하나투어 (039130, KOSDAQ)

하나투어 기업분석 리포트

2006. 05. 27

SNU Midas Investment Club

Research Team #4
남애란, 이종욱, 이기수, 한가영

1989년 국외 여행이 전면 자율화된 이후로, 해마다 국외 여행 인구가 늘어나, 2005년에는 드디어 국외여행자 천만 시대를 열게 되었다. 작년 한 해 동안 인구 4명당 한 명이 국외 여행을 다녀 왔으며, 이제는 일상이 되어 버렸다. 그런데 보통 여행은 자신이 서류부터 숙박 예약까지 직접 하기보다는 여행사에 맡겨 버리는 경우가 많다. 특히 직장을 가지고 여유를 찾지 못하는 사람일 수록 여행사의 패키지 여행을 선호하게 마련이다. 준비는 편하면서 여행의 즐거움도 느낄 수 있기 때문이다.

하나투어는 이런 사람들을 위해서 관광 상품과 일정을 기획하고 판매하는 회사이다. 게다가 2005년 조사에서 롯데관광을 누르고 인지도 1위를 차지한 국내 최대 여행사이다. 하나투어의 어떠한 점이 시장에서 경쟁력을 만들었는지, 그리고 그 경쟁력이 기업 가치와 주가에는 어떠한 영향을 미치고 있는지를 생각하며 리서치 4팀의 기업분석 리포트 흐름을 따라가 보도록 하자.

1. 투자 의견

리서치 4팀은 하나투어 주식에 대하여, 향후 가치투자자들에게 안정적인 현금 흐름을 제공해 줄 것이라고 생각하며, 매수를 추천한다. DCF법을 이용하여 산출한 하나투어의 기업가치는 965,948,429,427원이며, 주당 가치 **89,189원**이고, 이는 현재 주가(2006년 5월 26일 종가) 73,600원 대비 21.2%의 상승 여력이 있는 것으로 판단된다.

DCF의 경우, 5년만기 T-note 수익율 4.96%(as of 26th May close), Market Risk Premium 7.50%(Goldman Sachs Research 인용), Levered company beta 0.66(Samsung Research 인용)을 이용해서 WACC 9.91%를 가정하였으며, 2015년 이후 기업의 계속가치는 신규투자 수익율 15%, 영구성장률 5%를 가정하여 산출하였다.

미래의 현금 흐름을 생각해 봄에 있어서 리서치4팀이 고려한 것은 크게 세 부분이었다.

1) 전체 해외여행시장 성장과 시장 점유율 확대 여부에 따른 수탁액 추이

전체 해외 시장의 경우 향후 5년간 30.1%의 성장세를 유지하고, 그 이후 5년간 15%의 성장세를 가정한다. 이중 하나투어의 수탁액을 생각해 보면, 2010년까지 시장 점유율을 2%정도 올라갈 것이다는 시장의 의견도 있지만, 리스크를 고려하여 점유율은 일정할 것이라고 생각한다.

2) 규모의 경제 효과에 따른 Prime Cost 비중 축소 여부

영업 수익에 많은 영향을 끼치는 Prime Cost(매출 원가 개념)을 생각해 보면, 2000년 이후 하나투어의 수탁고 대비 영업 수익 비중은 25%로 일정한 모습을 보이며, 이는 규모의 경제와 유가 상승 요인의 반영으로 단기간 계속될 것이라고 생각한다.

3) 온라인 판매 확대, 협상력강화에 따라, 영업비용의 대부분을 차지하는 수수료율 인하 여부

하나투어의 수탁액 대비 수수료율은 약 7.5%로, 최근 5년간 꾸준히 감소세를 보이고 있으며, 2010년까지 6% 수준으로 낮아질 수 있을 것이라고 전망한다.

미래의 현금 흐름 예측에서 중요한 세 가지 중요한 가정은 리서치4팀이 분석한 하나투어의 경쟁력을 기초로 한다. 하나투어의 경쟁력은 크게 다음과 같은 두 가지를 들 수 있다.

1) 여행 산업 규모가 꾸준히 증가하고 있으며, 패키지 투어의 수요도 증가세에 있다.
2) 업계 점유율 1위로 규모의 경제를 실현하고 있으며, 향후 영업이익률의 증가를 예상해 볼 수 있다.

먼저, 여행업의 규모의 변화를 알아보기 위해 최근 5년간의 CAGR을 살펴보면, 관광목적 출국자수는 평균 20.6%, 패키지투어 이용자수는 30.4% 증가해 왔음을 알 수 있다. 또한 실질소득이 증가하고 환율이 내려가며, 고령화 사회가 진행되면서, 향후 성장가능성에 청신호를 주고 있다. 여행산업계의 대기업인 하나투어에, 별다른 외부 위험 요소가 없는 측면도 밝은 성장 전망에 무게를 실어 준다. 또한 3차례의 해외 여행 붐이 조성된 일본의 경우를 살펴 보았을 때, 우리나라에서는 89년 자율화 이후 생겨난 붐에 이어서, 2000년 IMF 탈출을 계기로 2차 붐 단계로 들어선 것으로 생각되어 이 성장세가 계속될 수 있음을 암시한다.

하나투어의 비즈니스 모델은 대리점으로부터 고객을 알선 받기 때문에 규모의 경제를 일으킬 수 있는 장점이 있다. 다양한 모객 판로를 개척하여, 대리점과의 수수료율 협상력을 키우고 있는 것도 하나투어의 장점으로 나타난다.

벨류체인 상에서도, 스톡 옵션과 Job Sharing, 성과급 등으로 여행 산업에서 제일 중요한 인재

를 확보하고, 규모가 확장되어도 유연성을 살릴 수 있는 전산 시스템과 협력 업체들과의 유대관계 갖추었다. 이를 바탕으로 고객 취향에 맞는 상품개발과 많은 판매 채널, 하나투어닷컴으로 가치를 더욱 늘리고 있다.

이를 통해 규모의 경제를 실현하여 높은 브랜드 파워를 가지고 시장 점유율의 상승을 꾀하는 선순환 관계를 이룩하게 된다. 이들의 선순환은 더욱 많은 고객을 유인하여 매출을 올리고, 항공비 등을 절약하며, 직원당 매출 증가 및 대리점과의 수수료 협상력을 증대 등으로 인해 영업이익률이 상승하는 효과를 가져온다. 그 결과 기업 가치는 더욱 커지게 된다.

마지막으로 나무랄 곳 없이 안정적인 재무 구조와, 끊임없는 배당과 자사주 매입으로 주주의 이익을 보장해주는 주주 정책도 하나투어에 대한 매력 요소이다.

그러면 하나투어의 기업 가치 분석에 대하여 자세히 알아보도록 하자.

2. 여행산업의 긍정적 변화

2.1. 여행 산업의 개괄

하나투어가 속한 산업은 여행업이다. 여행업이란 쉽게 이야기해서 여행을 가고자 하는 사람들에게 관련 서류, 교통편과 숙박의 예약, 관광 코스 소개 등을 서비스해 주는 산업을 말한다. 관광진흥법 제3조를 보면, 관광 사업을 여행업, 관광숙박업, 관광객이용시설업, 국제회의업, 카지노업, 유원시설업, 관광편의시설업으로 분류하고 있으며, 이 중에 여행업은 여행자 또는 운송시설, 숙박시설 기타 여행에 부수되는 시설의 경영자 등을 위하여 당해 시설이용의 알선이나 계약체결의 대리, 여행에 관한 안내 기타여행의 편의를 제공하는 업이라고 되어 있다. 하나 투어는 특히 동 법 시행령 제 2조에 의한 분류 중 일반여행업에 속하게 되는데, 이는 국내 또는 국외를 여행하는 내국인 및 외국인을 대상으로 하는 여행업을 뜻한다.

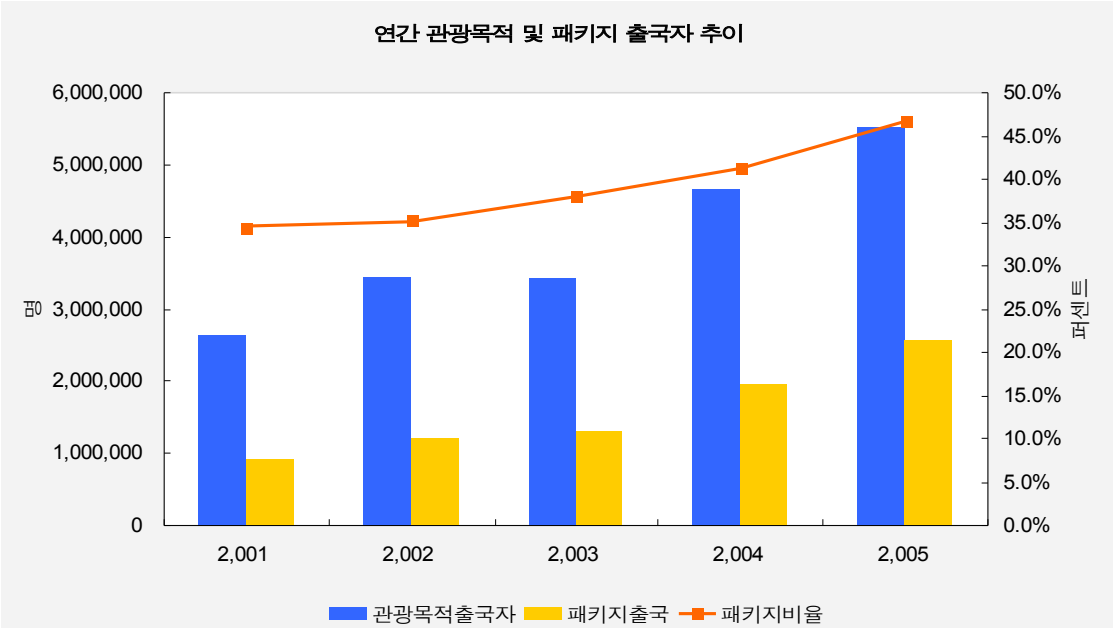
2005년 기준으로 외국으로 출국한 관광객은 모두 552만 명이었으며, 이중 여행사를 이용한 패키지 관광은 258만 명, 여행사로의 수탁금액은 총 2조원 규모였다. 국내 여행은 국외 여행에 비해서 시장 규모가 작고, 하나투어는 국내외와 내외국인을 모두 다루지만 특히 해외 여행에 특화된 기업이기 때문에 국외 여행을 중점적으로 보려고 한다.

2.2. 여행산업 – 파이는 왜 커져가는가?

앞에서 살펴본 두 가지 측면 중 첫 번째, 즉 해외여행산업을 먼저 살펴보자. 하나투어의 경우 해외여행산업, 그리고 그 중 패키지 여행자 추이가 중요하다. 한국의 해외여행산업은 IMF이후 00

년부터 제 2차 성장기에 진입한 것으로 보는 것이 일반적인데, 00년에 들어서면서 97년 이후 끊긴 성장세를 이어가는 모습을 보여주고 있다. **주 5일제 도입과 함께, 원화강세, 실직 소득 증가, 고령화 사회, 해외여행에 대한 욕구 증대 및 편의 확장** 등 해외여행에 긍정적인 상황이 겹치면서 해외출국자수(승무원 제외)는 00~05년 CAGR +13.8%, 이 중 관광목적출국자수는 +20.6%, 패키지투어이용자수는 +30.1%, 이중 특히 상위 4개사(하나, 롯데, 모두, 범한)의 경우 무려 +42.3%의 성장세를 기록하였다. 즉, 해외출국자수, 관광목적출국자수와 같은 산업규모 증가세에 이 성장세를 능가하는 패키지투어 수요증가가 현재 해외여행산업의 거스를 수 없는 추세다.

