

# 모두투어(A080160)

2009년 8월 10일

## 이제 회복만이 남았다

Analyst : 이정훈  
TEL:3770-0167  
jhlee930@gmail.com

Sector	투자의견:	Buy
레저	Target Price:	23,700원

Price Performance	1M	3M	12M
절대수익률(%)	14.65	4.35	1.98
상대수익률(%)	13.88	4.59	4.72

### Investment points

#### 환율 하향 안정화와 경기회복 기대감으로 실적개선 기대

'09년 8월 현재 원/달러 환율은 올해 3월 고점대비 22.3% 하락하며 점차 하향 안정화 되고 있음. '08년 하반기 여행경비 부담으로 인해 위축되었던 여행수요는 환율과 유가의 하락으로 점차 회복할 것으로 전망됨. 소비자심리지수와 소비자충진율이 1년만에 최고치를 기록하며 경기회복 기대감이 커지고 있는 점도 긍정적.

#### 영업수익 인식률 개선으로 수익성 향상 전망

환율과 유류할증료 하락으로 올 하반기에는 영업수익 인식률 개선이 기대됨. 올 2분기 동사의 수탁금 대비 영업수익 인식률은 17.6%로 전년동기대비 3.9% 상승하였음. 환율과 유가의 급격한 상승으로 인한 수익성 약화가 '08년 4분기부터 본격적으로 시작되었다는 점을 감안하면 올 하반기 수익성 개선의 폭은 더욱 커질 것으로 전망됨.

#### 투자의견 BUY, 목표주가 23,700원 유지

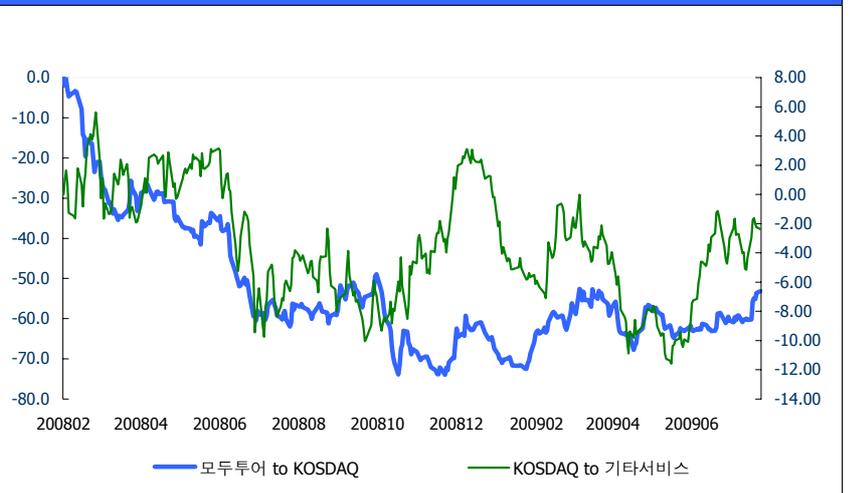
모두투어에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 23,700원 유지함. 1)환율의 안정화와 여행상품 가격의 하락으로 그동안 억눌려왔던 여행수요가 회복될 것으로 전망되며, 2)영업수익 인식률 증가로 올 하반기로 갈수록 수익성 개선이 기대된다는 점과 3)올 4분기에는 여행수요가 급격히 악화되었던 전년 동기 대비 기저효과가 뚜렷해질 것으로 전망되기 때문임.

Company Data		
KOSPI지수		1,576.00
KOSDAQ지수		512.70
기준일 주가(원)		18,000
액면가(원)		500
발행주식수(보통주,백만주)		8.40
자본금(보통주,억원)		42.00
시가총액(억원)		1,512.00
외국인지분율		5.57
52주	최고(원)	19,000
	최저(원)	5,410
52주 베타		1.32
60일평균거래량(주)		131,842
과거2년평균 배당성장률(%)		21.6
향후3년 EPS성장률(%)		189.38

### Rating Change

날짜	목표주가	투자의견
2009-06-29	23,700	Buy
2009-08-10	23,700	Buy(유지)

