

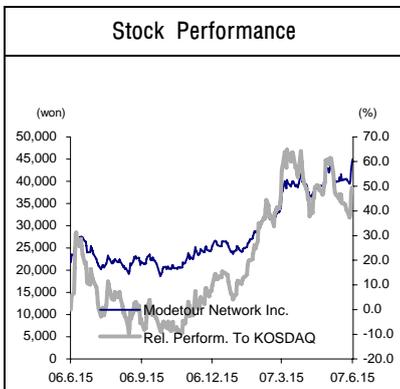
김성훈 (02)368-9525
 shkjin@bookook.co.kr

모두투어 (080160)

Buy (유지)

목표주가: 55,000원

현재가(06/15)	45,000
액면가(원)	500
자본금(억원)	42
시가총액(억원)	3,780
상장주식수(만주)	840
외국인지분율(%)	16.7
60일 평균거래량(만주)	5
52주 최고/최저(원)	45,000 / 18,650
주요주주	우종웅 (10.9)



본격적인 성장

- 2분기 패키지 여행객수 전년대비 72% 증가 예상
- 올해 영업이익률 전년대비 3.9%p 증가 예상
- 향후 3년간 EPS 성장률 42%, 2008년 ROE 30% 예상

멈추지 않고 성장하는 여행 수요

모두투어의 패키지 여행객수가 매우 빠르게 증가하고 있어 주목됨. 여행객수 증가율은 1분기의 67%에 이어 2분기에는 72%가 예상됨. 이는 외형 증가뿐만 아니라 매출의 질 개선에도 영향을 미쳐 긍정적인 시각이 가능해 보임. 또 오픈스카이 등 구조적인 영향으로 여행산업의 장기 성장 전망이 밝다는 점도 염두에 두어야 할 전망이다.

이익률 개선에는 끝이 없다

모두투어의 영업이익률은 2005년을 저점으로 꾸준히 개선되고 있는 모습임. 또 이는 규모의 경제, 매출 구조 개선, 생산성 향상, 제휴비즈니스 확대 등에 따른 것이기 때문에 향후에도 꾸준히 이어질 전망이다. 한편, 최근 국적사를 중심으로 하드블록이 폐지되고 있으나 초기 우려와는 달리 대형 여행사에 유리한 구조로 변해갈 전망이다.

목표주가 55,000원, 투자의견 Buy 유지

고객수가 지속적으로 증가하면서 1인당 매출액도 증가하는 전형적인 성장 초기 모습이 나타나고 있고 매 분기 예상을 상회하는 실적을 발표하고 있어 투자심리 개선에도 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 비수기임에도 큰 폭의 실적 개선이 기대되고 여행 성수기를 앞두고 있는 등 당분간 동사에 부정적인 요인을 찾기는 쉽지 않을 것으로 판단됨.

결산월 (12월)	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	경상이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증가율 (%)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2004	316	30	40	29	487	189.7	0.0	-0.8	0.0	62.7
2005	389	32	41	29	451	-7.4	34.3	28.1	7.7	28.4
2006	664	98	114	82	1,028	128.1	25.8	18.5	4.6	26.1
2007	976	182	216	156	1,859	80.8	24.2	18.4	6.1	28.3
2008	1,369	260	311	224	2,670	43.6	16.9	12.4	4.5	30.5

멈추지 않고 성장하는 여행 수요

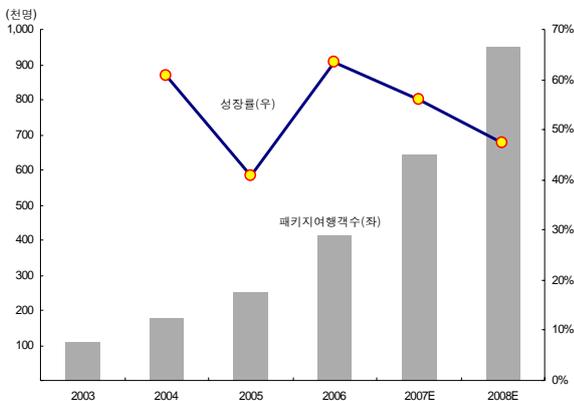
패키지 여행객수 빠르게 증가 모두투어의 패키지 여행객수가 매우 빠르게 증가하고 있어 주목된다. 여행객수 증가율은 1분기의 67%에 이어 2분기에는 72%가 예상되는데, 이는 외형 증가뿐만 아니라 매출의 질 개선에도 영향을 미쳐 긍정적인 시각이 가능해 보인다. 또 구조적인 영향으로 여행산업의 장기 성장 전망이 밝다는 점도 염두에 두어야 할 전망이다.

