

COMPANY ANALYSIS

BUY

Stock Price

목표주가	87,800원
현재주가	60,200원
상승여력	45.2%

Stock Information

시가총액	9,704억원
발행주식수	1,603만주
유동주식비율	68.7%
52주 최고가	70,600원
52주 최저가	40,150원
외국인 지분율	12.1%
KOSPI	2,727.6
KOSDAQ	864.1

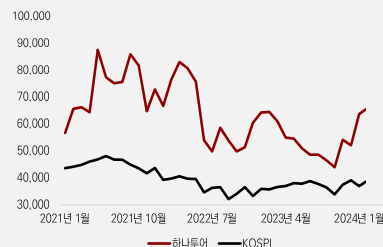
Valuation Wide

Multiple	2023	2024E	2025E
P/E	17.4	17.7	17.8
MKT P/E	13.2	12.3	12.6

Share Performance

주가상승률	1M	6M	12M
절대주가(원)	6.1	23.0	8.4
상대주가(원)	-17.0	-22.7	-23.8

Price Trend



KUVIC Research Team 1

메일	kuvic_korea@naver.com
팀장	40기 Senior 김동현
팀원	40기 Senior 권오경
	40기 Senior 김민지
	41기 Junior 김민우
	41기 Junior 이동건
	41기 Junior 민동주
	41기 Junior 박유병

Who We Are



하나투어 (039130)

나에게로 떠나는 여행

Key Point

Q: 중장년층 패키지 여행 수요의 폭발적 증가

리오프닝 이후 중장년층은 풍부한 시간과 돈을 바탕으로 보복여행수요를 견인한다. 해당 수요가 고객 선호도 1위 동사의 패키지 상품에 몰리며 압도적 Q 성장의 신호탄을 던진다.

P: 프리미엄 패키지 상품, 하나팩 2.0을 통한 ASP 마진 개선

중고가 패키지 상품 수요 증가 추세에 맞춰 하나팩 2.0에 대한 수요 역시 증가하고 있다. 높은 P의 상품을 통해 마진이 400% 개선되는 미래가 기대된다.

C: 온라인 판매 비중 증가에 따른 영업비용 감소

나아가 온라인 채널을 통한 패키지 판매 비중이 늘어나며 지급수수료가 감소할 전망이다. 코로나 19 이후 여행 산업 회복이 아직 시작 단계에 있다는 점, P, Q, C 3박자가 모두 개선된다는 점에 주목해야 한다.

2024F 매출액 6,304억, 영업이익 726억 전망

동사의 24년 추정 매출은 Base case 기준 6,304억 (yoy +53%)이고, 주요 매출원인 여행알선서비스 사업에서 5,520억 (yoy +53%) 매출이 예상된다. 또한 영업이익 726억 (yoy +113%), OPM 12%, EBITDA 1,014억 (yoy +64%)를 기록할 전망이다. 23년 OPM이 8%임을 고려했을 때, 24년부터 본격적으로 매출 성장에 따른 OPM 개선이 가시화됨을 확인할 수 있다. 코로나19 이후 여행 수요 회복을 추정에 반영하고자 회복율을 가정하여 case를 분류하였다. 동사의 24년 매출은 높은 여행알선수수료를 차지하는 유럽 등의 장거리 노선 선호도가 점차 증가하고, 가장 높은 비중의 동남아 패키지가 건조한 매출 성장을 견인한다.

투자의견 'Buy', 목표주가 '87,800원'

여행업 회복 초기 단계인 점을 고려하여 현재 밸류에이션 저평가 구간이라고 판단했다. 나아가 여행 고급화 트렌드에 따른 패키지 상품 확대에 단기적으로는 중장년층의 선호도를 끌어올리고, 개별 여행 스타일에 맞춘 FIT 상품으로 장기적으로는 청년층의 유입 역시 기대할 수 있어 멀티플 리레이팅의 여지까지 존재한다. Historical EV/EBITDA valuation을 사용하여 단거리 노선 수요 급등으로 호황기를 누리던 18년의 multiple에 사업부 청산과 m/s 감소에 따른 할인을 적용했다. 따라서, target multiple 12.3x, 목표주가 87,800원을 제시한다.

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	40	115	412	630	711
YoY (%)	-63%	186%	258%	53%	13%
영업이익 (십억원)	-127	-101	34	73	84
YoY (%)	-11%	21%	134%	113%	15%
영업이익률 (%)	-	-	8%	12%	12%
당기순이익 (십억원)	-70	-65	59	81	91
EPS (원)	-3,113	-4,421	2,932	7,342	8,218
P/E (배)	N/A	N/A	17.4	17.7	17.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC Research 1팀

CONTENTS

I. 산업분석	4
패키지 여행 VS 자유 여행	4
여행 산업의 역사	5
트렌드를 따라 여행하다	6
II. 기업분석	8
정상에 오르기까지	8
경쟁사 대비 이점	8
재무 및 실적 분석	9
여행 트렌드를 선도하는 하나팩 2.0	10
연금보다 달달한 배당	11
주가 추이 분석	12
III. 투자 Point	12
장노년층 증가가 끌어올리는 Q	13
하나팩 2.0으로 수요도 끌고, 가격도 올리고. 일타쌍피	14
C 개선: 온라인으로의 판매 채널 변화	15
IV. 투자 Risk	17
야놀자, 여기어때 등 신흥 OTA의 등장	17
외부환경요인에 따른 위험	18
V. Valuation	19
매출 추정 논리	19
비용 추정 논리	22
Valuation Method	22

Financial Modeling

(단위 : 백만원)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Case_Base						
매출액	40,267	114,969	411,612	630,496	711,163	798,961
YoY(%)	-63%	186%	258%	53%	13%	12%
여행알선서비스	31,073	102,837	398,339	552,043	652,153	703,798
동남아				163,156	175,969	187,082
일본				156,036	175,886	192,919
중국				31,697	52,787	86,624
유럽	31,073	102,837	398,339	113,134	125,188	135,513
미국				43,213	47,113	50,468
남태평양				33,850	36,465	38,735
국내				4,967	5,211	5,211
항공권판매수수료				5,990	6,534	7,245
영업이익	-127,300	-101,200	34,048	72,600	83,633	92,286
YoY(%)	11%	-21%	-134%	113%	15%	10%
OPM(%)	-316%	-88%	8%	12%	12%	12%
당기순이익	-70,446	-64,572	59,056	81,000	90,658	98,603
YoY(%)	-68%	-8%	-191%	37%	12%	9%

자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

I. 산업분석

1. 패키지여행 vs 자유여행

1.1 MBTI P도 문제없는 패키지 여행

처음부터 끝까지 효율적인 패키지 여행

패키지 여행은 여행사가 처음부터 끝까지 모든 일정을 계획해 여행객들의 수고를 덜어주는 형태의 여행 상품이다. 관광지과 필수 액티비티로 구성된 일정을 제공하여 여행객의 니즈를 충족시키고, 단기간 내 많은 관광지를 효율적으로 방문할 수 있도록 설계한다.

패키지 여행은 자유여행 대비 비용을 낮출 수 있으며, 여행객은 가이드의 안내 아래 현지 문화를 경험하고 비교적 안전하게 여행을 즐길 수 있다. 뿐만 아니라 명확한 관광 목적으로 진행되기 때문에 비자 발급 및 입국 심사 과정을 간소화하는 이점을 제공한다. 특히 한국어를 구사하는 여행사 직원이 비자 업무를 대행하고, 공항에서 가이드가 동행하기 때문에 현지 언어에 익숙하지 않아도 입국 심사 과정이 간편하다.

1.2 개별자유여행(Fit), 핏 좋네~

70%까지 상승한 Fit 시장

‘Foreign Independent Tour’의 약자인 FIT은 현지 가이드의 도움 없이, 개인이 자유롭게 일정을 계획하고 여행을 즐기는 형태를 다니는 관광을 의미한다. FIT 상품은 관광지에서의 체류 시간을 주체적으로 결정할 수 있는 유연성을 제공한다. FIT시장은 전체 여행시장에서 70% 이상이라는 큰 비중으로 확장되어 왔다.

자유여행 시장의 확장은 여러 요인에 의해 촉진되었다. 인터넷과 모바일 기술의 발전은 여행 정보의 접근성을 대폭 향상시켰고, 여행 계획과 예약 과정을 간소화하여 **사용자가 다양한 여행 옵션을 쉽고 빠르게 비교 및 예약이 가능하게 해주었다.**

1.3 패키지에 녹아드는 Fit

패키지 + fit => 신규 중고가 패키지

자유여행 시장의 확장에 발맞추어 국내 여행사들은 소비자들의 다양한 요구를 충족시키기 위해 중고가패키지에 자유여행을 접목한 신규 상품을 적극적으로 개발하고 있다. 중고가패키지는 자유여행의 유연성과 패키지 여행의 간편함이라는 장점을 조화해낸 상품으로 평가 받는다. 뿐만 아니라, 강제적인 업체 쇼핑과 가이드 팁을 포함한 여러 부정적 요소는 제거되고, 선택적 관광 옵션과 테마 중심의 고품질의 여행 경험을 제공한다. 동사의 하나팩 2.0, 모두투어의 모두시그니처, 노랑풍선의 노랑풍선프리미엄 등이 각 여행사별로 출시된 대표적인 중고가패키지이다.

하드블록 : 비행기 전체 대여 또는 항공사에 일정 금액의 예치를 통해 자리를 확보하는 전략

코로나19 이후 시장 변화에 입각한 선제적 대응과 규모의 경제가 경쟁력 요소로 평가된다. 업계를 선제적으로 점유한 여행사는 하드블록을 통해 규모의 경제를 누리 항공권 비용을 효과적으로 낮출 수 있다. 확보된 좌석을 다양한 맞춤형 패키지 상품으로 개발함으로써, 광범위한 소비자의 취향과 수요를 만족시킬 수 있는 상품 포트폴리오를 구축하게 된다. 이와 같은 전략은 시장 점유율이 높은 여행사에게 강력한 경쟁 우위를 제공하며, 결국 국내 여행 산업의 성장과 혁신을 촉진한다.