그래프. 연간 관광목적 및 패키지 출국자 추이



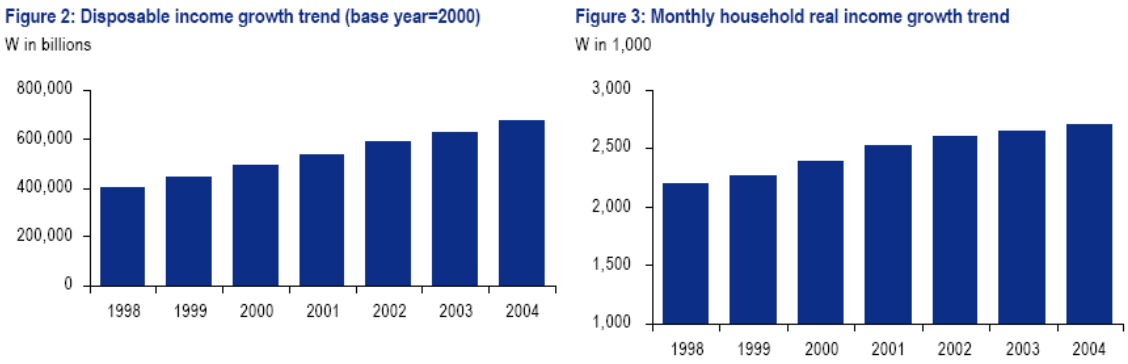
자료: 한국관광공사(KNTO), 한국일반여행업협회(KATA)

그렇다면, 해외여행산업의 향후 지각변동을 예측해볼 수 있는 가장 큰 요인으로는 어떠한 것들이 있을 것인가? Research 4팀은 **실질소득 증가, 환율, 고령화 사**회를 향후 여행산업의 지각변화, 그리고 궁극적으로는 성장세 정도를 측정해 볼 수 있는 가장 중요한 요소(key factor)라 가정하였다.

2.2.1. 실질소득 증가

당연한 이야기지만 소득 수준, 특히 어느 정도 이상의 소득 수준은 해외여행수요 예측 시 가장 중요한 변수 중 하나다. 이는 여가활동에 관련된 서비스 상품은 **선택적 비용항목**이라는 점과, 해외여행상품이 손쉽게 구매결정을 할 수 있을 만큼 값싼 상품이 아니라는 점 때문이다.

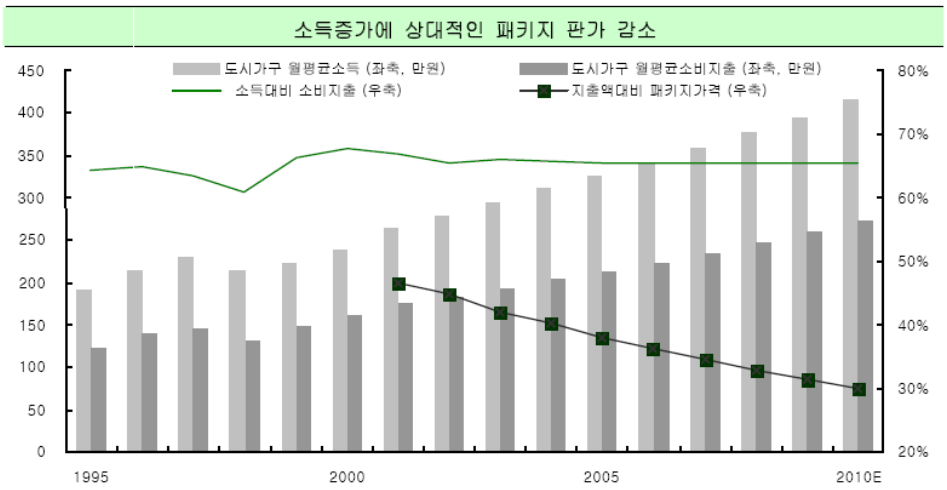
그래프. 가처분 소득과 가계 실질 소득의 증가



자료: 한국은행, 통계청

좌측의 표에서 살펴보듯이 한국은행에 따르면 국민 1인당 실질 처분가능 소득은 1998년 이후 평균 8.7%의 증가세를 보이며, 같은 기간 동안 물가지수(인플레이션)는 평균 2.8%의 증가세를 보인다. 우측의 표에서 살펴보듯이 통계청에 따르면, 이 기간 동안 한 가구당 실질 처분 가능 소득은 3.6%의 CAGR을 보인다. 이것이 무엇을 의미하는가? 실제적으로 한 가구당 **쓸 수 있는 돈이 늘어난다, 그리고 상대적으로 이에 대해 해외여행 패키지 가격 비중은 작아진다**는 점이다. 즉, 2001년에는 한번 여행 가려면 월평균 처분가능 소비액의 약 50%를 써야 했다면, 2010년 경에는 약 30%이하로 하락한다는 의미다. 다음의 표에서 보이듯, '소득 및 소비지출 증대 -> 패키지 상대가격 하락 -> 해외관광수요 자극'의 논리는 실제적으로 설득력을 가진다고 할 수 있다.

그래프. 소득 증가에 상대적인 패키지 판가 감소



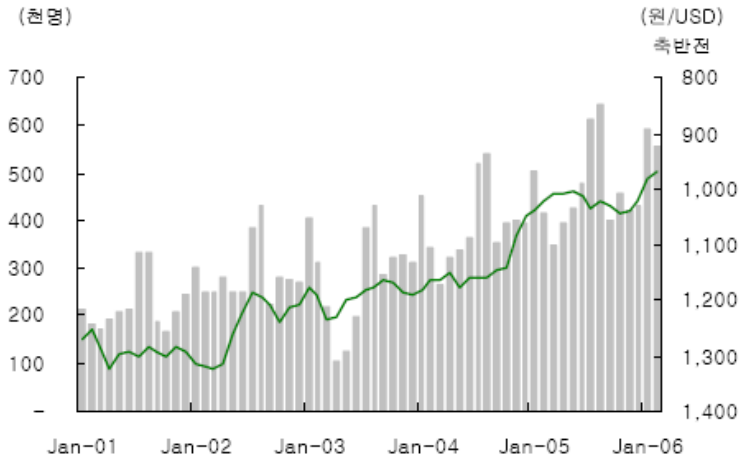
자료: 통계청, 동부증권 Research

2.2.2. 환율

"어? 일본물가 생각보다 싸네?"
"요즘 같은 시기엔 미국으로 여행가는 게 제일 싸게 먹혀~"

요즘 주위에서 흔히 들을 수 있는 말이다. 제조업체에게는 악재일지 몰라도, 적어도 하나투어와 같은 해외여행 서비스업체들에게는 원화강세는 호재 중의 호재라고 할 수 있다. 왜 그런가? 당연한 이야기다. 달러나 엔화가 싸지면 첫째, 여행업체의 비용구조에서 가장 큰 비중을 차지하는 두 가지 중 하나인 해당 국가에서의 지상비(교통비, 숙박비, 가이드비용등) 비용의 절감 효과가 있기 때문에 패키지 가격 자체가 하락하며, 둘째, 위와 같은 입소문에 의해 여행자들의 수요 유발 면에서 좋은 촉매제가 되기 때문이다.

그래프. 환율과 여행객수의 관계



자료: 한국관광공사(KNTO), 통계청

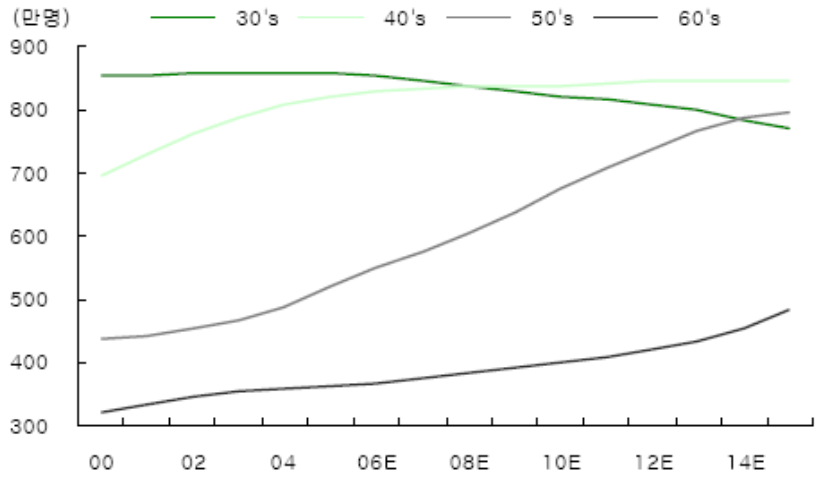
위의 표에서 살펴볼 수 있듯 원-달러 환율 추이와 해외 여행객 추이는 같이 간다는 점을 알 수 있다. 5월 26일 현재 원-달러 환율은 한국은행의 통화안정정책과 함께 소폭 오른 945.60원이나, 장기적인 환율 예측은 유가 등 복잡한 요인이 많기 때문에 전문금융기관조차도 정확한 예측은 불가능하다는 점에서 환율 예측에 의한 시장 성장 효과는 이 보고서에서 다루지 않으려 한다. 다만, **2006년 한해 동안 하나투어는 분명 원화강세에 의한 효과를 톡톡히 볼 것이다**라는 점을 강조하고 싶다.

2.2.3 고령화 사회

상장여행사의 경우, 40~60대 연령층은 주고객층이자 수익성이 가장 높은 것으로 나타난다. 이 연령층은 해외여행을 즐길 수 있는 경제력과 시간적 여유를 가지기 때문에 20~30대가 주 고객

인 저마진의 근거리 맞춤상품(일본, 중국, 동남아 위주)보다는 고마진이 보장되는 골프, 가족여행 등의 테마해외여행상품을 선호하기 때문이다. 따라서, 40~60대 연령층이 두터워지는 인구통계학적 수치는 향후 수년 간은 소득증가, 원화강세와 함께 해외여행산업 발전에 긍정적인 면이라 생각된다.

그래프. 연령별 인구 변화 추이



자료: 통계청

위에서 보이듯 30대의 패키지투어 이용객 수는 그대로이거나 감소추세를 보이나, 40, 50, 60대의 경우 그 이용객이 꾸준히 늘어나는 모습을 보이고 있다. 그러나 다른 한편으로, 장기적인 고령화 사회화와 인구감소는 해외여행산업에 있어 하나의 리스크가 될 수 있음은 분명하다. 장기적으로 40~60대 이외에 다른 연령층을 얼마나 효과적으로 여행산업의 고객층으로 흡수하느냐가 관건이 될 것이다. 개별여행을 선호하는 20~30대가 새로운 고객층으로 대두되고 있는 흐름이지만, 패키지여행과 대비하여 개별여행은 항공료 할인에 의한 할인혜택을 받을 수 없기 때문에, 현재 패키지 가격대와 같은 항공료 + 알파 수준에서는 가격대가 형성될 수 없다. 장기적으로 규모의 경제를 갖추기 위한 상위사들은 개별여행부문에서도 새로운 상품 개발 등을 통해 이 효과가 발휘될 수 있는 지지층을 확보하는 것이 장기적으로 이슈가 될 것이라 생각된다.

2.3. 위험 요소

하나투어를 비롯한 여행 산업이 꼭 밝은 측면만 있는 것은 아니다. 여행산업에서 생각할 수 있는 리스크 및 과제들을 한번 살펴보도록 하겠다.

2.3.1. 개별 여행객 문제

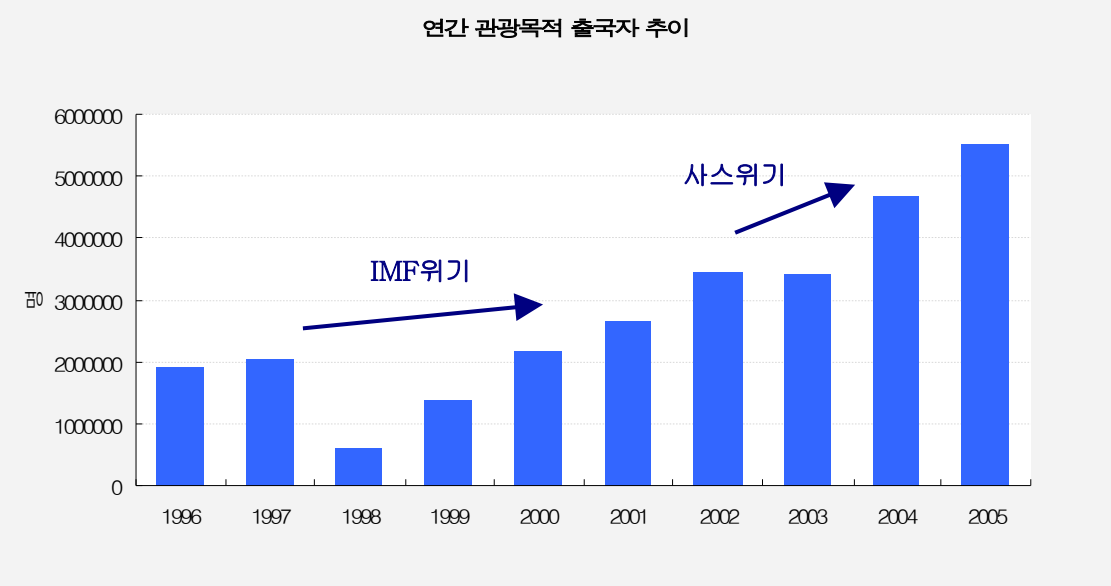
하나투어는 여행 패키지를 판매하는 기업이다. 하지만 배낭 여행을 비롯하여, 자유 여행을 하고 싶은 사람들도 주변에 상당수 있으며, 다양성이 존중되는 사회가 됨에 따라 더욱 늘어나게 될 것을 생각해볼 수 있다. 하지만, 앞서 언급하였듯이 최근 5년간의 추이를 보면 사실과 다르게 패키지 목적 이용자가 증가하는 것을 알 수 있다.

