

임성환
02) 3772-1527
sh.lim@goodi.com

여행산업 2011년이 더 좋다!

3Q10 실적 모두투어 컨센서스 상회 vs. 하나투어 다소 부진 3분기중 패키지 송출객수는 하나투어 36.8만명, 모두투어 21.1만명으로, 최거의 호황기였던 2007년 3분기 대비 각각 9.4%, 25.7% 증가한 것으로 추정된다. 모두투어의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 380억원(+113.4% YoY), 88억원(OPM 23.2%)으로 컨센서스를 상회하는 양호한 실적이 예상된다. 2007년 3분기와 비교해도 영업이익이 76% 크게 증가한 수준이다. 반면, 하나투어의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 642억원(+84.3% YoY)과 124억원(OPM 19.3%)으로 컨센서스를 하회할 것으로 보여지는데 이는 온라인 포털사업 추진으로 분기당 25.5억원의 추가 비용이 발생했기 때문이다. 만일 추가 비용을 배제할 경우 하나투어도 2007년 3분기의 영업이익 규모를 9.8% 상회하였을 것으로 추정된다.

2011년 하나투어와 모두투어 양호한 외형 증가와 높은 수익성 개선 기대 일부 시장 참가자들은 지난 2년간 내수경기 침체와 신종플루 여파로 이월된 여행수요가 올해 일시적으로 반영되었다고 판단, 2011년 여행업의 성장을 및 수익성 둔화에 대한 우려가 상존한다. 그러나 당사는 2011년에도 여행산업을 둘러싼 제반 여건 개선으로 실적호전 추세가 이어질 것으로 전망한다. 올해 급증세를 보인 전체 출국자수 증가율은 2011년 10.8% 증가할 것으로 예상되며, 여행업 선두업체인 하나투어와 모두투어의 매출 성장률은 국내 출국자수 성장률을 상회할 전망이다. 특히 수익성 측면에서 올해보다 빠르게 개선되어, 영업이익 증가율이 두드러질 전망이다. 이렇듯 수익 전망을 낙관하는 근거는 1) 원달러 환율 하락에 따른 지상비 감소와 해외 여행객 수 증대, 2) 외항사 및 저가항공사 해외노선 취항 확대에 따른 좌석 공급 확대와 항공료 인상 요인 축소, 3) 마진이 높은 구미지역 등 중장거리 여행 비중의 점진적 확대 등을 들 수 있다.

여행업종에 대해 비중확대 유지: 원화강세 수혜주이며 2011년 실적호전 업종으로 여행산업에 대해 비중확대 의견을 유지하며 하나투어(TP 67,000원), 모두투어(TP 42,000원)에 대해 매수의견을 제시한다.

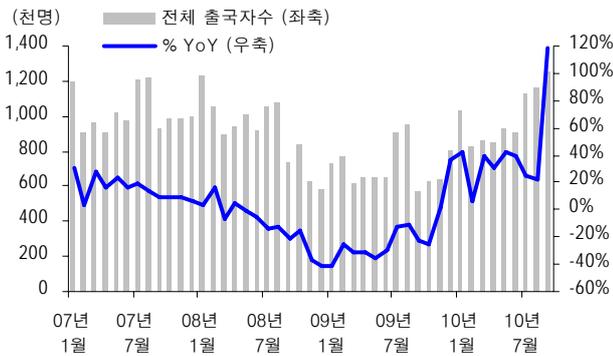
3분기 실적 Preview

- ▶ 하나투어 3분기 추정실적: 매출액 642억원(+84.3% YoY), 영업이익 124억원(OPM 19.3%)
- ▶ 모두투어 3분기 추정실적: 매출액 380억원(+113.4 YoY), 영업이익 88억원(OPM 23.2%)
- ▶ 하나투어 신사업 추진에 따른 비용 부담으로 컨센서스 하회하는 반면 모두투어의 경우 시장 점유율 상승과 효율적인 비용관리로 컨센서스 상회할 전망

하나투어와 모두투어의 3Q10 패키지 송출객수 2007년 수준 크게 상회

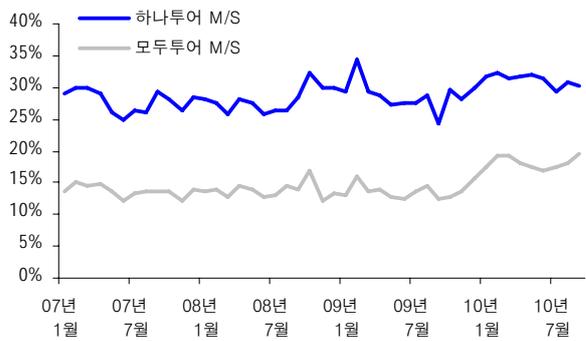
계절적 성수기와 여행수요 회복, 9월 추석연휴 효과 등에 따라 3분기 여행사의 뚜렷한 실적 개선이 기대되고 있다. 전체 출국자수가 올해 상반기중에는 사상 최대치를 기록했던 2007년 수준의 91%까지 회복되는 모습을 보이다가 3분기 들어서는 2007년 3분기 보다도 5.9% 증가하는 추세를 보이고 있다. 이러한 수요의 성장기 재진입 국면에서 하나투어와 모두투어의 점유율 또한 지속적으로 상승하며 양사의 패키지 송출객수는 이미 2007년 수준을 크게 넘어서고 있다. 3분기중 패키지 송출객수는 하나투어 36.8만명, 모두투어 21.1만명으로 2007년 3분기 대비 각각 9.4%, 25.7% 증가한 것으로 추정된다.

