

여행업종 투자 의견 하향

여행업종에 대한 투자 의견을 Neutral로 하향한다. 관광 출국자수가 양호하게 증가하고 있으나 하나투어/모두투어 주가가 각각 연초대비 KOSDAQ을 13%/27% 상회하면서 상당부분 반영되었고, 오히려 그 동안 여행시장 급회복 속에 가리워져 있던 비용증가 요인들이 부각되면서 실적이 기대치에 미치지 못할 것이기 때문이다. 각종 신사업 개발, 직원 성과급 등과 관련된 비용증가로 하나투어의 3분기/4분기 영업이익은 시장 컨센서스를 각각 12%/65% 하회할 것으로 예상되고, 모두투어의 3분기 영업이익은 컨센서스를 13% 상회하나 4분기에는 66% 하회할 전망이다.

선호종목은 모두투어(TP 45,000원, 목표 P/E 17배)를 제시한다. M/S 상승효과가 지속되면서 3분기 실적이 호조를 보일 것이고, 2011년 EPS를 기준으로 현재 P/E 13배 수준으로 하나투어의 20배에 비해 낮아 Valuation 상으로도 상대적으로 매력적이다. 하나투어에 대한 투자 의견은 Neutral로 하향하고, 목표주가도 56,000원(목표 P/E 21배)으로 하향한다. 직원 성과급 등의 비용증가 요인을 반영하여 2010년/2011년 추정 EPS를 각각 11%/12% 하향하였기 때문이다.

비상경영 종료되면서 비용증가 요인 발생

전년 동기 신종플루로 인한 기저효과와 대기수요, 그리고 선예약 증가추이 등을 고려할 때 하반기에도 출국자수 급증세가 지속될 것이다. 하지만 여행업계 비상경영이 종료되면서 그 동안 억눌려있던 비용구조가 정상화되어 4분기에는 본격적인 비용증가가 예상된다. 하나투어의 경우 신사업 개발비용과 성과급 등으로 3분기 영업이익이 시장 기대치인 145억원보다 적은 128억원으로 예상되고, 4분기에는 연간 성과급 지급이 예정되어 있어 시장 기대치인 60억원에 비해 40억원 적은 21억원의 영업이익이 예상된다. 모두투어도 4분기 성과급 지급이 예정되어 있어 영업이익이 11억원(vs. 컨센서스 33억원)에 머물 것이다.

Financial Data

(단위: 십억원, 원, %, 배)

업체	하나투어			모두투어		
현재주가	52,800			33,950		
목표주가	56,000			45,000		
상승여력	6.1			32.5		
회계연도	2009	2010F	2011F	2009	2010F	2011F
매출액	123.9	203.9	239.0	61.4	113.5	134.3
영업이익	0.4	28.4	36.5	0.2	19.9	25.5
세전이익	(3.0)	29.5	40.7	1.5	22.4	29.0
순이익	(4.8)	22.3	30.8	1.2	17.0	22.0
EPS	(416)	1,922	2,651	144	2,020	2,613
증감율	0.0	0.0	37.9	96.0	1,298.3	29.4
PER	(120.6)	27.9	20.3	193.1	16.7	12.9
PBR	5.3	4.9	4.1	4.0	3.8	3.0
EV/EBITDA	(171.6)	18.2	12.9	1,194.6	10.4	7.4
ROE	(5.4)	22.5	25.7	2.4	29.0	28.5

