

# 모두투어 (080160)

실적모멘텀에 거는 기대

2008년 3월 14일

## 매수(Buy)

목표주가(6개월) 48,000원  
기준일주가(3/14) 35,300원

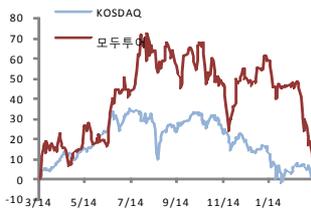
Analyst  
이주병

02-3787-2394, zblee@shs.co.kr

52주 최고종가	58,500원
52주 최저종가	35,300원
시가총액	2,965억원
상장주식수(보통주)	840만주
외국인보유비중	27.0%
평균거래량(60일)	2.6만주
평균거래대금(60일)	12,134억원
자본금	42억원
액면가	500원
KOSDAQ	617.71p

주가상승률(%)	1개월	3개월	12개월
절대주가	-29.4	-30.8	3.8
상대주가	-24.5	-15.9	3.1

모두투어 주가와 KOSDAQ (%)



### 투자의견 매수, 목표주가 48,000원

동사 주식에 대한 투자의견을 매수(유지), 목표주가를 48,000원(하향)으로 제시한다. 이는 '08년 예상실적 기준으로 Target PER 20.X배를 적용한 것으로, 최근 경제지표 둔화 가능성과 수급불균형 등으로 여행업종의 주가 프리미엄이 축소되고 있는 상황을 반영하였다.

### 주식시장 내 동향

최근 국내 주식시장 동향은 해외 시장과의 연동성이 강화되면서 지수가 급등락을 반복하고 있는데, 여행업종의 경우 성장성에 대한 논란과 상대적으로 취약한 수급구조가 리스크로 작용하면서 시장수익률 대비 추가 하락하는 모습을 보였다. 이로 인해 업계 1위인 하나투어의 주가 동향이 전년 말 대비 32.9% 하락하였는데, 이는 '08년 예상실적 기준으로 PER 15배 수준에서 거래되는 것으로 과거 대비 시장 프리미엄이 크게 축소된 상황이다. 이러한 현상은 동사에게도 유사하게 나타나고 있는 만큼 프리미엄 조정은 불가피한 것으로 파악된다.

### 주요 지표 동향

여행시장에 영향을 미치는 주요 변수들 중 경기성장 둔화 가능성과 원화 약세 현상 등이 리스크 요인으로 부각되고 있다. 여기에 유류할증료 인상과 항공권 발권수수료율 인하 등도 부담으로 작용하고 있다. 그러나 아직까지 해외여행시장은 성장단계로 꾸준한 수요가 지속되고 있어 '10년까지 CAGR +13% 수준은 유지될 것으로 보이고, 단가인상의 경우도 PKG가격 인상 등으로 수익성을 확보해 나갈 것으로 전망된

결산기 (12월)	매출액 (억원)	yoy (%)	영업이익 (억원)	영업이익률 (%)	세전순이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	yoy (%)	PER (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)
2004	316	39.8	30	9.5	40	29	487	189.7	0.0	62.7	-0.8
2005	389	22.9	32	8.2	41	29	451	-7.4	34.3	28.4	28.1
2006	664	70.8	98	14.7	114	82	1,028	128.1	25.8	26.1	18.5
2007(E)	945	42.4	147	15.6	164	116	1,385	34.7	38.2	21.7	26.4
2008(F)	1,375	45.5	248	18.0	281	201	2,394	72.9	14.7	29.5	9.5

자료: 사업보고서, 신흥증권

해외여행시장 성장세는 유효

다. 이에 대해 일부 시장의 우려가 제기되고 있지만, 전체 인구 대비 해외출국자 비중이 아직 27% 수준에 머물러 있어 예비수요가 충분한 상황이고, 소득수준 향상으로 해외여행을 소비하는 주요 계층의 구매력은 점차 향상되고 있어 가격인상에 대한 소비저항은 제한적일 것으로 판단된다. 따라서 해외여행시장의 성장성은 당분간 훼손되지 않을 것으로 전망된다.

'07.4Q 실적부진은 일시적 현상

실제로 여행업체들의 '07.4Q 실적은 추석연휴 변경과 대통령 선거 실시 등으로 일시적인 성장세 둔화가 나타나고, 일부 업체들의 경쟁심화로 수익성도 하락하는 모습을 보였지만, 최근 KATA가 집계한 자료에 따르면, '08년 1월 실적이 설연휴가 2월로 변경되었음에도 불구하고 송객인원이 전년동월 대비 14.9% 증가(50.7만 명)하였고, 2월 실적도 기저효과 양호한 것으로 추산된다.