전체 출국자수 월별 추이



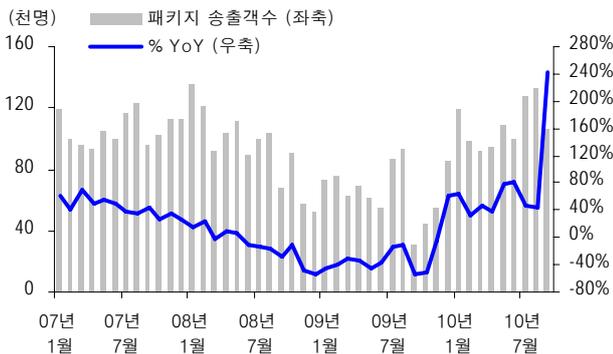
자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

상위 30개 업체 내 하나투어, 모두투어의 패키지 M/S 추이



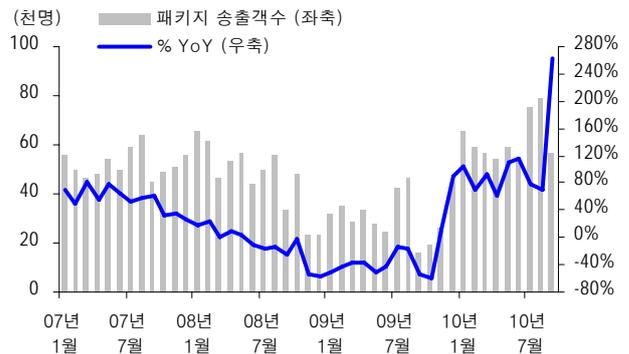
자료: 한국일본여행업협회, 한국관광협회중앙회, 신한금융투자 추정

하나투어 패키지 송출객수 추이



자료: 하나투어, 신한금융투자 추정

모두투어 패키지 송출객수 추이



자료: 모두투어, 신한금융투자 추정

하나투어 3Q10 영업이익 컨센서스 하회할 전망

하나투어의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 642억원(+84.3% YoY)과 124억원(OPM 19.3%)이 예상된다. 매출액의 경우 컨센서스에 부합하는 수준이나 영업이익은 기대치를 하회할 것으로 보여진다. 분기 최대 실적을 달성했던 3Q07과 비교시 외형은 5.9% 증가한 반면 영업이익은 -8.9% 감소한 수준이다. 주요 요인은 급격한 수요회복에 따른 항공료 상승과 2007년에 비해 높아진 원/달러 환율에 따른 지상비 부담 등으로 수탁금의 매출 인식률이 감소한 점과 온라인 여행 포털 사업 추진에 따른 비용 증가로 판단된다.

(십억원)	3Q07	3Q08	3Q09	3Q10E	% YoY	Consensus	Var. (%)
영업수익	60.6	43.5	34.8	64.2	84.3	65.2	(1.5)
영업이익	13.6	1.8	1.6	12.4	659.4	14.3	(13.1)
세전이익	14.5	1.2	2.1	14.1	556.9	15.3	(7.9)
순이익	9.7	0.5	1.4	10.6	680.5	11.3	(5.9)
영업이익률 (%)	22.5	4.1	4.7	19.3		21.9	
세전이익률 (%)	23.9	2.7	6.2	21.9		23.5	
순이익률 (%)	16.1	1.1	3.9	16.6		17.3	

자료: 하나투어, FnGuide, 신한금융투자 추정

신규사업 추진에 따른 추가비용 분기당 25.5억원 발생

하나투어는 최근 높은 증가세를 나타내고 있는 자유여행(FIT) 수요와 온라인 시장을 선점하기 위해 하나투어닷컴의 개편을 통한 온라인 포털 비즈니스를 진행중이며 올해 하반기부터 신사업 추진 비용으로 분기당 25.5억원의 추가 비용이 발생하고 있다. 만일 추가 비용을 배제하였을 경우 2007년 3분기의 영업이익 규모를 9.8% 상회하였을 것으로 추정된다. 신사업의 본격적인 영업활동은 2011년 5월로 계획하고 있어 내년 상반기까지는 실적 부담으로 작용할 전망이다.

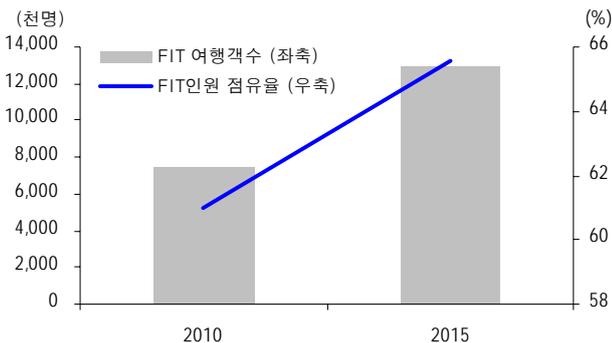
구분	비용 (억원)	비고
인건비	43.0	신사업 추진에 따른 110명 인력 재배치/신규채용
IT 관련 투자	59.7	IT감가상각비 및 IT 운용비
기타	11.1	해외법인 투자
총계	102.8	월 8.5억원 추가 비용 발생

자료: 하나투어

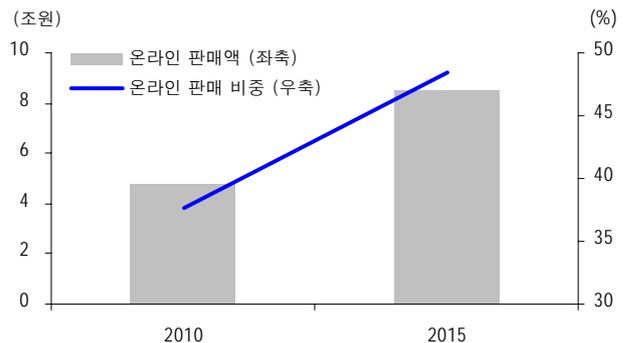
신규 사업 추진에 따른 단기 실적 둔화에도 불구하고 FIT/온라인 시장 선점 효과에 대해 긍정적으로 평가

그러나 최근 전체 여행시장 성장률을 상회하는 FIT 시장 및 온라인 시장을 감안하면 장기 성장성 측면에서 경쟁사와 차별화 될 수 있는 의미있는 투자라 판단된다. 당사가 추정하는 국내 총 출국자수는 2015년 까지 연평균 10% 증가가 예상되는 반면 FIT와 온라인 판매액은 이를 상회하는 12%대의 증가가 예상된다. 특히 FIT를 이용한 출국자수 비중이 2015년 65.6%까지 상승할 것으로 예상되고 항공사의 체로커미션 도입에 따라, 여행사 입장에서는 볼륨인센티브의 중요성이 커지고 있는 현 시점에서 하나투어의 이와 같은 경영 전략은 볼륨 확보에도 유리하게 작용할 것으로 기대된다.

