

# 모두투어 (080160)

**Analyst**

김 기영  
youngkim@sks.co.kr  
+82-2-3773-8893

## 이익률 상승의 날개를 펴다

**매수(유지)**

**추가(11/9)**

**21,500 원**

**목표추가(6 개월)**

**28,000 원(유지)**

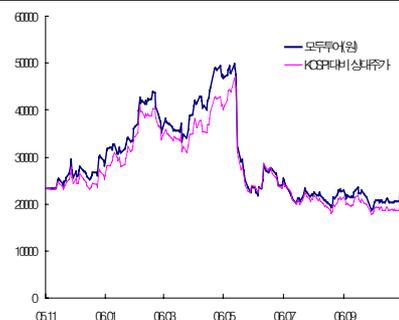
**2007 년에도 아웃바운드 여행시장 성장률은 두자리수 유지** 2005 년 해외 출국자수가 1 천만을 돌파하며 향후 성장률 둔화에 대한 우려가 나타났지만 국민소득 증가 및 원달러환율 하락에 따른 영향으로 2006 년 출국자수 증가율은 12% 이상에서 유지되고 2007 년에도 8~10%대의 성장이 예상된다.

**여행시장은 상위권업체 위주로 성장 예상** 그러나 여행시장 성장에 따른 수혜는 모든 여행사들이 고르게 나누지는 못할 것이다. 선두권 여행사들이 브랜드 인지도 및 자금력을 통한 영업네트워크 확보로 시장 장악력을 확대하고 있기 때문이다. 향후 국내 여행사의 자본화, 대형화가 예상된다.

**투자 의견 매수, 목표주가 28,000 원 유지** 모두투어를 여행주내 최선호주 제시한다. 2007 년부터 매출액 증가에 따른 규모의 경제 효과가 본격적으로 발생할 전망이다. 하나투어는 GDR 발행에 따라 주가지표 희석이 불가피하며, 롯데관광개발은 2008 년 높은 영업실적 증가율에도 불구하고 아직까지 기간조정이 필요하다는 판단이다.

12월 결산	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER(배) 최고 최저	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	순차입금 (억원)
2003.12	226	5	11	10	-	- -	-	-	37.5	-39
2004.12	316	30	40	29	-	- -	-	-	62.7	-25
2005.12	389	32	41	29	780	37.7 17.7	7.7	28.1	28.4	-136
2006.12E	630	93	111	80	1,036	21.0	3.8	15.5	25.6	-321
2007.12E	813	131	155	111	1,326	15.1	3.2	10.7	21.2	-387
2008.12E	976	178	207	149	1,770	11.3	2.6	7.4	23.7	-480

발행주식수	840 만주
자본금	42 억원
시가총액	1,823 억원
주요주주	우종웅 10.86 % 홍성근 6.74 %
외국인지분율	0.0 %
52주 최고/최저가	31,950 / 12,920 원
60일간 일평균 거래량	49,551 주
배당수익률	0.7 %
KOSPI대비 상대수익률	1개월 -1.41 % 3개월 -6.4 % 12개월 52.27 %



## Contents

---

Executive Summary	..... 1
Outbound 호조세 지속	.....3
2007 년 전체 출국자수 증가율은 8~10%대 예상	..... 5
2007 년은 도약의 해	..... 8
재무제표	..... 12

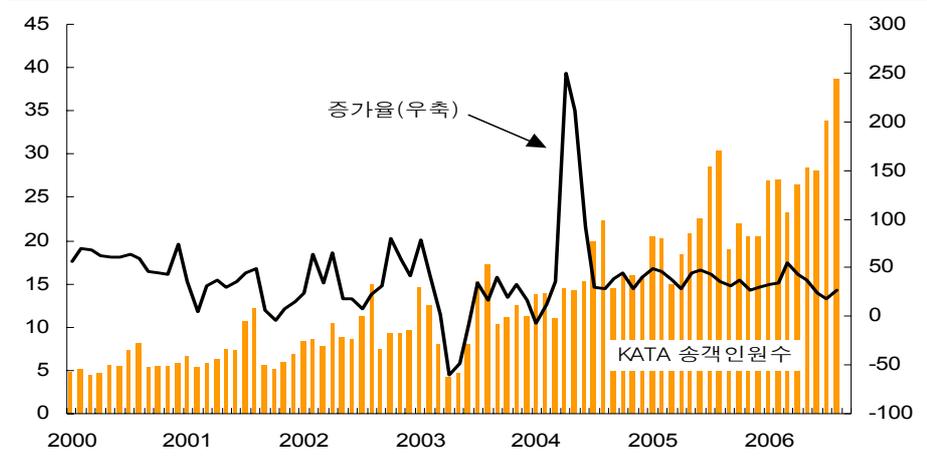
## Outbound 호조세 지속

9월 누적 내국인 출국자수  
증가율은 전년동기대비  
12.6%

2005년 14.2% 증가했던 내국인 출국자수가 2006년 9월 누적 12.6% 증가해 두자리수 성장세가 지속되고 있다. 상용, 공용, 회의참가 목적 출국자수 비중이 2004년 32.8%, 2005년 30.6%, 2006년 상반기 26.9%로 꾸준히 감소했다는 측면을 감안할 때 실질 관광목적 출국자수 증가율은 20%를 상회할 것으로 추정되고 있다. 실제로 한국일반여행업협회(KATA) 집계 기준 내국인 송객수 증가율은 8월 누적으로 25.2% 증가했으며, 상위 30개사 기준 증가율은 37.0%에 이르고 있다.

월별 내국인 송객인원 수

(단위 : 만명, %)



자료 : KATA

여행수요 급증은 국민소득  
증가와 이를 반영하는  
원달러환율의 기초적인  
하락에 기인

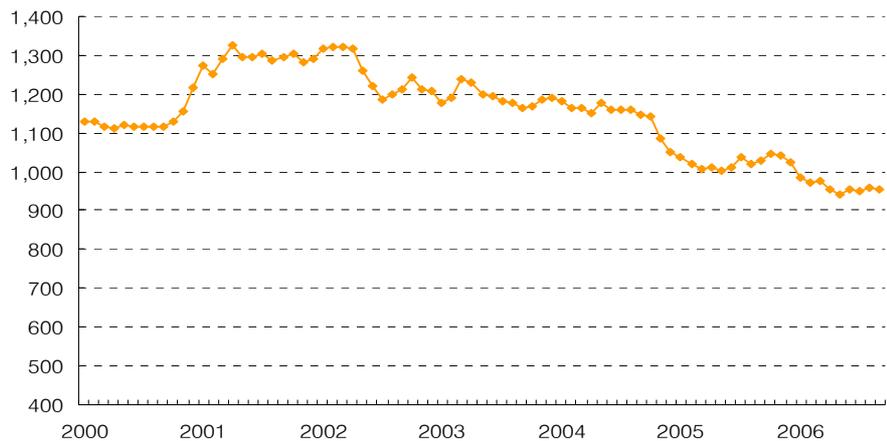
2000년 이후 내국인의 해외여행수요가 큰 폭으로 증가하고 있는 것은 1인당 국민총소득 증가와 이를 반영하고 있는 원달러환율의 기초적인 하락에 기인한다고 할 수 있다. 선진국에 있어서도 1인당 국민소득이 1만달러를 돌파하면서 해외여행수요가 급증했다는 선례를 찾아볼 수 있으며, 국내에 있어서도 이러한 기본적인 선례가 적용되고 있다. 또한 원화강세가 고착화됨에 따라 실질적인 해외여행에 대한 메리트가 크게 나타났다.

