

Positive

지속되는 성장 스토리

Analyst

이 훈, CFA  
02)768-7607, hoon.lee@wooriwm.com

김 종 현  
02)768-7137, jong.kim@wooriwm.com

김 주 원  
02)768-7152, brandon.kim@wooriwm.com

오픈 스카이는 여행업 추가 성장의 강력한 동력

해외여행산업 성장에 대한 논쟁은 여전히 남아있다. 그러나 여행산업 성장의 원동력인 노령화 사회, 레저문화 확산, 원화강세 등을 통해 해외여행자수는 향후 2년간 연평균 14%의 성장을 보일 전망이다. 특히 산동성 노선에서 시범 적용되고 있는 한국-중국 간의 오픈 스카이(항공 노선 자유화)는 2009~2010년 중 전면 시행될 예정인데, 이는 여행산업이 한 단계 레벨업되는 새로운 기회를 제공함은 물론 성장약화에 대한 우려를 불식시킬 것으로 여겨진다. 해외여행지 중 중국(한국인이 가장 많이 찾는 여행지)노선의 비중, 해외여행에 대한 높은 선호도, 항공운임 인하로 인한 중국여행상품의 경쟁력 강화를 고려할 때 긍정적 효과가 극대화될 전망이다. 중국여행의 경쟁지역인 제주도의 관광객 중 10~20%가 중국으로 흡수되면, 해외여행의 추가 성장률은 7~14%p에 이를 것으로 전망된다.

선두업체들간의 차별화 뚜렷

최근 여행산업의 가장 큰 특징은 선두업체간의 차별화와 여행사들의 주식시장에서의 대규모 자금 확보이다. 2000년 이후 선두업체로의 쏠림 현상이 가속화되었을 뿐 아니라, 선두업체내에서도 차별화가 분명해지고 있다. 특히 과거 빅4로 여겨졌던 하나투어, 모두투어, 롯데관광과 자유투어의 경쟁구도가 '하나투어의 지배력 가속화, 모두투어의 약진, 그리고 롯데관광과 자유투어의 정체'로 변화하고 있다. 또한 선두업체뿐 아니라 중견업체들까지도 IPO 혹은 우회상장 후 유상증자를 통해 성장을 위한 충분한 자금을 확보하였다. 결국 2007년 이후 적극적인 마케팅을 통한 기업들간의 시장점유율 확대전쟁이 심화될 전망이다.

Top Pick: 하나투어 - 선두업체에 대한 투자가 적절

여행업종에 대한 커버리지를 시작하면서 'Positive' 의견을 제시하고, Top Pick으로 하나투어를 추천한다. 하나투어는 이미 경쟁자의 추격에서 벗어나 선두로서의 지위를 확고히 하였고, 산업 성장과 시장점유율 확대를 통해 이익성장 가속화 국면에 진입하였으며, 여행산업의 성숙단계에 대비한 해외시장 진출 등을 통해 향후 성장 둔화에 대한 우려가 완화되고 있기 때문이다. 반면 모두투어에 대해서도 투자의견 Buy를 제시한다. 이는 시장점유율 확대 지속에 따른 규모의 경제 효과를 일정 수준 누릴 것으로 예상되기 때문이다. 그러나 하나투어의 빠른 성장으로 인해 하나투어와의 격차해소는 쉽지 않을 전망이다.

주요 종목들의 투자지표

(단위: 원, %, 배)

	현재주가 (1월 10일)	목표주가 (12M)	상승 여력	EPS		EPS성장률		PER		PBR		ROE	
				2007F	2008F	2007F	2008F	2007F	2008F	2007F	2008F	2007F	2008F
하나투어 (039130.KQ)	62,100	84,000	35.3	3,147	4,137	39.7	31.4	19.7	15.0	5.0	4.1	25.0	27.5
모두투어 (080160.KQ)	23,900	29,600	23.8	1,506	1,946	36.6	29.2	15.9	12.3	3.3	2.7	21.7	23.1

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자는 자료 작성일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 목 차

I. 투자요점 .....	3
II. 성장단계에 놓여 있는 해외여행산업 .....	5
1. 성숙단계 진입은 2010년 이후로 전망	
2. 해외사례 비교 시 상승여력 여전히 충분	
3. 인구구조의 변화 및 국내여행상품의 경쟁력 상실	
III. 오픈 스키이의 여행업 추가 성장의 강력한 동력 .....	9
IV. 치열한 경쟁속에 뚜렷한 성장을 보여주고 있는 하나투어 .....	12
1. 성장과 증자를 통한 대규모 자금 확보	
2. 치열한 경쟁속에 뚜렷한 성장을 보여주는 하나투어	
V. Top Pick은 하나투어 .....	14
VI. 해외업체와의 비교 .....	15
 [기업분석]	
1. 하나투어 .....	16
2. 모두투어 .....	19

## I. 투자요점

### 성숙단계 진입은 2010년 이후로 전망

1989년 해외여행 자유화로 시작된 해외여행산업은 시작기 → 1차 성장기 → IMF로 인한 일시 후퇴기를 거쳐, 현재 2차 성장기가 진행 중이다. 여행산업의 추가 성장에 대한 논쟁은 남아 있지만, 일부 투자자들이 우려하는 성숙단계 진입은 2010년 이후로 전망된다. 아직까지 낮은 GDP대비 해외여행비용 비중과 전체 국민대비 해외여행자수를 고려해 볼 때, 해외여행산업의 성장여력은 충분하다고 판단한다. 특히 노령화 등 사회구조의 변경, 레저문화 확산, 국내여행의 경쟁력 상실 및 원화강세로 인한 해외여행 경쟁력 상승은 해외여행산업의 지속적인 성장을 뒷받침해 주는 원동력이다.

### GDP대비 해외여행비용과 해외여행자수를 고려할 때 충분한 상승여력

2005년 기준으로 한국의 GDP대비 해외여행비용 비중은 1.5%이며, 전체 국민대비 해외여행자수 비율은 11.5%에 불과해, 다른 선진국과 비교하면 여행산업은 성장여력이 충분한 것으로 보인다. 한국과 1인당 GDP가 유사하고 자국 내 관광자원이 풍부하지 않은 포르투갈, 헝가리, 대만 등의 GDP대비 해외여행비용 비중이 2~5%선에 이르고 있다는 점을 감안할 경우 한국인의 여행비용 추가 지출은 가능할 전망이다. 그리고 2006년 기준으로 한국의 해외출국자와 해외여행자 비중이 각각 21.9%와 13.8%로 추정되는 반면 한국과 마찬가지로 자국 내 여행자원이 부족하고 해외여행이 보편화되어 있는 대만의 경우에는 해외출국자 비율이 36%에 이르고 있다. 물론 대만과 한국을 직접 비교하기는 어렵지만, 유사한 소득수준과 제한적인 자국 내 여행자원을 고려할 때 상호비교는 의미가 있어 보인다.

### 노령화 사회 및 레저문화 확산

노령화 사회 진입, 원화절상과 레저문화 확산은 해외여행산업의 성장을 이끄는 핵심 요인이다.  
 1) 한국은 40~50대의 인구비중이 1980년 16.8%에서 2010년에 30.9%로 증가하는 등 빠르게 노령화 사회로 변화되고 있다. 이와 같이 다른 세대에 비해 상대적으로 여행을 즐길 수 있는 시간과 자금적 여유를 갖고 있는 노장년층의 확대는 실질 여행가능인구를 증가시켜 주고 있다. 2) 해외여행산업의 빠른 성장 이면에는 경쟁상품인 국내여행상품의 경쟁력 상실이 존재한다. 한국 국민이 가장 많이 찾는 방문지인 중국과 동남아의 여행상품은 국내여행상품과 비교했을 때 크게 비싸지 않는 반면 만족도는 매우 높은 것으로 나타나고 있다. 더욱이 최근 빠르게 진행되고 있는 원화의 달러화 대비 강세는 해외여행상품의 가격경쟁력을 배가시켜 주고 있다. 3) 소득수준 향상에 따른 레저문화의 확산은 해외여행산업의 성장에 긍정적이다.

### 한중 노선 오픈 스카이의 최대 수혜주는 해외여행업

향후 해외여행산업과 관련하여 가장 커다란 정책적 변수는 오픈 스카이(항공노선 자유화) 적용이다. 최근 들어 한국-중국 노선의 오픈 스카이가 산동성 노선부터 시험 적용되고 있으며, 2009~2010년에는 주요 한중 노선에서 적용될 전망이다. 한중 노선에서 오픈 스카이가 본격 적용될 경우 최대 수혜주는 해외여행업체라고 판단하는데, 그 이유는 다음과 같다. 1) 현재 한중 노선의 요금은 다른 노선에 비해 상대적으로 높다는 점을 고려할 경우, 오픈 스카이 적용 시 저가항공사 참여 및 치열한 가격경쟁으로 큰 폭의 가격인하가 예상된다. 따라서 중국여행상품의 가격경쟁력이 크게 강화될 전망이다. 2) 중국은 한국인이 가장 많이 찾는 여행지이며(2005년 기준으로 29.7%), 패키지 상품에서 24.8%를 차지하는 중요한 상품이라는 점에서 오픈 스카이 적용에 따른 긍정적 효과가 극대화될 전망이다.

### 오픈 스카이는 여행업 도약의 전기

한국-중국 노선에서의 오픈 스카이 적용은 중국여행상품의 경쟁상품인 동남아여행상품의 고객을 흡수하기보다는 제주도 여행객을 흡수할 가능성이 높다. 오픈 스카이로 항공권 가격이 하락한다면 현재 제주도상품과 중국상품의 가격은 동일한 수준에 놓이게 되며, 오히려 음식, 숙박, 면세점 이용 등을 고려할 경우 중국여행상품이 더욱 선호될 수 있다. 2005년 연간으로 한국인의 제주도 여행객수는 4,641,552명이며, 2006년에는 4,787,879명으로 추정된다. 이는 2006년 해외관광 목적 출국자수의 71.2%에 이르는 수준이다. 만약 제주도 여행객 중 10~20%가 해외여행으로 전환한다면 해외여행업은 전환효과로만 7~14%p의 추가 성장이 이루어질 수 있다. 따라서 오픈 스카이는 여행업 도약의 새로운 계기를 마련함과 동시에 성장 둔화에 대한 우려를 잠재울 수 있다.

