

모두투어(080160)

숫자가 달라지고 있다

Buy(신규)

주요 포인트 점검

1. 실적 호조세는 3분기를 넘어 4분기에도

모두투어의 숫자가 달라지고 있음. 3분기 실적의 경우 매출액은 전년대비 56% 증가, 영업이익은 105% 증가함. 3분기 누적 실적 역시 각각 59%, 177% 증가하였음. 아울러 10월의 송출인원수, 11월의 예약현황이 전년대비 60% 정도 늘어난 것으로 파악되기 때문에 4분기 실적 역시 긍정적일 것으로 판단됨. 더욱 의미있는 것은 실적 개선이 매출액 증가에 그치지 않고 수익성 개선으로 이어지고 있다는 점임.

2. 규모의 경제 시현으로 빠른 성장 속도 이어갈 전망

여행사에 있어 규모의 경제는 모객 능력으로부터 창출되는데, 동사는 코스닥 상장과 광고 강화에 따라 브랜드 가치가 향상되고 있고, 베스트 파트너와 제휴비즈니스 확대 등에 따라 모객 능력이 한층 강화되고 있음. 한편, 동사의 패키지 여행 송출 인원수는 2003년부터 연평균 52% 증가하고 있고 최근에는 증가속도가 더욱 빠르게 나타나고 있어 긍정적인 시각을 견지함.

3. 목표주가 28,000원, 투자의견 Buy

올해와 내년의 EPS는 매출 구조 변화, 생산성 향상, 규모의 경제에 따른 모객 능력 확대, 수수료 비중의 하향 안정화 등에 따라 5월 단행한 유무상 증자에도 불구하고 주가 희석 효과가 크지 않을 전망. 아울러 높은 성장성에도 불구하고 경쟁사대비 낮은 밸류에이션을 적용받고 있어 매력적임.

현재가 (11/10) :	21,600	자본금 (억원) :	42
52주 최고 / 최저 :	31,950/13,500	시가총액 (억원) :	1,814
상장주식수 (만주) :	840	외국인 지분율 (%) :	3.70

결산월 (12월)	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증가율 (%)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2003A	226	5	11	10	168	-45.2	-	-5.7	-	37.5
2004A	316	30	40	29	487	189.7	-	-0.8	-	62.7
2005A	389	32	41	29	451	-7.4	34.3	28.1	7.7	28.4
2006F	600	92	107	78	1,092	142.2	19.7	14.6	3.7	24.7
2007F	849	146	163	118	1,405	28.7	15.3	8.1	3.1	22.1

실적 호조세는 3분기를 넘어 4분기에도

모두투어의 숫자가 달라지고 있다

모두투어의 숫자가 달라지고 있다. 3분기 실적의 경우 매출액은 전년대비 56% 증가한 199억원, 영업이익은 전년대비 105% 증가한 44억원을 시현하였다. 3분기까지 누적으로는 각각 전년대비 59%, 177% 증가한 469억원, 77억원으로 집계되는 등 긍정적인 숫자들이 나타나고 있다. 아울러 10월의 송출인원수, 11월의 예약현황이 전년대비 60% 정도 늘어난 것으로 파악되기 때문에 4분기 실적 역시 긍정적일 것으로 판단된다.

수익성 개선이 의미 있는 부분

더욱 의미 있는 것은 실적 개선이 매출액 증가에 그치지 않고 수익성 개선으로 이어지고 있는 점이다. 이는 상장 후부터 지속적으로 투입된 광고비가 그동안 수익성을 억누르는 요인으로 작용하였으나 이제부터는 달라질 것임을 암시하는 부분이다.

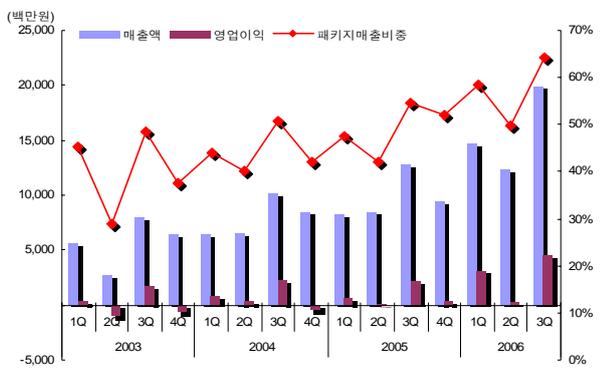
실적 호조의 가장 큰 이유는 매출 구조의 변화

실적 호조의 가장 큰 이유는 매출 구조의 변화이다. 동사와 같은 해외여행 전문 업체의 주요 매출원은 항공권 판매수익과 패키지여행 매출인데, 변동비만 감안한 공헌이익은 항공권 판매수익이 2~3%, 패키지여행 매출이 16%로 큰 차이가 나고 있다. 결국 매출 비중 조절이 실적에 중요한 영향을 미치기 때문에 비중 추이를 주목해야 할 것으로 판단된다. 한편, 동사의 패키지여행 매출비중은 2003년 42%에서 2006년 59%로 증가할 전망이다. 이에 따라 올해 매출액과 영업이익은 각각 54%, 187% 증가할 것으로 예상된다.

