

2010년 10월 8일

하나투어(039130)

BUY

“여행, 어디까지 가 봤니?”

v 라이프 스타일의 변화에 따른 여행수요 증가

97년도 대비 관광을 목적으로 하는 해외여행 비중은 61.2% 에서 10년 후인 07년도 86.9%까지 상승할 정도로 레저, 휴가, 여가 등의 목적으로 해외여행을 선호하는 수요의 비중이 커지고 있다. 이에 더불어서 5일 근무제, 공휴일 제도의 여론화, 여행사의 발전 등에 따라 라이프 스타일의 변화는 가속화되고 있으며 동사의 FIT과 관광패키지 분야 수요층은 더욱 증가하고 있다

v 강한 국내경기 회복세와 함께 출현하고 있는 대기수요

국내 여행업은 거시경제 악화로 인한 위기 후에 바로 그 동안 축적되어 있던 대기수요가 표출되면서 외환위기 이후 99년도 42%, 03년 카드사태 이후 25% 등 큰 폭의 성장세를 보여왔다. 10년도 국내경기는 상반기 7.6%의 강한 성장률을 보이며 각종 소비자지수도 상승세를 타고 있다. 대기수요가 출현하는 상황에서 여행시장의 가장 큰 M/S와 함께 규모의 경제효과를 누리고 있는 동사의 실적 호황세가 기대된다.

v FIT시장에 대한 공략무기! 온라인 사업 & 해외 네트워크

여행업계에서는 FIT시장이 큰 폭의 성장세를 보이고 있다. 동사 또한 이러한 흐름에 발맞추어 연간 100억 규모의 해외 법인 투자를 진행하고 있으며, 온라인 시스템 구축, 해외 영업망 확장, 다양한 FIT 상품 개발 등을 통해서 선점효과를 기대케 한다.

v 항공편 공급 증가에 따른 가격협상력 & 비용절감 효과 기대

외항사 및 저가항공사의 국내시장 진출이 늘고 있다. 양민항의 비중은 감소하고 저가항공사와 외항사의 비중이 커지고 있는 상황에서 동사는 2가지 효과를 기대할 수 있다. 첫째, 그 동안 부족했던 좌석 확보에 유리해져 다양한 상품개발 및 매출 증대연계가 가능해진다. 둘째, 수요독점적 구조를 탈피하게 되어 동사의 항공운임 협상력이 증가하여 비용절감효과가 작용할 것이라고 판단된다.



적정주가:	73,500원
현재주가:	49,150원 (10/8 기준)
상승여력:	49%

시가총액	5,709억원
ROE	25.57%(e)
ROA	14.10%(e)
영업이익률	13.95%
배당수익률	20.0%
P/E Ratio	22.18
P/B Ratio	5.47

주요주주:	
박상환(외 14인)	(20.62%)
SIMSL	(5.51%)
국민연금	(5.26%)
하나투어 자사주	(5.24%)

SMIC 리서치 1팀

팀장 유호상
팀원 안성혜
한 욱
김민아
안동준

I. 여행산업 Overview

1. 여행산업의 흐름

세계화 흐름 + 유동인구의 폭발적인 증가로 팽창하고 있는 여행산업

여행산업은 세계화 흐름으로 인한 국가간 출입국 제재 완화 등 국가간 경계가 사라짐으로 인한 국가별 유동인구의 폭발적 증가로 매해 꾸준한 성장을 거듭해 왔다. 세계적인 부의 증대와 맞물려 고부가가치 산업으로 각광받고 있다. 최근 경제 위기와 전염병 등의 영향으로 성장세가 주춤했었지만, 최근 경기 회복세를 타고 다시 가파른 성장세를 보이고 있다. 또한 인터넷의 보급으로 고객들의 자율성과 접근성이 증대됨에 따라 기존에 존재하던 FIT(Free Independent Travel, 개별자유여행) 시장 수요가 눈에 띄는 성장을 보임에 따라 업계 질서가 재편되는 과정이다.

여행산업의 범위가 점점 넓어지고 있음

항공사에 종속되어 단순 항공권 대매업을 영위하던 기존 여행사업의 개념이 현재 콘텐츠 사업으로 거듭나며, 최상위 업체는 규모의 경제를 기반으로 부가가치가 높은 패키지 상품 판매자로 탈바꿈하고 있다. 이러한 변화는 여행산업의 추가적인 성장 가능성을 시사하며, 기존의 경기변동에 대한 취약성을 극복하고 여행산업의 범주를 넓히는 데도 기여하고 있다.

2. 여행산업의 Key Indicator (규모의 경제+고객관리와 신뢰도+판매채널 확보)

2.1 규모의 경제

여행산업의 Key

1. 규모의 경제

현재 여행산업은 8,000여 개 업체가 등록되어 있지만 실제로 여행 패키지를 개발하고 구성할 수 있는 상위 30개 정도의 업체가 주도하고 있다. 그 중에서도 시장에 절대적인 영향력을 미치고 있는 것은 여행상품을 기획, 개발하고 고객을 모집하며 그 여행상품들을 소매여행사들에게 대량으로 팔 수 있는 능력을 갖춘 대형 도매여행사이다. 이들은 규모의 경제효과를 가질 수 있다. 일단 항공권 부분에서 많은 좌석을 할당 받아 처리해 줄 수 있으므로 성수기에도 지속적으로 좌석을 확보할 수 있다. 또한 현지 숙박업체와의 협상력에 있어서도 규모의 경제효과가 발휘될 경우, 비용절감효과를 누릴 수 있다. 이에 따라 현 여행업은 규모의 경제 달성이 가능한 대형 홀세일업체들 위주로 시장이 재편되고 있다.

2.2 고객관리와 신뢰도 확보

여행산업의 Key

2. 고객관리 & 신뢰도

여행산업의 특성상 서비스를 한 번 구매했던 고객이 만족했을 시에 재구매하는 확률이 높기 때문에 신뢰도가 높은 '단골 고객'의 중요성은 절대로 도외시할 수 없다. 개별화되고 다양해져가는 소비자들의 욕구를 충족시키기 위해서는 꾸준한 연구와 조사를 통한 고객 관리가 필수적이다.

2.3 판매채널 확보

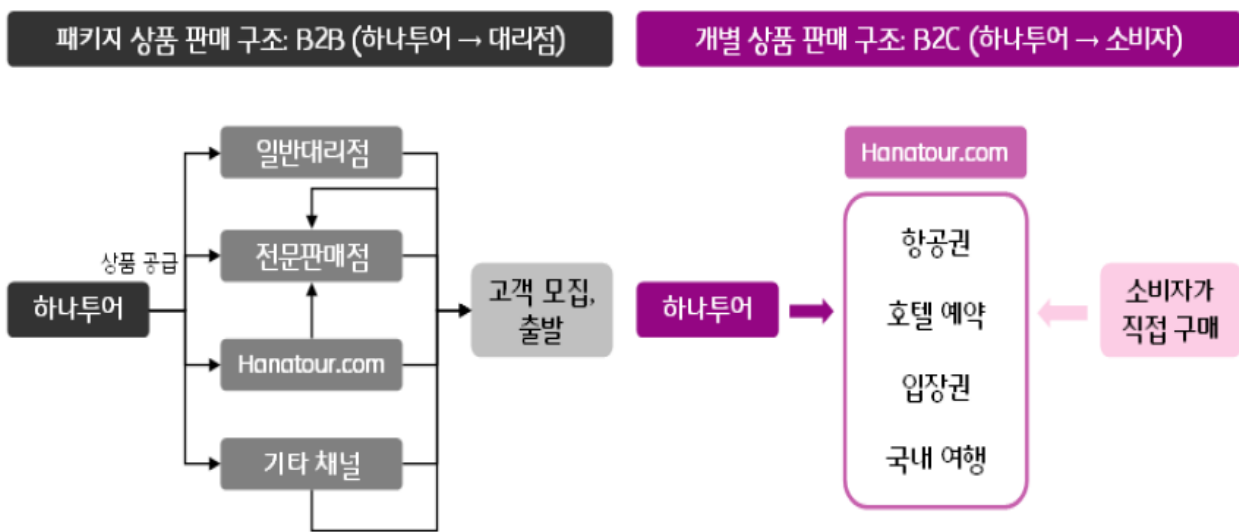
여행산업의 Key

3. 판매채널 확보

여행산업의 특성상 항공사 등 타 업체와의 제휴가 큰 중요성을 지닌다. 특히 도매업의 경우에는 직접적으로 상품을 파는 것이 아니기 때문에 소매업체들과의 제휴는 불가피하다.(그림 1참조) 또한 관광객 유지와 네트워크 확보를 위해 해외 법인 설립도 활발히

이루어지고 있다. 그러한 유통 채널들을 확보하는데 있어서 영업력의 제고뿐 아니라 문화 콘텐츠 생산의 측면에서 다양한 상품 기획 등의 전략으로 차별화를 도모해야 한다. 유통 채널의 다양화·다각화가 필요한 시점이다. 업계에서도 이를 인식하고 앞다투어 온라인 등 새로운 유통 채널을 구축하고 있다.

