

# 여행산업 Overweight (비중확대, 유지)

Analyst / 김병국 (769-3036)  
bekay@daishin.com

성장주의 대표 주자, 여행주 랠리(Rally)는 계속 된다!!!

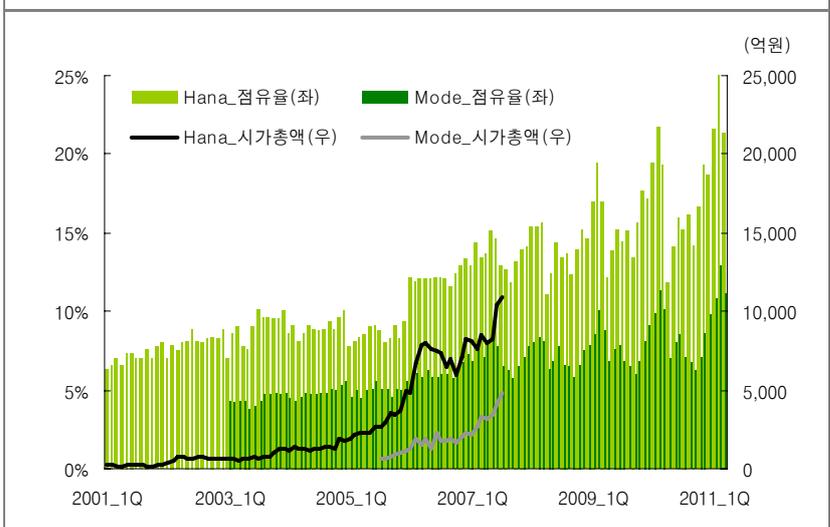
## 하나투어(A039130)

현재가(2007/08/13)	96,500원
목표주가(12개월)	135,000원
액면가	500원
52주 최고/최저	101,000원/ 54,000원
자본금(보통주)	5십억원
시가총액	1,121십억원
외국인지분율	45.50%

## 모두투어(A080160)

현재가(2007/08/13)	55,500원
목표주가(12개월)	72,000원
액면가	500원
52주 최고/최저	58,500원/ 18,650원
자본금(보통주)	4십억원
시가총액	466십억원
외국인지분율	18.91%

하나투어, 모두투어의 점유율 및 시가총액 추이 비교



주: 대신증권 리서치센터

### 하나투어(A039130) 영업실적 및 주요 투자지표

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/ EBITDA (배)	ROE (%)	순차입금 비율 (%)
2005A	111	18	23	17	1,613	55.9	29.8	11.7	23.5	47.3	-59.5
2006A	166	30	34	23	2,196	36.1	32.3	8.9	22.6	34.6	-111.5
2007F	214	40	44	30	2,597	18.2	37.7	9.6	24.7	28.6	-124.3
2008F	280	59	65	45	3,848	48.2	25.5	7.0	15.5	31.8	-132.2
2009F	360	86	94	65	5,595	45.4	17.5	5.0	9.5	33.2	-135.4

### 모두투어(A080160) 영업실적 및 주요 투자지표

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/ EBITDA (배)	ROE (%)	순차입금 비율 (%)
2005A	39	3	4	3	451	-7.4	34.3	7.7	28.1	28.4	-92.9
2006A	66	10	11	8	1,028	128.1	25.8	4.6	18.5	26.1	-71.3
2007F	94	16	19	13	1,591	54.8	34.8	7.8	25.5	24.8	-77.8
2008F	128	23	26	18	2,189	37.6	25.3	5.9	17.4	26.6	-85.9
2009F	177	33	37	27	3,158	44.3	17.5	4.4	11.1	29.0	-92.3

주: 대신증권 리서치센터



## 목차 Contents

I. 여행업종 투자 포인트 .....	3
II. 수요 및 공급 전망 .....	4
III. Peer analysis – 하나투어 vs 모두투어 .....	10
IV. 기업분석 .....	13
* 하나투어(A039130)	
* 모두투어(A080160)	
V. Appendix .....	19

## I. 여행업종 투자 포인트

### 여행업종에 대한 투자 의견 비중 확대 유지

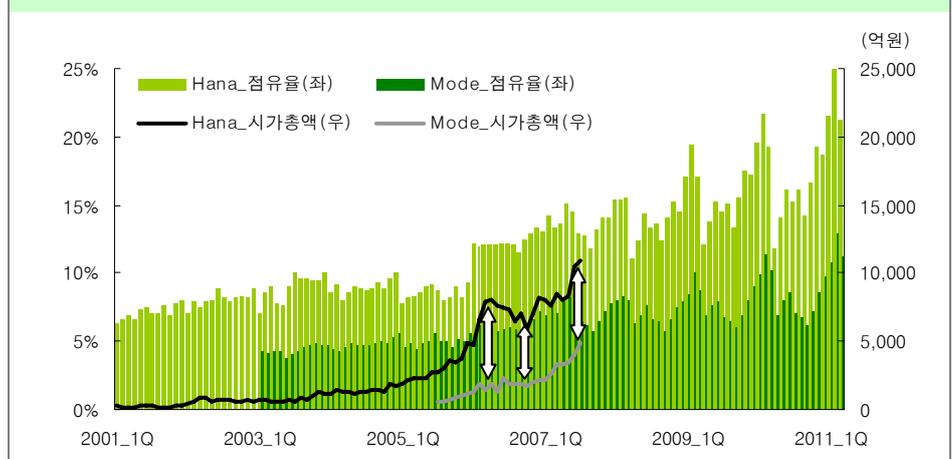
여행업종에 대한 투자 의견 비중 확대(Overweight)를 유지한다. 업종 내 최선호주인 하나투어와 모두투어의 목표주가를 각각 14.9%, 63.6% 상향 조정한 135,000원, 72,000원을 제시한다.

### 업종 내 최선호주는 하나투어와 모두투어

우리는 아래의 3가지 점에서 여행업종에 대한 장기 성장성을 확신하며, 특히 ‘Top-tier’인 하나투어와 모두투어를 업종 내 최선호주로 추천한다.

- 1) 올해부터 2010년까지 출국자수 전망치가 월평균 17%를 상회할 것으로 전망된다. 참고로 국내 아웃바운드 여행시장은 출국자수 기준으로 지난 2000년~2006년 월평균 16.7%의 성장세를 구가하고 있다.
- 2) 여행사를 통한 해외 출국자 비중 증가가 가속화될 가능성이 높다. 해외 출국의 기본 플랫폼은 항공사로서, 대한항공, 아시아나 항공 및 개별 로컬 항공사를 통한 개인의 발권 시스템이 점차 여행사라는 중간 경로를 거쳐가는 소비 형태로 확산되고 있다. 실제로 전체 출국자 수 대비 하나투어와 모두투어가 핸들링(handling)하는 인원은 지난 6월 기준 각각 14.6%, 7.8%로 합산 점유율이 20%를 넘어서고 있다.
- 3) 지난 2001년 이후 Top-tier 여행사의 이러한 핸들링 비중 증가는 해당 업체의 시가총액 상승으로 연결되는 패턴을 나타내고 있다[그림1]. 현재 하나투어의 시가총액은 1조원을 상회, 모두투어는 5,000억원에 육박하고 있으며, 향후 핸들링 비중 증가는 과거 패턴대로 기업 가치 제고의 핵심 드라이버가 될 전망이다.

[그림1] 하나투어, 모두투어의 점유율 및 시가총액 추이 비교



자료: 하나투어, 모두투어, 전망은 대신증권 리서치센터  
 주: 점유율은 전체 출국자에서 각사가 handling한 인원수 기준임

### 주가 측면에서 하나투어와 모두투어는 갭 축소 패턴을 보임

주가 측면에서 하나투어와 모두투어는 갭 축소의 패턴을 보이고 있다. 하나투어의 주가 상승 이후 모두투어가 그 상승분과의 괴리율을 메워나가는 흐름이다. 이는 여행업종 투자전략 측면에서 투자자의 성향에 따라 선택할 수 있는 옵션을 제공한다. 하나투어를 보유함으로써 투자자는 여행업종의 성장성을 선점할 수 있으며, 하나투어와의 갭 축소 과정에서 이익률 통제만 정상적으로 이루어질 경우 모두투어의 투자자는 ‘갭(gap) 매우기’ 측면에서 안정적인 주가 수익률을 올릴 수 있기 때문이다.

## II. 수요 및 공급 전망

여행업종 분석에 있어 **수요 측면**은 해외 출국자수로 대표되며, **공급 측면**은 항공사, 여행사 등 플랫폼 사업자 수와 영업 환경 변화 등으로 구분할 수 있다.

### 수요 측면은 해외 출국자수

우선 수요 측면에 대한 전망은 전체 추계 인구 대비 해외 출국자수 비중이 지난 2006년 기준 21.9%에서 2012년 50%에 육박하는 수준까지 확대될 여지가 있음을 반영시켰다. 이러한 가정의 근거는

- 1) 여행 수요의 대표 연령층인 장년층(50~59세, 60~69세)의 인구 비중 확대,
- 2) 여권 발급 창구의 확대를 통한 여권 접수의 적체 현상 해소 등 잠재 수요 확대 요인 증가,
- 3) 주 5일 근무 확대 등 중년층(20~29세, 30~39세)의 해외 여행 빈도를 증가시킬 수 있는 환경 요인의 변화를 감안한 것이다.

