

2010. 06

## 여행산업

Overweight(비중확대,유지)

### 2010년 하반기 농쳐선 안될 급반등의 시기

#### 2010년 하반기 여행산업 새로운 역사 기록 전망

2010년 하반기 주요 여행업체들은 전년대비 90% 수준의 매출액 급반등을 시현할 것으로 전망된다. 같은 기간 영업이익 또한 큰폭의 상승이 예상되지만 기저 효과의 영향이 큰 것으로 판단된다. 따라서 최대 호황을 경험한 2007년 영업이익과 비교하는 것이 보다 의미있다고 사료된다. 사상 최대 실적을 기록한 2007년 하반기와 비교해 보아도 2010년 하반기 영업이익은 +24% 수준의 성장을 시현하며 여행산업의 새로운 역사를 쓸 수 있을 것으로 기대한다.

#### 최장 기간 침체 후, 최고 수준 반등 예상: 하나투어, 모두투어

여행산업은 장기 침체에 따른 위축으로 2010년 상반기까지는 반등의 정도에 대한 불확실성이 여전히 상존 하였다. 그러나 지금은 하반기에 최고 수준의 어닝모멘텀을 기록할 것으로 예상되는 여행산업에 대한 적극적 비중확대 전략이 유효한 시점이라고 판단된다. 업종 내 1위 업체인 하나투어(Buy,유지. TP: 72,000원)와 단기 모멘텀이 강할 것으로 예상되는 모두투어(Buy,신규. TP: 49,000원)를 추천한다.

#### 영업실적 및 주요 투자지표

	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
매출액(십억원)	256	185	334	416	480
영업이익(십억원)	11	1	58	87	109
세전순이익(십억원)	9	-1	64	96	120
순이익(십억원)	6	-4	46	69	87
EPS(원)	282	-181	2,316	3,466	4,336
증감률(%)	-85.2	적전	흑전	49.6	25.1
PER(배)	63.2	-225.6	19.5	13.0	10.4
PBR(배)	2.7	6.0	5.2	3.9	3.0
ROE(%)	3.8	-2.6	28.8	33.3	32.0

주: 하나투어, 모두투어 합산, 전망은 대신증권 리서치센터

#### Industry Research

(자료 공표일: 6월 28일)

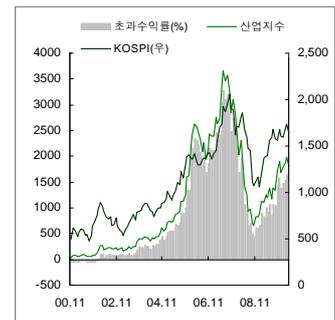
**Analyst 김윤진**  
769 - 3398  
yoonjinkim@daishin.com

KOSPI	1,729.84
시가총액(십억원)	886
시가총액비중(%)	0.09
최근 1년간베타(Daily)	0.91

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	21.4	13.0
6개월	12.3	8.9
12개월	74.8	47.3

#### Coverage 종목의견

종목명	투자의견	목표주가
하나투어	Buy	72,000 원
모두투어	Buy	49,000 원



I. 하반기 여행산업을 주목해야 하는 세가지 이유 .....	03
II. Key Driver 출국자수 분석 .....	04
III. 여행목적 출국자수 민감도 분석.....	09
IV. 성장 모멘텀 분석 .....	12
V. 해외 여행업체 비교 분석.....	13
VI. Issue 및 Risk 점검.....	15
VII. Appendix.....	17
VIII. 기업분석 .....	18
하나투어(039130) 고성장 여행산업의 명실상부한 1등 업체!.....	19
모두투어(080160) 업종내 가장 탄력적 반등 예상!.....	24

# 1. 하반기 여행산업을 주목해야 하는 세가지 이유

## 1. 환율, 경기 등 주요 변수 우호적 환경 조성

환율, 경기, 유가 우호적  
환경 조성

글로벌 금융위기 동안 여행산업에 직접적 영향을 준 환율, 경기, 유가는 2010년에는 유리한 방향으로 조성되고 있다. 주요 변수가 현재 추세를 이어 나간다면, 여행산업은 최장기간 침체를 겪으며 쌓인 대기수요가 빠르게 실수요로 전환되며 급반등을 시현할 것으로 전망된다.

## 2. 약 3배 탄력적으로 반등하는 여행 출국자수

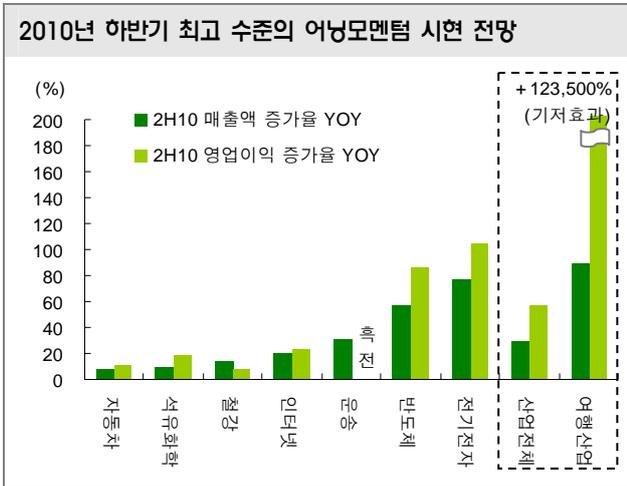
여행목적 출국자수 탄력적으로  
반등 예상

산업반등시 여행목적 출국자수는 전체 출국자수를 대폭 상회하는 속도로 반등하는 것으로 분석되었다. 전체 출국자수는 2010년 +27.8% 수준의 증가율을 기록하며 빠르게 회복할 것으로 전망되는데, 이 가운데 여행목적 출국자수는 약 3배 탄력적으로 반등할 것으로 추정된다.

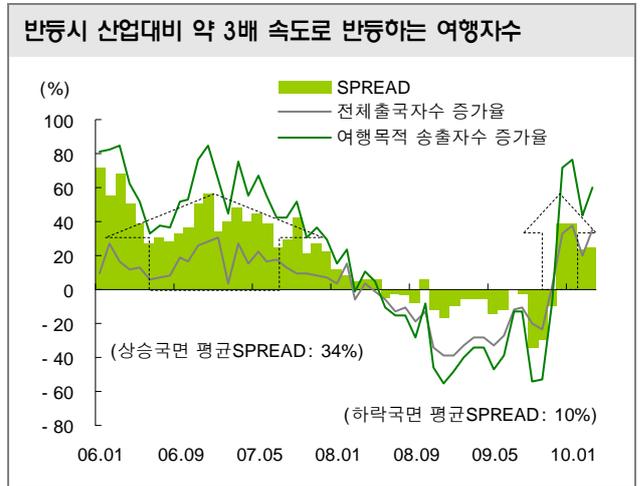
## 3. 전 섹터 중 최고 수준의 어닝모멘텀 시현 전망

2010년 하반기 가장 강한  
어닝모멘텀 예상

여행업종의 2010년 하반기 매출액은 전년대비 +89.7% 수준의 증가율을 시현하며, 전체 섹터에서 가장 높은 수준의 성장을 기록할 것으로 전망된다. 이는 동 기간 대신증권 유니버스 148개사의 평균 매출액 증가율 +28.5%를 대폭 상회하는 수준이며, 영업이익 또한 대폭 상승할 것으로 예상된다.



주: 1. 여행업종 매출액은 하나투어와 모두투어 매출액 합계  
2. 산업전체 및 각섹터는 대신증권 148개 유니버스 전망치 기준  
자료: 대신증권리서치센터



주: 1. 여행목적 송출자수는 하나투어와 모두투어 여행목적 송출객 합계  
2. SPREAD = (여행목적 송출자수 증가율) - (전체출국자수 증가율)  
자료: 하나투어, 모두투어, 한국관광공사, 대신증권리서치센터

### 여행산업에 우호적으로 조성되고 있는 주요 변수

기간	출국자수(명)	출국자수 증가율(%)	원/달러 환율	국내GDP(실) 성장률(%)	유가(달러)
3Q08	3,118,399	-13.9	1,047	3.1	141
4Q08	2,307,292	-28.6	1,187	-3.4	99
1Q09	2,268,586	-34.0	1,260	-4.3	45
2Q09	2,203,214	-29.6	1,380	-2.2	48
3Q09	2,696,709	-13.5	1,268	0.6	69
4Q09	2,325,602	0.8	1,178	6.1	71
1Q10	2,976,549	31.2	1,165	8.1	79

주: 환율, 유가는 기초수치 기준. 자료: 한국관광공사, FnGuide, 한국은행

## II. Key Driver 출국자수 분석

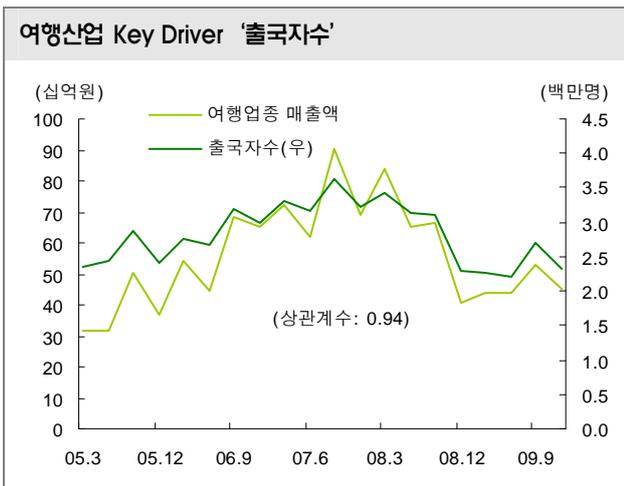
### 1. 산업 Key Driver 출국자수 분석

여행사 매출과 출국자수  
상관관계 0.94 수준

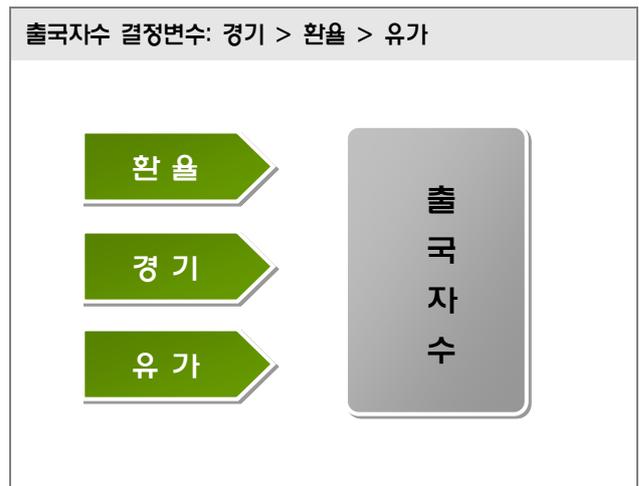
2006년 1분기부터 2009년 4분기까지 국내 대표 여행사인 하나투어와 모두투어의 합산 매출액과 출국자수 상관관계를 분석해본 결과 0.94 수준의 높은 수치를 나타냈다. 분석기간 동안 SARS와 같은 외생 변수는 제외시켰다. 여행산업을 전망하기 위한 다각적 검토 결과 출국자수가 가장 적합한 지표라고 판단되었다.

출국자수 결정변수: 경기,  
환율, 유가 순

출국자수를 예측하기 위해 출국자수와 연관성이 있다고 판단되는 산업 지표들을 분석해본 결과 경기, 환율, 유가 순으로 출국자수를 잘 설명하고 있는 것으로 나타났다. SARS나 신종플루 같은 질병 또한 출국자수에 직접적인 영향을 미치나 이는 의미 있는 수준으로 예측하는 것이 난해하기 때문에 단기적으로 대응할 수 밖에 없다고 판단한다. 과거 질병에 의한 출국자수 감소는 질병 확산 속도가 감소하고 사람들의 공포 심리가 안정되면서 빠르게 정상 수준으로 회복하는 경향을 보였다.



주: 여행업종 매출액은 하나투어와 모두투어 매출액 합계  
자료: 각 사, 한국관광공사



자료: 대신증권 리서치센터

#### 분기별 출국자수증가율과 여행업종 매출액증가율

기간	출국자수 (명)	출국자수증가율 (yoy, %)	여행업종 매출액 (백만원)	매출액증가율 (yoy, %)
3Q06	3,190,559	10.9	68,595	35.9
4Q06	2,988,011	23.3	65,400	79.1
1Q07	3,310,176	20.2	72,513	33.3
2Q07	3,160,592	18.0	61,795	39.6
3Q07	3,621,712	13.5	90,159	31.4
4Q07	3,232,497	8.2	69,183	5.8
1Q08	3,438,961	3.9	84,155	16.1
2Q08	3,131,442	-0.9	64,848	4.9
3Q08	3,118,399	-13.9	66,653	-26.1
4Q08	2,307,292	-28.6	40,389	-41.6
1Q09	2,268,586	-34.0	43,663	-48.1
2Q09	2,203,214	-29.6	43,675	-32.6
3Q09	2,696,709	-13.5	52,677	-21.0
4Q09	2,325,602	0.8	45,259	12.1

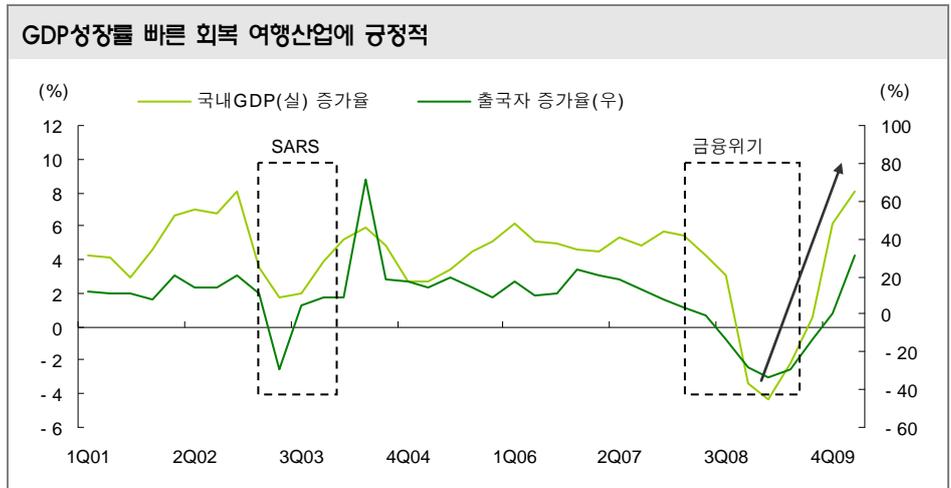
주: 여행업종 매출액은 하나투어와 모두투어 매출액 합산.  
자료: 각 사, 한국관광공사

## 2.1 출국자수 주요변수 항목별 분석: 경기

GDP, 출국자수 상관관계  
0.85 수준

GDP 성장률 1Q10 8.1%  
기록하며 빠른 반등 중

출국자수 분석 결과 경기가 출국자수에 가장 큰 영향을 주는 것으로 분석되었다. 또한 주요 경기 지표 중 GDP 성장률이 출국자수 증가율을 가장 잘 설명하는 것으로 분석되었다. SARS 기간을 제외하고 국내 GDP 성장률과 출국자수 증가율은 0.85의 높은 상관관계를 보였다. 2008년 2분기부터 시작된 국내 GDP 성장 둔화는 출국자수가 2분기부터 하락하는데 가장 큰 영향을 미쳤다. 그러나 GDP 성장률은 09년 3분기부터 플러스성장으로 선회, 2010년 1분기에는 8.1%의 빠른 반등을 보이며 여행산업에 매우 긍정적인 환경을 조성하고 있다.



