

2009년 10월 10일

하나투어(039130)

BUY

여행산업의 재편을 부르는 제로커미션! 하나투어의 미래는?

v 도매여행사가 뭐지?

- 소매여행사가 여행을 원하는 고객에게 도매여행사의 패키지 상품을 판매하면, 도매여행사는 필요경비를 제외한 나머지 금액을 영업수익으로 인식하고, 소매여행사에게 일정액의 판매 수수료를 지급하는 것이 도매여행사의 영업 방식이다.
- 도매여행사의 M/S가 늘어나고 소매여행사가 어려움을 겪는 이유는 규모의 경제 때문이며, 도매여행사로는 하나투어, 모두투어, OK투어가 있다.
- 우리나라 휴가의 특성 등으로 인해 여행업은 앞으로도 계속 성장할 것이다.

v 국내 1위의 여행사, 제로커미션은 무섭지 않다.

- 항공권 대매에 치중한 소형 여행사들과 달리 동사와 같은 대형 여행사의 경우 마진이 많이 남는 패키지 상품 판매에 집중하고 있다.
- 현재 대한항공을 시작으로 항공사들이 항공권 발권 커미션을 없애려는 움직임을 보이고 있지만, 동사의 경우 항공권 발권 커미션이 실제 수익에서 차지하는 비중은 미미하고, 또한 볼륨 인센티브를 기대할 수 있기 때문에 영업에 미치는 영향은 제한적일 것이다.
- 그러나 산업 차원의 관점으로 보았을 때, 제로 커미션의 시행으로 한계 여행사들은 퇴출될 것이며, 대형 여행사들은 더욱 많은 M/S를 차지하게 될 것이다..

v 참을만큼 참았다, 여행수요가 폭발할 것!

- 2007년 말부터 시작된 경기침체와 고환율의 영향으로 영업에 어려움을 겪어왔다.
- 대폭적 수요 회복을 기대했던 올해 여름, 신종플루가 이슈가 되며 다시 한 번 그 기회를 놓쳤다.
- 2003년 SARS 이후의 상황에서도 보았듯이, 일회성 악재가 소멸된 후 2년을 기다려온 잠재 수요 폭발에 의한 드라마틱한 실적 개선이 있을 것이다!

적정주가:

46,450원

현재주가:

41,300 원 (10/9 기준)

상승여력: 13%

시가총액 4,797억원

ROE 5.33%

ROA 3.24%

영업이익률 5.60%

배당수익률 1.81%

P/E Ratio 95.94

P/B Ratio 3.11

주요주주:

박상환 외 7인 19.50%

국민연금 6.48%

슈로더 5.51%

자사주 5.14%



SMIC 리서치 2팀

팀장 이준성

팀원 홍보화

이태경

김은영

김수정

1. 여행산업

1-1. 여행산업

여행업이란?

한국의 여행사는 여행을 하고자 하는 사람들에게 교통과 숙박을 포함하여 여행에 필요한 일체의 편의 서비스 제공을 하는 사업을 영위하고 있는데, 현재 한국의 여행산업 규모는 약 40조원에 달하는 것으로 추정된다. 전세계 여행시장의 연간 성장률은 2010년에는 14%에 달할 것으로 추측되며, 세계관광기구가 세계여행시장이 2020년까지 연평균 4.1% 수준의 지속적인 증가를 전망하는 것처럼 산업은 성장을 계속하고 있다. 여행업은 크게 일반여행업, 국외여행업, 국내여행업으로 구분할 수 있는데, 일반여행업은 국내에서 해외로 여행객을 송출하는 아웃바운드와 해외 고객을 국내로 보내는 인바운드를 모두 영위하는 업종이다. 그러나 국내 관광산업 인프라는 해외에 비해 취약하여 인바운드 시장 규모는 아웃바운드 시장에 비해 작고, 내국인의 국내 관광수요 역시 아웃바운드에 비해 큰 비중을 차지하고 있지는 못한 상황이다.

1-1-1. 국내 여행산업의 특징

계절적 수요탄력성이 존재한다.

여행사를 통한 아웃바운드 여행의 경우 가족단위의 관광이 주를 이루고 있기 때문에 학교의 방학과 기업의 휴가가 포진되어 있는 7, 8, 9월과 1, 2월이 성수기에 해당되며 나머지 기간은 비수기에 해당한다. 하지만 주5일제 근무의 보편화와 여행수요의 증가로 성수기 수요 집중은 다소 완화되고 있는 추세에 있다. 성수기 기간에는 수요가 많고 상품 단가가 높은 편이다.

경기민감도가 높지만 회복도 빠르다.

해외 여행 패키지 상품은 비싸고 필수재가 아니기 때문에 비교적 경기 민감도가 높은 편이다. 또한 국제정세, 세계경기 동향, 환율, 여행지역의 단기 이슈, 국제 정세 등에 의해서도 여행수요는 민감하게 반응하여 일시적인 부침이 심한 모습이 나오기도 한다. 그러나 경기에 민감한 만큼 회복도 빨라서, 9.11테러, SARS 등의 이슈가 발생했던 시기에도 여행 수요에 직접적인 악영향을 미친 기간은 3개월 내외였던 것으로 파악된다.

그림 1. 관광목적 해외 출국자 수 (단위: 천 명)

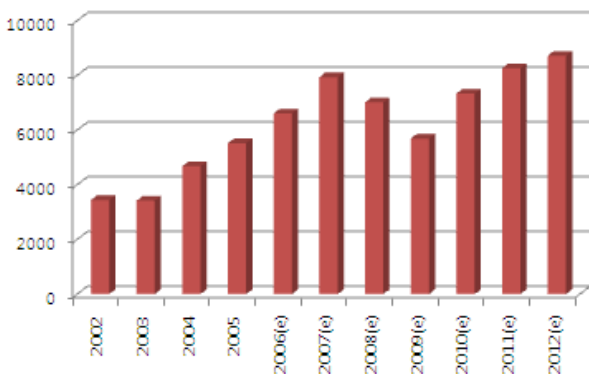


그림 2. 하나투어 로고



출처: 모두투어 IR자료, Research Team 2

출처: 하나투어, Research Team 2

국내 아웃바운드 시장은 여행사 의존도가 크다. 해외여행을 할 때 여행사 의존도가 우리나라처럼 높은 것은 주변의 일본과 중국을 제외하고는 전 세계적으로 찾기 어려운 특수한 현상이다. 우리나라에서 우리나라의 경우 직장인의 휴가가 매우 짧은 편이기 때문에 해외 여행 대상국이 동남아 등 주변국가로 한정되고, 여행사를 통해 가는 것과 직접 저렴한 항공권과 숙박 등을 예약하여 가는 것의 가격 차이가 크지 않게 되는 상황이 발생한다. 가격 차이가 크지 않아서 복잡한 과정을 거쳐 개인적으로 여행을 가기 보다는 편리한 여행사를 통해 가는 해외여행을 택하게 되고, 그래서 국내의 여행산업은 이와 같이 빠른 속도로 성장할 수 있었던 것이다.

국내 여행산업의 현황 세계관광기구(WTO)는 세계여행시장이 2020년까지 연평균 4.1% 수준의 지속적인 증가를 보일 것으로 전망하고 있다. 국내 여행시장 역시 주5일 근무제의 확대와 휴가 분산제 등으로 인해 본격적인 선진국형 여가시대가 도래하고 있다. 2007년 내국민의 해외여행 지출 규모(여행지급)는 208억9000만 달러로 GDP의 2.2%를 차지했고 이 비중은 2000년의 비중에 비해 2.9배 증가한 값이다.

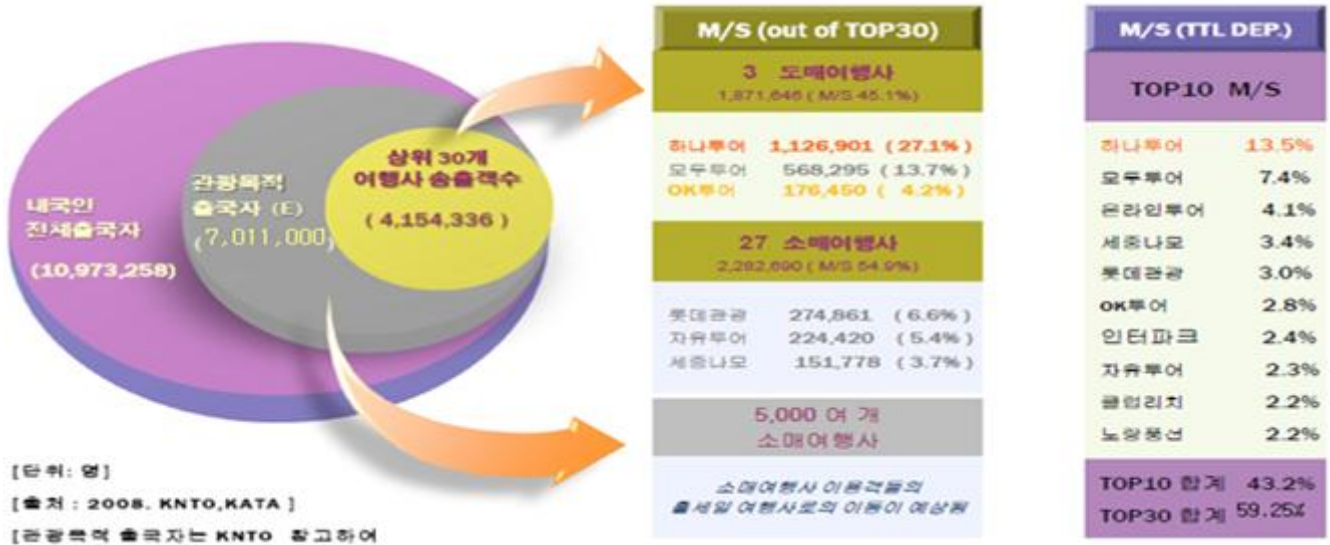
국내 여행산업의 성장 특성 한국의 여행시장은 1989년 해외여행 완전 자율화 조치 이후 해외여행수요가 1인당 GDP에 비례하여 늘고 있어 가계소득의 증가에 따른 여가비용 지출의 증가가 반영됨을 볼 수 있다. 2006년 한국은행의 해외소비의 소득탄력성을 나타내는 공시자료에 따르면 국민소득 1% 증가시 해외소비도 0.8%증가한다. 또한 일본에서 1987년 1인당 국민소득 2만 달러 달성 당시 해외여행 붐이 불었던 것처럼 우리나라 역시 2008년 1인당 국민소득 2만 달러 시대를 맞아 출국자수 급증과 해외여행산업의 팽창이 기대되고 있다.

