

모두투어 (080160)

인바운드, 아웃바운드 성장 스토리 유효

매수(신규)

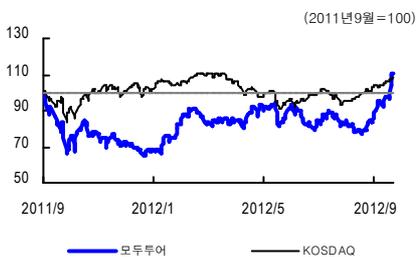
현재주가 (2012/09/21)	26,000 원
목표주가 (6M)	30,000 원

박세진
운송 레저
(02) 3215-1527
sjpark@bsfn.co.kr

Stock Indicator

시가총액	3,276 억원
자본금	42 억원
발행주식수	12,600 천주
외국인지분율	13.8 %
주당배당금	500 원
60 일평균거래량	106 천주
60 일평균거래대금	23 억원
52 주최고가	37,750 원
52 주최저가	17,550 원

Price Trend



투자의견 '매수', 목표주가 30,000원 제시

동사에 대해 '매수' 의견과 목표주가 30,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS 1,763원에 Target P/E 17배를 적용해 산출했다. 동사는 여행업계 2위 업체로 2005년 상장 이후 하나투어 대비 할인된 multiple을 적용 받았다. 다만, 경쟁사 대비 빠른 성장률을 실현하고 있으며, 자회사 성장성 감안 시 할인 요인은 점차 소멸될 것으로 예상된다.

3분기 영업이익 증가율 43.5% 전망

3분기 영업수익은 431.3억원으로 전년동기비 18.7% 증가할 것으로 추정되며, 영업이익은 90.6억원으로 전년동기비 43.5% 증가할 것으로 전망된다. 영업실적 호조는 1) 3분기 성수기에 따라 해외여행 수요가 급증했으며, 이에 따라 2) 패키지 상품 가격 상승이 전망되고 3) 항공좌석 공급 증가에 따라 항공권 관련 비용부담이 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 동사의 7월과 8월 송객수는 전년비 13% 증가한 25만명을 기록했으며, 9월 예약률 감안 시 3분기 송객수는 전년동기비 17% 증가한 36만명, 시장점유율은 10% 중후반에 이를 것으로 예상된다.

여행시장은 성장하고 있다

올해 상반기 내국인 출국자수는 전년비 6.9% 증가한 660만명을 기록했다. 향후 출국수요는 성장을 지속할 전망이다. 과거 내국인 출국은 자연재해와 전염병 등의 외부변수를 제외하고 성장세를 이어갔으며, 인구비 출국자는 25%로 GDP 수준이 비슷한 주변국 대비 아직 성장국면에 있는 것으로 판단되기 때문이다. 뿐만 아니라 소득증가, 여가시간 확대, 항공좌석 공급 증가에 힘입어 출국자수는 우상향세를 이어갈 것으로 전망된다.

호텔사업 진출, 자회사 성장성 주목

동사는 자회사인 모두투어인터내셔널(지분율 67.5%)을 통해 인바운드 사업을 영위하고 있다. 향후 모두투어인터내셔널의 성장 전망은 밝다. 매년 중국인 방문객은 50% 가까이 급증하고 있으며, 호텔사업 진출로 이익 성장세가 강화될 것으로 예상되기 때문이다. 호텔사업은 인바운드 패키지 모객을 용이하게 할 것으로 전망되며, 이에 따라 모두투어인터내셔널의 모객 인원은 매년 30% 증가하고 순이익 역시 40% 이상 증가하는 등 성장이 돋보일 것으로 전망된다.

12월결산	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2010	1,170.9	174.9	196.0	148.9	1,182	1,126.8	19.0	3.0	na	26.3	2.7
2011	1,210.5	160.2	183.0	132.6	1,052	-11.0	19.1	2.4	na	19.7	2.5
2012F	1,366.4	209.0	234.6	179.5	1,424	35.4	18.3	3.9	11.5	23.0	1.9
2013F	1,690.4	263.4	290.4	222.1	1,763	23.8	14.7	3.2	8.6	23.9	1.9
2014F	1,965.4	314.6	349.8	267.6	2,124	20.5	12.2	2.7	6.6	24.0	1.9

주: K-IFRS 별도 기준

투자의견 ‘매수’, 목표주가 30,000원 제시

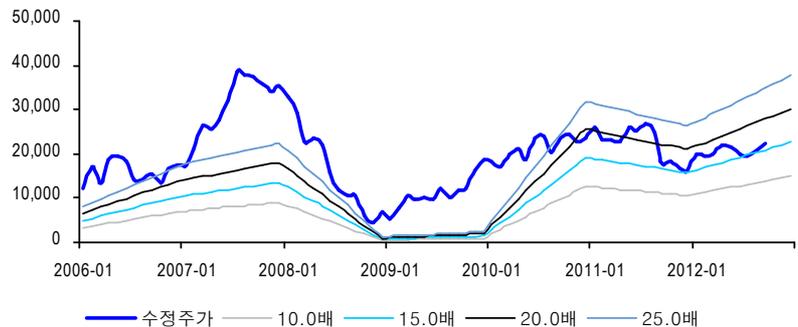
투자의견 ‘매수’, 목표주가 30,000원

동사에 대해 ‘매수’ 의견과 목표주가 30,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS 1,763원에 Target P/E 17배를 적용해 산출했다. 동사는 여행업계 2위 업체로 2005년 상장 이후 하나투어 대비 할인된 multiple을 받고 거래되었다. 다만, 경쟁사 대비 빠른 성장률을 실현하고 있으며, 자회사 성장성 감안 시 할인 요인은 점차 소멸될 것으로 예상된다.