또한 하나투어가 개별 여행을 좋아하는 사람들을 위해 자신이 원하는 여행을 직접 설계할 수 있는 맞춤N서비스를 시작한 것을 비롯하여 여행업계들이 개별 여행객을 커버하여 파이를 키우려는 노력을 기울이고 있다.

2.3.2. 세계적 대형 사고

여행 업계는 911테러나 사스와 같은 국제적인 사건, 사고들에 민감하다. 국제적인 사건이 터진 곳이 여행지를 사람들이 기피하기 때문이다. 실제로 2003년 사스가 발생했을 때 우리나라 관광 목적 출국자수는 마이너스 성장을 기록하였다.

그래프. 연간 관광목적 출국자 추이



자료: 한국관광공사

하지만 위 표를 보면 알 수 있듯이 각종 이슈들로 인해 감소한 관광 인구는 무서운 속도로 회복되는 경향이 있다. 여행 업계의 입장에서 사스와 같은 악재는 단기적 이슈에 불과하다.

2.3.3. FTA의 영향

우루과이라운드의 영향으로 80년대 말부터 여행업 개방이 시작되었고, 90년대 중반 전면 개방되기에 이르렀다. 그래서 어느 나라 국민이나 우리나라 법규절차에 따라 여행업을 등록하여 영업할 수 있다. 실제로 미국인, 프랑스인, 일본인, 중국인, 싱가포르, 러시아 인 등이 한국에서 여행사를 등록하고 있다.

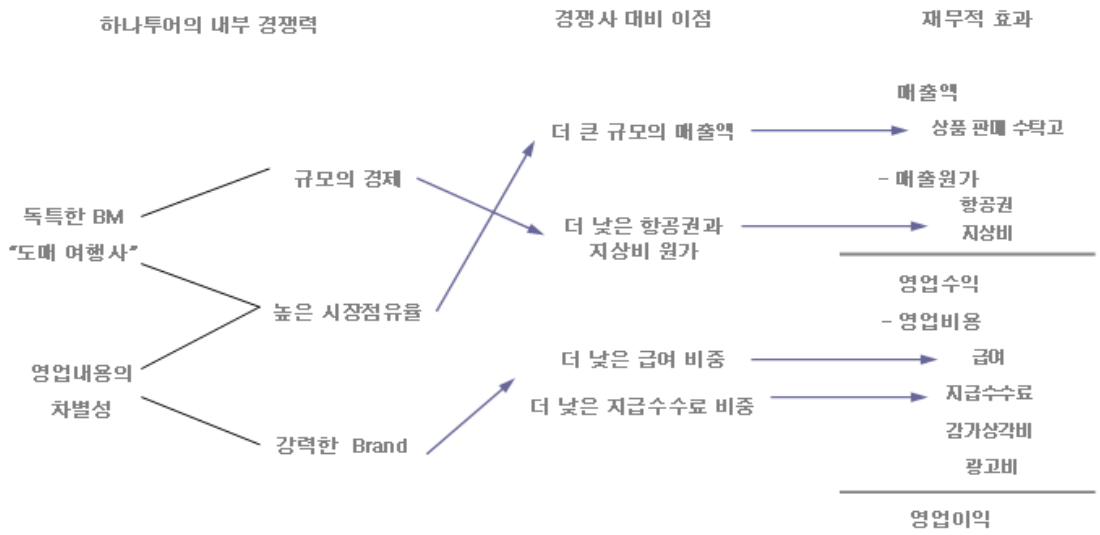
하지만 외국인이나 외국 기업의 국내 여행업 활동은 자유롭지만, 실제로 보이지 않는 진입 장벽이 크다. 우리나라 사람들을 모객하기 위해서는 우리 나라 공항(인천공항)의 요금 수준에서 계약을 맺어야 하는데, 이들과의 협력 관계나, 국내 고객 특성과 문화, 그리고 우리 나라에 맞는 노하우를 외국 기업은 알기 힘들기 때문에, 까르푸나 월마트가 우리나라 시장에서 실패하였듯이 여행업 또한 커다란 자본만으로 따라오기는 힘들 것으로 보인다.

다만 하나투어가 해외에 진출할 경우나 Inbound산업을 확장시킬 경우 거대 외국 거대 여행사의 자본력에 고전할 것이라고 생각한다.

위 결과 여행 산업에는 다양한 리스크를 생각할 수 있지만, 하나투어의 성장을 견제할 만한 큰 리스크는 별로 눈에 띄지 않는다.

3. 하나투어의 내부경쟁력

하나투어의 내부 경쟁력은 독특한 BM모델인 **"도매 여행사"**에서 얻을 수 있는 이점과 **"영업활동상의 차별성"**에서 얻은 고객 만족을 바탕으로 **1)규모의 경제, 2) 높은 시장점유율, 3)강력한 Brand 구축**을 달성하여 타 경쟁사보다 **보다 높은 영업수익률과 영업이익률을 실현**하는 것에 있다.



3.1. 하나투어의 BM

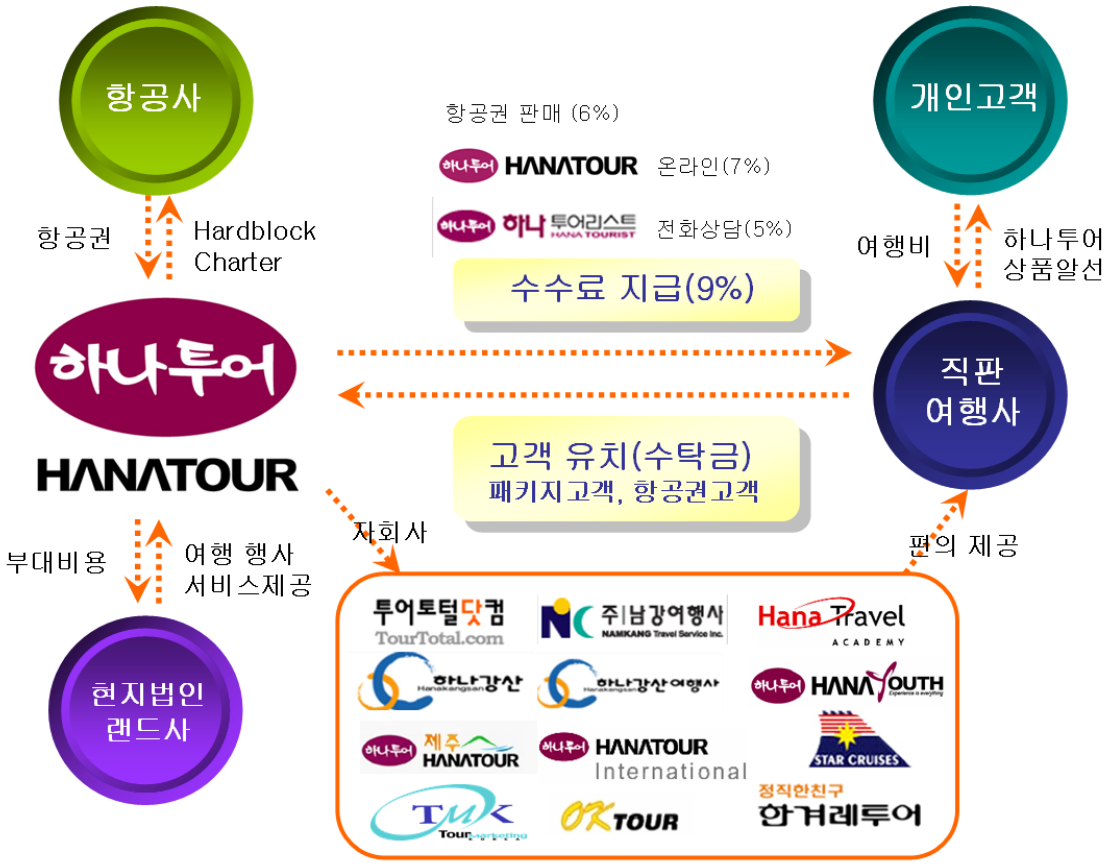
하나투어의 고객은 여행을 떠나려는 개인 고객이 아니라 소매 업체 여행사이다. 하나투어의 수익 구조 특성상 여행 상품을 도매하기 때문이다. 잠시 여행기업에서 도매업과 소매업의 차이에 대해 알아 보겠다.

패키지 여행사는 통상적으로 도매 업체와 소매 업체로 나뉜다. 도매 업체는 간접판매사(Wholesaler)라고도 하며, 여행 패키지 상품을 개발과 함께 항공사와 항공권 할당 계약을 맺고, 지역의 소매 업체에 판매를 위탁하는 형식으로 현재 하나투어, 모두투어, OK투어의 세 곳이 영업을 하고 있다.

직접판매사(Retailer)라고도 하는 소매 업체는 실질적으로 여행하려는 사람을 마주대하는 업체로서 고객에게 여행 상품을 팔고, 직접 여행을 주선하거나, 고객의 수가 적을 경우 도매 업체에 수수료를 받고 넘겨 규모의 경제를 실현하도록 도와주는 역할을 수행한다. 롯데관광, 자유투어 등의 27개 대표 업체를 비롯하여, 5000여 개의 소매 업체가 존재한다.

하나투어의 Business Model을 살펴봄으로써 자세히 알아보도록 하자.

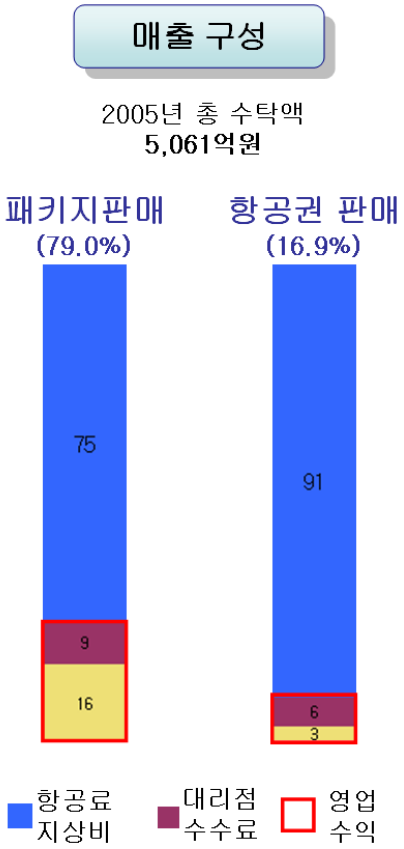
그림. 하나투어의 수익구조



자료: SMIC research team 4

앞서 말했듯이, 하나투어는 도매 여행사이기 때문에 주요 고객은 직판 여행사이다. 이들은 나름의 중소 여행사일 수도 있고, 하나투어의 브랜드명을 빌린 대리점일 수도 있다. 하나투어는 고객인 직판 여행사와의 거래 관계에서 생기는 마진으로 운영되는 기업이다. 쉽게 말해서 **직판 여행사가 알선해 준 고객들의 수탁금에서 여행 원가와 알선 수수료를 제외한 부분이 하나 투어가 수익을 일으키는 부분**이다.

표. 하나투어의 매출 구성



자료: 하나투어 IR자료

구체적으로 살펴 보게 되면, 2005년의 경우 패키지 판매의 경우 고객이 맡긴 돈 가운데 75%는 항공료와 지상비 등 여행 자금으로 쓰이고, 25%를 마진으로 남기게 된다. 이것이 하나투어의 영업 수익으로 잡히는 것이다. 그 중 9%가량은 고객을 모집한 대리점(소매 여행사)에게 수수료로 지급되고 16%를 하나투어가 가진다.

항공권 판매의 경우에는 마진율이 작아 9%정도가 영업수익으로 인식되고 이중, 6%가 대리점에 수수료로 지급된다.

하지만 이 수수료는 9%로 정해진 요율이 아니다. 대리점마다 다른 수수료율이 정해지기도 하며, 특히 어떤 **채널을 통해서 모객했는가**에 따라 수수료 비율이 결정된다는 것이 중요하다.