1-1-2. 국내 여행산업의 구조

도매업과 소매업 구분 국내 여행업계는 여행자의 25~30%를 점유하고 있는 도매업(Wholesaler), 70~75%를 점유하고 있는 소매업(Retailer)으로 나뉜다. KATA(한국일반여행협회), KNTO(한국관광공사), 하나투어 측의 자료에 의하면 관광목적 출국자의 59.25%를 상위 30개 여행사가 송출하고 있으며, 3개의 도매여행사가 45.1%, 27개의 소매여행사가 54.9%의 시장점유율을 가지고 있다. 하나투어는 도매업계에서 60.2%의 점유율을 가지고 있는 막강한 1위 업체다. 또한 소매여행사 1위의 롯데관광개발 역시 협력업체 롯데관광을 통해 도매시장에 진출함으로써 최근 여행업계는 도/소매간 분할이 모호해지며 무한 경쟁체제에 돌입하게 되었다.

도매 여행업이란? 하나투어가 영위하고 있는 도매여행업(wholesaler)에서는 최종 소비자를 직접적인 대상으로 하지 않고, 소매점을 거쳐 상품을 판매하게 된다. 소매 대리점을 거쳐서 상품을 판매한 후 최종 소비자가 도매 여행사에 내는 대금을 수탁금이라고 하는데, 하나투어와 같은 도매여행사는 이 수탁금에서 항공권과 지상경비 등 필요경비를 제한 부분을 영업수익으로 인식하고 있으며, 이 영업수익에서 일정 부분의 마진을 소매 여행사에 지급하는 형태로 영업을 하게 된다. 이것이 직접 최종소비자에게 상품을 판매하는 소매여행업과 하나투어가 영위하고 있는 도매여행업의 가장 큰 차이점이다.

그림 3. 국내 여행업계의 구조



출처: 하나투어 IR 자료

도매 여행업은 소매 여행업에 비해 큰 규모의 경제 효과로 지속적인 성장을 할 수 있었다.

언뜻 보면 최종소비자를 직접 타겟으로 삼고, 수탁금에서 필수 경비를 제외한 나머지 금액을 모두 갖게 되는 소매여행사가 마진이 큰 사업으로 보일 수도 있지만, 소매여행 시장의 비중은 줄어왔고, 도매여행업의 비중이 지속적으로 증가해 왔다. 그 이유는 바로 규모의 경제 때문이다. 현재 항공사에서는 한 여행사를 통하여 동일 동시에 같은 항공기를 이용하는 여행객의 수가 15인을 넘어가는 경우 15인 당 1매의 항공권을 여행사에 추가로 지급하고 있는데, 충분한 고객 수를 확보할 수 있는 도매여행사가 매일 매시간의 항공편에서 그 효과를 누리고 있다. 또 조건은 상이하지만 숙박업을 포함한 지상 경비의 경우에도 비슷한 종류의 규모의 경제가 일어나고 있는 상황이며, 결과적으로 충분한 일정 숫자 이상의 관광객에게 같은 상품을 파는 도매여행사에서 원가 절감을 통한 규모의 경제가 나오는 것을 확인할 수 있다. 따라서 영세한 규모의 소매업체는 규모의 경제를 낼 수 없기 때문에 직접 패키지 판매를 하는 것 보다는 도매업체의 상품을 소비자에게 팔고 도매업체로부터 수수료를 받는 것이 유리한 결과가 나오고, 이것이 바로 도매여행업이 지속적인 성장을 할 수 있었던 비결이다.

일반적인 소매여행사의 매출 구성은 기획 알선 30%, 항공권 판매 수수료 70%이다.

대형 규모의 소매여행사는 패키지 상품을 기획 판매할 수 있는 여건이 되지만, 영세한 규모의 여행사들은 기획여행 알선이 매출 구성의 30%, 항공권 판매 수수료가 70% 이상을 이룬다. 패키지 상품을 고객에게 알선해 주고 도매 여행사에게 그 수수료를 받아서 얻는 이득보다 항공권 판매에 따른 마진이 훨씬 주된 영업의 형태인 것이다. (대규모 소매여행사의 경우에도 자유투어 42.8%, 세종나모여행 47.1%로 그 비중이 높다.) 전체 관광목적출국자수의 73.30%를 송출하는 소매업체는 32.55%의 점유율을 갖는 대규모 소매여행사와 40.75%를 이루는 소규모 소매 여행사로 나뉜다.

2. 제로커미션 이슈

2-1. 제로커미션이란?

제로커미션의 정의 및 국내 이슈

기존에는 고객이 여행사를 통해 항공권을 발권할 때마다 커미션 명목으로 항공권 판매 금액의 7~9%에 해당하는 발권 수수료를 항공사로부터 받아왔었다. 하지만 항공업계에서는 경비 절감 차원에서 대한항공을 필두로 기존에 여행사에 지급하던 발권 커미션을 없애려는 움직임을 보이고 있다. 바로 이렇게 항공사에서 여행사에게 주던 커미션을 0(zero)으로 하겠다는 것이 제로-커미션('0'-Commission)이다. 국내 최대 항공사인 대한항공(국내 점유율 47.5%)은 내년 1월 1일부터 제로커미션을 시행하겠다고 밝혔으며, 에어프랑스를 비롯한 유럽계 항공사들도 2010년부터 제로커미션을 시행할 움직임을 보이고 있다. 또한, 이들을 제외한 기타 항공사들은 현재 공식적으로 동참하려는 움직임을 보이고 있지는 않지만 대한항공과 에어프랑스의 제로커미션 실행 결과를 확인한 이후 언제든지 제로커미션에 동참할 수 있는 가능성을 내포하고 있는 상황이며, 결국 앞으로 제로커미션을 시행하는 항공사의 숫자가 늘어날 것으로 예상되고 있다.

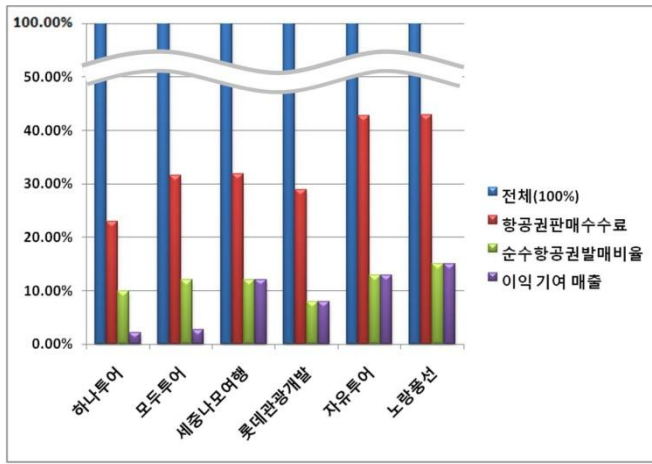
중소형 여행사들은 매출의 대부분이 발권 커미션이기 때문에 제로커미션은 여행산업의 구도를 바꿀 큰 이슈가 된다.

패키지 수익 비중이 높은 하나·모두·롯데관광 등 대형 여행사를 제외한 중소형 여행사들은 전체 수익의 50~70% 이상을 항공사로부터 받는 발권 커미션에 의존하고 있기 때문에 항공사 측에서 제로 커미션을 도입하면 특히 중소형 여행사들에게 직격탄이 될 것으로 예상된다. 그렇기 때문에 제로커미션은 여행산업의 구도를 바꿀 큰 이슈가 되는 것이다.

제로커미션을 먼저 도입했던 미국에서도 실제로 여행사의 1/3이 폐업을 하는 등 구조적인 재편이 일어났다.

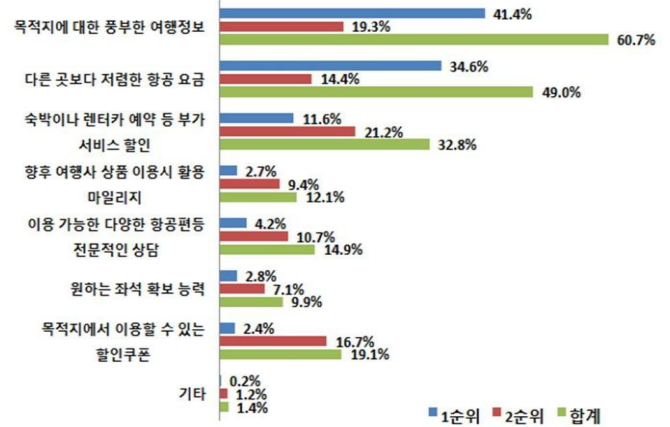
우리보다 앞서 항공사들이 제로커미션을 도입했던 미국의 경우 도입 이후 1/3의 여행사가 폐업을 하는 등 구조적인 재편이 일어났다. 이는 역시 항공권 발권 수수료에 의존하는 취약한 수익구조를 가진 중소형 여행사들이 어려움을 겪었기 때문인데, 구조재편 이후 살아남은 여행사들은 발권 수수료를 소비자에게 전가하는 서비스 차지를 부과하는 방식을 택하거나 다양한 패키지 판매에 집중하는 방식으로 사업 구조를 바꿔 나갔다. 결국, 외국의 선례와 구조적인 변화를 감안했을 때, 제로커미션이 도입된다면 우리나라에서도 항공권 예매 수수료에 의존하는 사업구조는 경쟁력이 없어지며, 고수익의 다양한 패키지를 무기로 한 대형 여행사를 위주로 업계가 재편될 것이라는 걸 알 수 있다. [그림4]는 여행사 별 매출 구성 비율을 나타내는데, 이를 통해 각 회사가 제로커미션의 영향을 어느 정도 받을지 생각해볼 수 있다.

그림 4. 여행사 별 매출 구성 비율



출처: 각사 자료, Research Team 2

그림 5. 서비스 비용 지불에 대한 소비자 인식



출처: 여행신문 설문조사, Research Team 2

2-2. 제로커미션이 하나투어와 소매 여행사들에 미칠 영향

하나투어의 매출 중 제로커미션의 전면적 시행으로 영향을 받을 부분은, 패키지 상품 내의 항공권 커미션 부분을 제외한 순수항공권 예매 대행부분이라고 판단된다.

1위 기업인 하나투어의 매출 중 항공사에서 지급받는 커미션과 관련된 것은 패키지 내에서의 항공권 커미션과 순수한 항공권 예매를 통해 항공사로부터 받는 커미션의 두 가지가 있다. 우리는 두 가지 커미션 중, 패키지 내에서 항공권 커미션으로 인식되는 부분은 제로커미션이 전면적으로 시행된다고 해도, 패키지 가격 자체를 인상하거나 패키지 판매 시 대리점에 지급하는 수수료를 인하하여 3자에게 전가할 수 있다고 판단했다. 이는 제로커미션 이후 더 높아질 대형 여행사의 시장 지배력이나 과거 대한항공의 항공권 커미션 인하 이후 하나투어가 대리점에 감소 부분을 전가시켰던 선례를 생각하면 우리가 없는 추정이라고 생각된다.