2. 여행산업의 역사

코로나 19 中 여행 중단
→ 회복 수요

1989년 해외여행의 전면적인 자유화가 이루어진 후 국내 여행 산업은 여러 변화 과정을 거쳐왔는데, 특히 15년부터 코로나 이전까지의 시기는 해외여행 산업에 있어 가장 눈에 띄는 성장성을 이뤘던 기간이다. 하지만, 20년 상반기부터 전 세계를 뒤흔들었던 코로나19로 인해 여행 산업에 전례 없는 위기가 도래했고 국경 폐쇄, 사회적 거리두기, 격리 조치 등으로 해외 여행은 사실상 중단되면서 여행 산업은 다방면으로 치명타를 입었다. 코로나19가 장기화되는 동안 사람들은 여행에 대한 욕구가 치솟았고 이는 '보복여행'의 시작을 알렸다.

2.1 코로나19 이전 해외여행 산업의 황금기

출국객 수는 15년 1,931만 명에서 19년 2,871만 명으로 증가

15년부터 19년까지 해외여행 산업은 지속적인 성장을 보였다. 해외 출국객 수는 15년 1,931만 명에서 19년 2,871만 명으로 증가하며 연평균 10%의 성장률을 기록했다. **급격한 성장의 주된 원인은 국민의 소득 수준 향상 외에도 LCC의 활약과 항공편 접근성 개선에 기인한다.**

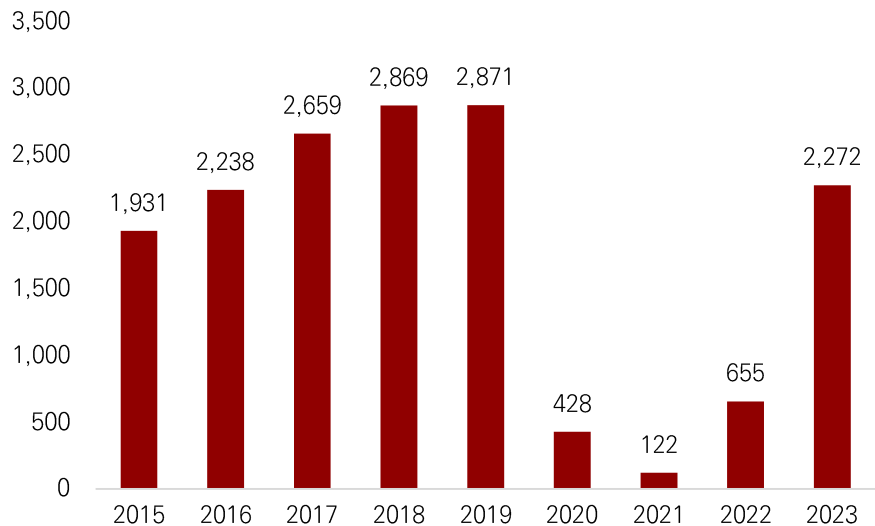
국제선 운항: 지방공항으로 확대 중

인천국제공항과 김포국제공항에 집중되었던 국제선 운항이 점차 지방 공항으로도 확대되었고, 항공편의 접근 용이성을 증진시키면서 지방공항 이용객이 증가했다. 실제로 김해공항 이용객 비중은 2009년 8.9%에서 18년 14.6%로 상승했다.

약 10년간 한국 해외여행 산업은 지속적으로 성장

또한, 16년 이후로 '짠내투어', '배틀트립' 등 여행 관련 TV프로그램의 인기와 LCC의 증가는 해외여행 수요를 더욱 촉진시켰다. 여행 욕구를 자극하는 변화들은 코로나19가 발생하기 이전까지 약 10년 동안 한국의 해외여행 산업의 지속적인 성장을 견인하였다.

그림 1. 연도별 해외여행객수 추이(단위: 만 명)



자료: 지표누리, KUVIC 리서치 1팀

2.2 코로나19 이후, 이제는 보복 수요

코로나 이전 대비 약 95% 회복

코로나19 이후, 국내 여행산업은 점차 회복의 기미를 보이며 다시금 활성화되고 있다. 23년 해외여행객 수는 19년 2,871만명 대비 79.1%를 회복한 수치인 2,272만명으로 집계된다. 특히, 올해 1분기 해외여행객 수는 742만명을 기록하며 전년 대비 49% 상승하였다. **코로나19 발생 전 19년 1분기 여행객 수의 94.4% 회복한 수치에 해당한다.**

여행 소비에 대한 타오르는
복수심

코로나19가 초래한 장기간의 격리 및 이동 제한 조치들의 완화와 함께, 억제되었던 여행 수요가 폭발적으로 증가하였다. 이 현상은 일반적으로 '보복여행'으로 불리며, 보복여행은 코로나19 기간 동안의 가처분소득 증가와 여행 소비자의 강렬한 심리적 반동에서 비롯됐다. 장기간의 사회적 격리와 지속된 스트레스는 많은 사람들에게 심리적 우울감을 야기했기 때문에 제약 완화는 여행을 통해 자유를 되찾고자 하는 강력한 심리적 반동을 촉발하였다. 소비자들은 일상의 제약에서 벗어나 고급 여행 및 새로운 경험을 추구하며, 이는 이전에 경험하지 못한 활동을 계획하는 경향으로 나타났다.

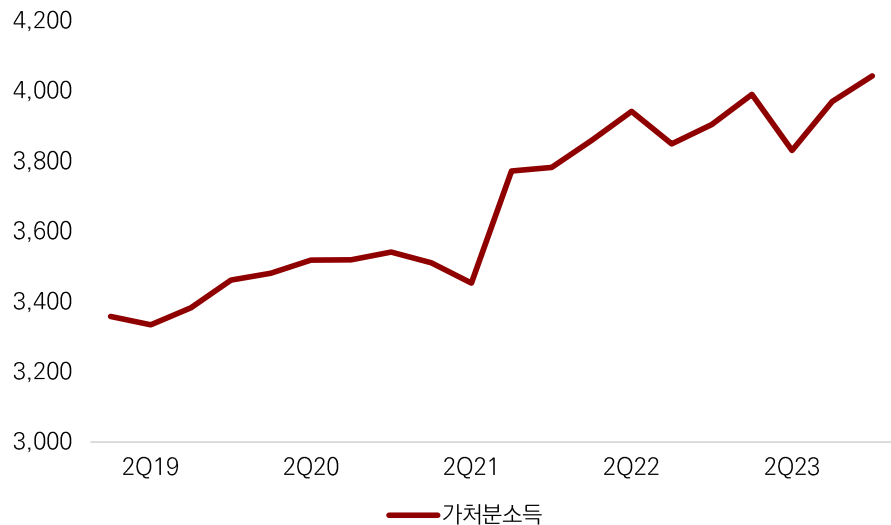
호화 여행 수요 증가

코로나19 기간 동안 불필요한 지출의 감소와 저축의 증가는 많은 가구에서 상당한 여유자금을 형성토록 하여 보다 호화로운 여행 수요를 증가하게 했다. 이 트렌드는 단순한 비용 절감을 넘어서, 여행의 질과 경험에 더 큰 중점을 두는 소비자 선호의 변화를 반영한다. 현재 대부분의 여행객들은 국내 여행보다 지출이 큰 해외 여행을 선호하고 있으며, 가격 대비 만족도를 최우선으로 여기는 소비자에게 해외 여행이 향후 향상된 고객 만족과 수요 증가를 가져올 것임을 시사한다.

24년 하계 슬롯 배정은
역대 최대

24년 하계 슬롯 배정횟수는 역대 최대인 27만 회 이상으로 전망되고 있다. 이는 19년 동기 대비 18.5% 증가한 수치이며 여행 산업이 단순한 회복을 넘어 새로운 성장 국면으로 접어들고 있음을 의미한다. 출국객 수와 항공 슬롯 배정 횟수의 증가는 해외 여행 시장에 지속적인 긍정적 추세를 이끌 것으로 기대된다.

그림 2. 1인당 가처분소득 추이(단위: 천 원)



자료: 지표누리, KUVIC 리서치 1팀

3. 트렌드를 따라 여행하다

코로나19로 인해 소비자들의 여행 패턴과 연령층은 이전과는 다른 양상을 보이게 되었다. 여행산업에서는 소비자들의 요구와 선호도가 시대에 따라 지속적으로 변화하기 때문에, 여행 트렌드를 파악하는 것이 기업의 경쟁력을 결정짓는 중요한 요소로 작용한다. 이를 통해 소비자들이 원하는 새로운 경험과 서비스를 제공하려 노력하고 있다. MZ세대와 같은 젊은 층의 여행 스타일이 다양화됨에 따라 각 연령층의 니즈에 걸맞는 여행 상품 개발이 중요해지면서, 여행사에서도 **연령층별 수요에 맞춰 상품을 세분화해서 만들고 있다.** 여행에 있어 질적인 부분이 강조됨에 따라 각 여행사별로 프리미엄 패키지의 비중이 확대되고 있다.

3.1 이제는 패키지 여행도 프리미엄으로.

질적인 부분 중시
: 프리미엄 여행 시대

코로나19로 인한 여행 활동의 제한이 풀리면서, 증가한 가처분소득과 함께 소비자들의 여행에 대한 기대치가 높아짐에 따라 각 여행사들도 기존의 패키지 상품에 대한 개선에 집중했다. 그동안의 패키지 여행에 대한 피드백을 수용하고, **질적인 부분을 보다 중시하기 시작한 트렌드를 반영해** 각 여행사는 오랜 전통을 가진 기존 패키지 상품을 보완하기 시작했다.