**IPO 및 우회상장을 통한  
주식시장으로의 러시(Rush)**

최근 여행업계의 가장 두드러진 변화는 선두업체뿐 아니라 중견업체들의 주식시장 상장과 이를 통한 자금 확보이다. 하나투어가 2000년 이후 시장점유율 상승을 통해 확고한 1위 업체로 성장한 배경에는 주식시장 상장을 통한 자금 확보 및 신인도 개선이 있었다. 따라서 후발업체 입장에서 주식시장 상장은 전략적 선택이 아닌 생존을 위한 필요한 결정이었다. 2005년 모두투어의 상장과 자유여행사의 우회상장, 그리고 2006년 롯데관광의 상장과 범한여행사, 호도관광 등의 우회상장이 이어졌다.

여행업체들이 상장과 유상증자를 통해 2005년 이후 주식시장에서 조달한 자금은 1,713억원으로, 일정한 자금 확보가 이루어졌다고 판단한다. 니치마켓 형성이 어려워 특화된 여행사가 많지 않은 여행업 특성상 이러한 자금은 중소 여행사의 M&A보다는, 시장점유율 확대를 위한 마케팅 재원으로 사용될 가능성이 크다.

**후발업체들의 추격에서  
이미 벗어나 있는 하나투어**

2000년 이후 여행업계에서는 선두업체로의 쏠림 현상이 두드러졌는데, 최근 들어서는 선두업체군인 빅 4내에서도 차별화가 진행되고 있다. 특히 빅 4내에서 '하나투어의 지배력 가속화, 모두투어의 선전, 소매업체들인 자유여행사와 롯데관광의 시장점유율 정체가 뚜렷하게 나타나고 있다. 즉, 7,000여개의 여행업체가 난립하고 있는 여행업계에서 하나투어가 주도하고 있는 산업재편이 가속화되고 있는 것이다. 특히 여행사의 주력상품인 패키지 상품기준으로, 2000년 14.5%에 불과했던 하나투어의 시장점유율은 2006년 3분기 27.8%에 이르렀다. 따라서 하나투어는 이미 경쟁자의 추격에서 벗어나 확고한 1위업체로서의 지위를 형성하고 있으며, 같은 소매업체인 모두투어 역시 시장점유율 확대가 지속되고 있다. 반면 소매업체인 자유여행사와 롯데관광의 시장점유율은 지난 3년간 정체되어 향후 성장성 약화에 대한 우려가 남아 있다.

**Top-Pick은 하나투어**

여행업에 대한 커버리지를 시작하며 Positive 의견을 제시한다. 그리고 하나투어를 업종 내 Top Pick으로 추천한다. 이는 1) 규모의 경제 효과가 강조되는 여행업계에서 하나투어는 매출성장국면을 지나 이익성장 가속국면에 진입하였고, 2) 확고한 선두기업으로서의 지위를 형성하고 있어 다른 경쟁자들의 추격에서 멀리 떨어져 있기 때문이다. 더욱이 하나투어는 해외여행산업의 성숙단계 진입에 대비한 확실한 준비를 통해 장기 성장성을 확보해 가고 있다. 지난해 DR발행을 통해 확보한 647억원 중 200억원을 해외사업 진출에 활용할 계획이다. 해외진출은 한국시장에 만족하지 않고 새로운 성장동력을 확보하기 위한 동사의 적극적인 노력임과 동시에 성숙국면 진입에 대비한 준비과정이라고 판단한다.

한편 모두투어 역시 안정적인 성장을 지속하고 있다는 점에서 투자 의견 Buy를 제시한다. 모두투어도 시장점유율 확대가 지속되고 있어, 향후 하나투어와 마찬가지로 규모의 경제 효과를 일정 수준 누릴 것으로 예상된다. 다만 하나투어의 빠른 성장으로 인해 하나투어와의 격차해소는 쉽지 않을 전망이다.

**해외업체와의 밸류에이션  
비교 시 매력적**

하나투어, 모두투어 등 국내 여행업체와 비교할 수 있는 해외업체로는 중국시장의 여행업체인 CTRIP과 eLong을 들 수 있다. 이들 업체 모두 미국 나스닥시장에 상장되어 있으며, 온라인 여행업체로서 호텔 및 항공권 판매에 집중된 사업모델을 갖고 있다. 현재 이들 기업은 나스닥시장에서 2007년 예상 PER 기준으로 각각 52.9배와 54.6배에 거래되고 있다. CTRIP과 eLong이 중국이라는 거대한 시장을 대상으로 하고 있고 나스닥시장에 상장되어 있다는 장점을 고려하더라도, 하나투어와 모두투어의 이익성장성, 수익성, 그리고 주주친화정책을 감안하면 하나투어와 모두투어의 밸류에이션은 이들 기업보다 매력적이라고 판단한다.

## II. 성장단계에 놓여 있는 해외여행산업

### 1. 성숙단계 진입은 2010년 이후로 전망

#### 2차 성장기 진행 중

1989년 해외여행 자유화로 시작된 해외여행산업은 시작기 → 1차 성장기 → IMF로 인한 일시 후퇴기를 거쳐, 현재 2차 성장기가 진행 중이다. 특히 최근 3년간(2004~2006년) 해외여행자수는 연평균 25.4%의 빠른 성장을 보였을 뿐 아니라, 전체 국민대비 해외출국자 및 해외여행자의 비중이 2006년 기준으로 각각 21.9%와 13.8%로 추정되어 해외여행의 대중화가 가속화되고 있다.

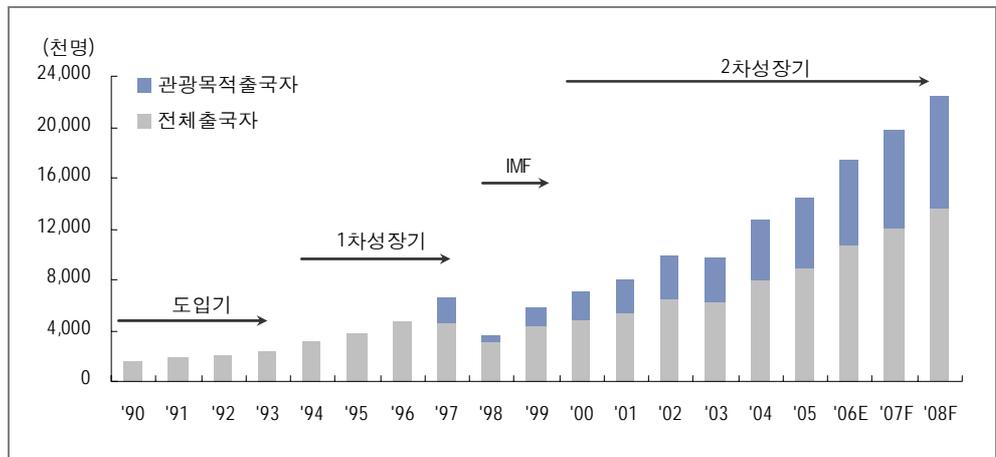
#### 노령화 사회구조, 레저확산 원화강세 긍정적 요인

아직까지 낮은 GDP대비 해외여행비용 비중과 전체 국민대비 해외여행자수를 고려해 볼 때, 해외여행산업의 성장여력은 충분하다고 판단하며, 향후 2년간(2007~2008년) 연평균 14.1%의 성장은 무난할 것으로 전망한다. 특히 노령화 등 사회구조의 변경, 레저문화 확산, 국내여행의 경쟁력 상실 및 원화강세로 인한 해외여행 경쟁력 상승은 해외여행산업의 지속적인 성장을 뒷받침해 주는 원동력이라고 본다.

#### 성숙단계 진입은 2010년 이후로 전망

현재 해외여행산업의 추가 성장에 대한 논쟁이 남아 있는 것은 사실이다. 그러나 일부 투자자들이 우려하는 성숙단계 진입은 전체 국민대비 해외여행자수 비중이 20%를 넘어서는 2010년 이후로 전망된다. 특히 현재 산동성 노선에서 우선 적용되고 있는 오픈 스카이가 단계적 확대를 통해 2009~2010년까지 주요 한중 노선에서 전면 적용될 경우 최대 수혜산업은 해외여행업으로 여겨지며, 이는 여행업 추가 성장의 기회가 될 전망이다.

