

2008년 7월 16일

심원섭
(02) 3772-1506
wsshim@goodi.com

이주현
(02) 3772-1353
dianajhi@goodi.com

매수

주가 (7월 15일) 16,400원
적정주가 (% variance) 23,600원 (43.9%)

시가총액 137.8십억원
일평균 거래액 500원
52주 최고가/최저가 8.4백만주

12월 결산	2007	2008E	2009E
EPS (won)	1,353	1,061	1,371
% change	31.6	-21.6	29.3
% from cons		-47.3	-50.2
PER (x)	32.5	15.5	12.0
Rel. PER (x)	1.1	0.8	0.9
EV/EBITDA (x)	20.5	5.4	3.9
PBR (x)	6.4	2.1	1.9
ROE (%)	21.5	14.6	16.8

주가 추이



투자 의견 및 적정주가 추이



모두투어 (080160)

2분기 실적 review : 어닝쇼크

- ◆ 2분기 영업수익 212억원(+9.2% YoY), 영업적자 14억원(적전)으로 어닝쇼크
- ◆ 기본 기정 및 수익 추정치 하향 조정에 따라 목표주가 23,600원으로 하향
- ◆ 외국인 매도세에 의한 주가 급락, 급락세 진정 국면에 들어갈 것

2분기 영업적자 기록 동사가 2분기에 영업수익 212억원(+9.2% YoY), 영업적자 14억원(적자전환)을 기록하면서 시장에 충격을 안겨주었다. 최근 주가 급락의 배경이 실적 부진임을 확인하는 수치였다. 모두투어의 2분기 송출객수는 159천명으로 전년동기 대비 4.9% 성장에 그쳤다. 2006년 63.4% YoY, 2007년 57.6% YoY 성장과 비교하면 초라한 수치이나, 시장성장률(내국인 출국자 성장률)이 -1.1%인 점은 감안해야 할 것이다.

2분기 어닝쇼크의 원인은 비용통제 실패에 있다. 90명(10.6% YoY) 신규채용으로 인건비가 전년동기 대비 36.3% 증가했으며, 광고비는 79.5% 증가하는 등 40% 외형 성장을 목표로 하는 공격적인 예산책정과 이의 실행이 어닝쇼크로 이어진 것으로 보인다. 이에 동사는 하반기에 연간 광고비를 65억원(매출대비 6.1%, 2007년 78억원, 매출대비 8.2%)으로 축소시키고, 하반기 인력 충원 계획을 백지화하는 등 수익성 방어 위주의 전략으로 전환할 것으로 보인다.

2분기 실적 요약

(억원)	2Q08P	2Q07	%YoY	GMSH	Cons.	1H08P	1H07	%YoY
영업수익	212	194	9.2%	246	274	477	421	13.4%
영업이익	-14	17	적전	23	38	39	68	-42.0%
세전이익	-13	15	적전	27	62	50	73	-32.3%
순이익	-8	11	적전	20	44	38	52	-27.9%
OP(%)	-6.5%	8.9%		9.3%	13.9%	8.2%	16.1%	
EBT(%)	-6.0%	8.0%		11.0%	22.6%	10.4%	17.5%	
NP(%)	-3.6%	5.6%		8.1%	16.1%	7.9%	12.4%	

자료 : 모두투어, Fn-guide, 굿모닝신한증권

기정 및 수익 추정치 하향 조정, 목표주가 23,600원으로 하향 1989년 해외여행자 유화 조치 이후 급성장해온 여행업계는 1998~1999년 IMF 금융위기, 2001년 9.11 테러, 2003년 SARS 등 대내외적인 악재에 민감한 모습을 보였으나, 빠른 시간 내에 원위치를 찾아왔다. 하지만, 2007년~2008년의 고환율, 미최고기수입 과동, 원화 평가절하 등 대내외적인 악재들이 연이었고, 그 끝을 판단하기에는 불확실성이 크다고 판단한다. 당사는 여행업 전망시 2008년, 2009년 내국인 출국자수 증가율 전망치를 각각 10.9%, 10.1%로 전망하였다. 2000년 이

후 매년 15% 대의 성장률을 기록해오고 있었다는 점에서 보수적인 수치였으나, 유가 급등에 의한 경기침체 및 해외 출국수요 위축은 예상보다 큰 것으로 판단한다. 또한 7월부터는 유류할증료가 17단계 추가됨에 따라, 원가 상승 부담이 가중될 것으로 보인다. 따라서, 유가 및 환율을 감안하여 출국수요, 송출객수, 패키지 가격, 항공권 가격 등 주요 가정 및 추정치를 변경한다.

주요가정 변경						
	04A	05A	06A	07A	08E	09E
내국인출국자수(천명)	8,009	9,206	10,671	12,295	12,415	13,391
%YoY	26.3%	14.9%	15.9%	15.2%	1.0%	7.9%
인구수 대비 %	16.7%	19.1%	22.1%	25.3%	25.4%	27.3%
관광목적출국자수(천명)	4,680	5,521	6,606	8,003	8,106	8,946
%YoY	36.9%	18.0%	19.7%	21.1%	1.3%	10.4%
인구수 대비 %	9.7%	11.5%	13.7%	16.4%	16.6%	18.2%
송출객수(천명)	192	257	410	629	695	857
%YoY	52.0%	34.0%	59.5%	53.4%	10.5%	23.3%
M/S(내국인출국자수 대비)	2.4%	2.8%	3.8%	5.1%	5.6%	6.4%
M/S(관광목적출국자수 대비)	4.1%	4.7%	6.2%	7.9%	8.6%	9.6%
패키지가격(만원)	91	89	85	84	93	91
%YoY	2.5%	-2.4%	-3.9%	-1.5%	10.3%	-2.0%
항공권판매량(천매)	334	403	651	899	884	1,031
%YoY	32.6%	20.5%	61.6%	38.2%	-1.6%	16.6%
항공권가격(만원)	61.6	61.1	57.8	52.8	56.0	55.7
%YoY	0.0%	-0.7%	-5.5%	-8.6%	6.0%	-0.5%