3.2 슬금슬금 떠오르는 고객층, MZ

2030세대 이용률
16.3% → 33%

최근 여행업계에서 MZ세대의 여행객수가 급격히 증가하는 추세를 보이고 있다. 동사의 '22년 여행 결산'에 따르면, 패키지를 이용하는 고객에 대한 통계가 바뀌었다. **50대 이상 이 주 고객층이라는 점은 변함없지만, 2030세대의 이용률이 19년 16.3%에서 22년 2배 이상 증가해 33%까지 치솟았다.** MZ세대의 선호와 행동 패턴은 향후 여행업계에 제품 개발과 마케팅 전략에 있어서 결코 무시할 수 없는 요인이 됐다. 이들은 단순한 관광 목적이 아닌, 독특한 경험과 새로운 문화를 탐험하는 것을 추구하기 때문에 여행사들이 빠르게 발맞춰 이색체험과 컨셉 여행을 제안하여 고객층을 확대하고 있다.

II. 기업분석

압도적 1등 여행사, 하나투어

하나투어는 해외여행 대중화를 이끈 압도적인 1등 여행사이다. **대한민국 출국자 다섯 명 중 한 명, 패키지 여행객 세 명 중 한 명은 하나투어의 고객으로 국내 여행사 중 독보적인 점유율을 확보하고 있다.** 동사는 1993년 설립된 여행 종합 기업으로 패키지, 허니문, 현지 투어, 골프투어, 개별여행 등 다양한 상품을 기획하여 판매하는 여행알선서비스 부문을 중심으로 90% 이상의 매출을 창출하고 있다.

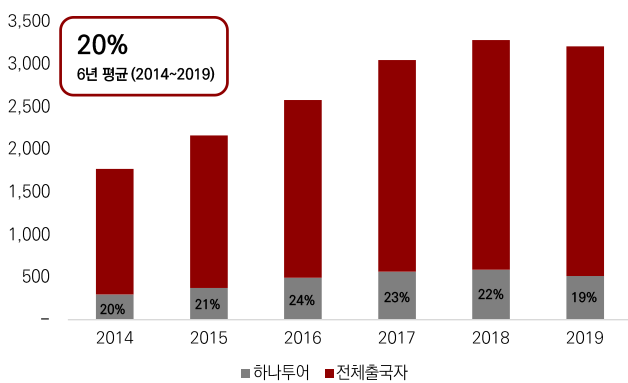
1. 정상에 오르기까지

1997년, 모두투어를 넘어서다

1993년 설립 당시 패키지 여행 시장은 세진여행사, 모두투어, 한진관광, 레드캡투어가 점유하였다. 규모의 경제 원리를 따르는 패키지여행산업 특성 상 기업 규모는 경쟁력으로 이어지고, 그중 모두투어는 동사 대비 2배 가량 높은 직원 수를 보유하며 동사 대비 높은 경쟁력을 갖춘 선두주자였다. 그러나 1997년 외환위기 대처전략의 성공을 계기로 동사는 모두투어를 넘어선 새로운 선두주자로 자리매김하였다.

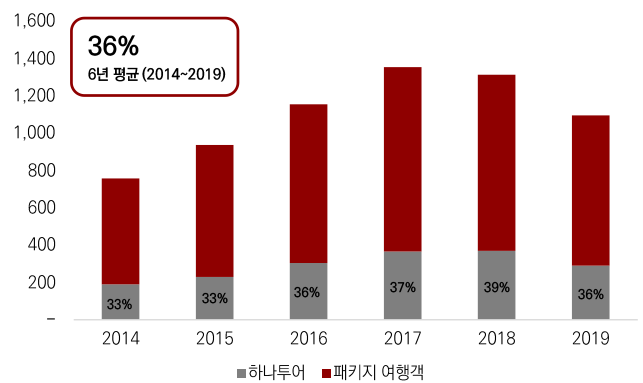
1997년 외환 위기 당시, 모두투어를 포함한 대부분의 여행사들은 매출 개선을 위한 대응책으로 직원 감축을 택하였다. 여행객의 감소로 항공사와의 거래량이 감소하면서 소수의 영업부 직원들만 남겨두어 마케팅 업무에 집중하였다. 반면 동사는 항공사 거래 카운터 직원을 그대로 유지하여, 경쟁사에 이전되었던 항공권 판매를 통해 시장점유율을 확장하였다. 이후 외환 위기가 회복되는 단계에 접어들면서 업황은 개선되었고 구조조정을 택했던 경쟁사들과 달리 동사는 민첩하게 시장에 대응할 수 있었다. 위기를 기회로 바꾸면서 동사는 **패키지여행업체 1위로 도약하였다.**

그림 3. 하나투어 국내 출국자 수 및 점유율(단위: 만 명)



자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

그림 4. 하나투어 국내 패키지시장 여객 점유율(단위: 만 명)



자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

2. 경쟁사 대비 이점

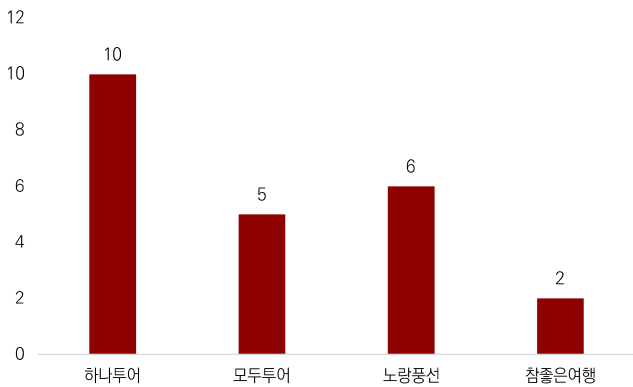
국내 최초 H Care 도입

동사는 크루즈여행, 빙하투어, 글램핑투어 등 차별화된 상품들에 도전하며 신규고객 유치에 위한 투자를 단행하고 있다. 또한 여행객을 위한 안전 보장 서비스 및 H Care를 도입하면서 **해외여행 안전 보장 서비스를 국내 최초로 선보인 바 있다.**

압도적 해외 법인 수
: 모두투어 대비 4배 규모

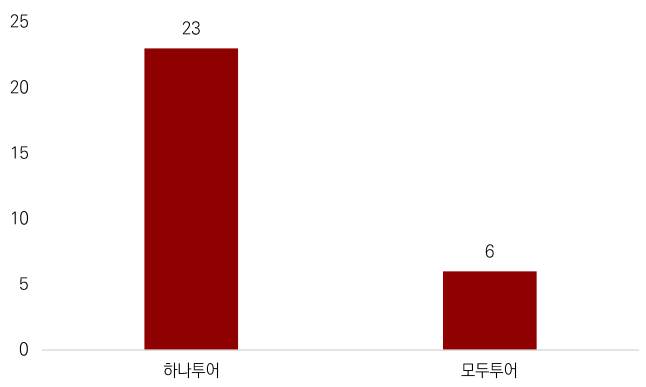
모방이 용이한 패키지 산업에서 현지네트워크 구축은 여행업계에서 곧 정보력으로 이어지기 때문에 해외법인 개수로 시장 장악력을 평가할 수 있다. 동사는 외환위기 이후 시장점유율 1위를 지켜온 기업으로 현재까지 설립한 해외법인 개수는 경쟁사 대비 압도적인 규모를 자랑한다. 업계 2위로 평가받는 모두투어 해외법인 개수의 약 4배의 규모를 보유한 동사는 보다 정확한 현지 분석 능력 차원에서 경쟁우위를 가지고 있다. 따라서 동사는 고객의 니즈를 적극적으로 반영한 맞춤형 패키지를 제공하기 위한 역량을 갖췄다. 골프, 허니문, ZEUS, 우리끼리, 내맘대로 등 다양한 서비스가 포함된 하나팩 2.0과 일반패키지로 나뉘어 다양한 패키지상품을 통해 서비스 개발 능력을 증명했다. 뿐만 아니라 소비자의 편의를 위해 경쟁사 대비 선택지가 많은 여행 출발지를 제공하고 있다.

그림 5. 여행업체 별 맞춤형 패키지 종류



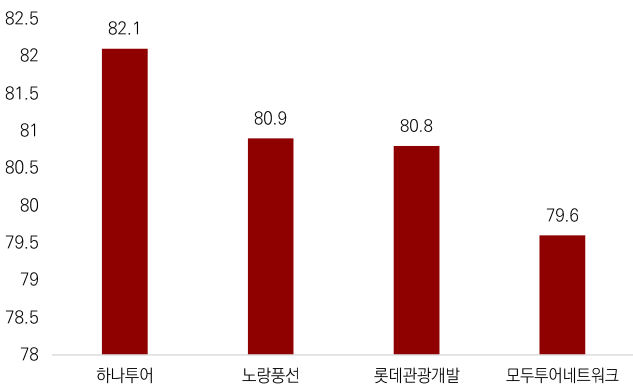
자료: 한국능률협회컨설팅, KUVIC 리서치 1팀

그림 6. 경쟁사 대비 해외법인 수



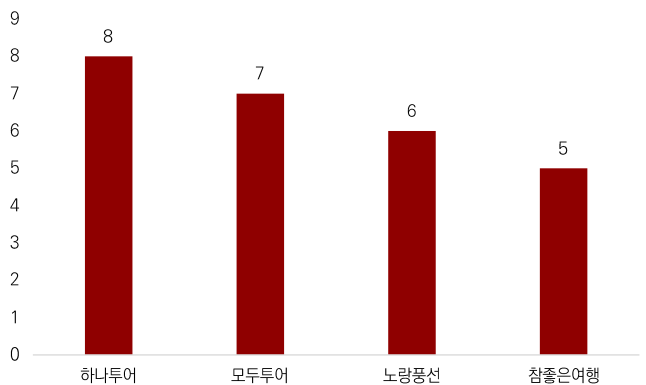
자료: 하나투어/모두투어 IR, KUVIC 리서치 1팀

그림 7. KCSI 고객만족도



자료: 한국능률협회컨설팅, KUVIC 리서치 1팀

그림 8. 여행업체별 국내 출발지역 개수



자료: 각 사 홈페이지, KUVIC 리서치 1팀

3. 재무 및 실적 분석

23년 매출액 기준 전년 대비
258% 상승

코로나19 이후 여행산업이 회복됨에 따라 동사는 23년 기준 전년 대비 258% 상승한 매출액을 창출하였다. 작년 실적은 19년 매출의 59%를 회복한 수치를 의미하며, 18년과 19년의 영업이익을 합친 것보다 높은 수치이다. 코로나19 이후 급격하게 증가한 영업이익률은 동사의 마진 개선을 위한 노력을 방증한다. 주목해야 할 점은 현재까지 동사의 매출은 코로나19 이전 수준까지 회복하지 못했지만 영업이익의 경우 19년 이전 수준을 상회했다는 것이다.