자료: 한국관광공사, 한국은행

### 2001년부터 분기별 출국자수 증가율과 GDP 성장률 관계

기간	출국자수(명)	출국자수 증가율(%)	GDP(실) 성장률(%)	기간	출국자수(명)	출국자수 증가율(%)	GDP(실) 성장률(%)
1Q01	1,397,443	11.8	4.2	1Q06	2,753,801	17.2	6.1
2Q01	1,462,214	10.9	4.1	2Q06	2,677,507	10.2	5.1
3Q01	1,773,421	11.5	2.9	3Q06	3,190,559	10.9	5.0
4Q01	1,451,398	7.6	4.6	4Q06	2,988,011	23.3	4.6
1Q02	1,689,439	20.9	6.6	1Q07	3,310,176	20.2	4.5
2Q02	1,662,615	13.7	7.0	2Q07	3,160,592	18.0	5.3
3Q02	2,025,252	14.2	6.8	3Q07	3,621,712	13.5	4.9
4Q02	1,746,101	20.3	8.1	4Q07	3,232,497	8.2	5.7
1Q03	1,883,000	11.5	3.5	1Q08	3,438,961	3.9	5.5
2Q03	1,183,635	-28.8	1.8	2Q08	3,131,442	-0.9	4.3
3Q03	2,113,480	4.4	2.0	3Q08	3,118,399	-13.9	3.1
4Q03	1,906,018	9.2	3.9	4Q08	2,307,292	-28.6	-3.4
1Q04	2,051,554	9.0	5.2	1Q09	2,268,586	-34.0	-4.3
2Q04	2,034,858	71.9	5.9	2Q09	2,203,214	-29.6	-2.2
3Q04	2,510,051	18.8	4.8	3Q09	2,696,709	-13.5	0.6
4Q04	2,229,122	17.0	2.7	4Q09	2,325,602	0.8	6.1
1Q05	2,350,462	14.6	2.7	1Q10	2,976,549	31.2	8.1
2Q05	2,430,286	19.4	3.4				
3Q05	2,876,595	14.6	4.5				
4Q05	2,422,800	8.7	5.1				

자료: 한국은행, 한국관광공사

## 2.2 출국자수 주요변수 항목별 분석: 환율

### 환율과 출국자수의 상관관계 0.88수준

과거 달러/원 환율은 SARS 기간을 제외하면 출국자수 증가율과 0.88 수준의 높은 상관관계를 가지고 변동하였다. 글로벌 금융위기 기간 원/달러 환율 급상승은 국내 여행객의 실질 구매력 감소 시켜 여행수요에 큰 타격을 입혔다. 환율은 외환위기 기간 1997년 12월 1,965원/달러까지 급등하였으나, 이후 2007년까지 약 10년간 원화강세 기조를 유지하며 여행산업에 장기적으로 긍정적으로 작용하여 왔다.

### 금융위기로 인한 원/달러 급등 여행산업에 직격타

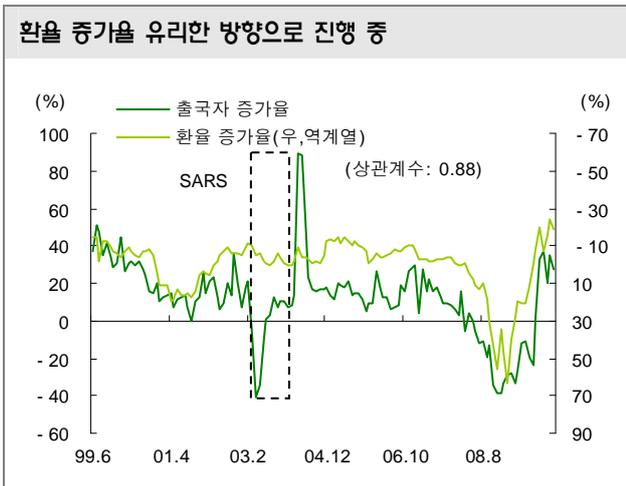
그러나 글로벌 금융위기 및 국내 외환보유고에 대한 우려로 원/달러 환율은 08년 상반기부터 상승 전환, 2009년 2분기 중 1,573원/달러까지 급등하였다. 이는 2009년 1분기 출국자수가 전년대비 34% 하락하며 227만명으로 하락하는데 매우 결정적인 역할을 하였으며, 이는 외환위기 이후 최대 수준의 출국자수 하락폭이었다.

### 환율 여행산업에 긍정적 방향으로 선회

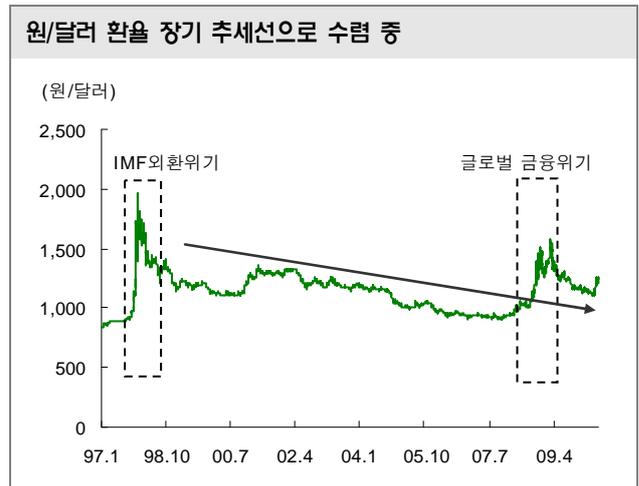
금융위기 영향으로 2008년 8월부터 급상승한 원/달러 환율은 2009년 3월에 1,500원/달러 수준까지 상승하였으나 하락 안정되는 경향을 보이고 있다. 원/달러 환율은 2009년 3월에 고점을 지나 4월부터 1,342원/달러 수준을 보이며 하락세로 추세 전환 하였다. 2009년 10월에는 환율이 급락세를 시현하며 1,158원/달러까지 하락하였다. 2010년에 들어서 국내 무역수지 흑자 및 외국인 투자복귀에 힘입어 원/달러 환율은 1,200원/달러 이하 수준에서 유지되며 여행산업에 긍정적인 환경을 조성해 왔다.

### 최근 환율 변동성 안정화 예상

최근 유럽발 재정 위기로 5월에 원/달러 환율은 급등하는 모습을 보였지만, 국내 경제의 견조한 상황에 따라 2009년 상반기 상황까지는 가지 않을 것으로 예상된다. 원/달러 환율이 장기적 추세선을 따라 하향 안정화 될 경우, 이는 국내 여행산업에 매우 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.



자료: 한국관광공사, DataGuidePro



자료: DataGuidePro

### 2.3 출국자수 주요변수 항목별 분석: 유가

**장기적 유가 상승  
출국자수에 미미한 영향**

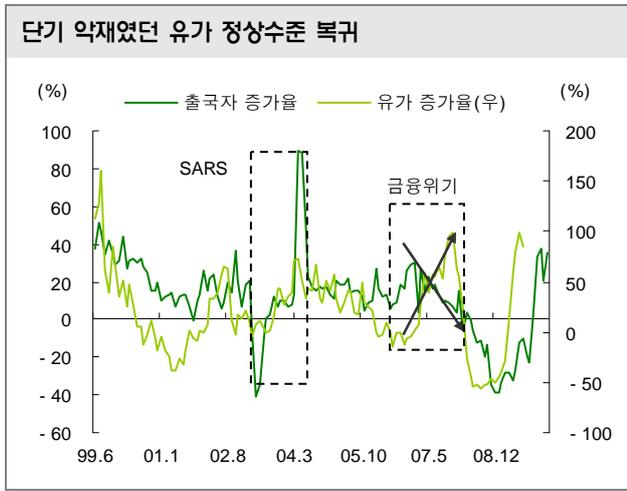
유가는 장기적으로 세계 경제 성장과 함께 완만한 우상향 흐름을 보여 왔다. 출국자수 증가율 또한 유가 상승률과 정의 상관관계 보이며 유가의 완만한 상승에는 영향을 받지 않는 것으로 분석되었다. 따라서 장기 추세선을 따르는 완만한 수준의 유가 상승은 여행산업에 부정적인 변수로 작용하지 않는 것으로 판단된다.

**유가 단기급등은 출국자수 감소세를 가속함**

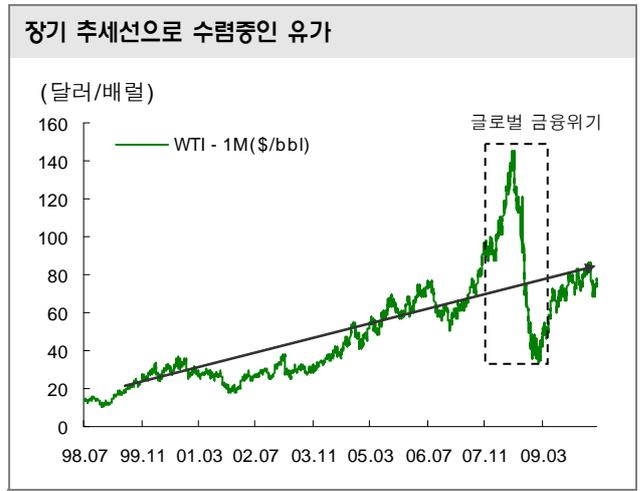
그러나 유가는 금융위기와 맞물려 2007년 12월부터 장기 추세선을 급격히 이탈하였다. 급등세를 시현하던 유가는 2008년 7월에 전년대비 100% 수준으로 급등하며 145달러/배럴까지 치솟았다. 유가 단기급등은 항공권에 유류할증료 형태로 여행객에게 전가되어 출국 수요를 추가적으로 억제한 것으로 추정된다. 2008년에 발생한 유가 단기급등은 여행산업의 장기 침체를 가속화한 변수 중 하나로 판단된다.

**국제 유가 장기 추세선 수준으로 수렴 중**

결론적으로 유가는 장기적으로 출국자수와 0.31수준의 정의 상관관계를 보이며 여행산업에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 분석되었다. 그러나 유가는 급등을 시현한 금융위기 동안에만 단기적으로 높은 수준의 역의 상관관계를 나타냈다. 장기 추세선에서 크게 벗어 나지 않는 완만한 수준의 유가 상승은 여행산업에 부정적인 영향을 미치지 않는 것으로 판단된다. 장기 추세선 아래로 급락하였다가 다시 장기 추세선으로 수렴 중인 현재의 유가 수준은 여행산업에 당분간 큰 영향을 주지 않을 것으로 예상된다.



자료: 한국관광공사, DataGuidePro



자료: DataGuidePro

### 3. 여행산업 2010년부터 본격적인 턴어라운드 전망

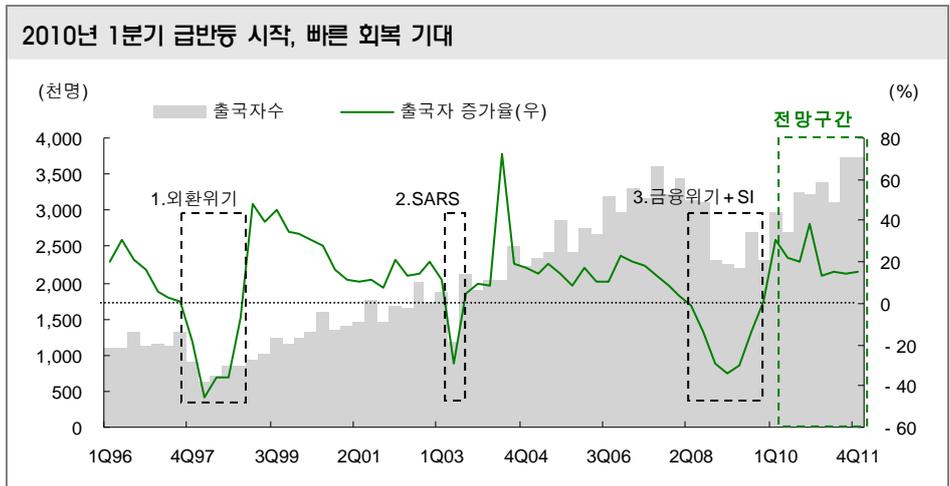
**신종플루 이슈까지 해소**

주요 변수를 분석해 본 결과 출국자수는 2010년에 27.8% 성장하며 여행산업이 본격적으로 성장기에 재 진입 할 것으로 추정되었다. 2009년 8월부터 발생한 신종플루 이슈는 2009년 12월에 완전히 해소 된 것으로 판단된다. 금번 여행산업 회복에 마지막 제한 요소였던 질병 이슈가 해소되면서 그동안 적체되어 왔던 대기 수요가 본격적으로 실수요로 전환 될 것으로 판단된다.