자료: 국토교통부, 한국관광공사

수익추정치 변경						
	수정전		수정후		%Var	
	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
영업수익	1,196	1,502	1,055	1,234	-11.7%	-17.8%
영업이익	200	277	115	142	-42.4%	-48.7%
세전이익	218	309	124	161	-42.9%	-47.9%
순이익	156	221	89	115	-42.9%	-47.9%

자료: 국토교통부, 한국관광공사

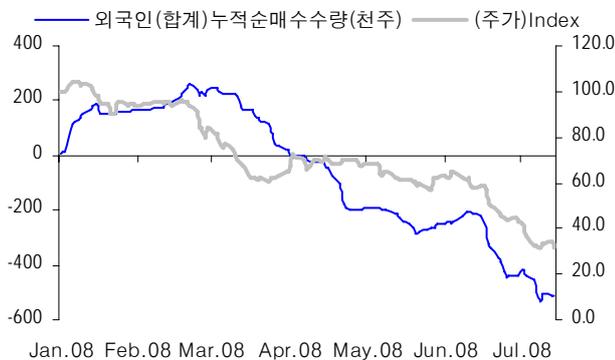
수익추정치 하향 조정에 따라 목표주가를 23,600원으로 하향하나, 투자의견 매수는 유지한다. 고유가와 환율 부담에 따라 해외관광수요 회복 시점에 대해 선부르게 예단하는 것은 이른 시점이다. 수요회복시점을 가늠할 단초는 유가이기 때문이다. 그러나, 자금력을 갖춘 동사와 같은 대형 여행사에게는 현재와 같은 침체가 시장점유율을 큰 폭으로 확대할 수 있는 기회이다. 대부분의 여행사들의 수익성과 자금력은 열악하기 때문에, 현재 추세가 수개월 이상 지속된다면, 여행사 수는 급격히 감소할 것으로 보이며, 대내외변수가 안정세에 들어가는 시점에서 해외관광수요는 빠르게 회복될 수 있기 때문이다.

DCF 모형에 근거한 모두투어 적정주가 23,600원										
(십억원)	DCF	< Sensitivity Analysis >								
유효세율(%)	28.4%	영구가치의 현재	102	WACC(%)						
무위험수익률(Rf)(%)	5.8%	1~5년차 잉여현금흐름의 현재	27	7.8	8.8	9.8	10.8	11.8		
시장프리미엄(%)	5.5%	기업가치(EV)	130	Growth(%)	0.5	24,248	22,708	21,499	20,524	19,721
영구현금흐름	13	+ 비핵심자산의 시장가치	0		1.0	25,256	23,489	22,122	21,034	20,147
영구성장율(%)	2.0%	- 순차입금(+현금)	-69		1.5	26,423	24,375	22,820	21,599	20,615
이자비율(%)	0.0%	순 기업가치	198		2.0	27,790	25,392	23,608	22,228	21,129
부채비중(%)	0.0%	기말주식수(백만주)	8		2.5	29,415	26,570	24,503	22,933	21,699
베타	0.73	주당 주식가치(원)	23,608		3.0	31,377	27,951	25,529	23,727	22,334
WACC(%)	9.8%			3.5	33,793	29,591	26,718	24,630	23,045	

자료: 굿모닝신한증권

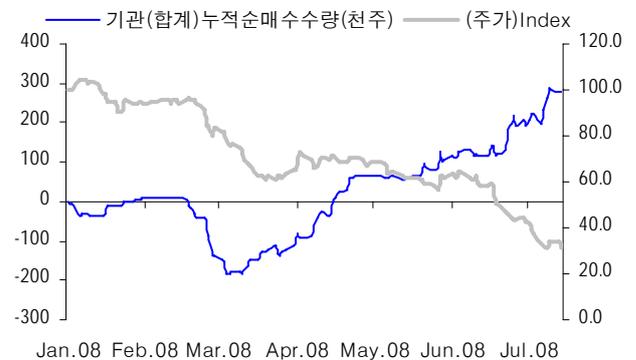
여행업종 수급동향 동사의 주가는 올해 상반기 큰 폭으로 조정을 받았는데, 향후 실적에 대한 불확실성 심화 및 수급 악화가 반영된 것으로 보인다. 시장대비 상대수익률은 3개월 기준 -46.2%, 6개월 기준 -60.2%에 이른다. 동사의 주가 급락은 외국인 매도세에 의한 것으로 판단되는데, 외국인 지분율은 2008년 3월 초 27.9%에서 현재 19.9%로 급락했다는 점이 이를 반증한다. 단기적으로 3분기 실적의 컨센서스 동향에 따라 단기적인 주가 등락은 있겠으나, 저가 메리트 발생으로 최근과 같은 급락세는 마무리될 것으로 판단한다.

외국인매매 추이



자료: 굿모닝신한증권

기관매매 추이



자료: 굿모닝신한증권

투자등급 매수 6개월 수익률 +15% 이상, 중립 6개월 수익률 -15% ~ +15%, 축소 6개월 수익률 -15% 이하 (2003년 2월 10일부터 적용)

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 심원섭 이주현) 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 6개월간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 중간사로 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 시장에서의 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.