

“
 대신증권은 '전문성' '정직' '배려'를 통해
 금융에 믿음을 더해 나가고 있으며,
 정확하고 객관적인 증권정보의 데이터와 분석자료를
 제공해 나가기 위해 노력하고 있습니다.
 ”

Overweight
 (비중확대,유지)

2011년 여행산업 5대 이슈 점검

아는 사람은 여행 계획을 2011년으로 미루었다

2010년 침체기에서 회복한 여행산업은 2011년에도 높은 성장세를 이어나갈 것으로 전망된다. 특히 하나투어, 모두투어는 평균 29% 수준의 빠른 외형 성장을 기록할 것으로 예상되는데, 이는 2011년에 대형 여행사에 긍정적인 이슈들이 발생할 것으로 기대되기 때문이다. 첫째로 국적사 및 외항사가 사상 최고 규모의 항공권 공급 확대를 시행하여 더 저렴하고 다양한 목적지의 항공권이 2011년부터 본격적으로 공급될 것으로 전망된다. 여행 전문가가 수요가 공급을 초과했던 2010년이 아닌 2011년에 여행갈 것을 추천한 이유 중 하나가 이 부분이다. 또한 2011년에는 Full 제로컴 시대에 진입하며 선진국과 같이 대형사 중심의 여행산업으로 산업 구조조정이 가속화 될 것으로 전망된다. 이 밖에 Macro 이슈, 장기 성장성, 해외 업체 동향등을 점검하였다.

업종내 최선호 추천 종목, 모두투어(목표주가 51,000원, Upside 43.3%)

모두투어는 2010년에 이어 2011년에도 업종내 가장 빠른 성장성 및 수익성을 기록할 것으로 예상된다. 모두투어의 매출액은 작년대비 30.8% 증가한 1,536억원, 영업이익은 45.5% 증가한 285억원을 시현할 것으로 기대된다. 이 회사의 주가는 지난 12개월 동안 35% 시장을 아웃퍼폼하였으나 EPS 전망치 상승폭이 그것을 상회하여 2011년 PER은 과거 평균을 하회하는 13.2배 수준이다. 따라서 현 시점에서도 모두투어를 적극적 매수관점에서 볼 수 있다고 판단된다.

Analyst

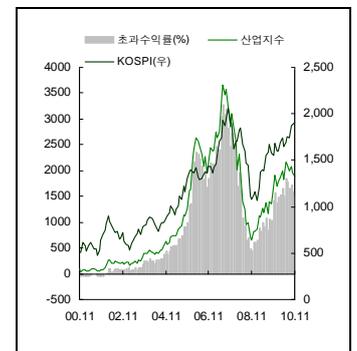
김윤진 769.769-3398
 yoonjinkim@daishin.com

KOSPI	1,957.26
시가총액(십억원)	845
시가총액비중(%)	0.07
최근1년간베타(Daily)	1.02

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-0.8	-1.9
6개월	6.2	-11.6
12개월	14.5	-6.7

산업종목 의견

종목명	투자의견	목표주가
하나투어	Buy	61,000 원
모두투어	Buy	51,000 원



영업실적 및 주요투자 지표					
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
매출액(십억원)	256	185	337	435	513
영업이익(십억원)	11	1	49	67	97
세전순이익(십억원)	9	(1)	55	78	111
순이익(십억원)	6	-4	43	57	80
EPS(원)	282	-181	2,143	2,831	4,005
증감률(%)	-85.2	-164.1	-1,283.6	32.2	41.5
PER(배)	63.2	-225.6	19.7	14.9	10.5
PBR(배)	2.7	6.0	4.9	4.0	3.1
ROE(%)	3.8	(2.6)	26.9	28.7	32.4

자료: 하나투어, 모두투어, 대신증권 리서치센터

{ Contents }

- 03 I. 항공권 공급 증가
- 05 II. Full 제로컴 시대
- 06 III. Macro 이슈 점검
- 09 IV. 여행시장 단기반등 or 호황기 진입?
- 11 V. 해외 여행업체 동향 및 국내업체 전략
- 13 VI. 기업분석
 - 하나투어(039130) 투자 방향은 긍정적이나 수익성에는 부담
 - 모두투어(080160) 2011년에도 업종내 최고 수준의 수익성 기록 전망

I. 항공권 공급 증가

1. 국적사 증편 + 외항사 및 LCC

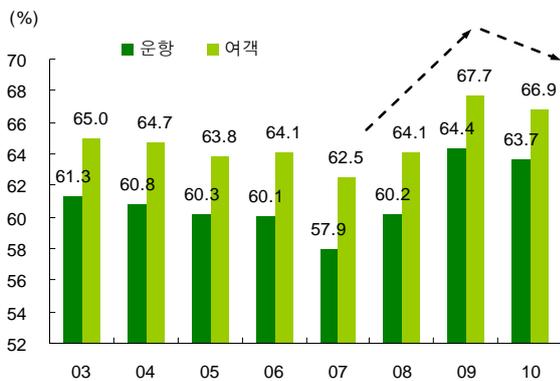
여행사 패키지 상품 2011년 국적사 비중 60% 하회 전망

2010년은 항공권 부족으로 여행사가 급증하는 수요에 충분히 대응하지 못했다. 이는 2008년부터 시작된 침체기간 동안 1) 국적사의 노선 축소, 2) 외항사 이탈 등에 기인하였다. 항공권 부족 문제는 국적사 증편 및 외항사, LCC (Low Cost Carrier) 가세로 인해 2010년 하반기부터 개선되기 시작하였고 본격적인 수급 문제는 2011년 상반기부터 풀릴 것으로 전망된다. 특히 외항사 및 LCC 증가는 여행사에 매우 긍정적이는데 그 이유는 1) 항공권 가격이 국적사 대비 저렴해 여행상품 구성이 용이하고, 2) 일정 및 목적지가 늘어나 다양한 상품 구성이 가능하며, 3) 국적사 대비 협상력 측면에서 유리한 위치에 있기 때문이다. 국적사 운항 비중은 2009년에 64.4%까지 기록하였으나 2010년 들어서 하락세를 보이고 있는데 이는 국적사도 증편중에 있으나 외항사 진입 속도가 더 빠르기 때문이다.

이는 사람은 2011년으로 여행을 미루었다

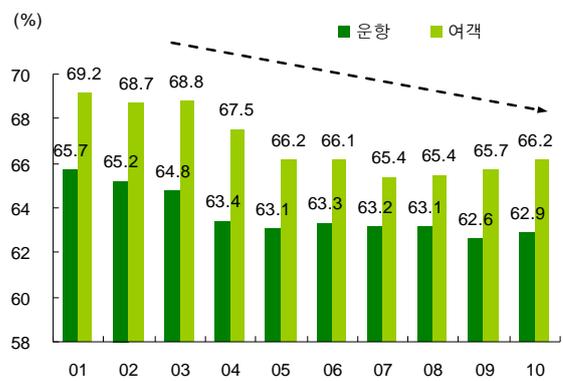
여행사 패키지 상품의 외항사 비중은 더 빠르게 증가하고 있으며 국내 대표 여행사의 11월 국적사 비중은 60% 이하로 떨어진 것으로 확인 되었다. 이는 소비자가 여행 패키지를 선택할 때 국적사 선호도도 있지만 가격에도 민감하다는 점을 반증하는 결과라 판단된다. 2011년에 추가적 외항사 진입은 소비자의 목적지 및 가격 측면에서 선택의 폭이 더 넓어지며 시장 성장에도 기여할 것으로 기대된다.