연간 출국자 수와 전국 추계 인구 및 연령별 인구 비중 추이

구분	연간 출국자 수(㉔)	전국 추계인구(㉕)	비중(㉔/㉕)	10~19세	20~29세	30~39세	40~49세	50~59세	60~69세
2001A	5,401,534	47,342,828	11.4%	14.3%	17.2%	18.0%	15.4%	9.4%	7.0%
2002A	6,375,377	47,639,618	13.4%	14.0%	16.9%	18.0%	16.0%	9.5%	7.2%
2003A	6,343,633	47,925,318	13.2%	13.7%	16.6%	17.9%	16.4%	9.7%	7.4%
2004A	8,008,904	48,199,227	16.6%	13.6%	16.2%	17.8%	16.8%	10.1%	7.4%
2005A	9,278,860	48,460,590	19.1%	13.6%	15.8%	17.7%	16.9%	10.7%	7.4%
2006A(㉑)	10,671,123	48,710,241	21.9%	13.6%	15.4%	17.4%	17.0%	11.2%	7.5%
2007F	12,432,419	48,948,463	25.4%	13.6%	15.1%	17.2%	17.0%	11.7%	7.6%
2008F	15,356,673	49,175,329	31.2%	13.6%	14.7%	16.9%	17.0%	12.2%	7.8%
2009F	17,879,183	49,391,042	36.2%	13.6%	14.3%	16.6%	16.9%	12.9%	7.9%
2010F	20,383,679	49,594,482	41.1%	13.4%	13.9%	16.4%	16.8%	13.5%	8.1%
2011F	22,485,748	49,782,861	45.2%	13.2%	13.4%	16.2%	16.8%	14.2%	8.2%
2012F(㉒)	24,345,368	49,954,138	48.7%	12.9%	13.1%	16.0%	16.8%	14.7%	8.3%
차이(㉒-㉑)	13,674,245	1,243,897	26.8%	-0.7%	-2.3%	-1.4%	-0.1%	3.5%	0.9%

자료: 통계청, 인천공항, 대신증권 리서치센터

**여행 수요의 대표 연령층인 장년층(50~59세, 60~69세)의 인구 비중 확대**

통계청 인구 추계자료에 근거한 2006년에서 2012년까지 연령별 인구비중 변화를 살펴보면, 50~50세의 인구 비중은 11.2%에서 14.7%까지 3.5pt 증가, 60~69세 인구 비중은 7.5%에서 8.3%로 0.9pt 증가가 예상된다. 해당 연령대(장년층)는 해외 여행의 실질적인 수요 계층으로서 향후 국내 여행 시장 확대를 견인하는 수요 근간이 될 전망이다.

**여권 발급 창구의 확대를 통한 여권 접수의 적체 현상 해소 등 잠재 수요 확대 요인 증가**

외교통상부는 여권발급 서비스 개선과 민원인의 편의 증진을 위해 2006년부터 서울지역 8개 구청과 경기도 안양시청을 여권발급 대행기관으로 신규 지정하였으며, 이중 서울시내 7개 구청이 지난해 12월부터 여권발급 업무를 개시하였다. 외교통상부는 신설 대행기관의 운영 결과와 각 지방 대행 기관의 여권 신청량 추이, 그리고 여권 발급 전체 예산과 인력 사정을 검토하여 2007년에 지방정부의 여권발급 능력 확대방안을 검토할 계획이다. 또한, 2008년 중반 도입을 목표로 추진하고 있는 전자여권 발급시에는 여권접수기관을 전국 250여개의 시군구 지자체까지 확대하여 여권접수 적체현상을 원천적으로 해소할 방침이다.

**주 5일 근무 확대 등 중년층(20~29세, 30~39세)의 해외 여행 빈도를 증가시킬 수 있는 환경 요인의 변화**

주요 OECD 가입국 가운데 GDP 대비 여가/오락비 비중에서 한국은 최하위권 수준이다. 각 국가별 GDP 대비 HE R&C(Household expenditure on recreation and culture) 비중을 살펴보면, 프랑스와 독일이 5%, 영국은 7.8%, 미국은 6.4%, 우리와 GDP 수준이 유사한 캐나다가 5.8%에 이르는 여가/오락비 비중을 보이고 있는 점은 시사하는 바가 크다. 절대 수치상 4%에 불과한 국내 여가/오락비 비중은 GDP 증가에 높은 탄력도를 보이며 점차 선진국 수준에 진입할 가능성이 높을 것으로 전망된다. 국내의 경우 이러한 비중 증가는 해외 여행 수요에 있어서 장년층의 구성비 증가 및 중년층의 여행 빈도 상승에 기반할 것으로 예상된다.

**주요 국가별 비교**

구분	France	Germany	Japan	Korea	UK	US
GNI per capita (US\$)	28,432	27,441	28,496	19,299	30,669	37,582
GDP (Billion US\$)	1,837	2,359	3,787	1,005	1,881	11,679
HE R&C of GDP (%)	5.2	5.0	5.3	4.0	7.8	6.4

자료: OECD, 2003년 기준

주: HE R&C는 Household expenditure on recreation and culture

**주 5일 근무 도입에 대한 평가 및 영향**

국가	평가 및 영향
프랑스	'99년에 근로시간 단축을 경험한 근로자의 59%는 그들의 일상 생활이 개선되었고 직장안팎에서 모두 긍정적이라고 응답. 개선되고 있다고 인식한 것은 주로 여성쪽이 더 많고 사회 계층 수준이 높을수록, 국가의 지원이 있을수록 일상생활이 개선되었다고 느끼는 것으로 조사
일본	근로시간 단축을 실시한 중소기업의 93%가 생산성이 향상된 것으로 나타났으며 79%의 기업은 근로시간 단축을 이상으로 생산성이 향상된 것으로 조사 ('90년 일본능률협회종합연구소의 조사결과)
포르투갈	근로자를 위한 근로시간단축 조치로 파업이 격감, 노사관계가 안정, 단기적으로 기업에 부담이 되었으나, 지난 4년간 자동화와 작업재조직으로 적응한 결과 경쟁력과 기업체질개선의 촉진제 역할을 했다고 평가. EU경기호황과 근로시간단축효과로 인해 서비스산업의 고용확대(30%→40~50%), 수십만의 근로자들의 편익이 근로시간단축이후 1년동안 급증(노총 평가)
중국	소득증대와 여가시간 증가가 국민의 소비패턴을 변화시켜 레저, 스포츠 관련 소비 크게 증가. 주 5일 근무제의 효과는 최근 더욱 가시화, '94년 대비 '00년 국내 관광객수 (74,400만명)는 약42%증가, 소비재소매총액(34,153억)은 약 110% 증가, 3차산업 근로자수(19,566만명)는 약 27% 증가. '01년 노동절(5.1)기간 관광수입은 181억으로 지난해 국경절(10.1) 대비 27%증가 중국 국내 대규모 여행사의 업무량은 50~60%, 전국 철도 및 항공편 승객은34%증가. 북경, 상해 등 대도시 대형백화점 매출액도 평시보다 20~30% 증가

자료: 노동부

**공급 측면은 항공사, 여행사 등 플랫폼 사업자 수와 영업 환경 변화**

공급 측면에 대한 전망은 플랫폼 사업자의 영업 환경 변화와 신규 여행 지역 개발에 따른 여행 지역 확대로 구분하였다.

여행 업종 플랫폼 사업자의 중심은 항공사로서 ① 대한항공과 아시아나항공 등 국적기의 운항 편수 증가, ② 중국에 이어 일본 역시 최근 ‘open sky’ 도입에 합의함으로써 항공기 좌석 공급 측면에서 여행시장은 충분한 공급이 이루어질 전망이다.

또한, 일본, 중국, 동남아시아 지역 등을 중심으로 다양한 여행 상품지 개발이 이루어지고 있으며, 2008년부터 미국 무비자 입국 가능 등 여행 지역 확대 역시 공급 측면에서 긍정적이다.

**대한항공과 아시아나항공 등 국적기의 운항 편수 증가**

지난 6월 기준 인천공항의 수송지표는 양호한 증가세를 지속하고 있다. 국제선 운항횟수는 16.4%(yoy) 증가한 16,954회를 기록하였으며, 일평균 국제선 여객수도 12.0%(yoy) 증가한 82,837명으로 나타났다. 화물수요의 양호한 흐름도 지속되어 12.3%(yoy) 증가한 것으로 나타났다. 항공사별로 대한항공은 국제선 운항횟수 17.5%(yoy), 국제선여객 10.4%(yoy), 국제선 화물수송이 16.7% 증가하였으며, 아시아나항공은 국제선 운항횟수 6.8%(yoy), 국제선여객 4.6%(yoy), 국제선 화물수송이 0.2%(yoy) 증가하였다.

**중국에 이어 일본 역시 최근 ‘open sky’ 도입에 합의**

중국에 이어 일본 역시 특정도시에만 제한돼 있는 한일 항공노선이 앞으로는 더욱 다양해진다. 최근 열린 한일 항공회담에서 민간 항공사가 자율적으로 노선 및 편수를 결정하는 ‘오픈 스카이’ 도입이 합의되었다. 현재 한일 항공노선에는 한국이 25개 도시, 35개 노선, 주 330회, 일본이 2개 도시, 11개 노선, 주 92회 운항하고 있다. 부산에서는 대한항공과 아시아나항공, 일본항공 3개사가 도쿄 후쿠오카 오사카 나고야 삿포로에 주 61회 취항하고 있다. 그동안 노선을 유지하기 위해 적자를 내면서도 계속 운항하는 경우가 있었지만, 이번 합의로 수요가 많은 노선은 증편하고, 수요가 없는 노선은 줄이거나 없애는 사실상 ‘구조조정’이 이뤄지는 것이다. 국제선 제1의 여객시장인 일본과의 이번 항공자유화 합의를 통해 양국은 앞으로 항공 이용객들의 편익이 증대되고, 양국 간 문화, 관광 분야에서 교류와 협력이 더욱 촉진될 것으로 기대된다. 항공사 간 경쟁으로 운임 인하 요인도 생기는 것은 또 다른 혜택이다. 부산의 경우에도 일본 지방 도시에 대한 기존노선의 운항확대와 신규노선 개설이 훨씬 쉬워진다. 지방 도시 간의 여행객 증가는 물론, 지자체 간의 교류와 경제 활성화에도 적지 않은 기여를 할 것으로 보인다.

**향후 항공기 좌석 공급 측면에서 여행시장은 충분한 공급이 이루어질 전망**

항공자유화 정책은 1998년 한·미 항공자유화 이후 지속적으로 정부가 추진하던 정책이다. 일본 역시 외국과 합의한 사실상 첫번째 항공자유화 조치로서 우리나라와의 항공 자유화에 대해 크게 무게중심을 실었다. 최근 아시아 항공시장이 급속하게 성장하고 있는 상황에서 중국과의 경쟁에서 유리한 고지를 차지했다는 차원에서도 높게 평가할 부분이다. 동북아시아 지역에서의 이러한 항공 협력 확대는 앞으로 다른 국가와의 항공 협력 확대로 연결될 수 있는 가능성을 보여주며, 향후 아시아 통합 항공시장을 구축하는 초석이 될 것으로 전망된다.