FIT여행객수 2015년까지 연평균 12% 증가할 전망



온라인 판매액 또한 연평균 12% 증가



자료:업계자료, 신한금융투자 추정

자료: 업계자료, 신한금융투자

**모두투어의 3분기 시장 점유율
상승과 효율적인 비용관리로
컨센서스 상회할 전망**

모두투어의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 380억원(+113.4% YoY), 88억원(OPM 23.2%)으로 컨센서스를 상회하는 양호한 실적을 기록할 것으로 예상된다. 모두투어의 점유율 상승이 경쟁사 대비 빠르게 나타나며 외형이 시장 기대치를 상회할 전망이다. 또한 당초 3분기가 계절적 성수기임에도 불구하고 인건비 인상분 소급 적용과 상여급 지급으로 수익성에 부담이 될 것으로 예상하였으나, 인건비 관련 추가적인 비용이 10억원 수준에 그치며 수익성이 전분기에 비해 크게 상승할 것으로 보여진다. 특히 주요 사업 전략이 대규모 비용 투자 없는 유통망 및 제휴마케팅 확대 등 효율적인 비용관리에 따른 수익성 개선이 빠르게 나타나고 있다.

모두투어 3Q10E 실적 Preview							
(십억원)	3Q07	3Q08	3Q09	3Q10E	% YoY	Consensus	Var. (%)
영업수익	29.5	23.1	17.8	38.0	113.4	35.1	8.4
영업이익	5.0	1.0	0.4	8.8	2167.1	8.4	5.3
세전이익	5.8	1.7	0.6	9.5	1485.5	9.0	5.6
순이익	4.1	1.2	0.4	7.2	1572.6	6.5	10.4
영업이익률 (%)	16.9	4.2	2.2	23.2		23.9	
세전이익률 (%)	19.6	7.5	3.4	25.0		25.6	
순이익률 (%)	13.8	5.4	2.4	18.9		18.5	

자료: 모두투어, FnGuide, 신한금융투자 추정

여행업계 2011년이 더 좋다!

- 메이저 항공사의 항공료 인상 완화 + 외항사/저가항공사의 국제선 운항 확대
- 환율 하락 안정화에 따른 지상비 부담 감소
- 대리점 수수료와 인센티브 비중 감소에 따른 수익성 개선

2010년 여행사의 더딘 수익성 개선 속도의 주요 요인은 매출 인식을 둔화와 성과급 증가

하나투어의 2010년 실적은 2007년 수준을 상회하는 외형 증가에도 불구하고 수익성 측면에서는 2007년 수준을 하회할 것으로 전망된다. 모두투어의 2010년 실적 또한 높은 외형 증가에도 영업이익률 개선폭은 2007년 대비 1.7%p에 그칠 것으로 보인다. 영업이익률이 빠르게 개선되지 않고 있는 주요 요인은 항공사의 항공료 인상과 원화 약세 지속에 따른 지상비 상승으로 수탁금의 영업수익 인식률이 둔화되었기 때문이다. 이에 따라 수탁금 기준으로 지급되는 대리점 수수료의 영업수익 대비 비중이 확대 되었다. 또한 연초 설정했던 보수적인 경영계획을 크게 초과하며 연말 성과급이 크게 급증할 것으로 예상되고 있다. 그러나 이러한 수익성에 대한 부정적인 요인들이 2011년부터 크게 개선될 것으로 기대되고 있으며 이에 따른 수익성 회복도 빠르게 나타날 전망이다.

하나투어 연간 실적 및 투자 지표

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2007	199.3	35.9	39.9	26.9	2,314	(21.1)	33.0	20.8	8.9	28.0
2008	172.8	9.8	8.2	5.0	433	(81.3)	93.4	32.0	5.3	5.3
2009	123.9	0.4	(3.0)	(4.8)	(416)	-	-	102.7	4.4	(5.4)
2010E	214.1	28.4	33.2	25.0	2,156	-	23.7	15.6	5.4	24.9
2011E	258.5	44.3	50.8	38.4	3,302	53.2	15.5	9.5	4.2	30.4

자료: 하나투어, 신한금융투자 추정

모두투어 연간 실적 및 투자 지표

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2007	94.4	14.3	15.9	11.4	1,353	31.6	32.5	20.5	6.4	21.5
2008	83.3	0.9	1.3	0.6	74	(94.6)	349.2	108.2	4.4	1.2
2009	61.4	0.2	1.5	1.2	144	96.0	114.1	101.1	2.8	2.4
2010E	117.1	19.7	22.1	16.7	1,990	1,277.3	17.3	11.1	4.4	28.6
2011E	141.3	29.9	33.3	25.1	2,994	50.4	11.5	6.7	3.2	32.1

자료: 모두투어, 신한금융투자 추정

하나투어와 모두투어의 수익률 2011년 크게 개선될 전망

일부 시장 참가자들이 여행산업에 대해 가지고 있는 우려 요인은 “지난 2년간 내수경기 침체와 신종플루 여파로 이월된 여행수요가 올해 일시적으로 반영되었다고 판단, 2011년 여행업체의 성장률 및 수익 신장세가 크게 둔화되는 것이 아닌가”에 대한 우려라고 판단된다. 그러나 당사는 내년도 여행산업을 둘러싼 제반 환경이 올해보다 크게 개선되며 여행업체들의 두자리 수 매출성장과 더불어 수익성이 수반될 것으로 전망한다. 올해 급증세를 보인 전체 출국자수 증가율은 2011년 10.8% 증가할 것으로 예상되며, 여행업 선두업체인 하나투어와 모두투어의 매출 성장률은 국내 출국자 수 증가율을 크게 웃돌 것으로 추정된다. 특히 수익성 측면에서 올해보다 빠르게 개선되어 수익 증가 폭이 두드러질 것으로 전망한다. 이렇듯 당사가 여행산업에 대해 긍정적인 시각을 유지하는 근거는 다음과 같다.

2011년 여행산업 핵심 이슈	
Positive	Negative
- 달러 대비 원화 강세 전망 → 출국자수 증가에 긍정적 영향 → 외화지급 지상비 감소로 여행사 매출인식을 개선 → 수탁금 축소에 따른 지급수수료 감소	- 유가 급등에 대한 우려 → 항공료 인상 요인으로 작용
- 외항사, 저가항공사 국제선 증편에 따른 좌석 공급 확대 → 여행사 가격 및 하드블럭 교섭력 제고 → 저가패키지 상품 개발에 따른 여행수요 창출 → 항공료 인상 억제로 여행사 매출인식을 개선	- 엔고 진행으로 일본 지역으로의 여행 수요 위축 - 대한항공 제로컴 시행(2010.1)에 이어, 아시아나 제로컴 도입 가능성 (미정)
- 현실적인 경영목표 설정에 따른 연말 성과급 정상화	- 글로벌 경기의 더블딥 리스크 (가능성 희박)
- 장거리 여행수요 증가로 패키지 믹스 개선	

자료: 신한금융투자

2010년 국제선 항공좌석 공급 부족에 따른 높은 티켓가격 인상

2010년 국내 항공산업은 전형적인 공급자 중심의 시장 형태를 보이고 있다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 출국자 수가 급감하자 다수의 외항사가 한국에서 철수하였으며 대한항공, 아시아나 등 국적사 또한 해외 티켓 판매 비중을 높여왔다. 이로 인해 올해 초부터 폭발적으로 늘기 시작하는 해외여행 수요를 항공좌석 공급이 크게 밀도는 모습이 나타나고 있다. 이러한 수급의 불균형은 메이저 항공사의 높은 티켓가격 인상 및 여행사에 대한 협상력 강화로 이어지며 결과적으로는 여행사의 수익성 개선 속도를 느리게 하고 있다.