그림 1 국적사(KE&OZ) 운항 비중 [연간]



자료: 인천공항공사, 대신증권 리서치센터

그림 2 국적사(KE&OZ) 운항 비중 감소 전망 [2010년 월간]



자료: 인천공항공사, 대신증권 리서치센터

2. 하와이안 항공, 에어아시아 진입이 시사하는 점

주변국은 물론, 미국, 유럽 가는 길 저렴하고 다양해질 것으로 전망

2011년 1월에 하와이안 항공이 국내에 상륙할 예정이다. 하와이안 항공은 2009년 미국에서 상위 18개 항공사 가운데 최고의 서비스를 제공한 항공사로 선정되어 서비스 경쟁력이 있는 항공사이다. 또한 에어아시아는 2010년 11월 1일부터 인천-쿠알라룸푸르 노선 취항을 개시하였다.

이들 항공사의 취항은 단순히 하와이, 말레이시아 수요 흡수에 유리한 점만 있는 것이 아니라 하와이를 거점으로 하여 미국 전역 항공 공급이 원활해지고 말레이시아를 거점으로 동남아 및 유럽쪽 공급 원활화에 기여를 할 것으로 예상된다. 물론 이들 항공사는 국적사보다 저렴한 수준의 항공권을 제시하고 있으며 출발 시간대 다양화에도 일조하여 여행사 입장에서 매우 긍정적이라고 판단된다. 2011년에는 이들뿐 아니라 동방항공, 캐세이퍼시픽, 싱가포르항공, 두바이항공 등 여러 외항사이 증편 및 신규노선 취항을 통해 항공권 공급측면을 원활하게 할 것으로 기대된다.

3. 국적사 역대 최대 규모 항공기 도입 계획

국적사 시장 성장을 대비 위해
최대 규모로 항공기 도입 및
신규 인력 채용

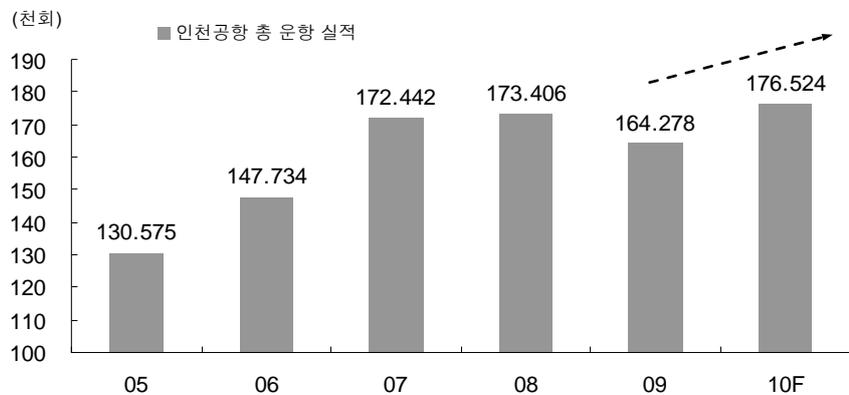
대한항공 및 아시아나항공도 2011년에도 적극적 증편 계획을 가지고 있는 것으로 확인되었다. 대한항공과 아시아나항공은 2016년까지 59대 이상의 기재를 들여올 예정이다. 2011년에 대한항공이 도입할 A380기종은 최대 규모의 항공기로서 전좌석을 일반석으로 배치했을 때 800석 이상을 구성할 수 있는 기종이다. 아시아나항공 또한 최신 기종인 B777-200ER 4대를 2011년 5월까지 도입해 미주, 유럽 등 장거리 노선에 투입할 예정이다. 이 같은 대형 기종이 인기 노선에 투입 된다면 기존 기재는 다른 노선의 새로운 시간대에 배치될 것으로 판단된다.

항공사들이 앞으로 당분간 여행시장의 성장을 기대하고 있는 것은 신규 기재 도입뿐만 아니라 사상 최대 규모의 인력 채용으로부터도 알 수 있다. 국적항공사는 시장 성장에 대비하기 위해 2010년에 신규 채용 규모를 대폭 늘렸는데 작년대비 27% 증가한 3,532명을 채용할 예정이다.

2011년 빠른 공급 확대 예상

2010년 하반기부터 증편에 따라 인천공항 운항 실적은 증가세로 돌아서고 있는데 2011년 항공공급은 더 빠른 속도로 증가될 것으로 추정된다.

그림 3 인천공항 총 운항 실적 2010년 하반기부터 본격적 증가세



자료: 인천공항공사, 대신증권 리서치센터

II. Full 제로컴 시대

1. 2010 년은 반쪽짜리 ‘제로컴 시대’

대한항공 제로컴 대형 여행사 M/S 증가에 기여

2010년 1월 대한항공이 여행사에 지급하던 7%의 국제선 항공권 발권수수료를 없애면서 ‘제로컴 시대’가 시작되었다. 얼라이언스 외항사들도 동참하면서 발권수수료 의존도가 높은 국내 중소형 여행사들이 직접적인 타격을 입었고 이들은 항공권 판매보다는 대형사 패키지 판매를 통한 수수료 수입에 더 의존하게 되었다. 반면 하나투어, 모두투어와 같이 발권수수료 매출 비중이 낮고 패키지 홀세일 비중이 높은 업체에는 오히려 M/S가 확대되는 영향을 가져왔다. 또한 대형 여행사에게 기존 항공권 판매는 대리점에 지급한 수수료를 제외하면 실제로 수익에 기여하는 수준이 낮았으나, 항공권 판매 규모에 따라 지급되는 항공사의 VI(Volume Incentive) 수익이 오히려 더 높은 수익성을 가져다 준 것으로 나타났다.

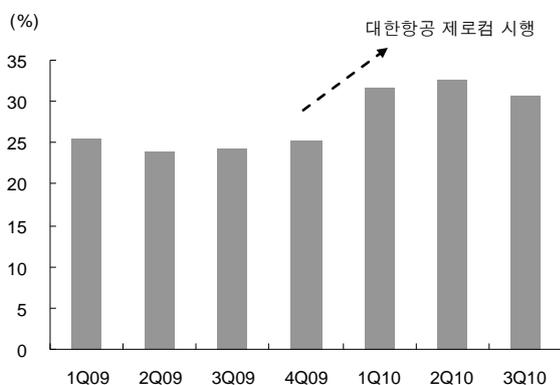
2. 2011 년은 진정한 ‘제로컴 시대’ 도래

아시아나항공 가세로 2011년 ‘Full 제로컴’ 시대 진입

2011년 5월부터 아시아나항공도 제로컴을 도입하면서 국내 여행시장은 진정한 제로컴 시대로 진입할 것으로 전망된다. 대한항공 제로컴에 따른 대형사 M/S 쏠림 현상은 2011년 더욱 본격적으로 진행될 것으로 예상된다. 우리보다 앞서 제로컴 시대를 열었던 미국의 경우에는 제로컴이 미국 여행산업을 대형 여행사 중심으로 개편하는데 가장 결정적인 역할을 한 것으로 분석되었다. 2010년에 대한항공 제로컴 시행을 통해 볼 수 있었던 현상은 ‘Full 제로컴 시대’가 국내 여행시장 또한 대형사 위주로 개편될 가능성이 높다는 것을 시사한다고 판단된다. 실제로 대형 여행사가 2011년 공격적인 시장점유율 확대를 설정할 수 있었던 요인은 2011년 ‘Full 제로컴’이라고 판단된다.

