

Company Basic

Analyst 이민희

02) 6915-5682

mhl3467@ibks.com

Not Rated

목표주가

현재가 (8/30)

15,700원

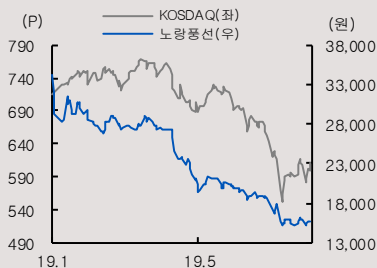
KOSDAQ (8/30)	610.55pt
시가총액	748억원
발행주식수	4,766천주
액면가	500원
52주 최고가	34,150원
최저가	15,100원
60일 일평균거래대금	2억원
외국인 지분율	0.4%
배당수익률 (2019F)	2.5%

주주구성	
고재경 외 9 인	63.67%

	1M	6M	12M
주가상승			
상대기준	-6%	-34%	0%
절대기준	-8%	-45%	0%

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated	-	-
목표주가	-	-	-
EPS(19)	100	-	-
EPS(20)	523	-	-

노랑풍선 주가추이



이 보고서는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안」의 일환으로 작성된 보고서입니다.

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

노랑풍선 (104620)

시스템과 가격 경쟁력을 보유한 여행사

가격경쟁력을 보유한 국내 직판 1위 여행사

동사는 일반여행업과 항공권 및 선표 발권 판매사업을 목적으로 2001년 8월 설립, 2019년 1월 코스닥시장에 상장하였다. 2018년 기준으로 동사 매출 구성은 여행알선 수수료 52%, 항공권판매수입 9%, 항공권판매 볼륨 인센티브(일정기간 판매성과에 따라 항공사로부터 수취) 16%, 항공권총액매출 18%, 기타 4%로 나뉜다. 동사는 직접판매(80% 비중)를 통하여 대리점수수를 절감하고 항공/호텔/랜드사의 Block 확보를 통한 원가경쟁력을 바탕으로 경쟁사 대비 저렴한 가격의 상품을 제공하면서, 설립 이후 2009년(금융위기)을 제외하고 매년 매출 고성장을 지속해 왔다.

터프한 영업환경, 시장 재편의 계기가 될 듯

경기둔화에 따른 소비심리 위축과 최근 한일 간 분쟁, 홍콩 소요사태 등으로 해외여행 수요가 크게 위축되고 있다. 동사 패키지 송객인원 역시 올해 1~8월 전년동기대비 3%YoY 역성장을 기록하였으며, 매월 말 발표하는 PKG 예약률도 여전히 계속 하향 수정 추세에 있다. 지난 2년간 움츠러든 여행대기수요는 향후 경기회복 진입 시 다시 증가할 것으로 예상되나, 그 보다는 개별자유여행 증가나 맞춤형 상품 요구 증가, 경쟁 심화 등 여행산업의 구조적인 변화를 주시할 필요가 있다. 결국 시스템과 가격경쟁력을 보유한 업체들 중심으로 시장 재편이 예상되며, 동사는 이에 충분한 경쟁력을 보유하고 있다는 판단이다. 동사는 1백억원을 투자하여 1H20 출시 목표로 OTA 플랫폼을 구축하고 있으며 여행 트렌드 변화에 대처하고 있다.

하반기 비용절감과 대기수요 증가로 내년 턴어라운드 기대

영업환경 악화로 수익성 하락에 따라 동사는 하반기부터 수익성이 낮은 판매채널 비중을 줄이고 영업비용을 절감하는 정책을 펼칠 전망이다. 단기적인 모멘텀은 없으나, 장기적으로 여행 대기수요가 다시 증가할 것이라는 점과 동사 경쟁력을 고려할 때 현재 주가는 과매도 국면에 있는 것으로 판단된다.