동사는 코로나19 당시 SM면세점과 마크호텔 등 실적이 부진한 사업을 철수하여 강도 높은 구조조정을 단행했다. 해외법인을 청산하고 직원 수를 줄여 비용 절감과 더불어 패키지 상품 개발에 집중하였다. 이후 업황 회복에 따라 23년 기준 여행알선서비스 부문이 동사 매출의 91.1%를 차지하였고 그 결과 영업이익률은 상승하였다. 현재 코로나19의 사회적 영향력은 과거와 대비하였을 때 미미한 수준에 그치며 턴어라운드 성공한 이후로는 동사의 매출액이 증가하는 추세를 보이고 있다. 24년 1분기 매출은 전년 동기 대비 121% 증가, 전분기 대비 53% 증가한 1,833억원을 기록하였고 영업이익은 전년 동기 대비 285% 증가, 전분기 대비 94% 증가한 216억원으로 분기 역대 최대 실적을 경신하였다. **여행수요의 증가와 영업이익률 개선의 중심에는 기존 여행패키지의 단점을 보완한 하나팩 2.0이 있다.**

4. 여행 트렌드를 선도하는 하나팩 2.0

중고가패키지 : 하나팩2.0
스탠다드, 하나팩2.0 프리미엄

하나팩 2.0은 기존 패키지의 단점을 보완하여 23년에 출시된 중고가 패키지상품이다. 기존 패키지상품 고객들의 주요 불만사항이었던 단체쇼핑과 추가경비를 제거하고, 선택관광 추가, 숙소와 식사 업그레이드 등 여러 방안을 통해 여행 품질을 개선하였다. 위 패키지는 하나팩 2.0스탠다드와 하나팩 2.0프리미엄으로 나뉘어진다. 하나팩 2.0스탠다드는 하나투어에서 하나팩 2.0을 출시하며 주력으로 내세운 상품에 해당하며 골프, 허니문 패키지 등이 있다. 하나팩 2.0스탠다드는 동사의 기존패키지에서 선택관광옵션은 추가하고 추가경비와 단체쇼핑은 제외한 패키지이다. 한편, 하나팩 2.0프리미엄은 럭셔리패키지로 고객에게 보다 더 양질의 서비스를 맞춤형으로 제시하기 위해 ‘우리끼리’상품과 ‘제우스’상품 등을 판매한다.

그림 9. 하나팩 2.0



자료: 동사 홈페이지, KUVIC 리서치 1팀

그림 10. 알래스카 빙하여행



자료: 동사 홈페이지, KUVIC 리서치 1팀

중고가패키지 하나팩2.0을 통한 여행의 질 개선

과거에는 저렴한 가격이 고객의 만족도를 충족시켰다면, 이제는 여행의 질이 고객의 만족도를 충족시키는 요인이다. 하나팩 2.0은 엔데믹이 선언되고 해외여행이 본격적으로 재개된 지 1년 만에 전체패키지에서 고객수 기준 37%, 수탁금 기준 57%를 차지하며 시장을 점유하였다. 고객수 기준 대비 수탁금 기준에서의 높은 비중을 차지한다는 점에서 하나팩 2.0은 전체 평균판매단가 상승을 유인한다는 것을 알 수 있다. 따라서 판매단가의 상승에도 불구하고 판매량은 증가하여 동사의 흑자전환을 이끌었다. 하나팩 2.0 출시 이전 19년과 비교한 23년의 월별고객만족도는 평균 10% 상승하며 중고가패키지인 하나팩 2.0 소비수요 상승기조는 지속될 것으로 전망된다.

표 1. 하나팩 2.0 (새로운 패키지 여행의 핵심 변화 요소)

	하나팩 2.0 스탠다드	하나팩 1.0 스탠다드
단체쇼핑	▶단체쇼핑 없음	▶단체 쇼핑 필수
선택관광	▶핵심선택관광 포함 ▶합리적인 요금	▶핵심 선택관광 불포함 ▶시장가보다 높은 요금
추가경비	▶가이드/기사 경비 포함 ▶현지 추가 경비 없음	▶가이드/기사 경비 불포함 ▶현지 추가 비용 있음
숙박	▶시내 중심 숙박 ▶인기 호텔, 리조트	▶시외곽 숙소 ▶비선호 호텔
식사	▶로컬 맛집, 미슐랭 레스토랑 등 다양한 옵션 제공	▶현지 한인 음식점 위주의 단체 식사

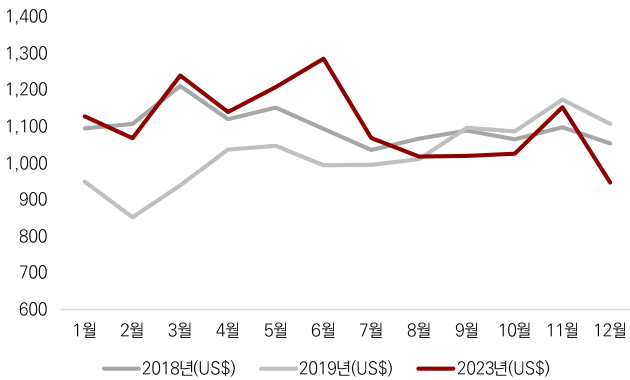
자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

표 2. 하나팩 2.0 상품 등급 구분

	하나팩 2.0 프리미엄	하나팩 2.0 스탠다드
단체쇼핑	X	X
선택관광	X	O
추가경비 [가이드/기사 경비]	X	X
개런티 프로그램	사전 안내되지 않은 관광 프로그램 진행 시 100% 환불 보장	
고객 만족 향상	- 여행 과정에서의 자유도 보장 - 시내중심 호텔 및 핫플레이스 로컬 맛집 포함	

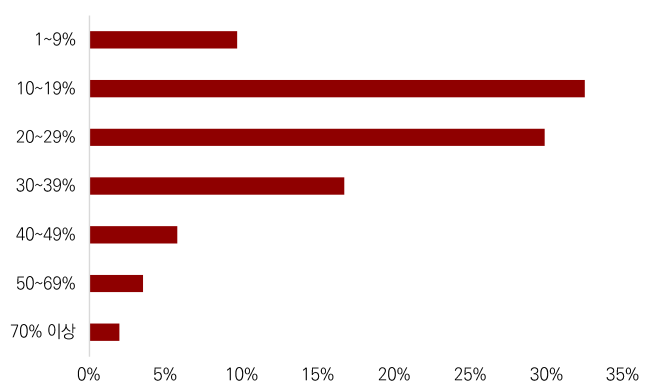
자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

그림 11. 1인당 해외여행지출액



자료: 한국관광수지, KUVIC 리서치 1팀

그림 12. 여행경비 추가지불 의향



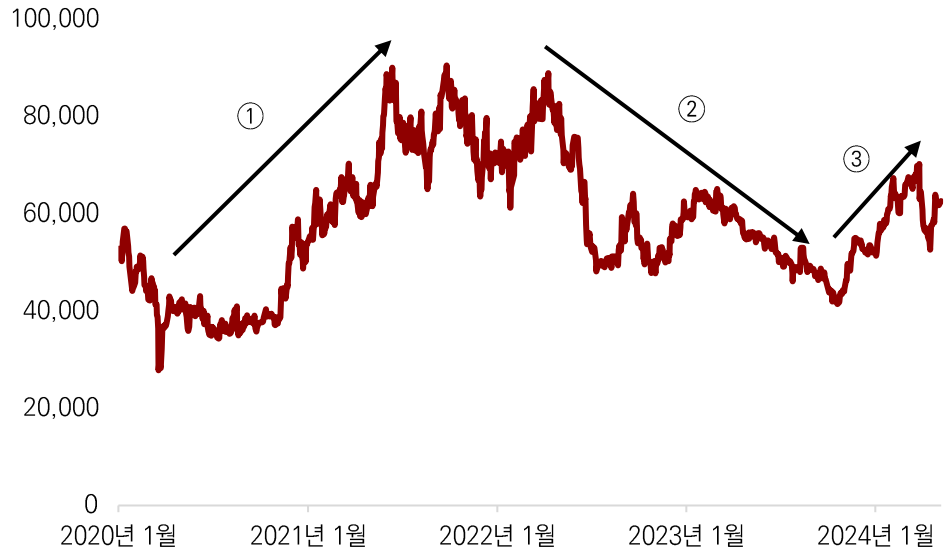
자료: 한국관광공사, KUVIC 리서치 1팀

5. 연금보다 달달한 배당

동사는 흑자전환에 성공하며 다시금 배당을 재개했다. 지난해 배당금은 주당 5,000원인 반면, 경쟁사 모두투어는 주당 250원에 해당한다. 동사의 시가배당률은 7.79%로 모두투어의 시가배당률 1.62%를 크게 상회한다. **3년간 지속된 영업손실에도 경쟁사 대비 높은 배당금 규모는 동사의 주주환원의지를 보여준다.** 추후 산업 회복과 동사의 순이익에 따른 주주환원정책이 기대된다

