

여행

마지막 저가 매수 기회

미디어/엔터테인먼트/유통
Analyst 손운경, CFA 02) 3787-5223
ykson@kiwoom.com
김희진 02) 3787-4705
hjkim@kiwoom.com

**Overweight
(Upgrade)**

유가 및 환율 상승으로 07년 하반기부터 이어져온 여행수요 둔화가 최악의 수준을 지나고 있는 것으로 판단. 이미 충분히 하락한 유가와 더불어 원화 가치 하락 폭이 하반기로 갈수록 감소하며 여행 수요를 자극할 전망. 여행주 매수 관점으로 접근을 권고.

■ 여행업 투자의견 Overweight으로 상향

여행업에 대한 투자의견을 Overweight으로 상향한다. 09년 연간 출국자수가 전년 대비 감소할 것으로 예상됨에도 불구하고 월별 기준 출국자수의 전년 대비 감소폭은 이미 최악을 지난 것으로 판단한다. 당시는 09년 월별 여행수요가 시간이 지날수록 전년 대비 감소폭을 줄이다가 09년말에는 전년 대비 증가로 전환할 것으로 전망한다. 따라서 향후 주가는 현재의 실적부진보다는 업황 개선 가능성을 반영할 전망이다.

■ 수요감소, 최악의 시기는 지난 것으로 추정

여행수요를 가장 잘 보여주는 지표인 월별 내국인 출국자수의 전년 대비 감소폭이 최악의 시기는 지난 것으로 판단된다. 전년 동월비 출국자수 증가율은 전년 동월비 원화 가치 변동과 일치하는 모습을 보이고 있는데, 전년 동월비 원화 가치 하락폭이 점차 줄어들고 있기 때문이다. 특히, 08년 하반기 원화약세가 본격화된 것을 고려하면 09년 환율은 하반기로 갈수록 전년비 원화약세 정도가 급격히 감소할 것이라는 점에서 출국수요 역시 하반기로 갈수록 호전될 전망이다. 최근 환율이 1,600원 수준까지 상승하며 수요 위축에 대한 우려가 다시 나타나고 있으나, 하반기 출국수요가 호전될 것이라는 전망을 위협하는 수준은 아니라는 판단이다. 또한 09년 연간 환율흐름은 하반기로 갈수록 추가적인 원화절하 가능성보다는 절상 가능성이 높기 때문에 단기 환율상승으로 주가가 조정 받는다면 이는 마지막 저가 매수기회라는 판단이다.

■ 하나투어/모두투어 투자의견 및 목표주가 상향

하나투어의 목표주가를 32,000원으로 상향하고 투자의견도 BUY로 상향한다. 모두투어의 목표주가 역시 17,000원으로 상향하고 투자의견을 BUY 상향한다.

출국자수 증가율은 원화 가치 변동에 비해, 하반기로 갈수록 원화 가치 하락폭은 크게 감소할 전망



자료: 키움증권

- 당사는 3월 6일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제한한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

Contents

여행업 투자의견 Overweight으로 상향	3
---------------------------------	----------

하나투어/모두투어 목표주가 및 투자의견 상향	3
---------------------------------	----------

출국수요 악화, 최악 지남	4
방향 전환 이후, 출국수요는 장기 고성장 시현할 전망	5

업체들의 송객수 감소도 최악은 지난 듯	6
------------------------------	----------

기업분석	7
하나투어 (039130)	8
모두투어 (080160)	10

여행업 투자의견 Overweight으로 상향

여행업에 대한 투자의견을 Overweight으로 상향한다. 09년 전체 여행수요가 전년 대비 감소할 것으로 예상됨에도 불구하고 월별 기준 여행수요의 전년 대비 감소폭은 이미 최악을 지난 것으로 판단하기 때문이다. 여행수요를 가장 잘 보여주는 지표인 월별 내국인 출국자수의 전년 대비 감소폭은 전년 동월비 원화 가치 하락폭과 유사한 모습을 보이고 있는데, 전년 동월비 원화 가치 하락폭이 점차 줄어들고 있기 때문이다. 08년 하반기에 원화 가치가 크게 하락했던 점을 고려하면 09년 환율은 하반기로 갈수록 전년 대비 원화 가치가 하락이 추가적으로 크게 나타날 가능성이 크지 않아 보인다.

하나투어/모두투어 목표주가 및 투자의견 상향

하나투어와 모두투어에 대해 목표주가와 투자의견을 상향한다. 단기적으로 가시적인 실적개선을 기대하기는 어려우나, 여행업황이 최악의 상황을 지난 것으로 판단되는 만큼 업황은 시간이 지날수록 호전될 것이라는 점을 반영하였다. 또한 환율에 매우 민감한 여행수요를 고려했을 때, 2010년 이후 경기회복과 함께 원화 가치가 안정되면 출국 수요의 탄력적인 증가를 기대할 수 있다는 점에서 주가는 추세적인 상승이 가능할 전망이다.

하나투어
목표주가 32,000원
투자의견 BUY 상향

하나투어의 목표주가를 기존 22,000원에서 32,000원으로 상향하고 투자의견도 Marketperform에서 BUY로 상향한다. 목표주가 32,000원은 2010년 EPS에 P/E Multiple 18x를 적용한 것이다. 09년은 송객수가 감소폭을 줄이며 방향을 전환하는 시기이고 이러한 방향전환의 효과가 온전히 반영되는 것은 2010년 이후이기 때문에 2010년 EPS에 P/E Multiple을 적용한 것이다. 또한 인당 GDP 수준을 고려했을 때, 인구대비 출국자수가 절대적으로 낮은 수준이라는 점에서 환율이 안정될 경우 출국수요는 07년 이전의 탄력적인 성장을 재현할 가능성이 높아 보인다. 이는 2010년 이후 동사의 높은 이익성장을 예상하게 하는 요인인 만큼 2010년 EPS에 P/E Multiple 18x를 적용하는 것은 과도한 수준은 아니라는 판단이다.