(단위:억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	n.a	1,083	997	1,111	1,200
영업이익	n.a	35	1	23	51
세전이익	n.a	43	6	28	55
지배주주순이익	n.a	45	5	25	50
EPS(원)	n.a	1,122	100	523	1,045
증가율(%)	n.a	0.0	-91.1	425.0	99.6
영업이익률(%)	n.a	3.2	0.1	2.1	4.3
순이익률(%)	n.a	4.2	0.5	2.3	4.2
ROE(%)	n.a	11.2	1.0	4.2	8.2
PER	n.a	n.a	151.5	28.9	14.5
PBR	n.a	n.a	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	n.a	n.a	23.5	12.4	7.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

가격경쟁력을 보유한 국내 직판 1위 여행사

여행알선 및 항공권판매 수수료 수입이 주요 수익원

2019년 1월 상장

동사는 일반여행업과 항공권 및 선포 발권 판매 사업을 목적으로 2001년 8월 설립되었으며, 2019년 1월 코스닥시장에 상장하였다. 광고 효과 증대를 위해 2018년 8월 ‘(주) 노랑풍선시티버스(舊 서울투어버스여행)’의 100% 지분을 인수하였으며, 같은 해 9월에는 해외를 거점으로 한 여행서비스 제공을 위해 일본현지법인 ‘Yellow Balloon Japan Co. Ltd’를 설립하였다. 1대주주 고재경회장(21.82%)와 2대주주 최명일회장(16.6%)는 처남 매부 사이로 가족경영 체제였으나, 대한항공 출신 김인중(현재 CEO) 대표이사를 영입하면서 전문경영 체제로 전환하였다.

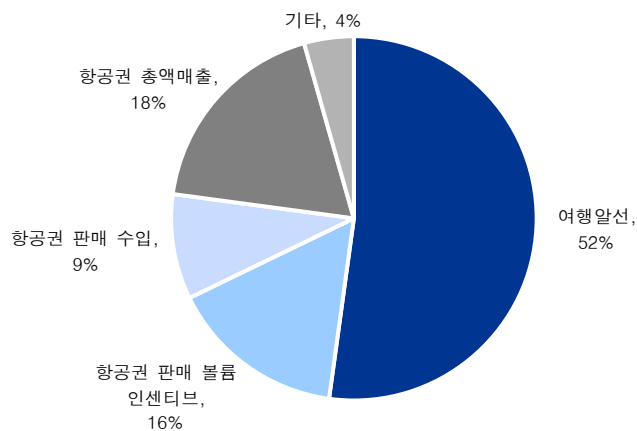
수익원은 여행알선
수수료와 항공권
판매수익(항공사로부터
받는 수수료 및 볼룸
인센티브)

2018년 기준으로 동사 매출 구성은 여행알선 수수료 52%, 항공권판매수수입 9%, 항공권판매 볼룸 인센티브 16%, 항공권총액매출 18%, 기타 4%로 나뉜다. 여행상품의 상품가는 항공비 50%, 숙박비 30%, 그 외 20%로서 여행경비 및 여행사 수익원인 알선 수수료로 구성되는데, 동사는 이중 알선수수료만을 매출로 인식하고 있다. 항공권판매 수입은 여행사가 항공권 예약시 항공사로부터 받는 수수료(0~7% 비율)이며, 항공권 판매 볼룸 인센티브는 일정기간 판매성과(보통 전년동기대비 성장률을 기준)에 따라 항공사로부터 받는 수입이다.

2018년 회계기준 변경:
재고부담 리스크를 지고
항공사로부터 블록으로
받아 온 항공권은
총액매출 및 매출원가로
동시 인식

한편 항공권총액매출은 2018년 IFRS 회계기준이 도입되면서 생긴 것으로, 여행사가 항공사로부터 블록으로 항공권을 받아올 때 남은 좌석에 대한 재고부담 리스크를 떠안게 되는 조건의 항공권에 대해서는 항공권총액매출로 인식한다. 또한 매출원가에도 같은 금액을 반영하여 영업손익에는 영향을 미치지 않는다. 보통 시즌에 맞춰 여행상품을 구성하는 항공권을 미리 확보하기 위해 항공사로부터 블록으로 항공권을 받아오는 것이어서 이는 기업의 생산 및 영업 활동과는 무관하다는 인식에 기초한 회계처리인 것 같다.