7~9%의 커미션 수익 중 5~7%는 대리점 수수료로 지급하고 있기에 실질 매출 감소는 2% 내외일 것이다.

따라서 제로커미션이 전면적으로 시행될 경우 하나투어의 수익성을 실질적으로 훼손될 수 있는 부분은 항공권 대매를 통해 받았던 커미션에 관한 부분에 한정된다. 그런데 항공권 대매를 했을 때 하나투어의 수익을 살펴보면, 고객의 수탁금을 100으로 놓았을 때 항공사로부터 받는 7~9%에 대한 것을 여행사의 매출로 인식하기는 하지만, 다시 5~7%에 달하는 대리점 수수료를 지급해야 하기 때문에, 하나투어의 이익 중 실질적으로 감소할 수 있는 매출 부분은 2% 내외에 불과하다는 사실을 알 수 있다. 실제로 2008년 동사의 총 매출액 1,770억 중, 순수발권수수료에 해당하는 매출은 약 10% 즉, 170억 규모였다. 이 중 약 40억(총 매출액 대비 2%)만 이익으로 인식되었다.

그러나 소매 여행사가 받는 타격은 어마어마하므로 여행산업 구조 재편을 시사한다고 할 수 있겠다.

이것은 도매업을 영위하는 모두투어의 경우에도 거의 비슷하다. 그렇지만 소매업의 경우에는 [그림 6]에서 보는 바와 같이 꽤 차이가 난다. 하나의 예로 롯데관광개발은 총 매출액 412억 중, 순수발권수수료에 해당하는 매출은 약 8% 즉, 33억(총 매출액 대비 8%)이었지만, 이것이 바로 이익으로 인식되었다. 그나마도 그림에 제시된 기업들은 대형 소매 여행사이기 때문에 10%대의 타격으로 끝나지만, 대다수의 소매 여행사들, 즉, 매출액의 약 70%가 항공권판매에서 나오는 소매 여행사들은 제로커미션이 전면 시행되면 해당 매출액이 '0'이 되기 때문에 어마어마한 타격이 된다. 그렇기 때문에 여행산업 구조가 크게 재편될 수 있다는 것이다.

2-3. 제로커미션의 대체안으로 예상되는 볼룸인센티브

커미션을 직접적으로 받진 못하겠지만, 항공사와 여행사의 수-위탁 관계로 인해 볼룸 인센티브로의 전환이 예상된다.

항공사 입장에서 볼 때, 약 90%의 티켓이 각종 여행사들을 통한 채널로 판매되고 있다. 항공사에서 직접 항공권을 구매하는 비중이 10% 내외에 불과한 상황에서 항공사 측에서 수수료를 아끼기 위해 제로커미션을 시행하여 여행사를 배제하고 항공권 발권을 위한 영업망을 증가시키는 것은 비현실적일 뿐만 아니라, 비능률적이다. 따라서 항공사 입장에서는 앞으로도 여행사에게 발권업무를 위탁할 수밖에 없는 상황인데, 이를 위해서는 어떤 형태로든 수수료 지급이 필수적이다. 그래서 항공사에서 발권 시 여행사에 지급하던 커미션을 볼룸 인센티브로 전환하는 것이 정책적 방향으로 보여지고 있다.

볼룸 인센티브를 통해 수익성 훼손이 어느 정도 상쇄될 뿐만 아니라, 산업 구도 개편을 통해 시장 파이 확대, 시장 점유율 확대라는 기회를 가질 수 있다.

볼룸 인센티브는 가능성이 매우 높지만 현재로서는 잠정적인 대안이다. 그리고 그 규모가 제로커미션 시행 이전의 커미션 수준과 비슷할지 또한 알 수 없다. 하지만 장기적으로는 제로컴으로 인한 수익성 훼손이 볼룸 인센티브와 같은 형태의 보수를 통해 어느 정도 상쇄될 것이라는 것을 알 수 있다. 그러나 하나투어의 입장에서 보면 오히려 수익성이 악화된 소매 여행사들의 퇴출을 통해 시장 점유율을 확대할 수 있으며, 산업 구도가 도매 여행사에게 유리한 방향으로 흘러 도매 여행업의 시장 파이를 확대시킬 수 있는 기회가 될 것이다. 그러므로 볼룸 인센티브를 제시받기 힘든 소규모 도매 여행사나 소매 여행사에 비해, 항공권 판매량이 큰 대형 도매 여행사가 여행 산업에서 시장 지배자적 지위를 굳히는 데 유리할 것이라는 전망을 제시할 수 있겠다.

그림 6. 도매업과 소매업의 Major Player들의 항공권발매 수수료의 이익기여도

	도매업		소매업			
	하나투어	모두투어	세종여행	롯데관광	자유투어	노랑풍선
전체(100%)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
항공권판매수수료	22.91%	31.62%	31.88%	28.84%	42.80%	42.91%
순수항공권발매비율	10.00%	12.00%	12.00%	8.00%	12.84%	15.00%
이익 기여 매출	2.22%	2.67%	12.00%	8.00%	12.84%	15.00%

출처: Research Team 2

3. 신종 플루와 환율

3-1. 여행업과 신종 플루

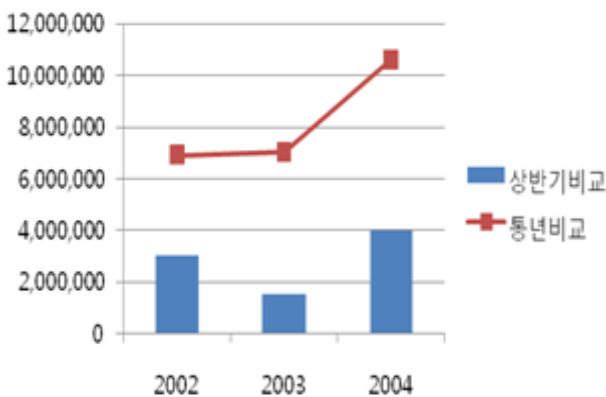
최근 대두된 신종인플루엔자와 비슷한 사례는 2003년의 SARS를 들 수 있는데, 당시 반기의 일시적인 순익 감소가 있었으나 곧 회복되었다.

여행업계의 영업을 위협하는 요소 중 하나는 질병이다. 최근 대두된 것은 H1N1, 이른바 신종인플루엔자로 2009년 4월 멕시코와 미국 등지를 중심으로 발생하여 전세계로 확산되었다. 이와 비슷한 사례로는 2002년 11월에 발생하여 2003년 상반기까지 유행하였던 SARS가 있다. 2003년 상반기 출국자수는 306만6천여 명이었는데, 이는 전년도 같은 기간의 408만5천여 명에 비해 8.5% 감소한 수치였다. 이 때, 2003년 상반기 하나투어의 전년동기대비 당기순이익이 50.26% 감소하였으나, 하반기에 곧 회복이 되어 연간 당기순이익은 전년도 수준을 유지할 수 있었다. 또한 SARS가 지나간 이후인 2004년 상반기에는 전년도의 기저효과 덕분에 당기순이익이 YoY로 165.64% 증가한 전례가 있다.

신종플루 격리치료 환자수가 지난 9월을 정점으로 꺾이는 추세에 들어섰고 막연한 공포감도 줄어 여행 수요가 점차 실현되고 있다.

이번 신종플루 건 역시 비슷한 양상을 보이고 있는데, 2009년 상반기 해외출국자수는 전년동기대비 31.94% 감소한 4,471,800명 이었고, 상당 부분이 질병과 같은 이슈에 민감한 여행 목적의 출국자였다는 추정을 할 수 있다. 이와 궤를 같이 하며 하나투어의 당기순이익은 전년동기대비 123.92% 감소하였으나, 이번 역시 곧 회복세를 보일 것으로 예상된다. [그림 8]에서 확인할 수 있듯 신종플루 격리치료 환자수는 지난달을 정점으로 다소 꺾이는 추세에 들어섰을 뿐 아니라 일부 국가에서 신종플루 백신 접종을 실시하면서 신종플루에 대한 막연한 공포감도 수그러들고 있다. 국내는 10월 27일부터 전 국민의 35%에 해당하는 1,716만 명을 대상으로 신종플루 백신 접종을 시행한다고 하니 백신 부족에 대한 우려도 거의 사라진 셈이다. 실제로 지난 8월 국제선 여행객수는 15달 만에 증가하였다. 항공수송실적을 보면 국제선 여객 수는 지난해 같은 기간에 비해 5.1% 증가한 347만 명이였다. 그러나 올해 가장 중요한 시기인 여름 시즌은 이미 지나가버렸고, 환자 발생 건수도 아직 크게 줄고 있지 않은 현황에 비추어 볼 때 회복세에 들어섰다고 하더라도 SARS 때처럼 도매여행사들의 당기순이익이 전년도 수준이 되긴 힘들 것으로 보인다. 결국 완전한 여행 수요 및 당기순이익의 회복은 내년이 되어 서야 이루어질 것 같다.

그림 7. '02~'04년 당기순이익 비교 (단위: 천 원)



출처: 하나투어 사업보고서

그림 8. 신종플루 격리치료환자 추이 (단위: 명)



출처: 현대증권

3-2. 환율과 경기 침체의 영향

1998년 외환위기와 2008년 경기침체 비교

[그림 9]는 2000년부터 2009년 8월까지의 원/달러 환율 변동과 내국인 출국자 수 추이를 나타낸 것이다. 평균 15% 정도의 증가세를 보였던 매년 상반기 출국자수는 2008년 상반기에는 2% 늘어나는데 그쳤으며, 특히 2008년 하반기에는 환율 급등 및 세계적 경제위기 심화와 함께 출국자수는 크게 감소하였다. 환율 변동이 큰 이슈가 되었던 1998년 외환위기 때의 출국자수 변동을 살펴 봐도 환율이 여행객 출국에 큰 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 1998년 경기침체와 환율 급등으로 출국자 수는 전년 대비 32.47% 감소한 306만 7천여 명이었지만, 이듬해 환율이 크게 안정되면서 출국자 수는 434만2천여 명으로 전년대비 41.57% 증가하였다.

