

모두투어 (080160)

레저/여행서비스

COMPANY INITIATION

종립

주가 (3월 28일)	35,500 원
적정주가	32,500 원
인지현	노미원
02) 3772-2568	02) 3772-1519
jhahn@goodi.com	mwnoh@goodi.com

KOSPI:	1331.31p
KOSDAQ:	637.41p
시가총액:	149.1 십억원
액면가:	500 원
발행주식수:	4.2 백만주
유통주식수:	2.4 백만주 (57.2%)
52 주 최고가/최저가:	43,900 원/13,800 원
일평균 거래량 (60 일):	25,270 주
일평균 거래액 (60 일):	851 백만원
외국인 지분율:	5.6%
주요주주:	우종웅 12.62%
	홍성근 7.86%
절대수익률	3개월 38.4%
	6개월 154.5%
	12개월 na
KOSDAQ 대비	3개월 49.4%
상대수익률	6개월 121.4%
	12개월 na

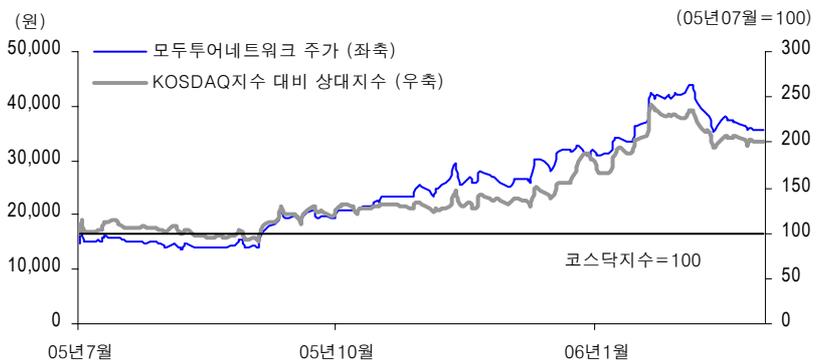
형만한 아우 없다

종립 투자이견으로 커버리지 개시 당사는 국내 여행업계 2위의 도매업체인 모두투어에 대해 커버리지를 개시하며, 종립 투자이견과 적정주가 32,500원을 제시한다. 당사는 산업 성장으로 인한 지속적인 수혜가 예상되고, 최근 코스닥 등록으로 시장 인지도가 높아진데다, 확대된 자금력을 기반으로 마케팅이 늘어나면서, 2006년에 전년동기대비 39.5%에 달하는 매출 성장을 기록할 전망이다. 그러나 이러한 성장세는 2007년 30.3%, 2008년에 21.8%로 둔화될 것으로 예상되고, 또 2006년 예상 영업이익률과 ROE가 하나투어 대비 각각 69.5%, 73.2%에 불과하다는 점을 감안하면, 동사의 현재 P/E 26.2배는 하나투어의 2006년 실적예상 기준 P/E 32.6배와 비교할 때 적정 할인율이 반영된 수준으로 판단된다.

내국인 해외관광산업과 도매업체의 성장 국내 내국인 해외관광산업은 향후 3년간 연평균 12.6% 성장할 것으로 예상되고, 이 과정에서 국내 여행산업은 점차 도매업체를 위주로 한 재편이 강화될 것으로 보인다. 이러한 상황에서 모두투어는 산업성장의 수혜주 중 하나가 될 수 있을 것으로 보이나, 규모의 경제가 영업에 있어 중요한 역할을 하는 업계 특성상, 이미 1위의 지위를 굳히고 있는 하나투어와의 격차는 향후에도 좁히기 어려울 것으로 판단된다.

상대 valuation 이용해 적정주가 32,500원 제시 모두투어 적정주가 산정시 적용 P/E는 24.0배로, 하나투어의 과거 최고 수준 P/E 30배에 20%를 할인해 산출했다. 향후 6개월내 발생할 수 있는 보호예수물량 부담은 약 40만8천주로 전체 주식수의 9.7%에 해당하지만, 이들 물량이 한꺼번에 시장에 유통될 가능성은 적어 매물부담은 상존하나 크지는 않을 것으로 판단된다.

주가 추이



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	경상이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PCR (배)	EVEBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2004	31.6	3.0	4.0	2.9	42	189.7	843.8	653.0	45.4	20.1	62.7	0.0
2005	38.9	3.2	4.1	2.9	779	1,752.4	45.6	31.9	36.7	10.0	28.0	0.3
2006E	54.2	6.7	7.9	5.7	1,355	73.9	26.2	20.7	18.1	7.4	32.4	0.6
2007E	70.7	10.0	11.4	8.3	1,970	45.4	18.0	14.8	11.8	5.4	34.6	0.9
2008E	86.1	13.1	14.9	10.7	2,559	29.9	13.9	11.6	8.4	4.0	33.3	1.4

목차

Investment summary	3
투자의견 및 Valuation	6
하나투어와의 펀더멘털 측면 비교	8
모두투어의 Growth drivers	10
위험 요인	11
회사 개요	12
실적 추정	13
재무 분석 및 배당 정책	14
부록: 요약 재무제표	15

Investment summary

**중립 투자 의견 및 적정주가
32,500원으로 커버리지 개시**

당사는 모두투어에 대한 커버리지를 개시하며, 중립 투자 의견과 적정주가 32,500원을 제시한다. 국내 내국인 해외관광산업은 국민의 평균 소득수준 향상과 여가시간 증대 등을 바탕으로 고성장을 유지하고 있다. 모두투어는 이를 바탕으로 강력한 마케팅 활동과 인력 증강을 통해, 동사의 브랜드 인지도를 극대화하고 영업규모를 확대해 나갈 수 있을 것으로 전망된다. 그러나 동사의 향후 3년간 매출 성장이 연평균 20~30% 수준으로 전망된다고 해도, 2006년의 고성장은 상장 이전의 낮은 기저효과로 인한 영향이 크기 때문에, 2007~2008년 시기에는 성장세가 둔화될 것으로 예상된다. 당사는 성장성에 관련한 긍정적인 부분은 현재 주가에 이미 충분히 반영되어 있다고 판단하여, 중립 의견을 제시한다.

**2006년 매출액과 순이익은
전년동기대비 39.5%, 94.1%
성장할 전망**

전망

모두투어의 2006년 매출액 및 순이익은 1) 국내 여행산업의 성장세 지속, 2) 도매업체 위주의 산업재편으로부터 예상되는 동사의 수혜 및 3) 2005년 7월 주식시장 상장을 통한 인지도 향상으로 인한 영업규모의 확대 가능성을 고려할 때, 전년동기대비 각각 39.5%, 94.1% 증가할 전망이다. 그러나 2004년 말부터 시작된 공격적인 마케팅 활동으로 인한 비용부담이 반영되어 2005년 실적이 낮게 형성되었던 것을 감안하면, 향후 매출 성장성은 2007년 30.3%, 2008년 21.8%로 점차 둔화되어 갈 것으로 전망된다.

**자연재해, 테러 등과 항공료
인상은 동사 실적에 단기적인
리스크 요인으로 작용**

위험 요인

자연재해, 테러 및 전염병 등은 여행업의 일반적인 위험 요인이다. 과거 사례를 검토하면, 이들 요소가 동사에 미치는 부정적 영향은 제한적일 것으로 예상되지만, 단기적인 실적 감소는 불가피하다는 점에서 리스크 요인으로 판단된다. 유가상승으로 인한 항공료 인상 역시 해외 출국자수를 감소시킬 수 있다는 점에서 위험 요인이라 할 수 있다.

**회사의 2006년 실적
가이던스는 당사 예상치와
비슷한 수준**

2006년 가이던스

모두투어는 2006년 매출액과 순이익이 각각 542억원과 57억원으로 전년동기대비 39.4%와 94.4% 성장할 것으로 예상하고 있으며, 이는 당사 예상치와 거의 비슷한 수준이다. 1) 2006년 1, 2월에 해외 출국자수가 급증하면서, 동사의 1분기 실적은 3월의 비수기 효과를 감안해도 크게 성장할 것으로 보이고, 2) 마케팅 및 영업인력 강화의 영향이 상장 효과와 더불어 2006년부터 본격적으로 반영되고 있고 향후에도 당분간 이러한 추세가 지속될 것으로 판단된다는 점을 고려할 때, 동사가 이러한 실적을 달성하는 데는 크게 무리가 없을 것으로 보인다.

