

KOSDAQ | 호텔,레스토랑,레저등 노랑풍선 (104620) 다시 떠오를 준비 중

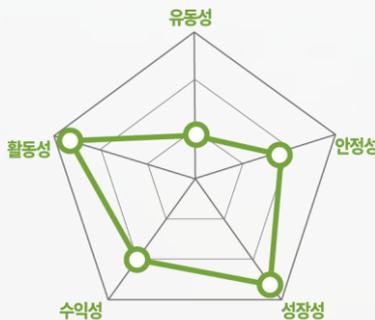
체크포인트

- 노랑풍선은 직접판매 전문 여행사로 2024년 하반기부터 여행 인프라 직사업 사업과 오프라인 대리점 확대를 새로운 성장 전략으로 삼아 재도약을 준비 중
- 2024년 실적은 매출액 1,374억원(+39.4%, yoy), 영업이익 3억원(-95.3%, yoy)으로 전망. 하반기 징검다리 연휴 특수와 프리미엄 상품 론칭, 다양한 마케팅 활동 등이 긍정적인 영향을 미치며 상반기의 영업적자를 대부분 상쇄한 BEP 수준의 영업이익 달성 예상
- 2021년 이후 동사의 주가는 PBR 2.0x ~ 6.0x 수준에서 형성. 현재 주가가 2024년 추정 실적 기준 PBR 2.0x인 점을 고려한다면, 동사 주가는 역사적 PBR Band 하단에 위치한 것으로 분석

주가 및 주요이벤트

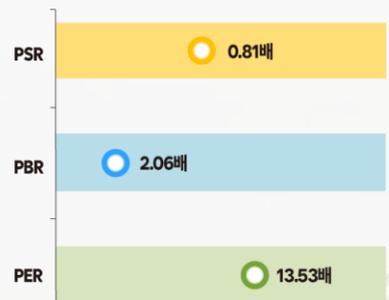


재무지표



주: 2023년 기준, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2023년 기준, PBR은 2Q24 기준, Fnguide WICS 분류상 경기관련소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

직접판매 전문 여행사

2001년 설립된 노랑풍선은 후발 여행사로 직접판매라는 차별화를 통해 안정적인 성장을 기록하며 2019년 코스닥 시장에 상장함. 상장 이후 지난 5년간 중국 사드 보복, No Japan, 코로나-19, 티메프 미정산 사태 등 외부 변수로 어려운 시기를 겪었으나, 이를 잘 극복하고 2024년 하반기부터 여행 인프라 직사입 사업과 오프라인 대리점 확대를 새로운 성장 전략으로 삼아 재도약을 준비 중

인프라 직사입 사업 본격화

하반기 동사는 일본 현지 법인을 설립하고 현지 호텔, 교통 등 인프라 직사입 사업을 본격화할 예정. 그동안 동사는 랜드사(해당 관광 지역의 여행사)로부터 호텔, 교통 등을 공급받았으나 인프라 직사입을 통해 영업이익을 개선하고 로컬 트렌드 대응력을 높일 계획. 일반적으로 여행 패키지 상품의 가격 구성이 항공 50%, 지상(호텔, 차량 등) 30%, 여행사 영업수익(매출) 20%로 이뤄져 있다는 점을 고려하면 여행알선수입 부문에서 상품 판매액 기준 약 1~3%의 추가적인 이익 개선이 가능할 것으로 추정

대리점 확대를 통한 유통채널 다각화

노랑풍선의 유통 채널별 판매 비중은 직판 75%, 대리점 15%, 기타(제휴 판매 등) 10%로 추정. 노랑풍선은 현재 약 80개의 대리점을 보유하고 있으며, 2025년까지 대리점 수를 200개까지 확대할 계획. 동사는 오프라인 대리점을 활용해 고객과의 접점을 확대하고(Q), 상품의 평균 가격(ASP)을 높여 매출 확대 및 실적 성장을 달성할 계획

Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액(억원)	200	29	220	986	1,374
YoY(%)	-74.0	-85.3	651.4	348.1	39.4
영업이익(억원)	-63	-147	-209	66	3
OP 마진(%)	-31.7	-502.6	-95.0	6.7	0.2
지배주주순이익(억원)	-59	-102	-241	59	3
EPS(원)	-413	-713	-1,562	374	21
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	-94.4
PER(배)	N/A	N/A	N/A	17.6	239.6
PSR(배)	5.7	70.5	5.3	1.1	0.6
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	11.0	23.0
PBR(배)	2.3	4.8	3.6	2.6	2.0
ROE(%)	-11.2	-22.0	-63.2	16.2	0.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (10/10)	5,000원
52주 최고가	8,070원
52주 최저가	5,000원
KOSDAQ (10/10)	775.48p
자본금	79억원
시가총액	792억원
액면가	500원
발행주식수	16백만주
일평균 거래량 (60일)	4만주
일평균 거래액 (60일)	2억원
외국인지분율	0.71%
주요주주	고재경 외 22인 40.3%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.4	-26.7	-24.9
상대주가	-12.9	-18.8	-23.0

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '영업이익 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성 지표는 '당좌비율임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

연혁 및 지배구조 현황

직접판매 여행을 기반으로 성장해 온 노랑풍선

2001년에 설립된 노랑풍선은 후발 여행사로 직접판매라는 차별화를 통해 안정적인 성장을 기록하며 2019년 코스닥 시장에 상장하였다. 하지만 상장 이후 동사는 지난 5년간 외부 변수로 인한 어려움을 겪어왔다. 2018년 중국 사드 보복, 2019년 노재팬 운동에 따른 패키지 여행 수요 감소 타격을 입었고 2020년부터는 코로나 19의 여파 및 각국의 봉쇄 정책으로 여행이 제한되며 최악의 시기를 겪기도 하였다. 2023년 리오피닝 영향으로 여행 수요가 빠르게 회복되며 정상화에 대한 기대감도 있었으나, 2024년 7월 티메프 미정산 사태가 발생, 또 한 번의 어려움을 극복하였다. 동사는 2024년 하반기부터 여행 인프라 직사입과 오프라인 대리점 확대를 새로운 성장 전략으로 삼아 재도약을 준비하고 있다.