그림 1. 하나투어의 판매구조



출처: 사업보고서, IBK투자증권

II. 하나투어의 BM

1. 홀세일 (wholesale)

하나투어의 BM

1. 홀세일 : 상품을 기획, 구조화시켜 소매업체들에 판매하여 수익을 창출

동사는 개별적으로 상품을 판매하지는 않고 다양한 상품을 개발해 소매업체들과 제휴를 통해 판매하는 '종합 여행 홀세일러'로서 업계 1 위에 자리매김하고 있다. 동사의 가장 큰 BM 인 홀세일이란, 고객들에게 직접적으로 상품을 판매하는 것이 아니라 상품을 기획 구조화시켜 개발하여 소매업체들에게 대량으로 판매하여 그로 인해 수익을 창출하는 도매업이다. 현재 동사는 전국 5,000 여개 소매여행사들과 제휴하여 현재 14,000 여 개의 여행상품을 이들 소매여행사들을 통해 판매하고 있다. 이와 같은 사업모델을 가지고 있는 도매여행업체들간에서도 50%가 넘는 압도적인 점유율을 보이고 있다. 또한 하나투어닷컴(<http://www.hanatour.com>)을 구축하여 '온라인 홀세일'이라는 온라인 사업모델을 시행하고 있다. 이것은 B2B(Business to

Business)와 B2C(Business to Customer)를 결합한 개념인 B2B2C 라는 사업모델로, 기업들을 모집하여 소비자들에게 그 기업들의 제품을 판매하도록 해주는 전자상거래 시스템이다. (차트 1 참조)

2. 항공권 판매수수료

하나투어의 BM

2. 항공권 판매수수료 :
항공사로부터 대량 항공권
구매 후 소비자들에게 매매

동사의 매출액에서 차지하는 다른 부분은 항공권 알선 수수료이다. 항공사로부터 항공권을 대량으로 구매하여 고객들에게 판매하고 수수료를 받는 방식인데 여행상품 기획과 알선에 비해서 마진율이 매우 낮다(2~4%). 또한 최근 제로 커미션 제도 시행으로 인해서 거의 수익을 낼 수 없게 되었는데 볼룸 인센티브 등으로 어느 정도 상쇄시키고 있지만 앞으로 매출액에서 차지하는 비중은 점점 줄어들 전망이다.

3. 소매판매 수수료 (B2X2C)

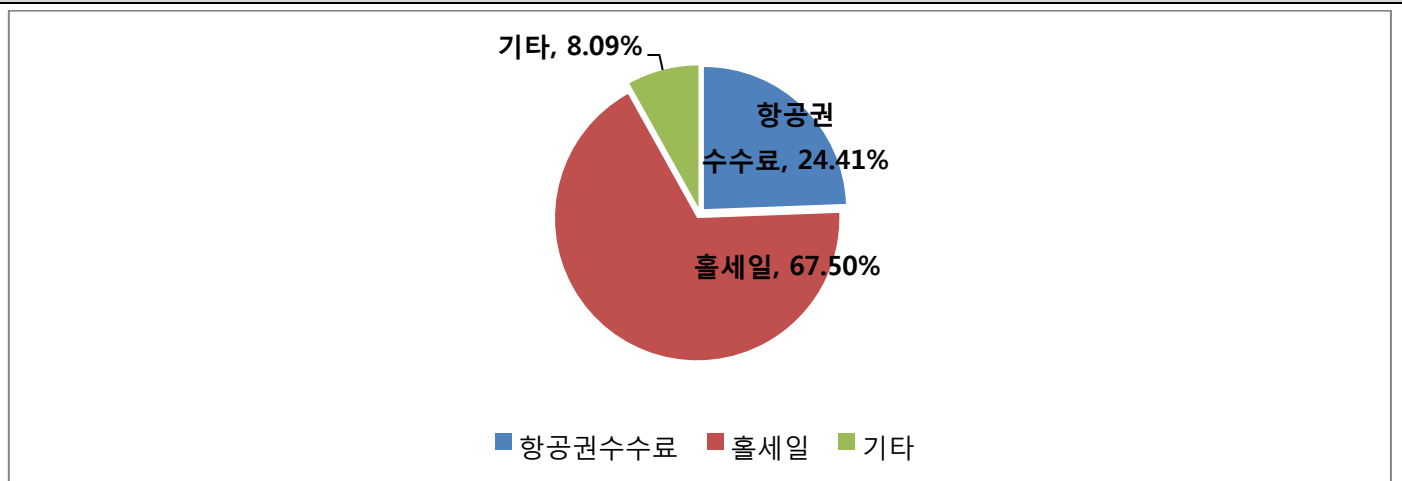
하나투어의 BM

3. 소매 판매수수료 :
하나투어의 유통망을 통해
판매할 수 있음

최근 하나투어는 B2X2C 라는 새로운 사업모델을 구상하고 있는데 B2X2C 는 지금까지 하나투어에서 여행상품을 공급하고 대리점에서는 판매만 하던 일방적 구조에서 벗어나, 협력 여행사나 대리점이 직접 각자의 강점이 있는 여행상품을 개발해 하나투어의 유통망에서 판매할 수 있게 하는 참여형 모델을 말한다. 이를 위해 여행 상품 전문판매점을 통한 기존 판매망을 확충하고 하나투어닷컴을 여행포털로 육성하는 등 온·오프라인 유통채널을 동시에 강화한다는 전략을 세우고 있다.

차트 1. 09년 하나투어 수익 비율

(단위: %)



출처: 한국관광공사

Ⅲ. 투자포인트 1 [경기회복 & 대기수요]

1. 거시경제회복에 따른 하나투어의 실적 상승 기대

1.1 경기회복 시에 큰 폭의 성장성을 보이는 여행산업

과거 14년 간의 수치를 분석해 보았을 때, 경기회복 시에 큰 폭의 대기수요를 확인할 수 있었음

여행업은 거시경제변화(세계경기, GDP, 소득수준, 환율)에 매우 민감한 산업이다. 97년부터 해외관광객 추이를 분석해보면, 98년 외환위기, 03년도 카드사태, 08/09년도 금융위기 속의 소득수준 감소와 높은 환율은 마이너스 증가율과 어김없이 상관관계를 보여왔다. 하지만 여기에서 중점적으로 주목해야 할 부분은 경제위기 후 경기회복세와 함께 여행수요는 다른 산업에 비해 더 빠르게 회복된 사실이다. **(차트 2 참조), (차트 3 참조)** 물론 기저효과도 작용하였지만, 외환위기 이후 99년도 42%, 03년 카드사태 이후 25% 등 큰 폭의 빠른 성장세를 보여줬다. 이에 대한 가장 큰 원인에는 대기수요가 있다. 즉, 경기가 악화되었을 경우 미뤄두었던 여행수요가 경기회복과 함께 큰 폭의 수요로 나타난다는 특징이다.

