

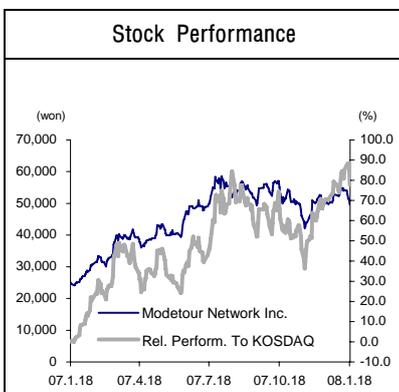
김성훈 (02)368-9525  
 shkjin@bookook.co.kr

## 모두투어(080160)

**Buy (유지)**

**목표주가: 65,000원**

현재가(01/18)	49,600
액면가(원)	500
자본금(억원)	42
시가총액(억원)	4,166
상장주식수(만주)	840
외국인지분율(%)	26.57
60일 평균거래량(만주)	2
52주 최고/최저(원)	58,500 / 24,150
주요주주	우종웅 (10.5)



### 일시적 부진을 기회로

- 4분기 부진은 일시적, 1분기 예약률 매우 양호
- 양호한 시장 성장 전망
- 시장의 우려 해소될 전망

### 4분기 여행수요 부진은 일시적, 1분기 수요 폭발

4분기 실적은 일시적으로 부진하였으나 국내 여행 수요는 아직 견조한 것으로 판단됨. 4분기 수요가 1분기로 이연되어 1월과 2월의 예약 현황은 폭발적인 수준인 것으로 파악됨. 이에 따라 1분기 실적은 매우 긍정적인 전망. 2007년 1분기 실적이 전년대비 54.7% 증가하여 베이스가 낮지 않음을 감안하면 매우 고무적임.

### 2008년 관전 포인트

모두투어의 장기 전망 및 1분기 양호한 실적 예상에도 불구하고 올해 동시에는 평가 하락, 유류할증료, 항공커미션 인하 등 풀어야 할 문제가 몇 가지 있음. 3가지 모두 시장의 우려와 달리 실적에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단되나 불확실한 요인이기 때문에 향후 추이를 지켜봐야 함.

### 목표주가 65,000원, 투자의견 Buy 유지

최근 동사를 비롯한 여행업체의 주가 수익률이 부진함. 이는 시장 점유율 1위 업체인 하나투어의 실적 부진과 성장 둔화 우려에서 비롯된 것이라고 판단됨. 그러나 향후 성장성이 훼손되지 않을 전망이며 1분기 실적이 양호할 것으로 예상되기 때문에 시장의 우려는 대부분 해소될 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	945	148	163	116	1,385	34.7	38.2	25.3	7.5	21.7
2008	1,302	217	249	180	2,148	55.1	23.1	14.7	5.4	26.4

### 4분기 여행수요 부진은 일시적, 1분기 수요 폭발

장기전망 여전히 긍정적

모두투어의 장기 전망은 여전히 긍정적인 것으로 판단된다. 4분기 실적이 일시적으로 둔화되었으나 여행수요의 감소 신호는 나타나지 않고 있고 1분기 예약률 역시 폭발적으로 증가하고 있기 때문이다.

4분기 실적 둔화

4분기 실적의 경우 매출액은 전년대비 18.1% 증가한 229억원, 영업이익은 46.5% 증가한 30억원을 시현하였다. 부문별로는 항공권매출이 전년대비 27.2% 증가한 82억원, 해외여행알선매출이 10.9% 증가한 137억원을 나타내었다. 패키지여행 매출은 전년대비 17.5% 증가한 것으로 추정되는데 예년에 비해 둔화폭이 컸다. 실적 부진의 이유는 대통령 선거와 인센티브 여행 감소로 10월, 11월 두달동안의 전체 출국자수가 전년대비 9.3%로 한자리수 증가율에 그쳤고 판가의 하락도 나타났기 때문이다.

