

## 여행산업(Overweight)

- 국내 관광 산업은 성장하고 있다.

2006.07.11 Analyst : 이 경 민 ☎3770-5329

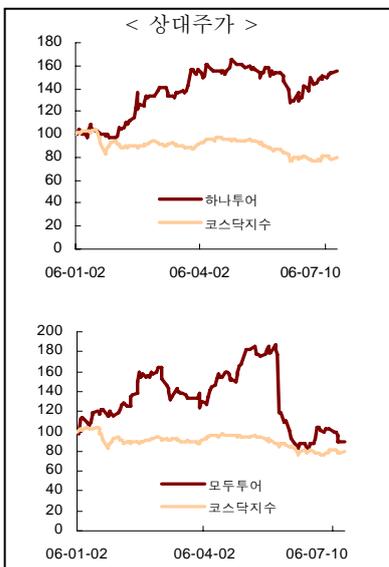
### ● 국내 관광 산업은 성장하고 있다.

- 글로벌 관광산업은 06년부터 2010년까지는 CAGR 4% (2005~2010) 성장.
- 동아시아 및 태평양 지역은 글로벌 수치를 상회하는 CAGR 5% 상승.
- 2000년 이후 국내 관광산업이 글로벌 관광 경기에 연동되어 성장했음을 감안할 때, 향후 국내 관광 산업도 글로벌 관광 경기 호전에 따라 성장세를 같이 할 듯.
- 국내 관광산업의 성장요인
  - 1) 국민소득의 증가 & 고령화 인구 증가
  - 2) 주5일 근무 및 주5일 수업 확대실시 & 여행상품 구매패턴 변화
  - 3) 국내 관광 인프라 취약 & 항공자유화
  - 4) 원고(高)지속

### ● 국내 관광산업 성장의 수혜자는 도매여행사

- 국내 관광산업은 아웃바운드 수요가 catalyst로 작용해 성장을 주도할 듯.
- 국민소득증가와 여가생활의 증가, 그리고 원화강세 등의 요인이 내국민의 국내관광보다 해외관광을 더 촉진시킴
- 따라서 당사는 Bargain power를 가진 대형소매사 위주의 성장과 이익증가를 예상함.

### ● Top picks: 하나투어(039130), 모두투어(080160)



- 하나투어(039130)
  - 1) 규모의 경제 효과로 인한 원가 절감 예상
  - 2) 매출성장률을 상회하는 영업이익 성장률을 기대
  - 3) 08년 국내 전체 관광목적 출국자 기준 M/S 31%, 국내 여행사의 총 관광 수탁비용 중 M/S 18% 예상
- 모두투어(080160)
  - 1) 브랜드 인지도 상승으로 06~08년 높은 매출성장률 예상
  - 2) 06년 들어 관광목적 출국자수 기준으로 성장성이 가시화 되고 있음
  - 3) 08년 국내 전체 관광목적 출국자 기준 M/S 14%, 국내 여행사의 총 관광 수탁비용 중 M/S 8% 예상

## 목 차

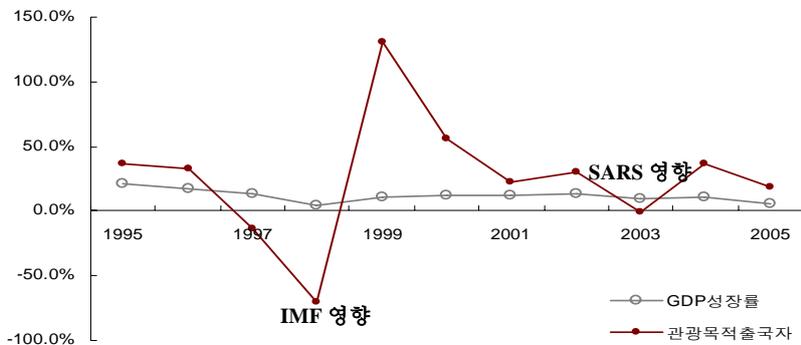
» 국내 관광산업 전망	3
» 국내 관광산업 성장에 영향을 주는 요인	5
» 국내 관광산업 성장의 수혜자는 도매여행사	11
» 도매여행사에는 시장 리스크에 대한 회피 요인이 존재	14
» Top Picks : 하나투어(039130), 모두투어(080160)	16
- 하나투어(039130) Valuation 및 실적전망	18
- 모두투어(080160) Valuation 및 실적전망	22

▣ 국내 관광산업 전망

국내 관광산업은  
성장 산업

94년 이후 국내 관광목적 출국자수는 CAGR 14.1%의 성장을 지속해 왔고 물가 성장률을 감안한 GDP는 CAGR 8.4%의 성장을 지속해왔다. 관광목적 출국자수의 증가율이 GDP증가율을 상회하여 성장한 것은 동산업이 성장산업임을 입증하는 것이며 성장갭(관광목적 출국자수증가율-GDP성장률)이 큰 것을 감안했을 때 현재도 성장이 지속되고 있다고 판단된다. 한편 비경상적으로 관광목적 출국자수의 성장률이 GDP성장률 대비 하회했던 해도 있었는데, 이유는 관광산업 내부의 요인이 아닌 외적 요인인 국내 고유리스크 발생 및 국제리스크 발생 등으로 인한 하락이었다.

<그림 1> 국내 관광산업 성장률 추이

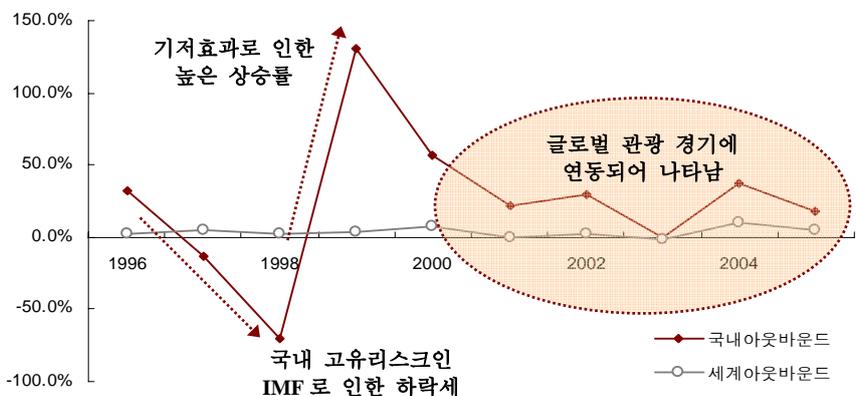


자료: 통계청, 한국관광공사, 한양증권리서치  
 주: 위의 GDP성장률은 물가상승률을 포함한 성장률임.

국내 관광산업 성장률은  
세계 성장률 상회

국내 관광산업 성장률은 국내 고유리스크 영향을 받았던 97, 98년과 그에 따른 기저효과가 발생한 99년까지 세계 성장률과 디커플링하여 나타났다. 그러나 2000년 이후 국내 관광산업이 글로벌 관광 경기에 연동되어 움직임을 같이하였는데 이에 따라 국내 관광 산업은 글로벌 관광 경기에 연동되어 있음을 알 수 있었다.

<그림 2> 국내와 세계 아웃바운드 성장률 비교

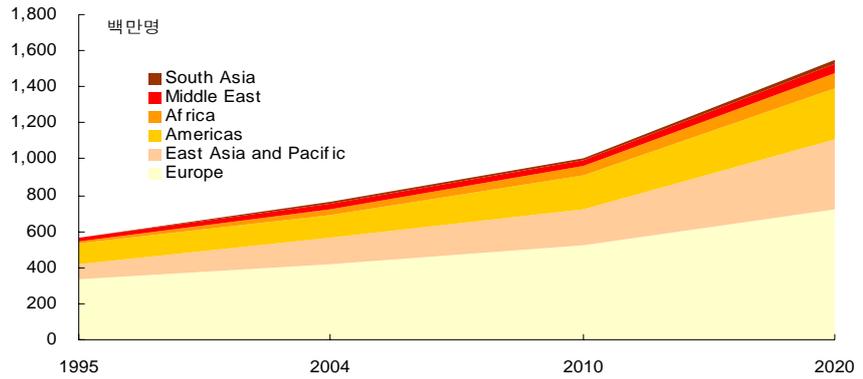


자료: UNWTO, 한국관광공사, 한양증권리서치

글로벌 관광산업의  
성장에 따른  
동반상승세 예상

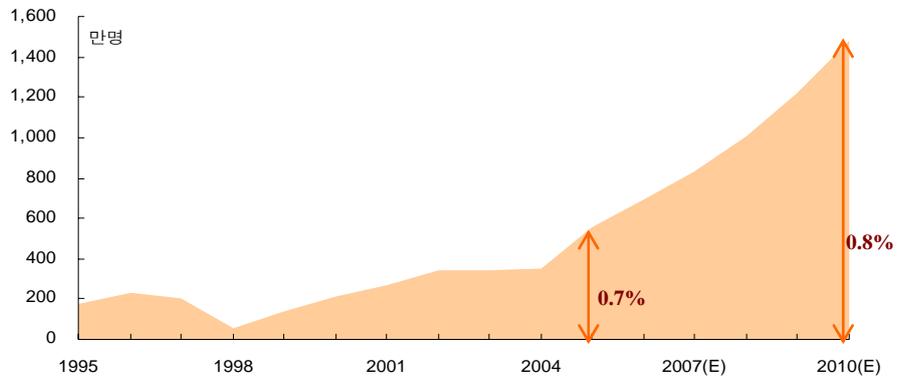
글로벌 관광산업은 05년 현재 전년대비 5.5% 성장을 하였고 2010년까지는 CAGR 4% (2005~2010) 성장할 것으로 예상된다. 그 중 우리나라가 속해있는 동아시아 및 태평양 지역은 글로벌 수치를 상회하는 CAGR 5% 상승을 전망하는 가운데 국내 관광 산업은 글로벌 관광 경기 호전에 따라 성장세를 같이 할 것으로 기대된다. 따라서 05년말 기준 글로벌 시장의 0.7%를 차지하고 있는 국내 관광 시장은 2010년에는 글로벌 시장의 0.8%, 동아시아 및 태평양 지역의 6.1%까지 증가할 것으로 예상된다.

