

도매여행업

성장의 매력은 지속된다

Reiterate:

NEUTRAL

BUY

모두투어 (M: 080160)

HOLD

하나투어 (M: 039130)

- **지속되는 성장의 매력:** 하나투어와 모두투어는 해외여행산업 성장의 최대 수혜기업으로 자리잡을 전망이다. 한국의 해외여행산업은 소득증가, 고령화 사회진입 및 국내관광자원 부족으로 인하여 지난 4년간(2001~2004년) 연평균 성장률이 21.2%에 이르렀으며 향후 3년간(2005~2007년) 15.5% 성장할 것으로 전망됨. 더욱이 산업의 성장과 함께 국내 1위와 2위 도매여행사인 하나투어와 모두투어는 차별화된 고객서비스와 규모의 경제를 기반으로 시장점유율을 확대할 것으로 기대됨. 또한 낮은 이익변동성, 신뢰성 높은 재무제표, 그리고 확고한 주주가치 증대노력은 도매여행업체의 투자매력을 높여주고 있음.
- **Top Pick으로 모두투어를 추천:** 보수적인 경영에서 벗어나 새로운 성장을 시작한 반면 하나투어대비 저평가되어있는 모두투어를 Top Pick으로 제시함. 코스닥등록과 적극적인 마케팅을 통한 브랜드강화를 계기로 하나투어와의 차이점이 본격화될 전망이다. 특히 주식시장상장이 하나투어의 신뢰도와 인지도 개선에 큰 역할을 한 점을 고려할 경우 모두투어도 이러한 효과가 기대됨. 반면 하나투어는 밸류에이션의 부담이 감소한다면 긍정적인 접근이 필요한 것으로 판단되는데, 1) 업계1위로서의 규모의 경제를 기반으로 수익성 개선이 지속되며, 2) 외국인 투자자 지분율이 46%에 이를 정도로 성장성과 기업신뢰성을 인정받고 있기 때문임.

■ 당사는 9월 28일 기준으로 지난 6개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
 ■ 위 조사분석자료에 언급된 종목들 중에는 9월 28일 현재 당사가 그 지분을 1% 이상 보유하고 있는 종목이 없습니다.
 ■ 위 조사분석자료에 언급된 종목들 중에는 9월 28일 현재 위 조사분석을 수행한 조사분석담당자가 지분을 보유하고 있는 종목이 없습니다.

목차

투자의견 요약	3
성장국면이 지속되고 있는 해외여행산업	5
대형업체 위주로의 산업재편	8
신뢰성 높은 재무제표.....	10
하나투어 vs 모두투어	11
실적전망 주요가정	16
Top pick: 모두투어	17
기업분석	
모두투어 (BUY(M): 080160)	21
하나투어 (HOLD(M): 039130)	23

투자의견 요약

해외여행산업 성장의 최대 수혜기업	하나투어와 모두투어는 해외여행산업 성장의 최대 수혜기업으로 자리잡을 전망이다. 한국의 해외여행산업은 국내관광자원의 부족과 소득수준의 향상으로 인하여 지난 4년간(2000~2004년) 연평균 성장률이 21.2%에 이르렀으며 향후 3년간(2005~2007년) 15.5% 성장할 것으로 전망된다. 특히 국내1위와 2위 도매여행사인 하나투어와 모두투어는 차별화된 고객서비스와 규모의 경제를 기반으로 시장점유율을 증가시켜 해외여행산업 성장의 최대수혜기업이 될 전망이다. 즉 산업의 성장과 시장점유율 확대로 성장이 가속화될 전망이다.
여전한 성장여력	최근 해외여행산업의 빠른 성장에도 불구하고 2004년 전국민대비 해외출국자수와 해외여행자수의 비율은 각각 16.7%와 9.7%선에 머물러 산업의 성장잠재력은 충분한 것으로 판단된다. 이러한 수치는 한국과 마찬가지로 자국내 관광자원이 풍부하지 않은 대만의 34.2%보다 낮으며, 상대적으로 풍부한 자국내 관광자원으로 인하여 국내여행이 활성화되어 있는 일본의 13.2%보다는 다소 높은 수준이다. 더욱이 국민총소득대비 해외여행비용지출 비율 역시 2004년 1.7%로 우리와 소득수준이 비슷한 대만의 2.3%, 슬로베니아 2.8%, 포르투갈의 1.8%에 비해 낮은 수준이다.
대형업체로의 산업재편	4대 주요 여행사들의(하나투어, 모두투어, 롯데관광, 자유여행사) 시장점유율은 2000년 12.4%에서 2005년 상반기에는 21.6%로 증가하였으며 이러한 추세는 점차 강화될 것으로 전망된다. 이러한 추세는 9,000여개의 업체들이 난립한 여행업계 역시 가격경쟁력과 브랜드 이미지를 형성한 대형업체 위주로 산업이 재편됨을 의미하는 것이다. 이들 4대 여행사 중에서 동기간 중 가장 빠른 시장점유율 성장을 보인 회사는 하나투어였는데 이러한 성장의 배경은 업계최초 코스닥 등록, 양질의 서비스 제공 등을 통한 강력한 '브랜드'형성에 있었다. 모두투어 역시 2005년7월 코스닥 상장에 따른 브랜드 인지도 증가 효과가 기대된다.
신뢰성이 높은 재무구조	도매여행사들의 재무제표가 돋보이는 것은 하나투어와 모두투어 모두 무차입경영을 실현하고 있을 뿐 아니라 일반적으로 재무제표의 신뢰성을 감소시키는 높은 채고자산 혹은 매출채권 등의 우려가 없다는 점이다. 즉 채고자산이 없으며 대부분 현금성 결제가 이루어지고 있는 업종의 특성상 매출대비 매출채권의 비중이 매우 낮고 회수에 문제가 거의 없는 상황이다. 따라서 신뢰성 높은 재무제표는 여행업체의 투자매력을 높여주는 중요한 근거중의 하나이다.
확고한 주주가치 배려 노력	확고한 주주가치 배려 노력은 도매여행업들을 다른 기업들과 차별화시키는 주요 근거이다. 하나투어의 주주가치 증대 노력은 적극적인 IR과 배당으로 대변될 수 있다. 이러한 노력에 힘입어 하나투어의 외국인투자자 비율이 46%선까지 확대되었으며 모두투어는 순이익의 15~20% 배당과 활발한 IR활동 계획을 발표한 상황이다.

**모두투어의 현재 모습은
2001년 하나투어의 모습**

여행업종에서 우리의 Top-pick은 모두투어이며 21,000원의 목표주가를 제시하는데, 그 이유는, 1) 모두투어의 주당 수익창출능력은 향후 3년간 하나투어 대비 73%선에 이른 반면 현재 주가수준은 41%에 불과하며, 2) 모두투어는 사명변경 및 코스닥등록등을 계기로 브랜드강화 및 본격적인 성장성장을 통해 하나투어와의 차이 좁이기가 본격화될 것으로 전망되기 때문이다. 일부에서는 모두투어의 수익성 및 성장성에 대한 의구심이 많지만 현재 모두투어의 모습은 수익규모, 고객수, 브랜드마케팅 시작 등의 측면에서 하나투어의 2001년 상황과 유사하며 5년 이후의 모습은 현재의 하나투어로 전망된다.

**하나투어: 주가상승에 따른
부담감**

하나투어의 경우 밸류에이션의 부담이 감소한다면 긍정적인 접근이 필요한 것으로 판단되는데, 이는 1) 업계1위로서의 규모의 경제를 기반으로 꾸준한 수익성 개선이 예상되며, 2) 외국인 투자자 지분율이 46%에 이를 정도로 성장성과 기업신뢰성을 인정받고 있기 때문이다. 그러나 현재 주가수준이 이미 2005년과 2006년 예상 P/E기준으로 각각 25배와 19배에 거래됨을 감안할 경우 이러한 긍정적인 측면은 주가에 상당부분 반영된 것으로 판단되어 HOLD투자의견을 유지한다.

성장국면이 지속되고 있는 해외여행산업

2차 성장기가 진행중인 해외여행산업

소득증대와 레저수요 증가로
해외여행시장은 성장 지속

도매여행사의 영업기반인 해외여행시장은 IMF 이후인 1999년부터 제2차 성장기에 진입하여 2004년까지 해외출국자수와 해외여행자수는 각각 연평균 17.5%, 40.7%의 빠른 성장을 보여왔다. 최근의 빠른 성장에도 불구하고 한국의 해외여행시장은 유사국가와 비교할 때 아직까지 활성화되어있지 않으며 소득증대, 고령화 사회, 그리고 레저에 대한 요구 증가로 2005~2007년 동안 해외출국자수와 해외여행자수는 연평균 각각 13.5%와 15.5% 성장할 것으로 전망된다.