08 ~ 09년 금융위기에 큰 충격을 받았던 여행업계

불행히도 동사를 포함한 여행업은 08~09년 미국발 금융위기에 의한 GDP 마이너스 성장률과 원/달러 환율까지 육박했던 높은 환율 그리고 세계적으로 맹위를 떨쳤던 신종인플루엔자 발생에 따른 큰 충격에 어닝쇼크를 기록하였다. 이는 하나투어만의 문제가 아닌 모든 국내 여행사가 당면했던 어려움이었다. **(차트 4 참조)**

완전한 국내경기 회복세 :
상반기 GDP성장률 7.6%,
상반기 소비자 지출전망, 소비자 기대지수 110 초과

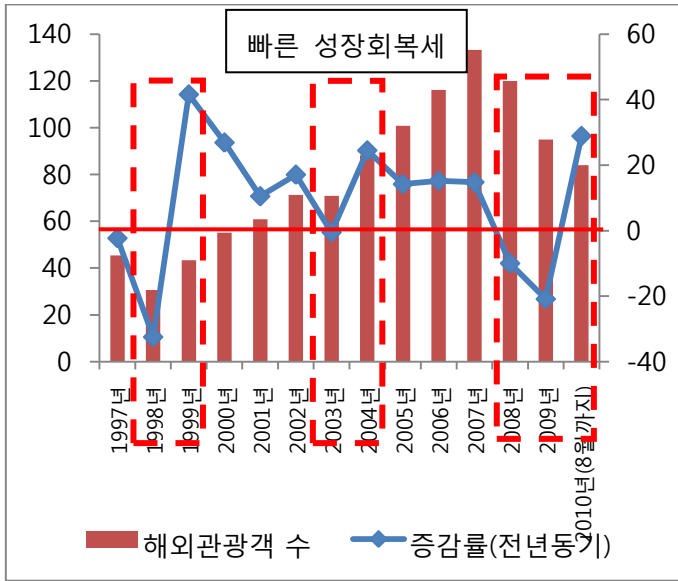
1.2 국내 경기의 완전한 회복세와 함께 부각되는 하나투어의 실적세

국내경기는 명시적으로 선진국들 중에서 가장 빠른 턴어라운드를 보이고 있다. 선제적인 재정정책에 힘입어 상반기 GDP 성장률은 7.6%를 보였으며, 예상 10년도 GDP 성장률은 6%를 예상하고 있다. 이와 더불어 국내 소비여력을 보여주는 소비자 지출전망, 소비자 기대지수 모두 08년도 80까지 떨어졌던 수치가 07년도 상반기 110까지 올라선 상황이다. 물론 선불리 우리나라경제가 경기상승 사이클 궤도에 올라섰다고 단언할 수는 없지만, 거시경제가 회복될 때 나타나는 징후인 물가상승률도 높아지는 등 국내경기가 바닥을 찍은 것만큼은 인정할 수 있는 사실이다. **(차트 5 참조)**

동사는 규모의 경제와 상품 구성력을 통해 대기수요를 최대한 흡수할 것으로 전망

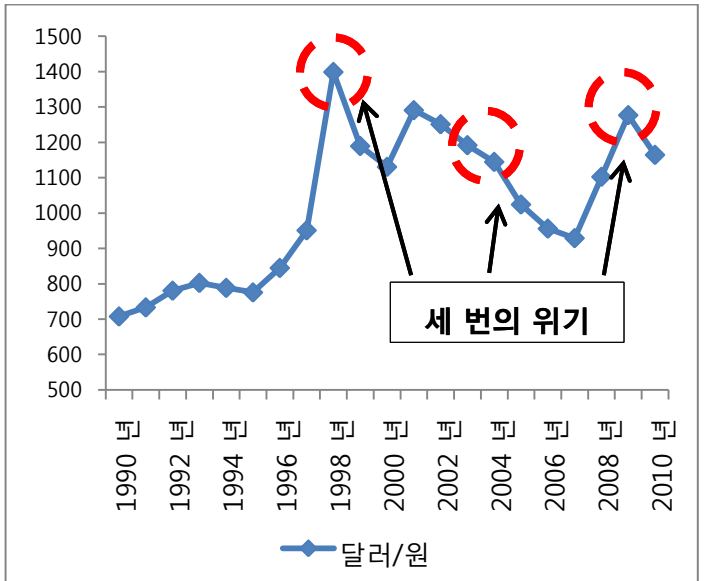
일단 국내경기 회복세에 따른 소비여력 증대는 여행수요증대로 이어지고 있다. 10년도 8월까지 집계된 해외여행객 수는 이미 04년도 해외여행객 수치에 다다른 상황이며, 동사의 10년도 상반기 매출액도 이미 09년도 매출액의 78%에 육박하였다. 경기회복에 따른 국내 대기수요가 출현함에 따라 여행시장의 가장 큰 M/S 와 함께 규모의 경제 효과를 누리고 있는 동사의 실적 호황세가 기대된다.

차트 2. 해외관광객 수 & 증감률 (단위 : %)



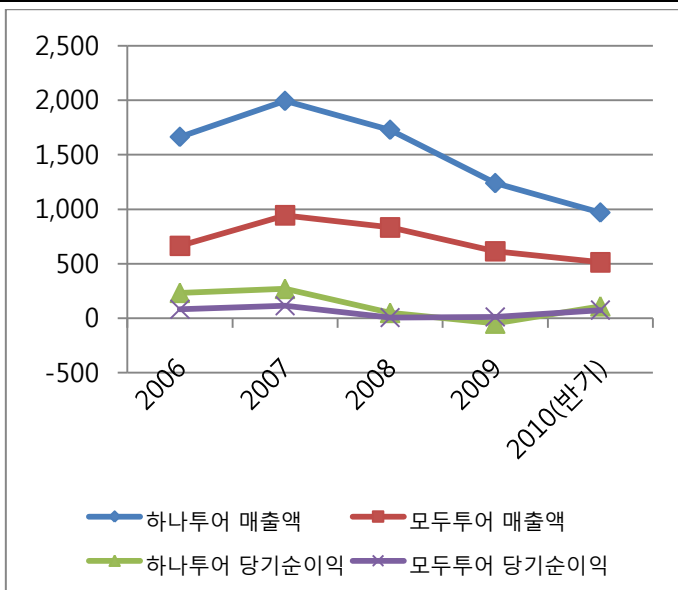
출처: 한국관광공사

차트 3. 환율추이 (1990년~2010년)



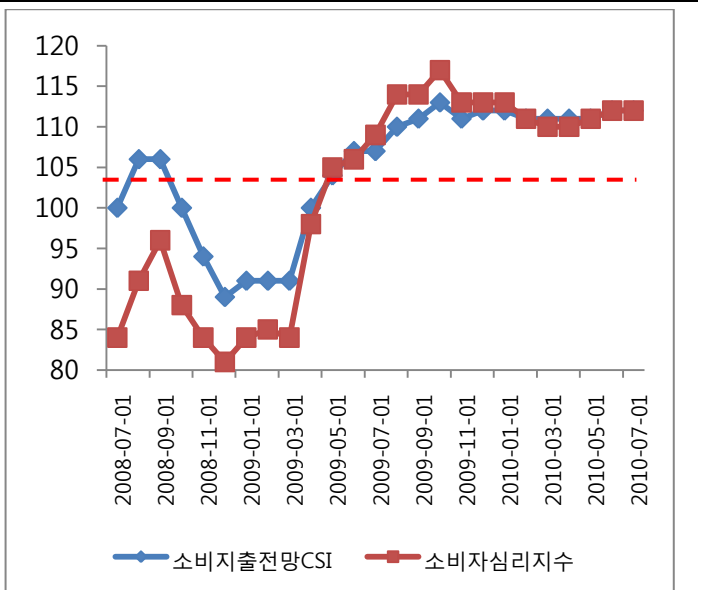
출처: 통계청

차트 4. 하나투어와 모두투어의 실적추이 (단위 : 억원)