**출국자수 2010년 1분기 31.2% 증가로 급등 시현**

출국자수는 2009년 1 분기에 전년 대비 34% 하락세를 보이며 바닥을 통과하여 2009년 4 분기부터 상승 전환 하였다. 2010년 1분기 들어 31.2%의 빠른 속도의 증가세를 시현한 출국자수는 향후 이 같은 상승 추세가 지속, 2010년 전체로는 27.8% 수준의 성장이 예상된다. 예상보다 빠른 원/달러 환율 하락과 전망치를 상회하는 경기회복 속도는 여행산업이 큰 폭으로 회복될 수 있는 환경을 조성하고 있다. 질병이슈까지 완전히 해소되어 여행산업은 우호적인 매크로 환경과 여행 대기 수요에 맞물려 빠른 회복을 경험할 것으로 기대된다.

**2010년 27.8% 성장 예상**



자료: 한국관광공사, 한국은행, FnGuide Consensus, DataGuide Pro, 추정구간은 대신증권리서치센터

**환율, GDP성장을 가정에 따른 출국자수 전망**

기간	출국자수(명)	출국자수 증가율(%)	원/달러 환율	국내GDP 성장률(%)
1Q09	2,268,586	-34.0	1,369	-4.3
2Q09	2,203,214	-29.6	1,398	-2.2
3Q09	2,696,709	-13.5	1,278	0.6
4Q09	2,325,602	0.8	1,178	6.1
1Q10	2,976,549	31.2	1,165	8.1
2Q10F	2,692,214	22.2	1,126	6.1
3Q10F	3,252,729	20.6	1,125	3.8
4Q10F	3,214,173	38.2	1,090	4.2
1Q11F	3,384,264	13.7	1,085	3.8
2Q11F	3,106,031	15.4	1,068	4.4
3Q11F	3,734,092	14.8	1,054	5.0
4Q11F	3,717,661	15.7	1,041	5.2

자료: 한국관광공사, 한국은행, FnGuide Consensus, DataGuide Pro

### III. 여행목적 출국자수 민감도 분석

#### 1. 여행 출국자수 반등시 3배 탄력적

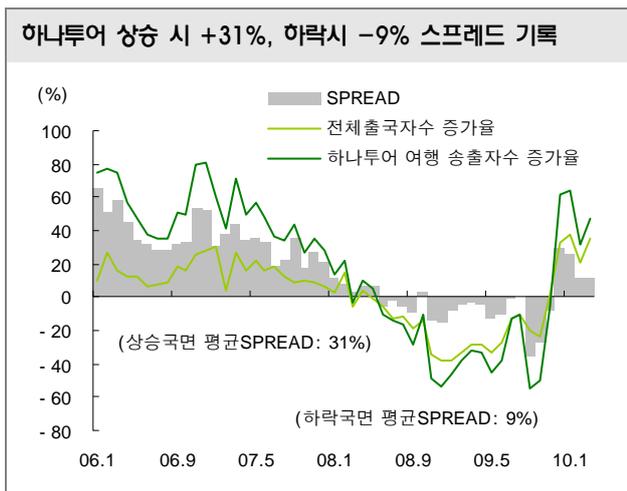
**여행수요 민감도 분석**

2006년 1월부터 2010년 5월까지 전체 출국자수 증가율과 하나투어, 모두투어 관광 목적 출국자수 증가율을 비교분석 해 보았다. 그 결과 관광목적 출국자수는 전체 출국자수 증가율보다 약 2.6배 탄력적으로 변동하는 것으로 분석되었다. 특히 여행산업은 우상향하는 장기 성장세에 있기 때문에 여행수요는 떨어질 때 약 10% 가속적하여 하락하나, 상승시 34% 빠르게 반등하는 것으로 분석되었다.

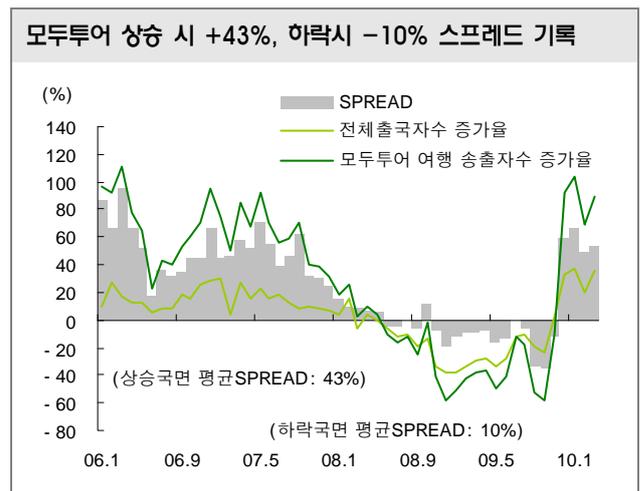
**반등시 매우 탄력적**

**2 위 업체 반등 속도 가장 탄력적**

국내 1,2위 홀세일 여행업체인 하나투어와 모두투어의 여행 송출자수 증가율 분석결과 2위 업체인 모두투어의 상승시 반등 민감도가 1위업체보다 탄력적인 것으로 분석되었다. 하나투어의 상승국면 평균 스프레드는 31%인 것으로 나타났으며 하락시 평균 스프레드는 9% 수준으로 나타났다. 반면 모두투어의 상승국면 평균 스프레드는 43%로 매우 높은 수준의 민감도를 나타냈으며 하락시 10%로 상대적으로 낮은 수준의 스프레드를 기록하였다.



주: SPREAD = 여행사 송출자수 증가율 - 전체 출국자수 증가율  
자료: 한국관광공사, 하나투어, 대신증권리서치센터



주: SPREAD = 여행사 송출자수 증가율 - 전체 출국자수 증가율  
자료: 한국관광공사, 모두투어, 대신증권리서치센터

**전체 출국자수 증가율과 주요 여행업체 여행목적 송출자수 증가율 스프레드 분석**

기간	출국자수 증가율(%)	하나투어 여행 송출자(명)	여행 송출자수 증가율(%)	X	SPREAD	모두투어 여행 송출자(명)	여행 송출자수 증가율(%)	X	SPREAD
2006.01	9.8	74,181	75.2	7.7	65.5	31,863	96.1	9.8	86.3
2006.02	26.6	70,136	77.7	2.9	51.1	32,603	92.2	3.5	65.6
2006.03	16.5	55,989	74.5	4.5	57.9	24,563	111.8	6.8	95.2
2006.04	12.2	62,626	56.9	4.7	44.7	28,812	77.7	6.4	65.5
2006.05	13.0	67,243	47.3	3.7	34.3	28,403	64.9	5.0	52.0
2006.06	5.8	67,174	37.5	6.5	31.7	29,046	23.4	4.0	17.6
2006.07	7.6	85,570	35.4	4.6	27.8	37,864	43.7	5.7	36.1
2006.08	8.4	91,613	35.8	4.3	27.4	40,471	39.5	4.7	31.1
2006.09	18.6	66,532	50.4	2.7	31.8	26,177	53.2	2.9	34.6
2006.10	16.1	80,965	49.2	3.1	33.1	34,746	60.8	3.8	44.7
2006.11	26.0	83,541	79.7	3.1	53.8	36,990	70.6	2.7	44.7
2006.12	28.5	88,508	80.8	2.8	52.3	42,617	95.2	3.3	66.7

뒷장 계속 =>

전체 출국자수 증가율과 주요 여행업체 여행목적 송출자수 증가율 스프레드 분석

기간	출국자수 증가율(%)	하나투어 여행 송출자(명)	여행 송출자수 증가율(%)	X	SPREAD	모두투어 여행 송출자(명)	여행 송출자수 증가율(%)	X	SPREAD
2007.01	30.1	118,726	60.0	2.0	30.0	55,540	74.3	2.5	44.2
2007.02	4.0	99,386	41.7	10.4	37.7	48,945	50.1	12.5	46.1
2007.03	27.0	95,598	70.7	2.6	43.8	45,289	84.4	3.1	57.4
2007.04	15.7	93,908	50.0	3.2	34.3	48,284	67.6	4.3	51.9
2007.05	22.2	105,433	56.8	2.6	34.6	54,593	92.2	4.2	70.0
2007.06	16.2	99,776	48.5	3.0	32.4	49,434	70.2	4.3	54.0
2007.07	18.1	117,049	36.8	2.0	18.7	59,146	56.2	3.1	38.1
2007.08	12.8	123,099	34.4	2.7	21.5	64,396	59.1	4.6	46.3
2007.09	9.0	95,762	43.9	4.9	35.0	44,668	70.6	7.9	61.7
2007.10	9.5	102,402	26.5	2.8	17.0	48,906	40.8	4.3	31.3
2007.11	8.6	112,763	35.0	4.1	26.4	51,440	39.1	4.5	30.4
2007.12	6.5	113,176	27.9	4.3	21.4	55,744	30.8	4.7	24.3
2008.01	3.2	135,383	14.0	4.3	10.8	65,787	18.4	5.7	15.2
2008.02	15.3	121,740	22.5	1.5	7.2	61,214	25.1	1.6	9.8
2008.03	-6.0	92,588	-3.1	0.5	2.8	46,425	2.5	(0.4)	8.5
2008.04	3.8	103,472	10.2	2.7	6.4	53,159	10.1	2.6	6.3
2008.05	-0.7	111,246	5.5	(8.1)	6.2	56,876	4.2	(6.2)	4.9
2008.06	-5.6	88,974	-10.8	1.9	-5.2	44,174	-10.6	1.9	-5.1
2008.07	-12.5	100,140	-14.4	1.2	-2.0	49,286	-16.7	1.3	-4.2
2008.08	-11.1	103,138	-16.2	1.5	-5.1	56,550	-12.2	1.1	-1.1
2008.09	-19.4	68,209	-28.8	1.5	-9.4	33,295	-25.5	1.3	-6.1
2008.10	-13.5	91,430	-10.7	0.8	2.8	47,786	-2.3	0.2	11.2
2008.11	-34.1	58,034	-48.5	1.4	-14.5	30,294	-41.1	1.2	-7.0
2008.12	-38.3	52,547	-53.6	1.4	-15.3	23,589	-57.7	1.5	-19.4
2009.01	-38.6	72,876	-46.2	1.2	-7.6	32,300	-50.9	1.3	-12.4
2009.02	-33.5	75,153	-38.3	1.1	-4.8	35,020	-42.8	1.3	-9.3
2009.03	-28.6	62,600	-32.4	1.1	-3.8	29,088	-37.3	1.3	-8.7
2009.04	-28.4	69,206	-33.1	1.2	-4.7	33,868	-36.3	1.3	-7.8
2009.05	-33.0	60,874	-45.3	1.4	-12.3	28,590	-49.7	1.5	-16.8
2009.06	-27.2	55,130	-38.0	1.4	-10.8	26,278	-40.5	1.5	-13.3
2009.07	-12.3	87,279	-12.8	1.0	-0.6	43,181	-12.4	1.0	-0.1
2009.08	-10.5	92,990	-9.8	0.9	0.7	46,793	-17.3	1.6	-6.7
2009.09	-19.6	30,977	-54.6	2.8	-35.0	15,711	-52.8	2.7	-33.2
2009.10	-23.4	45,265	-50.5	2.2	-27.1	19,857	-58.4	2.5	-35.1
2009.11	2.1	54,904	-5.4	(2.6)	-7.5	27,162	-10.3	(4.9)	-12.5
2009.12	33.1	85,157	62.1	1.9	28.9	45,350	92.3	2.8	59.1
2010.01	37.6	119,282	63.7	1.7	26.1	65,802	103.7	2.8	66.2
2010.02	20.5	99,077	31.8	1.6	11.3	59,310	69.4	3.4	48.9
2010.03	35.3	91,808	46.7	1.3	11.3	54,869	88.6	2.5	53.3
2010.04	27.4	94,948	37.2	1.4	9.8	54,222	60.1	2.2	32.7
2010.05	21.4	106,986	75.7	3.5	54.4	59,281	107.3	5.0	86.0

자료: 한국관광공사, 하나투어, 모두투어, 대신증권리서치센터

## 2. 여행종목 높은 수준의 주가 변동성 기록

### 여행종목 가장 높은 변동계수 나타냄

여행산업의 높은 변동성은 여행업종 주가 변동성에도 잘 반영되어 있는 것으로 분석되었다. 비교를 위해 업종 대표주 및 변동성이 높은 종목들을 샘플로 채택해 여행 대표 종목 주가 변동성을 주가 변동계수를 통해 분석해본 결과 여행종목들의 변동계수가 가장 높은 것으로 나타났다. 따라서 여행종목은 주가 하락시 더 크게 하락할 가능성이 높으며, 주가 상승시 반등폭이 더 클 가능성이 높다는 것을 추정 가능하다.

### 2010년 상반기 업종내 주가 Underperform

2008년 1월부터 여행업종 주가지수와 코스닥 지수 및 업종 대표주 주가 인덱스 비교 결과 여행업종 주가지수가 언더퍼폼을 시현 중인 것으로 나타났다. 여행업종 주가 지수는 2009년 11월과 12월에 여행산업의 반등에 대한 기대감으로 높은 수준의 주가 상승을 기록하였다. 그러나 2010년 상반기 동안 동종 업계의 대한항공 및 아시아나항공 주가가 크게 상승하는 동안 박스권에 머물고 있다.