<그림 3> 전세계 관광객수 (아웃바운드 기준)



자료: UNWTO

<그림 4> 글로벌 관광 산업에 대한 국내 비중



자료: KATA, 한양증권리서치추정

주: 관광객은 관광목적 출국자 수만을 고려한 것임.

▣ 국내 관광산업 성장에 영향을 주는 요인

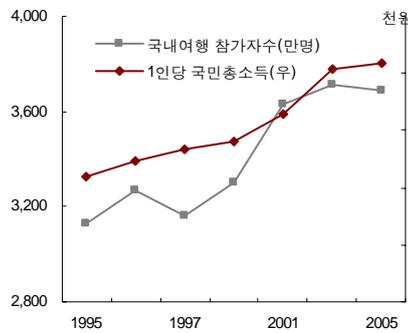
국내 관광산업 성장에 영향을 주는 요인 : 내부요인, 외부요인

국내 관광산업 성장에 영향을 주는 요인은 크게 내부요인과 외부요인으로 나눌 수 있다. 먼저 내부요인은 국내 고유 시장여건의 변화 혹은 국민 인식의 변화에 따라 국내 산업에 영향을 주는 요인을 말하며 외부요인이란 타국과의 관계 혹은 글로벌 시장 여건의 변화에 따라 국내 산업에 영향을 미치는 요인을 뜻한다. 따라서 국내요인은 국내 관광산업에 한정적으로 영향을 주며 외부요인은 글로벌 관광산업 전체에 영향을 주는 요인으로 국내까지 그 영향이 파급되는 요인으로 판단된다. 이에 당사는 1)국민소득의 증가 2)주5일 근무 및 주5일 수업 확대실시 3)고령화 인구 증가 4)국내 관광 인프라 취약 5)여행상품 구매패턴 변화를 내부요인으로 1)항공자유화 2)환율하락을 외부요인으로 판단한다.

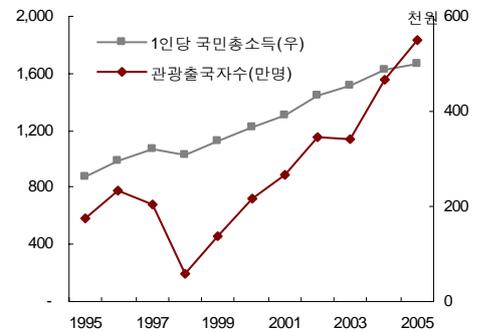
내부 요인  
① 국민소득 증가

국내 관광산업 성장의 내부요인에는 먼저, 1인당 국민소득 증가를 들 수 있다. 즉, 국민소득이 증가하면서 국내와 해외의 관광 수요는 증가추세를 보여온 가운데 05년, 04년에는 국민소득 증가률을 상회하는 성장세를 보여왔다. 이것은 국내 1인당 국민소득 증가율이 물가상승률을 상회하면서 내국민의 실질 구매력이 높아졌고 이로 인해 다른 상품대비 고가인 여행상품에 대한 구매력 또한 높아진 것으로 판단된다, 즉, 내국민의 가처분 소득이 증가하면 생활 여유가 늘어 여행경비 지출을 높이는 길로 판단된다.

<그림 5> 국민소득과 국내관광인수

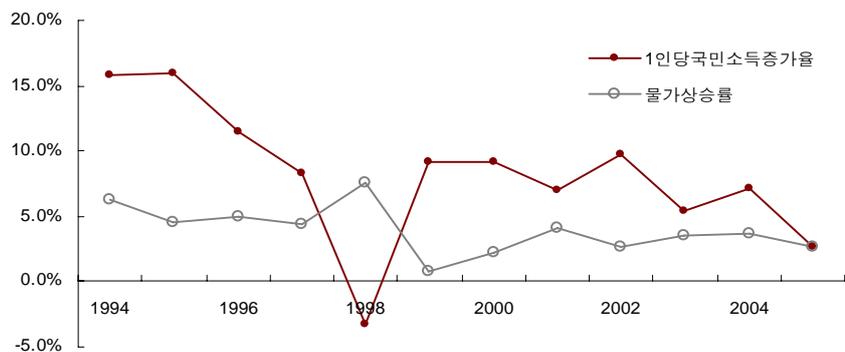


<그림 6> 국민소득과 해외관광인수



자료: 한국관광공사, 통계청

<그림 7> 국민소득 증가율과 물가 상승률



자료: 통계청

② 주5일 근무 확대 시행

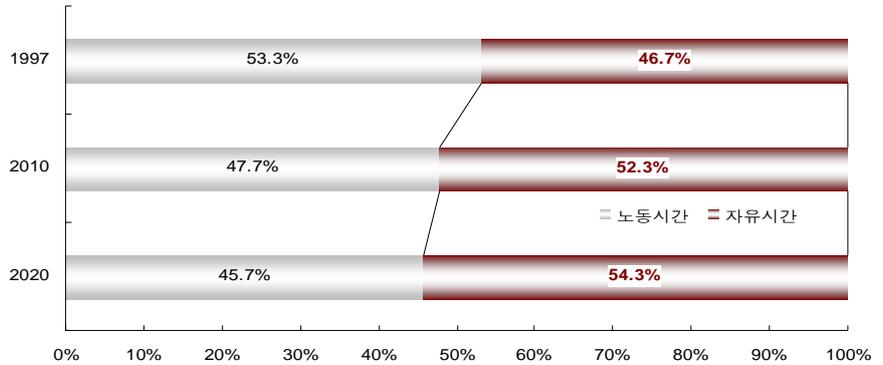
주5일 근무제 시행과 주5일 수업제 실시(06년 전국 모든 학교 월2회 실시)로 개인 및 가족단위의 여가시간이 확대되고 있으며 이로 인해 관광에 대한 새로운 수요 창출과 잠재 수요자의 실구매가 증가할 것으로 판단된다. 주5일 근무는 06년 7월 현재 100인 이상 사업장의 근로자들까지 시행하고 있으며 2011년까지 단계적으로 확대 실시 하게 된다. 이로써 현재 92~102일정도인 휴일을 2010년 130~140일까지 확대될 것으로 예상되며 휴일 증가로 인해 주간생활 비중 중 자유시간이 52.3%까지 상승할 것으로 기대된다. 따라서 국내 당일여행만이 가능했던 근로자들이 시간적 여유가 생김으로써 숙박여행을 겸한 장거리 관광도 늘리게 되고 삶의 질과 건강 증진을 위한 레저, 스포츠 목적의 단기여행 선호도 높아질 것으로 판단된다.

<표 1> 주 5 일 근무제 시행 기한

단 계	시 행 기 한	내 용	근로자수
1 단계	2004 년 7 월	공기업, 금융업, 보험업 및 1000 인 이상 사업장	716 천명
2 단계	2005 년 7 월	300 인 이상 사업장	865 천명
3 단계	2006 년 7 월	100 인 이상 사업장	1,300 천명
4 단계	2007 년 7 월	50 인 이상 사업장	1,060 천명
5 단계	2008 년 7 월	20 인 이상 사업장	8,425 천명
6 단계	2011 년	20 인 미만 사업장	-

자료: 노동부

<그림 8> 주간 생활시간 변동 전망



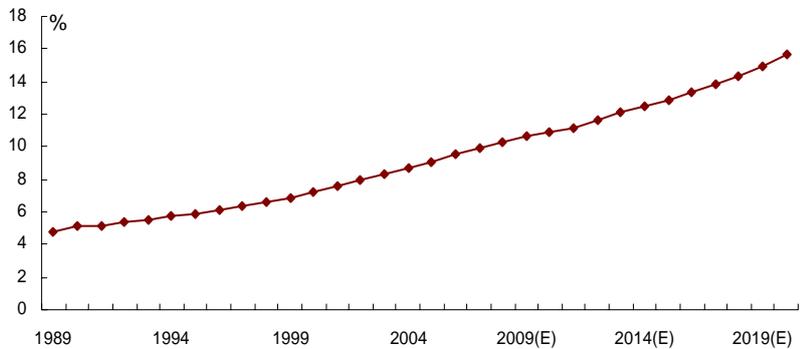
자료: 한국관광공사

주: 92~102일 → 130~140일로 휴일증가

③ 고령화 인구 증가

89년 전체인구대비 4.8%를 차지했던 65세 이상 인구 비중은 00년 7%를 상회하며 ‘고령화 사회’로 진입했고 05년말 현재 9.1%를 기록했다. 한편 2014년에는 14%를 상회하여 ‘고령사회’로 진입할 것으로 전망되며 이에 따라 고령친화산업인 관광산업이 수혜를 입을 것으로 예상된다. 고령친화산업이란 민간이 주체가 되어 은퇴한 노인, 은퇴준비에 있는 예비노인 및 이들의 주수발자를 대상으로 복지, 요양서비스를 생산, 유통, 판매하는 산업을 의미하며 06년 말 고령친화산업 진흥법 입법추진 등 법적 기반이 조성되는 것 외에도 정부차원의 고령친화 산업에 대한 부양정책이 가시화될 것으로 전망된다. 시장규모는 2010년 29조원, 2020년 108조원을 예상하며 시장 규모 증가에 따라 관광산업도 성장할 것으로 전망되며 더불어 베이비붐 세대가 은퇴하는 2010년부터는 급속한 성장을 할 것으로 기대된다.

