

여행업

비중확대 (유지)

오랜만에 찾아온 좋은 매수기회

최근의 주가 급락은 매수기회

기대보다 저조할 것으로 예상되는 3분기 실적과 원/달러 환율의 급등으로 인해 최근 여행업의 주가는 2009년말 수준까지 떨어져서 모두투어는 Fwd PER 10.6배, 하나투어는 Fwd PER 16.1배의 PER Band 하단에서 거래중이다. 하지만, 4분기에는 개천절 연휴기간 출국자 증가와 '인센티브' 여행의 증가 및 성과급 미지급 덕분에 예상을 넘어서는 실적이 나올 것으로 보인다. 따라서, 기존의 2011년 영업이익 예상치였던 모두투어의 235억원(0.9% YoY)과 하나투어의 319억원(17.2% YoY)를 그대로 유지한다.

2012년 출국자는 1,410만명, 하나투어와 모두투어의 M/S는 증가 예상

2012년에는 1,410만명(7.6% YoY)의 출국자를 예상한다. 하나투어(18.1% 예상)와 모두투어(11.7%예상)의 시장점유율 상승 덕분에 양사의 2012년 실적은 2011년보다 개선될 것으로 전망된다.

모두투어: 매수 유지, 목표주가 49,000원 유지

하나투어: Trading BUY에서 매수로 상향, 목표주가 57,300원 유지

Analyst

성준원

☎ 02) 3772-1538

✉ jwsung79@shinhan.com

Top Picks

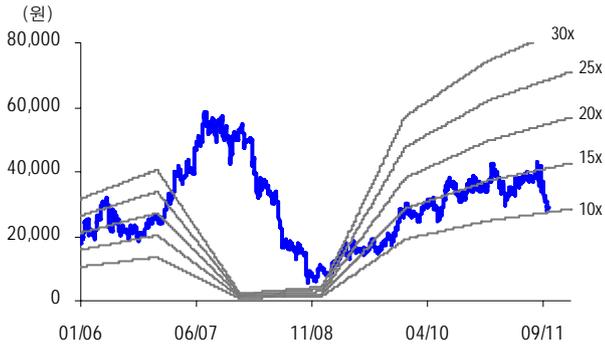
종목명	투자의견	현재주가 (9월 21일, 원)	목표주가 (원)	상승여력 (%)
모두투어 (080160)	매수 (유지)	29,050	49,000 (유지)	68.7
하나투어 (039130)	매수 (상향)	42,500	57,300 (유지)	34.8



주가는 급락했지만 그만큼 상승여력은 증가함

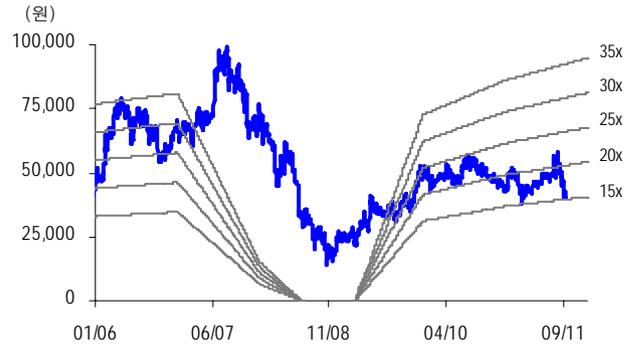
최근 주가 급락으로 모두투어는 12개월 Forward EPS 2,740원 기준으로 Fwd PER 10.6배에서 거래중이다. 하나투어도 마찬가지로 상황이다. 12개월 Forward EPS 2,640원에서의 Fwd PER은 16.1배이다. 양사 모두 Historical Band의 하단에 위치하고 있다. 3Q11이후 분기별로 매출액이 증가하는 추이를 예상해볼 때, 현재 주가에서는 상승여력이 크다고 보여진다.

모두투어 PER Band



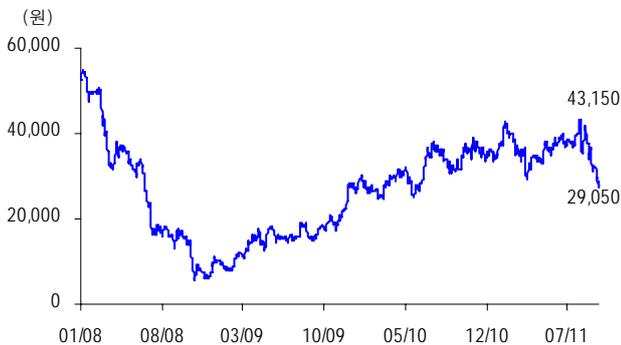
자료: 회사 자료, 신한금융투자

하나투어 PER Band



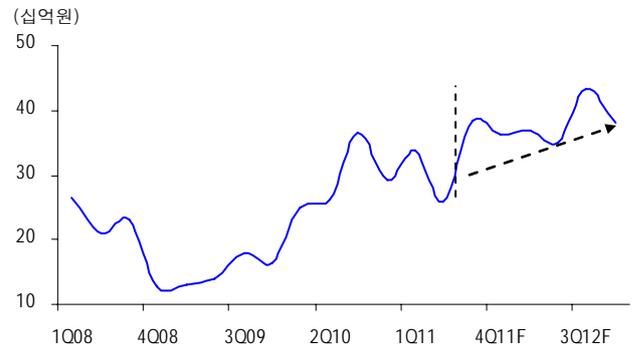
자료: 회사 자료, 신한금융투자

모두투어 주가 추이 (2008.01~현재)



