

목표주가 상향

# 모두투어(080160)

Korea / 여행

July 16 2007

## BUY (Maintain)

Rating within Industry : Overweight  
Earnings Quality Score : Medium  
Price Volatility : Low

### 영토확장은 지속된다

- 6개월 목표주가 65,000원으로 상향 및 BUY 투자 의견 유지
- 돌보이는 외형 성장은 높은 Valuation을 합리화
- 전방위 마케팅 강화의 효과는 향후에도 지속, 여행주 Top Pick으로 선정.

#### 6개월 목표주가 65,000원으로 상향 조정하며 투자 의견 BUY 유지

모두투어의 6개월 목표주가를 기존의 48,000원에서 65,000원으로 상향조정하며 투자 의견 BUY를 유지함. 목표주가는 12개월 Forward EPS 2,239원에 PER 29.0배 (ROE=27.0%, g=9.0%)를 적용하여 산출, 이는 2009년까지 평균 성장율을 감안시 PEG 0.7배에 해당하는데, 중국 업체의 내재 성장율 10.0%와 PEG 1.5배 수준을 감안시 무리 없는 Valuation, 현재 동사의 주가는 12개월 Forward EPS 대비 21.8배에서 거래되고 있는데, 이는 하나투어대비 20% 할인되고 있는 것으로 최근 동사가 상대적으로 높은 성장성을 시험하고 있다는 점에서 Valuation Gap 축소가 가능할 것으로 기대됨. 동사에 대한 투자포인트는 1) 적극적 마케팅 개진으로 시장에서의 입지를 확대하고 있고, 이를 바탕으로 2) 상대적으로 높은 성장성과 ROE 창출이 가능하다는 점, 3) 그 동안의 우려였던 하드블록 폐지에 따른 수익성 및 성장성 훼손에 대한 우려가 사라졌다는 점임.

#### 제휴 마케팅 효과로 영업이익률 크게 호전된 2/4분기 실적

2/4분기 실적은 매출액 193억원, 영업이익 16억원으로 당사 추정치 대비 14.8%, 1.6% 상회했으며, 전년 동기 대비 각각 56.5%, 683.0% 높은 수준으로 높은 성장성을 다시 한번 입증했음. 고객수는 전년비 73.0% 증가한 15.9만명을 기록했음. 객단가는 76만원으로 전년비 4.0% 하락했지만 최근 중국 비중이 전년 동기 대비 상승(13%(20%)하면서 나타나는 현상으로 하락률도 최근 완화되고 있어 우려사항은 아닐 것으로 판단. 매출이 급증하면서, 매출액 대비 인건비와 판매 수수료 비중이 감소(각각 35%(27%, 40% (38%)했는데, 이들 비중의 감소는 적극적인 제휴 마케팅, 온라인 매출 증가의 효과로 볼 수 있어 특히 긍정적. 이에 따라, 영업마진율은 1.7%에서 8.4%로 급호전, 비수기를 감안시 매우 높은 영업이익을 시험함. 지속적 비용구조 호전과 시장 지위 확대 가능성을 감안 2007년 및 2008년 EPS를 4.8%, 3.1% 상향함.

#### 여행업종 Top Pick을 모두투어로 교체

모두투어는 오랜 경험을 바탕으로 한 현지 핸들링 능력을 바탕으로 2005년 상장과 사명 변경 이후 적극적인 광고집행을 통해 브랜드 인지도가 상승했고, 여기에 제휴 마케팅이 가미되면서 시장에서의 입지가 확대되고 있음. 동사의 주가는 지난 6개월간 101.7% 상승했지만, 최근 하드블록 폐지에 따른 수익성 및 성장성 훼손 가능성이 희석되고 있는 만큼 Valuation의 지속적 상승이 가능할 것으로 보임. 여행주 Top Pick을 모두투어로 교체함.