<그림 9> 전체인구대비 65세 이상 인구 비중

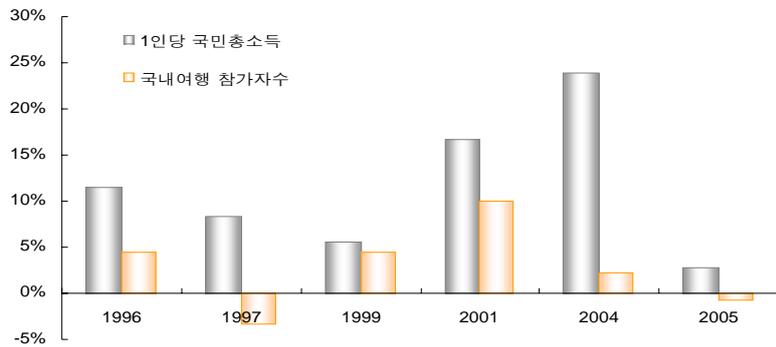


자료: 통계청

④ 국내 관광 인프라  
취약으로  
해외 관광 증가

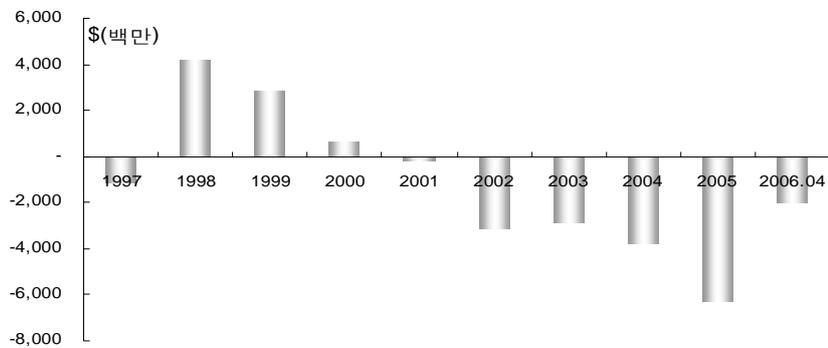
국민들의 관광 수요가 늘어나면서 국내 관광 횟수는 3회까지 늘어나는 한편 성장률은 01년을 고점으로 감소하여 05년은 마이너스 성장을 기록하였다. 이는 국민 관광 수요에 비해 국내 관광 인프라가 취약하기 때문이며 국내 관광 수지의 적자폭이 늘어나고 있음을 감안할 때, 늘어나는 관광수요를 해외 관광이 흡수하고 있는 것으로 판단된다. 즉, 국내 관광자원은 타국대비 1)하드웨어적인 요소가 다소 떨어지고 2)지금까지 이루어졌던 관광 개발부분에서 다양성과 차별성이 부족하며 3)기존의 관광자원을 활용한 상품개발이 미흡하다는 이유 등에서 내국민의 해외 관광을 촉진시키는 요인이라고 볼 수 있다.

<그림 10> 국내 관광 수지 현황



자료: 통계청, KATA

<그림 11> 국내 관광 수지 현황



자료: 한국관광공사

주: 2006년은 4월까지의 관광수지를 합산하였음.

⑤ 여행상품의  
구매패턴 변화

관광정보 수집은 친구나 친지, 여행사를 통하던 방법에서 인터넷 및 TV를 이용한 정보수집의 빈도가 높아지고 있다. 즉, Face to Face를 통한 여행상품 구매에서 인터넷 혹은 TV(홈쇼핑)을 통한 구매로 패턴의 변화가 일어나고 있다. 이런 인터넷, TV로의 구매패턴 변화는 직접 소매여행사를 가야만 얻을 수 있었던 관광정보를 손쉽게 구할 수 있게 했다는 이점에서 관광정보의 접근성을 높여 잠재 고객층을 실수요자로 이끄는 요인이 된다고 판단된다.

외부요인  
① 항공자유화 추세

현재 국내 여행상품의 공급물량은 제한된 항공 노선수에 의존하고 있는데 그 이유는 여행사가 항공사에서 결정된 노선수에 맞게 상품을 개발하고 판매하기 때문이다. 따라서 항공자유화가 확대될수록 여행상품의 공급라인이 확대되어 성수기 등 수요가 많은 시점에 더 많은 관광객을 흡수 할 수 있을 것으로 판단된다.

참고로 항공자유화란 항공협정에 의해 항공사에 노선을 배분하는 규제방식이 아니라, 항공사의 판단에 따라 자유롭게 항공기를 띄우는 방식을 말하는데, 항공자유화가 실현되면 노선과 항공편이 증가하여 항공운임이 내려가는 긍정적인 효과가 있을 것으로 예상된다. 또한 가격대에 따른 항공기의 소비자 선택 폭이 넓어지는 효과 또한 있어 해외관광에 대한 수요를 촉진할 것으로 판단된다. 항공자유화는 정부가 추진중인 ‘동북아 물류허브’ 목표를 위해 필요한 방안 중 하나로써 2010년까지 14개국인 항공자유화 국가의 확대 및 국제노선 300개로 증설을 계획 중에 있다.

<표 2> 06년 확대된 항공자유화

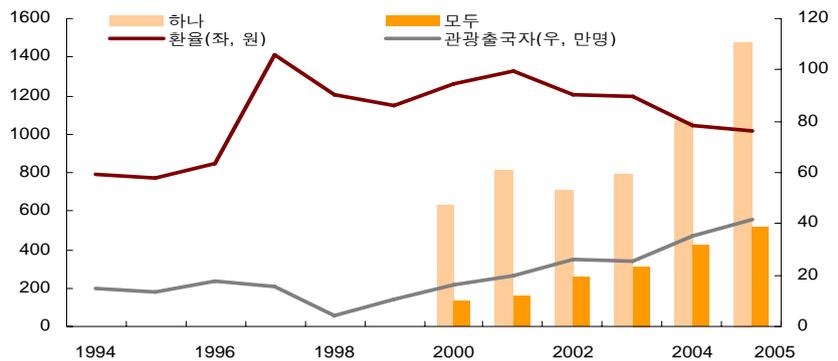
해 당 국	내 용
미 국	98년부터 항공 자유화
베트남	08년 1월 1일부터 여객직항노선 항공자유화
태 국	06년 5월 23일부터 항공자유화
중 국	06년 6월부터 단계적 항공자유화 추진 33개 노선 주 204회 운항->43개 노선 주 401회 운항

자료: 건교부

② 환율하락에 따른  
관광목적 출국자 증가

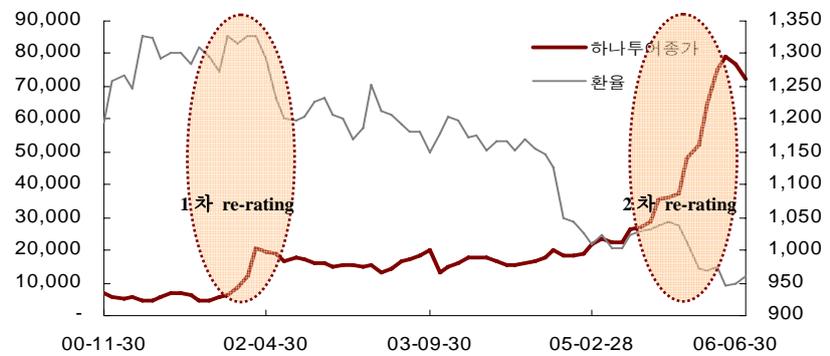
국내 여행 상품 중 환율에 연동하는 여행 상품이 있거나 또는 개발하는 여행사는 없으며 더불어 환율의 영향으로 여행 상품의 가격이 당장 변하는 등 직접적인 상관성은 없다. 그러나 IMF이후, 원화 강세에 따른 관광 출국자수는 꾸준히 증가했으며 더불어 국내 1, 2위 관광업체들의 매출액도 증가하였다. 또한 급격한 원화강세가 나타날 때마다 동사의 주가도 re-rating을 받았던 걸로 판단된다. 이에 당사는 원화강세에 따라 관광 수요자가 체감하는 해외 경비 부담이 줄어들어 해외 관광 수요를 촉진했다고 판단된다.