2024년 6월 기준, 동사의 최대주주는 고재경 회장으로 지분 12.6%를 보유하고 있으며, 고재경 회장과 매부-처남 사이이자 공동창업자인 최명일 회장 11.3%와 최명선 등 친인척 14.4%, 임원 1.9%를 포함한 최대주주 및 특수관계인 지분율은 40.3%이다.

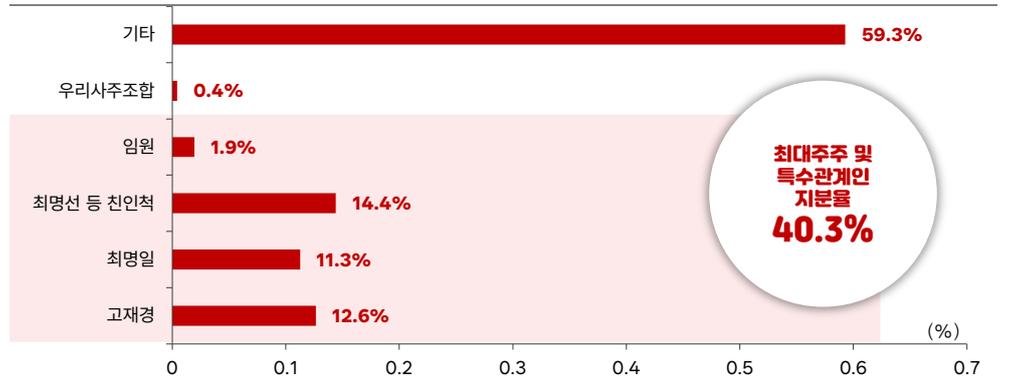
2024년 6월말 기준, 동사는 종속기업으로 (주)노랑풍선시티버스를 보유하고 있다. (주)노랑풍선시티버스는 시내순환 관광업을 영위하는 회사로, 동사가 사업영역을 인바운드(외국인의 한국여행)까지 확대시킬 목적으로 2018년 지분 100%를 인수했다. 노랑풍선 시티버스가 소유한 버스는 모두 2층 버스이며, 전면 개방형, 하프, 폐쇄형 3종으로 6대 버스를 운영 중이다. 계열사로는 (주)위시빈이 있으며 동사 지분율은 10.4%이다. (주)위시빈은 2018년 설립된 여행 정보 공유 서비스 기업이다. 여행 관련 콘텐츠를 작성한 유저에게 포인트를 제공하고 수익을 공유한다. 양사 플랫폼 사업의 동반성장을 통한 미래 성장 동력 확보 목적으로 2021년 7월 지분 51%(9.4억원)를 취득하며 자회사로 편입하였지만, 이후 2022년 3월 위시빈이 3자배정 유상증자를 하며 동사의 지분율이 축소, 계열회사로 변경되었다.

노랑풍선 연혁



자료: 노랑풍선, 한국IR협의회 기업리서치센터

노랑풍선 주주 현황(2Q24 기준)



자료: 노랑풍선, 한국IR협회의 기업리서치센터

노랑풍선 종속, 계열회사 현황(2Q24 기준)



자료: 노랑풍선, 한국IR협회의 기업리서치센터

비즈니스 현황

동사의 사업은

여행알선수입 56.4%,

항공권판매수입 9.4%,

항공권총액매출 28.1%,

기타 6.1%로 구성

노랑풍선은 직접판매(이하, 직판)에 강점을 지닌 종합여행사로 유통 채널별 판매 비중은 직판 75%, 대리점 15%, 기타(제휴 판매 등) 10%로 추정된다. 직판은 홈페이지·모바일을 통해 유입된 예약을 확인한 후 본사 담당자와 직접 상담을 통해 판매가 완료되며, 간접판매 채널을 통한 예약의 경우, 본사에서 최종 예약 및 결제를 진행하고 대리점 및 기타(제휴 채널) 등에 판매수수료를 지급한다.

2023년 기준 동사의 사업은 1) 여행알선수입 56.4%, 2) 항공권판매수입 9.4%, 3) 항공권총액매출 28.1%, 4) 기타 6.1%로 구성되어 있다. 1) 여행알선수입은 일반적으로 패키지 상품의 판매를 통해 발생하는 매출이다. 패키지 상품의 상품가는 항공비, 지상비 등의 여행경비와 동사의 매출인 알선 수수료로 구성된다. 일반적으로 패키지 여행은 항공권 50% ~ 60%, 지상비(숙박, 현지 여행경비 등) 30%, 여행사 영업수익(매출) 10% ~ 20% 수준으로 구성되어 있다. 실제 동사의 과거 연간 패키지 상품 수탁금(판매액) 대비 여행수입알선 매출은 10% 수준을 기록하였다(순액매출인식). 2) 항공권판매수입 부문에서 동사는 항공권 판매액의 일부분을 판매수입으로 인식하며, 일정 기간 동안의 판매 실적에 따라 항공사로부터 볼륨 인센티브를 추가로 지급받는다. 3) 항공권총액매출은 여행상품을 구성하기 위해 여행사가 확정 수량과 가격으로 구매한 전세기 등의 항공권 매출을 의미한다. 동사가 재고위험을 부담하기 때문에 회계기준(K-IFRS 1115호)에 따라 총액을 매출로 인식하지만 동일 금액을 매출원가로 인식하기 때문에 실제 영업이익에는 영향을 미치지 않는 부문이다. 4) 기타는 고객으로부터 받은 위약금수익, 노랑풍선시티버스 매출 등으로 구성되어 있다.