#### Forecast Earnings & Valuation

결산월	매출액	영업이익	EBITDA	세전순이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
12월	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)
2005	38.9	3.2	3.5	4.1	2.9	404	N/A	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	96.8	18.6	19.3	21.6	15.5	1,841	81.6	26.5	6.6	19.1	28.1
2008E	135.5	26.4	27.4	30.5	22.1	2,636	43.2	18.5	5.0	13.1	30.6
2009E	181.5	36.5	37.8	42.0	30.4	3,623	37.4	13.5	3.7	8.9	31.5

#### Target Price & Expected Return

목표주가 (6M)	65,000
컨센서스 목표주가	47,000
현재가	48,800
예상 주당배당금 (07E)	200
예상 추가 상승률 (6M)	33.2%
예상 배당 수익률 (12M)	0.4%

#### Fundamental Data

예상 EPS (07E/08E)	1,841 / 2,636
컨센서스 EPS (07E/08E)	1,648 / 2,210
예상 EPS 성장률 (3년, CAGR)	52.9%
과거 EPS 성장률 (5년, CAGR)	0.0%
순부채비율 (07E)	(67.9%)

#### Earnings Quality Score



#### Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	410 / 447
발행주식수	8 Mil
유동주식비율	62.8%
수정베타(3년, 월간수익률)	0.8
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	56.2%
52주 최고가 / 최저가	18,650 - 51,000
최근 3개월 일평균 거래량	53 Ths
최근 3개월 일평균 거래대금	2,295 Mil
외국인 지분율	17.5%
주요주주 지분율	
대주주 등	27.1
우리사주조합	9.2

#### Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	14.6	101.7	100.0
KOSPI대비 상대수익률(%)	0.6	60.3	47.2



## I. Valuation

〈표 1〉 Valuation

항목	수치	Remark
Target PER	29.0	적정 PER(ROE=27.0%, g=9.0%)
EPS (원. 12개월 Fwd)	2,239	
목표주가 (원)	64,880	
ROE(%)	27.0	중국 업체 평균 내재 성장률 10.0% 대비 낮은 수준
g(%)	9.0	
r(%)	11.3	
FF	5.1	
G	3.9	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

## II. 실적전망 및 2/4분기 실적 Review

〈표 2〉 07~08년 연간 실적 전망 수정

(단위:십억원,%)	수정전		수정후		차이(%,%p)	
	2007E	2008E	2007E	2008E	2007E	2008E
매출액	92.5	124.2	96.8	135.5	4.6	9.1
영업이익	17.8	25.9	18.6	26.4	4.8	2.2
세전순이익	20.6	29.6	21.6	30.5	4.8	3.1
순이익	14.8	21.5	15.5	22.1	4.8	3.1
EPS	1,757	2,558	1,841	2,636	4.8	3.1
영업이익률	19.2	20.8	19.2	19.5	0.0	(1.3)
세전순이익률	22.3	23.9	22.3	22.5	0.0	(1.3)
순이익률	16.0	17.3	16.0	16.3	0.0	(1.0)
승객수 성장률	40.2	39.3	40.3	39.4	0.2	0.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

〈표 3〉 실적 전망

	3Q 06	4Q 06	1Q 07	2Q 07P	3Q 07E	4Q 07E	2006	2007E	2008E
영업수익	20.0	19.4	22.7	19.3	29.5	25.2	66.4	96.8	135.5
항공권판매	6.7	6.4	7.3	7.0	9.2	7.7	24.6	31.2	39.0
패키지	12.8	12.4	14.8	11.2	19.4	16.8	39.9	62.2	92.5
기타	0.5	0.6	0.7	1.2	0.9	0.7	1.9	3.5	3.9
영업비용	15.6	17.3	17.7	17.7	21.1	21.7	56.6	78.3	109.0
인건비	4.2	4.5	4.9	5.2	5.9	5.8	16.3	21.8	29.8
수수료	7.1	6.8	8.0	7.4	9.4	8.9	23.6	33.8	48.5
광고비	1.0	2.0	1.6	1.5	1.3	2.0	4.5	6.5	9.5
기타	3.4	4.0	3.3	3.7	4.5	4.9	12.2	16.3	21.3
영업이익	4.4	2.1	5.0	1.6	8.4	3.6	9.8	18.6	26.4
영업이익률(%)	22.0	10.7	21.9	8.4	28.4	14.1	14.7	19.2	19.5
순이익	3.5	1.8	4.1	1.6	6.6	3.1	8.2	15.5	22.1
순이익률(%)	17.7	9.4	18.2	8.1	22.5	12.3	12.3	16.0	16.3