모객 방법에는 크게 세 가지를 꼽을 수 있다.

첫째로는 하나투어의 여행 상품을 대리점에 소개시켜주고, 대리점이 고객을 알선해 올 때마다 수수료를 지급하는 방식으로 평균 9%의 수수료를 지급한다.

둘째로는 하나투어닷컴이라는 온라인 사이트를 통해 신청할 때, 선택된 대리점이 그 여행고객을 관리하며, 하나투어가 그 대리점에 수수료를 지급하는 방식으로 약 7%의 수수료를 지급한다.

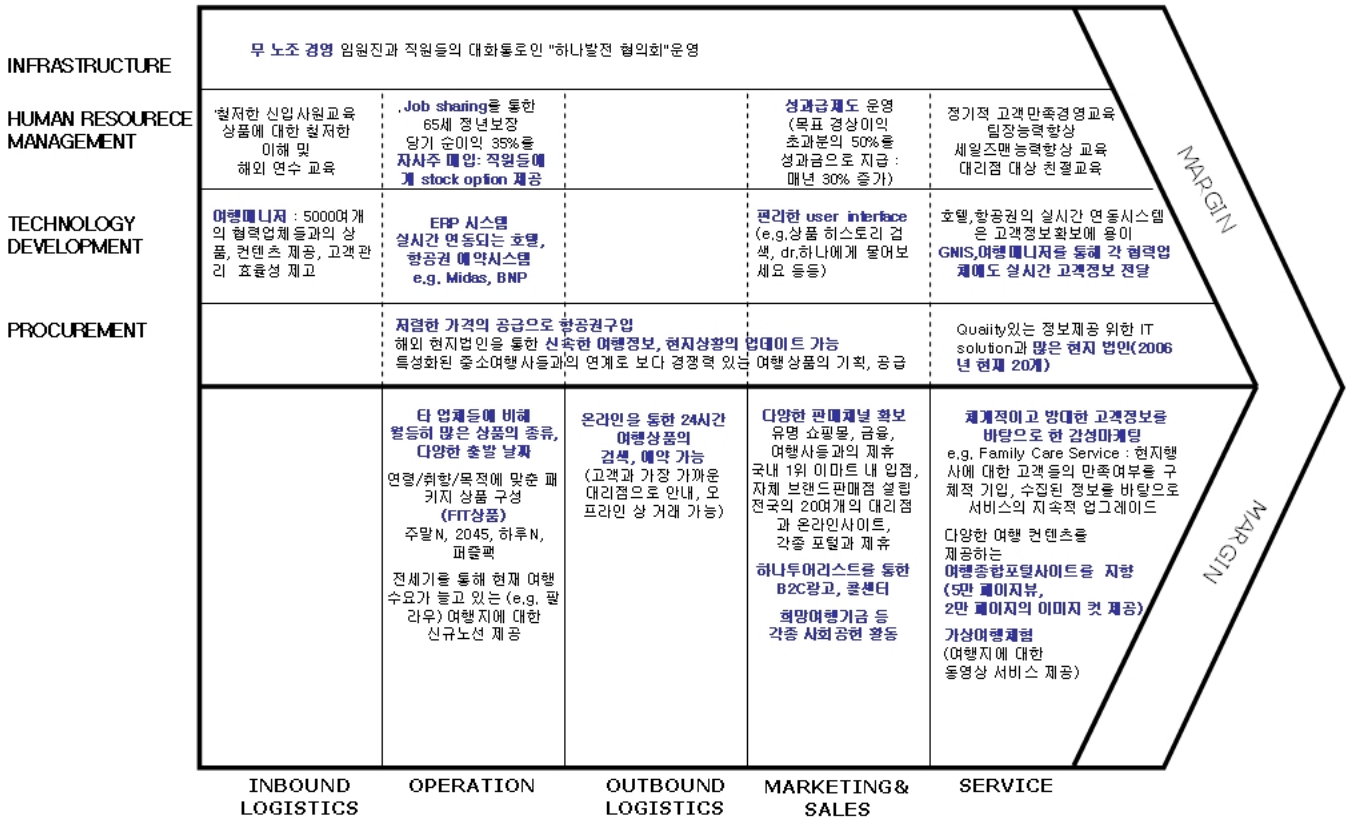
마지막으로는 하나투어리스트 전화로(하나투어 광고에 삽입된 전화번호이다) 여행고객과 상담한 뒤 이 고객을 대리점에게 위탁하는 방식으로 이때 이 대리점에게 약 5%의 수수료를 지급한다. 온라인 사이트를 통한 매출 비중은 약 14%, 하나투어리스트를 통한 매출 비중은 약 10%이다.

하나투어의 온라인 사이트 비중은 2010년에 50%까지 확대될 전망이다. 이렇게 된다면, 규모의 경제에 의하여 수수료 2%의 추가 인하도 고려할 수 있으며, 하나투어의 마진율도 높아지게 된다.

하나투어는 현재 총 14개의 자회사를 두고 있는데, 이들은 **하나강산**(국내담당)이나 **제주하나투어여행**(제주 담당), **하나유쓰**(유학 연수 담당) 등 장소와 성격에 따라 특화된 여행사와, **투어토털닷컴**처럼 대리점 및 중소 여행사들에게 서비스나 정보를 제공해 주기 위한 자회사, **스타크루즈**(스타크루즈 탑승권)나 **TMK투어**(미국 내 랜트카/승차권)처럼 현지 교통수단의 국내 판매 독점권을 가지고 관리하는 자회사 등 다양하다. **OK투어**의 경우 최근 지분 50%를 인수한 기업으로서, 하나투어와 같이 3대 도매 여행사 중의 하나이지만, 주로 저가 박리다매형 여행 상품을 개발하는 업체이다.

항공권 판매도 하나투어의 주요 수익 창출원이 된다. 패키지 여행을 떠나는 사람들도 항공권이 필요하지만 단독으로 항공권만을 필요로 하는 고객도 있다. 후에 설명하겠지만, 하드블록이나 전세기(차터) 등의 제도로 인해, 하나투어를 통해 항공권을 구매 하는 것이 더 싸기 때문이다.
여행의 행사는 현지 법인, 현지 법인이 없을 경우 현지 랜드 여행사에서 전담하게 된다. 이들은 현지에서 여행 코스나 호텔 예약 관리, 여행객의 가이드 등을 담당하는 곳이다. 여행가이드나 차량 등의 부대 비용은 지상비로서, 영업수익으로 잡히지 않는 부분이다.

3.2. Value Chain상의 경쟁력



자료: Research Team 4

하나투어는 다른 홀세일러(도매)여행사들에 비해 무엇보다 온라인 판매를 지원하고, 업무의 효율성을 제고를 위한 **정보 시스템의 구축이 뛰어나다.** 여기에 현재 시장점유율 1위의 하나투어가 시장에서 형성한 관련업체들(항공사, 중소 여행업체) 사이에 **높은 교섭력과 신뢰도는 진입장벽이 높은 여행산업의 특성상 현재 시장점유율을 확보하고 향후 시장에서의 성장을 위해 하나투어가 보유한 가장 큰 경쟁력**이다. 해외여행 시장의 파이의 증가율이 국내여행시장의 증가율을 훨씬 능가하는 우리나라의 여행상품판매 추이를 고려할 때, **현재 법인을 가장 많이 보유하고 있고, 각 현지 법인들을 통한 신속한 여행정보의 업데이트와 질 높은 서비스 제공**은 타업체의 추종을 불허할 만큼의 큰 경쟁력을 확보한다.

또한 직원을 중시하는 경영이념으로 도입된 성과급제도와 스톡옵션제도, job sharing등은 **無노조경영을 가능하게 하고, 하나발전협의회를 통해 직원과 이사진간의 협력과 화합이 뛰어나다.**

3.3. 규모의 경제와 하나투어의 브랜드 파워

중소 여행업체의 수많은 여행상품을 도매로 취급함에 따라 발생하는 **1)규모의 경제**는 보다 싼 값의 항공권 구입하여 항공사의 일정 수익을 안정적으로 확보하는 한편, 까다로운 고객의 입맛을 맞춘 다양한 상품 제공이 가능해짐에 따라 시장에서 보다 **2)높은 시장 점유율**을 가지는 것을 가능케 한다. 또한 이에 덧붙여 영업 활동상의 고객 만족을 위한 여러 노력들이 더해짐에 따라 하나투어 역시 고객들에게 여행업계에서의 하나의 **3)"brand"화** 되고, 이 세 가지 요소는 **서로선 순환적 관계**를 가지게 된다.

즉 규모의 경제와 강력한 브랜드의 힘이 높은 시장점유율을 가능케 하는 바탕이 되며, 높은 시장점유율을 또다시 더 큰 규모의 경제와 더 강력한 브랜드 파워를 가능케 한다.

그럼 각각의 요소들이 하나투어에 있어서 **구체적으로 어떻게 실현**되고 있으며, **경쟁사 대비 어떤 이점**들을 가져다 주고, 이러한 경쟁력이 **재무적으로는 어떤 효과를 나타내는지** 보다 구체적으로 살펴보도록 하자. (보다 높은 이해를 위해 여행사의 회계 부분을 첨부한다.)

참고. 여행사의 회계 이해

고객이 결제하는 상품 가격으로 대변되는 판매금액의 총합을 매출액 개념으로 생각한다면 이 금액에서 **항공권 원가**와 여행지에 도착해서 고객이 여행하는데 드는 모든 비용(숙박비, 전용 차량비, 관광지 입장료, 현지가이드/기사비용)인 **지상비**를 빼 준 나머지를 **영업수익**이라고 한다. 그 다음 영업수익에서 급여, 여행사에 제공하는 지급수수료, 광고비, 감가상각비로 구성되는 영업비용을 빼주면 영업이익을 구할 수 있으며 이는 일반적인 경우와 별로 차이점이 없다.

따라서 수익에 관계되는 요인은 주로 I/S상 영업수익의 전 단계에서 발생하며 **1)시장점유율, 2)1인당 패키지 판가, 3)기업의 매출 구성**을 들 수 있다.

비용에 관계되는 요인은 주로 I/S상의 영업수익의 다음 단계에서 발생하며 **1)항공비와 지상비 비중**(영업수익 전단계), **2)여행비 지급수수료 비중, 3)급여비중**이 있다.

여행사의 I/S는 다른 제조업과는 달리 영업수익에서부터 시작한다. 그 이유는 **총 상품매출액**(상품 수탁고)에서 **항공비와 지상비가(일종의 매출원가로 이해할 수** 있다.) 차지하는 비중이 75%~90%에 달하기 때문에 매출액부터 손익계산서를 시작할 경우 여행사가 벌어들이는 수익에 비하여 과대하게 영업실적이 반영되는 측면이 있기 때문이다.

3.3.1. 규모의 경제

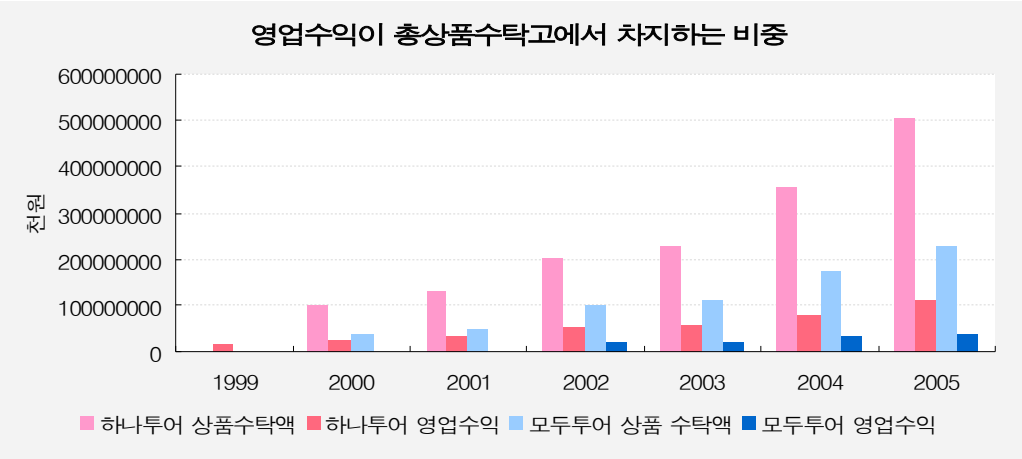
도매 여행사라는 독특한 BM이 선사한 하나투어의 가장 대표적인 경쟁력은 국내 여행사들 중에서 가장 많은 여행객을 한번에 모을 수 있다는 점이다. 하나투어는 2000년 이후 가장 높은 국내 송출 인원 및 금액을 달성하고 있으며, 2005년 2등인 모두투어의 규모에 2배를 달하는 등 독보적인 1위를 달리고 있다.

