

모두투어 (080160.KQ)

October 9, 2007

Company Update

Equity Research

BUY(유지)

TP (12M): 78,000원 (유지)

미디어광고/엔터테인먼트

Analyst 강태호

Tel: 02-3771-7528

E-mail: notmuch@hanadaetoo.com

Key Data

KOSDAQ 지수(pt)	816.47	
현재 주가(10.8, 원)	52,400	
52주최고/최저(원)	58,500/18,650	
시가총액(십억원)	440.2	
시가총액비중(%)	0.40	
발행주식수(천주)	8,400.0	
60일 평균거래량(천주)	39.4	
60일 평균거래대금(십억원)	2.1	
배당수익률(%)	0.7	
외국인 지분율(%)	21.58	
주가상승률	1M	6M
절대	(4.0)	32.5
상대	(9.3)	9.9
		12M
		105.3

Stock Price



3Q실적 Preview : 흔들림 없는 성장성

■ 높은 성장 지속, 영업이익은 비용배분 집중으로 기대치 하회

3분기 실적은 매출액 303억원(+51.4%,YoY), 영업이익 59억원(+35.8%), 세전이익 65억원(+31.9%)로 추정되어 전년동기 대비 높은 실적 증가세가 지속될 전망이다. 매출액은 해외여행 수요 확산에 따른 패키지 송객수(17.5만명,+60.0%) 증대로 당사의 예상치(318억)에 근접할 전망이다. 반면, 영업이익은 전년도에는 4분기에 과다 집행된 광고선전비가 올해는 3분기에 집중(06.3Q 10억, 07.3Q 예상 30억)된 것으로 파악되 당사의 예상치를 크게 하회할 전망이다. 하지만, 이는 분기별 비용배분 시기 변화에 따른 것으로 향후 영업이익의 증가세에 큰 영향을 주는 구조적인 요소는 아니다. 따라서, 이에 따른 연간 실적에 대한 영향력도 제한적일 것으로 판단된다.

■ 유통경쟁력 강화 및 규모의 경제효과로 실적 호조에 지속 전망

동사의 패키지 송객수는 최근 3년간 전년동기 대비뿐만 아니라 전분기 대비로도 높은 증가세가 이어지고 있다. 여행업이 휴가철과 관련 계절성이 높은 산업임을 감안하면 이러한 분기별 모객 능력 강화 추세는 매우 긍정적인 모습이다. 이는 유통경쟁력 강화에 따른 것으로 동사가 확보한 전문판매대리점은 06년 490개에서 올해에는 600개에 이를 전망이다. 이러한 구조적인 변화는 높아지는 시장점유율로 표출되고 있다(총송객수 기준 시장점유율 : 05년 4.6%, 06년 5.6%, 07년 상반기 6.9%). 이를 감안한 4분기 실적은 매출액 292억원(+51.2%,YoY), 영업이익 66억원(+219%), 경상이익 75억원(+190%)로 전망된다.

■ 목표주가 78,000원, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 기존 목표주가 78,000원과 투자의견 BUY를 유지한다. 이는 동사에 대한 실적추정치를 소폭 하향조정하지만 Valuation시 실적 베이스를(07년, 08년 평균 EPS -> 07년40%, 08년60% 가중치EPS) 변경하였기 때문이다 (Target PER은 기존의 32.0배를 그대로 적용).

Financial Data

결산월	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감율	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	BPS	Net DER
12월	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(원)	(%)
2005	38.9	3.2	4.1	2.9	780	2.5	34.2	7.7	28.1	28.4	3,480	(92.9)
2006	66.4	9.8	11.4	8.2	1,057	35.5	25.1	4.6	18.5	26.1	5,713	(71.3)
2007F	101.6	19.2	21.9	15.8	1,875	77.4	28.6	7.2	21.6	28.6	7,410	(39.1)
2008F	148.5	31.1	33.4	24.0	2,862	52.6	18.7	5.4	13.1	33.1	9,892	(41.9)
2009F	213.4	47.5	50.3	36.2	4,314	50.7	12.4	3.9	8.4	36.7	13,610	(41.7)

자료: 하나대투증권

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(강태호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2007년 10월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(강태호)는 2007년 10월 9일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

3Q 실적 Preview : 높은 성장 지속, 영업이익은 비용배분 집중으로 기대치 하회

모두투어의 3분기 실적은 매출액 303억원(+51.4%,YoY), 영업이익 59억원(+35.8%), 세전이익 65억원(+31.9%)로 추정되어 전년동기 대비 높은 실적 증가세가 지속될 전망이다.