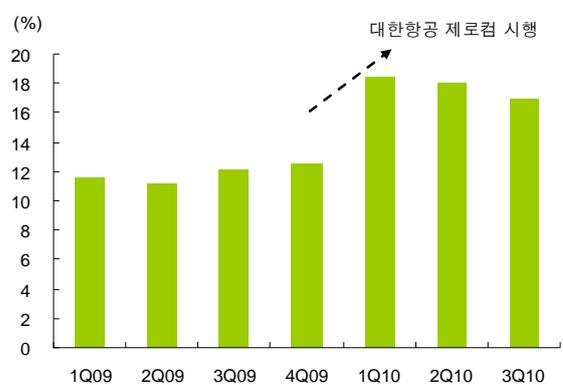
또한 2011년에는 항공권발매를 위해 필요한 BSP(Billing and Settlement Plan) 요건이 강화되는 점도 여행시장이 대형사 위주로 움직이는데 추가적 요소로 작용할 것으로 예상된다.

그림 4 제로컴 시행 후 하나투어 M/S 증가



자료: KATA, KTA, 대신증권 리서치센터
 주: 3Q10부터 KATA 정보 미제공으로 KTA 통계치로 변경

그림 5 제로컴 시행 후 모두투어 M/S 증가



자료: KATA, KTA, 대신증권 리서치센터
 주: 3Q10부터 KATA 정보 미제공으로 KTA 통계치로 변경

III. Macro 이슈 점검

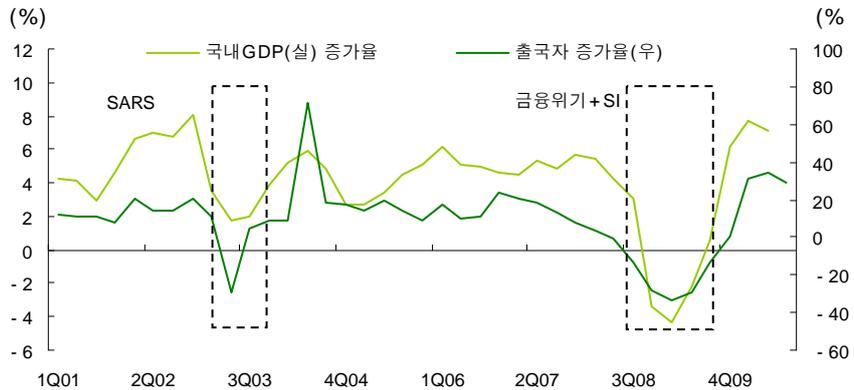
1. 경기는 시장기대치 수준만 되어도 OK

2011년 경제성장률은 4.3%로 가정

대형 여행사 패키지 송출객수 시장보다 빠르게 성장 전망

경기가 출국자수에 가장 큰 영향을 미치는 것으로 분석되었는데 두 지표간 상관관계는 0.85 수준으로 나타났다. 2010년에는 경기가 빠르게 회복하면서 출국자수 또한 30% 수준의 성장세를 시현하였다. 2011년 GDP성장률은 주요 경제 연구소에서 추정하고 있는 4.3% 수준으로 가정하였다. 내년 여행시장은 경기가 시장기대 수준만 되어도 앞서 언급한 항공공급 원활화 및 항공권 비용 하락 등의 요인으로 16%대 성장이 가능할 것으로 추정된다. 2010년 출국자수는 약 30% 증가할 것으로 예상되지만, 하나투어 및 모두투어 패키지 송출객수는 각각 62%, 87% 성장이 예상된다. 이는 시장 성장시 여행목적 출국자수가 더 탄력있게 움직이고 대형사 시장점유율 상승에 기인한다고 판단된다. 2011년에도 대형사 시장점유율 상승이 예상되고 여행객 비중 증가가 전망되기 때문에 대형사 패키지 송출객수 증가율이 시장 성장보다 더 높을 것으로 추정된다.

그림 6 국내GDP성장률과 출국자수증가율 상관관계



자료: 한국은행, 한국관광공사, 대신증권 리서치센터

2008년 1분기부터 GDP성장률과 출국자수 증가율

기간	출국자수(명)	출국자수 증가율(%)	GDP(실) 성장률(%)
1Q08	3,438,961	3.9	5.5
2Q08	3,131,442	-0.9	4.3
3Q08	3,118,399	-13.9	3.1
4Q08	2,307,292	-28.6	-3.4
1Q09	2,268,586	-34.0	-4.3
2Q09	2,203,214	-29.6	-2.2
3Q09	2,696,709	-13.5	0.6
4Q09	2,325,602	0.8	6.1
1Q10	2,976,549	31.2	7.7
2Q10	2,957,316	34.2	7.1
3Q10	3,472,588	28.8	4.8

자료: 한국은행, 한국관광공사, 대신증권 리서치센터

2. 2011년 평균 환율은 1,060 원/달러로 가정

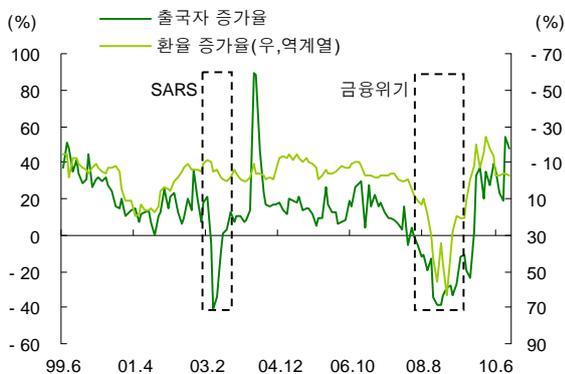
2011년 경제성장률은 4.3%로 가정

불확실한 요소가 많은 환율을 직접 추정하기 보다 2011년 평균 환율을 시장컨센서스인 1,060원/달러로 가정하였다. 환율은 SARS 기간을 제외하면 출국자수 증가율과 0.88 수준의 높은 상관관계를 가지고 변동하였다. 2008년 글로벌 금융위기 당시 원화가치의 급격한 하락은 국내 여행객의 실질 구매력 감소 시켜 여행수요에 큰 타격을 입혔다.

큰 그림으로 볼 때 환율은 1997년 12월 1,965원/달러까지 급등하였으나, 이후 2007년까지 약 10년간 원화강세 기조를 유지하며 여행산업에 장기적으로 긍정적으로 작용하여 왔다. 그러나 2008년부터 시작해 2009년 2분기에 1,573원/달러까지 급등한 환율은 2009년 1분기 출국자수가 전년대비 34% 하락하며 227만명으로 하락하는데 결정적인 역할을 하였다.

환율은 2009년 10월부터 원화강세 기조로 방향성을 잡은 후 2010년에는 연이은 무역수지 흑자 및 외국인 자금 유입에 힘입어 1,200원/달러 이하 수준에서 유지되고 있다. 이는 2010년 여행산업 성장에 매우 긍정적인 요인으로 작용하였다. 2011년 평균 환율이 1,060원/달러 수준에서 유지된다는 가정은 경기에 이어 두번째 중요한 여행산업 Macro 변수로 판단된다.