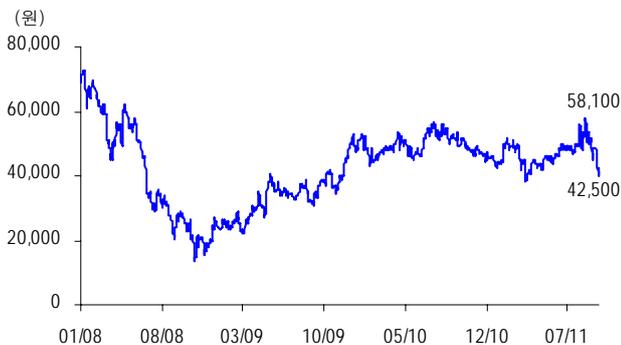
자료: 회사 자료, 신한금융투자

모두투어 분기별 매출액 추이



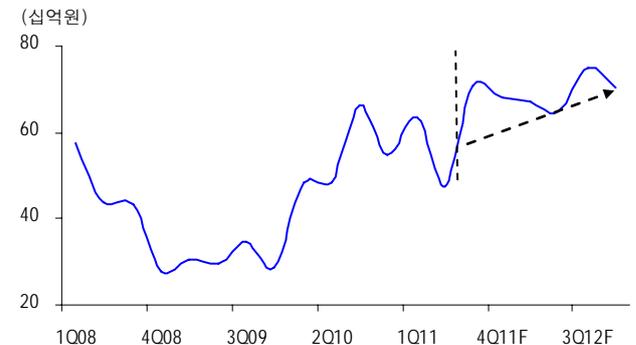
자료: 회사 자료, 신한금융투자

하나투어 주가 추이 (2008.01~현재)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

하나투어 분기별 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

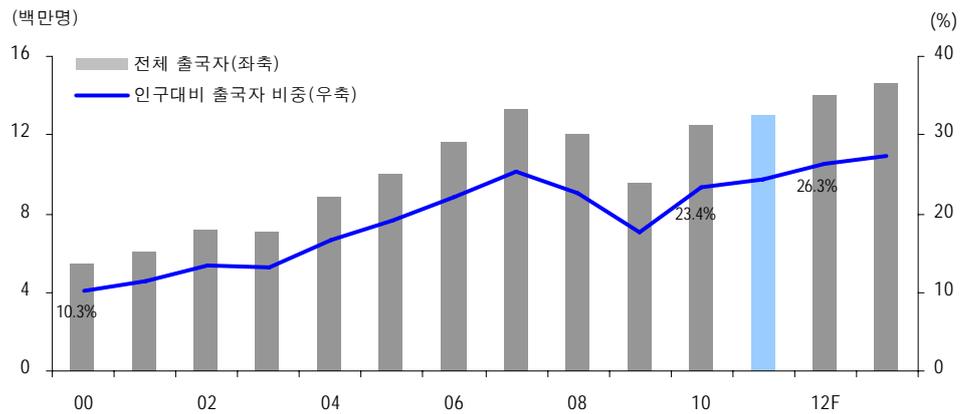
출국자수 예상치: 11년 1,310만명, 12년 1,410만명

11년 출국자수: 1,310만명,
12년 출국자수: 1,410만명

내국인의 해외 출국자수는 2011년 1,310만명, 2012년 1,410만명을 예상한다. 기본 가정으로 사용된 환율 수준은 2011년 1,085원, 2012년 1,025원이다(신한금융투자 Economy Forecast 사용). 2007년의 1,330만명을 넘기지는 못하겠지만, 올해는 출국자수 1,310만명을 예상한다.

2012년에는 기존의 출국자 예상치인 1,410만명을 유지한다. 환율 가정이 바뀌면서 출국자가 1,350만명 수준으로 감소할 것으로 예상되었지만, 지난 3월 일본 대지진 이후 지속적으로 늘려 있던 일본 출국 수요가 풍선효과 때문에 늘어날 것으로 예상되기 때문이다.

출국자수 및 인구대비 비율



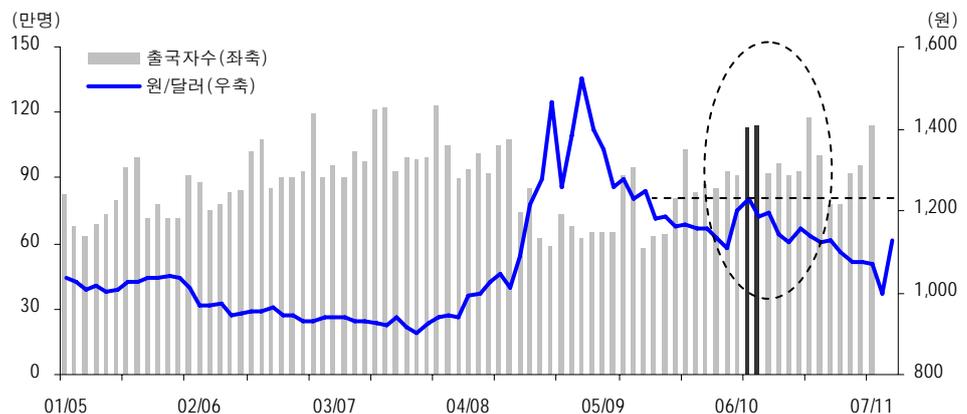
자료: 한국은행, 통계청, 한국관광공사, 신한금융투자 추정

환율 급등은 심리적으로는
부담, 출국수요를 크게
위축시키지는 않을 것

최근의 환율 급등은 심리적인 부담으로 작용하고 있다. 하지만, 환율이 1,200원이 되더라도 출국자수가 크게 줄어들지는 않을 것이다. 2010년 6~9월 환율이 1,150~1,250원 사이였지만 출국자 수요는 1,000원 미만이던 2007년과 비교해서 결코 낮은 수준이 아니었다. 현재도 1,200원을 넘지 않는다면 출국수요에는 크게 영향을 주지는 않을 것으로 판단된다.

100만원짜리 여행상품에서 환율에 노출되는 부분은 약 35%인 35만원 정도 밖에는 안된다. 환율이 10% 오르면 패키지의 전체 가격은 3만 5천원 오른 103.5만원이 된다. 1년에 1~2회 나가는 해외여행을 3만 5천원 때문에 포기하는 사람은 거의 없을 것으로 보인다. 게다가, 전국민의 24% 수준인 출국자수를 볼 때, 아직도 중·상류층이 해외여행을 주로 나가는 것으로 판단된다. 따라서, 금융위기때와 같은 큰 폭의 환율 급등만 없다면 출국 수요는 견조할 것으로 보인다.

출국자수 및 원/달러 환율 추이 (월별, 9월 현재 환율)



자료: 한국은행, 한국관광공사, 신한금융투자 추정

하나투어와 모두투어의 시장점유율(M/S)은 지속 상승 전망

출국수요가 정체되어도 양사의 시장점유율은 상승 가능

항공사의 Zero-Commission은 여행업을 대형사 위주로 재편시킬 촉매제

'호텔앤에어닷컴'은 안정적인 항공권 확보를 가능하게 해줄 것

프랜차이즈의 개수 차이가 M/S의 차이

내국인의 출국수요가 정체되더라도 하나투어와 모두투어의 매출액은 향후에도 증가할 수 있을 것으로 예상된다. 이유는, 시장점유율의 상승 때문이다.