2분기 여행객수 72% 증가 예상 1분기 패키지 여행객수는 전년대비 67% 증가하며 매출액을 전년대비 55% 늘려놓았다. 2분기의 경우 이미 집계된 4월과 5월의 증가율 63%, 89%와 6월의 예약지수 예상 증가율 65%를 감안하여 전년대비 72%의 증가가 전망된다. 이에 따라 2분기 매출액은 비수기임에도 불구하고 전년대비 52% 증가할 것으로 추정된다.

여행객수 급증 이유 모두투어의 여행객수가 이처럼 빠르게 급증한 이유는 1)소비자들의 선호도가 가격 중심에서 서비스 중심으로 변하고 있고 2)브랜드 가치 향상으로 경쟁사들의 고객까지도 흡수하고 있으며 3)오픈스카이(항공자유화)로 항공요금이 저렴해지고 있기 때문이다.

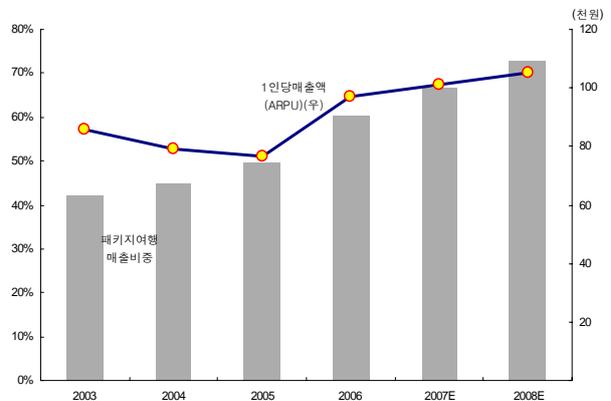
장기성장성 매우 밝은 상황 특히 오픈스카이는 항공 요금을 낮추고 있어 여행 수요 창출에 긍정적인 영향을 미치고 있다. 이와더불어 향후 오픈스카이 적용 지역 확대와 미국과의 무비자 가능성 등은 장기 성장성을 매우 밝게 해주고 있다. 또 해외 여행을 처음 경험하는 연령층이 과거에 비해 낮아지고 있는데, 해외 여행이 재구매율이 높은 상품임을 감안하면 이 역시 여행 시장에 우호적으로 다가올 전망이다. 한편, 최근의 실적 개선은 단순히 외형 증가에만 그치지 않고 수익성 높은 패키지여행 매출 비중의 증가와 양호한 1인당 매출액의 증가 등으로 나타나고 있어 이익률 개선에도 영향을 미치고 있다.

[그림1] 패키지 여행객수 추이



자료 : 모두투어, 부국증권 추정

[그림2] 양호한 질적 관련 지표



자료 : 모두투어, 부국증권 추정

이익을 개선에는 끝이 없다

영업이익률 개선 중

모두투어의 영업이익률은 2005년을 저점으로 꾸준히 개선되고 있는 모습이다. 또 이는 규모의 경제, 매출 구조 개선, 생산성 향상, 제휴비즈니스 확대 등에 따른 것이기 때문에 향후에도 꾸준히 이어질 전망이다.

올해 영업이익률 전년대비 3.9%p 증가 예상

올해 영업이익률은 전년대비 3.9%p 증가한 18.6%가 예상된다. 레버리지 효과에 따라 주요 비용 중 광고선전비를 제외하고 크게 증가할 요인이 없기 때문이다. 다만 올해 광고선전비는 전년대비 48% 증가, 매출액 대비로는 7%인 68억원이 예상된다. 2006년부터 본격적으로 시작된 광고마케팅이 모객 확대로 이어지는 등 광고 효과가 나타나고 있는 터라 당분간 광고선전비의 감소는 기대하기 어려울 전망이다.

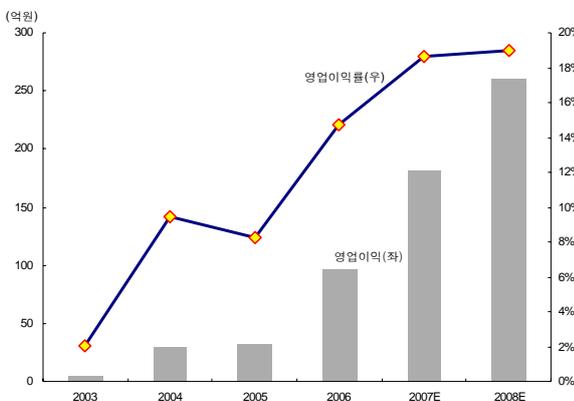
주요 비용의 비중 감소 예상

그러나 광고선전비를 제외한 주요 비용은 매출액 대비 비중이 점차 감소할 것으로 예상된다. 또 여행객의 가파른 증가로 1인당 인건비와 1인당 광고선전비는 더욱 빠르게 감소할 전망이다. 이와 더불어 수익성 높은 패키지여행 매출비중이 67%에 이를 것으로 예상되는 점도 이익률 개선에 긍정적인 영향을 미치는 부분이고, 베스트 파트너와의 제휴비즈니스 확대 역시 모객 능력 강화와 알선수수료 감소에 영향을 미치고 있다.