그림 1. 노랑풍선 매출 구성



자료: IBK투자증권

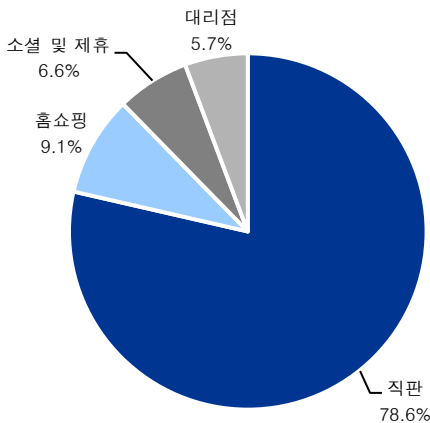
직판과 원가경쟁력을 기반으로 차별화된 상품가격 제공

직접판매 비중 80%,
대리점 수수료 절감

적극적인 광고홍보 효과로
인지도 상승

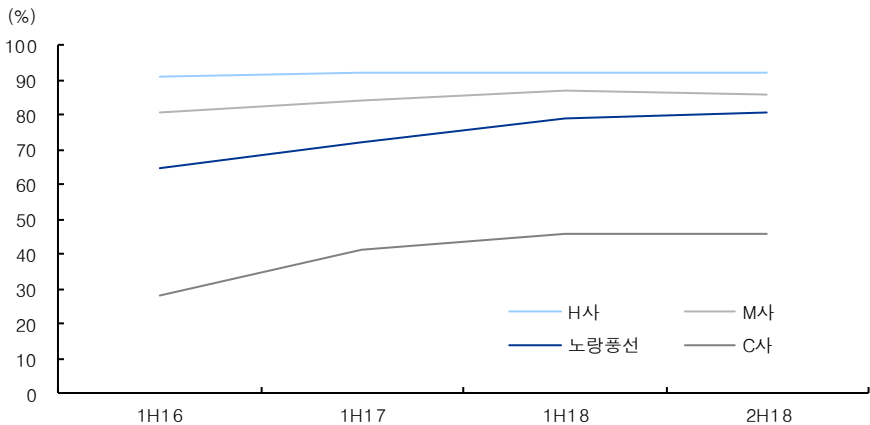
여행사의 판매 방식에는 간접판매와 직접판매로 나눌 수 있다. 간접판매는 전국에 대리점을 두고 있어 시장점유율을 높일 수 있다는 장점이 있지만 대리점에 지급하는 수수료로 인해 상품가격이 비교적 높게 형성될 수 밖에 없다. 기존에 선두 여행사인 하나투어, 모두투어가 대리점 위주의 영업방식을 취하고 있는데 반해, 동사는 직접판매를 통하여 대리점수수료를 절감하고 항공/호텔/랜드사의 Block 확보를 통한 원가경쟁력을 바탕으로 경쟁사 대비 저렴한 가격의 상품을 제공하고 있다. 2018년 기준으로 동사 판매 채널은 직판 78.6%, 홈쇼핑 9.1%, 소셜 및 제휴 6.6%, 대리점 5.7% 순이다. 지난해 홈쇼핑 채널 비중이 증가하면서 상대적으로 직판 비중이 소폭 줄기는 했지만, 이 전에는 직판 비중이 80% 이상을 유지해 왔다. 한편 동사 직접판매는 온라인 직영몰, ARS, VIP라운지를 통해 이루어지며, 적극적인 광고홍보활동을 통하여 소비자 인지도가 꾸준히 상승하고 있다.

그림 2. 노랑풍선 유통채널 별 판매 비중(2018년)