출처: 사업보고서

차트 5. 소비지출전망 CSI 및 소비자심리지수



출처: 통계청

2. 라이프스타일의 변화에 따른 여행산업 팽창

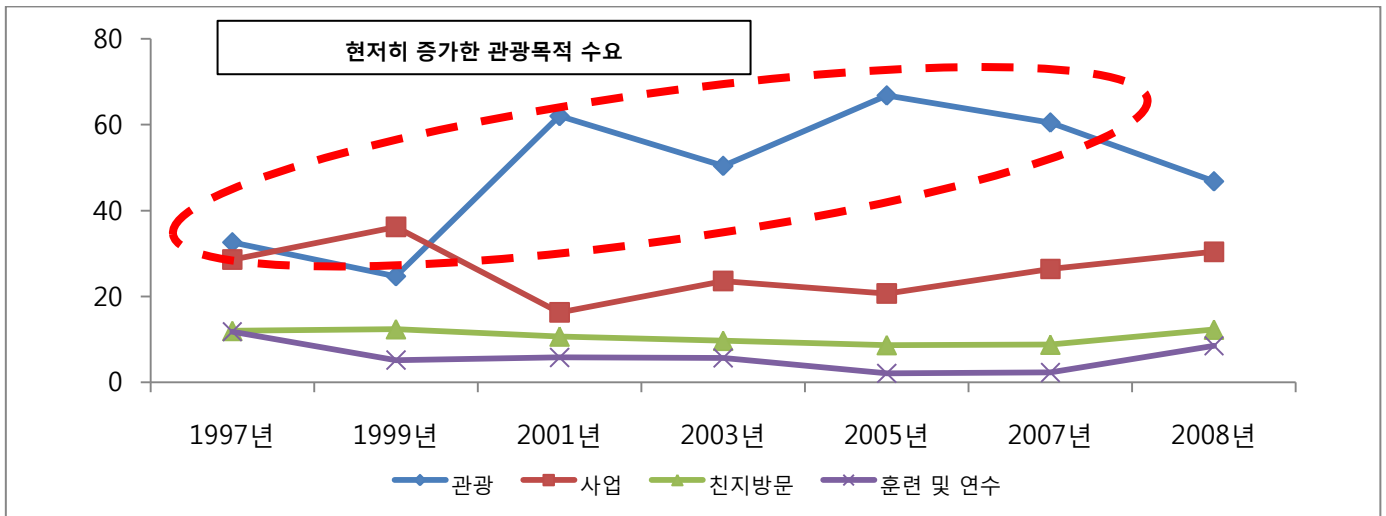
88년도 여행자유화 정책을 시작으로 국외 여행산업은 태동하였다. 산업의 초기단계를 지나, 소득수준 향상과 국민들의 라이프스타일이 변화하면서 여행에 대한 수요는 더욱 늘어날 것으로 예측된다. 게다가 5일 근무제 시작, 대체 공휴일 제도의 여론화, 비자면

제협정 체결, 여행사의 발전에 따른 상품의 다양화, 높아진 접근성 등은 이러한 라이프 스타일의 변화를 가속화시키고 있다.

라이프 스타일 변화 + 제도 변화 + 사람들의 여행에 대한 인식 변화
= 여행산업 성장

설문결과를 분석해보면 97년도 대비 관광을 목적으로 하는 해외여행 비중은 61.2% 에서 10년 후인 07년도 86.9%까지 상승한 결과를 알 수 있다. (차트 6 참조) 그만큼 레저, 휴가, 여가 등의 목적으로 해외여행을 선호하는 수요의 비중이 커지고 있음을 알 수 있다. 이 부분에서 관광패키지와 FIT이 주요 BM인 동사의 수요층도 확대되고 있음을 볼 수 있다.

차트 6. 해외 관광여행 목적 (단위 : %)



출처: 한국관광공사

Ⅲ. 투자포인트 2 <FIT & ONLINE>

1. 확대되는 FIT시장

1.1 대세는 FIT

FIT 시장 성장.

FIT에는 에어텔, 호텔, 비즈니스 여행 등이 속해 있는 시장

현재 여행산업의 큰 흐름은 FIT이다. FIT는 개별자유여행으로 기존에 여행 일정이 고정되어 있는 패키지 여행에서 자신이 직접 여행일정을 조절할 수 있는 자유로운 방식으로 현재 항공과 숙박을 묶어서 판매하는 에어텔이 대표적이고 이에 온천여행을 추가한 다거나 하는 여러가지 방식으로 일정을 조정할 수 있다. FIT라는 개념은 2006년 이후부터 대두되기 시작하였으나 2008년 금융위기, 2009년 신종플루로 인하여 여행 산업 자체가 축소되며 FIT 시장 또한 크지 못했다.

1.2 패키지 VS FIT

FIT 시장 성장

여행자 연령대 하락, 비즈니스 여행, 정보접근성 강화 등에 의해 FIT 시장 성장

일반적으로 여행사 상품의 매출은 연령대가 높거나 가족여행의 경우 패키지 상품을 선호하며 연령대가 낮거나 친구 또는 소규모 모임, 비즈니스 목적의 경우에는 FIT 상품을 선호한다. 또한 인터넷의 발달과 함께 여행지에 대한 정보를 손쉽게 얻을 수 있으며 관련 서적들의 많은 출간이 FIT 시장의 성장에 영향을 미치고 있다. 인터넷 세대인 20~30대의 수요가 점차 늘어날 것이라고 쉽게 추측할 수 있다. (차트 7 참조)

FIT 시장 성장.

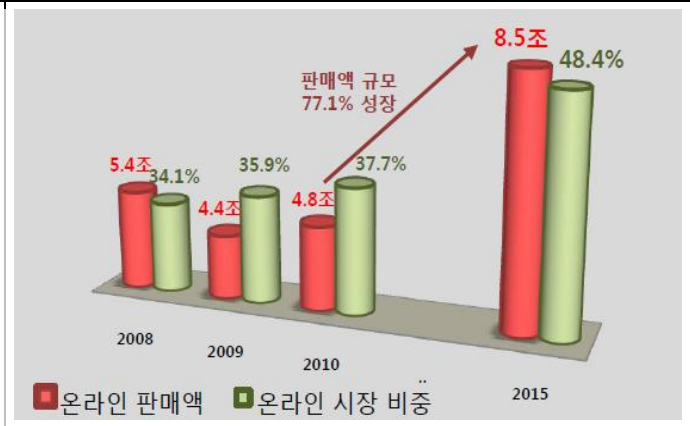
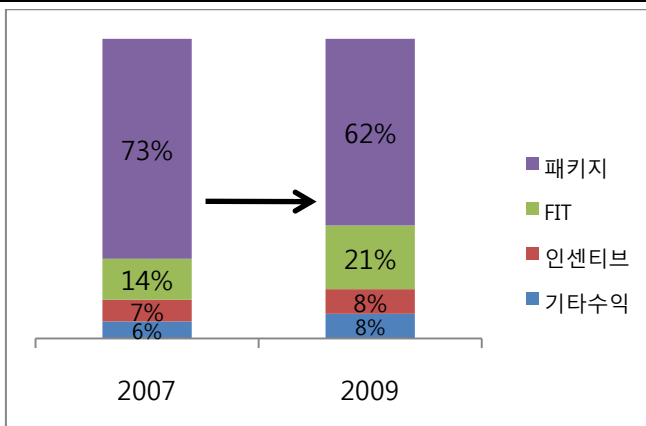
동사는 이에 연간 100억원 규모의 투자를 통해 대비

동사의 매출 구조를 살펴보면 매출에서 FIT의 비중이 늘어나고 있음을 알 수 있다. 이는 소비자의 수요가 합리적으로 변해가는 과정이라고 볼 수 있다. 동사 또한 이러한 흐름에 발맞추어 연간 100억 규모의 해외 법인 투자를 진행하고 있다.

차트 7. 동사의 매출구조

(단위: %)

그림 2. 온라인 판매 시장 증



출처: 사업보고서

출처: 하나투어 IR자료

1.3 FIT의 수익성

FIT상품은 구조상 가이드 제반 비용이 절감되어 수익성이 오히려 제고된다.

단순하게 생각해 보면 여행사 입장에서 FIT사업의 수익성을 우려할 수 있다. 일반적으로 여행사는 항공, 숙박, 관광지 여행 등의 개별 상품들을 패키지로 묶어서 커미션을 얻는 구조이므로 언뜻 생각하면 이익이 많이 남지 않을 거라고 판단하기 쉽다. 하지만 실제로 여행사 비용구조를 살펴보면 여행상품의 원가 개념인 항공사에 지급하는 항공권 지불 수수료를 제외하면 거의 대부분이 인건비다. 특히 해외에 설립된 현지법인의 상황을 살펴보면 인건비로 인해 계속해서 순손실을 내고 있는 실정이다. FIT 상품은 구조상 가이드 제반 비용이 절감되어 오히려 여행사에게 이익이 된다. 따라서 FIT가 패키지 상품보다 수익성이 좋다고 할 수 있다.