하드블록 폐지는 초기 우려와는 달리 대형여행사에 유리한 구조로 변해갈 전망

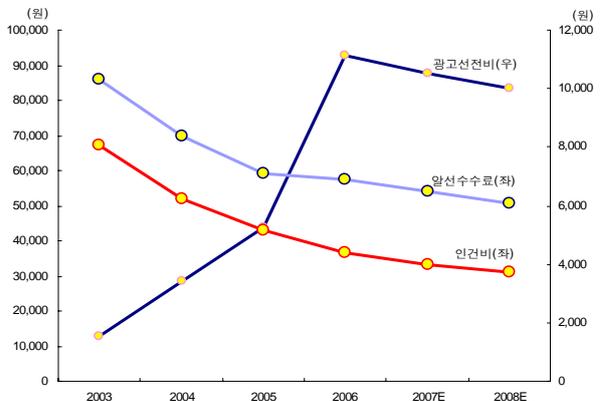
한편, 최근 국적사를 중심으로 하드블록이 폐지되고 있으나 이는 초기 우려와는 달리 대형 여행사에 유리한 구조로 변해갈 전망이다. 하드블록은 성수기 좌석 확보를 위해 비수기에 손실을 떠 앉는 구조였기 때문에 하드블록 폐지는 수익성 개선과 함께 성수기와 비수기의 실적 차이를 축소시킬 것으로 예상된다. 아울러 국적사와 외항사의 경쟁이 가속화되고 있어 여행사에는 긍정적인 영향이 기대된다.

[그림3] 영업이익과 영업이익률 추이



자료 : 모두투어, 부국증권 추정

[그림4] 여행객 당 투입자원 추이



자료 : 모두투어, 부국증권 추정

목표주가 55,000원, 투자의견 Buy

목표주가 55,000원
투자의견 Buy

모두투어의 목표주가를 55,000원으로 상향하고 투자의견은 Buy를 유지한다. 목표주가는 동사의 2007년과 2008년 평균 EPS에 25배의 PER를 적용한 수준이다. Target PER는 동사의 성장세가 과거 하나투어와 유사한 점을 감안하여 당시 하나투어가 적용받았던 밸류에이션을 부여한 것이다. 하나투어는 2004년부터 2006년까지 3년간 매출액과 순이익이 각각 연평균 42%, 49.1% 증가하며 평균 26배의 PER를 적용받았다. 모두투어 역시 향후 3년간 매출액 성장률이 37%에 이르고 순이익 역시 43% 성장할 것으로 예상되기 때문에 비교 가치가 있다고 판단된다.

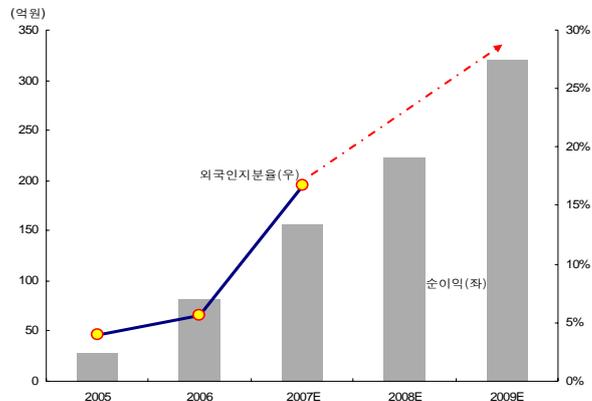
성장 초기 모습과 매 분기 예상
을 상회하는 실적 발표로 투자
심리 개선 기대

또 고객수가 지속적으로 증가하면서 1인당 매출액도 증가하는 전형적인 성장 초기 모습이 나타나고 있다는 점도 염두에 두어야 할 것으로 판단된다. 이와 더불어 매 분기 예상을 상회하는 실적을 발표하고 있어 투자심리 개선에도 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 이에 따라 외국인 지분율의 상승 가능성도 기대된다.