**2006년 달러당 1천원을  
하향 돌파하며 여행수요 큰  
폭 증가**

2002년 달러당 1,300원을 전후로 움직이던 원화환율이 1인당 국민소득 증가, 해외 주식투자 자금 유입, 경상수지 흑자 등을 기반으로 강세기조에 접어들었다. 이에 따라 해외여행수요는 견조한 증가세를 나타냈고, 달러당 1천원선을 하향 돌파하게 된 2006년에는 선두권 여행사의 해외 송객인원 증가율이 전년동기대비 40~50%에 이르는 유례 없는 호황을 구가하게 되었다.

2000년 이후 월별 원달러환율

(단위 : 원/달러)



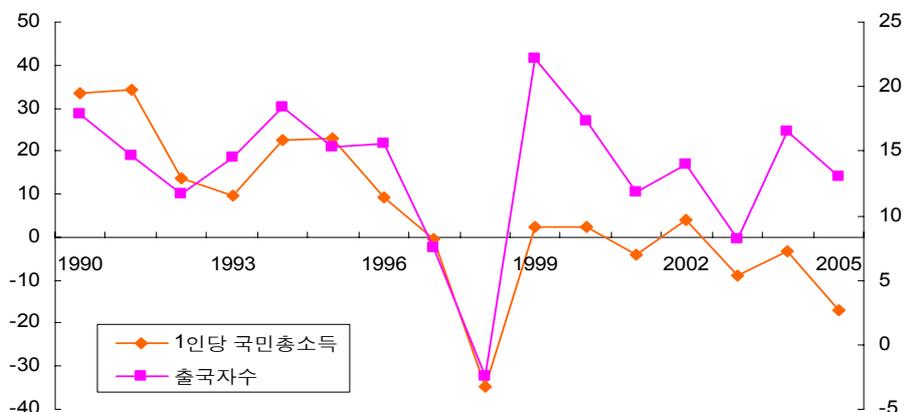
자료 : 한국은행  
주 : 월 평균환율 기준

**1인당 국민총소득 증가율과  
출국인원수 증가율은  
정(+)의 상관관계**

1990년 이후 1인당 국민총소득(GNI) 증가율과 출국인원수 증가율의 관계를 보면 진폭의 차이는 존재하지만 완전 정(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 해외여행수요에 영향을 미치는 원달러환율의 경우도 단기적인 차이는 있을수 있지만 궁극적으로는 국민총소득의 방향에 따라 결정되는 변수이기 때문이다. 국민총소득과 환율은 여행수요에 영향을 미치는 가장 큰 변수이며, 향후에도 그 영향력은 유지될 것으로 판단된다.

1인당 국민총소득(GNI) 증가율과 출국자수 증가율

(단위 : %)



자료 : 한국은행, KATA  
주 : 국민총소득은 원화표시 기준

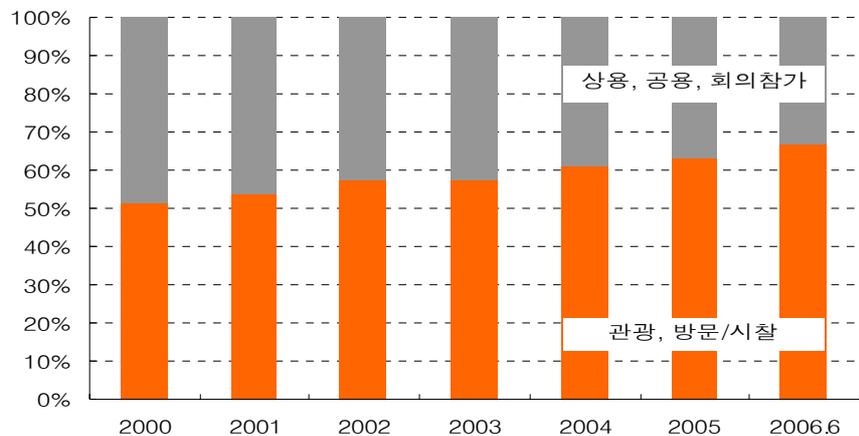
## 2007년 전체 출국자수 증가율은 8~10% 예상

**관광목적 출국자수 증가율은 20% 내외 예상**

2005년 연간 출국자수가 1천만명을 돌파한 이후 증가율 자체는 다소 둔화되는 조짐을 나타내고 있다. 2005년 14.2%에 이어 2006년에는 10~12%의 증가율이 예상된다. 그러나 2000년 이후 관광목적으로 분류 가능한 관광, 방문시찰 목적의 출국자수 비중이 지속적으로 상승했다는 점을 감안할 때 실질적인 관광목적 출국자수는 20% 내외의 증가율을 기록할 것으로 예상된다. 실제로 금년 9월 누적 기준 출국자수 증가율이 12.6%의 증가율을 기록한데 반해 KATA의 관광목적 출국자수 증가율은 30%대를 상회하고 있다.

목적별 출국자 비중

(단위 : %)



자료 : 한국관광공사

주 : 2006년 7월 이후 출국신고서 작성 폐지로 목적 파악 불가

**2007년 당사 GDP 전망치는 4.5%**

당사에서는 2006년 연간 5.1%에 이어 2007년에는 4.5%의 GDP 증가율을 예상하고 있다. 경기하강추세가 지속되고 있지만 2007년 1분기를 기점으로 재차 회복세에 접어들 것으로 예상된다. 둔화세가 지속되고 있는 소비 또한 1분기를 저점으로 점차 회복세에 접어들 전망이다.

