

# 여행업

## 여행 수요 성장, 다시 시작되는 스토리

유통/미디어/엔터테인먼트  
Analyst 손윤경, CFA  
02) 3787-5223 ykson@kiwoom.com  
김선하 02) 3787-4870  
shkim@kiwoom.com

**Overweight  
(Maintain)**

일본 지진 이후 위축되었던 여행 수요는 점차적 회복이 감지되고 있음. 항공좌석 공급 확대, 안정적인 원/달러 환율, 주5일제 수업의 전면적 시행 등과 같은 여행업의 우호적 요소가 12년 여행 수요의 견조한 성장을 이끌 것으로 판단.

### ■ 여행업 투자의견 Overweight 유지 & 하나투어, 모두투어 투자의견 및 목표주가 상향

당사는 12년 여행업에 우호적 환경이 조성될 것으로 기대하며 업종 투자 의견 Overweight를 유지한다. 최근 여행주의 부진은 글로벌 경기 불안에 따른 국내 주식시장의 부진과 전년대비 맛있는 패키지 상품 모객 성장률에 따른 것으로 판단한다. 그러나 올해 하반기 내 유럽 재정 위기가 일단락 될 것으로 보이고, 12년 여행산업이 11년 대비 견조한 성장을 할 것으로 예상 되어, 최근의 주가 하락은 저가 매수의 기회라고 판단한다.

적절한 비용통제로 하나투어 대비 실적 안정성이 상대적으로 높은 모두투어를 여행주 Top-pick으로 제시하며 투자의견을 Outperform에서 BUY로 상향하고 목표주가를 44,000원에서 54,000원으로 상향 조정한다. 하나투어 역시 투자의견을 Outperform에서 BUY로 상향하고 목표주가를 55,000원에서 60,000원으로 상향 조정한다.

### ■ 여행업에 우호적 환경 조성으로 12년 총출국자수는 11년 대비 14.1% 증가 전망

11년 여행 수요는 10년 대비 3.9% 성장 수준에 불과한 반면 12년 총출국자수는 1,480만명을 기록하며 11년 대비 14.1% 성장할 전망이다. 12년 견조한 여행 수요를 예상하는 이유는 1) 외항사 및 저가항공사를 중심으로 한 항공 좌석 공급 확대가 항공좌석 가격 하락으로 이어지며 여행 수요를 자극할 것으로 예상되고 2) 12년 말 기준으로 원/달러 환율이 950원까지 완만히 하락할 것으로 예상됨에 따라 해외 여행 비용 감소에 따른 수요 자극이 기대되며 3) 11년 일본 지진 및 방사능 누출 사태로 위축되었던 여행 수요에 대한 기저효과가 발생하고, 4) 초, 중, 고등학교 주5일제 수업이 전면적으로 시행됨에 따라 가족단위 여행 수요가 증가할 것으로 보이기 때문이다. 추가적으로 대체휴일제 이슈는 12년 여행 주가 흐름에 긍정적으로 작용할 전망이다. 대체휴일제가 실현될 경우 짧은 연휴를 이용한 단거리 위주의 해외 여행이 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

### ■ 항공좌석 공급 확대: 주요 여행사 수익성 개선 및 매출 증가 기대

당사는 항공 좌석 공급 확대에 주목한다. 올해 하반기 항공 좌석 공급은 10년 하반기 대비 약 11% 가량 증가할 것으로 예상된다. 증가한 항공 좌석 공급은 여행사들의 항공사에 대한 교섭력을 높여 저렴한 가격에 항공 좌석을 구매할 수 있게 한다. 이는 여행사가 적절한 수익성을 확보 하면서도 패키지 여행 상품의 가격을 낮출 수 있어 여행 수요 확대와 여행사 수익성 개선을 이끄는 요인이 되며 이에 따른 12년 여행사들의 높은 실적 개선이 예상된다.

- 당사는 9월 20일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

# Contents

---

<b>I. Valuation &amp; Investment Point</b>	<b>3</b>
1. 여행업체 Valuation: 모두투어 업종 내 top-pick	3
2. Investment Point: 12년, 여행업에 우호적 환경 조성 기대	4

---

<b>II. 12년 여행업종, 11년 대비 수요와 수익성 모두 좋을 것</b>	<b>5</b>
1. 항공 좌석 공급 증가: 여행사의 매출과 수익성 상승을 견인할 것	5
2. 원/달러 환율 하락에 따른 여행 수요 증가	7
3. 일본 여행수요 개선 시작: 여행업의 실적 부담 완화할 전망	8
4. 동남아, 일본 여행수요 흡수 역할 수행	9
5. 여가 시간 확대에 따른 여행 수요 증가	10

---

<b>III. 11년 하반기, 여행수요가 정상화 되는 시기</b>	<b>11</b>
--------------------------------------	-----------

---

<b>기업분석</b>	<b>13</b>
-------------	-----------

## I. Valuation & Investment Point

### 1. 여행업체 Valuation: 모두투어 업종 내 top-pick

업종투자의견  
overweight 유지

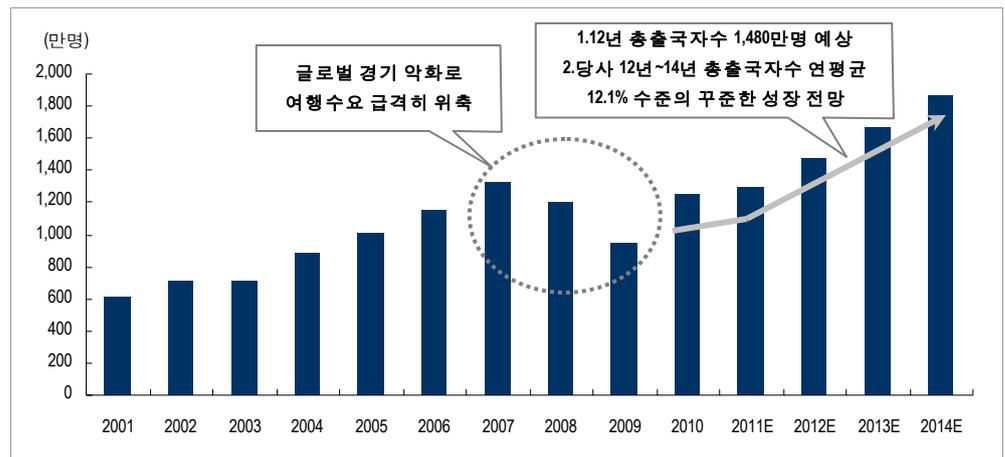
당사는 12년에 여행업에 우호적 환경이 조성될 것으로 기대하며 업종 투자 의견 Overweight를 유지한다. 최근 여행주의 부진은 글로벌 경기 불안에 따른 국내 주식시장의 부진과 전년 대비 미미한 패키지 상품 모객 성장률에 따른 것으로 판단한다. 그러나 올해 하반기 내 유럽 재정 위기가 일단락 될 것으로 보이고, 12년 여행산업이 11년 대비 견조한 성장을 할 것으로 예상되어, 최근의 주가 하락은 저가 매수의 기회라고 판단한다.

모두투어  
업종 내 Top-pick:  
효율적 비용통제로  
안정적 실적 시현 가능

모두투어를 업종 내 Top-pick으로 제시한다. 효율적인 비용 통제로 3분기 이후 하나투어 대비 견조한 실적이 예상되기 때문이다. 또한 투자의견을 Outperform에서 BUY로 상향하고 목표주가를 44,000원에서 54,000원으로 상향 조정한다. 투자의견 상향 이유는 올해에는 일본 지진의 영향으로 실적이 부진하지만 내년에는 항공 좌석 공급 확대에 따른 패키지 상품 가격 하락이 여행 수요를 자극하고 원달러 환율이 안정적으로 유지되면서 실적이 개선될 것이기 때문이다. 여행 수요 증가에 따른 매출 상승과 효율적인 비용통제로 11년~13년 CAGR EPS 성장률은 21.8%를 기록할 것으로 예상된다. 반면 현재 동사 주가는 12년 예상 EPS 대비 P/E Multiple이 9.5x에 불과해 현 주가는 저평가 구간에 있다고 판단한다. 목표주가 54,000원은 12년 EPS 기준 P/E Multiple 18.0x를 적용하여 산출하였다. P/E 18.0x는 업종 1위업체인 하나투어 대비 20% 할인한 수준이며, 당사는 1) 12년 여행업황에 우호적인 환경과 2) 효율적인 비용 통제로 향후 안정적 실적 시현이 가능하다는 점에서 P/E 18.0x를 적절한 수준이라고 판단한다.

하나투어 역시 투자의견을 Outperform에서 BUY로 상향하고 목표주가를 55,000원에서 60,000원으로 상향 조정한다. 목표주가 60,000원은 12년 EPS 기준 P/E Multiple 22.0x에 해당하는데 1) 12년 이후 이익 성장률이 25% 수준이라는 점과 2) 여행사 1위 업체인 점을 감안 시 과도하지 않다는 판단이다.