여행업 성장단계 차트



주: 1997년 까지 관광목적 출국자수는 분류되지 않음  
 자료: 한국일반여행업협회, 우리투자증권 리서치센터 전망

#### 해외출국자 및 해외여행자 수

(단위: 천명)

	2002	2003	2004	2005	2006E	2007F	2008F
해외출국자 수	6,428	6,344	8,070	8,922	10,723	12,123	13,699
성장률 (%)	19.0	-1.3	27.2	10.6	20.2	13.1	13.0
해외여행자 수	3,442	3,418	4,680	5,522	6,735	7,683	8,758
성장률 (%)	30.0	-0.7	36.9	18.0	22.0	14.1	14.0
여행자 비중 (%)	53.5	53.9	58.0	61.9	62.8	63.4	63.9

자료: 한국일반여행업협회, 우리투자증권 리서치센터 전망

## 2. 해외사례 비교 시 상승여력 여전히 충분

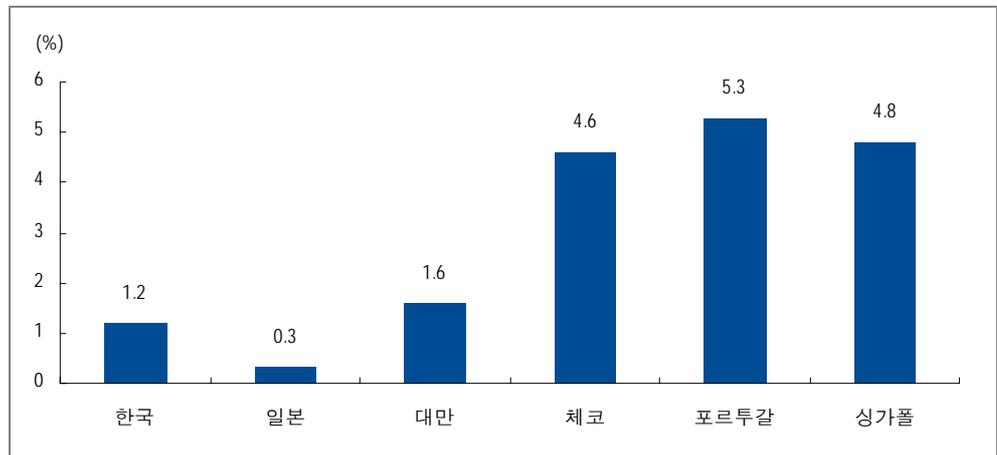
### 낮은 GDP대비 해외여행 비용

2005년 기준으로 한국의 GDP대비 해외여행비용 비중은 1.5%이며, 전체 국민대비 해외출국자 및 여행자 수 비중은 각각 18.5%와 11.5%로서, 다른 선진국과 비교할 때 여행산업은 여전히 성장할 수 있는 여력을 갖고 있다. 한국과 1인당 GDP가 유사하고 자국 내 관광자원이 풍부하지 않은 포르투갈, 헝가리, 대만 등의 GDP대비 해외여행비용 비중이 2~5%선에 이르고 있다는 점을 감안할 경우 한국인의 여행비용 추가 지출은 가능할 전망이다.

### 여행자 비중이 20%에 이를 때까지 성장할 것으로 전망

한국과 마찬가지로 자국 내 여행자원이 부족하고 해외여행이 보편화되어 있는 대만의 경우에는 해외출국자 비율이 36%에 이르고 있다. 물론 대만과 한국을 직접 비교하기는 어렵지만, 유사한 소득수준과 제한적인 자국 내 여행자원을 고려할 때 상호비교는 의미가 있어 보인다. 이러한 대만의 사례를 볼 때, 한국의 여행산업은 해외여행자 비중 20% 혹은 해외 출국자 비중 30%에 이를 때까지 성장이 지속될 것으로 전망된다. 결국 한국의 해외여행산업의 성장여력은 충분한 것으로 판단한다.

GDP 대비 해외여행 비용 비교 (2004)



자료: UNWTO 'Compendium of Tourism Statistics (2006 Edition)', 우리투자증권 리서치센터

### 한국, 일본, 대만의 해외출국자 비중

	2003	2004	2005
한국	13.2%	16.7%	18.5%
일본	10.0%	13.2%	13.6%
대만	26.0%	34.2%	35.9%

주: 전체인구 대비 출국자 수  
 자료: 우리투자증권 리서치센터

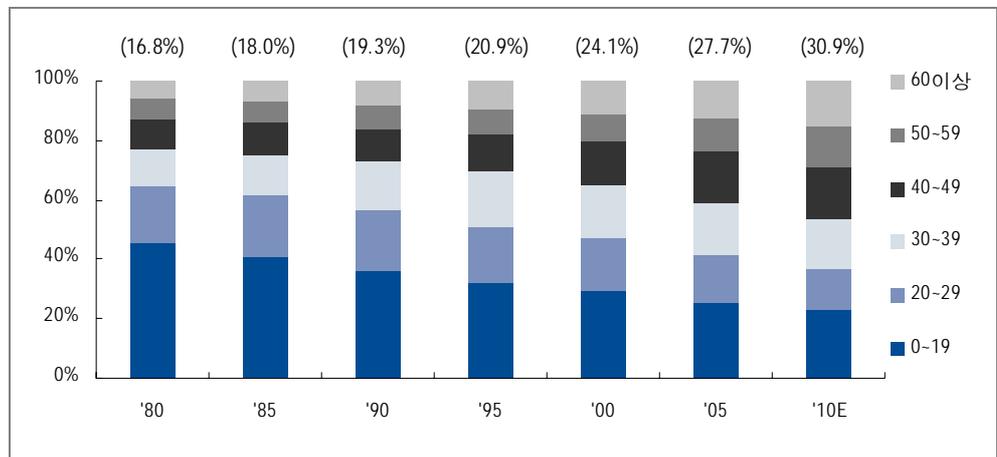
### 3. 인구구조의 변화 및 국내여행상품의 경쟁력 상실

#### 노령화 사회 및 레저문화 확산

빠르게 진행되고 있는 노령화 사회와 소득수준 향상에 따른 레저문화 확산은 해외여행산업의 성장을 뒷받침해 주고 있는 원동력이다. 한국의 인구구조는 빠르게 노령화 사회로 변화되고 있으며, 다른 세대에 비해 상대적으로 여행을 즐길 수 있는 시간과 자금적 여유를 갖고 있는 노장년층의 확대는 실질 여행가능인구를 증가시켜 주고 있다. 한국의 인구구조상 40~50대의 인구비중은 지난 1980년 16.8%에서 2010년에 30.9%로 증가할 전망이다. 이러한 인구구조의 변화는 해외여행산업의 구조적인 성장을 뒷받침해 주고 있다.

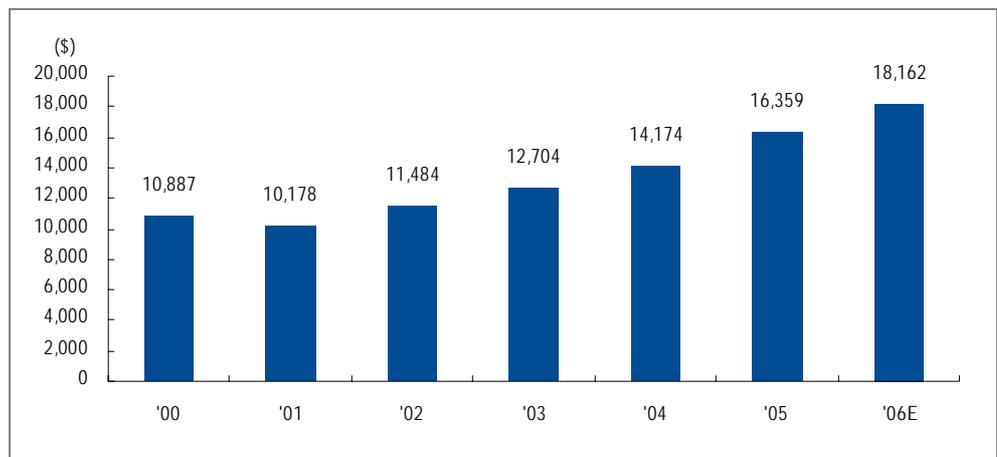
소득수준 향상에 따른 레저문화의 확산 역시 해외여행산업의 성장에 긍정적인 요인이다. 한국의 1인당 GDP는 2000년 10,887달러에서 2005년 16,359달러, 그리고 2006년에는 18,162달러로 추정된다. 해외여행을 갈 수 있는 경제력의 강화는 고령화 사회 진입과 함께 긍정적인 사회구조의 변화이다.

인구비중 차트



주: 괄호안의 숫자는 40-50대 인구비중  
 자료: 통계청, 우리투자증권 리서치센터

한국 1인당 GDP 추이



자료: 통계청, IMF, 우리투자증권 리서치센터

**원화절상 및 국내여행상품  
의 경쟁력 상실도 해외여행  
산업의 성장 뒷받침**

해외여행산업의 빠른 성장 이면에는 경쟁상품인 국내여행상품의 경쟁력 상실이 존재한다. 한국 국민이 가장 많이 찾는 방문지인 중국과 동남아의 여행상품은 국내여행상품과 비교했을 때 크게 비싸지 않는 반면 만족도는 매우 높은 것으로 나타나고 있다. 문화관광부에서 조사한 2006년 국민여행실태조사에서 해외여행 선호도는 49.2%로서, 국내여행 선호도 26.4%에 비해 거의 2배 가까이 높게 나타났다. 그리고 직장인을 상대로 한 여론조사에서 해외여행은 현금에 이어 두 번째로 높은 선호도를 기록할 정도이다. 더욱이 최근 빠르게 진행되고 있는 원화의 달러화 대비 강세는 해외여행상품의 가격경쟁력을 배가시켜 주고 있다. 이러한 한국 국민의 해외여행에 대한 높은 선호도를 고려할 때 향후 오픈 스카이에 따른 항공권 인하, 원화절상, 그리고 국내여행상품의 경쟁력 상실은 해외여행산업의 성장을 가속화시킬 것으로 전망된다.

**국민여행실태조사 - 해외여행실태**

여행 선호도	해외여행 선호 이유
해외여행 매우 선호 (14.5%)	색다른 문화를 접할 수 있다 (31.8%)
해외여행 선호 (34.7%)	볼거리가 많다 (25.1%)
해외. 국내 비슷 (17.0%)	<b>비용이 저렴하다 (9.0%)</b>
국내여행 선호 (15.9%)	깨끗하다 (6.4%)
국내여행 매우 선호 (10.5%)	친절하다 (5.2%)

자료: 국민여행실태조사 (2006)

**직장인 여가 설문조사**

올 크리스마스 가장 받고 싶은 선물	여유가 주어졌을 때 가장 하고 싶은 여가생활
1 현금 (25%)	<b>여행</b>
2 <b>해외여행 (24%)</b>	골프
3 마음이 담긴 선물 (22%)	레저 활동
4 이성친구 (14%)	운동
5 프러포즈 (10%)	요리

자료: 아워홈 크리스마스 설문 조사, 스카우트 직장인 여가생활 설문조사

### III. 오픈 스카이의 최대 수혜주

#### 최고 방문지인 한중 노선에 오픈 스카이 적용

#### 향후 전개될 오픈 스카이는 여행업 도약의 전기

향후 해외여행산업과 관련하여 가장 커다란 정책적 변수는 오픈 스카이 적용이다. 2006년 6월 한국과 중국의 항공회담 이후 한국과 산둥성 전 지역의 항공자유화 시범 적용을 통해 한국-중국 노선의 오픈 스카이 적용이 점차 구체화되고 있으며, 2009~2010년에는 전 한중 노선에서의 본격적인 오픈 스카이 적용이 예상된다. (오픈스카이는 항공노선 자유화를 의미하는 것으로 오픈스카이가 실시되면, 항공사는 별도의 항공협정없이 운항횟수 등을 자율적으로 결정하게 되어 항공노선이 완전 개방되게 됨)

한중 노선에서 오픈 스카이가 본격 적용될 경우 최대 수혜주는 해외여행업체라고 판단하는데, 그 이유는 다음과 같다.