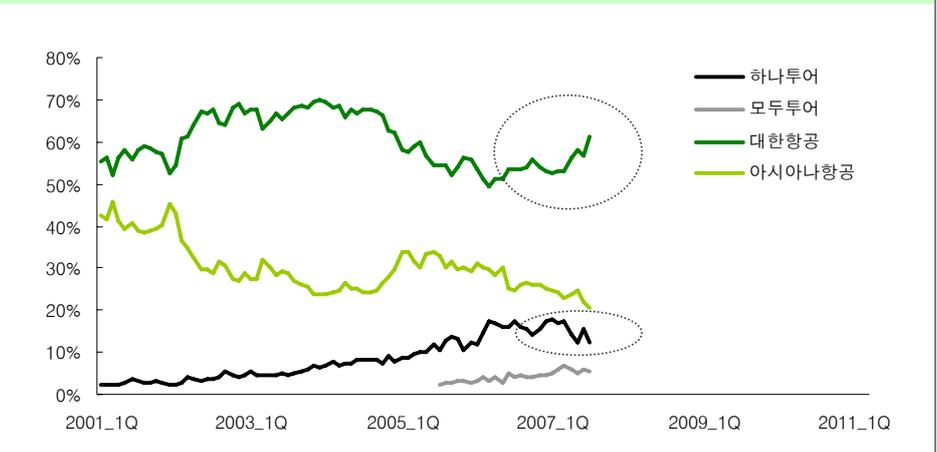
**[참고]** 오픈스카이라는 용어는 1992년 미국에서 사용된 용어로서, 우리말로 하면 ‘영공개방주의’의 의미이다. 일종의 자유경쟁체제를 세계 항공산업계에 도입하는 의미로서, 허희영 저 ‘항공운송산업론’에 따르면 오픈스카이의 내용은 다음과 같다.  
 ① 취항 가능한 항공사 수의 무제한 허용, ② 모든 노선에서의 운항횟수 및 공급규모의 무제한 허용, ③ 제5자유 전면적인 허용 및 상대국에서의 기종변경 후 계속운송의 허용, ④ 양국이 모두 불허하는 운임이 아닌 경우 운임이 효력을 인정, ⑤ 개방적인 전세기 운항협정, ⑥ 상대국에서 발생한 수익의 자유로운 본국으로의 송금 허용, ⑦ 공정한 경쟁원리에 입각한 규정 및 상대국에서의 복합운송을 위한 영업권 보장, ⑧ CRS의 자유로운 경쟁 보장 및 불공정한 운영의 금지, ⑨ 안전에 관한 규정의 준수, ⑩ 운항편명에 대한 공동사용기회의 확대

최근 항공주 밸리에  
여행주의 동참 가능성이  
높아지고 있다

대형 플랫폼 4사(대한항공, 아시아나항공, 하나투어, 모두투어)의 지난 6년간 시가총액 비중 변화를 살펴보면 2001년 이후 2006년까지 하나투어와 모두투어의 시총 비중은 증가한 반면, 항공주 시총 비중은 감소세를 보여왔다. 그러나, 2007년부터 촉발된 영업 환경 변화 2가지, ① 대한항공 등 항공사의 여행사 하드블록 제공 폐지, ② 항공수요 확대의 1차 수혜는 항공업종이라는 시각이 확산되면서 대한항공의 시총 비중 상승이 시작되었다.

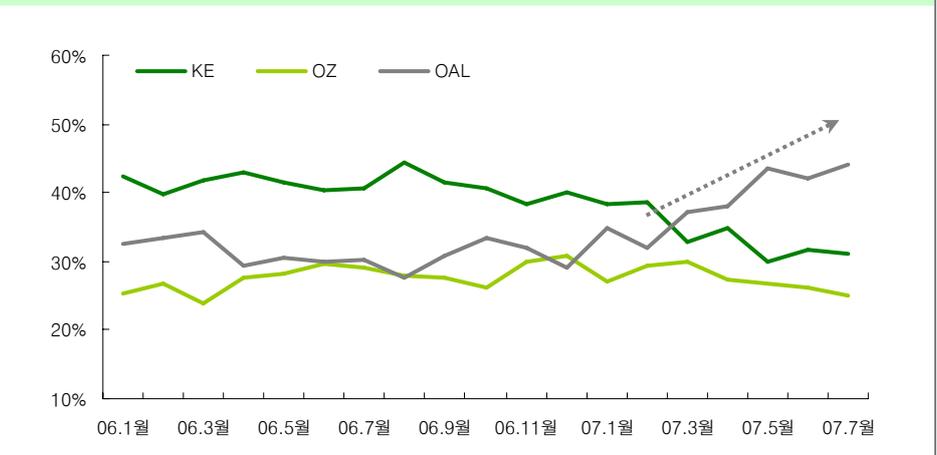
그러나, 하드블록 폐지 이후 하나투어의 항공사별 점유율 추이를 살펴보면 2007년부터 대한항공을 중심으로 본격화된 국적기 비중 감소가 OAL(Other Airlines) 비중 증가를 통해 만회되고 있다. 여행사 입장에서는 항공 좌석 확보에 우려할 만한 차질이 발생하지 않고 있으며, 오히려 원가의 상당 부분을 차지하던 항공료가 OAL을 통한 티켓 가격의 경쟁력 확보 발생으로 원가 감소 효과를 기대할 수 있는 상황이다. 참고로 여행사의 패키지 판매액 100을 기준으로 항공료와 지상비는 75%, 항공권 판매액 100을 기준으로 항공료는 91%를 차지한다.

[그림2] 대형 플랫폼 4사 기준 시가총액 비중 비교



자료: 대신증권 리서치센터, 주: 대한항공, 아시아나항공, 하나투어, 모두투어의 시가총액 합산 후 각 사별 시총 점유율 계산

[그림3] 하나투어의 항공사별 점유율 추이

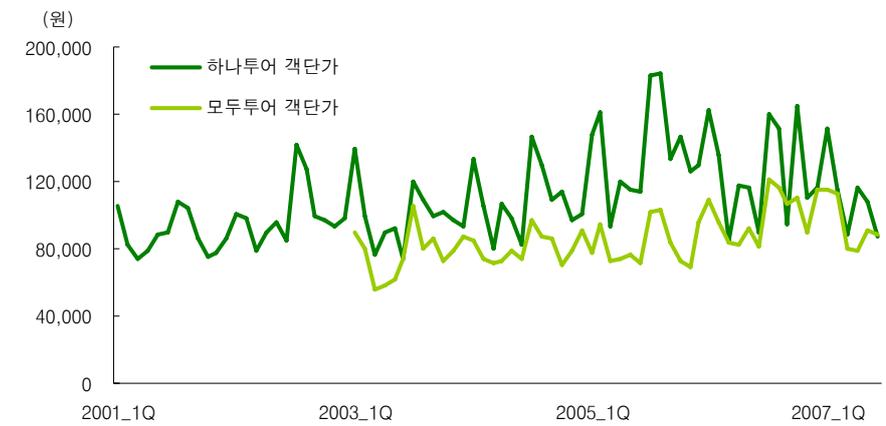


자료: 하나투어, 주: KE(대한항공), OZ(아시아나항공), OAL(Other Airlines)

**객단가 안정화는  
여행 수요 증가의 가속화 요인**

하나투어와 모두투어의 객단가를 살펴보면 ① 월별 기준으로 하나투어가 모두투어보다 약 36.5% 높은 객단가를 형성하고 있으며, ② 이는 하나투어가 중저가 시장에서 고가 시장으로 진입하고 있는 반면, 모두투어는 저가 패키지 시장을 중심으로 여전히 성장이 진행되고 있기 때문이다. 그러나, ③ 양사 모두 2006년 4Q부터 객단가가 안정화되는 흐름을 보이고 있는 바, 이는 이용객이 급증하고 있는 중국 상품의 경우 항공료의 가격 경쟁에 따른 상품 가격 하락에 따른 것이다. 앞으로 오픈 스카이 도입이 확산될 경우 수요자 입장에서 저렴한 항공사 선택을 통한 여행 경비 감소가 가능해짐으로써 여행 수요 증가의 가속화가 진행될 것으로 전망된다.

**[그림4] 하나투어와 모두투어의 객단가 추이 비교**

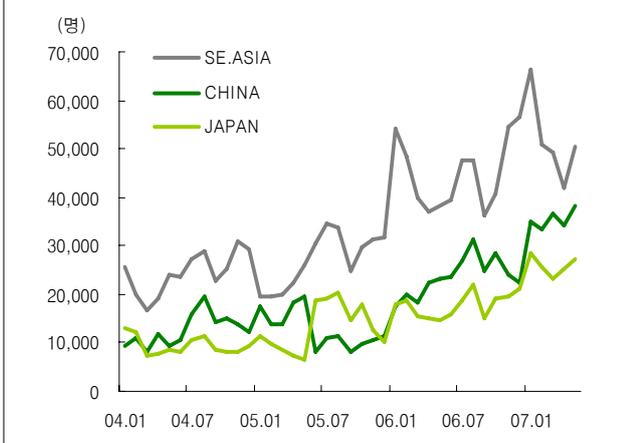


자료: 하나투어, 모두투어  
 주: 객단가는 각 사별 영업수익(매출액)을 핸들링 인원수로 나누어 계산.  
 따라서, 항공권 판매수익도 포함됨에 따라 패키지 가격 대비 절대 금액 과소 계상

**중국, 일본 여행객 증가세는  
지속될 전망**

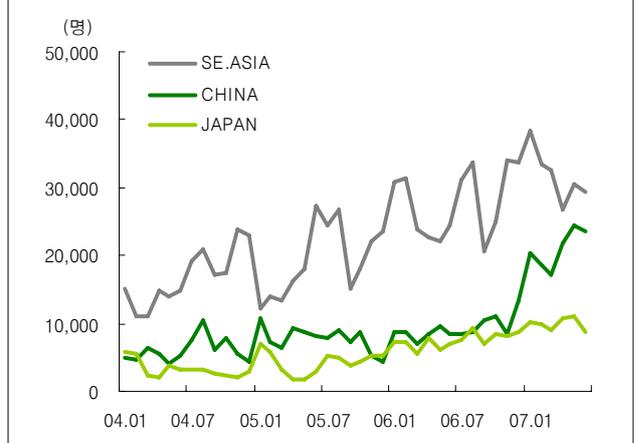
동남아시아 중심으로 리조트 여행지 확산은 이들 여행사들의 집중 공략 지역으로 부각시켜왔다. 최근에는 중국과 일본의 여행객이 급증세를 보이고 있으며, 오픈 스카이 확산으로 이 지역을 중심으로 여행객 증가 추이는 지속될 전망이다.