직판 전문 여행사 '노랑풍선'



자료: 노랑풍선, 한국IR협의회 기업리서치센터

 **산업 현황**

1 해외여행 시장 현황

**코로나-19 이전 수준으로
회복이 기대되는
아웃바운드 여행 시장**

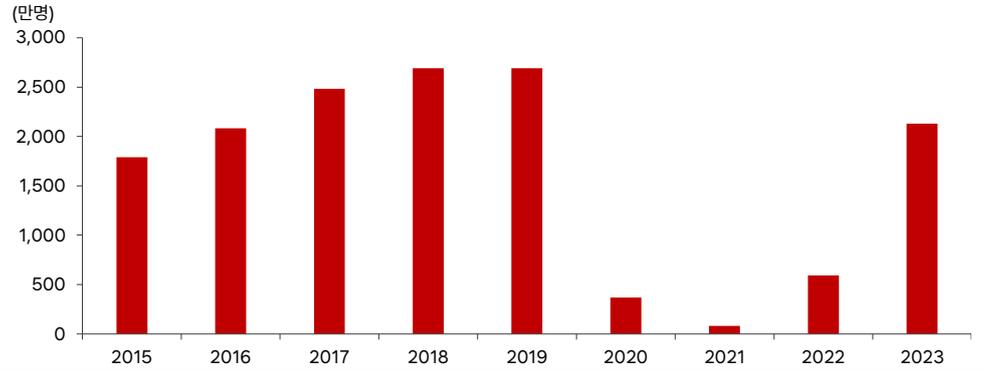
국내 아웃바운드 여행(내국인의 해외여행)은 국민 소득 증가로 인한 수요 증가와 LCC의 본격화로 인한 공급 증가로 인해 2018년 ~ 2019년까지 호황을 이뤘으나 2020년 초 코로나 19 팬데믹 영향으로 급감하기 시작했다. 2023년부터 엔데믹으로 그 동안 억눌렸던 여행 수요가 다시 살아났으며 2024년에는 2019년 수준을 대부분 회복할 것으로 기대된다.

2015년 ~ 2019년 기간 동안 국내 아웃바운드 여행(내국인의 해외여행)은 증가했다. 수요 측면에서는 가처분 소득의 증가, 공급 측면에서는 LCC(Low Cost Carrier)의 등장으로 인한 여행 비용 감소 및 공급량 증가가 영향을 미친 것으로 분석된다. 주요 지표를 살펴보면 1) 국내 출국자수(승무원 제외)는 2015년 1,789만명에서 2019년 2,692만명까지 증가, 연평균 성장률 10.8%를 기록했다. 2) 국제선 여객 수는 동기간 연평균 10.1%씩 증가하여 2019년 9,090만명을 기록했다. FSC(Full Service Carrier, 대한항공·아시아나항공)가 CAGR 2.7%를 기록한 반면, LCC(Low Cost Carrier, 제주항공·진에어·티웨이항공 등)가 CAGR 31.2%를 기록하며 시장 성장을 견인했다. 목적지별로는 LCC 본격화로 합리적인 가격의 여행이 가능해진 일본과 아시아 지역이 각각 연평균 15.0%, 11.5%의 성장률을 나타내었다. 특히 사항으로는 일본행의 연간 여객 수가 2015년 123만명에서 2018년 215만명으로 크게 증가했으나 2019년에는 하반기 NO Japan 이슈로 여객 수가 감소하며 190만명을 기록하였다는 점이다.

2020년 ~ 2022년 동안에는 코로나 19 및 글로벌 봉쇄 정책으로 인한 해외여행의 급감이 있었고, 2023년부터는 코로나 19 엔데믹과 함께 본격적인 회복세가 나타나기 시작하였다. 주요 여행 지표를 살펴보면 국내 출국자수(승무원 제외)는 2020년 369만명에서 2021년 80만명 수준까지 하락한 후 2023년 2,129만명(2019년의 약 79% 수준)까지 회복하였다. 여객 수는 6,862만명을 기록, 코로나 이전인 2019년 대비 75.5%를 회복했으며, FSC는 67.9%, LCC는 90.6%의 회복세를 각각 시현하였다. 일본행, 미주행이 각각 102.6%, 101.1%의 회복률을 기록하며 2019년 수준을 이미 넘어선 반면, 중국 37.1%, 유럽 64.5%, 아시아 77.9%의 저조한 회복률을 나타내었다.

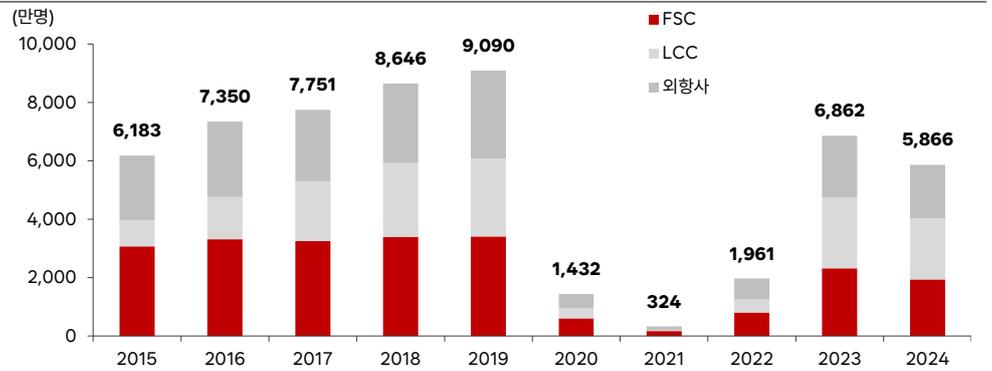
2024년 8월 누적 여객 수는 5,867만명으로 2019년 8월 누적 대비 약 95%의 회복세를 기록했다. 국제선 점유율은 LCC 35.5%, FSC 32.9%, 외항사 31.5%를 기록, 단거리에 강점을 지닌 LCC가 가장 높은 점유율 차지했다. 지역별로는 일본 112.2%, 미주 115.6%, 아시아 95.9% 등으로 중국 74.5%를 제외한 대부분 지역에서 높은 회복세를 나타냈다.

