

여행업 (NEUTRAL)



Analyst

배혜원
haewon.bae@samsung.com
02 2020 7842

심혜정

hyejeong.shim@samsung.com
02 2020 7816

■ INDUSTRY IN-DEPTH REPORT

Cyclical 성장 vs 구조적 우려

외부요인에 가려졌던 내부요인 점검

여행주 과속스캔들: 최근 3개월간 하나투어 및 모두투어 주가는 KOSPI를 각각 18%p, 37%p 아웃퍼폼. 현 주가는 각각 2010년 P/E 27배, 22배 수준으로 우호적인 매크로 변수에 따른 긍정적인 측면은 주가에 충분히 반영. 실적 개선 속도에 비해 빠른 주가 상승으로 밸류에이션이 부담되는 상황이며, 향후 내제된 구조적 요인에 따른 불확실성을 감안할 때 추가적인 프리미엄을 부여하기 어려움.

여행업에 대한 커버리지를 재개하며 Neutral 투자 의견 제시: 여행산업의 장기 성장성은 유효하지만, 아래의 구조적 변화를 고려시 출국자수 회복 속도에 비해 여행업체들의 수익성 회복 속도는 더딜 것이며, 개선 폭 역시 시장의 기대치에 못 미칠 것으로 판단, 여행업에 대해 Neutral 의견 제시. 업체별로는 하나투어 및 모두투어에 대해 HOLD 의견 및 6개월 목표주가 각각 46,000원, 27,000원 제시 (2010년 P/E 28배, 23배 수준).

Cyclical 회복국면 진입: 최근 원화강세, 경기회복 기대감 등에 따른 해외여행 소비심리 개선으로 여행업 cyclical 회복국면 진입. 하나투어, 모두투어의 12월 출국자수는 전년동기 대비 각각 52%, 75% 성장 (vs 전체 출국자수 37% 성장). 이는 패키지 수요의 하락폭이 상대적으로 더 컸기 때문. 여행수요의 이연효과를 고려시, 단기적으로 pent-up demand를 중심으로 출국자수 급증할 전망. 당사 GDP 성장률과 환율 전망치를 적용한 회귀분석 결과, 올해 출국자수 23% 성장 전망.

여행 산업의 장기 성장성은 유효...: 과거보다는 성장이 둔화되겠지만, 여행 산업의 장기 성장성은 여전히 유효하다고 판단하는데, 1) 여가시간 확대 (주5일제 확대 시행, 저출산 및 고령화), 2) 우호적인 정부 정책 (대체휴무제 도입 가능성 및 중국과의 상호 무비자 추진), 3) 항공 공급증대(오픈 스카이 정책 및 저가항공사 확대)로 인한 여행경비 절감이 잠재 수요 확대에 기여할 것으로 판단하기 때문.

...구조적 변화로 힘들어지는 여행업체: 출국자수가 peak인 2007년 수준으로 회복된다 해도 동일한 수준의 이익은 기대하기 어려울 전망. 이는 1) 항공수수료 폐지로 고객 1인당 수익 감소가 불가피한 상황에서, 2) 볼륨 인센티브 확보를 위한 온라인 업체와의 저가 경쟁(치킨게임) 우려가 상존하고, 3) 항공사들의 직판 비중이 확대되는 추세며, 4) 여행 수요의 질적 성장으로 FIT(자유여행)와 같은 맞춤형 서비스 수요가 증가하면서 패키지 상품의 매력도가 상대적으로 떨어지고 있기 때문.

제로컴(항공수수료 폐지)은 양날의 칼: 제로컴 시행으로 매출의 대부분을 항공권 대매 수익에 의존하는 중소형 여행사들의 구조조정 예상. 규모의 경제를 갖춘 대형 도매사는 볼륨 인센티브 제도로 영향이 제한적이며, 시장재편에 따른 점유율 확대 기회. 그러나, 1) 단순 항공권 위주의 양적 성장은 수익성 개선이 제한적이며, 2) 도매사 입장에서도 중소형 업체의 폐업 또는 이탈은 유통 판매망 위축으로 위협 요인. 결국 볼륨 인센티브 수익을 통해 중소형 업체들의 수익을 어느 정도 보존해줄 수 밖에 없는 구조.

질적 성장을 동반한 점유율 확대가 선결조건: 향후 여행주가 산업의 cyclical 성장을 넘어 과거와 같은 높은 성장세를 지속하기 위해서는 단순한 양적 성장이 아닌 1) 밸류체인 내 협상력 강화, 2) 온라인 시스템 강화, 3) 여행수요의 패턴 변화에 대응한 상품 다양화를 통한 질적 성장 필요. 장기적으로 외항사 및 저가항공사 비중 확대는 공급자의 경쟁을 유도, 여행업체에 기회 요인. 다만, 규모의 경제를 기반으로 '소품종 대량생산' 방식에 익숙한 도매사들이 개별 여행객의 다양한 needs를 충족시킬 '다품종 소량생산' 방식으로 체질 개선에 성공할지는 지켜봐야 함.

여행업

■ 목차

1. Sector fundamentals	p2
2. 매출 및 수익성 분석	p20
3. Valuation	p25
4. 하나투어	p27
5. 모두투어	p30

1. Sector fundamentals

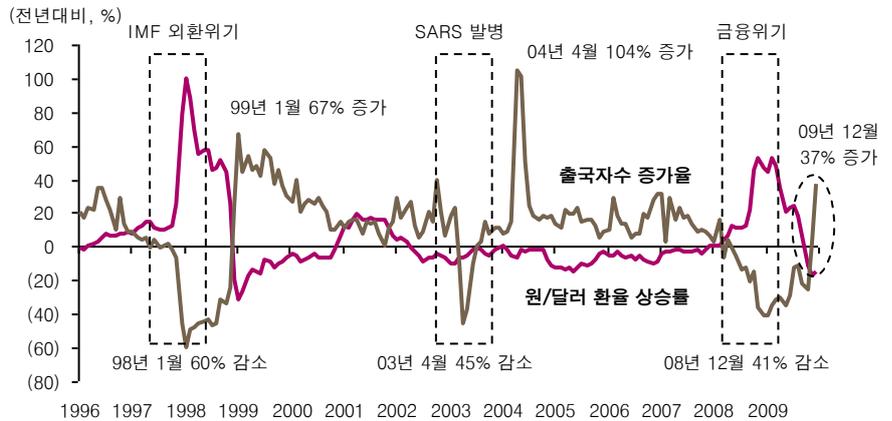
여행산업 cyclical 회복국면 진입

우호적인 macro 변수 + pent-up demand 효과 기대

최근 원화강세, 경기회복 기대감 등 우호적인 macro 변수에 따른 해외여행 소비심리 개선으로 내국인 출국자수 회복국면 진입. 하나투어, 모두투어 12월 출국자수는 전년동기 대비 각각 52%, 75%의 큰 폭 성장 (vs 전체 출국자수 37% 성장). 이는 패키지 수요의 하락 폭이 상대적으로 더 컸었기 때문. 지난 2년간 경기침체, 고유가, 원화약세, 신종플루 등의 외부요인으로 미뤄왔던 해외여행 수요(pent-up demand)가 몰리면서 1~2월 선예약률도 100% y-y를 상회. 3월 예약률을 지켜봐야겠지만, 현 추세 지속시 1분기 출국자수 2007년 수준 이상 달성 가능. 아래 그림 1에서 보듯이, 과거 외환위기 및 SARS 당시에도 회복국면에서 출국자수가 급증했었는데, 이는 해외여행 수요가 소멸되는 것이 아니라 이연되는 효과가 있기 때문.

2년간 차이나온 대기 수요 중심으로 출국자수 급증 예상

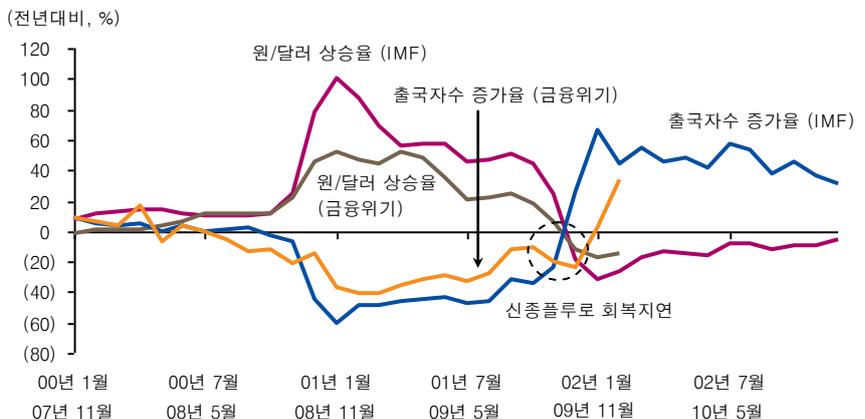
그림 1. 과거 경험으로 본 수요의 이연효과



자료: 통계청, 한국관광공사, 삼성증권

IMF 외환위기와 비슷한 회복 추이—3분기 회복 시그널 보였으나 신종플루 영향으로 지연

그림 2. 환율 상승률 vs 출국자수 증가율

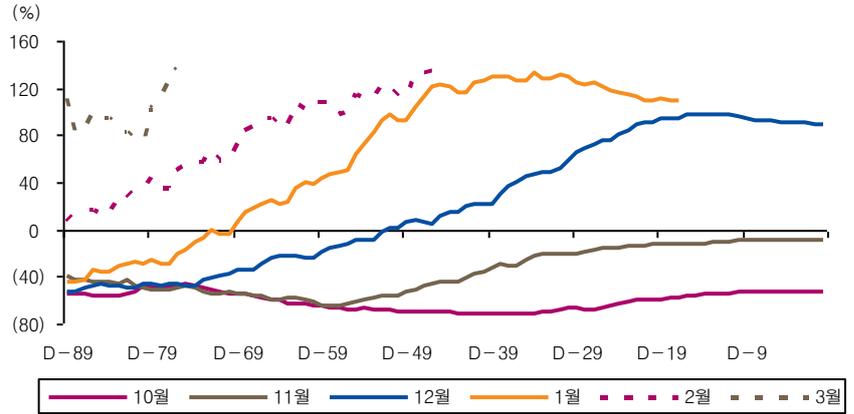


자료: 한국은행, 한국관광공사, 삼성증권

여행업

수요 급증 → 항공 좌석 확보 위해
빨라지는 예약 시기

그림 3. 모두투어 선예약률 추이

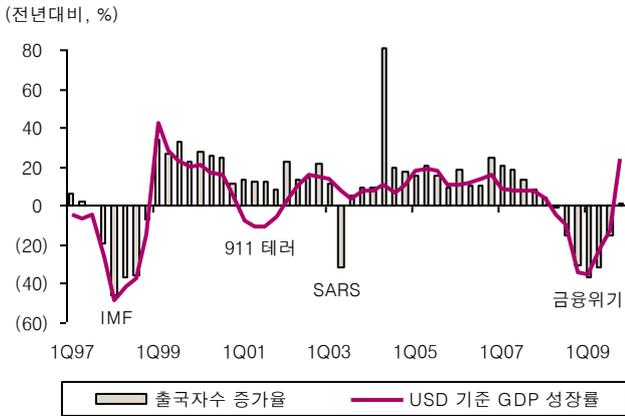


자료: 모두투어, 삼성증권

2010~2011년 출국자수 23%, 14% 증가 전망

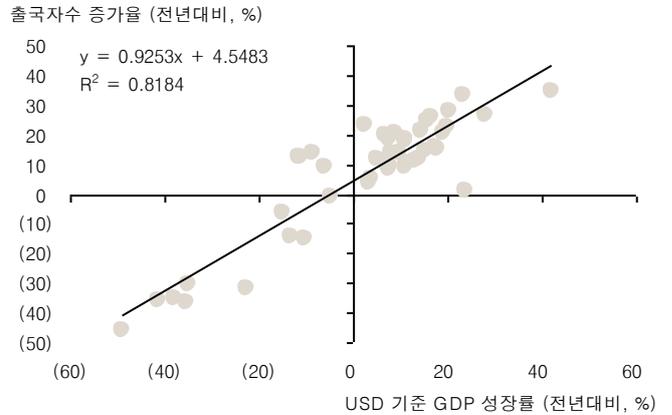
해외 출국자에 가장 큰 영향을 미치는 변수는 환율 및 소득. 회귀분석 결과, 출국자수 증가율과 USD 기준 1인당 GDP 성장률은 R^2 0.8로 높은 상관관계. 표 1은 당사 분기별 평균 환율 및 GDP 성장률로 추정한 출국자수로 올해 연간 출국자수는 23% 증가한 1,041만명 (승무원 제외) 예상. 아래 표 2는 당사 GDP 성장률을 고정시키고 환율 가정 변동에 따른 분기별 예상 출국자수 분석 결과. 금융위기 전인 2007년 수준으로 완전히 회복하기 위해서는 올해 환율이 1,000원 이하로 하락해야 가능할 전망.