총 출국자수 전망 추이(12년 총출국자수 11년 대비 14.1% 성장 전망)



자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

## 2. Investment Point: 12년, 여행업에 우호적 환경 조성 기대

12년 총출국자수  
11년 대비  
14.1% 증가할 전망

당사는 12년 총출국자수가 1,481만명을 기록하며 11년 1,298만명 대비 약 14.1% 증가할 것으로 예상된다. 12년 견조한 여행 수요를 예상하는 이유는 1) 외항사 및 저가항공사를 중심으로 한 항공 좌석 공급 확대가 저렴한 항공 좌석 가격으로 이어지며 여행 수요를 자극할 것으로 예상되고 2) 12년 말 기준 원/달러 환율은 950원으로 11년 대비 하락하면서 해외 여행 비용 감소에 따른 수요 자극이 기대되며 3) 11년 일본 지진 및 방사능 누출 사태로 축소되었던 일본 수요가 회복할 것으로 예상되며, 4) 초, 중, 고등학교 주5일제 수업이 전면적으로 시행됨에 따라 가족단위 여행 수요가 증가할 것으로 보이기 때문이다. 추가적으로 대체휴일제 이슈는 12년 여행 주가 흐름에 긍정적으로 작용할 전망이다. 대체휴일제가 실현될 경우 단거리 위주의 해외 여행이 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

### 모두투어 & 하나투어 Valuation

	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년E	2012년E	2013년E
모두투어	순이익(억원)	114	6	12	160	202	299
	EPS	1,353	74	144	1,906	2,403	3,565
	증가율(%)	30.8	-94.6	96.0	1,219.2	26.1	22.8
	목표주가 54,000원	Historical P/E	32.5	349.3	114.1	16.8	
	Target P/E					18.2	
	목표주가 대비 각 년도P/E 수준				11.7	9.5	7.9
하나투어	순이익 (억원)	269	50	-48	241	243	315
	EPS(원)	2,314	433	-416	2,078	2,093	2,710
	증가율(%)	적전	적전	적전	흑전	0.7	29.5
	목표주가 60,000원	Historical P/E	33.0	93.4	-82.7	23.7	
	Target P/E					22.0	
	목표주가 대비 각 년도P/E 수준				19.6	15.1	12.5

자료: 키움증권 리서치센터

## II. 12년 여행업종, 11년 대비 수요와 수익성 모두 좋을 것

### 1. 항공 좌석 공급 증가: 여행사의 매출과 수익성 상승을 견인할 것

11년 하반기 항공좌석  
10년 하반기 대비  
11% 증가 예상

항공 좌석의 공급의 증가는 여행 수요 확대 및 여행사의 수익성 상승으로 이어질 것으로 기대한다. 항공 좌석 공급의 증가는 항공사들의 좌석 판매 경쟁으로 이어져 항공권 가격 인하가 예상되는데 여행비 중 가장 비중이 높은 항공권 가격의 인하는 전반적인 여행 경비 하락을 이끌며 여행 수요 확대를 견인할 전망이다. 특히 여행사는 항공사와의 협상력이 높아지며 보다 경쟁력 있는 가격으로 항공 좌석 확보가 가능해 충분한 마진을 확보 하면서도 저렴한 패키지 상품을 구성할 수 있을 전망이다.

올해 지속적으로 증가하였던 항공 좌석 공급은 하반기에도 지속될 것으로 예상된다. 동남아 지역 위주로 좌석 공급이 증가하는 가운데 유럽, 중동, 미국 등의 장거리 노선도 증편이 계속되고 있다. 당사는 올해 하반기 항공 좌석 공급이 10년 하반기 대비 약 11%가량 증가할 것으로 예상한다. 우선 국적기들의 좌석 공급 증가가 예정되어있다. 대한항공은 하반기 9대의 여객기를 추가 운행할 예정으로 작년 대비 9% 좌석 공급 증가가 예상되고 아시아나항공도 4분기에 하와이 전세기를 증편하는 등의 좌석 증가를 계획하고 있다.

외항사 및 저가항공사의  
시장점유율은  
상승 추세

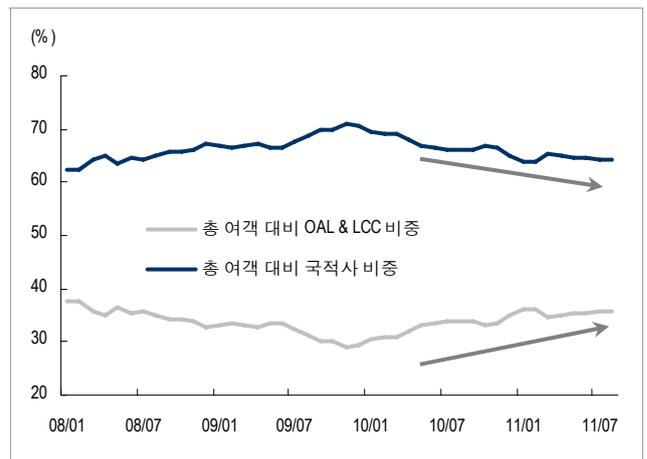
전체적인 항공사들의 좌석 공급 증가 속에서 특히 외항사(OAL) 및 저가항공사(LCC)들의 좌석 공급 증가가 눈에 띈다. 올해 하반기 외항사들과 저가항공사들은 동남아 지역 위주로 노선을 늘릴 계획이다. 이들은 국적사 대비 저렴한 티켓가격으로 가격 경쟁력이 있어 젊은 층을 중심으로 여행 수요가 지속적으로 증가하고 있다. 6시간 이내에 도착이 가능한 단거리 지역들의 경우 외항사와 저가항공사들의 여객운송이 가능하여 향후에도 여행 수요 증가에 부응하는 좌석 공급은 가능할 것으로 예상된다. 실제로 총 여객수송에서 외항사 및 저가항공사의 시장 점유율은 10년 1월 30.3% 이후 꾸준한 상승을 기록하며 11년 8월 현재 35.8%를 기록하고 있다.

인천국제공항 총여객 및 OAL & LCC여객 yoy 성장률



자료: 인천국제공항, 키움증권 리서치센터

총 여객 대비 국적사와 OAL & LCC 비중 추이(인천국제공항 기준)



자료: 인천국제공항, 키움증권 리서치센터

좌석공급 확대에 따른  
여행사 교섭력 증가

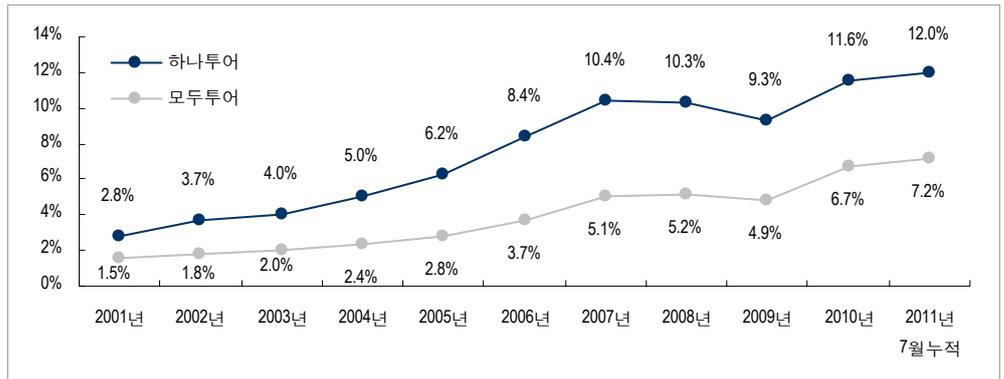
외항사와 저가항공사의 잇따른 취항과 노선증편은 여행사들의 교섭력을 강화시킬 것으로 기대된다. 그동안 여행사들은 국적사들에게 여행 비수기에는 과도한 좌석을 배정 받는 반면 여행 성수기에는 판매에 필요한 좌석을 충분히 배정받지 못하기도 하였다. 그러나 앞으로는 외항사와 저가 항공사의 좌석 공급이 증가함으로써 여행사들의 좌석확보가 이전보다 용이해질 전망이다.

**저렴한 좌석 공급 확대  
여행 수요 촉진할 것**

**1) 여행사 교섭력 강화: 저렴한 상품 공급으로 여행 수요 촉진 기대**

외항사와 저가 항공사의 좌석공급 확대는 여행사 상품 판매를 촉진할 것으로 예상된다. 외항사 항공 좌석 공급 확대로 여행사들은 국적사 이외의 항공사 좌석을 이용한 다양한 상품 구성이 가능해진다. 이는 패키지 상품 구성의 유연성 증대를 의미하는데 상대적으로 저렴한 항공 좌석을 이용하면서 저렴한 상품 구성이 가능해져 여행 수요가 촉진될 것으로 기대된다.