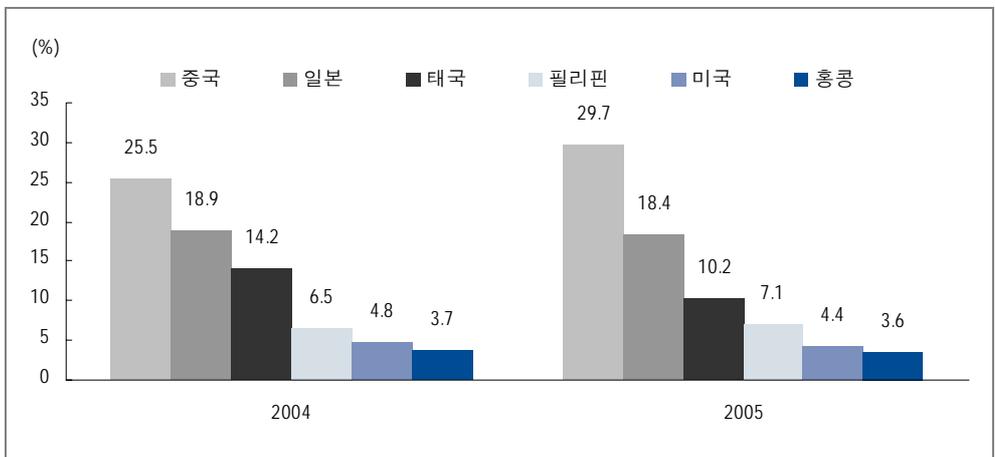
- 1) 현재 한중 노선의 요금은 다른 노선에 비해 상대적으로 높게 형성되어 있다. 현재 단위당 가장 높은 운임이 형성되고 있는 노선은 한국-중국 및 한국-일본 노선이다. 즉, 이미 오픈 스카이가 적용되어 가격 경쟁이 극심한 한국-미국과 한국-동남아 노선과는 달리 한국-중국 및 한국-일본 노선은 항공사 입장에서 상대적으로 높은 이윤이 보장되는 황금라인인 것이다. 그러나 향후 오픈 스카이가 적용될 경우 저가항공사 참여 및 기존 항공사들의 치열한 가격경쟁이 불가피한데, 이러한 경쟁은 상당폭의 항공권 가격인하를 가져올 전망이다.
- 2) 중국은 한국의 전체 해외여행자 중 29.7%가 방문하고 있는 가장 중요한 지역이다(그 뒤로 일본 18.4%, 태국 10.2%, 필리핀 7.1%, 미국 4.4%, 그리고 홍콩 3.6%선임). 이를 고려할 때, 패키지 상품가격 중 50~60%를 차지하는 항공료의 인하는 중국패키지여행의 경쟁력을 더욱 높여줄 전망이며, 해외여행산업이 한 단계 레벨업되는 중요한 계기가 될 전망이다.

아시아나 항공 노선별 단위당 수입 (단위: 원/km)

	중국선	일본선	미주선	동남아선	유럽선
2006.1Q	162.8	156.3	53.4	74.1	60.4
2006.3Q	165.8	157.6	54.3	69.4	68.7

자료: 아시아나항공, 우리투자증권 리서치센터

주요 국가별 여행자 출국 비중



자료: 한국관광공사, 우리투자증권 리서치센터

**제주 관광객 흡수를 통한  
추가 성장**

한국-중국 노선에서의 오픈 스카이 적용은 중국여행상품의 경쟁상품인 동남아여행상품의 고객을 흡수하기보다는 제주도 여행객을 흡수할 가능성이 높다.

1) 오픈 스카리로 항공권 가격이 하락한다면 현재 제주도상품과 중국상품의 가격은 동일한 수준에 놓이게 되며, 오히려 음식, 숙박, 면세점 이용 등을 고려할 경우 중국여행상품이 더욱 선호될 수 있다. 오픈 스카이가 시범 적용되고 있는 산동성의 주요 노선인 칭다오의 최저가는 167,400원(중국동방항공)이며, 이는 대한항공(332,500원)의 절반 수준이다. 대한항공은 향후 산동성 노선들의 가격을 최고 30%까지 할인할 계획을 가지고 있는 것으로 보도되었다. 향후 중국 노선에서의 오픈 스카이 전면 적용 시 주요 관광지인 베이징 및 상하이 등도 비슷한 할인폭의 항공료가 책정될 것으로 전망된다. 현재 북경 패키지여행 가격은 동급의 제주도 패키지여행 평균 가격과 큰 차이가 없는 실정인데, 향후 오픈 스카이 적용이 가져올 항공료 인하는 중국여행상품의 매력을 크게 증가시킬 전망이다.

2) 2005년 연간으로 한국인의 제주도 여행객수는 4,641,552명이며, 2006년에는 4,787,879명으로 추정된다. 이는 2006년 해외관광 목적 출국자수의 71.2%에 이르는 수준이다. 만약 제주도 여행자 중 10~20%가 해외여행으로 전환한다면 해외여행업은 전환효과로만 7~14%p의 추가 성장이 이루어질 수 있다. 따라서 오픈 스카이는 여행업 도약의 새로운 전기를 마련할 전망이다.

	2004	2005	2006E
개별관광	2,950,464	2,949,410	3,208,958
단체관광	1,652,883	1,692,142	1,588,921
전체 제주관광 인원수	4,603,347	4,641,552	4,797,879
해외관광인원수	4,679,702	5,521,681	6,735,358
<b>해외관광인원수 대비 제주관광 인원 비중</b>	<b>98.4</b>	<b>84.1</b>	<b>71.2</b>

자료: 제주관광협회, 우리투자증권 리서치센터 전망

구분	북경	제주도
여행기간	3박 4일 (06년 12월 20일 출발)	3박 4일 (06년 12월 24일 출발)
상품가격	599,900원 (549,000~629,000원)	599,000원
항공사	대한항공	대한항공
호텔	5성급 호텔	제주 그랜드 호텔
포함	- 3대 기예쇼 관람, 뮤지컬 디너쇼 포함	- 렌터카 포함의 자유여행
동 기간 항공료	대한항공: 456,000원, 중국동방항공: 273,000원	대한항공: 73,400원

자료: 하나투어, 우리투자증권 리서치센터

구간	대한항공		동방항공	
	기존	인하 예정가	기존	현재
인천-칭다오	33만원	20만원 대	24만원	16만 7천원
인천-엔타이	36만 1천원	20만원 대	45만원	18만 2천원
인천-웨이하이	29만원	20만원 대	노선없음	노선없음
인천-하이난 섬	76만 8천원	(미정)	55만원	47만 5천원
인천-닝보	노선 없음	노선 없음	신규취항	18만원

자료: 동아일보(2006년 8월 16일), 투어캐빈, 우리투자증권 리서치센터

**한국의 오픈 스카이 합의 현황**

구분	항공자유화 시기	협정체결시기	비고
미국	1998년 6월	1998년 6월	
태국	2006년 5월	2006년 5월	
중국	2010년	2006년 6월	- 산둥성 지역 우선자유화 (2006년 6월) - 현 33개 노선 주204회 -> 43개 노선 주401회로 증편
캄보디아	2010년	2006년 9월	- 주 4회 -> 주 28회로 증편 - 캄보디아가 맺은 최초의 항공자유화 협정
베트남	2008년	2006년 9월	- 주 300톤으로 제한된 화물직항노선 우선 자유화 - 주 8회 -> 주 16회로 증편
우크라이나	2010년	2006년 11월	

자료: 건설교통부, 우리투자증권 리서치센터

**제주도 개별 관광인구 내역**

	2004	2005	2006E
레저스포츠	228,002	276,189	260,726
회의 및 업무	328,075	360,155	343,615
휴양 및 관람	3,446,794	3,298,970	3,451,831
친지방문	110,092	113,901	103,391
수학여행	432,555	527,809	564,808
기타방문	57,779	64,528	73,508
<b>전체 제주관광 인구</b>	<b>4,603,347</b>	<b>4,641,552</b>	<b>4,797,879</b>

자료: 제주관광협회, 우리투자증권 리서치센터 전망

## IV. 치열한 경쟁속에 뚜렷한 성장을 보여주고 있는 하나투어

### 1. 상장과 증자를 통한 대규모 자금 확보

#### IPO 및 우회상장을 통한 주식시장으로의 러시(Rush)

2005~2006년 중 여행업계의 가장 두드러진 변화는 선두업체뿐 아니라 중견업체들이 주식시장 상장과 유상증자를 통해 대규모 자금을 확보했다는 점이다. 하나투어가 2000년 이후 시장점유율 상승을 통해 확고한 1위 업체로 성장한 배경에는 주식시장 상장을 통한 자금 확보 및 신인도 개선이 있었다. 따라서 후발업체 입장에서 주식시장 상장은 전략적 선택이 아닌 생존을 위한 필요한 결정이었다.

여행사들의 주식시장 진입은 IPO와 우회상장 두 가지를 통해 이루어졌다. 일례로 2005년에 모두투어가 IPO를 통해, 자유여행사는 우회상장을 통해 코스닥시장에 진입을 하였다. 2006년에는 롯데관광이 IPO를 통해 거래소시장에, 그리고 범한여행사, 세종나모여행, 호도관광 등이 우회상장을 통해 코스닥시장에 상장하였다. 이러한 여행업체들의 주식시장 상장은 향후에도 지속될 것으로 전망된다.