**하나투어와의 상대 valuation
통해 적정주가 32,500원 산정**

Valuation

당사는 업계 1위 업체인 하나투어와의 상대 평가를 통한 상대 valuation을 통해 동사의 적정주가 32,500원을 산정했다. 동사의 valuation 적용 P/E는 24.0배로, 하나투어의 과거 최고수준 P/E인 30배에 20%의 할인율을 반영한 것이다. 이는 동사의 규모의 경제가 하나투어의 절반에 미치지 못하고, 향후에도 이를 따라잡기 어렵다는 점에서 valuation 할인이 불가피하고, 수익성 측면에서도 2006년 예상 영업이익률과 ROE가 하나투어 대비 각각 69.5%와 73.2%에 불과하다는 점을 고려했기 때문이다. DCF valuation(영구성장률 3%, WACC 12.2%, 베타 1.0 가정)으로 산출한 적정주가 역시 30,693원으로 이와 비슷한 수준임을 감안하면, 당사가 제시하는 적정주가는 타당한 수준으로 판단된다.

**소득수준 향상과 여가시간
증가 및 원화의 평가절상
추세는 동사 실적을 견인하는
장·단기적 성장 모멘텀**

Catalysts

국민 소득수준 향상과 여가시간 증가는 내국인 해외출국자수를 증가시키는 효과를 가져온다는 점에서 동사의 실적 성장을 견인하는 장기적인 모멘텀으로 작용할 것으로 판단한다. 단기적으로는 원화의 평가절상 추세 역시 출국자수 증가에 긍정적인 영향을 줄 수 있어, 모멘텀으로 작용할 수 있다고 판단된다.

Earnings drivers

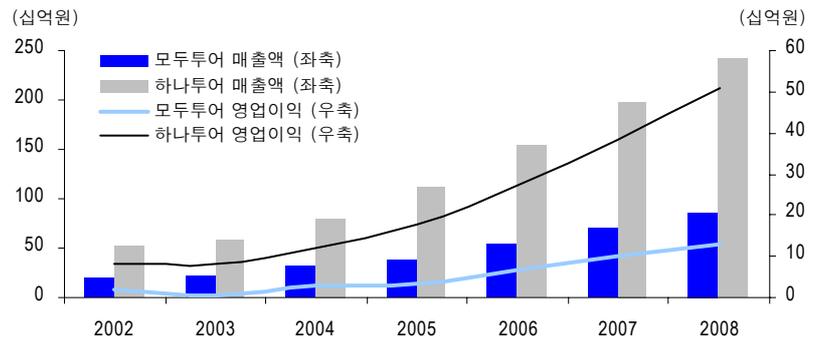
매출액 및 영업이익 향후 3년 연평균 30.3%, 60.1% 성장 전망, 하나투어는 3년 연평균 29.8%, 42.0% 성장

영업이익률은 2008년 15.2%까지 향상될 것으로 보이나, 이후 개선 폭이 둔화되면서 하나투어의 현재 수준인 18%대에 이르기까지는 시간이 걸릴 것

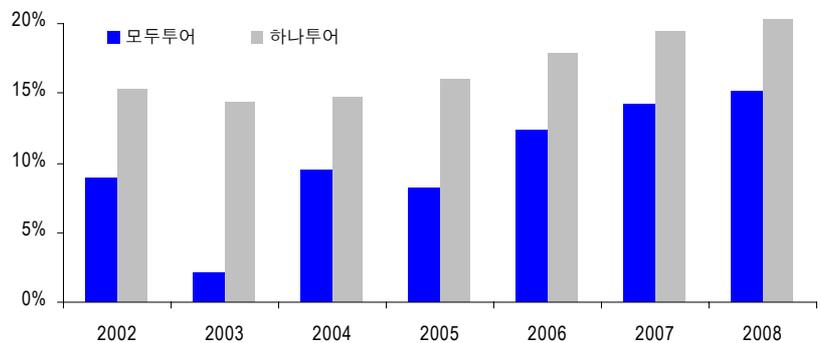
규모의 경제 성장을 통한 지속적인 수수료 비용 감소로 인해 영업 레버리지 효과 달성할 전망 이를 통해 매출액 대비 판관비 비중은 점차 감소할 것, 그러나 향후에도 하나투어와의 격차를 좁히기는 어려울 것

자산회전율은 향후 2배 이상으로 하나투어와 비슷한 수준에서 유지될 전망

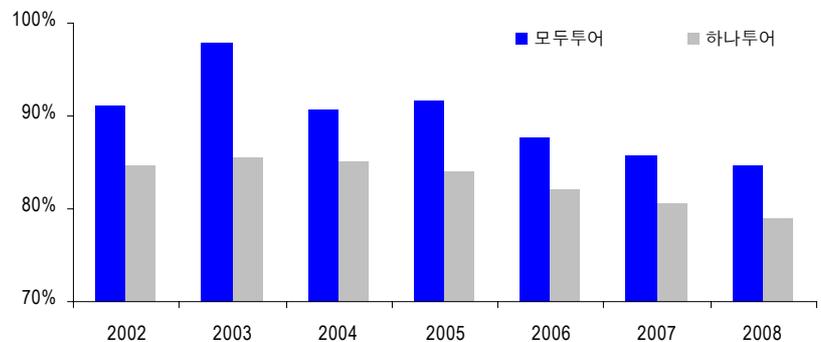
매출액 및 영업이익 전망



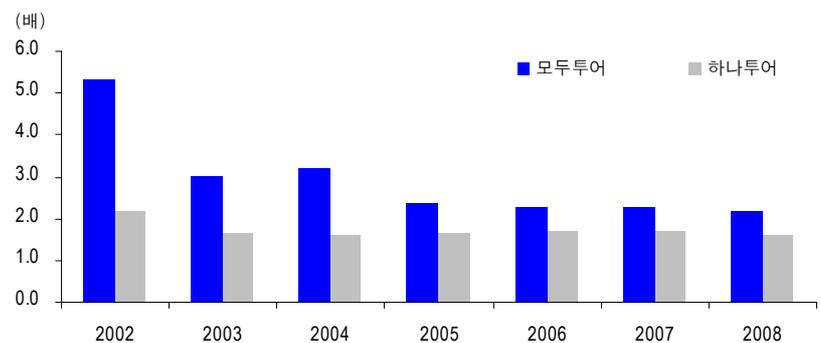
영업이익률



판관비/매출액 (%)

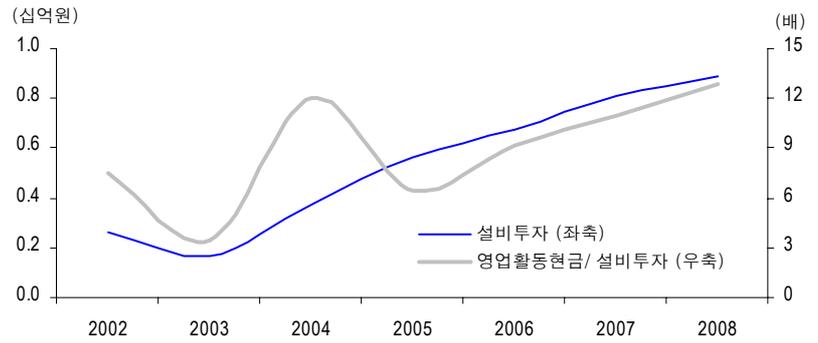


자산회전율



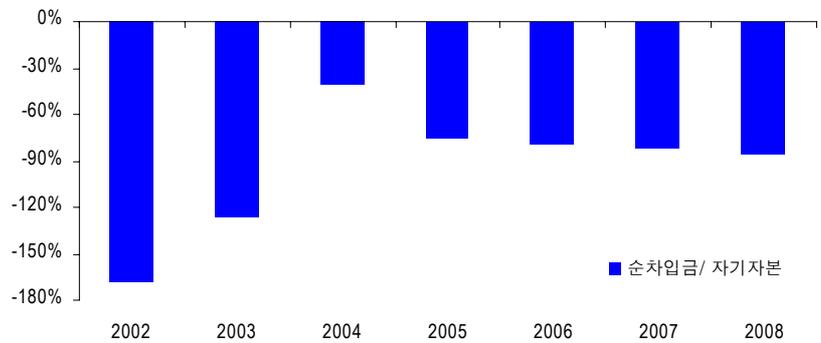
본격적인 해외 네트워크 확대계획으로
일정 수준의 설비투자 지출은 꾸준히 발생할
전망이나, 영업현금흐름의 증가를 고려 시
무난한 수준