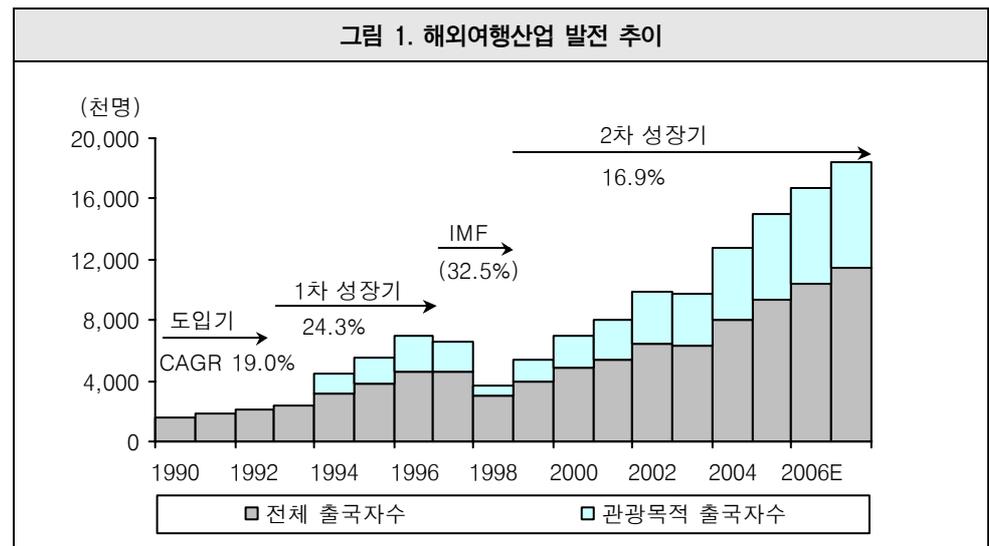
해외 여행산업은 1999년
이후 제2차 성장기에 진입

1989년 해외여행자유화로 시작된 한국의 해외여행산업은 '세계화, 국제화'의 사회분위기를 따라 1993년부터 본격적인 성장단계에 진입하여 IMF외환위기 이전인 1996년까지 빠른 성장을 보여주었다. 1997~1998년 IMF기간동안의 단절된 시간 이후 해외여행산업은 제2차 성장기에 접어들어 2001년에 해외여행자수는 IMF 외환위기 이전인 1996년 수준을 회복하였고 2001~2004년 동안 연평균 21.2%의 급속한 성장세를 보여주었다.

표 1. 해외출국자 및 해외여행자수 증가 추이

(천명)	2001	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E
해외출국자 수	5,402	6,428	6,344	8,070	9,354	10,570	11,786
성장률 (%)	12.0	19.0	(1.3)	27.2	15.9	13.0	11.5
해외여행자수	2,647	3,442	3,418	4,680	5,605	6,405	7,206
성장률 (%)	22.2	30.0	(0.7)	36.9	19.8	14.0	12.5
여행자 비중 (출국자 대비, %)	49.0	53.5	53.9	58.0	59.9	60.6	61.1

자료: 한국관광공사, 삼성증권 추정

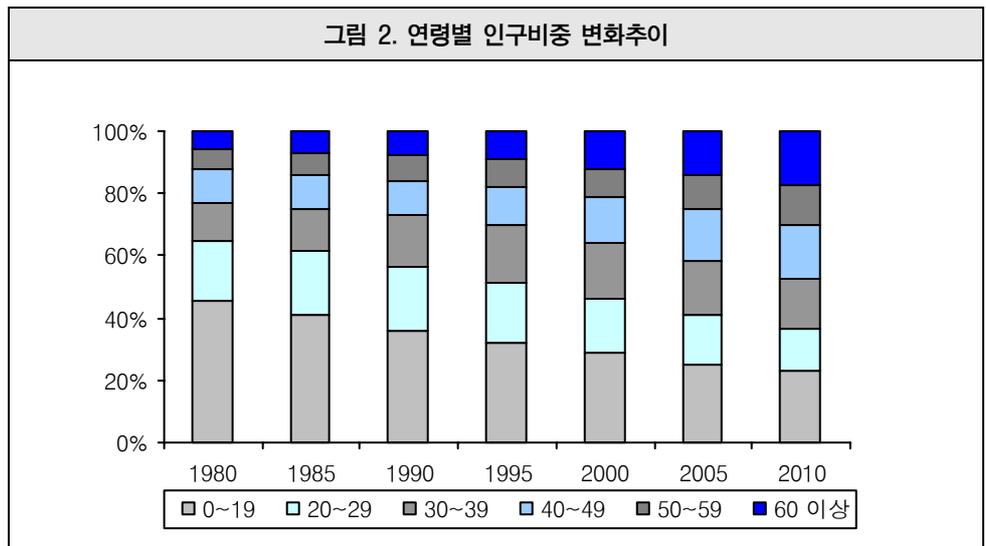


참고: 1995년까지 관광목적 출국자수는 분류되지 않음
자료: 한국관광공사, 삼성증권 추정

소득증대, 중장년층의 증가와 주5일근무제 확산은 여행업의 성장기반

해외여행업의 견조한 성장
지속

내수부진에도 불구하고 해외여행산업은 견조한 성장을 이어나가 2005~2007년 동안 해외여행자 수는 연평균 15.5% 성장할 것으로 전망된다. 특히 소득 증대, 고령화 사회, 또한 주5일 근무제에 따른 레저문화에 대한 관심은 해외여행업 성장의 중요한 기반이 되고 있다. 1) 2004년 기준으로 1인당 GDP는 11,899달러로써 레저문화가 본격적으로 확산되는 소득수준인 10,000달러를 넘어 레저산업발전에 중요한 전제 조건인 소비능력을 충족시켜주고 있다. 2) 해외여행을 즐길 수 있는 경제력과 시간적인 여유를 갖고 있는 40대~60대의 인구비중의 확대는 여행산업발전에 긍정적이다. 지난 3년간(2002~2004년) 모두투어의 여행객중에서 30대는 가장 높은 비중을 차지하지만 상당수가 3~5일 사이의 단기해외여행상품을 선호하여 수익기여도는 40~60대에 비해 낮은 편이다. 40~60대의 전체 인구대비 비중은 1990년 26.9%에서 2000년 35.7%로 증가하였으며 2010년에는 45.5%로 증가하여 여행업 성장의 기반이 될 전망이다. 3) 주5일 근무제의 확대는 여행수요증가를 이끌고 내고 있다.



자료: 통계청

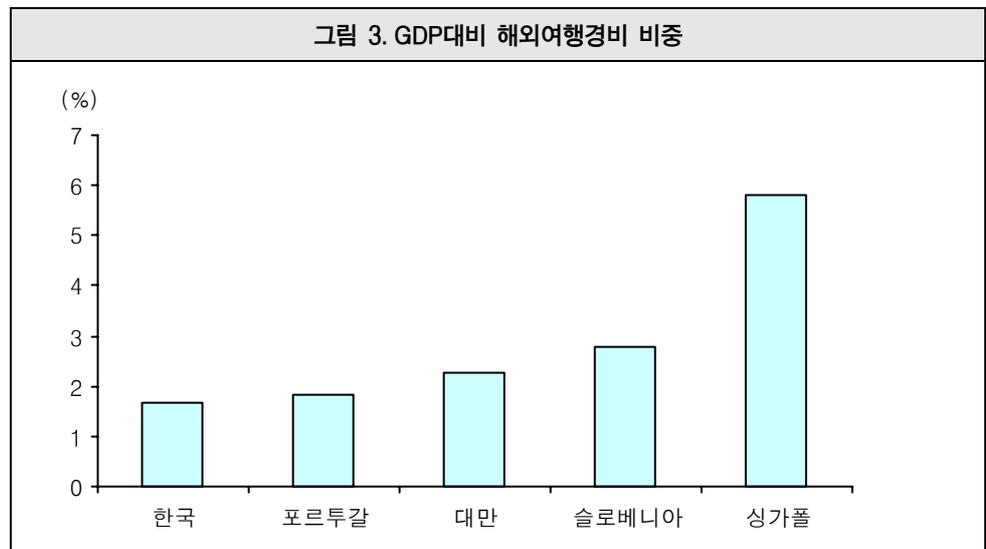
표 2. 모두투어의 이용자 연령비중

(%)	2004년	2003년	2002년
20대 미만	9.7	11.1	10.6
20대	14.9	15	15
30대	19.6	20.3	20.3
40대	19.7	20.3	18.2
50대	18.5	16.7	16.5
60대 이상	17.6	16.5	19.3
합계	100	100	100

자료: 모두투어 사업보고서

충분한 성장여력

최근 해외여행산업의 빠른 성장에도 불구하고 2004년 전국민대비 해외출국자수와 해외여행자수의 비율은 각각 16.7%와 9.7%선에 머물러 성장잠재력이 충분한 것으로 판단되며 이러한 수치는 한국과 마찬가지로 자국내 관광자원이 풍부하지 않은 대만의 34.2%보다 낮으며, 상대적으로 풍부한 자국내 관광자원으로 인하여 국내여행이 활성화되어 있는 일본의 13.2%보다는 다소 높은 수준이다. 더욱이 국민총소득대비 해외여행비용지출 비율 역시 2004년 1.7%로 우리와 소득 수준이 비슷한 대만의 2.3%, 슬로베니아 2.8%, 포르투갈의 1.8%에 비해 낮은 수준이다.



