

기업분석

모두투어 (080160.KQ)

Buy (신규)

목표주가 29,600원 (신규)

Analyst

이 훈, CFA
02)768-7607, hoon.lee@woorim.com

김 종 현
02)768-7137, jong.kim@woorim.com

김 주 원
02)768-7152, brandon.kim@woorim.com

구분	여행업
현재가 (07/01/10)	23,900원
KOSPI	1,355.79
KOSDAQ	596.78
시가총액(보통주)	200.8십억원
발행주식수(보통주)	8.4백만주
액면가	500원
120일 평균거래량	43,851주
120일 평균주가	19,665원
52주 최고가('06/05/03)	48,900원
최저가('06/10/09)	18,650원
배당수익률(2005)	0.42%
유동주식비율	57.6%
외국인지분율	5.34
주요주주	
우종용	12.6%
우리사주조합	11.8%

주가 상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	25.1	-0.6	46.8
상대수익률	17.5	-4.2	66.7

확고한 2위업체로 부상

투자 의견 Buy와 목표주가 29,600원 제시

모두투어에 대한 커버리지를 시작하며, 투자 의견 Buy와 12개월 목표주가 29,600원을 제시한다. 목표가격은 RIM에 근거하여 산출되었으며, 적용된 주요 가정은 시장 리스크 프리미엄 5.0%, 베타 0.7 등이다(2년간 주가수익률로 계산한 베타는 0.6임). 모두투어에 대해 투자의견 Buy를 제시하는 것은, 1) 하나투어와 마찬가지로 시장점유율 확대가 지속되어 롯데관광과 자유여행사를 제치고 업계 2위의 지위를 확고히 하고 있으며, 2) 산업성장파 시장점유율 확대에 따른 이익증가를 통해 향후 2년간 순이익 성장률이 33%에 이를 전망이다.

확고한 2위업체로의 자리매김

최근 선두업체인 빅4내에서 '하나투어의 지배력의 가속화, 모두투어의 선전, 소매업체들인 자유여행사와 롯데관광의 시장점유율 정체'가 뚜렷하게 나타나고 있다. 모두투어 역시 2005년 주식시장 상장을 계기로, 적극적인 마케팅 활동을 통한 브랜드 강화와 시장점유율 상승이 지속되고 있어 업체 2위의 시장위치를 확고히 하고 있다. 모두투어의 패키지 상품 시장점유율 역시 2000년 8%에서 2006년 3분기 13%까지 확대되는 등 동사의 성장은 지속되고 있다.

향후 인센티브 문제와 해외진출 등 새로운 성장동력에 대한 준비 필요

하나투어의 Earnings Surprise가 발생하지 않는 것은 연말에 경영목표이익 초과분의 50%를 직원들에게 인센티브로 지급하고 있기 때문이다(2006년 43억원 지급, 영업이익의 14%선임). 모두투어 역시 하나투어의 성장모델을 따라간다고 가정할 때, 하나투어와 같은 인센티브 지급 등 직원들의 성과를 촉진할 수 있는 성과보수체제를 마련하게 되면 이익성장이 제한될 수 있다. 또한 여행산업의 성숙단계 진입에 대비하여, 국내시장을 넘어선 새로운 성장동력에 대한 준비 역시 필요해 보인다.

결산기	매출액	증감률	영업이익	경상이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2004	31.6	39.8	3.0	4.0	2.9	487	189.7	na	na	na	62.7	97.8	-2.5
2005	38.9	22.9	3.2	4.1	2.9	451	-7.4	34.3	7.7	28.1	28.4	81.6	-13.6
2006E	62.7	61.2	10.7	12.2	8.8	1,103	144.6	24.0	4.4	16.0	27.1	24.0	-45.6
2007F	81.2	29.6	14.7	16.5	12.0	1,506	36.6	15.9	3.3	9.8	21.7	20.6	-52.8
2008F	103.5	27.5	19.2	21.3	15.5	1,946	29.2	12.3	2.7	7.0	23.1	17.2	-62.3

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 '모두투어' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