1) 예약률 호조 2) 인바운드 시장 선점 3) 자회사 성장성으로 주가는 추가 레벨업 가능할 전망

최근 동사의 주가는 3분기 실적 호조와 호텔사업에 대한 기대감을 반영해 바닥대비 40% 이상 상승했다. 향후 주가는 추세적 성장이 가능할 것으로 판단되는데 1) 예약률 호조와 2) 인바운드 시장 선점 3) 자회사 성장성 때문이다. 4분기는 전통적 여행 비수기임에도 불구하고 양호한 예약률(10월 +24%, 11월 +35%)을 기록하고 있다. 아직 2011년 10월 태국 홍수에 대한 기저효과가 반영되기 전이기 때문에 이후 수요 성장세는 더 높아질 것으로 예상된다. 또한 동사는 올해 호텔사업 진출을 통해 인바운드 경쟁력이 강화 될 것으로 기대되며, 이에 따라 동사의 인바운드를 담당하고 있는 자회사(모두투어인터내셔널) 실적이 크게 증가할 것으로 예상되어 긍정적이다. 여기에 수익성 역시 개선의 여지가 있어 현 시점에서 매수를 추천한다.

<그림1> PER 밴드 추이



자료: Wisefn, BS투자증권

<표1> 모두투어 목표주가 산정

구분	가격/배수	단위	비고
수정 EPS	1,763	원	12개월 Forward EPS
Target P/E	17	배	2010년과 2011년 평균
적정주가	29,971	원	
목표주가	30,000	원	

자료: BS투자증권

3분기 영업이익 증가율 43.5% 전망

3분기 영업수익 431.3억원(+18.7% YoY),
영업이익 90.6억원(+43.5% YoY) 예상

3분기 영업수익은 431.3억원으로 전년동기비 18.7% 증가할 것으로 추정되며, 영업이익은 90.6억원으로 전년동기비 43.5% 증가할 것으로 전망된다. 영업실적 호조는 1) 3분기 성수기에 따라 해외여행 수요가 급증했으며, 이에 따라 2) 패키지 상품 가격 상승이 전망되고 3) 항공좌석 공급 증가에 따라 항공권 관련 비용부담이 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 동사의 7월과 8월 송객수는 전년비 13% 증가한 25만명을 기록했으며, 9월 예약률 감안 시 3분기 송객수는 전년동기비 17% 증가한 36만명, 시장점유율은 10% 중후반에 이를 것으로 예상된다.

4분기에도 실적 개선세 이어질 전망

4분기에도 실적 개선세는 이어질 것으로 예상된다. 여행 비수기임에도 불구하고 예약률(10월 +24%, 11월 +35%)을 통해 견조한 수요를 확인하고 있으며, 작년 태국 홍수로 인한 기저효과까지 기대되기 때문이다. 동사의 4분기 송객수는 전년동기비 18% 증가한 32만명에 이를 것으로 예상되며, 패키지 수익성 역시 전년동기비 개선될 것으로 예상된다. 따라서 4분기 영업수익은 전년동기비 30.2% 증가한 325.9억원, 영업이익은 30.7억원 흑자전환이 예상된다. 이에 따라 2012년 전체 영업수익과 영업이익은 전년비 각각 12.9%와 30.3% 개선된 1,366.4억원과 209.0억원으로 추정된다.