모두투어
목표주가 17,000원
투자의견 BUY 상향

모두투어의 목표주가를 기존 8,000원에서 17,000원으로 상향하고 투자의견도 Marketperform에서 BUY로 상향한다. 목표주가 17,000원은 2010년 EPS 대비 P/E Multiple 18x를 적용한 것이다. 모두투어 역시 수요의 방향전환 효과가 온전히 반영되는 시기가 2010년이기 때문에 2010년 EPS를 기준으로 valuation을 하였다. 또한 1위 업체인 하나투어와 동일한 Target Multiple을 적용한 것은 2위 업체임에도 불구하고 09년 적극적인 비용통제로 이익의 가시성은 오히려 하나투어 대비 높아 보이고, 2010년 이후 여행수요 회복기에는 보다 탄력적인 성장을 보여줄 것으로 기대하기 때문이다.

하나투어 & 모두투어 Valuation

		2006년	2007년	2008년	2009년E	2010년E	2011년E	2012년E	
하나투어	순이익 (억원)	233	269	50	115	204	305	388	
	EPS(원)	2,196	2,314	433	991	1,756	2,625	3,376	
	증가율(%)	36.1%	5.4%	-81.3%	128.6%	77.2%	49.5%	28.6%	
	목표주가 32,000	Historical P/E	29.5	33.0	93.4				
	Target P/E					18.0			
목표주가 대비 각 년도P/E 수준					32.3	18.2	12.2	9.5	
모두투어	순이익	82	114	4	54	83	123	172	
	EPS	1,028	1,353	49	644	983	1,467	2,048	
	증가율(%)	128.1%	31.6%	-96.4%	1211.6%	52.8%	49.2%	39.6%	
	목표주가 17,000	Historical P/E	22.4	32.5	524.5				
	Target P/E					18.0			
목표주가 대비 각 년도P/E 수준					26.4	17.3	11.6	8.3	

자료: 키움증권 리서치센터

출국수요 악화, 최악 지남

09년 연간 출국수요는 여전히 감소할 전망

여행수요를 가장 잘 보여주는 내국인 총 출국자수는 08년에 이어 09년에도 감소할 전망이다. 경기부진과 함께 원화약세가 08년에 이어 09년에도 이어지며 달러기준 인당GDP가 감소할 전망이다. 달러기준 인당GDP는 여행예산에 가장 크게 영향을 주는 요인으로 달러기준 인당GDP 감소는 여행수요 감소로 이어지게 되는데, 08년과 09년의 달러기준 인당GDP 감소의 주요 요인은 GDP 성장률 부진보다는 원화약세의 영향이 더 크다. 실제로 전년 동월비 출국자수 증가율은 전년 동월비 환율 변동폭과 일치하는 모습을 보이고 있다. SARS의 영향으로 출국자수가 급격히 감소했던 2003년 3월부터 6월까지를 제외하면 출국자 증감은 원화의 강세와 약세 정도에 높은 상관성을 보인다. 연평균으로 본다면 원화약세가 09년까지 이어질 전망이다. 점에서 연간 총출국자수는 09년에도 감소할 전망이다.

그러나 월간 기준 감소폭은 시간이 지날수록 축소, 연말에는 증가로 전환 가능

그러나 하반기로 갈수록 수요감소가 확대되었던 08년과 달리 09년에는 연말로 갈수록 감소폭이 축소될 전망이다. 달러기준 인당GDP 감소에 크게 영향을 주는 원/달러 환율이 08년 하반기에 본격적으로 상승했다는 것을 고려하면 09년 원/달러 환율의 전년비 변동율은 하반기로 갈수록 작아질 전망이다. 또한 절대적으로 높은 원/달러 수준은 장기적으로 하락할 가능성이 높다. 따라서 환율의 변화에 따라 출국자수는 상반기에는 전년 대비 감소폭을 줄이고 하반기에는 전년 비 증가로 전환한 이후 2010년부터 본격적으로 탄력적인 출국자수 증가를 시현할 가능성이 높다.

1,600원까지 환율 상승, 여행주 조정은 저가 매수 기회제공

최근 환율이 1,600원까지 상승하며 해외 여행수요의 추가적인 위축에 대한 우려가 다시 나타나고 있으나, 전년도 하반기 출국자수가 이미 급격히 감소한 상황이어서 최근 환율 상승이 하반기로 갈수록 수요 감소폭이 줄어들 것이라는 전망에 지장을 주는 요인은 아니다. 또한 09년 연간 환율흐름 역시 하반기로 갈수록 추가적인 원화절하 가능성보다는 절상 가능성이 높기 때문에 단기 환율상승으로 주가가 조정받는다면 마지막 저가 매수기회라는 판단이다.

