

보고서의 목적

목표주가 상향

Jun. 4, 2007 / 여행

# 모두투어(080160)

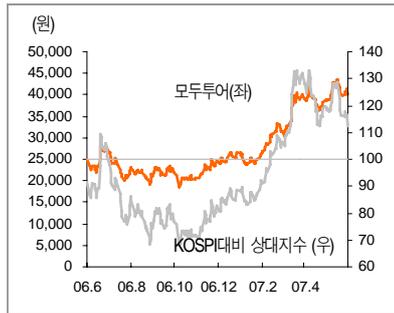
## 전성기의 영화(榮華)를 꿈꾼다

### BUY (Maintain)

목표주가 (6M)	48,000원
현재주가 (6/1)	40,250원

Analyst 류제현	3774-1418 jayryu@miraeasset.com
Analyst 유재희	3774-1892 jhyoo@miraeasset.com

발행 주식수(천주)	8,400
액면가(원)	500
시가총액 (십억원)	338
52주 최저 / 최고(원)	18,650/43,450
52주 일간 Beta (KOSPI대비)	1.0
평균거래량(3M, 천주)	60
평균거래대금(3M, 백만원)	2,359
외국인소유지분율 (%)	16.9
06년 주당 배당금(원)	180
07년 주당 예상배당금(원)	150
07년 예상EPS Consensus(원)	1,638
Consensus 차이(%)	7.3
주요주주 지분율(%)	
우종응외	27.1
우리사주조합	9.4
	1M 6M 12M
주가상승률(%)	4.5 64.3 48.8
KOSPI대비 상대수익률(%)	(6.7) 44.6 16.3



**요약** 목표주가 48,000원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지  
 브랜드 인지도 향상으로 시장 점유율 지속 개선 중  
 전략적 제휴와 판매채널 다양화로 외형 확대와 마진 개선 효과 지속

#### ■ 6개월 목표주가 48,000원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

모두투어에 대한 목표주가를 48,000원으로 상향하고 투자의견 BUY를 유지. 목표 주가는 12개월 Forward EPS 2,091원에 PER 22.8배를 적용하여 산출. 동사에 대한 투자포인트는 1) 사명을 변경 이후 브랜드 인지도 향상이 지속되고 있고, 2) 제휴 매출액의 증가로 매출 대비 알선 수수료율이 하락하면서 3) 외형 확대와 이익률 개선이 동시에 나타나며 상장 후 시장 입지 확대가 나타나고 있는 점임. 예상을 뛰어넘는 높은 패키지 송객수 성장성을 감안, 동사에 대한 2007년, 2008년 영업이익의 전망치를 각각 5.6%, 29.6% 상향 조정함.

#### ■ 브랜드 및 마케팅 채널 강화로 전성기의 영화(榮華)를 꿈꾼다

2005년 브랜드명 교체와 상장을 단행했으나 2006년 브랜드 변경에 다른 마케팅 비용 부담과 시장 점유율 확대 부진으로 부진한 실적을 시현하기도 했음. 동사의 패키지 송객수 및 매출액은 최근 매출액 및 성장성 측면에서 하위업체와의 격차를 확대하는 동시에 업계 1위인 하나투어와의 격차를 빠르게 좁히고 있음. 이는 브랜드 인지도 향상, 홈쇼핑, 카드사 등을 통한 마케팅 채널의 다양화에 기인. 블루항공(2006년 6월) 및 인터파크여행사(2007년 3월)에 대한 지분출자로 향후 개별여행시장과 온라인 여행시장에 대한 수요 확대에도 대비, 장기적인 시장 변화에도 대처하고 있는 모습.

#### ■ 성장 잠재력에 주어지는 정당한 Valuation

동사에 대한 Target PER 22.8배는 국내 주요 여행사 평균 PER 대비 12% 낮은 수준. 국내 최고의 여행사인 하나투어의 상장 후 시장 점유율이 본격적으로 확대되던 2001년~2003년의 고점 PER이 20배였음을 감안할 때, 꾸준히 브랜드 인지도가 회복되며, MS가 확대되고 있는 동사에 있어서 정당한 Valuation으로 판단됨. 동사의 주가는 지난 6개월간 64.3% 상승했지만 최근 항공사의 하드블록 폐지에 따른 성장성 및 수익성에 대한 우려로 횡보국면에 놓여있음. 하지만, 2/4분기 견조한 비수기 실적과 3/4분기 성수기 진입에 대한 기대감은 이러한 우려를 불식시킬 것으로 기대.

결산월	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	경상이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2005	38.9	3.2	3.5	4.1	2.9	404	-	38.3	7.7	28.1	28.5
2006	66.4	9.8	10.2	11.4	8.2	1,014	150.7	26.1	4.6	18.5	26.1
2007E	92.5	17.8	18.4	20.6	14.8	1,757	73.4	22.9	5.5	16.2	27.0
2008E	124.2	25.9	26.8	29.6	21.5	2,558	45.6	15.7	4.1	10.8	30.1
2009E	171.0	38.6	39.9	43.8	31.8	3,784	47.9	10.6	3.0	6.7	33.0

※ 본 종목에 대한 이해관계 공시사항은 본 보고서의 마지막 페이지에 있으므로 투자에 참고하시기 바랍니다.

**Valuation: 상장 후 시장 입지 확대를 반영**

목표주가 48,000원으로 상향하며  
투자의견 BUY 유지

모두투어에 대한 목표주가를 기존 34,000원에서 48,000원으로 상향한다. 2008년 12개월 Forward EPS 2,091원에 적정 PER 22.8배(향후 5년간 예상 평균 ROE=31.2%와 g=8%를 감안)를 적용한 것이다. 하나투어가 2000년 11월 상장한 이후 자금력을 바탕으로 한 항공권 확보와 마케팅 능력 강화를 바탕으로 시장대비 높은 프리미엄 적용 받았던 점을 감안하면, 상장효과가 나타나며 시장 입지의 확대가 나타나고 있는 모두투어에 있어서 충분히 합리화 가능한 Valuation 이라고 판단된다.