최근 외항사저가항공사의 국제선 취항 활발

그러나 최근 최근 수요가 2007년 수준을 회복하며 외항사들의 한국발 해외노선 출항이 다시 활발해지고 있으며 이밖에도 저가항공사(LCC)들의 국제항공 운수권 확보로 근거리 국제 노선에 진출하고 있다.

저가 항공사 국제선 취항 노선		
항공사	정기노선	취항시기
제주항공	인천-오사카	2009년 10월
	인천-기타큐슈	2009년 10월
	인천-방콕	2009년 10월
	김포-오사카	2009년 11월
	김포-나고야	2010년 03월
진에어	인천-방콕	2009년 12월
	인천-괌	2010년 04월
에어부산	부산-후쿠오카	2010년 03월
	부산-오사카	2010년 04월

자료: 언론보도

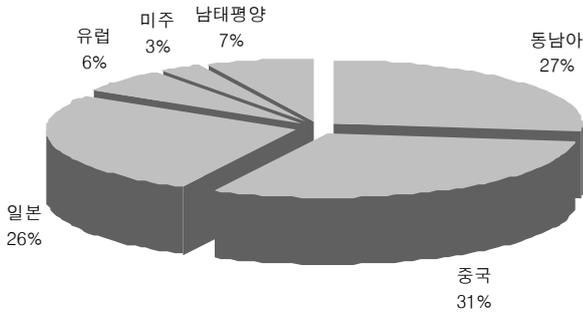
저가 항공사 단거리 노선 가격 비교			
	대형 항공사	저가항공사	할인률 (%)
김포-제주	73,400	58,800	19.9
김포-부산	62,400	52,400	16.0
김포-오사카	351,000	225,000	35.9
부산-후쿠오카	248,000	210,000	15.3
인천-방콕	578,000	430,000	25.6
인천-괌	541,800	430,000	20.6

자료: 언론보도

**저가항공사 단거리 해외노선
취향은 패키지 여행 수요
증가에 긍정적**

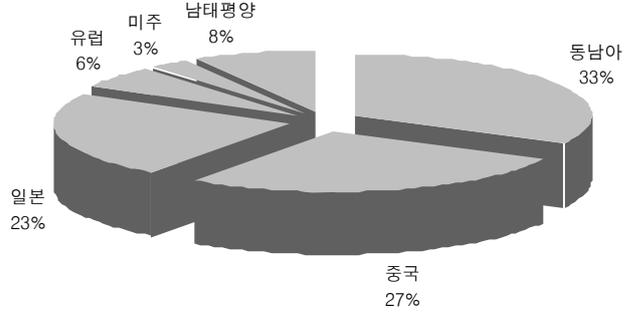
특히 패키지 상품의 경우 근거리 해외 여행 비중이 매우 높아 저가항공사 진출로 촉발될 상품 가격 인하 효과는 여행 수요 증가뿐 아니라 항공사간의 경쟁 확대로 항공료 인상을 억제할수 있을 것으로 기대된다.

하나투어 지역별 패키지 여행 비중 (1H10 인원수 기준)



자료: 하나투어, 신한금융투자

모두투어 지역별 패키지 여행 비중 (1H10 인원수 기준)



자료: 하나투어, 신한금융투자

**외항사와 저가항공사의
해외노선 취향 확대는
해외여행 수요가 2007년
수준을 상회할 것으로
기대됨에 따라 장기적으로
지속될 것**

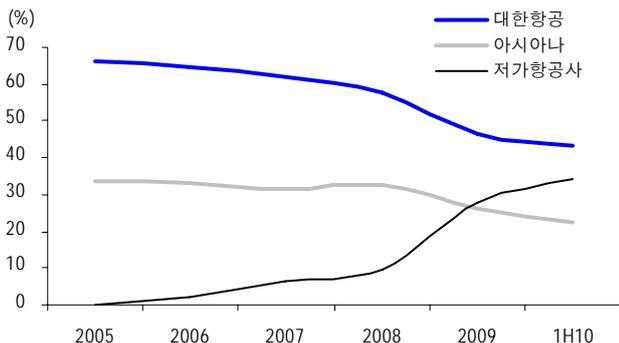
최근 나타나고 있는 외항사 및 저가항공사의 국제선 취향 확대에 따른 공급 증가와 항공권 가격 경쟁 가능성은 단기에 그치지 않고 중장기적인 시장 트렌드로 자리잡을 것으로 기대한다. 올해 전체 출국자수가 사상 최대를 기록했던 2007년에 근접한 수준으로 회복되고 2011년부터 과거의 연평균 성장률을 회복할 것으로 기대되기 때문이다. 이미 2007년 다수의 외항사가 국내 시장에서의 취향을 확대하며 점유율을 높였던 전례가 있어 국내의 해외여행 수요가 2007년 수준에서 성장세로 접어들면서 국제 노선의 시장 참가자는 점차 늘어날 것으로 판단된다. 또한 지속적으로 성장하고 있는 저가항공사의 국내선 점유율을 감안하면 근거리 해외 노선에서의 경쟁력도 기대된다.