자료: OECD, 한국관광공사

표 3. 1인당 GDP 추이 및 해외여행자 비중

	2000	2001	2002	2003	2004	2005E
1인당 GDP (달러)	9,766	8,856	9,998	11,009	11,899	12,561
증감률 (%)	12.8	(9.3)	12.9	10.1	8.1	5.6
해외출국자 비중 (%)	10.1	11.2	13.5	13.2	16.7	19.4
해외여행자 비중 (%)	4.5	5.5	7.2	7.1	9.7	11.6

자료: 한국관광공사, 통계청, 삼성증권 추정

대형업체위주로의 산업재편

주요 여행업체들의
시장지배력 강화와
도매업체들의 영업력 확대

최근 5년간 해외여행산업에서 나타나고 있는 가장 커다란 변화는 주요 여행업체들의 시장점유율 증가와 도매 업체들의 영업력 확대에 요약 될 수 있다. 이러한 변화는 국내 1위와 2위 여행사인 하나투어와 모두투어에 긍정적이며 이들은 도매업체로서의 수익모델을 기반으로 업계의 변화를 선도하고 있다.

주요업체들의 강화와
중소형업체들의 약화 현상

먼저 주요 업체들의 시장 지배력 강화와 중소형업체들의 약화현상이 가속화되고 있다. 4대 여행사인 하나투어, 모두투어, 롯데관광, 그리고 자유여행사의 시장점유율은 지난 5년간 2000년 12.4%에서 2005년 상반기중 21.6%로 증가하였고 이러한 추세는 점차 가속화 될 것으로 판단 된다. 이는 가격경쟁력과 고객서비스에 뒤쳐진 중소형 여행사의 입지약화와 대형사로의 산업재편을 의미하는 것이다. 특히 도매여행사인 하나투어의 시장점유율이 동기간중 4.5%에서 9.7%로 가장 빠른 성장을 보여왔는데 이는 규모의 경제를 기반으로한 차별화된 고객서비스뿐만 아니라 전국 5,000여 개의 중소형 소매여행사를 경쟁자가 아닌 하나투어의 상품을 판매하는 고객으로 확보한데 기인한다.

표 4. 4대 주요 여행사의 시장점유율 추이

(%)	2000	2001	2002	2003	2004	1H05
하나투어	4.5	5.7	6.9	7.4	8.6	9.7
모두투어	2.4	3.0	3.3	3.7	4.1	4.3
자유여행사	3.2	3.5	3.2	3.7	3.8	3.5
롯데여행사	2.3	2.8	3.3	3.5	3.4	4.0
4대 여행사 합계	12.4	15.0	16.7	18.3	20.0	21.6

참고: 시장점유율은 관광목적 출국자 기준

자료: 한국여행업 협회

**도매업체들의 시장점유율은
점차 증가되고 있음**

해외패키지상품을 기획하고 판매를 주도하고 있는 상위 30대 여행업체들 가운데 도매업체들의 시장점유율 비중은 2000년 23.6%에서 2005년 상반기 35.2%로 증대되고 있다. 직접 소비자들에게 상품을 판매하는 소매여행사들과는 달리 도매업체들은 패키지상품을 기획한 후 소매여행사들을 통해 소비자에게 판매하게 되며 판매에 따른 대가로 소매업체들에게 판매수수료를 지급하게 된다. 도매업체들의 시장지배력확대는 경기 호황기 및 불황기에 모두 탄력적으로 적응할 수 있는 비즈니스모델의 장점에 기인한다.

표 5. 도매여행업체들의 시장점유율 추이

(명)	2000	2001	2002	2003	2004	1H2005
도매업체 해외관광객인원	150,434	231,849	393,533	413,347	642,124	397,592
상위 30대 여행업체 해외관광객	637,284	861,914	1,174,725	1,249,209	1,928,317	1,128,554
비중 (도매업체/상위 30대 업체, %)	23.6	26.9	33.5	33.1	33.3	35.2

자료: 한국여행업협회

**경기불황기에 적게 영향을
받는 매력적인 사업모델**

도매업체는 소매업체보다 경기불황기에는 영향을 적게 받고 호황기에는 성장을 가속화하는 장점을 갖고 있다. 1) 경기불황기에 소매여행사들은 패키지투어에 있어 호텔과 항공사로부터 할인을 받기 위한 최소 고객 인원인 10~15명을 채우지 못함에 따라 하나투어와 같은 도매업체의 패키지상품을 선택하게 된다. 실제로 관광지로 유명한 괌의 경우 같은 날짜에 떠나는 상품일지라도 호텔을 포함한 여러 가지 조건에 따라 각기 다른 가격의 상품이 20여개에 이른다. 경기불황기에 이러한 다양한 상품별로 10~15명의 최소 인원을 채운다는 것은 소매여행사의 경우 상당히 어렵다. 2) 소매여행사들은 주로 신문광고에 의존한 고객확보방식을 갖고 있어 광고선전비가 매출의 25% 이상을 차지한다. 따라서 경기불황기에도 매출을 유지하기위해 지속적인 광고선전비를 사용하게 되어 수익성 유지가 쉽지 않다.

신뢰성 높은 재무제표

투명한 재무제표 도매여행사들의 재무제표가 돋보이는 가장 큰 이유는 하나투어와 모두투어 모두 무차입경영을 통해 순현금상황이 유지되고 있을 뿐 아니라 일반적으로 재무제표의 신뢰성을 감소시키는 높은 채고자산 혹은 매출채권 등의 우려가 없다는 점이다.

재무제표의 신뢰성 현재 하나투어와 모두투어 모두 대차대조표상에 채고자산이 없으며 대부분 현금성 결제가 이루어지고 있는 업종의 특성상 매출대비 매출채권의 비중이 매우 낮고 회수에 문제가 거의 없는 상황이다. 실제로 하나투어와 모두투어의 매출액 대비 매출채권 비중은 각각 8%와 4%에 불과하다. 따라서 신뢰성 높은 재무제표는 여행업체 밸류에이션이 할증될 수 밖에 없는 중요한 근거가 되는 것이다.

표 6. 재무제표 내역

	하나투어	모두투어
이자성부채	순현금 (291억원)	순현금 (59억원)
매출채권	64억원	12억원
매출대비 비율 (%)	8.0	3.8
매입채무	없음	없음
채고자산	없음	없음

참고: 이자성부채는 2005년 6월, 매출채권은 2004년 말 현재
 자료: 사업보고서

하나투어 vs 모두투어

공통점: 도매여행업체라는 동일한 비즈니스 모델

하나투어와 모두투어 모두 항공권과 자체 기획한 해외패키지여행상품을 소매여행사에 판매하는 도매여행사라는 동일한 비즈니스 모델을 갖고 있다. 항공권의 경우 요금의 9% 이윤을 받고 항공사로부터 구매하여 판매소매여행사에 5~7%의 수수료를 지급하는 위탁판매형식이며 해외패키지의 경우 패키지요금의 대략 74%를 항공사와 외국 현지 랜드여행사에, 그리고 9~11%를 판매여행사에 수수료로 지급하게 된다. 따라서 양사의 수익구조에서 패키지상품의 경우 소매마진이 15~17%선으로 항공권판매의 2~4%선보다 높다. 따라서 패키지상품의 경우 도매여행업체의 수익성을 결정하는 가장 중요한 부문으로서 실질매출비중이 70%, 그리고 영업이익기여도는 85% 이상으로 추정된다

표 7. 수익 구조

패키지 여행 수입 (%)	항공권 판매 수입 (%)
100: 패키지 요금	100: 항공권
- 74: 항공권 및 호텔 요금	- 91: 항공권 비용
- 9~11: 소매업체 판매 수수료	- 5~7: 소매업체 판매 수수료
= 15~17: 도매업체 수익	= 2~4: 도매업체 수익

자료: 하나투어

낮은 진입장벽으로 인하여 해외여행업계는 유사한 상품구성 및 가격의 여행상품을 대상으로 9천여개의 업체가 난립하여 완전경쟁체제를 형성하고 있는데 하나투어와 모두투어 모두 규모의 경제를 기반으로한 가격경쟁력과 차별화된 고객서비스를 통해 시장점유율을 확대해 나가는 전략을 유지하고 있다.