<그림 12> 환율하락에 따른 여행사 매출



자료: 통계청

<그림 13> 환율하락에 따른 여행사 주가



자료: 통계청, 한양증권리서치

▣ 국내 관광산업 성장의 수혜자는 도매여행사

국내 관광 산업 성장의 Catalyst는 아웃바운드 관광

관광산업의 성장은 국내관광과 해외관광의 수요증가로 아웃바운드와 인바운드 관광 양시장의 확대가 예상되나 당사는 그 중 아웃바운드 시장이 관광산업의 성장에 catalyst로 작용해 성장기를 주도할 것으로 판단된다. 이유는 국민소득증가 및 여가생활 증가, 그리고 원화강세 등의 요인이 내국민의 국내관광보다 해외관광을 더 촉진할 것으로 판단되기 때문이다. 참고로 아웃바운드 관광은 국내에서 국외로 송출되는 관광객들에 의한 관광활동을 뜻하며 인바운드 관광은 국외에서 국내로 유입되는 관광객들에 의한 관광활동을 뜻한다.

아웃바운드 관광 중 도매여행사의 성장률이 높을 듯

아웃바운드 관광 성장에 따른 직접적인 수혜는 해외 관광 상품을 판매하는 여행사에게 돌아갈 것으로 판단되며 이에 따라 해외 관광 상품을 취급하는 소매여행사(이하 소매사)와 도매여행사(이하 도매사)의 동반 성장이 예상된다. 다만 포인트는 ‘어느 판매사의 성장률이 더 높을 것인가’에 중점을 뒀다 할 것이다.

당사는 먼저 완전 경쟁 시장에서 Bargain power로 인한 원가 경쟁력을 갖춘 대형사 위주의 외형성장을 예상하며 대형사 중에서도 도매사업을 영위하는 여행사의 성장을 전망한다. 이유는 도매사가 소매사 대비 매출 성장률을 상회하는 영업이익률을 달성할 것으로 예상되기 때문이다. 참고로 도매여행사(이하 도매사)는 여행상품을 기획하여 전국 소매여행사(이하 소매사)를 통해 판매하는 방식으로 생산과 도매유통을 겸하고 소매여행사는 도매여행사로부터 기획 여행상품을 알선 받아 이를 판매하는 사업을 한다.

**도매여행사의  
영업이익성장률이  
높은 이유는  
영업구조의 차이**

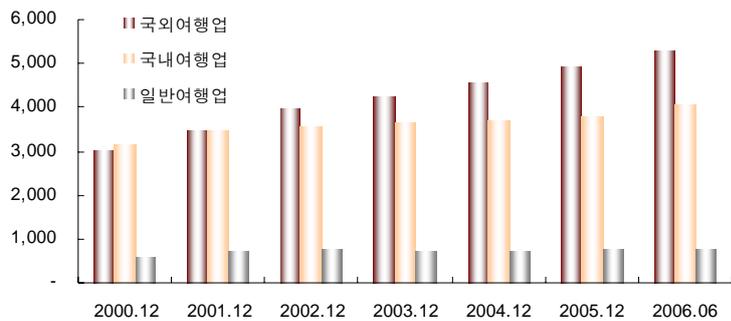
여행사의 매출 경로는 대리점을 통한 오프라인 판매와 홈페이지를 통한 인터넷 판매가 있는데 소매사와 도매사 모두 이 두 경로를 이용해 상품을 판매한다. 그러나 경로에 따른 영업구조와 그에 따른 수익구조가 상이해 매출 증가에 따른 영업이익률 성장이 상이한데 당사는 도매사의 영업이익 성장률이 소매사 대비 더 높을 것으로 예상한다. 이유는 1) 도매사는 M/S 상승으로 인한 Bargain power 발생으로 공급측면(항공티켓, 현지비용 등)에서 원가 절감효과가 지속될 것으로 예상되고 2)도매사와 제휴를 맺는 일반 소매대리점의 개수가 꾸준히 증가하고 있어 도매사입장에서는 판매사가 증가하는 효과를 볼 수 있으며 3)홈페이지를 통한 상품 판매 증가와 Brand Powe강화로 평균 수수료율이 감소추세에 있기때문이다.

**<표 3> 도매사와 소매사의 판매경로 및 수수료**

구 분		소매여행사	도매여행사
오프라인	대리점	직접 투자로 지점 설립	기존 국내에 존재하는 소매 여행 업체와 제휴
	수수료	없음	소매여행사에 항공권은 6~7%, 패키지는 9% 수수료 지급
온라인	홈페이지	*본사에서 운영하며 홈페이지상에서 여행상품 구매가능 *상품 구매자는 본사에서 직접 관리	*본사에서 운영하며 홈페이지상에서 여행상품 구매가능 →상품 구매자를 가까운 제휴 소매여행사에서 연결시켜줌  *제휴사에서 운영하는 홈페이지상에서 여행상품 구매가능
	수수료	없음	패키지 7%

자료: 한양증권리서치

**<그림 14> 소매대리점 개수 증가 추이**



자료: 한국관광협회 중앙회

이와 상반되어 소매사는 영업이익의 상승여력은 존재하지만 도매사 대비 영업이익의 성장률은 다소 떨어질 것으로 예상된다. 이유는 1)소매사는 꾸준한 직영체제의 영업대리점 증설로 투자비와 인건비 및 감가상각비 등의 비용 상승이 예상되고 2)자체 고객률을 높이기 위한 공격적인 마케팅으로 도매사 대비 광고비용이 높으며 3)소매사가 도매사업까지 사업영역을 확대한다 하더라도 지급수수료 발생으로 영업이익률이 하락할 것으로 예상되기 때문이다.

<그림 15> 도매사와 소매사의 수익구조

수탁고	: 여행상품 판매금액 합산	
항공비, 지상비	: 비행기와 현지비용 원가	
영업수익	: 매출액개념	
판매관리비	: 소매와 도매사의 차이 존재	
영업이익		
	↓	↓
	소매사	도매사
	인건비 : 25~30% → 증가요인 존재	인건비 : 25~30%
	광고선전비 : 10~15% → 증가요인 존재	광고선전비 : 3~5%
	지급수수료: 없음	지급수수료 : 35~40% (총수탁고의 9~10%) → 감소요인 존재
	영업이익률 : 17~22% → 감소요인 존재	영업이익률 : 9~16% → 증가요인 존재

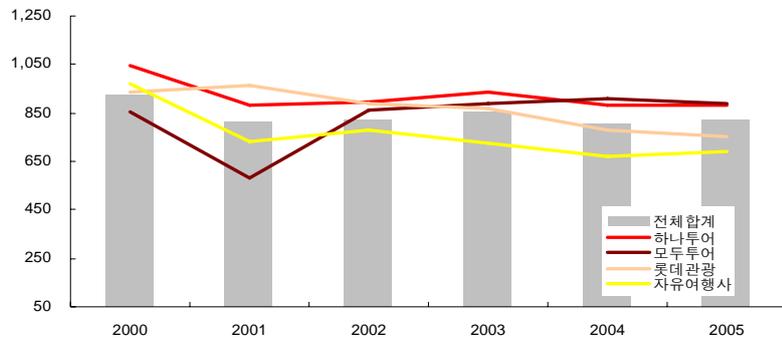
자료: 한양증권리서치

▣ 도매여행에는 시장 리스크에 대한 회피 요인이 존재

리스크 요인  
① 과당 경쟁

현재 M/S 상위 2개 여행사의 객단가는 85~90만원 선에서 등락을 거듭하고 있는 반면 상대적으로 시장점유율이 낮은 여행사는 상위 30개 여행사의 평균에도 못 미치고 있다. 해마다 시장수요가 상위 업체로 편중되어 늘어나는 상황에서 상위업체들은 규모의 경제로 인한 bargain power가 더욱 강력해 질 것으로 예상되는 가운데 현재 bargain power로 인한 원가절감 효과를 누리고 있는 여행사가 상품 가격을 낮출 경우 시장의 과당경쟁은 필연적일 것으로 판단된다. 또한 산업내 과당경쟁의 발생시 상위업체는 여행상품 가격을 인하하더라도 원가 감소로 인해 영업이익 폭은 기존 수준을 유지할 것으로 예상되지만 그렇지 못한 M/S 하위업체들은 채산성이 악화될 것으로 판단된다.