〈표 1〉 Valuation

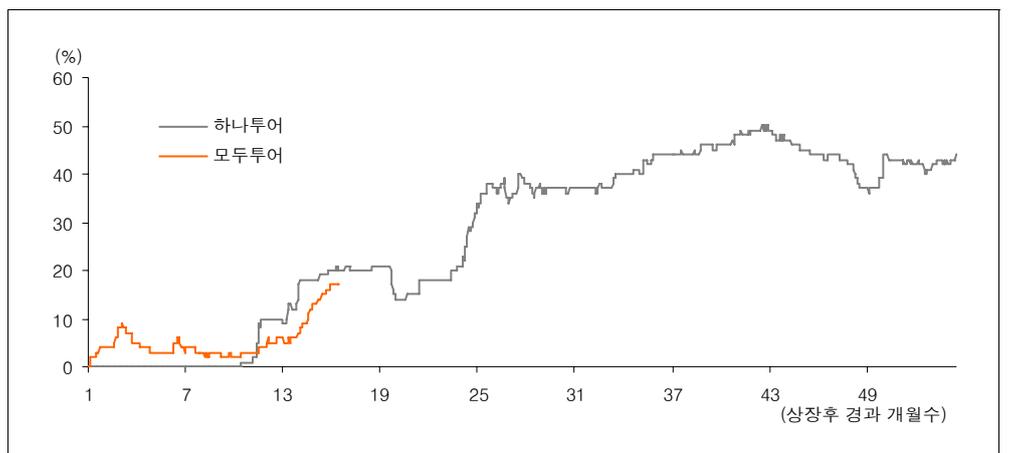
	수치	비고
Target PER	22.8	적정 PER(ROE=31.0%, g=8.0%)
하나투어 2001~2003년 곁점 PER	20.0	
EPS (원, 12개월 Fwd.)	2,091	
목표주가 (원)	47,598	
ROE(%)	31.0	
g(%)	8.0	중국 업체 평균 내재 성장률 10.5% 대비 낮은 수준
r(%)	11.3	
FF	5.6	
G	2.5	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

상장이후 외국인 지분율  
지속 상승 기대

양사의 외국인 지분율의 양상을 보면, 모두투어의 지분율이 지속적으로 상승하고 있다. 하지만, 아직까지 하나투어의 지분율 44.0% 대비 현저히 낮은 수준으로 최근 모두투어의 실적 개선 및 시장에서의 입지 확대를 감안하면 추가적인 지분율 상승이 예상, 수급상으로도 긍정적인 견조한 주가가 예견되고 있다.

〈그림 1〉 하나투어 vs. 모두투어 외국인 지분율



자료: Mputat, 미래에셋증권 리서치센터

### 영업전망: 수확의 계절이 다가온다

#### 2007년 매출액 및 영업이익의 각각 39.4%, 82.0% 증가 전망

매출액 및 영업이익의  
각각 39.4%, 82.0% 증가 전망

2007년 모두투어는 40.2%의 송객수 성장과 함께 전년대비 39.4% 증가 925억원의 매출액을 달성하고 영업이익은 전년대비 82.0% 증가한 178억원이 될 것으로 전망된다. 최근 KATA기준 송객수는 내수부진에도 불구하고, 전반적인 낮은 항공요금에 따른 수요 증가 효과와 구조적 여행객 수 증가 추세와 함께 견조한 상승세를 지속하고 있으며, 모두투어는 시장 점유율을 확대하며 평균 이상의 성장을 지속하고 있다.

2/4분기 송객수  
성장을 70% 상회할 것

단기적으로는 2/4분기 184억원의 매출액과 14억원의 영업이익을 달성하며, 전년대비 각각 49.3%, 54.8% 성장할 것으로 예상된다. 이는 내수경기의 회복 부진에도 불구하고 시장 점유율을 확대하며, 전년대비 71.3% 증가할 것으로 전망되는 송객인원 증가에 기인한 것이다. 최근 항공사의 하드블록 폐지에 따라 대형 여행사의 이익률 악화가 예상되고 있지만, 본격적인 하드블록폐지의 영향이 나타날 2/4분기 영업이익률도 7.3%로 비수기임을 감안하면 견조한 실적을 달성할 수 있을 것으로 보인다.

〈표 2〉 07~08년 연간 실적 전망 수정

(단위:십억원,%)	수정전		수정후		차이(% ,%p)	
	2007E	2008E	2007E	2008E	2007E	2008E
매출액	90.3	105.4	92.5	124.2	2.5	17.9
영업이익	16.8	20.0	17.8	25.9	5.6	29.6
경상이익	20.3	24.0	20.6	29.6	1.8	23.6
순이익	14.6	17.3	14.8	21.5	0.8	23.9
EPS	1,743	2,065	1,757	2,558	0.8	23.9
영업이익률	18.6	18.9	19.2	20.8	0.6	1.9
경상이익률	22.4	22.8	22.3	23.9	(0.2)	1.1
순이익률	16.2	16.5	16.0	17.3	(0.3)	0.8
송객수 성장률	38.3	26.4	40.2	39.3	2.0	13.0

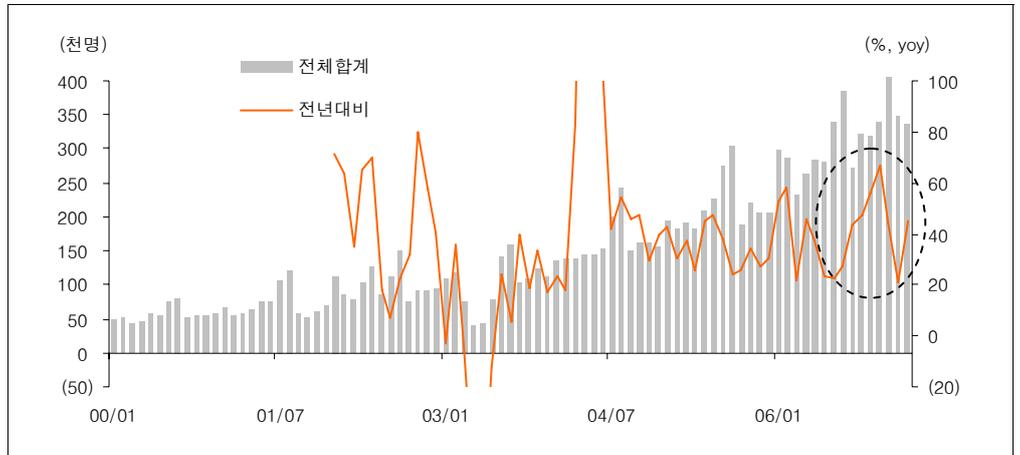
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