그림 4. 분기별 USD 기준 1인당 GDP 성장률 vs 출국자수 증가율



자료: 한국관광공사, 한국은행, 삼성증권

그림 5. 회귀분석 결과 R^2 0.8로 높은 상관관계



자료: 한국관광공사, 한국은행, 삼성증권

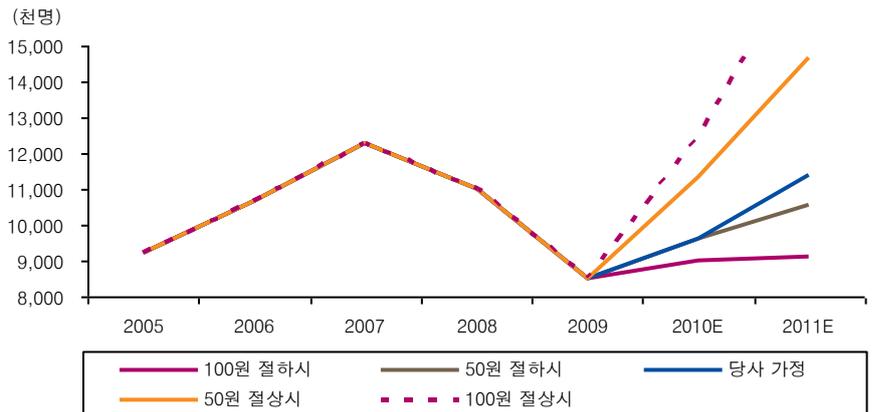
여행업

표 1. 환율 가정 변경에 따른 분기별 예상 출국자수

	1Q10E	2Q10E	3Q10E	4Q10E	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E
환율 가정 (원)								
200원 절하시	1,330	1,340	1,315	1,275	1,275	1,285	1,260	1,240
100원 절하시	1,230	1,240	1,215	1,175	1,175	1,185	1,160	1,140
당사 가정	1,130	1,140	1,115	1,075	1,075	1,085	1,060	1,040
100원 절상시	1,030	1,040	1,015	975	975	985	960	940
200원 절상시	930	940	915	875	875	885	860	840
USD 기준 GDP 증가율 (%)								
200원 절하시	15.7	4.1	2.3	1.5	0.7	0.9	1.1	3.9
100원 절하시	24.1	11.6	9.7	9.1	8.2	8.4	8.7	11.9
당사 가정	12.5	10.3	12.3	18.2	17.2	17.3	17.9	21.5
100원 절상시	45.9	30.7	28.9	29.1	28.0	28.0	28.9	33.2
200원 절상시	60.3	43.3	41.7	42.4	41.2	41.1	42.5	47.6
예상 출국자 수 (천명)								
200원 절하시	2,342	2,040	2,494	2,105	2,358	2,059	2,520	2,187
100원 절하시	2,513	2,186	2,675	2,263	2,720	2,370	2,908	2,533
당사 가정	2,278	2,162	2,739	2,450	2,670	2,536	3,228	2,978
100원 절상시	2,954	2,561	3,144	2,676	3,780	3,277	4,052	3,564
200원 절상시	3,245	2,808	3,456	2,953	4,583	3,962	4,923	4,360

자료: 삼성증권 추정

그림 6. 환율 가정에 따른 출국자 수 추정



자료: 삼성증권 추정

여행주 과속스캔들

여행업에 대해 커버리지 재개하며 Neutral 의견 제시

Macro 모멘텀에 따른 수요 turnaround는 주가에 이미 충분히 반영

최근 3개월간 하나투어 및 모두투어 주가는 원화강세, 경기회복 기대감 등 우호적인 macro 변수에 신종플루 우려 소멸로 해외여행 수요 turnaround 기대감으로 KOSPI를 각각 18%p, 37%p 아웃퍼폼. 그러나, 현 주가는 각각 2010년 P/E 27배, 22배 수준으로 매크로 모멘텀에 따른 긍정적인 측면은 주가에 충분히 반영. 실적 개선 속도에 비해 빠른 주가 상승으로 밸류에이션이 부담되는 상황이며, 향후 내재된 구조적 요인에 따른 불확실성을 감안할 때 추가적인 프리미엄을 부여하기 어려움. 업체별로는 하나투어 및 모두투어에 대해 HOLD 의견 및 6개월 목표주가 각각 46,000원, 27,000원 제시 (2010년 P/E 28배, 23배 수준).

그림 7. 원화강세 vs 여행주 주가



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 8. 신종플루 우려 소멸 (패키지 예약 순증감)



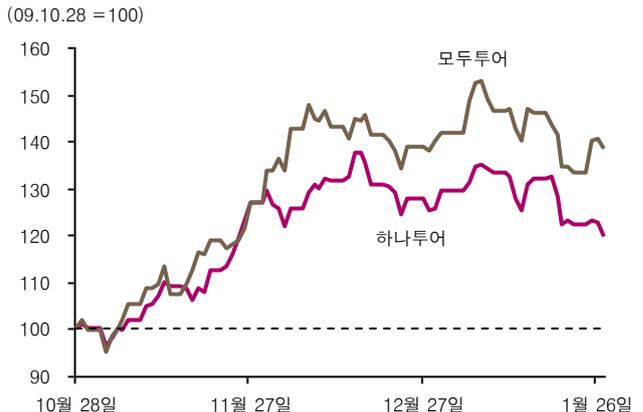
참고: 국내제외, 휴일제외
자료: 모두투어

그림 9. 출국자수 회복 기대감은 주가에 반영



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 10. 코스피 대비 3개월 performance



자료: Bloomberg, 삼성증권

여행업

산업의 장기 성장성 vs 구조적 우려 요인

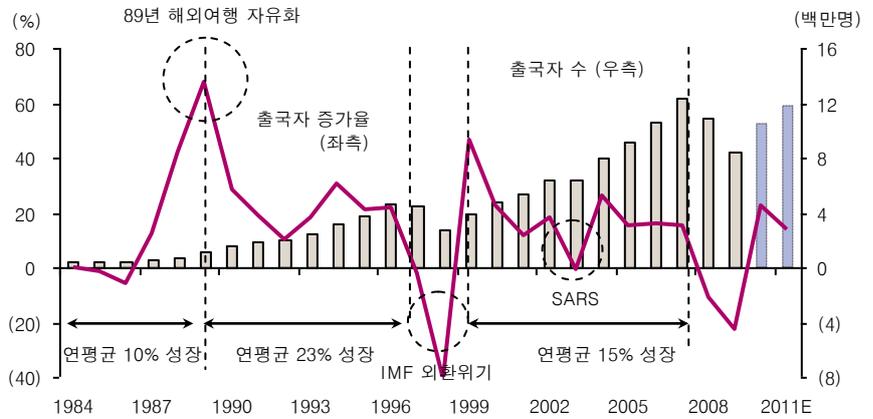
외부요인에 가려졌던 내부요인 점검

추가적인 밸류에이션 프리미엄이 정당화 되기 위해서는 2가지 점검 필요. 1) 여행업의 장기 성장성이 유효한지와, 2) 그것이 여행업체들의 수익성 개선으로 귀결될 것인지의 여부. 결론부터 말하자면, 우리는 여행업의 장기 성장성은 유효하지만, 산업의 구조적 변화를 고려시 출국자수 회복 속도에 비해 여행업체들의 수익성 회복 속도는 더딜 것이며, 개선 폭 역시 시장의 높은 기대치에 못 미칠 것으로 판단.

과거 여행산업의 높은 성장 배경

국내 여행산업은 1989년에 해외여행이 자유화되면서 본격적으로 성장. 그림 11에서 보듯이 내국인 출국자수는 외환위기 전까지 연평균 23%의 높은 성장세를 보였으며, 외환위기 이후에도 2007년까지 연평균 15% 성장을 지속. 특히, 해외여행 산업에 직접적인 영향을 미치는 관광목적 출국자의 경우 IMF 이후 2005년까지 연평균 32%로 견조한 성장세를 보여왔음 (2006년 이후 집계 불가). 이러한 높은 성장 배경은 1) 국민소득 증가, 2) 원화 가치 상승에 따른 구매력 증가, 3) 주 5일 근무제 확대에 따른 여가 시간 증가에 기인.

그림 11. 연도별 출국자수 추이

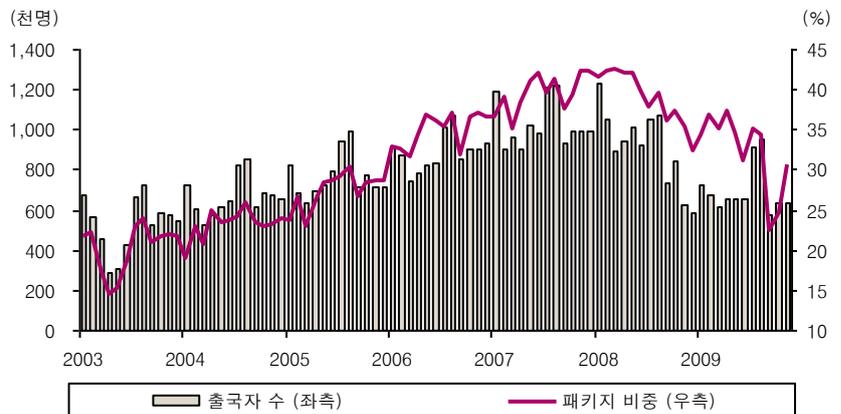


자료: 한국관광공사, 삼성증권 추정

과거 여행사들 패키지 중심으로 여행산업 성장과 함께 크게 성장

도매 여행사들이 이러한 여행업의 구조적 성장에 수혜를 받을 수 있었던 이유는 패키지 상품 위주의 수요 증가 때문. 즉, 패키지 상품의 가격경쟁력 및 편리함을 앞세워 언어 및 문화 장벽이 있는 신규 여행자 중심으로 수요를 창출. 사치재로 여겨졌던 해외여행이 우호적인 환율에 따른 구매력 증가로 중산층 위주로 크게 확산되면서 출국자수 꾸준히 증가. 특히 2006~2007년의 경우 이례적인 원화강세(원/달러 1,000원 이하)에 힘입어 출국자수 급증 (peak 시기). 그러나 최근 해외여행 경험으로 자신감이 생기고, 인터넷 발달로 여행 정보 공유가 쉬워지면서 여행 수요의 질적 성장. 여행사 편익에 맞춰진 패키지의 반복 구매가 줄어들고, 개인의 성향에 맞는 맞춤형 수요가 늘어나는 추세.

그림 12. 전체 출국자수 vs 패키지 관광객 비중



자료: 한국관광공사, 삼성증권 추정

여행업

2010년 제로컴 시행—양날의 칼

제로컴 시행으로 매출의 대부분을 항공권 대매 수익에 의존하던 중소형 여행사들의 구조조정 예상. 규모의 경제를 갖춘 대형 도매사는 볼륨 인센티브가 여전히 존재해 그 영향이 제한적이며, 시장재편에 따른 점유율 확대 기회. 그러나, 1) 단순 항공권 위주의 양적 성장은 수익성 개선이 제한적이며, 2) 도매사 입장에서 중소형 업체의 폐업 또는 이탈은 유통 판매망 위축으로 위협 요인. 따라서, 볼륨 인센티브 수익을 통해 중소형 업체들의 수익을 어느 정도 보존해줄 수 밖에 없는 구조.

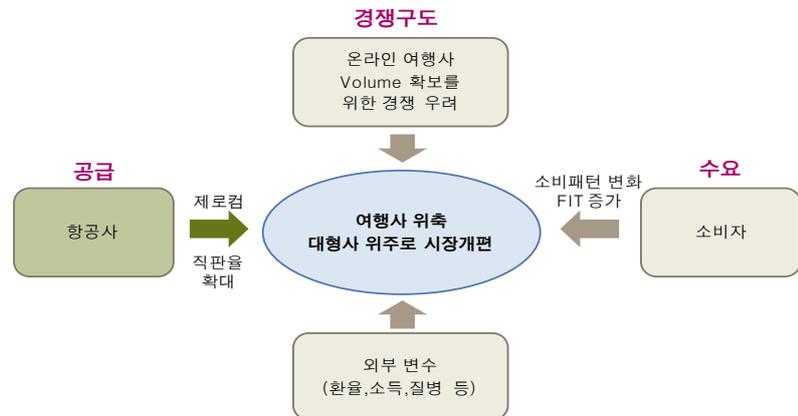
산업의 구조적 변화 점검

결론적으로 항공권 위주로 시장 점유율 및 수탁금 규모는 크게 증가하겠지만, 수익성 자체는 악화될 것으로 판단. 출국자수가 과거 peak인 2007년 수준으로 회복된다 해도 동일한 수준의 이익은 기대하기 어려울 전망. 즉, 단위당 수익 하락으로 BEP를 넘기기 위한 최소 요구 여행객(Q)이 증가했음을 의미. 이는 1) 항공수수료 폐지(제로컴)로 고객 1인당 수익 감소가 불가피한 상황에서, 2) 볼륨 인센티브 확보를 위한 온라인 업체와의 저가 경쟁(치킨게임) 우려가 상존하고, 3) 항공사들의 홈페이지를 통한 직판이 확대되는 추세이며, 4) 여행 수요의 질적 성장으로 FIT(자유여행)와 같은 맞춤형 서비스 수요가 증가하면서 패키지 상품의 매력도가 떨어지고 있기 때문.

질적 성장을 동반한 점유율 확대가 선결조건

향후 여행주가 산업의 cyclical 성장을 넘어 과거와 같은 높은 성장세를 지속하기 위해서는 단순한 양적 성장이 아닌 1) 밸류체인 내 협상력 강화, 2) 온라인 시스템 강화, 3) 여행수요의 패턴 변화에 대응한 상품 다양화를 통한 질적 성장 필요. 장기적으로 외항사 및 저가항공사 비중 확대는 공급자의 경쟁을 유도해 여행업체에 긍정적. 다만, 규모의 경제를 기반으로 '소품종 대량생산' 방식에 익숙한 도매사들이 개별 여행객의 다양한 needs를 충족시킬 '다품종 소량생산' 방식으로 체질 개선에 성공할지는 지켜봐야 함.