<그림 16> 송출내국인 객단가

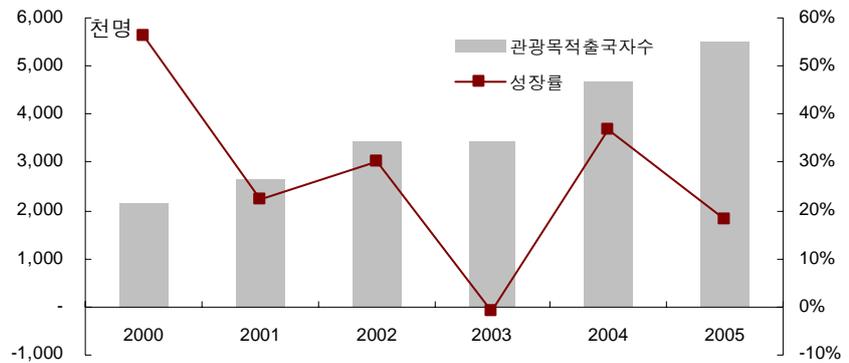


자료: KATA, 한양증권리서치

② 국제적 리스크

2001년 9.11테러, 2003년에 SARS, 2005년 쓰나미 등 국제적인 리스크가 발생할 경우 해외 관광의 수요가 감소하거나 또는 증가하더라도 성장률은 둔화했었다. 따라서 여행사들은 이런 비경상적인 사건이 발생했을 때 매출과 이익이 현격히 떨어지는데 그 민감도는 소매사 대비 도매사가 낮은 것으로 판단된다. 이유는 모객의 주체가 상이하기 때문인데, 소매사는 모객을 직접하고 도매사는 여러 제휴 소매여행사들이 한다는 것이다. 즉, 시장의 수요가 줄어드는 상황에서는 제휴 소매여행사들을 통해 모객을 하는 도매사의 여행 성사률이 높는데 도매사는 소매사대비 영업대리점이 많고, 도매점과 제휴한 일반 소매대리점은 수요가 급격히 감소했을 경우 소매대리점의 자체 모객률이 더 낮아져 거의 모든 모객을 도매여행 상품으로 대체하는 경우가 늘기 때문이다. 또한 주요 항공사들은 SARS등 국제적 리스크와 경기 위축 등의 국내 고유 리스크가 발생할 경우 항공공급을 줄이는 대신 항공권 예매업무를 경쟁력 있는 대형여행사에 집중시키는데 이로 인해 대형여행사들은 시장침체 시에도 시장점유율을 높이고 영업력도 강화시킬 수 있는 요인이 존재하게 된다.

<그림 17> 연도별 관광목적 출국자수와 성장률



자료: 통계청

④ 소매판매사의 도매판매로의 영업확대

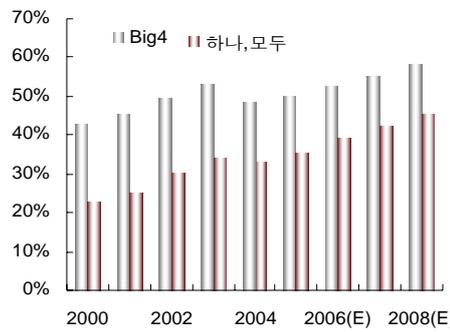
현재 소매사들이 도매판매로까지 영업을 확대하면서 도매사들의 외형성장률이 떨어질 수 있다는 우려가 높아지고 있다. 그러나 당사는 제휴 소매여행사들의 입장을 고려해볼 때 소매사들의 간접판매는 위협요소가 아니라도 판단된다. 이유는 소규모 소매여행사들이 도매사의 상품을 판매하는 원인을 분석해보면 알 수 있는데, 소매 여행사는 1)모객이 되지 않아 고객의 해외관광이 불발로 끝나는 위험을 회피하기 위해 2)그리고 티여행사의 제품을 제공하더라도 그 상품에 대한 고객과의 contact point는 자사(소규모 소매여행사)로 유지할 수 있다는 점에서 도매사의 제품을 판매한다. 따라서 소매사의 간접판매 상품의 경우 도매사와 같은 간접판매 상품이지만 고객과의 contact point를 소매여행사로부터 가져갈 수 있는 리스크가 존재하고 있어 소매여행사에게 메리트가 크지 않을 것이라는 게 당사의 판단이다.

■ Top picks: 하나투어(039130), 모두투어(080160)

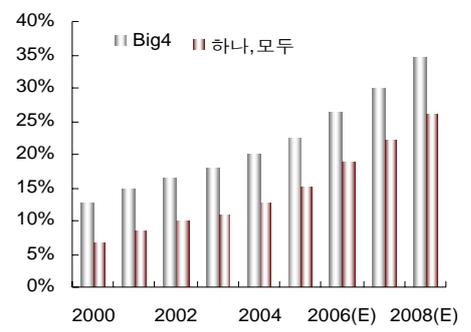
Top picks:  
하나투어(039130)  
모두투어(080160)

당사는 하나투어(039130)와 모두투어(080160)에 대해 업종 최선호주로 추천한다. 이유는 하나투어와 모두투어의 경우 관광 송출객과 관광 수탁금액 등에서 타여행사대비 높은 M/S을 보이고 있고 향후에 M/S강화는 지속될 것으로 전망되기 때문이다. 참고로 08년 기준 수탁금액의 시장점유율은 하나투어와 모두투어 각각 31%, 14%를 차지할 것으로 예상되며 관광목적 송출객은 각각 18%, 8%를 차지할 것으로 기대된다.

<그림 18> 관광 송출객 비중



<그림 19> 관광 수탁금액 비중



자료: KATA, 한양증권리서치추경

주1: 출국자는 관광목적 출국자 기준.

주2: Big4는 하나투어, 모두투어, 롯데관광, 자유여행사를 뜻함.

<표 4> 관광목적 출국자수 대비 점유율(06년 4월 누적기준)

	하나투어	모두투어	롯데관광	자유투어
판매형태	도매	도매	소매	소매
국내 관광목적 출국자 점유율	10%	5%	4%	3%
전체 여행사 송출인원 기준 M/S	24%	11%	8%	6%
전체 여행사 수탁금액 기준 M/S	39%	17%	13%	7%

자료: KATA, 한양증권리서치 정리

**투자포인트 요약**  
**하나투어**

동사의 투자 의견은 Buy 및 목표주가 90,000원을 제시한다. 목표주가는 절대평가지표인 DCF를 사용하여 도출하였으며 06년 07년 예상 평균 EPS 3,046원 기준 PER 29.6배 수준이다.

동사는 1) 규모의 경제 효과로 인한 원가 절감이 예상되고 2) 인터넷판매 증가로 인한 수수료 평균비용 하락 등 판매비부분의 비중 감소로 06년부터 매출성장률을 상회하는 영업이익 성장률을 기록할 것으로 기대되며 3) 08년 국내 전체 관광목적 출국자 기준 M/S 31%, 국내 여행사의 총 관광 수탁비용 중 M/S 18%를 예상한다.

**모두투어**

동사의 투자 의견은 Buy 및 목표주가 27,500원을 제시한다. 목표주가는 관광업종 PER를 10%할인한 PER 26.6배와 06~07년 예상 평균EPS 1,036원을 적용하여 도출하였다.

동사는 하나투어 대비 M/S는 낮지만 1) 동사의 브랜드 인지도 상승으로 06~08년 매출성장률이 하나투어 대비 높을 것으로 예상되고 2) 06년 들어 관광목적 출국자수 기준으로 성장성이 가시화 되고 있으며 3) 08년 국내 전체 관광목적 출국자 기준 M/S 14%, 국내 여행사의 총 관광 수탁비용 중 M/S 8%가 예상되어 동사의 흐름은 긍정적인 것이라 판단된다.

# 하나투어(039130)

Rating	<b>Buy</b>
Target Price	90,000원
Previous	N/A원
KOSPI(07/10):	1,299P
KOSDAQ(07/10):	576P
현재 주가(07/10):	74,200원
시가총액:	7,758억원
52주 최고 주가	79,000원
최저 주가	25,450원
외국인 지분율(%)	43.80%
주요주주:	박상환 9.3%

결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2004	797.6	118.1	156.3	106.2	1,034	50.9	16.1	11.3	44.0
2005	1,110.3	177.6	232.1	166.4	1,613	55.9	29.8	24.7	47.3
2006(E)	1,611.0	314.2	389.1	268.5	2,570	59.3	28.9	22.3	50.8
2007(E)	2,099.2	440.8	533.5	368.1	3,521	37.0	21.1	15.3	47.3
2008(E)	2,712.4	596.7	706.1	487.2	4,660	32.4	15.9	10.7	43.7

자료: 하나투어, 한양증권 리서치센터 추정

## Valuation

당사는 적정주가 산정 시, 동사가 업계 1위 업체라는 점을 감안하여 절대평가 지표인 DCF를 사용하였다. 한편, 영구성장률은 2016년 이후부터 적용되는 성장률 3%를 가정하였으며 WACC은 12.1%를 기준으로 산정하여 적정주가 90,000원을 도출하였다. 목표주가 90,000원은 06년 07년 예상 평균 EPS 3,046원 기준 PER 29.6배 수준이다.