자료: 모두투어, 미래에셋증권 리서치센터 추정

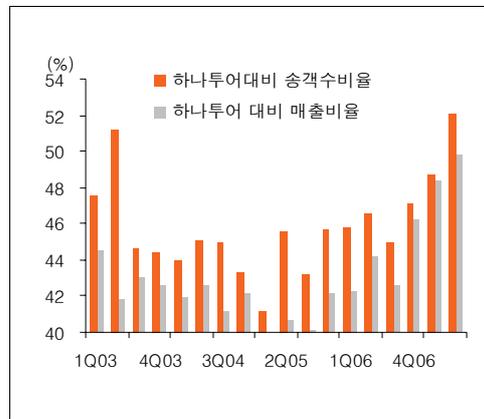
주: 수수료는 여행 알선 수수료

〈표 4〉 2/4분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)	2Q07E	2Q07P	차이(%,%p)	1Q07	QoQ (%,%p)	2Q06	YoY (%,%p)
매출액	18.4	19.3	5.1	22.7	(14.7)	12.4	56.5
영업이익	1.4	1.6	15.5	5.0	(67.9)	0.2	683.0
경상이익	1.9	2.2	16.1	0.0	N/A	0.5	303.8
순이익	1.4	1.5	12.6	4.1	(61.9)	0.4	300.4
영업이익률	7.6	8.4	0.8	22.2	(13.9)	1.6	6.8
경상이익률	10.3	11.4	1.1	0.0	11.4	4.4	7.0
순이익률	7.6	8.1	0.5	18.2	(10.1)	3.1	5.0