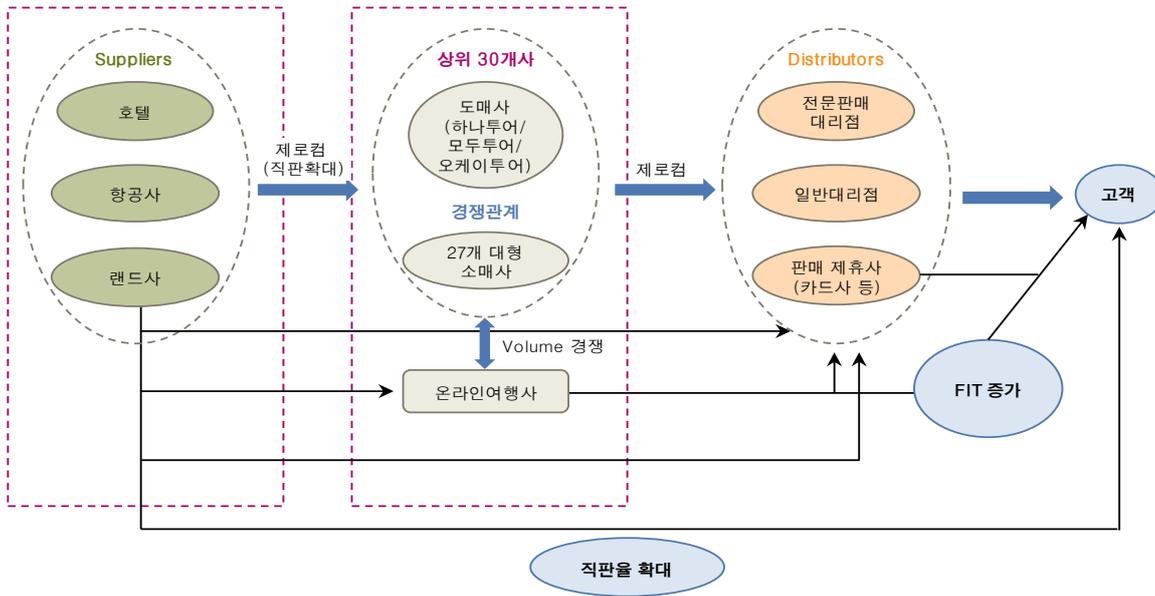
그림 13. 여행산업 내 구조적 변화



자료: 삼성증권

여행업

그림 14. 여행업 value chain



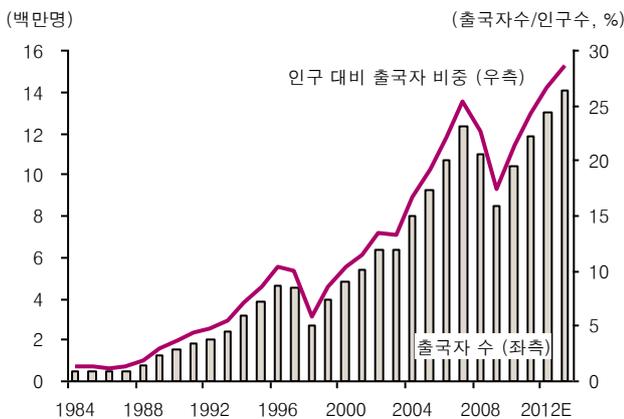
자료: 하나투어, 삼성증권

여행산업 장기 성장성 유효

여행산업의 장기적 성장 요인

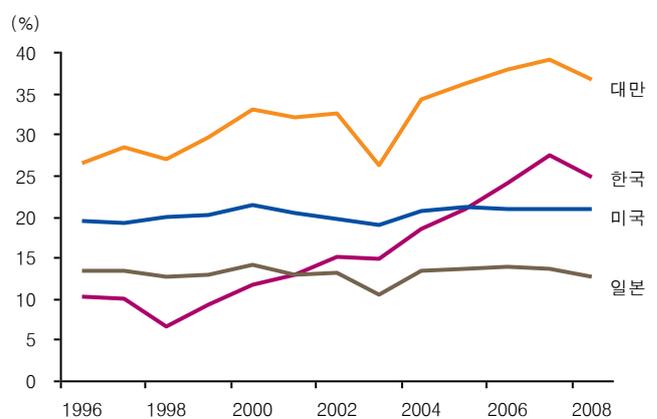
당사 GDP 성장률과 환율 전망치를 적용한 회귀분석 결과, 2010~2011년 출국자수는 23%, 14% 증가할 전망. 향후에도 과거에 비해 성장성은 둔화되겠지만, 성장여력은 여전히 유효하다고 판단. 이는 1) 여가시간 확대 (주5일제 확대 시행, 저출산 및 고령화), 2) 우호적인 정부 정책 (대체휴무제 도입 가능성 및 중국과의 상호 무비자 추진), 3) 항공 공급증대(오픈 스카이 정책 및 저가항공사 확대)로 인한 여행경비 절감이 잠재 수요를 창출할 것으로 판단하기 때문. 참고로 1인당 GDP 수준 및 지리적 여건이 유사한 대만의 인구 대비 출국자수 비율은 39% 수준 (vs 국내 25%).

그림 15. 출국자수 전망 및 인구대비 출국자수 비중 추이



자료: 한국관광공사, 통계청, 삼성증권 추정

그림 16. 국가별 인구 대비 출국자수 비중



자료: OECD, 삼성증권

• 성장 driver 1: 여가시간 확대

소득 및 환율 외에도 여행수요에 영향을 주는 주요 변수가 여가시간. 2004년 도입된 주5일제가 2011년을 기점으로 직장(약 50%가 20인 미만 사업장) 및 학교(현재 격주로 시행)에서 100% 확대 시행됨에 따라, 주말을 이용한 단거리 가족 여행 수요가 크게 증가할 전망. 이는 우리보다 앞서 주5일제를 실시한 일본의 사례에서 확인. 또한, 맞벌이 부부 증가에 따른 저출산 및 고령화 사회 진입으로 상대적으로 시간적, 경제적 여유가 많아지는 점도 여행 수요 증가에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단.

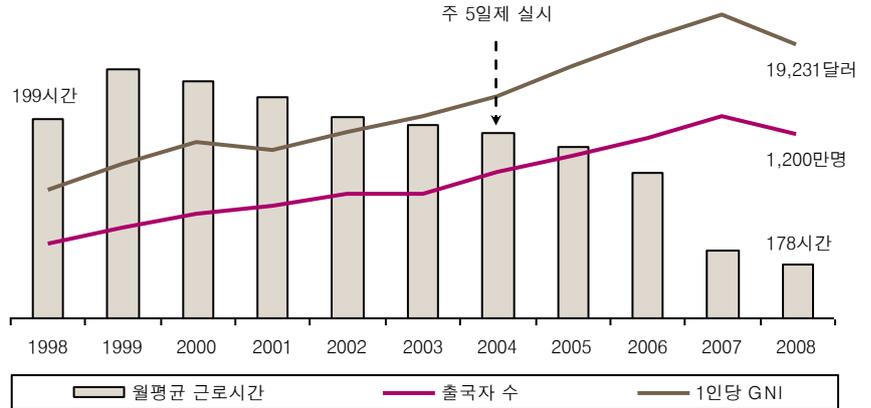
표 2. 주 5일제 도입 계획

단계	도입 시기	해당 사업장
1단계	2004년 7월	공기업/금융업/보험업/1천인 이상
2단계	2005년 7월	300인 이상
3단계	2008년 7월	100인 이상
4단계	2007년 7월	50인 이상
5단계	2008년 7월	20인 이상
6단계	2011년	20인 미만

참고: 학교의 주 5일 수업은 중소기업 시행시기를 고려하여 자체적으로 결정
자료: 노동부

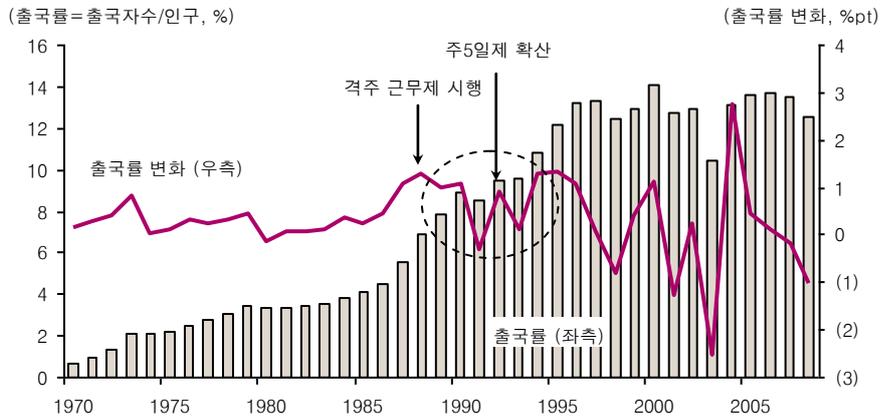
여행업

그림 17. 근로시간 단축과 소득 증가에 따른 해외여행 증가



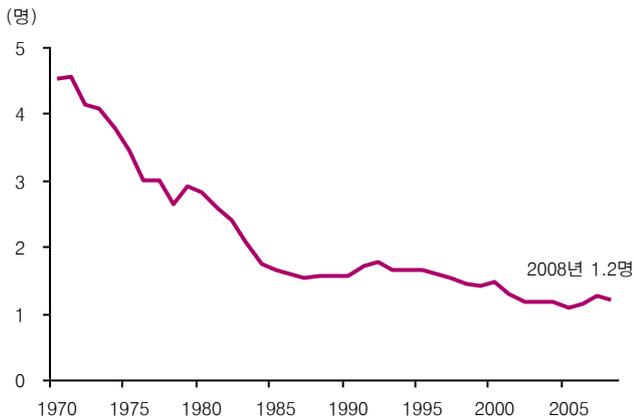
자료: 통계청, 하나투어, 삼성증권

그림 18. 일본 출국자수 추이



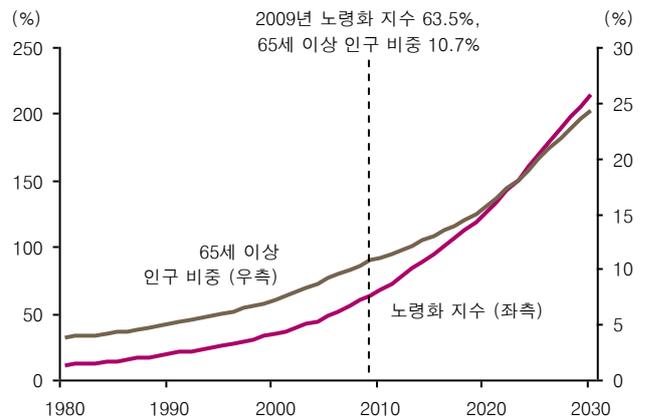
자료: 한국관광공사, 삼성증권

그림 19. 낮은 출산률



자료: 통계청, 삼성증권

그림 20. 고령화 시대



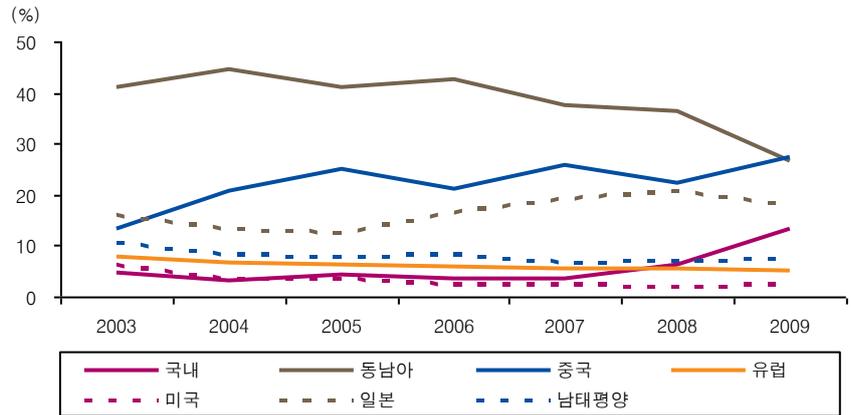
참고: 노령화지수 = (65세 인구/0~14세 인구) x 100
 자료: 통계청, 삼성증권

여행업

• 성장 driver 2: 우호적인 정부 정책

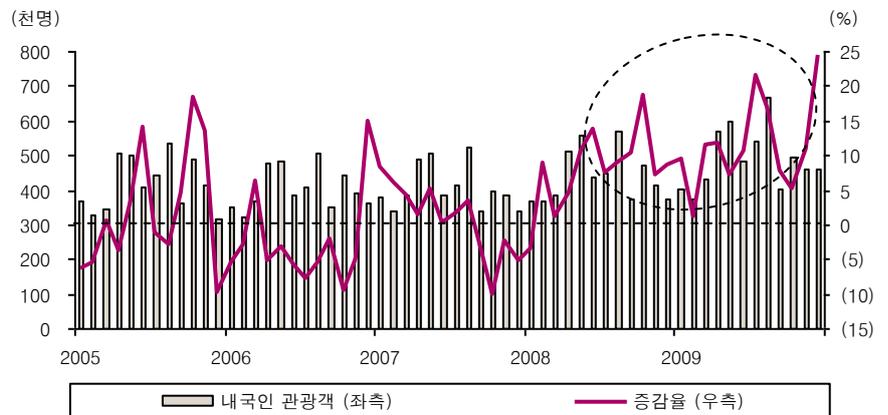
정부에서 1) 대체 휴무제 도입 및 2) 중국과의 상호 무비자 입국 체도를 추진하고 있는 점도 여행수요 증가에 긍정적. 여행수요에 영향을 주는 주요 변수 중 하나가 접근성. 특히 중국은 최대 방문지 중 하나로 향후 업체간 volume 경쟁에 따른 ASP인하 및 저가항공사의 국제선 확대시 매력적인 상품 가격으로 잠재 수요를 창출할 것으로 판단. 특히 제주도를 포함한 국내여행 상품대비 해외여행 상품의 가격경쟁력을 강화시켜 수요 확대 기대.

그림 21. 지역별 내국인 출국자 비중 (하나투어)



자료: 하나투어

그림 22. 지난해 해외여행 수요 위축에 따른 제주도 반사이익



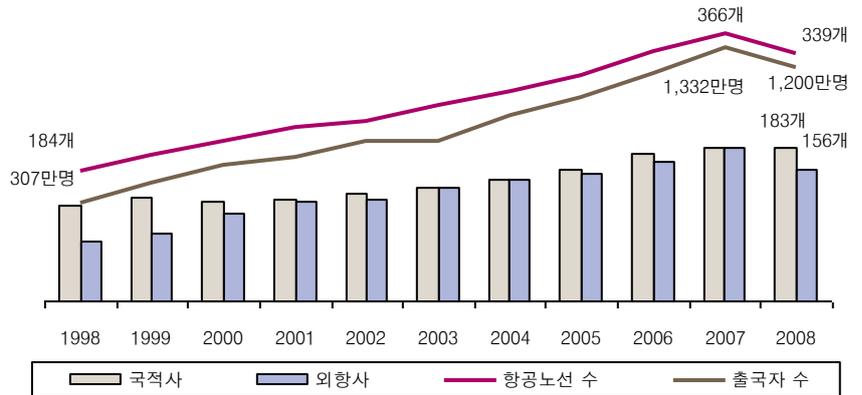
자료: 제주관광협회

• 성장 driver 3: 항공 공급증대로 인한 여행경비 절감

장기적으로 오픈 스카이 정책 및 저가항공사 확대는 현재 해외 여행경비 중 큰 비중을 차지하는 항공권 비용을 절감할 수 있어 수요 확대에 긍정적. 앞서 말한 것처럼 단거리 수요가 증가함에 따라, 저가항공사를 이용한 저가 패키지 상품이 크게 증가할 전망. 저가 상품 및 경쟁 심화를 고려시 수익성 개선의 기대보다는 1) 볼륨 확보 효과 및 2) 공급자 경쟁에 따른 밸류체인 내 협상력 강화를 기대. 그러나, 국내 여행자의 국적기 선호도가 여전히 높고, 저가 항공사의 상대적으로 적은 노선, 유가에 취약한 재무상태, 안정성 우려를 고려할 때 시간이 걸릴 것으로 판단.