### <표 5> Valuation

단위: 억원

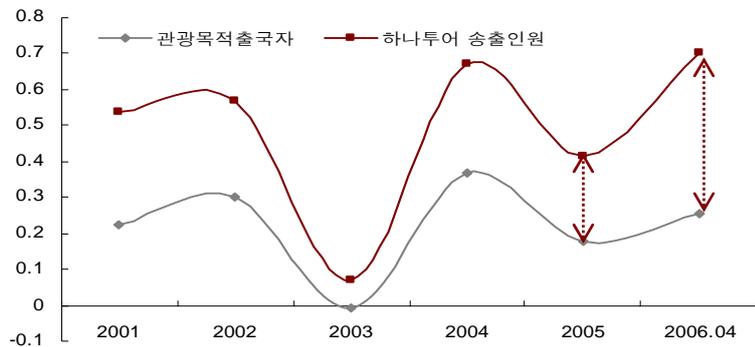
DCF Valuation	2006F	2007F	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
<b>Free cash flow discount model</b>											
매출액	1,611	2,099	2,712	3,142	3,512	3,822	4,072	4,272	4,442	4,620	4,790
매출증가	41.0%	30.3%	29.2%	15.9%	11.8%	8.8%	6.5%	4.9%	4.0%	4.0%	3.7%
세후영업이익	216	306	415	491	549	598	637	668	695	722	749
영업이익	311	441	597	707	790	860	916	961	999	1,040	1,078
유효세율	95	134	182	216	241	262	279	293	305	317	329
감가상각비	12	13	19	22	25	27	29	30	31	32	34
총현금유입	228	319	434	513	574	624	665	698	726	755	783
운전자본증감	36	84	105	7	56	46	38	30	26	27	25
유형자산투자	-13	-17	-22	-25	-28	-31	-33	-34	-36	-37	-38
무형자산투자	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
총투자	22	66	82	-20	25	14	3	-6	-12	-12	-15
Free Cash Flow	250	385	516	493	599	638	668	692	714	743	768
PVIF	0.892	0.796	0.710	0.633	0.565	0.504	0.450	0.401	0.358	0.319	0.285
추정FCF의 현재가치	223	306	366	312	338	322	300	277	255	237	219
현재가합(06~16년)	2,938			총현재가치			9,476				
2017년 FCF	768			부채			-				
잔여가치	6,538			주식가치			9,476				
성장률	3.0%			기말주식수(천주)			10,455				
WACC	12.1%			주당가치			<b>90,635</b>				

자료: 한양증권리서치추정

국내 아웃바운드 관광  
성장률을 상회하는  
외형 성장

06년 4월까지 누적 기준 관광목적 출국자수는 전년동기대비 25% 상승했는데 반해 하나투어 관광목적 송출인원은 71% 상승하였다. 동사의 해외 관광 송출인원은 해마다 전체 해외 관광 출국자수의 성장률을 상회하여 나타났는데 06년 들어 그 폭은 더 커지고 있다. 여행상품은 무형의 상품이고 상품의 차별성이 없기 때문에 브랜드 인지도가 고객의 신뢰도로 작용하게 되는 경우가 많다. 따라서 이를 감안할 때, 동사의 높은 송출인원 성장률은 Brand Power 강화로부터 기인된 것이며 동사의 6월까지 송출인원이 전년동기대비 59.5%의 성장한 것은 Brand Power가 지속적으로 강화되고 있음을 말해주고 있다고 판단된다.

<그림 20> 연도별 관광목적 출국자수와 하나투어 송출인원 성장률



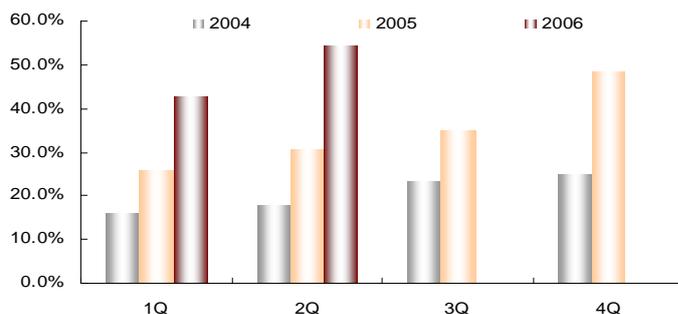
자료: 하나투어, KATA

주: 2006년은 4월까지의 수치를 고려한 것이며 비교 또한 전년 동기대비로 하였음.

전세기 비중 증가로 인한  
공급라인의 증대

항공 좌석은 지급기준에 따라 정규와 전세기로 나뉘는데 전세기는 다시 Block charter와 Whole charter로 나뉜다. 정규는 여행사가 발권 후 항공사에 좌석 비용을 지급하는 것이며 전세기는 항공사와 여행사의 계약에 따라 미리 항공 좌석비용을 지불하고 좌석의 일정부분을 사는 것을 말한다. 또한 전세기의 분류 중 Block charter는 항공 좌석 중 일부를 사는 것이고 Whole charter는 노선의 좌석 모두를 사는 것이다. 따라서 전세기 비중이 높아질수록 동사는 규모의 경제 효과 발생으로 원가가 절감되고 더불어 영업이익률도 높아진다. 동사는 05년 4Q부터 전세기 비중을 대폭 늘렸으며 이로 인해 원가 절감 효과와 더불어 공급 측면에서의 안전성을 누리게 됐다. 또한 동사는 전세기로 인해 항공가격의 포트폴리오화가 가능해져 여행상품의 가격책정이 용이해졌다.

<그림 21> 연도별 전세기 비중

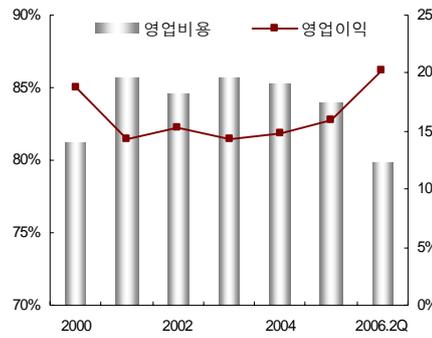


자료: 하나투어

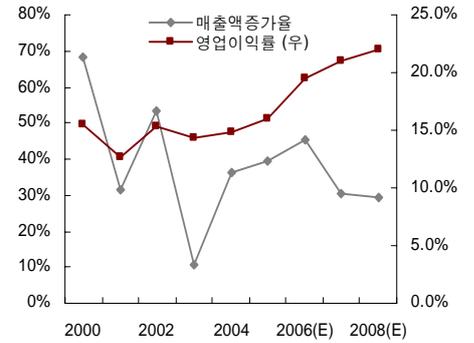
매출 성장률을 상회하는  
영업이익 성장률

동사는 06년부터 매출성장률을 상회하는 영업이익 성장률을 기록할 것으로 예상되는데 이유는 1) 규모의 경제 효과로 인한 원가 절감이 예상되고 2) 인터넷판매 증가로 인한 수수료 평균비용 하락 등 판매비부분의 비중의 감소 할 것으로 예상되기 때문이다.

<그림 22>매출액 대비 영업이익 비중



<그림 23>영업이익률 예상 추이



자료: 하나투어, 한양증권리서치추정

주: 2006년 2Q는 누적개념

3분기 실적 전망

동사 2분기 잠정 실적은 하나투어의 관광 송출객이 전년대비 45%가 증가했음에도 불구하고 영업이익, 당기순이익이 각각 47%, 29% 감소하였다. 감소이유는 광고비와 인건비 등 비용 증가와 월드컵영향으로 인한 상품 객단가하락 때문이었다. 그러나 당사는 동사의 2분기 실적은 우려할 수준이 아니며 다가올 3분기 대폭 상승할 실적에 관심을 뒤야 할 때라고 판단된다. 06년 7월 5일 현재 당사 여행상품 예약자는 76,600명을 상회했으며 전년동기 38,000명 예약자에 63,176명의 실제 송출객을 감안했을 때 이번 3분기의 송출객은 25만명을 상회할 것으로 예상된다. 따라서 당사는 동사의 3분기 매출액 517억, 영업이익 156억을 기록할 것으로 전망한다.

요약 재무제표

(억원, %, 원, 배)

Income statement	2004A	2005A	2006(E)	2007(E)	2008(E)	Cash flow statement	2004A	2005A	2006(E)	2007(E)	2008(E)
매출액	798	1,110	1,611	2,099	2,712	영업활동현금흐름	162	188	266	393	524
매출액증가율	36.5	39.2	45.1	30.3	29.2	당기순이익	106	166	268	368	487
매출원가	0	0	0	0	0	감가상각비	8	12	12	13	14
매출총이익	798	1,110	1,611	2,099	2,712	무형자산상각비	0	0	0	0	0
판매비 및 일반관리비	680	933	1,297	1,658	2,116	영업활동관련 자산부채 변동	37	7	44	84	105
영업이익	118	178	314	441	597	투자활동현금흐름	-105	-157	-86	-70	-90
영업이익률	14.8	16.0	19.5	21.0	22.0	투자자산 투자	-95	125	-80	-61	-72
영업외수익	43	73	87	98	114	유형자산 투자	-15	-301	-13	-17	-22
이자수익	10	11	16	21	26	무형자산 투자	0	-1	-1	-1	-1
외환관련이익	2	2	1	1	1	재무활동현금흐름	-32	12	-32	-55	-77
영업외비용	4	19	12	5	5	단기차입금 증가	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0	사채 증가	0	0	0	0	0
외환관련손실	1	2	1	1	1	장기차입금 증가	0	0	0	0	0
경상이익	156	232	389	533	706	유동성장기차입금 상환	0	0	0	0	0
특별손익	0	0	0	0	0	자본 증가	9	23	1	0	0
법인세 차감전순이익	156	232	389	533	706	배당금 지급	-31	-45	-36	-57	-79
법인세비용	50	66	121	165	219	순현금흐름	24	42	148	267	357
당기순이익	106	166	268	368	487	기초현금	53	77	119	267	535
EPS	1,034	1,613	2,570	3,521	4,660	기말현금	77	119	267	535	891