그림 7 환율증가율과 출국자수증가율 관계



자료: 한국관광공사, DataGuide Pro, 대신증권 리서치센터

그림 8 원/달러 환율 장기 추세선으로 수렴 중



자료: DataGuide Pro, 대신증권 리서치센터

2009년 1분기부터 출국자수 증가율과 원/달러 환율

기간	출국자수(명)	출국자수 증가율(%)	환율(원/달러)
1Q09	2,268,586	-34.0	1,260
2Q09	2,203,214	-29.6	1,380
3Q09	2,696,709	-13.5	1,268
4Q09	2,325,602	0.8	1,178
1Q10	2,976,549	31.2	1,168
2Q10	2,957,316	34.2	1,133
3Q10	3,472,588	28.8	1,230

자료: 한국관광공사, DataGuide Pro, 대신증권 리서치센터

3. 유가는 당분간 Risk Factor 로 작용하지 않을 것으로 예상

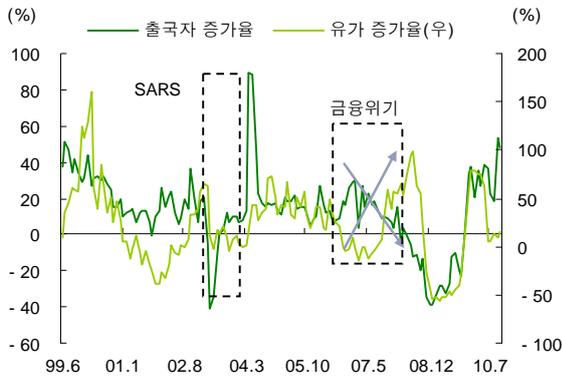
유가 걱정은 당분간 안해도...

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 예상된다.

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 추정된다.

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

그림 9 단기 약재었던 유가 추세선으로 복귀



자료: 한국관광공사, DataGuide Pro, 대신증권 리서치센터

그림 10 장기 추세선 수렴 수준인 유가



자료: DataGuide Pro, 대신증권 리서치센터

IV. 여행시장 단기반등 or 호황기 진입?

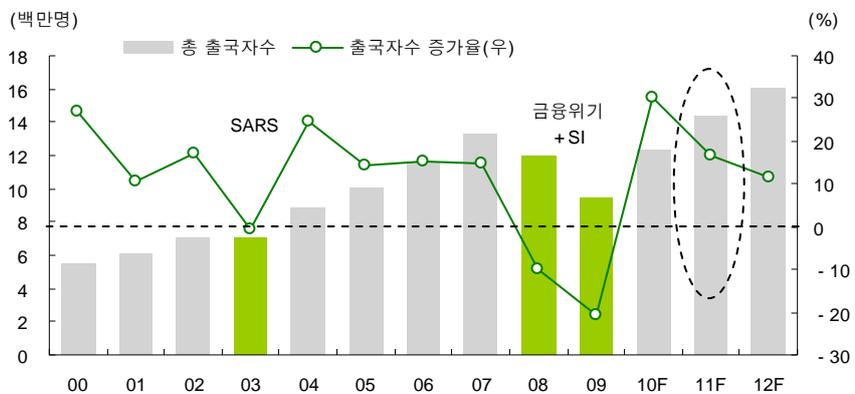
1. 2011년 전체 시장 16% 성장 예상

2011년은 베이스 효과 없이
16.8% 성장 전망

2010년 전체 출국자수 시장은 지난 6월 28일 발간된 여행산업 레포트에서 추정된 27.8%를 소폭 상회하는 30.3% 수준의 상승이 예상된다. 이는 비수기인 2분기 출국수요가 대기수요에 의해 기존 예상치인 22%를 크게 상회하는 34%를 기록하였으며 경기가 당시 전망치보다 빠르게 회복하였기 때문인 것으로 분석된다.

시장에서는 2010년 성장이 베이스 효과로 인한 단기적 반등이나? 아니면 호황기로 진입하는 단계이냐에 대한 논란이 계속되고 있다. 당사는 베이스 효과가 없어지는 2011년에도 출국자수 시장은 16.8% 증가하며 높은 성장세를 이어나갈 것으로 전망한다. 그 이유는 1) 항공권 공급 증가에 따라 여행시장 환경이 추가적으로 개선될 것으로 전망되며, 2) 주요 매크로 변수인 경기 및 환율이 여행산업에 우호적이고, 3) GNI가 2만달러를 넘으며 레저 수요가 가속화 될 것으로 예상되기 때문이다. 특히 2011년은 4년만에 휴일이 가장 많은 것으로 나타났는데 토,일요일과 이어지는 공휴일이 많아 주5일 근무를 하는 직장인 여행수요를 추가적으로 늘릴 것으로 기대된다.

그림 11 2011년 출국자수 1천4백만명 돌파하며 사상최대치 기록 전망



자료: 한국은행, 한국관광공사, Fnguide Macro Consensus, DataGuide Pro, 대신증권 리서치센터

주요 Macro 변수 가정 및 출국자수 추정치

기간	출국자수(명)	출국자수 증가율(%)	환율(원/달러)	GDP(실) 성장률(%)
1Q10	2,976,549	31.2	1,168	7.7
2Q10	2,957,316	34.2	1,133	7.1
3Q10	3,472,588	28.8	1,230	4.8
4Q10F	2,965,760	27.5	1,141	4.8
1Q11F	3,401,364	14.3	1,082	4.0
2Q11F	3,383,991	14.4	1,070	4.1
3Q11F	4,021,862	15.8	1,053	4.8
4Q11F	3,651,513	23.1	1,036	5.1

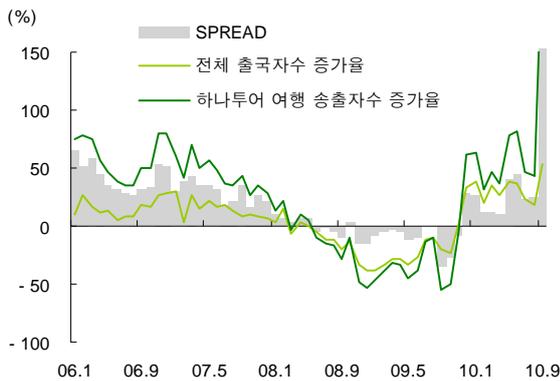
자료: 한국은행, 한국관광공사, Fnguide Macro Consensus, DataGuide Pro, 대신증권 리서치센터

2. 대형사 패키지 송출자 36.5% 성장 전망

대형 여행사 패키지 송출자는 시장보다 빠른 36.5% 성장

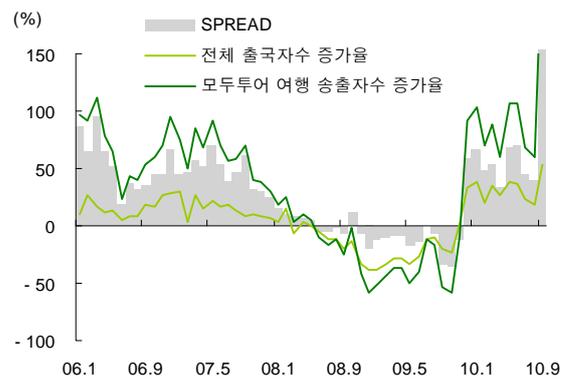
2010년 시장이 30.3% 증가하는 동안 하나투어와 모두투어 패키지 송출자 증가율은 각각 62%, 87% 성장할 것으로 전망된다. 2010년 9월까지 누적 성장률 스프레드를 분석해본 결과 하나투어 패키지 송출자수는 시장대비 평균 43% 수준의 성장 스프레드를 기록하였고, 모두투어는 약 69%의 스프레드를 시현하였다. 이는 전체 시장 성장보다 대형사 패키지 송출자수 증가 속도가 더 탄력적으로 움직이는 것을 보여주는 것인데 이 같은 추세는 2011년에도 이어질 것으로 판단된다. 그 이유는 1) 시장 성장시 전체 출국자수에서 여행목적 출국자가 비중이 커질 것으로 예상되며, 2) 대형사 패키지 시장 점유율이 시장환경에 의해 확장되기 때문이다. 따라서 2011년 대형사 패키지 송출자 시장은 시장보다 빠른 36.5% 수준의 성장이 가능할 것으로 추정된다.