설비투자 및 영업현금흐름 대비 설비투자 비율



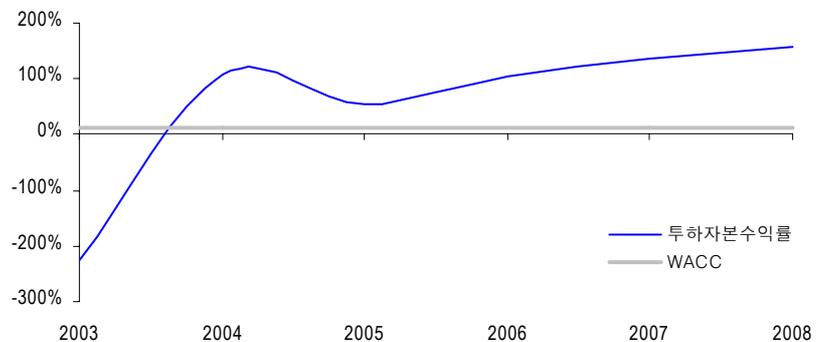
상장 이후의 영업규모 확대를 바탕으로
순현금 흐름은 2004년 5억원에서
2007년 76억원으로 증가할 전망

순차입금 / 자기자본 비율



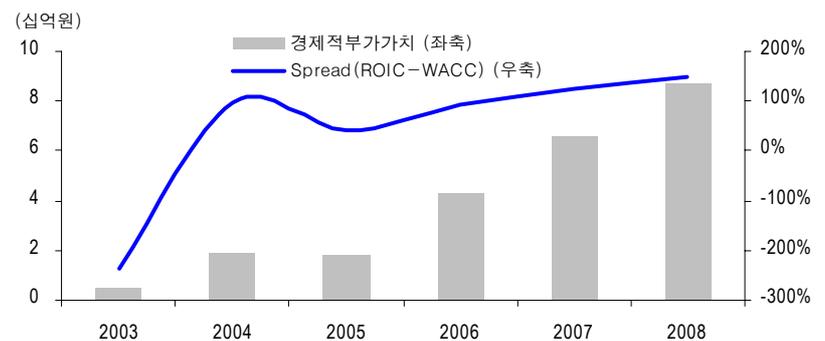
가치 창출능력의 가파른 상승; 2007년
투자자본수익률 135.8%

투자자본수익률 vs. WACC



EVA는 2004년 19억원에서 2007년
66억원으로 확대 예상

경제적 부가가치(EVA) 및 EVA 스프레드



투자의견 및 Valuation

- 중립 투자의견 제시 - 고성장세 등 긍정적 요인은 현 주가에 이미 반영
- 하나투어 대비 낮은 영업규모 및 수익성 고려하여, 20% 할인한 valuation 적용
- 적정주가 32,500원은 2006년 P/E 24.0배에 해당

투자의견

커버리지 개시, 중립 투자의견 및 적정주가 32,500원 제시

당사는 모두투어에 대한 커버리지를 개시하며, 이에 대해 중립 투자의견과 적정주가 32,500원을 제시한다. 모두투어는 하나투어의 뒤를 잇는 여행업계 2위 업체로서, 매출액, 영업이익 및 순이익이 3년 연평균 30.3%, 60.1% 및 54.2% 성장할 것으로 보인다. 그러나 당사는 다음과 같은 근거에 기인하여 동사에 대해 중립 투자의견을 제시한다.

하나투어와의 격차 확대: 향후에도 모두투어가 업계 1위 업체인 하나투어와의 격차를 좁히는 것은 어려운 것으로 예상되는데, 이는 다음 세가지 이유에 근거한다.

- 1) 도매여행업체의 성장 및 고수익성의 핵심이 규모의 경제에 있다는 점에서, 현재 모두투어의 규모가 하나투어의 절반에도 미치지 못한다는 것은 하나투어를 추격하는 데 있어 커다란 제약으로 작용할 수 밖에 없다.
- 2) 이러한 규모의 경제 차이로 인해, 당사는 하나투어에 비교하여 상품구성 시 가장 중요한 항공권 구매 및 호텔 확보에 있어 낮은 교섭력을 지닐 수 밖에 없다.
- 3) 또한 소매업체에 대해서도, 당사는 하나투어로 가는 소매업체를 자사로 끌어오기 위해서 하나투어보다 높은 대리점 수수료를 지불할 수 밖에 없어, 이로 인한 상대적인 수익성 저하가 불가피하다.

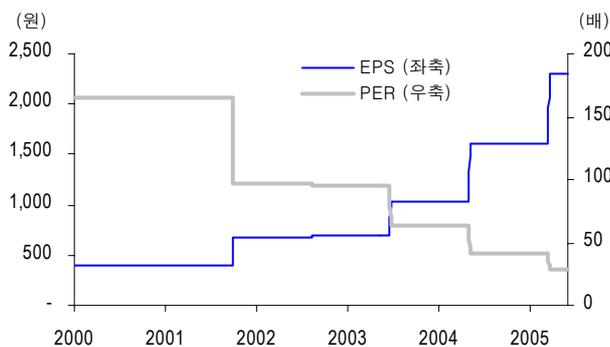
도매여행업체의 성장 및 매출 형태별 수익구조 (모두투어 대 하나투어)

(%)	모두투어 (080160)				하나투어 (039130)			
	매출	원가	수수료	수익	매출	원가	수수료	수익
항공권	100	91	5~7	2~4	100	91	5~7	2~4
패키지상품	100	75	9~11	14~16	100	75	7~9	16~18

자료: 회사 자료

긍정적인 부분은 이미 주가에 반영: 3월 28일 종가 기준으로, 하나투어의 2006년 예상 P/E와 EV/EBITDA는 각각 32.6배, 24.6배이고, 당사는 각각 26.2배와 18.1배로 하나투어 대비 적정 수준의 할인율이 반영된 것으로 보인다. 따라서 고성장성과 같은 긍정적인 요소는 이미 현 주가에 반영되어 있다고 판단된다.

하나투어 역사적 EPS vs. PER



자료: 굿모닝신한증권

Valuation 비교(모두투어 vs. 하나투어)

회사 코드	모두투어 080160	하나투어 039130
투자의견	중립	매수
현주가(3월 28일, 원)	35,500	75,000
적정주가(원)	32,500	76,000
시가총액(십억원)	149.1	784.1
투자지표 (x)	2006E	2006E
P/E	26.2	32.6
Rel. P/E	2.2	2.7
EV/EBITDA	18.1	24.6

자료: 굿모닝신한증권 추정

Valuation

DCF를 참고하여 상대 valuation으로 적정주가 산정
적정주가 적용 시 2006년 목표 P/E 24.0배 수준

당사는 모두투어의 적정주가 산정시, 업계 1위 업체로 주식시장에 5년 이상 등록되어 있는 하나투어와의 상대 비교가 불가피하다고 판단해 하나투어와의 상대 평가를 통해 적정주가를 산정했다. Valuation 적용시에는 하나투어의 과거 최고수준 P/E인 30배에 20% 할인한 24.0배를 적용했는데, 이는 동사의 향후 3년간 성장성은 상장 이전의 낮은 기저효과로 인해 하나투어보다 높지만, 수익성 측면에서는 2006년 예상 영업이익률과 ROE가 하나투어 대비 각각 69.5%, 73.2%에 불과하다는 점을 고려했기 때문이다.