가장 많은 여행객을 확보하고 있다는 점은 보다 싼 가격의 항공권 구입, 보다 저렴한 가격의 숙박비를 가능케 한다. 이 부분은 **여행사의 비용구조**에서 가장 큰 비중을 차지하는 부분으로 이러한 경쟁력은 같은 상품 매출액으로도 더 높은 영업 수익을 가능케 하는 원동력이 된다.

1) 규모의 경제는 대량의 항공권 구입으로 이어져 하나투어로 하여금 항공사에게 구매자 파워를 행사할 수 있게 한다. -> 보다 낮은 항공권 구입 원가 -> 낮은 매출 원가를 통해 여행사의 마진의 폭을 늘릴 수 있다.

항공권의 가격은 시기에 따라, 예약을 하는 인원수에 따라 변동성이 크므로 정확한 수치의 항공권 원가를 계산하는 것을 불가능하다. **따라서 research 4팀은 하나투어와 경쟁사인 모두투어의 총 상품수탁고에서 영업수익이 차지하는 비율(일종의 매출 총이익률)을 구해봄으로써 하나투어가 규모의 경제의 효과를 얼마나 누리고 있는지 살펴보았다.**

그래프. 영업수익이 총상품수탁고에서 차지하는 비중



자료: 각 사 사업보고서, 세계 여행신문, SMIC research team 4

위의 그래프를 통해 하나투어와 모두 투어의 규모의 차이를 확인해 볼 수 있음은 물론 영업수익이 총 상품수탁고에서 차지하는 비중을 눈으로 확인해 볼 수 있다. 4년간의 비율 평균은 하나투어의 경우 영업수익은 총 상품 수탁고의 24.9%를 차지하였으며, 모두 투어의 경우는 18.8%이다.

이는 기업의 IR자료에서 자체적으로 밝힌 매출액(총 상품수탁고) 대비 영업수익의 비중인 25%와도 거의 일치하는 수치이다. 직접판매의 중소형 여행업체가 일반적으로 7%의 매출액대비 영업수익을 가지는 것에 비할 때, 도매 여행사의 BM이 소매 여행사의 BM에 비하여 얼마나 유리한가를 보여주는 수치이다. 또한 같은 BM을 가지고 있는 경쟁사인 모두투어에 비해서도 규모의 경제의 효과로 인한 6%의 추가적인 이익을 달성하고 있다.

규모의 경제를 통해 보다 높은 영업수익 마진을 누린다는 근거는 또 다른 표를 통해서도 확인할 수 있다.

표. 하나투어 vs. 모두투어의 영업수익과 인원수 비율

	2002	2003	2004	2005	
하나투어 영업수익	52,140,168	58,429,153	79,759,538	111,029,516	
모두투어 영업수익	19,417,264	22,630,459	31,629,618	38,874,488	
	268.5%	258.2%	252.2%	285.6%	266.1%
하나투어 인원수	238,308	253,969	403,413	572,900	
모두투어 인원수	112,758	126,257	191,966	257,163	
	211.3%	201.2%	210.1%	222.8%	211.4%

자료: 각 사 사업보고서, 세계 여행신문, SMIC research team 4

위의 표를 살펴보면 하나투어는 모두투어의 인원수에 있어서는 2.1배를 달성하고 있으나 영업수익 면에서는 2.6배를 실현하고 있다. 이 수치가 의미하는 것은 영업수익이 인원수에 비례하여

증가하는 것이 아니라 그 이상 증가한다는 것을 의미한다. **즉 더 많은 인원을 확보할 수 있다면 규모의 경제의 효과를 통해 항공권이나 숙박료의 할인율은 더 큰 폭으로 증가하고, 평균적으로 더 많은 마진을 확보할 수 있게 된다.**

*** 더 많은 여행객 인원이 항공권 구입원가를 줄여줄 수 있는 이유는 무엇인가?**
(HOW의 측면)

항공사에서는 여행사에 좌석을 판매할 때, 일반적으로 다음의 3가지 선택권을 제공한다. 할인을 받을 수 있는 최소한의 인원인 15명~30명의 경우에는 발권 시 항공권 값을 지불하면 된다. 그러나 50~70명의 하드블록의 경우나 100~300석의 차터의 경우는 미리 여행사에서 항공권 값을 선지불하는 대신 인원이 늘어날수록 더 높은 할인율을 적용받는 것이다. 여행사에서 대규모의 인원을 한 비행기에 태울 정도의 능력만 된다면 항공사에서는 안정적으로 좌석을 판매할 수 있는 장점이, 여행사에서는 보다 싼 가격으로 항공권을 구매할 수 있는 이점이 있다.

하나투어의 경우에는 충분한 여행객 규모를 가지고 있기 때문에 항공권 구입원가를 떨어뜨릴 수 있는 다음의 세가지 방법을 이용하고 있다.

1) 하드블록의 방법을 이용

2) 성수기에 안정적으로 좌석을 확보할 수 있는 권리를 얻는 한편, 비수기에 일정 부문의 좌석을 팔아주기로 하는 항공사와의 deal이 가능하다. (비수기에도 충분한 여행객을 확보할 수 있는 여행사의 경우)

3) 역시 좌석을 채울 정도의 여행객을 가진 여행사로서는 전세기를 이용할 수 있다.

전세기는 여행사로 좌석에 구애 받지 않고 자유롭게 상품을 기획할 수 있는 장점을 가져다 주며 특정 여행지에 대한 소비자들의 니즈를 반영한 신규노선을 만듦으로써 시장 파이를 키우는 효과가 있다.

하나투어의 경우 이미 남태평양의 팔라우와 말레이시아의 코타키나발루에 전세기를 운영하고 있다.

규모의 경제를 통한 여행사의 충분한 수익확보는 고객에게 보다 질 높은 여행상품을 제공하고자 하는 노력으로 이어질 수 있다. 과거 온갖 쇼핑옵션이 붙는 여행 상품의 이면에는 규모의 경제 효과를 누리지 못한 중소 여행업체의 영업수익 비중이 너무 작았던 이유도 있었으니, 하나투어로서는 충분한 마진을 확보한 상황에서 고객에게 무리한 쇼핑관광을 권유하지 않아도 되는 위치에 선 것이다. 고객의 만족을 최우선으로 생각하는 기업에게 높은 시장 점유율은 먼 일이 아니다.

3.3.2. 높은 시장점유율

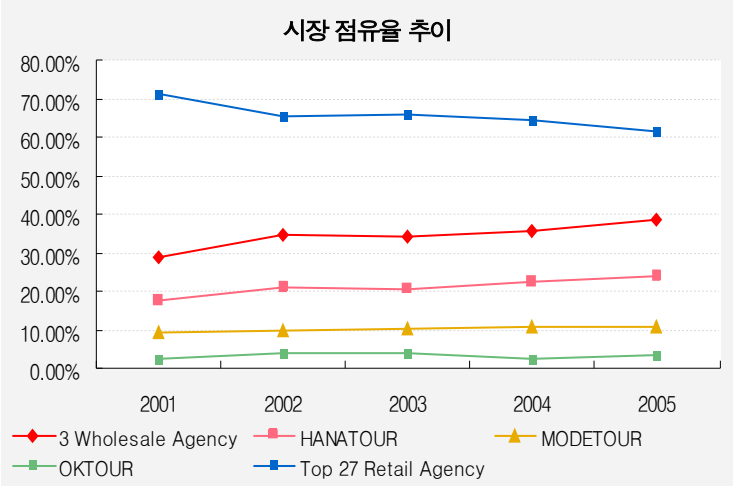
도매 여행업을 통해 많은 인원이 모인다는 것은 일차적으로 높은 시장점유율을 가질 수 있는 조건이 갖추어진다는 것을 의미한다. 또한 많은 인원을 통해 다양한 상품기획이 가능하다는 것 또한 의미한다.

표. 여행객 증가에 따른 여행 상품의 변화

20 석	100 만원	주 1 회 출발	패키지			
50 석	100 만원	110 만원	120 만원	주 2~3 회 출발	패키지	골프, 허니문
100 석	100 만원	110 만원	120 만원	130 만원	140 만원	매일매일 출발
	패키지	골프, 허니문	배낭여행, 크루즈			

자료: 하나투어 IR자료

자신이 원하는 때에, 자신이 원하는 곳으로, 자신이 원하는 서비스가 충분히 갖추어져 있는 다양한 상품들이 준비될 때 고객들은 그 여행사를 선택할 수 밖에 없을 것이다. 빈익빈, 부익부는 여행업계에서도 적용된다. **많은 인원을 확보하고 있는 여행사가 보다 나은 서비스를 제공할 수 있게 해준다는 점에서 현재 우리나라의 여행사들은 양극화 현상을 겪고 있다.**



자료: 하나투어 IR자료

중소형 여행업체의 시장점유율은 점차 줄어드는 한편, 대규모의 도매 여행사의 시장 점유율은 지속적으로 성장하는 추이를 살펴 볼 수 있다. 이는 **여행사의 수익구조**에 영향을 미치는 factor이다.

2) 높은 시장점유율의 성장은 기업의 매출액 자체를 늘리는 효과를 갖는다.

높은 시장점유율은 더 큰 규모의 경제의 이득을, 여행 고객에게는 강력한 Brand 이미지를 심어주는데 일조한다.

3.3.3. 강력한 Brand

강력한 Brand는 하나투어에게 여행고객이 직접 하나투어를 찾아오게 하는 유리한 경쟁환경을 조성하는 한편, 물론 중소여행업체에는 더 낮은 지급수수료를 지급할 수 있게 하는 power를 부여한다. 이는 **여행사의 비용구조**에 영향을 끼치는 factor이다.

3) 강력한 brand효과는 고객들로 하여금 더 이상 대리점의 권유로 하나투어 상품을 선택하는 것이 아니라 자신들이 직접 하나투어의 상품을 선택하는 상황을 만들었다. -> 종업원 1인당 매출액을 증가시킨다. -> 영업비용에서 급여의 비중이 줄어든다.

표. 하나투어와 모두투어의 영업수익 대비 급여비중

	2002	2003	2004	2005
하나투어 영업수익	52,140,168	58,429,153	79,759,538	111,029,516
하나투어 급여비중	14,072,891	13,610,720	20,222,845	26,834,806
	27.0%	23.3%	25.4%	24.2%
모두투어 영업수익	19,417,264	22,630,459	31,629,618	38,874,488
모두투어 급여비중	6,399,268	7,477,821	9,287,682	10,821,124
	33.0%	33.0%	29.4%	27.8%

자료: 각 사 사업보고서, 세계 여행신문, SMIC research team 4

하나투어의 급여비중은 모두투어와 일정한 간격을 유지하며 꾸준하게 감소추세이다.

4) 강력한 brand효과로 인하여 판매 대리점에 더 낮은 수수료를 지급할 수 있는 구매자 교섭력이 생긴다 -> 영업비용에서 지급수수료의 비중이 타 경쟁사에 비해 낮아지는 추이를 가진다.