6. 주가 추이 분석

그림 13. 주가추이 분석



자료: 인베스팅닷컴, KUVIC 리서치 팀

- ① 20년 코로나19 창궐로 동사는 1997년 외환위기 이후 처음으로 영업적자를 기록하였다. 그러나 이듬해 21년 2월 코로나19 백신 접종이 시작되면서 여행 수요의 증가 예상되어 주가의 상승을 견인하였다.
- ② 코로나19로 인한 여행 관련 규제가 해제되기 시작되고 패키지 해외 송출객수가 증가하는 모습을 보였다. 하지만 해외 송출객수 최대치를 기록한 22년 4분기에도 코로나 이전 평균 대비 20% 정도로 여행산업 회복세를 전망하기에는 어려움이 있었다. 또한 글로벌경기침체에 강한 변동성을 띄는 수출 제조업 중심의 한국 경제 특성으로 나타난 원화약세는 여행 수요의 증가를 제한하였다.
- ③ 미국 연준이 23년 하반기에 경기 회복을 전망한다고 발표해 금리 인하에 대한 기대감을 모았다. 외부환경요인에 민감한 산업특성상 경기회복의 기대감이 주가에 반영되었고 23년 영업이익 흑자전환이 전망되며 주가가 상승하기 시작하였다.

III. 투자 Point

1. 장노년층 증가가 끌어 올리는 Q

소득과 시간적으로 여유있는 장노년층

장노년층은 여행 업계의 큰 손으로 자리한다. 그들에게는 여행에 꼭 필요한 두 가지 요소인 시간(Time)과 돈(Money)이 있기 때문이다. 통계청에 따르면 우리나라의 퇴직 평균 연령은 49.4세다. 물론 이 연령은 '주요 직장 퇴사 시점'을 의미하는 것으로, 평균적으로 50세에 노동을 그만둔다는 의미는 아니다. 그러나, 50세의 시기를 기점으로 노동의 템포가 한층 내려가고, 가용 시간이 늘어나는 것은 분명하다. 이에 더불어, 장노년층은 청년층에 비해 평균 순자산이 약 1.7배 높게 나타난다. **50세 이상 장노년층은 풍부한 시간과 돈을 바탕으로 여행업에 큰 축을 차지하는 키 플레이어다.**

장노년층 8년 간 23% 증가

14년 400만명이던 장노년층 출국자 수는 19년 800만명까지 가파르게 늘어났다. 전체 출국자 중 장노년층의 비율 역시 2014년 25%에서 19년 약 30%까지 상승했다. 장노년층의 인구 자체도 꾸준한 증가 추세를 보이고 있다. 15년 1,700만 명가량이던 노년 인구는, 23년 2,100만 명 가량으로 8년 간 약 23% 증가하였다. 장노년층의 인구 수와 출국자 수의 증가세로 미루어 볼 때, 앞으로 여행업에서 장노년층이 차지하는 역할은 더욱 확대될 전망이다.

그림 14. 순자산 격차 추이 (단위: 만원)

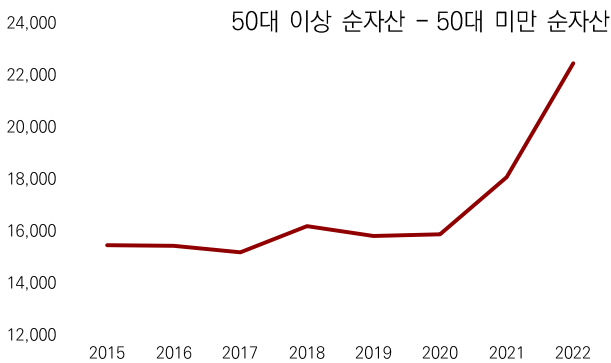
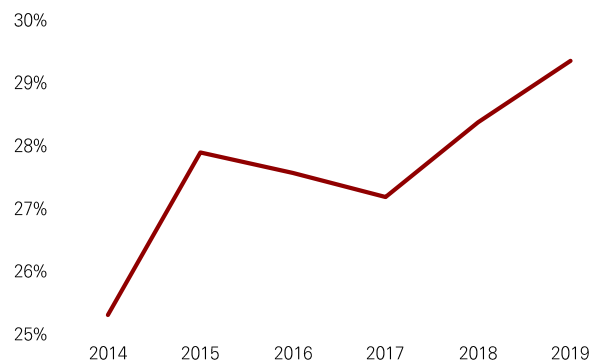


그림 15. 전체 출국자 중 장·노년층 출국자 비율

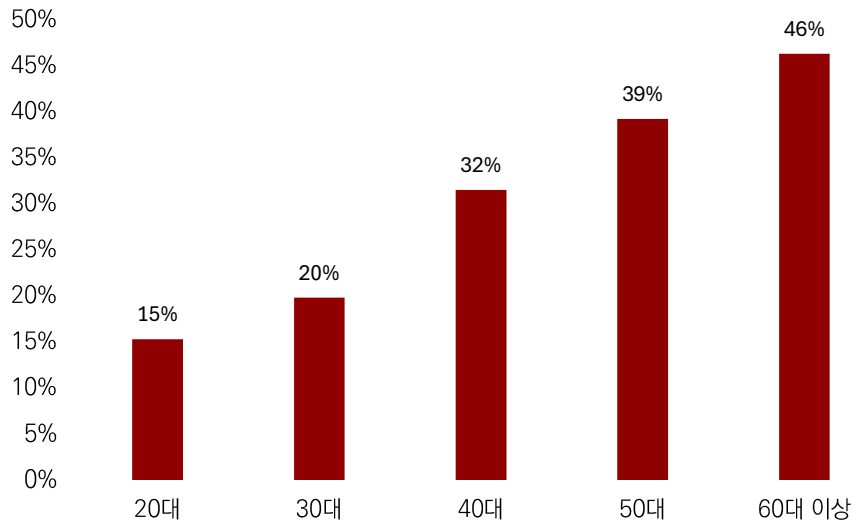


자료: 통계청 한국은행 금융감독원, KUVIC 리서치 1팀

자료: 한국관광공사, KUVIC 리서치 1팀

장노년층의 여행 증가는 여행사에게 큰 기회로 작용한다. **유튜브, 인스타그램 같은 SNS를 통해 여행 계획을 세우는 젊은 세대와 달리, 장노년층은 여행사를 통한 패키지 여행을 선호하는 경향이 두드러지기 때문이다.** 실제로 20대의 경우 여행 방식으로 패키지 여행을 선택하는 비율이 15.3%인 반면, 50대는 39.2%, 60대 이상은 46.3%로 큰 차이를 보인다. 이는 곧 연령이 높아질 수록 패키지 여행 형태의 이용 비율 역시 늘어난다는 것이며, 결론적으로 장·노년층의 여행 증가는 패키지 여행 수요의 증가로 이어진다.

그림 16. 연령별 여행 형태 중 패키지 이용 비율



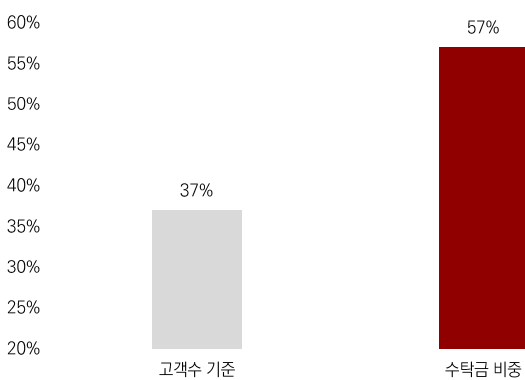
자료: 한국관광공사, KUVIC 리서치 1팀

리오프닝 이후 여행 수요 회복에 더해진 장노년층 여행의 증가는 패키지 여행 수요를 큰 폭으로 증가시킬 것으로 예상된다. 24년 동사의 패키지 인원은 300만명으로 23년 136만 명 대비 120%의 상승이 전망된다. 이 패키지 인원은 26년 375만명까지 증가해 나갈 전망이다.

2. 하나팩 2.0으로 수요도 끌고, 가격도 올리고. 일타쌍피

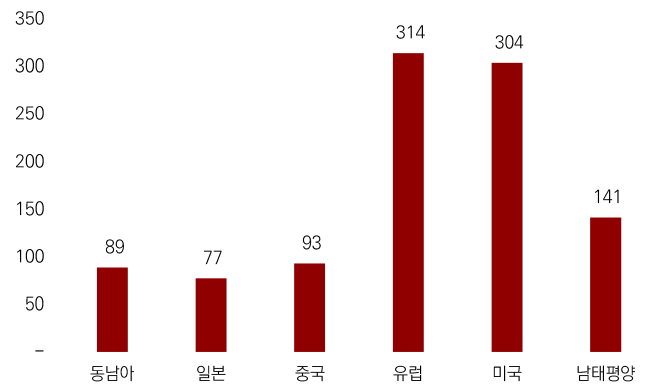
하나팩 2.0 프리미엄과 하나팩 2.0 스탠다드는 기본패키지 상품에 비해 비싼 가격으로 책정된다. **평균 수탁금 기준 기본패키지 상품 대비 하나팩 2.0은 지역에 따라 약 2~3배 비싼 가격으로 책정되어 있다.** 이 같은 큰 단가 차이로 인해 하나팩 2.0의 판매 비중은 고객 수를 기준으로 37%인 반면, 수탁금 기준으로는 57%로 나타난다.