### Relative Performance



### 실적 및 주요 지표 추이 (단위 : 억원, 원, %, 배)

FY	영업수익	영업이익	세전계속사업이익	순이익	EPS	EPS성장률	PER	EV/EBITDA	ROE
2007	944	143	159	114	1,353	29.7	39.1	24.5	21.5
2008	833	9	13	6	74	-94.6	139.8	-	1.2
200912F	772	54	61	48	567	669.6	31.7	22.7	9.3
201012F	954	124	138	110	1,315	131.8	13.7	9.5	18.7
201112F	1,097	165	186	149	1,770	34.6	10.2	6.8	21.0

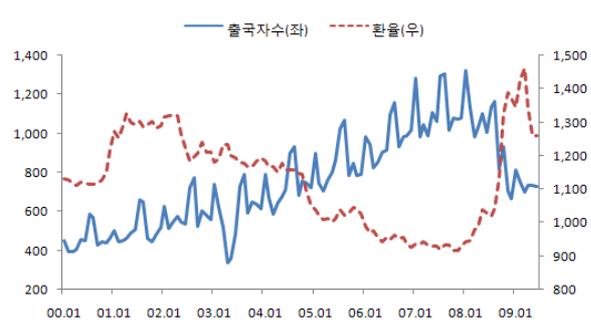
-- 당사는 8월 10일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행(DR,CB,IPO 등)에 중간사로 참여한 적이 없습니다.  
 -- 당사는 8월 10일 현재 동종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 -- 위 자료의 조사분석 담당자는 8월 10일 현재 동종목을 보유하고 있지 않습니다. (작성자 : 이정훈)  
 -- 당사는 동 자료에 대한 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.

**1. 환율 안정화와 경기 지표 개선으로 실적 턴어라운드 전망**

**환율 하향 안정화와 경기 회복 기대감으로 실적 개선 전망**

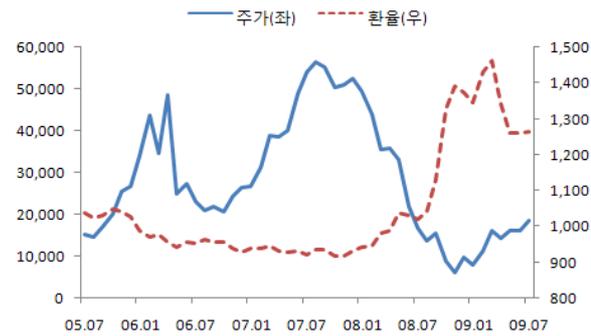
‘08년 4분기를 시작으로 급격히 위축되었던 여행수요는 환율 및 유가의 하락으로 여행경비에 대한 부담이 줄어들어 하반기로 갈수록 점차 회복될 것으로 판단된다. ‘09년 8월 현재 원/달러 환율은 1,222.80원으로 올 3월 고점대비 22.3%하락 하며 점차 하향 안정화 되고 있어 여행수요를 자극할 것으로 전망된다. 하반기 경기회복에 대한 기대감이 증가하고 있는 점도 동사의 실적회복에 긍정적인 전망이다. 한국문화관광연구원이 발표한 올 3분기 관광지출전망 TSI(Tourist Survey Index)는 전분기 대비 14포인트 상승한 100.2로 기준치인 100을 넘어섰다. 올 7월 소비자심리지수도 109를 기록하며 ‘08년 7월 이후 1년만에 최고치를 기록했고, 소비지출전망 역시 두 달 연속 107를 기록해 경기회복 기대감이 커지고 있다. 이에 따라 동사의 3분기 영업수익과 영업이익은 각각 254억원(YoY, +9.9%), 29억원(YoY, +190%)를 기록할 것으로 추정되어 2분기 흑자전환에 이어 동사의 3분기 실적은 전년 수준을 상회할 것으로 추정된다.