출국자수 증가율은 원화기치 변동에 비례, 하반기로 갈수록 원화기치 하락폭은 크게 감소할 전망



자료: 관광공사, 키움증권 리서치센터

달러 기준 인당 GDP 감소로 총 출국자 09년까지 감소할 전망, 다만 감소폭은 하반기로 갈수록 줄어들 전망

	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년E	2010년E
총출국자수(명)	5,508,242	6,084,476	7,123,407	7,085,933	8,825,585	10,077,679	11,589,589	13,324,977	11,996,095	10,740,706	11,888,082
증가율(%)		10.5%	17.1%	-0.5%	24.6%	14.2%	15.0%	15.0%	-10.0%	-10.5%	10.7%
명목 GDP(in bn\$)	511.9	482.0	546.7	608.2	680.0	787.6	877.2	971.9	859.8	768.3	997.9
GDP 성장률(\$기준)		-5.9%	13.4%	11.2%	11.8%	15.8%	11.4%	10.8%	-11.5%	-10.6%	29.9%
명목 GDP(십억원)	578,665	622,123	684,264	724,675	779,381	810,516	847,876	903,088	962,692	953,065	1,012,155
명목 GDP 성장률		7.5%	10.0%	5.9%	7.5%	4.0%	4.6%	6.5%	6.6%	-1.0%	6.2%
실질 GDP 성장률		0	7.0%	3.1%	4.7%	4.2%	5.0%	4.9%	2.1%	-4.0%	3.2%
평균환율	1,131	1,291	1,251	1,192	1,145	1,024	956	929	1,104	1,223	1,100
인당 GDP(\$)	10,890	10,178	11,482	12,710	14,142	16,308	18,087	20,040	17,843	15,887	18,695
인당 GDP 성장률		-6.5%	12.8%	10.7%	11.3%	15.3%	10.9%	10.8%	-11.0%	-11.0%	17.7%

자료: 한국관광공사, 통계청, 키움증권 리서치센터

방향 전환 이후, 출국수요는 장기 고성장 시현할 전망

소득대비 절대적으로 낮은 인구 대비 출국비중, 경기회복시에는 탄력적인 수요 증가

방향 전환 이후, 출국수요는 다시 추세적으로 높은 성장을 보일 전망이다. 08년부터 원화약세가 강하게 나타나고 있는데, 과도하게 하락한 원화가치는 장기적으로 정상수준으로 회복할 가능성이 높아 보인다. 원화가치 상승이 본격적으로 시작될 경우, 해외 여행수요 급증이 기대되는데, 인당GDP 수준과 국내의 낮은 관광컨텐츠를 고려했을 때 인구 대비 출국자 비중이 절대적으로 낮기 때문이다. 우리나라와 소득수준이 비슷하면서 자국내 여행 컨텐츠가 부족한 대만의 인구 대비 출국자 비중이 35%를 넘는 수준을 유지하고 있는 반면, 우리나라는 20% 수준에 머물고 있다는 점에서 인구 대비 출국자 비중이 절대적으로 낮다는 판단이다. 심리적인 부담이 감소하고 경기가 회복기에 접어들 경우, 해외 여행수요는 탄력적으로 증가할 가능성이 높아 보인다.

한국과 비슷한 소득수준과 관광인프라를 가진 대만과 비교하여 인구대비 출국자 비중 절대적으로 낮음, 향후 가파른 증가를 기대하게 하는 요인

	1999년	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년E
대만 1인당 GDP(US \$)	13,609	14,519	13,093	13,291	13,587	14,663	15,714	16,111	16,855	12,957
한국 1인당 GDP(US \$)	9,549	10,890	10,178	11,482	12,710	14,142	16,308	18,087	20,040	17,843
대만의 인구대비 총 출국자 비중	29.7%	33.0%	32.0%	32.6%	26.3%	34.4%	36.2%	38.0%	39.2%	36.9%
한국 인구 대비 출국자 비중	9.3%	11.7%	12.8%	15.0%	14.8%	18.4%	20.9%	23.9%	27.5%	24.5%

자료: 대만 관광청, 통계청, 키움증권 리서치센터추정

업체들의 송객수 감소도 최악은 지난 듯

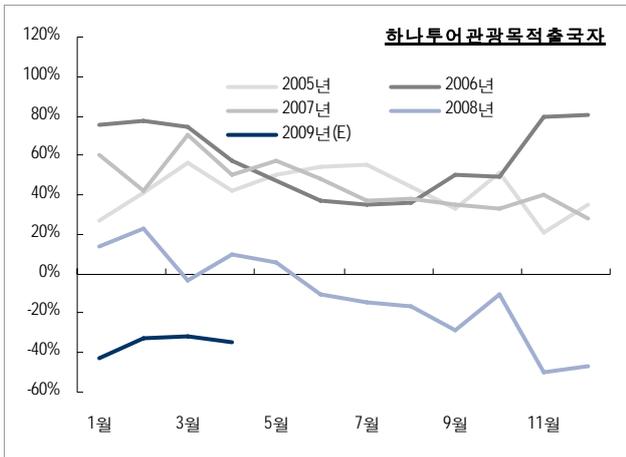
08년 12월: 송객감소의 클라이막스

업체들의 송객수 감소도 여전히 지속되고 있으나 월별로 점차 개선되고 있는 모습이다. 하나투어와 모두투어 모두 08년 12월 전년동월비 50%의 송객수 감소를 경험한 이후, 09년 1월까지 유사한 감소폭을 보이다가 2월과 3월 감소폭을 줄이고 있는 것으로 파악된다. 특히, 눈에 띄는 점은 설날연휴를 포함한 1월의 송객수보다 2월의 송객수가 더 많다는 점이다.