여행업

그림 23. 항공 노선 증가에 따른 해외여행객 증가



자료: 하나투어

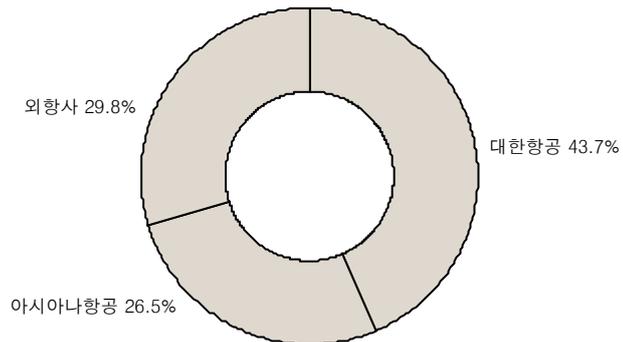
산업의 구조적 변화

1) 제로컴은 양날의 칼

2010년 제로컴(항공 수수료 폐지) 본격화

지난 2008년 항공권 대매 수수료를 9%에서 7%로 인하한 것에 이어 올해 1월부터 대한항공(점유율 44%)과 같은 스카이트립 회원사인 에어프랑스, KLM 항공 등이 제로컴 시작. 아시아나 항공 입장에서는 점유율(현재 약 27%) 확대의 기회가 될 수 있지만, 1) pent-up demand에 따른 수요 급증으로 항공 공급이 부족한 상황에, 2) 현재 아시아나가 구조조정 중인 점을 감안할 때 수익성에 중점을 뒀 제로컴을 시작할 가능성이 높아 보임. 해외 사례에서 보듯이 국적사들에 이어 외항사들도 궁극적으로 시행할 것.

그림 24. 항공권 판매 점유율



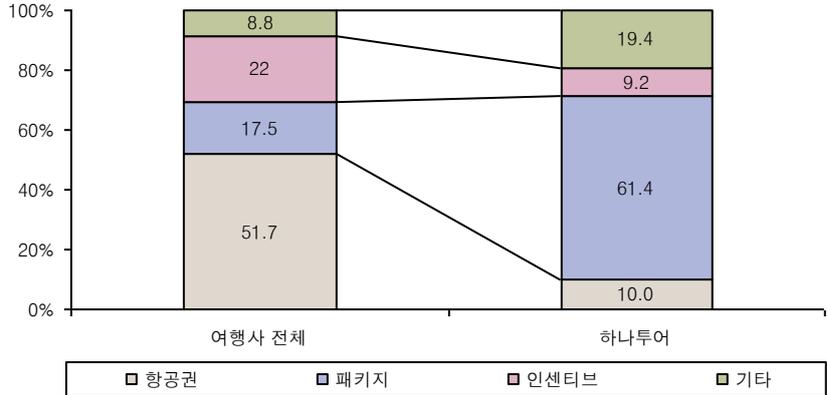
참고: 2009년 기준
자료: 각 사, 세계여행신문

중소여행사 구조조정 예상

중소형 여행사들의 경우 매출의 50~60% 이상을 항공권 대매 수익에 의존해 제로컴 시행으로 크게 위축될 전망 (vs 도매사는 패키지가 매출의 60~70% 차지). 이에 따라, 향후 항공사가 수수료를 제공하지 않기 때문에 서비스피 개념의 취급수수료(TASF)를 고객에게 별도로 부과해야 함. 그러나, 1) 볼륨 인세티브 확보를 위한 업체간 경쟁 심화가 우려되는 상황에서 대형사들이 적극적으로 취급수수료를 부과할 유인이 없으며, 2) 국내 정서상 고객에게 서비스피 개념을 이해시키고 안정적인 수익원으로 정착하는데까지는 시간이 걸릴 것으로 판단.

여행업

그림 25. 국내 여행사 수익구조



참고: 2008년 기준
 자료: KATA, 하나투어

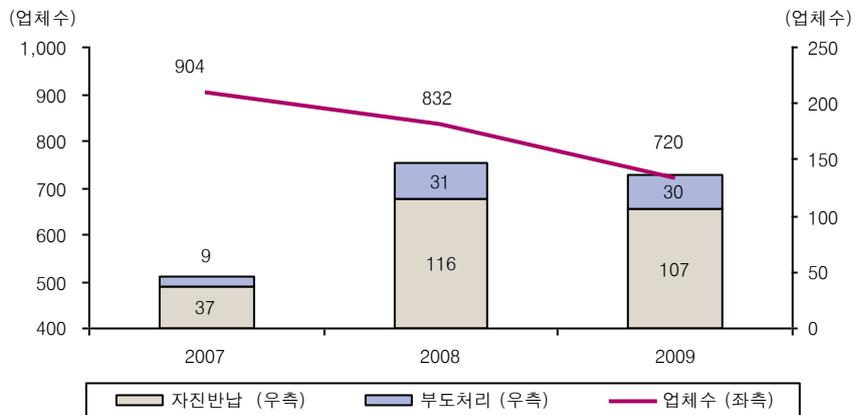
이에 따라, 중소형 여행사 입장에서는 도매사들의 대리점으로 전환하거나, 불륜 확보를 위해 저가 출혈경쟁(치킨게임)을 할 수 밖에 없는 상황. 해외사례를 볼 때, 제로컴 이후 여행업체가 평균 30% 가량 감소했으며, 국내도 중소여행사 구조조정 불가피할 전망이다.

그림 26. 전체 여행사수 감소



자료: 한국관광협회, 삼성증권

그림 27. BSP 가입 업체 감소



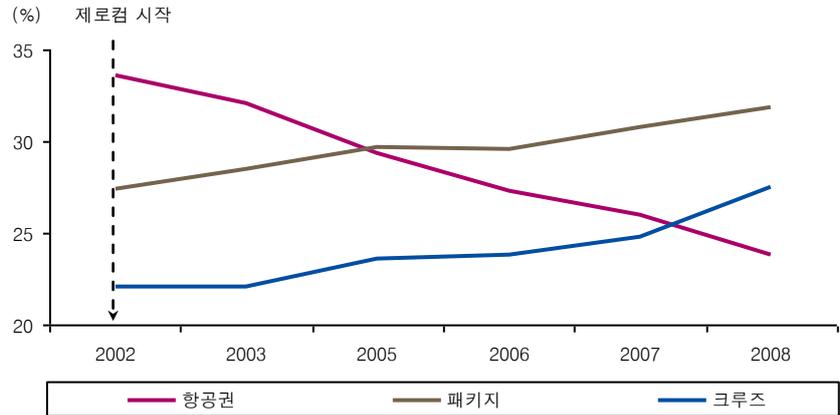
자료: 한국관광공사, 삼성증권

여행업

미국의 제로컴 사례

우리보다 먼저 제로컴을 시행한 미국의 경우, 1995년부터 1999년까지 단계별로 수수료를 하향 조정한 후 2002년 3월부터 본격적으로 항공수수료 폐지. 저가항공사(LCC)의 증가로 항공사들의 수익성 악화 및 부도가 주 배경. 제로컴 결과, 2000년 3만개가 넘었던 여행사 수가 2005년 말 2만여개로 30% 이상 폐업. 생존한 여행사들의 경우 항공권 수수료 매출 비중이 급격히 줄고, 크루즈 상품 등 매출 다각화에 성공. 또한, 인터넷의 발달로 온라인 여행사들이 빠르게 성장하면서 기존의 오프라인 여행사들의 입지가 크게 위축.

그림 28. 미국 사례—제로컴 시행 이후 여행사들 매출 다각화



자료: KATA, 아마데우스

도매사 입장에서 제로컴은 양날의 칼

반면, 규모의 경제를 갖춘 대형 도매사는 볼륨 인센티브 제도로 영향이 제한적이며, 오히려 시장개편에 따른 점유율 확대 기회. 그러나 제로컴은 도매사 입장에서 위협 요인이기도 하는데, 1) 항공권 위주의 양적 성장은 수익성 개선이 제한적이며, 2) volume 확보를 위한 업체간 저가 경쟁(치킨게임)이 우려되고, 3) 도매사 입장에서도 중소형 업체의 폐업 또는 이탈로 유통망 축소가 우려되기 때문.

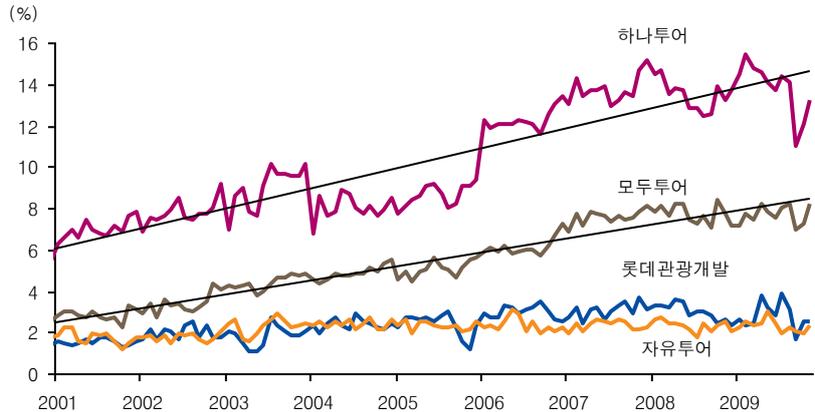
표 3. 패키지 관광 시장 점유율

(%)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
패키지 관광	20.9	23.2	27.5	35.0	39.5	39.5	32.7
상위 5개사	10.1	12.1	14.3	18.0	21.4	21.9	18.4
하나투어	3.8	5.0	6.2	8.4	10.4	10.3	9.2
모두투어	1.8	2.2	2.7	3.9	5.3	5.5	4.8
오케이 투어	0.7	0.6	0.9	1.0	1.0	1.6	0.5
롯데투어	1.9	2.2	2.4	2.6	2.6	2.5	2.0
자유투어	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.0	1.9
비중 (%)							
상위 5개사 점유율	48.3	52.0	52.0	51.4	54.1	55.4	56.3
하나투어	18.2	21.7	22.6	24.0	26.3	26.0	28.1
모두투어	8.4	9.6	10.0	11.0	13.4	13.8	14.6
오케이 투어	3.1	2.5	3.4	2.9	2.5	4.1	1.6
롯데투어	8.9	9.7	8.8	7.5	6.6	6.3	6.2
자유투어	9.6	8.6	7.2	6.0	5.4	5.2	5.8

참고: 2009년은 11월 누적 기준
 자료: 각 사, KATA

여행업

그림 29. 상위 4사 점유율 추이 (티켓 포함)



자료: 각 사

Volume 경쟁 심화 우려

즉, 기존에 7% 수수료를 받아 5%를 대리점에 주던 구조에서 제로컴 이후 볼륨 인센티브(하나투어의 경우 약 3%, 모두투어의 경우 1~1.5% 예상)를 받고 대리점 수수료는 안 주면 이득. 하지만, 도매사 특성상 대리점과는 상생관계로 유통망 없이는 핵심 경쟁력인 규모의 경제를 유지하기 어려움. 따라서, 볼륨 인센티브 수익을 통해 대리점들의 수익을 어느 정도 보존해줘야 하는 구조이며, 볼륨 확보를 위해 업체간 대리점 유치 경쟁 예상. 결국 제로컴으로 volume 확보 경쟁이 심화될 것이고 그로 인해 밸류체인 내 항공사 협상력은 더 높아질 것.

표 4. 각 사 대리점 현황 및 목표

	하나투어	모두투어	OK투어	세계투어	한진관광	자유투어
전문대리점	1,000 (전문판매점)	577 (베스트파트너)	340 (프렌즈)	200	47 (총판대리점)	21
일반대리점	6,000	7,500	2,170	2,100	556	134 (협력대리점)
올해 유지 목표 (전문/일반)	1,250/없음	800/없음	400/2,500	400/4,200	100/900	60/500

자료: 각 사

2) 온라인 업체 성장-Volume 경쟁시대

인터넷의 발달로 온라인 판매 빠르게 증가

해외여행 경험자들이 늘어나고 인터넷 발달로 정보 공유가 쉬워지면서, 여행사를 굳이 방문하지 않아도 시간과 공간에 제약 없이 편리하게 여행상품 구입이 가능해짐. 해외의 경우 Expedia, Travelocity, Orbitz와 같은 온라인 여행사의 성장으로 기존의 오프라인 여행사들의 입지가 크게 위축. 국내에서도 온라인 여행사들이 빠르게 성장하면서 오프라인 여행사들도 자체 예약시스템(CRS) 등 온라인 시스템 강화 중.

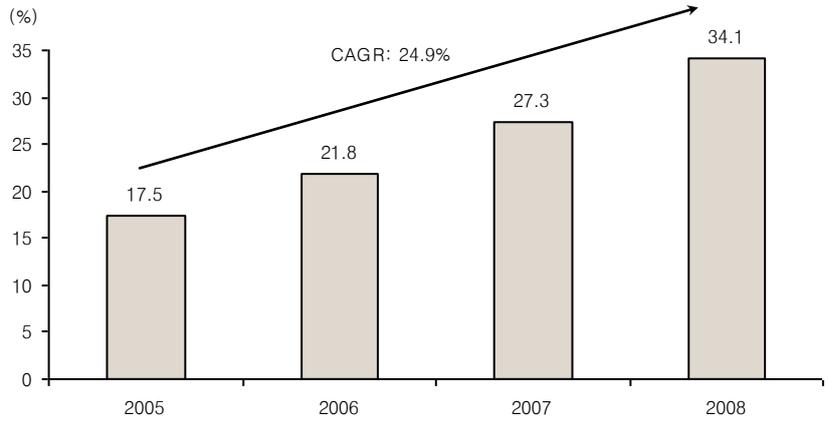
온라인 판매의 경우 대리점 지급 수수료가 7% 수준으로 오프라인의 9%보다 낮아 판매 비중이 증가할수록 수익성 개선 효과. 그러나, 도매사의 특성상 소매사와의 채널 conflict 이유로 직관 비중을 공격적으로 늘리기 어려운 구조 (하나투어의 경우에도 이러한 문제로 소매사들이 70%의 지분을 소유한 하나투어리스트를 설립, 온라인 판매도 소매사를 통하도록 하고 있음).

Volume 확보를 위한 저가 출혈경쟁(치킨게임) 우려 상존

문제는 제로컴 시행으로 기존의 수수료 대신 볼륨 인센티브에 의존하면서 온라인 업체들의 저가 경쟁이 우려되는 상황. 실제로 인터파크 투어, 온라인투어와 같은 홀세일 온라인 여행사들이 최저가 보상을 내세워 치열한 가격 경쟁 중. 볼륨 확대를 통해 항공사와의 협상력을 강화하겠다는 전략. 특히 가격에 더 민감한 인센티브 수요 물량을 확보하기 위한 출혈 경쟁이 예상됨. 이미 규모의 경제와 브랜드 파워를 갖춘 대형 도매사 입장에서 위협 요인이 크지 않으나, 1) 가격 경쟁에 대응해 저가 상품 판매시 출국자수 증가율 대비 더딘 매출 증가율(낮은 매출 인식률)로 수익성 개선이 저조할 것이며, 2) 이러한 온라인 판매 활성화는 소매사들에게 새로운 유통채널을 의미해 장기적으로 도매사에 있어 위협 요인.