### 2006~2007년 국내 경제전망

	2005		2006				2007				연간
	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	
GDP(%)	4.0	6.1	5.3	4.6	4.2	5.1	3.9	4.4	4.7	5.0	4.5
(SA전기비, %)	1.3	1.2	0.8	1.0	1.3	1.1	1.1	1.0	1.2	1.5	1.2
총소비	3.4	4.9	4.5	4.1	4.3	4.5	3.8	4.0	4.8	5.1	4.4
경상수지(억불)	166	-11	7	17	23	36	-10	8	12	15	25
소비자물가(%)	2.8	2.4	2.3	2.6	2.9	2.6	3.1	3.2	3.2	3	3.1
원달러 (평균)	1024	976	950	952	940	954	940	930	940	945	939
(기말)	1011	972	950	945	935	935	930	935	940	950	950

자료 : SK 증권 전망

**원화환율은 달러당 900 원대 초반 안착 예상**

실질 여행수요에 영향을 미치는 원달러환율은 경상수지 흑자폭 감소에 따라 절상추세에 제동이 걸릴 가능성도 존재하지만 그 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 당사에서는 2007년 평균 원달러환율을 달러당 939 원으로 예상하고 있으며, 2 분기를 저점으로 소폭의 상승세에 접어들 것으로 전망한다. 원달러환율이 여행수요 증가를 견인하는 모멘텀이 되고 있는 것은 사실이지만 그 기간이 장기화 될 경우 실물경제에 미치는 부작용으로 인해 악재로 작용할 수 있다. 따라서 환율 하락은 경제에 미치는 충격이 최소화 되는 범위 내에서 점진적으로 이루어지는 것이 여행수요 증가에 긍정적인 파급효과를 가져온다는 판단이다.

**미국 비자면제 가능성은 2007년말 이후 판단 가능**

2007년초부터 적용 가능할 것으로 예상되었던 미국 비자면제프로그램(VWP)이 연말로 연기되었다. 비자면제프로그램 가입 조건중 가장 중요한 사항인 비이민 비자거부율 3%를 달성하지 못했기 때문이다. 비자면제프로그램이 적용될 경우 매년 1천억원을 넘어서고 있을 것으로 추정되는 수수료 관련 비용이 없어지게 될 뿐만 아니라 여행객의 미국방문이 수월하게 이루어지게 됨에 따라 그동안 정체 상태에 있었던 미국향 여행시장의 활성화가 예상된다.

**VWP(비자면제프로그램) 가입 요건**

비이민 비자거부율 3% 미만	관광, 상용, 유학비자 등 이민목적 이외의 비자를 신청하였으나 그 발급이 거부된 비율이 전체 신청자의 3% 미만이어야 함
상호주의	우리나라를 방문하는 미국인에 대해서 상호주의에 입각하여 동등한 수준으로 무사증입국을 허용해야 함
생체정보인식 여권 소지	미국에 무사증으로 입국하기 위해서는 여권소지자의 생체정보가 저장되어 있는 여권을 소지해야 함
도난여권에 대한 정보 공유	분실, 도난된 여권이 타인에 의해 오용되지 않도록 관련 정보를 정기적으로 공유해야 함
사법집행 협력	무사증입국이 허용됨으로 인하여 양국의 사법집행이 위협되지 않아야 하며, 양국 사법당국간 협력이 잘 구축되어 있어야 함

자료 : 외교통상부

주 : 5가지 조건을 모두 충족해야 함. 예외 없음

911 테러를 전후한 시기인 2001년에 비해 2005~2006년 아세아와 유럽지역으로의 출국자수가 2 배 이상 증가한데 반해 미국으로의 출국자수는 정체상태에 있다. 이는 911 테러 이후 미국의 노비자국으로 포함된 국가가 하나도 없을 정도로 입국심사가 까다로워졌기 때문인데, 실제로 국내 여행객의 미국방문이 감소 내지 정체상태를 나타낸 것은 까다로운 절차에 기인한다고 볼 수 있다. 미국 비자면제프로그램이 실시될 경우 패키지여행 상품뿐 아니라 배낭여행을 중심으로 한 자유여행 조건이 좋아 여행업계에 긍정적인 모멘텀으로 작용할 수 있다.

지역별 관광목적 출국자수

(단위 : 만명, %)

	미국		아세아		유럽	
	출국자	증감율	출국자	증감율	출국자	증감율
1999	18	101.1	98	119.4	9	214.8
2000	26	47.8	151	54.1	15	66.5
2001	26	-3.1	197	29.9	16	10.1
2002	28	10.1	263	33.9	19	21.6
2003	27	-2.8	262	-0.4	21	9.0
2004	23	-17.1	378	44.2	27	26.9
2005	24	7.9	454	20.1	30	12.3
2006.6	11	22.1	219	28.7	12	13.1

자료 : 한국관광공사

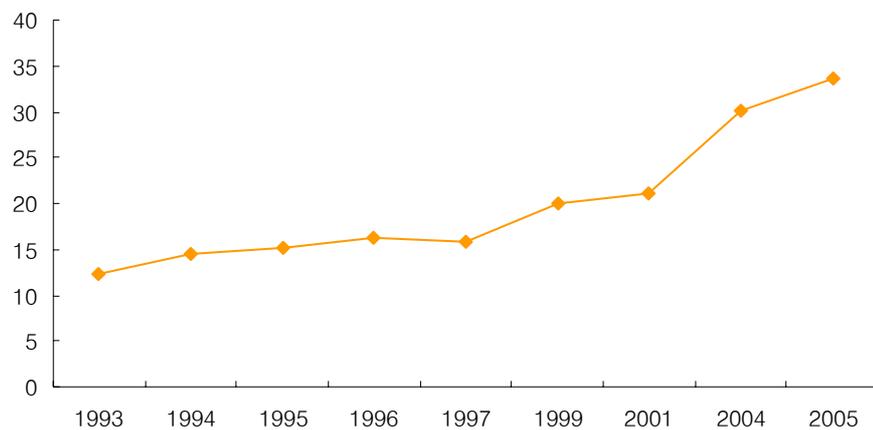
주 : 2006년 7월 이후 출국신고서 작성 폐지로 행선지 정보가 누락됨에 따라 6월까지만 집계

아직까지도 낮은 해외여행 경험률이 강력한 여행수요 증가의 또 다른 원천

1인당 국민소득 증가 및 원달러환율의 기초적인 하락세 이외에 향후 2~3년간 높은 해외여행 수요가 지속될 것이라고 보는 이유중의 하나는 아직까지 해외여행경험이 없는 국민의 비율이 60%대에 이른다는 점이다. 최근 해외 출국자수가 증가하고 있음에도 불구하고 해외여행 미경험 국민의 비중이 높은 것은 그만큼 해외여행 경험자가 2~3회 이상 반복적으로 출국하고 있다는 증거이다. 1993년 12.4%에서 1997년 15.9%로 완만하게 상승했던 해외여행 총경험률은 1999년 20.0% 이후 2005년 33.6%까지 급격한 상승세를 나타냈다.