2. FIT사업을 위한 차별화된 유통&판매 채널

2.1 증가하는 온라인 매출

온라인 매출의 증가 또한 FIT 시장의 성장에 긍정적인 영향을 미친다. 패키지 상품의 경우 특성상 복잡한 구성으로 인하여 고객들이 직접 대리점을 방문해야 하므로 온라인 마켓이 커질수록 상대적으로 FIT상품의 성장이 예상된다. 또한 동사의 강점인 해외 영업망을 이용하여 다양한 상품을 기획 및 제휴를 통해 하나투어닷컴에서 현지 여행사의 상품까지 취급하여 수수료 수입을 통한 새로운 수익 모델을 창출할 수 있다. 온라인 시장이 커지게 되면 직접 대리점을 운영하지 않아도 되므로 비용을 절감할 수 있고 광고 수입 등의 추가적인 수익이 창출된다. (그림 2 참조) 결국 이러한 구조가 선순환되어 M/S를 늘리는데 긍정적 영향을 미치고 있다.

2.2 경쟁사와 차별화된 네트워크 망

동사는 경쟁사인 모두투어나 롯데관광개발과 비교했을 때 해외 네트워크망이 잘 구축되어 있어 확실한 우위를 점하고 있다. 경쟁사인 모두투어의 해외 법인은 불과 지사 개념으로 불과 5개에 그치지만 동사는 28개 지역에 달하며 향후 40개 지역으로 확대할 예정으로 연간 100억원 규모의 해외법인 투자를 계획 및 진행하고 있다. (그림 3 참조)

동사는 FIT 시장을 장악하기 위해서 온라인 유통채널에 대규모 집중

다양한 FIT상품을 기획하기 위해 구축된 동사만의 글로벌 네트워크 망

그림 3. 동사의 현지법인 네트워크 망



출처: 사업보고서

Ⅲ. 투자포인트 3 <외항사 & 저가항공사>

1. 외항사 진입과 저가항공사의 등장은 세계적 흐름

외항사 진입과 저가 항공사의 등장은 세계적인 흐름

여행 산업의 반등에 따라 최근 외항사 및 LCC(Low Cost Carrier)라 불리는 저가항공사의 공급이 증가할 것이라는 소식이 들리는 것도 투자포인트 중 하나이다. 위와 같은 흐름은 단기적인 흐름이 아닌 구조적인 변화이기 때문에 당분간 지속될 것이다.

해외에서는 이미 저가항공사가 항공시장 성장의 견인 역할을 하고 있다. 2009년 IATA(국제항공수송협회)가 발표한 자료에 의하면 유럽의 대표적인 저가항공사인 라이언 에어가 이미 알려진 대형항공사들 보다 인원수만으로는 국제선 운항 항공사 가운데 가장 많은 인원을 송출한 것으로 알려져 있다. 덧붙여 말하자면 3위는 또 다른 저가항공사인 이지제트(easyjet)였다.

2. 외항사와 저가항공사들의 비중 확대

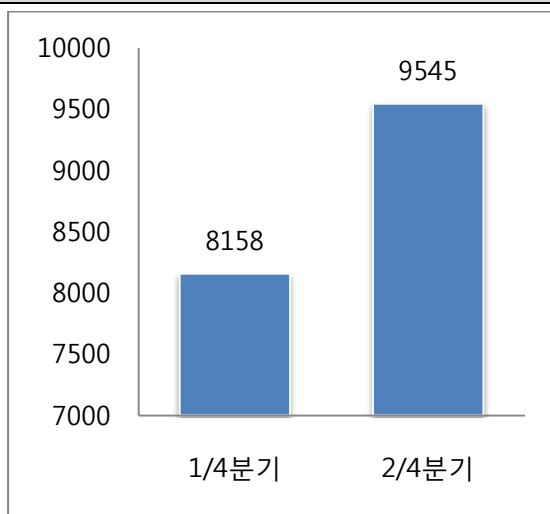
양민항사의 송출이 하락한 반면 저가항공사 & 외항사 송출 비중이 상승

현재 동사의 항공권을 주로 공급하는 양민항(대한항공, 아시아나항공)의 7월 국제선 송출 비중은 65.4%로 1월 대비 3.8%p 하락하였다. 하지만 최근 외항사 취항 소식이 자주 들리고 있으며 저가항공사들의 취항횟수는 증가하고 있다. 외항사의 경우 지난 2/4분기의 출발 횟수는 1/4분기 대비 11.7% 증가했다. 그리고 인도 에어인디아를 비롯해 4개 외항사가 연내 인천공항에 신규(재) 취항할 예정이다. **(차트 8 참조)**

저가항공사의 해외노선 확장이 진행 중

한편 출범한지 5년 밖에 되지 않은 저가항공사들 또한 9월 이후 국제선 취항을 증가시킬 예정이다. 제주항공은 인천~마닐라, 부산~세부, 인천~홍콩 등 3개 노선의 추가 운항을 계획하고 있고, 에어부산도 12월 필리핀과 홍콩 노선 운항을 준비하고 있다. 진에어 역시 인천~필리핀, 인천~마카오, 제주~상하이 노선 등을 운항할 예정이다. 정부 또한 앞으로 저가항공사들이 더 많은 국제선을 운항할 수 있도록 노선권을 배분한다는 방침이다. **(그림 4 참조)**

차트 8. 2010년도 외항사 항공기 이륙 회수



출처: 매일경제

그림 4. 저가항공사 국제선 취항 노선

항공사명	취항지역	취항예정
제주항공	인천~오사카, 인천~기타큐슈, 인천~방콕, 김포~오사카 등 총 6개	일본 및 동남아 지역 추가 취항 추진.
에어부산	부산~후쿠오카, 부산~오사카	동남아 신규 노선 취항 예정
진에어	인천~방콕, 인천~괌	인천~필리핀 클락, 인천~마카오 취항 예정
이스타항공	인천~쿠칭, 청주~옌지, 인천~코타키나발	중국 노선 취항 예정

출처: 각 항공사.

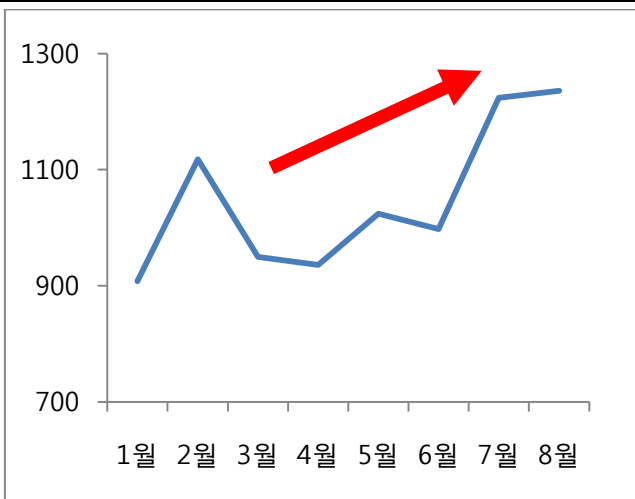
3. 항공권 공급 증가는 동사에게 유리한 상황

항공공급이 증가함에 따라 좌석확보가 가능하고, 항공권 비용이 하락 예상

이러한 영업환경 변화는 여행사에게 매우 긍정적인 영향을 끼칠 것이며, 특히 현재 국내여행사 중 점유율 1위를 차지하고 있는 동사에게 따르는 수혜는 더 크다고 판단된다. 우선, 외항사 및 저가항공사는 국내 수요 기반이 약하고, 판매채널 또한 빈약하기 때문에 국내 진입 시 상위의 국내 여행업체에 의존하는 경향이 크다. 그리고 현재 우리나라의 출국자수의 증가추이를 감안해 본다면, 양민항의 비중은 감소하고 저가항공사와 외항사의 비중이 커지고 있는 상황은 동사에게는 긍정적인 상황이다. **(차트 9 참조), (차트 10 참조)** 부족한 항공좌석으로 큰 폭의 가격 인상이 있었던 양민항의 항공권 가격이 대체재가 생기면서 하락할 가능성이 있기 때문이다.