전체적인 출국자수 둔화 때문

4분기 수요가 1분기로 이연

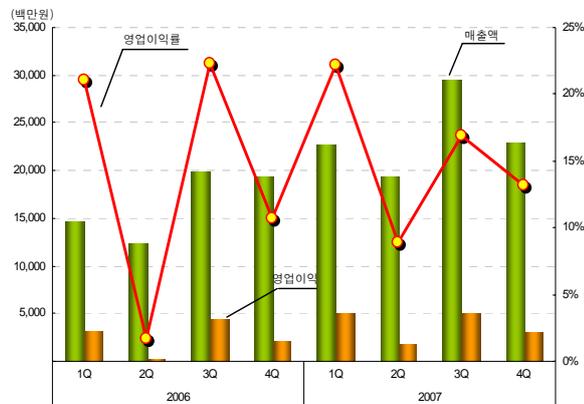
그러나 이를 여행 수요의 성장 둔화 시그널로 해석하는 것은 무리가 있다. 단지, 4분기 수요가 1분기로 이연되었다고 보는 것이 맞을 듯 하다. 실제로 올해 1월과 2월의 예약 현황은 양호한 연후효과로 인해 가히 폭발적인 수준인 것으로 파악된다. 이에 따라 1분기 실적은 매우 긍정적일 것으로 예상된다. 또, 2007년 1분기 실적이 전년대비 54.7% 증가하여 베이스가 낮지 않았음을 감안하면 매우 고무적인 수준이다.

1분기 실적 매우 양호할 듯

여행수요 견조

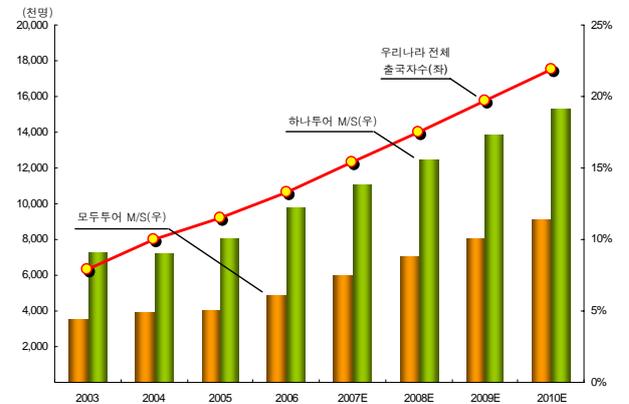
이와 같은 사실로 미루어 보았을 때 국내 여행수요는 아직 견조한 것으로 판단되어, 전체 여행객수의 향후 3년간 CAGR은 12.4%, 모두투어 패키지 여행객수의 향후 3년간 CAGR은 36.5%로 예상된다. 또 2008년 M/S는 전년대비 1.2%p 증가한 8.8% 수준이 될 전망이다.

[그림1] 분기별 실적 추이



자료 : 모두투어, 부국증권

[그림2] 여행시장 추이 및 전망



자료 : 모두투어, 하나투어, 부국증권 추정

2008년 관전 포인트

3가지 불확실한 요인 점검

모두투어의 장기 전망 및 1분기 양호한 실적 예상에도 불구하고 올해 동사에는 평가 하락, 유류할증료, 항공커미션 인하 등 풀어야 할 문제가 몇가지 있다. 물론 3가지 모두 우려와 달리 실적에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단되나 불확실한 요인이기 때문에 향후 추이를 지켜봐야 할 필요가 있다.

평가 하락 나타나

먼저 평가 하락에 대해 살펴보면, 패키지 여행의 평균 판매가는 2007년 1분기부터 (-) 전환된 것으로 추정된다. 3분기까지 그 폭은 3~4% 정도로 매우 작은 수준이었으나, 4분기에는 전년대비 13.7% 감소한 것으로 파악된다.

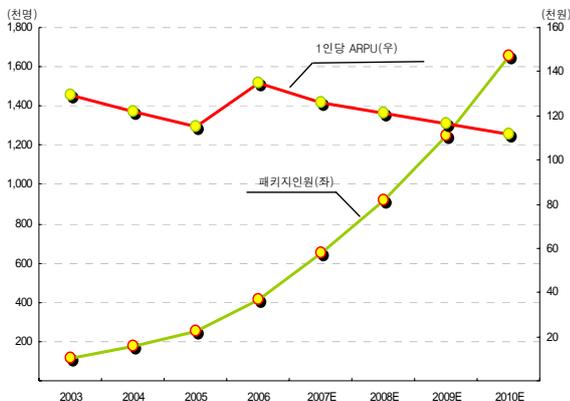
평가 하락은 일시적 성격 강해

그러나 평가 하락은 구조적/추세적인 문제는 아니라고 판단된다. 4분기 평가 하락이 컸던 주요 이유는 동사 고유의 문제가 아닌 경쟁사 하나투어로부터 비롯되었기 때문이다. 하나투어는 하드블록 수요 예측 실패로 좌석 확보를 필요 이상 많이 가져갔고 여행시장 내의 공급 과잉과 수요 분산에 따라 단가를 낮추며 판매했다. 결국 2007년중 하나투어의 이러한 전략은 모두투어의 평가 하락 압력으로 작용하였던 것이다.