연도별 해외여행 총 경험률

(단위 : %)



자료 : 한국관광공사

주 : 2005년 응답자 6,300명 대상

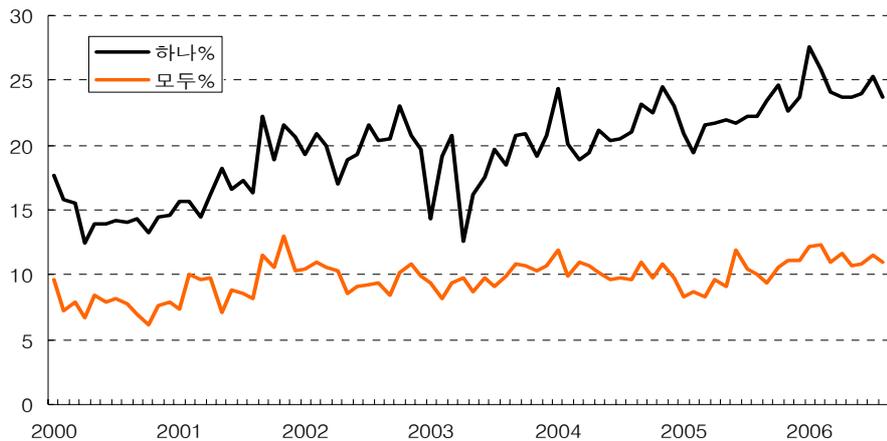
## 2007 년은 도약의 해

### 여행시장 성장 초기에 모멘텀 확보 미흡

1989년 회사 설립 이후 20여년에 가까운 업력에도 불구하고 국내 여행시장의 폭발적인 성장기에 성장 모멘텀을 확보하지 못했다. 하나투어가 비교적 짧은 업력에도 불구하고 공격적인 네트워크 확장과 홀세일에 대한 집중적인 투자를 통해 성장한 것과 대조적인 부분이다. 그러나 2005년 8월 코스닥 시장에 진입하게 됨에 따라 홀세일 경쟁사인 하나투어와의 격차 확대를 방지할 수 있고, 후발 소매여행사에 대한 경쟁우위를 유지할 수 있는 기반을 마련한 것으로 평가할 수 있다. 그러나 하나투어가 홀세일여행사업에도 불구하고 높은 브랜드 인지도를 유지하고 있는데 반해, 동사는 그동안 공중파에 대한 노출 없이 보수적인 홍보전략을 취함에 따라 하나투어, 롯데관광개발에 비해 낮은 브랜드 인지도를 유지하고 있다고 판단된다. 국내 여행사의 경쟁구조에 있어 브랜드 인지도, 자금력, 영업 네트워크가 가장 큰 영향을 미치는 요소라고 판단할 때 현재 상대적으로 낮은 인지도를 높일 경우 경쟁력을 강화할 수 있는 기회가 될 수 있을 것이다.

모두투어, 하나투어 송객인원 비중

(단위 : %)



자료 : KATA

주 : KATA 송객인원수에 대한 각사 비중 추이

### 가능성을 보여준 2006년

원달러환율의 기초적인 하락과 코스닥 등록에 따른 기업 이미지 상승으로 2006년에는 전년동기대비 2배 이상의 영업실적을 기록할 수 있었다. 2분기 월드컵 악재로 6억원의 항공권 선납금 손실이 발생했지만 3분기 영업실적 증가율이 높게 나타남에 따라 부진을 만회할 수 있었다. 성수기에 여행사들이 일정 규모의 좌석을 대량 구매하는 하드블록(Hard Block)의 경우 항공권 대매나 패키지 구성을 통해 모두 소화할 경우 높은 이익률을 제공해 줄 수 있지만 반대의 경우 일정 손실이 불가피한 영업확대 수단이다. 하드블록의 경우 영업 네트워크와 자금력이 뒷받침 되어야 하기 때문에 이를 공격적인 수단으로 사용할 수 있는 업체는 자금력이 충분한 상위 여행사에 국한될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

### 상위권 업체의 선점효과 지속될 듯

IMF 전후까지만 하더라도 국내 여행사의 규모가 영세했기 때문에 환율, 질병, 자연재해에 따른 외부 리스크로 여행사의 부침이 심했지만 최근에는 재무구조나 수익성이 규모의 경제 수준에 도달함에 따라 선두업체의 선점효과가 더욱 커지고 있다. 일정 수준 이상의 자금력을 확보한 국내 선두권 여행사는 항공권 확보에 있어 소규모 여행사보다 더 많은 물량을 낮은 가격에 조달할 수 있고, 이를 통해 대규모 패키지를 구성할 수 있다. 또한 이를 바탕으로 영업네트워크 구축 및 브랜드 인지도 상승효과를 누릴 수 있어 선순환 구조에 들어설 수 있다. 따라서 이전에 비해 업계 내에서의 순위 변동 가능성이 낮아졌으며, 선두권업체의 자본화, 대형화가 가속화 될 전망이다. 모두투어 또한 코스닥 등록 및 자본조달을 통해 이러한 단계에 진입한 것으로 평가된다.

### 2007년 매출액 29.0%, 관광목적 송객인원 28.8% 증가 전망

2006년 매출액 630 억원에 이어 2007년에는 29.0% 증가한 813 억원을 기록할 전망이다. 전체 송객인원은 75 만 2 천명, 관광목적 송객인원은 28.8% 증가한 50 만 5 천명이 예상된다. 전체 송객인원중 관광목적 송객인원 비중이 상승함에 따라 매출액중 해외여행알선수익이 차지하는 비중도 높아진다. 2005년 49.9%에 머물렀던 해외여행알선수익 비중이 2006년에는 59.0%, 2007년에는 64.9%까지 상승할 전망이다. 해외여행알선수익을 관광목적 출국자수로 나눈 패키지 1인당 매출액(ARPU)은 2005년 7만 5,439 원에 머물렀지만 브랜드 인지도 상승에 따른 매출액 증가 및 규모의 경제 발생으로 2006년 9만 4,899 원, 2007년 10만 4,554 원까지 상승할 것으로 예상된다. 그러나 이는 하나투어의 2005년 14만 4,674 원에 비해 현저히 낮은 수준이다. 11월 공중과 광고에 따른 브랜드 인지도 상승으로 일정 수준 상품 가격 인상이 가능함에 따라 상승세가 가능할 것으로 판단된다.