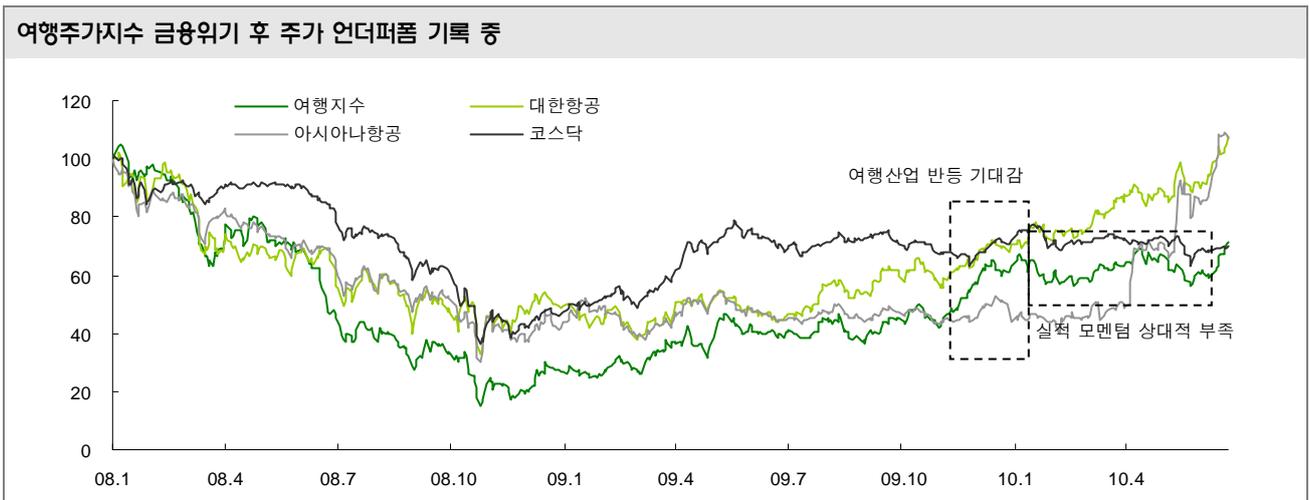
### 하반기 사상 최대실적 시현 전망

그 이유는 항공사들이 2010년 1분기에 분기 기준 사상 최대 실적을 시현하며 강한 어닝모멘텀을 시현한 반면, 여행업체들의 같은 기간 실적은 호황기 수준까지는 이르지 못했기 때문이라고 판단한다. 그 이유는 여행사들이 최장기간 침체의 영향으로 빠른 반등에 대한 예측이 어려워 수요에 대한 공급을 비교적 원활하게 하지 못했기 때문인 것으로 판단한다. 그러나 2010년 2분기부터는 여행업종 역시 분기 기준 사상 최대의 실적을 이어가며 강한 실적 모멘텀을 시현할 것으로 기대된다.

### 종목별 변동계수

순위	1	2	3	4	5	6	7	8
종목명	모두투어	하나투어	아시아나항공	다음	대한항공	코스닥	오리온	CJ CGV
변동계수	50.4	41.2	36.5	29.4	27.8	23.7	22.1	17.5

주: 1. 기간 07년 1월~ 현재, 2. 종목은 비교를 위해 각 업종 대표 종목 또는 주가 변동성이 높은 종목 채택  
 3. 변동계수(CV: Coefficient of Variance) = (측정기간 주가 표준편차 / 측정기간 주가평균)\*100  
 자료: Quantwise, 대신증권리서치센터



주: 여행주가지수는 하나투어와 모두투어의 주가지수 평균으로 산출  
 자료: Quantwise, 대신증권리서치센터

## IV. 성장 모멘텀 분석

### 1. 과거 국내 여행산업 고성장 기록

#### 여행산업 장기 고성장 기록

출국자수는 1995년부터 2007년까지 연평균 11.0% 수준의 성장률을 보이며 장기적인 고성장을 기록하였다. 매년 성장률의 차이는 있었는데, 1999년 경우 외환위기 이후 기저효과에 따라 +42%의 성장을 기록한 반면 1998년에는 외환위기의 영향으로 -33% 수준의 하락을 경험 하기도 하였다. 2000년부터 2007년까지 여행산업은 SARS를 제외하고 외부적 큰 충격 없이 견조한 고성장을 시현 하였으며, 이 기간 하나투어, 모두투어 등 국내 1,2위 여행업체가 주식 시장에 상장을 하였다.

#### 여행목적 출국자수 2.6 배 탄력적

전체 출국자수 중 관광목적 출국자수 데이터가 2005년까지는 집계되었으나 2005년부터 출국 목적을 출국카드에 기입하는 의무가 없어져 관광목적 출국자수를 정확히 알수는 없다. 그러나 KATA기준 여행 출국자수 M/S의 약 50%를 차지하는 하나투어와 모두투어의 합산 여행 송출객수를 통해 여행 목적 출국자수 증감을 의미있게 추정하는 것이 가능하다고 판단된다. 하나투어, 모두투어 합산 송출객수로 분석해본 결과 여행 목적 출국자수 증가율은 전체 출국자수 증가율 대비 약 2.6배 탄력적으로 증감하는 것으로 추정되었다.

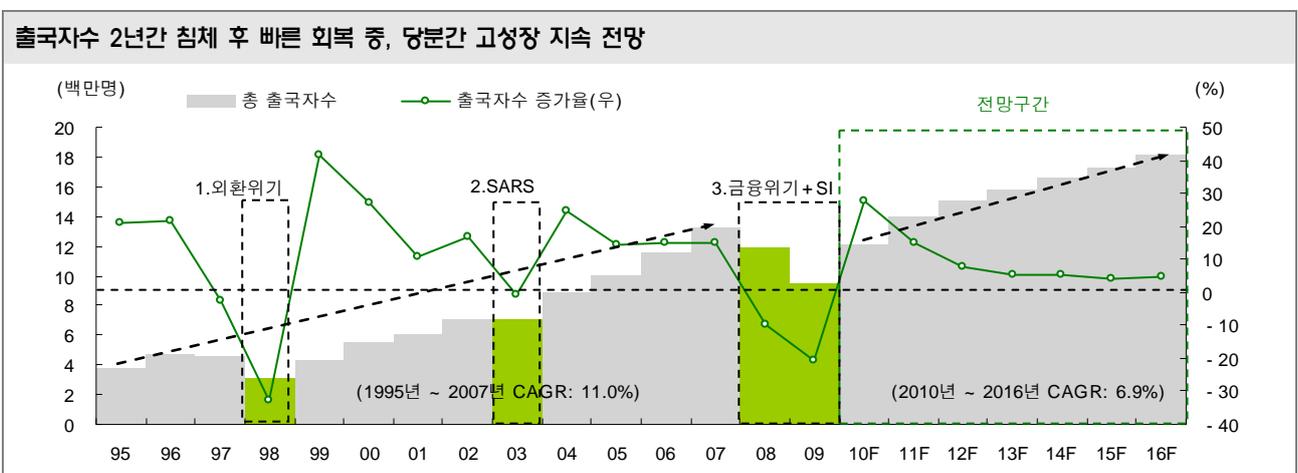
### 2. 2011년까지 여행산업 고성장 지속 전망

#### 출국자수 지속 증가 예상

출국자수는 2010년에 27.8%, 2011년에는 14.9% 수준의 증가율을 기록하며 고성장세를 지속할 것으로 전망된다. 변동성이 심한 여행산업의 장기 성장성을 정확히 예측하는 것은 난해하지만, 출국자수는 2016년에 1,800만명을 넘을 것으로 추정된다. 여행업계 관계자들은 보통 2015년에 1,800만명을 넘을 것으로 추산하고 있다.

#### 주요 여행업체 실적 2011 년 에도 고성장 지속 전망

앞서 여행목적 출국자 민감도 분석에서 추정된 바와 같이 여행 출국자는 전체 출국자 보다 매우 탄력적으로 증가할 것으로 전망된다. 따라서 여행산업의 고성장 기간 동안 주요 여행업체의 성장성은 매우 높은 수준을 기록할 것으로 전망된다. 1,2위 업체의 2010년 합산 매출액 증가율은 80%를 넘어설 것으로 전망되며 2011년에도 23%수준의 고성장이 지속될 것으로 예상된다.



## V. 해외 여행업체 비교 분석

### 1. 국내 여행업체 높은 성장성에도 저평가 국면

**국내 여행산업 적극적  
비중확대 시점**

국내 주요 여행업체는 2008년부터 시작된 여행산업 침체의 영향으로 해외 여행업체 대비 저평가 국면에 위치해 있는 것으로 판단된다. 국내 여행업체들은 2010년부터 고성장기에 재진입 할 것으로 예상됨에도 불구하고, 정상적인 영업을 하던 과거 **multiple** 대비도 또한 상당히 저평가 되어있는 것으로 분석된다. 따라서 높은 수준의 성장성 및 자본효율성을 보유하고 있지만 저평가 국면에 위치하고 있는 현시점이 국내 여행업종을 적극적으로 비중확대 할 시점이라고 판단한다.

국내외 주요 여행서비스 업체 Valuation지표 및 성장성

	KOREA		CHINA		US				
	HanaTour	ModuTour	Ctrip	CHINA CYTS	Priceline	Expedia	Orbitz	Travelzoo	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	StrongBuy	Buy	Buy	Hold	StrongBuy	
목표주가(\$)	60.6	37.9	42.1	2.5	256.3	29.5	7.4	22.0	
시가총액(Mil \$)	505	240	6,182	949	9,109	5,055	7,320	213	
EPS(\$)	08	0.39	0.06	0.48	0.05	3.74	-8.80	-3.58	-0.29
	09	-0.37	0.13	0.68	0.09	9.88	1.03	-4.01	0.32
	10F	2.09	1.77	0.93	0.08	10.88	1.66	0.12	0.47
	11F	3.33	2.34	1.23	0.10	13.02	1.92	0.28	0.60
PER(배)	08	50.3	132.5	22.1	24.4	20.6	-0.9	-1.0	-19.8
	09	-117.7	225.2	64.8	25.5	19.4	19.0	-1.0	40.5
	10F	20.8	16.1	47.6	29.3	17.6	11.8	34.3	27.6
	11F	13.1	12.2	36.0	23.1	14.7	10.2	14.7	21.6
PBR(배)	08	6.7	5.8	20.7	3.3	11.3	2.4	0.8	10.3
	09	6.6	5.7	13.8	3.0	6.6	2.1	2.7	6.9
	10F	5.3	4.2	8.8	2.5	5.3	2.0	1.7	-
	11F	4.1	3.2	7.3	2.3	4.0	1.7	1.5	-
매출액 증가율(%)	08	-13.3	-11.7	32.1	1.5	33.7	10.2	1.3	2.4
	09	-28.3	-26.3	34.1	33.5	24.1	0.6	-15.2	16.3
	10F	76.0	88.7	42.3	-2.5	19.5	11.3	4.6	14.3
	11F	24.0	25.5	32.4	19.0	15.5	11.1	9.1	7.7
영업이익 증가율(%)	08	-72.7	-93.6	22.0	35.7	109.9	7.2	40.5	-35.5
	09	-95.7	-74.3	49.0	70.2	62.7	18.7	0.0	3.0
	10F	8365.5	9379.5	47.2	-20.0	45.6	11.6	6.8	13.8
	11F	61.1	31.7	35.4	39.1	22.8	15.1	24.5	6.4
영업 이익률(%)	08	5.7	1.1	31.1	7.8	15.4	19.3	6.8	16.5
	09	0.3	0.4	34.6	9.9	20.1	22.8	8.0	14.6
	10F	16.5	19.3	35.8	8.1	24.5	22.8	8.2	14.5
	11F	21.4	20.3	36.6	9.5	26.1	23.7	9.3	14.3
ROE(%)	08	5.3	1.2	27.0	6.8	28.5	-70.6	-50.9	-17.6
	09	-5.4	2.4	27.1	12.3	48.5	12.0	-118.7	20.1
	10F	28.3	30.1	25.5	8.1	31.3	17.1	4.7	-
	11F	35.3	29.8	25.1	13.8	29.3	18.9	10.7	-

주: 1. 주기는 2010년 6월 25일 종가기준.

2. 환율은 2010년 6월 25일 기준환율: 1,188.8원/달러, 6.80위안/달러 적용

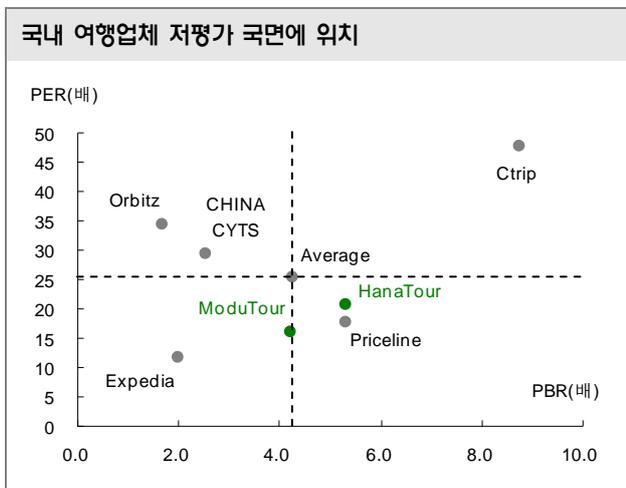
자료: Bloomberg, Thomson I/B/E/S, 대신증권 리서치센터

## 2. 침체 후 저평가 국면 벗어나지 못한 수준

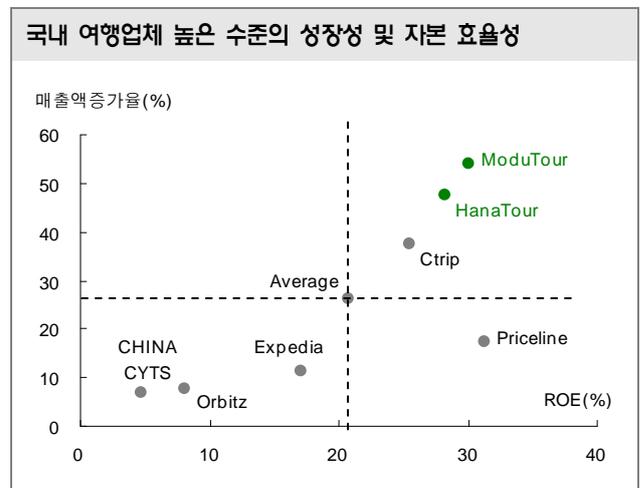
### 국내 여행산업 공격적 영업전략 확대 기대

국내 주요 여행업체의 2009년부터 2011년까지 연평균 성장률은 해외업체 대비 압도적으로 높은 수준을 기록할 것으로 전망되는데 이는 2009년의 기저 효과의 영향도 큰 것으로 판단된다. 정상 영업수준 회복 이후인 2011년 매출액 성장률만 비교해 보아도 국내 여행업체는 중국 최대 여행업체인 Ctrip 다음으로 높은 수준의 성장성을 지속할 것으로 예상된다.