자료: 각사, 하나대투증권

Earnings Preview

Top Picks

종목명	투자 의견	목표주가(12M)
하나투어	Neutral	56,000원
모두투어	BUY	45,000원

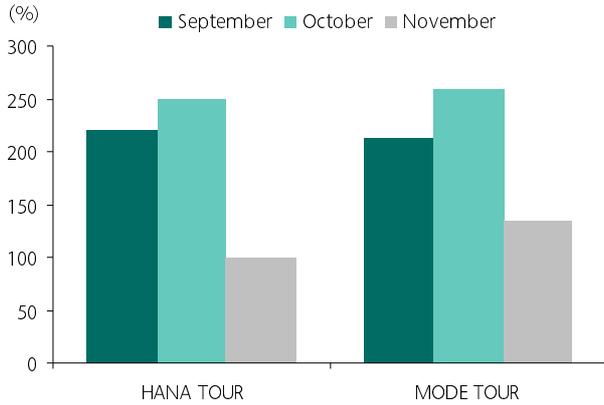


Analyst **송선재**

☎ 02-3771-7512

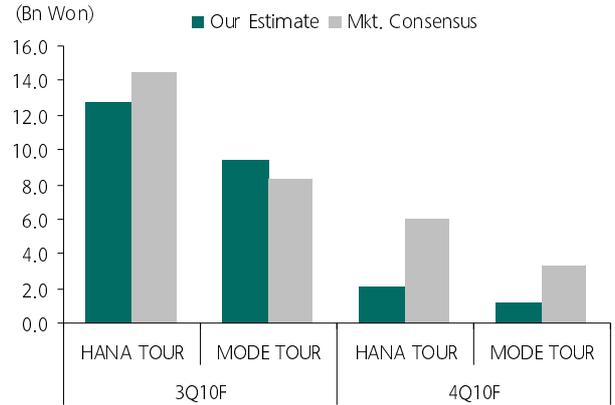
✉ sunjae.song@hanaw.com

그림 1. 선예약 증가를 추이는 양호한 편



자료: 각 사

그림 2. 하지만 하반기 영업이익은 시장 기대치에 못 미칠 듯



자료: 하나대투증권, Fnguide

표 1. 하나투어 3Q10 Preview

(단위: 십억원)

	3Q10F	3Q09	YoY	Consensus	Difference
매출액	64.1	34.5	85.4	65.3	-1.9
관광알선	52.0	24.5	112.8		
항공권대매	9.7	7.9	23.1		
기타	2.3	2.2	5		
영업이익	12.8	1.6	680	14.5	-12.0
세전이익	13.0	2.1	508.3	15.6	-16.4
순이익	10.2	1.4	646.7	11.4	-10.7
Margin					
영업이익률	19.9	4.7	15.2P	22.2	-2.3P
세전이익률	20.4	6.2	14.2P	23.9	-3.5P
순이익률	15.9	3.9	11.9P	17.5	-1.6P

자료: 하나투어, 하나대투증권

표 2. 모두투어 3Q10 Preview

(단위: 십억원)

	3Q10F	3Q09	YoY	Consensus	Difference
매출액	35.3	17.8	97.8	35.1	0.4
관광알선	26.3	11.8	124.1		
항공권대매	7.8	5.3	48.3		
기타	1.1	0.8	38.2		
영업이익	9.4	0.4	2,310.90	8.3	13.3
세전이익	10.0	0.6	1,573.60	8.9	12.7
순이익	7.6	0.4	1,667.80	6.4	18.5
Margin					
영업이익률	26.7	2.2	24.5P	23.6	3.0P
세전이익률	28.5	3.4	25.1P	25.4	3.1P
순이익률	21.5	2.4	19.1P	18.2	3.3P

자료: 모두투어, 하나대투증권

표 3. 하나투어 분기별 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10F	4Q10F
매출액	30.6	29.6	34.8	28.8	48.5	48.5	64.1	42.9
영업이익	0.1	0.0	1.6	-1.2	9.0	4.6	12.8	2.1
세전이익	-1.3	-0.1	2.1	-3.8	9.2	5.7	13.0	1.6
순이익	-1.8	-0.4	1.4	-3.9	6.7	4.3	10.2	1.1
YoY								
매출액	-46.9	-32.5	-19.9	3.8	58.3	63.5	83.8	49.0
영업이익	-99.4	적전	-8.3	적지	13,329.5	흑전	680.0	흑전
세전이익	적전	적전	80.4	적지	흑전	흑전	508.3	흑전
순이익	적전	적전	186.0	적지	흑전	흑전	646.7	흑전

자료: 하나투어, 하나대투증권

표 4. 모두투어 분기별 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10F	4Q10F
매출액	13.0	14.1	17.8	16.5	25.0	26.3	35.3	26.9
영업이익	0.3	0.3	0.4	-0.8	4.7	4.8	9.4	1.1
세전이익	0.7	0.6	0.6	-0.4	5.2	4.6	10.0	2.6
순이익	0.5	0.4	0.4	-0.2	4.0	3.5	7.6	1.9
YoY								
매출액	-50.9	-32.6	-23.0	30.1	91.8	86.8	97.8	63.3
영업이익	-93.9	-115.9	-60.3	적지	1,331.4	1,609.6	2,310.9	흑전
세전이익	-89.0	-133.3	-65.5	적지	662.2	706.3	1,573.6	흑전
순이익	-88.6	-132.8	-65.5	적지	668.5	730.2	1,667.8	흑전