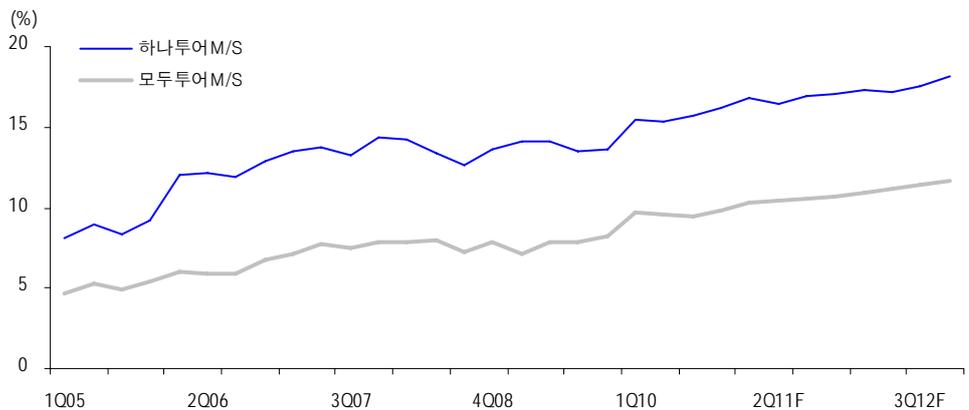
하나투어와 모두투어는 국내에 유일하게 2개 남아 있는 도매업(B to B)사업을 하는 여행사이다. 도매업을 하기 때문에 항상 대량의 항공권을 미리 확보해왔다. 2010년 초에 대한항공의 Zero-Commission(항공권 수수료를 지급하지 않기로 하는 정책), 2011년 4월에 아시아나 항공의 Zero-Commission이 시작되면서 소형 여행사들이 항공권을 확보하기가 더욱 힘들어지는 상황에서 도매업을 하는 하나투어와 모두투어는 상대적인 수혜를 누리게 되었다. 그 덕분에 항공권 시장에서 시장점유율은 더욱 상승하게 되었고, 자연스럽게 패키지여행 시장에서도 점유율이 높아지게 되었다.

게다가 저가항공사와 외항사의 활발한 국내 진출 덕분에, 양사는 상대적으로 저가의 패키지 상품을 설계하기가 용이해졌으며 기존의 하나투어와 모두투어 고객이 아닌 저가 상품을 찾는 고객들에게까지 접근 할 수 있게 되었다. 특히, 인터파크, G-market 등의 오픈마켓과 현대카드, 삼성카드, BC카드 등의 카드사 여행사업부에서 팔리는 여행 상품 중에서 상당수가 하나투어와 모두투어가 만든 상품들로 채워질 정도로 온라인과 오프라인에서 동시에 시장을 장악해 나아가고 있는 상황이다.

최근에 양사가 공동출자를 통해서 설립한 '호텔앤에어닷컴'이라는 회사는 하나투어와 모두투어의 시장점유율 상승에 도움이 될 것으로 보인다. 호텔앤에어닷컴을 통해서 항공권을 확보할 수 있는 여력이 더욱 커졌기 때문이다. 한정된 항공권을 3개의 회사가 선점하면서 소형 여행사들이 항공권을 항공사에서 구하지 못하고 하나투어, 모두투어, 호텔앤에어닷컴에서 구해야 하는 경우까지 생길 것으로 전망된다.

하나투어와 모두투어의 시장점유율 차이는 일정 기간은 유지될 것으로 본다. 그 이유는 여행 상품의 판매 창구 역할을 하는 프랜차이즈 숫자의 차이 때문이다. 하나투어의 프랜차이즈는 2006년 580개, 2008년 780개, 2010년 1,060개로 모두투어를 앞서고 있다. 모두투어는 2006년 250개, 2008년 650개, 2010년 700개이다. 향후에도 양사는 프랜차이즈의 숫자를 꾸준히 늘려나갈 것으로 보여서 두 회사의 M/S 차이가 쉽게 좁혀지지는 않을 것으로 예상된다.

하나투어와 모두투어의 분기별 시장점유율 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

3분기 및 4분기 실적 예상: 3분기는 Down, 4분기는 UP

양사의 3분기 실적은 기대치보다 낮게 나올 것

하나투어와 모두투어의 3분기 실적은 예상치를 하회할 것으로 전망된다. 당초의 기대했던 수준 보다는 전체 출국자수가 적을 것으로 보이기 때문이다. 예상보다 길었던 장마기간, 조금씩 나빠지는 경기전망, 불안정한 환율 등의 변수들이 출국수요를 감소시켰던 것으로 판단된다. 성수기인 3분기에 사상 최대 분기 출국자인 339만명을 예상했으나, 현재는 눈높이가 조금 낮아진 325만명 수준이 될 것으로 보인다.

항공권을 제외한 패키지 기준으로 계산한 하나투어와 모두투어의 해외 송출객수 증가율은 7월 초에 예상했던 수준인 10%대 보다는 다소 낮은편이다. 하나투어는 전년 동월 대비 7월에 4.9%, 8월에 4.6% 증가했다. 모두투어는 전년 동월 대비 7월에 2.6%, 8월에 9.5% 증가한 것으로 집계되었다. 9월 예약률도 기대치에 못 미치는 수준이어서 예상 실적보다는 낮을 것으로 보인다.

4분기 실적은 예상치를 상회하는 수준이 될 것: 1) 예약률 증가추세, 2) 성과급 미지급

하지만, 4분기 실적은 시장의 기대치를 넘어설 것으로 보인다. 10월 3일 개천절 연휴가 작년 대비 비해서 길고, 11월 비수기를 이용해서 일반 기업과 공무원이 포상금 형식의 해외여행인 '인센티브' 여행을 많이 갈 것으로 보이기 때문이다. 실제로, 하나투어의 11월 예약률은 일별로 매일 달라지기는 하지만, 10~25% YoY 증가하는 모습을 보이고 있다. 모두투어의 11월 예약률도 15%~45% YoY 증가하고 있다. 물론, 11월에 가까워질수록 예약률은 하향안정화 될 것으로 전망되지만 최종적으로는 최소 10% 이상의 증가율을 기록할 것으로 예상된다.

2010년 예상보다 좋은 실적 덕분에 하나투어와 모두투어의 직원들은 4분기에 약속된 인센티브를 지급받았다. 그래서 2010년 4분기 영업이익은 매출액 규모에 비해 상당히 낮게 나왔다. 하지만, 2011년에는 연초 계획보다 저조한 실적을 기록할 것으로 전망되면서 4분기에 인센티브를 하나도 지급하지 못할 것으로 예상된다. 그리고, 그 금액은 고스란히 영업이익의 증가로 이어질 것으로 보인다. 3분기의 기대보다 저조한 영업이익을 충분히 상쇄할 수 있을 정도의 영업이익 증가가 4분기에 나오는 것이다.

2011년 전체적으로 기존 예상치에 부합하는 실적 예상

전체적으로, 3분기에 예상을 하회하는 영업이익이 나올 것으로 보이고, 4분기에 예상을 상회하는 영업이익을 기록할 것으로 기대된다. 2011년 전체로 볼 때 기존의 영업이익 예상치는 그대로 유지될 것으로 보인다.