[그림 1] 원/달러 환율과 출국자수 [단위 : 원, 천명]



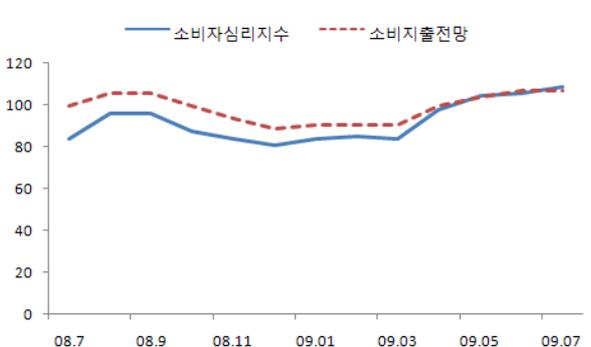
자료 : 한국관광공사, 한국은행, 유화증권

[그림 2] 원/달러 환율과 모두투어 주가 [단위 : 원]



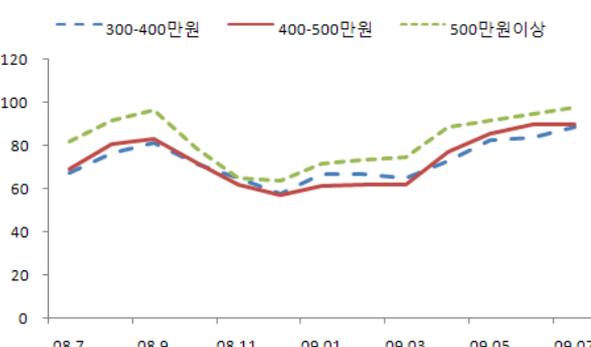
자료 : 한국은행, 유화증권

[그림 3] 소비자심리지수 및 소비지출전망



자료 : 한국은행, 유화증권

[그림 4] 소득수준별 여행비 지출전망



자료 : 한국은행, 유화증권

**2. 영업수익 인식률과 예약률 회복세에 주목**

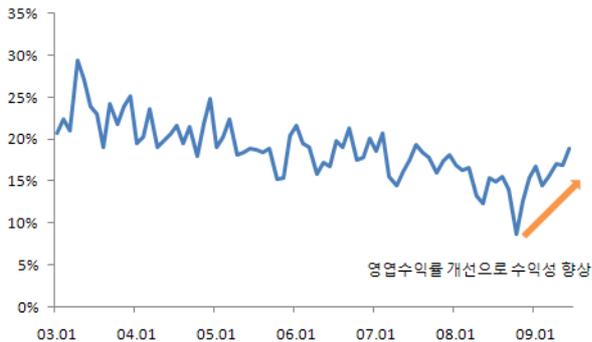
**영업수익 인식률 향상으로 수익성 개선 전망**

‘08년 4분기에는 급격한 환율과 유류할증료 증가로 인상된 여행상품가격을 소비자에게 전가 시키지 못해 동사의 수익성은 악화될 수 밖에 없었다. 하지만 올 하반기에는 환율과 유류할증료 하락으로 인한 영업수익 인식률 향상으로 수익성 개선이 기대된다. 올 2분기 동사의 수탁금 대비 영업수익 인식률은 17.6%로 전년 동기대비 3.9% 상승하였다. 동사의 수익성 악화가 ‘08년 4분기부터 본격적으로 시작되었다는 점을 감안하면 올 하반기로 갈수록 수익성 개선의 폭은 더욱 커질 것으로 전망된다.

**예약률 회복세에 주목**

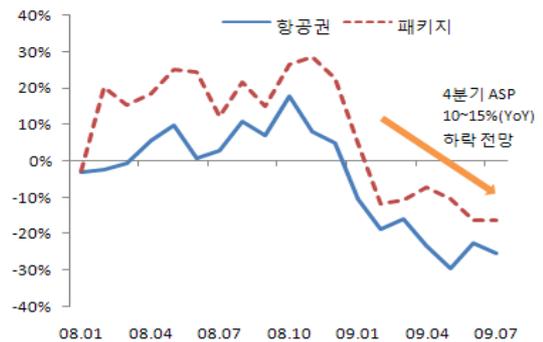
현재 동사의 8월과 9월 여행상품 예약률은 전년동월대비 -14%, -24% 수준으로 아직은 마이너스대에 있지만 과거에 비해 예약에서 출발까지 걸리는 시간이 짧아지고 있고, 7월초에 보았던 8,9월 예약률이 -36%, -55%를 기록했던 점을 감안하면 8월 예약률은 한자리수 진입할 수 있을 것으로 판단되며 9월은 예년 수준의 예약률을 기록할 것으로 전망된다. 또한 3, 4분기 항공권 및 패키지 ASP가 전년 대비 10~15% 정도 감소할 전망이어서 하반기로 갈수록 여행수요 회복의 속도는 빨라질 것으로 전망된다.