그림 12 하나투어 2010년 평균 43% 성장률 스프레드 기록



주: 스프레드 = 여행사 송출자수 증가율 - 전체 출국자수 증가율
 자료: 한국관광공사, 하나투어, 대신증권 리서치센터

그림 13 모두투어 2010년 평균 69% 성장률 스프레드 기록



주: 스프레드 = 여행사 송출자수 증가율 - 전체 출국자수 증가율
 자료: 한국관광공사, 모두투어, 대신증권 리서치센터

전체 출국자수 증가율과 대형 여행사 송출자수 증가율 스프레드 분석

기간	출국자수 증가율(%)	하나투어 송출자(명)	증가율 (%)	X	Spread	모두투어 송출자(명)	증가율 (%)	X	Spread
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	104	3	66
2010.02	20.5	99,077	31.8	1.6	11.3	59,310	69	3	49
2010.03	35.3	91,808	46.7	1.3	11.3	54,869	89	3	53
2010.04	27.4	94,784	37.0	1.3	9.6	54,166	60	2	33
2010.05	38.8	108,413	78.1	2.0	39.3	59,191	107	3	68
2010.06	36.4	100,109	81.6	2.2	45.1	54,231	106	3	70
2010.07	22.8	128,141	46.8	2.1	24.0	72,382	68	3	45
2010.08	18.6	133,639	43.7	2.3	25.1	74,613	59	3	41
2010.09	53.9	106,669	244.3	4.5	190.5	55,014	250	5	196

주: 각사 송출자는 패키지 송출자수를 의미함, X는 각사 증가율/출국자수 증가율, Spread는 각사 증가율 - 출국자수 증가율
 자료: 한국관광공사, 각사, 대신증권 리서치센터

V. 해외 여행업체 동향 및 국내업체 전략

1. 선진국 키워드는 온라인/국제화, 이머징 시장은 성장성

미국 선두업체는 온라인 호텔 판매 중심의 Expedia

미국 여행 시장은 빠른 속도로 온라인화 되어가고 있으며 그 가운데 Expedia가 가장 빠른 성장세를 기록하고 있다. 미국 여행 시장이 우리나라 시장과 다른 점은 유통채널의 온라인 의존도가 한국에 비해서 높으며 수익성을 항공권 판매보다는 호텔 판매에서 창출하고 있다. Expedia는 2009년 매출비중의 60% 이상이 호텔 판매에서 발생하였다. Expedia의 또 다른 전략은 사업 국제화인데 2015년까지 매출의 50%를 해외에서 창출할 계획을 가지고 있다. 여행산업은 항공권은 물론 특히 호텔 판매 사업에서 규모의 경제 효과가 매우 중요하기 때문에 상위 업체의 대형화 및 글로벌화가 당분간 지속될 것으로 판단된다.

중국은 빠른 내수 시장 성장 전망

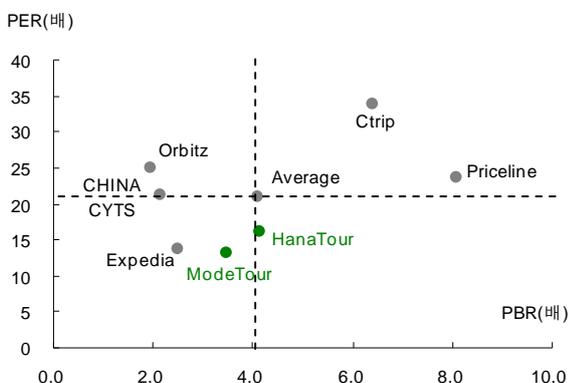
반면 중국은 국내 여행시장이 빠르게 성장하고 있기 때문에 당분간 중국 국내 및 주변국 여행시장 중심으로 성장할 것으로 전망된다. 또한 아직은 온라인 유통채널보다는 전통적인 대리점 판매 등 관계 중심의 유통채널을 통한 성장이 예상된다.

2. 국내 여행사 저평가 국면

국내 여행사 높은 성장세에도 낮은 수준의 밸류에이션 국면

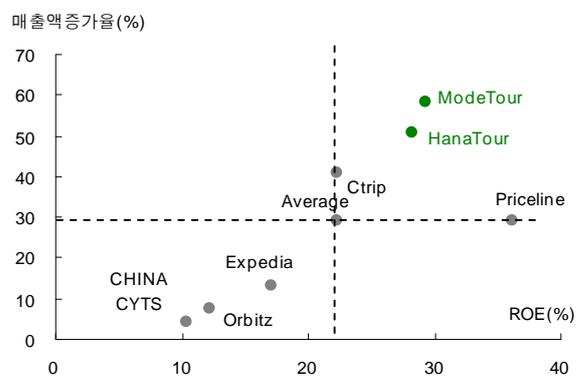
국내 대표 여행사는 2011년에도 견조한 성장세를 이어나갈 것으로 전망되나 현재 밸류에이션 수준은 해외 기업대비 저평가 국면에 있는 것으로 판단된다. 하나투어와 모두투어는 2011년에도 28%, 31% 수준의 매출액 증가율, 33%, 46% 수준의 영업이익의 증가율을 기록할 것으로 전망되는데 이는 글로벌 피어 대비 가장 높은 수준의 성장 속도라고 판단된다. 국내 여행사 2011년 예상 ROE 또한 평균 29% 수준으로 22%인 평균보다 높은 수준을 지속할 것으로 예상된다. 반면 2011년 기준 하나투어의 PER은 16.0배, 모두투어의 PER은 13.2배로 평균 PER 20.9배 저평가 국면에 있으며 PBR은 4.1배, 3.5배 수준으로 평균 수준에 있다고 판단된다.