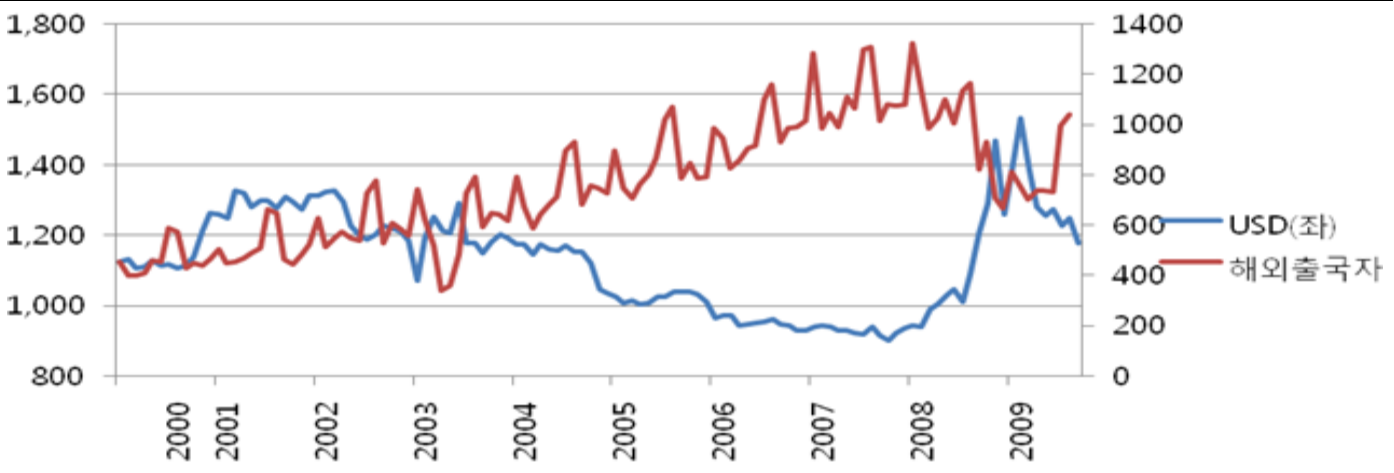
환율과 경기로 수요가 감소한 경우 회복 시에는 큰 폭으로 상승한다는 것을 알 수 있다.

과거의 사례로부터 출국자수가 대폭 감소된 기간 직후에는 잠재되었던 여행수요가 실현되면서 그 숫자가 폭발적으로 늘어났음을 확인할 수 있다. 이는 여행심리가 상대적이라는 것을 설명하는 것이기도 하다. 예를 들어 현재 원/달러 환율이 1100원대인데, 900원대에서 상승했을 때에는 수요가 억제되지만 1300원대에서 하락한 경우에는 환율이 유리해졌다는 인식이 퍼지며 잠재되었던 수요가 한꺼번에 터져 나온다는 것이다. 이것은 [그림 9]에서 확인할 수 있는 것처럼, 올해 3월 고점을 기록한 뒤 하락 추세에 있는 환율상황 덕분에 신종 플루가 크게 이슈화 되기 전인 올해 7월과 8월 초까지는 해외출국자수가 크게 증가했었다.

여행상품은 소득탄력성이 높고 경기민감한데, 최근의 경제지표들은 turn-around 후 지속적으로 상승하는 모습을 보인다.

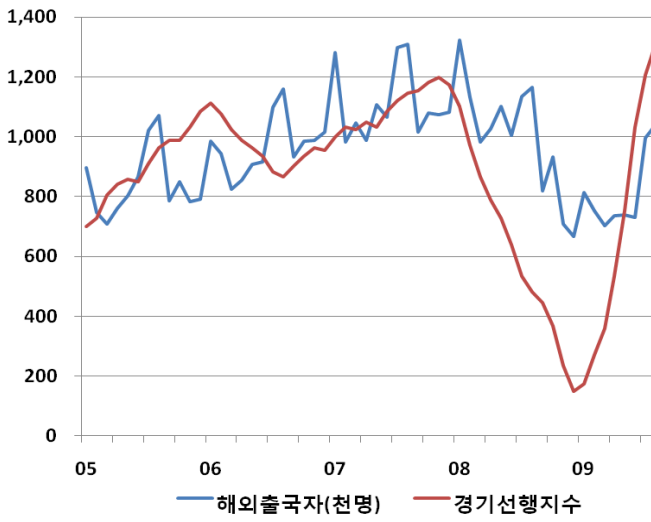
또한 여행상품은 소득탄력성이 매우 크고, 주 수요층이 30~50대의 경제활동 인구가기 때문에 경기민감하다. 2008년 글로벌 경제위기 이후로 많은 지표(실질GDP성장률, 경기종합지수, 고용률 등)가 하락하는 추세로 전환하였지만, 최근의 경제지표들을 살펴보면 다시 turn-around 후 지속적으로 상승하고 있음 파악할 수 있다. 경기상황 및 개인의 소득과 소비성향에 따라 민감하게 변동하는 여행업계에는 굉장히 큰 호조로 작용할 것이라고 본다.

그림 9. 2001-2009.08 월별 환율 및 출국자수 (단위: \$, 천 명)



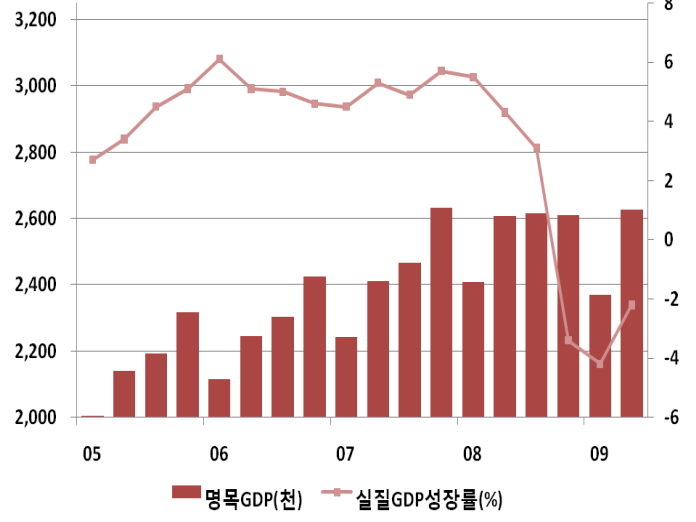
출처: 통계청

그림 10. 경기선행지수와 해외출국자 동향



출처: 통계청, KATA, Research Team 2

그림 11. 명목GDP와 실질GDP성장률 추이

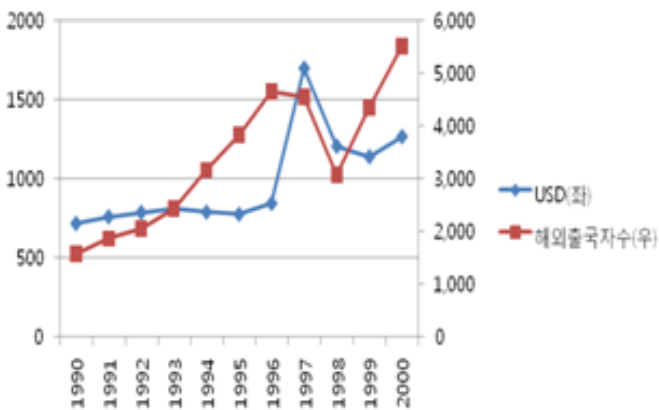


출처: 통계청, KATA, Research Team 2

이제 곧 드라마틱한 이익 개선이 있을 것으로 추측된다.

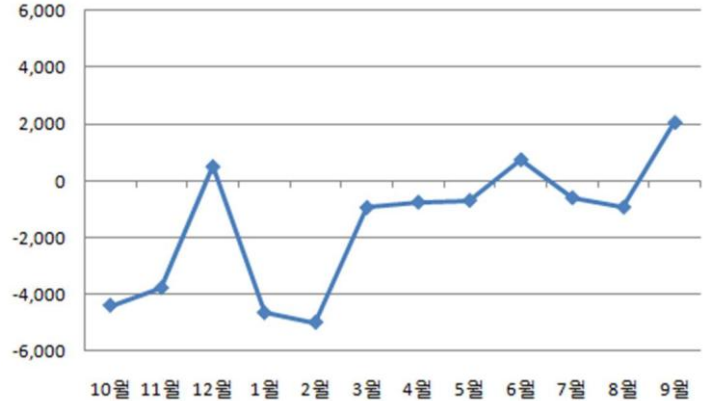
이에 따라 하나투어는 [그림 13]와 같이 지난 1~2년 간의 경기침체 여파로 인한 전년동기대비 당기순이익이 개선되어 가며 경기침체 전의 수준으로 회복해나가고 있다. 그렇지만 성수기라는 특수성과 대내적인 경기 안정세에도 불구하고, 신종플루의 영향으로 성수기에 전년동기대비 당기순이익이 완전히 개선되지는 못했다. 그렇기 때문에 내년 즈음 신종플루 이슈가 가라앉고 환율이 하향 안정화되면 질병과 경기침체 및 환율 요인에 눌려있던 수요가 한꺼번에 쏟아져나와 최소한 경기침체 전 과거 수준으로 빠르게 회복할 것을 예상할 수 있다.

그림 12. 1990-2000 연간 환율, 출국자수(단위: \$, 천 명)



출처: 통계청

그림 13. 전년동기대비 당기순이익 증감액(단위: 백만 원)



출처: 하나투어 사업보고서

4. 기업의 선택 및 기업 분석

앞서 제로커미션이라는 사건으로 여행 산업이 재편되므로 대형 도매 여행사가 투자하기 좋을 것이라는 이야기를 하였다. 그리고 신종플루 이슈, 환율과 경기에 대한 조사를 통해서 지금이 여행 산업을 영위하는 회사들에 투자하기 적절한 시기라는 것을 확인하였다. 그러면 우리가 투자할만한 기업은 무엇일까?

우리가 투자해야 할 기업은 대형 도매 여행사인데, 그것으로는 하나투어와 모두투어가 있다.

앞서 산업의 변화를 통하여 유추하여 보면 산업 구도 상의 Wholesaler의 위치를 점하고 있는 기업에 투자를 해야할 것이다. 국내 Wholesaler는 하나투어, 모두투어, OK투어가 있다. 도매여행사를 이용한 내국인출국자를 기준으로 한 도매여행사의 시장점유율은 하나투어가 60.2%, 모두투어가 30.4%, OK투어가 9.4%이다. [그림 14] 이 중 OK투어는 비상장회사이며, 또한 하나투어의 자회사로 하나투어의 지분율은 39%이다. 결국 투자 대상은 하나투어와 모두투어로 귀결되므로 두 회사를 비교 분석해보려고 한다.

4-1. 재무적 관점으로 본 하나투어와 모두투어

하나투어와 모두투어의 매출구성 및 자산부채 구성 비교

일반여행업종을 영위하는 하나투어와 모두투어의 Business Model은 거의 차이가 없다. 매출 구성 또한 [그림 15]에서 보는 바와 같이 거의 비슷하다. 단지 모두투어의 항공권판매수수료 비중인 30.6%가 하나투어의 비중인 23.3%에 비해서 조금 높으므로 그의존도가 약간 더 높다는 것을 알 수 있다. 자산 부채의 구성 또한 [그림 16,17]과 같이 거의 유사하다.