성장성 및 수익성 지표 비교 (모두투어 vs. 하나투어)						
회사	모두투어 (080160)		하나투어 (039130)		하나투어 대비 비중 (%)	
	2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E
영업규모						
매출액 (십억원)	54.2	70.7	154.4	198.9	35.1	35.5
EPS (원)	1,355	1,970	2,298	3,128	59.0	63.0
성장성 (%)						
매출액	39.5	30.3	39.0	28.9		
영업이익	110.3	49.2	55.1	40.2		
순이익	94.1	45.4	44.3	36.3		
EPS	73.9	45.4	42.5	36.2		
수익성 (%)						
영업이익률	12.4	14.2	17.8	19.4	69.5	73.2
ROE	32.4	34.6	46.3	44.7	70.1	77.4
ROIC	103.5	135.8	86.5	86.2	119.6	157.6

자료: 국토농신한증권

당사는 이러한 상대 valuation의 적정성을 검토하기 위해 DCF valuation을 참고하였다. 영구성장률 3%, WACC 11.5% 및 베타 1.0 을 가정할 때, DCF를 통한 동사의 적정주가는 30,693원으로 산정된다(베타는 하나투어의 현재 수준 베타인 0.9를 참고하여 보수적인 입장에서 가정). 이는 상대 valuation을 이용하여 산출한 적정주가와 비슷한 수준이며, 따라서 당사가 제시한 적정주가는 타당한 수준이라고 판단된다.

DCF의 기본가정			
유효세율 (%)	27.7	이자비율 (%)	0.0
무위험수익률(Rf) (%)	5.2	부채비중 (%)	0.0
시장프리미엄 (%)	7.0	베타	1.0
영구현금흐름	13.5	WACC (%)	12.2
영구성장률 (%)	3.0		

자료: 국토농신한증권

DCF valuation			
DCF	(십억원)	EVA	(십억원)
영구가치의 현가	82.6	개시 투자자본	4.4
1~5년차 잉여현금흐름의 현가	30.4	영구가치의 현가	(2.9)
기업가치(EV)	113.0	1~5년차 잉여현금흐름의 현가	111.5
+ 비핵심자산의 시장가치		기업가치(EV)	113.0
- 순차입금(+현금)	(15.9)	+ 비핵심자산의 시장가치	
순 기업가치	128.9	- 순차입금(+현금)	(15.9)
기말주식수 (백만주)	4.2	순 기업가치	128.9
주당 주식가치 (원)	30,693	기말주식수 (백만주)	4.2
		주당 주식가치 (원)	30,693

자료: 국토농신한증권

매출 구성, 브랜드 파워 및 서비스 품질 등 펀더멘털 측면에서의 열위

하나투어와의 펀더멘털 측면 비교

당사는 모두투어가 하나투어에 비해 펀더멘털 측면에서 비교 열위에 있는 요소를 크게 다음의 세가지로 판단한다.

매출 구성

패키지 매출의 수수료율은 항공권 판매보다 월등히 높기 때문에, 총 매출액에서 패키지 매출이 차지하는 비중은 도매업체의 수익성을 평가하는 데 있어 주요한 지표가 된다. 하나투어의 과거 4년 평균 패키지 매출 비중이 약 60%선인 반면, 2005년 말 모두투어의 패키지 매출 비중은 50% 내외 수준이다. 하나투어의 영업규모가 동사의 2배 이상이라는 것을 고려할 때, 이는 동사의 수익성이 하나투어에 비해 상대적으로 열위에 있다는 점을 시사한다.

브랜드 파워의 차이

하나투어와 모두투어의 종업원 1인당 매출액의 차이는 2005년부터 격차가 벌어지기 시작했다. 이는 하나투어의 브랜드 파워가 소비자들이 대리점의 권유에 의해 하나투어의 상품을 선택하는 단계를 넘어서 직접 하나투어 브랜드를 선택하는 수준에 이르렀기 때문으로 판단된다. 동사 역시 브랜드 마케팅을 통해 향후 이 부분을 지속적으로 개선시킬 것으로 보이나, 하나투어와의 차이를 극복하는 것은 어려울 것으로 예상된다.

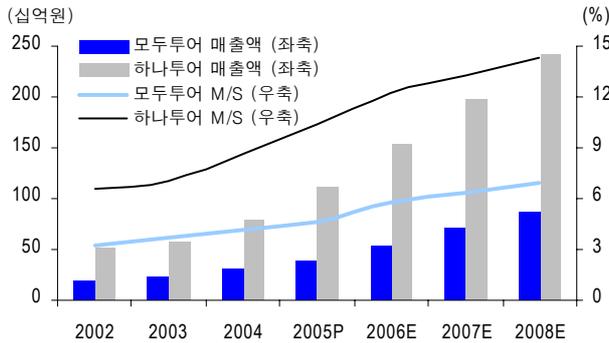
승객 1인당 단가 역시 2005년부터 격차가 커지기 시작했는데, 이는 하나투어가 업계 1위 업체로서 동사보다 인지도가 높아 고가의 장기 여행 고객 등을 더 많이 보유하고 있기 때문인 것으로 판단된다.

해외 네트워크를 이용한 서비스의 질적 관리

여행업체가 해외 네트워크를 설치하는 목적은 해외 영업을 영위하는 것 외에, 현지에서 제공하는 서비스의 질을 일정 수준 이상으로 유지하기 위한 면도 있다. 하나투어는 2006년 현재 21개의 해외 법인 및 사무소를 보유하고 있으며, 이를 통해 현지에서 직접 랜드사¹⁾ 및 호텔과 교섭하고, 관광 일정 중 발생할 수 있는 트러블에 즉각적으로 대처하고 있다. 반면 모두투어는 2005년 말부터 해외 네트워크를 설치하기 시작했고, 향후 이를 지속적으로 확대해 나갈 계획이나, 하나투어 수준에 이르기까지는 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 따라서 이로 인한 영향이 아주 크지는 않다고 하더라도, 양사간의 서비스의 질적 차이는 일정 수준 존재할 수 밖에 없다고 판단된다.

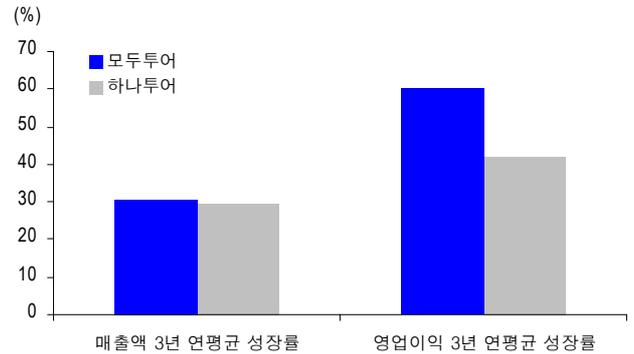
1) 랜드사: 현지랜드사란 한국의 여행사에서 모객하여 송출한 패키지 고객들의 현지 관광일정 업무와 그 외의 전반적인 관리를 맡아 처리하는, 세계 각 국의 여행 중개 업체를 말한다.