<표2> 실적 추정

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	2011	2012F
영업수익	339	258	363	250	325	285	431	326	1,210	1,366
항공권판매수수료	55	27	31	29	31	29	32	29	142	121
해외여행알선수입	265	215	315	199	275	238	381	274	994	1,168
기타수입	18	16	17	23	18	18	18	23	74	77
% YoY										
영업수익	35.4	-2.1	-0.3	-14.5	-4.1	10.8	18.7	30.2	3.3	12.9
항공권판매수수료	11.9	-50.4	-48.3	-55.4	-43.4	20.5	3.1	1.0	-37.7	-15.0
해외여행알선수입	39.6	9.7	8.0	-6.0	3.8	9.3	21.1	37.8	11.8	17.6
기타수입	69.5	24.7	35.1	32.8	0.2	14.3	3.3	1.1	38.7	4.2
영업이익	80	20	63	-2	59	28	91	31	160	209
영업이익률	23.5	7.6	17.4	-0.8	18.3	10.0	21.0	9.4	13.3	15.3
% YoY	70.8	-58.5	-23.4	적전	-25.4	44.2	43.5	흑전	-16.6	30.3
주요가점	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	2011	2012F
전체 출국자수(승무원 제외)	2,955,517	2,664,377	3,205,553	2,734,243	3,073,418	2,916,733	3,413,748	2,824,285	11,559,690	12,228,184
모두투어 송객수	294,939	257,534	311,351	274,083	328,869	284,196	364,133	325,649	1,137,907	1,302,847
모두투어 패키지 송객수	212,203	174,181	214,868	185,454	232,443	197,413	262,644	230,840	786,706	923,340
M/S	10.0	9.7	9.7	10.0	10.7	9.7	10.7	11.4	9.8	10.7
% YoY										
전체 출국자수(승무원 제외)	8.6	-1.1	0.3	-2.6	4.0	9.5	6.5	3.3	1.2	5.8
모두투어 송객수	16.0	7.4	9.5	5.0	11.5	10.4	17.0	18.8	9.5	14.5
모두투어 패키지 송객수	18.0	3.9	6.4	1.6	9.5	13.3	22.2	24.5	7.4	17.4

자료: BS투자증권

여행시장은 성장하고 있다

상반기 내국인 출국자수 660만명(+6.9% YoY)

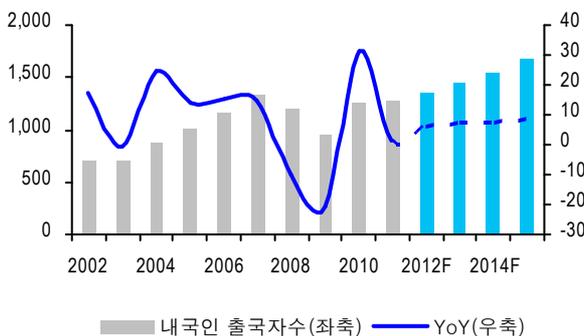
올해 내국인 출국자수는 높은 성장세를 이어가고 있다. 1) 소득증가 2) 여가시간 확대 그리고 3) 저비용항공사 및 외항사의 신규 취항 덕분이다. 이에 따라 올해 내국인 출국자수는 전년비 6.0% 증가한 1,345만명을 기록할 것으로 전망된다. 이는 최대 호황기였던 2007년의 출국자수를 상회하는 수치다. 상반기 내국인 출국자수는 전년비 6.9% 증가한 660만명을 기록했다.

내국인 출국자 추세적 성장 전망

향후 출국 수요는 성장을 지속할 전망이다. 과거 내국인 출국은 외부변수(자연재해, 전염병 등)를 제외하고 성장세를 이어갔으며, 인구비 출국자는 25%로 GDP 수준이 비슷한 주변국 대비 아직 성장국면에 있는 것으로 판단되기 때문이다. 또한 위에서 언급한 소득증가와 여가시간 확대, 항공좌석 공급 증가 등의 영향으로 출국자수는 우상향세를 이어갈 것으로 전망된다.

<그림2> 내국인 출국 현황 및 전망

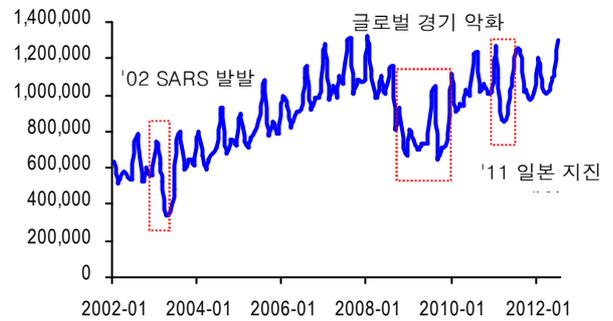
(단위: 만명, %)



자료: 한국관광공사, BS투자증권

<그림3> 내국인 출국 추이

(단위: 명)