#### 매출 전망

(단위 : 억원, 명)

		2004	2005	2006E	2007E	2008E
매출액	합계	316	389	630	813	976
	항공권	166	180	236	257	273
	해외여행알선	142	194	372	528	663
	기타알선	8	16	22	28	40
송객인원	전체	334,159	402,598	627,000	752,000	864,000
	(관광목적)	191,966	257,163	392,000	505,000	603,000
패키지 1인당 매출액(원)		73,971	75,439	94,898	104,554	109,950

자료 : 모두투어, SK 증권 추정

**하나투어와의 상대적인  
격차는 아직도 커**

1 개의 패키지상품당 기여 매출액을 보면, 하나투어의 경우 2001 년 11 만원대에서 여행시장이 호황국면으로 진입한 2002 년 이후 15 만원대로 상승해 횡보세를 지속하고 있다. 후발 여행사의 성장 및 경쟁 격화, 그리고 여행상품의 구조적인 한계로 파악된다. 현 여행시장 상태를 감안하면 추가적인 패키지당 기여 매출액의 상승을 예상하기는 어렵다는 판단이다. 모두투어의 경우 낮은 브랜드 인지도에 따른 가격 인상의 어려움으로 최근 4~5 년간 7 만원대의 횡보세가 지속됐으나 2006 년에 들어서는 코스닥 등록에 따른 브랜드 인지도 상승효과에 따라 9 만원대로 상승했다.

**모두투어, 하나투어 비교**

(단위 : 백만원, 명, 원, %)

	모두투어			하나투어			
	패키지매출	관광 송객	1인당 매출	패키지매출액	관광 송객	1인당 매출	모두/하나
2001	4,631	79,607	58,173	17,723	150,631	117,658	49.4
2002	8,293	112,758	73,547	35,010	230,939	151,598	48.5
2003	8,563	126,257	67,822	37,273	242,016	154,010	44.0
2004	14,212	191,966	74,034	59,351	403,899	146,945	50.4
2005	19,353	257,163	75,256	82,789	572,245	144,674	52.0
2006.3Q	27,559	292,807	94,120	93,566	639,534	146,303	64.3

자료 : 모두투어, 하나투어

주 : 패키지 매출액은 백만원, 1인당 매출액은 원단위

**2006년부터 두자리수  
영업이익률**

2005 년까지 낮은 영업이익률이 지속됐다. 절대적인 매출액 수준이 낮기 때문에 규모의 경제 효과를 보지 못했기 때문이다. 2006 년 매출액이 전년동기대비 62.1% 증가함에 따라 영업이익률도 14.8%로 상승할 전망이다. 2006 년 하나투어의 영업이익률이 19.6%를 기록할 것으로 예상되는데, 하나투어 수준의 영업이익률 달성은 어렵지만 점진적인 영업이익률 상승은 가능할 전망이다. 하나투어, 모두투어, 오케이투어 3 사가 위치한 홀세일 여행시장은 업체간 경쟁 가능성에도 불구하고 아직까지 전체적인 여행수요 증가율이 견조해 지급수수료를 부담이 가중되지는 않을 것으로 판단된다. 영업이익 증가율은 2006 년 192.0%에 이어 2007 년 29.0%, 2008 년 20.0%를 기록할 전망이다.

**여행주내 최선호주로 제시**

하나투어는 최근 GDR 발행 결정에 따라 목표주가를 하향할 예정이다. 롯데관광개발은 2007 년 이후 영업실적 개선 폭이 크게 나타나지만 2006 년 영업실적을 감안할 경우 추가적인 기간 조정이 필요하다는 판단이다. 모두투어는 지난 상반기 유무상 증가 이후 수급적인 부담이 상당 폭 해소되었다는 판단에 따라 여행주내 최선호주로 판단된다. 당사에서 제시하고 있는 내수 우량주에 대한 PER 수준은 18~20 배 수준이다. 업종 대표주뿐 아니라 중소형주라 하더라도 향후 2~3 년간 영업실적 증가폭이 클 경우 20 배 내외의 PER 적용은 가능하다는 판단이다. 모두투어의 2007 년 예상 영업실적을 감안한 PER, EV/EBITDA 는 각각 15.1 배, 10.7 배이며, 목표 주가는 2007 년 예상 영업실적 기준 PER 21 배 수준이다. 2008 년 매출액 증가율이 소폭 하락할 가능성이 존재하지만 매출액 증가에 따른 규모의 경제 효과로 영업이익률 증가폭이 더 크게 나타날 전망이다.

업체별 주가지표 및 투자의견

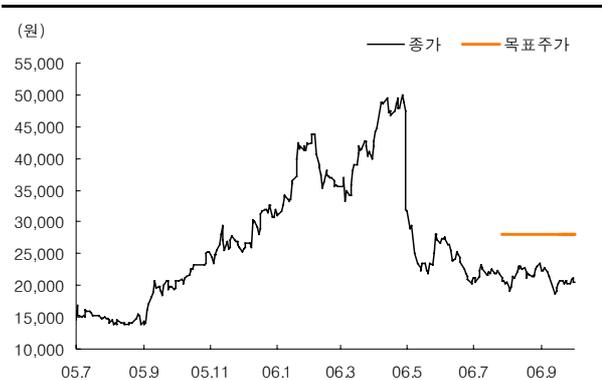
(단위 : 배, %)

		주가지표		YOY 증감율		투자의견
		PER	EV/EBITDA	매출액	영업이익	목표주가
하나투어 (A039130)	2006E	26.5	17.7	43.8	75.7	매수
	2007E	18.8	12.7	33.9	36.4	83,000
	2008E	14.3	9.4	24.9	31.4	
모두투어 (A080160)	2006E	21.0	15.5	62.1	192.0	매수
	2007E	15.1	10.7	29.0	40.0	28,000
	2008E	11.3	7.4	20.0	36.2	
롯데관광개발 (A032350)	2006E	31.9	22.1	27.6	0.9	중립
	2007E	17.5	11.5	31.8	86.6	21,000
	2008E	10.0	6.2	41.0	81.5	

자료 : SK 증권 전망

주 : 하나투어는 GDR 발행에 따라 목표주가 하향 예정

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2006.10.20	매수	28,000
	2006.08.21	매수	28,000



Compliance Notice

- 작성자(김 기영)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2006년 11월 10일 18시 49분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 본 보고서의 발간시점에 해당종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준, 시장수익률대비) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

대차대조표

12월결산(억원)	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12E	2007.12E	2008.12E
유동자산	58	42	166	374	453	561
당좌자산	58	42	166	374	453	561
현금성자산	39	25	136	321	387	480
매출채권	9	12	23	32	39	49
재고자산	0	0	0	0	0	0
고정자산	20	77	99	262	293	324
투자자산	16	71	94	254	283	313
유형자산	4	5	5	8	10	11
무형자산	0	0	0	0	0	0
자산총계	78	118	265	637	745	884
유동부채	41	52	105	134	150	167
미지급금	23	22	58	84	93	102
여행수탁금	6	6	21	46	51	63
유동성장기부채	0	0	0	0	0	0
고정부채	6	7	15	22	26	29
사채	0	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0	0
부채성충당금	6	7	15	22	26	29
부채총계	46	59	119	156	176	196
자본금	17	17	21	42	42	42
자본잉여금	0	0	53	299	299	299
이익잉여금	14	43	72	139	228	347
자본조정	0	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0	0
자본총계	31	60	146	480	569	688
부채와자본총계	78	118	265	636	745	884