2010년 하반기 외항사/LCC 신규 및 재 취향 계획

항공사	노선
Air India	인천-홍콩-델리 노선 재취향
Air Asia X	인천-쿠알라룸푸 주 7회 신규 취향
Etihad Airways	인천-아부다비 신규 취향
Orient Thai	인천-방콕 재취향
이스타항공	필리핀 세부 신규 취향
진에어	필리핀 클락 신규 취향
제주항공	필리핀 마닐라, 세부 신규 취향
대한항공	방콕, 캄보디아 씨엔립 증편

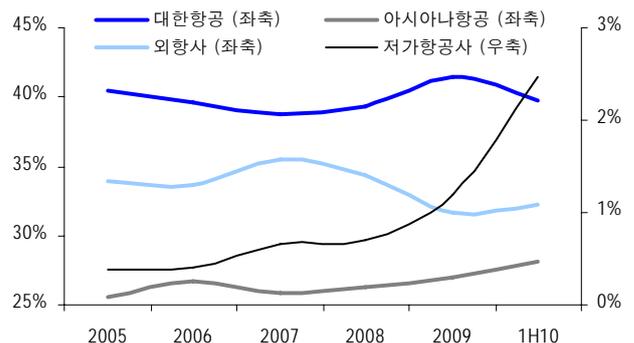
자료: 언론보도

항공사 국내선 점유율 추이



자료: 한국공항공사, 신한금융투자

항공사 국제선 점유율 추이

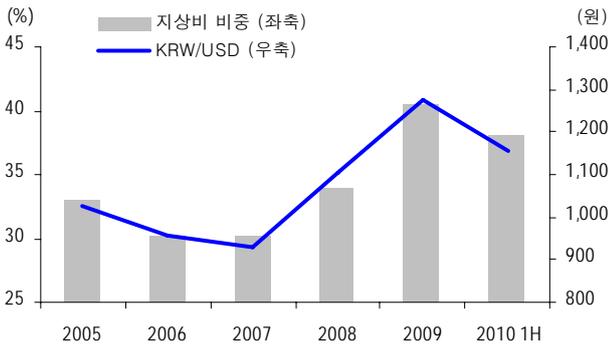


자료: 한국공항공사, 신한금융투자

**패키지 가격 유지를 가정,
6.2% 원화가치 상승에 따른
영업수익 증가폭은 4~7% 수준**

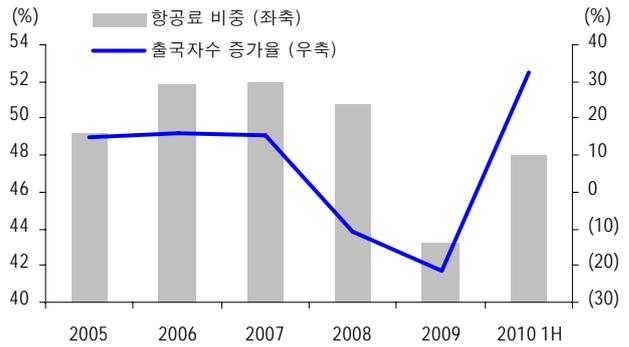
하나투어와 모두투어의 수탁금 매출 인식률은 원화 강세로 지상비 부담이 감소하며 추가적으로 개선될 것으로 기대되고 있다. 전체 수탁금에서 지상비가 차지하는 비중은 대략 30% 수준으로 개별 여행 국가의 통화대비 원화가 강세를 보일수록 원화 환산 지상비 지급액이 축소되는 효과가 나타난다. 한편 당사가 추정하는 원달러 평균 환율은 2010년 1,152.3원에서 2011년 1,080.8원으로 6.2% 하락할 것으로 추정되는바 이에 따른 지상비 감소가 예상된다. 일반적으로 패키지 수탁금중 지상비가 차지하는 비중은 25~40% 수준이며 이중 외화 거래가 40% 정도를 차지한다. 패키지 가격이 유지된다고 가정하면 6.2%의 원화가치 상승에 따른 매출인식률 개선 폭은 0.6%p에서 1%p이며, 인식률 개선에 따른 영업수익 증가폭은 4~7%이다.

모두투어 원/달러 환율 vs. 수탁금 내 지상비 비중



자료: 모두투어, 신한금융투자

모두투어의 여행수요 vs. 수탁금 내 항공료 비중



자료: 모두투어, 신한금융투자

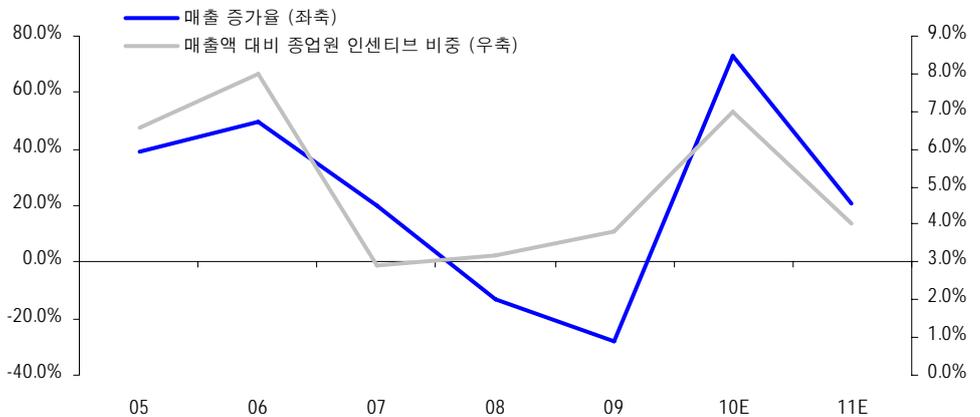
**매출 인식률 회복은 외형 확대
외에도 수익성 개선에도 기여**

여행업체의 수탁금내 항공료와 지상비 축소는 매출 인식률 증가로 이어져 외형 확대 요인으로 이어질 뿐 아니라 수익성 개선에도 크게 기여할 것으로 전망된다. 이는 여행사가 개별 대리점에 게 주는 수수료가 수탁금 베이스로 지급되기 때문이다.

**2011년 여행사의 매출액 대비
성과급 비중 축소로
영업이익률 개선될 전망**

여행사의 또다른 수익성 개선의 요인은 성과급 감소에 있다. 통상 여행수요가 턱어라운드되는 첫해에는 연초에 세운 보수적인 경영목표로 인해, 실적 초과달성에 따른 연말 성과급이 과도하게 지급되는 경향이 있다. 그러나 차해년도에는 전년도의 영업실적을 기초로 실적 목표가 세워지기 때문에 성과급 지급이 정상화 되는 모습을 보인다. 올해의 수요 회복이 과거 어느 해보다 크게 나타난 점에서 하나투어와 모두투어 모두 연초 계획한 영업이익 목표치를 크게 상회할 것으로 예상되며 이는 연말 성과급 급증으로 이어질 전망이다. 그러나 2011년 부터는 성과급 지급 부담이 줄어들어 영업이익률 증가로 투영될 전망이다.