비수기인 2분기 방향전환 시그널 계속될 전망

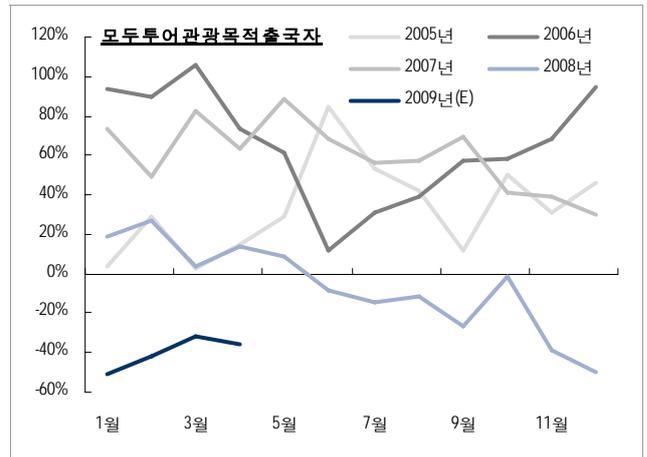
일부에서 여행업체들이 비수기에 접어들며 모멘텀이 약화될 것이라는 우려를 제기하고 있으나, 추세의 방향 전환 시그널은 비수기인 2분기에도 계속될 전망이다. 08년 2분기에는 유가 급등으로 이미 출국수요가 적었기 때문에 추가적으로 감소폭이 크지는 않을 전망이다. 더욱이 QoQ기준으로도 비수기인 2분기가 성수기인 1분기의 송객수보다 증가할 가능성이 높아 보인다는 점에서 방향전환의 시그널은 계속될 전망이다. 또한 3분기가 연중 최대 성수기인 점을 고려하면 분기별 송객수는 긍정적인 모멘텀을 지속적으로 제공할 전망이다.

하나투어 패키지 송객수 월별 yoy 증감 감소폭 줄어들고 있음



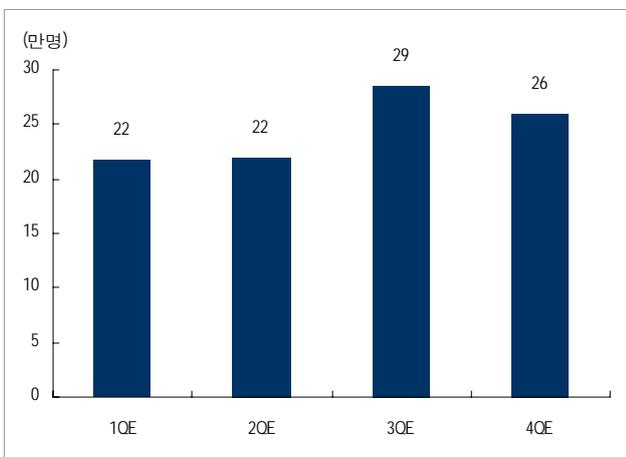
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

모두투어 패키지 송객수 월별 yoy 증감 감소폭 줄어들고 있음



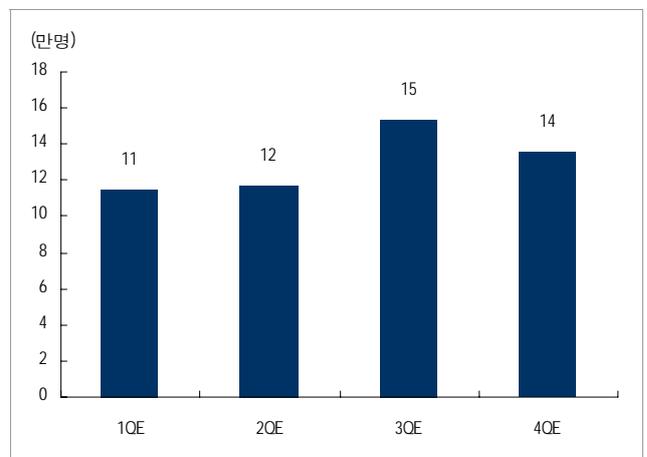
자료: 모두투어, 키움증권 리서치센터

하나투어 09년 분기별 패키지 송객수 전망



자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

모두투어 09년 분기별 패키지 송객수 전망



자료: 모두투어, 키움증권 리서치센터

기업분석

하나투어 (039130)

8

09년, 패키지 수요 Turn-around 원년

BUY (Upgrade) / TP: 32,000원

모두투어 (080160)

10

패키지 턴어라운드+비용통제=실적개선 기대감 극대화

BUY (Upgrade) / TP: 17,000원

하나투어 (039130)

09년, 패키지 수요 Turn-around 원년

07년 하반기부터 이어져온 여행수요 둔화가 08년 11월부터 09년 1월에 걸쳐 최악을 지난 것으로 판단. 09년은 하반기로 갈수록 수요감소 폭은 제한될 전망. 09년 말에는 전년 동월 대비 수요증가를 보일 가능성이 높음.

BUY(Upgrade)
 주가(3/6) 22,000원
 목표주가 32,000원(상향)

■ 목표주가 32,000원으로 상향 및 투자 의견 BUY로 상향

하나투어의 목표주가를 기존 22,000원에서 32,000원으로 상향하고 투자 의견도 Marketperform에서 BUY로 상향. 목표주가 32,000원은 2010년 EPS에 P/E Multiple 18x를 적용. 09년은 송객수가 감소폭을 줄이며 방향을 전환하는 시기이고 이러한 방향전환의 효과가 온전히 반영되는 것은 2010년 이후라는 점을 반영하여 2010년 EPS에 P/E Multiple을 적용. 또한 인당 GDP 수준을 고려했을 때 인구대비 출국자수가 절대적으로 낮은 수준. 환율이 안정될 경우 출국수요는 07년 이전의 탄력적인 성장을 재현할 가능성이 높아 보임. 이는 2010년 이후 동사의 높은 이익성장을 예상하게 하는 요인인 만큼 2010년 EPS에 P/E Multiple 18x를 적용하는 것은 과도한 수준은 아니라는 판단.