하나투어 기존 실적 예상치를 보면, 3분기 매출액은 754억원, 영업이익은 161억원이고, 4분기 매출액은 637억원, 영업이익은 47억원이었다. 하지만, 3분기 영업이익이 140억원으로 줄어들고, 대신 4분기 영업이익은 68억원으로 증가할 것으로 보인다. 2011년 연간 영업이익 예상치인 319억원은 그대로 유지되는 것이다.

마찬가지로 모두투어의 기존 실적 예상치를 보면, 3분기 매출액은 402억원, 영업이익은 100억원이고, 4분기 매출액은 347억원, 영업이익은 35억원이었다. 하지만, 3분기 영업이익이 85억원으로 줄어들고, 대신 4분기 영업이익은 50억원으로 올라갈 것으로 예상된다. 2011년 연간 영업이익 예상치인 235억원은 하나투어와 마찬가지로 동일하게 유지되게 될 것으로 보인다.

하나투어 분기별 실적 추정

(십억원)	분기별								연간	
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11F	4Q11F	2010	2011F
영업수익	48.5	48.5	66.2	54.9	63.5	47.6	71.0	68.2	218.1	250.3
영업비용	39.5	43.9	53.5	54.0	52.8	47.2	57.0	61.4	190.9	218.4
영업이익	9.0	4.6	12.7	1.0	10.7	0.4	14.0	6.8	27.2	31.9
순이익	6.7	4.3	11.0	2.2	9.3	0.4	12.5	6.5	24.1	28.6
(% YoY Growth)										
영업수익										14.8
영업이익										17.2
순이익										18.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 2010년 및 2011년 예상치는 K-GAAP기준으로 변환 작성됨

하나투어 분기별 수익추정 변경

(십억원)	변경전		변경후		변경률 (%)	
	3Q11F	4Q11F	3Q11F	4Q11F	3Q11F	4Q11F
영업수익	75.4	63.7	71.0	68.2	(5.9)	7.0
영업이익	16.1	4.7	14.0	6.8	(13.1)	45.4
순이익	14.2	4.8	12.5	6.5	(11.9)	36.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자,

주: K-GAAP기준

모두투어 분기별 실적 추정

(십억원)	분기별								연간	
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11F	4Q11F	2010	2011F
영업수익	25.0	26.3	36.5	29.3	33.9	25.9	38.4	36.4	117.1	134.6
영업비용	20.3	21.6	28.1	27.7	25.7	24.0	28.6	32.8	97.7	111.1
영업이익	4.7	4.8	8.4	1.6	8.1	1.9	8.5	5.0	19.4	23.5
순이익	4.0	3.5	9.1	(0.6)	6.4	1.8	8.3	4.3	16.0	20.8
(% YoY Growth)										
영업수익										14.9
영업이익										20.9
순이익										30.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 2010년 및 2011년 예상치는 K-GAAP기준으로 변환 작성됨

모두투어 분기별 수익추정 변경

(십억원)	변경전		변경후		변경률 (%)	
	3Q11F	4Q11F	3Q11F	4Q11F	3Q11F	4Q11F
영업수익	40.2	34.7	38.4	36.4	(4.4)	5.0
영업이익	10.0	3.5	8.5	5.0	(15.0)	44.9
순이익	9.9	2.8	8.3	4.3	(15.9)	54.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자,

주: K-GAAP기준

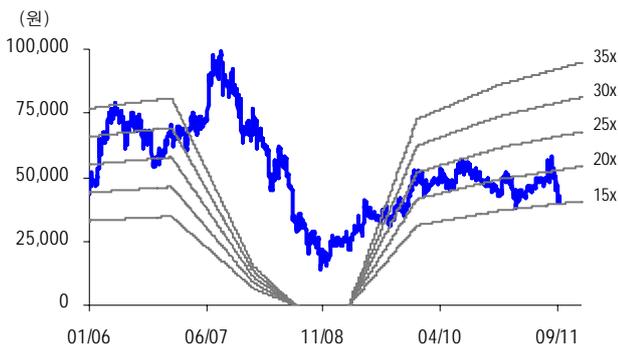
하나투어 연간 실적 추정

(십억원)	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
출국자수 (승무원제외)	12,295,078	10,973,259	8,595,491	11,420,934	12,108,273	12,962,194	13,295,846
출국자 (하나투어, PKG)	1,277,078	1,126,901	792,411	1,321,493	1,439,207	1,568,982	1,703,450
M/S (패키지)	10.4	10.3	9.2	11.6	11.9	12.1	12.8
영업수익	199.3	172.8	123.9	218.1	250.3	279.5	312.9
(% YoY)	19.8	(13.3)	(28.3)	76.0	14.8	11.7	12.0
해외여행알선매출	139.1	122.8	83.6	173.6	203.3	222.7	247.1
항공권매출	49.1	39.6	30.2	24.5	27.3	33.1	37.5
기타수입	11.0	10.4	10.0	20.0	19.8	23.7	28.4
영업비용(판관비)	163.4	163.0	123.5	190.9	218.4	245.2	274.2
(% YoY)	24.1	(0.2)	(24.2)	54.6	14.4	12.3	11.8
급여	35.0	38.2	34.1	46.9	52.9	59.1	66.2
지급수수료	73.5	68.9	48.1	82.8	94.6	107.5	120.4
광고선전비	6.8	5.7	2.7	8.6	10.7	11.1	12.5
기타	48.0	50.3	38.6	52.6	60.1	67.4	75.1
영업이익	35.9	9.8	0.4	27.2	31.9	34.3	38.8
(% YoY)	3.6	(72.7)	(95.7)	6,304.3	17.2	7.6	12.9
영업이익률 (%)	18.0	5.7	0.3	12.5	12.7	12.3	12.4
세전이익	39.9	8.2	(3.0)	32.7	38.8	42.7	48.9
(% YoY)	17.7	(79.5)	(136.6)	T.B.	18.5	10.1	14.6
법인세	13.0	3.1	1.8	8.6	10.2	11.2	12.9
세율 (%)	32.7	38.4	(61.7)	26.3	26.3	26.3	26.3
순이익	26.9	5.0	(4.8)	24.1	28.6	31.5	36.0
(% YoY)	15.3	(81.3)	(196.2)	T.B.	18.4	10.1	14.6
순이익률 (%)	13.5	2.9	(3.9)	11.1	11.4	11.3	11.5

자료: 한국관광공사, 회사 자료, 신한금융투자
 주: K-GAAP기준

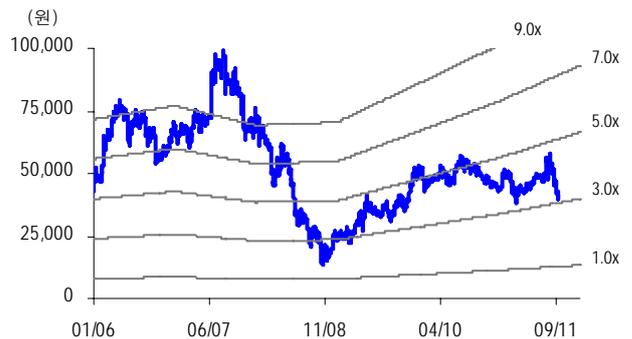
하나투어의 현재 주가 수준은 Historical PER의 하단인 15배 수준까지 떨어져 있는 상태이다.