**총 출국자수(승무원 제외)대비 하나투어 및 모두투어 패키지 월별 점유율 추이**



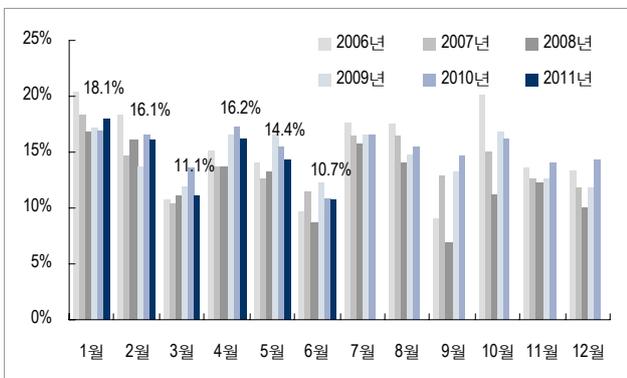
자료: 한국관광공사, 하나투어, 모두투어, 키움증권 리서치센터

**항공 좌석 가격을  
패키지 상품 가격에  
유동적으로 반영 가능**

**2) 여행사 교섭력 강화: 수익성 개선으로 이어질 것**

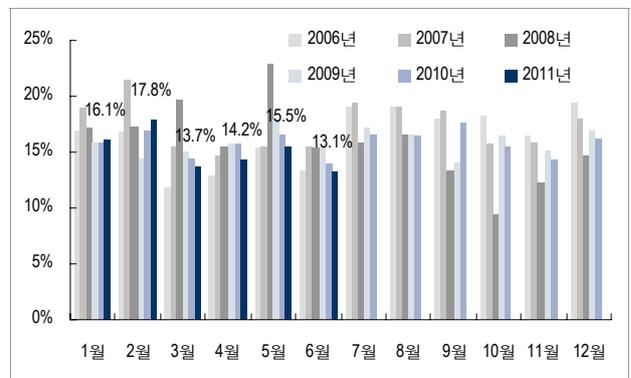
12년에는 주요 여행사를 중심으로 수익성이 본격적으로 개선될 전망이다. 항공 좌석 공급 증가로 여행사의 저렴한 항공권 확보가 가능하면서 적정 마진률이 유지된 패키지 상품 구성이 용이하기 때문이다. 10년에는 폭발적인 여행 수요 증가에도 불구하고 항공 좌석 공급이 이를 따라주지 못하면서 여행사의 충분한 좌석확보가 어려웠다. 항공사들은 상대적으로 가격이 높은 개별 항공권 판매를 선호하면서 여행사들에게 좌석 공급을 제한하였고 패키지 상품에 제공되는 항공 좌석 가격을 인상하였다. 반면 여행사들은 가격 경쟁력을 지녀야 하는 패키지 상품의 특성 상 상승한 항공 좌석 가격을 패키지 상품 가격에 온전히 전이시키지 못하면서 수익성 훼손이 초래된 것이다. 그러나 올해부터는 항공 좌석 공급이 늘어남에 따라 여행사들이 낮은 가격의 항공권을 확보하기가 용이해지고 있다. 따라서 패키지 상품 가격에 항공 좌석 가격을 유동적으로 반영할 수 있게 되면서 여행사의 수익성은 개선될 것으로 예상된다.

**하나투어 여행관련 영업수익 markup 추이**



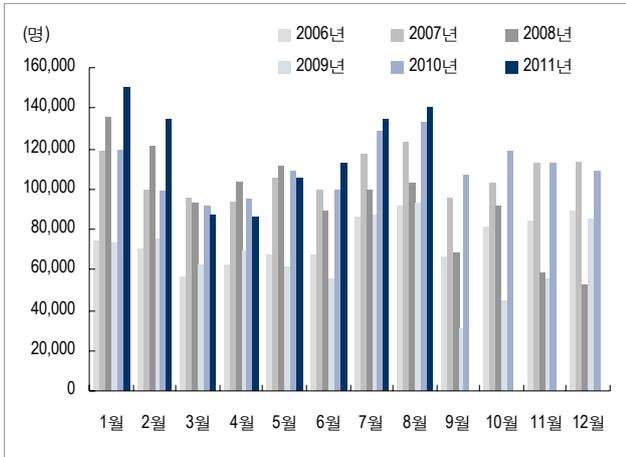
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터  
주: 여행관련 영업수익=(총 영업수익-항공권 대매수익)/패키지 수탁금

**모두투어 여행관련 영업수익 markup 추이**



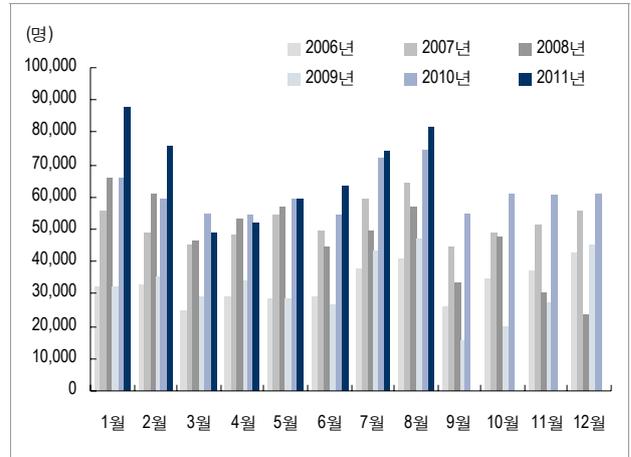
자료: 모두투어, 키움증권 리서치센터  
주: 여행관련 영업수익=(총 영업수익-항공권 대매수익)/패키지 수탁금

하나투어 패키지 송객수 추이



자료: 하나투어, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

모두투어 송객수 추이



자료: 모두투어, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

2. 원/달러 환율 하락에 따른 여행 수요 증가

역사적으로  
원/달러 환율 하락은  
여행 수요를 자극

현재 1,140원대 수준인 원/달러 환율은 12년 950원까지 하락할 전망이고 이는 여행 수요를 자극 할 것으로 예상된다. 역사적으로 원/달러 환율은 여행 수요에 밀접한 영향을 끼치는 것으로 파악된다. 높은 환율 수준을 기록한 98년도와 09년의 경우 출국자수 역시 각각 32.5%, 20.9% 역성장하였다. 반면 환율 급등 이후 안정화 시기였던 99년도와 10년도의 경우 출국자수는 전년 동기 대비 각각 41.6%, 31.5% 증가하였다. 급격한 환율 상승은 여행객들의 비용 부담으로 이어져 여행 수요의 위축을 가져오지만 안정적인 원/달러 환율은 여행객들이 비용 부담 완화로 이어져 여행 수요가 자극되는 것을 알 수 있다.

2011년 원/달러 환율  
하락 지속: 여행업의  
우호적 환경 조성

당사는 11년 말과 12년 말 원/달러 환율이 각각 1,080원, 950원을 기록하며 여행 수요에 우호적인 수준이 유지될 것으로 예상된다. 미국 중심의 글로벌 경기체제가 글로벌 경제 다원화로 이동하면서 글로벌 교역 내 달러화의 비중이 축소됨에 따라 달러 약세가 예상되고, 국내 기업의 수출 호조로 원화 강세가 예상되기 때문이다. 한편 최근 원/달러 환율은 유로존 경제 불확실성으로 인해 1,100원대로 올라서며 다소 불안한 모습을 보이고 있다. 그러나 당사는 하반기 내에 그리스 구제 금융 등으로 유럽 경제의 불확실성이 완화 되면서 환율은 다시 안정될 것으로 판단한다.

출국자수와 원/달러 환율 증감을 추이



자료: 한국관광공사, 한국은행, 키움증권 리서치센터

### 3. 일본 여행수요 개선 시작: 여행업의 실적 부담 완화할 전망

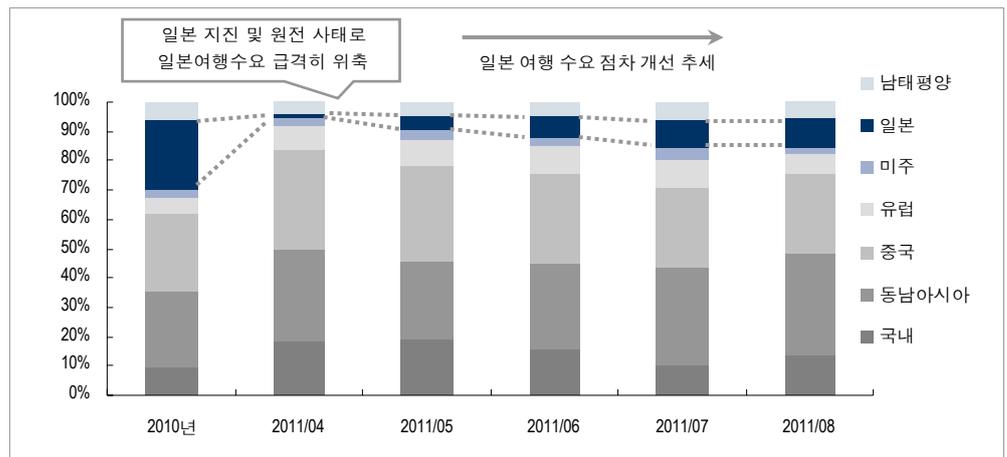
11년 3월 발생한  
일본 지진 및 원전사태로  
일본 발 여행수요 급감

지난 3월 발생한 일본 지진 및 방사능 누출 사태는 일본 지역 여행 수요의 급감으로 이어졌다. 10년 하나투어와 모두투어의 패키지 중 일본 비중(인원기준)은 각각 23.8%, 22.0%로 여행사 패키지 판매 비중의 상당 부분을 차지하였다. 그러나 11년 4월 하나투어와 모두투어의 일본 비중은 각각 1.2%, 0.3%를 기록하며 급감하였고 이는 전년 4월 24.1%, 20.2% 대비 각각 22.8%p, 19.9%p 감소한 수치였다.