그림 14 국내 여행사 2011년 멀티플 저평가 국면



주: 2011년 예상 EPS, BPS 기준으로 산출
 자료: Bloomberg, Thomson I/B/E/S, 대신증권 리서치센터

그림 15 국내 여행사 2011년 빠른 성장세 및 ROE 시현 전망



주: 매출액 증가율은 2009-2011년 CAGR, ROE는 2011년 전망치 기준
 자료: Bloomberg, Thomson I/B/E/S, 대신증권 리서치센터

국내외 주요 여행서비스 업체 Valuation지표 및 성장성

	KOREA		CHINA		US				
	HanaTour	ModuTour	Ctrip	CHINA CYTS	Priceline	Expedia	Orbitz	Travelzoo	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Strong Buy	Buy	Buy	Hold	Strong Buy	
목표주가(\$)	53.1	44.4	53.8	3.1	453.9	33.3	7.0	50.0	
시가총액(Mil \$)	475	260	6,544	950	20,331	7,494	7,320	719	
EPS(\$)	08	0.40	0.07	0.48	0.05	3.74	-8.80	-3.58	-0.29
	09	-0.38	0.13	0.68	0.09	9.88	1.03	-4.01	0.32
	10F	1.86	1.88	1.00	0.09	13.20	1.71	0.13	0.75
	11F	2.55	2.34	1.31	0.11	17.63	1.99	0.23	0.90
PER(배)	08	50.3	132.5	22.1	24.4	20.6	-0.9	-1.0	-19.8
	09	-114.2	184.8	52.8	26.1	22.1	25.0	-1.8	38.4
	10F	22.0	16.5	44.4	26.8	31.4	15.8	42.4	58.3
	11F	16.0	13.2	33.8	21.3	23.5	13.6	24.9	48.6
PBR(배)	08	6.1	6.1	20.8	3.2	24.3	3.4	1.1	34.6
	09	6.0	6.0	13.9	2.9	14.3	2.9	3.6	23.4
	10F	5.0	4.4	7.8	2.4	11.4	2.8	2.2	-
	11F	4.1	3.5	6.4	2.2	8.1	2.5	2.0	-
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	77.3	91.3	48.3	-2.4	31.9	13.1	1.8	19.7
	11F	28.0	30.8	33.5	17.9	26.6	12.8	7.1	10.9
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	6828.0	8191.5	54.1	-14.3	76.3	12.0	2.0	59.0
	11F	32.5	45.5	38.3	25.9	40.2	13.8	23.8	14.2
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	13.4	16.7	35.9	8.7	26.9	22.6	8.0	19.4
	11F	13.9	18.5	37.2	9.3	29.8	22.8	9.3	20.0
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	24.8	30.6	23.9	10.3	36.9	18.0	5.6	-
	11F	28.2	29.4	22.2	12.2	36.2	17.0	10.4	-

주: 1. 주가는 2010년 12월 03일 종가 기준.

2. 환율은 2010년 12월 03일 기준 환율: 1,149.0원/달러, 6.66위안/달러 적용

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

3. 하나투어와 모두투어의 향후 전략

하나투어 2011년에도 신규사업 투자 지속 예상

국내 1등 여행사 하나투어도 장기적으로 호텔 판매로 사업을 다각화시켜 수익원 포트폴리오를 안정적으로 가지고 가려는 전략을 세우고 있다. 그리하여 하나투어는 2015년까지 기존 패키지 판매 비중과 호텔 및 단품 판매 비중을 5:5까지 끌어올릴 계획이다. 반면 모두투어는 기존 사업에 집중하면서 신사업 투자는 무리한 수준으로 진행하지 않을 것으로 예상된다. 따라서 2011년에도 양사의 견조한 외형성장은 2010년과 같이 가능할 것으로 전망되나 수익성은 모두투어가 하나투어보다 당분간 비교우위에 있을 것으로 예상된다. 이는 위 표에 있는 2011년 하나투어와 모두투어의 매출액 증가율 및 영업이익 증가율 비교를 통해 확인할 수 있다.

모두투어 2011년에도 기존 사업 역량 강화 전망

DaishinCompanyAnalysis

하니투어(039130) 투자 방향은 긍정적이나 수익성에는 부담
모두투어(080160) 2011년에도 최고 수준의 수익성 기록 전망



하나투어(039130)

Buy(매수,유지)

투자 방향은 긍정적이나 수익성에는 부담

투자의견 매수 유지, 목표주가 61,000 원 (하향)

하나투어에 대한 투자의견은 매수로 유지, 목표주가는 7.6% 하향 조정한 61,000원을 제시한다. 목표주가 하향은 2011년 인건비 인상 및 FIT 마케팅 추가 책정에 따른 비용 증가에 따라 EPS를 하향 조정한데 기인한다. 투자의견을 매수로 제시하는 이유는 1) 베이스 효과가 사라지는 2011년 1월 예약률이 작년대비 150% 수준을 기록하며 내년 고성장에 대한 시그널이 되고 있으며, 2) 2011년 양민항 및 외항사, LCC의 적극적인 항공 공급으로 여행사 영업환경이 추가적으로 개선될 것으로 예상되며, 3) Full 제로컴 환경에 따라 상위업체 M/S 확대 속도가 가속될 것으로 전망되기 때문이다.

투자 방향은 긍정적이나 수익성에는 부담

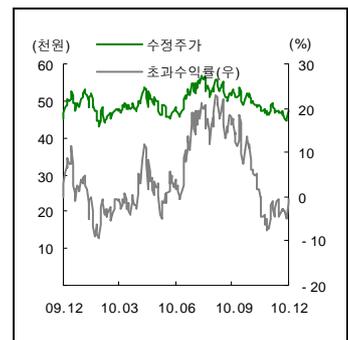
하나투어는 2010년에 견조한 외형성장에도 불구하고 영업이익은 시장의 기대치보다 낮은 수준을 기록하였다. 이는 하나투어가 2008년~2009년 산업 침체 경험을 통해 향후 위기 상황에서 크게 흔들리지 않는 기업 체질을 갖추기 위해 신규 투자를 하고 있기 때문이다. 2011년에도 FIT(Free Individual Travler)사업관련 투자가 지속될 계획인데 기존 투자 102억원에 더해 FIT관련 TV, 라디오 광고를 52억원 추가로 집행할 예정이다. 또한 2011년에는 올해 시행하지 못한 인건비 인상을 약 9% 적용할 계획에 있으며 성과급 또한 최소 2010년 수준이 발생할 것으로 예상된다.

하나투어 신규 투자는 장기적으로 온라인 플랫폼 강화 및 호텔, 렌터카 등 판매 상품 다각화를 통해 선진국 여행사 사업구조로가는 매우 긍정적인 방향이라고 판단된다. 그러나 신규 사업을 통한 본격적 이익 창출에는 시간이 걸릴 것으로 예상되기 이 회사는 장기적인 관점의 투자가 유효하다고 판단된다. 따라서 FIT관련 매출이 본격적으로 발생하기 전까지는 관련 투자가 수익성에는 부담 요인으로 작용할 것으로 추정된다.