두 기업의 성장성 비교

성장성을 살펴보면 2002년부터 하나투어의 6년간 연평균 매출액 성장률은 23.76%이며, 모두투어는 30.06%이다. 연평균 당기순이익 증가율을 살펴보면, 하나투어는 13.93%인 반면, 모두투어는 40.06%이다. 근래의 성장률로 따져보면 모두투어가 좀더 높은 모습을 보인다. 영업이익률과 당기순이익률을 살펴보면, 하나투어의 매년 영업이익률과 당기순이익률이 근소하게 높음을 확인할 수 있다. [그림 18, 19]

그림 14. 도매여행사들의 시장점유율 (출국자기준)

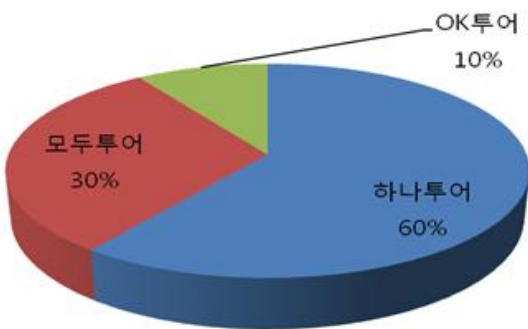


그림 15. 매출액 및 매출구성비율 (2009년 반기보고서 기준)

	매출액		매출구성비율	
	하나투어	모두투어	하나투어	모두투어
항공권판매수수료	14,015	8,279	23.3%	30.6%
해외여행알선	41,385	17,210	68.7%	63.6%
기타알선	4,862	1,588	8.1%	5.9%

출처: 하나투어 IR 자료, Research Team 2

출처: Research Team 2

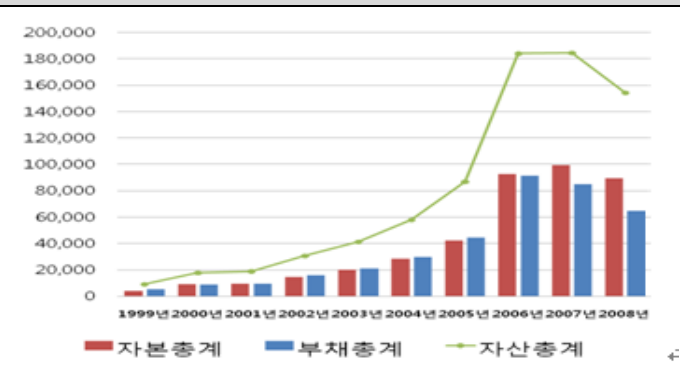
ROA, ROE, 총자산회전율 비교

자산 이용의 효율성 측면에서 따져보기 위해 아래의 [그림20-22]에서처럼 두 회사의 ROA, ROE, 총자산회전율을 살펴보았다. 매년, 매분기 상황에 따라서 변동성이 큰 산업에 속해있기 때문에 매해 수치가 꽤 차이난다. 상대적으로 하나투어는 모두투어에 비해 ROA나 ROE는 안정적인 모습을 보인다. 총자산회전율은 모두투어가 하나투어보다 매년 높았는데, 2008년만 하나투어보다 낮은 수치인 0.854를 기록했다(하나투어는 0.937).

2008년 영업활동 현금흐름은 하나투어가 86억 원의 현금유입을 기록한 반면 모두투어는 55억 원의 유출을 기록하였다.

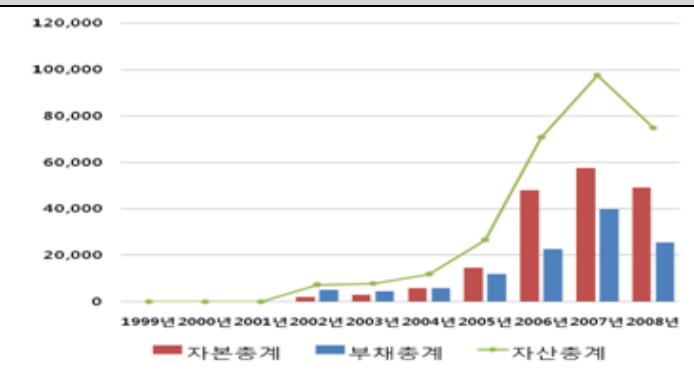
큰 차이는 없어 보이는 이러한 자료들이지만, 모두투어에 비해 상대적으로 하나투어가 안정적인 재무 상태를 보인다는 점이 참고할 만하다. 특히 현금흐름표의 영업활동 현금흐름을 살펴보면[그림 23] 2008년 모두투어는 약 55억 원의 유출이 발생하였음을 알 수 있는데, 반면 하나투어는 약 86억의 현금유입을 기록하고 있다.

그림 16. 하나투어 자산 부채 구성



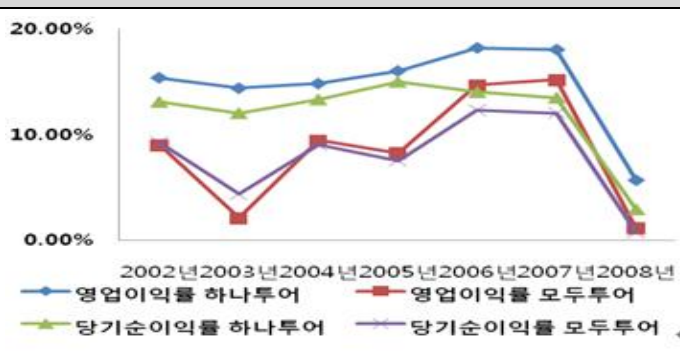
출처: SMIC 재무팀

그림 17. 모두투어 자산 부채 구성



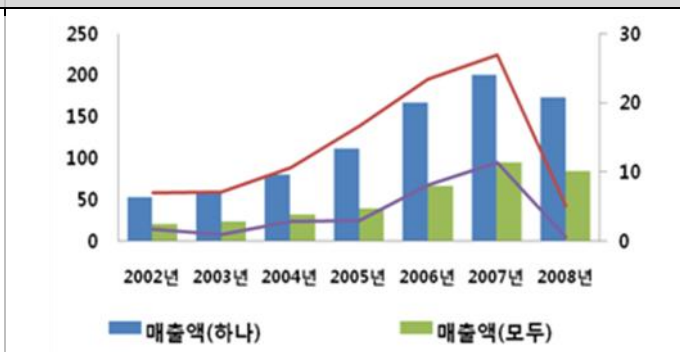
출처: SMIC 재무팀

그림 18. 영업이익률과 당기순이익률

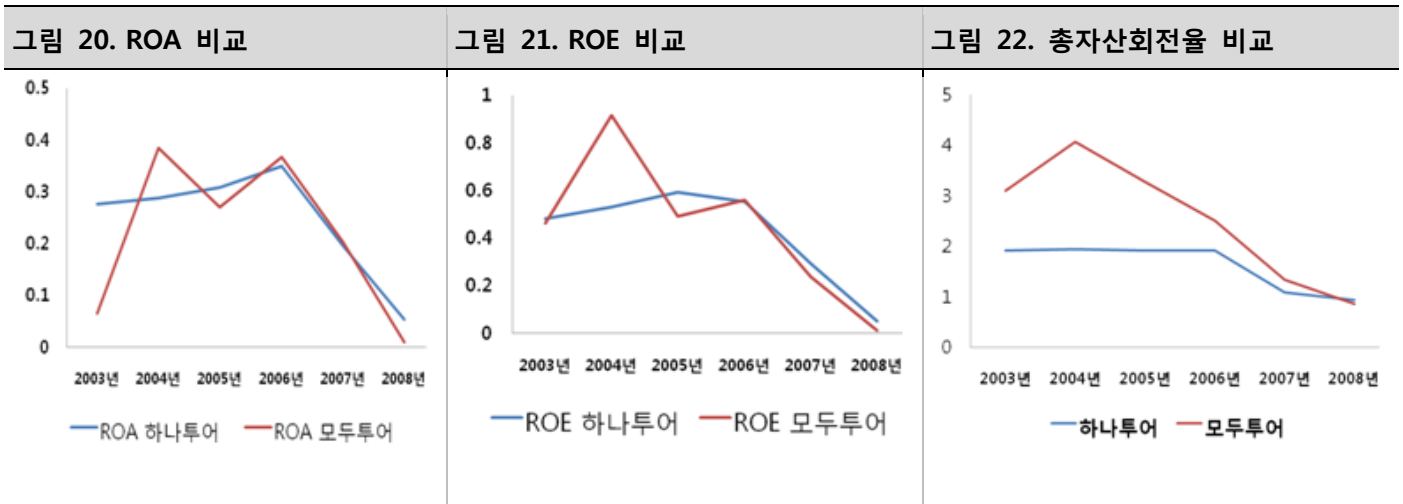


출처: Research Team 2

그림 19. 매출액 및 당기순이익 비교 (단위: 십 억)



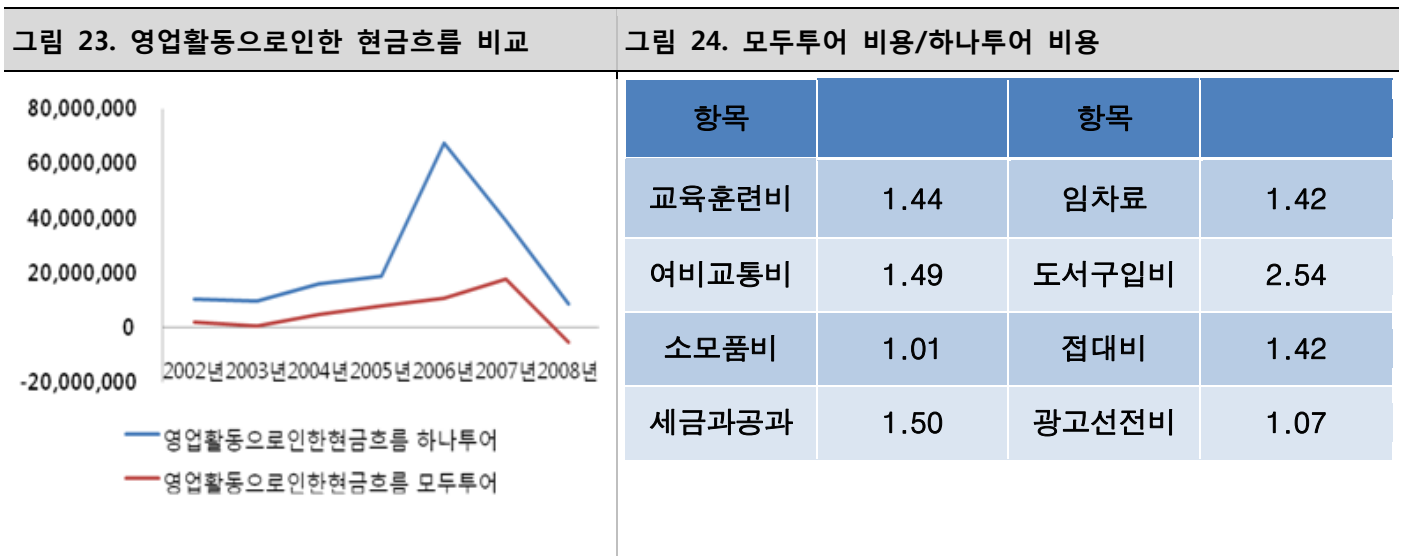
출처: Research Team 2



출처: Research Team 2

출처: Research Team 2

출처: Research Team 2



출처: Research Team 2

출처: Research Team 2

비용 항목의 상대적 비교를 통해서 비용별 효율성을 비교 확인해 보면 하나투어의 비용 측면 효율성이 높다는 것을 알 수 있다.