일본 여행 수요는  
꾸준한 회복세 기록 중

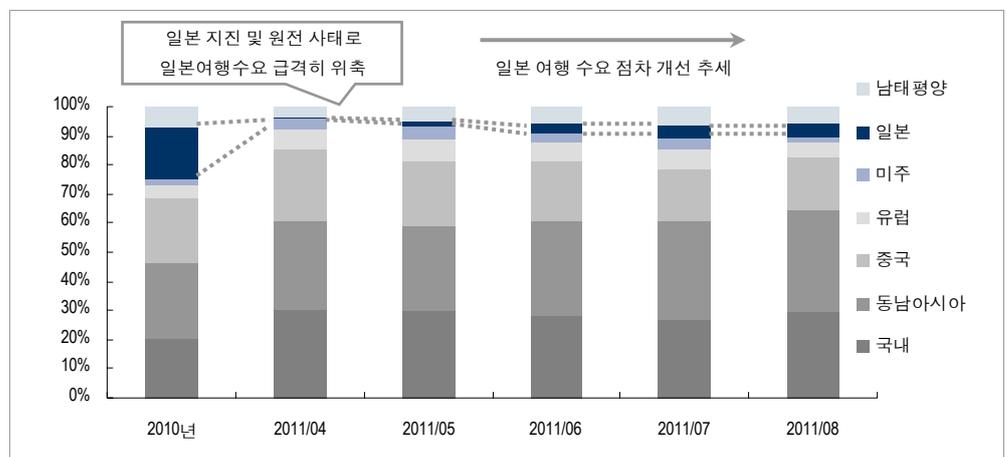
그러나 일본지역으로의 여행 수요는 점차 회복될 것으로 예상된다. 여전히 일본 여행에 대한 기피 현상이 있으나 방사능 위험지역에서 멀리 떨어진 북해도, 큐슈지역을 중심으로 여행수요가 조금씩 회복되고 있는 모습이다. 여행사도 적극적인 프로모션을 진행하며 일본 여행 수요를 되살리기 위해 노력하고 있다. 이에 대한 결과로 여행업체들의 지역 내 일본 비중(인원기준)은 하나투어가 11년 4월 1.2%에서 8월 9.9%, 모두투어가 11년 4월 0.3%에서 8월 4.6%로 개선되었다. 당사는 내년 하반기 이후에는 일본 지진 및 방사능 누출 사태로 인한 위축됐던 일본 여행 수요가 상당 부분 회복하면서 하나투어와 모두투어의 일본 패키지 매출 비중이 각각 15%, 10% 이상을 기록할 것으로 예상된다.

하나투어 패키지 판매 지역별 비중(인원기준)



자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

모두투어 패키지 판매 지역별 비중(인원기준)



자료: 모두투어, 키움증권 리서치센터

#### 4. 동남아, 일본 여행수요 흡수 역할 수행

일본 기피 여행수요는 동남아 등 다른 지역으로 일부 선회

동남아 지역은 일본 여행수요를 상당부분 흡수하고 있는 것으로 파악된다. 일본 기피 여행수요는 동남아, 제주도, 이외 다른 여행 지역으로 그 수요가 상당수 이전되고 있는데 특히 동남아 지역은 가까운 거리, 저렴한 비용이라는 측면에서 일본 지역을 대체하기에 적절한 것으로 보인다. 물론 일본과 동남아는 지역 분위기와 여행 목적에서 차이가 있지만, 일본 이외의 지역이라도 해외 여행을 가고자 하는 이들에게는 동남아시아 지역이 차선택으로 부각될 수 있기 때문이다. 인원기준으로 하나투어, 모두투어의 11년 4월~8월 일본 패키지 여행 인원은 전년 동기간 대비 각각 67.8%, 80.5% 감소한 반면 동남아 패키지 여행 인원은 전년 동기간 대비 각각 46.1%, 45.2% 증가하였다.

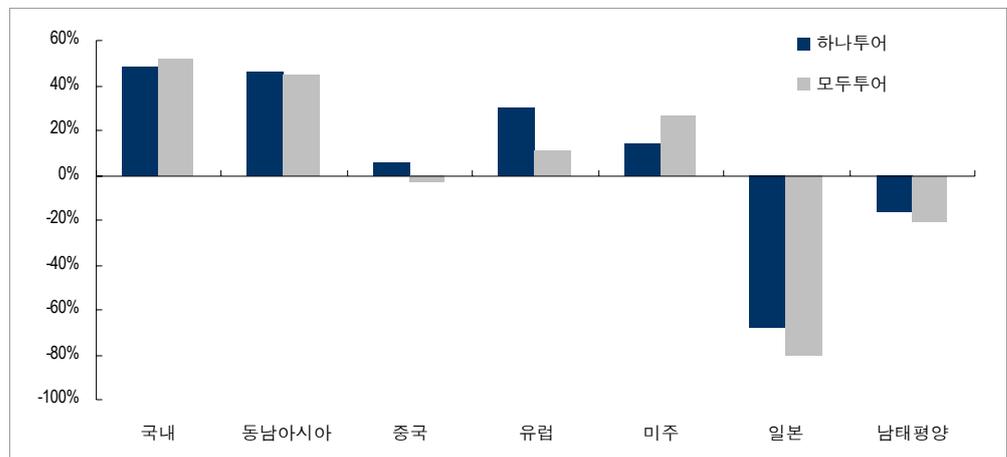
하나투어 & 모두투어 지역별 여행 수요 변화

(단위: 명)

	하나투어					모두투어				
	패키지 인원			지역별 비중		패키지 인원			지역별 비중	
	10년 4월~8월	11년 4월~8월	Yoy growth	10년 4월~8월	11년 4월~8월	10년 4월~8월	11년 4월~8월	Yoy growth	10년 4월~8월	11년 4월~8월
국내	58,183	86,422	48.5%	10.3%	14.9%	67,511	102,367	51.6%	20.3%	28.9%
동남아시아	124,060	181,303	46.1%	22.0%	31.3%	78,690	114,287	45.2%	23.7%	32.3%
중국	163,047	172,547	5.8%	28.9%	29.8%	74,967	72,767	-2.9%	22.6%	20.6%
유럽	38,364	49,696	29.5%	6.8%	8.6%	20,774	23,158	11.5%	6.3%	6.5%
미주	14,723	16,764	13.9%	2.6%	2.9%	8,651	10,904	26.0%	2.6%	3.1%
일본	130,281	41,956	-67.8%	23.1%	7.2%	57,769	11,252	-80.5%	17.4%	3.2%
남태평양	36,429	30,321	-16.8%	6.4%	5.2%	23,943	18,957	-20.8%	7.2%	5.4%
<b>총계</b>	<b>565,086</b>	<b>579,010</b>	<b>2.5%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>332,305</b>	<b>353,692</b>	<b>6.4%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

자료: 하나투어, 모두투어, 키움증권 리서치센터

2011년 4월~8월 누적 패키지 인원 yoy 증감율(2010년 동기간 대비)



자료: 하나투어, 모두투어, 키움증권 리서치센터

일본을 대체하는  
동남아 상품 판매의 증가  
주요 여행사의  
수익 상승으로 연결

또한 동남아 패키지 상품은 평균적으로 일본 대비 높은 가격이 형성되어 있어 동남아 지역으로의 여행 수요 이전은 오히려 여행사들의 수익 증가로 이어질 수 있다. 예를 들어 하나투어의 경우 동남아시아 평균 패키지 상품 가격은 약 88만원(10년 기준)으로 일본 평균 패키지 가격 약 72만원(10년 기준)대비 약 16만원 가량이 비싸 22.6%의 가격 상승 효과가 있다. 패키지 상품의 마진률이 여행지역과 관계없이 거의 동일하게 책정되어 있다는 점을 감안 시 패키지 상품 가격의 상승은 수익 상승으로 이어지게 된다.