최근의 주가하락은 시장의 우려가 과도하게 반영

따라서 최근의 여행업체들의 주가 하락은 일부 업체들의 실적부진과 성장세 둔화에 대한 시장의 과도한 우려가 반영된 것으로 파악되는 만큼 국내·외 주식시장이 안정화 단계에 진입하게 되면 다시 예년 수준으로 복귀할 것으로 전망된다.

실적모멘텀 강화

'08년 실적 전망

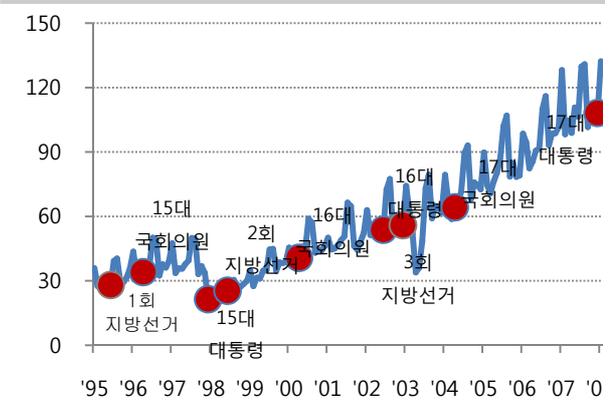
동사의 '08.1Q 실적은 매출액 266억원(+17.2 yoy)과 영업이익 57억원(+14.0) 수준으로 추정된다. 1~2월 실적은 시장상황을 상회하는 실적을 달성할 것으로 예상되지만, 3월의 경우 4월 초 총선거(4/9)를 앞두고 있는 만큼 예년 수준을 유지할 것으로 보인다. 그러나 전통적 비수기인 2Q의 경우, 5월(1일 근로자의 날, 5일 어린이날, 12일 석가탄신일)과 6월(6일 현충일)에 다수의 휴일을 포함하고 있는 만큼 여행업체의 특수가 나타날 것으로 보인다. 여기에 하반기는 기저효과에 따른 성장과 이익모멘텀이 강화될 전망이어서 지속적인 관심이 요구된다.

표1. 세계 관광시장 전망 (단위:억\$,%)

	시장규모(억\$)			MS(%)		CAGR(%)
	'95년	'10년	'20년	'95년	'20년	'95-'20년
세계	5.65	10.06	15.61	100.0	100.0	4.1
아프리카	0.20	0.47	0.77	3.6	5.0	5.5
미주	1.10	1.90	2.82	19.3	18.1	3.8
동아시아태평양	0.81	1.95	3.97	14.4	25.4	6.6
유럽	3.36	5.27	7.17	59.8	45.9	3.1
중동	0.14	0.36	0.69	2.2	4.4	6.6
남아시아	0.04	0.11	0.19	0.7	1.2	6.4

자료 : UNWTO

그림1. 주요 선거-출국자 동향 (단위:만 명)



자료 : 한국관광공사

Income Statement (억원)					Cash Flow Statement (억원)				
	2005A	2006A	2007F	2008F		2005A	2006A	2007F	2008F
매출액	389	664	945	1,375	영업활동현금흐름	78	106	125	185
매출액증가율 %	22.9	70.8	42.3	45.6	당기순이익	29	82	116	201
매출원가	0	0	0	0	감가상각비	3	4	4	4
매출총이익	389	664	945	1,375	무형자산상각비	0	0	0	0
판매비 및 일반관리비	357	566	797	1,128	영업활동관련 자산부채	35	5	-2	-17
영업이익	32	98	147	248	투자활동현금흐름	-70	-305	-93	-113
영업이익률 %	8.2	14.7	15.6	18.0	투자자산 투자	-67	-298	-98	-110
영업외수익	9	19	35	46	유형자산 투자	-3	-7	-4	-4
이자수익	2	13	23	30	무형자산 투자	0	0	0	0
외환관련이익	0	2	2	2	재무활동현금흐름	57	250	-4	-14
영업외비용	1	3	19	12	단기차입금 증가	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	사채 증가	0	0	0	0
외환관련손실	0	1	1	1	장기차입금 증가	0	0	0	0
경상이익	41	114	164	281	유동성장기차입금 상환	0	0	0	0
특별손익	0	0	0	0	자본 증가	57	267	0	0
법인세차감전순이익	41	114	164	281	배당금 지급	0	-4	-15	-14
법인세비용	11	33	48	80	순현금흐름	65	52	28	58
당기순이익	29	82	116	201	기초현금	23	88	140	168
EPS	451	1,028	1,385	2,394	기말현금	88	140	168	226