매출액 및 시장점유율 비교



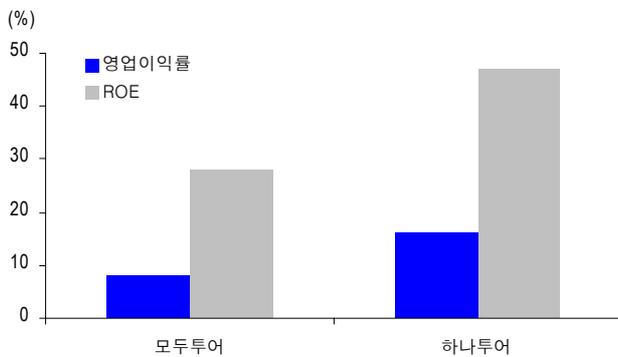
자료: 회사 자료, 한국관광공사, 한국어행일반업협회, 굿모닝신한증권

3년 연평균 성장률 비교(2005년~2008년)



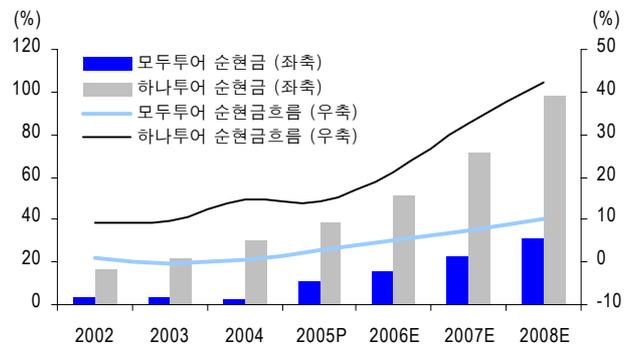
자료: 굿모닝신한증권

2005년 영업이익률 및 ROE 비교



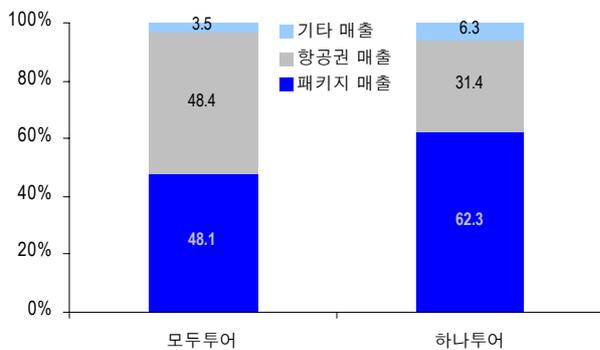
자료: 회사 자료

순현금 및 순현금흐름 비교



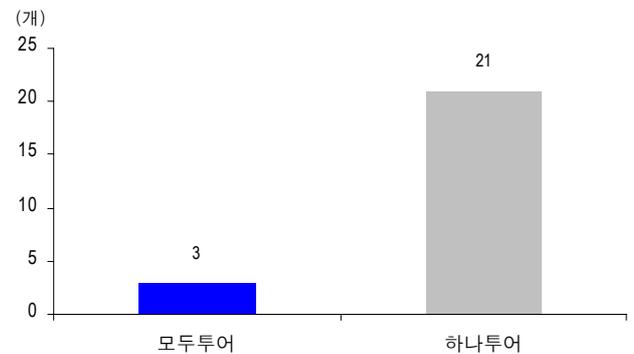
자료: 회사 자료, 굿모닝신한증권

2005년 매출 구성 비교



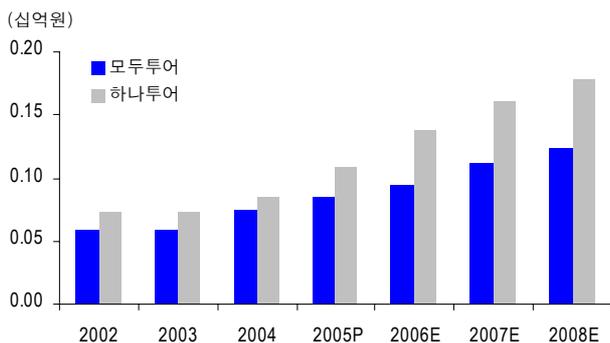
자료: 회사 자료

해외 영업거점 보유현황(법인 및 사무소)



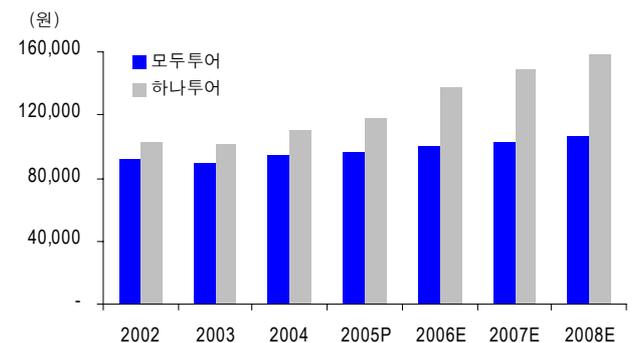
자료: 회사 자료

종업원 1인당 매출액 비교



자료: 회사 자료, 굿모닝신한증권

승객 1인당 단가 비교



자료: 회사 자료, 굿모닝신한증권

모두투어의 Growth drivers

성장 동력을 바탕으로 산업 성장의 수혜주 중 하나가 될 전망

국내 내국인 해외관광산업은 평균 소득수준 향상과 여가시간 확대 등에 힘입어 성장세를 지속하고 있고, 이를 바탕으로 향후 3년간 연평균 12.6% 성장할 것으로 예상된다. 이러한 상황에서 모두투어는 다음과 같은 성장 동력을 바탕으로, 산업 성장의 수혜주 중 하나가 될 전망이다.

도매업체 위주로의 산업재편: 최근 몇 년간 소매업체의 시장점유율은 2000년의 93.1%에서 2005년 83.4%로 연평균 2.2%씩 감소하고 있는 반면, 도매업체의 시장점유율은 2000년 6.9%에서 2005년 16.6%로 연평균 19.1%씩 확대되고 있다. 이러한 추세는 향후에도 지속될 것으로 보인다.

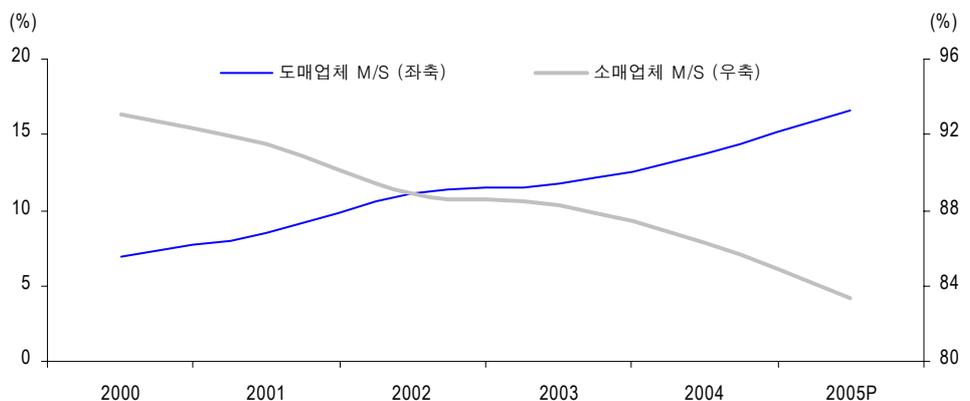
마케팅 및 인력 강화: 모두투어는 현재 TV PPL 광고, 드라마 협찬, 라디오 CM 광고 및 옥외광고 등을 일부 시행 및 기획하고 있으며, 2006년에만 기존 종업원수의 약 26%에 이르는 120명의 직원을 신규 채용하여 인력을 증강할 예정이다. 이를 통해 동사는 상장으로 인해 발생하는 인지도 상승효과를 극대화하고, 확대된 인력을 바탕으로 영업규모를 빠른 속도로 확장해나갈 수 있을 것으로 전망된다.

해외 네트워크 확대: 모두투어는 하나투어와 마찬가지로 향후 해외 네트워크를 점차 확대해나갈 계획이다. 동사는 이를 통해 여행상품의 질을 높이고, 더욱 다양한 종류의 상품을 제공할 수 있을 것으로 보인다. 또 향후 국내 산업이나 현지 시장의 변화에 따라 추가적인 투자 없이 그동안 구축해왔던 해외 네트워크를 이용하여 현지 영업을 가능하게 할 수 있는 측면도 있어, 이는 장기적으로 동사의 성장 동력이 될 수 있을 것으로 판단된다.

