균) | 63.4% | 46.5% | 46.6% | 49.9% | 49.7% | 48.4% | 47.4% | 46.7% | 46.1% | 45.8% |
| 예상ROIC(기초) | 105.5% | 51.5% | 51.7% | 56.1% | 55.8% | 52.5% | 50.2% | 48.6% | 47.5% | 46.7% |
| IC증가액 | | 10,394,375 | 12,916,420 | 17,977,100 | 21,934,742 | 19,110,427 | 15,668,029 | 12,282,287 | 9,319,006 | 6,906,453 |
| (+)유,무형자산 상각비 | 825,818 | 2,343,352 | 2,858,355 | 3,575,137 | 4,449,718 | 5,211,689 | 5,836,404 | 6,326,123 | 6,697,690 | 6,973,064 |
| 총투자액 | 12,737,727 | 15,774,775 | 15,774,775 | 21,552,237 | 26,384,461 | 24,322,115 | 21,504,432 | 18,608,410 | 16,016,695 | 13,879,516 |
| 예상 FCFF | 14,505,960 | 17,456,310 | 22,246,780 | 28,129,054 | 39,526,298 | 49,997,367 | 58,892,937 | 66,036,721 | 71,547,505 | |
| 할인기간 | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 현재가치 | | 13,263,892 | 14,594,912 | 17,007,510 | 19,663,155 | 25,264,386 | 29,220,946 | 31,472,763 | 32,268,715 | |

자료: SMIC Team ELF

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