현금흐름표

12월결산(억원)	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12E	2007.12E	2008.12E
영업활동현금흐름	6	45	78	89	114	150
당기순이익	10	29	29	80	111	149
비현금성항목등	10	8	14	13	11	10
감가상각비	2	2	3	3	4	4
무형자산상각비	0	0	0	0	0	0
대손상각비	0	0	0	1	2	2
기 타	8	6	11	8	6	4
운전자본감소(증가)	-14	8	35	-5	-9	-9
매출채권감소(증가)	2	-3	-11	-10	-9	-12
미지급금감소(증가)	-4	2	-36	-26	-9	-9
여행수탁금증가(감소)	-2	0	14	25	5	12
기 타	-10	9	-2	6	-5	0
투자활동현금흐름	-10	-40	-70	-312	-32	-80
투자자산감소(증가)	-1	-56	-65	-160	-29	-30
유형자산감소(증가)	-2	-4	-3	-6	-5	-5
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0	0
기 타	-8	20	-2	-146	2	-45
재무활동현금흐름	0	0	57	263	-14	-22
단기부채증가(감소)	0	0	0	0	0	0
장기부채증가(감소)	0	0	0	0	0	0
자본금및자본잉여금증가(감소)	0	0	57	268	0	0
배당금지급	0	0	0	-4	-14	-22
기 타	0	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-4	5	65	40	68	48
기초현금	23	18	23	88	128	196
기말현금	18	23	88	128	196	244
FCF	-9	28	58	60	84	118

자료 : 모두투어, SK 증권 추정

## 손익계산서

12월결산(억원)	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12E	2007.12E	2008.12E
매출액	226	316	389	630	813	976
매출원가	0	0	0	0	0	0
매출총이익	226	316	389	630	813	976
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	222	286	357	537	682	798
급여	83	99	119	144	171	187
지급수수료	101	137	171	257	307	379
광고선전비	2	6	13	28	25	23
기타	36	44	54	108	179	209
영업이익	5	30	32	93	131	178
영업이익률(%)	2.1	9.5	8.2	14.8	16.1	18.2
영업외수익	7	12	9	20	26	31
이자수익	1	2	2	14	20	24
외환관련이익	0	0	0	2	0	0
지분법평가이익	0	0	0	0	0	0
영업외비용	1	2	1	2	2	2
이자비용	0	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	1	0	0
지분법평가손실	0	0	0	0	0	0
경상이익	11	40	41	111	155	207
경상이익률(%)	4.7	12.7	10.4	17.7	19.0	21.2
특별손익	0	0	0	0	0	0
세전이익	11	40	41	111	155	207
법인세	1	12	11	31	43	58
당기순이익	10	29	29	80	111	149
순이익률(%)	4.4	9.0	7.5	12.7	13.7	15.2
EBITDA	7	32	35	97	134	182

## 주요투자지표

12월결산	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12E	2007.12E	2008.12E
성장성(%)						
매출액	16.5	39.8	22.9	62.1	29.0	20.0
영업이익	-73.0	534.1	6.9	192.0	40.0	36.2
경상이익	-57.1	280.5	0.9	174.7	39.1	33.4
EBITDA	-64.4	369.2	8.7	176.2	38.8	35.5
EPS	-	-	-	32.8	28.1	33.4
수익성(%)						
ROE	37.5	62.7	28.4	25.6	21.2	23.7
ROA	13.1	29.2	15.3	17.8	16.1	18.2
EBITDA마진	3.0	10.2	9.0	15.4	16.5	18.7
안전성(%)						
유동비율	143.1	80.9	159.3	278.6	302.4	335.9
부채비율	148.3	97.8	81.6	32.5	30.9	28.5
순차입금/자기자본	-125.9	-41.1	-92.9	-66.9	-68.0	-69.8
EBITDA/이자비용(배)	-	-	-	-	-	-
주당지표(원)						
EPS	-	-	780	1,036	1,326	1,770
BPS	-	-	3,480	5,715	6,776	8,192
CFPS	-	-	861	1,080	1,370	1,819
주당 현금배당금	-	-	100	143	273	369
Valuation지표(배)						
PER	최고	-	37.7	21.0	15.1	11.3
	최저	-	17.7	-	-	-
PBR	최고	-	8.4	3.8	3.2	2.6
	최저	-	4.0	-	-	-
PCR	-	-	31.0	20.1	14.6	11.0
EV/EBITDA	최고	-	31.3	15.5	10.7	7.4
	최저	-	12.7	-	-	-

자료 : 모두투어, SK 증권 추정

## SK 증권 리서치센터 Analyst

리서치센터장 전우종 (3773-8878)

### 투자전략팀

총괄/투자전략	김준기	8905	maze@sks.co.kr
채권시장/투자전략	양진모	8917	jmyang@sks.co.kr
채권시장/투자전략	공동락	8882	kdrball@sks.co.kr
국내외 경제 및 외환시장	김재은	8873	jaeun@sks.co.kr
주식시장/투자전략	최성락	8884	slchoi@sks.co.kr
주식시장/투자전략	원종혁	8874	ildo0725@sks.co.kr
투자정보(시장대리인실)	차용진	8591	bonanza@sks.co.kr
채권시장/투자전략	김승환	8887	shkim@sks.co.kr
국내외 경제 및 외환시장	송재혁	8921	jhsong@sks.co.kr
연구-출판 지원	지미경	8899	jmk99@sks.co.kr

### 기업분석팀

총괄	전우종	8878	wjeon@sks.co.kr
바이오/제약/화학/유틸리티(가스/전력)	하태기	8872	tgha@sks.co.kr
음식료/담배	황 찬	8922	chan@sks.co.kr
종목개발	김종국	8897	kjkuk@sks.co.kr
자동차/조선	김용수	8901	kysoo@sks.co.kr
금융	신규광	8914	kkshin@sks.co.kr
제지/유통(무역/도소매)전자상거래	김기영	8893	youngkim@sks.co.kr
컴퓨터/사무기기/전선/운송	서진희	8877	jinhee@sks.co.kr
통신서비스/인터넷/엔터테인먼트	황성진	8891	hsj@sks.co.kr
가전/전자부품	이성준	8892	bonobono@sks.co.kr
반도체/반도체장비	박정욱	8886	jackpark@sks.co.kr
방송광고/레저/엔터테인먼트	이희정	8920	heujung@sks.co.kr
통신장비/기계	이지훈	8880	sa75you@sks.co.kr
석유화학/정유	유권일	8896	yki@sks.co.kr
연구-출판 지원	이수정	8911	lsj0816@sks.co.kr