여행사 상장/증자 내역

(단위: 억원)

기업명	2005년	내역	공모액	2006년	내역	공모액
하나투어				11월	런던증권거래소 DR 발행	647
모두투어	7월	코스닥공모	60	5월	유상증자	271
롯데관광개발				5월	거래소공모	540
자유여행	11월	우회상장 (예스테크놀로지)	-	1월	유상증자	129
참좋은여행				3월	우회상장 (위즈정보기술)	-
BT&I				5월	추가상장	38
세종나모여행				4월	우회상장 (블빅)	-
범한여행				6월	우회상장 (세종나모인터랙티브)	-
호도관광				11월	우회상장 (미디어솔루션)	-
				11월	우회상장 (솔빛텔레콤)	-
				12월	BW 발행	28
<b>총 금액</b>			<b>60</b>			<b>1,653</b>

자료: 각사 보고서, 우리투자증권 리서치센터

## 2. 치열한 경쟁속에 뚜렷한 성장을 보여주는 하나투어

### 상장과 증지를 통한 대규모 자금 확보

여행업체들이 상장과 유상증자를 통해 2005년 이후 주식시장에서 조달한 자금은 1,713억원으로, 일정한 자금 확보가 이루어진 상황이다. 이러한 현금을 기반으로 장기 성장성과 규모의 경제를 확보하기 위한 시장점유율 경쟁이 본격화될 전망이다. 그러나 니치마켓 형성이 어려워 특화된 여행사가 많지 않은 여행업 특성상 이러한 자금은 중소 여행사의 M&A보다는, 시장점유율 확대를 위한 마케팅 재원으로 사용될 가능성이 크다. 여행상품의 경우 어느 한 상품이 고객들의 인기를 얻게 되면, 바로 복제가 가능하다는 점에서 상품 자체의 차별화가 사실상 쉽지 않기 때문이다.

### 후발업체들의 추격에서 이미 벗어나 있는 하나투어

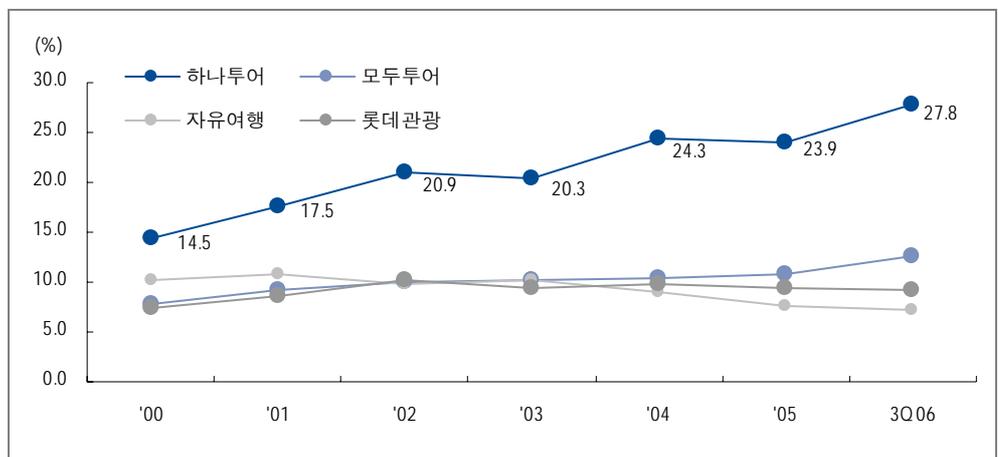
2000년 이후 여행업계에서는 선두업체로의 쏠림 현상이 두드러졌는데, 최근 들어서는 선두업체군인 빅 4내에서도 차별화가 진행되고 있다. 특히 빅 4내에서 '하나투어의 지배력 가속화, 모두투어의 선진, 소매업체들인 자유여행사와 롯데관광의 시장점유율 정체'가 뚜렷하게 나타나고 있다. 즉, 7,000여개의 여행업체가 난립하고 있는 여행업계에서 하나투어가 주도하고 있는 산업재편이 가속화되고 있는 것이다. 특히 여행사의 주력상품인 패키지 상품기준으로, 2000년 14.5%에 불과했던 하나투어의 시장점유율은 2006년 3분기 27.8%에 이르고 있어 시장지배력 확대가 가속화되고 있다. 따라서 하나투어는 이미 경쟁자의 추격에서 벗어나 확고한 1위업체로서의 지위를 형성하고 있으며, 같은 도매업체인 모두투어 역시 시장점유율 확대가 지속되고 있다. 반면 소매업체인 자유여행사와 롯데관광의 시장점유율은 지난 3년간 정체되어 향후 성장성 약화에 대한 우려가 남아 있다.

선두업체 패키지 시장점유율 추이 (단위: 명, %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	3Q06
하나투어	98,172	151,242	238,289	253,969	447,932	572,900	715,213
점유율	14.5	17.5	20.9	20.3	24.3	23.9	27.8
모두투어	52,262	79,607	112,758	126,257	191,966	257,163	323,662
점유율	7.7	9.2	9.9	10.1	10.4	10.7	12.6
자유여행	69,572	93,452	111,501	127,726	166,904	182,427	185,667
점유율	10.3	10.8	9.8	10.2	9.1	7.6	7.2
롯데관광	50,635	73,904	114,897	118,421	181,551	223,671	235,448
점유율	7.5	8.6	10.1	9.5	9.9	9.3	9.2
상위 30개 업체	677,422	861,914	1,137,426	1,249,209	1,840,280	2,393,231	2,572,538

주: 점유율은 상위 30개 업체 대비  
 자료: 한국일반여행업협회, 우리투자증권 리서치센터

선두업체 시장점유율



자료: 한국일반여행업협회, 우리투자증권 리서치센터

## V. Top Pick은 하나투어

### Snow Ball 효과가 극대화되고 있는 하나투어

하나투어를 해외여행업종 Top Pick으로 추천한다. 이는 규모의 경제 효과가 강조되는 여행업계에서 하나투어는 매출성장곡면을 지나 이익성장 가속곡면에 진입한 것으로 보이기 때문이다. 패키지 여행의 특성상 일정규모(일반적으로 8~10명) 이상의 고객을 모집할 수 있어야 패키지 여행이 성립될 수 있고, 더욱이 8~10명의 고객당 1장의 항공 및 호텔 무료 이용권이 제공되기 때문에 모집인원이 늘어날수록 이익이 크게 증가하는 것이 패키지 여행의 특성이다. 2006년 하나투어의 영업이익률(추정)이 18.3%로서(12월의 특별상여금이 없었다면 영업이익률은 21%임) 모두투어, 그리고 롯데관광의 8~17%를 상회하는 것은 바로 규모의 경제 때문이다. 더욱이 하나투어는 확고한 1위업체로서의 지위를 형성하고 있어 다른 경쟁자들의 추격에서 멀리 떨어져 있다는 점이 강점이다.

한편 모두투어 역시 안정적인 성장을 지속하고 있다는 점에서 투자이견 Buy를 제시한다. 모두투어도 시장점유율 확대가 지속되고 있어, 향후 하나투어와 마찬가지로 규모의 경제 효과를 일정 수준 누릴 것으로 예상된다. 다만 하나투어의 빠른 성장으로 인해 하나투어와의 격차해소는 쉽지 않을 전망이다.

### 성숙단계 이후의 뚜렷한 성장전략을 준비

현재 밸류에이션은 하나투어가 2007년과 2008년 예상 PER 기준으로 각각 19.7배와 15.0배에 거래되고 있어, 모두투어 등 경쟁사대비 다소 높은 수준이지만 장기적으로 하나투어는 높은 성장을 이룰 것으로 전망된다. 하나투어의 장기 성장성을 다른 여행업체에 비해 긍정적으로 전망하고 있는 것은, 규모의 경제 효과 외에도 2010년 이후로 예상되는 해외여행산업의 성숙단계에 대비해 착실한 준비를 하고 있기 때문이다. 하나투어는 지난해 DR발행을 통해 확보한 647억원 중 200억원을 해외사업 진출에 활용할 계획이다. 이러한 해외시장 진출은 두 가지 의미를 갖는데, 1) 빠르게 성장하고 있는 한국이라는 시장에 만족하지 않고 새로운 성장동력을 확보하기 위한 하나투어의 적극적인 노력이며, 2) 한국시장의 성숙곡면 진입에 대비한 하나투어의 준비과정이라는 점이다. 물론 본격적인 투자 및 이에 따른 성과가 2009년 이후 나오는 점에서 성공 여부에 대한 판단은 다소 성급하나, 하나투어가 그동안 한국시장에서 쌓아온 노하우와 경영전략이 뒷받침될 경우 성공가능성 역시 높은 것으로 판단한다.

패키지 상품 주요 가정	(단위: 천명, %)					
	2005	2006E	2007F	2008F	2009F	2010F
해외여행자수	5,522	6,735	7,683	8,758	9,897	10,886
성장률	18.0	22.0	14.1	14.0	13.0	10.0
<b>하나투어</b>						
패키지고객수	573	841	1,155	1,489	1,861	2,286
증감률	42.0	46.8	37.4	28.9	25.0	22.9
해외여행자수 대비 점유율	10.4	12.5	15.0	17.0	18.8	21.0
<b>모두투어</b>						
패키지 고객수	257	413	534	692	851	1,002
증감률	34.0	60.7	29.3	29.5	23.0	17.7
해외여행자수 대비 점유율	4.7	6.1	7.0	7.9	8.6	9.2

자료: 한국일반여행업협회, 우리투자증권 리서치센터 전망

## VI. 해외업체와의 비교

### 비교대상: CTRIP과 eLong

하나투어, 모두투어 등 국내 여행업체와 비교할 수 있는 해외업체로는 중국시장의 여행업체인 CTRIP과 eLong을 들 수 있다. 이들 업체 모두 미국 나스닥시장에 상장되어 있으며, 온라인 여행업체로서 호텔 및 항공권 판매에 집중된 사업모형을 갖고 있다. 현재 이들 기업은 나스닥시장에서 2007년 예상 PER 기준으로 각각 52.9배와 54.6배에 거래되고 있다. CTRIP과 eLong이 중국이라는 거대한 시장을 대상으로 하고 있고 나스닥시장에 상장되어 있다는 장점을 고려하더라도, 하나투어와 모두투어의 이익성장성, 수익성, 그리고 주주친화정책을 감안하면 하나투어와 모두투어의 밸류에이션은 이들 기업보다 매력적이라고 판단한다.