Balance sheet	2004A	2005A	2006(E)	2007(E)	2008(E)	Financial ratios	2004A	2005A	2006(E)	2007(E)	2008(E)
현금 및 현금등가물	77	119	267	535	891	유동비율	150.0	104.5	133.8	156.6	175.0
단기금융상품/유가증권	222	132	207	258	315	당좌비율	150.0	104.5	133.8	156.6	175.0
매출채권	62	104	151	197	255	부채비율	105.1	104.9	94.0	84.0	76.7
재고자산	0	0	0	0	0	차입금/자기자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동자산	438	457	787	1,200	1,732	차입금의존도	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산	125	105	139	191	259	순차입금/자기자본	-106.1	-59.5	-74.8	-85.8	-92.3
유형자산	14	303	303	307	315	유보율	446.2	719.1	1,113.3	1,666.8	2,399.4
무형자산	0	1	2	2	3	매출액증가율	36.5	39.2	45.1	30.3	29.2
자산총계	578	866	1,230	1,700	2,309	EBITDA 증가율	38.4	50.2	72.0	39.0	34.6
매입채무	0	0	0	0	0	영업이익 증가율	40.6	50.5	76.8	40.3	35.4
단기차입금	0	0	0	0	0	경상이익 증가율	52.1	48.5	67.7	37.1	32.4
유동성장기차입금	0	0	0	0	0	당기순이익 증가율	51.1	56.8	61.3	37.1	32.4
유동부채	292	438	588	766	990	EPS 증가율	50.9	55.9	59.3	37.0	32.4
사채	0	0	0	0	0	총자산 증가율	40.7	49.8	42.1	38.2	35.8
장기차입금	0	0	0	0	0	투하자본 증가율	45.3	-152.0	-59.3	-270.0	194.6
고정부채	4	6	8	10	12	EBITDA 마진	15.9	17.1	20.3	21.6	22.5
부채총계	296	443	596	776	1,002	영업이익률	14.8	16.0	19.5	21.0	22.0
자본금	52	52	52	52	52	경상이익률	19.6	20.9	24.2	25.4	26.0
자본잉여금	37	3	3	3	3	법인세 차감전순이익률	19.6	20.9	24.2	25.4	26.0
이익잉여금	274	396	607	896	1,279	당기순이익률	13.3	15.0	16.7	17.5	18.0
자본총계	282	423	634	924	1,307	이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Valuation guide	2004A	2005A	2006(E)	2007(E)	2008(E)	Per share data	2004A	2005A	2006(E)	2007(E)	2008(E)
ROE	44.0	47.3	50.8	47.3	43.7	EPS	1,034	1,613	2,570	3,521	4,660
COE	13.9	12.1	12.1	12.1	12.1	PER	16.1	29.8	28.9	21.1	15.9
ROE-COE	30.2	35.2	38.7	35.1	31.6	CFPS	1,116	1,733	2,690	3,648	4,800
ROE/COE	3.2	3.9	4.2	3.9	3.6	PCFR	15.0	27.7	27.6	20.3	15.5
EBIT	118	178	314	441	597	BPS	2,731	4,096	6,067	8,834	12,497
NOPLAT	80	127	217	304	412	PBR	15.0	27.7	27.6	20.3	15.5
Pre-tax ROIC	-101.1	-535.5	620.7	-4,300.0	-607.6	SPS	7,771	10,761	15,422	20,078	25,943
ROIC	-68.7	-384.0	428.3	-2,967.0	-419.2	PSR	2.1	4.5	4.8	3.7	2.9
ROIC-WACC	-82.6	-396.1	416.2	-2,979.1	-431.4	EBITDA/share	1,232	1,841	3,128	4,344	5,847
ROIC/WACC	-	-	35.3	-	-	P/EBITDA	13.6	26.1	23.7	17.1	12.7

# 모두투어(080160)

Rating	<b>Buy</b>
Target Price	27,500 원
Previous	N/A 원
KOSPI(07/10):	1,299P
KOSDAQ(07/10):	576P
현재 주가(07/10):	24,050원
시가총액:	2,020억원
52주 최고 주가	31,950원
최저 주가	7,996원
외국인 지분율(%)	3.49%
주요주주:	우종중 12.6%

계산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2004	316.3	29.9	40.2	28.6	487	189.7	-	-	62.7
2005	388.7	32.0	40.5	29.3	451	-7.4	34.3	28.1	28.4
2006(E)	609.2	85.3	95.8	69.0	868	92.5	27.7	16.7	21.2
2007(E)	844.3	126.6	139.5	100.5	1,196	37.8	20.1	10.2	18.1
2008(E)	1,095.9	175.3	189.6	136.5	1,625	35.9	14.8	6.3	20.3

자료: 모두투어, 한양증권 리서치센터 추정

**투자의견 Buy**  
**목표주가 27,500원**

당사는 동사에 대한 투자의견 Buy 및 목표주가 27,500원을 제시한다. 목표주가는 상대평가 지표인 PER를 이용해 도출하였으며 하나투어 PER를 관광업종의 기준 PER로 정하여 적용하였다.

**목표주가는**  
**06~07년 평균EPS에**  
**PER 26.6배 적용**

목표주가 27,500원은 동사의 06~07년 평균 EPS 1,036원에 관광업종 PER를 10%할인하여 구한 PER 26.6배를 적용하였다. 당사가 관광업종 PER를 10% 할인하여 적용하는 이유는 1)동사는 하나투어 대비 M/S가 낮으나 2)동사의 브랜드 인지도 상승으로 06~08년 매출성장률은 하나투어 대비 높을 것으로 예상되고 3)높은 매출 성장은 동사에 '규모의 경제'효과를 발생시켜 영업이익률 성장을 가져다 줄 것으로 전망되며 3)06년 들어 관광목적 출국자수 기준으로 성장성이 가시화 되고 있기 때문이다.

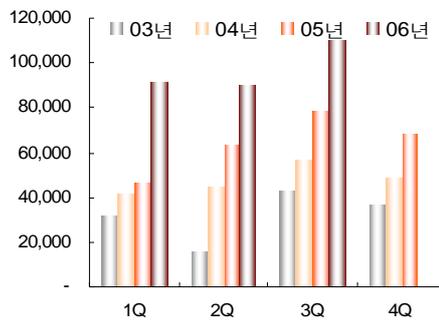
### 분기 실적 전망

동사의 2분기 매출은 관광수출 인원이 약90,300명인 것을 감안해, 전분기 대비 16% 하락한 123억을 예상하며 영업이익은 5억 수준일 것으로 예상된다. 그러나 당사는 동사의 2분기 실적 하락의 우려보다 전체 연매출에 30%이상을 차지하는 3분기 실적에 초점을 뒀다 할 때라고 판단된다. 06년 7월 5일 현재 당사 여행상품 예약자는 36,200명 수준이며 관행적으로 예약인원의 20%를 할증한 인원이 당월 실송출객이었던 것을 감안할 때 3분기의 송출객은 9만명을 상회할 것으로 예상된다. 따라서 당사는 동사의 3분기 실적은 매출액 200억, 영업이익 36억을 기록할 것으로 전망한다.

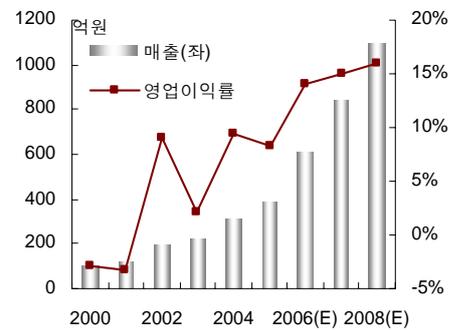
06년부터 시작될  
고속성장은  
08년까지 지속될 듯

동사는 05년까지 매출 성장대비 부진한 영업이익률을 보여왔는데, 06년은 본격적인 영업이익률 상승국면에 진입했다고 판단된다. 이유는 05년부터 늘렸던 마케팅 비용의 효과와 성장으로 인한 브랜드 인지도 상승으로 큰 폭의 매출 성장을 전망하는 가운데 매출성장으로 인한 규모의 경제 효과 또한 발생될 것으로 예상하기 때문이다. 실제 마케팅 비용을 늘렸던 2Q05Y에 국내 전체 관광목적 출국자수는 전년동기대비 22%증가하였는데 반해 동사의 관광목적 송출객은 35.9%증가하였고, 1Q06Y 기준 국내 전체 관광목적 출국자수는 25.9%증가했는데 반해 동사는 95.5%증가하였다. 따라서 06년은 동사의 브랜드 네임 상승과 고객의 신뢰성 상승으로 매출액과 영업이익이 동시에 성장하는 원년이 될 것으로 예상된다.