**[그림5] 하나투어의 지역별 이용객 추이**



자료: 하나투어, 모두투어

**[그림6] 모두투어의 지역별 이용객 추이**

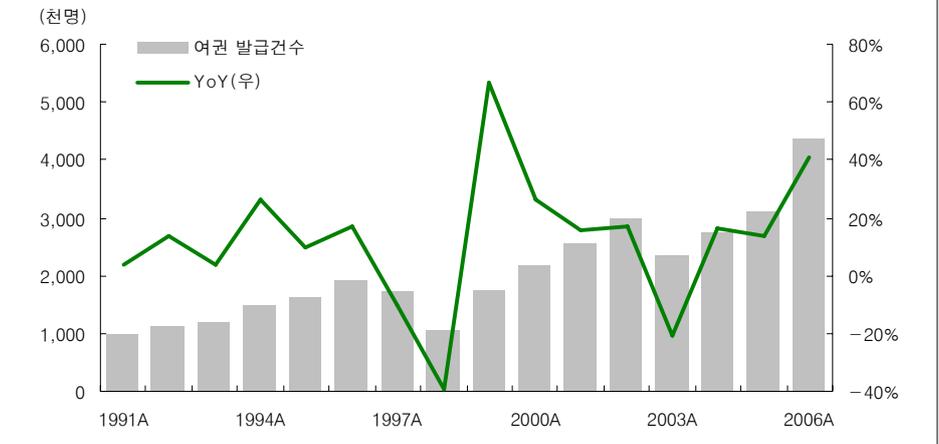


자료: 하나투어, 모두투어

2006년 여권 발급건수 급증은  
향후 여행 수요 증가의  
직접적인 견인 요소

여권은 소지자의 국적 등 신분을 증명하고 이로써 소지자에 대해 외교적 보호권을 행사할 수 있는 국적, 국가를 표시하기 위한 것으로 여권 발급량은 국외 여행 또는 교육, 국가간 교류, 국내외 정세변화, 현지사정 등 요인 및 여권관련 정책법규의 변경에 따른 신규·재발급 등의 요인에 의해 영향을 받는다. 해외로 출국하려는 사람은 여권 소지여부 및 유효기간에 따라 여권을 신규 또는 재발급 받아야 함으로 여권 발급량의 변화는 출국자수 변동 추이와 관계가 있다. 전반적으로 매년 꾸준한 증가세를 보이고 있으며, 2003년 이후로는 매년 전년대비 약 15%씩 증가하였고, 사진전사식 여권발급(2005년 9월30일) 이후 발급량이 보다 증가되는 추세이다. 1997년 IMF여파로 1998년 급감 현상을 보였으나, 이후 다시 증가, 2003년 동남아시아 지역에 유행한 급성호흡기증후군(일명 SARS)의 여파로 발급건수가 또 한차례 급감 후 재차 증가세를 보이고 있다. 참고로 2005년 9월 30일 이후 발급 개시된 사진전사식 여권의 유효기간은 10년이며, 그 이전까지 발급된 여권(사진부착식) 유효기간은 5년이다.

[그림7] 국내외 여권 발급건수 및 증가율 추이



자료: 외교통상부

여권 발급건수의 괄목한 증가 추이는 향후 여행 가수요를 측정하는 지표 역할을 하고 있으며, 아시아, 유럽, 미주 등 여행지역 확산은 여행 수요를 충분히 수용할 수 있는 Capa 역할이 기대된다.

[그림8] 아시아



자료: Encyclopedia Britannica, Inc

[그림9] 유럽



자료: Encyclopedia Britannica, Inc

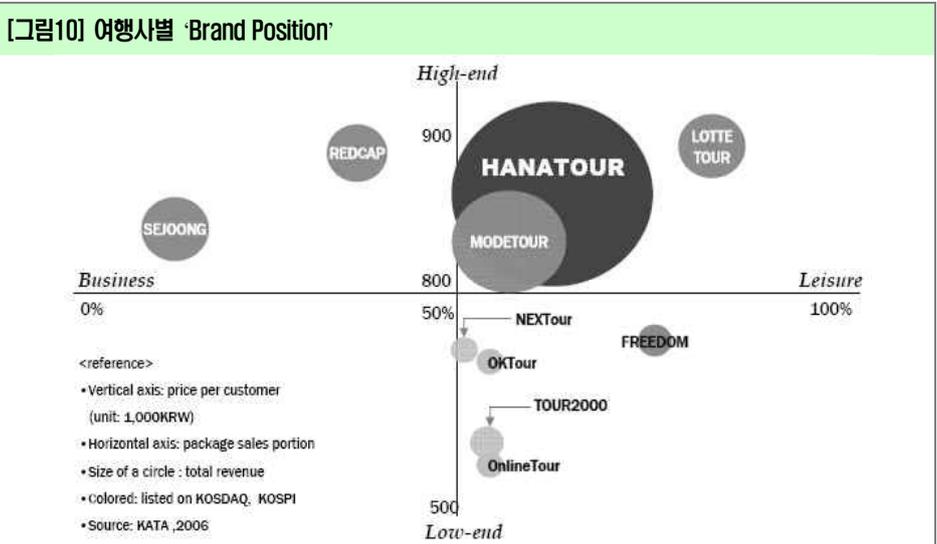
### III. Peer Analysis : 하나투어 vs 모두투어

시장점유율과 성장성 측면에서 리테일 업체보다 홀세일 업체가 전체 출국자 시장 증가에 따른 수혜폭이 높게 나타남

1인당 상품 가격 80만원을 기준으로 여행사별 브랜드 포지션을 High-end와 Low-end 구분할 경우, High-end 포함되는 업체는 상용 물량(비즈니스 관련)을 취급하는 세종과 레드캡, 홀세일 업체인 하나투어와 모두투어가 포함된다. 롯데관광은 High-end 부문에서는 최상위에 위치해 있으나, 직접 판매 방식에 따른 상품 스펙트럼 다변화 측면에서는 불리한 조건을 갖추고 있다.

따라서, 여행주에 대한 우리의 관심을 하나투어와 모두투어로 집중할 경우 하나투어는 브랜드 포지션이 넓게 퍼져있는 반면, 모두투어는 저가 정책에서 고가 정책으로 변화가 필요한 시점으로 판단된다. 홀세일 업체를 제외한 대부분의 리테일 업체는 여전히 저가 상품 위주, 또는 항공권 대매수익에 치중함으로써 Low-end에서 벗어나기가 쉽지 않을 것으로 예상된다.

시장점유율과 성장성 측면에서도 리테일 업체보다 홀세일 업체가 전체 출국자 시장 증가에 따른 수혜폭이 높게 나타나고 있으며, 이러한 여행 업종 구도는 Top-tier 여행사로의 과점화를 구축함으로써 신규 여행사의 여행시장 진입장벽을 점차 두텁게 할 것으로 전망된다.



자료: 하나투어

#### 여행사별 M/S와 Growth

구분		2002A	2003A	2004A	2005A	2006A
M/S	Top 30 Players	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
	3 Wholesalers	34.6%	34.1%	35.0%	38.3%	39.5%
	Hanatour	21.0%	20.3%	21.9%	23.9%	25.0%
	Modetour	9.9%	10.1%	10.4%	10.7%	11.4%
	OK tour	3.7%	3.7%	2.7%	3.6%	3.1%
27 Big retailers		65.4%	65.9%	65.0%	61.7%	60.5%
Growth	Total Departures	18.0%	-0.5%	26.3%	15.9%	15.0%
	Top 30 Players	32.0%	9.8%	47.3%	30.0%	49.7%
	3 Wholesalers	70.5%	8.4%	51.1%	42.3%	54.2%
	Hanatour	57.6%	6.6%	58.8%	42.0%	56.1%
	Modetour	41.6%	12.0%	52.0%	34.0%	59.3%
	OK tour	-	9.0%	5.8%	76.9%	26.4%
27 Big retailers		17.9%	10.6%	45.4%	23.5%	46.9%

자료: 하나투어, 각 사 자료 취합

**2006년 여권 발급건수 급증은  
향후 여행 수요 증가의  
직접적인 견인 요소**

높은 영업이익률과 ROE 측면에서 하나투어는 모두투어에 우위를 보이고 있다. 그 이유는 전술한 바와 같이 하나투어는 중저가 시장에서 고가 시장으로 진입함으로써 이익률 확보가 용이해지고 있는 반면, 모두투어는 저가 패키지 시장에서 여전히 높은 성장률을 보이고 있기 때문이다.  
이는 Valuation 측면에서 모두투어가 하나투어를 추월할 수 없는 근본적인 요인으로서 향후 모두투어가 하나투어 수준의 이익률 제고를 위해서는 저가 시장에서 고가 시장으로의 shift가 불가피할 것으로 전망된다.

**영업실적 및 Valuation 비교**

(단위: 억원, %, 배)

[하나투어]	매출액	YoY	영업이익	YoY	EPS	YoY	영업이익률	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA
05.12A	1,110	39.2	178	50.5	1,613	55.9	16.0	47.3	29.8	11.7	23.5
06.12A	1,663	49.8	302	70.1	2,196	36.1	18.2	34.6	32.3	8.9	22.6
07.12F	2,141	28.7	397	31.3	2,597	18.2	18.5	28.6	37.7	9.6	24.7
08.12F	2,798	30.7	592	49.2	3,848	48.2	21.2	31.8	25.5	7.0	15.5
09.12F	3,603	28.8	865	45.9	5,595	45.4	24.0	33.2	17.5	5.0	9.5
1Q07A	498	25.3	129	13.0	2,309	5.2	25.9				
2Q07F	423	32.6	44	54.9	2,429	5.2	10.5				
3Q07F	608	25.1	166	37.9	2,509	3.3	27.2				
4Q07F	611	32.8	58	47.1	2,597	3.5	9.5				
1Q08F	663	33.1	205	58.9	2,968	14.3	30.9				
[모두투어]	매출액	YoY	영업이익	YoY	EPS	YoY	영업이익률	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA
05.12A	389	22.9	32	6.9	451	-7.4	8.2	28.4	34.3	7.7	28.1
06.12A	664	70.8	98	204.9	1,028	128.1	14.7	26.1	25.8	4.6	18.5
07.12F	943	42.0	163	66.6	1,591	54.8	17.2	24.8	34.8	7.8	25.5
08.12F	1,278	35.6	226	39.3	2,189	37.6	17.7	26.6	25.3	5.9	17.4
09.12F	1,773	38.8	331	46.0	3,158	44.3	18.6	29.0	17.5	4.4	11.1
1Q07A	227	54.7	50	63.3	1,181	14.9	22.2				
2Q07F	193	56.5	18	779.7	1,324	12.1	9.4				
3Q07F	256	28.3	55	26.3	1,423	7.5	21.6				
4Q07F	266	37.4	38	85.8	1,591	11.8	14.5				
1Q08F	322	41.8	80	58.0	1,835	15.3	24.8				

자료: 하나투어, 모두투어, 전망은 대신증권 리서치센터, 분기EPS는 Trailing EPS

**성장주의 Valuation 속성을  
감안하여 2008F~2010F  
Forward EPS 적용**

시장점유율과 성장성 측면에서 리테일 업체보다 홀세일 업체가 전체 출구자 시장 증가에 따른 수혜폭이 높게 나타나는 바, 하나투어와 모두투어의 EPS growth는 시장 성장률을 상회할 것으로 추정된다. Growth 측면에서 상대 열위를 감안, 모두투어의 Valuation은 하나투어의 적용 P/E 대비 약 10% 할인을 적용하였다. 높은 성장성을 반영하기 위해 양사의 08F~10F Forward EPS 각각에 50%~30% 가중 평균한 목표주가는 각각 135,000원(하나투어), 72,000원(모두투어)으로 평가된다.