〈표 3〉 실적 전망

	3Q 06	4Q 06	1Q 07	2Q 07E	3Q 07E	4Q 07E	2006	2007E	2008E
영업수익	20.0	19.4	22.7	18.4	26.6	24.8	66.3	90.3	105.4
항공권판매	6.6	6.4	7.3	2.7	2.4	3.7	24.5	30.6	28.1
패키지	12.8	12.4	14.8	15.3	23.4	20.4	39.9	57.1	74.2
기타	0.5	0.6	0.7	0.5	0.8	0.7	1.8	2.6	3.1
영업비용	15.5	16.9	17.7	17.1	19.8	20.2	55.9	73.4	85.4
인건비	4.1	4.5	4.9	4.6	5.1	5.2	15.1	20.4	23.6
수수료	8.6	8.3	9.2	8.1	11.3	10.6	28.4	37.2	43.7
광고비	1.0	2.0	1.6	1.3	1.3	2.0	4.6	5.6	6.3
기타	1.9	2.1	2.0	3.0	2.1	2.5	7.9	10.3	11.8
영업이익	4.4	2.6	5.0	1.4	6.8	4.6	11.8	16.8	20.0
영업이익률(%)	22.0	13.6	22.0	7.3	25.6	18.4	17.9	18.6	18.9
순이익	4.9	2.9	5.6	1.9	7.6	5.3	10.3	14.6	17.3
순이익률(%)	24.5	14.8	24.8	10.4	28.6	21.4	15.5	16.2	16.5

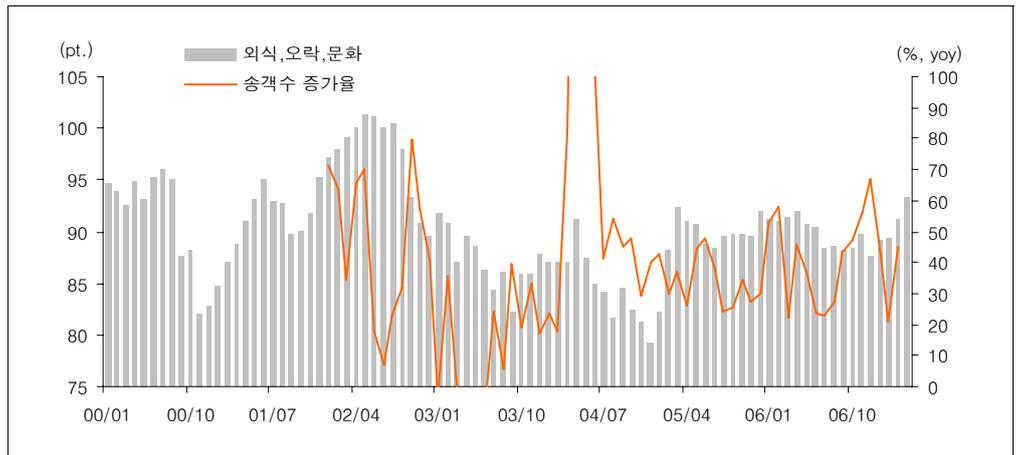
자료: 미래에셋증권 리서치센터

〈그림 2〉 KATA 기준 송객수 추이



자료: KATA, 미래에셋증권 리서치센터

〈그림 3〉 소비자 기대지수



자료: KATA, KOSIS, 미래에셋증권 리서치센터

브랜드 강화와 판매채널 확대 전략 효과 가시화

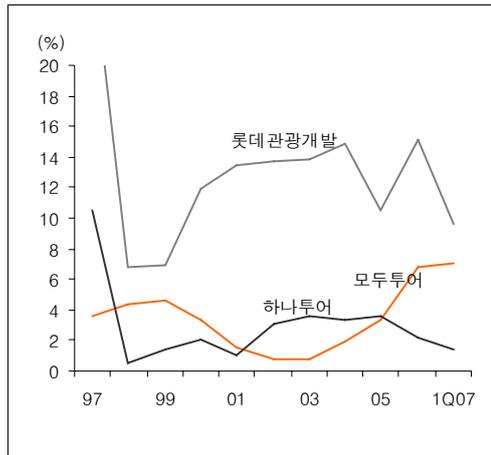
공격적인 마케팅 활동에 못미쳤던  
시장 점유율, 본격 상승 국면 돌입

2005년 2월, 16년간 유지해온 사명을 모두투어 네트워크로 변경한 결정을 내린 것은, 기존 브랜드인 모두투어와의 혼동을 막고 모두투어의 브랜드 명을 강화하려는 의도에 있었다. 하지만, 공격적인 마케팅은 2005년 60억원, 2006년 270억원의 증자로 인한 자금력 확충 기반으로 한 마케팅 비용 집행은 매출액 대비 광고비 비중이 2004년 1.9%에서 2005년과 2006년에는 3.4%, 6.8%로 크게 증가하는 원인이 되면서 수익성에 악영향을 미치기도 했다. 반면, 시장 점유율은 곧바로 확대되지 못했는데, 출국자 수 기준 송객수 점유율은 2005년과 2006년에 2~3%대에서 횡보하며, 2006년 하반기까지 4%를 넘어서지 못했다. 하지만, 최근 들어 보이는 시장 점유율 상승은 그 동안의 투자가 과실을 맺고 있는 것으로 풀이된다.