자료: IBK투자증권

그림 3. 종합 여행사 보조 인지도



자료: 세종대학교 관광산업연구소 및 컨슈머 인사이트 제공(2019년1월) - 8천5백명 모집단 대상으로 실시한 설문조사

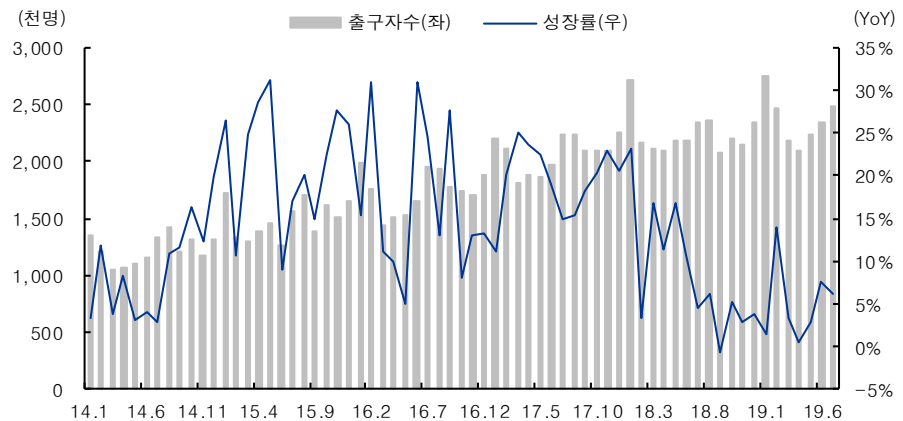
터프한 영업환경, 시장 재편의 계기가 될 듯

2H18 이후 해외출국자수 성장을 한자리대로 크게 둔화

동사 패키지 송객인원은
2017년 정점 기록,
2018년 2% 역성장 이후
올해도 감소 추세

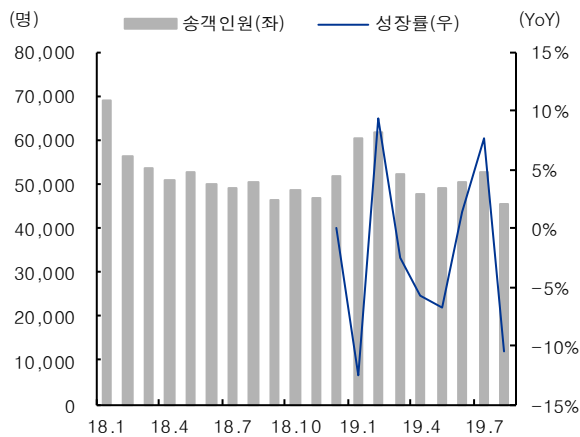
1989년 해외여행 자유화 조치 이후 여행산업은 1997년 외환위기와 2008년 금융위기를 제외하고는 높은 성장세를 유지해 왔다. 2010~2018년 사이 해외로의 출국자수는 연평균 11% 성장을 하였으며, 관광청 통계자료에 따르면 지난 해에는 약 2,693만명(승무원 제외)이 해외여행을 떠난 것으로 기록된다. 그러나 2H18부터 경기둔화에 따른 소비심리 위축과 올해 들어 한일 간 분쟁, 홍콩 소요사태 등으로 해외여행 수요가 크게 위축되고 있다. 여름 성수기를 맞아 6월 이후 소폭 회복되고는 있지만 해외출국자수는 여전히 한자리 대 성장률에 머무르고 있다. 동사 패키지 송객인원 역시 올해 1~8월 420,649명을 기록, 전년동기대비 3%YoY 역성장을 기록하고 있다. 동사 패키지 송객인원은 2017년 638,321명(15%YoY)으로 정점을 기록한 후, 2018년에는 2% 역성장을 하였고 올해도 감소 가능성이 높아 보인다.

그림 4. 해외 출국자 수 추이



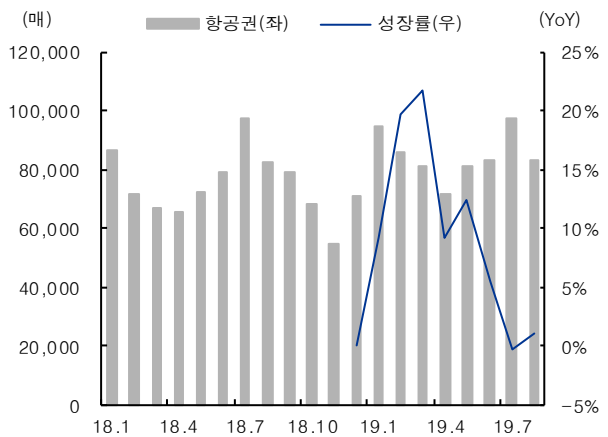
자료: 한국관광청, 승무원 제외

그림 5. 노랑풍선 PKG 송객인원 추이



자료: IBK투자증권

그림 6. 노랑풍선 항공권 판매 추이



자료: IBK투자증권

발표 시점의 예약률 대비
수정치는 여전히 하향
조정 추세

여행사들은 매월 말 향후 4개월의 예약률 통계를 발표하는데, 8월말 동사가 발표한 예약률을 보면 9월 0.6%에서 10월에는 1.5%, 11월 40.5%로 개선됨을 보여준다. 그러나 지난 5월, 6월, 7월 발표한 예약률과 비교해 보면, 발표 시점에서의 예약률과 실제 1~2개월 지나면서 하향 수정된 예약률의 차이가 크며 점차 악화되는 모습이다.