**Relative Valuation**

구분		2006A	2007F	2008F	2009F	2010F	Relative Valuation
하나투어	Net profit	23,303	30,162	44,697	64,989	87,873	P/E x26.4(①)
	EPS	2,196	2,597	3,848	5,595	7,565	Forward 50%~30%
	EPS growth	36.1%	18.2%	48.2%	45.4%	35.2%	TP <b>134,944원</b>
모두투어	Net profit	8,174	13,365	18,389	26,528	33,732	P/E x23.7(①*0.9)
	EPS	1,028	1,591	2,189	3,158	4,016	Forward 50%~30%
	EPS growth	128.1%	54.8%	37.6%	44.3%	27.2%	TP <b>71,888원</b>

자료: 하나투어, 각 사 자료 취합

[Memo]

## IV. 기업분석

### 하나투어(A039130)

투자의견 매수(Buy), TP 135,000원

### 모두투어(A080160)

투자의견 매수(Buy), TP 72,000원,

# 하나투어(039130)

BUY(매수,유지)

## 여행산업 성장의 주도주

현재가(07/08/13) : 96,500원 / 목표주가(12개월) : 135,000원

액면가	500원
KOSDAQ	786.20
52주 최고/최저	101,000원/54,000원
자본금(보통주)	5십억원
시가총액	1,121십억원
시가총액비중	1.09%
외국인지분율	45.5%

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/ EBITDA (배)	ROE (%)	순차입금 비율 (%)
2005A	111	18	23	17	1,613	55.9	29.8	11.7	23.5	47.3	-59.5
2006A	166	30	34	23	2,196	36.1	32.3	8.9	22.6	34.6	-111.5
2007F	214	40	44	30	2,597	18.2	37.7	9.6	24.7	28.6	-124.3
2008F	280	59	65	45	3,848	48.2	25.5	7.0	15.5	31.8	-132.2
2009F	360	86	94	65	5,595	45.4	17.5	5.0	9.5	33.2	-135.4

**투자의견 매수 유지,  
목표주가 135,000원으로  
상향 조정**

하나투어의 목표주가를 기존 117,500원에서 135,000원으로 14.9% 상향 조정하며, 투자 의견 매수를 유지한다.

목표주가를 상향한 3가지 근거는 1) 아웃바운드 여행산업의 높은 성장성과 하나투어의 M/S 확대가 맞물려 2008년~2009년 EPS growth가 30%를 상회할 것으로 예상되며, 2) 아웃바운드 여행시장 내 M/S 기준 최상위 Top-tier로서의 '규모의 경제 효과'가 올해부터 본격적인 이익률 개선으로 나타날 전망이다, 3) 현 주가 수준에서 야기될 Valuation 부담에 대한 우려감은 2008년~2009년에 지속될 높은 이익 성장성을 통해 충분히 상쇄될 것으로 판단되기 때문이다.

**M/S 확대 속도가  
향후 주가의 Key-factor**

최근 여행사간의 마케팅 비용 증가는 '브랜드 인지도 확대 → 수요 확보' 과정에서의 시차를 좁힘으로써 M/S를 일정 궤도 이상으로 올리기 위한 것임을 감안할 때, 비용 통제 측면에서 부각된 지난 상반기 성장성에 대한 우려감에도 불구하고, 하나투어의 M/S 유지 전략은 장기적인 관점에서 긍정적이라는 판단이다. 향후 브랜드 인지도 확대 측면에서 선점 효과를 유지시키기 위한 지속적인 비용 부담은 상존하나, 매년 20% 이상의 성장 잠재력을 보유한 국내 아웃바운드 시장에서 M/S 확대 전략은 여전히 수익성 관리 전략에 앞서고 있다.

이러한 아웃바운드 여행시장의 성장 가도속에서 향후 하나투어의 주가 상승의 Key-factor는 결국 M/S 확대 속도에 달려있다는 판단이다. 당사는 2008년 하나투어의 점유비가 15%에 이를 것으로 전망하는 바, 그 근거는 ① 타여행사 대비 High-Quality의 여행 서비스 제공을 통한 feed-back 강화로 고객 기반의 지속적인 확대, ② 규모의 경제를 통한 수익성 개선 효과는 원가 통제 측면과 가격 조절 측면에서의 우위를 가능하게 함으로써 경쟁사 대비 국내 최고의 여행사로서의 레벨업을 지속시킬 것으로 판단된다.

**하나투어의 M/S 확대는 궁극적으로 이러한 규모의 경제 효과를 통한 수익성 개선을 도모**

수탁금 대비 영업수익 비율 추이는 하나투어가 규모의 경제 효과를 영위하고 있음을 잘 나타내는 지표로 판단된다. 일반적으로 관광알선수익으로 인식되는 매출 계정은 여행자가 최초로 지급하는 여행비(수탁금)에서 항공료와 숙박비를 차감한 금액으로서 이 비율이 개선되었다는 의미는 항공료 및 호텔, 숙박비 등에서의 규모의 경제 효과가 나타나고 있음을 시사한다. 하나투어의 M/S 확대는 궁극적으로 이러한 규모의 경제 효과를 통한 수익성 개선을 도모할 것으로 판단된다.

손익계산서

(단위: 억원, %)

	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
매출액	1,110	1,663	2,141	2,798	3,603
제품	0	0	0	0	0
상품 등	0	0	0	0	0
수출비중	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,110	1,663	2,141	2,798	3,603
판관비	933	1,361	1,744	2,205	2,739
인건비	313	432	549	656	738
판매비	45	77	93	127	160
경비 등	575	851	1,102	1,423	1,840
영업이익	178	302	397	592	865
영업외수익	73	74	79	106	142
이자수익	11	17	32	47	68
지분법이익	26	31	41	53	68
외환이익	2	8	0	0	0
기타	34	18	6	6	6
영업외비용	19	37	41	53	69
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손실	17	32	41	53	69
외환손실	2	5	0	0	0
기타	1	1	0	0	0
경상이익	232	339	435	645	938
특별손익	0	0	0	0	0
세전이익	232	339	435	645	938
법인세	66	106	134	198	288
세율	28.3	31.3	30.7	30.7	30.7
당기순이익	166	233	302	447	650
EBIT	188	302	397	592	864
EBITDA	200	319	401	597	869

주요 재무지표

	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
>> 성장성					(단위: %)
매출액증가율	39.2	49.8	28.7	30.7	28.8
영업이익증가율	50.5	70.1	31.3	49.2	45.9
경상이익증가율	48.5	46.1	28.4	48.2	45.4
순이익증가율	56.8	40.0	29.4	48.2	45.4
EBITDA증가율	39.6	59.5	25.8	48.7	45.6
>> 수익성					(단위: %)
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	16.0	18.2	18.5	21.2	24.0
경상이익률	20.9	20.4	20.3	23.1	26.0
순이익률	15.0	14.0	14.1	16.0	18.0
EBITDA이익률	18.0	19.2	18.7	21.3	24.1
ROIC	164.6	551.9	-154.2	-114.6	-102.5
ROE	47.3	34.6	28.6	31.8	33.2
>> 안정성					(단위: %, 배)
부채비율	104.9	98.5	100.2	95.9	88.4
순차입금비율	-59.5	-111.5	-124.3	-132.2	-135.4
이자보상배율	NA	NA	NA	NA	NA
>> 주당지표					(단위: 원)
SPS	10,761	15,671	18,427	24,083	31,020
EPS	1,613	2,196	2,597	3,848	5,595
EBITDAPS	1,938	3,006	3,455	5,138	7,481
BPS	4,096	7,974	10,184	14,032	19,626
CFPS	2,230	6,232	4,092	5,788	7,825
DPS	600	750	750	750	750

자료: 하나투어, 대신증권 리서치센터

대차대조표

(단위: 억원)

	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
유동자산	457	1,362	1,883	2,695	3,782
현금등가물	119	720	1,157	1,842	2,775
단기금융상품	132	313	313	313	313
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	104	160	206	269	347
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	102	169	207	271	349
고정자산	408	476	486	498	514
투자자산	105	163	172	185	201
유형자산	303	310	310	310	310
무형자산	1	3	3	3	3
자산총계	866	1,839	2,369	3,193	4,296
유동부채	438	907	1,154	1,499	1,916
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	438	907	1,154	1,499	1,916
고정부채	6	5	32	64	101
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타고정부채	6	5	32	64	101
부채총계	443	912	1,186	1,563	2,016
자본금	52	58	58	58	58
자본잉여금	3	607	607	607	607
이익잉여금	396	557	813	1,260	1,910
자본조정	-27	-295	-295	-295	-295
자본총계	423	926	1,183	1,630	2,280
차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-251	-1,033	-1,470	-2,155	-3,087

현금흐름표

(단위: 억원)