### Compliance Notice

- 본 보고서는 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.
- 본 보고서의 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의없이 어떠한 경우, 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 본 보고서는 당사 고객에 한해 배포된 것으로 입수가능한 모든 정보와 자료를 토대로 최선을 다하여 작성하였습니다. 그러나 실적치와는 오차가 발생할 수 있으니 최종 투자결정은 투자자 여러분들이 판단하여 주시기 바랍니다. 본 보고서는 투자판단의 참고자료이며, 투자판단의 최종책임은 본 자료를 열람하는 이용자에게 있습니다. 어떠한 경우에도 본 보고서는 고객의 투자결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

**기업금융 1팀**

총괄	오성남	부장	8481	snoh@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	최성운	차장	8088	swchoi@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	김영동	과장	8377	ydkim@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	허지용	대리	8736	bluesword2@hanmail.net
영업지원	장혜정	사원	8375	jhj2825@hanmail.net

**기업금융 2팀**

총괄	이성형	부장	8112	shlee@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	김호	과장	8912	hkim@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	이지현	과장	8063	jaylee@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	박인식	대리	8373	andyipark@sks.co.kr
영업지원	함신혜	사원	8386	20020200@sks.co.kr

**IPO팀**

총괄	민병원	상무	8430	bwmin@sks.co.kr
기업공개/M&A	김정열	차장	8428	cykim@sks.co.kr
기업공개/M&A	임정섭	차장	8341	jslim@sks.co.kr
기업공개/M&A	손원민	차장	8906	billyson@sks.co.kr
기업공개/M&A	박원기	차장	8071	wonkee@sks.co.kr
기업공개/M&A	김현수	과장	8353	tten@sks.co.kr
기업공개/M&A	김경민	과장	8344	airm@sks.co.kr
기업공개/M&A	김연수	과장	8348	yskim731@sks.co.kr
기업공개/M&A	오승철	과장	8072	happyosc@sks.co.kr
영업지원	윤근아	사원	8326	yka003@sks.co.kr

**Project 금융팀**

총괄	유성훈	부장	8082	shyu@sks.co.kr
ABS/Reits/PF 영업	김형기	차장	8096	hkim@sks.co.kr
ABS/Reits/PF 영업	정상도	과장	8371	sks20169@sks.co.kr
ABS/Reits/PF 영업	이광록	과장	8323	grlee@sks.co.kr
ABS/Reits/PF 영업	곽세용	대리	8350	kwaksnet@sks.co.kr
ABS/Reits/PF 영업	이용현	주임	8339	20060013@sks.co.kr

**부동산금융팀**

총괄	김원중	부장	8378	wjkim@sks.co.kr
PF영업/부동산펀드	박병현	과장	8331	realpak@sks.co.kr
PF영업/부동산펀드	이승훈	주임	8358	lsh6821@sks.co.kr

**PEF팀**

총괄	유시화	팀장	8068	shyoo@sks.co.kr
PEF영업	장근준	과장	8883	jkjoon@sks.co.kr

**채권운용팀**

총괄	김병욱	부장	8275, 8515	gimpro2002@hanmail.net
채권운용	이광근	부장	8525, 9025	kkleeyi@sks.co.kr
채권운용	박양수	차장	8555, 8346	olddealer@paran.com
채권운용	이동훈	차장	8382	20040051@sks.co.kr
채권운용	김미호	과장	8290, 8516	maho73@netsgo.com
채권운용	김양길	대리	8265	yangkeels@lycos.co.kr
채권운용	정은영	주임	8263	cej0703@hanmail.net
채권운용	김정훈	주임	8524	jhooni@sks.co.kr

**채권영업팀**

총괄	박영완	부장	8512, 8276	ywpark@sks.co.kr
채권중개	오민영	차장	8517, 8256	myfine@sks.co.kr
채권중개	김홍기	차장	8166	wideland@sks.co.kr
채권중개	구명훈	과장	8482, 8534	aatiad@yahoo.co.kr
채권중개	최희승	과장	8519	lionhill@hanmail.net
채권중개	전동한	과장	8258	jdhl1107@yahoo.co.kr
매매체결	조원희	사원	8257	jwh23@hanmail.net

**채권금융팀**

총괄	이수복	부장	9100, 9101	rhesb1@unitel.co.kr
채권중개	구자운	차장	9102, 9103	kaeuny@yahoo.co.kr
채권중개	김병오	차장	9106, 9107	kolgap@hanafos.com
채권중개	서제익	차장	9108, 9109	kiejhus@hanafos.com
채권중개	정경순	차장	9110, 9111	leesoo@yahoo.co.kr
채권중개	황본승	과장	9112, 9113	bshwang88@hotmail.com
채권중개	김장욱	대리	9116	jw959@sks.co.kr
채권중개	박하나	대리	9104, 9105	20060137@sks.co.kr

**종합금융팀**

총괄	이한조	부장	8440, 8441	hzlee1958@yahoo.co.kr
중개영업	조성수	차장	8448, 8449	css0809@yahoo.co.kr
중개영업	권용목	차장	8450, 8451	ssky111@hanmail.net
중개영업	박노진	차장	8446, 8447	jean1306@hanmail.net
중개영업	임주영	과장	8456, 8457	airwolf77@hanmail.net
CP영업지원	오의진	사원	8027	yjoh81@hanmail.net

**법인금융 1팀**

법인금융총괄	서태장	상무	8730, 8731	stj8027@yahoo.co.kr
총괄	백종대	부장	8734, 8735	jaydbeak@yahoo.co.kr
수익증권 영업	문한중	과장	8737	moonhanwoong@yahoo.co.kr
수익증권 영업	권상준	주임	8739	sjoon74@hanmail.net
영업지원	윤혜진	사원	8742	rubygirl1228@hotmail.com

**법인금융 2팀**

총괄	이병취	부장	8732, 8733	leebh2k@yahoo.co.kr
수익증권 영업	문성만	부장	8418	mmdk98@hanmail.net
수익증권 영업	박동우	부장	8387	20060046@sks.co.kr
수익증권 영업	이동환	차장	8383	leedh2k@yahoo.com
영업지원	고경미	사원	8397	kkm1002@hotmail.com