차이점: 모두투어의 5년 후 모습은 현재의 하나투어

하나투어와 비교한 모두투어의 현재 모습

모두투어의 2005년 예상 영업이익률은 8.9%로서 하나투어의 15.6% 대비 낮게 형성되고 있는데 2005년 IPO 자금유입에 따른 광고선전비의 급증(2004년 6억원에서 2005년 13억원으로 증가)도 한 원인이지만 근본적으로는 규모의 경제효과에 따른 이익률차이가 존재하기 때문이다. 규모에 따라 호텔 및 항공사와의 가격 교섭력이 결정되고 패키지투어 성격상 7~14명 모집인원당 무료 항공권 및 호텔권이 제공되는 점을 감안할 경우 패키지 여행객의 규모는 이익률 차이로 이어질 수 밖에 없다. 따라서 도매여행업체의 주요 수익원인 패키지상품에서 모두투어의 하나투어 대비 관광객수는 45%에 이름에도 불구하고 전체 영업이익규모는 21%에 불과한 상황이다.

왜 모두투어는 하나투어에 뒤쳐질 수 밖에 없었나?

모두투어가 과거 국내1위 회사였음에도 불구하고 소극적인 전략을 고수함에 따라 적극적인 시장 개척을 해왔던 하나투어와 격차가 발생할 수 밖에 없었다. 여행업에서 중요한 성장원천인 인적자원면에서 모두투어의 경영진은 여행업에 20년 가까이 종사해온 전문가이며 직원들의 평균 근속년수도 3.8년으로 하나투어의 3.5년과 유사하다. 그러나 적극적으로 브랜드를 관리해온 하나투어와 달리 모두투어는 기존 유통 채널인 소매여행사의 고객보호차원에서 '모두투어'브랜드 노출을 자제하는 보수적인 영업전략을 유지하여 인지도가 뒤떨어질 수 밖에 없었다. 그 결과 하나투어의 경우 상당수 소비자들이 직접 하나투어상품을 선택하는 단계에 이르렀지만 모두투어의 경우 소매여행사 직원들의 권유가 모두투어상품을 선택하는 주된 이유였다. 즉 소비자가 직접 선택하기 시작한 하나투어와 권유에 의해 선택하는 모두투어 사이의 브랜드 파워 차이는 매출차이뿐 아니라 판매장려를 위한 소매점 수수료 지급에 따른 이익률 하락이 불가피하였다.

그러나 긍정적인 모두투어의 발전전망

일부에서는 모두투어의 성장성과 수익성에 대해 의문을 갖고 있지만 모두투어의 5년 이후의 모습은 현재의 하나투어일 것으로 전망된다. 현재 모두투어의 패키지상품규모, 고객수, 수익성, 주식시장상장을 통한 브랜드 인지도 강화노력등 많은 측면에서 하나투어의 2001년의 모습과 유사한 상황이다. 더욱이 향후 모두투어는 공격적인 성장전략, 코스닥 등록을 통한 신뢰성 및 브랜드 이미지 강화, 가격경쟁력강화를 통해 하나투어 따라잡기를 본격화할 전망이다.

1) 2001년 이후 하나투어의 성장을 가속화시켜준 것은 주식시장 상장을 통한 브랜드이미지 강화와 고객신뢰도 개선이다. 2000년 11월의 주식시장상장은 하나투어의 인지도개선의 커다란 계기가 되어 고객들의 신뢰도 상승뿐 아니라 BC카드 등 주요 기업들과의 제휴마케팅 등 판매채널강화로 이어졌다. 그 결과 하나투어의 2000년, 2001년 광고선전비가 각각 5억원, 3억원에 그쳤을 정도로 별도의 브랜드 강화노력이 없었음에도 불구하고 패키지 고객증가율은 각각 26.5%와 54.1%에 이르렀다. 특히 이러한 고객신뢰도 향상과 함께 2003년 이후에는 적극적인 광고를 통해 하나투어는 이제 소매여행사의 권고가 아닌 소비자가 직접 선택하는 브랜드가 되기 시작하였다.

표 8. 주식시장 전후로 본 하나투어 시장점유율 추이

	2000	2001	2002
패키지 여행자수 (명)	98,172	151,242	238,363
증감률 (%)	26.5	54.1	57.6
시장점유율 (%)	4.5	5.7	6.9
광고선전비 (십억원)	0.5	0.3	1.4

참고: 시장점유율은 관광목적출국자 기준

자료: 하나투어, 한국여행업협회

모두투어 역시 이러한 효과를 위해 주식시장상장을 결정한 것이다. 아직까지 상장에 따른 시장점유율 확대 등을 기대하기는 이르지만 세계여행신문의 고객선호도 조사에서 드러나듯 2004년 하반기 이후의 적극적 브랜드 홍보는 점차 효과가 드러나는 것으로 판단된다. 따라서 브랜드 효과가 본격화되는 2006~2007년에는 시장점유율 증가효과가 구체화될 것으로 전망된다.

2) 2004년 하반기 이후 모두투어의 활발한 마케팅 전략은 기존 보수적인 경영을 탈피하고 새로운 성장이 기대된다. 브랜드 이미지 개선차원에서 고객들에게 친근하지 못했던 ‘국일여행사’라는 사명까지 ‘모두투어’로 변경하였으며, ‘베스트파트너’란 프랜차이즈 사업을 통해 적극적인 대리점 관리를 시작하였고, LG카드/삼성카드 등과의 제휴마케팅 성사를 통해 다양한 판매채널을 확보하였다.

표 9. 여행사 선호도 변화 추이

	2003년 7월		2004년 7월		2005년 7월	
	1순위	2순위	1순위	2순위	1순위	2순위
1위	하나투어	하나투어	하나투어	하나투어	하나투어	하나투어
2위	온누리	롯데관광	롯데관광	롯데관광	롯데관광	롯데관광
3위	롯데관광	온누리	넥스투어	세계로	투어익스	모두투어
4위	자유여행사	자유여행사	세계로	넥스투어	세계로	넥스투어
5위	넥스투어	넥스투어	온누리	한진관광	범한여행	세진여행사
6위	탑항공	탑항공	자유여행사	자유여행사	모두투어	자유여행사
7위	범한여행	범한여행	범한여행	에어텔	자유여행사	한진관광
8위	투어비스	투어비스	탑항공	온누리	투어비스	투어비스
9위	인터파크	인터파크	투어익스	모두투어	온누리	온누리
10위	아주관광	아주관광	투어몰	탑항공	한화투어몰	투어익스

참고: 1순위와 2순위는 개별 응답자의 선호하는 순서임
 자료: 세계여행신문

3) 유통채널인 소매여행사 입장에서도 모두투어의 성장은 긍정적일 수 밖에 없는데 그 이유는, ① 하나투어의 시장독점에 따른 교섭력 약화우려가 감소할 수 있고, ② 상대적으로 높은 이윤을 확보할 수 있기 때문이다. 모두투어의 패키지상품이 고객만족도 측면에서 하나투어에 뒤지지 않으면서도 적극적으로 추천받지 못한 것은 낮은 고객인지도 때문이었다. 따라서 상대적으로 높은 판매마진을 제시하는 모두투어의 성장은 소매여행사 입장에서도 환영할 수 밖에 없는 상황이다 (일반적으로 모두투어는 하나투어와의 경쟁을 위하여 하나투어 대비하여 상품가격은 3~5% 낮게, 그리고 대리점 수수료는 좀 더 높게 제공하고 있음).

표 10. 주요 여행사의 소비자 불만

업체명	인원 (명)	건수	1명당 불만발생비율 (%)
하나투어	199,450	13	0.0065
롯데관광개발	86,134	10	0.0116
모두투어네트웍	83,547	1	0.0012
자유여행사	72,244	5	0.0069
투어이천	35,285	8	0.0227
넥스투어	35,250	-	-
한화투어몰	33,445	1	0.0030
참좋은여행	32,627	1	0.0031
오케이투어	30,630	3	0.0098
현대백화점에이치엔에스	26,400	8	0.0303
온라인투어	24,181	5	0.0207
포커스투어	22,391	2	0.0089

참고: 건수는 소비자 보호원에 신고된 여행사별 소비자 불만횟수
 자료: 해외여행신문

따라서 모두투어가 2005년중 주식시장 상장과 함께 새로운 성장을 위한 브랜드이미지강화와 적극적인 마케팅 노력을 본격화하고 있음을 고려할 경우 이러한 이익규모의 차이는 점차 줄어들어 2007년 중 모두투어의 순이익규모는 하나투어의 33%선에 이를 것으로 전망된다.