내국인 출국자수



자료: 항공통계, 한국IR협회의 기업리서치센터

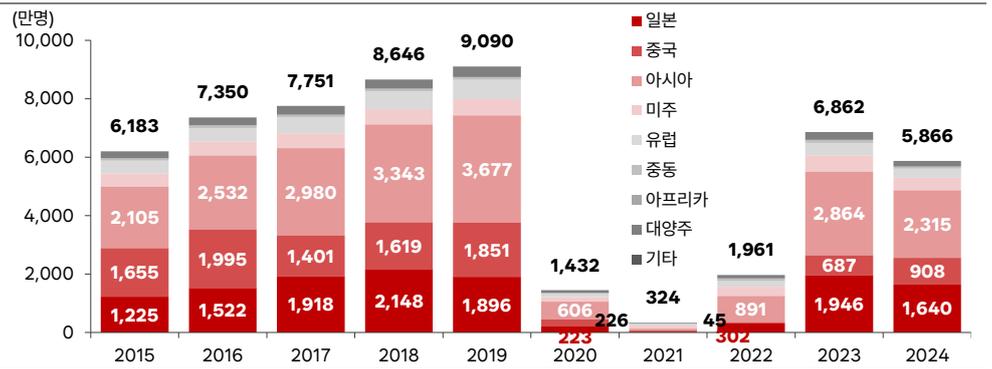
항공사별 국제선 여객수



주) 2024년은 8월까지 누적

자료: 항공통계, 한국IR협회의 기업리서치센터

지역별 국제선 여객수



주) 2024년은 8월까지 누적

자료: 항공통계, 한국IR협회의 기업리서치센터

치열해진 여행 산업

ICT의 발전으로

온디맨드 전략이 여행 기업의

핵심 역량으로 부상

여행산업은 항공·호텔 등의 인프라 공급자와 여행사와 대리점 등 판매 채널, 고객으로 구성되어 있으며, 여행 단계는 ‘정보 탐색 → 예약 → 관광 및 후기’ 순으로 진행된다. 전통적인 여행업에서는 예약 단계에 한정된 서비스 제공이 여행 산업의 주요 역할이었고, 획일적인 여행상품을 직·간접적으로 판매하는 여행사 중심의 일방향적인 유통 구조를 보였다.

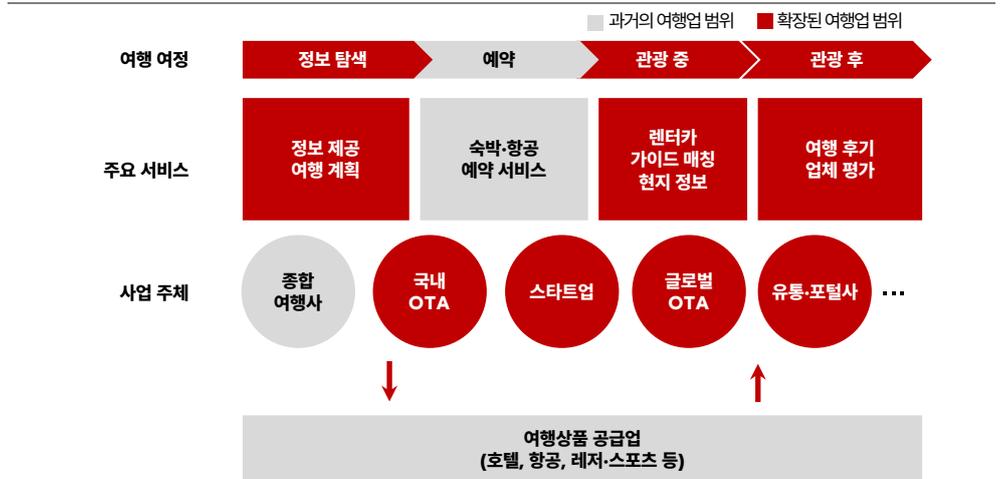
그러나 최근 ICT의 발전으로 여행 산업 내에서도 플랫폼 기반의 운영 체제가 강조되며, 여행 산업의 유통 구조가 소비자 중심으로 변화하고 있다. 여행사, 국내 OTA(Online Travel Agency), 스타트업, 글로벌 OTA, 유통·포탈사 등 다양화된 여행업의 주요 기업들이 자체 플랫폼을 기반으로 정보 탐색부터 관광 및 후기 단계까지 전체 여행 여정을 포함한 서비스를 고객에게 직접 제공하고 있다. 치열해진 여행 산업 내에서 각 여행 서비스 제공자들은 경쟁력을 강화하기 위해 소비자들의 니즈를 빠르게 파악하고 즉각적으로 대응하는 온디맨드 전략을 채택하고 있으며, 개인 맞춤형 서비스를 제공하여 서비스 품질과 만족도 제고를 위해 노력하고 있다.

종합 여행사는 다양한 여행 상품을 구성하고 서비스를 제공하는 기업으로 하나투어, 모두투어, 노랑풍선 등이 있다. 이들은 디지털 전환에 대응하기 위해 플랫폼을 강화하며 온오프라인 채널을 투트랙 구조로 운영하고 있다. 하나투어는 대리점, 홈쇼핑에서 판매되던 패키지 상품을 플랫폼 판매로 전향했으며 모두투어는 2023년 B2C 채널 모두닷컴을 리뉴얼 했다. 노랑풍선은 2021년 OTA 플랫폼을 도입, 개별 자유여행 FIT(Free Independent Tour) 상품 확대, AI 기반 맞춤형 여행 서비스 구축 등을 통해 경쟁력을 강화하였다.

OTA(Online Travel Agency)는 일정액의 수수료를 받고 호텔, 항공 등의 온라인 예약과 결제를 통합 관리할 수 있는 여행 서비스 플랫폼을 의미한다. 국내에서는 야놀자, 여기어때, 마이리얼트립 등이 있으며 글로벌 기업으로는 부킹홀딩스, 익스피디아 등이 있다.

국내 주요 여행 스타트업 기업으로는 트립비토즈, 데이트립 등이 있다. 소비자 취향이 파편화됨에 따라 세분화된 전문 서비스를 제공하며 특정한 관심사를 가진 고객층을 공략하는 버티컬 플랫폼이다. 트립비토즈는 영상 기반의 여행 커뮤니티를 결합한 플랫폼이며, 데이트립은 전문 큐레이터의 공간 콘텐츠를 제공하는 플랫폼으로, 콘텐츠에 대한 신뢰도와 차별성을 강조하고 있다.