<그림 24> 관광목적 출국자수 증가 추이



<그림 25> 연도별 매출액, 영업이익률 추정



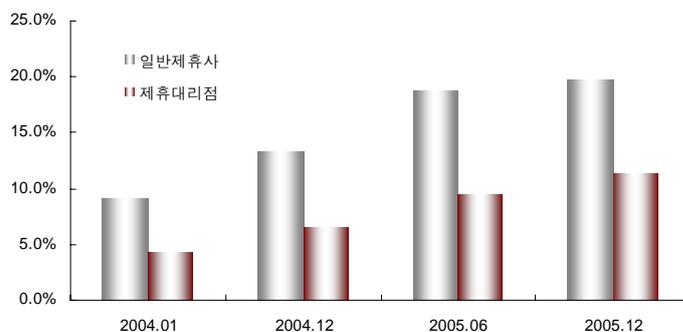
자료: KATA, 모두투어

주: <그림24의> 06년 3분기는 당사 추정치임

추가 조달한 자금은  
유통망확충과  
항공권 좌석 확보에  
사용

동사는 지난 5월 유상증자를 통해 270억원의 자금조달을 하였는데 그 중 80억원은 추가 BSP질권 설정을 하였으며 16억정도는 브랜드 마케팅비용으로 사용하였다. 그리고 나머지 174억 정도 중 70억 정도는 추가 브랜드 마케팅을 위해 사용 될 것으로 전망되며 나머지에 대해서는 유통망 확장과 회사 전산 시설에 투자할 계획이다. BSP(Billing Settlement Plan)란 IATA의 표준항공여객운임 정산제도로써 담보금액에 따라 일괄 정산 티켓 수량이 정해지는 구조다. 따라서 동사의 BSP추가 질권 설정은 비용의 절감과 업무의 효율화를 도모할 수 있게 되었다는 점에서 긍정적이라 판단된다. 또한 향후 유통망 확장을 위한 자금 소요 계획은 동사가 도매사라는 점을 감안할 때, 추후 동사 외형성장에 기여할 요소라는 점에서 긍정적일 것으로 예상된다.

<그림 26> 유통채널별 매출기여도



자료: 모두투어

요약 재무제표

(억원, %, 원, 배)

Income statement	2004A	2005A	2006(E)	2007(E)	2008(E)	Cash flow statement	2004A	2005A	2006(E)	2007(E)	2008(E)
매출액	316	389	609	844	1,096	영업활동현금흐름	45	78	107	139	177
매출액증가율	39.8	22.9	56.7	38.6	29.8	당기순이익	29	29	69	100	137
매출원가	0	0	0	0	0	감가상각비	2	3	3	3	3
매출총이익	316	389	609	844	1,096	무형자산상각비	0	0	0	0	0
판매비 및 일반관리비	286	357	524	718	921	영업활동관련 자산부채 변동	8	35	43	45	48
영업이익	30	32	85	127	175	투자활동현금흐름	-40	-70	15	-15	-15
영업이익률	9.5	8.2	14.0	15.0	16.0	투자자산 투자	-36	-67	-10	-22	-23
영업외수익	12	9	13	16	18	유형자산 투자	-4	-3	-3	-3	-3
이자수익	2	2	3	3	3	무형자산 투자	0	0	0	0	0
외환관련이익	0	0	0	0	0	재무활동현금흐름	0	57	275	8	9
영업외비용	2	1	2	3	4	단기차입금 증가	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0	사채 증가	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0	장기차입금 증가	0	0	0	0	0
경상이익	40	41	96	140	190	유동성장기차입금 상환	0	0	0	0	0
특별손익	0	0	0	0	0	자본 증가	0	57	272	0	0
법인세차감전순이익	40	41	96	140	190	배당금 지급	0	0	-4	0	0
법인세비용	12	11	27	39	53	순현금흐름	5	65	397	132	171
당기순이익	29	29	69	100	137	기초현금	18	23	88	485	619
EPS	487	451	868	1,196	1,625	기말현금	23	88	485	617	790

Balance sheet	2004A	2005A	2006(E)	2007(E)	2008(E)	Financial ratios	2004A	2005A	2006(E)	2007(E)	2008(E)
현금 및 현금등가물	23	88	485	619	790	유동비율	80.9	159.3	359.2	335.4	330.6
단기금융상품/유가증권	1	48	58	80	102	당좌비율	80.9	159.3	359.2	335.4	330.6
매출채권	12	23	37	51	66	부채비율	97.8	81.6	37.0	42.7	45.2
재고자산	0	0	0	0	0	차입금/자기자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동자산	42	166	591	764	978	차입금의존도	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산	71	94	94	94	94	순차입금/자기자본	-41.1	-92.9	-107.9	-115.6	-120.5
유형자산	5	5	5	5	5	유보율	252.4	596.0	1,098.5	1,337.7	1,662.7
무형자산	0	0	0	0	0	매출액증가율	39.8	22.9	56.7	38.6	29.8
자산총계	118	265	690	863	1,077	EBITDA 증가율	369.2	8.7	151.9	46.8	37.5
매입채무	0	0	0	0	0	영업이익 증가율	534.1	6.9	166.6	48.5	38.5
단기차입금	0	0	0	0	0	경상이익 증가율	280.5	0.9	136.4	45.6	35.9
유동성장기차입금	0	0	0	0	0	당기순이익 증가율	189.7	2.5	135.3	45.6	35.9
유동부채	52	105	164	228	296	EPS 증가율	189.7	-7.4	92.5	37.8	35.9
사채	0	0	0	0	0	총자산 증가율	52.4	124.1	159.9	25.2	24.8
장기차입금	0	0	0	0	0	투자자본 증가율	62.0	134.5	62.5	40.4	30.8
고정부채	7	15	22	30	39	EBITDA 마진	10.2	9.0	14.5	15.4	16.3
부채총계	59	119	186	258	335	영업이익률	9.5	8.2	14.0	15.0	16.0
자본금	17	21	42	42	42	경상이익률	12.7	10.4	15.7	16.5	17.3
자본잉여금	0	53	320	320	320	법인세차감전순이익률	12.7	10.4	15.7	16.5	17.3
이익잉여금	43	72	141	242	378	당기순이익률	9.0	7.5	11.3	11.9	12.5
자본총계	60	146	503	604	740	이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Valuation guide	2004A	2005A	2006(E)	2007(E)	2008(E)	Per share data	2004A	2005A	2006(E)	2007(E)	2008(E)
ROE	62.7	28.4	21.2	18.1	20.3	EPS	487	451	868	1,196	1,625
COE	4.4	10.1	11.7	11.7	11.7	PER	-	34.3	27.7	20.1	14.8
ROE-COE	58.4	18.4	9.6	6.5	8.7	CFPS	527	498	906	1,232	1,661
ROE/COE	14.4	2.8	1.8	1.6	1.7	PCFR	-	31.1	26.5	19.5	14.5
EBIT	30	32	85	127	175	BPS	1,019	2,013	5,993	7,189	8,814
NOPLAT	21	23	61	91	126	PBR	-	31.1	26.5	19.5	14.5
Pre-tax ROIC	-126.2	-65.2	-94.5	-94.3	-96.9	SPS	5,381	5,978	7,662	10,051	13,046
ROIC	-89.9	-47.2	-68.1	-67.9	-69.8	PSR	-	2.6	3.1	2.4	1.8
ROIC-WACC	-	-57.3	-82.4	-79.5	-81.2	EBITDA/share	549	539	1,111	1,544	2,123
ROIC/WACC	-	-	-	-	-	P/EBITDA	-	28.7	21.6	15.6	11.3

■ Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1% 이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관에 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이 경 민)

● 투자의견

Buy(매수)	향후 6개월간 15% 이상 상승 예상
Hold(보유)	향후 6개월간 +15~ -15% 내 변동 예상
Reduce(축소)	향후 6개월간 15% 이상 하락 예상

※ 당사의 투자의견은 2004년 10월 1일부터 Buy, Hold, Reduce 의 3 단계로 변경되었습니다.

● 투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
하나투어	039130	2006.07.11	Buy	90,000
모두투어	080160	2006.07.11	Buy	27,500

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 한양증권 점포현황

본 점	서울 영등포구 여의도동 34-11 한양증권빌딩	TEL : (02)3770-5000
명동지점	서울 중구 명동 1가 53-1 조흥은행 명동지점 빌딩 5층	TEL : (02)757-5151
도곡지점	서울 강남구 도곡동 545-7 미래빌딩 2층	TEL : (02)3462-9889
삼풍지점	서울 서초구 반포동 52-7 진일빌딩 3,4층	TEL : (02)594-1131
강동지점	서울 강동구 명일동 48 주양쇼핑 4층	TEL : (02)428-2211
송파지점	서울 송파구 송파동 121 한양APT 상가 2층	TEL : (02)419-2100
행당지점	서울 성동구 행당동 319-36 무학빌딩 3층	TEL : (02)2294-2211
안양지점	경기 안산시 동안구 비산 3동 360-17 동아뉴타운상가 B동 3층	TEL : (031)386-6666
안산지점	경기 안산시 고잔동 527-6 한양증권빌딩 2층	TEL : (031)486-3311
시화지점	경기 시흥시 정왕동 1734-5 우리빌딩 2층	TEL : (031)432-4545
분당지점	경기 성남시 분당구 서현동 298-3 창인프라자 4층	TEL : (031)705-4141
덕소지점	경기 남양주시 와부읍 덕소리 112-1 동산빌딩 5층	TEL : (031)576-2211
인천지점	인천 남동구 만수동 39 만수프라자빌딩 1층	TEL : (032)461-4433
부평지점	인천 계양구 계산2동 931-51 대진빌딩 3층	TEL : (032)544-2211
김천지점	경상북도 김천시 평화동 230-1 대영빌딩 2층	TEL : (054)430-2211
광주지점	광주광역시 남구 주월동 25-34 옥천빌딩 2층	TEL : (062)652-7070
부산점	부산 광역시 연제구 연산5동 1242-2 동화빌딩 12층	TEL : (051)852-0606

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용의 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 게재, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.