표 11. 하나투어와 모두투어 비교

	모두투어	하나투어	
	2005E	2001	2005E
매출액 (십억원)	41.1	34.4	108.1
패키지 인원수 (명)	244,995	151,242	534,347
시장점유율 (%)	4.4	5.7	9.5
영업이익 (십억원)	3.6	4.4	16.8
영업이익률 (%)	8.9	12.7	15.6
순이익 (십억원)	3.5	4.1	13.9
순이익률 (%)	8.6	11.9	18.1
ROE (%)	23.4	44.8	37.7
평균 직원수 (명)	448	535	1,024
1인당 매출액 (억원)	91.7	64.4	105.5
주식시장 상장시기	2005년 7월	2000년 11월	

참고: 시장점유율은 관광목적출국자 대비
 자료: 삼성증권 추정

실적전망 주요 가정

산업의 성장속에서의
시장점유율 확대

하나투어와 모두투어의 실적추정에서 있어 기본 가정은 해외여행자수는 2005년과 2006년 각각 20.1%와 14.0% 증가한다는 것이다. 이러한 산업의 성장속에서 하나투어와 모두투어의 시장점유율은 2007년까지 각각 10.9%와 6.2%로 확대될 전망이다. 우리는 이러한 시장점유율 증가율 가정은 무리가 없는 것으로 것으로 판단되는데, 이는 1) 하나투어의 경우 1위의 업체로서 성장의 선순환단계에 접어들어 지속적인 성장을 이루어낼 전망이며, 2) 모두투어의 경우 하나투어가 2000년 코스닥상장을 통해 경험한 브랜드 인지도 개선 효과와 함께 적극적 마케팅 노력까지 이어질 전망이다. 2006년 하반기 혹은 2007년에는 이러한 노력의 구체적인 성과가 본격화될 전망이다. 따라서 고객수 비율로 본 하나투어와의 격차는 2005년 45.8%에서 2007년 56.9%로 좁아질 전망이다.

표 12. 실적전망의 주요 가정 (패키지)

	2005E	2006E	2007E
해외여행자수 (천명)	5,618.6	6,405.2	7,205.8
성장률 (%)	20.1	14.0	12.5
하나투어			
고객수 (천명)	534.3	659.7	785.4
평균단가 (천원)	880.0	880.0	880.0
시장점유율 (%)	9.5	10.3	10.9
모두투어			
고객수 (천명)	245.0	339.5	446.8
평균단가 (천원)	932.1	932.1	932.1
시장점유율 (%)	4.4	5.3	6.2
하나투어 대비 모두투어 비율			
고객수 (천명)	45.8	51.5	56.9
평균단가 (천원)	105.9	105.9	105.9

참고: 시장점유율은 관광목적 출국자 수 대비함
자료: 삼성증권 추정

선순환구조에 도달한
하나투어

예상보다 빠른 산업과 하나투어의 성장을 반영하여 하나투어에 대한 과거의 수익전망을 상향조정하는데 2005년과 2006년 순이익 전망을 각각 2.4%와 20.2% 상향한 139억원과 187억원으로 제시한다. 특히 하나투어의 시장점유율이 예상보다 빠르게 확대되고 있는 것은 하나투어의 영업현황이 선순환구조에 도달했음을 보여주는 것이다.

표 13. 하나투어 실적추정변경

(십억원)	수정 후		수정 전		차이 (%)	
	2005E	2006E	2005E	2006E	2005E	2006E
매출액	108.1	133.1	102.6	119.1	5.4	11.7
패키지 인원	534.3	659.7	495.9	564.0	7.7	17.0
시장점유율 (%)	9.5	10.3	9.2	9.6	3.8	7.3
영업이익	16.8	22.4	16.0	17.7	5.5	26.2
순이익	13.9	18.7	13.6	15.6	2.4	20.2

자료: 삼성증권 추정

밸류에이션

Top-pick은 모두투어

여행업종에서 우리의 Top-pick은 모두투어이며 21,000원 목표주가와 BUY 투자 의견을 제시하는데 그 이유는, 1) 향후 3년간 평균 주당수익창출능력은 하나투어 대비 73%선에 이른 반면 주가수준은 41%에 불과할 정도로 저평가 되어있고, 2) 모두투어는 사명변경 및 코스닥등록등을 계기로 브랜드강화 및 본격적인 성장성장을 통해 하나투어와의 차이를 좁혀나갈 것으로 전망되기 때문이다. 반면 하나투어에 대해서는 38,000원의 목표주가와 함께 HOLD투자의견을 유지하는데 이는 밸류에이션의 부담때문이다. 현재 주가수준이 이미 2005년과 2006년 예상 P/E기준으로 각각 25배와 19배에 거래됨을 감안할 경우 하나투어의 긍정적인 측면은 주가에 상당부분 반영되어 추가적인 상승여력은 제한적인 것으로 판단된다.

P/E측면에서 본 목표주가

하나투어의 목표주가를 38,000원 제시

하나투어의 목표주가를 38,000원으로 제시하는데 이는 2006년 예상 P/E기준으로 21배 수준이다. 하나투어 목표주가 선정에서 있어서 두가지 전제는, 1) 2006년 예상 수익을 적용하였고, 2) 하나투어를 신세계, 에스원, NHN, 엔씨소프트 등 소비자 및 밀착된 주요 서비스업체와 비교하였다.

표 14. 주요 업체들과의 비교

종목		하나투어	모두투어	신세계	에스원	NHN	엔씨소프트
코드		039130 KS	080160 KS	004170 KS	012750 KS	035420 KS	036570 KS
투자의견		HOLD(M)	BUY(M)	BUY(L)	HOLD(L)	BUY(M)	BUY(H)
주가 (9월 28일, 원)		34,200	14,000	399,000	49,500	174,000	88,000
P/E (배)	2005E	25.4	16.6	18.5	22.7	35.6	30.5
	2006E	18.9	11.4	15.1	18.4	18.4	21.4
	2007E	14.6	7.3	13.1	15.4	13.4	18.4
P/B (배)	2005E	9.6	3.9	2.9	4.7	8.5	4.0
	2006E	7.1	3.0	2.4	4.0	5.8	3.3
	2007E	5.3	2.2	2.0	3.4	4.1	2.7
영업이익률 (%)	2005E	15.6	9.0	17.2	17.2	36.0	30.1
	2006E	16.8	10.4	18.7	18.7	41.0	30.8
	2007E	18.4	13.3	7.6	20.0	42.5	30.1
ROE (%)	2005E	37.7	23.7	18.7	23.0	26.8	17.7
	2006E	37.8	26.5	19.2	24.6	36.7	20.8
	2007E	36.3	30.3	18.5	25.2	36.1	19.7
순이익 성장률 (%)	2005E	31.0	23.9	20.3	35.4	44.6	(19.0)
	2006E	34.5	44.1	23.0	23.5	92.9	43.0
	2007E	28.8	55.3	15.0	20.0	37.7	16.0
주당배당금 (원)	2005E	500	100	1,200	800	0	0
배당수익률 (%)	2005E	1.5	0.7	0.3	1.6	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

우선 2005년이 아닌 2006년 예상 수익을 적용한 것은 하나투어는 여행업체의 가장 성수기인 7~8월에 양호한 실적을 실현함으로써 8월까지의 누적 영업이익과 순이익은 우리의 예상을 각각 93%와 95% 달성한 상황이다. 다만 회사 경상이익 목표인 178억원 초과분에 대해서 50%가 직원 인센티브로 4분기에 지급되는 관계로 어닝 서프라이즈를 기대하기는 어렵지만 이미 2005년 이익목표에 근접한 상황에서 2005년 이익을 통한 밸류에이션은 의미가 없으며 성장이 지속된다는 측면을 고려하여 2006년 이익을 적용하였다.

그리고 하나투어를 소비재업종의 주요 기업인 에스원, 신세계, NHN, 그리고 엔씨소프트와 비교한 것은 이들 기업 모두 각자의 분야에서 1위기업으로서의 확고한 시장지배력과 지속적인 성장에 대해 프리미엄을 받고 있기 때문이다. 이들 기업은 2006년 예상 P/E기준으로 15~21배에 거래되고 있는데 시장컨센서스 투자의견은 BUY이며 하나투어의 경우 2006년 이후 더 높은 성장이 기대되는 점(향후 3년간 하나투어의 EPS성장률 31%인 반면 이들 기업은 28%임)에서 하나투어에 대해 밸류에이션 밴드의 상단인 21배를 적용하였다.