하나투어 PER Band



자료: 회사 자료, 신한금융투자

하나투어 PBR Band



자료: 회사 자료, 신한금융투자

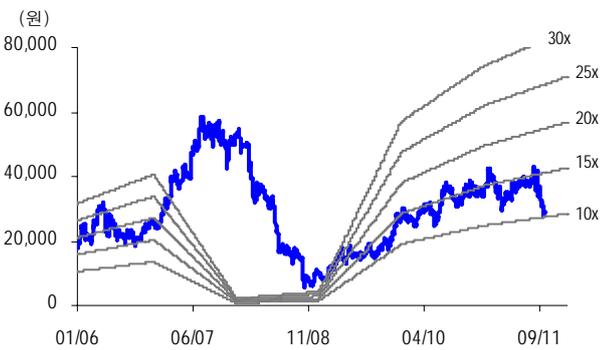
모두투어 연간 실적 추정

(십억원)	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
출국자수 (승무원제외)	12,295,078	10,973,259	8,595,491	11,420,934	12,108,273	12,962,194	13,295,846
출국자 (모두투어, PKG)	628,933	561,592	379,806	733,644	818,744	950,562	1,041,263
M/S (패키지)	5.1	5.1	4.4	6.4	6.8	7.3	7.8
영업수익	94.4	83.1	61.4	117.1	134.6	153.4	173.9
(% YoY)	42.1	(12)	(26.1)	90.8	14.9	14	13.3
해외여행알선매출	60	53.8	38.8	88.9	107.9	121.1	136.4
항공권매출	30.7	26	19.4	22.9	20.3	24.6	28.2
기타수입	3.6	3.3	3.2	5.3	6.4	7.7	9.3
영업비용(판관비)	80	82.3	61.1	97.7	111.1	127.1	143.2
(% YoY)	41.3	2.9	(25.8)	59.7	13.8	14.5	12.6
급여	20.8	24.8	21.4	32.5	37.8	42.4	46.7
지급수수료	40.9	39	27.1	48.4	54.4	62.6	71
광고선전비	7.8	6	2	4	4.8	5.7	6.6
기타	10.5	12.6	10.6	12.8	14.1	16.4	18.9
영업이익	14.3	0.7	0.2	19.4	23.5	26.3	30.6
(% YoY)	46.8	(95)	(67.1)	8,128.30	20.9	11.8	16.7
영업이익률 (%)	15.2	0.9	0.4	16.6	17.5	17.1	17.6
세전이익	15.9	1.3	1.5	20.8	27.1	31	36.5
(% YoY)	38.9	(92.1)	19.3	1,290.50	30.2	14.5	17.5
법인세	4.5	0.6	0.3	4.8	6.3	7.2	8.4
세율 (%)	28.4	50.7	18.9	23.1	23.1	23.1	23.1
순이익	11.4	0.6	1.2	16	20.8	23.9	28
(% YoY)	39.1	(94.6)	96	1,219.20	30.2	14.5	17.5
순이익률 (%)	12	0.7	2	13.7	15.5	15.6	16.1

자료: 한국관광공사, 회사 자료, 신한금융투자
 주: K-GAAP기준

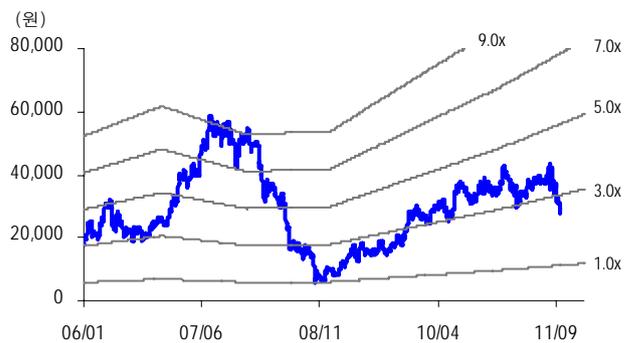
모두투어의 현재 주가 수준 역시 하나투어와 마찬가지로 Historical PER의 하단인 10배 수준 까지 떨어져 있는 상태이다.

모두투어 PER Band



자료: 회사 자료, 신한금융투자

모두투어 PBR Band



자료: 회사 자료, 신한금융투자

여행업종 Global Peers

Ticker 회사명		039130 KS 하나투어	080160 KS 모두투어	EXPE US Expedia	PCLN US Priceline	600138 CH China CYTS	CTRP US Ctrip	Long US eLong
시가총액 (십억원) (2011.09.21)		493.7	244.0	9,009.3	30,617.4	1,151.4	5,830.4	689.9
Sales (십억원)	2010	218.1	117.1	3,873.1	3,568.6	1,029.2	505.0	82.4
	2011F	250.3	134.6	4,229.4	4,640.7	1,379.4	629.3	100.6
	2012F	279.5	153.4	4,738.9	5,825.1	1,613.0	794.0	126.5
OP (십억원)	2010	27.2	19.4	853.1	910.2	80.7	184.8	8.0
	2011F	31.9	23.5	896.4	1,487.5	122.3	216.5	10.6
	2012F	34.3	26.3	1,003.0	1,931.5	148.7	283.0	17.7
OP margin (%)	2010	12.5	16.6	22.0	25.5	7.8	36.6	9.8
	2011F	12.7	17.5	21.2	32.1	8.9	34.4	10.5
	2012F	12.3	17.1	21.2	33.2	9.2	35.6	14.0
NP (십억원)	2010	24.1	16.0	487.6	610.3	45.4	183.7	3.5
	2011F	28.6	20.8	590.0	1,235.4	55.7	250.1	5.7
	2012F	31.5	23.9	665.6	1,608.8	67.8	314.4	12.1
NP margin (%)	2010	11.1	13.7	12.6	17.1	4.4	36.4	4.3
	2011F	11.4	15.5	13.9	26.6	4.0	39.7	5.7
	2012F	11.3	15.6	14.0	27.6	4.2	39.6	9.6
EPS Growth (% YoY)	2010	na	1,219.2	29.9	T/B	T/B	41.0	T/B
	2011F	18.4	30.2	22.3	91.9	21.9	26.6	198.5
	2012F	10.1	14.5	16.9	34.4	19.6	23.8	33.8
P/E (x)	2010	23.7	16.8	17.1	38.1	22.4	38.2	163.1
	2011F	17.3	11.7	14.6	23.6	20.5	24.5	46.1
	2012F	15.7	10.2	12.8	17.9	17.2	19.8	34.4
P/B (x)	2010	5.2	4.1	2.6	10.8	2.6	6.3	2.9
	2011F	3.8	3.0	2.5	9.7	2.3	4.6	3.5
	2012F	3.3	2.5	2.2	6.6	2.0	3.8	3.8
ROE (%)	2010	23.9	27.6	15.7	33.7	11.9	23.5	1.9
	2011F	23.7	28.2	19.2	46.6	13.0	18.9	2.2
	2012F	22.4	26.3	17.8	38.7	13.7	18.7	3.6