생산성도 눈여겨 보아야 할 부분

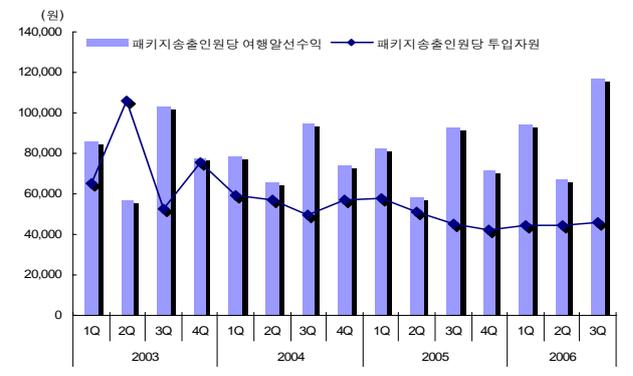
생산성도 눈여겨 보아야 할 부분이다. 동사의 패키지 여행객 1명당 투입되는 인건비와 광고비의 합이 매분기 하향 안정세를 보이고 있다. 이는 그동안 광고비에 집중하였으나 이와는 반대로 인건비의 통제를 강화하였기 때문이다. 아울러 투입자원을 인건비와 광고비로 국한한 생산성은 하나투어보다 높은 수준을 보여주고 있어 긍정적인 시각이 필요해 보인다.

[그림1] 실적과 패키지매출비중 추이



자료: 모두투어, 부국증권

[그림2] 생산성 추이



자료: 모두투어, 부국증권

규모의 경제 시현으로 빠른 성장 속도 이어갈 전망

브랜드 가치 향상과 베스트 파트너, 제휴비즈니스 확대로 모객 능력 강화

규모의 경제 효과가 서서히 나타나고 있어 모두투어의 향후 성장 속도는 더욱 빠를 전망이다. 여행사에 있어 규모의 경제는 모객 능력으로부터 창출되는데, 동사는 코스닥 상장과 광고 강화에 따라 브랜드 가치가 향상되고 있고, 베스트 파트너와 제휴비즈니스 확대 등에 따라 모객 능력이 한층 강화되고 있기 때문이다.

여행사에 있어 브랜드 가치는 모객의 중요한 요소

브랜드 가치가 중요한 이유는 각 사별로 여행상품이 유사한 상황에서 상품 선택에 브랜드가 중요한 고려 대상으로 자리잡고 있기 때문이다. 또한 모두투어와 긴밀한 관계를 가지고 있는 베스트파트너(모두투어 간판을 달고 있는 소규모 소매 여행사), 포털사이트 및 할인점 등 제휴비즈니스로부터 창출되는 모객 규모가 전체 송출인원의 50%를 차지할 정도로 모객력이 강화되고 있어 실적 전망을 밝게 해주고 있다.

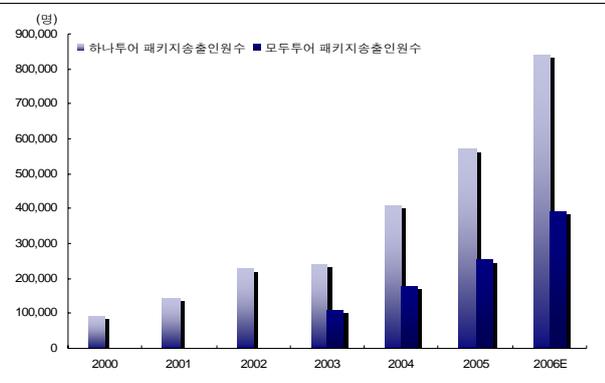
하나투어의 성장 스토리 답습할 가능성 높다

동사의 패키지 여행 송출 인원수는 2003년부터 연평균 52% 증가하고 있고 최근에는 증가속도가 더욱 빠르게 나타나고 있다. 아울러 이는 하나투어의 2년전 수준으로 시사하는 바가 크다고 판단된다. 하나투어의 송출인원수는 상장 이후인 2000년부터 연평균 44% (2003년 SARS 효과 제외시 55%)증가하고 있다. 다른 조건이 동일하다면 상장 효과와 브랜드 가치 제고로 인해 모두투어가 하나투어의 성장 스토리를 그대로 답습할 가능성이 큰 것으로 판단된다.