여행산업의 구조와 서비스 범위의 변화



자료: 삼정KPMG, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 여행업계 주요 플레이어

종합 여행사	국내 OTA	스타트업	글로벌 OTA
<ul style="list-style-type: none"> 디지털 전환 시대에 맞춰 온라인 채널 강화, 개별 자유여행 FIT 상품 확대, 패키지 차별화 노력 지속 종합 여행사는 해외여행 수요가 급격히 확대되기 시작한 1980년대 후반 등장. 1989년 해외여행 전면 자유화 조치로 여행 시장이 자율화되고, 국민들의 평균 소득 수준 상승에 따라 해외여행 수요가 급증한 바 있음 	<ul style="list-style-type: none"> 모바일 예약을 지원하는 여행 플랫폼 기업으로 트래블테크를 도입하여 상품 차별화, 시장 점유율 확대, 효율적 운영을 도모 고객 서비스, 웹·앱 이용 편리, 마일리지 및 포인트, 환불 취소 규정 등의 측면에서 글로벌 OTA에 비해 차별적인 요소로 대응 	<ul style="list-style-type: none"> 소비자 취향이 파편화됨에 따라 세분화된 전문 서비스를 겨냥한 트래블테크 스타트업이 다수 등장 시를 활용한 서비스가 진화되는 동시에 서비스 대상이 되는 여행지나 주제별로 사업 영역이 세분화되는 추세. 특정한 관심사를 가진 고객층을 공략하는 '버티컬 플랫폼'으로 발전 	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 대형 OTA는 각 국 유망 기업과 글로벌 경쟁력을 갖춘 개별 OTA를 인수하여 외형 확장을 추진 경쟁력 있는 OTA 대다수가 익스피디아 그룹, 부킹홀딩스, 트립닷컴 계열의 자회사로 편입

- ✓ 기존 대형 종합 여행사가 여행산업을 주도해왔으나 신형 OTA, 글로벌 OTA, 트래블테크 스타트업이 시장에 가세
- ✓ 이 밖에 포털업체, 이커머스 플랫폼의 여행업 진출이 잇따르며 경쟁 심화

자료: 삼정KPMG, 한국IR협회의 기업리서치센터

투자포인트

1 인프라 직사업 사업 본격화

**하반기, 일본법인 설립하며
인프라 직사업 사업 본격화 예정**

노랑풍선은 지역 인프라 직사업을 통해 원가 경쟁력을 제고하고 상품 퀄리티의 향상을 위해 7월 발행한 전환사채 150억원 중 131억원을 활용할 계획이다. 하반기 동사는 일본 현지 법인을 설립하고 현지 호텔, 교통 등 인프라 직사업을 본격화할 예정이다. 그동안 동사는 랜드사(해당 관광 지역의 여행사)로부터 호텔, 교통 등을 공급받았으나 인프라 직사업을 통해 영업이익을 개선하고 로컬 트렌드 대응력을 높일 계획이다. 동사는 일본 외 태국 방콕에 연락사무소 오픈도 준비 중이며, 향후 지역 거점을 베트남, 괌, 사이판 등으로 확대할 예정이다.

일반적으로 여행 패키지 상품의 가격 구성은 항공 50%, 지상(호텔, 차량 등) 30%, 여행사 영업수익(매출) 20%로 이뤄져 있다. 동사가 직거래를 통해 지상 서비스를 직접 제공함으로써 랜드사 수수료를 자체 실적으로 내재화할 수 있다는 점을 고려하면 **여행알선수입 부문에서 여행 상품 판매액 대비 약 1 ~ 3%의 추가적인 이익 개선이 가능할 것으로 추정된다.**

여행 인프라 직사업 확대



자료: 노랑풍선, 한국IR협회의 기업리서치센터

**오프라인 대리점 채널 강화로
P의 상승과 Q의 증가 전망**

대리점 확대를 통한 유통채널 다각화

여행사의 판매 방식은 대리점 기반의 간접 판매와 대리점을 거치지 않는 직접 판매로 구분된다. 간접 판매는 대리점에 지급하는 수수료로 인해 상품 가격이 비교적 높게 형성되는 반면, 직접 판매는 수수료를 제외하여 비교적 저렴한 가격으로 상품을 제공할 수 있다.

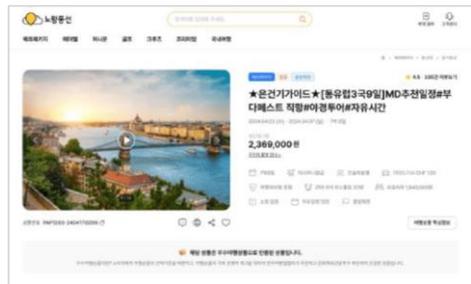
노랑풍선의 유통 채널별 판매 비중은 직판 75%, 대리점 15%, 기타(제휴 판매 등) 10%로 추정된다. 노랑풍선은 현재 약 80개의 대리점을 보유하고 있으며, 2025년까지 대리점 수 200개를 목표로 하고 있다. 동사는 지역 상권 보호와 대리점의 온라인 사이트 도입을 통해 대리점 수 확대를 추진하고 있다. 수도권은 2km, 그 외 지역은 5km의 상권 보호 정책을 시행하여 대리점 간 과도한 경쟁을 완화하고 서비스 품질을 향상시키고 있다. 또한 오프라인 대리점의 온라인 영업 및 홍보 지원 확대를 위해 온라인 대리점을 도입하여 다양한 홍보 채널에 노출된 자사 상품을 선택할 경우, 각 대리점 사이트로 유입이 가능하도록 하여 대리점에 대한 고객 접근성도 높였다.

동사는 오프라인 대리점을 활용하여 **프리미엄 여행 상품을 판매하고 새로운 고객군을 적극적으로 유치할 계획으로 상품 평균 가격(ASP)의 상승 및 고객과의 접점(Q) 확대 효과가 기대된다.**

대리점 채널 강화

온라인 대리점 도입 및 Co-Brand 사이트 개설

오프라인 대리점의 온라인 영업 및 홍보 지원 확대를 위한 온라인 대리점 도입
다양한 홍보 채널에 노출된 자사 상품 선택 시 각각의 대리점 사이트로 유입



대표 견적 문의 건에 대한 영업 기회 제공

본사 예약센터 및 대표번호 문의 건에 대해 대리점 연계 지역 제한 없이 거러쳐 견적 제안 및 고객 영업 기회 부여



업계 유일 대리점 지역 상권 보호

수도권 2Km 그 외 5Km의 상권 보호 정책 시행
지역 대리점 간의 과도한 경쟁 완화 및 서비스 품질 향상

자료: 노랑풍선, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

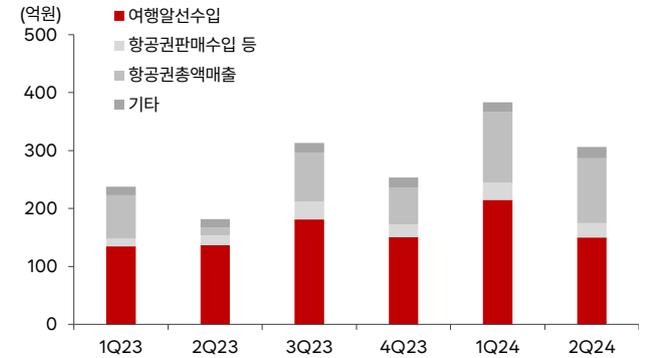
실적 Review

**여행업황에 연동되어 온
노랑풍선의 과거 실적**

노랑풍선의 과거 실적은 아웃바운드 여행 산업의 업황에 따라 변화를 겪어왔다. 국내 아웃바운드 여행(내국인의 해외 여행)은 국민 소득 증가로 인한 수요 증가와 LCC의 본격화로 인한 공급 증가로 안정적인 성장세를 시현하여 왔으나 2018년부터 부진한 업황에 영향을 받으며 아쉬운 실적을 기록하여 왔다.

