모두투어네트워크 (080160)

BUY

빠른 회복세

투자의견 BUY와 목표주가 22,000원으로 커버리지 시작

모두투어에 대한 투자의견 '매수(BUY)'와 목표주가 22,000원을 제시하면 커버리지(Coverage)를 시작한다. 목표주가는 현금흐름할인모형(DCF)으로 산출하였으며, 2010년~2011년 EPS 기준으로 각각 P/E 17배~12배 수준인데, 하나투어 목표 P/E 대비 66%~73% 수준이다. 2006년의 평균 P/E가 약 22배 수준이었으며, 하나투어의 P/E 대비 약 70~80% 수준이었다는 점을 고려할 때 적정하다는 판단이다. 목표주가는 현재 주가 18,550원을 기준으로 19%의 상승여력을 보유하고 있는 것이다. 참고로 현재 주가는 12개월 Forward EPS 기준으로 20.5배, 2010년 EPS 기준으로 14.0배 수준이다.

출국자수 증가율은 4분기부터 플러스(+)로 전환될 전망

경기부진, 환율과 유가의 상승, 신종 플루 등 온갖 악재로 억눌려 있던 여행수요는 경기회복 기대감, 부동산과 주가의 상승, 환율의 하락 등 우호적으로 변하는 외부환경에 힘입어 4분기 이후 분출될 것으로 전망한다. 우호적 환경이 시차를 두고 반영된다는 것을 감안할 경우 3분기에도 출국자수 증가율은 여전히 마이너스(-)권이겠지만 실망할 필요가 없이 4분기 회복을 염두에 둔 투자 전략이 유효하다.

여행시장 회복에 따른 수혜는 선두 대형업체에 집중될 것이다. 출국자수 증가에 따른 수탁금 증가와 더불어 점유율 상승을 통한 추가적인 성장도 가능하다. 모두투어의 경우 2006년에 규모의 경제효과로 인해 매출인식률이 9%에서 11.4%까지 상승하였다가 최근 원가부담으로 8.8%까지 하락하였다. 원가부담이 완화되고 규모의 경제효과가 재가동되는 하반기 이후 매출인식률의 급격히 회복될 전망인 바 매출액과 이익도 큰 폭으로 증가할 것으로 판단한다.

경쟁사들과는 차별적으로 2009년 영업이익이 증가할 전망

2분기에는 비수기인데다 신종 플루의 영향이 있었음에도 불구하고 강도높은 비용 절감을 통해 실적이 1분기보다 개선되었다. 경쟁사들과는 차별적으로 2009년 영업이익이 2008년 대비 증가할 전망이고, 2010년에는 매출액 증가에 따른 이익률 개선을 통해 영업이익이 108% 증가할 전망이다. 2011년 매출액, 영업이익 증가율은 각각 18%, 43%를 기록할 것이다. 최근 모두투어가 하나투어 대비 상대적으로 주가가 강세를 보이는 이유는 하나투어보다 큰 주가 베타(Beta)와 더불어 빠른 영업이익 개선세를 반영한 것이라 판단한다.

Financial Data

투자지표	단위	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	십억원	94.4	83.3	67.9	90.8	107.3
영업이익	십억원	14.3	0.9	5.7	12.0	17.1
세전이익	십억원	15.9	1.3	7.4	14.3	20.2
순이익	십억원	11.4	0.6	5.6	11.2	15.8
EPS	원	1,353	74	670	1,328	1,878
증감율	%	31.6	(94.6)	808.7	98.3	41.4
PER	배	39.1	139.8	27.7	14.0	9.9
PBR	배	7.5	1.5	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	배	26.9	(56.7)	18.7	7.8	4.6
ROE	%	21.5	1.2	10.8	18.6	21.8
BPS	원	7,034	6,818	7,468	8,749	10,435
Net DER	%	(106.0)	(86.7)	(94.5)	(95.6)	(96.2)

자료: 하나대투증권

Initiation

Company Analysis

TP(12M): 22,000원

CP(7/31): 18,550원

August 4, 2009

Analyst 송선재

02-3771-7512

sunjae.song@hanaw.com

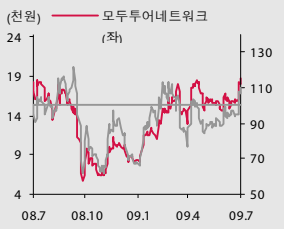
Key Data

KOSDAQ 지수(pt)			504.35
52주최고/최저(원)			18,550/5,410
시가총액(십억원)			155.8
시가총액비중(%)			0.20
발행주식수(천주)			8,400.0
60일 평균거래량(천주)			140.1
60일 평균거래대금(십억원)			2.3
07년 배당금(원)			20
08년 배당금(예상,원)			50
외국인 지분율(%)			4.68
주가상승률	1M	6M	12M
절대	27.5	126.2	3.3
상대	23.5	88.0	9.8

Consensus Data

	2009	2010
매출액(십억원)	71.0	93.6
영업이익(십억원)	6.8	11.6
순이익(십억원)	6.3	9.5
EPS(원)	752	1,138
BPS(원)	6,490	7,489