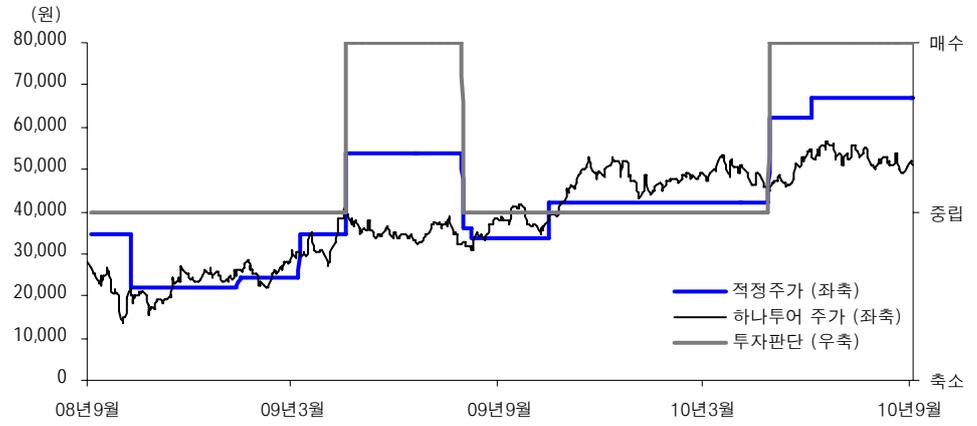
하나투어 매출액 증가율 vs. 매출액 대비 종업원 인센티브 비중



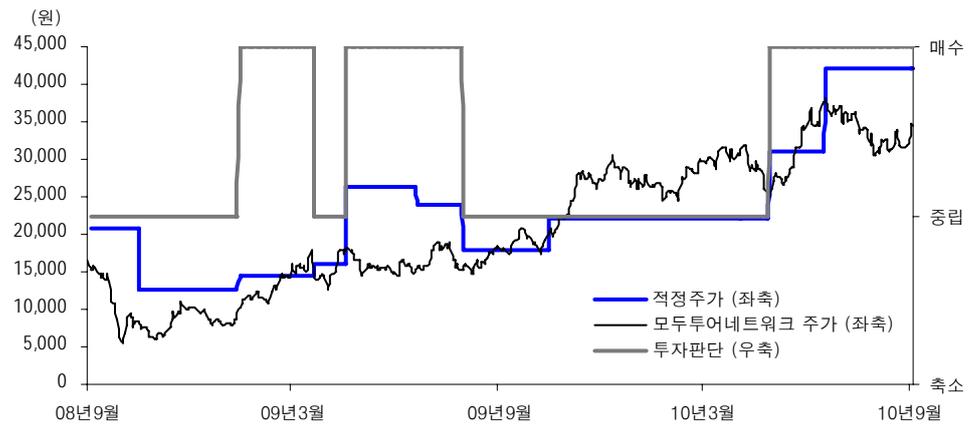
자료: 하나투어, 신한금융투자 추정

투자의견 및 적정주가 추이

하나투어 (039130)



모두투어 (080160)



부록 : 하나투어 요약 재무제표

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
자산총계	154.2	162.3	206.8	253.4	318.8
유동자산	90.8	105.2	147.1	194.0	258.9
현금및현금성자산	18.7	37.5	64.1	98.0	147.7
단기투자자산	44.1	26.7	29.9	33.4	37.4
매출채권	13.1	20.9	29.3	35.4	43.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	14.9	20.2	23.9	27.1	30.8
비유동자산	63.4	57.1	59.7	59.5	59.9
투자자산	22.6	17.1	18.3	19.8	21.5
유형자산	31.1	30.5	28.9	27.4	26.1
무형자산	6.6	5.7	8.3	7.6	7.0
부채총계	64.8	71.3	96.2	111.5	129.6
유동부채	63.8	71.2	96.1	111.4	129.4
매입채무	31.8	27.4	47.4	57.3	69.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	32.0	43.8	48.7	54.1	60.0
비유동부채	1.0	0.1	0.1	0.1	0.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.0	0.1	0.1	0.1	0.1
자본총계	89.4	90.9	110.6	142.0	189.2
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	40.1	71.5	118.8
총 차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금(순현금)	(62.8)	(64.2)	(93.9)	(131.4)	(185.1)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동으로인한현금흐름	8.6	11.4	36.4	45.1	61.3
당기순이익	5.0	(4.8)	25.0	38.4	54.2
유형자산감가상각비	1.5	1.1	2.1	2.0	2.0
무형자산감가상각비	1.4	1.8	1.7	2.4	2.2
지분법손실(이익)	3.9	7.1	(1.2)	(1.4)	(1.8)
투자자산처분손실(이익)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
영업활동 자산부채의 변동	(14.8)	(2.6)	7.4	1.0	1.5
기타	11.6	8.9	1.4	2.8	3.1
투자활동으로인한현금흐름	(6.3)	13.4	(3.7)	(4.2)	(4.7)
단기투자자산의 감소(증가)	4.3	17.2	(3.2)	(3.6)	(4.0)
장기투자자산의 감소(증가)	(8.7)	(1.8)	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소(증가)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.6)	(0.6)
기타	(1.5)	(1.6)	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	2.3	24.9	32.7	40.9	56.6
재무활동으로인한현금흐름	(30.7)	(6.1)	(6.2)	(7.0)	(7.0)
단기차입금 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	(11.3)	(5.4)	(6.2)	(7.0)	(7.0)
기타	(19.4)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	(28.3)	18.8	26.5	34.0	49.7
기초의 현금	47.1	18.7	37.5	64.1	98.0
기말의 현금	18.7	37.5	64.1	98.0	147.7
설비투자매출액 (%)	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2
감가상각비/매출액 (%)	0.9	0.9	1.0	0.8	0.6
감가상각비/설비투자 (%)	339.9	233.3	413.6	354.8	304.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