■ 전년 동월비 패키지 송객 감소는 08년 11월이 Peak

동사의 전년 동월비 패키지 송객 감소는 08년 11월 50.3% 감소를 최대로 12월에는 47.1% 감소, 09년 1월에는 42.4%, 2월에는 33.2% 감소로 감소폭 줄이고 있음. 절대 패키지 송객수도 08년 12월 52,547명을 바닥으로 1월 77,983명, 2월 81,326명으로 회복하는 모습을 보이고 있다는 점에서 하반기로 갈수록 수요 회복 가능성이 커 보임.

■ 환율 상승에 따른 주가 하락을 매수 기회로 이용할 것을 권고

최근 환율이 1,600원선까지 상승하며 수요 위축에 대한 우려가 다시 나타나고 있으나, 전년도 하반기에 이미 충분히 출국자수가 감소한 상황이어서 하반기로 갈수록 감소폭이 줄어들 것이라는 전망에 지장을 주는 요인은 아님. 특히, 09년 연간 환율흐름이 하반기로 갈수록 추가적인 원화절하 가능성보다는 절상 가능성이 높기 때문에 단기 환율상승으로 주가가 조정 받는다면 마지막 저가 매수 기회라는 판단.

Stock Data

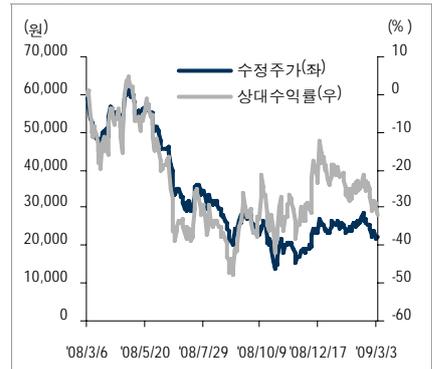
KOSDAQ (3/6)	365.18pt	
시가총액	2,556억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	62,000원	13,750원
최고/최저가 대비 등락율	-64.5%	60.0%
수익률	절대	상대
	1M	-16.2%
	6M	-7.0%
	1Y	-62.8%

Company Data

발행주식수	11,616천주	
일평균 거래량(3M)	179천주	
외국인 지분율	15.0%	
배당수익률(08E)	3.2%	
BPS(08E)	8,102원	
주요 주주	박상환	8.18%
	국민연금	8.11%
매출구성(2008)	관광알선수익	81.0%
	기타	19.0%

투자지표	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액(억원)	1,663	1,993	1,728	1,544	1,832
증감율(%YoY)	49.8	19.8	-13.3	-10.6	18.7
영업이익(억원)	302	359	98	154	250
증감율(%YoY)	70.1	18.8	-72.7	57.7	62.3
EBITDA(억원)	319	380	207	256	335
세전이익(억원)	339	399	82	158	279
순이익(억원)	233	269	50	115	204
EPS(원)	2,196	2,314	433	991	1,756
증감율(%YoY)	36.1	5.4	-81.3	128.6	77.2
PER(배)	29.5	33.0	53.8	22.2	12.5
PBR(배)	8.1	8.9	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA(배)	18.2	20.8	10.1	7.0	4.9
영업이익률(%)	18.2	18.0	5.7	10.0	13.7
RoE(%)	55.1	29.0	5.1	12.9	21.4
순부채비율(%)	-112.1	-96.2	-69.0	-79.6	-85.2

Price Trend



손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	1,663	1,993	1,728	1,544	1,832
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,663	1,993	1,728	1,544	1,832
판매비 및 일반관리비	1,361	1,634	1,630	1,389	1,582
노무비	477	496	528	548	570
판매비	97	103	108	115	122
일반관리비	787	1,036	1,165	1,533	2,017
영업이익	302	359	98	154	250
영업외수익	74	117	80	32	69
이자수익	17	51	46	33	37
외환관련이익	8	9	15	0	0
지분법이익	31	33	32	-2	32
자산평가차분이익	12	15	0	0	0
기타	6	9	-13	0	0
영업외비용	37	77	96	28	40
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련비용	5	14	47	0	0
지분법손실	32	59	49	28	40
자산평가차분손실	1	0	0	0	0
기타	0	4	0	0	0
세전계속사업이익	339	399	82	158	279
법인세	106	130	31	43	75
법인세율(%)	31.28%	32.66%	38.42%	27.00%	27.00%
계속사업이익	233	269	50	115	204
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	233	269	50	115	204
수정순이익	225	259	50	115	204
EBITDA	319	380	207	256	335
증감율(%YoY)					
매출액	49.8	19.8	-13.3	-10.6	18.7
영업이익	70.1	18.8	-72.7	57.7	62.3
EBITDA	68.0	18.9	-45.5	23.5	31.3
순이익	40.0	15.3	-81.3	128.6	77.2
EPS	36.1	5.4	-81.3	128.6	77.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동현금흐름	675	391	126	193	349
당기순이익	233	269	50	115	204
감가상각비	16	16	18	62	69
무형자산상각비	0	5	91	40	16
외환환산손실(이익)	0	0	9	0	0
지분법손실(이익)	0	36	46	30	8
순운전자본 감소	366	-24	-104	-53	52
기타	58	89	16	0	0
투자활동현금흐름	-260	-305	-13	7	-113
투자자산 순투자	-223	-213	138	90	-8
유형자산 투자	-24	-36	-120	-60	-72
유형자산 처분	0	0	0	0	0
무형자산 순투자	-3	-52	-58	-24	-31
기타	-11	-4	27	1	-2
재무활동현금흐름	187	-335	-217	-60	-79
단기차입금 증가	0	0	0	0	0
유동성장기차입금 상환	0	0	0	0	0
사채 증가	0	0	0	0	0
장기차입금 증가	0	0	0	0	0
자본 증가	644	0	0	0	0
배당금 지급	-72	-91	-113	-58	-81
기타	-386	-244	-104	-2	3
순현금흐름	601	-250	-104	140	157
기초현금	119	720	471	367	507
기말현금	720	471	367	507	664
총현금흐름(Gross Cash Flow)	225	262	169	214	268
잉여현금흐름(Free Cash Flow)	565	151	-112	77	216