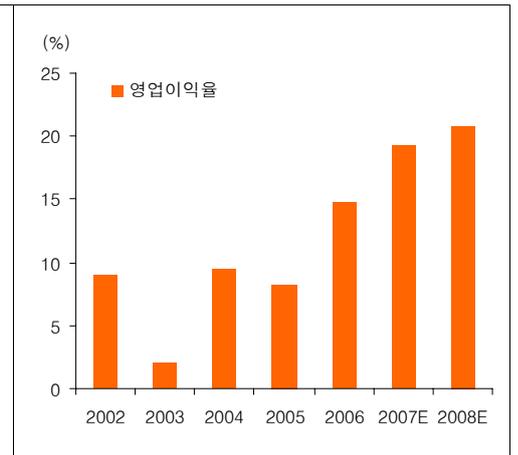
사이트 순방문자 수도 2위를  
수성하는 모습

최근 모두투어의 페이지 뷰에서도 브랜드 인지도 상승 효과가 나타나고 있는 것으로 보이는데 코리안 클릭에 따르면 2007년 들어 순 방문자 수가 넥스투어를 앞지르기 시작했다. 2위 여행사임에도 넥스투어에 못미쳤던 순방문자 수가 역전된 것은 의미있는 현상이라고 판단된다.

<그림 4> 매출액 대비 광고비율

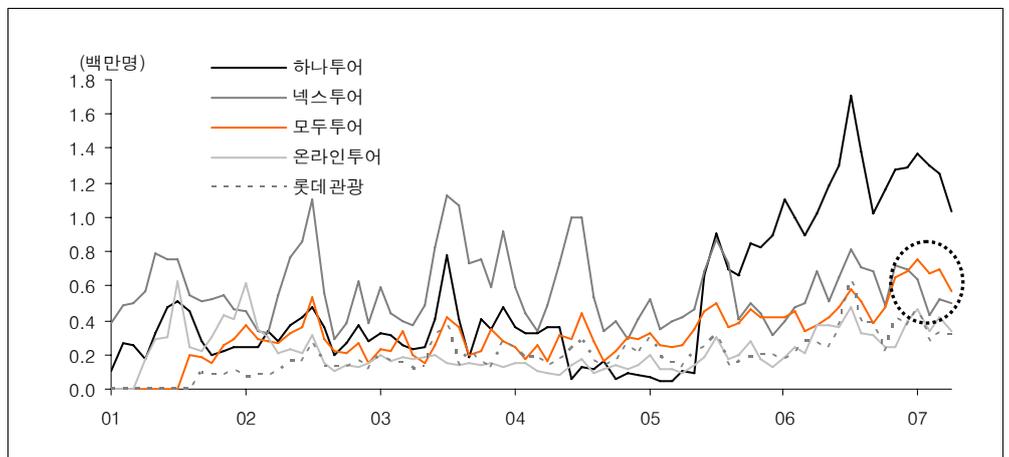


<그림 5> 영업마진 추이



자료: Mpostat, 미래에셋증권 리서치센터

<그림 6> 사이트 순방문자 추이



자료: Korean Click

**시장 입지 확대에 기여한  
제휴의 힘**

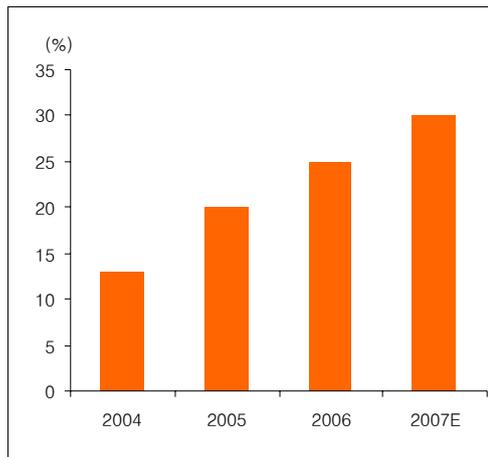
2006년 하반기 이후 점차 브랜드 인지도가 살아나면서 모두투어의 시장점유율은 급격히 회복되기 시작했다. 여기에는 모두투어가 시행한 다양한 전략적 제휴와 판매채널 다양화 시도가 성공한 것에도 연유한다고 할 수 있다. 2004년 13%에 불과했던 제휴 판매 비중은 2006년 25%까지 상승했으며, 회사측에서는 2010년까지 30%까지 점진적인 상승을 목표로 하고 있다. 온라인 판매 비중도 꾸준히 증가할 것으로 보이는데, 2006년 10%에 그쳤던 온라인 판매 비중을 2010년까지 30%로 증가시킬 계획이다.

**〈표 4〉 제휴현황**

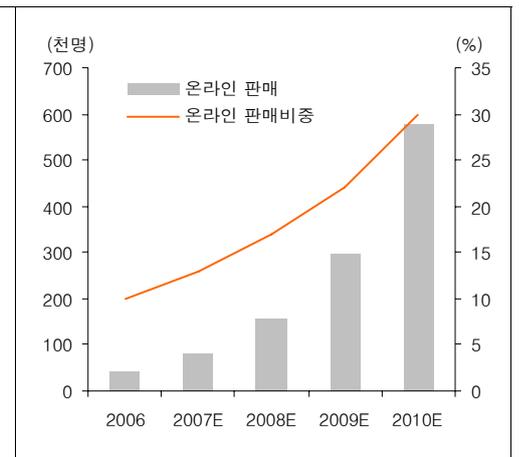
분류	제휴 기관
금융권	삼성카드, 신한카드(배타적), LG카드, 현대카드, 메트라이프, 신한은행, 외환은행, 우체국
온라인 쇼핑몰	CJ Mall, GS eshop, Lotte iMall, Singsegae Mall, Auction, GMarket, InterPark
할인점	Home Plus, HomeEver
포털사이트	Daum, Naver, SBS Golf
기타	Hanwha, AVIS

자료: 미래에셋증권 리서치센터

**〈그림 7〉 제휴 매출 비중**



**〈그림 8〉 온라인 판매비중**



자료: 모두투어, 미래에셋증권 리서치센터

**〈표 5〉 지분투자현황**

회사	지분율	일시	비고
(주)블루항공	33.33%	2006년 7월	(유럽 위주의)배낭여행
(주)투어테인먼트	36.07%	2006년 11월	MBC, 올리브나인과 합작
(주)프리모두	100%	2007년 1월	F.I.T
(주)인터파크투어	20%	2007년 3월	온라인여행