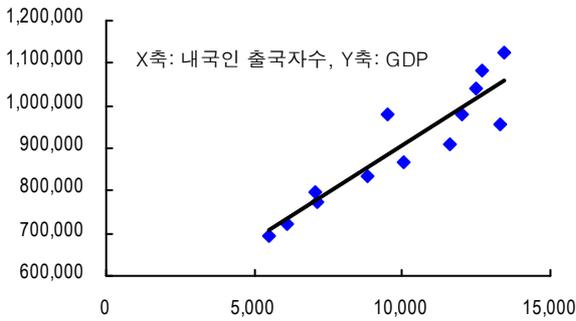


자료: 한국관광공사, BS투자증권

여행수요는 소득과 소비수준에 비례

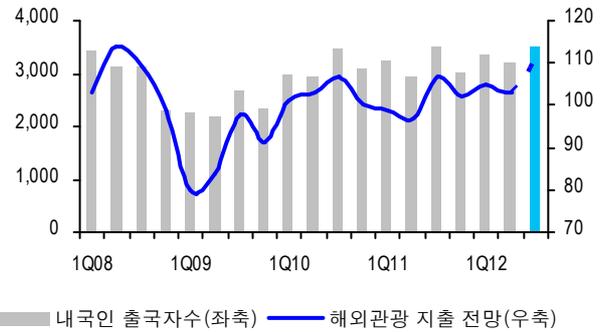
일반적으로 해외여행 수요는 소득증가와 비례한다. 지출 여력이 증가하면서 여행수요가 확대되기 때문이다. 내국인 출국자 추이를 살펴보면 지난 2001년 1인당 국민소득이 1만 655달러에서 2007년 2만 1,655달러로 100% 증가하는 동안, 출국자수는 608만명에서 1,332만명으로 120% 가까이 증가하며 국민소득 성장을 상회했다. 올해 국내 경제성장률은 둔화될 것으로 예상되나, 장기적 소득증가는 해외여행 수요를 더욱 가속화 시킬 것으로 전망된다. 또한 한국관광공사에 따르면 2011년 이후 해외관광에 대한 지출을 늘리겠다는 긍정적 시각이 많은 것으로 조사되었다. 2012년 3/4분기 해외관광지출 CSI는 111로 파악되었으며, 지출전망과 출국자수가 정의 관계를 보여왔다는 점을 감안할 때 3분기 이후에도 수요 확장이 예상된다.

<그림4> 내국인 출국자와 GDP 상관관계 (단위: 십억원, 천명)



자료: 한국관광공사, BS투자증권

<그림5> 내국인 출국자와 해외관광 지출 전망 (단위: 천명)



자료: 한국관광공사, BS투자증권

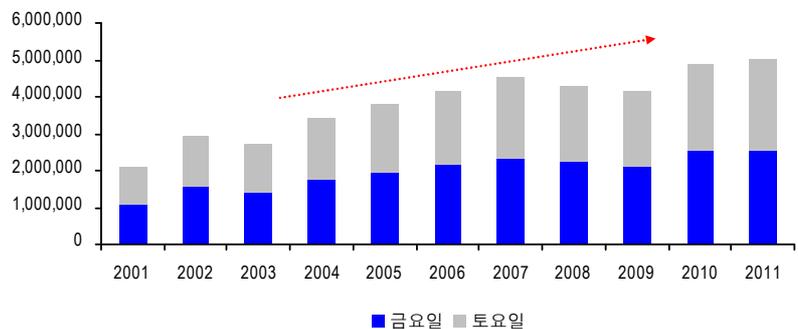
여가시간 증가로 여행에 대한 관심 증가할 전망

지난해 통계청 조사에 따르면 시간적, 경제적 여유가 생기면 가장 하고 싶은 일로 여행이 선정되었다. 여행수요는 여가시간이 증가하는데 따른 기본적인 성장성을 갖고 있는데, 앞으로는 주 5일제 영향으로 여행에 대한 관심이 높아질 것으로 예상된다. 지난해 7월부터 주 5일제 근무가 전 사업장으로 확대되었고, 올해부터는 초·중·고등학교의 주 5일제 수업이 전면 시행되기 때문에 주말을 이용한 여행수요 증가가 기대된다. 실제 2001년부터 2011년 금요일과 토요일 출국자수는 연평균 각각 10.2%와 10.4% 증가하며 내국인 출국자수 성장(+8.5%, CAGR)을 상회했다.

항공좌석 공급 증가, 여행에 대한 기회를 높일 것으로 예상

저비용항공사 및 외항사의 신규 취항 역시 여행에 대한 기회를 높일 것으로 예상된다. 항공좌석 공급 증가는 항공 가격 인하로 이어지며 여행수요 확대를 이끌 것으로 기대되기 때문이다. 즉, 여행에 있어 비용 컨트롤이 가능해지고 상품 선택의 폭이 확대됨에 따라 수요가 증가에 기여할 것으로 판단된다.

<그림6> 금요일과 토요일 인천공항 이용객 추이 (단위: 명)



자료: 인천국제공항, BS투자증권

패키지 성장성 강화 예상

2012년 모객 전년비 14.5% 증가한 130만 명, MS 10.7% 예상

2012년 동사의 송객수(패키지 인원+ 티켓 인원)은 전년비 14.5% 증가한 130만명, 시장점유율은 전년비 0.9% 포인트 개선된 10.7%가 예상된다. 상반기 동사의 송객수는 전년비 10.9% 증가한 61만명을 기록했으며, 시장점유율은 전년비 0.4% 포인트 개선된 10.2%를 기록했다. 7월과 8월 송객수는 전년비 13% 증가한 25만명을 기록했기 때문에, 수요 성장세와 4분기 태국 기저효과까지 감안한다면 실적 달성에는 무리가 없다는 판단이다.

패키지의 강한 수요 예상

여행시장은 점차 패키지에서 FIT(Free Independent Tourism)로 이동하고 있지만, 당분간 패키지의 강한 수요는 이어질 것으로 전망된다. 1) 주 5일제 전면 시행 등 여가시간 확대는 가족단위 수요증가가 기대되는데 2) 아직까지는 항공, 숙박, 관광지를 한번에 해결할 수 있는 패키지 상품의 편의성이 주목 받고 있기 때문이다. 올해 상반기 동사의 패키지 성장은 FIT를 상회한 것으로 파악된다.