주: 본사 실적 기준. 과거 Multiples는 평균주가, 평균시가총액 기준

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	1,362	1,272	852	983	1,179
현금 및 현금등가물	720	471	367	507	664
단기투자자산	318	486	250	250	250
매출채권	160	190	165	147	175
재고자산	0	0	0	0	0
기타	164	125	70	78	89
비유동자산	476	571	684	546	566
투자자산	130	153	224	104	104
유형자산	310	322	424	422	425
무형자산	3	59	26	10	26
기타비유동자산	33	38	11	10	12
자산총계	1,839	1,843	1,536	1,529	1,745
유동부채	907	839	623	561	652
매입채무	98	143	124	111	132
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타	809	696	499	450	520
비유동부채	5	10	19	17	20
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타	5	10	19	17	20
부채총계	912	849	642	578	671
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	607	607	607	607	607
자본조정	-295	-304	-233	-233	-233
기타포괄손익누계액	0	-1	13	13	13
이익잉여금	557	634	449	506	629
자본총계	926	994	894	951	1,074
총차입금	0	0	0	0	0
현금성자산	1,039	957	617	757	914
순차입금	-1,039	-957	-617	-757	-914
운전자본	-583	-523	-389	-336	-388
순영업비유동자산	313	381	449	432	451
영업활동투하자본(OplC)	-270	-143	61	97	63

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당지표(원)					
EPS	2,196	2,314	433	991	1,756
수정EPS	2,124	2,227	432	991	1,756
BPS	7,974	8,557	7,695	8,186	9,242
EBITDAPS	3,007	3,268	1,781	2,200	2,888
DPS	750	900	750	600	750
Multiples(X)					
PER	29.5	33.0	53.8	22.2	12.5
수정PER	32.3	33.1	53.8	22.2	12.5
PBR	8.1	8.9	3.0	2.7	2.4
PCFR	22.3	21.4	11.8	10.4	8.6
EV/EBITDA	18.2	20.8	10.1	7.0	4.9
수익성(%)					
영업이익률	18.2	18.0	5.7	10.0	13.7
EBITDA margin	19.2	19.0	12.0	16.6	18.3
세전이익률	20.4	20.0	4.7	10.2	15.3
순이익률	14.0	13.5	2.9	7.5	11.1
ROE	55.1	29.0	5.1	12.9	21.5
ROIC	290.9	-89.5	-42.2	185.4	188.8
안정성(%)					
부채비율	98.5	85.4	71.8	60.8	62.5
순차입금비율	-112.1	-96.2	-69.0	-79.6	-85.2
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
활동성(배)					
매출채권회전율	10.4	10.5	10.5	10.5	10.5
재고자산회전율	-	-	-	-	-
매입채무회전율	16.9	13.9	13.9	13.9	13.9

모두투어 (080160)

패키지 턴어라운드+비용통제=실적개선 기대감 극대화

07년 하반기부터 이어져온 여행수요 둔화가 09년 1월 최악을 지난 것으로 판단. 09년은 하반기로 갈수록 수요감소 폭은 제한될 전망. 09년 말에는 전년 동월 대비 수요증가를 보일 가능성이 높음. 또한 적극적인 비용통제 노력도 투자포인트

BUY(Upgrade)
 주가(3/6) 10,800원
 목표주가 17,000원(상향)

■ 목표주가 17,000원으로 상향 및 투자의견 BUY로 상향

모두투어의 목표주가를 기존 8,000원에서 17,000원으로 상향하고 투자의견도 Marketperform에서 BUY로 상향. 목표주가 17,000원은 2010년 EPS 대비 P/E Multiple 18x를 적용한 것인데, 09년 동안 방향전환한 송객수 증가 효과가 온전히 반영되는 것은 2010년부터이기 때문에 2010년 이익을 기준으로 Valuation함. 현재 인당 달러 GDP 대비 인구대비 출국자수가 절대적으로 낮은 수준이라는 점에서 환율이 안정될 경우 출국수요는 07년 이전의 탄력적인 성장을 재현할 가능성 높아 보임. 한편, Target P/E Multiple 18.0x은 1위 업체인 하나투어와 동일한 수준인데, 2위 업체임에도 불구하고 09년 적극적인 비용통제로 이익의 가시성은 오히려 하나투어 대비 높아 보이고, 2010년 이후 여행수요 회복기에는 보다 탄력적인 성장을 보여줄 것으로 기대된다는 점을 반영.

■ 전년 동월비 패키지 송객 감소는 09년 1월이 Peak

동사의 전년 동월비 패키지 송객 감소는 09년 1월에는 50.5%, 2월에는 42%로 감소폭 줄이고 있음. 절대 패키지 송객수도 09년 1월 33,521명, 2월 36,363명으로 회복하는 모습을 보이고 있다는 점에서 하반기로 갈수록 수요 회복 가능성이 커 보임.