목표주가	61,000원
현재가('10/12/03)	47,000원
예상주가상승률(6M)	29.8%
시가총액	5,460억원
시가총액비중	0.6%
자본금(보통주)	58억원
액면가	500원
52주 최고/최저	56,800원 / 42,850원
120일 평균거래대금	56억원
KOSPI	1,957.26
발행주식수	11,616천주
외국인지분율	25.0%
자사주	5.24%
주요주주	
박상환 외 13	20.59%
Fidelity Funds 외 9	13.50%
배당수익률(09년)	1.00%

Performance

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-0.6	4.1
6개월	-3.0	-4.2
12개월	3.8	-0.7



영업실적및주요투자지표

	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
매출액(십억원)	173	124	220	281	333
영업이익(십억원)	10	0	29	39	60
세전순이익(십억원)	8	(3)	34	47	71
순이익(십억원)	5	-5	25	34	51
EPS(원)	433	-416	2,133	2,936	4,405
증감률(%)	-81.3	-196.2	-612.3	37.6	50.1
PER(배)	53.8	-120.6	22.0	16.0	10.7
PBR(배)	3.3	6.8	5.3	4.3	3.4
ROE(%)	5.3	(5.4)	24.8	28.2	34.1

자료: 하나투어, 대신증권리서치센터

{ 재무제표 }

손익계산서	(단위: 십억원, %)				
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
매출액	173	124	220	281	333
증가율, YoY	-13.3	-28.3	77.3	28.0	18.3
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	220	281	333
매출액 대비	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	163	123	190	242	273
증가율, YoY	-0.2	-24.2	54.1	27.3	12.6
매출액 대비	94.3	99.7	86.6	86.1	82.0
영업이익	10	0	29	39	60
증가율, YoY	-72.7	-95.7	6,828.0	32.5	53.5
매출액 대비	5.7	0.3	13.4	13.9	18.0
EBITDA	13	3	32	42	63
증가율, YoY	-66.5	-74.3	888.4	29.6	49.9
매출액 대비	7.4	2.6	14.7	14.9	18.9
영업외손익	-2	-3	5	8	11
순이자비용	5	3	2	3	5
지분법손익	-1	-6	3	4	5
외환손익	-6	0	-1	0	0
기타	0	0	1	1	1
세전계속사업이익	8	-3	34	47	71
법인세비용	3	2	9	13	19
세율	38.4	-61.7	27.5	27.5	27.5
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	-5	25	34	51
증가율, YoY	-81.3	-196.2	-612.3	37.6	50.1
매출액 대비	2.9	-3.9	11.3	12.1	15.4
EPS	433	-416	2,133	2,936	4,405

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
EPS	433	-416	2,133	2,936	4,405
PER	53.8	-120.6	22.0	16.0	10.7
BPS	7,130	7,334	8,903	10,908	13,976
PBR	3.3	6.8	5.3	4.3	3.4
EBITDAPS	1,095	281	2,781	3,603	5,400
EV/EBITDA	16.5	159.5	14.2	10.3	6.2
SPS	14,874	10,666	18,910	24,201	28,627
PSR	1.6	4.7	2.5	1.9	1.6
CFPS	685	-172	2,379	3,181	4,650
DPS	722	465	805	1,108	1,663

재무비율	(단위: %)				
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
성장성					
매출액 증가율	-13.3	-28.3	77.3	28.0	18.3
영업이익 증가율	-72.7	-95.7	6,828.0	32.5	53.5
순이익 증가율	-81.3	-196.2	-612.3	37.6	50.1
수익성					
ROIC	-97.5	10.7	664.7	-1,934.6	-888.1
ROE	5.3	-5.4	24.8	28.2	34.1
안정성					
부채비율	72.4	78.5	84.8	80.2	69.9
순차입금비율	-67.9	-68.0	-79.7	-86.9	-92.1
이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

대차대조표	(단위: 십억원, %)				
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
유동자산	91	105	147	186	235
현금등가물	19	38	44	60	90
단기금융상품	42	24	43	55	65
매출채권	13	21	37	47	56
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	202	239	286
유동부채	64	71	92	106	117
매입채무	32	27	49	62	74
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	93	106	118
부채비율	42.0	44.0	45.9	44.5	41.2
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	39	62	98
자본총계	89	91	109	132	168
차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-61	-62	-87	-115	-155
순차입금 비율	-67.9	-68.0	-79.7	-86.9	-92.1

현금흐름표	(단위: 십억원, %)				
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	9	11	40	45	60
당기순이익	5	-5	25	34	51
비현금항목 가감	18	19	10	8	7
감가상각비	3	3	3	3	3
외환손익	0	0	1	0	0
지분법손익	4	7	-3	-4	-5
기타	11	9	9	9	9
자산부채 증감	-15	-3	5	3	2
투자활동현금흐름	-6	13	-27	-18	-15
투자자산	-9	-2	-14	-5	-2
유형자산	0	0	0	0	0
기타	3	16	-13	-12	-12
재무활동현금흐름	-31	-6	-7	-11	-16
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	-11	-5	-7	-11	-16
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-19	-1	0	0	0
현금의 증감	-28	19	6	16	30
기초 현금	47	19	38	44	60
기말 현금	19	38	44	60	90
Unleveraged CFO	6	9	38	42	57
NOPLAT	6	0	21	28	43

자료: 하나투어, 전망은 대신증권리서치센터

모두투어(080160)

Buy(매수, 유지)

2011년에도 업종내 최고 수준의 수익성 기록 전망

투자의견 매수 유지, 목표주가 51,000 원 (하향)

모두투어에 대한 투자의견을 매수로 유지, 목표주가는 7.3% 하향 조정한 51,000원을 제시한다. 목표주가 하향은 2011년 매출액 전망치를 2.2% 소폭 하향, 성과급 지급에 따른 인건비를 상향 조정하였기 때문이다. 그러나 모두투어를 업종내 최신후 추천종목으로 제시하며 투자의견을 매수로 유지한다. 그 이유는 1) 2011년에도 큰 규모의 신규 투자없이 핵심 사업에 역량을 집중할 것으로 예상되며, 2) 항공권 가격 하락 및 목적지 다양화로 인해 영업환경이 추가로 개선될 것으로 전망되며 3) 2011년 1월 예약률이 작년대비 160% 증가하며 내년에도 고성장이 이어질 것으로 추정되기 때문이다.

2011년에도 업종내 최고 수준의 성장성, 수익성 기록 전망

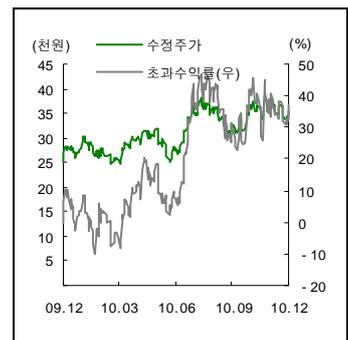
모두투어는 2011년에도 핵심 사업인 여행 패키지 사업에 집중하면서 추가적으로 큰 비용의 투자는 없을 것으로 예상된다. 여행 패키지 사업은 2011년에도 빠른 성장을 기록할 것으로 예상되는데 이는 시장이 16% 성장하면서 Full 제로컴 시대를 맞이하여 M/S도 여전히 증가할 것으로 전망되기 때문이다. 또한 모두투어는 자체 IT부서를 두고 있으며 온라인 플랫폼 강화를 통해 FIT 비중이 늘면서 변화하는 시장에도 대응 가능할 것으로 전망된다.

이 회사는 2010년에 이어 2011년에도 업종내 가장 빠른 성장성 및 수익성을 기록할 것으로 예상된다. 모두투어의 매출액은 작년대비 30.8% 증가한 1,536억원, 영업이익은 45.5% 증가한 285억원을 시현할 것으로 기대된다. 모두투어 주가는 지난 12개월 동안 35% 시장을 아웃퍼폼하였으나 EPS 전망치 상승폭이 그것을 상회하여 2011년 PER은 과거 평균을 하회하는 13.2배 수준이다. 따라서 현 시점에서도 이 회사를 적극적 매수관점에서 볼 수 있다고 판단된다.