Balance Sheet (억원)					Financial Ratios (% , X)				
	2005A	2006A	2007F	2008F		2005A	2006A	2007F	2008F
현금 및 현금등가물	88	140	168	226	유동비율	159.3	246.2	293.7	369.1
단기금융상품/유가증권	48	202	270	350	당좌비율	159.3	246.2	293.7	369.1
매출채권	23	53	54	71	부채비율	81.6	47.5	38.4	29.6
재고자산	0	0	0	0	차입금/자기자본	0.0	0.0	0.0	0.0
유동자산	166	505	602	757	차입금의존도	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산	94	195	211	234	순차입금/자기자본	-92.9	-71.3	-73.9	-74.7
유형자산	5	8	8	8	유보율	596.0	1,042.7	1,311.6	1,734.4
무형자산	0	0	0	0	매출액증가율	22.9	70.8	42.3	45.6
자산총계	265	708	821	998	EBITDA 증가율	8.7	190.1	49.0	66.1
매입채무	0	0	0	0	영업이익 증가율	6.9	204.9	51.1	68.0
단기차입금	0	0	0	0	경상이익 증가율	0.9	182.1	43.3	71.7
유동성장기차입금	0	0	0	0	당기순이익 증가율	2.5	178.9	42.3	72.9
유동부채	105	205	205	205	EPS 증가율	-7.4	128.1	34.7	72.9
사채	0	0	0	0	총자산 증가율	124.1	166.6	16.0	21.6
장기차입금	0	0	0	0	투자자본 증가율	134.5	-49.4	-5.0	-51.4
고정부채	15	23	23	23	EBITDA 마진	9.0	15.3	16.0	18.3
부채총계	119	228	228	228	영업이익률	8.2	14.7	15.6	18.0
자본금	21	42	42	42	경상이익률	10.4	17.2	17.3	20.5
자본잉여금	53	299	299	299	세전순이익률	10.4	17.2	17.3	20.5
이익잉여금	72	150	252	430	당기순이익률	7.5	12.3	12.3	14.6
자본총계	146	480	593	770	이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0

Valuation Guide (억원, %, X)					Per Share Data (원, X)				
	2005A	2006A	2007F	2008F		2005A	2006A	2007F	2008F
ROE	28.4	26.1	21.7	29.5	EPS	451	1,028	1,385	2,394
COE	10.1	13.0	11.5	11.5	PER	34.3	25.8	38.2	14.7
ROE-COE	18.4	13.1	10.2	18.0	CFPS	498	1,081	1,435	2,444
ROE/COE	2.8	2.0	1.9	2.6	PCFR	31.1	24.5	36.9	14.4
EBIT	32	98	147	248	BPS	2,013	5,713	7,058	9,172
NOPLAT	23	70	105	177	PBR	7.7	4.6	7.5	3.8
Pre-tax ROIC	-65.2	-188.5	-434.5	-1,008.2	SPS	5,978	8,350	11,246	16,374
ROIC	-47.2	-134.8	-308.5	-720.9	PSR	2.6	3.2	4.7	2.2
ROIC-WACC	-57.3	-147.7	-320.0	-732.4	EBITDA/share	539	1,279	1,804	2,997
ROIC/WACC	-4.7	-10.4	-26.8	-62.6	EV/EBITDA	28.1	18.5	26.4	9.5

**Compliance Note**

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 이주병의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

**투자 의견 분류**

- 강력매수 (Strong Buy) : 추천일 증가대비 50% 이상의 초과수익이 예상되는 경우
- 매수 (Buy) : 추천일 증가대비 15%~50% 미만의 초과수익이 예상되는 경우
- 중립 (Neutral) : 추천일 증가대비 -15%~15%이내의 주가등락이 예상되는 경우
- 매도 (Sell) : 추천일 증가대비 -15% 이하의 주가하락이 예상되는 경우
- Not Rated : 투자 의견 미제시

**투자 의견 및 목표주가 추이**

일자	투자 의견	목표주가
2006/09/21 16:05	매수	29,000원
2006/10/27 17:05	매수	29,000원
2007/01/19 16:51	매수	31,600원
2007/04/13 15:50	중립	40,000원
2007/07/20 17:03	매수	64,000원
2007/11/05 17:05	매수	65,000원
2008/01/18 17:00	매수	65,000원
2008/03/14 16:40	매수	48,000원

**최근 2년간 모두투어 주가 및 목표주가**