국내주요 여행업체들은 2010년 1분기까지만 해도 오랜 침체기간에 따른 위축으로 만족스러운 수준으로 공격적 영업을 하지 못한 것으로 판단한다. 그러나 2분기부터 적극적인 영업전략을 통해 빠른 산업반등의 수혜를 고스란히 받을 것으로 기대한다.



주: 2010년 EPS, BPS 적용  
자료: Bloomberg, Thomson I/B/E/S, 대신증권 리서치센터



주: 매출액증가율은 2009~2011년 CAGR, ROE는 2010년 기준  
자료: Bloomberg, Thomson I/B/E/S, 대신증권 리서치센터

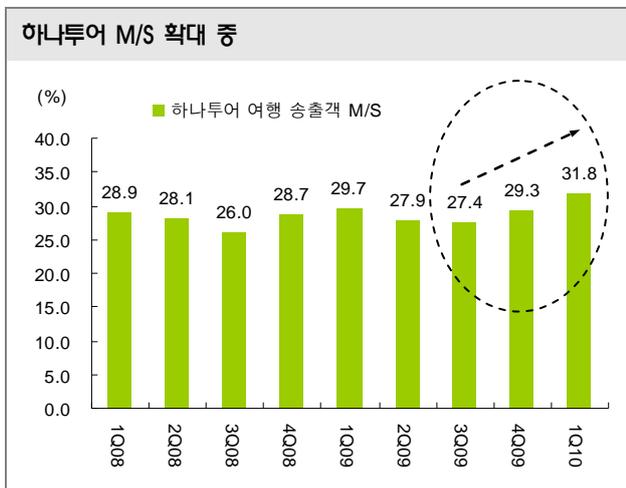
## VI. Issue 및 Risk 점검

### 1. 상위업체 M/S 확대 중

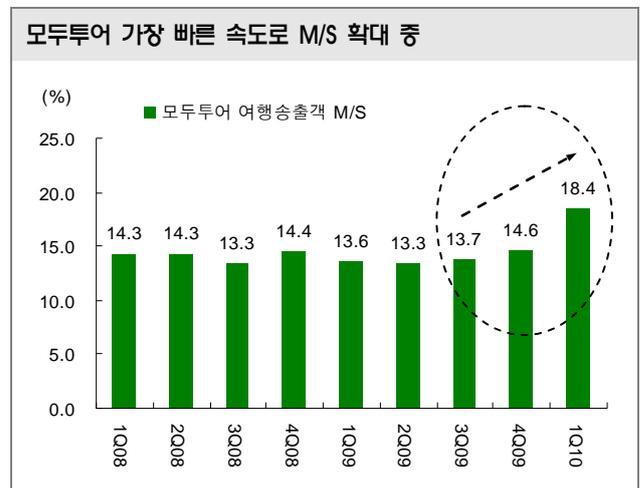
#### 상위업체 M/S 확대 중

2009년 4분기부터 상위 업체의 여행 송출객 M/S 확대가 빠른 속도로 진행되고 있는 것으로 분석되었다. 상위 업체 과점 현상은 1) 장기 침체기 동안 다수의 중소형사가 퇴하는 등 산업 구조 조정이 있었으며, 2) 상위 업체가 비교 우위의 협상력으로 경쟁력 상품구성에 유리한 위치에 있기 때문인 것으로 판단된다. 하나투어의 2010년 1분기 여행 송출객 M/S는 31.8%로 전분기대비 2.5%P 증가, 전년대비 2.1%P 증가를 기록하며 1위 위치를 확고히 하고있다. 같은 기간 모두투어는 M/S를 18.4%로 확대하며 전분기대비 3.8%P 증가, 전년대비 4.9%P 확대 시키며 업종내 가장 빠른 M/S 확대를 시현하고 있는 것으로 판단된다.

#### 2 위 업체 가장 빠른 속도로 M/S 확대 중



주: 여행송출객 M/S = (각사 여행 송출자수) / (KATA 여행 송출자수)  
 자료: KATA, 하나투어



주: 여행송출객 M/S = (각사 여행 송출자수) / (KATA 여행 송출자수)  
 자료: KATA, 모두투어

### 2. 제로 커미션 이슈 분석

#### 제로 커미션 영향 미미함

대한항공 및 몇몇 해외 항공사는 2010년 1월 1일부터 여행사에 지급하던 항공권 대매 수수료를 지급하지 않는 제로커미션을 시행하였다. 결론적으로 이에 따른 상위 홀세일 여행사의 수익에 미치는 영향은 미미한 것으로 판단한다. 그 이유는 1) 상위 홀세일 여행사 대부분의 매출액 및 영업이익이 항공권대매가 아닌 패키지판매에서 발생되며, 2) 상위 업체는 기존에 발생하던 항공권 대매 커미션을 볼륨인센티브 형태로 대부분 보상 받을 수 있을 것으로 판단되기 때문이다. 실제로 제로 커미션 시행 후 1분기 상위 여행업체의 실적을 분석해 본 결과 하나투어, 모두투어 양사는 높은 수준의 영업이익률을 기록하며 제로 커미션 영향이 미미함을 반증한 것으로 추정된다.

그러나 항공권 대매 수수료 비중이 높은 다수의 중소형 여행사 입장에서는 제로커미션이 매우 부담스러울 것으로 판단된다. 따라서 중소형 여행사도 전략적으로 홀세일 여행사의 패키지 판매에 더 집중할 가능성이 높을 것으로 예상된다. 이는 패키지 홀세일 중심의 상위 여행사에 오히려 긍정적인 측면인 것으로 판단된다.

### 3. 매크로 및 질병 등 외생 변수 RISK

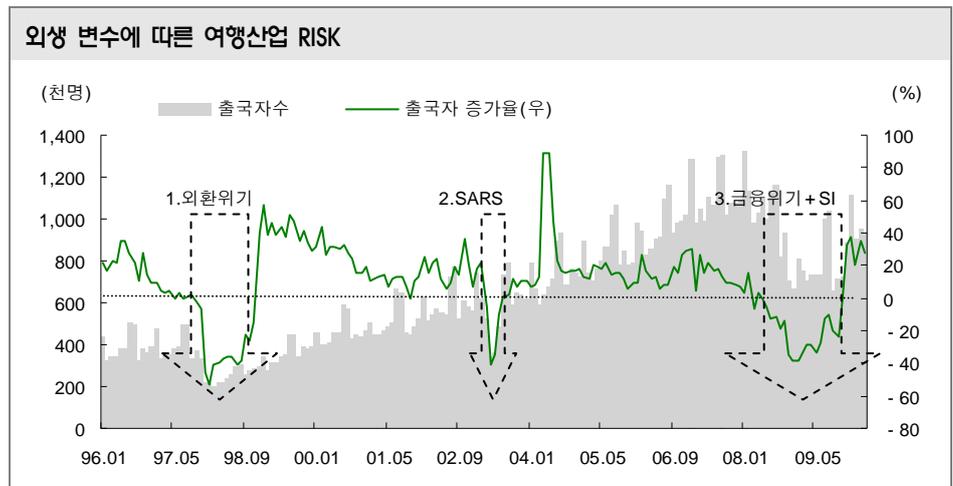
여행산업은 환율, 경기, 질병 등 외생 변수에 큰 변동성을 보여왔기 때문에, 여행산업 투자시 주요 변수 RISK를 지속적으로 검토해야 판단된다. 1997년 외환위기, 2003년 SARS, 2008~2009년 금융위기 및 신종플루 이슈는 단기간에 여행산업을 위축시켰다. 매크로적 변수인 경기 및 환율 변동성에 대한 대응은 어느정도 예측 가능하나 신종플루 등의 질병 이슈는 단기적으로 대응할 수 밖에 없다고 판단된다.

최근 유럽발 재정 리스크 영향 제한적

최근 유럽발 재정위기 리스크로 인한 원/달러 환율 단기 상승은 여행산업에 부정적이기는 하나, 1997년 외환위기, 2008년 금융위기 수준의 문제는 아니라고 판단된다. 그 이유는 1) 환율 급등 정도가 이전 위기 수준이 아니며, 2) 국내 경제가 이전 위기 때 수준대비 견조한 상태이며, 3) 환율 상승에 따라 주요 여행업체의 선예약률이 전혀 하락하고 있지 않기 때문이다.

거대한 경제 충격 없을 시 당분간 고성장 지속 전망

국내 경제는 글로벌 위기라는 외부의 큰 충격을 최근에 경험하였기 때문에 큰 수준의 매크로 충격이 단기간에 올 가능성은 낮다고 판단된다. 여행산업 침체를 가지고 올 수준의 경제적 충격은 지난 15년간 크게 두번만 발생한 것으로 판단된다. 이는 1997년 외환위기와 2008년 글로벌 금융위기이다. 단기간에 또 다른 경제 충격이 발생하지 않는다면, 당분간 여행산업은 과거의 고성장을 이어나갈 수 있을 것으로 전망된다.



자료: 한국관광공사, 대신증권리서치센터

### 4. 항공 좌석 공급 원할

공급측면 유리한 방향으로 전개될 것으로 예상

여행산업 침체기 동안 주요 항공사는 지역 1) 포트폴리오 조정, 2) 기체 축소, 3) 노선중단 등을 통해 항공 좌석을 축소했다. 그러나 2010년부터 산업의 빠른 반등에 따라 좌석 공급이 점차 원활해 지고 있는 추세이다. 저가항공사인 LCC(Low Cost Carrier)업체들의 가세 또한 추가적으로 공급측면을 긍정적으로 하는 요소이다. 산업반등에 대한 확신이 높아지면서, 주요 여행업체들은 2010년 하반기에 전세기 확보 등 공격적 영업전략을 통해 외형을 확대하는 동시에 이익률 상승도 계획하고 있다.

## VII. Appendix

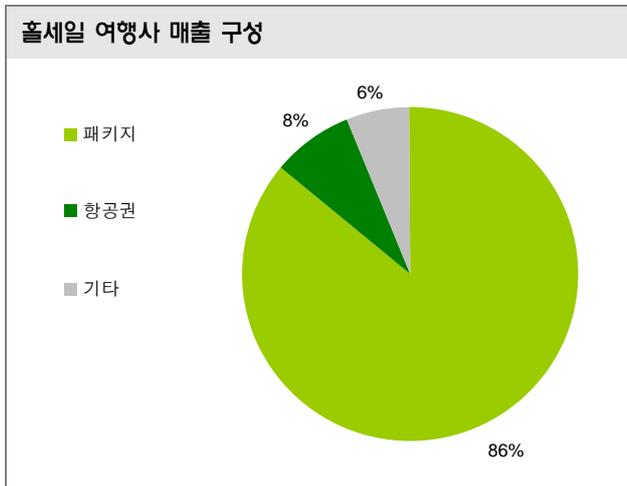
### 1. 여행사 매출 비중 및 매출인식 구조

**패키지(해외여행알선)  
매출액이 핵심**

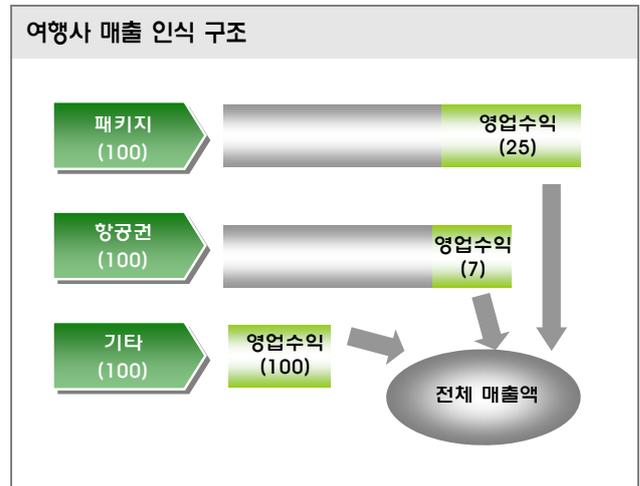
상위 홀세일 여행업체의 가장 중요한 수익원은 여행 패키지 상품 판매로부터 발생한다. 특히 2010년 1월부터 대한항공에서 커미션까지 폐지하면서 여행 패키지 판매가 상대적으로 더 중요하게 인식되고 있다. 업계 1위 업체인 하나투어의 경우 2009년 매출액 기준으로 86%의 매출을 패키지에서 발생, 나머지는 항공권 대매 및 기타 매출액에서 발생시켰다.

**패키지 수탁금 중 약 25%를  
매출액으로 인식**

패키지 매출액 인식은 고객으로부터 받는 수탁금을 100으로 했을 때 항공티켓비용 및 여행지 지상비 등을 제외한 약 25만을 매출액으로 인식한다. 항공권 대매 매출액 인식은 고객 수탁금을 100으로 했을 때 항공티켓 원가를 제외한 약 7정도를 매출액으로 인식하며, 인센티브 등으로 구성된 기타매출은 총액을 매출액으로 인식한다.



주: 하나투어 2009년 매출액 기준  
자료: 하나투어, 대신증권리서치센터



자료: 하나투어, 대신증권리서치센터

### 2. 여행수요 전망의 중요성

**정확한 여행 수요 예측  
매출액 및 수익성에 기여**

여행상품은 일반적으로 적어도 2주전에 예약을 통해 판매되는 미래 서비스 상품이다. 따라서 여행사는 그보다 앞서 항공좌석 등 여행상품에 필요한 서비스를 확보해 놓아야 한다. 앞으로의 수요를 잘 예측 할수록 여행사 입장에서는 매출은 물론 수익률까지 높일 수 있는데, 그 이유는 1) 정확한 수요 예측으로 마진이 높은 전세기 등을 확보 할 수 있으며, 2) 충분한 항공좌석 확보를 통해 잠재고객을 놓치지 않을 수 있기 때문이다.