하나투어 & 모두투어 지역별 평균 패키지 가격

(단위: 원)

	하나투어			모두투어		
	2010년 8월	2011년 4월	2011년 8월	2010년 8월	2011년 4월	2011년 8월
동남아	895,406	802,843	946,913	950,726	832,389	949,449
중국	749,106	719,134	765,622	783,394	780,591	794,390
유럽	2,506,532	2,470,711	2,455,771	3,205,416	3,042,273	3,077,574
미주	2,363,332	2,132,574	2,671,699	2,900,603	2,238,256	2,644,992
일본	783,497	355,987	598,810	976,300	912,538	843,525
남태평양	1,377,990	1,320,375	1,475,000	1,405,693	1,371,325	1,493,265

자료: 하나투어, 모두투어, 키움증권 리서치센터

### 5. 여가 시간 확대에 따른 여행 수요 증가

주5일제 수업: 가족단위  
단거리 여행 상품 증가로  
이어질 것

12년 초, 중, 고등학교의 주5일제 수업 전면적 자율 실행은 가족단위의 여행수요 증가를 가져올 것으로 예상된다. 주5일제 수업은 학생 자녀를 둔 대다수 국민들의 생활 패턴을 바꾸는 정책이라고 판단되는데 이는 올해 7월 주5일제 사업장 확대 실시에 이어 12년 주5일제 수업의 전면적 시행으로 부모와 자녀 모두의 토요일 휴일화가 가능하기 때문이다. 당시는 주말을 이용한 여행이 증가할 것을 감안 시, 국내 여행 및 일본, 중국, 동남아 등의 단거리 여행이 증가할 것으로 기대한다. 특히 가족단위인 만큼 해외여행의 경우 자유여행보다 패키지 여행이 선호될 것으로 예상하는데, 하나투어와 모두투어의 단거리 여행 상품(국내, 동남아, 중국, 일본)의 패키지 상품 내 비중(2010년, 인원 기준)은 각각 86.0%, 85.7%로 높아 주5일제 수업의 수혜를 직접적으로 입을 전망이다.

대체휴일제 이슈는 여행주  
투자심리에 긍정적 작용

또한 계속적으로 논의되고 있는 대체휴일제 이슈는 12년 여행주 투자 심리에 긍정적으로 작용할 전망이다. 대체휴일제란 공휴일과 주말이 겹칠 경우 평일 가운데 하루(일반적으로 월요일)를 쉬게 하는 제도이다. 아직 시행 여부가 확정된 것은 아니지만, 정부 차원에서의 긍정적 검토가 이루어지고 있다는 점을 감안 시 시행 가능성이 높다고 판단한다. 당시는 12년에 대체휴일제 시행 관련 내용이 구체화 될 것으로 기대하고 이는 여행주 투자 심리에 긍정적으로 작용할 것으로 판단한다.

### III. 11년 하반기, 여행수요가 정상화 되는 시기

**일본 지역 여행 수요  
조금씩 회복되는 모습**

당사는 올해 하반기는 상반기 위축되었던 여행수요가 정상화 되는 시기라고 판단한다. 눈에 보이지 않는 방사능이 여행객들에게 막연한 위협요소로 인식되고 있어 일본 여행 수요가 단기적으로 회복되기는 쉽지 않아 보인다. 그러나 일본 지역의 회복이 더디지만 조금씩 나타나고 있고, 이를 대체하는 동남아 지역의 여행객 수가 증가하고 있어 올해 상반기를 바닥으로 여행 수요 회복이 나타나고 있다고 판단한다.

**3분기 Preview: 여행주  
밋밋한 실적 기록할 것**

여행주의 3분기 실적은 인상적인 성장을 보여주지 못할 전망이다. 작년의 높은 베이스로 인해 모객 성장률의 급격한 성장이 나타나기 힘들 것으로 보이는 가운데, 일본 지진 및 방사능 누출 사태로 급격히 위축되었던 일본발 여행수요의 회복이 실적 개선을 견인할 만큼 올라오지 못하기 때문이다. 업체별로 살펴보면, 모두투어가 하나투어 대비 건조한 실적을 달성할 전망이다. 양사 모두 일본 지진 이후 위축되었던 여행 송객수가 회복되는 구간에 있으나 모두투어는 효율적인 비용 통제로 영업이익률과 영업이익 성장률 모두 하나투어를 앞설 것으로 예상된다. 반면 하나투어의 경우 신사업에 대한 투자로 비용 지출이 지속되고 있으며, 일본 지역 패키지 판매 비중이 모두투어 대비 높아 일본 여행 수요 급감에 대한 타격이 더 큰 것으로 판단된다.

**모두투어와 하나투어  
전년 동기 대비 영업이익  
각각 +4.9%, -3.5% 예상**

모두투어의 3분기 패키지 모객 증가율은 전년 동기 대비 8.0% 성장하며 2분기 대비 1.3%p 개선될 것으로 예상된다. 일본 여행 수요의 점차적인 회복과 타지역 여행 수요의 증가로 완만한 성장세 시현이 가능할 전망이다. 3분기 매출액과 영업이익은 각각 397억, 88억으로 전년 동기 대비 +8.8%, +4.9% 성장할 것으로 보인다. 매출액 대비 영업이익의 증가폭이 다소 낮은 이유는 여행업의 특성 상 비용에서 인건비 등의 고정비 비중이 높기 때문이다.

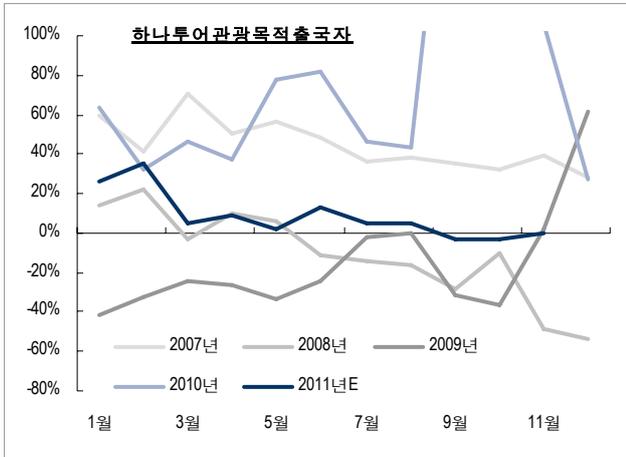
하나투어의 3분기 패키지 모객 증가율은 전년 동기 대비 4.0% 성장이 예상된다. 또한 3분기 실적은 매출과 영업이익이 690억, 123억을 기록하며 전년 동기 대비 각각 +4.1%, -3.5% 증감율을 기록할 것으로 보인다. 이는 모두투어 대비 부진한 실적으로, 비용 중 인건비의 비중이 높은 것 이외에 신사업에 대한 투자로 추가적인 비용이 지속적으로 발생하기 때문이다.

**4분기 실적  
3분기 대비 양호:  
일본 영향 희석 및  
비수기 이연수요 발생**

당사는 4분기 모두투어의 패키지 모객 증가율은 전년 동기 대비 16.0% 증가할 것으로 예상되며 4분기 매출액과 영업이익 증가율은 전년 동기 대비 각각 9.8%, 229.6% 증가할 것으로 전망된다. 하나투어의 4분기 패키지 모객 증가율은 전년 동기 대비 6.0% 증가할 것으로 예상되며 매출액과 영업이익 증가율은 전년 동기 대비 각각 8.8%, 372.1% 증가할 것으로 전망한다. 이는 양사 모두 3분기 대비 건조한 실적으로써, 2분기에 일본 지진 영향으로 이연된 비수기 여행 수요가 4분기로 넘어갈 것으로 예상되고 위축되었던 여행수요가 조금씩 회복되는 추세에 있기 때문이다. 또한 양사의 비용통제도 양호할 전망인데 이는 4분기 P/S를 올해 지급하지 않을 계획이기 때문이다. 여행업체들은 연초에 세운 내부 목표치를 초과 달성할 경우 추가적인 P/S를 지급한다. 그러나 2분기 일본 지진의 영향으로 매출이 급격히 꺾이면서, 연초에 작성된 내부 목표치 달성이 어려워질 것으로 파악되고 이로 인해 추가적인 P/S 지급에 따른 비용 발생이 없을 전망이다.