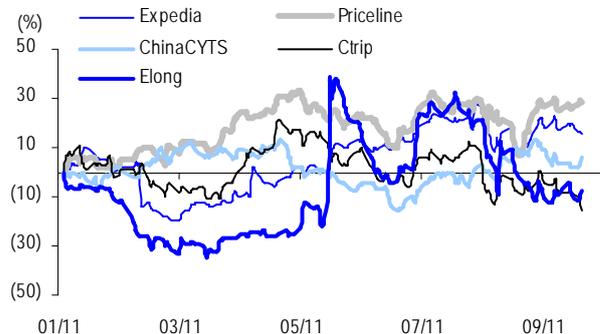
자료: Bloomberg, 신한금융투자

하나투어 vs. 모두투어 주가추이 (YTD)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

Global Peers 주가추이 (YTD)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

부록 : 하나투어 요약 재무제표

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
자산총계	162.3	220.3	248.9	278.3	312.0
유동자산	105.2	156.3	183.3	210.8	242.4
현금및현금성자산	37.5	64.7	85.9	106.7	130.8
단기투자자산	26.7	46.9	49.3	51.7	54.3
매출채권	20.9	23.4	25.4	28.3	31.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	20.2	21.3	22.7	24.1	25.6
비유동자산	57.1	64.0	65.6	67.4	69.6
투자자산	17.1	21.4	24.0	26.6	29.2
유형자산	30.5	31.3	31.3	31.3	31.5
무형자산	5.7	6.7	5.6	4.4	3.6
부채총계	71.3	109.5	118.9	127.9	137.8
유동부채	71.2	109.3	118.7	127.7	137.6
매입채무	27.4	43.0	49.4	55.1	61.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	43.8	66.3	69.3	72.5	75.9
비유동부채	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
자본총계	90.9	110.8	130.0	150.4	174.2
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	72.2	81.9	81.9	81.9	81.9
자본조정	(9.7)	(17.2)	(17.2)	(17.2)	(17.2)
기타포괄손익누계액	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
이익잉여금	20.5	38.1	57.3	77.7	101.5
총 차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금(순현금)	(64.2)	(111.6)	(135.2)	(158.4)	(185.1)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
영업활동으로인한현금흐름	11.4	63.1	31.2	36.5	41.3
당기순이익	(4.8)	24.1	28.6	31.5	36.0
유형자산감가상각비	1.1	1.3	2.1	2.2	2.2
무형자산상각비	1.8	2.0	2.1	1.8	1.4
지분법손실(이익)	7.1	(3.0)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
투자자산처분손실(이익)	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
유형자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
영업활동 자산부채의 변동	(2.6)	30.4	(1.3)	0.6	1.1
기타	8.9	8.4	2.2	3.1	3.1
투자활동으로인한현금흐름	13.4	(28.2)	(4.5)	(4.7)	(4.9)
단기투자자산의 감소(증가)	17.2	(20.3)	(2.3)	(2.5)	(2.6)
장기투자자산의 감소(증가)	(1.8)	(2.0)	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소(증가)	(0.5)	(2.0)	(2.1)	(2.2)	(2.3)
기타	(1.6)	(3.9)	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	24.9	34.9	26.7	31.9	36.4
재무활동으로인한현금흐름	(6.1)	(7.7)	(5.5)	(11.1)	(12.3)
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	(5.4)	(6.6)	(5.5)	(11.1)	(12.3)
기타	(0.7)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	18.8	27.2	21.2	20.8	24.1
기초의 현금	18.7	37.5	64.7	85.9	106.7
기말의 현금	37.5	64.7	85.9	106.7	130.8
설비투자매출액 (%)	0.4	0.9	0.8	0.8	0.7
감가상각비/매출액 (%)	0.9	0.6	0.9	0.8	0.7
감가상각비/설비투자 (%)	233.3	63.4	100.6	97.0	93.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-GAAP기준

손익계산서

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	123.9	218.1	250.3	279.5	312.9
증가율 (%)	(28.3)	76.0	14.8	11.7	12.0
수출비중 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
증가율 (%)	na	na	na	na	na
매출총이익	123.9	218.1	250.3	279.5	312.9
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	123.5	190.9	218.4	245.2	274.2
증가율 (%)	(24.2)	54.6	14.4	12.3	11.8
영업이익	0.4	27.2	31.9	34.3	38.8
증가율 (%)	(95.7)	6,304.3	17.2	7.6	12.9
영업이익률(%)	0.3	12.5	12.7	12.3	12.4
영업외수익(비용)	(3.4)	5.5	6.9	8.4	10.1
이자수익	2.9	2.9	4.7	5.9	7.4
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화관련이익(손실)	(0.1)	(0.6)	(0.5)	(0.2)	0.0
자산처분이익(손실)	(0.0)	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법이익(손실)	(6.4)	3.0	2.6	2.6	2.6
기타영업외수익(비용)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
법인세차감전계속사업이익	(3.0)	32.7	38.8	42.7	48.9
법인세비용	1.8	8.6	10.2	11.2	12.9
계속사업이익	(4.8)	24.1	28.6	31.5	36.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(4.8)	24.1	28.6	31.5	36.0
증가율 (%)	적전	흑전	18.4	10.1	14.6
당기순이익률 (%)	(3.9)	11.1	11.4	11.3	11.5
EBITDA	3.3	30.5	36.2	38.3	42.4
증가율 (%)	(74.3)	833.0	18.7	5.7	10.7
배당성장률 (%)	(111.7)	38.8	38.8	39.0	39.0