	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
영업활동현금흐름	238	673	498	705	956
당기순이익	166	233	302	447	650
비현금항목 가감	-3	54	37	44	50
감가상각비	12	16	5	5	5
외환손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-10	0	0	0	0
기타	-5	38	32	39	45
자산부채 증감	74	386	159	214	256
투자활동현금흐름	-157	-260	-16	-20	-23
투자자산	124	-229	-10	-13	-16
유형자산	-301	-24	-5	-4	-5
기타	20	-8	-2	-2	-3
재무활동현금흐름	-39	189	-45	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	23	644	0	0	0
현금배당	-45	-72	-45	-45	-45
기타	-17	-384	0	0	0
현금의 증감	42	601	437	685	932
기초 현금	77	119	720	1,157	1,842
기말 현금	119	720	1,157	1,842	2,775
Unlevered CFO	230	661	475	672	909
NOPAT	159	222	279	415	603
Free Cash Flow	-91	537	434	624	855

# 모두투어(080160)

BUY(매수,유지)

## 여행업종 투자에 있어 안정적인 수익률의 대안

현재가(07/08/13) : 55,500원 / 목표주가(12개월) : 72,000원

액면가	500원
KOSPI	786.20
52주 최고/최저	58,500원/ 18,650원
자본금(보통주)	4십억원
시가총액	466십억원
시가총액비중	0.45%
외국인지분율	18.9%

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/ EBITDA (배)	ROE (%)	순차입금 비율 (%)
2005A	39	3	4	3	451	-7.4	34.3	7.7	28.1	28.4	-92.9
2006A	66	10	11	8	1,028	128.1	25.8	4.6	18.5	26.1	-71.3
2007F	94	16	19	13	1,591	54.8	34.8	7.8	25.5	24.8	-77.8
2008F	128	23	26	18	2,189	37.6	25.3	5.9	17.4	26.6	-85.9
2009F	177	33	37	27	3,158	44.3	17.5	4.4	11.1	29.0	-92.3

### 투자의견 매수유지, 목표주가 72,000원으로 상향 조정

지난 4월 모두투어에 대한 커버리지 재개 이후 현재 주가는 당시 제시한 목표주가를 넘어 서고 있다. 여행업종 ‘Top Picks’로 하나투어를 주력 업체로 커버하였으나, 하나투어와의 Fundamentals gap과 Valuation gap 축소 과정에서 보여준 여행업 부동의 M/S 2위 업체 로의 자리매김은 상대적으로 높은 수익률을 선사하였다.

목표주가를 44,000원에서 72,000원으로 상향하며, 투자의견은 매수를 유지한다. 이웃바운 드 여행 시장의 강력한 성장성은 하나투어와 더불어 향후 동사 주가의 추가 상승을 견인할 것으로 판단된다.

시장점유율과 성장성 측면에서 리테일 업체보다 홀세일 업체가 전체 출국자 시장 증가에 따른 수혜폭이 높게 나타나는 바, 하나투어와 모두투어의 EPS growth는 시장 성장률을 상 회할 것으로 추정된다. Growth 측면에서 상대 열위를 감안, 모두투어의 Valuation은 하나 투어의 적용 P/E 대비 약 10% 할인율을 적용하였다. 높은 성장성을 반영하기 위해 양사의 08F~10F Forward EPS 각각에 50%~30% 가중 평균한 목표주가는 72,000원으로 평 가된다.

### 하나투어와의 gap 축소 진행중

하나투어 대비 모두투어의 비중을 gap으로 산출한 바, 영업이익률과 ROE 등 수익성 지표 는 하나투어와 gap 차이가 2006년 대비 2007년 더 좁혀질 것으로 추정된다. 다만, M/S 차이에서 비롯된 외형 비중의 격차 해소 과정은 당분간 지켜볼 필요가 있다는 판단이다.

### 국적기 Hard Block 축소 영향은 미미할 전망

모두투어의 국적기 Hard Block 비중은 KAL이 38~40% 수준, 아시아나가 20~25% 수 준으로 최근 국적기 Hard Block 감소 영향은 해외 Local 항공사의 좌석 확보를 통해 하나 투어와 더불어 충분히 만회될 수 있는 수준으로 판단된다.

손익계산서

(단위:억원, %)

	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
매출액	389	664	943	1,278	1,773
제품	0	0	0	0	0
상품 등	0	0	0	0	0
수출비중	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	389	664	943	1,278	1,773
판관비	357	566	780	1,052	1,443
인건비	125	163	219	286	385
판매비	16	50	61	90	120
경비 등	216	353	500	675	937
영업이익	32	98	163	226	331
영업외수익	9	19	26	32	42
이자수익	2	13	22	29	38
지분법이익	0	0	0	0	0
외환이익	0	2	0	0	0
기타	7	4	4	4	4
영업외비용	1	3	2	2	2
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손실	0	0	0	0	0
외환손실	0	1	0	0	0
기타	1	2	2	2	2
경상이익	41	114	187	257	371
특별손익	0	0	0	0	0
세전이익	41	114	187	257	371
법인세	11	33	53	73	106
세율	27.7	28.5	28.5	28.5	28.5
당기순이익	29	82	134	184	265
EBIT	32	98	163	226	331
EBITDA	35	102	164	228	333

주요 재무지표

	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
>> 성장성					(단위: %)
매출액증가율	22.9	70.8	42.0	35.6	38.8
영업이익증가율	6.9	204.9	66.6	39.3	46.0
경상이익증가율	0.9	182.1	63.5	37.6	44.3
순이익증가율	2.5	178.9	63.5	37.6	44.3
EBITDA증가율	8.7	190.1	61.6	39.0	45.6
>> 수익성					(단위: %)
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	8.2	14.7	17.2	17.7	18.6
경상이익률	10.4	17.2	19.8	20.1	20.9
순이익률	7.5	12.3	14.2	14.4	15.0
EBITDA이익률	9.0	15.3	17.4	17.9	18.8
ROE	28.4	26.1	24.8	26.6	29.0
>> 안정성					(단위: %,배)
부채비율	81.6	47.5	51.4	53.7	55.6
순차입금비율	-92.9	-71.3	-77.8	-85.9	-92.3
이자보상배율	NA	NA	NA	NA	NA
>> 주당지표					(단위: 원)
SPS	5,978	8,350	11,223	15,215	21,112
EPS	451	1,028	1,591	2,189	3,158
EBITDAPS	539	1,279	1,956	2,719	3,960
BPS	2,013	5,713	7,126	9,315	12,473
CFPS	1,172	1,216	1,563	2,328	3,351
DPS	100	180	180	180	180

자료: 모두투어, 대신증권 리서치센터

대차대조표

(단위:억원)

	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
유동자산	166	505	697	985	1,402
현금등가물	88	140	263	469	765
단기금융상품	48	202	202	202	202
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	23	53	75	101	140
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	7	110	156	212	294
고정자산	99	203	210	218	229
투자자산	94	195	201	208	219
유형자산	5	8	9	9	10
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	265	708	906	1,202	1,631
유동부채	105	205	270	362	498
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	105	205	270	362	498
고정부채	15	23	38	58	85
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타고정부채	15	23	38	58	85
부채총계	119	228	308	420	583
자본금	21	42	42	42	42
자본잉여금	53	299	299	299	299
이익잉여금	72	150	268	452	718
자본조정	0	-11	-11	-11	-11
자본총계	146	480	599	782	1,048
차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-136	-342	-466	-672	-967

현금흐름표

(단위:억원)

	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
영업활동현금흐름	78	106	147	216	309
당기순이익	29	82	134	184	265
비현금항목 가감	11	16	20	26	34
감가상각비	3	4	2	2	2
외환손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	8	11	18	24	32
자산부채 증감	37	9	-7	6	10
투자활동현금흐름	-70	-305	-9	-10	-13
투자자산	-67	-298	-6	-7	-11
유형자산	-3	-7	-3	-3	-3
기타	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	57	250	-15	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	57	267	0	0	0
현금배당	0	-4	-15	-15	-15
기타	0	-12	0	0	0
현금의 증감	65	52	123	206	295
기초 현금	23	88	140	263	469
기말 현금	88	140	263	469	765
Unlevered CFO	76	97	131	196	281
NOPAT	28	72	118	163	238
Free Cash Flow	59	69	109	167	245

[Memo]

## V. Appendix .....

### **하나투어 재무제표**

- 손익계산서, 대차대조표, 현금흐름표, 분기 영업실적

### **모두투어 재무제표**

- 손익계산서, 대차대조표, 현금흐름표, 분기 영업실적

### **관광 통계**

- 출국자 및 하나투어, 모두투어 송객수 추이

[하나투어 손익계산서]

**손익계산서** (단위: 억원)

	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
매출액	1,110	1,663	2,141	2,798	3,603
제품	0	0	0	0	0
상품 등	0	0	0	0	0
수출비중 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,110	1,663	2,141	2,798	3,603
판관비	933	1,361	1,744	2,205	2,739
인건비	313	432	549	656	738
판매비	45	77	93	127	160
경비 등	575	851	1,102	1,423	1,840
영업이익	178	302	397	592	865
영업외수익	73	74	79	106	142
이자수익	11	17	32	47	68
지분법평가이익	26	31	41	53	68
외환관련이익	2	8	0	0	0
기타	34	18	6	6	6
영업외비용	19	37	41	53	69
이자비용	0	0	0	0	0
지분법평가손실	17	32	41	53	69
외환관련 손실	2	5	0	0	0
기타	1	1	0	0	0
경상이익	232	339	435	645	938
특별손익	0	0	0	0	0
세전이익	232	339	435	645	938
법인세	66	106	134	198	288
세율	28.3	31.3	30.7	30.7	30.7
당기순이익	166	233	302	447	650
수정순이익	142	219	297	443	645
EBITDA	200	319	401	597	869

**Growth Rate** (단위: %)

매출액 증가율	39.2	49.8	28.7	30.7	28.8
영업이익 증가율	50.5	70.1	31.3	49.2	45.9
경상이익 증가율	48.5	46.1	28.4	48.2	45.4
순이익 증가율	56.8	40.0	29.4	48.2	45.4
EBITDA 증가율	39.6	59.5	25.8	48.7	45.6
EPS 증가율	55.9	36.1	18.2	48.2	45.4
수정 EPS 증가율	43.6	49.6	24.0	48.9	45.9

**Profitability** (단위: %)

매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	16.0	18.2	18.5	21.2	24.0
경상이익률	20.9	20.4	20.3	23.1	26.0
순이익률	15.0	14.0	14.1	16.0	18.0
수정순이익률	12.8	13.2	13.9	15.8	17.9
EBITDA 이익률	18.0	19.2	18.7	21.3	24.1