모두투어 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2006E	2007F	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Net profit	9	12	15	20	24	29	34	39	44	50	55	61
Shareholder's equity	50	60	74	90	111	134	161	191	224	260	300	342
Forecast ROE (FROE)	27.1%	21.7%	23.1%	23.9%	23.9%	23.7%	22.9%	22.1%	21.3%	20.5%	19.7%	19.0%
Spread (FROE-COE)	18.6%	13.2%	14.6%	15.4%	15.4%	15.2%	14.4%	13.6%	12.8%	12.0%	11.2%	10.5%
Residual Income	6	7	10	13	16	19	21	24	27	29	31	34
Cost of Equity(COE)	8.5%											
Beta	0.7											
Market Risk Premium (Rm-Rf)	5.0%											
Risk Free Rate (Rf)	5.0%											
Beginning Shareholder's equity	14.6											
PV of Forecast Period RI	136.6											
PV of Continuing Value	78.5											
Equity Value(C+P)	229.8											
No. of Shares(Common, mn)	8.4											
		12m TP										
Fair Price(C)		29,682										
Current Price(C)		23,900										
Upside(-/Downside)		24.2%										
Implied P/B(x)		4.1										
Implied P/E(x)		19.7										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\text{자기자본가치} = \text{자기자본} + \text{미래 잔여이익의 현재가치 합}$$

$$* \text{잔여이익(RIt)} = \text{당기순이익}_t - \text{자기자본}_{t-1} * \text{자기자본비용(Cost of Equity)}_t = \text{자기자본}_{t-1} * (\text{ROEt} - \text{COEt})$$

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

INCOME STATEMENT					VALUATION INDEX				
(십억원)	2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F		2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F
매출액	38.9	62.7	81.2	103.5	EV/ EBITDA (X)	28.1	16.0	9.8	7.0
증가율 (%)	22.9	61.2	29.6	27.5	EV/ EBIT (X)	30.8	16.5	10.1	7.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	PER (X)	34.3	24.0	15.9	12.3
매출총이익	38.9	62.7	81.2	103.5	조정PER (X)	34.4	23.9	15.7	12.2
Gross 마진 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	PCR (X)	23.4	18.1	11.5	9.2
판매비와 일반관리비	35.7	52.0	66.5	84.4	PBR (X)	7.7	4.4	3.3	2.7
EBITDA	3.5	11.1	15.1	19.7	PSR (X)	2.6	3.4	2.3	1.8
EBITDA 마진 (%)	9.0	17.6	18.6	19.0	PEG (X)	0.5	0.8	0.6	0.5
감가상각비 & 무형자산상각비	0.3	0.4	0.4	0.5	PER/ 주당EBIT 증가율 (X)	0.5	0.8	0.6	0.5
영업이익	3.2	10.7	14.7	19.2	PER/ 주당EBITDA 증가율 (X)	0.5	0.8	0.6	0.6
OP 마진 (%)	8.2	17.1	18.1	18.5	Enterprise Value	98.6	177.0	148.0	138.5
영업외수익	0.9	1.8	2.6	3.0	주당EPS CAGR (3년, FD) (%)	62.8	30.7	26.2	23.2
영업외비용	0.1	0.3	0.8	0.8	주당EBIT CAGR (3년, FD) (%)	69.9	31.5	26.7	23.3
순이자수익(비용)	0.2	1.2	2.0	2.3	주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%)	66.1	31.3	26.6	22.3
경상이익	4.1	12.2	16.5	21.3	주당EBIT (FD) (W)	492	1,346	1,850	2,413
RP 마진 (%)	10.4	19.4	20.3	20.6	주당EBITDA (FD) (W)	539	1,390	1,900	2,472
세전순이익	4.1	12.2	16.5	21.3	EPS (FD) (W)	451	1,103	1,506	1,946
법인세비용	1.1	3.4	4.5	5.9	조정EPS (FD) (W)	449	1,109	1,521	1,960
순이익	2.9	8.8	12.0	15.5	CFPS (W)	662	1,466	2,082	2,602
Net 마진 (%)	7.5	14.0	14.7	14.9	BPS (W)	2,013	5,956	7,182	8,774
조정순이익	2.9	8.8	12.1	15.6	주당매출액 (W)	5,978	7,884	10,215	13,023