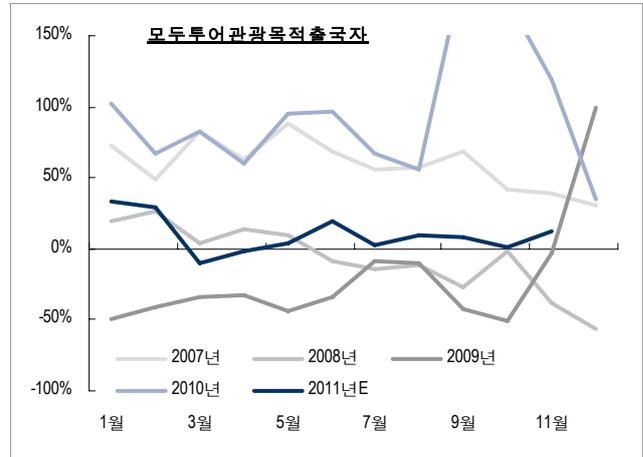
**P/S 미지급  
비용 감소로  
이어질 것**

하나투어 패키지 월별 예약 인원 yoy 성장률



자료: 하나투어, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

모두투어 패키지 월별 예약 인원 yoy 성장률



자료: 모두투어, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

모두투어 분기별 실적전망

(단위: 명, 억원, %)

	2010				2011E				2012 E				2008	2009	2010	2011E	2012E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE					
인원(패키지)	184,615	177,850	211,407	193,516	219,247	189,770	228,320	224,479	263,096	246,701	273,983	269,374	600,767	413,544	767,388	861,815	1,053,155
영업수익	250	263	365	293	339	259	397	322	405	347	465	376	833	613	1,171	1,316	1,593
영업이익	47	48	84	16	78	19	88	54	107	52	113	26	9	2	194	238	299
영업이익률	18.6%	18.1%	23.0%	5.6%	23.0%	7.3%	22.1%	16.7%	26.4%	15.0%	24.3%	7.0%	1.1%	0.4%	16.6%	18.1%	18.7%
세전이익	52	46	88	22	85	25	94	61	114	60	122	35	7	15	208	266	331
세전이익률	21.0%	17.5%	24.0%	7.5%	25.2%	9.6%	23.8%	18.9%	28.2%	17.2%	26.2%	9.4%	0.8%	2.4%	17.8%	20.2%	20.8%
순이익	40	35	66	19	62	18	74	48	83	44	94	27	6	11	160	202	248

주: K-GAAP 기준

자료: 모두투어, 키움증권 리서치센터

하나투어 분기별 실적전망

(단위: 명, 억원, %)

	2010				2011E				2012 E				2008	2009	2010	2011E	2012E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE					
인원(패키지)	310,167	303,306	368,449	339,499	372,409	304,792	383,187	359,869	439,443	380,990	452,161	424,645	1,132,308	797,994	1,321,421	1,420,257	1,697,239
영업수익	485	485	662	549	616	496	690	598	719	615	780	681	1,728	1,239	2,181	2,400	2,796
영업이익	90	46	127	10	106	4	123	47	131	60	144	33	98	4	272	279	367
영업이익률	18.5%	9.4%	19.2%	1.8%	17.2%	0.8%	17.8%	7.8%	18.2%	9.7%	18.4%	4.8%	5.7%	0.3%	12.5%	11.6%	13.1%
세전이익	92	57	146	32	120	4	136	64	147	57	161	56	82	-30	327	325	421
세전이익률	19.0%	11.7%	22.1%	5.9%	19.5%	0.8%	19.8%	10.7%	20.4%	9.2%	20.7%	8.2%	4.7%	-2.4%	15.0%	13.5%	15.0%
순이익	67	43	110	22	90	3	102	48	110	42	121	42	50	-48	241	243	315

주: K-GAAP 기준

자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

# 기업분석

---

## 모두투어 (080160)

14

견조한 12년 여행 수요 성장, 견조한 실적 이끌 것

BUY (Upgrade) / TP: 54,000원(상향)

---

## 하나투어 (039130)

16

여행 수요 회복에 따른 점차적 실적 개선 기대

BUY (Upgrade) / TP: 60,000원(상향)

# 모두투어 (080160)

## 견조한 12년 여행 수요 성장, 견조한 실적 이끌 것

모두투어는 하반기 완만한 성장세를 시작으로 내년 견조한 실적이 기대. 12년은 항공 좌석 공급 증가, 원/달러 환율 하락, 주5일제 수업의 전면적 시행, 대체휴일제 시행 가능성에 따라 여행업에 우호적인 환경이 조성될 것으로 판단. 여행주 Top-pick으로 제시

**BUY(Upgrade)**  
 주가(9/20) 27,550원  
 목표주가 54,000원(상향)

### ■ 여행주 Top-pick으로 제시. 투자의견 BUY 상향 및 목표주가 54,000원 상향.

투자의견을 Outperform에서 BUY로 상향 및 목표주가 44,000원에서 54,000원으로 상향. 12년 여행수요의 호조가 예상되는 가운데 타이트한 비용통제로 하나투어 대비 안정적인 실적이 예상되어 여행주 Top-pick으로 제시. 현재 동사 주가는 12년 예상 EPS 대비 P/E Multiple 9.5x에 불과한 반면 11년~13년 CAGR EPS 성장률이 22.0%라는 점을 감안시 저평가 구간에 있다고 판단. 목표주가 54,000원은 12년 EPS 기준 P/E Multiple 18.0x에 해당. P/E 18.0x는 업종 1위업체인 하나투어 대비 20% 할인한 것.

### ■ 11년 하반기, 완만한 성장세 시현할 것으로 예상

모두투어의 11년 3분기 실적은 K-GAAP 기준 매출액 398억, 영업이익 88억으로 전년 동기 대비 각각 +8.8%, +4.9% 성장 예상. 3분기 패키지 송객수는 228,320명으로 전년 동기 대비 8.0% 성장 전망. 일본 여행 수요의 점차적인 회복과 타지역 여행 수요의 증가로 완만한 성장세를 시현할 것으로 예상. 한편 여행업의 특성상 비용에서 인건비 등의 고정비 비중이 높아 매출 증가폭 대비 영업이익 증가폭이 다소 낮을 것으로 판단. 그러나 2분기를 바닥으로 동사의 실적은 개선세를 지속할 것으로 판단. 4분기 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 9.8%, 229.6% 증가할 것으로 전망.

### ■ 12년은 여행업에 우호적인 환경과 함께 견조한 성장 기대

12년은 올해보다 나은 환경이 조성될 것으로 기대. 1) 항공 좌석 공급 증가로 여행사 수익성 개선 및 여행 수요 증가가 예상되고, 2) 12년 말 기준으로 원/달러 환율이 950원까지 완만히 하락할 것으로 예상되며, 3) 초, 중, 고등학교 주5일제 수업이 전면적으로 시행되며 가족단위 여행수요가 증가할 것으로 보이기 때문.

### Stock Data

KOSDAQ (9/20)	470.11pt	
시가총액	2,314억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	43,150원	27,550원
최고/최저가 대비 등락율	-36.2%	0.0%
수익률	절대	상대
	1M	-30.7%
	6M	-8.3%
	1Y	-12.5%

### Company Data

발행주식수	8,400천주
일평균 거래량(3M)	101천주
외국인 지분율	11.7%
배당수익률(11E)	2.1%
BPS(11E)	8,775원
주요 주주	우증웅 10.5%
	프랭클린템플턴투신운용 8.6%
매출구성(2010)	관광알선수익 80.5%
	기타 19.5%

투자지표	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액(억원)	614	1,171	1,316	1,593	1,837
증감율(%YoY)	-26.3	90.8	12.4	21.1	15.3
영업이익(억원)	2	194	238	299	357
증감율(%YoY)	-74.3	8,128.3	22.7	25.2	19.5
EBITDA(억원)	9	202	248	310	369
경상이익(억원)	15	208	266	331	400
순이익(억원)	12	160	202	248	299
EPS(원)	144	1,906	2,403	2,949	3,565
증감율(%YoY)	96.0	1,219.2	26.1	22.8	20.9
PER(배)	114.1	16.8	11.7	9.5	7.9
PBR(배)	2.8	4.1	3.2	2.5	2.0
EV/EBITDA(배)	101.1	9.2	5.9	4.0	2.6
영업이익률(%)	0.4	16.6	18.1	18.7	19.4
ROE(%)	2.5	31.9	30.6	33.6	32.0
순부채비율(%)	-96.5	-123.6	-120.1	-120.3	-117.4