표 1. 노랑풍선 PKG 예약률 변화

	5월말 예측	6월말 예측	7월말 예측	8월말 예측
Jun-19	5.8%			
Jul-19	31.1%	23.0%		
Aug-19	23.2%	13.8%	-3.9%	
Sep-19	50.5%	41.6%	12.4%	0.6%
Oct-19		31.5%	12.1%	1.5%
Nov-19			59.2%	40.5%
Dec-19				57.2%

자료: 노랑풍선, IBK투자증권

여행 트렌드의 변화 맞춰 다이내믹 패키지 준비중

Customized 여행상품
증가 추세

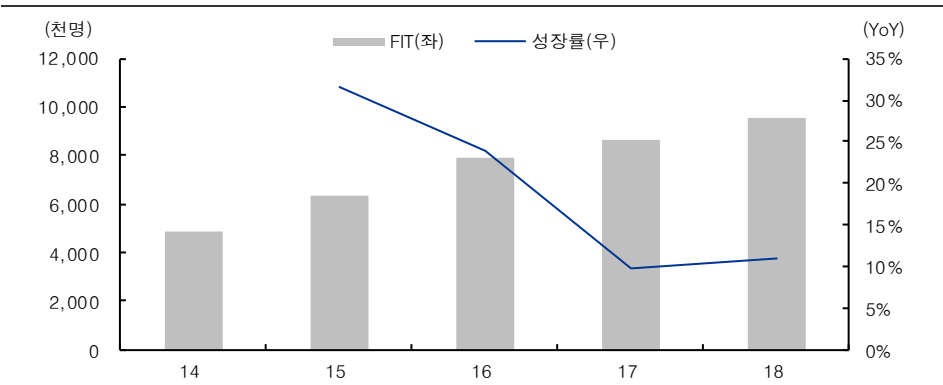
해외여행 경험이 많아지고, SNS 및 유튜브 등을 통해 여행정보가 다양해지고 스마트폰 앱을 통해 여행이 편리해 짐에 따라 젊은 층을 중심으로 나만의 자유여행 욕구가 커지고 있다. 한국여행업협회에서 발표한 개별 자유 여행객(FIT)수는 2014년 4백8십만명에서 2018년 9백6십만명으로 2배 가량 증가하였다. 최근 들어 증가세가 둔화되기는 했지만 패키지를 통한 여행자 수 증가 보다는 여전히 높은 성장세를 유지하고 있다. 이에 따라 최근 여행사 상품 중에는 자유여행과 결합된 패키지 신상품이 더욱 증가하는 추세다.

OTA 플랫폼 구축,
1H20출시 목표

동사는 공모 자금 중 1백억원을 투자하여 내년 상반기 출시를 목표로 OTA(Online Travel Agency) 플랫폼을 구축하고 있다. OTA 플랫폼을 이용하여 가격비교 후 여행 구성 요소 별 별도 구매를 통해 여행객 스스로 본인만의 여행 프로그램을 기획하는 것이다. 이 플랫폼을 이용할 경우 결합상품 혜택을 이용할 수 있어 더욱 저렴한 여행상품 제공이 가능할 전망이다. 다만 동사의 수익성이 어느정도 확보될 수 있을지에 대해서는 향후 추이를 지켜보아야 할 것이다.