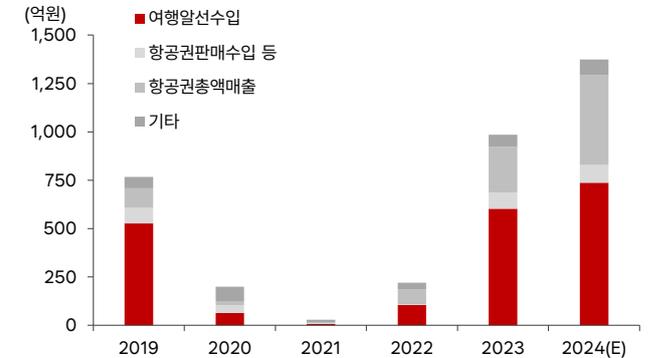
2018년 동사의 실적은 매출액 928억원(+21.6%, yoy), 영업이익 35억원(-71.7%, yoy)을 기록했다. 2018년부터 적용되기 시작한 K-IFRS 1115호의 영향으로 항공권총액매출이 인식되며 회계상 매출은 증가하였으나, 2018년 일본에서 발생한 초대형태풍, 지진 등 자연재해 영향으로 영업이익은 크게 감소하였다. 2019년, No Japan 현상과 홍콩 시위 장기화 여파로 매출액 768억원(-17.2%, yoy), 영업손실 21억원(적자전환, yoy)의 부진한 실적을 기록했다. 이후 2020년 ~ 2022년 기간 동안에는 코로나-19의 영향이 본격화되며 여행 수요가 감소하였고 3년간 영업손실이 지속되었다. 특히 2022년에는 여행 시작이 아직 회복되지 않았음에도 불구하고 선제적 대응을 위한 직원 근무 정상화 및 광고 선전비 지출로 인해 209억원의 대규모 영업손실을 기록하기도 하였다. 2023년 실적은 매출액 986억원(+348.1%, yoy), 영업이익 66억원(흑자전환, yoy)을 기록했다. 엔데믹 이후 억눌려왔던 해외여행 수요가 증가하며 역대 최고 매출액을 달성하였으며, 영업이익은 4분기 약 40억원의 성과급 지급에도 불구하고 흑자전환에 성공하였다.

노랑풍선 분기별 매출 추이



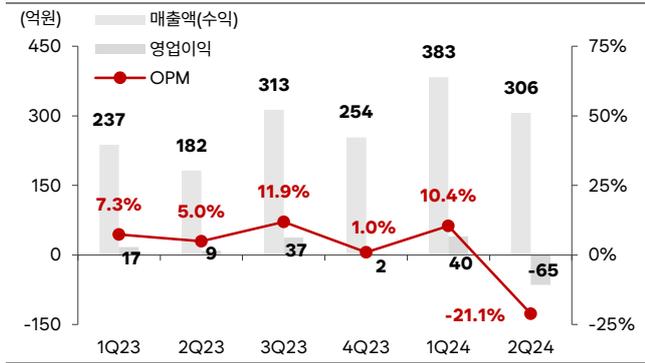
자료: 노랑풍선, 한국IR협의회 기업리서치센터

노랑풍선 연간 매출 추이



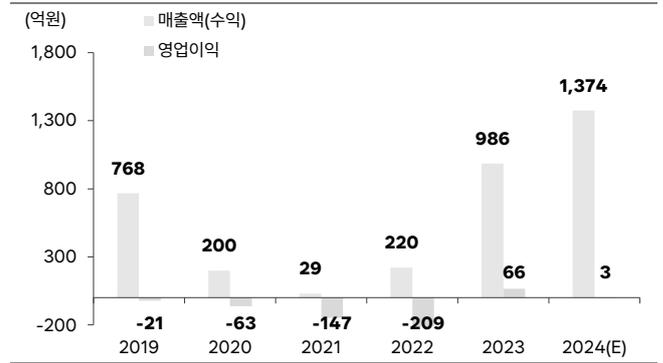
자료: 노랑풍선, 한국IR협의회 기업리서치센터

노랑풍선 분기별 영업실적 추이



자료: 노랑풍선, 한국IR협회의 기업리서치센터

노랑풍선 연간 영업실적 추이



자료: 노랑풍선, 한국IR협회의 기업리서치센터

2024년 실적 전망

티메프 미정산 사태 영향으로, 아쉬운 실적이 전망되는 2024년

2024년 상반기 동사 실적은 매출액 690억원(+64.5%, yoy), 영업손실 25억원(적자전환, yoy)을 기록했다. 제휴 판매 채널이었던 티메프(티몬+위메프) 미정산 사태가 실적 전반적으로 영향을 미쳤다. 여행사에 대한 신뢰도 하락으로 일부 여행 상품이 취소되었고, 영업이익 부문에서는 티메프 미정산과 관련 38억원의 대손상각비가 발생하며 적자 전환하였다. 2024년 연간 실적은 매출액 1,374억원(+39.4%, yoy), 영업이익 3억원(-95.3%, yoy)을 전망한다. 하반기 징검다리 연휴 특수와 프리미엄 상품 론칭, 다양한 마케팅 활동 등이 긍정적인 영향을 미치며 상반기의 영업적자를 대부분 상쇄한 BEP 수준의 영업이익 달성이 예상된다.