**Per Share Data** (단위: 원)

SPS	10,761	15,671	18,427	24,083	31,020
EPS	1,613	2,196	2,597	3,848	5,595
수정 EPS	1,380	2,063	2,558	3,810	5,557
EBITDAPS	1,938	3,006	3,455	5,138	7,481
BPS	4,096	7,974	10,184	14,032	19,626
CFPS	2,230	6,232	4,092	5,788	7,825
DPS	600	750	750	750	750

자료: 하나투어, 대신증권 리서치센터

[하나투어 대차대조표]

대차대조표 (단위: 억원)

	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
유동자산	457	1,362	1,883	2,695	3,782
현금등가물	119	720	1,157	1,842	2,775
단기금융상품	132	313	313	313	313
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	104	160	206	269	347
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	102	169	207	271	349
고정자산	408	476	486	498	514
투자자산	105	163	172	185	201
유형자산	303	310	310	310	310
무형자산	1	3	3	3	3
자산총계	866	1,839	2,369	3,193	4,296
유동부채	438	907	1,154	1,499	1,916
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	438	907	1,154	1,499	1,916
고정부채	6	5	32	64	101
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타고정부채	6	5	32	64	101
부채총계	443	912	1,186	1,563	2,016
자본금	52	58	58	58	58
자본잉여금	3	607	607	607	607
이익잉여금	396	557	813	1,260	1,910
자본조정	-27	-295	-295	-295	-295
자본총계	423	926	1,183	1,630	2,280
부채와 자본총계	866	1,839	2,369	3,193	4,296
차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-251	-1,033	-1,470	-2,155	-3,087

Return on Capital (단위: %)

ROA	23.0	17.2	14.3	16.1	17.4
ROIC	164.6	551.9	-154.2	-114.6	-102.5
ROE	47.3	34.6	28.6	31.8	33.2

Financial Leverage (단위: %, 배)

부채비율	104.9	98.5	100.2	95.9	88.4
단기차입금비중	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금비율	-59.5	-111.5	-124.3	-132.2	-135.4
이자보상배율	NA	NA	NA	NA	NA
차입금/시가총액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금/매출액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Turn Over (단위: %)

매출채권회전율	13.4	12.6	11.7	11.8	11.7
매입채무회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산회전율	7.0	5.4	6.9	9.0	11.6
총자산회전율	1.5	1.2	1.0	1.0	1.0

자료: 하나투어, 대신증권 리서치센터

[하나투어 현금흐름표]

**현금흐름표** (단위: 억원)

	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
영업활동 현금흐름	238	673	498	705	956
당기순이익	166	233	302	447	650
비현금항목의 가감	-3	54	37	44	50
감가상각비	12	16	5	5	5
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-10	0	0	0	0
기타	-5	38	32	39	45
자산부채의 증감	74	386	159	214	256
매출채권	-43	-59	-51	-70	-86
재고자산	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
기타	117	445	210	284	342
투자활동 현금흐름	-157	-260	-16	-20	-23
투자자산	124	-229	-10	-13	-16
유형자산	-301	-24	-5	-4	-5
기타	20	-8	-2	-2	-3
재무활동 현금흐름	-39	189	-45	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	2,333	64,412	0	0	0
현금배당	-45	-72	-45	-45	-45
기타	-17	-384	0	0	0
현금의 증감	42	601	437	685	932
기초 현금	77	119	720	1,157	1,842
기말 현금	119	720	1,157	1,842	2,775
Unlevered CFO	230	661	475	672	909
NOPAT	159	222	279	415	603
FCF	-91	537	434	624	855

**Stability-Cash Basis** (단위: 배)

Defensive Interval	431.7	18,169.7	135,940.7	196,611.1	278,528.3
Cash Flow to CAPEX	0.8	27.6	105.6	149.4	202.0
Interest Coverage	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CFO to Debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

**Multiples** (단위: 배)

PER	29.8	32.3	37.7	25.5	17.5
Adjusted-PER	34.8	34.4	38.3	25.7	17.6
PBR	11.7	8.9	9.6	7.0	5.0
P/Fixed Asset	16.4	26.6	36.7	36.7	36.8
PCFR	21.5	11.4	23.9	16.9	12.5
EV/EBITDA	23.5	22.6	24.7	15.5	9.5
EV/Sales	4.2	4.3	4.6	3.3	2.3

자료: 하나투어, 대신증권 리서치센터

[하나투어 분기 영업실적]

[표] 분기별 영업실적 주위 (단위: 억원, %)

	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	FY06	FY07
매출액	397	319	486	460	498	423	608	611	1,663	2,141
증가율(YoY)	70.8	39.0	29.0	69.7	25.3	32.6	25.1	32.8	49.8	28.7
영업이익	114	29	120	40	129	44	166	58	302	397
증가율	198.3	38.2	9.3	346.9	13.0	54.9	37.9	47.1	70.1	31.3
영업이익률	28.7	9.0	24.7	8.6	25.9	10.5	27.2	9.5	18.2	18.5
경상이익	121	27	141	50	148	48	173	67	339	435
증가율	169.1	10.1	1.6	110.2	22.4	76.1	22.9	32.2	46.1	28.4
경상이익률	30.3	8.6	28.9	11.0	29.6	11.4	28.4	10.9	20.4	20.3
순이익	86	17	97	33	107	33	117	45	233	302
증가율	169.7	10.5	-2.1	63.9	24.6	93.1	20.7	35.1	40.0	29.4
순이익률	21.6	5.3	19.9	7.3	21.5	7.7	19.2	7.4	14.0	14.1
EPS	824	162	925	301	921	282	1,005	389	2,196	2,597
증가율	167.1	9.0	-3.4	52.2	11.7	73.8	8.6	29.2	36.1	18.2
<b>- 전분기대비 증가율(QoQ)</b>										
매출액	46.5	-19.7	52.3	-5.3	8.2	-15.1	43.7	0.6		
영업이익	1,190.2	-74.9	318.8	-67.1	226.3	-65.6	272.8	-64.9		
경상이익	402.3	-77.2	411.2	-64.1	192.5	-67.2	256.7	-61.4		
순이익	320.4	-80.3	470.8	-65.4	219.5	-69.4	256.7	-61.3		

자료: 하나투어, 대신증권 리서치센터

[모두투어 손익계산서]

손익계산서

(단위: 억원)

	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
매출액	389	664	943	1,278	1,773
제품	0	0	0	0	0
상품 등	0	0	0	0	0
수출비중 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	389	664	943	1,278	1,773
판매비	357	566	780	1,052	1,443
인건비	125	163	219	286	385
판매비	16	50	61	90	120
경비 등	216	353	500	675	937
영업이익	32	98	163	226	331
영업외수익	9	19	26	32	42
이자수익	2	13	22	29	38
지분법평가이익	0	0	0	0	0
외환관련이익	0	2	0	0	0
기타	7	4	4	4	4
영업외비용	1	3	2	2	2
이자비용	0	0	0	0	0
지분법평가손실	0	0	0	0	0
외환관련 손실	0	1	0	0	0
기타	1	2	2	2	2
경상이익	41	114	187	257	371
특별손익	0	0	0	0	0
세전이익	41	114	187	257	371
법인세	11	33	53	73	106
세율	27.7	28.5	28.5	28.5	28.5
당기순이익	29	82	134	184	265
수정순이익	25	79	132	182	264
EBITDA	35	102	164	228	333

Growth Rate

(단위: %)

매출액 증가율	22.9	70.8	42.0	35.6	38.8
영업이익 증가율	6.9	204.9	66.6	39.3	46.0
경상이익 증가율	0.9	182.1	63.5	37.6	44.3
순이익 증가율	2.5	178.9	63.5	37.6	44.3
EBITDA 증가율	8.7	190.1	61.6	39.0	45.6
EPS 증가율	-7.4	128.1	54.8	37.6	44.3
수정 EPS 증가율	-0.6	160.8	57.8	38.0	44.6

Profitability

(단위: %)

매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	8.2	14.7	17.2	17.7	18.6
경상이익률	10.4	17.2	19.8	20.1	20.9
순이익률	7.5	12.3	14.2	14.4	15.0
수정순이익률	6.4	11.9	14.0	14.3	14.9
EBITDA 이익률	9.0	15.3	17.4	17.9	18.8

Per Share Data

(단위: 원)

SPS	5,978	8,350	11,223	15,215	21,112
EPS	451	1,028	1,591	2,189	3,158
수정 EPS	382	996	1,572	2,170	3,139
EBITDAPS	539	1,279	1,956	2,719	3,960
BPS	2,013	5,713	7,126	9,315	12,473
CFPS	1,172	1,216	1,563	2,328	3,351
DPS	100	180	180	180	180

자료: 모두투어,  
대신증권 리서치센터

[모두투어 대차대조표]

대차대조표

(단위: 억원)

	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
유동자산	166	505	697	985	1,402
현금등가물	88	140	263	469	765
단기금융상품	48	202	202	202	202
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	23	53	75	101	140
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	7	110	156	212	294
고정자산	99	203	210	218	229
투자자산	94	195	201	208	219
유형자산	5	8	9	9	10
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	265	708	906	1,202	1,631
유동부채	105	205	270	362	498
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	105	205	270	362	498
고정부채	15	23	38	58	85
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타고정부채	15	23	38	58	85
부채총계	119	228	308	420	583
자본금	21	42	42	42	42
자본잉여금	53	299	299	299	299
이익잉여금	72	150	268	452	718
자본조정	0	-11	-11	-11	-11
자본총계	146	480	599	782	1,048
부채와 자본총계	265	708	906	1,202	1,631
차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-136	-342	-466	-672	-967

Return on Capital

(단위: %)

ROA	15.3	16.8	16.6	17.4	18.7
ROIC	-428.2	-745.8	-4,581.1	9,031.1	-21,850.7
ROE	28.4	26.1	24.8	26.6	29.0

Financial Leverage

(단위: %, 배)

부채비율	81.6	47.5	51.4	53.7	55.6
단기차입금비중	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금비율	-92.9	-71.3	-77.8	-85.9	-92.3
이자보상배율	NA	NA	NA	NA	NA
차입금/시가총액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금/매출액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Turn Over

(단위: %)