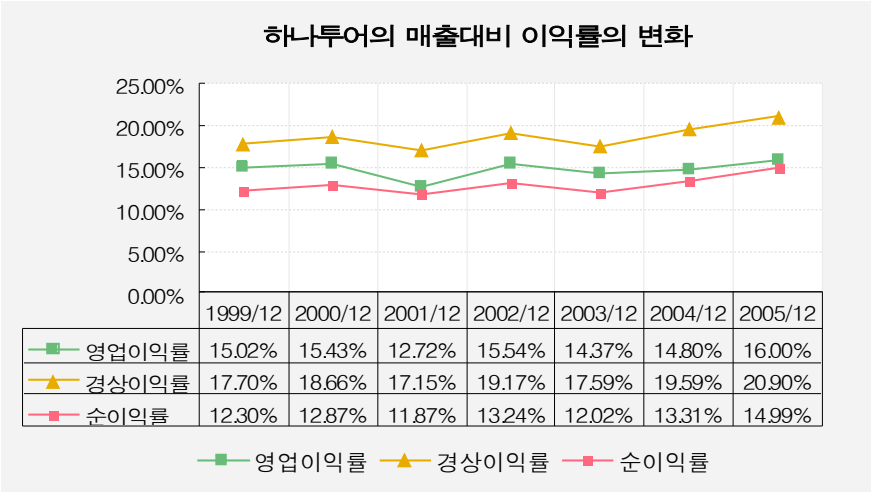
표. 하나투어와 모두투어의 중소여행업체에 대한 지급수수료비율

	2002	2003	2004	2005
하나투어 영업수익	52,140,168	58,429,153	79,759,538	111,029,516
지급수수료비율	18,737,896	22,813,806	27,402,221	38,008,013
	42.5%	45.6%	40.3%	40.8%
모두투어 영업수익	19,417,264	22,630,459	31,629,618	38,874,488
지급수수료비율	7,592,575	10,072,595	13,677,031	17,075,846
	39.1%	44.5%	43.2%	43.9%

자료: 각 사 사업보고서, 세계 여행신문, SMIC research team 4

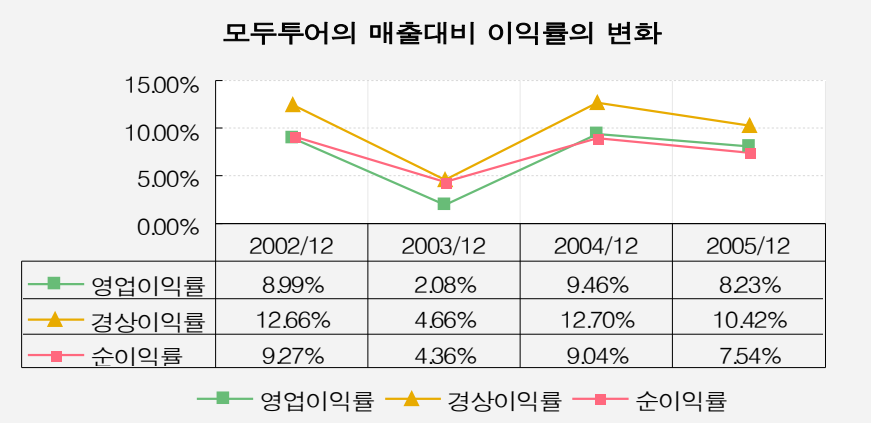
하나투어의 중소여행업체에 대한 상품판매수수료에 해당하는 여행비지급수수료의 비중은 꾸준하게 감소추세를 겪는 한편 모두 투어와 비교해서도 낮은 비중을 가지기 시작했다.

위의 3), 4)번 요소들의 긍정적인 영향을 통해 하나투어는 타 경쟁사에 비해 높은 영업이익률을 달성하고 있다.



	1999/12	2000/12	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
영업이익률	15.02%	15.43%	12.72%	15.54%	14.37%	14.80%	16.00%
경상이익률	17.70%	18.66%	17.15%	19.17%	17.59%	19.59%	20.90%
순이익률	12.30%	12.87%	11.87%	13.24%	12.02%	13.31%	14.99%

자료: 각 사 사업보고서, SMIC research team 4



	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
영업이익률	8.99%	2.08%	9.46%	8.23%
경상이익률	12.66%	4.66%	12.70%	10.42%
순이익률	9.27%	4.36%	9.04%	7.54%

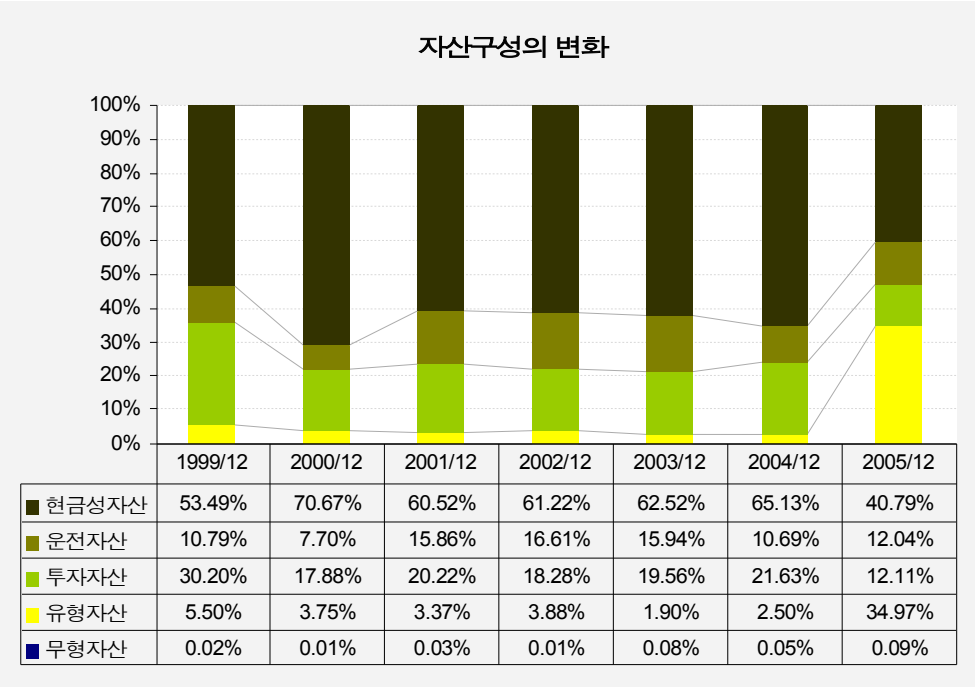
자료: 각 사 사업보고서, SMIC research team 4

3.3.4 추가적으로 수익에 영향을 미치는 요소

하나투어의 target 상품들은 다소 돈이 들어가는 여행일정이라 하더라도 내가 원하는 대로 충분히 보고 즐길 수 있는 해외의 중고가 상품이다. 따라서 경쟁사에 비하여 1일단 패키지 단가가 높은 특성을 가지고 있다. 또한 매출구성에 있어서도 경쟁사에 비해 유리한 영업구조를 가지고 있어 마진율이 높아지는 측면이 있다. (**하나투어** 패키지판매: 총 수익의 79.0% 항공권 판매:

16.9%, **모두투어** 패키지판매: 총 수익의 58.6% 항공권 판매: 39.6%)

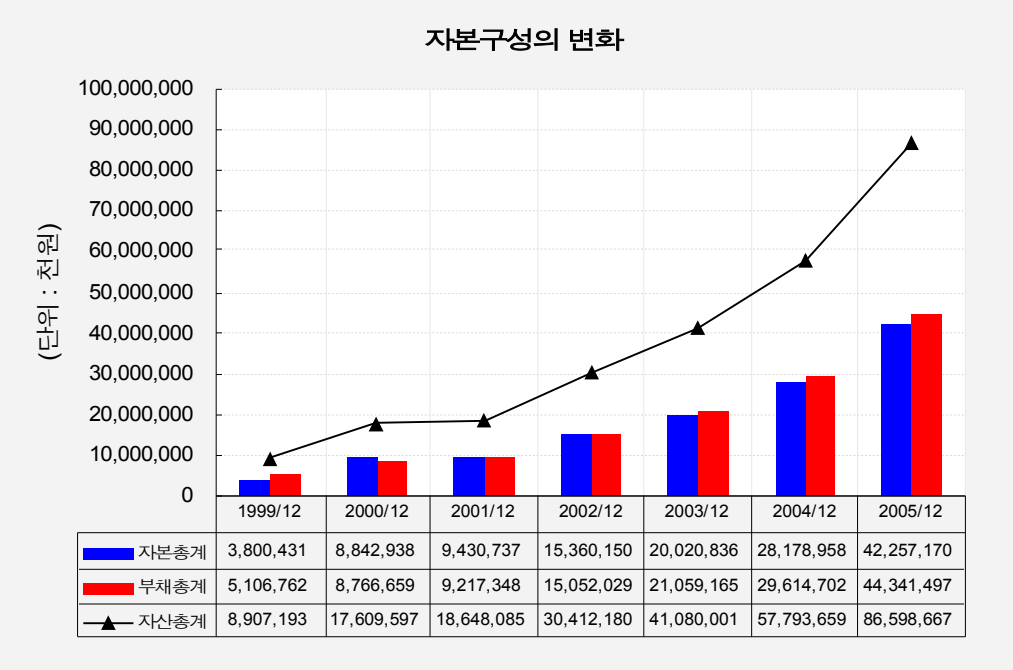
4. 하나투어의 재무 지표



	1999/12	2000/12	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
현금성자산	53.49%	70.67%	60.52%	61.22%	62.52%	65.13%	40.79%
운전자산	10.79%	7.70%	15.86%	16.61%	15.94%	10.69%	12.04%
투자자산	30.20%	17.88%	20.22%	18.28%	19.56%	21.63%	12.11%
유형자산	5.50%	3.75%	3.37%	3.88%	1.90%	2.50%	34.97%
무형자산	0.02%	0.01%	0.03%	0.01%	0.08%	0.05%	0.09%

자료: SMIC Research team 4

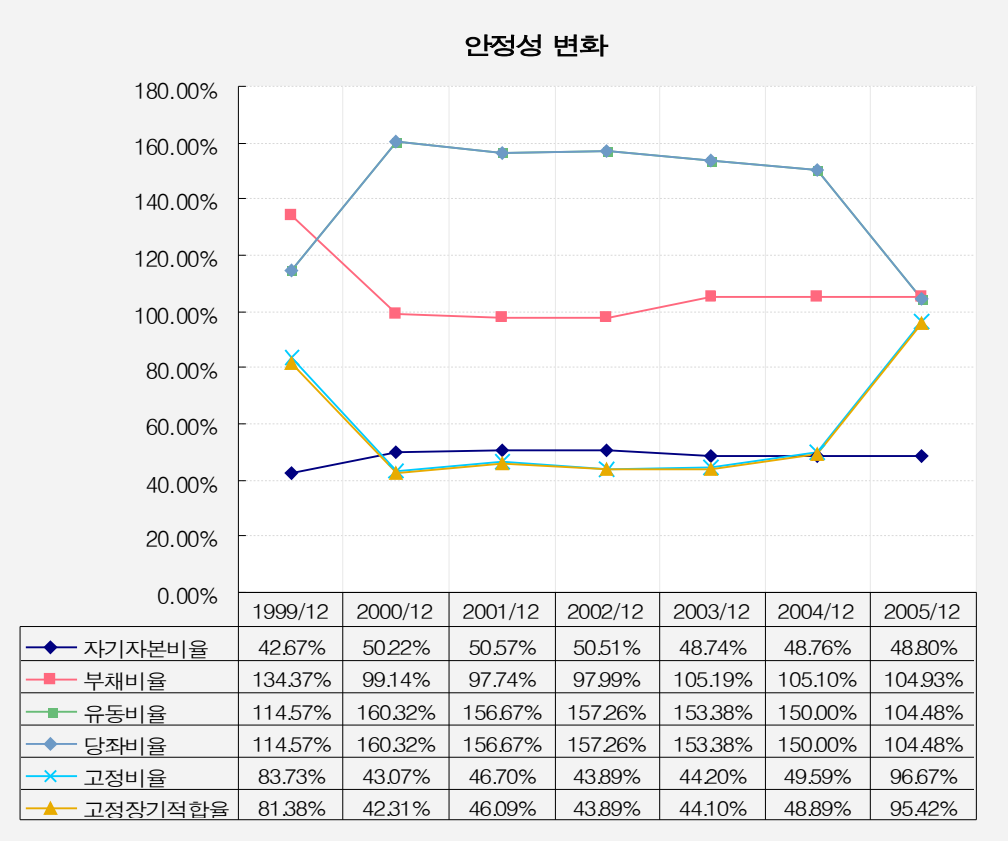
여행산업은 특별한 유형자산을 크게 필요로 하지 않는다. 성수기/비수기, 각종 이슈에 따른 여행고객의 변화에 대한 직관력과 노하우를 가진 인재가 가장 중요한 자산이다. 따라서 2004년까지 하나투어는 계속 매우 낮은 수준의 유형자산 비율을 기록하다가 2005년 토지를 매입하면서(사옥 건축 목적) 급격한 유형자산의 증가를 보였다. 고객에게 판매된 패키지 상품, 항공권 매출 등은 빠른 기간 내에 현금으로 회수되므로 현금성 자산의 비율이 매우 높다.