수수료 비중 낮아져 수익성 개선 가능할 듯

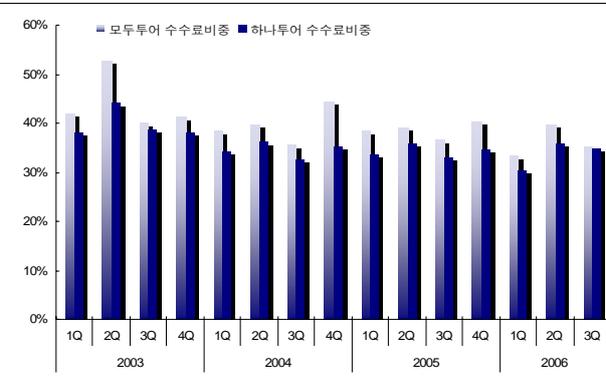
한편, 변동비로 여겨지는 여행알선수수료(모객을 담당하는 소매여행사에 지불하는 수수료) 비중이 점차 낮아지고 있는 것도 긍정적으로 판단된다. 현재 하나투어와 유사한 수준에 있어 장기적으로 외형 성장만 이루어진다면 하나투어가 시현하고 있는 영업이익률(20%수준)까지는 도달할 수 있을 것으로 보인다.

[그림3] 패키지 송출 인원수 비교



자료: 모두투어, 하나투어, 부국증권 추정

[그림4] 수수료 비중 비교



자료: 모두투어, 하나투어, 부국증권

목표주가 28,000원, 투자의견 Buy

유무상 증지에도 불구하고 EPS 희석 효과 미미
 올해와 내년의 EPS는 매출 구조 변화, 생산성 향상, 규모의 경제에 따른 모객 능력 확대, 수수료 비중의 하향 안정화 등에 따라 각각 전년대비 142%, 29% 늘어난 1,092원, 1,405원이 될 전망이다.

5월 단행한 유무상 증자에 따라 올해와 내년의 가중평균 주식수는 각각 전년대비 89%, 18% 증가할 전망이다. 물론 주5일 근무제 확대, 쌍춘년 효과 등 올해의 시장여건이 다른 해보다 우호적이었음을 감안하더라도 자금의 힘이 실적 개선에 크게 영향을 미치고 있음을 확인할 수 있다.

목표주가 28,000원
 투자의견 Buy 제시
 모두투어의 목표주가를 28,000원으로 산정하고 투자의견은 Buy를 제시한다. 목표주가는 2007년 실적 대비 20배 수준으로 하나투어에 적용하고 있는 PER를 25% 할인한 수준이다.

높은 밸류에이션의 정당성
 물론 이는 여타 업종 대비 낮은 수준은 아니지만 안정적인 사업구조, 브랜드 파워에 기인한 이익 성장세, 규모의 경제가 발현되는 시점임을 감안하면 높은 밸류에이션 프리미엄은 정당화될 수 있을 것으로 판단된다. 아울러 하반기 및 내년의 경기 둔화 가능성에도 불구하고 부족한 관광인프라로 인해 해외 여행 수요가 꾸준히 늘어날 전망이고, 상위 4사(하나투어, 모두투어, 롯데관광, 자유투어)의 점유율이 지속적으로 확대되고 있는 시장 상황 역시 밸류에이션을 높이는 데 일조하는 것으로 판단된다.

한편, 규모의 경제에 따른 외형 확대와 수익성 개선이 얼마나 지속될지가 향후 동사 주가의 Outperform을 결정할 전망이며, 하나투어의 성장 스토리를 어느 정도 따라갈 것인지도 주목해 볼 부분이다.

추정 재무제표

	2004A	2005A	2006F	2007F
유동자산	42	166	464	661
현금/단기금융상품	25	136	422	603
시장성유가증권	0	0	0	0
매출채권	12	23	32	46
재고자산	0	0	0	0
고정자산	77	99	221	223
투자자산	71	94	215	215
유형자산	5	5	6	7
무형자산	0	0	0	0
자산총계	118	265	685	884
유동부채	52	105	184	276
매입채무	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0
유동성 장기부채	0	0	0	0
고정부채	7	15	20	20
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	59	119	204	296
자본금	17	21	42	42
자본잉여금	0	53	299	299
이익잉여금	43	72	141	247
자본총계	60	146	482	588