결국 시스템과 가격경쟁력
갖춘 여행사만이 생존

그림 7. 개별 자유 여행객(FIT) 추이



자료: 한국여행업협회, IBK투자증권

하반기 비용절감과 대기수요 증가로 내년 턴어라운드 기대

영업환경 악화로 수익성 감소, 하반기 비용절감 노력

2017년 정점으로
외형성장 둔화

항공권총액매출(2018년부터 매출과 매출원가에 반영)을 제외한 순수 매출액을 기준으로 보면, 동사 외형 성장은 2017년을 정점으로 2018년 5.4%YoY로 둔화 되었고 2019년에는 6% 역성장이 예상된다. 과거 항공권 판매 수익 중에는 항공권판매수입 보다 볼륨 인센티브 비중이 더 컸었다. 그런데 올해 항공권 판매 성장이 크게 둔화되면서 인센티브 수익이 큰 폭 감소할 전망이다. 동사는 하반기부터 수익성이 낮은 판매채널 비중을 줄이고 영업비용을 절감하는 정책을 펼칠 것으로 예상된다.

장기적으로 여행 수요는 증가, 눌린 만큼 내년 이후 수요 다시 증가 기대

일시적 여행수요 감소,
내년 이후 대기수요 증가
기대

경기둔화에 따른 소비심리 위축과 국내외 정치불안 여파로 해외 여행 수요가 일시적으로 감소하고 있으나, 장기적으로 지속되지는 않을 전망이다. 해외 여행을 경험한 사람은 반드시 다시 여행하고픈 욕구가 있으며, 소득수준 증가와 여가 시간 증가를 고려할 때 2년간 눌렸던 여행 수요는 용수철처럼 내년 이후 다시 폭발적으로 증가할 수 있다고 판단한다. 터프한 시장 환경으로 동사를 포함한 상위 4개사 중심으로 시장이 재편되는 계기가 될 것이며 결국 생존 기업들에게 수혜가 돌아갈 전망이다.

표 2. 노랑풍선 실적 추정(K-IFRS 연결)

(단위:억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	312	250	313	208	279	222	289	207	603	838	1,083	997	1,111
QoQ	29%	-20%	25%	-34%	34%	-20%	30%	-28%					
YoY	74%	28%	41%	-14%	-11%	-11%	-8%	-1%	24%	39%	29%	-8%	11%
매출원가 (항공권총액매출)	79	19	85	17	50	19	80	17	0	0	200	167	184
매출총이익	233	231	228	192	230	203	208	189	603	838	883	831	927
여행알선수수료	150	145	143	127	154	132	136	127	455	597	565	549	582
항공권판매수익	70	74	74	53	62	56	59	48	115	202	270	226	278
기타수익	12	13	11	12	14	15	13	14	33	40	48	56	67
영업비용	208	224	207	210	221	213	194	202	549	713	847	830	904
영업이익	25	7	21	-18	9	-9	14	-13	54	125	35	1	23
영업이익률	8.0%	3.0%	6.8%	-8.8%	3.2%	-4.2%	5.0%	-6.1%	8.9%	15.0%	3.3%	0.1%	2.1%
세전이익	25	7	22	-12	11	-8	15	-12	0	129	43	6	28
지배주주순이익	19	6	18	2	8	-7	12	-9	41	104	45	5	25

자료: IBK투자증권, 2018년부터 IFRS회계기준에 따라 항공권총액매출과 매출원가를 동시에 반영

노랑풍선 (104620)

포괄손익계산서

(억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	n.a	1,083	997	1,111	1,200
증가율(%)	n.a	na	-7.9	11.4	8.0
매출원가	n.a	0	0	0	0
매출총이익	n.a	1,083	997	1,111	1,200
매출총이익률 (%)	n.a	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	n.a	1,047	996	1,087	1,148
판매비율(%)	n.a	96.7	99.9	97.8	95.7
영업이익	n.a	35	1	23	51
증가율(%)	n.a	na	-97.1	2,200.0	121.7
영업이익률(%)	n.a	3.2	0.1	2.1	4.3
순금융손익	n.a	-3	1	4	4
이자손익	n.a	-2	1	4	4
기타	n.a	-1	0	0	0
기타영업외손익	n.a	10	2	0	0
종속/관계기업손익	n.a	0	1	0	0
세전이익	n.a	43	6	28	55
법인세	n.a	-2	1	3	6
법인세율	n.a	-4.7	16.7	10.7	10.9
계속사업이익	n.a	45	5	25	50
중단사업손익	n.a	0	0	0	0
당기순이익	n.a	45	5	25	50
증가율(%)	n.a	na	-88.9	400.0	100.0
당기순이익률 (%)	n.a	4.2	0.5	2.3	4.2
지배주주당기순이익	n.a	45	5	25	50
기타포괄이익	n.a	0	0	0	0
총포괄이익	n.a	45	5	25	50
EBITDA	n.a	57	24	45	73
증가율(%)	n.a	na	-57.9	87.5	62.2
EBITDA마진율(%)	n.a	5.3	2.4	4.1	6.1