**향후 보다 공격적 영업 예상**

2010년 초반에는 장기간 침체에 따른 인한 위축으로 여행사들이 만족스러운 수준의 적극적인 인 영업을 하지 못 했다고 판단된다. 그러나 여행사들은 1분기에 빠른 반등을 경험하였기 때문에 향후 수요에 대해 보다 공격적으로 대응할 것으로 예상된다.

# 기업분석

- **하나투어 (039130)**  
고성장 여행산업의 명실상부한 1등 업체!
- **모두투어 (080160)**  
업종내 가장 탄력적인 반등 예상!

# 하나투어 (039130)

Buy (매수, 유지)

## 고성장 여행산업의 명실상부한 1등 업체!

### 목표주가 72,000 원(상향), 매수(유지)

하나투어에 대한 목표주가는 직전 보고서 대비 10.8% 상향한 72,000원을, 투자등급은 매수 의견을 유지한다. 그 이유는 1) 여행산업이 빠르게 회복하는 가운데 동사는 M/S를 확대하며 산업성장을 크게 초과하는 속도로 성장하고 있으며, 2) 2분기에 5월 휴일 효과가 더해져 2분기 기준 사상 최대 실적을 기록할 것으로 전망되며, 3) 이 같은 최고 실적 갱신은 향후 3분기, 4분기에도 가능할 것으로 예상되기 때문이다.

### 산업 성장성 크게 초과할 것으로 기대

하나투어는 2010년부터 전체 산업을 크게 초과하는 성장 속도를 시현할 것으로 기대된다. 그 이유는 1) 하나투어 여행목적 출국자수가 전체출국자수 증가율을 크게 초과할 것으로 예상되며, 2) 침체기간 산업 구조조정으로 여행 출국자 M/S의 상위업체 설립 현상이 진행되고 있으며, 3) 장기침체에 따른 대기수요가 비교적 가격에 덜 민감해 패키지 ASP가 증가하고 있기 때문이다.

6월 24일 기준 하나투어 패키지 예약인원은 6월, 7월 작년 같은 기간대비 +83.1%, 77.4% 증가하며 여행수요 급증 추세를 확인시켜 주고있다.

### 2010년 강한 어닝모멘텀 전망

하나투어는 2010년에 매출액 2,181억원 (+76.0% yoy), 영업이익 360억원 (+8,366% yoy)를 기록하며 최고 수준의 어닝모멘텀을 시현할 것으로 전망된다. 2010년 실적은 전년대비 뿐만 아니라 최고 호황기였던 2007년에 대비해서도 매출액 기준 9.4% 증가한 수준이다. 1분기까지는 여행수요의 빠른 증가에 공급이 충분하지 못한 부분이 있었지만, 2분기부터 기존 항공사 좌석 확대 및 저가항공사 공급까지 더해져 향후 하나투어 실적 상승에 매우 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다.

### 영업실적 및 주요 투자지표

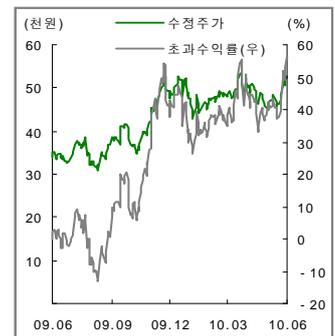
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
매출액(십억원)	173	124	218	270	311
영업이익(십억원)	10	0	36	58	72
세전순이익(십억원)	8	-3	40	63	79
순이익(십억원)	5	-5	29	46	57
EPS(원)	433	-416	2,489	3,961	4,934
증감률(%)	-81.3	-196.2	-697.7	59.1	24.6
PER(배)	53.8	-120.6	20.8	13.1	10.5
PBR(배)	3.0	6.4	5.3	4.1	3.2
ROE(%)	5.3	-5.4	28.3	35.3	34.1

주: 하나투어, 대신증권리서치센터

목표주가	72,000원
현재가('10/06/25)	51,700원
예상주기상승률(6M)	39.3%
시가총액	6,006억원
시가총액비중	0.7%
자본금(보통주)	58억원
액면가	500원
52주 최고/최저	53,500원 / 30,950원
120일 평균거래대금	57억원
KOSPI	1,729.84
발행주식수	11,616천주
외국인지분율	19.8%
자사주	5.24%
주요주주	
박상환 외 11	20.67%
배당수익률(09년)	1.00%

### Performance

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	14.9	3.8
6개월	4.6	7.3
12개월	46.7	48.4



### 목표주가 72,000원 제시

투자의견: 매수(BUY)  
 목표주가: 72,000 원

하나투어의 목표주가를 72,000원으로 제시한다. 직전보고서 목표주가 대비 10.8% 상향조정되었고, 목표주가는 과거 평균PER에 33% 할인한 PER 21.2배를 적용하여 산출되었다. PER 21.3배는 성장률 하락에 따른 할인율을 적용하여 산출되었다. 현재 여행산업은 고성장에 재진입하고 있는 시점이기 때문에 침체기 이전에 정상영업이 가능했던 기간의 평균 PER 적용이 적합하다고 판단되었다.

RIM Valuation을 통한 목표주가는 79,225원 수준으로 나타났지만, 고성장 산업인 여행업종 목표주가 산정은 PER을 통해 산출하는 것이 적합하다고 판단되어 목표주가 산정에는 PER을 적용한다.

투자등급은 2010년 하반기 및 2011년에도 하나투어가 고성장을 지속할 것으로 전망되어 기존 매수(BUY) 의견을 유지한다.

#### PER Valuation (3,403원 \* 21.3x = 72,334원)

	2005	2006	2007	2008	2009	2005 - 2007평균
기말	29.8	32.3	33.1	53.8	-120.6	31.7
최고	29.8	36.0	42.8	167.9	-126.6	
평균	16.7	29.5	33.0	93.4	-82.7	
최저	10.1	21.2	26.1	31.8	-52.6	
2004년 2007년 매출성장률 CAGR (A)						35.7%
2009년 2012년 Forward 매출성장률 CAGR (B)						29.7%
할인율 (Discount Rate = 1 - B/A) (C)						33.0%
2005년~2007년 평균 기말 PER (D)						31.7
적용 PER [D * (1 - C)]						21.3
적용 12개월 Forwad EPS						3,403
목표주가 (적용PER * 적용 EPS)						72,334

자료: 대신증권리서치센터

#### Multi-Period RIM Valuation

(단위: 억원, 천주, 원, %)

	10F	11F	12F	13F	14F
자기자본	909	1,133	1,477	1,886	2,335
당기순이익	289	460	573	644	722
ROE	31.8	40.6	38.8	34.2	30.9
COE	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
ROE 스프레드	23.1	31.9	30.1	25.4	22.2
잔여이익	210	318	360	357	354
PVIF	0.96	0.88	0.81	0.74	0.68
잔여이익의 현재가치	201	318	360	357	354
잔여이익의 현재가치의 합	1,589				
계속가치	9,795				
계속가치의 현재가치	6,706				
주식가치	9,205				
유통주식수	11,616				
현재가	51,700				
주당가치	79,242				
Potential	53.3				

주: 무위험수익률 4.0%, Risk Premium 6.0%, 베타 0.79(52주), Terminal Growth 3% 적용  
 자료: 대신증권 리서치센터

### 하나투어 2010년 하반기 사상 최고 실적 기대

#### 하나투어 고성장기 재진입

하나투어는 2010년 전년대비 76% 수준의 매출액 성장을 시현하며 본격적인 실적 턴어라운드를 시현할 것으로 예상된다. 영업이익 또한 급증할 것으로 전망된다. 2010년 실적은 여행산업 최대 호황기였던 2007년과 비교해 보아도 매출액은 9.4%, 영업이익은 0.2% 상승한 수준이다. 여행산업의 호황이 지속된다면 하나투어는 2010년 이후에도 매분기 사상 최대실적을 기록하며 당분간 고성장을 지속할 것으로 전망된다.

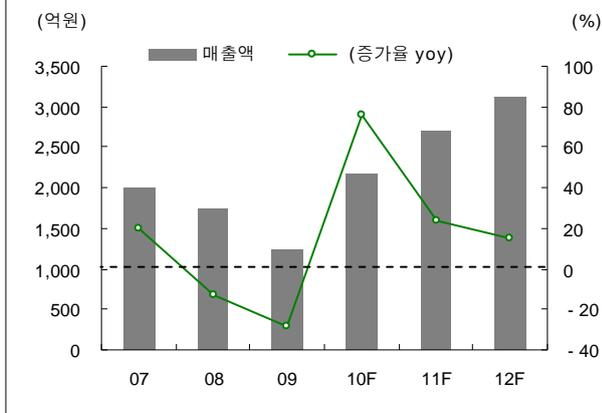
#### 하나투어 매출액 및 영업이익 전망

(단위: 억원)

	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10F	3Q10F	4Q10F	2009	2010F	2011F
매출액	348.5	287.9	484.8	490.1	673.2	532.3	1,239.0	2,180.5	2,703.2
(증가율 yoy, %)	-19.9	3.8	58.3	65.4	93.2	84.9	-28.3	76.0	24.0
항공권판매	78.8	83.4	55.2	60.7	69.0	59.6	302.4	244.5	270.3
해외여행알선	246.2	176.2	388.8	378.8	547.9	422.4	836.3	1,737.9	2,189.6
기타수입	23.4	28.2	40.8	50.7	56.4	50.3	100.3	198.1	243.3
영업이익	16.4	-12.4	89.6	62.7	155.4	52.1	4.3	359.8	579.8
(증가율 yoy, %)	-13.0	-73.6	+13,000	흑전	849.8	흑전	-95.7	8365.5	61.1
(영업이익률, %)	4.7	-4.3	18.5	12.8	23.1	9.8	0.3	16.5	21.4

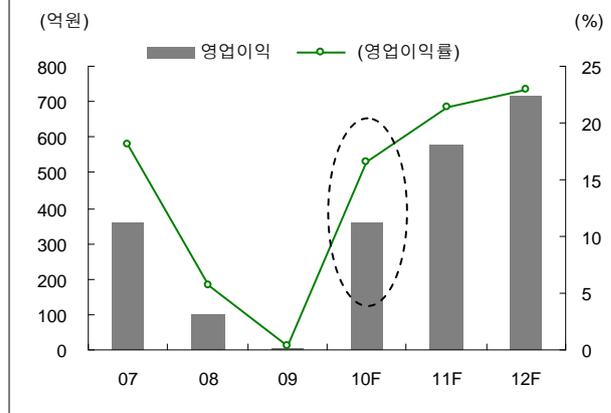
주: 대신증권리서치센터

#### 2010년 사상최대 매출 기록 전망



자료: 하나투어, 대신증권 리서치센터

#### 회복에 따른 영업레버리지 효과 기대

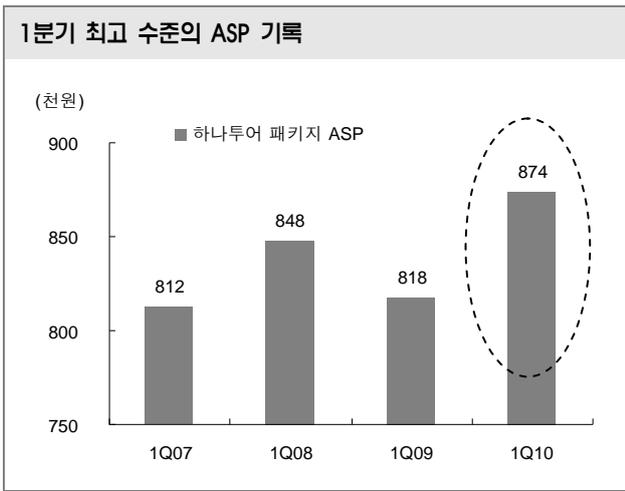


자료: 하나투어, 대신증권 리서치센터

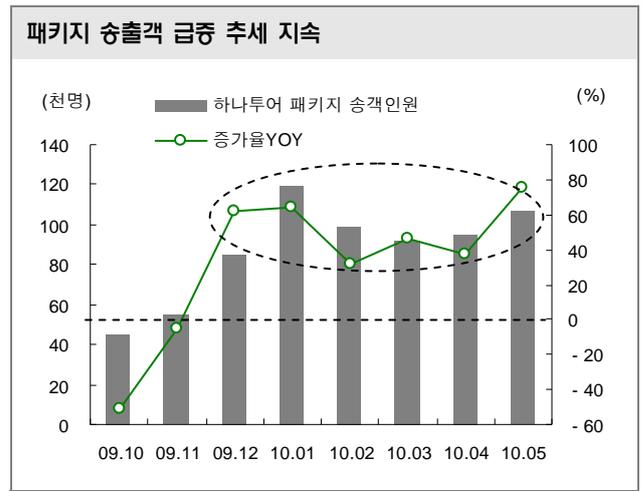
### 송출자, 객단가 모두 증가 추세

#### P, Q 모두 증가 추세

하나투어의 가장 중요한 Quantity 지표인 패키지 송출자수는 2009년 12월부터 평균 50% yoy 이상 급증하는 추세를 보이고 있다. 또한 Price 지표인 패키지 ASP도 2010년 1분기 87만4천원을 기록하며 작년대비는 물론 호황기 수준을 크게 상회하고 있는 것으로 분석되었다. 이 같은 송출자수 및 ASP 증가는 여행산업 호조에 따라 당분간 지속될 것으로 예상하며, 하나투어 실적 성장에 크게 기여할 것으로 판단된다.