자료: 미래에셋증권 리서치센터

시장 입지 강화가 나타나는 시그널

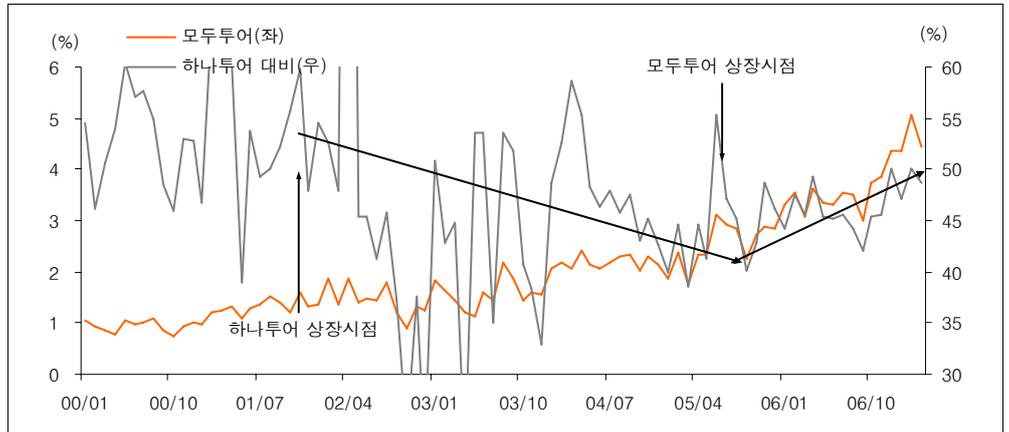
**상장효과: 시장 점유율 상승으로 나타나는 시장입지 확대**

모두투어의 시장입지 강화가 나타나는 시그널은 시장 점유율의 상승에서 극적으로 나타난다. 2005년 중반까지 완만하게 상승하던 시장점유율은 2005년 하반기부터 점차 상승속도가 빨라졌으며, 2006년 하반기부터는 급격한 시장 점유율확대 현상이 나타나고 있다. 하나투어 대비 송객비중도 이와 비슷한 시기에 나타나는데, 이는 모두투어의 상장 효과가 본격화 되고 있음을 의미한다.

**하나투어 대비 위상 급속히 강화**

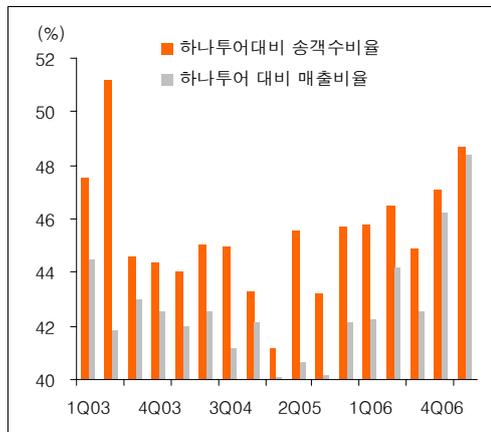
송객수 점유율이 하나투어를 쫓아가기 시작하면서 하나투어 대비 매출 비율도 지속적인 상승세를 나타내고 있다. 2007년 1/4분기에는 하나투어 대비 매출 비율이 45.6%까지 회복되었으며, 이는 근래 들어 최고치라고 할 수 있다. 하나투어 대비 영업이익 비율도 2005년 18.0%로 악화된 이후 2006년에는 32.3%로 회복된 데 이어 2007년에는 39.3%까지 확대될 전망이다.

〈그림 9〉 모두투어 송객 점유율 추이

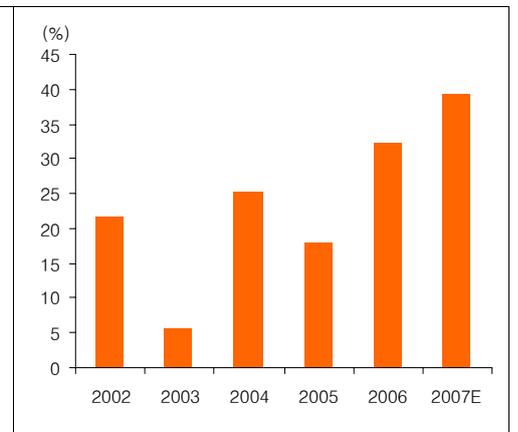


자료: KATA, 하나투어, 미래에셋증권 리서치센터  
 주: 송객 점유율은 전체 출국자수 대비 송객수 비율

〈그림 10〉 하나투어 대비 송객수 및 매출 비



〈그림 11〉 하나투어대비 영업이익의 비율



자료: KATA

시장 입지 강화는 마진 개선의 드라이버로

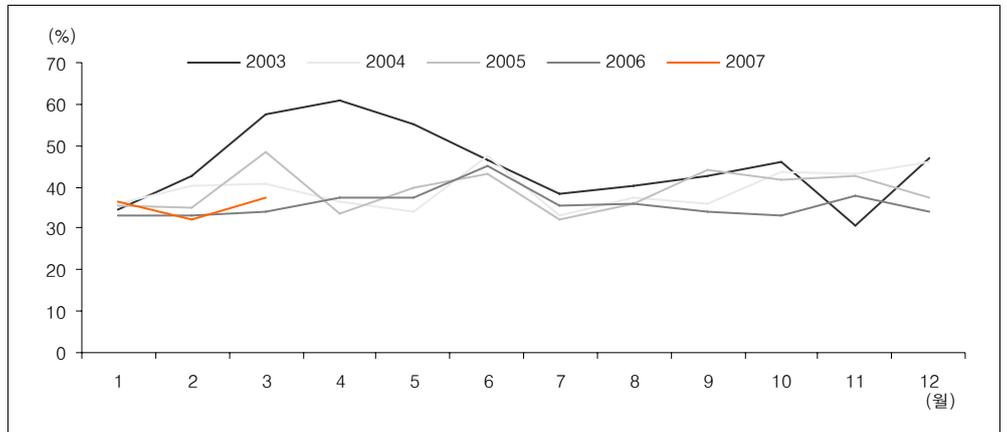
시장입지 강화는  
마진의 개선에도 일조

시장 입지가 강화되는 것은 단지 송객수 증가에 따른 매출 증가 뿐 아니라 마진 개선에도 기여한다. 모객능력 확대는 곧 판매 대행사(Sales Agent)에 대한 협상력 증대를 의미하며, 과거와는 달리 대행사 이외의 채널로 채널 다양화를 이루어 내고 있으며, 이는 수수료 비율이 감소하고 있는 계기가 되고 있다.