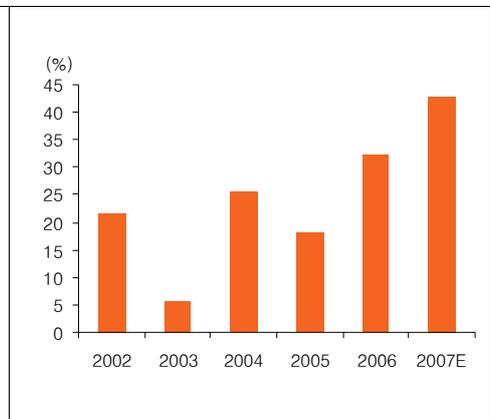
자료: 모두투어, 미래에셋증권 리서치센터

〈그림 1〉 하나투어 대비 송객수 및 매출비율

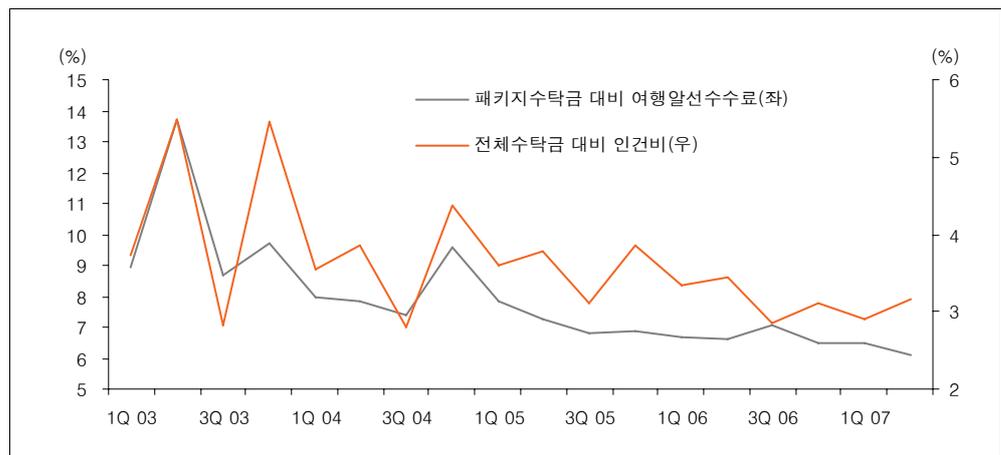


자료: 하나투어, 모두투어, 미래에셋증권 리서치센터

〈그림 2〉 하나투어대비 영업이익 비율



〈그림 3〉 지속되는 레버리지 효과



자료: 모두투어, 미래에셋증권 리서치센터

## Appendix

## Valuation 비교

〈표 5〉 Peer Group Valuation Analysis

(단위: 배, 원, %)	연도	하나투어	모두투어	롯데관광	China Travel	Ctrip	ELONG INC (ADR)	H.I.S
Last Price(자국통화)		92,800	48,800	28,250	4.7	85.5	10.2	3380.0
회계연도(FY1)		12/2007	12/2007	12/2007	12/2007	12/2007	12/2007	10/2007
시가총액 (십억달러)		1.2	0.4	0.3	3.4	2.8	0.3	0.9
영업이익률	FY0	18.2	14.7	6.5	4.6	32.7	(22.5)	2.2
	FY1	19.9	19.2	12.8	9.2	30.9	2.0	2.5
	FY2	22.7	19.5	10.4	11.1	29.9	8.6	2.7
	FY3	21.8	20.1	10.7	N/A	28.4	N/A	2.9
ROE	FY0	34.6	26.1	7.5	3.7	26.7	(7.0)	11.5
	FY1	31.6	28.1	10.1	5.2	27.4	3.1	12.1
	FY2	29.5	30.6	10.7	6.5	29.7	5.9	12.8
	FY3	25.5	31.5	14.5	7.5	29.9	16.6	13.2
PER	FY0	32.2	26.1	45.3	37.0	66.7	(33.1)	19.2
	FY1	30.8	26.5	33.0	45.5	69.0	78.1	20.0
	FY2	24.1	18.5	28.3	37.5	48.9	35.4	16.9
	FY3	19.3	13.5	18.4	32.3	38.8	N/A	14.6
PBR	FY0	8.9	4.6	2.3	2.5	21.2	1.9	2.6
	FY1	8.5	6.6	3.2	2.5	16.4	1.7	2.3
	FY2	5.1	5.0	2.9	2.3	12.9	1.6	2.0
	FY3	4.3	3.7	2.5	2.2	10.3	1.5	1.8
EPS Growth	FY0	36.4	150.7	N/A	(45.5)	8.3	24.0	(22.8)
	FY1	37.1	81.6	117.0	51.6	32.6	(142.5)	15.7
	FY2	27.4	43.2	16.6	21.2	41.1	120.8	18.3
	FY3	25.1	37.4	54.4	16.3	26.1	N/A	16.3

자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터 추정

주: ELONG INC는 2007년 6월 22일 기준

추정재무제표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
유동자산	16.6	50.5	62.4	82.3	109.8
현금 및 단기금융상품	13.6	34.2	24.5	27.2	44.4
매출채권	2.3	5.3	4.5	7.3	7.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	9.9	20.3	23.9	34.0	41.6
투자자산	9.4	19.5	22.8	32.5	39.6
유형자산	0.5	0.8	1.1	1.5	2.1
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	26.5	70.8	86.3	116.3	151.5
유동부채	10.5	20.5	21.5	30.7	37.2
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
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	24.2	33.8	40.6
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	28.9	49.4	77.7
자본조정	0.0	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
자본총계	14.6	48.0	62.1	82.5	110.9
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(13.6)	(34.2)	(42.2)	(52.5)	(74.9)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
영업활동 현금흐름	7.8	10.6	9.9	13.9	27.0
당기순이익	2.9	8.2	15.5	22.1	30.4
감가상각비	0.3	0.4	0.6	0.9	1.3
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)	0.8	(2.8)	(0.3)
매출채권의 감소(증가)	(1.1)	(3.0)	0.8	(2.8)	(0.3)
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	(7.0)	(6.5)	(4.4)
투자활동 현금흐름	(7.0)	(30.5)	(7.0)	(12.7)	(10.0)
단기금융상품의 처분(취득)	(0.2)	(15.5)	(7.6)	(3.2)	(2.3)
유가증권 처분(취득)	0.0	0.0	2.6	(7.6)	(5.3)
유형자산의 취득	(0.3)	(0.7)	(1.0)	(1.4)	(1.8)
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)	(0.5)	(0.6)
기타	(6.3)	(13.6)	(0.6)	(0.0)	0.0
재무활동 현금흐름	5.7	25.0	0.0	(1.7)	(2.1)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	5.7	25.5	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	(0.4)	0.0	(1.7)	(2.1)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	6.5	5.2	2.9	(0.5)	14.9
기초현금	2.3	8.8	14.0	16.9	16.4
기말현금	8.8	14.0	16.9	16.4	31.3
잉여 현금흐름	0.8	(19.9)	2.9	1.1	17.0