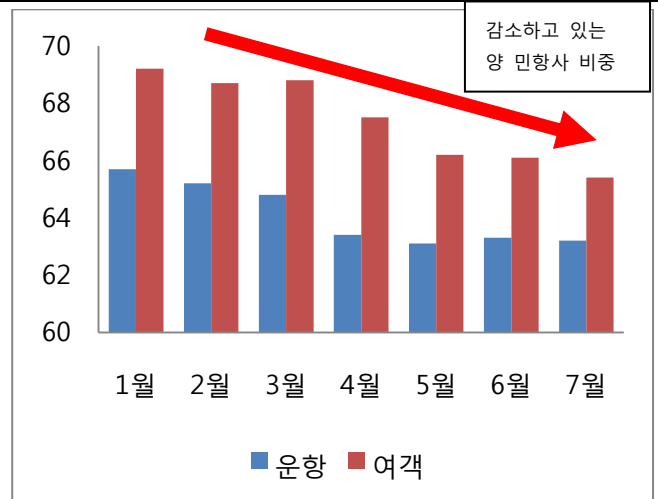
실제로 진에어는 올해 1월 인천~오사카 노선을, 2월에는 제주항공이 김포~나고야 노선을 추가하였다. 그리고 특히 3월에는 외항사의 취항이 많았는데, 태국의 비즈니스에어 항공, 인도의 에어아시아와 카타르항공이 인천으로 들어오기 시작했다. 4월 같은 경우에는 진에어가 인천~괌 노선을 만들었고 에어부산이 부산~오사카 노선을 신설하였다. 6월에는 외항사인 델타항공이 취항하였고 7월에는 저가항공사인 이스타항공이 인천~코타키나발루 노선을 추가하였다. 이런 상황을 미루어 보아 자금여력 및 수요예측 능력이 높은 동사가 충분히 수익성을 개선할 수 있다고 생각한다.

차트 9. 우리나라 출국자수 추이 / 2010년 (단위: 천명)



출처: KATA

차트 10. 양 민항사 비중 추이 / 2010년 (단위: %)



출처: 인천공항공사, 대신증권리서치센터
주: 2010년 국제선, 여객기 기준

IV. ISSUE

1. 제로커미션, 그리고 볼륨인센티브

2010년부터 시행되는 제로커미션 제도

동사의 매출액 중 30%는 항공사에서 발권되는 항공권을 사들여 대리점에 넘기거나 소비자에게 팔 때 발생하는 수수료로부터 발생된다. 2008년 이전까지 항공권 발권수수료는 9%로 고정되어있으나, 2008년 4월 대한항공이 기존의 항공권 수수료를 7%로 하락 시킴으로 전체 매출액의 6~70%를 항공사에서 지급하는 발권수수료에 의지하던 중소여행사의 생존의 위협이 되는 것은 당연한 논리이다. 제로커미션 이슈가 제기되었을 때, 중소여행사들을 위시한 여행업계에서는 대부분의 여행사들 일자리 30%가 사라지고 매출액이 35% 가까이 감소됨을 근거로 논의 철회를 주장하였다.

항공권 판매수수료가 대부분인 소매여행사

그리고 2010년 대한항공이 항공권 발권수수료를 폐지를 선언하고, 다시 한 번 여행업계의 이슈로 떠올랐다. 하지만 이는 전체 여행사의 리스크로 작용하지는 못할 것이다. 그 이유로는 대형여행사의 경우, 항공사에서 발권하는 항공권의 일정 비율 이상 사들이면 발생하는 볼륨인센티브제도(항공권 발권수수료 제도 폐지 후에도)로 2%가량의 이익을 누릴 수 있지만, 항공권 대량구매를 해낼 수 없는 소규모 여행업체로서는 기존에 주 수입원이었던 있던 7%의 항공권 판매수수료 부분을 포기할 수 밖에 없는 구조이기 때문이다.

오히려 동사와 같은 대형여행사들에게는 점유율을 확대시킬 수 있는 기회

실제로 미국의 경우 제로커미션제도를 도입한 후 전체 중소기업의 30%가량이 구조조정이 되어버리는 여행업계의 큰 지각변동이 있었다. 하지만 동사와 같이 기획력과 자본을 통해 상품을 설계할 수 있는 업체들에게는 오히려 이번 제로커미션 제도가 시장의 한계기업들을 도태시키고, 여행업 전반에서 이들이 차지하는 점유율이 더 커질 수 있는 기회가 될 것이라고 판단된다.

2. 미국 비자면제프로그램 (VWP)

08년 11월 17일부터 시행된 미국 비자면제 프로그램

2008년 11월 17일부로 한-미간 비자면제협정이 발효되었다. 복잡한 신청서와 서류를 들고 대사관에서 인터뷰를 기다려야 할 필요가 없어진 것이다. 비자면제 프로그램의 내용은 90일 이내 체류 목적이고 전자여권을 소지한 상태라면 비자 없이 미국에 입국할 수 있게 된 것이다. 당시 여행업계에서는 미주 지역으로의 여행 수요 증가를 기대했고 미주지역 여행에 대한 관심도 증가했다. 80만 명이던 방미 한국인 수(관광 목적)가 3년 내 120만 명으로 늘어날 것으로 내다보았고(문화체육관광부), 여행업계에서는 당시의 2배인 160만 명으로 늘어날 것으로 예측했으나, 그러나 발표 직후 경제 위기와 환율 급등, 신종 플루까지 겹치면서 기대했던 만큼의 결과는 나타나지 않았다.

08년도 금융위기에도 불구하고 비자면제협정은 미국 여행수요에 영향을 미침

실제로 2009년 한국인 미국 입국자 수는 906,006명(관광 이외 목적 포함) 2008년 1,007,466명 대비 약 10%가 줄어들었다. 하지만 무비자 방문객은 2008년 97,832명에서 2009년 297,990명으로 상당히 증가한 것을 볼 수 있다. 또한 2008년부터 2010년까지 전체 출국자 가운데 미국으로 출국하는 비율이 꾸준히 증가하는 것을 볼 수 있으므로 비자 면제 협정은 여러 악재에도 불구하고 조금씩이나마 여행객들의 수요에 영향을 미친 것으로 보인다. **(차트 11 참조)**

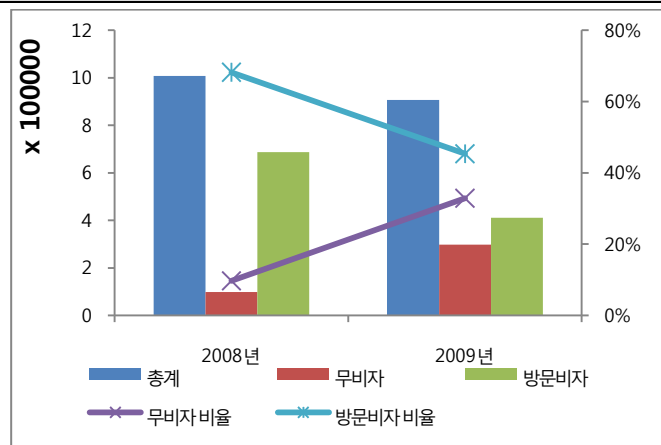
최근 경기회복세와 저환율에 따라 본격적인 이 제도의 효과가 발생될 것으로 기대

하지만 최근 경기 회복세와 환율 안정세에 힘입어 여행객 수와 미국 방문객 수는 다시 꾸준한 성장세를 보이고 있다. 한국인 방문자수를 분기별로 보면 1분기에 23만1,371명으로 지난해 동기에 비해 44.4%가 증가했으며 2분기에는 작년 동기 대비 60.6%가 늘어난 26만6,322명이 입국했다. 항공, 관광 등 관련 업계는 현 추세가 지속될 경우 연말까지 80만 명이 방문해 최고치를 보였던 지난 2007년의 기록을 경신하는 것은 물론 처음으로 연간 100만명 방문 시대를 열 것으로 전망했다. **(차트 12 참조)**

동사에게는 수익성 높은 시장이 창출된 셈

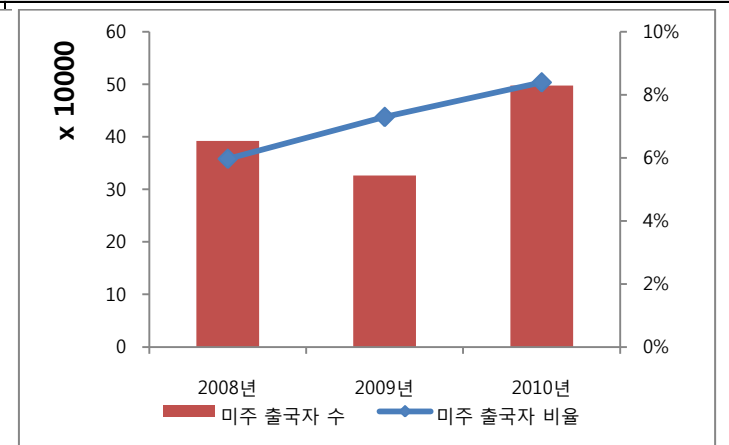
따라서 지금 추세가 이어진다면 동사에게 미주 시장은 무시할 수 없는 부분이 될 것이다. 저가 위주, 단거리 위주인 주변국과 동남아 시장과는 달리 미주 시장은 유럽 시장 등과 함께 장거리 노선으로 높은 수익률을 확보할 수 있으므로 매출 비중 대비 높은 수익을 창출할 수 있는 시장으로, 동사의 높은 시장점유율과 상품 및 패키지 기획력으로 충분히 높은 수익을 창출해낼 수 있을 것으로 보인다.