### Price Trend



손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	614	1,171	1,316	1,593	1,837
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	614	1,171	1,316	1,593	1,837
판매비 및 일반관리비	611	977	1,078	1,295	1,480
노무비	221	337	310	373	430
판매비	39	62	101	161	256
일반관리비	351	577	643	786	906
영업이익	2	194	238	299	357
영업외수익	34	41	31	33	43
이자수익	20	21	26	33	43
외환관련이익	7	7	1	0	0
지분법이익	1	7	3	0	0
자산평가차분이익	1	4	0	0	0
기타	6	2	1	0	0
영업외비용	21	28	3	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련비용	9	5	0	0	0
지분법손실	7	1	0	0	0
자산평가차분손실	3	5	0	0	0
기타	2	16	3	0	0
세전계속사업이익	15	208	266	331	400
법인세	3	48	64	83	101
법인세율(%)	18.9%	23.1%	24.1%	25.2%	25.2%
계속사업이익	12	160	202	248	299
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	160	202	248	299
수정순이익	14	160	202	248	299
EBITDA	9	202	248	310	369
증감율(%YoY)					
매출액	-26.3	90.8	12.4	21.1	15.3
영업이익	-74.3	8,128.3	22.7	25.2	19.5
EBITDA	-49.5	2,174.7	22.7	24.8	19.3
순이익	96.0	1,219.2	26.1	22.8	20.9
EPS	96.0	1,219.2	26.1	22.8	20.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
영업활동현금흐름	55	361	165	298	326
당기순이익	12	160	202	248	299
감가상각비	7	8	10	11	13
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외화환산손실(이익)	1	0	0	0	0
지분법손실(이익)	6	-6	-3	0	0
순운전자본 감소	4	175	-59	29	7
기타	25	23	16	10	7
투자활동현금흐름	-2	-246	-45	-9	-11
투자자산 순투자	-2	-226	-36	0	0
유형자산 투자	-4	-14	-9	-9	-11
유형자산 처분	0	0	0	0	0
무형자산 순투자	0	0	0	0	0
기타	4	-6	-1	0	0
재무활동현금흐름	-2	-4	-48	-50	-50
단기차입금 증가	0	0	0	0	0
유동성장기차입금 상환	0	0	0	0	0
사채 증가	0	0	0	0	0
장기차입금 증가	0	0	0	0	0
자본 증가	0	0	0	0	0
배당금 지급	-2	-4	-48	-50	-50
기타	0	0	0	0	0
순현금흐름	51	111	71	239	265
기초현금	118	169	280	351	590
기말현금	169	280	351	590	855
총현금흐름(Gross Cash Flow)	8	158	191	235	280
잉여현금흐름(Free Cash Flow)	8	319	123	255	276

주: 본사 실적 기준. 과거 Multiples는 평균주가, 평균시가총액 기준

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
유동자산	784	1,135	1,241	1,532	1,845
현금 및 현금등가물	169	280	351	590	855
단기투자자산	316	534	534	534	534
매출채권	107	137	154	187	215
재고자산	0	0	0	0	0
기타	192	184	201	221	241
비유동자산	77	106	136	134	132
투자자산	21	42	75	75	75
유형자산	8	14	13	11	9
무형자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	47	49	48	48	48
자산총계	862	1,241	1,377	1,666	1,977
유동부채	311	519	569	651	707
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타	311	519	569	651	707
비유동부채	48	64	70	80	87
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타	48	64	70	80	87
부채총계	359	582	640	731	794
자본금	42	42	42	42	42
자본잉여금	300	300	300	300	300
자본조정	-81	-81	-81	-81	-81
기타포괄손익누계액	0	0	-5	-5	-5
이익잉여금	241	397	481	678	927
자본총계	502	658	737	934	1,183
총차입금	0	0	0	0	0
현금성자산	485	814	885	1,124	1,389
순차입금	-485	-814	-885	-1,124	-1,389
운전자본	-12	-197	-214	-243	-250
순영업비유동자산	8	14	13	11	9
영업활동투하자본(OplC)	-3	-183	-201	-233	-242

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
주당지표(원)					
EPS	144	1,906	2,403	2,949	3,565
수정EPS	169	1,910	2,403	2,949	3,565
BPS	5,981	7,839	8,775	11,125	14,089
EBITDAPS	106	2,410	2,956	3,688	4,398
DPS	50	600	600	600	600
Multiples(X)					
PER	114.1	16.8	11.7	9.5	7.9
수정PER	97.7	16.7	11.7	9.5	7.9
PBR	2.8	4.1	3.2	2.5	2.0
PCFR	27.4	14.5	10.5	8.7	7.4
EV/EBITDA	101.1	9.2	5.9	4.0	2.6
수익성(%)					
영업이익률	0.4	16.6	18.1	18.7	19.4
EBITDA margin	1.4	17.3	18.9	19.4	20.1
세전이익률	2.4	17.8	20.2	20.8	21.8
순이익률	2.0	13.7	15.3	15.5	16.3
ROE	2.5	31.9	30.6	33.6	32.0
ROIC	12.6	-4,587.1	-98.8	-111.1	-114.8
안정성(%)					
부채비율	71.5	88.4	86.8	78.3	67.1
순차입금비율	-96.5	-123.6	-120.1	-120.3	-117.4
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	8.5	8.5	8.5	8.5
재고자산회전율	-	-	-	-	-
매입채무회전율	-	-	-	-	-

# 하나투어 (039130)

## 여행 수요 회복에 따른 점차적 실적 개선 기대

하나투어는 3분기 이후 점차적인 실적 회복세를 시현할 것으로 기대. 4분기 성과급이 지급되지 않을 예정이어서 비용통제도 가능할 전망. 12년 여행업에 우호적인 환경도 동사의 실적 개선 지속을 뒷받침할 것으로 기대. 12년은 원/달러 환율의 하락, 항공 좌석 공급 증가, 주5일제 수업 전면 시행 등으로 여행 수요가 자극될 가능성이 높음.

**BUY(Upgrade)**  
 주가(9/20) 40,000원  
 목표주가 60,000원(상향)

### ■ 투자의견 BUY 상향. 목표주가 60,000원 상향

투자의견을 Outperform에서 BUY로 상향 및 목표주가 55,000원에서 60,000원으로 상향. 12년 여행업에 우호적인 환경이 조성되면서 동사의 매출과 수익성 모두 11년 대비 좋아질 것으로 판단. 목표주가 60,000원은 12년 EPS 기준 P/E Multiple 22.0x에 해당. 당사는 12년 이후 이익 성장률이 20%를 상회한다는 점에서 P/E 22.0x는 과도하지 않다고 판단.

### ■ 11년 하반기, 상반기 부진에서 회복되는 단계

하나투어의 11년 3분기 실적은 K-GAAP 기준 매출액 690억, 영업이익 123억으로 전년 동기 대비 각각 +4.1%, -3.5% 증감률 예상. 3분기 패키지 송객수는 383,187명으로 전년 동기 대비 4.0% 성장 전망. 매출은 일본 여행 수요의 점차적인 회복과 타지역 여행 수요의 증가로 완만한 성장세를 시현할 것으로 예상. 그러나 여행업의 특성상 비용에서 인건비 등의 고정비 비중이 높아 영업이익 성장률은 부진할 것으로 판단. 그러나 2분기를 바닥으로 동사의 실적은 개선세를 지속할 것으로 판단. 4분기 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 8.8%, 372.1% 증가할 것으로 전망. 일본 여행 수요가 조금씩 회복되고 있고, 작년 4분기 지급되었던 성과급 33억이 올해에는 지급되지 않을 예정이어서 비용통제도 가능할 전망.

### ■ 12년은 여행업에 우호적인 환경과 함께 견조한 성장 기대

12년은 올해보다 나은 환경이 조성될 것으로 기대. 1) 항공 좌석 공급 증가로 여행사 수익성 개선 및 여행 수요 증가가 예상되고, 2) 12년 말 기준으로 원/달러 환율이 950원까지 완만히 하락할 것으로 예상되며, 3) 초, 중, 고등학교 주5일제 수업이 전면적으로 시행되며 가족단위 여행수요가 증가할 것으로 보이기 때문.

### Stock Data

KOSDAQ (9/20)	470.11pt	
시가총액	4,646억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	58,100원	38,300원
최고/최저가 대비 등락률	-31.2%	4.4%
수익률	절대	상대
	1M	-28.3%
	6M	-0.7%
	1Y	-18.5%

### Company Data

발행주식수	11,616천주
일평균 거래량(3M)	128천주
외국인 지분율	27.3%
배당수익률(11E)	2.4%
BPS(11E)	10,681원
주요 주주	박상환 8.3%
	권희석 6.2%
매출구성(2010)	관광알선수익 89.0%
	기타 11.0%

투자지표	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액(억원)	1,239	2,181	2,400	2,796	3,188
증감율(%YoY)	-28.3	76.0	10.0	16.5	14.0
영업이익(억원)	4	272	279	367	441
증감율(%YoY)	-95.7	6,304.3	2.7	31.5	20.0
EBITDA(억원)	33	305	317	424	498
경상이익(억원)	-30	327	324	420	504
순이익(억원)	-48	241	243	315	378
EPS(원)	-416	2,078	2,093	2,710	3,253
증감율(%YoY)	적전	흑전	0.7	29.5	20.0
PER(배)	-82.7	23.7	19.6	15.1	12.6
PBR(배)	4.4	5.2	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA(배)	102.7	15.1	12.2	8.7	6.9
영업이익률(%)	0.3	12.5	11.6	13.1	13.8
ROE(%)	-5.4	26.6	21.9	25.4	26.1
순부채비율(%)	-70.6	-100.7	-73.4	-72.9	-77.6