주요 투자지표

12월 결산	2009	2010	2011F	2012F	2013F
EPS (원)	(416)	2,078	2,461	2,709	3,103
Adj. EPS (원)	(415)	2,069	2,461	2,708	3,102
BPS (원)	7,828	9,537	11,192	12,945	14,993
DPS (원)	500	850	955	1,055	1,210
PER (배)	na	23.7	17.3	15.7	13.7
Adj. PER (배)	na	23.8	17.3	15.7	13.7
PBR (배)	4.4	5.2	3.8	3.3	2.8
PCR (배)	28.5	17.5	15.2	13.7	12.3
EV/ EBITDA (배)	102.7	15.1	9.9	8.8	7.3
PEG (배)	na	1.7	1.2	na	na
배당수익률 (%)	1.5	1.7	2.2	2.5	2.8
수익성					
영업이익률 (%)	0.3	12.5	12.7	12.3	12.4
EBITDA이익률 (%)	2.6	14.0	14.5	13.7	13.5
세전이익률(%)	(2.4)	15.0	15.5	15.3	15.6
순이익률 (%)	(3.9)	11.1	11.4	11.3	11.5
ROA (%)	(3.1)	12.6	12.2	11.9	12.2
ROE (%)	(5.4)	23.9	23.7	22.4	22.2
ROIC (%)	9.3	(328.6)	(92.4)	(80.0)	(77.0)
안정성					
부채비율 (%)	78.5	98.8	91.5	85.1	79.1
순부채비율 (%)	(70.6)	(100.7)	(104.0)	(105.3)	(106.3)
이자보상배율 (배)	na	na	na	na	na
활동성					
총자산회전율 (회)	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율 (회)	5.0	7.9	10.0	10.1	10.2
재고자산회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전율 (회)	4.2	6.2	5.4	5.4	5.4
운전자본회전율 (회)	(3.8)	(4.6)	(3.7)	(3.8)	(4.0)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-GAAP기준

부록 : 모두투어 요약 재무제표

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
자산총계	86.2	124.1	142.8	163.3	187.0
유동자산	78.4	113.5	131.7	151.6	174.8
현금및현금성자산	16.9	28.0	42.2	56.3	73.2
단기투자자산	31.6	53.4	56.1	58.9	61.8
매출채권	10.7	13.7	14.1	16.0	18.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	19.2	18.4	19.4	20.4	21.5
비유동자산	7.7	10.6	11.1	11.6	12.3
투자자산	2.1	4.2	4.8	5.6	6.4
유형자산	0.8	1.4	1.1	0.6	0.2
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	35.9	58.2	61.0	63.8	66.8
유동부채	31.1	51.9	54.3	56.8	59.4
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	31.1	51.9	54.3	56.8	59.4
비유동부채	4.8	6.4	6.7	7.0	7.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.8	6.4	6.7	7.0	7.4
자본총계	50.2	65.8	81.9	99.4	120.2
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	24.1	39.7	55.7	73.3	94.1
총 차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금(순현금)	(48.5)	(81.4)	(98.3)	(115.2)	(135.1)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
영업활동으로인한현금흐름	5.5	36.1	23.1	24.6	28.5
당기순이익	1.2	16.0	20.8	23.9	28.0
유형자산감가상각비	0.7	0.8	1.7	1.9	1.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손실(이익)	0.6	(0.6)	(0.6)	(0.7)	(0.8)
투자자산처분손실(이익)	0.2	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
유형자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산,부채의 변동	0.4	17.5	(0.5)	(2.2)	(2.4)
기타	2.3	2.8	2.1	2.2	2.3
투자활동으로인한현금흐름	(0.2)	(24.6)	(4.1)	(4.2)	(4.3)
단기투자자산의 감소(증가)	(0.6)	(21.8)	(2.7)	(2.8)	(2.9)
장기투자자산의 감소(증가)	0.5	(1.0)	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소(증가)	(0.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
기타	0.3	(0.4)	0.0	0.0	(0.0)
Free Cash Flow	5.2	11.5	19.0	20.4	24.2
재무활동으로인한현금흐름	(0.2)	(0.4)	(4.8)	(6.3)	(7.2)
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	(0.2)	(0.4)	(4.8)	(6.3)	(7.2)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.1	11.1	14.2	14.1	16.9
기초의 현금	11.8	16.9	28.0	42.2	56.3
기말의 현금	16.9	28.0	42.2	56.3	73.2
설비투자매출액 (%)	0.7	1.2	1.0	0.9	0.8
감가상각비/매출액 (%)	1.1	0.7	1.3	1.2	1.1
감가상각비/설비투자 (%)	147.5	58.3	125.1	133.6	131.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-GAAP기준

손익계산서

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	61.4	117.1	134.6	153.4	173.9
증가율 (%)	(26.3)	90.8	14.9	14.0	13.3
수출비중 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
증가율 (%)	na	na	na	na	na
매출총이익	61.4	117.1	134.6	153.4	173.9
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	61.1	97.7	111.1	127.1	143.2
증가율 (%)	(25.8)	59.7	13.8	14.5	12.6
영업이익	0.2	19.4	23.5	26.3	30.6
증가율 (%)	(74.3)	8,128.3	20.9	11.8	16.7
영업이익률(%)	0.4	16.6	17.5	17.1	17.6
영업외수익(비용)	1.3	1.4	3.6	4.8	5.8
이자수익	2.0	2.1	3.5	4.3	5.3
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화관련이익(손실)	(0.2)	0.2	0.2	0.2	0.2
자산처분이익(손실)	(0.2)	0.4	0.4	0.4	0.4
지분법이익(손실)	(0.6)	0.6	0.6	0.7	0.8
기타영업외수익(비용)	0.3	(1.9)	(1.1)	(0.8)	(0.8)
법인세차감전계속사업이익	1.5	20.8	27.1	31.0	36.5
법인세비용	0.3	4.8	6.3	7.2	8.4
계속사업이익	1.2	16.0	20.8	23.9	28.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1.2	16.0	20.8	23.9	28.0
증가율 (%)	96.0	1,219.2	30.2	14.5	17.5
당기순이익률 (%)	2.0	13.7	15.5	15.6	16.1
EBITDA	0.9	20.2	25.2	28.1	32.5
증가율 (%)	(49.5)	2,174.7	24.7	11.4	15.5
배당성향 (%)	33.1	30.1	30.2	30.3	30.3