수수료 비중 감소는  
마진 개선의 주 요인

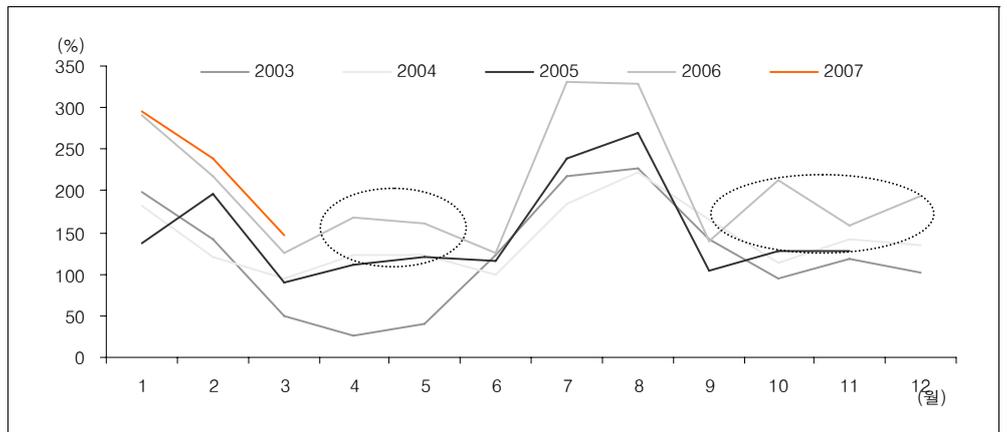
실제로 판매 지급 수수료 비중은 2003년 8.5%를 기록한 이후 2006년 6.5%로 감소했다. 이에 따라 매출대비 여행 지급 수수료 비율은 2003년 이후 급속히 감소, 최근에는 30%대로 하락한 수준을 유지하고 있다. 수수료는 순 매출(영업수익)이 아닌 수탁 매출액을 바탕으로 계산되기 때문에 1%p 하락할 때 마다 7.8%p의 마진 개선 효과(순매출액/수탁매출액=12.8% 기준)가 나타나는 것으로 추정된다.

<그림 12> 영업수익 대비 여행 지급 수수료 비율 추이



자료: 모두투어

<그림 13> 1인당 수익성 개선 지속



자료: 모두투어

카드 지급 수수료, 위기이자 기회

카드결제 비율 증가는  
마진개선에 부담되나 평균  
수수료율은 소폭 낮아지는 추세

최근 여행시장에서 나타나고 있는 이슈는 카드 수수료율이다. 여행사 순매출 기준이 아닌 여행 상품 가격을 바탕으로 한 판매 수탁금 기준으로 수수료를 지불하게 되기 때문에 매출액 대비 카드수수료율은 매우 높은 편이며, 결제 비율도 지속 상승하며 동사의 마진 개선에 부담이 되고 있다. 다만, 최근 카드사와의 제휴 등의 효과로 수수료율이 소폭 낮아지고 있는 점은 긍정적이다

향후 추가 하락여부는  
마진 개선에 중요한 변수

최근 중소기업 및 자영업자를 중심으로 카드 수수료율을 낮추기 위한 움직임이 귀추가 주목되고 있다. 아직까지 여행사에 대한 카드 수수료 인하 움직임은 구체화되고 있고 있지 않다. 하지만, 여행 지급수수료와 마찬가지로 카드 수수료율도 1%p 낮아질 때마다 영업마진은 7.8%p 개선되기 때문에 수수료율 인하 여부는 향후 영업마진 개선 여부에 중요한 변수로 작용할 것으로 보인다.

〈표 6〉 카드 판매 수수료 추이

(단위: 십억원, 명)	2003년	2004년	2005년	2006년	2006년 1~3월	2007년 1~3월
수탁매출액	100.2	152.4	209.9	351.9	73.0	111.1
매출액	22.6	31.6	38.9	66.4	14.7	22.7
카드결제금액	16.2	32.4	56.7	118.8	21.4	40.9
비율(%)	16.2	21.2	27.0	33.8	29.4	36.8
카드수수료 금액	0.6	1.0	1.9	3.8	0.7	1.2
매출액 대비(%)	71.7	102.3	145.8	179.0	146.0	180.1
전체송객인원	111,350	179,105	252,214	412,009	91,682	146,701
카드결제인원	42,869	81,537	153,827	327,300	64,595	122,742
비율(%)	38.5	45.5	61.0	79.4	70.5	83.7
평균수수료율(%)	4.0	3.2	3.4	3.2	3.4	3.0