차트 11. 미주 여행객 수와 무비자 방문객 비율



출처: 코리아포스트

차트 12. 미주 출국자 수와 비율 추이



출처: 미 상무부 국제무역국, 코리아타운 데일리

V. RISK

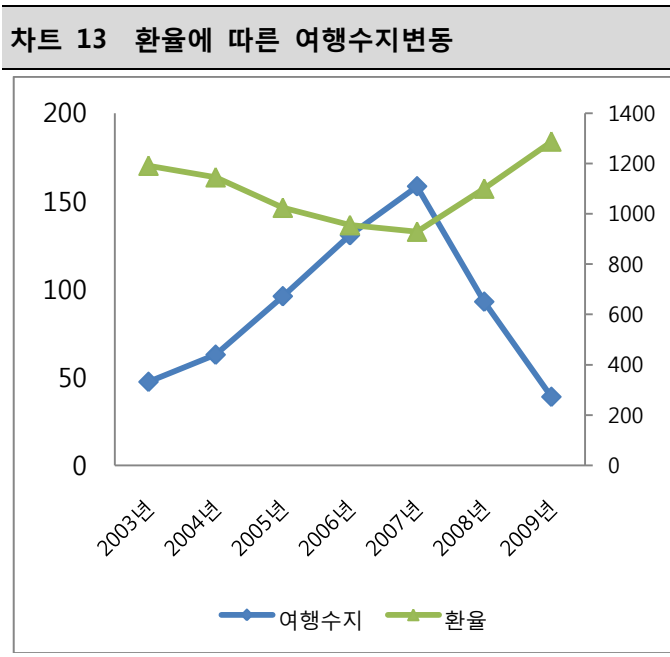
환율리스크

환율변동과 여행수요의 높은 상관관계

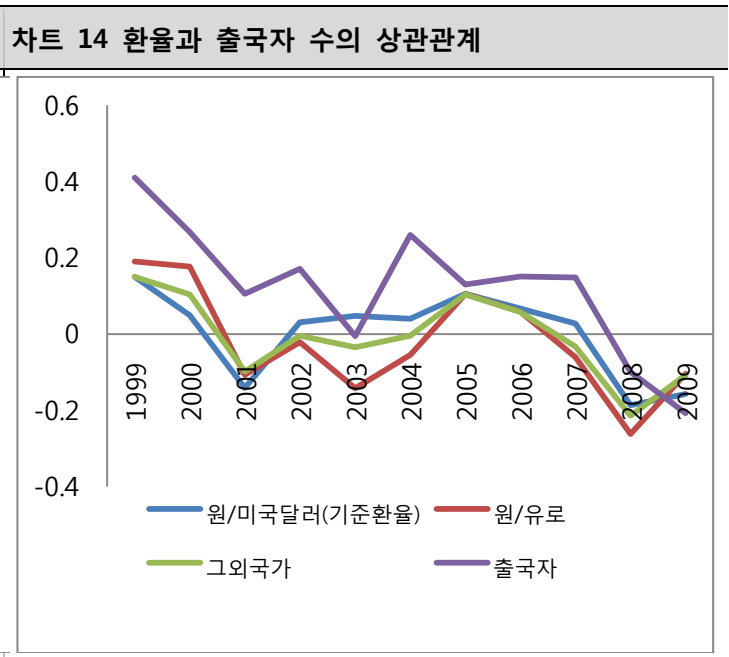
원화의 가치가 상승세를 탈 경우에는 여행수요가 증가하는 모습을 확인 할 수 있다. 여행자금은 달러 혹은 유로를 기준으로 환전을 할 수 있기 때문에 여행수요는 달러와 유로의 상승여부와도 밀접한 관계를 보인다. 전염병과 같은 특수한 이벤트를 제외하곤 달러와 유로의 증감추이에 많은 영향을 받는다. 한가지 재미있는 점은 미국 달러 및 유로 대비 원화 가치와 그 외 국가의 화폐 대비 원화 가치의 괴리가 클 때 출국자 성장율이 비교적 더 큰 성장폭을 보인다는 점이다. 이는 원화의 강세로 인해 발생하는 달러/원의 가치와 달러/그 외 국가의 화폐의 가치 사이의 차액으로 여행자들이 같은 금액으로도 해외에서 더 많은 혜택을 누릴 수 있다는 점에 매력을 느끼는 것으로 이해된다. **(차트 13 참조), (차트 14 참조)**

따라서 동사에게도 환율은 내재된 리스크일 수밖에 없음

이러한 환율의 변동은 여행업에 있어서는 내재적인 리스크일 수밖에 없다. 동사의 매출 실적도 환율의 변동과 그 궤를 같이하고 있는 모습을 볼 수 있다. 여행업 최고 호황기라 일컬어지는 2007년 높은 당기순이익을 벌어들였지만 이후 원화 가치의 하락과 함께 당기순이익이 줄어들었고, 2008 금융위기 당시 환율이 최고점을 찍게 되자 당기순손실을 기록했다. 하지만 그 후 사태가 진정되어가며 환율이 안정적인 가격대로 돌아오게 됨에 동사의 당기순이익도 다시 '이익'의 포지션으로 돌아오게 되었다. 또한 작년 하반기와 올 상반기 원화 가치의 상승세에 동사의 당기순이익도 높은 성장률을 보이고 있다. 환율이라는 거시적 변수를 제대로 예측하기는 불가능하고, 그러한 변동성을 안고 가야 한다는 점은 동사에게 분명 부담이 되는 점이라고 판단된다.