[그림 5] 영업수익인식률 추이



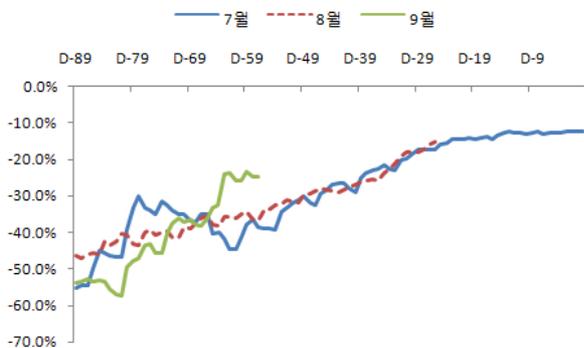
자료 : 모두투어, 유화증권

[그림 6] 패키지 및 항공권 ASP 증감 추이



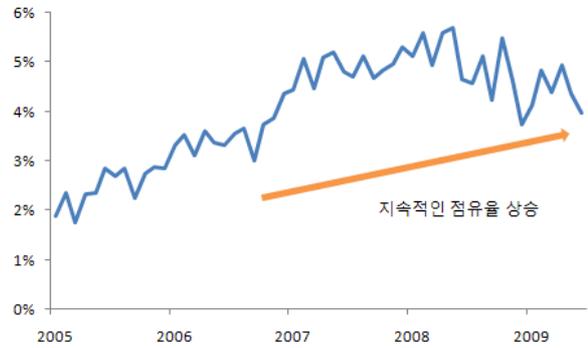
자료 : 모두투어, 유화증권

[그림 7] '09년 3분기 모두투어 예약률 추이



자료 : 모두투어, 유화증권

[그림 8] 송출객 기준 모두투어 점유율 추이



자료 : 한국관광공사, 유화증권

**3. 유류할증료 부활의 영향은 크지 않을 듯**

**9월부터 적용되는 유류할증료 부담은 크지 않을 듯**

올 6~7월 싱가포르 항공유 평균가격은 177.44센트로 유류할증료 적용 기준인 150센트를 상회하며 지난 6개월간 적용되지 않았던 유류할증료가 올 9월부터는 다시 적용될 예정이다. 유류할증료의 부활은 여행경비 부담으로 이어져 여행수요회복을 지연시키는 요인으로 작용할 수 있다. 하지만 '08년 적용된 유류할증료가 단거리 98\$, 장거리 221\$인 점을 감안하면 올 9월부터 적용되는 유류할증료(단거리 10\$, 장거리 23\$)에 대한 부담은 크지 않을 것으로 판단된다. 오히려 유류할증료에 대한 부담보다는 환율하락에 따른 여행상품 가격 하락의 폭이 더 크기 때문에 하반기 여행수요 회복을 가로막는 요인으로 작용하지는 않을 전망이다.

**투자의견 BUY  
목표주가 23,700 유지**

모두투어에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 23,700을 유지한다. 1)환율의 안정화와 여행상품 가격의 하락으로 그동안 억눌려왔던 여행수요가 회복될 것으로 전망되며 2) 영업수익 인식률 증가로 올 하반기로 갈수록 수익성 개선이 전망되기 때문이다. 3) 또한 올 4분기에는 여행수요가 급격히 약화되었던 전년 동기 대비 기저효과가 뚜렷해질 것으로 전망되기 때문에 현재 시점은 매수 기회라고 판단된다.

[표 1] 모두투어 분기별 실적추이

[단위 : 억원]

	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008	1Q09	2Q09	3Q09E	4Q09E	2009E	YoY
□ 영업수익	265	209	231	127	833	130	141	254	247	772	-7.3%
해외여행알선수익	175	133	158	71	538	82	91	188	173	534	-0.7%
항공권 판매수익	80	68	65	47	260	42	41	65	61	209	-19.6%
기타수익	10	8	8	9	35	7	9	7	6	29	-17.1%
□ 영업이익	53	-17	10	-37	9	3	4	29	17	54	494.4%
□ 순이익	45	-13	11	-37	6	5	7	24	12	48	693.3%
□ 영업이익률	20.0%	-8.1%	4.3%	-29.1%	1.1%	2.3%	3.0%	11.4%	7.0%	6.9%	541.4%
□ 순이익률	17.0%	-6.2%	4.8%	-29.1%	0.7%	3.8%	5.0%	9.4%	4.7%	6.2%	756.0%