부정적인 요인 찾기 어려움

하나투어의 외국인 지분율은 44.7%인데 비해 동사의 경우 16.7%에 머물고 있다. 물론 연초(5.6%)와 비교하면 단기간에 빠르게 증가한 상황이나 수익성은 하나투어에 근접해 있고 성장성은 이미 하나투어를 넘어선 점을 고려하면 긍정적인 시각이 가능할 전망이다. 한편, 순이익률의 빠른 증가에 힘입어 2008년에는 30%를 넘어설 것으로 예상되는 ROE 수준도 눈여겨 봐야할 전망이다. 마지막으로 비수기임에도 큰 폭의 실적 개선이 기대되고 여행 성수기를 앞두고 있어 당분간 동사에 부정적인 요인을 찾기는 쉽지 않을 것으로 판단된다.

[그림5] 순이익과 외국인 지분율 추이



자료 : 모두투어, 부국증권 추정

Compliance Notice

투자 의견 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	산업분석
Overweight (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때	
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때	
Underweight (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때	

2년간 투자 의견 및 목표가격 변동 추이

일 자	투자 의견	목표가격
2006. 10. 12	Buy	28,000원
2006. 12. 07	Buy	31,000원
2007. 06. 15	Buy	55,000원



- ❖ 본 자료는 2007년 06월 15일 18시에 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료의 작성자 및 배우자는 작성일 현재 해당종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 해당사의 유가증권 발행에 지난 6개월간 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 김성훈
- ❖ 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 최종 결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

추정 재무제표

예상대차대조표

(단위: 억원)

	2005A	2006A	2007F	2008F
유동자산	166	505	599	821
현금/단기금융상품	136	342	150	304
시장성유가증권	0	0	202	202
매출채권	23	53	38	49
재고자산	0	0	0	0
고정자산	99	203	242	242
투자자산	94	195	237	237
유형자산	5	8	5	5
무형자산	0	0	0	0
자산총계	265	708	841	1,062
유동부채	105	205	193	193
매입채무	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0
유동성 장기부채	0	0	0	0
고정부채	15	23	26	23
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	119	228	219	216
자본금	21	42	42	42
자본잉여금	53	299	299	299
이익잉여금	72	150	291	515
자본총계	146	480	622	846

예상손익계산서

(단위: 억원)

	2005A	2006A	2007F	2008F
매출액	389	664	976	1,369
증가율(%)	22.9	70.8	47.0	40.3
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	389	664	976	1,369
판매비	357	566	794	1,109
영업이익	32	98	182	260
영업이익률 %	8.2	14.7	18.6	19.0
영업외수익	9	19	36	53
이자수익	2	13	28	40
지분법평가이익	0	0	0	0
외환관련이익	0	2	0	1
영업외비용	1	3	1	2
이자비용	0	0	0	0
지분법평가손실	0	0	0	0
외환관련손실	0	1	1	1
경상이익	41	114	216	311
특별손익	0	0	0	0
법인세차감전이익	41	114	216	311
법인세비용	11	33	60	86
당기순이익	29	82	156	224
EBIT	32	98	182	260
EBITDA	35	102	186	265

예상현금흐름표

(단위: 억원)

	2005A	2006A	2007F	2008F
영업활동 현금흐름	78	106	48	150
당기순이익	29	82	156	224
감가상각비	3	4	5	4
영업용자산활동변동	35	5	-111	-68
투자활동 현금흐름	-70	-305	-37	34
투자자산의 증가	-67	-298	-41	0
유형자산의 증가	-3	-7	-2	-4
무형자산의 증가	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	57	250	0	-31
장/단기차입금증가	0	0	0	0
자본 증가	57	267	0	0
배당금 지급	0	-4	0	-28
순현금흐름	65	52	11	154
기초현금	23	88	140	150
기말현금	88	140	150	304
Free Cash Flow	58	72	23	120

Valuation 관련지표

	2005A	2006A	2007F	2008F
EPS (원)	451	1,028	1,859	2,670
CFPS (원)	498	1,081	1,915	2,723
BPS (원)	2,013	5,713	7,407	10,077
PER (배)	34.3	25.8	24.2	16.9
PBR (배)	7.7	4.6	6.1	4.5
EV/EBITDA (배)	28.1	18.5	18.4	12.4
매출액증가율 (%)	22.9	70.8	47.0	40.3
영업이익증가율 (%)	6.9	204.9	86.2	43.3
순이익증가율 (%)	2.5	178.9	91.1	43.6
EPS증가율 (%)	-7.4	128.1	80.8	43.6
영업이익률 (%)	8.2	14.7	18.6	19.0
순이익률 (%)	7.5	12.3	16.0	16.4
EBITDA 마진 (%)	9.0	15.3	19.1	19.3
ROE (%)	28.4	26.1	28.3	30.5
부채비율 (%)	81.6	47.5	35.2	25.5
이자보상배율 (배)	0.0	0.0	0.0	0.0