출처: 코리아포스트



출처: 미 상무부 국제무역국, 코리아타운 데일리

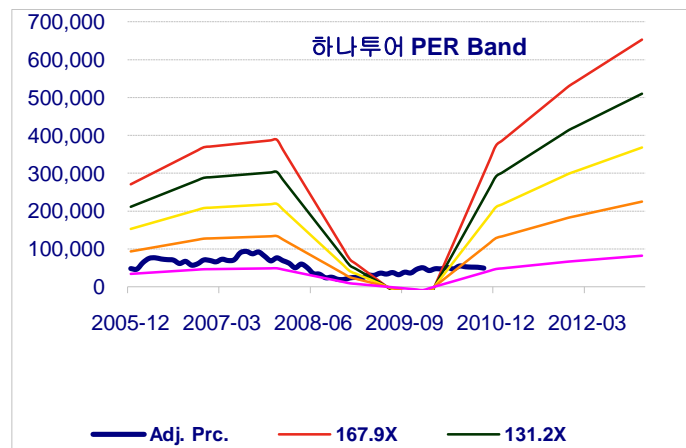
VI. Valuation

동사의 3분기 누계 실적과 업황이 비슷한 07년도 실적을 비교하여 매출액은 1850억 원으로 추정하였다. 여행 산업의 특성상 매출 원가가 없어 매출액과 영업수익이 같고 판관비는 07년도와 08년도를 비교했을 때 거의 변화가 없고 3분기 누계 실적과 07년도 수치와 비슷하다고 추정하였다. 09년도 판매 및 관리비에서 인건비가 감소하였으나 이는 업황이 좋지 않아 일시적으로 직원들의 급여를 삭감한 것이므로 다시 2007년과 2008년 수준을 되찾을 것으로 판단하여 2개연도 평균을 냈다. 직전연도까지 계속해서 나던 지분법 손실도 3분기를 기점으로 이익이 나기 시작하였으며 성수기인 4분기를 고려하면 더 이상 손실은 없을 것이다. 따라서 당기순이익 211억 원, 유통주식수 8,613,538 주로 적정EPS는 2,450원이 된다.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
Dep. & Amor.	7	8	12	17	20	29	28	25
가가상각 <i>Dep./Tan. assets</i>	7	8	12	16	16	15	11	10
	62.6%	106.8%	84.6%	5.4%	5.1%	4.7%	3.4%	3.4%
무형자산상각 <i>Amor/Int. assets</i>	0	0	0	0	5	14	18	14
	241.6%	29.6%	47.9%	61.8%	154.8%	24.2%	26.9%	25.0%
Sales	584	798	1,110	1,663	1,993	1,728	1,239	1,858
가중평균 성장률 () 매출액	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.0%
성장률							1,239	1,858
								50.0%
Costs								
매출원가 <i>% of sales</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
판관비 <i>% of sales</i>	500	680	933	1,361	1,634	1,630	1,235	1,617
	85.6%	85.2%	84.0%	81.8%	82.0%	94.3%	99.7%	87.0%
이자손익 <i>Actual net int rate</i>	8	10	11	17	51	49	29	30
	4.1%	4.0%	4.0%	2.6%	5.1%	6.4%	4.7%	4.7%
법인세 <i>Effective tax rate</i>	33	50	66	106	130	31	18	68
	31.6%	32.1%	28.3%	31.3%	32.7%	38.4%	-61.7%	25.0%
배당 <i>Div. per NI</i>	15	20	36	45	56	27	27	41
	21.3%	18.4%	21.4%	19.3%	20.9%	54.0%	-55.9%	20.0%
지분법 관련								
지분법적용 투자자산	42	82	83	130	147	220	165	183
지분법적용 투자자산 투자	0	25	(9)	43	40	87	18	18
지분법 손익	9	17	10	(0)	(26)	(10)	(64)	0
자회사 배당성장률	100.0%	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
매출액	1,110	1,663	1,993	1,728	1,239	1,858
매출 YoY Export %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.0%
COGS	0	0	0	0	0	0
상품매출원가	0	0	0	0	0	0
저렴매출원가	0	0	0	0	0	0
매출총이익	1,110	1,663	1,993	1,728	1,239	1,858
SG&A	933	1,361	1,634	1,630	1,235	1,617
영업이익	178	302	359	98	4	242
영업외 손익	54	37	40	(16)	(34)	32
이자손익	11	17	51	49	29	30
Actual net int rate	4.0%	2.6%	5.1%	6.4%	4.7%	4.7%
지분법손익	10	(0)	(26)	(10)	(64)	0
외환차손익	0	4	(5)	(53)	(2)	
외환환산손익	(0)	(1)	(0)	(4)	1	
파생상품관련손익	0	0	0	0	0	
기타	33	17	20	2	2	2
법인세차감전 계속사업이익	232	339	399	82	(30)	273
법인세	66	106	130	31	18	68
effective tax rate	28.3%	31.3%	32.7%	38.4%	-61.7%	25.0%
당기순이익	166	233	269	50	(48)	205
% of sales YoY	15.0%	14.0%	13.5%	2.9%	-3.9%	11.0%
					-234.1%	
					check	(0)

현재 동사가 속해 있는 여행 및 레저 업종의 PER은 18이지만 동사는 이전 연도 당기순 손실을 기록하여 무의미하며 경쟁사인 모두투어와 롯데관광개발의 경우 업황이 좋지 않았던 탓에 EPS가 작아 PER값이 각각 250배, 158배를 기록해 의미가 없다. PER BAND 를 살펴보면 세계금융위기와 신종플루로 인한 왜곡으로 08년도 하반기, 09년도를 제외 하고 06년과 07년도, 08년도 하반기까지 약 25배~40배 사이에서 움직였다고 경쟁사인 모두투어의 경우 20~40배 사이에서 움직였다. 07년도에 낮았던 환율을 감안하면 10년 도 PER을 40배로 적용하기에는 무리가 있다. 또한 06년 이후 경제위기 때에도 꾸준히 21배 이상은 계속해서 받아왔으며 경기회복세와 하나투어가 경쟁사에 대비하여 가지는 프리미엄을 고려한다면 감안하면 30배 정도는 충분히 받을 수 있다고 판단하였다.



따라서 본 보고서는 EPS 2,450원, PER 30배를 적용하여 적정 주가 73,500원으로 BUY를 추천한다.

VII. Appendix

손익 계산서					대차대 조표				
(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
매출액	1,663	1,993	1,728	1,239	유동자산	1,362	1,272	908	1,052
매출원가					현금등가물 및 단기금융	1,033	946	607	618
매출총이익	1,663	1,993	1,728	1,239	시장성유가증권	0	0	0	0
판매비 및 일반관리비	1,361	1,634	1,630	1,235	매출채권	160	190	131	209
인건비	374	350	382	341	재고자산				
감가상각비	16	16	15	11	비유동자산	476	571	634	571
무형자산상각비	0	5	14	18	투자자산	130	153	226	171
기타판매비 및 일반관리비	49	68	75	50	유형자산	310	322	311	305
영업이익	302	359	98	4	무형자산	3	59	66	57
영업외손익	37	40	-16	-34	자산총계	1,839	1,843	1,542	1,623
이자수익	17	51	49	29	유동부채	907	839	638	712
이자비용					매입채무	98	143	318	274
외환차손익	4	-5	-53	-2	단기차입금				
외환환산손익	-1	-0	-4	1	유동성장기차입금				
지분법이익	31	33	39	12	비유동부채	5	10	10	1
기타영업외손익	6	5	8	9	사채	0	0	0	0
세전계속사업이익	339	399	82	-30	장기차입금	0	0	0	0
법인세비용	106	130	31	18	부채총계	912	849	648	713
계속사업이익	233	269	50	-48	자본금	58	58	58	58
중단사업이익					자본잉여금	607	607	607	722
당기순이익	233	269	50	-48	이익잉여금	557	634	449	205
EPS (원)	2,215	2,352	445	-447	자본조정	-295	-304	-239	-97
수정EPS					자본총계	926	994	894	909
현금흐름표					주요투자지표				
(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	(%)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
영업활동으로인한현금	675	391	86	114	Growth Ratios				
당기순이익	233	269	50	-48	매출액성장률 %	49.8%	19.8%	-13.3%	-28.3%
비현금수익비용가감	75	146	184	189	EBITDA성장률 %	68.0%	18.9%	-66.5%	-74.3%
유형자산감가상각비	16	16	15	11	EBIT성장률 %	70.1%	18.8%	-72.7%	-95.7%
무형자산상각비	0	5	14	18	총자산성장률 %	112.3%	0.2%	-16.4%	5.3%
퇴직급여	21	27	33	32	Profitability Ratios				
외환환산손익	-0	0	4	-1	매출총이익률 %	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
지분법평가손익	0	391	86	114	EBITDA마진률 %	19.2%	19.0%	7.4%	2.6%
기타	37	-293	31	14	EBIT마진률 %	18.2%	18.0%	5.7%	0.3%
영업활동으로인한자산부	366	-24	-148	-26	세전계속사업이익률 %	20.4%	20.0%	4.7%	-2.4%
투자활동으로인한현금	-260	-305	-63	134	당기순이익률 %	14.0%	13.5%	2.9%	-3.9%
유형자산 투자	-24	-36	-4	-5	Stability Ratios				
유형자산 처분	0	0	0	0	부채비율 %	98.5%	85.4%	72.4%	78.5%
무형자산 증감	-3	-52	-22	-9	순부채비율 %	-111.5%	-95.2%	-67.9%	-68.0%
투자자산 증감	-37	-46	-87	-18	유동비율 %	150.2%	151.6%	142.3%	147.6%
기타	-197	-172	50	166	당좌비율 %	150.2%	151.6%	142.3%	147.6%
재무활동으로인한현금	187	-335	-307	-61	이자보상배율				
장단기차입금증가	0	0	0	0	Performance Ratios				
사채증감	0	0	0	0	ROE %	34.6%	28.0%	5.3%	-5.4%
자본증감	644	0	0	0	ROA %	17.2%	14.6%	3.0%	-3.1%
배당금의지급	-72	-91	-113	-54	ROIC %	-208.6%	-119.6%	-96.1%	-10.9%
기타	-386	-244	-194	-7	Per Share Ratios				
영업투자재무활동기타	0	0	0	0	수정EPS	2,196	2,314	433	-416
순현금흐름	601	-250	-283	188	주당순자산	7,974	8,557	7,698	7,828
기초현금	119	720	471	187	주당현금흐름	2,355	2,490	685	-172
기말현금	720	471	187	375	주당배당금	750	900	750	500