자료: 모두투어, 하나대투증권

하나투어 추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	172.8	123.9	203.9	239.0	266.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	172.8	123.9	203.9	239.0	266.7
판매비	163.0	123.5	175.5	202.5	225.3
영업이익	9.8	0.4	28.4	36.5	41.4
영업외손익	(1.6)	(3.4)	1.2	4.3	6.0
이자손익	4.9	2.9	3.7	5.0	6.1
지분법손익	(1.0)	(6.4)	(2.0)	(1.0)	0.0
외환손익	(5.7)	(0.1)	(0.5)	0.4	0.0
기타	0.2	0.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)
세전이익	8.2	(3.0)	29.5	40.7	47.4
법인세	3.1	1.8	7.2	9.9	11.6
계속사업이익	5.0	(4.8)	22.3	30.8	35.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	5.0	(4.8)	22.3	30.8	35.8
NOPAT	2.0	(9.5)	19.5	27.0	31.2
EBITDA	6.2	(3.0)	28.7	38.8	44.6
성장성(%)					
매출액증가율	(13.3)	(28.3)	64.6	17.2	11.6
EBITDA증가율	(83.3)	0.0	0.0	35.2	14.9
영업이익증가율	(72.7)	(95.7)	6,577.6	28.5	13.4
계속사업이익증가율	(81.3)	0.0	0.0	37.9	16.3
EPS증가율	(81.3)	0.0	0.0	37.9	16.3
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	3.6	(2.4)	14.1	16.2	16.7
영업이익률	5.7	0.3	13.9	15.3	15.5
계속사업이익률	2.9	(3.9)	11.0	12.9	13.4

투자지표

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
주당지표(원)					
EPS	433	(416)	1,922	2,651	3,084
BPS	9,842	9,538	10,990	13,073	15,446
CFPS	572	860	4,504	3,451	4,304
EBITDAPS	530	(260)	2,473	3,343	3,840
DPS	14,874	10,666	17,551	20,573	22,956
DPS	750	500	600	750	800
주가지표(배)					
PER	53.8	(120.6)	27.9	20.3	17.4
PBR	2.4	5.3	4.9	4.1	3.5
PCFR	40.7	58.4	11.9	15.6	12.5
EV/EBITDA	33.8	(171.6)	18.2	12.9	10.6
PSR	1.6	4.7	3.1	2.6	2.3
재무비율(%)					
ROE	5.3	(5.4)	22.5	25.7	24.6
ROA	3.0	(3.1)	12.4	14.4	14.4
ROIC	13.1	(35.5)	111.5	281.3	295.4
부채비율	72.4	78.5	83.9	74.5	68.1
순부채비율	(70.2)	(70.6)	(92.3)	(91.7)	(93.6)
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2010	2011	12M Fwd	2010	2011
Korea	9.2	8.6	8.8	55.5	6.4
Emerging Market	12.0	10.2	10.7	34.0	16.8
World	12.9	11.0	11.6	35.8	16.4