	1999/12	2000/12	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
자본총계	3,800,431	8,842,938	9,430,737	15,360,150	20,020,836	28,178,958	42,257,170
부채총계	5,106,762	8,766,659	9,217,348	15,052,029	21,059,165	29,614,702	44,341,497
자산총계	8,907,193	17,609,597	18,648,085	30,412,180	41,080,001	57,793,659	86,598,667

자료: SMIC Research team 4

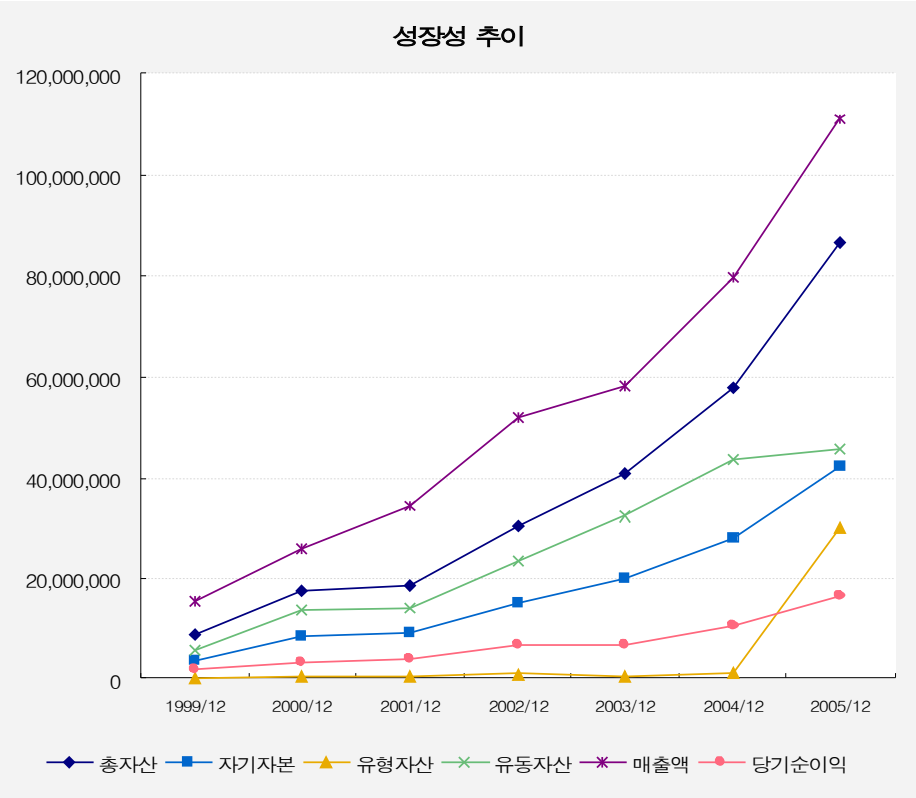
1989년 여행자유화가 발표된 이후 폭발적 해외여행자의 증가로 시장의 규모가 커진데다 영세규모의 여행사들이 주류를 이루었던 시장에서 대형도매여행사라는 독특한, 비즈니스 모델을 들고 시장을 선점하여 매년 평균 30%라는 높은 성장률을 기록한 하나투어의 경영에 힘입어 자본규모는 매년 크게 성장하였다. 자본과 비슷한 규모의 비교적 높은 부채총계를 살펴보면, 대부분 고객과의 거래는 여러 날에 걸쳐 발생하고, 지급일은 일정하기 때문에 협력업체에 미지급된 수수료 등이 부채로 계상되는 형태이다. 물론 지급 후에는 털어내는 것이므로 크게 고려하지 않아도 된다. 자산구성에서도 보다시피 하나투어는 풍부한 현금성 자산을 보유하므로 충분한 지불능력을 갖추고 있다.



	1999/12	2000/12	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
자기자본비율	42.67%	50.22%	50.57%	50.51%	48.74%	48.76%	48.80%
부채비율	134.37%	99.14%	97.74%	97.99%	105.19%	105.10%	104.93%
유동비율	114.57%	160.32%	156.67%	157.26%	153.38%	150.00%	104.48%
당좌비율	114.57%	160.32%	156.67%	157.26%	153.38%	150.00%	104.48%
고정비율	83.73%	43.07%	46.70%	43.89%	44.20%	49.59%	96.67%
고정장기적합율	81.38%	42.31%	46.09%	43.89%	44.10%	48.89%	95.42%

자료: SMIC Research team 4

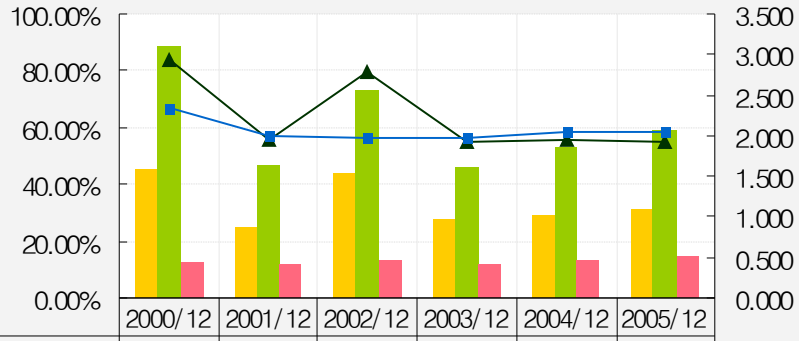
당좌비율이 부채비율과 거의 60%차이를 보이는 정도로 매우 안정적 재무구조를 보여준다. 2005년은 사옥건축을 위한 토지매입으로 일시적으로 큰 지출이 일어나면서 당좌비율이 낮아진 것이다. 자기자본 비율은 안정적으로 50%를 유지하고 있으며 여행산업의 특성상 고정자산을 별로 보유하지 않으므로 고정비율이 낮은 편이다.



자료: SMIC Research team 4

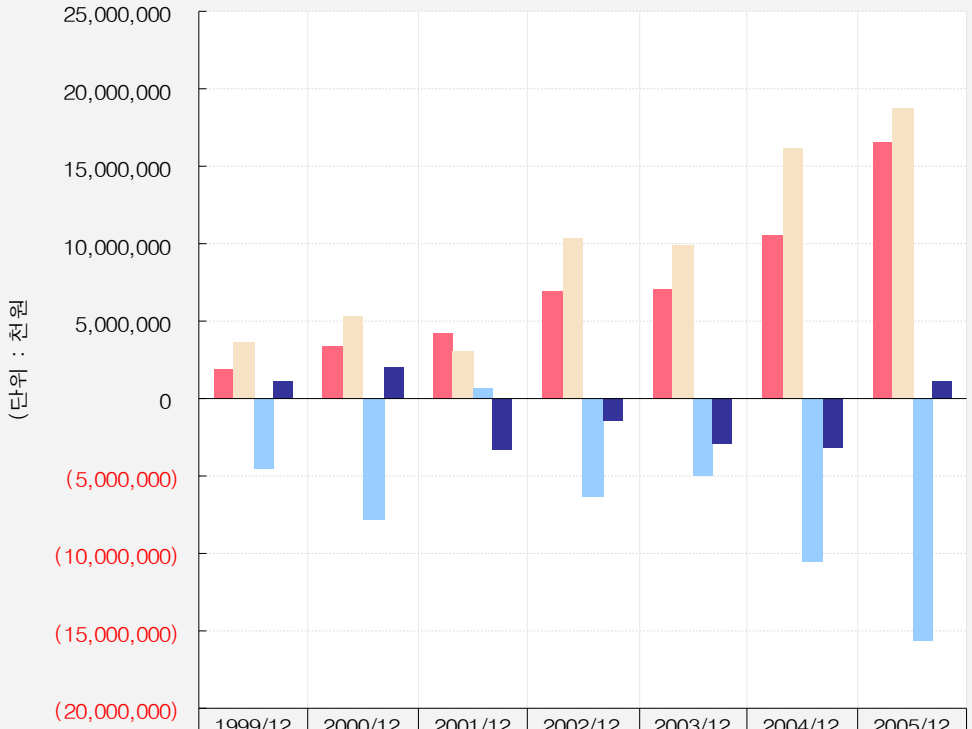
하나투어는 매년 쭉쭉 뻗어나가는 높은 성장성 (평균 30%)를 보이고 있다. 모든 지표들이 나란히 높이 높이 상승하는 예쁘고 탐스러운 성장추이를 나타낸다. 2005년 유형자산의 증가는 앞에서 말했다시피 본사에 대한 토지의 매입 때문이다. 아래의 자산대비 이익률 역시 별 특이점은 보이지 않는다.

자산대비 이익률의 변화



	2000/12	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
ROA	45.37%	24.88%	43.44%	27.60%	28.74%	30.74%
ROE	88.67%	46.25%	73.21%	45.74%	53.02%	59.06%
순이익률	12.87%	11.87%	13.24%	12.02%	13.31%	14.99%
총자산회전율	2.940	1.956	2.796	1.921	1.942	1.921
자산/자기자본	2.344	1.991	1.977	1.980	2.052	2.051

현금흐름의 변화



	1999/12	2000/12	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
순이익	1,915,833	3,369,738	4,089,842	6,904,237	7,025,419	10,615,669	16,641,099
영업현금흐름	3,690,071	5,307,376	3,040,984	10,307,132	9,811,523	16,156,187	18,775,128
투자현금흐름	(4,489,951)	(7,852,547)	647,434	(6,320,096)	(5,036,232)	(10,531,85	(15,718,25
재무현금흐름	1,088,940	2,050,735	(3,301,158)	(1,479,313)	(2,912,668)	(3,186,372)	1,163,301

자료: SMIC Research team 4

매년 순이익은 지속적으로 증가해왔고, 영업으로 인한 현금유입도 매년 늘어나고 있어 하나투어가 매우 사업을 잘 하고 있음을 알 수 있다. 투자현금 흐름이 늘어나는 것은 꾸준한 해외 현지법인의 설립과 온라인 판매 확대를 목표로 전산시스템에 대한 투자 등이 이루어지고 있기 때문이다.

4. 하나투어의 주주 정책

하나투어의 배당 정책을 보면, **35%는 주주 배당, 35%는 직원 스톡 옵션을 통한 자사주 매입, 그리고 30%는 유보**하려는 회사의 의지를 볼 수 있었다. 실제로 배당 성향은 계속 상승하여 2005년을 기점으로 35%를 넘어섰다. 자사주 매입의 경우도 꾸준히 이루어지고 있다. 2005년을 보면, 1월 20일부터 2월 24일까지, 109,686주를 매입하고, 8월 23일부터 10월 2일까지 150,000주를 매입하는 등 총 69억 7292만여 원을 자사주 매입에 사용하였다. 이는 2005년 당기순이익의 41.8%를 사용한 금액으로서 역시 35%가 넘는 자사주 매입을 이룬 것이라고 할 수 있다.

표. 하나투어의 주주정책

(단위;천원)	2001	2002	2003	2004	2005
당기순이익	4,089,842	6,904,237	7,025,419	10,615,669	16,641,099
중간배당액		579,605	564,605	1,565,963	2,579,346
기말배당액	772,807	762,807	1,493,614	1,951,235	3,558,585
총 배당액	772,807	1,342,412	2,058,219	3,517,198	6,137,931
배당성향	18.9%	19.4%	29.3%	33.1%	36.9%
스톡옵션현황		264,631	613,073	1,591,229	2,171,685

이월된 이익 잉여금; 2005년 말 기준 345억원

자료: 하나투어 재무제표

차기로 이월되는 이익잉여금도 꾸준히 증가하여, 현재 345억 여원이 잉여금으로 남아 있는 상태이다.

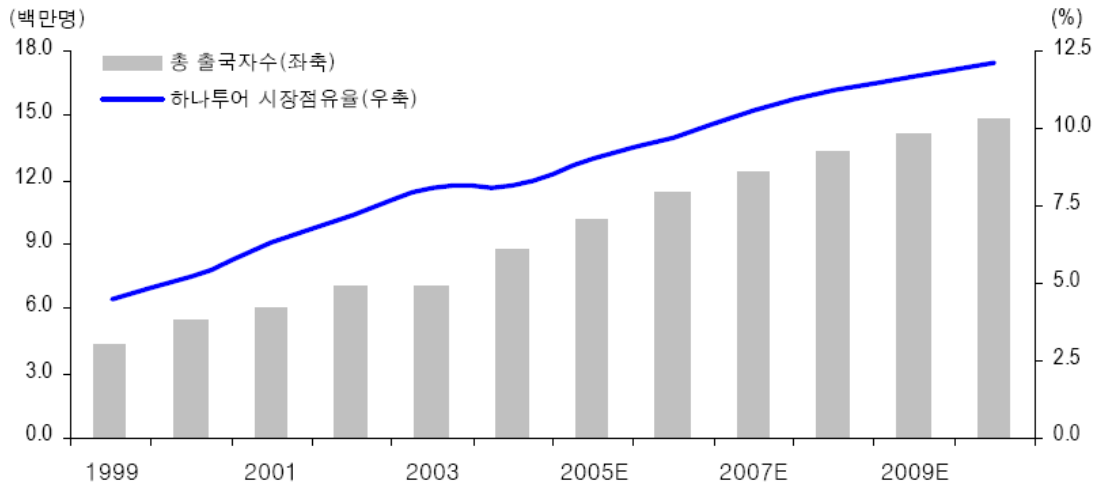
5. Valuation

하나투어의 밸류에이션에 가장 큰 영향을 미치는 세 가지 요소를 Research 4팀은 다음과 같이 생각한다.