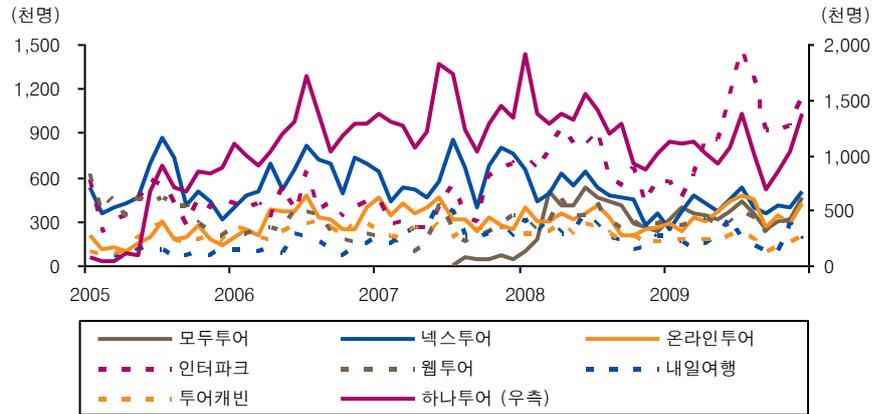
여행업

그림 30. 온라인 판매 증가



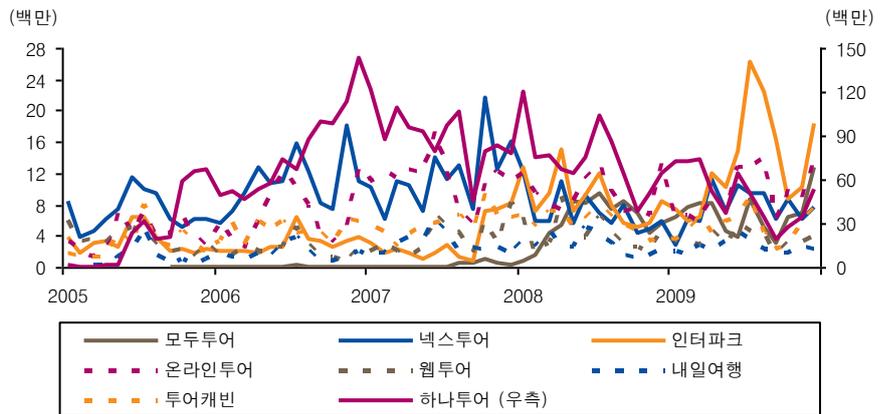
자료: 통계청, KATA

그림 31. 여행사 온라인 순방문자 수 추이



자료: 코리아 클릭

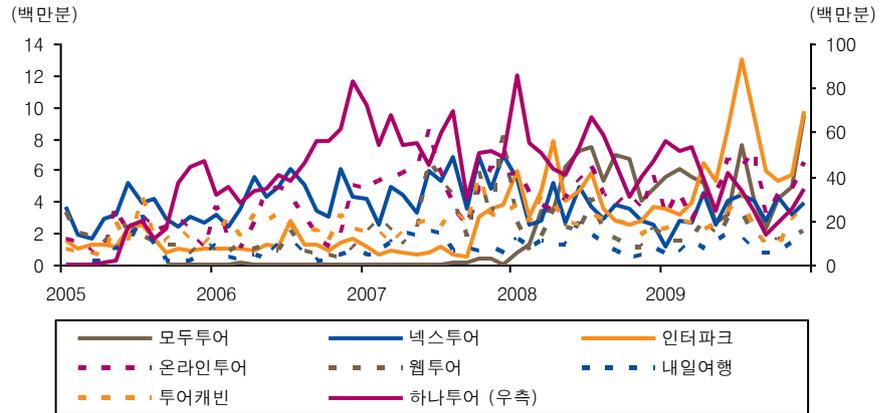
그림 32. 여행사 온라인 페이지뷰 추이



자료: 코리아 클릭

여행업

그림 33. 여행사 온라인 체류시간 추이



자료: 코리아 클릭

표 5. 각 사별 온라인 비중 확대 계획 비교

(%)	2009년 (추정)	2010년 (목표)
김앤류투어	10	20
내일여행	60	60
노랑풍선	32	45~50
레드캡투어	18	18
롯데관광개발	10% 미만	미확정
롯데제이티비	8	15
모두투어	12.1	15
세방여행	3	10
오케이투어	10~15	20~25
인터파크투어	100	100
자유투어	15	30 (10만명)
하나투어	15	20
하늘땅여행	60	80
한진관광	18	20

자료: 각 사, 세계여행

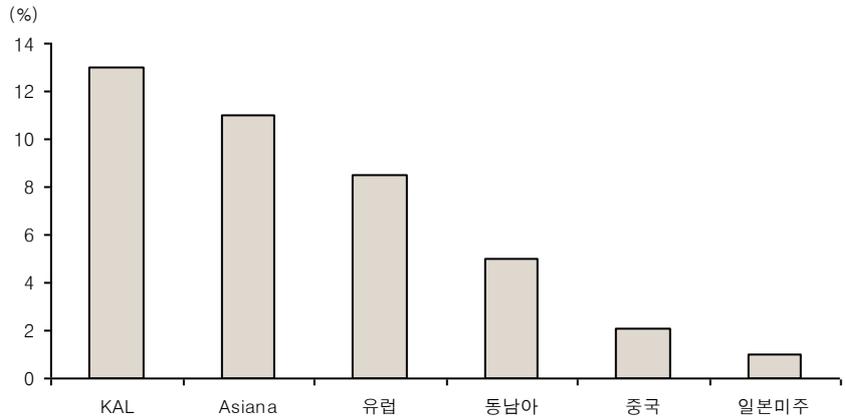
여행업

3) 항공사들의 직판을 확대

제로컴과 함께 항공사 직판을 확대 추세

우리보다 먼저 제로컴을 시작한 해외 사례를 보면, 대부분 제로컴 시행과 함께 항공사들의 직판이 확대되는 추세. 최근 중국도 항공사 및 호텔이 직판 확대를 통해 판매 수수료를 절감하고, 최대 온라인 여행사인 Ctrip에 대한 의존도를 낮추려는 중. 과거 항공사가 여행사를 통해 티켓 판매를 했던 이유는 1) 직접 전체 티켓 물량을 소화하기 위해 필요한 인건비, 마케팅비 등의 비용 증가를 고려시, 여행사에게 지급하는 수수료가 더 저렴해 효율적이었으며, 2) 하드블럭 및 전세기 등을 통해 비수기 물량을 여행사에 전가할 수 있었기 때문. 그러나, 최근 인터넷의 발달로 가격 비교 사이트를 통한 e-ticket이 활성화되면서 항공사 및 호텔의 직판을 확대. 이는 제로컴과 함께 밸류체인 내 항공사의 협상력이 더 강화되는 계기

그림 34. 2009년 항공사 직판비율



자료: KATA

여행사 역할 축소 우려 상존

현재 항공사 직판은 여행사들과의 관계를 고려해 시장가보다 약 3% 더 비싼 가격으로 판매하고 있지만, 이는 의무사항이 아닌 항공사의 자율 결정사항으로 각종 할인 항공권 등으로 향후 가격 경쟁시 유리한 구조. 특히 빠르게 증가하고 있는 FIT 여행 수요에 대비해 자체적으로 에어텔 상품도 강화할 계획이기 때문에 상대적으로 기존 여행사들의 역할 축소 우려. 최근에는 카드사도 항공사와 제휴를 통해 큰 폭의 할인을 적용, 여행사의 입지 축소. 항공사 입장에서 제한된 인력과 비용을 고려시 전체 물량을 소화하기에는 어려워 여전히 여행사가 필요한 상황이나, 향후 항공사들의 직판율이 의미 있는 수준까지 증가할 경우, 그 동안 패키지 상품의 가장 큰 매력이었던 가격 경쟁력을 유지하기 어려울 전망.

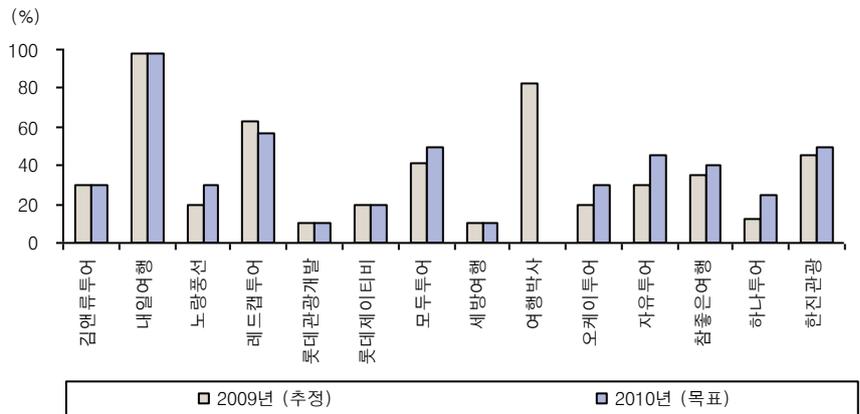
여행업

소비 패턴의 변화—FIT(Foreign Independent Tour) 확대

4) 수요 측면-여행 수요의 질적 성장

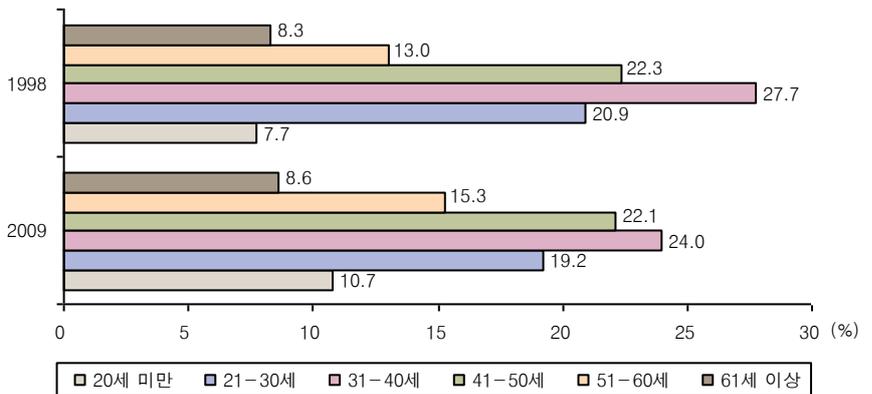
과거 해외여행 시장은 경험이 부족하고 언어 및 문화 장벽이 있는 신규 여행자 위주로 가격 경쟁력과 편리함이 매력적인 패키지 상품 중심으로 성장. 그러나, 최근 해외여행에 익숙한 젊은 세대를 위주로 인터넷을 통한 여행정보 공유가 쉬워지면서 여행 수요의 질적 성장. 이에 따라, 여행사 편의에 맞춰진 패키지 상품의 반복 구매가 줄어들고 개인의 성향에 맞는 맞춤형 수요(FIT 여행)가 증가하는 추세. 특히, 현재 출국자 중 큰 비중을 차지하는 30~40대의 경우, 원조 FIT 여행으로 볼 수 있는 배낭족 세대(90년 중반 20대)로 향후에도 FIT 수요가 크게 증가할 전망. 즉, 과거 여행 목적이 단순 관광 내지는 경험에 국한되었다면 최근에는 여행 수요의 질적 성장으로 휴양, 문화, 취미, 스포츠 등으로 다양화 되고 있는 것.

그림 35. 여행사별 비패키지 비중 비교



자료: KATA

그림 36. 연령별 내국인 출국자 비중



자료: 한국관광공사

기존 패키지 업체들 규모의 경제 유효하지만, 개별 needs를 맞추기에는 어려운 구조

이에 대응해 대형 도매사들도 검색 기능 등 온라인 시스템을 강화하면서 FIT 상품 확대에 준비 중. 하나투어의 경우 올해부터 아시아나 항공과 제휴해 홈페이지에 다이내믹 패키지 (항공, 호텔, 렌저 등 각각의 콘텐츠를 개별 고객이 직접 조합하는 것) 형태의 검색 기능을 오픈할 계획. 여전히 규모의 경제를 갖춘 도매사들이 상품 구성력 및 가격 경쟁력에 유리한 구조이나, FIT 상품은 개별적으로 추구하는 부분이 다양해 1인당 상담 시간이 길고 needs를 다 맞추면 가격도 상승하기 때문에 패키지 업체가 적극적으로 하기 어려운 구조. 즉, 규모의 경제를 기반으로 '소품종 대량생산' 방식에 익숙한 도매사들이 개별 여행객의 다양한 needs를 충족시킬 '다품종 소량생산' 방식으로 체질 개선에 성공할지는 지켜봐야 함.

여행업

■ 목차

1. Sector fundamentals	p2
2. 매출 및 수익성 분석	p20
3. Valuation	p25
4. 하나투어	p27
5. 모두투어	p30

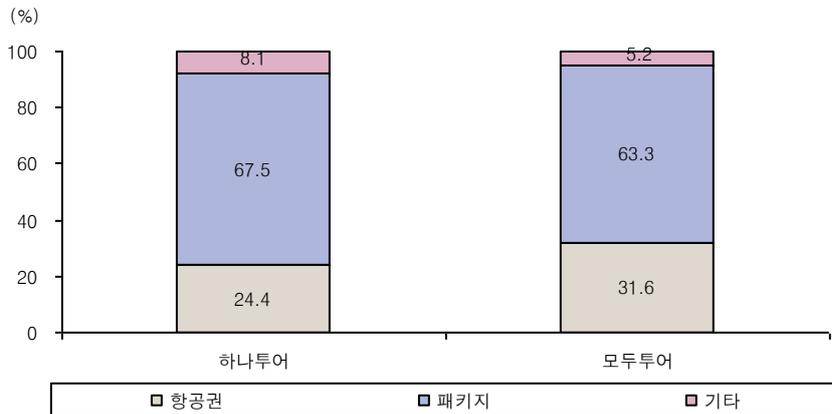
2. 매출 및 수익성 분석

매출 및 수익성에 영향을 미치는 변수

하나투어, 모두투어는 도매 여행사로 항공권과 자체 기획한 패키지 상품을 소매사에 판매하는 구조. 매출은 크게 1) 패키지 알선 수익 (패키지 내 항공수수료는 항공권 대매 수익으로 인식), 2) 항공권 대매 수익, 3) 국내 패키지 및 볼륨 인센티브를 포함한 기타 부분. 일반적으로 도매사는 패키지 알선 수익이 매출의 60% 이상을 차지하는 반면, 소매사는 구조적으로 매출의 대부분을 항공권 대매에 의존. 도매 여행사의 강점은 대량구매를 통한 원가절감으로 항공권, 지상비 (호텔, 렌드비 등)의 주요 비용을 매력적인 가격으로 구성해 적절한 마진을 mark-up하는 구조.