노랑풍선 분기 실적 Table

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
매출액(수익)	237	182	313	254	383	306
여행알선수입	135	136	181	150	215	150
항공권판매수입 등	13	17	31	22	29	25
항공권총액매출	75	13	85	63	122	112
기타	15	15	17	18	17	19
영업이익	17	9	37	2	40	-65
OPM	7.3%	5.0%	11.9%	1.0%	10.4%	-21.1%

자료: 노랑풍선, 한국IR협회의 기업리서치센터

노랑풍선 연간 실적 Table

(단위: 억원)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024(E)
매출액(수익)	768	200	29	220	986	1,374
여행알선수입	527	64	7	105	603	738
항공권판매수입 등	81	40	6	4	84	91
항공권총액매출	100	22	2	76	236	466
기타	60	73	15	35	64	79
영업이익	-21	-63	-147	-209	66	3
OPM	-2.7%	-31.7%	-502.6%	-95.0%	6.7%	0.2%

자료: 노랑풍선, 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

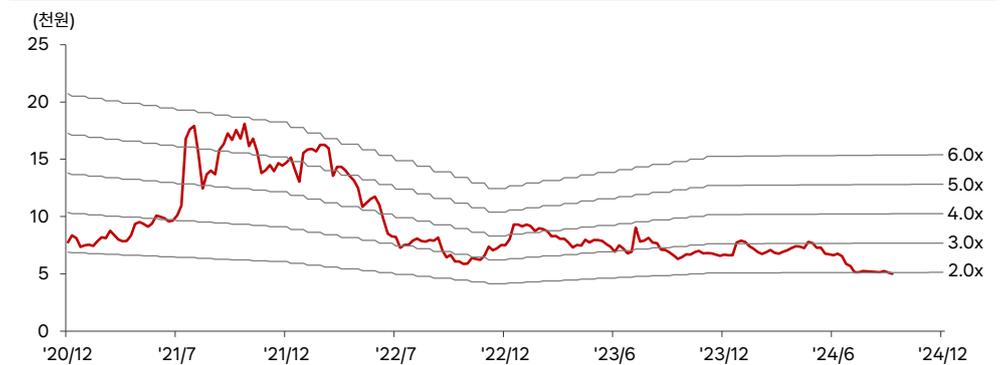
Historical Valuation

현재 동사 주가는
역사적 PBR Band 하단에 위치

2021년 이후 동사의 주가는 PBR 2.0x ~ 6.0x 수준에서 형성되었다. 현재 주가가 2024년 추정 실적 기준 PBR 2.0x인 점을 고려한다면, 동사 주가 밸류에이션은 역사적 PBR Band 하단에 위치한 것으로 분석된다.

2019년 1월 30일 6,686원(이하 무상증자를 반영한 가격, 당시 공모가는 20,000원)으로 상장한 노랑풍선은 상장일 공모가를 70.8% 상회한 11,416원으로 마감했다. 하지만 2019년 한일간 정치 및 경제적 이슈가 불어지며 확대된 No Japan 과 2020년 코로나-19의 영향으로 주가는 2020년 3월 최저가 1,815원을 기록하였다. 이후 증시 반등과 2021년 7월 무상증자 영향으로 최고가 21,450원을 기록하였고, 코로나-19 정상화 기대감이 이어지며 주가는 15,000 원 이상에서 유지되었다. 하지만 2022년 3월 매출액 30억원 미달을 이유로 관리종목으로 지정되며 동사의 주가는 2022년말 6,000원 이하로 하락하였다. 2023년부터 여행산업의 회복이 본격화되고, 8월부터는 중국 정부의 한국 단체 관광도 허용되는 등 우호적인 시장 상황이 이어졌으나, 2024년 7월 티메프 미정산 사태에 영향을 받으며 동사의 주가는 코로나-19 이후 최저가 수준인 5,000원 수준까지 하락하였다.

노랑풍선 PBR Band



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

멀티플 디스카운트가 불가피한 상황

타 여행사 대비
할인된 멀티플을 적용받는 중

국내 상장 여행사 중 2024년 실적 컨센서스가 존재하는 하나투어, 모두투어의 2024년 기준 PBR은 각각 5.4x, 2.3x로 동사 대비 높은 멀티플을 적용 받고 있다. 하나투어, 모두투어의 경우, 전년 동기 대비 매출과 영업이익 모든 부문에서 성장이 전망되는 반면, 동사는 영업이익의 역성장이 전망된다는 점에서 타 상장사 대비 할인된 멀티플 적용이 불가피한 상황으로 판단된다. 다만, 현재 주가가 코로나-19 시기 이후 최저점 수준에 머물러 있기 때문에, 향후 대리점 채널 확대 및 여행 인프라 직사업 사업으로 실적 개선세가 나타난다면 멀티플 정상화에 따른 주가 반등의 여지도 있다고 판단된다.

2024년 실적 컨센서스가 존재하는 여행사 실적 및 밸류에이션 현황

(단위: 원, 억원, 배, %)

		노랑풍선	하나투어	모두투어
코드		A104620	A039130	A080160
현재 주가 (10/10)		5,000	49,900	10,400
시가총액		792	8,004	1,966
매출액	2021	29	403	138
	2022	220	1,150	295
	2023	986	4,116	1,786
	2024F	1,374	6,593	2,529
	영업이익	2021	-147	-1,273
2022		-209	-1,012	-221
2023		66	340	116
2024F		3	642	136
영업이익률		2021	-502.6	-316.2
	2022	-95.0	-88.0	-75.1
	2023	6.7	8.3	6.5
	2024F	0.2	9.7	5.4
	순이익	2021	-102	-440
2022		-241	-668	-162
2023		59	470	103
2024F		3	707	136
EPS 성장률		2021	-72.7	75.1
	2022	-119.2	-44.6	-192.1
	2023	123.9	167.1	163.5
	2024F	-94.4	66.2	37.1
	PER	2021	N/A	N/A
2022		N/A	N/A	N/A
2023		17.6	17.8	28.0
2024F		239.6	11.3	14.3
PBR		2021	4.8	11.7
	2022	3.6	7.6	5.3
	2023	2.6	4.7	3.8
	2024F	2.0	5.4	2.3
	ROE	2021	-22.0	-39.9
2022		-63.2	-64.0	-25.8
2023		16.2	32.0	16.3
2024F		0.8	45.2	18.2
PSR		2021	70.5	25.8
	2022	5.3	8.0	10.9
	2023	1.1	2.0	1.6
	2024F	0.6	1.2	0.8

주:1) 노랑풍선의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 10월 10일 증가 기준
 자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

 **리스크 요인**

**기발행 메자닌 관련
지분 희석 가능성과
오버행 이슈 존재**

동사는 투자자금 및 운영자금 조달을 목적으로 2021년 3월 14일 전환사채 100억원, 신주인수권부사채 100억원을 발행하였으며, 현재 잔액은 각각 44억원, 30억원이다. 2024년 9월 12일 기준, 전환 및 행사 가능 주식수는 각각 약 77만주, 52만주로 현재 상장 주식수의 8.1% 수준이다. 주가 하락에 따른 리픽싱을 감안한 현재 전환가액 및 행사가액은 최저 조정가액인 5,745원이다. 현재 주가가 5,000원 수준이며 행사 기간이 2026년까지인 점을 고려했을 때, 신주 발행에 따른 지분 희석 및 오버행 가능성이 존재한다고 판단된다.