손익계산서를 좀 더 살펴보겠다. 매출액을 절대 규모로 보면 하나투어는 2008년 기준 약 1728억 원이며, 모두투어는 약 833억 원이다. 모두투어의 매출액 규모는 하나투어의 약 48.2%가 되는데, 이것을 가지고 비용의 효율성을 어느정도 비교해 볼 수 있었다. 매출총이익이 100%인 업종의 특성상 판매관리비의 항목들로 확인해 볼 수 있는 것인데, [그림 24]는 '모두투어의 비용 항목/하나투어의 비용 항목' 중 48.2%를 크게 벗어나는 것들만 나타낸 것이다. 모든 항목을 나타낼 수 없었지만, 대부분의 비용항목들에서 0.48보다 높은 수치가 나왔고 이는 모두투어의 비용이 조금 비효율적임을 시사한다. 특히 소모품비나 접대비가 절대금액으로도 하나투어보다 높게 나온 점은 유의할 만하다.

수익률과 비용 효율성, 안정성 측면에서 하나투어가 모두투어에 비해 낫다고 판단된다.

재무분석을 통해서는 하나투어가 모두투어에 비해 성장성은 다소 낮으나 수익률과 비용측면의 효율성, 그리고 안정성 측면에서 보다 낫다고 생각한다. 경기변동에 민감하면서 앞으로도 언제 어떤 형태의 경기침체 상황이 다시 나타날지 모르는 산업의 Player라는 점을 생각한다면 어느 정도 하나투어에 투자하는 것이 나올 수 있다는 생각이 든다. 그렇지만 이것만으로는 어느 기업의 투자매력도가 더 높다고 말할 수는 없겠다.

4-2. 산업의 Key Success Factor를 고려해서 본 하나투어와 모두투어

두 기업의 매출 구성을 살펴보면 해외여행알선 매출이 60% 이상을 차지하고, 그나마 30% 정도를 차지하던 항공권 판매수수료 매출도 제로커미션의 도입으로 줄어들 가능성이 크다는 것을 알고 있다. 결국 해외여행알선이 중요하다는 이야기가 된다. 그렇다면 해외여행알선업의 Key Success Factor는 무엇일까?

여행 산업의 KSF로는 상품의 질적 요소, 가격 요소, 브랜드 이미지, 접근성 등이 있다.

여행업을 영위하는 기업들의 Key Success Factor를 생각해보면 1) 패키지 상품의 질적요소, 2) 동질 상품일 때 보다 저렴한 가격, 3) 고객이 믿고 여행사를 선택할 정도의 브랜드 이미지, 4) 접근성을 들 수 있다. 특히 1)의 상품의 질적 요소로 고려할 수 있는 것은 여행지와 숙식지의 질 뿐만 아니라 선택권(옵션)의 다양성과 상담원이나 가이드의 지식 및 능력과 같은 서비스 요소도 고려되어야 한다.

여행 산업의 KSF를 근거로 하나투어를 투자 대상으로 선택하였다.

이러한 KSF 4가지를 고려해 보았을 때 우리는 하나투어가 모두투어보다 핵심 역량을 갖춘 기업이며 앞으로의 경쟁에서도 더욱 빛을 발할 것으로 예상하였다. 그 근거를 핵심요소별로 하나하나 설명하겠다.

4-2-1. 패키지 상품의 질적 요소

하나투어는 매출액 및 시장 점유율에서 두 배 가량의 차이를 보이며 시장을 이끌어가고 있다.

2)의 저렴한 가격은 동질 상품이거나 유사한 상품일 경우 고려되어야 할 터인데, 실제로 여행 목적지는 동일하더라도 1)의 요소들이 동일하기는 어렵기 때문에 1)의 질적 요소들이 KSF로서 가장 중요하게 된다. 보다 큰 규모로 다양한 정보를 가지고 영업을 하고 있는 하나투어가 1)의 요소를 더욱 잘 갖추 수 있다는 판단을 내릴 수 있다. 근본적으로 소비자의 취향을 충분히 반영할 수 있는 다수, 다양한 옵션을 보유하여 고객에게 Total Solution을 제공할 수 있어야 한다. 동사는 매출액 및 시장 점유율에서 두 배 가량의 차이를 보이며 시장을 이끌어가고 있다.

동사의 높은 시장점유율은 상품의 다양성과 가격 측면에서 선순환 효과를 창출하고 있다.

많은 고객을 보유하는 실적만큼 동사는 약 14,000여 개의 많은 상품을 가지고 있다. 동사는 현재 호텔등급별, 출발일별로 고객에게 수많은 옵션을 제공하고 있다. 이것은 송출객수로 보았을 때 모두투어의 1.98배나 되는 상황덕분에 창출된 동사만이 가진 경쟁력이라 하겠다. 왜냐하면 이미 이룩한 높은 시장 점유율과 많은 수의 고객 덕분에 다양한 상품을 만들어내도 수지타산을 상대적으로 쉽게 맞출 수 있고, 가격 경쟁력도 가질 수 있기 때문이다. 이것이 선순환이 되어 다시 고객에게 더 좋고 다양한 상품을 제공할 수 있게 해주는 힘이 된다.

4-2-2. 가격 요소

상품이 동질하지 않고 개별상품에 대한 가격 민감도가 낮아 상대적으로 다른 요소가 더 많은 영향을 끼친다.

모든 유형 제품이나 서비스 상품에서 가격은 중요한 요소이다. 동질 대비 저렴한 가격은 어느 산업에서나 핵심 경쟁 요소가 된다. 그러나 여행 산업에 있어서 이러한 가격 요소는 상대적으로 크게 적용되지 않는 것으로 보인다. 그것은 두 가지 측면에 이유가 있는데 첫 째는 상품이 동질하지 않으며 차이를 구별해내기 어렵기 때문이고, 두 번째는 가격차이가 크지 않은 반면 소비자의 개별 상품에 대한 가격 민감도가 크지 않기 때문이다.

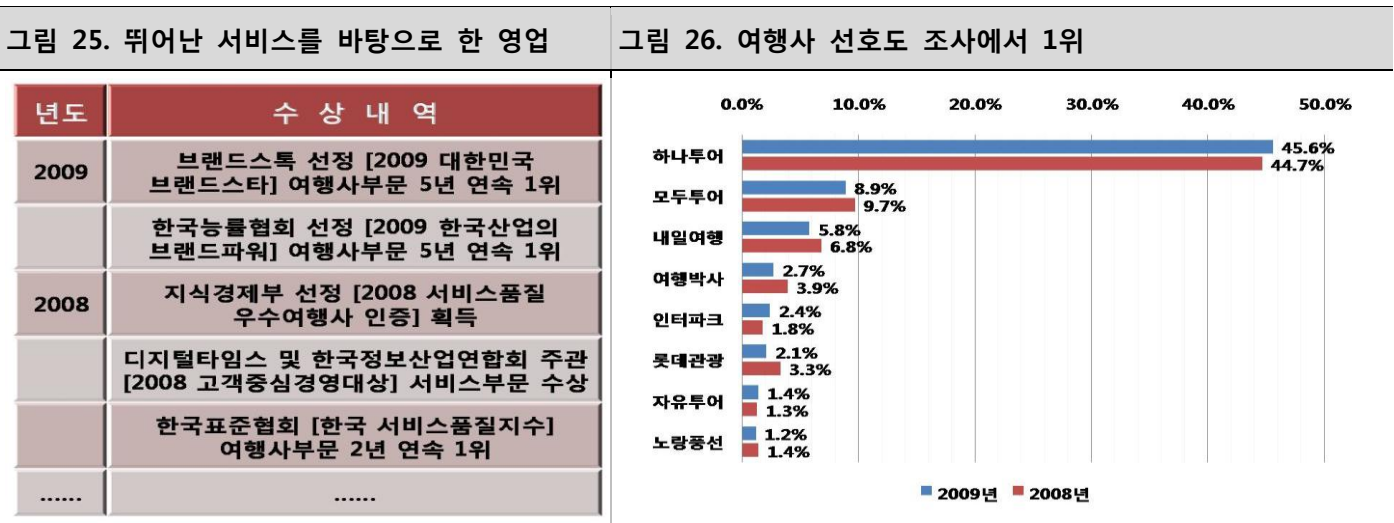
여행상품은 다양할 뿐 더러 동일 목적지일때조차 각 회사 상품의 가격은 차이가 크지 않다.

여행 상품은 앞서 말했듯이 매우 다양하다. 여행 목적지는 같더라도 하루 하루의 숙박소, 매 끼니의 식사, 옵션, 여행 시기 등 어느하나 동질한 것이 없다. 특히나 대다수의 여행 수요자들이 여행현지에 대한 지식이 부족하기 때문에 어느 것이 보다 낫다는 결정을 내리기 힘든데, 실제 상품들의 가격을 보면 거의 비슷한 가격대에서 약간씩의 차이가 있을 뿐이므로 선택을 더욱 어렵게 한다. 그리고 어느 한 회사가 확실하게 대다수의 상품에서 가격이 싸다면 그 회사의 상품이 싸다는 것을 인지하겠지만, 저가 상품에 목적성이 있는 노랑풍선과 같은 회사가 아닌 모두투어나 하나투어는 가격대가 엇갈리므로 어느 회사가 더 싸다고 말할 수 없다.

4-2-3. 브랜드 이미지

서비스 품질 부문에서도 업계 1위일 뿐만 아니라 긍정적이고 압도적인 브랜드 이미지로 핵심 경쟁력을 갖추고 있다.

동사는 브랜드부문과 서비스 품질부문 등 다양한 분야에서 업계 1위로 수차례 수상을 받아 왔다. 수많은 수상내역은 동사가 브랜드와 서비스 품질부문을 포함한 제반 분야에서 탁월한 기업임을 입증해 줄 수 있다. 이는 여행신문이 2009년에 실시한 여행사 선호도 설문 조사에서도 확인할 수 있다. '해외여행을 떠날 경우 우선 상담하고 싶은 여행사'로 질문한 결과 45.6%가 1순위로 동사를 선택하였다. 선호 여행사를 선택한 이유로는 '기존 이용 경험이 있다'가 24.5%로 가장 높게 나타났으며, 규모나 주위의 평에 대한 응답도 높게 나타났다. 홍보나 광고보다 만족스러운 행사 진행을 통한 재구매 유도가 선호도를 높이는 가장 확실한 방법임을 보여준다고 하는데, 설문결과를 통해 동사의 행사 진행이 높은 수준임을 역으로 확인할 수 있었다.