자료 : 모두투어, 유화증권

모두투어(A080160)

Financial Statement & Ratio

단위: 억원, 리

Balance Sheet					Income Statement				
	200812	200912F	201012F	201112F		200812	200912F	201012F	201112F
<b>유동자산</b>	478	446	571	680	<b>매출액</b>	833	772	954	1,097
현금 및 당기예금	253	219	287	361	<b>매출원가</b>	0	0	0	0
단기매매증권	0	0	0	0	<b>매출총이익</b>	833	772	954	1,097
매출채권	39	45	86	94	<b>판매비와관리비</b>	823	718	830	932
재고자산	0	0	0	0	인건비	258	220	234	274
기타	186	181	198	225	감가상각비	8	7	6	5
<b>비유동자산</b>	270	332	361	397	무형자산상각비	0	0	0	0
장기투자증권	12	255	269	291	연구개발관련비용	0	0	0	0
지분법적용투자주식	24	19	26	31	기타	557	491	590	653
감가상각자산	10	9	8	7	<b>영업이익</b>	9	54	124	165
기타	224	49	58	68	<b>영업외손익</b>	3	7	14	21
<b>자산총계</b>	748	777	932	1,077	이자수익	29	20	22	27
<b>유동부채</b>	218	208	248	263	이자비용	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	배당금수익	0	0	0	0
단기차입금,유동성장기부채	0	0	0	0	유가증권관련손익	-6	-6	-6	-6
기타	218	208	248	263	외환차손익	-14	0	0	0
<b>비유동부채 등</b>	38	31	40	44	외화환산손익	5	0	0	0
사채,장기차입금	0	0	0	0	지분법손익	-12	-9	-7	-5
기타	38	31	40	44	기타	1	2	5	5
<b>부채총계</b>	256	239	288	307	<b>세전계속사업이익</b>	13	61	138	186
자본금	42	42	42	42	계속사업법인세비용	6	13	28	37
자본잉여금	300	300	300	300	계속사업이익	6	48	110	149
자본조정	-81	-81	-81	-81	중단사업이익	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	법인세효과	0	0	0	0
이익잉여금	230	276	382	509	<b>당기순이익</b>	6	48	110	149
<b>자본총계</b>	492	538	644	770	<b>주당순이익</b>	74	567	1,315	1,770

Cash Flow Statement					Financial Ratio (%)				
	200812	200912F	201012F	201112F		200812	200912F	201012F	201112F
<b>영업활동현금흐름</b>	-55	52	120	149	<b>성장성 (%)</b>				
당기순이익(손실)	6	48	110	149	매출액증가율	-11.7%	-7.3%	23.6%	15.0%
비현금수익비용가감	42	22	18	16	영업이익증가율	-93.6%	488.3%	129.5%	32.7%
감가상각비,무형자산상각비	8	7	6	5	EBIT증가율	적전	축전	145.5%	32.9%
기타	33	15	13	11	EBITDA증가율	적전	축전	126.5%	31.0%
운전자본증감	-103	-17	-9	-16	순이익증가율	-94.6%	669.6%	131.8%	34.6%
매출채권증가(감소)	57	-6	-41	-8	<b>안정성 (%)</b>				
재고자산증가(감소)	0	0	0	0	유동비율	219.2%	213.7%	230.1%	258.4%
매입채무증가(감소)	0	0	0	0	순차입금비율	-51.4%	-40.8%	-44.5%	-46.9%
기타	-160	-11	32	-7	부채비율	52.0%	44.5%	44.8%	39.9%
<b>투자활동현금흐름</b>	30	-62	-74	-82	이자보상배율(배)	-	-	-	-
유형자산처분(취득)	-7	-5	-5	-5	<b>수익성 (%)</b>				
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	Operating Income Margin	1.1%	7.0%	13.0%	15.0%
투자자산감소(증가)	-204	-79	-43	-47	EBIT Margin	-1.1%	6.5%	12.9%	14.9%
기타	241	22	-26	-30	EBITDA Margin	-0.1%	7.4%	13.5%	15.4%
<b>재무활동현금흐름</b>	-91	-2	-5	-22	ROA	0.7%	6.2%	12.9%	14.8%
차입금증가(감소)	0	0	0	0	ROE	1.2%	9.3%	18.7%	21.0%
사채증가(감소)	0	0	0	0	ROIC	-27.5%	11.7%	93.3%	89.6%
자본증가(감소)	-91	-2	-5	-22	<b>활동성 (회)</b>				
배당금지급	-24	-2	-5	-22	매출채권회전율	12.4	18.4	14.6	12.2
자본조정,포괄손익증가(감소)	-66	0	0	0	재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0	0	0	0	매입채무회전율	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>순현금흐름</b>	-115	-11	41	45	총자산회전율	1.0	1.2	1.6	1.7
기초현금	233	118	107	148	자기자본회전율	1.6	1.5	1.7	1.7
기말현금	118	107	148	193	투자자본회전율	11.9	-10.7	-13.8	-34.8