### 온라인상에서 호텔과 비행기표 예약에 주력하고 있는 CTRIP과 eLong

CTRIP은 여행 관련 서비스를 제공하는 온라인 회사로서, 중국에서 호텔 예약, 비행기표 예매, 패키지 여행 및 인터넷 광고 등의 서비스를 제공하고 있는 회사이다. 2005년 매출비중을 보면 호텔예약이 65%로서 가장 중요한 사업부문이며, 비행기표 예매 29%, 그리고 패키지 투어가 4%의 비중을 차지하고 있다. CTRIP은 주식시장에서 좋은 평가를 받고 있는데, 그 이유는 중국 여행시장의 성장 가능성과 함께 주요 사업부문인 호텔예약에서 시장점유율 50%로 수위의 시장지배력을 유지하고 있기 때문이다.

eLong 역시 온라인 여행회사로서 호텔예약, 비행기표 예매, 패키지 여행, 렌터카 및 인터넷 광고 등의 서비스 등 여행전반 서비스를 제공하는 회사이다. 2005년 매출비중을 보면 호텔예약이 72%이며, 비행기표 예매 11%, 그리고 기타부문이 17%의 비중을 차지하고 있다. eLong의 호텔예약 시장점유율은 25%로, CTRIP과 함께 중국시장을 주도하고 있다.

### 밸류에이션 측면에서 국내 여행업체가 더욱 매력적

CTRIP과 eLong은 2007년 예상 PER 기준으로 각각 52.9배와 54.6배에 거래되고 있다. 중국이라는 거대한 시장을 대상으로 하고 있고 나스닥에 상장되어 있는 점을 고려하더라도, 하나투어와 모두투어의 밸류에이션(2007년 예상 PER 기준으로 각각 19.7배와 15.9배)은 이들 기업보다 분명히 매력적이다.

- 1) 산업의 성장과 시장점유율 확대에 의해 하나투어와 모두투어의 이익 성장세가 가속화되고 있어 향후 2년간(2007~2008년) EPS성장률은 각각 35.5와 32.8%에 이를 전망이다, 이는 CTRIP의 43%선에 근접하는 수치이다. (eLong의 경우 2005년까지 적자를 실현하였고 2006년에 소폭 흑자를 실현한 것으로 추정되어 연간 이익성장률에 의미가 없음).
- 2) CTRIP은 인터넷 기업으로서 규모의 경제를 통해 42%의 높은 영업이익률을 실현하고 있다. 하나투어와 모두투어 역시 규모의 경제 효과와 함께 항공권 예약보다는 수익성이 높은 패키지 투에에 집중하고 있어 17~18%의 영업이익률을 실현하고 있다.
- 3) 고배당 및 자사주 매입을 통한 주주친화정책을 확립한 점이 매력적이다. 특히 하나투어의 경우 매월 1일 전월의 영업실적을 발표하면서 투명한 기업경영에 대한 프리미엄을 받고 있고, 순이익의 35%를 매년 주주들에게 배당함으로써 주주친화정책을 확립하였다.

해외업체 Valuation 비교 (단위: 배, %, 원, US\$)

		2005	2006E	2007F	2008F	2년간 CAGR
PER	하나투어	29.8	31.5	19.7	15.0	na
	모두투어	34.3	24.0	15.9	12.3	na
	CTRIP	77	72.7	52.9	35.2	na
	eLong	na	190.7	54.6	22.8	na
EPS	하나투어	1,613	2,252	3,147	4,137	35.5
	모두투어	451	1,103	1,506	1,946	32.8
	CTRIP	0.86	0.93	1.27	1.91	43.3
	eLong	-0.31	0.07	0.26	0.61	195.2

자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

# 기업분석

# 하나투어 (039130.KQ)

## Buy (신규)

목표주가 84,000원 (신규)

**Analyst**

**이 훈, CFA**  
02)768-7607, hoon.lee@woorim.com

**김 종 헌**  
02)768-7137, jong.kim@woorim.com

**김 주 원**  
02)768-7152, brandon.kim@woorim.com

구분	여행업
현재가 (07/01/10)	62,100원
KOSPI	1,355.79
KOSDAQ	596.78
시가총액(보통주)	721.4십억원
발행주식수(보통주)	11.6백만주
액면가	500원
120일 평균거래량	55,036주
120일 평균주가	55,656원
52주 최고가('06/04/25)	79,000원
최저가('06/01/10)	46,500원
배당수익률(2005)	0.97%
유동주식비율	36.1%
외국인지분율	42.7%

**주요주주**

박상환	9.1%
권희석	7.0%

주가 상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	15.0	-16.3	33.5
상대수익률	7.4	-19.8	53.4

## 산업성장과 시장점유율 확대를 통한 이익성장 가속화

### 투자의견 Buy와 목표주가 84,000원 제시

하나투어에 대한 커버리지를 시작하며, 투자의견 Buy와 12개월 목표주가 84,000원을 제시한다. 목표가격은 RIM을 근거로 산출되었으며, 적용된 주요 가정은 시장 리스크 프리미엄 5.0%, 베타 0.7 등이다(2년간 주가수익률로 계산한 베타는 0.4임). 하나투어에 대해 투자의견 Buy를 제시하는 것은, 1) 이미 경쟁자의 추격에서 벗어나 1위업체로서의 지위를 확고히 하였고, 2) 산업성장과 시장점유율 확대를 통한 이익증가로 향후 2년간 순이익 성장률이 36%에 이를 전망이다, 3) 여행업 성숙단계를 대비한 해외시장 진출 등 향후 성장정체에 대한 우려를 완화시켜 주고 있기 때문이다.

### 하나투어 위주로 시장구도 개편

과거 선두업체인 빅4(하나투어, 모두투어, 롯데관광, 자유여행사)내에서도 하나투어의 지배력이 강화됨에 따라 동사 주도의 산업재편이 가속화되고 있다. 2000년 불과 14.5%에 불과했던 하나투어의 패키지 시장점유율은 2006년 3분기 27.8%까지 상승하였고, 이러한 시장점유율 확대는 향후에도 지속될 전망이다. 따라서 하나투어는 이미 경쟁자의 추격에서 벗어난 확고한 1위업체로서의 지위를 확보하고 있다. 이러한 성장에 힘입어 동사의 이익모멘텀 강화도 지속될 것으로 전망된다.

### 성숙단계 이후까지 준비하는 하나투어

하나투어의 장기 성장성을 다른 여행업체에 비해 긍정적으로 전망하고 있는 것은 해외여행산업의 성숙단계에 대비한 준비를 착실히 하고 있기 때문이다. 동사는 지난해 DR발행을 통해 확보한 647억원 중 200억원을 해외사업 진출에 활용할 계획이다. 이러한 해외진출은 한국시장에 만족하지 않고 새로운 성장동력을 확보하기 위한 동사의 적극적인 노력임과 동시에 성숙국면 진입에 대비한 준비과정이라고 판단한다. 본격적인 해외진출은 2008~2009년 이후 진행될 전망이다에 따라 성공여부에 대한 판단은 다소 성급하나, 동사의 노하우와 경영전략을 감안할 때 성공가능성은 충분한 것으로 예상된다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	경상이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2004	79.8	36.5	11.8	15.6	10.6	1,034	50.9	16.1	6.1	11.3	44.0	105.1	-29.9
2005	111.0	39.2	17.8	23.2	16.6	1,613	55.9	29.8	11.7	24.7	47.3	104.9	-25.1
2006E	165.8	49.3	30.4	34.3	23.9	2,252	39.6	31.5	6.7	22.6	29.1	36.2	-100.5
2007F	220.6	33.1	42.7	46.1	33.4	3,147	39.7	19.7	5.1	13.9	25.0	32.4	-114.4
2008F	280.3	27.1	57.5	60.5	43.9	4,137	31.4	15.0	4.2	10.2	27.5	27.0	-128.9

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 하나투어 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 제시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

하나투어 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2006E	2007F	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Net profit	24	33	44	57	73	90	107	126	147	170	195	222
Shareholder's equity	122	145	174	213	261	322	392	472	563	665	777	900
Forecast ROE (FROE)	29.1%	25.0%	27.5%	29.6%	30.9%	30.8%	29.9%	29.1%	28.4%	27.7%	27.0%	26.4%
Spread (FROE-COE)	20.6%	16.5%	19.0%	21.1%	22.4%	22.3%	21.4%	20.6%	19.9%	19.2%	18.5%	17.9%
Residual Income	17	22	30	41	53	65	76	89	103	118	133	151
Cost of Equity(COE)	8.5%											
Beta	0.7											
Market Risk Premium (Rm-Rf)	5.0%											
Risk Free Rate (Rf)	5.0%											
Beginning Shareholder's equity	42.3											
PV of Forecast Period RI	505.4											
PV of Continuing Value	352.0											
Equity Value(C+P)	899.7											
No. of Shares(Common, mn)	11.6											
		12m TP										
Fair Price®		84,032										
Current Price(C)		62,100										
Upside(-/Downside)		35.3%										
Implied P/B(x)		6.7										
Implied P/E(x)		26.7										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\text{자기자본가치} = \text{자기자본} + \text{미래 잔여이익의 현재가치 합}$$

$$* \text{잔여이익(RIt)} = \text{당기순이익}_t - \text{자기자본}_{t-1} * \text{자기자본비용(Cost of Equity)}_t = \text{자기자본}_{t-1} * (\text{ROEt} - \text{COEt})$$

