

모두투어네트워크 (080160)

기업분석 | 제지/패션/엔터테인먼트

2010년 03월 11일

Analyst 이선애 ☎ 02 6915 5664 [annelee@ibks.com]

매수(유지)

목표주가	35,000 원		
현재가 (3/10)	27,450 원		
KOSDAQ (3/10)	518.67pt		
시가총액	2,306 억원		
발행주식수	8,400 천주		
액면가	500 원		
52 주 최고가	30,400 원		
최저가	12,700 원		
60 일 일평균거래대금	20.1 억원		
외국인 지분율	13.5%		
배당수익률 (08.12 월)	0.2%		
주요제품 매출비중			
해외여행알선수익	64.8%		
항공권대매수익	31.3%		
주주구성			
우종유	10.50%		
프랭클린템플턴투자신탁운용	7.43%		
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-2%	77%	52%
절대기준	4%	75%	109%

올해의 성수기는 예년보다 빠르다

1분기, 하나투어를 기준으로 판단하지 말자

모두투어의 1분기 매출액과 영업이익, 순이익은 각각 253 억원, 54 억원, 46 억원으로 예상된다. 모두투어의 외형 및 이익 규모는 보통 하나투어의 50% 수준으로 생각되어 왔다. 그러나 1분기부터는 이러한 추세를 이탈하며 동사의 선전이 두드러질 것으로 판단된다. 주된 이유는 동사의 시장점유율이 빠르게 상승하고 있기 때문인데 1분기의 시장점유율은 8.4%로 7%대에 머물던 과거에 비해서 크게 상승할 전망이다.

성수기까지 기다릴 필요가 있을까?

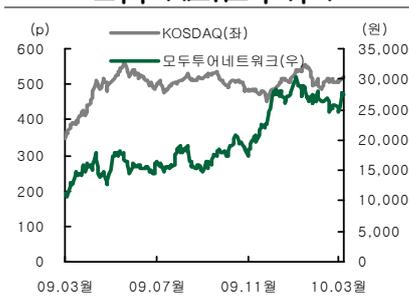
2 분기는 전통적으로 여행업의 비수기이다. 그러나 이번 2 분기는 강한 수요를 바탕으로 비수기답지 않은 면모를 보일 전망이다. 1) 패키지 이외의 인센티브 관광, 허니문 등의 비계절적 수요와 2) 5월 연휴를 중심으로 한 수요가 2 분기에도 여행 시장을 지탱해 줄 것으로 예상된다.

5월 연휴에 주요 관광지에 대한 항공권은 3월 초부터 거의 판매 마감된 상태로, 여행자들이 패키지 상품용 좌석으로 확보해 놓은 항공권만이 남아 있다. 공급이 수요를 따라가지 못하는 가운데 판매자 우위의 시장(Seller's Market)이 형성되고 있는 것이다. 그러므로 이번 2 분기는 실질적으로 비수기를 탈피할 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 35,000 원 유지

모두투어에 대해 투자의견 매수와 목표주가 35,000 원을 유지한다. 성수기인 3 분기가 오기 전부터 이미 시장의 예상을 뛰어넘는 실적을 시현할 예정이기 때문에 실적 모멘텀은 비수기로 들어가는 시점에도 변함없이 유효하다고 판단한다. 특히, 하나투어와의 밸류에이션 격차가 커지면서 투자 매력도가 부각되는 시점이다.

모두투어네트워크 주가추이



(단위: 억원배)	2007	2008	2009P	2010F	2011F
매출액	944	833	613	1,052	1,231
영업이익	143	9	2	163	213
세전이익	159	13	16	171	231
순이익	114	6	11	133	180
EPS(원)	1,353	74	137	1,585	2,144
증가율 (%)	31.6	-94.6	85.5	1,059.7	35.2
영업이익률 (%)	15.2	1.1	0.4	15.5	17.3
순이익률 (%)	12.0	0.7	1.9	12.7	14.6
ROE (%)	21.5	1.2	2.3	23.6	25.3
PER	32.5	349.2	204.1	16.0	11.8
PBR	6.4	4.4	4.7	3.4	2.7
EV/EBITDA	25.6	34.8	246.7	10.2	7.0

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

1분기, 시작부터 힘을 내는 모두투어

하나투어의 50%
규모였던 실적이 크게 개선

모두투어의 1분기 매출액과 영업이익, 순이익은 각각 253 억원, 54 억원, 46 억원으로 예상된다. 매출은 전년동기대비 94.6% 성장하고 BEP 를 간신히 넘겼던 영업이익과 순이익도 크게 증가할 전망이다. 영업이익률은 21.3%로 활황기 수준을 회복할 것으로 추정된다.