매출액은 해외여행 수요 확산에 따른 패키지 송객수(17.5만명,+60.0%) 증대로 당사의 예상치(318억)에 근접하며 높은 성장세가 이어질 전망이다. 다만, 송객수 증가율보다 매출액 증가율이 다소 낮을 것으로 전망되는 이유는 최근 중국, 일본 등 단거리 여행 비중이 급속히 높아졌기 때문이다. 이로 인해 여행상품 판매에 따른 수탁금 증가가 다소 제한되며 매출액이 당사의 예상치를 소폭 하회할 것으로 전망된다.

영업이익 측면에서는 광고선전비가 전년도에는 4분기에 과다 집행된 것과 달리 올해는 3분기에 집중(06.3Q 10억, 07.3Q 예상 30억)된 것으로 파악되 당사의 예상치를 크게 하회할 전망이다. 이는 비용의 분기별 배분 시기 변화에 따른 것으로 향후 영업이익의 증가세에 큰 영향을 주는 구조적인 요소는 아니라고 판단된다. 따라서, 이에 따른 연간 실적에 대한 영향력도 제한적일 것으로 판단된다. 3분기 실적 전망으로 토대로 동사의 07년 매출액, 영업이익, 경상이익을 각각 -0.3%, -5.0%, -4.4%씩 하향 조정하고, 추세를 감안 08년 실적도 소폭 하향 조정한다.

<표 1> 수익 추정치 변경

(단위:십억원)

구분	변경전		변경후		차이(%)	
	07(F)	08(F)	07(F)	08(F)	07(F)	08(F)
매출액	101.9	148.8	101.6	148.5	(0.3)	(0.2)
영업비용	81.7	116.9	82.4	117.5	0.9	0.5
영업이익	20.2	31.9	19.2	31.0	(5.0)	(2.8)
세전이익	22.9	34.3	21.9	33.4	(4.4)	(2.6)
(영업이익률)	19.8%	21.4%	18.9%	20.9%	-0.9%p	-0.5%p
(세전이익률)	22.5%	23.1%	21.6%	22.5%	-0.9%p	-0.6%p

자료: 모두투어, 하나대투증권

<표 2> 연간 실적 전망

(단위:십억원,%)

구분	04		05		06		07F		08F		09F	
	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	
매출액	31.6	39.8	38.9	22.9	66.4	70.8	101.6	53.1	148.5	46.2	213.4	43.7
영업비용	28.6	29.2	35.7	24.6	56.6	58.7	82.5	45.6	117.5	42.5	165.9	41.2
영업이익	3.0	535.5	3.2	6.9	9.8	205.0	19.2	96.5	31.1	62.0	47.5	52.9
세전이익	4.0	280.7	4.1	0.9	11.4	182.1	21.9	91.4	33.4	52.6	50.3	50.7
(영업이익률)	9.5%		8.2%		14.7%		18.9%		20.9%		22.2%	
(세전이익률)	12.7%		10.4%		17.2%		21.5%		22.5%		23.6%	

자료: 모두투어, 하나대투증권

<표 3> 분기별 실적 전망

(단위:십억원)

구분	06				07F				08F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
매출액	14.7	12.4	20.0	19.4	22.7	19.3	30.3	29.3	33.2	29.4	47.4	38.5
영업비용	11.6	12.1	15.6	17.3	17.7	17.7	24.3	22.7	25.5	26.2	32.0	33.7
영업이익	3.1	0.2	4.4	2.1	5.0	1.6	6.0	6.6	7.7	3.2	15.4	4.8
세전이익	3.4	0.6	4.9	2.6	5.8	2.1	6.5	7.5	8.3	3.6	16.0	5.5
(영업이익률)	21.1%	1.7%	22.0%	10.6%	22.0%	8.4%	19.7%	22.5%	23.3%	10.9%	32.4%	12.3%
(세전이익률)	23.1%	4.5%	24.5%	13.4%	25.4%	11.1%	21.4%	25.6%	25.1%	12.2%	33.7%	14.3%