패키지 인원 전년비 17.4% 증가한 92만명 기대

2006년 이후 동사의 송객수는 연평균 12.6%로 성장했으며 패키지 송객수는 이를 상회한 14.8%로 성장했다. 올해 패키지 송객수는 전년비 17.4% 증가한 92만명에 달할 것으로 예상된다. 상반기 패키지 인원은 43만명으로 전년비 11.2% 증가했으며, 7월과 8월 패키지 인원 역시 전년비 15.1% 증가한 18만명을 기록했다. 작년 태국 홍수로 급감했던 수요는 10월 이후 본격적으로 회복되며 높은 성장성을 나타낼 것으로 기대된다.

<그림7> 모두투어 모객 추이

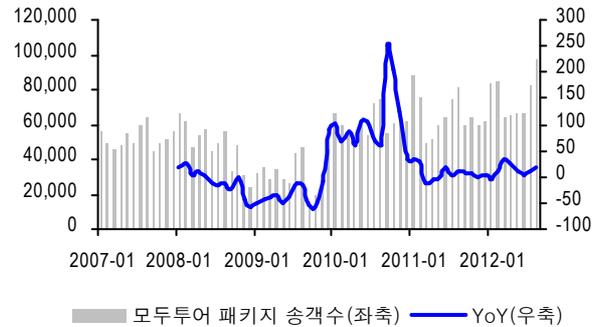
(단위: %)



자료: 모두투어, BS투자증권

<그림8> 패키지 인원 추이

(단위: 명, %)



자료: 모두투어, BS투자증권

모두투어인터내셔널은 중국인 입국자 증가와 호텔사업 진출로 성장이 돋보일 것으로 기대

호텔사업 진출, 자회사 성장성에 주목

동사는 자회사인 모두투어인터내셔널(지분율 67.5%)를 통해 인바운드 사업을 영위하고 있다. 모두투어인터내셔널은 2008년 설립된 법인으로 지난해 외국인 유치 7위를 기록했으며, 중국 인바운드 시장점유율은 1위를 차지하고 있다. 모객 인원은 2008년 5천명 수준에서 2011년 11만명으로 연평균 180% 성장했으며, 순이익 역시 첫 해 4천만원에서 지난해 8억원으로 연평균 170% 증가했다. 향후 모두투어인터내셔널의 성장 전망은 밝다. 1) 매년 중국인 방문객은 50% 가까이 급증하고 있으며, 2) 호텔사업 진출로 이익 성장세가 강화될 것으로 기대되기 때문이다.

<표3> 인바운드 여행사 현황

(단위: 명, 천원)

순위	업체명	인원		순위	업체명	금액	
		2011 누계	YoY			2011 누계	YoY
1	에이아이에스코리아	282,304	12.3%	1	에이아이에스코리아	46,946,230	20.1%
2	한진관광	191,257	-9.3%	2	체스투어즈	37,028,730	15.6%
3	코네스트	147,485	-	3	한진관광	34,249,159	-3.7%
4	체스투어즈	130,207	5.9%	4	전국관광	31,035,353	-2.4%
5	롯데관광	122,692	40.7%	5	롯데제이티비	30,474,028	33.7%
6	전국관광	114,115	-9.4%	6	롯데관광	27,403,000	12.8%
7	모두투어인터내셔널	110,302	-0.8%	7	모두투어인터내셔널	22,915,590	12.7%
8	롯데제이티비	93,756	24.4%	8	세방여행	20,420,417	-8.3%
9	세한여행사	93,044	-10.7%	9	동보여행사	20,129,904	-3.1%
10	세방여행사	91,766	-0.6%	10	한나라관광	19,563,013	17.8%
11	동보여행사	89,693	-8.4%	11	케이티비투어	19,439,321	-4.8%
12	하나투어아이티시	85,464	2.6%	12	세한여행사	18,935,729	-12.4%
13	한나라관광	77,749	6.4%	13	세일관광	17,071,320	8.4%
14	세일관광	75,993	-10.4%	14	하나투어아이티시	14,186,654	-16.9%
15	케이티비투어	71,664	-9.7%	15	한비여행사	13,169,195	-2.8%
:	:	:	:	:	:	:	:

자료: KATA, BS투자증권

중국인 입국수요는 추세적 성장 전망

2005년 이후 외국인 입국자수는 연평균 8.4%로 성장하고 있으며, 최근 3년간은 12.0% 증가하며 빠른 성장률을 보이고 있다. 특히, 중국인 입국자는 연평균 20.9% 증가하며 입국자수 성장을 크게 상회하고 있다. 비자완화, 소득증가, 인구비 낮은 출국자수 감안 시 중국인 입국은 향후 몇 년간 높은 수준을 유지할 것으로 전망된다.