1) 전체 해외여행시장 성장과 시장 점유율 확대 여부에 따른 수탁액 추이
2) 규모의 경제 효과에 따른 Prime Cost 비중 축소 여부
3) 온라인 판매 확대와 협상력 강화에 따라, 영업비용의 대부분인 수수료율 인하 여부

5.1. 전체해외여행시장 성장과 시장 점유율 확대여부에 따른 수탁액 추이

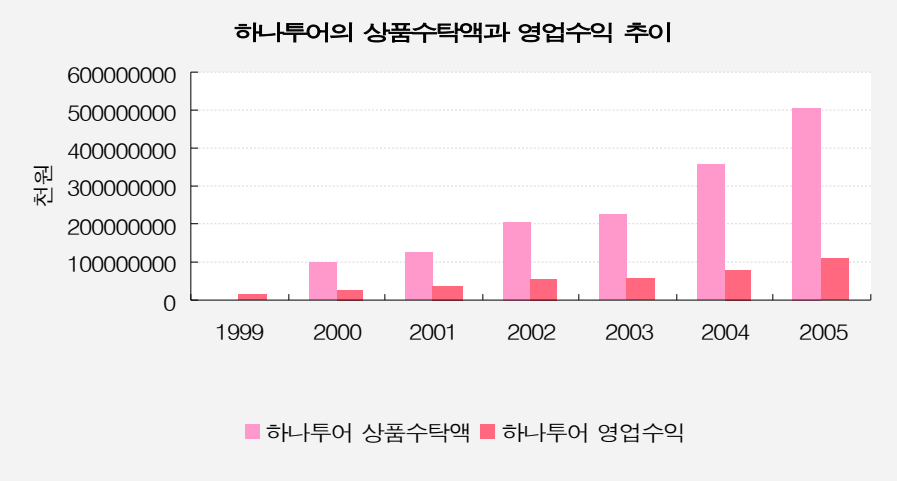
Seasonality를 고려하지 않는다고 가정하자. 매년 평균 수탁액의 증가는 앞서 설명한 바와 같이 해외관광객 출국자수는 지난 5년간 CAGR + 20.6%, 패키지투어이용자수는 CAGR + 30.1%, 이 중 상위 4개사(하나, 롯데, 모두, 범한)의 경우 CAGR + 42.3%이다. Research 4팀은 해외 패키지 여행시장이 향후 5년간 30.1%의 성장세를 유지하고 그 이후 5년간 15%의 성장세를 가정한다, 이는 앞서 설명한 바와 같이 **주 5일제 도입의 단계적 도입 증가 추세, 원화강세, 실직 소득 증가, 고령화 사회, 해외여행에 대한 욕구 증대 및 편의 확장**에 의한 호재는 2010년까지 유지될 것이라 생각되기 때문이다. 실제로 전후 약 3차례의 해외 여행 붐을 경험했던 일본의 경우 각각의 붐은 약 10년 정도의 주기를 가지는 모습을 보인다. 현재 한국은 1989년 해외 여행 자유화 이후 1차 붐, 2000년 IMF 탈출을 계기로 한 2차 붐 단계에 들어선 것으로 생각되기 때문에, 이러한 성장세예측은 설득력을 가지리라 본다.



자료: 굿모닝신한증권

이 중 하나투어가 가져갈 수 있는 부분, 즉 시장 점유율은 어떻게 될 것인가? 여기서 잠깐 증권사 리포트를 참고해보면 하나투어의 수탁고 기준 시장점유율을 2010년까지 약 2%증가할 것이라 예상하고 있다. 하나투어는 분명 앞서 말한대로 **규모의 경제 효과와 대리점들에 대한 독점 영업력, 그리고 브랜드 파워를 바탕으로 향후 시장 점유율을 더 증대시킬 수 있는 여지가 있다.** 그러나 보수적으로 바라볼 때, FTA등으로 인한 해외 여행사 진출 문제, 그리고 개별 여행객 증가 문제는 분명 리스크의 여지가 있으며, 따라서 하나투어의 수탁액 대비 시장 점유율은 향후 일정할 것이라 가정한다.

5.2. 규모의 경제 효과에 따른 Prime Cost 비중 축소 여부

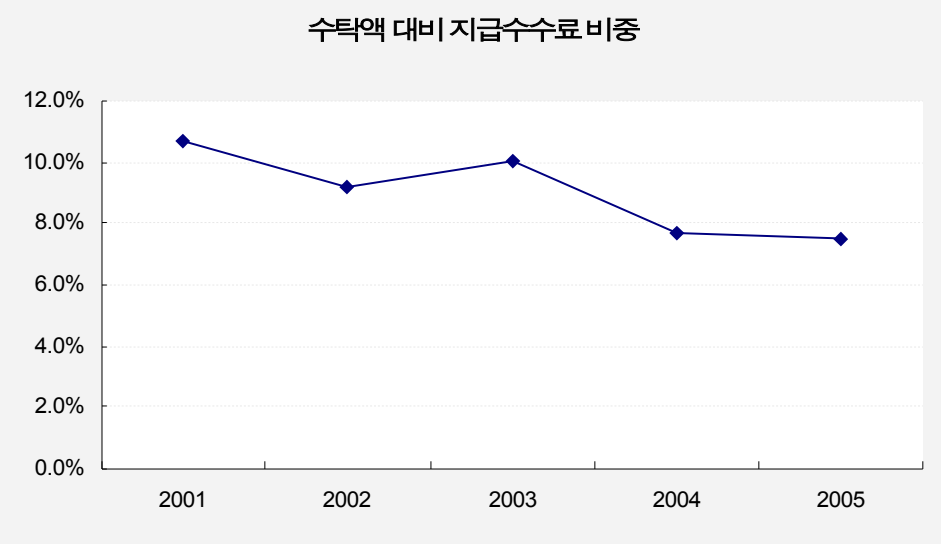


자료: 세계여행신문, SMIC Research 4팀

앞서 설명한 바와 같이 **손익계산서상 매출액(영업수익) = 수탁액 – Prime Cost(항공료+지상비)**로 표현된다. 이 중 Prime Cost에서 가장 큰 비중을 차지하는 항공료의 경우 유가등에 민감하며 여행사의 규모의 경제 효과에 의해 감소하는 특징을 보인다. 세계여행신문 자료에 따라 하나투어의 수탁액과 영업수익 규모를 비교해본 결과, 위에서 보이는 바 대로 2000년 이후 전체 수탁액 대비 영업수익 비중은 약 25%로 일정한 모습을 보인다. 이를 규모의 경제 효과와 유가 상승 요인이 Trade-off한 것으로 Research 4팀은 결론지었으며, 향후 이 추세는 단기간 계속될 것이라 생각된다. 즉, Prime Cost비중의 축소 효과는 그다지 크지 않다고 예상한다.

5.3. 온라인 판매 확대와 협상력 강화에 따라, 영업비용의 대부분을 차지하는 수수료율 인하 여부

하나투어의 수탁액 대비 수수료율은 현재 약 7.5% 정도이다.



자료: 세계여행신문, 사업보고서, SMIC Research 4팀

위의 표에서 살펴보듯이 지급수수료 비중은 전체매출 대비 꾸준한 감소세를 보이는데, 지난 5년간 이러한 지급수수료 비중 축소에는 여러가지 요인이 있겠으나, 하나투어의 성장에 따른 **대대리점 협상력 강화, 하나투어닷컴을 통한 영업개시에 의한 수수료율 인하** 두 가지 요인이 가장 큰 것으로 분석된다. 하나투어 IR담당자는 하나투어가 2010년까지 지급수수료 비중을 5%대로 낮추겠다고 자신있게 언급한 바 있으나, Research 4팀은 이는 약간의 무리가 있다고 보고 보수적으로 약 6%라고 가정하였다.

결론적으로, 시장점유율과 Prime Cost의 단기적 변동 요인은 없다고 보고 현재의 시장 성장세에 의한 매출 증가세(향후 5년간 30.1%, 그 이후 5년간 15%), 그리고 수수료율 인하에 따른 영업이익율 증대 효과(17% -> 19%)를 고려하여 매출예상과 NOPLAT, Free Cash Flow를 구해보면 다음과 같게 된다. (중간 과정 생략)

FCF	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
NOPLAT	19,661,962	25,580,213	33,279,857	43,297,094	56,329,520	73,284,705	84,277,411	96,919,023
감가상각	2,129,158	2,770,035	3,603,815	4,688,564	6,099,822	7,935,868	9,126,248	10,495,185
총현금흐름	21,791,121	28,350,248	36,883,673	47,985,658	62,429,341	81,220,573	93,403,659	107,414,208
차감: 운전자본 증가액	(18,181,184)	2,173,963	2,828,326	3,679,653	4,787,228	6,228,184	4,037,974	4,643,670
차감: 설비투자	(21,880,173)	3,639,620	4,735,146	6,160,425	8,014,713	10,427,141	10,741,438	12,352,653
차감: 기타 자산 증가액	(26,591)	15,957	20,760	27,008	35,138	45,714	29,638	34,084
총투자액	(40,087,947)	5,829,540	7,584,232	9,867,086	12,837,079	16,701,040	14,809,050	17,030,407
FCF	61.879.068	22.520.708	29.299.441	38.118.572	49.592.262	64.519.533	78.594.609	90.383.801

자료: SMIC Research 4팀

WACC를 구하기 위하여 Financing Structure를 분석해본 결과 현재 하나투어는 이자지급 부채가 0인 상태이기 때문에 자본조달비용은 자기자본조달비용과 같게 된다. 5년만기 T-note 수익율 4.96%(as of 26th May close), Market Risk Premium 7.50%(Goldman Sachs Research 인용), Levered company beta 0.66(Samsung Research 인용) 을 이용해서 자기자본 비용은

9.91%가 된다.

Cost of equity	
korean risk free rate	4.96%
korean market risk premium	7.50%
levered company beta	0.66
company risk premium	4.95%
levered cost of equity	9.91%
WACC	9.91%

이를 통하여 현금흐름을 할인하고 Terminal Value (신규자본투자 수익율 15%, 영구성장 5%)를 계산하여 더해주면 다음과 같다.

CV	
ROIC on New Investment	15%
NOPLAT terminal growth	5%
CV	1,513,331,650

Equity Value	920,199,232,427
Net debt	(45,749,197,000)
Enterprise Value	965,948,429,427
No. of shares in issue	10,317,385

이 영업가치에 Net Debt (순부채)을 더하여 기업가치를 구해보면 965,948,429,427원이며, 이를 주식수로 나누어 주당 가치 89,189원을 얻게 되었다. 이는 2006년 5월 26일 현재 현재 주가 73,600원과 비교해 볼 때 약 21.2%의 상승여력이 남아 있는 것으로 생각되며, 이에 하나투어의 독점력과 높은 성장성, 규모의 경제 효과, 브랜드 파워를 고려하여 향후 가치투자자들에게 안정적인 현금흐름을 제공해줄 수 있을 것이라 생각하며 **매수**를 추천한다.

[별첨] 자회사 현황

자회사	개요
하나투어	일반여행사의 예약과 고객관리 서비스 제공, 광고 담당
남강여행사	비즈니스 투어 전문 여행사
하나강산	국내 테마여행 전문 여행사
하나강산여행사	국내여행 전세버스 업체
HANATOUR International	인바운드 전문 여행사
HANA YOUTH	어학연수, 배낭여행 등의 프로그램 개발 및 관리서비스
STAR CRUISES	홍콩, 싱가폴 등지의 크루즈 상품 판매
제주 HANATOUR	제주도 전문 여행사
TMK	미국 렌터카, 철도/버스 패스 등의 GSA 전문 회사
OK TOUR	저가 마케팅 중심의 도매 여행사
한겨레투어	한겨레와 합작한 여행사업
투어토털닷컴 TourTotal.com	여행사의 온라인 비즈니스를 위한 통합 솔루션 제공
Hana Travel ACADEMY	여행사를 대상으로 한 여행업 교육

자료: 하나투어 홈페이지