패키지 상품의 경우 수탁금의 약 20~25%가 매출로 인식되고 7~9%가 대리점 수수료로 지급. 그러나, 최근 영업환경 악화, 매출 할인 등으로 실제로는 100만원 패키지 상품을 판매할 경우 약 75~85만원이 항공권과 지상비로 지급되며 15~25만원이 여행사 매출로 잡힌 후 상품가의 5~9%가 패키지 수수료로 지출되는 구조. 반면, 항공권은 수탁금의 7%를 수수료로 받아 5%를 대리점에 지급했으나 2010년부터 제로컴 도입으로 향후 볼륨 인센티브 (1~3%) 제도에 의존해야 함. 비용 구조상 대리점에 지급하는 수수료 외에는 고정비 성격이 강해 외형 성장에 따른 단위당 원가절감으로 영업 레버리지 효과를 기대할 수 있음.

그림 37. 매출 breakdown



참고: 2009년 기준
자료: 각 사

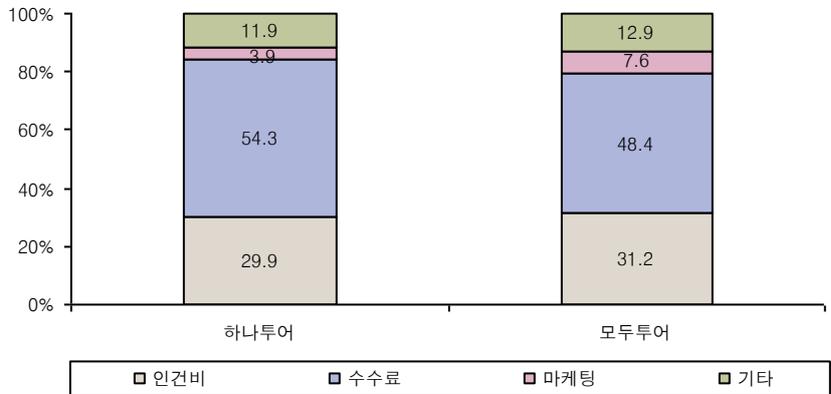
여행업

표 6. 수익 구조

	수익구조	평균비중 (%)	정의	변수
(+)	수탁금	100	ASP (패키지 가격) x Q (출국자수)	ASP (환율, 유가, 경쟁강도, 지역 비중), 출국자 (환율, 소득, 하나투어의 상품 기획력 및 브랜드 인지도)
(-)	지상비	25~30	현지 호텔, 차량, 옵션 관광비 등 (명목 지상비 x 환율)	환율, 호텔과의 가격 협상력 (규모의 경제가 중요)
(-)	항공료	50~55	항공료+유류할증료+각종 세금 (환율 적용)	환율, 유가, 항공사와의 협상력, 저가 항공사 출현
=	매출 인식	15~25	여행사들의 매출 (수탁금 대비 매출액)	
(-)	변동비		대리점 수수료	패키지 수수료 (수탁금의 7~9%), 항공권 수수료 (수탁금의 5%). 수탁금 대비이기 때문에 매출 인식률에 따라 영업이익률 변동
(-)	고정비		인건비, 광고선전비, 임차료 등	고정비 비중 높아 영업 레버리지 효과
=	영업이익			

자료: 삼성증권

그림 38. 영업비용 구조 분석

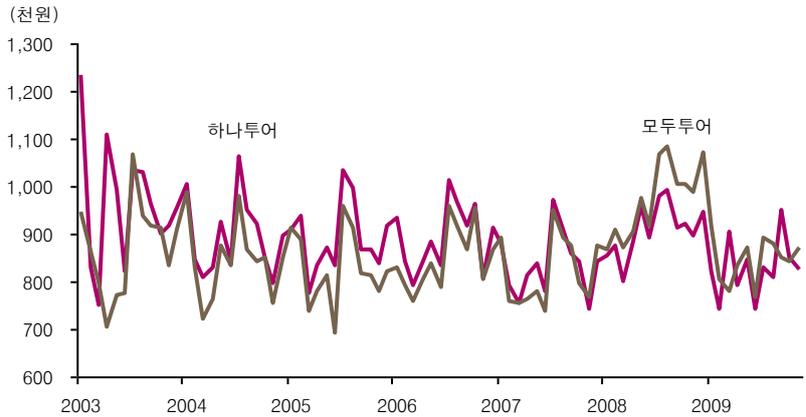


참고: 과거 5개년 평균
자료: 각 사

전체 패키지 상품 가격 중 항공권이 가장 큰 비중(50% 이상)을 차지하는데, 도매사의 경우 대량구매를 통해 항공권을 약 30% 이상 저렴하게 구매하면서 가격 경쟁력 강화. 패키지 상품은 수요예측을 기반으로 한 적절한 ASP 결정이 핵심. 결국 환율, 유가, 경쟁구도 등이 주요 변수인데, 2008년의 경우 환율 및 유가가 단기에 급등함에 따라 ASP를 100% 전가 하지 못해 매출 인식률(매출액/수탁금) 악화. 유가의 경우 유류할증료 자체가 해외여행 경비에서 차지하는 비중이 크지 않아 수요에 큰 영향을 미치는 수준은 아님. 현재 유가 수준(4단계)으로 단거리/장거리 유류할증료는 약 \$14/\$32 정도로 과거와 같이 소비 의사 결정에 영향을 미칠 유의한 수준의 유가 급등 가능성은 높지 않음 (1월 유류할증료 = 10~11월 평균 유가x기준환율).

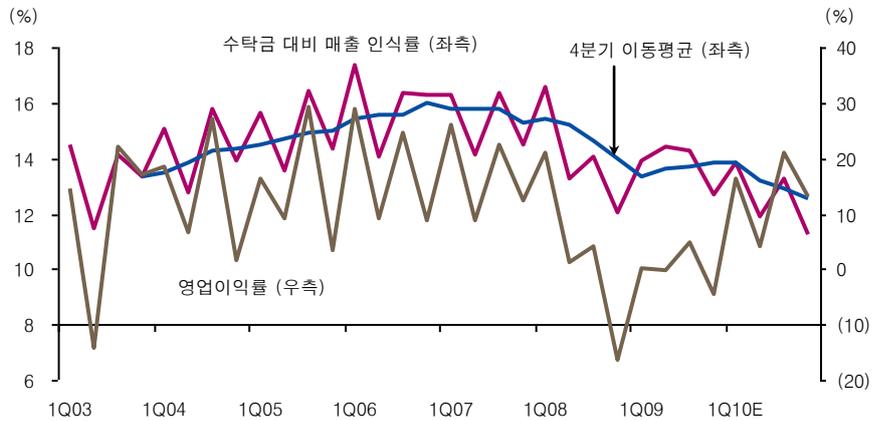
여행업

그림 39. 패키지 부문 ASP 비교



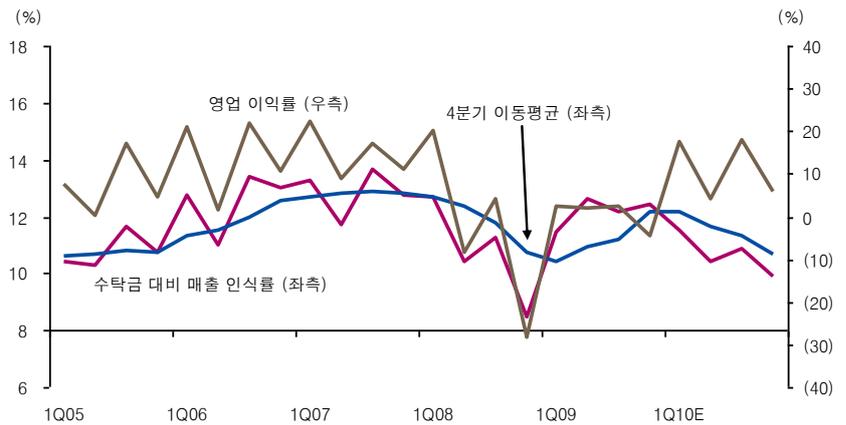
자료: 각 사

그림 40. 매출 인식률 및 영업이익률 추이 (하나투어)



자료: 각 사, 삼성증권 추정

그림 41. 매출 인식률 및 영업이익률 추이 (모두투어)



자료: 각 사

여행업

이익 성장세는 지속될 것. 그러나 과거와 같은 수익성은 기대하기 어려워

결론적으로 향후 도매사들의 경우 항공권 위주로 시장 점유율 및 수탁금 규모는 크게 증가하겠지만, 수익성 자체는 악화될 것으로 판단. 즉, 출국자수가 과거 peak인 2007년 수준으로 회복된다 해도 동일한 수준의 이익은 기대하기 어려울 전망. 단위당 수익률 하락으로 BEP를 넘기기 위한 최소 요구 여행객(Q)이 증가했음을 의미. 이는 1) 항공수수료 폐지(제로컴)로 고객 1인당 수익 감소가 불가피한 상황에서, 2) 볼륨 인센티브 확보를 위한 온라인 업체와의 저가 경쟁(치킨게임) 우려가 상존하고, 3) 항공사들의 홈페이지를 통한 직판이 확대되는 추세이며, 4) 여행 수요의 질적 성장으로 FIT(자유여행)와 같은 맞춤형 서비스 수요가 증가하면서 패키지 상품의 매력도가 떨어지고 있기 때문.

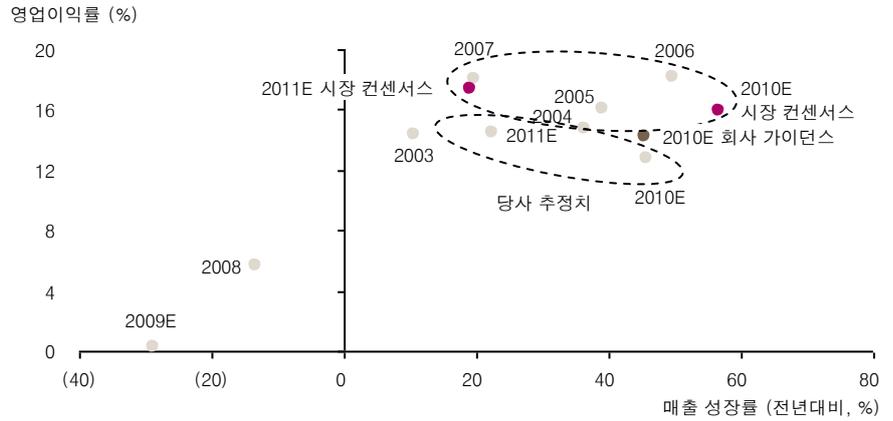
표 7. 연간 이익 추정

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
Macro 추정							
GDP 성장률 (%)	4.0	5.2	5.1	2.2	0.2	4.5	4.9
원/달러 환율 (원)	1,024	955	929	1,102	1,276	1,115	1,065
출국자 수(천명)	9,209	10,671	12,295	10,973	8,495	10,409	11,822
하나투어							
M/S (%)	10.2	12.3	13.7	13.5	14.0	18.2	21.4
출국자 수	940	1,308	1,685	1,480	1,187	1,890	2,530
패키지	573	894	1,277	1,127	792	1,334	1,749
티켓	367	414	408	353	395	556	781
매출액 (십억원)	111.0	166.3	199.3	172.8	122.9	179.1	219.3
티켓	35.0	42.8	49.1	39.6	30.0	23.6	16.4
패키지	68.4	111.9	139.1	122.8	83.0	131.3	170.3
기타	7.5	11.6	11.0	10.4	9.9	24.1	32.7
영업이익 (십억원)	17.8	30.2	35.9	9.8	0.4	22.8	31.8
영업이익률 (%)	16.0	18.2	18.0	5.7	0.3	12.7	14.5
순이익 (십억원)	16.6	23.3	26.9	5.0	(1.7)	19.0	26.8
모두투어							
M/S (%)	5.0	6.1	7.5	7.7	7.8	10.4	12.1
출국자 수	464	654	927	848	665	1,081	1,428
패키지	252	412	649	600	414	675	879
티켓	212	242	277	248	252	405	549
매출액 (십억원)	38.9	66.4	94.4	83.3	61.3	88.0	102.7
티켓	18.0	24.6	30.7	26.0	19.4	18.9	13.5
패키지	19.4	39.9	60.0	53.8	38.8	61.5	79.0
기타	1.6	1.9	3.6	3.5	3.2	7.6	10.2
영업이익 (십억원)	3.2	9.8	14.3	0.9	0.2	10.5	13.9
영업이익률 (%)	8.2	14.7	15.2	1.1	0.4	12.0	13.5
순이익 (십억원)	2.9	8.2	11.4	0.6	1.1	10.0	13.2

자료: 각 사, 삼성증권 추정

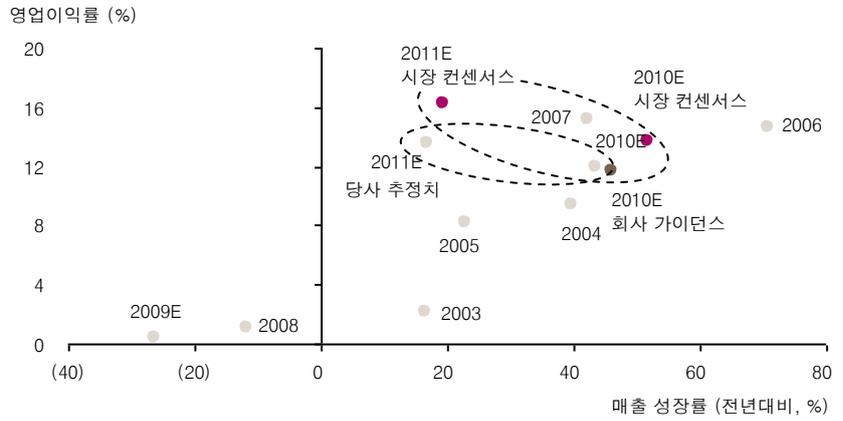
여행업

그림 42. 삼성 vs 컨센서스 vs 회사 가이드스 (하나투어)



자료: 하나투어, FN가이드, 삼성증권 추정

그림 43. 삼성 vs 컨센서스 vs 회사 가이드스 (모두투어)



자료: 하나투어, FN가이드, 삼성증권 추정

여행업

■ 목차

1. Sector fundamentals	p2
2. 매출 및 수익성 분석	p20
3. Valuation	p25
4. 하나투어	p27
5. 모두투어	p30

3. Valuation

여행업에 대해 Neutral 의견을 제시하며 업체별로는 하나투어 및 모두투어에 대해 HOLD 의견 및 6개월 목표주가 각각 46,000원, 27,000원 제시. 현 주가는 각각 2010년 P/E 27배, 22배 수준으로 우호적인 매크로 변수에 따른 긍정적인 측면은 주가에 충분히 반영. 과거 여행주는 장기 성장성을 인정 받아 시장 대비 높은 프리미엄을 받아왔음. 목표주가는 각각 2010년 PER 28배, 23배를 적용한 것으로 과거 평균 시장 대비 P/E 프리미엄에 20% 할인을 적용한 값 (모두투어는 하나투어 대비 역사적 평균 할인을 20% 적용). 평균 프리미엄에 20%의 할인을 적용한 이유는 1) 여행산업의 장기 성장성은 유효하지만 과거보다는 성장둔화가 불가피하며, 2) 산업의 구조적 변화를 고려시 출국자수 회복에 비해 여행업체들의 수익성 회복 속도가 느릴 것으로 판단되며, 2) 향후 내재된 구조적 요인에 따른 불확실성을 감안할 때 과거와 동일한 프리미엄을 부여하기 어렵기 때문. 다만, 1) 기대 이상의 여행수요 회복, 2) 밸류체인 내 협상력 강화에 따른 볼륨 인센티브 증가, 3) 기대 이상의 패키지 점유율 상승 등을 통해 예상보다 빠른 수익성 개선시 추가적 밸류에이션 상승여력을 확보할 수 있을 것으로 판단.