Valuation Indicator

Multiple Valuation					Discounted Valuation				
	200812	200912F	201012F	201112F		200812	200912F	201012F	201112F
<b>Per Share (Won)</b>					<b>Dividends (Won)</b>				
EPS	74	567	1,315	1,770	DPS(Comm.)	-	-	-	-
EBITDAPS	-11	679	1,538	2,015	DPS(Pref.)	-	-	-	-
CFPS	-128	254	663	864	Payout Ratio (%)	26.0%	10.0%	20.0%	20.0%
SPS	9,913	9,190	11,357	13,060	<b>FCF</b>				
BPS	5,856	6,404	7,662	9,169	Gross Cash Flow	-11	21	56	73
<b>Multiples (X)</b>					NOPLAT	-19	15	50	67
PER	139.8	31.7	13.7	10.2	EBIT	-9	50	123	164
EV/EBITDA	-	22.7	9.5	6.8	Adjusted Taxes	10	36	74	97
EV/Sales	0.7	1.7	1.3	1.0	Total Investment	277	-153	24	31
PCR	-	70.9	27.2	20.8	IC(Increase)	269	-159	18	25
PSR	1.0	2.0	1.6	1.4	Depre. & Amor.	8	7	6	5
PBR	1.8	2.8	2.3	2.0	Free Cash Flow	-288	174	32	42

## Compliance

- ◇ 당사는 발간일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행(DR, CB, IPO 등)에 주간사로 참여한 적이 없습니다.
- ◇ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다. ( 작성자 이정훈 )
- ◇ 당사는 동 자료에 대한 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ◇ 당사는 발간일 현재 동 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

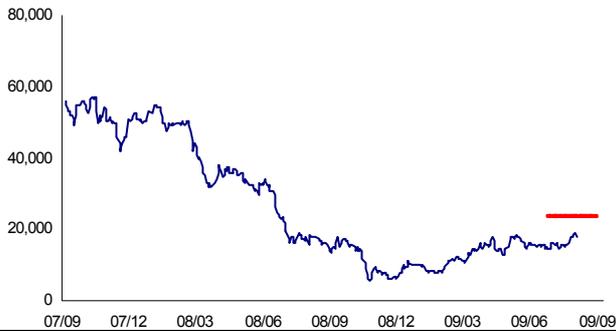
### <기업분석 투자 의견 구분>

- Strong Buy** 6개월내 시장 대비 25% 이상의 주가 상승이 예상될 경우
- Buy** 6개월내 시장 대비 10%~25%의 수익률이 예상될 경우
- Market Perform** 6개월내 시장 대비 -10%~10%의 주가등락이 예상될 경우
- Underperform** 6개월내 시장 대비 10%이상의 주가 하락이 예상될 경우
- Trading Buy** 향후 1개월내 시장 대비 주가 상승이 예상되나 그 기대수익률 수준을 예측하기 어려운 경우

### <산업분석 투자 의견 구분>

- Overweight** 자산 포트폴리오상 비중확대를 권유할 산업
- Neutral** 자산 포트폴리오상 중립을 권유할 산업
- Underweight** 자산 포트폴리오상 비중축소를 권유할 산업

## 모두투어 주가추이 및 목표주가



## Rating Change

날 짜	목표주가	투자의견
2009.06.29	23,700	BUY
2009.08.10	23,700	BUY(유지)