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	n.a	1,122	100	523	1,045
BPS	n.a	10,042	12,240	12,414	13,088
DPS	n.a	370	370	370	370
밸류에이션(배)					
PER	n.a	n.a	151.5	28.9	14.5
PBR	n.a	n.a	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	n.a	n.a	23.5	12.4	7.1
성장성지표(%)					
매출증가율	n.a	n.a	-7.9	11.4	8.0
EPS증가율	n.a	n.a	-91.1	425.0	99.6
수익성지표(%)					
배당수익률	n.a	n.a	2.5	2.5	2.5
ROE	n.a	11.2	1.0	4.2	8.2
ROA	n.a	4.6	0.5	2.2	4.1
ROIC	n.a	19.0	1.8	8.8	18.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	n.a	145.1	79.4	99.6	102.0
순차입금 비율(%)	n.a	5.2	-24.9	-27.2	-32.9
이자보상배율(배)	n.a	6.2	0.3	4.7	10.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	n.a	n.a	8.1	9.3	8.6
재고자산회전율	n.a	n.a	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	n.a	n.a	1.0	1.0	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	n.a	505	593	693	768
현금및현금성자산	n.a	164	283	337	394
유가증권	n.a	0	0	0	0
매출채권	n.a	141	105	134	145
재고자산	n.a	0	0	0	0
비유동자산	n.a	479	454	488	492
유형자산	n.a	361	371	363	357
무형자산	n.a	50	71	112	121
투자자산	n.a	3	4	4	4
자산총계	n.a	985	1,046	1,181	1,260
유동부채	n.a	580	460	586	633
매입채무및기타채무	n.a	0	0	0	0
단기차입금	n.a	185	137	174	188
유동성장기부채	n.a	0	0	0	0
비유동부채	n.a	3	3	3	4
사채	n.a	0	0	0	0
장기차입금	n.a	0	0	0	0
부채총계	n.a	583	463	589	636
지배주주지분	n.a	402	583	592	624
자본금	n.a	20	24	24	24
자본잉여금	n.a	17	198	198	198
자본조정등	n.a	-6	0	0	0
기타포괄이익누계액	n.a	0	0	0	0
이익잉여금	n.a	370	361	370	402
비지배주주지분	n.a	0	0	0	0
자본총계	n.a	402	583	592	624
비이자부채	n.a	398	325	414	447
총차입금	n.a	185	138	175	189
순차입금	n.a	21	-145	-161	-205

현금흐름표

(억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	n.a	20	78	18	61
당기순이익	n.a	45	5	25	50
비현금성 비용 및 수익	n.a	17	24	17	17
유형자산감가상각비	n.a	13	14	12	11
무형자산상각비	n.a	9	9	10	10
운전자본변동	n.a	-15	46	-29	-11
매출채권등의 감소	n.a	-15	36	-29	-11
재고자산의 감소	n.a	0	0	0	0
매입채무등의 증가	n.a	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	n.a	-27	3	5	5
투자활동 현금흐름	n.a	-32	4	-74	-32
유형자산의 증가(CAPEX)	n.a	-6	-4	-4	-5
유형자산의 감소	n.a	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	n.a	-20	-31	-50	-20
투자자산의 감소(증가)	n.a	-6	13	0	0
기타	n.a	0	26	-20	-7
재무활동 현금흐름	n.a	-31	38	109	29
차입금의 증가(감소)	n.a	-6	0	0	0
자본의 증가	n.a	0	149	0	0
기타	n.a	-25	-111	109	29
기타 및 조정	n.a	-1	0	1	0
현금의 증가	n.a	-44	120	54	58
기초현금	n.a	208	163	283	337
기말현금	n.a	164	283	337	394

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.08.24~2019.08.24)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	88
중립	18	12
매도	0	0