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F		2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F
매출액	111.0	165.8	220.6	280.3	EV/ EBITDA (X)	24.7	22.6	13.6	9.9
증가율 (%)	39.2	49.3	33.1	27.1	EV/ EBIT (X)	26.5	23.8	14.2	10.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	PER (X)	29.8	31.5	19.7	15.0
매출총이익	111.0	165.8	220.6	280.3	조정PER (X)	34.8	28.9	19.3	14.8
Gross 마진 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	PCR (X)	27.3	24.6	14.5	11.8
판매비와 일반관리비	93.3	135.4	177.9	222.8	PBR (X)	11.7	6.7	5.0	4.1
EBITDA	19.0	32.0	44.7	59.7	PSR (X)	4.5	4.5	3.0	2.4
EBITDA 마진 (%)	17.1	19.3	20.3	21.3	PEG (X)	0.8	0.9	0.7	0.6
감가상각비 & 무형자산상각비	1.2	1.7	2.0	2.2	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.6	0.9	0.6	0.5
영업이익	17.8	30.4	42.7	57.5	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	0.7	0.9	0.6	0.5
OP 마진 (%)	16.0	18.3	19.4	20.5	Enterprise Value	470.1	723.1	607.0	592.5
영업외수익	7.3	7.7	5.7	6.5	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	36.9	33.8	29.9	27.0
영업외비용	1.9	3.8	2.4	3.5	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	46.6	35.7	31.9	28.1
순이자수익/(비용)	1.1	1.4	2.1	2.4	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	45.1	34.7	31.0	27.4
경상이익	23.2	34.3	46.1	60.5	주당EBIT (FD) (W)	1,722	2,860	4,025	5,421
RP 마진 (%)	20.9	20.7	20.9	21.6	주당EBITDA (FD) (W)	1,841	3,019	4,211	5,630
세전순이익	23.2	34.3	46.1	60.5	EPS (FD) (W)	1,613	2,252	3,147	4,137
법인세비용	6.6	10.4	12.7	16.7	조정EPS (FD) (W)	1,381	2,451	3,215	4,205
순이익	16.6	23.9	33.4	43.9	CFPS (W)	1,756	2,887	4,292	5,257
Net 마진 (%)	15.0	14.4	15.1	15.7	BPS (W)	4,088	10,512	12,487	15,016
조정순이익	14.2	26.0	34.1	44.6	주당매출액 (W)	10,761	15,622	20,787	26,417

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F		2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F
영업활동 현금흐름	18.8	30.6	44.2	52.6	RIM				
당기순이익	16.6	23.9	33.4	43.9	Spread (FROE-COE) (%)	39.2	20.6	16.5	19.0
감가상각비 & 무형자산상각비	1.2	1.7	2.0	2.2	Residual Income	13.8	16.9	22.0	30.3
+ 지분법손실 (- 이익)	-1.0	0.0	0.0	0.0	12M RIM-based Target Price(W)	84,032			
+ 외화환산손실(-이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 고정자산매각손실 (-이익)	-2.3	0.0	0.0	0.0	투자자본	9.4	11.1	20.2	35.2
Gross Cash Flow	18.1	30.6	45.5	55.8	세후영업이익	12.7	21.2	31.0	41.7
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	0.7	-0.1	-1.3	-3.2	투자자본이익률 (%)	-4,843.4	206.3	198.0	150.6
투자활동 현금흐름	-24.7	-11.1	-19.9	-23.6	투자자본이익률 - WACC (%)	-4,851.0	198.2	189.7	142.3
+ 유형자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	EVA	-456.1	22.0	38.3	50.1
- 유형자산증가(CAPEX)	-30.1	-1.8	-2.1	-2.3	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	1.7	-3.0	0.0	0.0	EBIT	17.8	30.4	42.7	57.5
Free Cash Flow	-11.3	28.8	42.1	50.3	+ 감가상각비	1.2	1.7	2.0	2.2
Net Cash Flow	-5.9	19.4	24.3	29.0	- CAPEX	30.1	1.8	2.1	2.3
재무활동 현금흐름	1.2	56.0	-10.5	-14.5	Free cash flow for DCF valuation	-8.2	19.7	22.4	27.2
자기자본 증감	0.7	64.7	0.0	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	0.5	-8.7	-10.5	-14.5	부채비용 (COD)	3.4	3.7	3.9	3.8
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	-4.8	75.4	13.8	14.5	자기자본비용 (COE)	8.0	8.5	8.7	8.7
기말 순부채 (순현금)	-25.1	-100.5	-114.4	-128.9	WACC	7.6	8.1	8.2	8.3

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F		2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F
현금 및 단기금융상품	25.1	100.5	114.4	128.9	자기자본이익률 (ROE) (%)	47.3	29.1	25.0	27.5
매출채권	10.4	11.6	15.4	19.6	총자산이익률 (ROA) (%)	23.0	18.9	18.6	21.2
유동자산	45.7	122.2	147.2	176.2	투자자본이익률 (ROIC) (%)	-4,843.4	206.3	198.0	150.6
유형자산	30.3	30.5	30.9	31.3	EBITDA/ 자기자본 (%)	45.0	26.2	30.8	34.3
투자자산	10.5	13.7	13.9	14.1	EBITDA/ 총자산 (%)	21.9	19.3	23.3	27.0
고정자산	40.8	44.2	44.8	45.4	배당수익률 (%)	1.3	1.1	1.4	2.0
자산총계	86.6	166.4	192.0	221.6	총현금배당금(십억원)	6.1	8.7	10.5	14.5
단기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	보통주주당현금배당금(중간+기말)	600	750	900	1,250
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-59.5	-82.3	-78.9	-73.9
유동부채	43.8	43.5	46.2	46.2	총부채/ 자기자본 (%)	104.9	36.2	32.4	27.0
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	순이자비용/ 매출액 (%)	-1.0	-0.8	-1.0	-0.9
장기성충당금	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT/ 순이자비용 (X)	-16.3	-21.8	-19.9	-23.7
고정부채	0.6	0.7	0.8	0.9	유동비율 (%)	104.5	280.9	318.7	381.1
부채총계	44.3	44.2	47.0	47.1	당좌비율 (%)	104.5	280.9	318.7	381.1
자본금	5.2	5.8	5.8	5.8	총발행주식수 (mn)	10	12	12	12
자본잉여금	0.3	64.3	64.3	64.3	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	39.6	54.7	77.7	107.1	주가 (W)	48,000	70,900	62,100	62,100
자본총계	42.3	122.1	145.0	174.4	시가총액 (십억원)	495	824	721	721

\* 주: 과거 결산기 주가지표는 해당 결산기말 증가 기준임

기업분석

모두투어 (080160.KQ)

Buy (신규)

목표주가 29,600원 (신규)

Analyst

이 훈, CFA  
02)768-7607, hoon.lee@woorim.com

김 종 현  
02)768-7137, jong.kim@woorim.com

김 주 원  
02)768-7152, brandon.kim@woorim.com

구분	여행업
현재가 (07/01/10)	23,900원
KOSPI	1,355.79
KOSDAQ	596.78
시가총액(보통주)	200.8십억원
발행주식수(보통주)	8.4백만주
액면가	500원
120일 평균거래량	43,851주
120일 평균주가	19,665원
52주 최고가('06/05/03)	48,900원
최저가('06/10/09)	18,650원
배당수익률(2005)	0.42%
유동주식비율	57.6%
외국인지분율	5.34
주요주주	
우종웅	12.6%
우리사주조합	11.8%

주가 상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	25.1	-0.6	46.8
상대수익률	17.5	-4.2	66.7

확고한 2위업체로 부상

투자 의견 Buy와 목표주가 29,600원 제시

모두투어에 대한 커버리지를 시작하며, 투자 의견 Buy와 12개월 목표주가 29,600원을 제시한다. 목표가격은 RIM에 근거하여 산출되었으며, 적용된 주요 가정은 시장 리스크 프리미엄 5.0%, 베타 0.7 등이다(2년간 주간수익률로 계산한 베타는 0.6임). 모두투어에 대해 투자의견 Buy를 제시하는 것은, 1) 하나투어와 마찬가지로 시장점유율 확대가 지속되어 롯데관광과 자유여행사를 제치고 업계 2위의 지위를 확고히 하고 있으며, 2) 산업성장파 시장점유율 확대에 따른 이익증가를 통해 향후 2년간 순이익 성장률이 33%에 이를 전망이다.

확고한 2위업체로의 자리매김

최근 선두업체인 빅4내에서 '하나투어의 지배력의 가속화, 모두투어의 선전, 소매업체들인 자유여행사와 롯데관광의 시장점유율 정체'가 뚜렷하게 나타나고 있다. 모두투어 역시 2005년 주식시장 상장을 계기로, 적극적인 마케팅 활동을 통한 브랜드 강화와 시장점유율 상승이 지속되고 있어 업체 2위의 시장위치를 확고히 하고 있다. 모두투어의 패키지 상품 시장점유율 역시 2000년 8%에서 2006년 3분기 13%까지 확대되는 등 동사의 성장은 지속되고 있다.