자료: 모두투어, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원,%)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
매출액	38.9	66.4	96.8	135.5	181.5
증가율	22.9	70.8	45.8	39.9	34.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	38.9	66.4	96.8	135.5	181.5
증가율	22.9	70.8	45.8	39.9	34.0
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비및일반관리비	35.7	56.6	78.2	109.0	145.1
영업이익	3.2	9.8	18.6	26.4	36.5
증가율	6.9	204.9	90.8	42.0	37.9
영업외손익	0.9	1.7	3.0	4.1	5.5
순금융비용	(0.2)	(1.3)	(2.6)	(3.6)	(4.9)
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	0.5	0.6
특별손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전순이익	4.1	11.4	21.6	30.5	42.0
법인세비용	1.1	3.3	6.2	8.4	11.5
당기순이익	2.9	8.2	15.5	22.1	30.4
EPS	404	1,014	1,841	2,636	3,623
증가율	-	150.7	81.6	43.2	37.4
EBITDA	3.5	10.2	19.3	27.4	37.8
증가율	8.7	190.1	89.3	42.2	38.0

투자지표

(단위 : 원, %)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
주당 지표(원)					
EPS	404	1,014	1,841	2,636	3,623
BPS	2,016	5,713	7,389	9,826	13,199
주당 EBITDA	484	1,261	2,292	3,259	4,497
주당 현금배당금	100	180	200	250	300
PER	38.3	26.1	26.5	18.5	13.5
PBR	7.7	4.6	6.6	5.0	3.7
EV/EBITDA	28.1	18.5	19.1	13.1	8.9
배당수익률	0.4	0.7	0.4	0.5	0.6
수익성					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	8.2	14.7	19.2	19.5	20.1
EBITDA이익률	9.0	15.3	19.9	20.2	20.8
순이익률	7.5	12.3	16.0	16.3	16.8
ROE	28.5	26.1	28.1	30.6	31.5
ROIC	27.6	37.6	42.3	47.5	48.0
안정성					
부채비율	81.6	47.5	39.0	40.9	36.6
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	159.3	246.2	290.5	267.9	295.4
이자보상배율(배)	(13.6)	(7.4)	(7.1)	(7.2)	(7.5)
활동성 (회)					
총자산회전율	2.0	1.4	1.2	1.3	1.4
매출채권회전율	21.8	17.5	19.9	23.1	24.5
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)	(35.4)	(128.3)	(113.9)

자료: 모두투어, 미래에셋증권 리서치센터 추정

● **투자의견** ●

<p>종목별 투자의견 (6개월 기준)</p> <p>BUY : 현주가 대비 목표주가 +20% 초과</p> <p>Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10%이내</p> <p>Reduce : 현주가 대비 목표주가 -20%초과</p> <p>단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내외의 조정치 감안 가능</p>	<p>업종별 투자의견</p> <p>Attractive : 현 업종지수대비 +10% 초과</p> <p>Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내</p> <p>Cautious : 현 업종지수 대비 -10%초과</p> <p>※ 업종별 투자의견의 용어를 재정리 함</p> <p>Overweight → Attractive / Underweight → Cautious로 2005년 8월 3일부터 변경함</p>
---	---

● **Earnings Quality Score** ●

**Earnings Quality Score = 0.70\*(Earnings Stability) + 0.15\*(Earnings Certainty) + 0.15\*(Earnings Forecast Accuracy)**

1. Historical Earnings Stability
  - 최근 5년간 분기 순이익 성장률(YoY)의 변동성을 100분위 지표로 환산.
  - 변동성은 outlier에 의한 왜곡현상을 최소화하기 위해 표준편차(SD) 대신 MAD(Median Absolute Deviation)로 산정.
  - 순이익 분기 성장률(YoY) 변동성이 낮을수록 등 지표값이 높음.
2. Consensus Forecast Certainty
  - 12개월 예상 EPS(컨센서스 기준) 추정치에 대한 애널리스트간 견해차를 100분위 지표로 환산.
  - 견해차는 12개월 예상 EPS의 '표준편차 / 평균'으로 산정.
  - 견해차가 작을수록 등 지표값이 높음.
3. Consensus Forecast Accuracy
  - 최근 3년간 EPS surprise 절대값의 평균(median)을 100분위 지표로 환산.
  - EPS surprise는 '(연말 실적치 - 연초 추정치)/연초 추정치로 산정.
  - Surprise의 절대크기가 낮을수록 등 지표값이 높음.

\* 참고사항

- 1) Consensus Forecast Certainty 및 Consensus Forecast Accuracy는 예상 EPS 컨센서스 추정치 수가 5개 이상인 기업만을 대상으로 하였음.
- 2) 각 지표를 산정할 수 없을 경우에는 평균인 50을 부여하였음.

● **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 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 류제현

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수		취득일	1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	자사주 취득부
			수량	취득가					
0									