평가 회복 기대

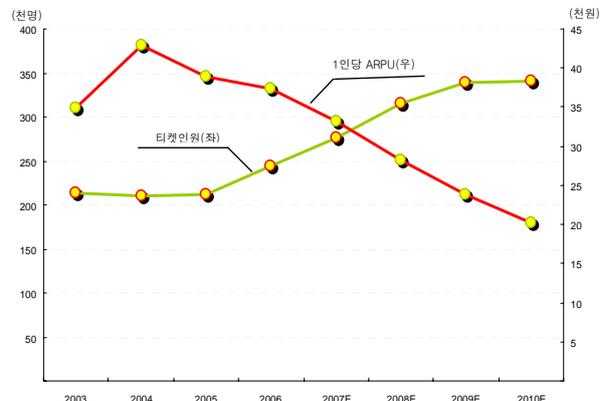
올해 하나투어는 하드블록 비중 축소와 수익성 위주의 전략으로 회귀할 전망이다. 따라서 전반적인 평가 경쟁은 2007년 대비 다소 완화될 것으로 예상된다. 아울러 매출액 성장 둔화에도 불구하고 출국지수는 여전히 빠르게 성장하고 있고, 평가의 회복이 기대되는 상황이기 때문에 긍정적인 시각을 견지한다.

[그림3] 패키지 인원, 1인당 ARPU 추이



자료 : 모두투어, 부국증권 추정

[그림4] 티켓 인원, 1인당 ARPU 추이



자료 : 모두투어, 부국증권 추정

유류할증료에 의해 소폭의  
여행수요 감소 예상

유류할증료에 대해 살펴보면 지속적인 유가 인상에 따라 항공사가 탄력적으로 할증료를 부과할 수 있게 됨에 따라 판매가 인상이 나타날 전망이다. 거리에 따라 다르게 적용되겠지만 판매가 인상으로 소폭의 여행수요 감소가 예상된다.

항공커미션 인하는 실적에  
미치는 영향 크지 않을 전망

한편, 대한항공의 항공커미션 인하 방침으로 4월부터 기존 9%에서 7%로 항공권 수수료가 낮아질 전망이다. 장기적으로는 아시아나항공 등도 참여할 것으로 예상된다. 이로써 항공권판매수익은 감소할 수 있으나 리테일사에 지급하는 수수료(원가)율 역시 낮아지기 때문에 실적에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단된다. 아울러 항공커미션 인하는 대형사보다 규모가 작은 리테일사의 수익구조 악화를 초래해 대형사로의 집중이 더욱 가속화될 것으로 판단된다.

### 목표주가 65,000원, 투자의견 Buy

하나투어와 비교하여  
목표주가 산정

모두투어의 목표주가를 65,000원으로 소폭 상향하고 투자의견은 Buy를 유지한다. 목표 주가는 성장성을 고려하여 향후 3년간 EPS의 평균인 2,215원에 PER 29배를 적용한 수준이다. 목표 PER은 동사의 성장세가 과거 하나투어와 유사한 점을 감안하여 당시 하나투어가 적용받던 밸류에이션을 참고하여 적용한 것이다.

하나투어는 2004년부터 2006년까지 3년간 매출액과 순이익이 각각 연평균 42%, 49.1% 증가하여 평균 26배의 PER을 적용받았다. 이에 비해 모두투어는 향후 3년간 매출액 성장률이 33%에 이르고 순이익 성장률은 46%에 달할 것으로 예상되어 하나투어와 유사한 것으로 판단된다. 아울러 하나투어와의 겹을 좁혀가고 있고 규모의 경제가 나타나고 있어 성장 및 이익모멘텀이 동시에 발현되고 있다.

여행업체의 주가수익률 하락

그럼에도 불구하고 최근 동사를 비롯한 여행업체의 주가 수익률은 부진하다. 올해 들어서만 하나투어의 주가 수익률은 시장대비 10.9% 하락했으며 모두투어는 0.9% 하락하였다. 이는 시장 점유율 1위 업체인 하나투어의 실적 부진과 성장 둔화 우려에서 비롯된 것이라고 판단된다. 물론 모두투어의 경우 상대적으로 실적이 양호한 편이나 시장의 기대가 워낙 높기 때문에 수익률이 낮은 것으로 보인다.

시장의 우려 해소될 전망

그러나 향후 성장성이 훼손되지 않을 전망이며 하나투어와 모두투어의 1분기 실적이 양호할 것으로 예상되기 때문에 시장의 우려는 대부분 해소될 것으로 판단된다.