매출채권회전율	21.8	17.5	14.8	14.5	14.7
매입채무회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산회전율	75.4	103.7	115.7	142.8	184.4
총자산회전율	2.0	1.4	1.2	1.2	1.3

자료: 모두투어,  
대신증권 리서치센터

[모두투어 현금흐름표]

현금흐름표

(단위: 억원)

	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
영업활동 현금흐름	78	106	147	216	309
당기순이익	29	82	134	184	265
비현금항목의 가감	11	16	20	26	34
감가상각비	3	4	2	2	2
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	8	11	18	24	32
자산부채의 증감	37	9	-7	6	10
매출채권	-11	-30	-25	-30	-45
재고자산	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
기타	49	38	18	37	54
투자활동 현금흐름	-70	-305	-9	-10	-13
투자자산	-67	-298	-6	-7	-11
유형자산	-3	-7	-3	-3	-3
기타	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	57	250	-15	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	5,694	26,686	0	0	0
현금배당	0	-4	-15	-15	-15
기타	0	-12	0	0	0
현금의 증감	65	52	123	206	295
기초 현금	23	88	140	263	469
기말 현금	88	140	263	469	765
Unlevered CFO	76	97	131	196	281
NOPAT	28	72	118	163	238
FCF	59	69	109	167	245

Stability-Cash Basis

(단위: 배)

Defensive Interval	18,955.3	21,208.8	73,055.0	104,500.2	149,741.7
Cash Flow to CAPEX	24.9	14.2	48.6	72.4	104.2
Interest Coverage	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CFO to Debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Multiples

(단위: 배)

PER	34.3	25.8	34.8	25.3	17.5
Adjusted-PER	40.5	26.6	35.2	25.5	17.6
PBR	7.7	4.6	7.8	5.9	4.4
P/Fixed Asset	220.0	288.9	541.9	499.6	469.3
PCFR	13.2	21.8	35.4	23.8	16.5
EV/EBITDA	28.1	18.5	25.5	17.4	11.1
EV/Sales	2.5	2.8	4.4	3.1	2.1

자료: 모두투어,  
대신증권 리서치센터

[모두투어 분기 영업실적]

[표] 분기별 영업실적 추이 (단위: 억원, %)

	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	FY06	FY07
매출액	124	200	194	227	193	256	266	322	664	943
증가율(YoY)	44.6	56.3	106.2	54.7	56.5	28.3	37.4	41.8	70.8	42.0
영업이익	2	44	21	50	18	55	38	80	98	163
증가율	906.8	103.4	400.2	63.3	779.7	26.3	85.8	58.0	204.9	66.6
영업이익률	1.7	22.0	10.7	22.2	9.4	21.6	14.5	24.8	14.7	17.2
경상이익	5	49	26	58	23	61	45	87	114	187
증가율	35.5	107.1	348.0	71.1	319.6	24.5	73.4	49.2	182.1	63.5
경상이익률	4.4	24.5	13.4	25.6	11.8	23.8	16.9	26.9	17.2	19.8
순이익	4	35	18	41	16	44	32	62	82	134
증가율	43.6	109.0	306.6	69.5	323.6	23.6	77.6	49.5	178.9	63.5
순이익률	3.1	17.7	9.4	18.2	8.5	17.0	12.1	19.2	12.3	14.2
EPS	52	420	216	493	195	519	384	736	1,028	1,591
증가율	5.5	60.6	225.3	35.6	273.3	23.6	77.6	49.5	128.1	54.8
<b>- 전분기대비 증가율(QoQ)</b>										
매출액	-15.8	61.7	-3.1	17.2	-14.7	32.5	3.8	21.0		
영업이익	-93.3	2,024.5	-52.8	143.6	-64.0	204.9	-30.6	107.1		
경상이익	-83.9	797.2	-47.0	123.4	-60.5	166.2	-26.2	92.2		
순이익	-84.1	812.5	-48.5	127.7	-60.4	166.2	-26.0	91.7		

자료: 모두투어, 대신증권 리서치센터

[출국자 및 하나투어, 모두투어 송객수 추이]

(단위: 명, 원, 백만원)

구분	출국자	YoY	하나투어				모두투어				
			①송객수	YoY	객단가(②/①)	②영업수익	송객수	YoY	객단가(②/①)	영업수익	
2004	Jan	725,580	7.2%	63,035	33.6%	133,048	8,387	32,579	13.2%	84,522	2,754
	Feb	609,594	8.2%	55,707	14.9%	104,943	5,846	26,667	13.9%	73,582	1,962
	Mar	524,213	14.4%	42,403	2.8%	80,249	3,403	23,987	22.2%	71,101	1,706
	Apr	578,500	104.4%	49,587	124.7%	106,686	5,290	28,095	131.3%	72,498	2,037
	May	612,240	100.9%	55,562	140.3%	97,931	5,441	28,735	149.7%	79,193	2,276
	Jun	646,378	50.7%	57,549	48.7%	82,412	4,743	30,592	80.2%	74,084	2,266
	Jul	825,539	24.1%	72,662	7.9%	147,067	10,686	39,567	36.0%	96,938	3,836
	Aug	857,519	18.1%	75,921	8.7%	129,243	9,812	41,546	23.2%	87,152	3,621
	Sep	614,604	16.0%	57,692	13.4%	109,026	6,290	31,194	26.0%	86,276	2,691
	Oct	685,885	18.0%	60,858	10.3%	113,473	6,906	33,559	19.6%	70,557	2,368
	Nov	676,165	17.3%	65,094	18.9%	96,912	6,308	36,047	32.7%	78,978	2,847
	Dec	652,687	18.7%	65,775	18.6%	101,061	6,647	36,150	37.4%	90,376	3,267
2005	Jan	824,146	13.6%	63,861	1.3%	147,430	9,415	37,625	15.5%	77,732	2,925
	Feb	680,672	11.7%	55,387	-0.6%	160,803	8,906	33,569	25.9%	94,534	3,173
	Mar	635,606	21.2%	53,333	25.8%	92,754	4,947	28,224	17.7%	72,513	2,047
	Apr	690,688	19.4%	59,109	19.2%	120,427	7,118	34,019	21.1%	74,245	2,526
	May	729,035	19.1%	65,823	18.5%	115,349	7,593	36,815	28.1%	76,482	2,816
	Jun	792,010	22.5%	72,737	26.4%	113,490	8,255	44,667	46.0%	71,859	3,210
	Jul	946,092	14.6%	82,433	13.4%	183,450	15,122	48,129	21.6%	101,879	4,903
	Aug	995,255	16.1%	79,959	5.3%	183,917	14,706	49,927	20.2%	102,965	5,141
	Sep	715,085	16.3%	58,603	1.6%	133,866	7,845	32,769	5.0%	83,760	2,745
	Oct	773,642	12.8%	70,258	15.4%	146,300	10,279	39,601	18.0%	72,855	2,885
	Nov	784,032	16.0%	64,487	-0.9%	126,448	8,154	38,996	8.2%	69,405	2,707
	Dec	712,597	9.2%	66,703	1.4%	130,266	8,689	39,587	9.5%	95,946	3,798
2006	Jan	909,551	10.4%	110,912	73.7%	161,858	17,952	53,709	42.7%	109,350	5,873
	Feb	877,868	29.0%	104,265	88.2%	135,590	14,137	53,612	59.7%	95,589	5,125
	Mar	748,472	17.8%	90,295	69.3%	84,797	7,657	43,789	55.1%	83,898	3,674
	Apr	780,689	13.0%	93,977	59.0%	117,916	11,081	48,249	41.8%	81,973	3,955
	May	827,406	13.5%	99,876	51.7%	116,085	11,594	47,927	30.2%	91,819	4,401
	Jun	837,738	5.8%	102,478	40.9%	90,147	9,238	49,259	10.3%	81,280	4,004
	Jul	1,017,262	7.5%	123,615	50.0%	159,756	19,748	60,944	26.6%	121,808	7,423
	Aug	1,076,310	8.1%	129,198	61.6%	151,174	19,531	63,840	27.9%	115,836	7,395
	Sep	853,220	19.3%	98,390	67.9%	94,781	9,326	48,448	47.8%	106,731	5,171
	Oct	902,912	16.7%	112,714	60.4%	164,649	18,558	55,654	40.5%	110,382	6,143
	Nov	907,921	15.8%	117,830	82.7%	110,481	13,018	60,627	55.5%	90,214	5,469
	Dec	931,774	30.8%	124,439	86.6%	116,194	14,459	67,177	69.7%	115,377	7,751
2007	Jan	1,195,496	31.4%	155,467	40.2%	151,302	23,522	81,632	52.0%	115,714	9,446
	Feb	905,131	3.1%	129,250	24.0%	114,563	14,807	69,531	29.7%	112,263	7,806
	Mar	961,462	28.5%	129,090	43.0%	89,007	11,490	68,316	56.0%	80,432	5,495
	Apr	904,119	15.8%	123,928	31.9%	116,251	14,407	70,907	47.0%	78,213	5,546

자료: 하나투어, 모두투어, 전망은 대신증권 리서치센터

Compliance Notice

- ▶ 본 자료를 작성한 애널리스트(김병국)는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의 성실하게 작성하였습니다.
- ▶ 증권업 감독규정 제 4-16조에 따라 다음과 같이 알려드립니다.
  - 당사는 자료 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
  - 조사분석담당자는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.
- ▶ 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ▶ 본 조사자료는 고객들의 투자에 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 또한, 본 조사자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안정성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[하나투어(039130)] 투자 의견 및 목표주가 변동

Date	07.08.14	07.06.20	07.04.23	07.04.03	07.03.05	06.10.11	06.09.04	06.07.04	06.06.05	06.05.15	06.05.03
Rating	Buy										
TP	135,000	117,500	88,500	88,500	77,000	70,800	88,000	88,000	88,000	88,000	88,000

Date	06.02.24	06.01.04	05.12.06	05.09.15
Rating	Buy	Buy	Buy	Buy
TP	75,000	65,000	44,000	38,000



▶ 산업 투자 의견

- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

▶ 기업 투자 의견

- Strong Buy(적극매수): 향후 3개월간 시장수익률 대비 20%p 이상 추가 상승 예상
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

[모두투어(080160)] 투자 의견 및 목표주가 변동

Date	07.08.14	07.04.23	07.04.17	06.10.20	06.07.20	06.05.15	06.04.11
Rating	Buy						
TP	72,000	44,000	44,000	26,000	26,000	57,300	46,400