구분		2000	2001	2002	2003	2004	2005P
관광목적	하나투어	94.1	144.6	226.6	242.0	403.9	573.1
송객 인원 (천명)	모두투어	52.3	79.6	112.8	126.3	192.0	257.2
	롯데관광	50.6	74.5	114.9	118.4	179.7	223.7
	디자인투어개발	76.8	93.5	111.5	127.7	159.3	182.4
	상위 30위	637.3	861.9	1,211.9	1,171.3	1,986.6	2,313.7
	관광목적	2,166.8	2,646.8	3,441.5	3,417.4	4,679.7	5,521.0
	총출국자	5,508.2	6,084.5	7,123.4	7,086.1	8,825.6	10,077.6
시장점유율 (%)	하나투어	4.3	5.5	6.6	7.1	8.6	10.4
	모두투어	2.4	3.0	3.3	3.7	4.1	4.7

자료: 산업자료, 회사 자료, 한국관광공사, 한국일반여행업협회

도매업체 vs. 소매업체 시장점유율 변동추이



자료: 한국일반여행업협회, 한국관광공사

위험 요인의 부정적 영향은
동사 실적을 단기적으로 소폭
감소시키는 데 그칠 것

위험 요인

내국인 해외관광사업은 산업 특성상 다음의 위험 요인을 보유하고 있으나, 이러한 부분은 모두 투어의 실적에 단기적인 영향을 주는 데 그칠 것으로 전망된다.

자연재해, 테러, 전염병 등의 요인: 2005년 10월 초 발리에서 테러사건이 발생하고, 같은 달부터 조류독감 확산 및 인체감염에 대한 국제적인 주의보가 발표되었음에도 불구하고, 동사의 4분기 매출액은 전년동기대비 10.7% 성장했다.

원화의 평가절하 위험: 원달러 환율 상승의 근본적 원인인 미국의 경상수지 적자문제가 해결되기 전까지는 전반적인 달러 약세가 지속될 것으로 보이고, 또한 최근에는 오히려 급격한 평가절상 추세를 보이고 있어, 당분간 원화의 평가절하 리스크는 없을 것으로 판단된다.

국제노선 항공료 인상: 최근의 국제유가 상승 추세는 여행산업에 위험 요인이 될 수 있는 국제노선 항공료의 추가적인 인상을 촉발시킬 수 있는 가능성이 있다. 그러나 동사의 실적은 이로 인해 그다지 큰 영향을 받지 않을 것으로 보이는데, 이는 1) 추가적인 항공료 인상은 수요에 부정적인 영향을 미칠 수 있어 당분간 추가 인상이 어려울 것으로 보이고, 2) 추가 인상된다 하더라도, 국내 내국인 해외관광산업의 성장 추세를 고려할 때, 이러한 요인이 여행수요를 급감시키지는 못할 것으로 판단되기 때문이다.

회사 개요

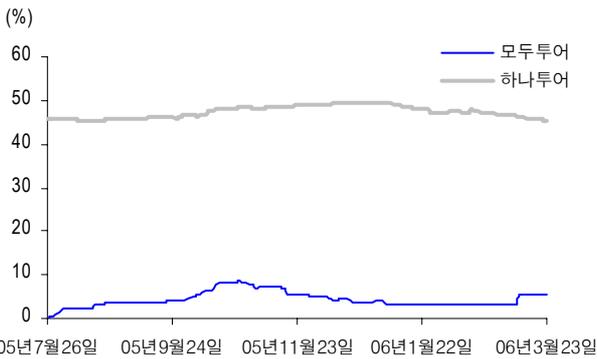
보호예수 물량의 추가 유통으로 인한 매물부담은 크지 않을 것

2005년 7월 상장된 모두투어의 총 주식수는 420만주이다. 동사의 최대주주는 회사 창립 멤버인 초대 대표이사 우종웅 회장과 현 대표이사 홍성근 사장으로 각각 12.6%와 7.9%의 지분을 보유하고 있다.

대주주와 특수관계인이 보유하고 있는 총 31%의 지분은 상장일로부터 1년간 보호예수되고 6개월 이후부터는 매월 5%까지 매각이 가능하다. 그러나 이 중, 주요 경영진인 대주주 보유지분 25%는 회사의 경영권 보호 측면에서 보호예수 기간 이후에도 시장에 유통되지 않을 것으로 보인다. 우리사주조합 배정분인 11.8% 중, 4.05%는 3년, 4.05%는 4년의 보호예수로 묶여있고, 나머지 3.7%는 1년간 한국증권금융에 의무 예약된 후 시장에 유통된다.

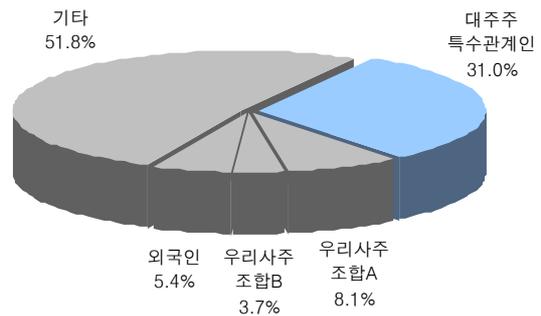
따라서 3년 이상의 보호예수에 묶여 있는 8.1%의 지분을 제외하고, 향후 6개월 내에 추가적으로 시장에 유통될 수 있는 주식수는, 특수관계인 지분 6%와 상장 이후 1년 보호예수 물량으로 설정되어 있는 3.7%의 우리사주조합 배정분을 합친 40만8천주로 볼 수 있다. 그러나 사실상 특수관계인 지분은 보호예수 기간이 끝나도 유통될 가능성이 적고, 또 이들 물량이 한꺼번에 시장에 유통될 가능성도 낮아 보인다는 점에서, 주식의 매물부담은 그다지 크지 않을 것으로 판단된다.

외국인 지분을 변동 추이



자료: WiseFN

주주 구성



자료: 회사 자료

실적 추정

2005년 연간 실적 사상 최대 기록 갱신

모두투어의 2005년 실적은 매출액, 영업이익 및 순이익이 전년대비 각각 22.9%, 6.9% 및 2.5% 증가해 사상 최대 기록을 갱신했다. 4분기가 비수기인 계절적 특성에도 불구하고, 동사의 분기 매출액, 영업이익 및 순이익은 전년동기대비 각각 10.7%, 130.6% 및 8.0% 의 양호한 성장률을 기록했다.

2006년 매출액, 영업이익 및 순이익 각각 39.5%, 110.3%, 94.2%의 고성장 기록할 전망

2006년에는 코스닥 상장 효과가 본격적으로 반영되면서, 매출액, 영업이익 및 순이익이 전년대비 각각 39.5%, 110.3% 및 94.2% 증가하며 빠르게 성장할 것으로 예상된다. 영업이익률은 12.4%로 여전히 하나투어 대비 저조한 수준에 머무를 것으로 보이나, 2005년의 낮은 기저효과로 인해 4.2%p 증가할 것으로 예상되며, 향후 꾸준히 개선될 것으로 전망된다.

장기적인 관점에서 공격적 마케팅 유지, 이를 통해 시장점유율 확대하며 매출 고성장 향유할 전망

2004년 4분기부터 시작된 적극적인 마케팅 활동으로 인해 동사의 영업이익률은 다소 저조한 수준이다. 그러나 동사는 장기적인 관점에서 향후 몇 년간 시장점유율 확대를 위한 공격적인 마케팅 활동을 유지하기로 결정했다. 이는 과거 하나투어가 공격적인 마케팅 활동을 전개하며 업계 1위 위치를 확고히 하고, 규모의 경제를 확대했던 실례에 기인한 것이다. 이를 통해 모두투어는 2008년 시장점유율을 6.9%까지 확대하며 매출 고성장을 향유할 것으로 전망된다.