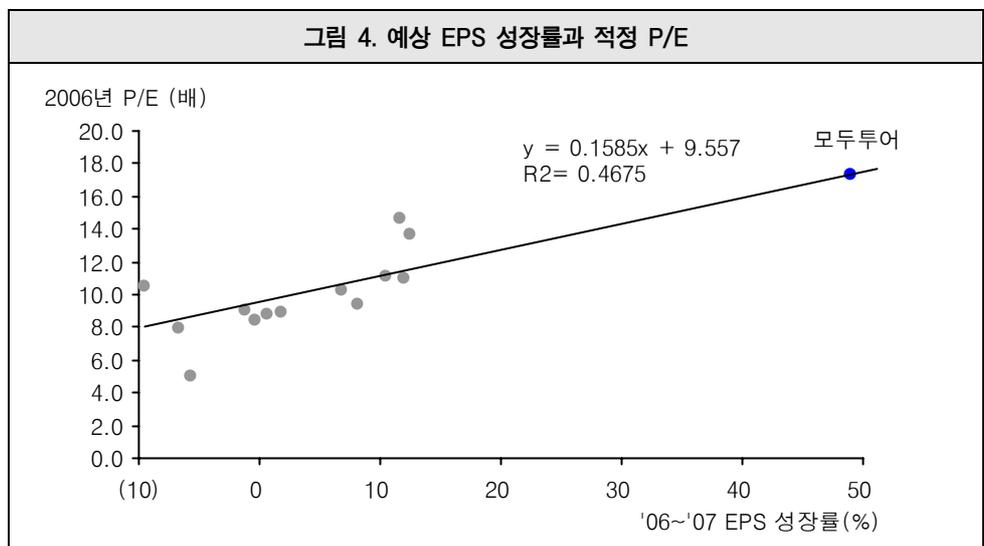
이러한 목표가격을 기준으로 하나투어의 주가상승여력은 11%에 불과하여 HOLD투자의견을 유지하는데 하나투어는 소형주로서 유동성이 높지 않아 매수와 매도시 시장충격비용(market impact cost)까지 지불해야함을 고려할 경우 이들 종목들에 비해 더 높은 프리미엄을 주기는 어려운 것으로 판단된다.

모두투어에 대해 목표주가 21,000원을 제시

반면 모두투어의 목표주가를 21,000원으로 제시하는데 현재 주가대비 50%의 상승여력을 지니고 있다. 모두투어의 목표주가는 1위와 2위기업의 밸류에이션 차이를 반영하여 하나투어 대비 20% 할인한 2006년 예상 P/E 17배를 적용하여 산정한 것이다. 모두투어의 하나투어 따라잡기가 본격화된 점을 감안할 경우 모두투어에 대해 추가적인 할인은 불필요한 것으로 판단된다.

또한 삼성유니버스 종목들을 대상으로 평균 EPS 증가를 통한 적정 P/E를 산출하였을 때 모두투어의 2006~2007년 예상 EPS증가율은 50%로서 이를 기반으로한 적정 P/E는 17배로 산출된다. 따라서 우리의 모두투어 목표주가는 적절한 것으로 판단된다.

적정 P/E: 17배 = 0.1585 x 50 (2006~2007년 예상 성장률) + 9.557



자료: 삼성유니버스

DCF를 통한 접근

DCF를 통한 절대적 접근

DCF(discount cash flow)를 통한 절대적 밸류에이션 측면에서 하나투어와 모두투어의 적정주가는 각각 38,792원과 23,535원으로 추정되는데 이는 하나투어와 모두투어의 목표주가에 대비하여 각각 2%와 12% 높은 수준이다. DCF 접근에서 적용한 장기성장률 2%는 무난한 수준으로 판단되는데 이는 향후 여행산업의 지속적인 성장이 예상되며 실령 산업이 성숙단계에 진입한다 할지라도 시장점유율 확대를 통해 선두여행업체들의 이익 증가는 지속될 전망이다.

또한 모두투어에 적용한 할인율(WACC)은 11.5%로서 하나투어의 10.1%에 비해 높은 것은 모두투어 베타계산에 있어 2위 회사인 점과 신규등록에 따른 낮은 추가안정성을 감안하여 하나투어의 베타인 0.85배에 25% 할증한 1.06배를 적용하였기 때문이다 (모두투어는 2005년 상장된 관계로 자체베타를 계산할 수 없어 하나투어의 베타를 활용함).

표 15. 하나투어 DCF 분석

(십억원)	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
EBIT (1-세율)	11.8	15.7	20.4	24.6	29.3	34.6	39.8	45.4	51.3	57.7
감가상각비	1.3	1.5	1.8	2.0	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4
설비투자	(28.7)	(1.3)	(1.5)	(1.7)	(1.9)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(2.1)
운전자본 증분	(1.3)	(1.5)	(1.7)	(1.8)	(1.9)	(2.0)	(2.1)	(2.1)	(2.2)	(2.2)
FCFF	(16.9)	14.4	18.9	23.1	27.7	32.8	37.9	43.6	49.4	55.8
잔존가치	249.4									
장기성장률 (%)	2.0									
주요요구수익률 (%)	10.1									
보유중인 현금	7.4									
기업가치	400.2									
주당가치 (원)	38,792									

참고: 주요요구수익률 = 4.6%(무위험수익률: 국공채3년물) + 0.85(베타: 블룸버그 베타) x 6.5%(리스크 프리미엄). 하나투어의 경우 이자성부채 없음. 2005년의 경우 건물매입에 따라 설비투자금액이 급증함

자료: 삼성증권 추정

표 16. 모두투어 DCF 접근

(십억원)	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
EBIT (1-세율)	2.6	4.0	6.7	8.0	9.3	10.7	12.1	13.6	15.1	16.4
감가상각비	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
설비투자	(0.5)	(0.6)	(0.7)	(0.9)	(1.0)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.3)	(1.5)
운전자본 증분	(0.5)	(0.7)	(1.0)	(1.1)	(1.2)	(1.3)	(1.4)	(1.4)	(1.5)	(1.5)
FCFF	1.9	3.2	5.6	6.6	7.9	9.1	10.5	11.8	13.3	14.5
잔존가치	47.0									
장기성장률 (%)	2.0									
주요요구수익률 (%)	11.5									
보유중인 현금	10.2									
기업가치	98.8									
주당가치 (원)	23,535									

참고: 주요요구 수익률 = 4.6%(무위험이자율: 국공채3년물) + 1.06(베타: 하나투어베타에 25% 할증) x 6.5%(리스크 프리미엄). 모두투어의 경우 이자성부채 없음

자료: 삼성증권 추정

Initiating Coverage:

모두투어

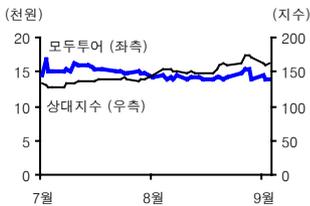
(080160)

BUY(M)

하나투어 따라잡기

주가 (9월 28일):	14,000원
6개월 목표주가:	21,000원
종합주가지수:	1229
코스닥주가지수:	562
시가총액:	588억원
총발행주식수:	4,200,000주
120일 평균 거래대금:	n/a
52주 최저/최고:	12,700원/17,800원
상대수익률 (3월/6월):	n/a
배당수익률 (05E):	0.7%
주당장부가치 (05E):	3,599원
유동주식비율:	66.2%
외국인지분:	4.23%
주요지분:	한체경 (11.9%)

과거 1년간 주가 추이



- **하나투어와의 줄이기:** 모두투어에 대한 커버리지를 시작하며 BUY(M) 투자 의견과 함께 목표주가 21,000원을 제시함. 일부에서는 모두투어에 대해 수익성과 성장성에 대해 의구심을 갖고 있지만 모두투어의 5년 후 모습은 현재 하나투어이며 하나투어와 마찬가지로 코스닥 상장은 기업 신뢰성 및 브랜드 강화에 큰 역할을 할 전망이다. 특히 보수적인 경영에서 벗어나 적극적인 사업추진을 통해 하나투어와의 격차줄이기가 본격적으로 시작될 전망이다.
- **2005년은 성장을 다지는 기간:** 2005년중 영업이익이 전년대비 22% 증가한 36억원에 그칠 전망이다. 이는 광고선전비가 2004년 6억원에서 13억원으로 크게 증가하였기 때문이다. 모두투어는 IPO 공모자금 60억원의 일부를 브랜드 강화에 사용할 계획인데 이러한 마케팅비용은 향후 성장을 위한 투자이며 2006년 하반기 이후에는 구체적 성과가 예상된다. 따라서 2005년에는 이익규모 대비 다소 높은 광고선전비 부담으로 이익성장세가 낮았지만 2006년 순이익 증가률은 44%에 이를 전망이다 (2006년 예상광고선전비 15억원).
- **유동성은 점진적으로 확대될 전망:** 모두투어의 낮은 유동성에 대한 우려가 있지만 9월 26일 이후 IPO로 인하여 묶여있는 48만주가 거래됨을 고려할 경우 유동성문제는 크게 완화될 전망이다. 더욱이 모두투어의 자본금은 21억원인 반면 자본잉여금은 56억원에 이르러 무상증자를 위한 충분한 재원이 확보된 상황이어서 유동성 개선 및 주주가치 배려를 위해 무상증자의 가능성 역시 높은 상황임.

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	경상이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS* (원)	증감률 (%)	P/E (배)	순부채 (십억원)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2003	22.6	0.5	1.1	1.0	290	(45.2)	48.2	3.9	79.7	15.2	31.5
2004	31.6	3.0	4.0	2.9	841	189.8	16.6	2.5	17.5	7.9	47.8
2005E	41.1	3.6	5.0	3.5	844	0.3	16.6	10.2	12.4	3.9	23.4
2006E	55.4	5.7	7.4	5.2	1,232	46.0	11.4	11.9	7.6	3.0	26.6
2007E	71.4	9.5	11.4	8.0	1,912	55.3	7.3	16.0	4.2	2.2	30.4

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석화됨
자료: 모두투어, 삼성증권 추정

■ 당사는 9월 28일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
■ 당사는 9월 28일 현재 위 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
■ 위 조사분석담당자는 9월 28일 현재 위 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다..