## Appendix

## Valuation 비교

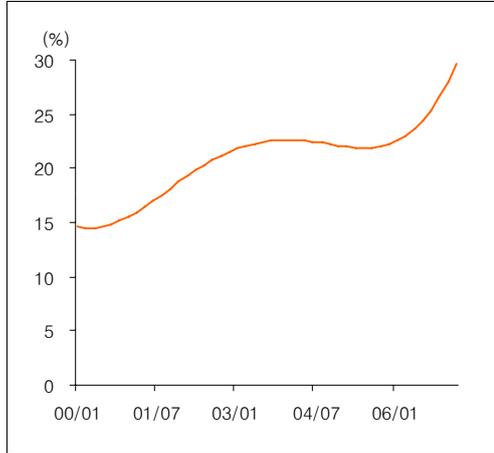
〈표 7〉 Peer Group Valuation Analysis

(단위: 배, 원, %)	연도	하나투어	모두투어	롯데관광	China Travel	Ctrip	Sabre Holdings	ELONG INC (ADR)	H.I.S
Last Price(자국통화)		72,200	40,850	21,700	3.8	75.9	32	9.9	3370.0
회계연도(FY1)		12/2007	12/2007	12/2007	12/2007	12/2007	12/2007	12/2007	10/2007
시가총액 (십억달러)		0.9	0.4	0.2	2.8	2.5	4.3	0.2	0.9
영업이익률	FY0	18.3	14.7	6.5	4.6	32.7	10.1	(22.5)	2.2
	FY1	20.0	19.2	12.8	8.2	31.5	14.5	2.0	2.4
	FY2	24.9	20.8	10.4	13.2	31.5	15.3	8.6	2.6
	FY3	22.8	22.6	10.7	N/A	28.2	16.5	N/A	2.7
ROE	FY0	29.1	26.1	7.5	3.7	26.7	8.7	(7.0)	11.5
	FY1	27.8	27.0	10.1	5.4	28.7	11.0	3.1	12.1
	FY2	35.1	30.1	10.7	9.1	31.3	12.9	5.9	12.8
	FY3	31.6	33.0	14.5	10.8	31.8	13.8	16.6	13.2
PER	FY0	30.0	26.1	45.3	37.0	66.7	27.0	(33.1)	19.2
	FY1	20.4	22.9	31.6	36.0	61.5	16.4	76.7	20.6
	FY2	12.5	15.7	27.1	24.2	44.1	14.8	34.7	17.6
	FY3	10.6	10.6	17.5	20.7	34.5	13.7	N/A	15.2
PBR	FY0	6.4	4.6	2.3	2.0	18.8	2.2	1.9	2.6
	FY1	5.6	5.5	3.1	1.9	14.8	2.7	1.7	2.3
	FY2	4.2	4.1	2.8	1.8	11.5	2.7	1.6	2.0
	FY3	3.3	3.0	2.4	1.7	9.1	2.5	1.4	1.8
EPS Growth	FY0	39.5	150.7	N/A	(45.5)	8.3	(10.6)	24.0	(22.8)
	FY1	58.6	73.4	117.0	53.8	32.0	68.2	(142.4)	12.2
	FY2	62.7	45.6	16.6	48.8	39.5	10.9	120.8	17.0
	FY3	17.9	47.9	54.4	16.9	28.0	7.7	N/A	15.9

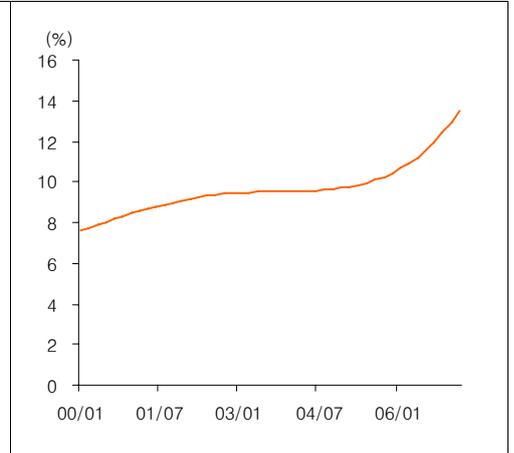
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터 추정