그림 44. Kospi 대비 시장 P/E premium (하나투어)



참고: EPS 3년 이동평균
 자료: 삼성증권

여행업

표 8. Peer valuation

	시가총액		영업마진 (%)		EPS성장률 (%)		P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	
	(십억달러)		2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
국내												
하나투어	0.4	nm	41.2	12.7	14.5	27.3	19.3	5.4	3.1	20.5	24.1	
모두투어	0.2	767.7	31.8	12.0	13.5	21.9	16.6	3.7	3.1	18.1	10.7	
호텔신라	0.7	6.9	13.4	9.0	6.5	23.0	29.8	17.6	13.5	1.4	1.3	
대한항공	3.6	nm	(43.7)	7.5	7.0	11.1	19.6	1.2	1.1	11.2	5.5	
아시아나	0.6	nm	11.9	4.9	5.1	21.7	19.4	0.7	0.6	4.0	3.8	
일본												
HIS	0.7	40.5	32.9	0.6	0.6	12.8	9.6	-	-	-	-	
Hankyu	6.0	(32.2)	52.4	9.9	10.4	32.8	21.5	1.1	1.1	3.1	4.6	
Tokyu	5.2	(31.7)	80.8	4.0	4.6	33.0	18.2	1.2	1.2	3.6	6.6	
중국												
Ctrip.com	4.4	35.2	26.2	36.7	36.5	32.9	26.1	7.4	5.7	30.0	30.4	
China Travel	1.5	50.0	44.4	9.6	10.9	28.5	19.7	1.0	0.9	3.4	4.6	
Shanghai Oriental Beijing	5.7	28.0	9.4	36.6	37.1	55.8	51.0	5.1	4.8	9.5	9.5	
Capital Tourism	0.7	3.9	15.1	9.6	10.9	28.5	19.7	1.0	0.9	3.4	4.6	
China Cyts	1.0	11.5	12.6	9.2	9.5	32.9	26.1	3.0	2.7	9.1	9.1	
미국												
Priceline	9.0	24.0	17.3	22.3	23.5	20.1	17.1	5.2	3.8	34.6	25.4	
Expedia	6.3	12.4	15.4	22.7	22.6	14.3	12.4	2.1	1.7	12.7	12.5	
Orbitz Worldwide	0.5	20.9	9.8	10.7	11.3	15.7	14.3	2.5	2.1	9.0	12.9	
유럽												
Tui Travel	4.8	8.1	15.7	3.3	3.8	10.4	8.9	1.1	1.1	11.5	13.5	

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

하나투어 (039130/HOLD)

SELL HOLD BUY

6개월 목표주가 **46,000원**
 Up/downside 3.3%
 현재주가 44,550원



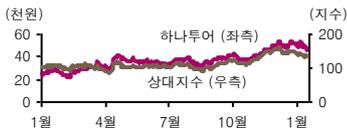
Analyst
 배혜원
 haewon.bae@samsung.com
 02 2020 7842

심혜정
 hyejeong.shim@samsung.com
 02 2020 7816

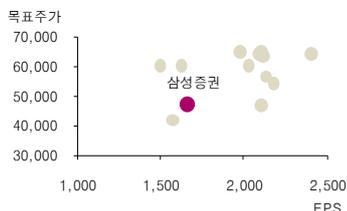
AT A GLANCE

Business Summary 하나투어는 국내 5,000개의 소매여행사를 대상으로 여행상품을 기획, 판매하는 국내 최대 종합 여행사로, 2009년 말 기준 점유율 15.2%

산업	여행		
시가총액	5,175억원		
Shares outstanding (float)	11,616,185주	(72.7%)	
52주 최저/최고	21,900원/52,900원		
Bloomberg	039130 KS		
60일-평균거래량	141,521		
주요주주	박상환 외 (19.5%)		
Performance	1M	6M	12M
절대주가	-8.1%	21.6%	86.4%
상대주가	-10.4%	18.9%	42.3%



CONSENSUS (삼성증권 vs 마켓)



FLASH NOTE

시장 지배력 강화만큼 어깨가 무거운 1위

■ 목표주가 46,000원에 HOLD 투자 의견으로 커버리지 재개

HOLD 투자 의견을 제시하는 이유는 1) 현재 2010년 P/E 27배, P/B 5.4배에 거래 매트로 모멘텀에 따른 턴어라운드 기대감은 주가에 충분히 반영된 것으로 판단되며, 2) 산업의 구조적 변화를 고려시 향후 수익성 회복 속도가 시장의 기대보다 더딜 것으로 판단되며, 3) 향후 내재된 구조적 리스크 요인으로 추가적인 프리미엄은 부담스럽기 때문. 목표주가 46,000원은 2010년 예상 EPS 1,635원에 PER 28배를 적용한 것으로 이는 과거 평균 시장 대비 P/E 프리미엄 3.4배에 낮아진 성장성을 감안하여 20%할인 적용한 것 (삼성 유니버스 2010년 P/E 10배).

■ 2010년 출발이 좋다-pent-up demand + 점유율 확대로 송출객 급증 전망

하나투어의 12월 패키지 및 총 출국자수는 전년동기 대비 각각 62%, 52% 급증 (vs 전체 내국인 출국자수 37% 성장). 이는 지난해 패키지 수요의 하락폭이 상대적으로 더 컸기 때문. 그 동안 외부 요인으로 미뤄왔던 여행 수요(pent-up demand)가 몰리면서 1~2월 선예약률도 100% y-y 상회. 현 추세 지속시, 1분기 출국자수는 2007년 수준이 달성 가능할 전망. 한편, 제로컴 시행으로 대형사 중심의 시장재편에 따른 점유율 확대 기대. 올해 총 출국자 수 189만명(패키지 133만명, 티켓 56만명)으로 예상하며 이는 약 18.2%의 점유율을 의미 (vs 2009년말 15.2%).

■ 2010년 이익 전망-과거 수준의 수익성 회복에는 시간이 걸릴 것

회사측이 제시한 2010년 매출 가이드선 1,790억원은 대체로 달성 가능한 수준. 다만, 영업이익 255억원은 다소 도전적(vs 당사 228억원 예상)으로 판단하는데, 이는 1) 제로컴으로 고객 1인당 수익 감소가 불가피한 상황에서, 2) 도매사 특성상 유통망 이탈을 막기 위해 볼륨 인센티브 수익을 통해 대리점들의 수익을 보존해줘야 하며, 3) 볼륨 확보를 위한 업체간 저가 경쟁 우려가 상존하기 때문.

■ 기회 및 우려 요인

1) 예상보다 빠른 여행 수요 회복, 2) 밸류체인 내 협상력 강화에 따른 볼륨 인센티브 증가, 3) 기대 이상의 패키지 점유율 확대 등은 기회 요인. 반면, 볼륨 확보를 목적으로 항공권 위주의 외형 성장 (올해 단순 항공권 출국자 목표 백만명 제시 vs 2009년 40만명) 및 저가 출혈경쟁은 수익성 악화 우려 요인. 수요 급증에 따른 좌석 확보(하드블락, 전세기 등) 경쟁시 재고 부담 우려 상존.

PERFORMANCE

12월 31일 기준	2008	2009E	2010E
EPS (원)	433	(143)	1,635
BPS (원)	7,130	6,721	8,322
ROE (%)	5.3	(1.9)	20.5
Asset turnover (배)	1.0	0.9	1.2
영업이익률 (%)	5.7	0.3	12.7
영업이익/순이익 (%)	1.9	(0.2)	1.2
Financial leverage(배)	1.8	1.6	1.6

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨
 자료: 하나투어, 삼성증권 추정

RATIOS

12월 31일 기준	2008	2009E	2010E
매출액 성장률 (%)	(13.3)	(28.9)	45.8
EPS 성장률 (%)	(81.3)	nm	nm
P/E (배)	102.9	nm	27.3
P/B (배)	6.2	6.6	5.4
EV/EBITDA (배)	35.8	153.4	17.7
배당수익률(보통주, %)	1.7	0.9	1.3
Net cash to equity(%)	nc	nc	nc

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
매출액	199.3	172.8	122.9	179.1	219.3
티켓	49.1	39.6	30.0	23.6	16.4
패키지	139.1	122.8	83.0	131.3	170.3
기타	11.0	10.4	9.9	24.1	32.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	199.3	172.8	122.9	179.1	219.3
판매 및 일반관리비	163.4	163.0	122.5	156.3	187.6
인건비	42.5	45.6	40.4	45.9	50.3
감가상각비	1.6	1.5	1.0	1.0	1.0
기타	119.3	115.9	81.0	109.4	136.2
영업이익	35.9	9.8	0.4	22.8	31.8
영업외수익	11.7	12.6	5.7	6.2	8.0
이자수익	5.1	4.9	3.1	3.4	4.6
지분법이익	3.3	3.9	1.2	1.7	2.4
기타	3.3	3.8	1.4	1.1	0.9
영업외비용	7.7	14.2	6.0	3.7	4.0
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손실	5.9	4.9	4.0	3.2	2.5
기타	1.8	9.3	2.0	0.5	1.5
세전계속사업이익	39.9	8.2	0.0	25.3	35.8
(계속사업이익)법인세비용	13.0	3.1	1.7	6.3	8.9
계속사업이익	26.9	5.0	(1.7)	19.0	26.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*법인세효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	26.9	5.0	(1.7)	19.0	26.8
EBITDA	38.0	12.7	3.0	25.1	33.8
EPS (원)*	2,314	433	(142.6)	1,635	2,308

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
영업활동에서의 현금흐름	39.1	8.6	(3.6)	24.6	30.9
순이익	26.9	5.0	(1.7)	19.0	26.8
유·무형자산 상각비	2.0	2.9	2.7	2.3	2.0
퇴직급여	2.7	3.3	3.3	3.4	3.5
순외환관련손실(이익)	0.0	0.4	(0.1)	0.0	0.0
지분법손실(이익)	2.6	1.0	2.8	0.3	0.0
순운전자본감소(증가)	(6.0)	(16.5)	(10.2)	4.5	4.6
기타	10.8	12.5	(0.3)	(4.9)	(6.1)
투자활동에서의 현금흐름	(30.5)	(6.3)	26.3	(0.6)	1.9
설비투자	(3.6)	(0.4)	(0.4)	(1.0)	(1.2)
투자자산의 (증가)감소	(21.3)	(4.4)	9.5	(2.0)	(2.0)
기타	(5.6)	(1.5)	17.2	2.4	5.1
재무활동에서의 현금흐름	(33.5)	(30.7)	(15.2)	(3.0)	(9.7)
단기차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(9.1)	(11.3)	(5.4)	(3.3)	(9.9)
자본금 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(24.4)	(19.4)	(9.7)	0.3	0.2
조정항목	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금증감	(25.0)	(28.3)	7.6	21.0	23.0
기초현금	72.0	47.1	18.7	26.3	47.3
기말현금	47.1	18.7	26.3	47.3	70.4

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석화됨
 자료: 하나투어, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
유동자산	127.2	90.8	71.5	101.6	131.2
현금 및 현금성자산	47.1	18.7	26.3	47.3	70.4
단기예금	48.6	44.1	25.3	25.3	25.3
유가증권	-	-	-	-	-
매출채권	19.0	13.1	9.3	13.6	16.7
채고자산	-	-	-	-	-
기타	12.5	14.9	10.6	15.4	18.9
비유동자산	57.1	63.4	58.5	59.7	61.6
투자자산	15.3	22.6	19.9	21.6	23.6
유형자산	32.2	31.1	30.5	30.4	30.5
무형자산	5.9	6.6	5.8	4.5	3.5
기타	3.8	3.1	2.3	3.2	4.0
자산총계	184.3	154.2	130.0	161.3	192.8
유동부채	83.9	63.8	45.5	59.1	70.2
매입채무	14.3	31.8	18.4	26.9	32.9
단기차입금	-	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	-
기타	69.6	32.0	27.0	32.2	37.3
비유동부채	1.0	1.0	0.7	1.0	1.2
사채	-	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-	-
기타	1.0	1.0	0.7	1.0	1.2
부채총계	84.9	64.8	46.1	60.1	71.4
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	60.7	60.7	70.0	70.0	70.0
자본조정	63.4	44.9	23.7	41.0	61.2
이익잉여금	(30.5)	(22.0)	(15.7)	(15.7)	(15.7)
자본총계	99.4	89.4	83.9	101.2	121.4