### Price Trend



손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	1,239	2,181	2,400	2,796	3,188
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,239	2,181	2,400	2,796	3,188
판매비 및 일반관리비	1,235	1,909	2,120	2,429	2,747
노무비	447	570	593	616	641
판매비	49	115	122	129	137
일반관리비	739	1,224	1,610	2,118	2,786
영업이익	4	272	279	367	441
영업외수익	64	92	45	52	63
이자수익	29	29	39	43	52
외환관련이익	10	18	0	0	0
지분법이익	12	35	6	9	11
자산평가처분이익	0	1	0	0	0
기타	13	8	0	0	0
영업외비용	98	37	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련비용	10	24	0	0	0
지분법손실	77	6	0	0	0
자산평가처분손실	3	1	0	0	0
기타	9	7	0	0	0
세전계속사업이익	-30	327	324	420	504
법인세	18	86	81	105	126
법인세율(%)	-61.68%	26.27%	25.06%	25.00%	25.00%
계속사업이익	-48	241	243	315	378
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-48	241	243	315	378
수정순이익	-44	241	243	315	378
EBITDA	33	305	317	424	498
증감율(%YoY)					
매출액	-28.3	76.0	10.0	16.5	14.0
영업이익	-95.7	6,304.3	2.7	31.5	20.0
EBITDA	-74.3	833.0	4.0	33.8	17.4
순이익	적전	흑전	0.7	29.5	20.0
EPS	적전	흑전	0.7	29.5	20.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
영업활동현금흐름	114	631	74	345	418
당기순이익	-48	241	243	315	378
감가상각비	11	13	14	34	35
무형자산상각비	18	20	23	22	21
외화환산손실(이익)	-1	-1	0	0	0
지분법손실(이익)	71	-30	-6	-9	-11
순운전자본 감소	-26	304	-201	-17	-6
기타	90	83	0	0	0
투자활동현금흐름	134	-282	-169	-92	-32
투자자산 순투자	154	-223	-114	-51	11
유형자산 투자	-5	-20	-10	-12	-14
유형자산 처분	0	0	0	0	0
무형자산 순투자	-9	-30	-20	-20	-20
기타	-6	-9	-25	-10	-9
재무활동현금흐름	-61	-77	-110	-110	-110
단기차입금 증가	0	0	0	0	0
유동성장기차입금 상환	0	0	0	0	0
사채 증가	0	0	0	0	0
장기차입금 증가	0	0	0	0	0
자본 증가	0	0	0	0	0
배당금 지급	-54	-66	-110	-110	-110
기타	-7	-11	0	0	0
순현금흐름	188	272	-205	143	276
기초현금	187	375	647	442	585
기말현금	375	647	442	585	861
총현금흐름(Gross Cash Flow)	35	233	247	332	387
잉여현금흐름(Free Cash Flow)	-4	487	17	284	348

주: 분사 실적 기준. 과거 Multiples는 평균주가, 평균시가총액 기준

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
유동자산	1,052	1,563	1,623	1,878	2,269
현금 및 현금등가물	375	647	442	585	861
단기투자자산	267	469	469	469	469
매출채권	209	234	480	559	638
재고자산	0	0	0	0	0
기타	202	213	232	265	302
비유동자산	571	640	777	822	808
투자자산	171	214	334	394	394
유형자산	305	313	308	285	264
무형자산	57	67	64	62	60
기타비유동자산	37	46	72	81	90
자산총계	1,623	2,203	2,400	2,700	3,077
유동부채	712	1,093	1,157	1,252	1,362
매입채무	274	430	436	430	425
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타	438	663	721	822	937
비유동부채	1	2	2	3	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타	1	2	2	3	3
부채총계	713	1,095	1,160	1,255	1,365
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	722	819	819	819	819
자본조정	-97	-172	-172	-172	-172
기타포괄손익누계액	22	22	22	22	22
이익잉여금	205	381	514	718	986
자본총계	909	1,108	1,241	1,445	1,713
총차입금	0	0	0	0	0
현금성자산	642	1,116	911	1,054	1,330
순차입금	-642	-1,116	-911	-1,054	-1,330
운전자본	-302	-646	-445	-428	-422
순영업비유동자산	363	380	372	347	324
영업활동투하자본(OplC)	60	-266	-73	-81	-98

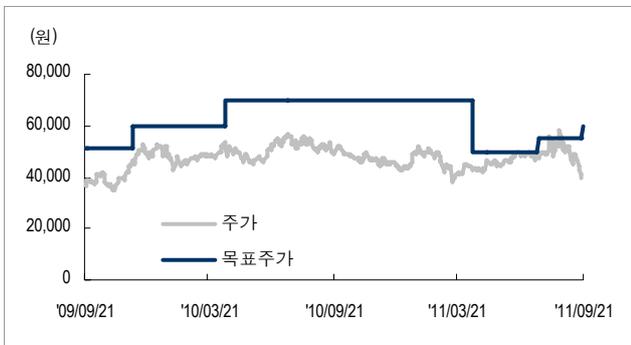
투자지표

(단위: 원, 배, %)

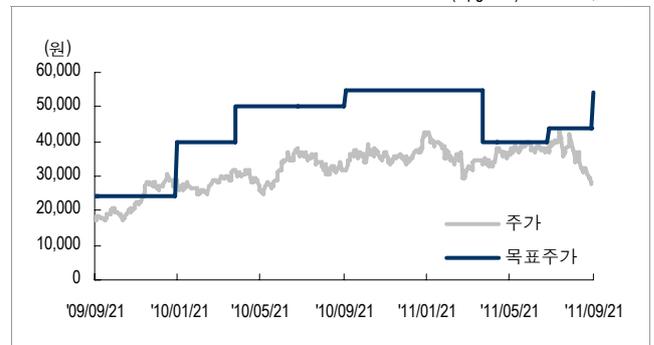
12월 결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
주당지표(원)					
EPS	-416	2,078	2,093	2,710	3,253
수정EPS	-383	2,075	2,093	2,710	3,253
BPS	7,828	9,537	10,681	12,442	14,745
EBITDAPS	281	2,625	2,729	3,650	4,284
DPS	500	850	1,000	1,000	1,000
Multiples(X)					
PER	-82.7	23.7	19.6	15.1	12.6
수정PER	-120.6	21.0	19.6	15.1	12.6
PBR	4.4	5.2	3.8	3.3	2.8
PCFR	28.5	17.5	17.3	13.1	11.2
EV/EBITDA	102.7	15.1	12.2	8.7	6.9
수익성(%)					
영업이익률	0.3	12.5	11.6	13.1	13.8
EBITDA margin	2.6	14.0	13.2	15.2	15.6
세전이익률	-2.4	15.0	13.5	15.0	15.8
순이익률	-3.9	11.1	10.1	11.3	11.9
ROE	-5.4	26.6	21.9	25.4	26.1
ROIC	35.8	333.2	-78.7	-376.9	-407.7
안정성(%)					
부채비율	78.5	98.8	93.5	86.8	79.7
순차입금비율	-70.6	-100.7	-73.4	-72.9	-77.6
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	9.3	5.0	5.0	5.0
재고자산회전율	-	-	-	-	-
매입채무회전율	4.5	5.1	5.5	6.5	7.5

투자 의견 변동내역(2개년) 및 목표주가 추이

종목명	일자	투자 의견	목표주가
하나투어 (039130)	2009/09/02	BUY(Maintain)	51,000원
	2009/12/01	BUY(Maintain)	60,000원
	2010/01/26	BUY(Maintain)	60,000원
	2010/02/02	BUY(Maintain)	60,000원
	2010/04/02	BUY(Maintain)	60,000원
	2010/04/15	BUY(Maintain)	70,000원
	2010/05/04	BUY(Maintain)	70,000원
	2010/07/13	BUY(Maintain)	70,000원
	2010/09/27	BUY(Maintain)	70,000원
	2010/10/04	BUY(Maintain)	70,000원
	2011/04/12	Outperform(Downgrade)	50,000원
	2011/05/17	Outperform(Maintain)	50,000원
	2011/07/18	Outperform(Maintain)	55,000원
	2011/09/21	BUY(Upgrade)	60,000원



종목명	일자	투자 의견	목표주가
모두투어 (080160)	2009/09/02	BUY(Maintain)	24,000원
	2010/01/18	BUY(Maintain)	40,000원
	2010/01/26	BUY(Maintain)	40,000원
	2010/04/15	BUY(Maintain)	50,000원
	2010/07/13	BUY(Maintain)	50,000원
	2010/09/02	BUY(Maintain)	50,000원
	2010/09/27	BUY(Maintain)	55,000원
	2010/10/18	BUY(Maintain)	55,000원
	2010/10/26	BUY(Maintain)	55,000원
	2010/12/15	BUY(Maintain)	55,000원
	2011/01/11	BUY(Maintain)	55,000원
	2011/04/12	Outperform(Downgrade)	40,000원
	2011/04/15	Outperform(Maintain)	40,000원
	2011/07/18	Outperform(Maintain)	44,000원
2011/09/21	BUY(Upgrade)	54,000원	



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~ -10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~ -20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중 확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중 축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상