그림 17. 2023년 고객수, 수탁금 기준 하나팩 2.0 비중



자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

그림 18. 2023년 지역별 1인당 수탁금 (단위: 만원)



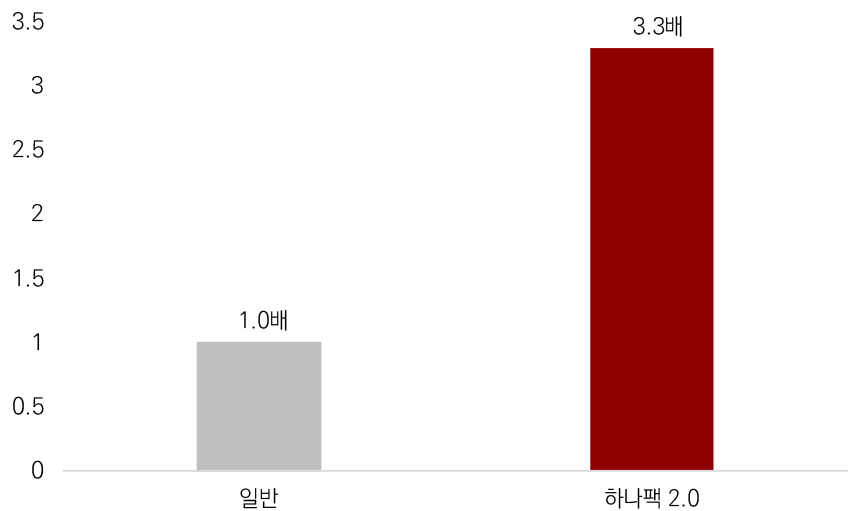
자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

동사의 패키지 판매 중 중고가패키지의 비중은 코로나 이전 7%에서 23년 37%로 크게 증가했다. 중고가패키지 고객만족도 지수는 80점에서 하나팩 2.0 출시 이후 85점으로 늘었다.

하나팩 2.0의 성행에는 높은 비용과 시간이 소요되는 여행일수록 질 높은 여행을 즐기고자 하는 니즈가 주된 이유로 분석된다.

고급패키지 상품이 중요한 이유는 판매단가가 높은 것과 더불어, 매출전환율 역시 높게 나타난다는 점에서 찾을 수 있다. 중고가패키지의 매출전환율은 약 20% 수준으로, 저가형 상품의 매출 전환율이 약 15%인 점과 비교해봤을 때 현저한 차이가 나타난다. 일반패키지 ASP 대비 약 2.5배 높은 중고가패키지의 ASP와 매출전환율을 감안할 때, **일반패키지를 중고가패키지로 대체하여 판매한다면 3.3배의 마진을 남길 수 있다.**

그림 19. 패키지별 여행 알선 수수료 비교



자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

3. C 개선: 온라인으로의 판매 채널 변화

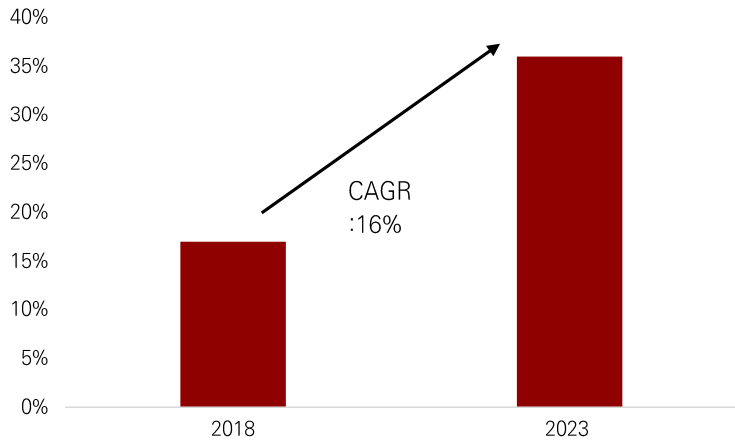
동사 온라인 판매 비중
19%에서 39%까지 상승

동사는 자회사인 하나투어리스트를 통해 온라인 판매를 하고 있다. 동사가 온라인 서비스에 투자하는 것은 오프라인에서 온라인으로 전환되고 있는 산업의 흐름에 발 빠르게 대응하여 경쟁력을 확보하기 위함이다. 동사 모바일 앱의 라이브커머스의 가파른 성장 및 숏폼 콘텐츠 마련 등 고객의 소비 트렌드에 맞춘 서비스 제공을 통해, **동사의 온라인 판매 비중은 코로나19 이전 19% 수준에서 23년 기준 39%로 2배 이상 증가했다.**

또한, 하나투어 모바일 앱 이용자수와 온라인 회원자수의 꾸준한 증가도 온라인 판매 비중 확대에 영향을 끼치고 있다. 23년 8월부터 본격화된 앱 활성화 프로모션 효과와 기존 및 신규 앱서비스에 대한 긍정적인 반응으로 24년 현재 MAU는 23년 평균 MAU 대비 15.5% 상승하였다.

현재 모바일 앱의 재방문율은 55% 수준으로, 동사는 지속적인 앱서비스 강화와 다양한 프로모션을 통해, MAU(월간활성이용자수) 70만명 달성을 목표로 하고 있다.

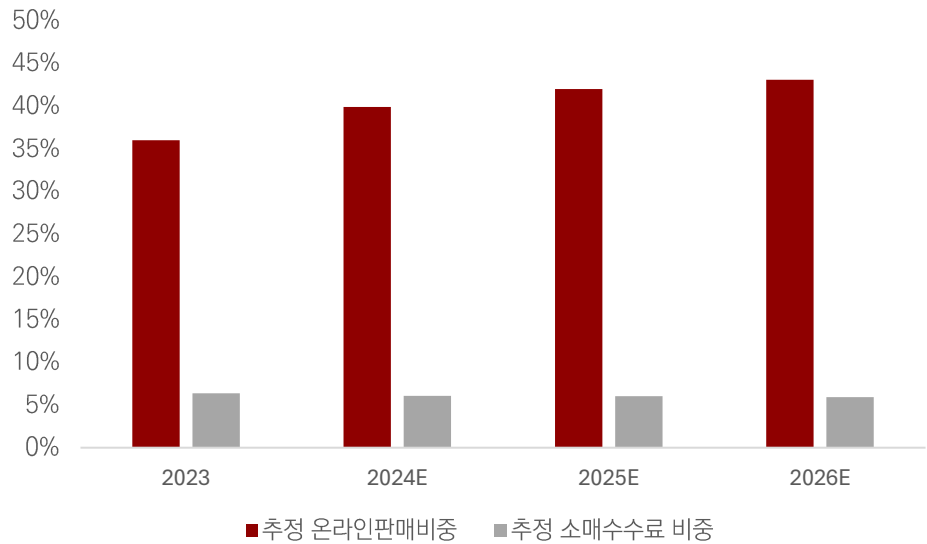
그림 20. 온라인 판매 비중 증가



자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

한편, 이러한 과정 속에서 수익성 개선도 기대된다. 오프라인 판매 시의 대리점 수수료가 7~10% 수준인 반면, 온라인으로 판매 시 2~3% 수준으로 감소한다. 온라인 비중 증가에 따라 여행사에 제공하는 수수료는 지속적으로 감소하여 2023년 6.3%에서 2026년 5.9%로 6.9% 감소할 것으로 예상된다.

그림 21. 온라인 판매비중 증가에 따른 여행비지급수수료 추이



자료: KUVIC 리서치 1팀

IV. 투자 Risk

1. 트립닷컴, 야놀자 등 신형 OTA의 등장

OTA 증가로 인한 입지의 약화 우려

최근 신형 OTA(Online Travel Agency)로 분류되는 온라인 여행사의 증가로 전통 패키지 여행사에 해당하는 동사의 입지가 줄어들 것이라는 우려가 제기되어 왔다. OTA란 온라인 채널을 통해 항공권, 호텔, 여행 상품 등을 소비자 입맛에 맞추어 개별적으로 판매하는 여행을 지칭하는 용어로, 트립닷컴, 야놀자, 마이리얼트립 등이 대표적이다. OTA는 자유여행 트렌드 속에 성장하여, 동사로 대표되는 전통 패키지 여행사의 주된 경쟁으로 떠올랐다.

OTA의 성장이 동사의 경쟁력을 약화시킬 것이라는 우려는 다소 과도한 측면이 있다. 우선 **OTA의 주 고객층은 20~30대인 반면, 동사의 패키지 여행 주 고객층은 중년층 이상으로 그 고객층이 상이하다.** 시장 변화이 변화함에 따라 동사 역시 전통 패키지 특성에서 벗어나 자유 여행 트렌드를 따르는 하나팩 2.0, 내맘대로 등의 상품을 여럿 출시하고 있다. 이와 더불어, 동사는 여러 OTA 업체와 협업하여 결합 상품도 전격적으로 출시 중에 있다. 동사의 경쟁 우위를 점하기 위한 노력 속, MZ 세대의 패키지 이용률은 코로나 이후 약 30% 상승하며 MZ 세대, 나아가 OTA 시장 속에서도 성장을 보이고 있다.

모바일 평균 MAU 13.6만명에서 48만명으로 증가

모바일을 포함한 온라인 회원 수 증가 역시 동사에 대한 우려를 불식시킨다. 동사의 회원은 22년 1월 약 600만명에서 24년 3월까지 750만명으로 증가하며 약 25% 성장성을 나타냈다. 모바일 평균 MAU(Monthly active users) 역시 22년 1월 13.6만명에서 24년 3월 48만명까지 늘어나며 2년간 3.5배 증가했다. 급격한 성장을 바탕으로, 22년 모바일 시장에서 5위에 그치던 동사는 현재 2,3 위를 오가는 키 플레이어로 자리매김했다.