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2007	2008	2009E	2010E	2011E
증감률 (%)					
매출액	19.8	(13.3)	(28.9)	45.8	22.5
영업이익	18.8	(72.7)	(96.3)	nm	39.5
세전계속사업이익	17.7	(79.5)	(99.4)	nm	41.2
순이익	15.3	(81.3)	nm	nm	41.2
EBITDA	18.9	(66.5)	(76.1)	725.2	34.9
EPS*	5.4	(81.3)	nm	nm	41.2
수익률 (%)					
영업이익률	18.0	5.7	0.3	12.7	14.5
세전계속사업이익률	20.0	4.7	0.0	14.1	16.3
순이익률	13.5	2.9	(1.3)	10.6	12.2
EBITDA 마진율	19.0	7.4	2.5	14.0	15.4
ROE	28.0	5.3	(1.9)	20.5	24.1
ROA	14.6	3.0	(1.2)	13.0	15.1
기타비율					
순부채비율 (%)	(96.2)	(70.2)	(61.5)	(71.7)	(78.8)
부채비율 (%)	85.4	72.4	55.0	59.4	58.8
이자보상비율 (배)	nc	nc	nc	nc	nc
매출채권회전율 (배)	11.4	10.8	11.0	15.6	14.5
주당지표 (원)					
SPS	17,157	14,874	10,577	15,416	18,883
BPS	8,053	7,130	6,721	8,322	10,143
DPS	900	750	400	600	850
주당EBITDA	3,268	1,095	262	2,158	2,911

모두투어 (080160/HOLD)

SELL **HOLD** **BUY**

6개월 목표주가 **27,000원**
 Up/downside **3.6%**
 현재주가 **26,050원**



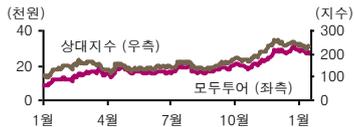
Analyst
 배혜원
 haewon.bae@samsung.com
 02 2020 7842

심혜정
 hyejeong.shim@samsung.com
 02 2020 7816

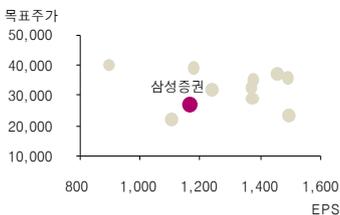
■ AT A GLANCE

Business Summary 모두투어는 1989년 설립된 대한민국 최초의 여행도매업체로 내국인 및 외국인을 대상으로 국내외 기획여행 상품과 항공권을 판매. 2009년 말 기준 시장점유율 9.2%

산업	여행		
시가총액	2,188억조원		
Shares outstanding (float)	8,400,000주 (72.7%)		
52주 최저/최고	8,000원/30,400원		
Bloomberg	080160 KS		
60일-평균거래량	98,221		
주요주주	우종웅 외 (18.72%)		
Performance	1M	6M	12M
절대주가	-4.1%	46.8%	221.2%
상대주가	-6.3%	44.1%	178.2%



■ CONSENSUS (삼성증권 vs 마켓)



■ FLASH NOTE

모두가 하나되고자 하는 노력

■ 목표주가 27,000원에 HOLD 투자 의견으로 커버리지 재개

현 주가는 2010년 P/E 22배, P/B 3.7배 수준으로 출국자수 턴어라운드에 따른 실적 개선 기대감은 주가에 충분히 반영된 것으로 판단. 목표주가 27,000원은 2010년 예상 EPS 1,188원에 PER 23배를 적용한 것으로 하나투어 목표배수 28배에 과거 역사적 평균 할인율 20%를 적용한 것. 1) 산업의 구조적 변화로 향후 수익성 회복 속도가 시장의 기대보다 더딜 것으로 판단되며, 2) 향후 내재된 구조적 리스크 요인으로 추가적인 프리미엄은 부담.

■ 12월 건조한 회복세 확인-하나투어 대비 빠른 성장세

모두투어 12월 패키지 및 총 출국자수는 전년동기 대비 각각 90%, 75% 급증 (vs 전체 내국인 출국자수 37% 성장)하며 하나투어의 성장률을 상회. 그 동안 외부 요인으로 미뤄왔던 여행 수요(pent-up demand)가 몰리면서 1~3월 선예약률도 100% y-y 이상 상회. 1위 업체인 하나투어와 격차가 있으나, 제로컴에 따른 시장 재편으로 격차를 얼마나 좁힐 수 있느냐가 추가 밸류에이션 상승여력을 결정할 것. 올해 총 출국자 수 108만명(패키지 68만명, 티켓 40만명)으로 예상하며 이는 약 10.4%의 점유율을 의미 (vs 2009년말 9.2%).

■ 2010년 이익 전망-볼륨 인센티브가 주요 변수

회사측이 제시한 2010년 매출 및 영업이익 가이드스 890억원, 105억원은 대체로 달성 가능할 전망. 다만, 하나투어 대비 적은 volume으로 현재 볼륨 인센티브 역시 절반인 1.5% 수준으로 예상됨. 따라서, 패키지 ASP로 일부 전가가 불가피한 상황이나, 업체 간 볼륨 확보를 위한 저가 경쟁이 예상되는 가운데 전가가 쉽지 않을 것으로 판단. 결국 향후 수익성 회복에는 1) 볼륨 확보에 따른 볼륨 인센티브 증가, 2) 저가항공사 및 외항사 비중 확대에 따른 밸류체인 내 협상력 강화, 3) 대리점 지급 수수료 절감이 관건.

■ 기회 및 우려 요인

1) 예상보다 빠른 여행 수요 회복, 2) 밸류체인 내 협상력 강화에 따른 볼륨 인센티브 증가, 3) 기대 이상의 패키지 점유율 확대 등은 기회 요인. 하나투어와의 점유율 gap을 빠르게 축소할 경우 추가적인 밸류에이션 상승여력 존재. 반면, 수요 급증에 따른 좌석 확보(하드블락, 전세기 등) 경쟁시 재고 부담 우려 상존.

■ PERFORMANCE

12월 31일 기준	2008	2009E	2010E
EPS (원)	74	137	1,188
BPS (원)	5,856	5,973	7,126
ROE (%)	1.2	2.3	18.1
Asset turnover (배)	1.0	0.8	1.0
영업이익률 (%)	1.1	0.4	12.0
영업이익/순이익 (%)	1.5	0.2	1.1
Financial leverage(배)	1.6	1.5	1.6

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨
 자료: 모두투어, 삼성증권 추정

■ RATIOS

12월 31일 기준	2008	2009E	2010E
매출액 성장률 (%)	(11.7)	(26.4)	43.5
EPS 성장률 (%)	(94.6)	85.7	767.7
P/E (배)	nm	190.3	21.9
P/B (배)	4.4	4.4	3.7
EV/EBITDA (배)	nm	205.8	14.9
배당수익률(보통주, %)	0.1	0.2	1.4
Net cash to equity(%)	nc	nc	nc

모두투어

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
매출액	94.4	83.3	61.3	88.0	102.7
티켓	30.7	26.0	19.4	18.9	13.5
패키지	60.0	53.8	38.8	61.5	79.0
기타	3.6	3.5	3.2	7.6	10.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	94.4	83.3	61.3	88.0	102.7
판매 및 일반관리비	80.0	82.3	61.1	77.4	88.8
인건비	21.8	25.8	22.1	26.2	28.7
감가상각비	0.7	0.8	0.6	0.7	0.8
기타	57.6	55.7	38.3	50.6	59.3
영업이익	14.3	0.9	0.2	10.5	13.9
영업외수익	3.5	4.4	3.5	4.3	5.2
이자수익	2.3	2.9	2.1	3.2	4.0
지분법이익	0.0	0.1	0.4	0.5	0.6
기타	1.1	1.5	1.0	0.6	0.6
영업외비용	1.9	4.1	2.1	1.5	1.5
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손실	1.5	1.2	0.6	0.4	0.3
기타	0.4	2.8	1.5	1.1	1.2
세전계속사업이익	15.9	1.3	1.6	13.3	17.5
(계속사업이익)법인세비용	4.5	0.6	0.4	3.3	4.4
계속사업이익	11.4	0.6	1.1	10.0	13.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*법인세효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	11.4	0.6	1.1	10.0	13.2
EBITDA	15.0	1.8	0.9	11.2	14.7
EPS (원)*	1,353	74	137	1,188	1,566
현금흐름표					
12월 31일 기준 (십억원)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
영업활동에서의 현금흐름	17.6	(5.5)	8.4	14.3	16.6
순이익	11.4	0.6	1.1	10.0	13.2
유·무형자산 상각비	0.7	0.8	0.6	0.7	0.8
퇴직급여	1.6	2.1	2.2	2.5	2.8
순외환관련손실(이익)	(0.1)	(0.5)	0.1	0.0	0.0
지분법손실(이익)	1.5	1.2	0.3	(0.1)	(0.3)
순운전자본감소(증가)	3.2	(7.9)	4.7	1.9	1.0
기타	(0.6)	(1.8)	(0.7)	(0.7)	(0.9)
투자활동에서의 현금흐름	(6.2)	3.0	(0.9)	(3.6)	(3.3)
설비투자	(1.1)	(0.7)	(0.5)	(0.8)	(0.9)
투자자산의 (증가)감소	(4.5)	4.2	0.7	0.0	0.0
기타	(0.6)	(0.4)	(1.1)	(2.8)	(2.4)
재무활동에서의 현금흐름	(2.0)	(9.1)	(0.2)	(0.0)	(2.8)
단기차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(1.5)	(2.4)	(0.2)	(0.3)	(3.0)
자본금 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.5)	(6.6)	(0.1)	0.3	0.1
조정항목	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금증감	9.4	(11.5)	7.2	10.7	10.5
기초현금	14.0	23.3	11.8	19.0	29.7
기말현금	23.3	11.8	19.0	29.7	40.2

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석하림
 자료: 모두투어, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
유동자산	89.4	47.8	57.8	76.0	90.6
현금 및 현금성자산	23.3	11.8	19.0	29.7	40.2
단기예금	37.5	13.7	21.6	21.6	21.6
유가증권	-	-	-	-	-
매출채권	9.6	3.9	4.9	7.0	8.2
채고자산	-	-	-	-	-
기타	19.0	18.4	12.3	17.6	20.5
비유동자산	8.0	27.0	17.9	19.3	20.5
투자자산	3.6	20.6	11.7	11.8	12.1
유형자산	1.2	1.1	0.9	1.0	1.1
무형자산	-	-	-	-	-
기타	3.3	5.3	5.2	6.5	7.3
자산총계	97.4	74.8	75.7	95.3	111.0
유동부채	36.0	21.8	21.5	30.8	35.9
매입채무	-	-	-	-	-
단기차입금	-	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	-
기타	36.0	21.8	21.5	30.8	35.9
비유동부채	3.8	3.8	4.1	4.6	5.1
사채	-	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-	-
기타	3.8	3.8	4.1	4.6	5.1
부채총계	39.8	25.6	25.5	35.4	41.0
자본금	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
자본잉여금	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
자본조정	24.8	23.0	24.0	33.7	43.9
이익잉여금	(1.4)	(8.1)	(8.1)	(8.1)	(8.1)
자본총계	57.6	49.2	50.2	59.9	70.0

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2007	2008	2009E	2010E	2011E
증감률 (%)					
매출액	42.1	(11.7)	(26.4)	43.5	16.8
영업이익	46.7	(93.6)	(75.2)	nm	31.7
세전계속사업이익	38.9	(92.1)	25.2	746.7	31.8
순이익	39.1	(94.6)	85.7	767.7	31.8
EBITDA	47.4	(88.2)	(50.9)	nm	30.5
EPS*	31.6	(94.6)	85.7	767.7	31.8
수익률 (%)					
영업이익률	15.2	1.1	0.4	12.0	13.5
세전계속사업이익률	16.8	1.5	2.6	15.1	17.1
순이익률	12.0	0.7	1.9	11.3	12.8
EBITDA 마진율	15.9	2.1	1.4	12.8	14.3
ROE	21.5	1.2	2.3	18.1	20.3
ROA	13.5	0.7	1.5	11.7	12.7
기타비율					
순부채비율 (%)	(105.5)	(51.9)	(81.0)	(85.7)	(88.3)
부채비율 (%)	69.1	52.0	50.8	59.2	58.6
이자보상비율 (배)	nc	nc	nc	nc	nc
매출채권회전율 (배)	12.7	12.4	13.9	14.7	13.5
주당지표 (원)					
SPS	11,232	9,913	7,297	10,472	12,227
BPS	6,861	5,856	5,973	7,126	8,335
DPS	290	20	40	370	490
주당EBITDA	1,785	210	103	1,337	1,744

여행업

■ Disclosures

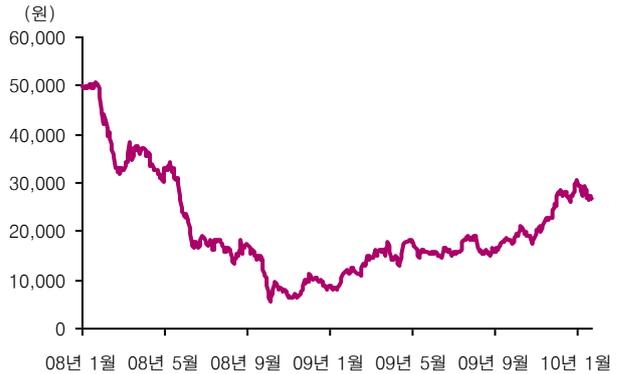
- 당사는 1월 28일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 1월 28일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 28일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이

하나투어



모두투어



■ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가(TP) 변경

하나투어

일 자	2010/1/29
투자 의견	HOLD
TP (원)	46,000

모두투어

일 자	2010/1/29
투자 의견	HOLD
TP (원)	27,000

- 투자 기간 및 투자 등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자 등급을 아래와 같이 구분함

<기업>

- BUY(매수): 향후 6개월간 절대 수익률 기준으로 15% 초과 수익 기대
- HOLD(중립): 향후 6개월간 절대 수익률 기준으로 -15%~+15%의 수익 기대
- SELL(매도): 향후 6개월간 절대 수익률 기준으로 -15% 미만 수익 기대

<산업>

- OVERWEIGHT(비중확대): 향후 6개월간 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립): 향후 6개월간 업종지수 상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소): 향후 6개월간 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 -5% 이상 하회 예상

※ 2009년 12월 7일부터 당사 투자 등급이 3단계(BUY, HOLD, SELL)와 리스크(H,M,L)에서 투자 등급 3단계(BUY, HOLD, SELL)로 변경되었습니다.

create[^] with you 삼성증권 

- 서울특별시 중구 태평로2가 250번지 삼성본관빌딩 10층 리서치센터 / Tel: 02 2020 8000
- 삼성증권 지점 대표번호 1588 2323 / 1544 1544 ■ 고객 불편사항 접수 080 911 0900