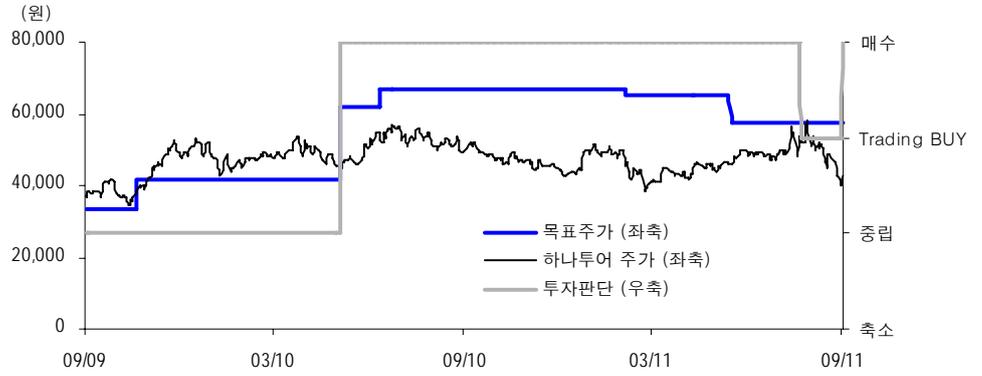
주요 투자지표

12월 결산	2009	2010	2011F	2012F	2013F
EPS (원)	144	1,906	2,481	2,841	3,338
Adj. EPS (원)	171	1,856	2,432	2,792	3,288
BPS (원)	5,981	7,839	9,746	11,838	14,315
DPS (원)	50	600	750	860	1,010
PER (배)	114.1	16.8	11.7	10.2	8.7
Adj. PER (배)	96.2	17.2	11.9	10.4	8.8
PBR (배)	2.8	4.1	3.0	2.5	2.0
PCR (배)	27.4	14.5	10.3	9.1	7.9
EV/EBITDA (배)	101.1	9.2	5.8	4.6	3.4
PEG (배)	0.7	0.8	0.7	na	na
배당수익률 (%)	0.3	1.9	2.6	3.0	3.5
수익성					
영업이익률 (%)	0.4	16.6	17.5	17.1	17.6
EBITDA이익률 (%)	1.4	17.3	18.8	18.3	18.7
세전이익률(%)	2.4	17.8	20.1	20.2	21.0
순이익률 (%)	2.0	13.7	15.5	15.6	16.1
ROA (%)	1.5	15.2	15.6	15.6	16.0
ROE (%)	2.4	27.6	28.2	26.3	25.5
ROIC (%)	1.4	(333.7)	(129.5)	(140.1)	(167.7)
안정성					
부채비율 (%)	71.5	88.4	74.5	64.2	55.5
순부채비율 (%)	(96.5)	(123.6)	(120.0)	(115.8)	(112.3)
이자보상배율 (배)	na	na	na	na	na
활동성					
총자산회전율 (회)	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율 (회)	5.9	8.4	9.1	9.6	9.6
재고자산회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본회전율 (회)	(172.7)	(11.2)	(6.6)	(7.5)	(8.7)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-GAAP기준

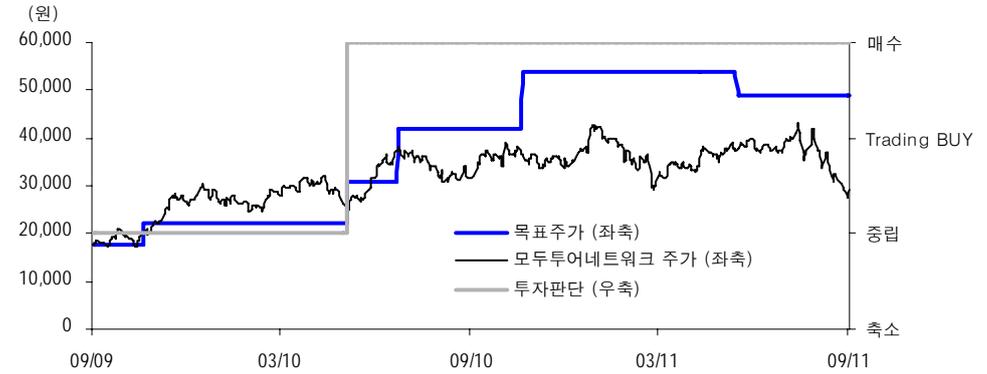
투자의견 및 목표주가 추이

하나투어 (Trading BUY → 매수)



자료: 신한금융투자

모두투어 (매수 유지)



자료: 신한금융투자



신한금융투자 영업망

고객지원센터 : 1588-0365

서울특별시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워

서울지역									
강남	02) 538-0707	논현	02) 518-2222	목동	02) 2653-0844	신당	02) 2254-4090	영업부	02) 3772-1200
강남구청역	02) 547-0202	답십리	02) 2217-2114	목동중앙	02) 2649-0101	신논현역	02) 875-1851	서여의도영업소	02) 784-0977
강남중앙	02) 6354-5300	성수동영업소	02) 466-4228	방배동	02) 533-0202	반포	02) 533-1851	올림픽	02) 448-0707
관악	02) 887-0809	도곡	02) 2057-0707	보라매	02) 820-2000	등대문	02) 2232-7100	잠실롯데캐슬	02) 2143-0800
광교	02) 739-7155	양재동영업소	02) 3463-1842	삼삼역	02) 563-3770	압구정	02) 511-0005	잠실신천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	대치센트레빌	02) 554-2878	삼풍	02) 3477-4567	압구정FC	02) 541-5566	중부	02) 2270-6500
종로영업소	02) 722-4650	도곡중앙	02) 554-6556	남부터미널영업소	02) 522-7861	여의도	02) 3775-4270	창동	02) 995-0123
구로	02) 857-8600	마포	02) 718-0900	상암동	02) 6393-5090	동부이촌동영업소	02) 798-4805	강북영업소	02) 906-0192
중앙유통타워영업소	02) 2101-3620	명동	02) 752-6655	서교동	02) 335-6600	연희동	02) 3142-6363	남대문	02) 757-0707
노원역	02) 937-0707	명품PB센터강남	02) 559-3399	송파	02) 449-0808	영등포	02) 2677-7711		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	부천상동영업소	032) 323-9380	아탑역	031) 622-1400	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010
구월동	032) 464-0707	분당	031) 712-0109	연수	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600		
등두천	031) 862-1851	산본	031) 392-1141	안산	031) 485-4481	죽전	031) 898-0011		
부천	032) 327-1012	수원	031) 246-0606	의정부	031) 848-9100	평촌	031) 381-8686		
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	부산	051) 243-0707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777	해운대	051) 701-2200
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	안동	054) 855-0606				
대전·충북지역									
대전둔산	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600	청주지웰시티	043) 232-1088		
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	동광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911	수완	062) 956-0707		
군산	063) 442-9171	여천	061) 682-5262	정읍	063) 531-0606				
강원지역									
강릉	033) 642-1777			제주지역					
				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 (2011년 7월 25일부터 적용) : 매수 : +15% 이상, Trading BUY : 0~15%, 중립 : -15~0%, 축소 : -15% 이하

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 성준원) 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 주권사로 참여한 적이 없습니다. 자료 제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 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 중립의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.