선제적으로 시장 상황에 대비한 동사에게 야놀자 등 신형 OTA의 위협은 제한적일 것으로 전망한다. **더불어 신형 OTA 시장의 등장은 위기가 아닌 여행 시장 전반의 규모를 키우는 기회라고 판단된다.**

그림 22. 모바일 MAU 사용자 (단위: 만 명)

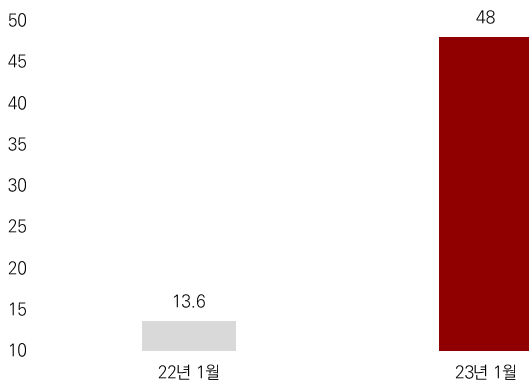
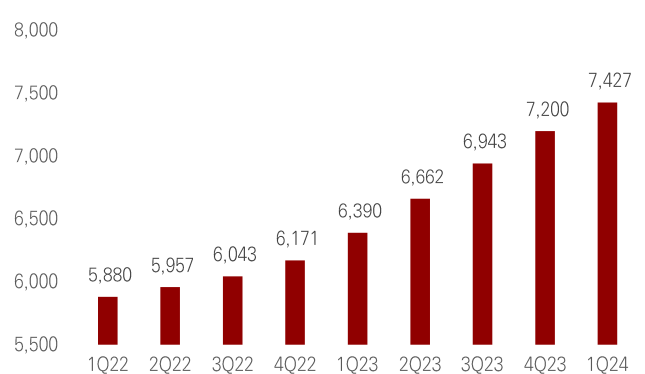


그림 23. 모바일 포함 하나투어 온라인 회원 수 (단위: 천 명)



자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

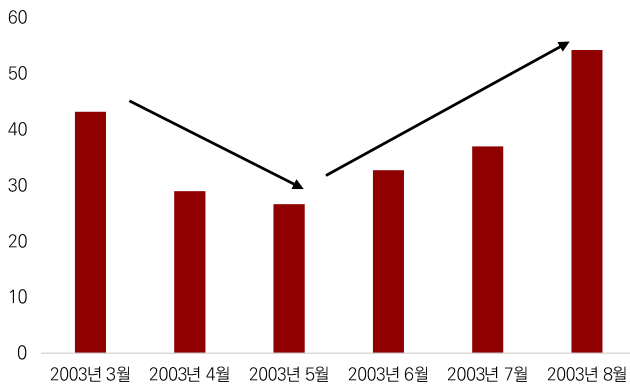
2. 외부환경요인에 따른 위험

주요외부환경 요인 사례
: 신종플루, 일본불매운동,
코로나19, 중국 사드배치

질병, 환율, 정치 등 외부환경요인으로부터 비롯되는 매크로적 요인의 여파는 동사를 포함한 여행 산업 전반에 리스크로 작용한다. 신종플루, 노 재팬 운동 등이 이어질 때마다 여행 산업은 크게 요동쳤다.

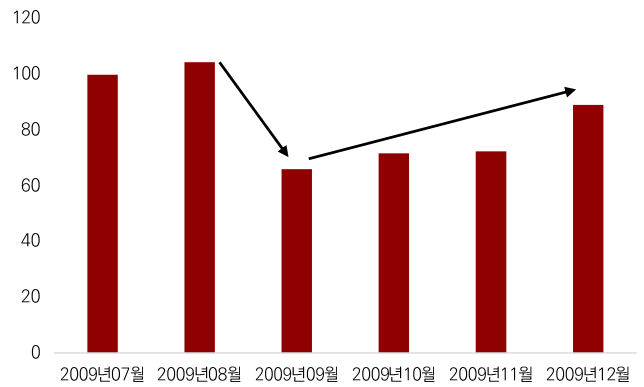
그러나 위기를 버텨 생존한 기업은 그 시장을 오롯이 장악하는 모습을 보여 왔다. 여행 수요가 꾸준히 증가한다는 가정 아래, 일시적 충격은 패키지 1위 업체인 동사에게는 오히려 장기적인 기회로 작용한다. 동사는 2등 업체인 모두투어의 2.5배에 달하는 규모를 지녔다. 동사는 규모를 기반으로 한 높은 회복 탄력성으로 여행 수요 회복 시, 빠른 속도로 시장을 선점할 것으로 판단된다.

그림 24. 2003년 출국자 수 추이(단위: 만 명)



자료: 지표누리, KUVIC 리서치 1팀

그림 25. 2009년 출국자 수 추이(단위: 만 명)



자료: 지표누리, KUVIC 리서치 1팀

V. Valuation

매출 추정 논리

표 3. 하나투어 매출

(단위 : 백만원)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
여행알선서비스	31,073	102,837	398,339	552,043	625,153	703,798
기타	15,480	22,804	38,578	103,758	111,314	120,468
단순합계	46,553	125,641	436,917	655,801	736,468	824,266
연결조정효과	-4,837	-10,672	-25,305	-25,305	-25,305	-25,305
중단영업조정	-1,449	-10,672				
합계	40,267	114,969	411,612	630,496	711,163	798,961

자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

1.1 해외 패키지서비스 추정

1) P 추정

동사의 P는 해외 패키지 GMV와 하나투어의 해외 패키지의 송출객 데이터를 활용하였다. 이때, IR 자료의 해외 패키지의 GMV 비중과 패키지 인원의 비중이 제시된다는 점을 활용하여 동남아, 일본, 중국, 유럽, 미국, 남태평양의 GMV와 인원을 도출하였다. 이후 1인당 GMV를 하나팩 2.0 스탠다드, 프리미엄, 그 외 패키지(중저가 패키지)로 구분하기 위해 하나팩 2.0의 고객수 기준 비중과 패키지 상품 GMV 비중을 감안하였으며, 스탠다드 기준 공식은 다음과 같다.

1인당 GMV(하나팩 2.0 스탠다드)

$$= \text{지역별 GMV} * \text{스탠다드 GMV 비중} / (\text{지역별 인원} * \text{스탠다드 인원 비중})$$

이후 스탠다드를 제외한 프리미엄 패키지와 그 외 패키지의 공식은 모두 각각의 비중을 고려하여 동일한 방식으로 추정하였다. 매출 인식 방식의 경우 GMV에서 여행경비원가를 차감한 값이 매출로 인식된다는 점을 고려하여 매출 인식 시 동사가 GMV 대비 패키지 종류별로 부여하는 매출전환율을 고려해 1인당 알선수수료를 도출했다. 해당 자료의 경우 2022년과 2023년 1인당 지역별 알선수수료를 구해 평균치를 1인당 알선수수료로 선정하였다.

표 4. 2023년 1인당 GMV

(단위 : 백만원)	동남아	일본	중국	유럽	미국	남태평양
하나팩 2.0 스탠다드	1,332,442	1,160,326	1,396,363	4,708,836	4,556,741	2,118,228
하나팩 2.0 프리미엄	1,598,931	1,392,394	1,675,636	5,650,603	5,468,089	2,541,874
그 외	606,297	527,980	635,382	2,142,645	2,073,437	963,850

자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

표 5. 1인당 여행알선수수료 평균

패키지 종류	동남아	일본	중국	유럽	미국	남태평양
하나팩 2.0 스탠다드	230,739	188,537	239,963	742,555	805,316	351,233
하나팩 2.0 프리미엄	309,462	252,862	321,832	995,898	1,080,071	471,066
그 외	61,760	50,464	64,229	198,754	215,553	94,012

자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

이후 중고가 패키지 비중의 증가에 따른 여행알선수수료의 평균 상승을 고려하기 위해 2019년 대비 2023년의 1인당 여행알선수수료의 연간 성장률을 도출하였고, 경쟁사의 진입에 따른 보수적 추정을 위해 연간 성장률에 대한 할인을 통해 보다 완만한 P의 증가를 가정하였다.

표 6. 연도별 여행알선수수료(스탠다드 비중)

연도	동남아	일본	중국	유럽	미국	남태평양
2024E	248,639	217,717	259,087	833,132	882,733	377,767
2025E	258,283	234,564	269,410	883,945	925,162	392,037
2026E	263,292	243,640	274,778	910,901	947,396	399,441

자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

2) Q 추정

하나투어 해외 패키지 수의 추정을 위해 대한민국 출국자수(승무원 제외)의 회복률을 case로 나누어 제시하였다. 2019년 대비 출국자 수의 90%, 95%, 100% 회복의 세 가지 경우로 분류하여 2024년의 출국자 수를 도출하였으며, 이후 2025년과 2026년의 출국자 수는 코로나 이전 5개년 평균 성장률을 고려하여 그 증가율을 가정하였다.

표 7. 대한민국 출국자 수(승무원 제외)

CASE	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
BEAR	803,201	5,904,941	21,293,382	24,228,374	25,532,209	26,906,209
BASE	803,201	5,904,941	21,293,382	25,574,394	26,950,665	28,400,998
BULL	803,201	5,904,941	21,293,382	26,920,415	28,369,121	29,895,788

자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

이후 전체 하나투어 해외 패키지 여객에서 지역별 패키지 여객의 수를 대한민국 출국자수를 활용하여 도출하였으며, 코로나 이전 대한민국 출국자 수 대비 지역별 패키지 여객의 비중의 평균을 활용하였다. 이때 일본의 경우 2019년 불매운동의 여파로 인해 비중이 낮은 점을 감안하여 해당 연도를 아웃라이어로 선정해 제외하였으며, 중국의 경우 코로나 조치의 완화시점이 늦어지면서 회복속도가 더딘 상황을 감안해 출국자 수 대비 지역별 패키지 여객의 비중이 완만히 증가하도록 가정하였다. 또한 패키지 송출객의 다수가 51세 이상의 인구라는 점을 감안해 다음과 같은 공식을 도출하였다.