(십억원)	2004	2005P	2006E	2007E	2008E
매출액	31.6	38.9	54.2	70.7	86.1
증가율 (%)	39.8	22.9	39.5	30.3	21.8
영업이익	3.0	3.2	6.7	10.0	13.1
증가율 (%)	534.1	6.9	110.3	49.2	30.8
영업이익률 (%)	9.5	8.2	12.4	14.2	15.2
경상이익	4.0	4.1	7.9	11.4	14.9
증가율 (%)	280.5	0.9	94.1	45.4	29.9
경상이익률 (%)	12.7	10.4	14.5	16.2	17.3
당기순이익	2.9	2.9	5.7	8.3	10.7
증가율 (%)	189.7	2.5	94.1	45.4	29.9
당기순이익률 (%)	9.0	7.5	10.5	11.7	12.5

자료: 회사 자료, 굿모닝신한증권

(십억원)	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05P	1Q06E	2Q06E	3Q06E	4Q06E
매출액	8.1	8.5	12.8	9.4	11.8	11.5	18.0	12.9
전분기 대비 증가율 (%)	(4.0)	5.0	49.6	(26.6)	25.8	(2.3)	55.7	(28.2)
전년 동분기 증가율 (%)	26.8	29.9	26.0	10.7	45.1	35.1	40.5	37.3
영업이익	0.6	0.0	2.2	0.4	0.9	0.8	3.6	1.5
전분기 대비 증가율 (%)	237.8	(96.6)	10,416.1	(80.8)	108.3	(2.5)	323.0	(58.7)
전년 동분기 증가율 (%)	(4.5)	(89.7)	9.1	130.6	42.2	3,997.0	64.8	255.1
경상이익	0.7	0.4	2.4	0.6	1.1	1.1	3.8	1.8
전분기 대비 증가율 (%)	21.2	(42.7)	486.8	(75.5)	98.0	(1.9)	241.2	(54.3)
전년 동분기 증가율 (%)	(25.2)	11.3	11.0	(0.2)	63.0	179.2	62.3	202.8
당기순이익	0.5	0.3	1.7	0.4	0.8	0.8	2.8	1.3
전분기 대비 증가율 (%)	27.1	(48.8)	526.9	(73.5)	85.7	(1.9)	241.2	(54.3)
전년 동분기 증가율 (%)	(21.6)	4.4	11.3	8.0	57.8	202.1	64.5	184.1
영업이익률 (%)	7.4	0.2	16.9	4.4	7.3	7.3	19.8	11.4
경상이익률 (%)	8.6	4.7	18.5	6.2	9.7	9.7	21.4	13.6
당기순이익률 (%)	6.5	3.2	13.2	4.8	7.0	7.1	15.5	9.8

자료: 회사 자료, 굿모닝신한증권

재무 분석 및 배당 정책

- ▶ 영업규모 확대를 통한 순현금흐름 개선 기대
- ▶ 무차입경영과 낮은 매출채권 비중으로 투명한 재무구조
- ▶ 2006년 이후 15~20%의 배당성향 유지할 전망

공모자금 집행을 통한 영업규모 확대에 의해 순현금흐름 빠르게 증가할 전망

모두투어는 2005년 상장을 통해 60억원의 공모자금을 모집했다. 당사는 2005년에 이를 주로 항공권 확보 규모를 늘리기 위한 BSP 질권설정 등에 사용했고, 2006년에는 잔여금액 중 9억원을 다양한 용도에 사용할 계획이다. 이를 통해 동사의 영업규모는 점차 확대될 것으로 기대되며, 순현금흐름은 2004년 5억원에서 2007년 76억원으로 빠르게 증가할 전망이다.

신뢰성 높은 재무상황: 무차입경영 및 매출액 대비 낮은 매출채권 비중

당사는 하나투어와 마찬가지로 차입금과 재고자산이 없고, 또한 업종 특성상 대부분 현금 결제가 이루어짐에 따라 매출채권과 미수금의 보유액 역시 매우 낮은 수준이다. 실제로 2004년말 동사의 매출액 대비 매출채권과 미수금의 비중은 4.5%에 불과하다. 이는 모두투어의 재무상황에 대한 신뢰도를 돋보이게 하는 부분이다.

사용목적 (십억원)	2005년	2006년	총사용액	
	집행금액	사용예정금액		
시설자금	사무실 임대	0.1	0.1	
	전산장비 구입	0.1	0.2	0.3
운영자금	브랜드 마케팅	0.6	0.6	1.2
	BSP질권설정	3.6		3.6
합계	4.3	0.9	5.2	

자료: 회사 자료

	2004	2005P	2006E	2007E	2008E
유동비율 (%)	80.9	238.6	309.4	399.9	502.0
영업활동현금/유동부채 (%)	86.8	64.2	100.6	132.6	158.9
영업활동현금/설비투자 (배)	12.0	6.4	9.1	10.9	12.9
운전자본회전률 (회)	(11.2)	(11.2)	(16.4)	(23.9)	(32.6)
순차입금/자산총계 (%)	(20.8)	(52.9)	(58.9)	(64.8)	(70.0)
순차입금/자기자본 (%)	(41.1)	(75.2)	(78.8)	(82.1)	(85.1)
순차입금/영업활동현금 (%)	(76.3)	(298.3)	(216.5)	(210.8)	(225.7)

자료: 굿모닝신한증권

상장 효과 만족스러운 수준으로 나타날 경우, 향후 15~20% 수준으로 주주배당 꾸준히 늘려갈 전망

모두투어는 상장 당해였던 지난 2005년에 배당성향 14.3%의 주주환원을 실시했다. 2006년부터는 상장 효과가 동사 실적에 본격적으로 반영되기 시작할 것으로 보여, 15% 수준의 주주배당이 가능할 것으로 예상된다. 당사는 회사 실적의 성장세에 따라 향후 15~20%의 배당성향을 유지할 계획이다.

	2004	2005P	2006E	2007E	2008E
배당성향 (%)		14.3	15.0	17.0	20.0
배당금/영업현금 (%)	-	11.7	13.9	16.0	18.8
주당현금배당금 (원)		100.0	203.3	334.8	511.8
배당수익률 (%)	-	0.3	0.6	0.9	1.4

자료: 굿모닝신한증권

부록 : 요약 재무제표

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
자산총계	11.8	21.2	27.0	35.0	44.9
유동자산	4.2	13.3	18.9	26.5	36.1
현금및현금성자산	2.3	11.1	15.7	22.4	31.1
단기금융상품	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
유가증권&단기투자증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권&미수금	1.4	1.7	2.4	3.2	3.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8
고정자산	7.7	7.9	8.1	8.5	8.8
투자자산	7.1	7.4	7.6	7.8	8.0
유형자산	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	5.9	6.3	6.8	7.4	8.0
유동부채	5.2	5.6	6.1	6.6	7.2
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
기타유동부채	5.2	5.6	6.1	6.6	7.2
고정부채	0.7	0.7	0.7	0.7	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	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
자본총계	6.0	14.9	20.2	27.6	37.0
자본금	1.7	2.1	2.1	2.1	2.1
자본잉여금	0.0	5.6	5.6	5.6	5.6
이익잉여금	4.3	7.2	12.5	19.9	29.3
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총 차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 (순현금)	(2.5)	(11.2)	(15.9)	(22.7)	(31.4)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
영업활동으로 인한 현금흐름	4.5	3.6	6.1	8.8	11.4
당기순이익	2.9	2.9	5.7	8.3	10.7
유형자산감가상각비	0.2	0.6	0.6	0.7	0.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여	0.6	0.7	0.9	1.1	1.3
외화환산손실 (이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법 (이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산, 부채의 변동	0.8	(0.6)	(1.1)	(1.3)	(1.5)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자활동으로 인한 현금흐름	(4.0)	(0.9)	(1.1)	(1.2)	(1.3)
단기금융상품의 처분 (취득)	2.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
유가증권의 처분 (취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자유가증권의 처분 (취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 증가 (설비투자)	(0.4)	(0.6)	(0.7)	(0.8)	(0.9)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소 (증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(5.6)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Free Cash Flow	0.5	2.7	5.0	7.6	10.1
재무활동으로 인한 현금흐름	0.0	6.0	(0.4)	(0.9)	(1.4)
차입금 증가 (감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유상증자 (감자)	0.0	6.0	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	0.0	0.0	(0.4)	(0.9)	(1.4)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가 (감소)	0.5	8.7	4.6	6.7	8.7
기초의 현금	1.8	2.3	11.1	15.7	22.4
기말의 현금	2.3	11.1	15.7	22.4	31.1
설비투자/매출액 (%)	1.2	1.4	1.2	1.1	1.0
감가상각비/매출액 (%)	0.7	1.4	1.1	1.0	0.9
감가상각비/설비투자 (%)	63.0	100.5	92.2	88.9	90.8