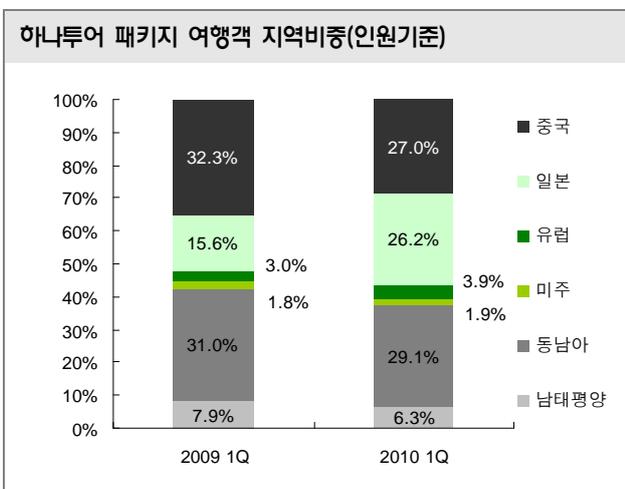
자료: 하나투어, 대신증권 리서치센터



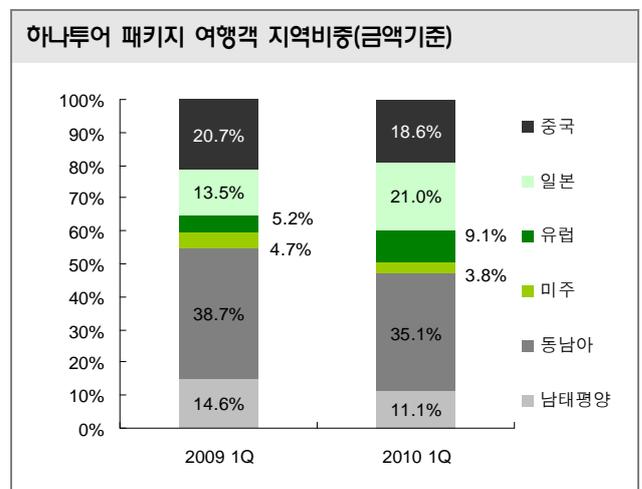
자료: 하나투어, 대신증권 리서치센터

#### 일본, 유럽 지역비중 확대

하나투어 패키지 상품 지역비중(금액기준)에서 유럽지역 및 일본지역의 증가세가 두드러진 것으로 분석되었다. 특히 객단가가 높은 유럽지역 비중확대는 전체 ASP에 매우 긍정적으로 작용하였으며, 가장 최근인 2010년 5월에는 ASP 1백만원을 기록하며 평균을 크게 상회하는 평균 객단가를 시현하였다.



자료: 하나투어, 대신증권 리서치센터



자료: 하나투어, 대신증권 리서치센터

재무제표

	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
매출액	173	124	218	270	311
증가율, YoY	-13.3	-28.3	76.0	24.0	15.2
매출원가	0	0	0	0	0
증가율, YoY	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액 대비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	173	124	218	270	311
매출액 대비	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	163	123	182	212	240
증가율, YoY	-0.2	-24.2	47.5	16.6	12.9
매출액 대비	94.3	99.7	83.5	78.6	77.0
영업이익	10	0	36	58	72
증가율, YoY	-72.7	-95.7	8,365.5	61.1	23.6
매출액 대비	5.7	0.3	16.5	21.4	23.0
EBITDA	13	3	39	61	74
증가율, YoY	-66.5	-74.3	1,088.4	56.6	22.4
매출액 대비	7.4	2.6	17.8	22.5	23.9
영업외손익	-2	-3	4	5	7
순이자비용	5	3	4	5	7
지분법손익	-1	-6	0	0	0
외환손익	-6	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	8	-3	40	63	79
법인세비용	3	2	11	17	22
세율	38.4	-61.7	27.5	27.5	27.5
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	-5	29	46	57
증가율, YoY	-81.3	-196.2	-697.7	59.1	24.6
매출액 대비	2.9	-3.9	13.3	17.0	18.4
EPS	433	-416	2,489	3,961	4,934

	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
EPS	433	-416	2,489	3,961	4,934
PER	53.8	-120.6	21.2	13.3	10.7
BPS	7,130	7,334	9,258	12,218	15,741
PBR	3.3	6.8	5.7	4.3	3.4
EBITDAPS	1,095	281	3,343	5,236	6,411
EV/EBITDA	16.5	159.5	13.4	7.9	5.9
SPS	14,874	10,666	18,771	23,271	26,812
PSR	1.6	4.7	2.8	2.3	2.0
CFPS	685	-172	2,735	4,207	5,179
DPS	722	465	805	1,282	1,597

	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
성장성					
매출액 증가율	-13.3	-28.3	76.0	24.0	15.2
영업이익 증가율	-72.7	-95.7	8,365.5	61.1	23.6
순이익 증가율	-81.3	-196.2	-697.7	59.1	24.6
수익성					
ROIC	-97.5	10.7	801.5	-3,715.0	-1,285.3
ROE	5.3	-5.4	28.3	35.3	34.1
안정성					
부채비율	72.4	78.5	81.4	70.3	59.9
순차입금비율	-67.9	-68.0	-80.4	-87.9	-92.4
이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 하나투어, 전망은 대신증권리서치센터

	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
유동자산	91	105	151	199	250
현금등가물	19	38	48	77	113
단기금융상품	42	24	43	53	61
매출채권	13	21	37	45	52
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	63	57	55	53	51
투자자산	23	17	15	12	10
유형자산	31	31	30	30	29
무형자산	7	6	6	6	6
기타비유동자산	3	4	5	5	7
자산총계	154	162	205	251	301
유동부채	64	71	92	104	113
매입채무	32	27	48	60	69
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	65	71	92	104	113
부채비율	42.0	44.0	44.9	41.3	37.4
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	61	72	72	72	72
자본조정	-24	-10	-10	-10	-10
기타포괄손익누계액	2	2	2	2	2
이익잉여금	45	21	43	77	118
자본총계	89	91	113	148	189
차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-61	-62	-91	-130	-174
순차입금 비율	-67.9	-68.0	-80.4	-87.9	-92.4

	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	9	11	45	60	71
당기순이익	5	-5	29	46	57
비현금항목 가감	18	19	12	12	12
감가상각비	3	3	3	3	3
외환손익	0	0	0	0	0
지분법손익	4	7	0	0	0
기타	11	9	9	9	9
자산부채 증감	-15	-3	5	2	2
투자활동현금흐름	-6	13	-28	-20	-18
투자자산	-9	-2	-16	-8	-5
유형자산	0	0	0	0	0
기타	3	16	-12	-12	-12
재무활동현금흐름	-31	-6	-7	-12	-16
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	-11	-5	-7	-12	-16
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-19	-1	0	0	0
현금의 증감	-28	19	11	28	36
기초 현금	47	19	38	48	77
기말 현금	19	38	48	77	113
Unleveraged CFO	6	9	43	56	66
NOPLAT	6	0	26	42	52

# 모두투어 (080160)

Buy (매수,신규)

## 업종내 가장 탄력적인 반등 예상!

### 목표주가 49,000 원, 매수(신규)

모두투어에 대한 목표주가를 49,000원, 투자등급을 매수로 신규 제시한다. 목표주가는 과거 평균 PER에서 41% 할인한 목표 PER 19.5배에 12개월 Forward EPS 2,545원을 적용하여 산출되었다. 투자이유를 매수로 제시하는 이유는 1) 여행산업 회복 속에서 동사는 가장 빠르게 M/S를 확대할 것으로 예상되며, 2) 2분기에 어닝서프라이즈를 기록할 것으로 전망되며, 3) 당분간 매분기 사상 최고 실적 갱신이 가능할 것으로 예상되기 때문이다.

### 업종 내 가장 탄력적 반등 기대

모두투어는 2010년에 업종 내에서 가장 탄력적인 반등을 시현할 것으로 전망된다. 그 이유는 1) 모두투어 송출자수 반등 속도가 전체출국자수 증가율을 크게 상회할 것으로 전망되며, 2) 여행 출국자 M/S를 빠르게 확대해 나가고 있으며, 3) 5월에 최고 수준의 ASP를 기록하며 ASP 증가 추세가 지속될 것으로 전망되기 때문이다.

모두투어는 6월 24일 기준 6월, 7월 패키지 예약인원이 작년 같은 기간대비 +98%, +119%를 기록하며 모객수 급등이 지속되고있다.

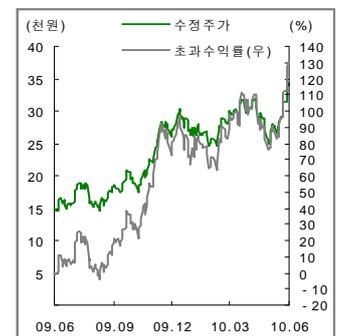
### 놓쳐선 안될 하반기 어닝모멘텀

모두투어는 2010년에 매출액 1,158억원 (+88.7% yoy), 영업이익 222억원 (+9,295% yoy)를 기록하며 최고 수준의 어닝모멘텀을 시현할 것으로 전망된다. 2010년 실적은 호황기였던 2007년과 비교해도 매출액 기준 22.7%, 영업이익의 55.0% 증가한 수준이다. 1분기까지는 여행수요의 빠른 증가에 공급이 부족한 점이 있었지만, 기존 항공사 좌석 확대 및 저가항공사 공급까지 더해져 향후 모두투어 실적 상승을 가속화 할 것으로 기대된다.

목표주가	49,000원
현재가('10/06/25)	34,000원
예상주가상승률(6M)	44.1%
시가총액	2,856억원
시가총액비중	0.3%
자본금(보통주)	42억원
액면가	500원
52주 최고/최저	34,400원 / 14,450원
120일 평균거래대금	27억원
KOSPI	1,729.84
발행주식수	8,400천주
외국인지분율	12.5%
자사주	4.29%
주요주주	
우종우 외 4	18.72%
프랭클린템플턴투자신탁운용 외 1	14.43%
배당수익률(09년)	0.18%

### Performance

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	36.5	23.3
6개월	24.8	28.0
12개월	127.4	130.1



### 영업실적 및 주요 투자지표

	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
매출액(십억원)	83	61	116	145	169
영업이익(십억원)	1	0	22	29	37
세전순이익(십억원)	1	1	24	32	41
순이익(십억원)	1	1	17	23	29
EPS(원)	74	144	2,108	2,782	3,508
증감률(%)	-94.6	96.0	1358.9	33.1	26.1
PER(배)	139.8	193.1	16.1	12.2	9.7
PBR(배)	1.8	4.7	4.2	3.2	2.5
ROE(%)	1.2	2.4	30.1	29.8	28.6

주: 모두투어, 대신증권리서치센터

### 목표주가 49,000원 제시

투자이견: 매수(BUY)

목표주가: 49,000 원

모두투어에 대한 투자이견을 매수, 목표주가를 49,000원으로 신규 제시한다. 목표주가는 과거 평균 PER 33.1배에서 41% 할인한 PER 19.5배에, 12개월 Forward EPS 2,545원을 적용하여 산출되었다. 할인율 41%는 과거대비 매출성장률이 하락할 것으로 예상되는 점을 감안하여 산출되었다. 평균 PER은 현재 여행산업이 고성장으로 재진입하고 있는 것으로 판단되기 때문에, 침체기 이전 정상영업이 가능했던 2005년부터 2007년까지의 기간의 PER을 사용하여 산출되었다.

RIM Valuation을 통한 목표주가는 47,808원 수준으로 나타났지만, 고성장 산업인 여행업종 목표주가 산정은 PER을 통해 산출하는 것이 적합하다고 판단되어 목표주가 산정에는 PER을 적용한다.

#### PER Valuation (2,545원 \* 19.5x = 49,551원)

	2005	2006	2007	2008	2009	2005 - 2007평균
기말	34.3	25.8	39.1	139.8	193.1	33.1
최고	37.8	311	43.2	743.6	195.9	
평균	25.2	22.4	32.5	349.2	114.1	
최저	17.7	14.7	17.5	73.4	54.7	

2004년 2007년 매출성장률 CAGR (A)	44.0%
2009년 2012년 Forward 매출성장률 CAGR (B)	25.9%
할인율 (Discount Rate = 1 - B/A) (C)	41.0%
2005년~2007년 평균 기말 PER (D)	33.1
적용 PER [D * (1 - C)]	19.5
적용 12개월 Forward EPS	2,545
목표주가 (적용PER * 적용 EPS)	49,551

자료: 대신증권리서치센터

#### Multi-Period RIM Valuation

(단위: 억원, 천주, 원, %)

	10F	11F	12F	13F	14F
자기자본	502	674	892	1,165	1,473
당기순이익	176	234	295	335	374
ROE	35.0	34.7	33.1	28.8	25.4
COE	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
ROE 스프레드	25.6	25.4	23.7	19.5	16.1
잔여이익	129	171	212	227	237
PVIF	0.96	0.88	0.80	0.73	0.67
잔여이익의 현재가치	123	149	169	166	159
잔여이익의 현재가치의 합	766				
계속가치	4,109				
계속가치의 현재가치	2,748				
주식가치	4,016				
유통주식수	8,400				
현재가	34,000				
주당가치	47,808				
Potential	40.6				

주: 무위험수익률 4.0%, Risk Premium 6.0%, 베타 0.79(52주), Terminal Growth 3% 적용

자료: 대신증권 리서치센터

### 모두투어 2010년 하반기 최고 수준의 어닝모멘텀 기대

#### 모두투어 업종 내 최고 수준의 어닝모멘텀 기대

모두투어는 2010년 전년대비 88.7% 수준의 매출액 성장을 시현하며 업계 최고 수준의 어닝모멘텀을 기록할 것으로 기대된다. 영업이익은 또한 급증할 것으로 전망된다. 2010년 모두투어 실적은 여행산업 최대 호황기였던 2007년과 비교해 보아도 매출액은 22.7%, 영업이익은 56.3% 수준의 큰 폭의 상승을 시현할 것으로 예상된다. 여행산업의 호황이 지속된다면 모두투어는 2010년 이후에도 매분기 사상 최대실적을 기록하며 당분간 고성장을 지속할 것으로 전망된다.