기업분석

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2003	2004	2005E	2006E	2007E
매출액	22.6	31.6	41.1	55.4	71.4
영업비용	22.2	28.6	37.4	49.6	61.9
영업이익	0.5	3.0	3.6	5.7	9.5
영업외수익	0.7	1.2	1.6	2.1	2.6
이자수익	0.1	0.2	0.3	0.6	0.8
외환관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	1.0	1.2	1.5	1.8
영업외비용	0.1	0.2	0.2	0.5	0.7
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	0.2	0.2	0.5	0.7
경상이익	1.1	4.0	5.0	7.4	11.4
특별이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
특별손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	1.1	4.0	5.0	7.4	11.4
법인세	0.1	1.2	1.5	2.2	3.4
순이익	1.0	2.9	3.5	5.2	8.0
EBITDA	0.7	3.2	3.9	6.2	10.1
EPS* (원)	290	841	844	1,232	1,912

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2003	2004	2005E	2006E	2007E
영업활동에서의 현금흐름	0.6	4.5	4.5	6.2	9.3
순이익	1.0	2.9	3.5	5.2	8.0
유·무형자산 상각비	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6
퇴직급여	0.8	0.6	0.9	1.0	1.2
순외환관련손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순운전자본감소(증가)	(0.0)	0.3	(0.2)	(0.5)	(0.5)
기타	(1.4)	0.5	0.0	0.0	0.0
투자활동에서의 현금흐름	(1.0)	(4.0)	(4.3)	(4.5)	(5.3)
설비투자	(0.2)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.7)
투자자산의 (증가)감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.9)	(3.6)	(3.8)	(3.9)	(4.6)
재무활동에서의 현금흐름	0.0	0.0	6.0	(0.4)	(0.8)
단기차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	(0.4)	(0.8)
자본금 증가(감소)	0.0	0.0	6.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
조정항목	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금증감	(0.4)	0.5	6.3	1.2	3.2
기초현금	2.3	1.8	2.3	8.6	9.8
기말현금	1.8	2.3	8.6	9.8	13.0

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2003	2004	2005E	2006E	2007E
유동자산	5.8	4.2	12.3	15.6	21.0
현금 및 현금등가물	1.8	2.3	8.6	9.8	13.0
단기금융상품	2.1	0.1	1.6	2.0	2.9
유가증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	0.9	1.2	1.4	1.9	2.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.0	0.5	0.6	1.8	2.4
고정자산	2.0	7.7	8.3	9.1	10.8
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.6	7.1	7.7	8.4	10.0
자산총계	7.8	11.8	20.5	24.8	31.8
유동부채	4.1	5.2	4.7	4.5	4.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.1	5.2	4.7	4.5	4.6
고정부채	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
부채총계	4.6	5.9	5.4	5.3	5.4
자본금	1.7	1.7	2.1	2.1	2.1
자본잉여금	0.0	0.0	5.6	5.6	5.6
이익잉여금	1.4	4.3	7.4	11.7	18.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3.1	6.0	15.1	19.4	26.4

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2003	2004	2005E	2006E	2007E
증감률 (%)					
매출액	16.5	39.8	29.9	34.8	28.9
영업이익	(73.0)	533.5	21.7	57.9	65.8
경상이익	(57.1)	280.6	24.9	46.7	55.3
순이익	(45.2)	189.8	23.9	46.0	55.3
EBITDA	(64.4)	368.8	21.9	57.4	63.5
EPS*	(45.2)	189.8	0.3	46.0	55.3
수익률 (%)					
영업이익률	2.1	9.5	8.9	10.4	13.3
경상이익률	4.7	12.7	12.2	13.3	16.0
순이익률	4.4	9.0	8.6	9.3	11.2
EBITDA 마진율	3.0	10.2	9.6	11.2	14.2
ROE	31.5	47.8	23.4	26.6	30.4
ROA	13.1	29.2	21.9	22.8	28.4
기타비율					
순부채비율 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
부채비율 (%)	148.3	97.8	35.9	27.3	20.4
이자보상비율 (배)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권회전율 (배)	21.1	30.4	30.8	32.8	31.2
주당지표 (원)					
SPS	6,656	9,302	9,783	13,188	17,002
BPS	921	1,762	3,599	4,630	6,293
DPS	-	-	100	200	250
주당EBITDA	202	949	936	1,473	2,409

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석화됨
 자료: 모두투어, 삼성증권 추정

Reiterate:

하나투어

(039130)

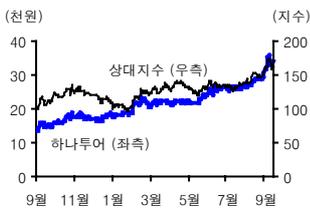
HOLD(M)

성장성 vs 밸류에이션 부담

주가 (9월 28일):	34,200원
6개월 목표주가:	23,000원
종합주가지수:	1229
코스닥주가지수:	562
시가총액:	352.9십억원
총발행주식수:	10,317,385주
120일 평균 거래대금:	9.52억원
52주 최저/최고:	13,519원/38,950원
상대수익률 (3월/6월):	14.0% /23.7%
배당수익률 (05E):	1.3%
주당장부가치 (05E):	3,579원
유동주식비율:	73.8%
외국인지분:	45.8%
주요지분:	박상환 (9.7%) 권희석 (7.0%)

- **밸류에이션 부담:** 하나투어의 비즈니스모델에 대한 긍정적인 시각에도 불구하고 HOLD투자 의견을 유지하는 것은 밸류에이션에 대한 부담때문임. 따라서 수익추정상향조정과 함께 선두기업들에 대한 밸류에이션 할증을 반영하여 목표주가는 기존 23,000원에서 38,000원으로 상향조정하지만 HOLD 투자 의견을 유지함. 하나투어는 현재 주가는 2005년과 2006년 예상 P/E기준으로 각각 26배와 19배에 거래되고 있는데 이는 하나투어와 유사하게 시장지배력과 이익성장세를 인정받고 있는 신세계, 에스원, NHN 등과 비교할 때 유사한 수준임. 특히 하나투어의 주가는 최근 6개월간 55.5% 상승하여 종합주가지수를 23.7% 상회하는 수익률을 보여주었는데 이러한 주가상승을 통해 하나투어의 긍정적인 측면은 상당부분 반영된 것으로 판단됨
- **성장은 지속될 전망이다:** 밸류에이션 부담만 없다면 하나투어에 대한 긍정적인 접근이 적절한 것으로 판단되는데 그 이유는, 1) 업계1위로서의 규모의 경제를 기반으로 꾸준한 수익성 개선이 예상되며, 2) 외국인 투자자 지분율이 46% 이를 정도로 성장성과 기업신뢰성을 인정받고 있는데 최근의 장기투자자들의 확대는 하나투어의 매력을 더욱 높여주기 때문임.

과거 1년간 주가 추이



12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	경상이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS* (원)	증감률 (%)	P/E (배)	순현금 (십억원)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2002	52.8	8.1	10.0	6.9	1,534	69	22.3	16.2	38.6	10.5	47.3
2003	58.4	8.4	10.3	7.0	850	(45)	40.2	21.5	36.3	14.1	35.1
2004	79.8	11.8	15.6	10.6	1,029	21	33.2	29.9	25.6	12.5	37.7
2005E	108.1	16.8	19.6	13.9	1,348	31	25.4	7.4	19.0	9.6	37.7
2006E	133.1	22.4	26.6	18.7	1,814	35	18.9	19.1	14.0	7.1	37.8
2007E	157.0	29.0	34.3	24.1	2,336	29	14.6	35.5	10.5	5.3	36.3

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석화됨
자료: 하나투어, 삼성증권 추정

- 당사는 9월 28일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 9월 28일 현재 위 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 위 조사분석담당자는 9월 28일 현재 위 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다..