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
유동자산	90.8	105.2	138.3	166.7	200.1
현금 및 현금성자산	18.7	37.5	61.7	72.4	80.7
단기투자자산	44.1	26.7	37.8	48.7	68.6
매출채권	13.1	20.9	20.1	23.8	26.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	14.9	20.2	18.6	21.8	24.0
비유동자산	63.4	57.1	60.0	63.6	68.1
투자자산	22.6	17.1	15.9	16.1	17.2
유형자산	31.1	30.5	33.4	36.5	39.6
무형자산	6.6	5.7	4.6	3.8	3.3
자산총계	154.2	162.3	198.3	230.3	268.3
유동부채	63.8	71.2	90.0	97.8	108.2
매입채무	31.8	27.4	25.0	24.4	31.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	32.0	43.8	65.0	73.4	76.3
비유동부채	1.0	0.1	0.5	0.5	0.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.0	0.1	0.5	0.5	0.5
부채총계	64.8	71.3	90.5	98.3	108.7
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	60.7	72.2	72.2	72.2	72.2
자본조정	(23.9)	(9.7)	(9.7)	(9.7)	(9.7)
기타포괄손익누계액	1.9	2.2	2.2	2.2	2.2
이익잉여금	44.9	20.5	37.4	61.6	89.1
자본총계	89.4	90.9	107.8	132.0	159.6
순부채	(62.8)	(64.2)	(99.5)	(121.1)	(149.4)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	3.6	5.3	49.5	36.3	45.4
당기순이익	5.0	(4.8)	22.3	30.8	35.8
비현금항목 가감	13.3	12.8	9.6	8.1	8.2
감가상각비	2.9	2.8	2.9	3.1	3.4
외환손익	5.7	0.1	0.5	(0.4)	0.0
지분법손익	1.0	6.4	2.0	1.0	0.0
기타	3.6	3.4	4.3	4.4	4.8
운전자본 증감	(14.8)	(2.6)	17.6	(2.6)	1.4
투자활동현금흐름	(12.7)	28.0	(16.7)	(15.6)	(24.9)
투자자산감소(증가)	(8.3)	(0.9)	(0.8)	(1.2)	(1.1)
유형자산감소(증가)	(0.4)	(0.4)	(4.3)	(5.0)	(5.5)
기타투자활동	(3.9)	29.4	(11.6)	(9.4)	(18.3)
재무활동현금흐름	(19.3)	(14.6)	(8.6)	(10.1)	(12.1)
사채/차입금증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유상증자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금배당	(11.3)	(5.4)	(5.5)	(6.6)	(8.3)
기타재무활동	(8.0)	(9.2)	(3.2)	(3.5)	(3.9)
현금의 증감	(28.3)	18.8	24.2	10.6	8.4
Unlevered CFO	6.6	10.0	52.3	40.1	50.0
Free Cash Flow	(20.9)	(9.6)	38.0	24.4	31.9

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2010	2011	12M Fwd	2010	2011
Korea	10.0	9.4	9.6	10.9	7.4
Emerging Market	16.0	14.1	14.7	18.4	13.7
World	17.9	15.5	16.1	14.7	15.2

* MSCI Hotels Restaurants & Leisure Industry

모두투어 추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	83.3	61.4	113.5	134.3	149.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	83.3	61.4	113.5	134.3	149.5
판매비	82.3	61.1	93.5	108.8	120.4
영업이익	0.9	0.2	19.9	25.5	29.1
영업외손익	0.3	1.3	2.5	3.6	4.7
이자손익	2.9	2.0	2.6	3.5	4.5
지분법손익	(1.2)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.4)
외환손익	(0.9)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(0.5)	0.1	0.5	0.5	0.5
세전이익	1.3	1.5	22.4	29.0	33.8
법인세	0.6	0.3	5.5	7.1	8.3
계속사업이익	0.6	1.2	17.0	22.0	25.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.6	1.2	17.0	22.0	25.6
NOPAT	(0.8)	(0.4)	15.0	19.3	22.1
EBITDA	(0.8)	0.2	20.4	26.1	29.8
성장성(%)					
매출액증가율	(11.7)	(26.3)	84.9	18.3	11.4
EBITDA증가율	0.0	0.0	13,041.3	27.4	14.4
영업이익증가율	(93.6)	(74.3)	8,340.9	27.8	14.5
계속사업이익증가율	(94.6)	96.0	1,298.3	29.4	16.5
EPS증가율	(94.6)	96.0	1,298.3	29.4	16.5
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	(0.9)	0.3	18.0	19.4	19.9
영업이익률	1.1	0.4	17.6	19.0	19.5
계속사업이익률	0.7	2.0	15.0	16.3	17.1

투자지표

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
주당지표(원)					
EPS	74	144	2,020	2,613	3,044
BPS	6,818	6,943	8,915	11,337	14,143
CFPS	(324)	809	3,319	3,364	3,846
EBITDAPS	(92)	19	2,434	3,102	3,549
SPS	9,913	7,307	13,508	15,985	17,799
DPS	20	50	200	250	300
주가지표(배)					
PER	139.8	193.1	16.7	12.9	11.1
PBR	1.5	4.0	3.8	3.0	2.4
PCFR	(31.8)	34.5	10.2	10.0	8.8
EV/EBITDA	(56.7)	1,194.6	10.4	7.4	5.6
PSR	1.0	3.8	2.5	2.1	1.9
재무비율(%)					
ROE	1.2	2.4	29.0	28.5	25.8
ROA	0.7	1.5	17.2	17.4	16.4
ROIC	0.0	(9.7)	0.0	0.0	0.0
부채비율	52.0	71.5	66.5	61.0	54.1
순부채비율	(86.7)	(96.5)	(104.2)	(105.0)	(104.9)
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2010	2011	12M Fwd	2010	2011
Korea	9.2	8.6	8.8	55.5	6.4
Emerging Market	12.0	10.2	10.7	34.0	16.8
World	12.9	11.0	11.6	35.8	16.4