한편, 동사는 일본 법인 버스 매입 등 인프라 확보에 필요한 운영자금 150억원 조달을 목적으로 2024년 7월 3회차 전환사채를 추가 발행하였으며, 발행 조건을 감안 시 2025년 7월 이후 오버행으로 작용할 가능성이 높다고 판단된다.

CB, BW 발행 현황(24.09.12 기준)

	발행일	만기일	권면총액 (억원)	조달자금의 구체적 사용 목적	미행사 잔액 (억원)	행사기간	행사가액 (원)	발행 가능 주식수(주)
제 1회 무기명식 이권무보증 사모 전환사채	21.03.14	26.03.12	100	투자자금 및 운영자금	44	22.03.12 ~26.02.12	5,745	765,883
제 2회 무기명식 이권부보증 사모 비분리형 신주인수권부사채	21.03.14	26.03.12	100	운영자금	30	22.03.12 ~26.02.12	5,745	522,193
제 3회 무기명식 이권부 무보증 사모 전환사채	24.07.30	29.07.30	150	운영자금	150	25.07.30 ~29.06.30	6,670	2,248,875

자료: 노랑풍선, 한국IR협회의 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	200	29	220	986	1,374
증가율(%)	-74.0	-85.3	651.4	348.1	39.4
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	200	29	220	986	1,374
매출이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	263	176	429	920	1,371
판매비율(%)	131.5	606.9	195.0	93.3	99.8
EBITDA	-30	-123	-185	98	36
EBITDA 이익률(%)	-15.0	-421.1	-83.9	9.9	2.6
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	-63.0
영업이익	-63	-147	-209	66	3
영업이익률(%)	-31.7	-502.6	-95.0	6.7	0.2
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	-95.3
영업외손익	-4	19	-77	2	1
금융수익	5	40	6	30	26
금융비용	5	28	77	28	26
기타영업외손익	-5	7	-5	1	1
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-68	-128	-286	68	4
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	-93.9
법인세비용	-9	-25	-45	9	1
계속사업이익	-59	-103	-241	59	3
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-59	-103	-241	59	3
당기순이익률(%)	-29.6	-351.2	-109.4	6.0	0.2
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	-94.3
지배주주지분 손이익	-59	-102	-241	59	3

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동으로인한현금흐름	-221	-142	-0	30	71
당기순이익	-59	-103	-241	59	3
유형자산 상각비	19	14	11	12	13
무형자산 상각비	14	10	13	20	20
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-212	-30	164	-76	16
기타	17	-33	53	15	19
투자활동으로인한현금흐름	9	-11	103	-89	-29
투자자산의 감소(증가)	290	373	120	32	-3
유형자산의 감소	5	6	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-10	-1	-6	-14	-26
기타	-276	-389	-11	-107	0
재무활동으로인한현금흐름	94	135	10	-54	-29
차입금의 증가(감소)	111	-60	20	-41	-19
사채의증가(감소)	0	198	0	0	5
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-10	0	0	0	0
기타	-7	-3	-10	-13	-15
기타현금흐름	0	0	-0	0	-3
현금의증가(감소)	-118	-18	113	-113	11
기초현금	177	59	41	154	41
기말현금	59	41	154	41	52

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
유동자산	313	370	376	523	654
현금성자산	59	41	154	41	52
단기투자자산	242	276	103	173	151
매출채권	2	13	70	214	267
재고자산	0	0	31	68	150
기타유동자산	9	40	19	27	34
비유동자산	483	510	554	530	545
유형자산	359	260	286	299	313
무형자산	67	92	79	62	61
투자자산	3	8	11	8	11
기타비유동자산	54	150	178	161	160
자산총계	796	880	930	1,053	1,200
유동부채	299	437	601	644	783
단기차입금	253	193	213	172	142
매입채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	46	244	388	472	641
비유동부채	4	8	2	6	11
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1	1	1	1	4
기타비유동부채	3	7	1	5	7
부채총계	302	444	603	650	793
지배주주지분	494	435	327	403	406
자본금	24	71	79	79	79
자본잉여금	198	192	313	151	151
자본조정 등	0	2	6	15	15
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	272	170	-71	158	161
자본총계	494	435	327	403	406

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024F
P/E(배)	N/A	N/A	N/A	17.6	239.6
P/B(배)	2.3	4.8	3.6	2.6	2.0
P/S(배)	5.7	70.5	5.3	1.1	0.6
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	11.0	23.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	-413	-713	-1,562	374	21
BPS(원)	3,452	3,041	2,075	2,543	2,564
SPS(원)	1,396	205	1,428	6,229	8,676
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	-11.2	-22.0	-63.2	16.2	0.8
ROA	-6.1	-12.3	-26.6	6.0	0.3
ROIC	-21.6	-35.6	-84.2	27.5	0.9
안정성(%)					
유동비율	104.8	84.7	62.5	81.2	83.6
부채비율	61.3	102.2	184.6	161.3	195.3
순차입금비율	-9.1	15.5	16.4	9.0	8.1
이자보상배율	-15.9	-10.4	-13.2	3.8	0.2
활동성(%)					
총자산회전율	0.2	0.0	0.2	1.0	1.2
매출채권회전율	2.8	3.9	5.3	7.0	5.7
재고자산회전율	36.4	203.0	14.2	20.0	12.6

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자들의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다. ※관련근거 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
노랑풍선	X	X	X

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(https://t.me/kirsofficial)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소중한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '소중한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.