Market Share Trend

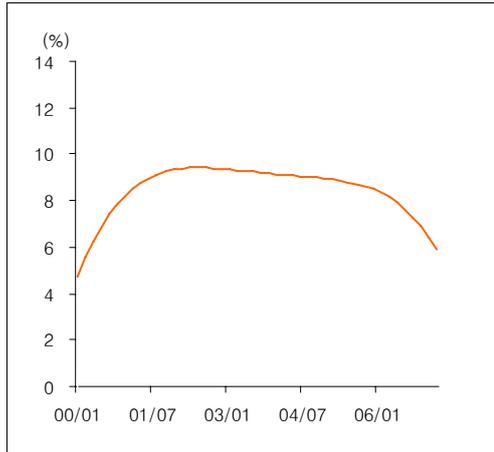
〈그림 14〉 하나투어 M/S 추세선



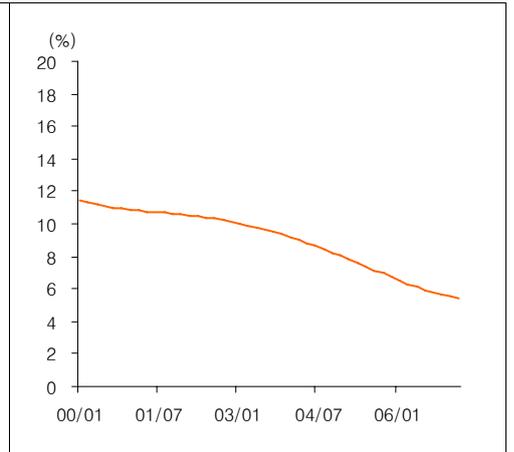
〈그림 15〉 모두투어 M/S 추세선



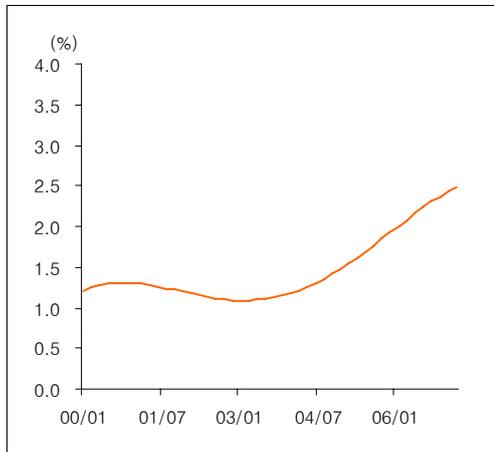
〈그림 16〉 롯데관광개발 M/S 추세선



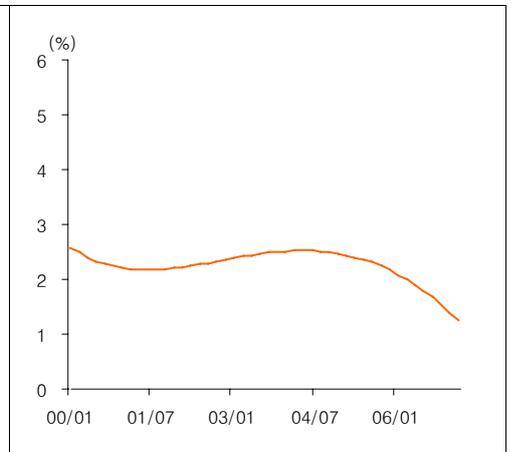
〈그림 17〉 자유투어 M/S 추세선



〈그림 18〉 세종나모여행 M/S 추세선



〈그림 19〉 레드캡투어 M/S 추세선



자료: KATA, 미래에셋증권 리서치센터

추정재무제표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
유동자산	16.6	50.5	61.8	81.2	110.1
현금 및 단기금융상품	13.6	34.2	17.8	16.4	34.8
매출채권	2.3	5.3	4.4	7.5	8.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	9.9	20.3	23.4	33.6	40.0
투자자산	9.4	19.5	22.3	32.1	38.1
유형자산	0.5	0.8	1.1	1.4	1.9
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	26.5	70.8	85.2	114.7	150.1
유동부채	10.5	20.5	21.1	30.5	35.8
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
고정부채	1.5	2.3	2.7	3.1	3.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	11.9	22.8	23.9	33.6	39.2
자본금	2.1	4.2	4.2	4.2	4.2
자본잉여금	5.3	29.9	29.9	29.9	29.9
이익잉여금	7.2	15.0	28.2	48.1	77.7
자본조정	0.0	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
자본총계	14.6	48.0	61.4	81.2	110.9
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(13.6)	(34.2)	(39.9)	(48.4)	(72.3)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
영업활동 현금흐름	7.8	10.6	7.5	11.8	28.4
당기순이익	2.9	8.2	14.8	21.5	31.8
감가상각비	0.3	0.4	0.6	0.9	1.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 감소(증가)	(1.1)	(3.0)	0.9	(3.1)	(0.6)
매출채권의 감소(증가)	(1.1)	(3.0)	0.9	(3.1)	(0.6)
재고자산의 감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	5.7	5.0	(8.8)	(7.5)	(4.1)
투자활동 현금흐름	(7.0)	(30.5)	(11.2)	(14.8)	(9.8)
단기금융상품의 처분(취득)	(0.2)	(15.5)	(7.4)	(3.3)	(1.9)
유가증권 처분(취득)	0.0	0.0	(1.9)	(9.8)	(5.6)
유형자산의 취득	(0.3)	(0.7)	(0.9)	(1.3)	(1.7)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	(0.2)	(0.7)	(0.4)	(0.4)	(0.6)
기타	(6.3)	(13.6)	(0.6)	(0.0)	0.0
재무활동 현금흐름	5.7	25.0	(1.5)	(1.7)	(2.1)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	5.7	25.5	1.5	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	(0.4)	(1.5)	(1.7)	(2.1)
기타	0.0	0.0	(1.5)	0.0	0.0
순현금흐름	6.5	5.2	(3.7)	(4.6)	16.5
기초현금	2.3	8.8	14.0	10.3	5.7
기말현금	8.8	14.0	10.3	5.7	22.1
잉여 현금흐름	0.8	(19.9)	(3.7)	(3.0)	18.6

자료: 모두투어, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원.%)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
매출액	38.9	66.4	92.5	124.2	171.0
증가율	22.9	70.8	39.4	34.3	37.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	38.9	66.4	92.5	124.2	171.0
증가율	22.9	70.8	39.4	34.3	37.7
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비및일반관리비	35.7	56.6	73.3	98.3	132.4
영업이익	3.2	9.8	17.8	25.9	38.6
증가율	6.9	204.9	82.0	45.7	49.4
영업외손익	0.9	1.7	2.9	3.8	5.2
순금융비용	(0.2)	(1.3)	(2.5)	(3.3)	(4.6)
외환관련손익	0.0	0.1	(0.0)	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.6	0.2	0.4	0.4	0.6
경상이익	4.1	11.4	20.6	29.6	43.8
증가율	0.9	182.1	80.4	43.7	47.9
특별손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전순이익	4.1	11.4	20.6	29.6	43.8
법인세비용	1.1	3.3	5.9	8.2	12.1
당기순이익	2.9	8.2	14.8	21.5	31.8
EPS	404	1,014	1,757	2,558	3,784
증가율		150.7	73.4	45.6	47.9
EBITDA	3.5	10.2	18.4	26.8	39.9
증가율	8.7	190.1	80.7	45.6	49.0

투자지표

(단위 : 원.%)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
주당 지표(원)					
EPS	404	1,014	1,757	2,558	3,784
BPS	2,016	5,713	7,305	9,664	13,199
주당 EBITDA	484	1,261	2,188	3,186	4,748
주당 현금배당금	100	180	200	250	300
PER	38.3	26.1	22.9	15.7	10.6
PBR	7.7	4.6	5.5	4.2	3.0
EV/EBITDA	28.1	18.5	16.2	10.8	6.7
배당수익률	0.4	0.7	0.5	0.6	0.7
수익성					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	8.2	14.7	19.2	20.8	22.6
EBITDA이익률	9.0	15.3	19.9	21.5	23.3
경상이익률	10.4	17.2	22.3	23.9	25.6
순이익률	7.5	12.3	16.0	17.3	18.6
ROE	28.5	26.1	27.0	30.2	33.1
ROIC	27.6	37.6	43.9	55.3	58.5
안정성					
부채비율	81.6	47.5	38.9	41.3	35.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	159.3	246.2	292.7	266.1	307.3
이자보상배율(배)	(13.6)	(7.4)	(7.1)	(7.7)	(8.4)
활동성 (회)					
총자산회전율	2.0	1.4	1.2	1.2	1.3
매출채권회전율	21.8	17.5	19.2	20.9	22.1
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순운전자본회전율	(7.2)	(11.4)	(54.1)	78.9	79.5

자료: 모두투어, 미래에셋증권 리서치센터 추정

● 투자의견 ●

종목별 투자의견 (6개월 기준)  
 BUY : 현주가 대비 목표주가 +20% 초과  
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10%이내  
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 -20%초과  
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

Attractive : 현 업종지수대비 +10% 초과  
 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내  
 Cautious : 현 업종지수 대비 -10%초과  
 ※ 업종별 투자의견의 용어를 재정리 함  
 Overweight → Attractive / Underweight → Cautious로 2005년 8월 3일부터 변경함

● Compliance Notice ●

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다.  
 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작 성 자 : 류제현, 유재희

종목	담당자	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	자사주 취득부
		종류	수량	취득가				
해당사항없음								