■ 환율 상승에 따른 주가 하락을 매수 기회로 이용할 것을 권고

최근 환율이 1,600원선까지 상승하며 수요 위축에 대한 우려가 다시 나타나고 있으나, 전년도 하반기에 이미 충분히 출국자수가 감소한 상황이어서 하반기로 갈수록 감소폭이 줄어들 것이라는 전망에 지장을 주는 요인은 아님. 특히, 09년 연간 환율흐름이 하반기로 갈수록 추가적인 완화절하 가능성보다는 절상 가능성이 높기 때문에 단기 환율상승으로 주가가 조정 받는다면 마지막 저가 매수 기회라는 판단.

Stock Data

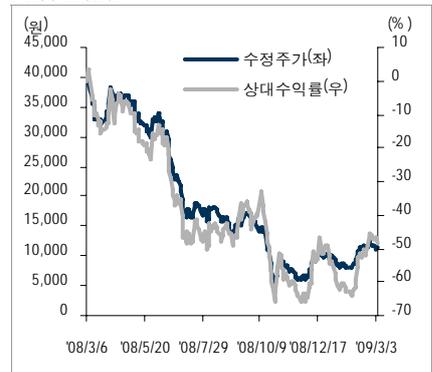
KOSDAQ (3/6)	365.18pt	
시가총액	907억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	40,300원	5,410원
최고/최저가 대비 등락률	-73.2%	99.6%
수익률	절대	상대
	1M	14.9%
	6M	-24.5%
	1Y	-72.7%
	19.2%	-51.3%

Company Data

발행주식수	8,400천주
일평균 거래량(3M)	211천주
외국인 지분율	8.4%
배당수익률(08E)	0.2%
BPS(08E)	5,833원
주요 주주	우종웅 18.72%
	우리사주조합 8.4%
매출구성(2007)	여행알선수수료 68.8%
	기타 31.2%

투자지표	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액(억원)	664	944	833	738	949
증감률(%YoY)	70.8	42.1	-11.7	-11.4	28.6
영업이익(억원)	98	143	9	75	112
증감률(%YoY)	204.9	46.7	-93.6	721.5	48.4
EBITDA(억원)	102	150	19	86	125
경상이익(억원)	114	159	6	75	115
순이익(억원)	82	114	4	54	83
EPS(원)	1,028	1,353	49	644	983
증감률(%YoY)	128.1	31.6	-96.4	1,211.6	52.8
PER(배)	22.4	32.5	524.5	16.8	11.0
PBR(배)	4.0	6.4	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	13.9	20.5	19.0	3.9	2.0
영업이익률(%)	14.7	15.2	1.1	10.2	11.8
ROE(%)	55.9	23.7	0.7	11.0	15.2
순부채비율(%)	-71.3	-105.5	-104.6	-105.0	-105.8

Price Trend



손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	664	944	833	738	949
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	664	944	833	738	949
판매비 및 일반관리비	566	800	824	663	837
노무비	164	221	227	173	222
판매비	64	97	87	76	98
일반관리비	338	482	455	377	485
영업이익	98	143	9	75	112
영업외수익	19	35	22	24	28
이자수익	13	23	27	24	28
외환관련이익	2	2	3	0	0
지분법이익	0	0	-7	0	0
자산평가차분이익	0	0	1	0	0
기타	4	10	-2	0	0
영업외비용	3	19	25	24	24
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련비용	1	1	16	0	0
지분법손실	0	15	8	20	20
자산평가차분손실	0	0	0	0	0
기타	2	3	2	4	4
세전계속사업이익	114	159	6	75	115
법인세	33	45	2	21	33
법인세율(%)	28.49%	28.41%	35.86%	28.22%	28.48%
계속사업이익	82	114	4	54	83
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	82	114	4	54	83
수정순이익	82	114	3	54	83
EBITDA	102	150	19	86	125
증감율(%YoY)					
매출액	70.8	42.1	-11.7	-11.4	28.6
영업이익	204.9	46.7	-93.6	721.5	48.4
EBITDA	190.1	47.4	-87.6	366.5	44.4
순이익	178.9	39.1	-96.4	1,211.6	52.8
EPS	128.1	31.6	-96.4	1,211.6	52.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동현금흐름	106	176	-2	86	124
당기순이익	82	114	4	54	83
감가상각비	4	7	9	11	13
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환자산손실(이익)	0	0	11	0	0
지분법손실(이익)	0	15	15	20	20
순운전자본 감소	5	21	-44	1	8
기타	15	20	2	0	0
투자활동현금흐름	-305	-62	260	-26	-37
투자자산 순투자	-294	-45	244	-19	-24
유형자산 투자	-7	-11	-7	-8	-9
유형자산 처분	0	0	0	0	0
무형자산 순투자	0	0	0	0	0
기타	-4	-6	23	1	-4
재무활동현금흐름	250	-20	-113	-3	-4
단기차입금 증가	0	0	0	0	0
유동성장기차입금 상환	0	0	0	0	0
사채 증가	0	0	0	0	0
장기차입금 증가	0	0	0	0	0
자본 증가	267	0	0	0	0
배당금 지급	-4	-15	-24	-2	-8
기타	-12	-5	-88	-1	5
순현금흐름	52	94	145	57	83
기초현금	88	140	233	379	436
기말현금	140	233	379	436	519
총현금흐름(Gross Cash Flow)	74	109	15	65	93
잉여현금흐름(Free Cash Flow)	72	120	-35	58	92