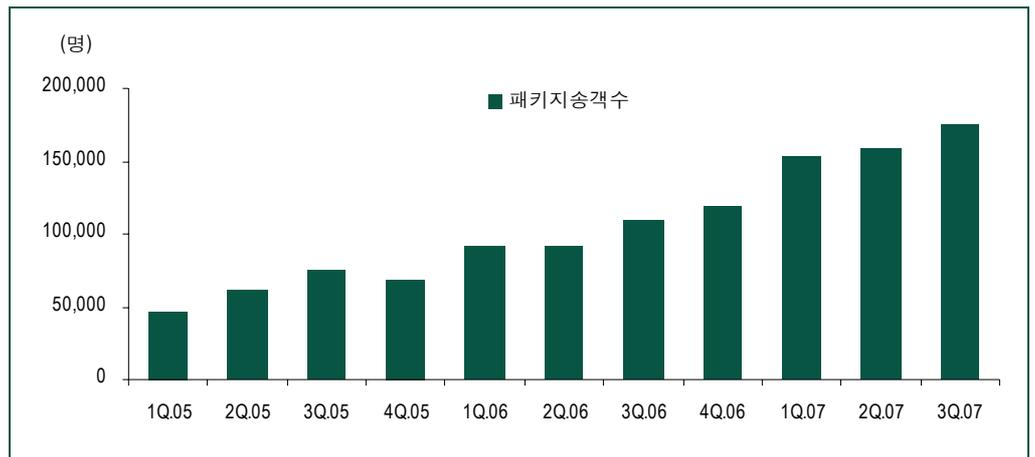
자료: 모두투어, 하나대투증권

유통경쟁력 강화 및 규모의 경제효과로 실적 호조세 지속 전망

여행사의 영업력과 펀디멘털을 결정짓는 가장 중요한 요소는 송객 실적이다. 이는 유통경쟁력, 브랜드 인지도, 상품경쟁력에 따른 영업지표의 결과물로서 향후 여행사의 성장세를 가늠할 수 있는 main factor이다. 이와 관련 동사의 송객 실적을 살펴보면, 동사의 패키지 송객수는 최근 3년간 전년동기 대비뿐만 아니라 전분기 대비로도 높은 증가세가 이어지고 있다(05년 1분기~07년 3분기). 여행업이 휴가철과 관련되어 계절성이 높은 산업임을 감안하면 이러한 매 분기별로 모객 능력이 강화되는 점은 매우 긍정적인 모습이다.

동사의 이러한 영업능력 향상은 유통경쟁력의 강화에 있다. 동사는 06년 490개에서 올해에는 600개에 가까운 전문판매 대리점수를 확보할 계획으로 하나투어의 670개(06년 6월말 기준)에 근접해 가고 있다. 이에 따라, 시장에서 급속히 확산되고 있는 해외여행 수요를 적절히 흡수해 가고 있고, 이는 시장점유율 증대로 표출되고 있다. 동사의 시장점유율(총송객수 기준)은 05년 4.6%, 06년 5.6%에 이어 금년 상반기까지 6.9%로 눈에 띄게 증대되고 있다. 이러한 대형화는 규모의 경제효과와 맞물려 높은 이익 증가율을 가능하게 하여 실적 호조세를 견인해 가고 있는 것으로 평가된다.

<그림 1> 분기별 패키지 송객 실적 추이



자료: 모두투어, 하나대투증권

4분기에는 연초부터 이어진 높은 성장성 지속과 더불어 영업이익 증가률도 보다 높아질 전망이다. 이는 연간 비용 계획상 3분기에 과다하게 집행되었던 광고선전비 등 간접비의 상대적인 절감효과가 나타날 것으로 예상되기 때문이다. 특히, 06년 4분기에 비용집중으로 영업이익률이 크게 악화되었던 점을 감안하면 전년동기 대비 높은 영업이익 증가세가 가능할 전망이다. 4분기 예상 실적은 매출액 292억원(+51.2%,YoY), 영업이익 66억원(+219%), 경상이익 75억원(+190%)로 전망되어 규모의 경제효과에 따른 이익모멘텀이 극대화될 전망이다.