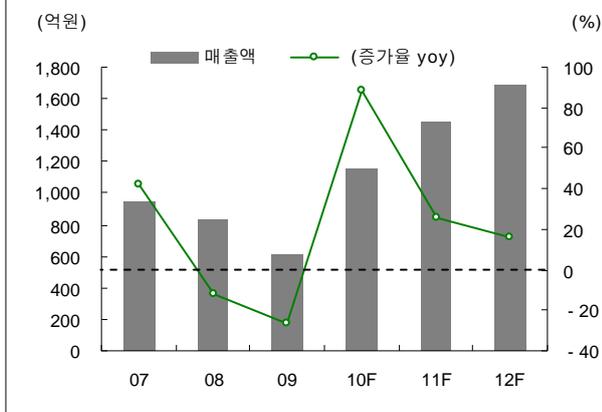
#### 모두투어 매출액 및 영업이익 전망

(단위: 억원)

	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10F	3Q10F	4Q10F	2009	2010F	2011F
매출액	178.3	164.7	250.0	254.0	358.6	295.3	613.8	1,158.0	1,452.8
(증가률yoy, %)	-22.9	30.1	91.8	80.9	101.1	79.3	-26.3	88.7	25.5
항공권판매	52.5	58.3	49.4	47.2	60.4	56.1	193.6	213.2	217.9
해외여행알선	117.6	98.4	189.9	194.8	285.6	226.5	388.1	896.8	1,162.2
기타수입	8.2	8.0	10.7	12.0	12.6	12.7	32.0	48.0	72.6
영업이익	3.9	-7.5	46.6	49.0	82.3	46.0	2.4	223.8	294.8
(증가율yoy, %)	-59.8	-79.6	1,331.4	1,771.3	1,987.6	흑전	-74.3	9,379.5	31.7
(영업이익률, %)	2.2	-4.5	18.6	19.3	22.9	15.6	0.4	19.3	20.3

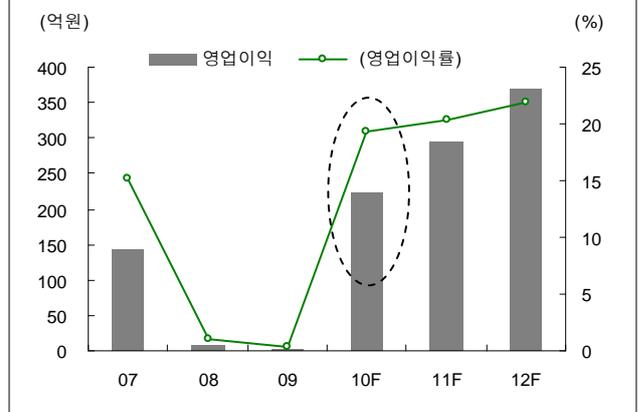
주: 대신증권리서치센터

#### 2010년 매출액 지난 호황기 수준 대폭 상회 전망



자료: 모두투어, 대신증권리서치센터

#### 빠른 영업이익 회복 예상

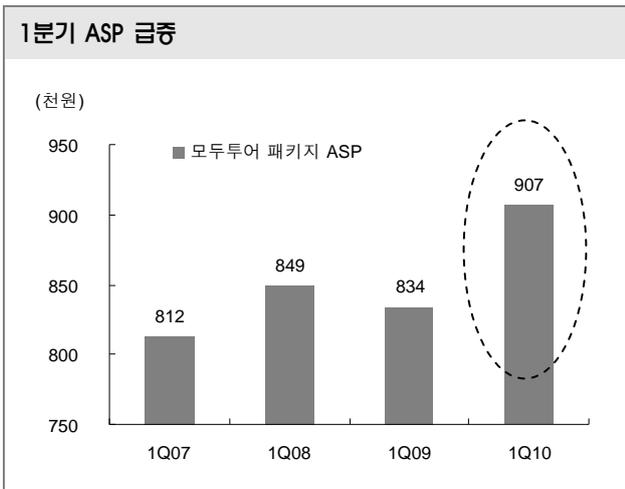


자료: 모두투어, 대신증권리서치센터

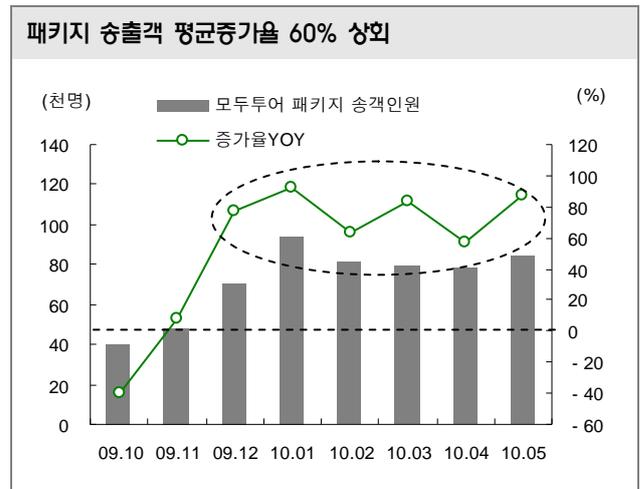
### ASP 가장 빠른 속도로 증가 중

#### P,Q 모두 증가추세

모두투어의 가장 중요한 Quantity지표인 패키지 송출자수는 2009년 12월부터 평균60% yoy 이상 급증하는 추세를 보이고있다. 또한 Price지표인 패키지 ASP도 2010년 1분기 91만원을 기록하며 작년대비는 물론 호황기와 대비해도 9만 5천원 증가한 수준이다. 이 같은 송출자수 및 ASP증가는 여행산업 호조에 따라 당분간 지속될 것으로 예상하며, 모두투어 실적 성장에 크게 기여할 것으로 판단된다. 특히 휴일이 많았던 5월에는 유럽 비중이 확대되며 ASP 1백1만원을 기록, 월간기준 사상 최고 수준에 근접한 ASP를 기록하였다.



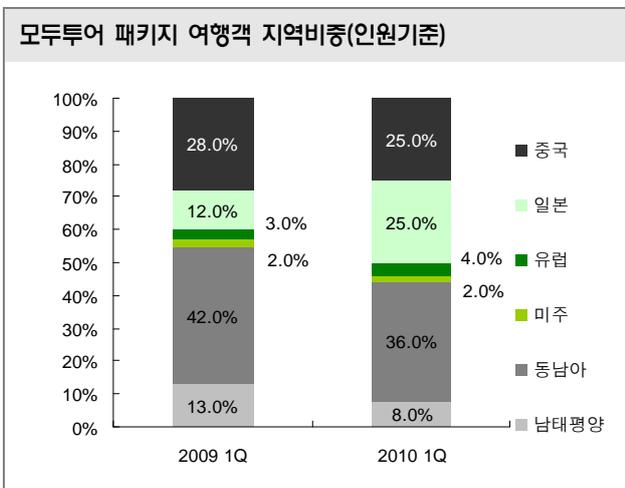
자료: 모두투어, 대신증권리서치센터



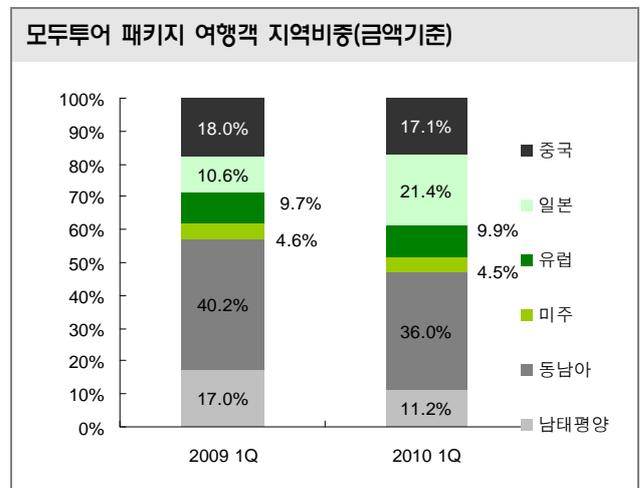
자료: 모두투어, 대신증권리서치센터

#### 모두투어 5월 유럽비중 25%까지 확대

모두투어 패키지상품 지역비중(금액기준)에서 유럽지역 및 일본지역의 증가세가 두드러진 것으로 분석되었다. 특히 모두투어는 객단가가 높은 유럽지역 비중을 5월달에 25%(금액기준)까지 확대하며 2분기 실적에 매우 긍정적으로 기여할 것으로 기대된다.



자료: 모두투어, 대신증권리서치센터



자료: 모두투어, 대신증권리서치센터

재무제표

손익계산서	(단위: 십억원, %)				
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
매출액	83	61	116	145	169
증가율, YoY	-11.7	-26.3	88.7	25.5	16.1
매출원가	0	0	0	0	0
증가율, YoY	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액 대비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	83	61	116	145	169
매출액 대비	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	82	61	93	116	132
증가율, YoY	2.9	-25.8	52.8	24.0	13.8
매출액 대비	98.9	99.6	80.7	79.7	78.1
영업이익	1	0	22	29	37
증가율, YoY	-93.6	-74.3	9,379.5	31.7	25.2
매출액 대비	1.1	0.4	19.3	20.3	21.9
EBITDA	2	1	23	30	37
증가율, YoY	-88.2	-49.5	2,478.0	30.7	24.7
매출액 대비	2.1	1.4	19.8	20.6	22.2
영업외손익	0	1	2	3	4
순이자비용	3	2	2	3	4
지분법손익	-1	-1	0	0	0
외환손익	-1	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1	1	24	32	41
법인세비용	1	0	7	9	11
세율	50.7	18.9	27.5	27.5	27.5
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1	1	18	23	29
증가율, YoY	-94.6	96.0	1,358.9	32.0	26.1
매출액 대비	0.7	2.0	15.3	16.1	17.5
EPS	74	144	2,108	2,782	3,509

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
EPS	74	144	2,108	2,782	3,509
PER	139.8	193.1	16.1	12.2	9.7
BPS	5,856	5,981	8,041	10,632	13,888
PBR	1.8	4.7	4.2	3.2	2.4
EBITDAPS	210	106	2,731	3,570	4,450
EV/EBITDA	34.8	209.8	10.0	7.1	5.0
SPS	9,913	7,307	13,785	17,295	20,082
PSR	1.0	3.8	2.5	2.0	1.7
CFPS	174	222	2,175	2,843	3,566
DPS	19	50	200	264	333

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
성장성					
매출액 증가율	-11.7	-26.3	88.7	25.5	16.1
영업이익 증가율	-93.6	-74.3	9,379.5	31.7	25.2
순이익 증가율	-94.6	96.0	1,358.9	32.0	26.1
수익성					
ROIC	-19.2	32.2	370.5	183.7	165.0
ROE	1.2	2.4	30.1	29.8	28.6
안정성					
부채비율	52.0	71.5	53.2	40.2	30.8
순차입금비율	-51.4	-94.8	-83.6	-82.8	-84.1
이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

대차대조표	(단위: 십억원, %)				
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
유동자산	48	78	97	121	149
현금등가물	12	17	16	16	22
단기금융상품	13	31	41	58	76
매출채권	4	11	20	25	30
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	27	8	6	5	3
투자자산	21	2	1	0	-1
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	5	5	4	4	3
자산총계	75	86	103	125	153
유동부채	22	31	31	31	31
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4	5	5	5	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	26	36	36	36	36
부채비율	34.2	41.7	34.7	28.7	23.5
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	30	30	30	30	30
자본조정	-8	-8	-8	-8	-8
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	23	24	41	63	91
자본총계	49	50	68	89	117
차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-25	-48	-56	-74	-98
순차입금 비율	-51.4	-94.8	-83.6	-82.8	-84.1

현금흐름표	(단위: 십억원, %)				
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	-5	5	11	21	28
당기순이익	1	1	18	23	29
비현금항목 가감	4	4	3	3	3
감가상각비	1	1	1	1	0
외환손익	0	0	0	0	0
지분법손익	1	1	0	0	0
기타	3	2	2	2	2
자산부채 증감	-10	0	-10	-6	-5
투자활동현금흐름	3	0	-12	-19	-19
투자자산	-20	0	-9	-17	-17
유형자산	-1	0	0	0	0
기타	23	0	-2	-2	-2
재무활동현금흐름	-9	0	0	-2	-2
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	-2	0	0	-2	-2
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-7	0	0	0	0
현금의 증감	-12	5	-1	0	6
기초 현금	23	12	17	16	16
기말 현금	12	17	16	16	22
Unleveraged CFO	-7	4	9	19	25
NOPLAT	0	0	16	21	27

자료: 모두투어, 전망은 대신증권리서치센터

Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 등 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영 하였습니다 (작성자: 김윤진).

투자등급관련사항

산업 투자의견

- 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 투자의견

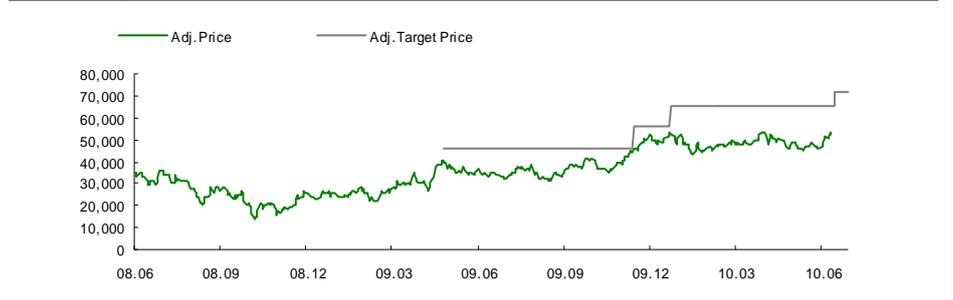
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

하나투어(039130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	10.06.28	담당자변경	10.06.17	10.04.02	10.03.03	10.02.04	10.01.07	09.11.30	09.11.14	09.11.11	09.05.16
투자의견	Buy		Buy								
목표주가	72,000		65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	56,000	46,000	46,000	46,000

제시일자	09.05.13
투자의견	Buy
목표주가	46,000



**모두투어(080160) 투자의견 및 목표주가 변경 내용**

제시일자 10.06.28  
 투자의견 Buy  
 목표주가 49,000

제시일자  
 투자의견  
 목표주가



본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.