출처: Research Team 2

출처: 여행신문, Research Team 2

4-2-4. 접근성

고객 접근성에서도 전문 판매점과 하나투어 리스트라는 소매점 운영으로 유리한 위치에 있다.

Total Solution 제공, 그리고 보다 높은 수준의 서비스를 제공하기 위해서는 고객과의 접근성 또한 무시할 수 없다. 2008년 12월 기준, 모두투어는 전국에 650여개의 전문판매점을 가지고 운영하는 반면, 동사는 856개의 전문 판매점을 운영하고 있다. 또한 하나투어리스트라는 자회사를 통해서 소매점의 역할도 겸하면서 고객과의 직접적인 만남을 가질 수 있는 채널을 보유하고 있다.

하나투어는 산업적 측면에서, 그리고 기업적 측면에서 투자 매력이 있다.

다른 경쟁사들에 비해 상품의 다양성과 규모, 브랜드 인지도가 월등하며, 고객 접근성이 높고 서비스 만족도를 높이기 위해 맞춤형 상품 개발을 위해 노력을 다하고 있는 동사는 충분한 경쟁력을 갖추고 있다고 판단된다. 앞으로의 산업 구도 재편과 여행 산업의 회복이라는 성장 동력을 등에 업고 꾸준히 성장할 수 있는 투자 매력이 있는 기업은 하나투어가 될 것이다.

5. 하나투어 기타 정보 - 해외 법인과 자회사

5-1. 해외법인

동사는 현재 24개의 해외 지사와 15개의 해외 법인을 보유하여 패키지 상품의 질을 높이고 현지에서의 고객 대응 수준을 높였다.

지금까지 국내 여행사에서 해외 여행을 보낼 때에는 현지 랜드사와 제휴를 통해 서비스를 제공했는데 이 과정에서 패키지 상품의 낮은 서비스 질이 문제가 되곤 하였다. 이를 해결하기 위해 동사는 99년 여행업계 최초 해외 현지 직영점인 태국 법인을 설립하였다. 이후 동남아시아, 대양주, 미주, 유럽 등지에 2009년 현재 24개 지사, 15개의 해외법인을 구축하였고 2010년까지 50개의 해외법인을 확보한다는 계획을 가지고 있다. 현지직영체제는 현지에서의 상품진행이 본사의 직접적인 제어를 받으며 상황에 따라 발 빠르게 대응할 수 있기 때문에 단순히 제휴만 맺은 현지 여행사가 관리하는 것보다 뛰어난 경쟁력을 가지고 있다. 동사는 해외지사를 통해 직접적인 서비스 관리 및 사후 서비스를 통해 만족도를 끌어올려 고객로열티를 높이고 재구매를 창출하는 선순환 구조를 형성을 목표로 하고 있다. 또한 지사 설립과 함께 현지에 여행 정보 센터 및 예약 센터를 설립하면서 현지에서 고객의 수요 변화에 따라 적절한 대응을 할 수 있는 기반을 마련하였다. 반면 모두투어의 경우 2008년 처음으로 파리지사를 설립한 후, 괌, 사이판, 런던에 추가적으로 해외지사를 두고 있다.

해외직영점은 글로벌 사업 진출의 거점이기도 하다.

동사는 위에서 설명한 해외직영점을 글로벌사업 진출의 거점으로 삼고 있는데, 이는 하나투어의 타겟시장을 확대시키는 과정이다. 글로벌 사업은 크게 두 가지 형태로 분류된다. 첫 번째는 [그림 27]의 형태인데, 규모의 경제를 활용하여 각 해외지사의 구매자 협상력을 증대시키며, 각 해외지사 간 상호 상품공급을 가능하게 한다. 이 사업형태는 사업규모를 확대하는 것을 목표로 한다. [그림 28]의 두 번째 비즈니스 형태는 동북아 삼국간, 다자간 관광무역 사업을 가능케 한다. 하나투어의 브랜드 인지도를 활용하여 일차적으로 해외교민 시장에 진출하고, 궁극적으로는 현지시장 침투를 목표로 한다. 동사는 2008년 한해 24개 해외지사를 통해 72,607명을 송출하는 실적을 기록하였다.

그림 27. 글로벌 비즈니스 1

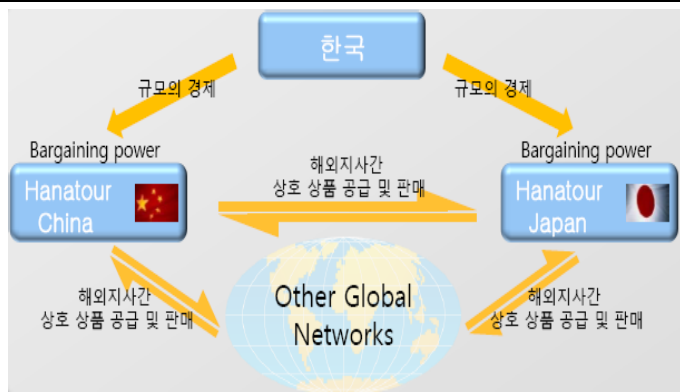


그림 28. 글로벌 비즈니스 2



출처: 하나투어 IR 자료

5-2. 자회사 하나투어리스트

소매여행사인 하나투어리스트를 통해 송출객수를 늘릴뿐만 아니라 지분에 참여한 소매 여행사들과의 우호적인 관계 형성에도 성공하였다.

동사는 27개 대형 소매여행사를 타겟으로 2002년 1,200여 개 소형 소매여행사(지분 70%)와 공동투자하여 하나투어리스트라는 소매여행사를 설립하였다. 동사는 기획상품 개발에 집중하고, 고객영업은 협력 여행사들이 담당하여 일정 커미션을 받는 사업구조를 갖추고 있다. 동사는 하나투어리스트를 통해 송출객수를 늘리는 전략을 취하고 있는데, 이에 따른 협상력의 증가로 원가절감을 통한 마진확대가 가능해진다. 또한 하나투어리스트의 존재는, 지분에 참여한 소매여행사들과의 우호적인 관계를 형성할 수 있는 통로가 되기도 한다. 하나투어리스트는 동사 전체판매의 12%를 담당하고 있으며, 50%~80%에 이르는 높은 현금배당율로 수익을 협력 소매여행사와 나누고 있다. 또한 설립 이후 2006년까지 50% 이상의 매출액 성장을 보여주었다.

고객의 접점에 있는 하나투어리스트의 존재는 장기적인 관점에서 고객대응 서비스 역량 강화 및 고객 만족도 향상 효과를 가져올 수 있는 기반이 된다.

하나투어리스트는 업계 최고 수준의 여행상담전문가의 유치를 통해 고객의 욕구에 맞는 여행서비스를 제공하려고 노력하고 있다. 연 2회 이상의 직원 해외 출장과 주 2회 이상의 해외 각 지역 여행정보 및 서비스 교육, 그리고 연 2회 이상 자체 및 외부 강사의 CS 교육을 통해 다양한 콘텐츠를 친절하게 제공하기 위해 힘쓴다. 또한, 전화여행상담센터를 운영함으로써 고객들이 여행도우미를 통해 여행상품을 검색하고 고객에게 맞는 여행을 선택하여 보다 편리한 여행서비스를 제공하기 위해 노력하고 있다. 이런 노력은 향후 서비스 피 등의 제도가 도입된다고 하더라도 기업에게 있어서는 핵심 경쟁력이 될 것이다. 왜냐하면, 앞서 말했듯이 여행업계의 미래 핵심 경쟁력은 고객의 개인적인 취향에 맞춘 차별된 친절한 서비스를 제공함으로써 고객의 서비스 만족도를 높일 수 있는가에 달려 있기 때문이다.

그림 29. 하나투어리스트 매출액, 영업이익, 당기순이익 추이 (단위: 천 원)

	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
매출액	7,928,176	8,798,434	8,164,908	5,528,992	3,750,623	2,475,043	1,269,336
영업이익	489,759	1,086,790	1,284,286	1,072,581	765,159	389,711	159,532
당기순이익	511,698	919,336	1,027,381	845,984	595,552	319,341	153,100

출처: 하나투어 사업보고서

6. Valuation

Valuation은 DCF법을 사용하였다.

기본적으로 밸류에이션은 앞서 논의했던 제로커미션의 영향을 반영하기 위해서 매출액을 항공권 판매, 기획여행 알선, 기타 알선의 3가지 부문으로 나누어서 DCF(Discounted Cash Flow)법으로 진행하였다. 여러 가지 약재 속에서 같은 업종에 속하는 경쟁사들의 상황이 거의 유사하기 때문에 상대적 Valuation 방법인 PM(Per Method)법은 사용하기가 현실적으로 어려웠다.

2009년 매출액 감소율에 대한 추정

2003년 전후의 매출액 증가율로 보았을 때, SARS가 아니었다면 2002년 대비 35% 정도의 매출액 증가를 보여야 했다. 그러나 2003년의 매출액 증가는 10%에 그쳤다. 이는 실질성장률이 -25%였다고 해석할 수 있다. 이를 토대로, 질병으로 인한 연간 매출액 감소는 -25%라고 잡았다. 또한 2008년에는 경기침체와 환율의 영향으로 2007년의 매출액 성장률이었던 20%의 성장률을 달성하지 못했을 뿐만 아니라 오히려 13%의 감소율 보였었기 때문에, 실질성장률을 -33%라고 하였다. 그래서 총 58%의 감소분을 2009년에 반영하여야겠다. 그러나 독립요소인 국내 여행업계의 자체의 성장률 14%를 더해줘야 하므로 총 감소율은 44%가 된다. 단지 고환율과 경기침체 및 신종플루의 영향이 합성되었으며, 경기침체로 인한 여행수요 억제가 2년에 걸쳐 나타났다는 것, 그리고 2009년 하반기는 회복세임을 고려하여 매출액 감소율은 30%로 적용하였다.

2010년 이후 매출액 증가율에 대한 추정

2010년 추정치 계산법은 다음과 같다. 고환율과 경기침체를 벗어났던 지난 IMF(1998년) 직후 1999년의 매출액 증가율이 166%였는데, 이를 1997년의 전년대비 매출액 증가율인 123%를 제하여 43%의 증가를 예상하였다. 이는 당시의 매출액 성장률을 제거하는 작업으로, IMF로 인한 경기침체 후의 회복률만을 뽑아내기 위한 작업이다. 또한 2004년 SARS에서 벗어난 뒤 전년대비 37%의 매출액 증가를 보였는데 여기서 또 당시 매출액 성장률이었던 35%를 제하여 실질성장률을 2%로 생각하였다. 따라서 두 가지 요인을 더한 뒤 국내 여행업계 성장률 14%를 더하여 59%를 2010년의 잠재수요 폭발에 의한 매출액 증가율로 적용하였다.