<그림9> 외국인 입국자수 추이

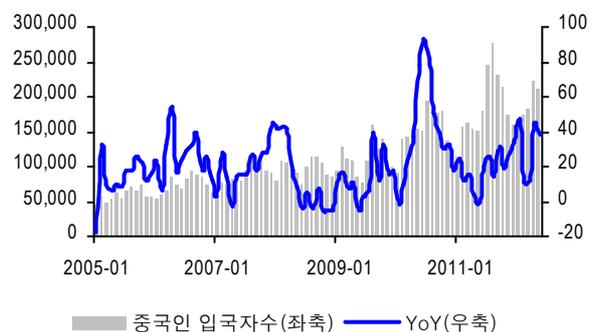
(단위: 명, %)



자료: 한국관광공사, BS투자증권

<그림10> 중국인 입국자수 추이

(단위: 명, %)



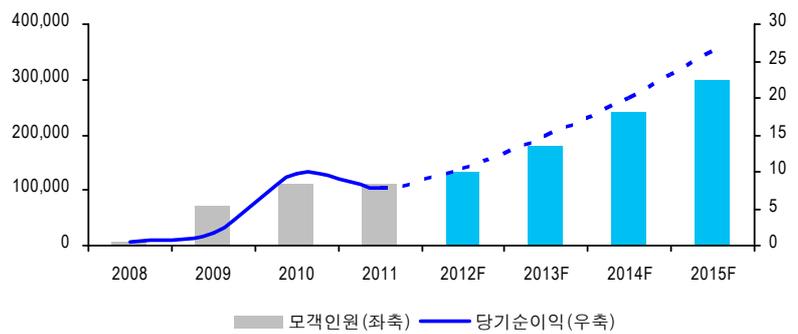
자료: 한국관광공사, BS투자증권

호텔사업으로 매년 모객 인원 30%, 순이익 40% 증가 예상

모두투어인터내셔널을 통한 모객 인원은 매년 30% 성장하고, 순이익 역시 40% 성장할 것으로 전망된다. 경쟁사 대비 인바운드 사업에 우위를 선점하고 있으며, 특히 호텔사업을 통해 중국인 모객이 더 용이할 것으로 예상되기 때문이다. 동사는 올해 제주도(로베로호텔, 113객실)와 서울(아벤트리호텔, 155객실)에 비즈니스 호텔을 오픈했다. 호텔운업을 통해 예상되는 매출액은 제주 로베로 35억원, 종로 아벤트리 90억원이며, 영업이익률은 일반 호텔대비 높은 수준인 25%를 기록할 것으로 전망된다.

<그림11> 모두투어인터내셔널 실적 추이 및 전망

(단위: 명, 억원)



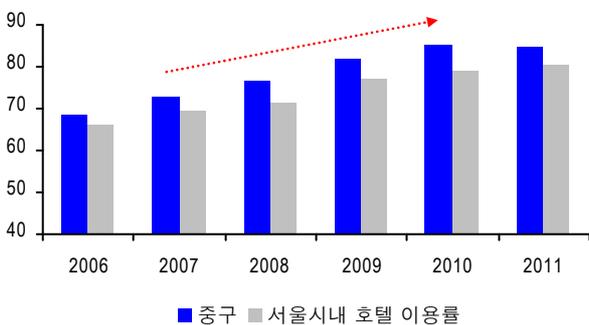
자료: 모두투어, BS투자증권

인바운드 경쟁력을 앞세워 호텔사업은 빠르게 정착될 전망

지난해 한국관광공사에 따르면 숙박시설 부족을 이유로 방한을 취소한 관광객이 많은 것으로 조사되었다. 호텔공급이 외국인 수요를 감당하기에 턱없이 부족했기 때문이다. 실제 외국인 관광객의 수요가 높은 서울 중구의 호텔 이용률은 서울시내 전체 호텔 이용률을 상회했으며, 서울시내 호텔 객실당 단위요금 역시 입국자수 증가와 함께 크게 상승했다. 따라서 모두투어인터내셔널의 호텔사업은 빠르게 정착될 것으로 기대된다. 수요가 증가하는 상황에서 공급의 확대는 경쟁사 대비 인바운드에 우위를 선점하고 있는 동사의 수혜가 클 것으로 예상되기 때문이다.

<그림12> 서울시내 호텔 이용률

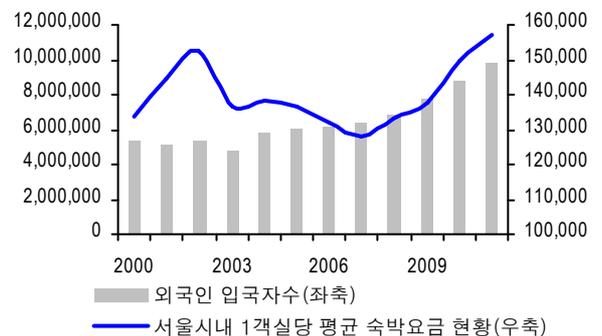
(단위: %)



자료: 한국관광공사, BS투자증권

<그림13> 서울시내 호텔 객실당 단위요금 추이

(단위: 명, 원)