	2004A	2005A	2006F	2007F
매출액	316	389	600	849
증가율(%)	39.8	22.9	54.4	41.4
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	316	389	600	849
판매비	286	357	508	703
영업이익	30	32	92	146
영업이익률(%)	9.5	8.2	15.3	17.2
영업외수익	12	9	17	19
이자수익	2	2	7	7
지분법평가이익	0	0	0	0
외환관련이익	0	0	3	1
영업외비용	2	1	2	1
이자비용	0	0	0	0
지분법평가손실	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	1	1
경상이익	40	41	107	163
특별손익	0	0	0	0
법인세차감전익	40	41	107	163
법인세비용	12	11	30	45
당기순이익	29	29	78	118
EBIT	30	32	92	146
EBITDA	32	35	95	149

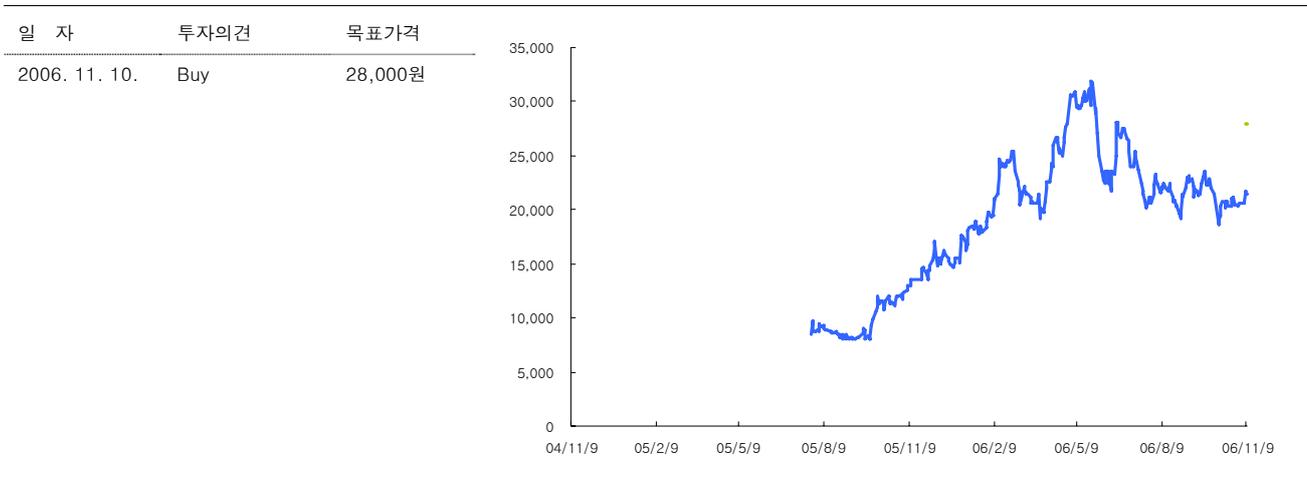
	2004A	2005A	2006F	2007F
영업활동 현금흐름	45	78	142	189
당기순이익	29	29	78	118
감가상각비	2	3	3	3
영업용자산활동변동	8	35	59	77
투자활동 현금흐름	-40	-70	-290	-3
투자자산의 증가	-36	-67	-285	0
유형자산의 증가	-4	-3	-4	-5
무형자산의 증가	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	0	57	263	-5
장/단기차입금증가	0	0	0	0
자본증가	0	57	272	0
배당금지급	0	0	-4	-5
순현금흐름	5	65	115	181
기초현금	18	23	88	204
기말현금	23	88	204	385
Free Cash Flow	28	58	125	181

	2004A	2005A	2006F	2007F
EPS(원)	487	451	1,092	1,405
CFPS	527	498	1,136	1,446
BPS	1,019	2,013	5,734	6,999
PER(배)	0.0	34.3	19.7	15.3
PBR(배)	0.0	7.7	3.7	3.1
EV/EBITDA(배)	-0.8	28.1	14.6	8.1
매출액증가율(%)	39.8	22.9	54.4	41.4
영업이익증가율(%)	534.1	6.9	187.4	58.8
순이익증가율(%)	189.7	2.5	165.0	52.0
EPS증가율(%)	189.7	-7.4	142.2	28.7
영업이익률(%)	9.5	8.2	15.3	17.2
순이익률(%)	9.0	7.5	12.9	13.9
EBITDA 마진(%)	10.2	9.0	15.8	17.6
ROE(%)	62.7	28.4	24.7	22.1
부채비율(%)	97.8	81.6	42.3	50.3
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0

투자의견 구분

Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우	기업분석
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우	
Hold (보유)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우	
Reduce (비중축소)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우	
Overweight (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때	산업분석
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때	
Underweight (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때	

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이



Compliance Notice

- * 본 자료의 작성자 및 배우자는 작성일 현재 해당종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료는 2006년 11월 10일 18시에 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다. 본 자료의 해당종목은 당사에서 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 해당사의 유가증권 발행에 지난 6개월간 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- * 본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.
- * 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 김성훈.