2011년은 예전 사례와 수치를 참고하여 2010년의 59%의 70%정도가 잠재수요 실현의 추이를 따를 것으로 보아 41%의 성장률을 적용하였다. 이 후의 매출액 성장률은 시장이 성숙기에 이른다고 보아 2007년의 성장률이었던 20%보다 낮은 15%를 2012년에 적용하였으며, 2013년은 세계 여행 산업 성장률이 2020년까지 평균 4%에 도달한다는 것에 근거하여 10%를 적용하였다. 이후 영구 성장률은 2%로 설정하였다.

제로커미션으로 인한 영향을 Valuation에 반영하였다.

앞서 동사에 미치는 제로커미션의 영향이 앞서 분석된 것처럼 큰 영향을 끼치지 못하는 것으로 드러났기에, 항공권 판매 매출액의 성장률을 2010에 한 번에 5%를 감하는 것으로 하였다. 반면, 제로커미션 시행 후의 산업 재편으로 얻을 실현화가 유력한 점유율의 추가적인 상승과 도매여행사의 시장 파이 증대라는 이점을 반영하기 위해 노력해보았다. 현재 하나투어의 여행업에서의 시장점유율은 13.5%인데, 향후 점유율은 16.88%까지 올라갈 것으로 보았다. 이것은 소매여행사들의 감소로 인한 시장 파이 증대만을 반영한 것으로서 미국처럼 1/3 정도 줄어들 것을 생각해 본 것이다. 그러나 좀 더 현실적이고 보수적인 접근을 위하여 전체 시장 중 25% 정도의 소매여행사들이 줄어들 것이며 그 기간은 5년에 걸쳐 일어날 것이라고 가정하였다. 그리고 항공권판매매출액은 줄어들 가능성도 있으므로 기획여행알선 부문과 기타알선 부문의 매출액 성장률에만 2010년부터 5년간 5%를 더해주었다.

영업이익률에 대한 추정

2009년의 영업이익률은 SARS의 영향이 있었던 2003년에는 영업이익률이 14%로 전후 년도와 차이가 없었으므로 1998(IMF로 인한 경기침체)년의 1.14%를 적용하였다. 이것은 상품 단가가 높은 여름의 성수기 상품들을 제대로 판매하지 못한 상황을 반영한 것이기도 하다. 2010년에는 2006, 2007년도의 영업이익률인 18%를, 그 후부터는 시장이 점차 성숙기로 접어들어 따라 영업이익률이 1%씩 감소할 것이라고 보았다.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	172,778,721	127,575,488	206,411,827	299,196,047	355,982,297	405,868,738
매출액성장률		-25.0%	64.0%	46.0%	20.0%	15.0%
기획여행알선 매출액	118,664,426	88,998,319	145,957,243	213,097,575	255,717,091	294,074,654
매출액성장률		-30.0%	54.0%	41.0%	15.0%	10.0%
항공권판매 매출액	40,171,053	28,119,737	43,304,395	61,059,197	70,218,076	77,239,884
매출액성장률		-25.0%	64.0%	46.0%	20.0%	15.0%
기타알선 매출액	13,943,243	10,457,432	17,150,189	25,039,275	30,047,130	34,554,200
가중평균성장률		-26.2%	61.8%	45.0%	19.0%	14.0%
예상EBIT	9,789,016	1,454,361	29,888,433	43,323,588	51,546,237	58,769,793
NOPLAT	7,097,037	1,102,405	23,163,535	33,792,398	40,206,065	45,840,439
(+)유,무형자산 상각비	2,930,351	1,607,451	2,600,789	3,769,870	4,485,377	5,113,946
총현금유입	10,027,388	2,709,856	25,764,324	37,562,269	44,691,442	50,954,385

매출액대비비율	2008	2009	2010	2011	2012	2013	10년 평균치
영업이익률	5.67%	1.14%	14.48%	14.48%	14.48%	14.48%	14.48%
유,무형자산 상각비	1.70%	1.26%	1.26%	1.26%	1.26%	1.26%	1.26%
영업용순전자본	-20.72%	-23.83%	-23.83%	-23.83%	-23.83%	-23.83%	-23.83%
순유형고정자산	18.01%	20.02%	17.61%	17.61%	17.61%	17.61%	14.16%
순무형고정자산	3.82%	3.82%	3.82%	3.82%	3.82%	3.82%	1.41%
기타영업용순자산	1.23%	1.23%	1.23%	1.23%	1.23%	1.23%	2.57%

자기자본비용	11.68%
1년치일별베타	1.04000
Adj.한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률(2008년 평균)	4.40%
WACC	11.68%
차입금가치(이자발생부채)	0
주주지분가치(시가총액)	446,367,179
한계조달금리	6.13%

WACC	11.68%
영구성장률	2.00%
예상 ROIC(2단계)	-241.16%
FCFF추정(2단계)	46,220,602
Terminal Value	477,485,562
현재가치의 합	118,325,505
PV of TV	298,582,790
현금 + 시장성유가증권	62,771,237
비영업용자산	22,598,746
Value of the Firm	502,278,277
(-)Value of the Debt	0
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stock	0
Value of the Equity	502,278,277
발행주식수	10,807,922
희석주식수	
목표주가	₩ 46,473
현재주가	₩ 41,300
기대수익률	13%

여행 산업 구도 재편에 있어서 Valuation에 반영한 것은 소매여행사들의 감소로 인한 도매여행사 입장에서의 시장 파이 증대만이였다. 그러나 우리 팀은 하나투어의 경쟁력을 통한 시장점유율의 증대도 있을 것이라 판단하고 있다. 아쉽게도 그러한 증가는 수치 적용에 근거가 합리적이지 못할 것이라는 판단아래 반영할 수가 없었다. 또한 그러한 시장점유율과 매출액 증대는 인건비와 같은 고정비가 매년 거의 일정하게 들어가는 동사의 영업이익률까지 개선시키는 효과가 있겠지만 그 또한 수치 예상의 주관성이 높을 것이라는 점 때문에 반영시키지 않았다. 이러한 점들까지 모두 고려한 Valuation이 이루어진다면 보다 높은 목표주가와 기대수익률이 도출될 것이다.

결론적으로, 우리 Research 2 Team은 현재 목표주가 46,450원, 기대수익률 13%로 하나투어의 Buy를 제시하는 바이며, 산업의 재편과 회복을 지켜보면서 장기적인 안목으로 매수를 고려해보는 것도 추천한다.

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.

손익계산서

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	1,110	1,663	1,993	1,728
매출원가				
매출총이익	1,110	1,663	1,993	1,728
판매비및 일반관리비	933	1,361	1,634	1,630
인건비	268	374	350	382
감가상각비	12	16	16	15
무형자산상각비	0	0	5	14
기타판매비및 일반관리비	38	49	68	75
영업이익	178	302	359	98
영업외손익	54	37	40	-16
이자수익	11	17	51	49
이자비용				
외환차손익	0	4	-5	-53
외화환산손익	-0	-1	-0	-4
지분법이익	26	31	33	39
기타영업외손익	10	6	5	8
세전계속사업이익	232	339	399	82
법인세비용	66	106	130	31
계속사업이익	166	233	269	50
중단사업이익				
당기순이익	166	233	269	50
EPS (원)	1,632	2,215	2,352	445
수정EPS				

대차대조표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	457	1,362	1,272	908
현금등가물 및 단기금융	251	1,033	946	607
시장성유가증권	0	0	0	0
매출채권	104	160	190	131
재고자산				
비유동자산	408	476	571	634
투자자산	83	130	153	226
유형자산	303	310	322	311
무형자산	1	3	59	66
자산총계	866	1,839	1,843	1,542
유동부채	438	907	839	638
매입채무		98	143	318
단기차입금				
유동성장기차입금				
비유동부채	6	5	10	10
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	443	912	849	648
자본금	52	58	58	58
자본잉여금	3	607	607	607
이익잉여금	396	557	634	449
자본조정	-28	-295	-304	-239
자본총계	423	926	994	894

현금흐름표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한현금	188	675	391	86
당기순이익	166	233	269	50
비현금수익비용가감	15	75	146	184
유형자산감가상각비	12	16	16	15
무형자산상각비	0	0	5	14
퇴직급여	17	21	27	33
외화환산손익	-0	-0	0	4
지분법평가손익	-10	675	391	86
기타	-5	-637	-293	31
영업활동으로인한자산부	7	366	-24	-148
투자활동으로인한현금	-157	-260	-305	-63
유형자산 투자	-301	-24	-36	-4
유형자산 처분	0	0	0	0
무형자산 증감	-1	-3	-52	-22
투자자산 증감	17	-37	-46	-87
기타	127	-197	-172	50
재무활동으로인한현금	12	187	-335	-307
장단기차입금증가	0	0	0	0
사채증감	0	0	0	0
자본증감	0	644	0	0
배당금의지급	-45	-72	-91	-113
기타	57	-386	-244	-194
영업투자재무활동기타	0	0	0	0
순현금흐름	42	601	-250	-283
기초현금	77	119	720	471
기말현금	119	720	471	187

주요투자지표

(%,%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	39.2%	49.8%	19.8%	-13.3%
EBITDA성장률 %	50.2%	68.0%	18.9%	-66.5%
EBIT성장률 %	50.5%	70.1%	18.8%	-72.7%
총자산성장률 %	49.8%	112.3%	0.2%	-16.4%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
EBITDA마진률 %	17.1%	19.2%	19.0%	7.4%
EBIT마진률 %	16.0%	18.2%	18.0%	5.7%
세전계속사업이익률 %	20.9%	20.4%	20.0%	4.7%
당기순이익률 %	15.0%	14.0%	13.5%	2.9%
Stability Ratios				
부채비율 %	104.9%	98.5%	85.4%	72.4%
순부채비율 %	-59.5%	-111.5%	-95.2%	-67.9%
유동비율 %	104.5%	150.2%	151.6%	142.3%
당좌비율 %	104.5%	150.2%	151.6%	142.3%
이자보상배율				
Performance Ratios				
ROE %	47.3%	34.6%	28.0%	5.3%
ROA %	23.0%	17.2%	14.6%	3.0%
ROIC %	-376.9%	-208.6%	-119.6%	-96.1%
Per Share Ratios				
수정EPS	1,613	2,196	2,314	433
주당순자산	4,096	7,974	8,557	7,698
주당현금흐름	1,733	2,355	2,490	685
주당배당금	600	750	900	750