자료: 한국관광공사, BS투자증권

제로컴 영향으로 여행업계는 상위 홀세일 여행사를 중심으로 시장지배력 확대될 전망

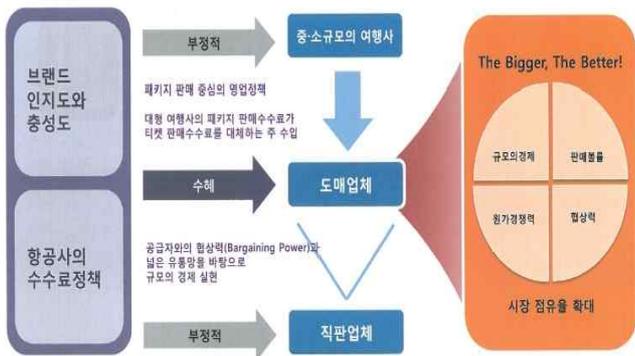
시장구조 재편, 지배력 강화 예상

항공사의 제로컴 시행으로 여행업계는 상위 홀세일 여행사를 중심으로 시장 재편이 진행 중이다. 여행사는 크게 브랜드 대리점과 제휴사를 통해 상품을 판매하는 간접 판매 여행사와 언론매체를 통해 고객을 모집하는 직접판매 여행사로 구분된다. 직접 판매 여행사의 수익은 대부분 항공권 판매 수수료로 구성되어 있기 때문에 제로컴 시행으로 수익 구조 악화는 불가피할 것으로 판단된다. 직판 여행사는 협상 대상자(항공, 호텔, 관광지 등)와의 교섭력이 낮기 때문에 자체 상품을 만들지 못하고 점차 간판 여행사의 상품을 판매하는 전문 대리점의 역할을 수행할 것으로 예상된다. 한편 간판 여행사는 제로컴 시행에도 불구하고 판매 볼륨에 따라 일부 수익을 보존할 수 있기 때문에 직판 여행사 대비 경쟁력은 더욱 강화되는 추세로 나아갈 것이다. 따라서 시장구조 변화의 수혜는 패키지 구성이 용이한 대형 홀세일 여행사를 중심으로 지배력이 강화될 것으로 예상된다.

전문판매점 확대로 MS 증가세 이어갈 전망

전문판매점 확대 추세 역시 동사의 브랜드 인지도 강화에 기여할 전망이다. 동사의 전문판매점 숫자는 2006년 250개에서 2011년 805개로 매년 100개씩 증가하고 있다. 2012년은 900개가 예상되며, 2015년에는 1200개까지 확대되며 매년 시장지배력을 높여갈 것으로 예상된다. 2006년에서 2011년 전문판매점이 200% 증가하는 동안 시장점유율은 5.8%에서 9.8%로 약 2배 증가했다. 전문판매점은 동사 수익의 35%를 차지하고 있어, 향후 판매점이 증가한다면 이 비중은 확대될 전망이며 시장 점유율 역시 증가세를 이어갈 것으로 예상된다.

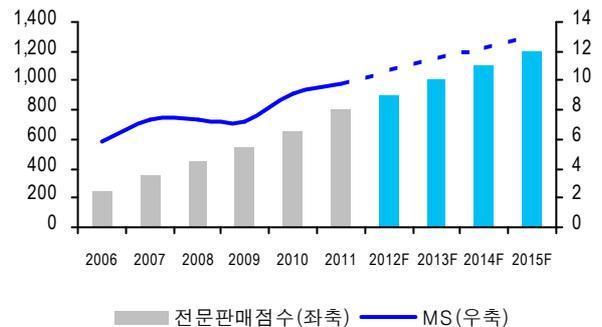
<그림14> 시장환경 변화



자료: 모두투어, BS투자증권

<그림15> 전문판매점과 MS 추이

(단위: 개, %)



자료: 모두투어, BS투자증권

재무상태표					
12월결산(억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	1,135.2	1,043.5	1,200.2	1,426.8	1,679.2
현금및현금성자산	279.7	272.9	366.2	507.2	673.9
단기금융자산	534.2	495.2	519.9	545.9	573.2
매출채권	137.2	115.8	130.7	161.7	188.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	99.5	246.8	263.8	278.5	295.4
유형자산	14.2	10.7	11.8	13.3	16.0
무형자산	0.0	5.6	5.6	5.6	5.6
지분관련투자자산	27.1	171.3	183.3	196.2	210.2
자산총계	1,234.8	1,290.3	1,464.0	1,705.2	1,974.7
유동부채	528.1	484.2	515.2	591.0	649.2
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
비유동부채	74.8	94.8	98.5	103.0	107.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	603.0	579.0	613.7	694.0	757.1
자본금	42.0	42.0	63.0	63.0	63.0
자본잉여금	300.3	300.3	279.0	279.0	279.0
이익잉여금	375.6	459.9	599.2	760.2	966.5
자본총계	631.8	711.3	850.3	1,011.2	1,217.6
순차입금(순현금)	(710.6)	(637.1)	(754.8)	(921.3)	(1,114.8)