목표주가	51,000원
현재가('10/12/03)	35,600원
예상주가상승률(6M)	43.3%
시가총액	2,990억원
시가총액비중	0.3%
자본금(보통주)	42억원
액면가	500원
52주 최고/최저	39,000원 / 24,550원
120일 평균거래대금	33억원
KOSPI	1,957.26
발행주식수	8,400천주
외국인지분율	18.5%
자사주	4.29%
주요주주	
우종우 외 4	18.72%
프랭클린템플턴투자신탁운	
용 외 1	14.23%
배당수익률(09년)	0.18%

Performance

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	- 1.1	3.6
6개월	28.3	26.7
12개월	41.3	35.2



영업실적및주요투자지표

	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
매출액(십억원)	83	61	117	154	180
영업이익(십억원)	1	0	20	28	37
세전순이익(십억원)	1	1	21	31	40
순이익(십억원)	1	1	18	23	29
EPS(원)	74	144	2,155	2,688	3,452
증감율(%)	-94.6	96.0	1391.7	24.7	28.5
PER(배)	139.8	193.1	16.5	13.2	10.3
PBR(배)	1.8	4.7	4.4	3.5	2.8
ROE(%)	1.2	2.4	30.6	29.4	29.8

자료: 모두투어, 대신증권리서치센터

{ 재무제표 }

손익계산서	(단위: 십억원, %)				
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
매출액	83	61	117	154	180
증가율, YoY	-11.7	-26.3	91.3	30.8	17.3
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	117	154	180
매출액 대비	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	82	61	98	125	143
증가율, YoY	2.9	-25.8	60.1	27.8	14.7
매출액 대비	98.9	99.6	83.3	81.5	79.7
영업이익	1	0	20	28	37
증가율, YoY	-93.6	-74.3	8,191.5	45.5	28.7
매출액 대비	1.1	0.4	16.7	18.5	20.3
EBITDA	2	1	20	29	37
증가율, YoY	-88.2	-49.5	2,162.8	44.0	28.1
매출액 대비	2.1	1.4	17.1	18.9	20.6
영업외손익	0	1	1	3	3
순이자비용	3	2	2	3	3
지분법손익	-1	-1	0	0	1
외환손익	-1	0	0	0	0
기타	0	0	-1	0	0
세전계속사업이익	1	1	21	31	40
법인세비용	1	0	3	9	11
세율	50.7	18.9	14.0	27.5	27.5
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1	1	18	23	29
증가율, YoY	-94.6	96.0	1,391.7	24.7	28.5
매출액 대비	0.7	2.0	15.4	14.7	16.1
EPS	74	144	2,155	2,688	3,452

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
EPS	74	144	2,155	2,688	3,452
PER	139.8	193.1	16.5	13.2	10.3
BPS	5,856	5,981	8,088	10,202	12,938
PBR	1.8	4.7	4.4	3.5	2.8
EBITDAPS	210	106	2,397	3,452	4,420
EV/EBITDA	34.8	209.8	12.0	7.9	5.7
SPS	9,913	7,307	13,980	18,282	21,442
PSR	1.0	3.8	2.5	1.9	1.7
CFPS	174	222	2,222	2,748	3,510
DPS	19	48	574	716	920

재무비율	(단위: %)				
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
성장성					
매출액 증가율	-11.7	-26.3	91.3	30.8	17.3
영업이익 증가율	-93.6	-74.3	8,191.5	45.5	28.7
순이익 증가율	-94.6	96.0	1,391.7	24.7	28.5
수익성					
ROIC	-19.2	32.2	372.2	165.2	148.1
ROE	1.2	2.4	30.6	29.4	29.8
안정성					
부채비율	52.0	71.5	52.9	41.9	33.1
순차입금비율	-51.4	-94.8	-83.2	-80.4	-81.1
이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 모두투어, 전망은 대신증권리서치센터

대차대조표	(단위: 십억원, %)				
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
유동자산	48	78	98	117	141
현금등가물	12	17	15	7	7
단기금융상품	13	31	41	61	81
매출채권	4	11	21	27	32
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	104	122	145
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	34.6	29.5	24.8
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	42	60	83
자본총계	49	50	68	86	109
차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-25	-48	-57	-69	-88
순차입금 비율	-51.4	-94.8	-83.2	-80.4	-81.1

현금흐름표	(단위: 십억원, %)				
	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	-5	5	10	18	26
당기순이익	1	1	18	23	29
비현금항목 가감	4	4	2	2	2
감가상각비	1	1	1	1	0
외환손익	0	0	0	0	0
지분법손익	1	1	0	0	-1
기타	3	2	2	2	2
자산부채 증감	-10	0	-10	-7	-5
투자활동현금흐름	3	0	-11	-21	-20
투자자산	-20	0	-9	-19	-18
유형자산	-1	0	0	0	0
기타	23	0	-1	-2	-2
재무활동현금흐름	-9	0	0	-5	-6
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	-2	0	0	-5	-6
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-7	0	0	0	0
현금의 증감	-12	5	-1	-8	0
기초 현금	23	12	17	15	7
기말 현금	12	17	15	7	7
Unleveraged CFO	-7	4	8	16	24
NOPLAT	0	0	17	21	27

{ Compliance Notice }

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 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 반영하였습니다 (작성자: 김윤진).

투자등급관련사항

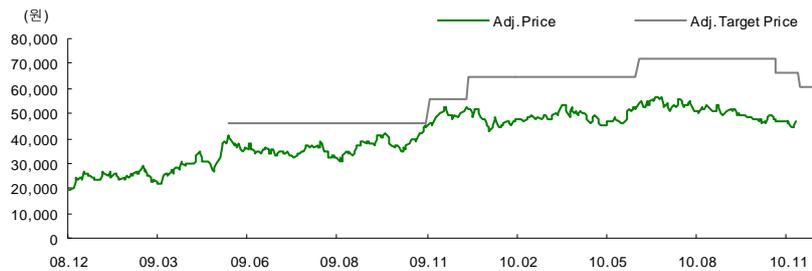
산업 투자의견

- 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

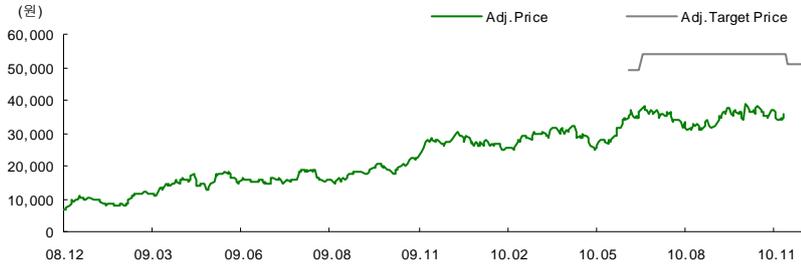
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 증가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 증가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 증가 하락 예상

하니투어(039130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	10.12.06	10.11.12	10.10.03	10.09.07	10.08.16	10.08.03	10.07.02
투자의견	Buy						
목표주가	61,000	66,000	66,000	72,000	72,000	72,000	72,000
제시일자	10.06.28	10.06.17	10.05.22	10.05.18	10.05.15	10.04.02	10.03.03
투자의견	Buy						
목표주가	72,000	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000
제시일자	10.02.04	10.01.07	09.11.30	09.11.14	09.11.11	09.05.16	09.05.13
투자의견	Buy						
목표주가	65,000	65,000	56,000	46,000	46,000	46,000	46,000

모두투어(080160) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	10.12.06	10.11.12	10.09.07	10.08.16	10.07.12	10.06.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	51000	54,000	54,000	54,000	54,000	49,000
제시일자						
투자의견						
목표주가						
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.