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F		2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F
영업활동 현금흐름	7.8	15.0	19.5	23.4	RIM				
당기순이익	2.9	8.8	12.0	15.5	Spread (FROE-COE) (%)	20.4	18.6	13.2	14.6
감가상각비 & 무형자산상각비	0.3	0.4	0.4	0.5	Residual Income	2.1	6.0	7.3	9.8
+ 지분법손실 (- 이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	12M RIM-based Target Price(W)	29,682			
+ 외화환산손실(-이익)	0.0	0.1	0.2	0.2	경제적 부가가치 (EVA)				
+ 고정자산매각손실 (-이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	투하자본	2.3	5.2	7.8	10.9
Gross Cash Flow	4.3	11.7	16.6	20.7	세후영업이익	2.3	7.7	10.7	13.9
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	3.5	3.3	3.0	2.7	투하자본이익률 (%)	70.6	203.7	164.3	148.7
투자활동 현금흐름	-2.4	-10.1	-10.7	-11.8	투하자본이익률 - WACC (%)	64.9	197.6	158.0	142.4
+ 유형자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	EVA	1.5	10.3	12.3	15.6
- 유형자산증가(CAPEX)	-0.3	-0.6	-0.7	-0.7	Discounted Cash Flow				
+ 투자유가증권 매각 (- 취득)	-0.2	-0.5	-0.6	-0.7	EBIT	3.2	10.7	14.7	19.2
Free Cash Flow	7.5	14.4	18.9	22.7	+ 감가상각비	0.3	0.4	0.4	0.5
Net Cash Flow	5.4	4.8	8.8	11.6	- CAPEX	0.3	0.6	0.7	0.7
재무활동 현금흐름	5.7	27.2	-1.7	-2.1	Free cash flow for DCF valuation	6.2	6.5	8.1	10.7
자기자본 증감	5.7	27.2	0.0	0.0	가중평균 자본비용 (WACC) (%)				
부채 증감	0.0	0.0	-1.7	-2.1	부채비용 (COD)	3.4	3.8	3.9	3.9
현금&단기금융상품 증가 (- 감소)	11.1	32.0	7.2	9.5	자기자본비용 (COE)	8.0	8.5	8.7	8.7
기말 순부채 (순현금)	-13.6	-45.6	-52.8	-62.3	WACC	5.7	6.1	6.3	6.3

BALANCE SHEET					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F		2005/12A	2006/12F	2007/12F	2008/12F
현금 및 단기금융상품	13.6	45.6	52.8	62.3	자기자본이익률 (ROE) (%)	28.4	27.1	21.7	23.1
매출채권	2.3	3.1	4.5	5.2	총자산이익률 (ROA) (%)	15.3	19.8	17.8	19.4
유동자산	16.6	49.7	59.6	72.3	투하자본이익률 (ROIC) (%)	70.6	203.7	164.3	148.7
유형자산	0.5	0.8	1.0	1.2	EBITDA/ 자기자본 (%)	24.0	22.1	25.0	26.7
투자자산	9.4	11.6	12.2	12.9	EBITDA/ 총자산 (%)	13.2	17.8	20.8	22.7
고정자산	9.9	12.3	13.2	14.1	배당수익률 (%)	0.6	0.8	1.0	1.5
자산총계	26.5	62.0	72.8	86.4	총현금배당금(십억원)	0.4	1.7	2.1	2.9
단기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	보통주주당현금배당금(중간+기말)	100	200	250	350
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-92.9	-91.2	-87.5	-84.5
유동부채	10.5	10.5	11.0	11.2	총부채/ 자기자본 (%)	81.6	24.0	20.6	17.2
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	순이자비용/ 매출액 (%)	-0.6	-1.9	-2.4	-2.2
장기성충당금	1.5	1.5	1.5	1.5	EBIT/ 순이자비용 (X)	-13.6	-9.0	-7.5	-8.3
고정부채	1.5	1.5	1.5	1.5	유동비율 (%)	159.3	471.7	543.2	643.8
부채총계	11.9	12.0	12.4	12.7	당좌비율 (%)	159.3	471.7	543.2	643.8
자본금	2.1	4.2	4.2	4.2	총발행주식수 (mn)	7	8	8	8
자본잉여금	5.3	29.9	29.9	29.9	액면가 (W)	500	500	500	500
이익잉여금	7.2	15.9	26.2	39.6	주가 (W)	15,470	26,500	23,900	23,900
자본총계	14.6	50.0	60.3	73.7	시가총액 (십억원)	112	223	201	201

* 주: 과거 결산기 주가지표는 해당 결산기말 증가 기준