Stock Price



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	94.4	83.3	67.9	90.8	107.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	94.4	83.3	67.9	90.8	107.3
판관비	80.0	82.3	62.2	78.8	90.2
영업이익	14.3	0.9	5.7	12.0	17.1
영업외손익	1.6	0.3	1.7	2.3	3.1
이자손익	2.3	2.9	2.6	3.2	3.9
지분법손익	(1.5)	(1.2)	(1.1)	(1.0)	(0.9)
외환손익	0.0	(0.9)	0.0	0.0	0.0
기타	0.7	(0.5)	0.1	0.1	0.1
세전이익	15.9	1.3	7.4	14.3	20.2
법인세	4.5	0.6	1.8	3.1	4.4
계속사업이익	11.4	0.6	5.6	11.2	15.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	11.4	0.6	5.6	11.2	15.8
NOPAT	9.7	(0.8)	3.6	8.7	12.8
EBITDA	14.2	(0.8)	5.6	12.0	17.3
성장성(%)					
매출액증가율	42.1	(11.7)	(18.4)	33.6	18.2
EBITDA증가율	35.2	0.0	0.0	114.6	44.6
영업이익증가율	46.7	(93.6)	524.0	108.6	42.9
계속사업이익증가율	39.1	(94.6)	808.7	98.3	41.4
EPS증가율	31.6	(94.6)	808.7	98.3	41.4
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	15.1	(0.9)	8.2	13.2	16.1
영업이익률	15.2	1.1	8.4	13.2	15.9
계속사업이익률	12.0	0.7	8.3	12.3	14.7

대차대조표

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
유동자산	**89.4**	**47.8**	**53.6**	**71.5**	**90.3**
현금 및 현금성자산	23.3	11.8	9.7	12.9	15.2
단기투자자산	37.5	13.7	24.9	32.5	44.2
매출채권	9.6	3.9	3.9	5.8	7.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	19.0	18.4	15.1	20.2	23.8
비유동자산	**8.0**	**27.0**	**25.4**	**26.4**	**27.7**
투자자산	3.6	20.6	20.1	19.6	19.7
유형자산	1.2	1.1	1.0	1.0	1.2
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	**97.4**	**74.8**	**78.9**	**97.9**	**118.0**
유동부채	**36.0**	**21.8**	**21.2**	**28.4**	**33.5**
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
기타유동부채	36.0	21.8	21.2	28.4	33.5
비유동부채	**3.8**	**3.8**	**3.1**	**4.1**	**4.8**
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	3.8	3.8	3.1	4.1	4.8
부채총계	**39.8**	**25.6**	**24.3**	**32.5**	**38.4**
자본금	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
자본잉여금	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
자본조정	(1.4)	(8.1)	(8.1)	(8.1)	(8.1)
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	24.8	23.0	28.5	39.3	53.4
자본총계	**57.6**	**49.2**	**54.7**	**65.4**	**79.6**
순부채	(61.1)	(42.6)	(51.6)	(62.5)	(76.5)

투자지표

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
주당지표(원)					
EPS	1,353	74	670	1,328	1,878
BPS	7,034	6,818	7,468	8,749	10,435
CFPS	2,291	(324)	1,398	1,812	2,446
EBITDAPS	1,695	(92)	664	1,424	2,059
SPS	11,232	9,913	8,087	10,808	12,776
DPS	290	20	50	200	250
주가지표(배)					
PER	39.1	139.8	27.7	14.0	9.9
PBR	7.5	1.5	2.5	2.1	1.8
PCFR	23.1	(31.8)	13.3	10.2	7.6
EV/EBITDA	26.9	(56.7)	18.7	7.8	4.6
PSR	4.7	1.0	2.3	1.7	1.5
재무비율(%)					
ROE	21.5	1.2	10.8	18.6	21.8
ROA	13.5	0.7	7.3	12.6	14.6
ROIC	0.0	0.0	76.3	295.9	431.2
부채비율	69.1	52.0	44.5	49.6	48.2
순부채비율	(106.0)	(86.7)	(94.5)	(95.6)	(96.2)
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
영업활동현금흐름	**17.6**	**(4.1)**	**9.8**	**12.8**	**17.5**
당기순이익	11.4	0.6	5.6	11.2	15.8
비현금항목 가감	4.1	5.5	3.1	3.2	3.4
감가상각비	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
외환손익	(0.0)	0.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.5	1.2	1.1	1.0	0.9
기타	2.0	2.6	1.3	1.5	1.6
운전자본 증감	2.1	(10.3)	1.0	(1.6)	(1.6)
투자활동현금흐름	**(6.2)**	**(9.5)**	**(9.7)**	**(8.6)**	**(12.7)**
투자자산감소(증가)	12.7	(18.2)	(0.5)	(0.5)	(1.0)
유형자산감소(증가)	(1.1)	(0.7)	(0.7)	(0.9)	(1.1)
기타투자활동	(17.8)	9.5	(8.5)	(7.2)	(10.7)
재무활동현금흐름	**(2.0)**	**2.1**	**(2.2)**	**(0.9)**	**(2.5)**
사채/차입금증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유상증자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금배당	(1.5)	(2.4)	(0.2)	(0.4)	(1.6)
기타재무활동	(0.5)	4.5	(2.1)	(0.5)	(0.9)
현금의 증감	**(9.4)**	**(11.5)**	**(2.2)**	**3.2**	**2.3**
Unlevered CFO	19.2	(2.7)	11.7	15.2	20.5
Free Cash Flow	10.1	(10.8)	7.2	8.8	12.6

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2009	2010	12M Fwd	2009	2010
Korea	14.4	10.0	11.5	16.8	44.0
Emerging Market	14.2	11.2	12.3	(10.7)	27.0
World	15.4	12.2	13.5	(12.7)	26.0

자료: Thomson I/B/E/S

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2009	2010	12M Fwd	2009	2010
Korea	8.7	8.3	8.5	20.7	5.2
Emerging Market	14.5	12.8	13.5	(12.6)	12.7
World	15.1	13.7	14.2	(12.9)	10.2

* MSCI Hotels Restaurants & Leisure Industry