손익계산서

12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	172.8	123.9	214.1	258.5	313.6
증가율 (%)	(13.3)	(28.3)	72.8	20.7	21.3
수출비중 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
증가율 (%)	-	-	-	-	-
매출총이익	172.8	123.9	214.1	258.5	313.6
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	163.0	123.5	185.6	214.2	250.7
증가율 (%)	(0.2)	(24.2)	50.3	15.4	17.0
영업이익	9.8	0.4	28.4	44.3	63.0
증가율 (%)	(72.7)	(95.7)	6,585.6	55.9	42.1
영업이익률(%)	5.7	0.3	13.3	17.1	20.1
영업외수익(비용)	(1.6)	(3.4)	4.8	6.5	8.9
이자수익	4.9	2.9	3.5	5.0	7.0
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화관련이익(손실)	(5.7)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자산처분이익(손실)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법이익(손실)	(1.0)	(6.4)	1.2	1.4	1.8
기타영업외수익(비용)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
법인세차감전계속사업이익	8.2	(3.0)	33.2	50.8	71.8
법인세비용	3.1	1.8	8.1	12.4	17.6
계속사업이익	5.0	(4.8)	25.0	38.4	54.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	5.0	(4.8)	25.0	38.4	54.2
증가율 (%)	(81.3)	적전	흑전	53.2	41.4
당기순이익률(%)	2.9	(3.9)	11.7	14.8	17.3
EBITDA	12.7	3.3	32.2	48.7	67.1
증가율 (%)	(66.5)	(74.3)	885.0	51.3	37.8
배당성향 (%)	166.7	(111.7)	27.8	18.2	12.9

주요 투자지표

12월 결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS (원)	433	(416)	2,156	3,302	4,668
Adj. EPS (원)	431	(415)	2,158	3,304	4,669
BPS (원)	7,698	7,828	9,518	12,221	16,288
DPS (원)	20	50	600	600	600
PER (배)	93.4	na	23.7	15.5	11.0
Adj. PER (배)	93.8	na	23.7	15.5	11.0
PBR (배)	5.3	4.4	5.4	4.2	3.1
PCR (배)	20.1	28.5	20.5	13.5	10.0
EV/ EBITDA (배)	32.0	102.7	15.6	9.5	6.1
PEG (배)	1.0	na	0.7	0.7	0.7
배당수익률 (%)	0.0	0.1	1.2	1.2	1.2
수익성					
영업이익률 (%)	5.7	0.3	13.3	17.1	20.1
EBITDA이익률 (%)	7.4	2.6	15.0	18.8	21.4
세전이익률(%)	4.7	(2.4)	15.5	19.7	22.9
순이익률 (%)	2.9	(3.9)	11.7	14.8	17.3
ROA (%)	3.0	(3.1)	13.6	16.7	19.0
ROE (%)	5.3	(5.4)	24.9	30.4	32.7
ROIC (%)	(217.9)	9.3	521.9	(628.1)	(360.0)
안정성					
부채비율 (%)	72.4	78.5	87.0	78.5	68.5
순부채비율 (%)	(70.2)	(70.6)	(84.9)	(92.6)	(97.8)
이자보상배율 (배)	-	-	-	-	-
활동성					
총자산회전률 (회)	1.0	0.8	1.2	1.1	1.1
매출채권회전률 (회)	9.2	5.0	6.0	5.8	6.0
재고자산회전률 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전률 (회)	7.5	4.2	5.7	4.9	4.9
운전자본회전률 (회)	(3.9)	(3.8)	(5.9)	(5.6)	(6.0)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 모두투어 요약 재무제표

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
자산총계	74.8	86.2	106.7	134.9	170.8
유동자산	47.8	78.4	99.1	127.1	162.5
현금및현금성자산	11.8	16.9	26.8	44.6	67.7
단기투자자산	13.7	31.6	35.4	39.6	44.4
매출채권	3.9	10.7	14.0	16.9	20.8
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	18.4	19.2	22.9	26.0	29.6
비유동자산	27.0	7.7	7.6	7.8	8.3
투자자산	20.6	2.1	1.7	1.5	1.4
유형자산	1.1	0.8	0.5	0.3	0.2
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	25.6	35.9	40.1	44.7	49.7
유동부채	21.8	31.1	34.7	38.6	43.0
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
기타	21.8	31.1	34.7	38.6	43.0
비유동부채	3.8	4.8	5.4	6.0	6.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.8	4.8	5.4	6.0	6.8
자본총계	49.2	50.2	66.6	90.2	121.1
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	40.4	64.1	94.9
총 차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금(순현금)	(25.5)	(48.5)	(62.2)	(84.3)	(112.1)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동으로인한현금흐름	(5.5)	5.5	14.6	24.1	29.9
당기순이익	0.6	1.2	16.7	25.1	32.3
유형자산감가상각비	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손실(이익)	1.2	0.6	0.4	0.2	0.1
투자자산처분손실(이익)	(0.1)	0.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)
유형자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산,부채의 변동	(10.3)	0.4	(5.2)	(4.1)	(5.4)
기타	2.3	2.3	1.9	2.1	2.3
투자활동으로인한현금흐름	3.0	(0.2)	(4.3)	(4.8)	(5.4)
단기투자자산의 감소(증가)	23.8	(0.6)	(3.8)	(4.2)	(4.8)
장기투자자산의 감소(증가)	(2.0)	0.5	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소(증가)	(0.7)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.6)
기타	(18.0)	0.3	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	(2.5)	5.2	10.3	19.3	24.5
재무활동으로인한현금흐름	(9.1)	(0.2)	(0.4)	(1.5)	(1.5)
단기차입금 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	(2.4)	(0.2)	(0.4)	(1.5)	(1.5)
기타	(6.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	(11.5)	5.1	9.9	17.8	23.1
기초의 현금	23.3	11.8	16.9	26.8	44.6
기말의 현금	11.8	16.9	26.8	44.6	67.7
설비투자매출액 (%)	0.9	0.7	0.4	0.4	0.4
감가상각비/매출액 (%)	1.0	1.1	0.7	0.5	0.4
감가상각비/설비투자 (%)	114.8	147.5	168.4	135.0	118.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