주: 본사 실적 기준. 과거 Multiples는 평균주가, 평균시가총액 기준

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	505	894	700	740	867
현금 및 현금등가물	140	233	379	436	519
단기투자자산	202	375	134	134	134
매출채권	53	96	85	75	96
재고자산	0	0	0	0	0
기타	110	190	103	96	118
비유동자산	203	80	46	41	44
투자자산	177	36	19	18	22
유형자산	8	12	9	6	2
무형자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	18	33	18	16	20
자산총계	708	974	746	781	912
유동부채	205	360	235	219	272
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타	205	360	235	219	272
비유동부채	23	38	20	19	24
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타	23	38	20	19	24
부채총계	228	398	255	238	295
자본금	42	42	42	42	42
자본잉여금	299	300	300	300	300
자본조정	-11	-14	-81	-81	-81
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	150	248	228	281	355
자본총계	480	576	490	542	617
총차입금	0	0	0	0	0
현금성자산	342	608	513	570	653
순차입금	-342	-608	-513	-570	-653
운전자본	-42	-74	-48	-49	-57
순영업비유동자산	8	12	9	6	2
영업활동투하자본(OplC)	-35	-62	-39	-43	-55

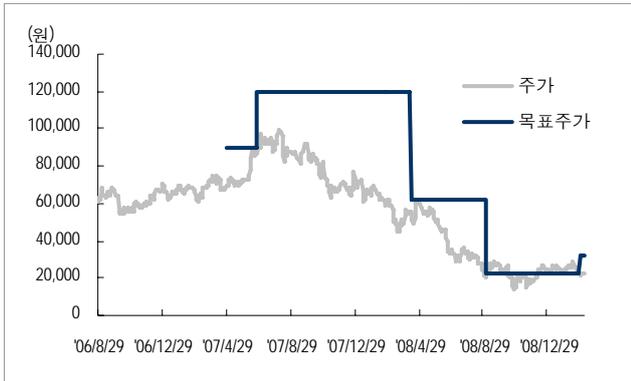
투자지표

(단위: 원, 배, %)

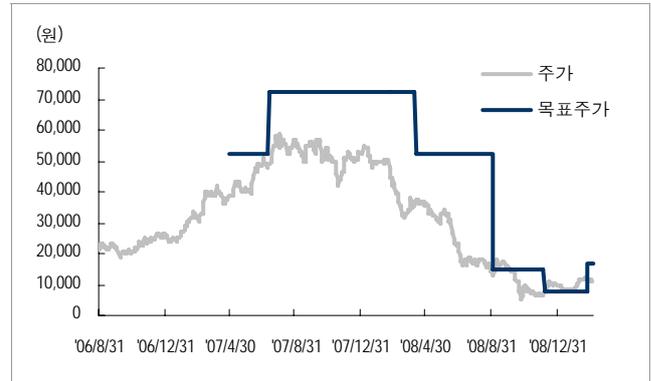
12월 결산	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당지표(원)					
EPS	1,028	1,353	49	644	983
수정EPS	1,027	1,353	39	644	983
BPS	5,713	6,861	5,833	6,456	7,340
EBITDAPS	1,279	1,785	221	1,029	1,487
DPS	180	290	20	100	150
Multiples(X)					
PER	22.4	32.5	524.5	16.8	11.0
수정PER	25.8	39.1	209.9	16.8	11.0
PBR	4.0	6.4	1.8	1.7	1.5
PCFR	18.0	23.9	20.8	10.7	7.9
EV/EBITDA	13.9	20.5	19.0	3.9	2.0
수익성(%)					
영업이익률	14.7	15.2	1.1	10.2	11.8
EBITDA margin	15.3	15.9	2.2	11.7	13.2
세전이익률	17.2	16.8	0.8	10.2	12.2
순이익률	12.3	12.0	0.5	7.3	8.7
ROE	55.9	23.7	0.7	11.0	15.2
ROIC	-101.5	-294.7	-9.4	-138.8	-187.7
안정성(%)					
부채비율	47.5	69.1	52.2	44.0	47.9
순차입금비율	-71.3	-105.5	-104.6	-105.0	-105.8
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
회동성(배)					
매출채권회전율	12.6	9.8	9.8	9.8	9.8
재고자산회전율	-	-	-	-	-
매입채무회전율	-	-	-	-	-

투자이견 변동내역(2개년) 및 목표주가 추이

종목명	일자	투자이견	목표주가
하나투어(039130)	2007/04/30	BUY(Initiate)	90,000원
	2007/05/03	BUY(Maintain)	90,000원
	2007/06/26	BUY(Maintain)	120,000원
	2007/07/02	BUY(Maintain)	120,000원
	2007/07/03	BUY(Maintain)	120,000원
	2007/07/31	BUY(Maintain)	120,000원
	2007/08/02	BUY(Maintain)	120,000원
	2007/09/04	BUY(Maintain)	120,000원
	2007/10/02	BUY(Maintain)	120,000원
	2008/04/15	Outperform(Downgrade)	62,000원
	2008/09/05	Marketperform(Downgrade)	22,000원
	2009/03/09	BUY(Upgrade)	32,000원



종목명	일자	투자이견	목표주가
모두투어 (080160)	2007/04/30	BUY(Initiate)	52,000원
	2007/07/16	BUY(Maintain)	72,000원
	2008/10/17	BUY(Maintain)	72,000원
	2008/04/15	BUY(Maintain)	52,000원
	2008/09/05	Marketperform(Downgrade)	15,000원
	2008/12/08	Marketperform(Downgrade)	8,000원
	2009/03/09	BUY(Upgrade)	17,000원



투자이견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	+25% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	+10~+25% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	+10~ -10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	-10~ -25% 주가 하락 예상
Sell(매도)	-25% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상