Compliance Notice

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

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이



- ❖ 본 자료는 2008년 01월 18일 22시에 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
<b>유동자산</b>	<b>166</b>	<b>505</b>	<b>760</b>	<b>1,121</b>
현금/단기금융상품	136	342	558	868
시장성유가증권	0	0	0	0
매출채권	23	53	51	64
재고자산	0	0	0	0
<b>고정자산</b>	<b>99</b>	<b>203</b>	<b>312</b>	<b>299</b>
투자자산	94	195	301	286
유형자산	5	8	11	13
무형자산	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>265</b>	<b>708</b>	<b>1,071</b>	<b>1,419</b>
<b>유동부채</b>	<b>105</b>	<b>205</b>	<b>444</b>	<b>611</b>
매입채무	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0
유동성 장기부채	0	0	0	0
<b>고정부채</b>	<b>15</b>	<b>23</b>	<b>33</b>	<b>33</b>
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>119</b>	<b>228</b>	<b>477</b>	<b>645</b>
자본금	21	42	42	42
자본잉여금	53	299	301	301
이익잉여금	72	150	251	431
<b>자본총계</b>	<b>146</b>	<b>480</b>	<b>594</b>	<b>774</b>

예상손익계산서

(단위: 억원)

	2005A	2006A	2007F	2008F
<b>매출액</b>	<b>389</b>	<b>664</b>	<b>945</b>	<b>1,302</b>
증가율(%)	22.9	70.8	42.3	37.8
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>389</b>	<b>664</b>	<b>945</b>	<b>1,302</b>
판매비	357	566	797	1,084
<b>영업이익</b>	<b>32</b>	<b>98</b>	<b>148</b>	<b>217</b>
영업이익률 %	8.2	14.7	15.6	16.7
<b>영업외수익</b>	<b>9</b>	<b>19</b>	<b>34</b>	<b>50</b>
이자수익	2	13	24	38
지분법평가이익	0	0	0	0
외환관련이익	0	2	1	0
<b>영업외비용</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>19</b>	<b>19</b>
이자비용	0	0	0	0
지분법평가손실	0	0	15	15
외환관련손실	0	1	1	0
<b>경상이익</b>	<b>41</b>	<b>114</b>	<b>163</b>	<b>249</b>
특별손익	0	0	0	0
법인세차감전이익	41	114	163	249
법인세비용	11	33	47	68
<b>당기순이익</b>	<b>29</b>	<b>82</b>	<b>116</b>	<b>180</b>
<b>EBIT</b>	<b>32</b>	<b>98</b>	<b>148</b>	<b>217</b>
<b>EBITDA</b>	<b>35</b>	<b>102</b>	<b>153</b>	<b>224</b>

예상현금흐름표

(단위: 억원)

	2005A	2006A	2007F	2008F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>78</b>	<b>106</b>	<b>345</b>	<b>310</b>
당기순이익	29	82	116	180
감가상각비	3	4	6	7
영업용자산활동변동	35	5	195	117
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-70</b>	<b>-305</b>	<b>-124</b>	<b>16</b>
투자자산의 증가	-67	-298	-117	0
유형자산의 증가	-3	-7	-9	-9
무형자산의 증가	0	0	0	0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>57</b>	<b>250</b>	<b>-5</b>	<b>-17</b>
장/단기차입금증가	0	0	0	0
자본 증가	57	267	0	0
배당금 지급	0	-4	-15	-17
<b>순현금흐름</b>	<b>65</b>	<b>52</b>	<b>216</b>	<b>310</b>
기초현금	23	88	140	356
기말현금	88	140	356	666
<b>Free Cash Flow</b>	<b>58</b>	<b>72</b>	<b>301</b>	<b>276</b>

Valuation 관련지표

	2005A	2006A	2007F	2008F
EPS (원)	451	1,028	1,385	2,148
CFPS (원)	498	1,081	1,452	2,228
BPS (원)	2,013	5,713	7,070	9,218
PER (배)	34.3	25.8	38.2	23.1
PBR (배)	7.7	4.6	7.5	5.4
EV/EBITDA (배)	28.1	18.5	25.3	14.7
매출액증가율 (%)	22.9	70.8	42.3	37.8
영업이익증가율 (%)	6.9	204.9	51.5	47.0
순이익증가율 (%)	2.5	178.9	42.3	55.1
EPS증가율 (%)	-7.4	128.1	34.7	55.1
영업이익률 (%)	8.2	14.7	15.6	16.7
순이익률 (%)	7.5	12.3	12.3	13.9
EBITDA 마진 (%)	9.0	15.3	16.2	17.2
ROE (%)	28.4	26.1	21.7	26.4
부채비율 (%)	81.6	47.5	80.3	83.3
이자보상배율 (배)	0.0	0.0	0.0	0.0