지역별 패키지 여객

$$= \text{대한민국 출국자 수} * (\text{지역별 패키지 여객/대한민국 출국자 수}) * 51\text{세 이상 인구증가율}$$

표 8. 동남아 패키지 송출객 수

CASE	2019	2022	2023	2024E	2025E	2026E
BEAR	1,276,126	92,974	618,640	1,147,502	1,208,094	1,270,548
BASE	1,276,126	92,974	618,640	1,211,252	1,275,210	1,341,134
BULL	1,276,126	92,974	618,640	1,275,002	1,342,326	1,411,720

자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

1.2 국내 패키지서비스 추정

1) P 추정

해당 P를 도출하기 위해 국내 포함 전체 패키지 지역별 비중이 GMV와 인원별로 나누어진 IR측 자료를 활용하였으며, 해외 패키지 여행수수료의 도출 과정과 동일하게 접근하였다. 단, 국내 패키지의 경우 엔데믹 이후 인기가 감소하였으며 자체 단가가 낮기 때문에 단가가 높을수록 이익기여도가 높은 해외패키지의 특성을 감안, 수탁금 대비 순매출 전환율을 해외 패키지 종류 중 가장 낮은 수치를 부여하였다.

2) Q 추정

국내 패키지 이용자의 경우 코로나 발생 이후 2022년부터 일부 코로나 조치가 해제됨에 따라 수요가 증가하였으나, 19년도 수준의 송출객 수는 여전히 나타나고 있지 않은 상황이다. 따라서 2022년과 2023년의 평균을 국내 패키지 여행객 수로 가정하였다.

1.3 항공권수수료

항공권 수수료의 경우 동사에서 항공권만을 구매하는 사람들을 대상으로 수익이 발생한다. 따라서 동사의 전체 송출객에서 패키지 송출객을 제외한 인원들을 도출하였다. 해당 인원 수익의 경우 코로나 이전 동사의 비패키지 비중의 평균을 반영하였다.

표 9. 비패키지 송출객 수

CASE	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
BEAR	35,654	307,555	1,228,151	1,190,642	1,300,469	1,443,861
BASE	35,654	307,555	1,228,151	1,256,788	1,372,717	1,524,075
BULL	35,654	307,555	1,228,151	1,322,935	1,444,965	1,604,290

자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 팀

이후 과거 항공권 판매수수료 수익과, 비패키지 송출객 수를 비교하였을 때의 상관계수를 도출한 후 유의미한 관계에 있음을 발견, FORECAST 함수를 이용해 매출을 추정하였다.

1.4 기타

동사는 코로나 기간 동안 다양한 사업부를 정리하였으며, 현재 운영 중인 사업부를 중심으로 매출을 추정하였다. 기타 부문의 경우 여객자동차 운수업, 숙박시설 운영수탁업, 소프트웨어기술개발, 시스템개발 및 유지보수 부문이 존재한다. 상대적으로 비중이 높은 여객자동차 운수업의 경우, 일본 여행객에 대한 현지 운송서비스를 제공하기 위해 추진된 사업으로 일본 여행객 증가에 따라 운수업의 매출이 변동할 것으로 가정해 일본 패키지 송출객의 증가율을 토대로 도출하였다.

표 10. 여객자동차 운수업 매출

(단위 : 백만 원)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
BEAR	2,320	3,107	16,471	49,118	51,712	54,385
BASE	2,320	3,107	16,471	51,847	54,585	57,406
BULL	2,320	3,107	16,471	54,576	57,457	60,428

자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 팀

숙박시설 운영수탁업의 경우 전체 패키지 이용객 증가율을 이용하여 도출하였으며, 그외 소프트웨어 기술개발과 시스템개발 및 유지보수의 경우 각각 5개년 평균 성장률과 5개년 평균치를 적용하였다.

비용 추정 논리

본 리서치팀은 보다 정확한 추정을 위해 코로나 이전의 3개년의 비용과 코로나 이후 매출이 회복되는 2022년부터의 비용을 추정하였다. 동사의 비용구조를 살펴보았을 때, 금액적 중요성을 보이는 여행비지급수수료, 급여, 상품사용액, 기타손익, 감가상각비를 위주로 추정하였다.

여행비지급수수료의 경우, 2023년의 수탁금 기준 온라인 판매 비중이 2023년 4분기와 2024년 1분기의 전년 동기 성장률의 평균치만큼 성장한다고 가정하였다. 다만, 증가율이 서서히 체감한다고 가정하였다. 이와 더불어 소매여행사와 온라인판매채널의 알려진 수수료율의 평균을 이용하여 소매수수료의 가중평균치를 도출하였다. 이를 2023년의 매출액 대비 여행비지급수수료의 비율에 적용, 각 연도별 영업수익을 적용해 추정여행비지급수수료를 도출하였다.

추정 소매수수료

= 추정온라인판매비중x온라인판매수수료율 + (1-추정온라인판매비중)x소매여행사수수료율

급여 계정은 EIU 명목임금상승률을 통해 추정하였고, 퇴직급여는 직원 수에 1년 후행하도록 반영하였다. 상품사용액의 경우, 영업수익이 회복됨에 따라 코로나 이전과 2023년의 매출액에서 상응하는 비율을 매출의 변동에 따라 추정하여 계산하였다. 기타손익의 경우, 2021년에 호텔, 면세점, 자회사 등을 매각하여 얻은 이익을 서서히 인식한다고 가정하여 3개년 평균치를 적용하여 계산하였다. 감가상각비는 유형자산과 무형자산, 투자부동산으로 나누어 추정하였다. 감가상각비는 잔존가치는 0으로 전제하고 정액법을 활용하여 상각하였다. 이외 기타 계정들은 비용의 성격에 따라 변동비 및 고정비로 구분한 후, 변동비 성격을 가진 항목들은 최근 3개년 평균 매출 비중을 적용해 추정하였다.

Valuation Method

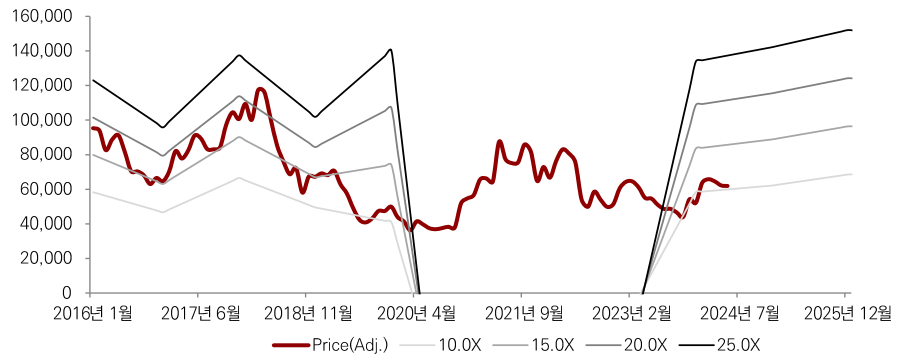
Valuation Method으로는 Historical EV/EBITDA를 사용하였다. 동사는 코로나19 시기 사업부를 대폭 청산하였는데, 이로 인하여 영업외손익에 호텔 및 면세사업부 매각손익이 반영되었다. 이로 인해 영업외손익의 비중이 매우 커져 당기순이익이 영업이익보다 높아진 상황이다. 이러한 일시적 재무 상태는 동사의 fundamental 및 장기적 value를 대변하기에 어려움이 있다고 판단했다. 또한, 동사의 직접적 peer는 모두투어가 유일한데, 시가총액, 모객 수, 고객 선호도 차원에서 동사가 압도적 우위에 있어 peer valuation을 쓰는 것에도 한계가 있다는 결론을 내렸다. 따라서, 영업이익에 주안점을 두고 코로나19 이전으로의 산업 회복 기대감과 보복 여행 수요로 인한 매출 성장 기대감을 고려한 Historical EV/EBITDA를 사용하여 TP를 산출했다.

Target multiple 선정은 2018년 15x를 사용, 이는 아웃바운드 여행자 수요의 구조적 성장 모멘텀이 반영된 수치이다. 당시 연휴로 인한 일본, 동남아 등의 단거리 노선 수요 증가와 사드 영향 회복으로 인한 중국 패키지 성장 기대감이 존재했다. 이는 24년 코로나19 국면이 점차 완화되어 단거리 노선이 증가하고, 중국 여행 수요가 가시화된다는 차원에서

일맥상통한다고 판단했다.

그러나, 당시 multiple은 동사가 현재 중단한 면세사업부 및 호텔 사업에 대한 value도 반영된 수치로 이에 대한 할인을 적용하였다. 또한, 자유여행 선호도 증가 중소여행 알선플랫폼 기업의 성장으로 18년에 비하여 23년 동사의 m/s가 감소한 것에 대한 할인 역시 적용했다. 따라서, 18년 multiple 15x에 동사의 여행알선서비스 매출 비중 88.25%와 m/s 감소분 7%를 각각 곱하여 target multiple 12.3x, target price 87,800원을 제시한다.

그림 26. EV/EBITDA Band Chart



자료: KUVIC 리서치 1팀

표 11. Valuation – Valuation Method (2024E)

2024E EBITDA(단위: 원)	101,500,000,000
유통주식수	11,032,326
2024E EBITDAPS (단위: 원)	9,196
EV/EBITDA	6.67
Target Multiple	12.31
현재주가	60,500
목표주가	87,800
상승여력	45.2%

자료: KUVIC 리서치 1팀

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.