**법인영업팀**

총괄	박태준	팀장	8554	tjpark@sks.co.kr
주식영업	이국진	차장	8551	kjlee@sks.co.kr
파생영업	김인원	차장	8521	kjw97@sks.co.kr
주식영업	신보성	차장	8550	sbs@sks.co.kr
주식영업	이경훈	차장	8522	ghlee@sks.co.kr
주식영업	이동현	차장	8535	sks99618@sks.co.kr
주식영업	나윤수	과장	8537	rayouns@sks.co.kr
파생영업	정은성	대리	8526	seo9944@sks.co.kr
파생영업	이용표	주임	8523	pyolee@sks.co.kr
영업지원	김보혜	사원	8277	mama@sks.co.kr
영업지원	hyosun	사원	8553	hyosun@sks.co.kr
영업지원	서윤희	사원	8530	junges@sks.co.kr

# SK 증권주식회사

대표전화 : 3773-8245

리서치센터 : 3773-8878  
 IB사업본부 : 3773-8373  
 종합금융팀 : 3773-8440  
 법인금융1팀 : 3773-8730  
 법인금융2팀 : 3773-8732  
 법인영업팀 : 3773-8554  
 채권영업팀 : 3773-8276  
 채권금융팀 : 3773-9100  
 고객행복센터 : 1588-8245

## 서울

영업부 서울시 영등포구 여의도동 23-10	3773-8245	신촌지점 서대문구 창전동 72-21 거촌B/D 4층	323-8245
명동지점 중구 명동1가 59-1 증권B/D 2층	774-8245	역삼역지점 강남구 역삼동 642 한불B/D 1층	567-8245
대치역지점 강남구 대치동 507 원플러스상가B/D 3층	562-8245	신반포지점 서초구 잠원동 66-2 파스텔B/D 1층	3476-8245
압구정지점 / 압구정프라임지점 강남구 신사동 609 이소너플라자B/D 1층	515-8245	송파지점 송파구 가락동 99-5 효원 B/D 4층	449-8245
종로지점 종로구 종로4가 5 한일B/D 4층	745-8245	방배역지점 / Xpert방배점 서초구 방배3동 981-15 양지B/D 1층	521-8245
서초지점 서초구 반포동 52-1 반포 쌍둥B/D 동관 2층	596-8245	논현지점 강남구 신사동 588-21 강남B/D 3층	553-8245
삼성지점 / 삼성자산관리지점 강남구 대치동 944-11 삼흥 제2B/D 3,4층	569-8245	등촌지점 강서구 등촌동 697-1 그랜드종합상가 3층	3663-8245

## 지방

수원지점 수원시 팔달구 영통동 998-4 e폴리스B/D 5층	(031)206-8245	울산지점 울산시 남구 달동 1365-13 종범B/D 2층	(052)258-8245
안산지점 안산시 본오동 877-8 보노피아B/D 2층	(031)416-8245	대구지점 대구시 중구 덕산동 110 삼성생명B/D 11층	(053)254-8245
성남지점 성남시 수정구 태평2동 3440 대한생명B/D 4층	(031)721-8245	대구서지점 대구시 달서구 본동 225-1 송림백화점 3층	(053)651-8245
분당지점 / 분당자산관리지점 성남시 분당구 서현동 246-3 한국학원B/D 2층	(031)708-8245	성서지점 대구시 달서구 이곡동 1244-4 해일B/D 3층	(053)586-8245
이천지점 이천시 이천읍 창전동 165 화창B/D 5층	(031)634-8245	영천지점 영천시 안산동 1056-3 청우B/D 5층	(054)336-8245
남양주지점 남양주시 호평동 638-1번지 늘봄타워B/D 3층	(031)594-8245	왜관지점 경북 칠곡군 왜관읍 왜관리 212-25 2층	(054)975-8245
양주지점 양주시 덕계동 706-9 나리B/D 3층	(031)861-8245	진주지점 진주시 상대동 299-4 명신에식장B/D 3층	(055)759-8245
경안지점 광주시 경안동 56-9 하나B/D 2층	(031)797-8245	포항지점 포항시 북구 남빈동 415-17 대흥B/D 2층	(054)249-8245
파주지점 파주시 금촌동 767-10 세화B/D 4층	(031)945-8245	마산지점 마산시 회원구 석전2동 245-12 건설공제조합B/D 4층	(055)298-8245
중동지점 부천시 원미구 상동 449 한국산업은행B/D 3층	(032)325-8245	창원지점 창원시 상남동 75-3 제일생명B/D 3층	(055)262-8245
서인천지점 인천시 서구 심곡동 248 우민B/D 4층	(032)568-8245	삼천포지점 사천시 동곡동 141-7 경남은행B/D 3층	(055)834-8245
홍성지점 충남 홍성군 홍성읍 오관리 311-1 선일B/D 5층	(041)634-8245	서진주지점 진주시 신안동 582-1 신안B/D 5층	(055)744-8245
공주지점 공주시 반죽동 1-2 금성B/D 3층	(041)858-8245	밀양지점 밀양시 내이동 1189-2 해송B/D 3층	(055)355-8245
대전지점 대전시 서구 둔산동 1275 아이B/D 1,2층	(042)472-8245	광주지점 광주시 동구 금남로3가 9-2 제일은행B/D 4층	(062)222-8245
청주지점 청주시 흥덕구 가경동 1449 청주여객터미널B/D 3층	(043)268-8245	상무지점 광주시 서구 치평동 1178-6 한신B/D 2층	(062)374-8245
금왕지점 충북 음성군 금왕읍 무극3리 247-7 삼왕새마을금고 2층	(043)878-8245	남원지점 남원시 하정동 107-2 유남B/D 3층	(063)633-8245
부산지점 부산시 동구 범일동 830-136 SK네트웍스B/D 2층	(051)633-8245	전주지점 전주시 완산구 고사동 2가 2-1 대한투자신탁B/D 2층	(063)287-8245
구서지점 부산시 금정구 구서동 184-3 금정타워 3층	(051)581-8245	고창지점 전북 고창군 읍내리 638-1 전북은행B/D 2층	(063)562-8245

본 보고서의 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의없이 어떠한 경우, 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.  
 본 보고서는 당사 고객에 한해 배포된 것으로 입수가능한 모든 정보와 자료를 토대로 최선을 다하여 작성하였습니다. 그러나 실지치는 오차가 발생할 수 있으니 최종 투자결정은 투자자 여러분들이 판단하여 주시기 바랍니다. 본 보고서는 투자판단의 참고자료이며, 투자판단의 최종책임은 본 자료를 열람하시는 이용자에게 있습니다. 어떠한 경우에도 본 보고서는 고객의 투자결과에 대한 법적 책임소지에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자판단 4단계 (6개월 기준, 시장수익률 대비) 25% 이상 → 적극매수 / 10~25% → 매수 / -10% ~ +10% → 중립 / -10% 이하 → 매도