동사에 대한 예상 실적을 소폭하향 조정하지만 목표주가 78,000원과 투자의견 BUY를 유지한다. 이는 Valuation시 실적 베이스를 “07년, 08년 평균 EPS”에서 “07년, 08년 가중치를 40%, 60%로 적용한 EPS(2,467원)”로 변경하여 이미 주가에 반영된 실적보다는 향후 개선되는 실적을 높은 비율로 반영하였기 때문이다. Target PER은 기존의 32.0배를 그대로 적용하였다.

우리나라 여행업의 성장성 지표는 주변 국가와 비교시 인구대비 출국자수 비중, GDP대비 여행비용 측면에서 여전히 낮은 수준에 머물러 있어 향후 성장 여력이 충분하다. 이는 높은 성장가시성으로 해석되기 때문에 여행업의 경우 단기적인 변수보다는 큰 그림으로 접근하는 것이 유효하다고 판단된다. 이러한 영업환경에서 시장점유율을 높이며 과점화를 이루고 있는 동사가 그 수혜의 중심에 있다고 판단된다.

특히, 다음과 같은 우호적인 영업환경은 동사의 향후 실적에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 이는 1) 08년 미국 비자면제 효과로 해외여행 수요의 확산 예상, 2) 다양한 국가와 항공자유화 협정 체결로 여행사의 가격 협상력 증대 가능성, 3) 대형화에 따른 규모의 경제효과로 이익모멘텀이 강하다는 점 등으로 요약될 수 있다.

추정 재무제표

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
유동자산	16.6	50.5	61.4	75.1	96.3
현금&단기금융상품	13.6	34.2	24.3	34.8	47.6
기타유동자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	2.3	5.3	7.0	10.3	14.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	9.9	20.3	19.6	23.0	33.1
투자자산	9.4	19.5	18.7	21.9	31.9
유형자산	0.5	0.8	0.9	1.1	1.2
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	26.5	70.8	81.0	98.0	129.5
유동부채	10.5	20.5	10.0	10.0	10.0
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	8.8	4.9	5.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채성충당금	1.5	2.3	3.1	4.0	5.1
부채총계	11.9	22.8	18.8	14.9	15.1
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	29.2	50.1	81.3
자본조정	0.0	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
자본총계	14.6	48.0	62.2	83.1	114.3

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
매출액	38.9	66.4	101.6	148.5	213.4
증감률	22.9	70.8	53.1	46.2	43.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	38.9	66.4	101.6	148.5	213.4
판매관리비	35.7	56.6	82.5	117.5	165.9
인건비	12.5	16.4	21.6	28.2	37.7
일반관리비	21.6	35.0	52.9	78.3	112.7
판매비	1.6	5.0	7.9	10.9	15.4
기타	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
영업이익	3.2	9.8	19.2	31.1	47.5
증감률	6.9	204.9	96.6	62.0	52.9
영업외수지	0.9	1.7	2.7	2.3	2.8
이자수입	0.2	1.3	2.3	2.5	3.0
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순외환손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법 평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
경상이익	4.1	11.4	21.9	33.4	50.3
증감률	0.9	182.1	91.4	52.6	50.7
특별손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	4.1	11.4	21.9	33.4	50.3
법인세등	1.1	3.3	6.1	9.4	14.1
당기순이익	2.9	8.2	15.8	24.0	36.2
증감률	2.5	178.9	92.7	52.6	50.7
EBITDA	3.5	10.2	19.7	31.7	48.2

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
영업활동현금흐름	7.8	10.6	15.6	22.7	33.7
당기순이익	2.9	8.2	15.8	24.0	36.2
유무형자산상각비	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
퇴직급여	1.0	1.2	1.4	1.8	2.2
순외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	3.5	0.5	(2.4)	(4.0)	(5.7)
기타	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
투자활동현금흐름	(7.0)	(30.5)	(5.9)	(9.0)	(15.9)
유무형자산증가	(0.3)	(0.7)	(0.7)	(0.8)	(0.9)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산감소	(2.3)	(10.1)	0.8	(3.2)	(10.0)
기타	(4.5)	(19.7)	(6.0)	(5.0)	(5.0)
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
재무활동 현금흐름	5.7	25.0	(1.5)	(3.2)	(5.0)
차입금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(0.4)	(1.5)	(3.2)	(5.0)
자본증가	5.7	25.5	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
현금성자산 증감	6.5	5.2	8.2	10.5	12.8
기초 현금성자산	4.5	10.9	16.1	24.3	34.8
기말 현금성자산	10.9	16.1	24.3	34.8	47.6
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	