향후 인센티브 문제와 해외진출 등 새로운 성장동력에 대한 준비 필요

하나투어의 Earnings Surprise가 발생하지 않는 것은 연말에 경영목표이익 초과분의 50%를 직원들에게 인센티브로 지급하고 있기 때문이다(2006년 43억원 지급, 영업이익의 14%선임). 모두투어 역시 하나투어의 성장모델을 따라간다고 가정할 때, 하나투어와 같은 인센티브 지급 등 직원들의 성과를 촉진할 수 있는 성과보수체제를 마련하게 되면 이익성장이 제한될 수 있다. 또한 여행산업의 성숙단계 진입에 대비하여, 국내시장을 넘어선 새로운 성장동력에 대한 준비 역시 필요해 보인다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	경상이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2004	31.6	39.8	3.0	4.0	2.9	487	189.7	na	na	na	62.7	97.8	-2.5
2005	38.9	22.9	3.2	4.1	2.9	451	-7.4	34.3	7.7	28.1	28.4	81.6	-13.6
2006E	62.7	61.2	10.7	12.2	8.8	1,103	144.6	24.0	4.4	16.0	27.1	24.0	-45.6
2007F	81.2	29.6	14.7	16.5	12.0	1,506	36.6	15.9	3.3	9.8	21.7	20.6	-52.8
2008F	103.5	27.5	19.2	21.3	15.5	1,946	29.2	12.3	2.7	7.0	23.1	17.2	-62.3

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 '모두투어' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

모두투어 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2006E	2007F	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Net profit	9	12	15	20	24	29	34	39	44	50	55	61
Shareholder's equity	50	60	74	90	111	134	161	191	224	260	300	342
Forecast ROE (FROE)	27.1%	21.7%	23.1%	23.9%	23.9%	23.7%	22.9%	22.1%	21.3%	20.5%	19.7%	19.0%
Spread (FROE-COE)	18.6%	13.2%	14.6%	15.4%	15.4%	15.2%	14.4%	13.6%	12.8%	12.0%	11.2%	10.5%
Residual Income	6	7	10	13	16	19	21	24	27	29	31	34
Cost of Equity(COE)	8.5%											
Beta	0.7											
Market Risk Premium (Rm-Rf)	5.0%											
Risk Free Rate (Rf)	5.0%											
Beginning Shareholder's equity	14.6											
PV of Forecast Period RI	136.6											
PV of Continuing Value	78.5											
Equity Value(C+P)	229.8											
No. of Shares(Common, mn)	8.4											
		12m TP										
Fair Price(C)		29,682										
Current Price(C)		23,900										
Upside(-/Downside)		24.2%										
Implied P/B(x)		4.1										
Implied P/E(x)		19.7										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\text{자기자본가치} = \text{자기자본} + \text{미래 잔여이익의 현재가치 합}$$

$$* \text{잔여이익(RIt)} = \text{당기순이익}_t - \text{자기자본}_{t-1} * \text{자기자본비용(Cost of Equity)}_t = \text{자기자본}_{t-1} * (\text{ROEt} - \text{COEt})$$

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F		2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F
매출액	38.9	62.7	81.2	103.5	EV/ EBITDA (X)	28.1	16.0	9.8	7.0
증가율 (%)	22.9	61.2	29.6	27.5	EV/ EBIT (X)	30.8	16.5	10.1	7.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	PER (X)	34.3	24.0	15.9	12.3
매출총이익	38.9	62.7	81.2	103.5	조정PER (X)	34.4	23.9	15.7	12.2
Gross 마진 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	PCR (X)	23.4	18.1	11.5	9.2
판매비와 일반관리비	35.7	52.0	66.5	84.4	PBR (X)	7.7	4.4	3.3	2.7
EBITDA	3.5	11.1	15.1	19.7	PSR (X)	2.6	3.4	2.3	1.8
EBITDA 마진 (%)	9.0	17.6	18.6	19.0	PEG (X)	0.5	0.8	0.6	0.5
감가상각비 & 무형자산상각비	0.3	0.4	0.4	0.5	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.5	0.8	0.6	0.5
영업이익	3.2	10.7	14.7	19.2	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	0.5	0.8	0.6	0.6
OP 마진 (%)	8.2	17.1	18.1	18.5	Enterprise Value	98.6	177.0	148.0	138.5
영업외수익	0.9	1.8	2.6	3.0	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	62.8	30.7	26.2	23.2
영업외비용	0.1	0.3	0.8	0.8	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	69.9	31.5	26.7	23.3
순이자수익(비용)	0.2	1.2	2.0	2.3	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	66.1	31.3	26.6	22.3
경상이익	4.1	12.2	16.5	21.3	주당EBIT (FD) (W)	492	1,346	1,850	2,413
RP 마진 (%)	10.4	19.4	20.3	20.6	주당EBITDA (FD) (W)	539	1,390	1,900	2,472
세전순이익	4.1	12.2	16.5	21.3	EPS (FD) (W)	451	1,103	1,506	1,946
법인세비용	1.1	3.4	4.5	5.9	조정EPS (FD) (W)	449	1,109	1,521	1,960
순이익	2.9	8.8	12.0	15.5	CFPS (W)	662	1,466	2,082	2,602
Net 마진 (%)	7.5	14.0	14.7	14.9	BPS (W)	2,013	5,956	7,182	8,774
조정순이익	2.9	8.8	12.1	15.6	주당매출액 (W)	5,978	7,884	10,215	13,023

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F		2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F
영업활동 현금흐름	7.8	15.0	19.5	23.4	RIM				
당기순이익	2.9	8.8	12.0	15.5	Spread (FROE-COE) (%)	20.4	18.6	13.2	14.6
감가상각비 & 무형자산상각비	0.3	0.4	0.4	0.5	Residual Income	2.1	6.0	7.3	9.8
+ 지분법손실 (- 이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	12M RIM-based Target Price(W)	29,682			
+ 외화환산손실(-이익)	0.0	0.1	0.2	0.2	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 고정자산매각손실 (-이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	투하자본	2.3	5.2	7.8	10.9
Gross Cash Flow	4.3	11.7	16.6	20.7	세후영업이익	2.3	7.7	10.7	13.9
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	3.5	3.3	3.0	2.7	투하자본이익률 (%)	70.6	203.7	164.3	148.7
투자활동 현금흐름	-2.4	-10.1	-10.7	-11.8	투하자본이익률 - WACC (%)	64.9	197.6	158.0	142.4
+ 유형자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	EVA	1.5	10.3	12.3	15.6
- 유형자산증가(CAPEX)	-0.3	-0.6	-0.7	-0.7	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	-0.2	-0.5	-0.6	-0.7	EBIT	3.2	10.7	14.7	19.2
Free Cash Flow	7.5	14.4	18.9	22.7	+ 감가상각비	0.3	0.4	0.4	0.5
Net Cash Flow	5.4	4.8	8.8	11.6	- CAPEX	0.3	0.6	0.7	0.7
재무활동 현금흐름	5.7	27.2	-1.7	-2.1	Free cash flow for DCF valuation	6.2	6.5	8.1	10.7
자기자본 증감	5.7	27.2	0.0	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	0.0	0.0	-1.7	-2.1	부채비용 (COD)	3.4	3.8	3.9	3.9
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	11.1	32.0	7.2	9.5	자기자본비용 (COE)	8.0	8.5	8.7	8.7
기말 순부채 (순현금)	-13.6	-45.6	-52.8	-62.3	WACC	5.7	6.1	6.3	6.3

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F		2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F
현금 및 단기금융상품	13.6	45.6	52.8	62.3	자기자본이익률 (ROE) (%)	28.4	27.1	21.7	23.1
매출채권	2.3	3.1	4.5	5.2	총자산이익률 (ROA) (%)	15.3	19.8	17.8	19.4
유동자산	16.6	49.7	59.6	72.3	투하자본이익률 (ROIC) (%)	70.6	203.7	164.3	148.7
유형자산	0.5	0.8	1.0	1.2	EBITDA/ 자기자본 (%)	24.0	22.1	25.0	26.7
투자자산	9.4	11.6	12.2	12.9	EBITDA/ 총자산 (%)	13.2	17.8	20.8	22.7
고정자산	9.9	12.3	13.2	14.1	배당수익률 (%)	0.6	0.8	1.0	1.5
자산총계	26.5	62.0	72.8	86.4	총현금배당금(십억원)	0.4	1.7	2.1	2.9
단기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	보통주주당현금배당금(중간+기말)	100	200	250	350
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-92.9	-91.2	-87.5	-84.5
유동부채	10.5	10.5	11.0	11.2	총부채/ 자기자본 (%)	81.6	24.0	20.6	17.2
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	순이자비용/ 매출액 (%)	-0.6	-1.9	-2.4	-2.2
장기성총당금	1.5	1.5	1.5	1.5	EBIT/ 순이자비용 (X)	-13.6	-9.0	-7.5	-8.3
고정부채	1.5	1.5	1.5	1.5	유동비율 (%)	159.3	471.7	543.2	643.8
부채총계	11.9	12.0	12.4	12.7	당좌비율 (%)	159.3	471.7	543.2	643.8
자본금	2.1	4.2	4.2	4.2	총발행주식수 (mn)	7	8	8	8
자본잉여금	5.3	29.9	29.9	29.9	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	7.2	15.9	26.2	39.6	주가 (W)	15,470	26,500	23,900	23,900
자본총계	14.6	50.0	60.3	73.7	시가총액 (십억원)	112	223	201	201

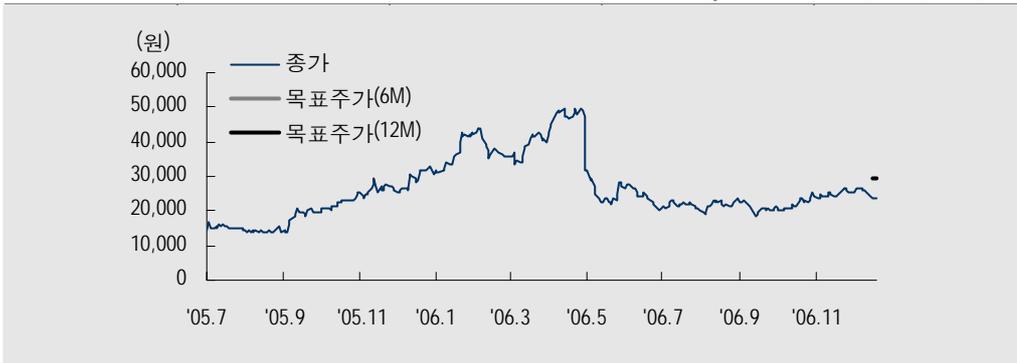
\* 주: 과거 결산기 주가지표는 해당 결산기말 증가 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
하나투어	039130.KQ	2007.01.11	Buy	84,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
모두투어	080160.KQ	2007.01.11	Buy	29,600원(12개월)



Stock Ratings (투자의견)

- 당사는 종목추천에 있어서 투자의견을 3단계로 구분함

1. 대상기간: 12개월
2. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률임,
  - Buy : 15% 초과
  - Hold : 0% - 15%
  - Reduce : 0% 미만