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
유동자산	47.8	78.4	100.4	127.9	156.6
현금 및 현금성자산	11.8	16.9	31.2	37.0	41.2
단기투자자산	13.7	31.6	38.4	54.5	75.0
매출채권	3.9	10.7	10.1	11.9	13.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	18.4	19.2	20.7	24.4	27.2
비유동자산	27.0	7.7	10.9	12.5	13.9
투자자산	20.6	2.1	1.4	1.4	1.7
유형자산	1.1	0.8	0.8	0.7	0.7
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	74.8	86.2	111.3	140.4	170.6
유동부채	21.8	31.1	38.8	45.9	51.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	21.8	31.1	38.8	45.9	51.1
비유동부채	3.8	4.8	5.7	7.3	8.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	3.8	4.8	5.7	7.3	8.8
부채총계	25.6	35.9	44.4	53.2	59.9
자본금	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
자본잉여금	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
자본조정	(8.1)	(8.1)	(8.1)	(8.1)	(8.1)
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	23.0	24.1	40.7	61.0	84.6
자본총계	49.2	50.2	66.8	87.2	110.7
순부채	(42.6)	(48.5)	(69.6)	(91.5)	(116.1)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	(4.1)	5.2	25.9	25.6	28.9
당기순이익	0.6	1.2	17.0	22.0	25.6
비현금항목 가감	5.5	3.5	3.8	4.1	4.3
감가상각비	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
외환손익	0.9	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.2	0.6	0.6	0.5	0.4
기타	2.6	2.1	2.7	3.1	3.4
운전자본 증감	(10.3)	0.4	5.1	(0.5)	(1.0)
투자활동현금흐름	(9.5)	1.1	(9.0)	(16.4)	(20.3)
투자자산감소(증가)	(18.2)	17.9	0.2	(0.5)	(0.7)
유형자산감소(증가)	(0.7)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
기타투자활동	9.5	(16.3)	(8.7)	(15.4)	(19.2)
재무활동현금흐름	2.1	(1.2)	(2.6)	(3.4)	(4.4)
사채/차입금증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유상증자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금배당	(2.4)	(0.2)	(0.4)	(1.6)	(2.0)
기타재무활동	4.5	(1.0)	(2.2)	(1.8)	(2.3)
현금의 증감	(11.5)	5.1	14.3	5.7	4.2
Unlevered CFO	(2.7)	6.8	27.9	28.3	32.3
Free Cash Flow	(10.8)	4.4	19.6	20.8	23.2

Sector Aggregates

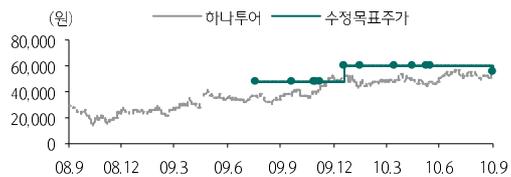
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2010	2011	12M Fwd	2010	2011
Korea	10.0	9.4	9.6	10.9	7.4
Emerging Market	16.0	14.1	14.7	18.4	13.7
World	17.9	15.5	16.1	14.7	15.2

* MSCI Hotels Restaurants & Leisure Industry

투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

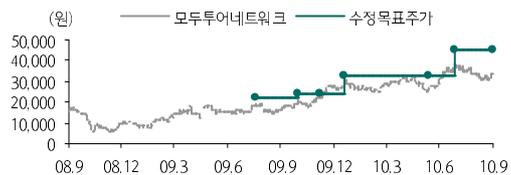
▶ 하나투어

날짜	투자이견	목표주가
10.9.17	Neutral	56,000 원
10.1.4	BUY	60,000 원
09.8.3	BUY	47,000 원



▶ 모두투어

날짜	투자이견	목표주가
10.7.13	BUY	45,000 원
10.1.4	BUY	33,000 원
09.10.16	BUY	23,600 원
09.8.3	BUY	22,000 원



투자이견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석

분류	적용기준
Overweight(비중확대)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자이견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2010년 9월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2010년 9월 17일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.