	2005	2006	2007F	2008F	2009F
EPS	780	1,057	1,875	2,862	4,314
BPS	3,480	5,713	7,410	9,892	13,610
CFPS	1,145	1,312	2,142	3,179	4,695
SPS	10,340	8,585	12,098	17,684	25,407
EBITDA/Share	933	1,316	2,346	3,773	5,740
PER	34.2	25.1	28.6	18.7	12.4
PBR	7.7	4.6	7.2	5.4	3.9
PCR	23.3	20.2	25.0	16.9	11.4
PSR	2.6	3.1	4.4	3.0	2.1
EV/EBITDA	28.1	18.5	21.6	13.1	8.4
영업이익률	8.2	14.7	18.9	20.9	22.2
경상이익률	10.4	17.2	21.5	22.5	23.6
순이익률	7.5	12.3	15.5	16.2	17.0
EBITDA Margin	9.0	15.3	19.4	21.3	22.6
ROE	28.4	26.1	28.6	33.1	36.7
ROA	15.3	16.8	20.8	26.9	31.9
ROIC	75.7	86.6	45.9	39.3	44.2
배당률	20.0	35.7	76.2	119.1	190.5
배당수익률	0.4	0.7	0.7	1.1	1.8
유동비율	159.3	246.2	613.8	0.0	0.0
부채비율	81.6	47.5	30.1	18.0	13.2
순부채비율	(92.9)	(71.3)	(39.1)	(41.9)	(41.7)
순차입금/매출액	(34.9)	(51.6)	(23.9)	(23.4)	(22.3)
이자보상배율	-	-	-	-	-
순금융비용부담율	(0.6)	(2.0)	(2.3)	(1.7)	(1.4)

자료: 모두투어, 하나대투증권

투자의견 분류 및 적용기준

• 2007년 9월 1일부터 투자의견 기준이 변경됩니다.

변경 전

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용기준
매수(BUY)	시장대비 10% 이상의 초과수익이 예상되는 경우
단기매수(Trading Buy)	시장대비 5% 이상의 초과수익이 기대되나, 단기적으로 변동성 확대가 예상되는 경우
시장평균(Marketperform)	시장대비 -10~10%의 등락이 예상되는 경우
매도(Underperform)	시장대비 10% 이상의 초과하락이 예상되는 경우

산업분석

분류	적용기준
비중확대(Overweight)	시장대비 10% 이상의 초과수익이 예상되는 경우
중립(Neutral)	시장대비 -10~10% 이내의 등락이 예상되는 경우
비중축소(Underweight)	시장대비 10% 이상의 초과하락이 예상되는 경우

2. 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 6개월을 기준으로 적용

변경 후

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

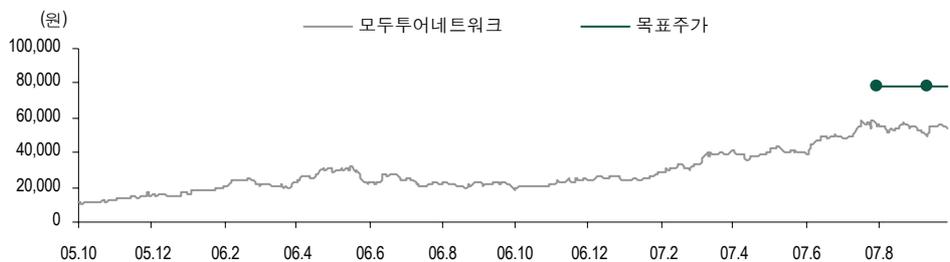
산업분석

분류	적용기준
Overweight(비중확대)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

투자의견 분류 및 적용기준

종목명	제시일자	투자의견	목표주가
모두투어	07.10.9	BUY	78,000 원
	07.9.18	BUY	78,000 원
	07.8.7	투자의견 기준 변경(2007.9.1) BUY	78,000 원



본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.