기업분석

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2003	2004	2005E	2006E	2007E
매출액	58.4	79.8	108.1	133.1	157.0
영업비용	50.0	68.0	91.2	110.7	128.0
영업이익	8.4	11.8	16.8	22.4	29.0
영업외수익	2.2	4.3	4.1	4.9	6.3
이자수익	0.8	1.0	0.5	0.6	1.3
외환관련이익	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
기타	1.3	3.1	3.6	4.3	5.0
영업외비용	0.3	0.4	0.5	0.7	1.0
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.2	0.4	0.5	0.7	1.0
경상이익	10.3	15.6	19.6	26.6	34.3
특별이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
특별손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	10.3	15.6	19.6	26.6	34.3
법인세	3.3	5.0	5.7	7.9	10.2
순이익	7.0	10.6	13.9	18.7	24.1
EBITDA	9.1	12.6	18.1	23.8	31.7
EPS* (원)	850	1,029	1,348	1,814	2,336

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2003	2004	2005E	2006E	2007E
영업활동에서의 현금흐름	9.8	16.2	19.9	24.0	30.9
순이익	7.0	10.6	13.9	18.7	24.1
유·무형자산 상각비	0.7	0.8	1.3	1.5	2.8
퇴직급여	1.1	1.4	1.5	1.6	2.6
순외환관련손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	0.9	1.7	2.4	2.8	3.0
순운전자본감소(증가)	(3.5)	3.7	(0.5)	(1.9)	(2.8)
기타	3.5	(2.1)	1.3	1.3	1.3
투자활동에서의 현금흐름	(5.0)	(10.5)	(19.0)	(13.9)	(18.7)
설비투자	(0.4)	(1.5)	(28.7)	(1.3)	(1.3)
투자자산의 (증가)감소	(1.1)	(2.9)	(1.3)	(1.8)	(4.0)
기타	(3.6)	(6.1)	11.0	(10.8)	(13.4)
재무활동에서의 현금흐름	(2.9)	(3.2)	(5.2)	(6.2)	(7.2)
단기차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채증가(감소)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0
유동성장기부채의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(2.1)	(4.1)	(5.2)	(6.2)	(7.2)
자본금 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.9)	1.0	(0.0)	0.0	0.0
조정항목	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금증감	1.9	2.4	(4.3)	3.9	5.0
기초현금	3.4	5.3	7.7	3.4	7.3
기말현금	5.3	7.7	3.4	7.3	12.3

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨
 자료: 하나투어, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2003	2004	2005E	2006E	2007E
유동자산	32.2	43.8	23.5	34.8	52.2
현금 및 현금등가물	5.3	7.7	3.4	7.3	12.3
단기금융상품	16.3	22.2	4.0	11.8	23.2
유가증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	6.9	6.2	8.3	10.2	12.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.8	7.7	7.7	5.5	4.6
고정자산	8.8	14.0	44.6	46.3	46.6
투자자산	4.2	8.2	9.5	11.3	11.9
유형자산	0.8	1.4	30.7	30.5	30.1
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.8	4.3	4.4	4.4	4.6
자산총계	41.1	57.8	68.1	81.1	98.8
유동부채	21.0	29.2	30.9	31.5	32.3
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	21.0	29.2	30.9	31.5	32.3
고정부채	0.0	0.4	0.2	0.2	0.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.4	0.2	0.2	0.2
부채총계	21.1	29.6	31.1	31.7	32.5
자본금	4.1	5.2	5.2	5.2	5.2
자본잉여금	5.5	3.7	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	19.9	27.4	36.2	48.7	65.6
자본조정	(9.5)	(8.1)	(4.7)	(4.7)	(4.7)
자본총계	20.0	28.2	36.9	49.5	66.3

재무비율 및 주당지표

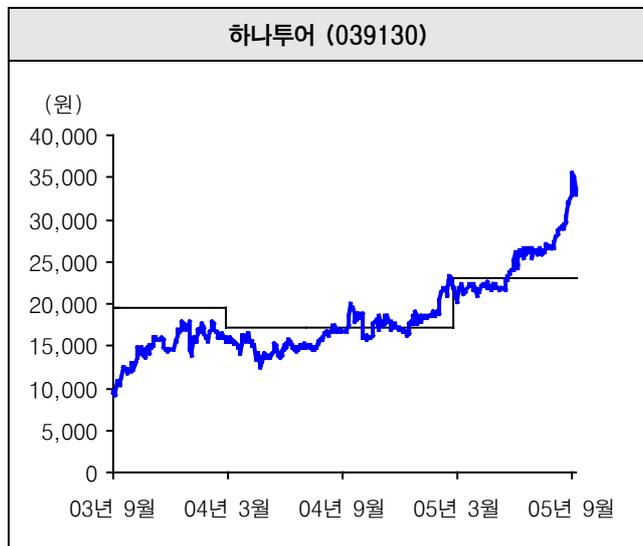
12월 31일 기준	2003	2004	2005E	2006E	2007E
증감률 (%)					
매출액	10.7	36.5	35.5	23.1	18.0
영업이익	3.6	40.6	42.6	32.9	29.5
경상이익	2.8	52.1	25.3	36.0	28.8
순이익	1.8	51.1	31.0	34.5	28.8
EBITDA	4.6	38.2	43.7	31.4	33.2
EPS*	(44.6)	21.0	31.0	34.5	28.8
수익률 (%)					
영업이익률	14.4	14.8	15.6	16.8	18.4
경상이익률	17.6	19.6	18.1	20.0	21.8
순이익률	12.0	13.3	12.9	14.1	15.4
EBITDA 마진율	15.6	15.8	16.8	17.9	20.2
ROE	35.1	37.7	37.7	37.8	36.3
ROA	19.7	21.5	22.1	25.1	26.8
기타비율					
순부채비율 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
부채비율 (%)	105.2	105.1	84.3	64.0	49.0
이자보상비율 (배)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권회전율 (배)	9.8	12.2	14.9	14.3	14.1
주당지표 (원)					
SPS	7,070	7,731	10,475	12,899	15,217
BPS	2,423	2,731	3,579	4,793	6,429
DPS	350	400	500	600	700
주당EBITDA	1,105	1,224	1,758	2,310	3,076

당사 및 조사분석 담당자 이해관계 및 계열관계 내역

종목명	성명	보유여부	수량	취득일	유가증권 발행관련	비고
에스원		1.34%	501,511			계열사
삼성카드						계열사

2년간 목표주가 변경추이

모두투어 (080160)



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

모두투어				
일 자	2005. 9/29			
투자의견	BUY(M)			
목표주가	21,000원			
하나투어				
일 자	2004. 3/24	8/13	2005. 3/18	9/29
투자의견	HOLD(M)	HOLD(M)	HOLD(M)	HOLD(M)
목표주가	17,200원	17,200원	23,000원	38,000원

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 종목추천에 대한 **투자기간**을 6개월, 절대 수익률 기준의 **투자등급** 3단계와 **리스크** 3단계로 구분함.
 BUY -매수 : 10% 초과 (Low), 15% 초과 (Medium), 20% 초과 (High)
 HOLD -보유 : -10% ~ 10% (Low), -15% ~ 15% (Medium), -20% ~ 20% (High)
 SELL -매도 : -10% 미만 (Low), -15% 미만 (Medium), -20% 미만 (High)
 ※ 2004년 2월 2일부터 당사 투자등급이 3단계(BUY, MP, MU)에서 3단계(BUY, HOLD, SELL)와 리스크 3단계로 변경되었습니다.

삼성증권 영업망

아래 지점은 1588-2323
 1544-1544 로 통화하실 수 있습니다.

서울지역

종합운동장, 송파, 양재, 강남역, 강남
 명일동, 반포, 방배, 신사, 천호, 광화문
 강서, 구로, 구의, 수유, 보라매, 서교
 여의도, 연신내, 영등포, 제기동, 서초
 개포, 목동, 종로, 명동, 대치, 잠실
 압구정, 태평로, 삼성동, 영업부

경기지역

영통, 평촌, 분당, 부평, 수원, 주안, 부천
 안산, 과천, 미금역, 수지

충청·호남

둔산, 전주

영남지역

부산, 대구중앙, 구미, 울산

제주지역

제주

※ 고객 불편사항 접수 080-911-0900

서울지역

마포 (02) 3274-8900
 상계 (02) 950-5800
 청담 (02) 548-8800
 Fn Honors 종로타워 (02) 2020-6950
 Fn Honors 청담 (02) 2056-2000
 Fn Honors 테헤란 (02) 3459-7900
 Fn Honors 도곡 (02) 3498-4800

경기지역

일산 (031) 919-3100
 정자동 (031) 785-8000

충청·호남

광주 (062) 231-0100
 서광주 (062) 380-1500
 순천 (061) 759-5000
 익산 (063) 840-7300
 천안 (041) 570-5000
 청주 (043) 270-7979

영남지역

거제 (055) 639-5600
 경주 (054) 740-0200
 김해 (055) 320-7200
 대구 (053) 749-8100
 대구서 (053) 605-7500
 동래 (051) 550-3500
 마산 (055) 243-5114
 범일동 (051) 640-8000
 부산중앙 (051) 601-3300
 안동 (054) 850-0200
 지산 (053) 780-3300
 진주 (055) 740-4200
 창원 (055) 280-3900
 포항 (054) 288-5000
 해운대 (051) 609-2300
 상인 (053) 607-3200

강원지역

강릉 (033) 650-3000
 원주 (033) 760-3400
 춘천 (033) 240-6800

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.[작성자: 이훈]