자료: 회사 자료, 국토농신한증권 추정

손익계산서

12월 결산 (십억원)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
매출액	31.6	38.9	54.2	70.7	86.1
증가율 (%)	39.8	22.9	39.5	30.3	21.8
수출비중 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
증가율 (%)	-	-	-	-	-
매출총이익	31.6	38.9	54.2	70.7	86.1
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	28.6	35.7	47.5	60.6	73.0
증가율 (%)	29.2	24.6	33.2	27.6	20.4
영업이익	3.0	3.2	6.7	10.0	13.1
증가율 (%)	534.1	6.9	110.3	49.2	30.8
영업이익율 (%)	9.5	8.2	12.4	14.2	15.2
영업외수익(비용)	1.0	0.9	1.1	1.4	1.7
이자수익	0.2	0.4	0.6	0.8	1.1
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화관련이익(손실)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분이익(손실)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법이익(손실)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외수익(비용)	0.9	0.5	0.5	0.6	0.7
경상이익	4.0	4.1	7.9	11.4	14.9
증가율 (%)	280.5	0.9	94.1	45.4	29.9
특별 이익(손실)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세비용차감전순이익	4.0	4.1	7.9	11.4	14.9
법인세비용	1.2	1.1	2.2	3.2	4.1
당기순이익	2.9	2.9	5.7	8.3	10.7
증가율 (%)	189.7	2.5	94.1	45.4	29.9
EBITDA	3.2	3.8	7.3	10.8	13.9
증가율 (%)	369.2	16.6	95.4	46.4	29.5
배당성향 (%)	0.0	14.3	15.0	17.0	20.0

주요 투자지표

12월 결산	2004	2005	2006E	2007E	2008E
주당순이익 (원)	42	779	1,355	1,970	2,559
수정주당순이익 (원)	42	778	1,354	1,968	2,557
주당순자산 (원)	1,762	3,553	4,808	6,575	8,799
주당현금배당금 (원)	0	100	203	335	512
PER (배)	843.8	45.6	26.2	18.0	13.9
PEG (배)	3.2	0.9	0.8	0.8	1.0
수정PER (배)	845.7	45.7	26.2	18.0	13.9
PCR (배)	653.0	31.9	20.7	14.8	11.6
EV/ EBITDA (배)	45.4	36.7	18.1	11.8	8.4
PBR (배)	20.1	10.0	7.4	5.4	4.0
배당수익률 (%)	0.0	0.3	0.6	0.9	1.4
수익성					
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	9.5	8.2	12.4	14.2	15.2
EBITDA이익률 (%)	10.2	9.7	13.5	15.2	16.2
순이익률 (%)	9.0	7.5	10.5	11.7	12.5
총자산수익률 (%)	29.2	17.7	23.6	26.7	26.9
자기자본수익률 (%)	62.7	28.0	32.4	34.6	33.3
투자자본수익률 (%)	107.0	53.7	103.5	135.8	158.8
안정성					
순차입금/자기자본 (%)	(41.1)	(75.2)	(78.8)	(82.1)	(85.1)
유동비율 (%)	80.9	238.6	309.4	399.9	502.0
이자보상배율 (배)	-	-	-	-	-
활동성					
총자산회전률 (회)	3.2	2.4	2.2	2.3	2.2
매출채권회전률 (회)	25.5	24.6	26.0	25.3	24.5
재고자산회전률 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전률 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본회전률 (회)	(11.2)	(11.2)	(16.4)	(23.9)	(32.6)

자료: 회사 자료, 국토농신한증권 추정

굿모닝신한증권 영업망

서울지역

강 남	02) 538-0707
논현동영업소	02) 556-6730
강 남 중 앙	02) 6354-5300
관 화 문	02) 887-0809
종로영업소	02) 722-4650
구로로	02) 857-8600
구로동영업소	02) 2101-3620
논 현	02) 518-2222
강남스프링드영업소	02) 3452-4830
답 십 리	02) 2217-2114
구의동영업소	02) 457-8596
성수동영업소	02) 466-4228
도 곡	02) 2057-0707
대치동센트럴영업소	02) 562-2640
양재동영업소	02) 3463-1842
마 포	02) 718-0900
명 동	02) 752-6655
목 동 중 앙	02) 2649-0101
목 동 동	02) 653-0844
방 배 동	02) 533-0202
삼 성 역	02) 563-3770
삼성동아이파크영업소	02) 6677-3799
삼 풍	02) 3477-4567
서초동영업소	02) 522-7861
상 계 동	02) 937-0707
중화동영업소	02) 493-9437
상 도 동	02) 820-2000
서 교 동	02) 335-6600
송 파	02) 449-0808
롯데월드영업소	02) 411-0346
신 당	02) 2254-4090
종로광장시정영업소	02) 2285-1325
신 립	02) 875-1851
사흥동영업소	02) 809-4591
신 반 포	02) 533-1851
신 설 동	02) 2232-7100
압 구 정	02) 511-0005
압구정 FC	02) 541-5566
압구정로얄	02) 547-0202
여 의 도	02) 3775-4270
이촌동영업소	02) 798-4805
연 회 동	02) 3142-6363
갈현동영업소	02) 358-6385
영 등 포	02) 2677-7711
영 업 부	02) 3772-1200
올 림 픽	02) 448-0707
천 호 동영업소	02) 471-0490
잠실롯데캐슬	02) 2143-0800
중 부	02) 2270-6500
창 동	02) 995-0123
번동영업소	02) 906-0192
태 평 로	02) 757-0707
광교영업소	02) 739-7159

인천·경기지역

계 양	032) 553-2772
부천상동영업소	032) 323-9380
동 두 천	031) 862-1851
일 산	031) 907-3100
일산중앙영업소	031) 911-0984
정 자 동	031) 715-8600
수 내 역	031) 712-0109
성남중앙영업소	031) 733-0953
산 본	031) 392-1141
수 원	031) 246-0606
영등중앙영업소	031) 205-4627
안 산	031) 485-4481
의 정 부	031) 848-9100
구 월 동	032) 464-0707
연수영업소	032) 819-9961
평 촌	031) 381-8686
평 택	031) 657-9010

대전·충북지역

둔 산	042) 484-9090
대 전	042) 255-9131
유 성	042) 823-8577
청 주	043) 296-5600

광주·전라남북지역

광 주	062) 232-0707
상무영업소	062) 385-2990
군 산	063) 442-9171
익산영업소	063) 836-8938
동 광 양	061) 791-8020
여 천	061) 682-5262
전 주	063) 286-9911
정 읍 남	063) 531-0606
하 남	062) 956-0707

부산·경남지역

금 정	051) 516-8222
동 래	051) 505-6400
마 산	055) 297-2277
밀 양	055) 355-7707
부 산	051) 243-0707
서 면	051) 818-0100
울 산	052) 273-8700
울 산 남	052) 257-0777
창 원	055) 285-5500
해 운 대	051) 701-2200

강원지역

강 릉	033) 642-1777
-----	---------------

제주지역

서 귀 포	064) 732-3377
제 주	064) 752-8877

대구·경북지역

구 미	054) 451-0707
대 구	053) 423-7700
포항중앙영업소	054) 252-0370
대 구 동	053) 944-0707
대 구 서	053) 642-0606
시 지	053) 793-8282
안 동	054) 855-0606

PB센터

강 남	02) 3011-5500
서울파이낸스	02) 3738-0700
여 의 도	02) 6337-3300
서 초	02) 3482-1221
분 당	031) 783-4100
부 산	051) 608-9500

투자등급 (2003년 2월 10일부터 적용): 매수: 6개월 수익률 +15% 이상, 중립: 6개월 수익률 -15% ~ +15%, 축소: 6개월 수익률 -15% 이하

고객지원센터: 1588-0365

서울특별시 영등포구 여의도동 23-2 굿모닝신한타워

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 안지현, 노미원) 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 6개월간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행에 당사가 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.