손익계산서

12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	83.3	61.4	117.1	141.3	174.5
증가율 (%)	(11.7)	(26.3)	90.8	20.7	23.4
수출비중 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
증가율 (%)	-	-	-	-	-
매출총이익	83.3	61.4	117.1	141.3	174.5
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	82.3	61.1	97.4	111.5	136.4
증가율 (%)	2.9	(25.8)	59.2	14.5	22.4
영업이익	0.9	0.2	19.7	29.9	38.0
증가율 (%)	(93.6)	(74.3)	8,251.3	51.4	27.4
영업이익률(%)	1.1	0.4	16.8	21.1	21.8
영업외수익(비용)	0.3	1.3	2.4	3.4	4.8
이자수익	2.9	2.0	2.5	3.3	4.4
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화관련이익(손실)	(0.9)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
자산처분이익(손실)	0.1	(0.2)	0.1	0.1	0.1
지분법이익(손실)	(1.2)	(0.6)	(0.4)	(0.2)	(0.1)
기타영업외수익(비용)	(0.6)	0.3	0.4	0.4	0.5
법인세차감전계속사업이익	1.3	1.5	22.1	33.3	42.8
법인세비용	0.6	0.3	5.4	8.2	10.5
계속사업이익	0.6	1.2	16.7	25.1	32.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.6	1.2	16.7	25.1	32.3
증가율 (%)	(94.6)	96.0	1,277.3	50.4	28.5
당기순이익률(%)	0.7	2.0	14.3	17.8	18.5
EBITDA	1.8	0.9	20.6	30.6	38.8
증가율 (%)	(88.2)	(49.5)	2,209.7	48.9	26.6
배당성향 (%)	26.0	33.1	8.8	5.8	4.6

주요 투자지표

12월 결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS (원)	74	144	1,990	2,994	3,846
Adj. EPS (원)	58	171	1,983	2,987	3,839
BPS (원)	5,856	5,981	7,923	10,742	14,413
DPS (원)	20	50	175	175	175
PER (배)	349.2	114.1	17.3	11.5	9.0
Adj. PER (배)	445.1	96.2	17.4	11.5	9.0
PBR (배)	4.4	2.8	4.4	3.2	2.4
PCR (배)	45.1	27.4	14.6	10.3	8.2
EV/ EBITDA (배)	108.2	101.1	11.1	6.7	4.6
PEG (배)	1.4	0.6	0.6	0.6	-
배당수익률 (%)	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5
수익성					
영업이익률 (%)	1.1	0.4	16.8	21.1	21.8
EBITDA이익률 (%)	2.1	1.4	17.6	21.7	22.2
세전이익률(%)	1.5	2.4	18.9	23.6	24.5
순이익률 (%)	0.7	2.0	14.3	17.8	18.5
ROA (%)	0.7	1.5	17.3	20.8	21.1
ROE (%)	1.2	2.4	28.6	32.1	30.6
ROIC (%)	4.3	1.4	239.8	243.8	231.6
안정성					
부채비율 (%)	52.0	71.5	60.2	49.5	41.1
순부채비율 (%)	(51.9)	(96.5)	(93.4)	(93.4)	(92.6)
이자보상배율 (배)	-	-	-	-	-
활동성					
총자산회전률 (회)	1.0	0.8	1.2	1.2	1.1
매출채권회전률 (회)	9.2	5.9	7.7	7.6	7.8
재고자산회전률 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전률 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본회전률 (회)	(24.0)	(172.7)	226.5	43.9	29.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	성수동영업소	02) 466-4228	삼성역	02) 563-3770	여의도	02) 3775-4270	남대문	02) 757-0707
강남구청역	02) 547-0202	도곡	02) 2057-0707	삼풍	02) 3477-4567	등부이촌동영업소	02) 798-4805		
강남중앙	02) 6354-5300	양재동영업소	02) 3463-1842	남부터미널영업소	02) 522-7861	연희동	02) 3142-6363		
관악	02) 887-0809	대치센트레빌	02) 554-2878	상암	02) 6393-5090	영등포	02) 2677-7711		
광고	02) 739-7155	도곡중앙	02) 554-6556	서교동	02) 335-6600	영업부	02) 3772-1200		
광화문	02) 732-0770	마포	02) 718-0900	송파	02) 449-0808	서여의도영업소	02) 784-0977		
종로영업소	02) 722-4650	명동	02) 752-6655	신당	02) 2254-4090	올림픽	02) 448-0707		
구로	02) 857-8600	명품PB센터강남	02) 559-3399	신논현역	02) 875-1851	잠실롯데캐슬	02) 2143-0800		
중앙유등단지영업소	02) 2101-3620	목동	02) 2653-0844	반포	02) 533-1851	잠실신천역	02) 423-6868		
노원역	02) 937-0707	목동중앙	02) 2649-0101	등대문	02) 2232-7100	중부	02) 2270-6500		
논현	02) 518-2222	방배동	02) 533-0202	암구정	02) 511-0005	창동	02) 995-0123		
답십리	02) 2217-2114	보라매	02) 820-2000	암구정FC	02) 541-5566	강북영업소	02) 906-0192		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	부천상동영업소	032) 323-9380	수원	031) 246-0606	안산	031) 485-4481	정자동	031) 715-8600
구월동	032) 464-0707	수내역	031) 712-0109	영통역영업소	031) 205-4627	의정부	031) 848-9100	죽전	031) 898-0011
동두천	031) 862-1851	성남중앙영업소	031) 733-0953	수지	031) 262-2547	일산	031) 907-3100	평촌	031) 381-8686
부천	032) 327-1012	산본	031) 392-1141	연수	032) 819-0110	일산중앙영업소	031) 911-0984	평택	031) 657-9010
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	밀양	055) 355-7707	울산	052) 273-8700	해운대	051) 701-2200		
동래	051) 505-6400	부산	051) 243-0707	울산남	052) 257-0777				
마산	055) 297-2277	서면	051) 818-0100	창원	055) 285-5500				
대구·경북지역									
구미	054) 451-0707	대구서	053) 642-0606	시지	053) 793-8282	포항	054) 252-0370		
대구동	053) 944-0707	대구	053) 423-7700	인동	054) 855-0606				
대전·충북지역									
둔산	042) 484-9090	대전	042) 255-9131	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600		
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	동광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911	수원	062) 956-0707		
군산	063) 442-9171	여천	061) 682-5262	정읍	063) 531-0606				
강원지역					제주지역				
강릉	033) 642-1777			서귀포	064) 732-3377	제주	064) 743-9011		
PB센터									
강남	02) 3011-5500	여의도	02) 6337-3300	분당	031) 783-1400	스타타워	02) 2112-4500		
서울파이낸스	02) 3783-0700	서초	02) 3482-1221	부산	051) 608-9500				
해외현지법인									
뉴욕	(1-212) 397-4000	런던	(44-20) 7283-4900	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356		

투자등급 (2003년 2월 10일부터 적용) : 매수: 6개월 수익률 +15% 이상, 중립: 6개월 수익률 -15% ~ +15%, 축소: 6개월 수익률 -15% 이하

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성사 : 임성환) 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 대표 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료 제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확하게 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.