손익계산서					
12월결산(억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	1,170.9	1,210.5	1,366.4	1,690.4	1,965.4
증가율(%)	90.8	3.4	12.9	23.7	16.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,170.9	1,210.5	1,366.4	1,690.4	1,965.4
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,004.7	1,061.8	1,157.4	1,426.9	1,650.8
기타영업수익	8.7	11.6	0.0	(0.0)	0.0
기타영업비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	174.9	160.2	209.0	263.4	314.6
증가율(%)	7,306.4	(8.4)	30.4	26.1	19.4
영업이익률(%)	14.9	13.2	15.3	15.6	16.0
금융수익	21.1	22.7	25.6	27.0	35.2
금융비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법이익(손실)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	196.0	183.0	234.6	290.4	349.8
법인세비용	47.1	50.4	55.1	68.2	82.2
당기순이익	148.9	132.6	179.5	222.1	267.6
증가율(%)	1,126.8	(11.0)	35.4	23.8	20.5
총포괄이익	143.5	127.8	174.7	217.3	262.8
EBITDA	183.0	170.6	219.2	275.0	326.0
영업이익(K-GAAP)	166.1	148.7	209.0	263.5	314.6

현금흐름표					
12월결산(억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	364.3	154.9	196.5	266.5	292.9
당기순이익	148.9	132.6	179.5	222.1	267.6
유형자산감가상각비	8.2	9.3	10.3	11.5	11.5
무형자산상각비	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법관련손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	144.8	(9.1)	(42.1)	(30.6)	(52.3)
투자활동현금흐름	(249.9)	(113.4)	(41.9)	(64.3)	(65.0)
금융자산의 감소(증가)	2.4	2.8	0.0	0.0	0.0
지분관련 투자자산의 감소(증가)	(10.0)	(144.1)	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소(증가)	(14.0)	(5.7)	(8.1)	(9.3)	(7.7)
무형자산의 감소(증가)	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0
FCF	114.4	41.5	154.5	202.1	227.9
재무활동현금흐름	(4.0)	(48.2)	(61.2)	(61.2)	(61.2)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급(-)	0.0	0.0	(61.2)	(61.2)	(61.2)
자기주식의 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금및현금성자산의증가	110.8	(6.9)	93.3	140.9	166.7
기초현금	169.0	279.7	272.9	366.2	507.2
기말현금	279.7	272.9	366.2	507.2	673.9

자료: BS투자증권 리서치센터

주요투자지표					
12월결산	2010	2011	2012F	2013F	2014F
PER (배)	19.0	19.1	18.3	14.7	12.2
PBR (배)	3.0	2.4	3.9	3.2	2.7
PSR (배)	2.4	2.1	2.4	1.9	1.7
PCR (배)	13.5	12.7	12.2	9.7	8.4
EV/ EBITDA (배)	na	na	11.5	8.6	6.6
배당수익률 (%)	2.7	2.5	1.9	1.9	1.9
EPS (원)	1,182	1,052	1,424	1,763	2,124
BPS (원)	7,521	8,468	6,748	8,026	9,663
SPS (원)	9,293	9,607	10,844	13,416	15,598
CFPS (원)	1,665	1,580	2,128	2,685	3,113
DPS (원)	600	500	500	500	500
ROA (%)	14.2	10.5	13.0	14.0	14.5
ROE (%)	26.3	19.7	23.0	23.9	24.0
ROIC (%)	(360.8)	(99.1)	(145.0)	(181.3)	(206.1)
영업이익률 (%)	14.9	13.2	15.3	15.6	16.0
순이익률 (%)	12.7	11.0	13.1	13.1	13.6
EBITDA이익률 (%)	15.6	14.1	16.0	16.3	16.6
부채비율 (%)	95.4	81.4	72.2	68.6	62.2
순부채비율 (%)	(112.5)	(89.6)	(88.8)	(91.1)	(91.6)
유동성비율 (%)	46.5	46.4	42.9	41.4	38.7
이자보상배율 (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

투자의견 및 목표주가 추이



투자등급 (종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상수익률을 의미함)
 6개월 수익률 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10 ~ +10%, 매도(Sell) -10% 이하

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 추가사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

고객지원센터 1577-2601 www.bsfn.co.kr

<부산본사·영업부>

부산시 부산진구 부전1동 259-4 부산은행 부전동별관 3층,4층 (우:614-709)

☎ 051-669-8000 / Fax. 051-669-8009

<사상지점>

부산시 사상구 주례1동 693-10번지 부산은행 사상지점 1층 (우:617-839)

☎ 051-329-4300 / Fax. 051-329-4399

<PB센터 해운대>

부산시 해운대구 우동 1407번지 두산위브 더 제니스 스퀘어 2층 (우:612-020)

☎ 051-780-1000 / Fax. 051-780-1010

<서울본부>

서울특별시 영등포구 여의도동 25-12번지 신승센터빌딩 16층 (우:150-977)

☎ 02-3215-1500 / Fax. 02-786-299