모두투어의 외형 및 이익 규모는 보통 하나투어의 50% 수준으로 생각되어 왔다. 그러므로 월별 실적을 발표하는 하나투어가 동사 실적을 추정하는 잣대의 역할을 하는 것이 사실이다. 그러나 1분기부터는 이러한 추세를 이탈하며 동사의 선전이 두드러질 것으로 판단된다.

주된 이유는 동사의 시장점유율이 빠르게 상승하고 있기 때문인데 1분기의 시장 점유율은 8.4%로 7%대에 머물던 과거에 비해서 크게 상승할 전망이다. 이는 동사의 브랜드 제고 노력과 대리점 등 판매망 관리, 확장 능력 덕분이라고 판단한다. 환율 하락기에도 ASP 가 상승하고 있다는 점도 긍정적이다.

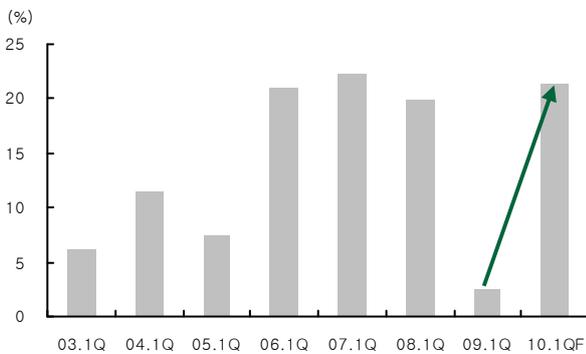
표 1. 모두투어의 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	2009					2010F				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	130	140	178	164	613	253	204	331	264	1,052
성장률	-50.9%	-33.0%	-22.9%	29.5%	-26.4%	94.4%	45.2%	85.7%	60.9%	71.6%
영업이익	3	3	4	-8	2	54	18	71	20	163
성장률	-93.9%	흑자전환	-60.3%	적자축소	-75.3%	1556.2%	546.8%	1719.5%	흑자전환	7065.2%
순이익	5	4	4	-2	11	46	12	54	20	133
성장률	-88.6%	흑자전환	-65.5%	흑자전환	85.5%	799.4%	190.0%	1167.0%	흑자전환	1059.7%
영업이익률	2.5%	2.0%	2.2%	-4.7%	0.4%	21.3%	8.8%	21.4%	7.6%	15.5%

자료: 모두투어, IBK투자증권

그림 1. 각 연도의 1분기 영업이익률 추이



자료: 모두투어, IBK투자증권

그림 2. 모두투어의 시장점유율 추이

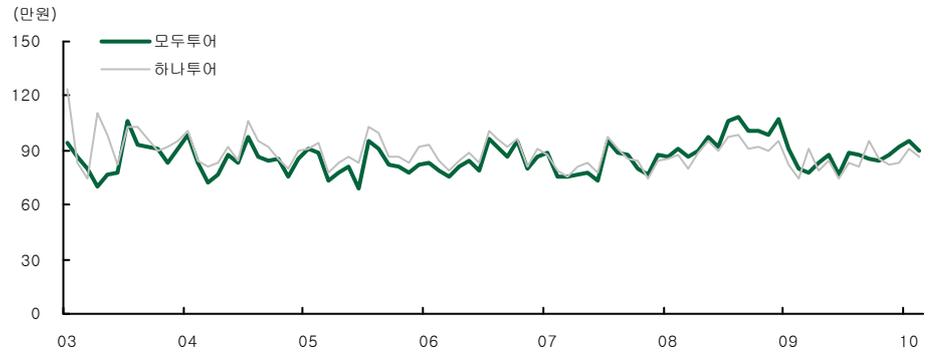


주 1: 전체 모두투어 송객인원(패키지+항공권 구매 고객) ÷ 승무원 포함 전체 출국 인원

주 2: 월별 자료로 2010년 2월까지 기제

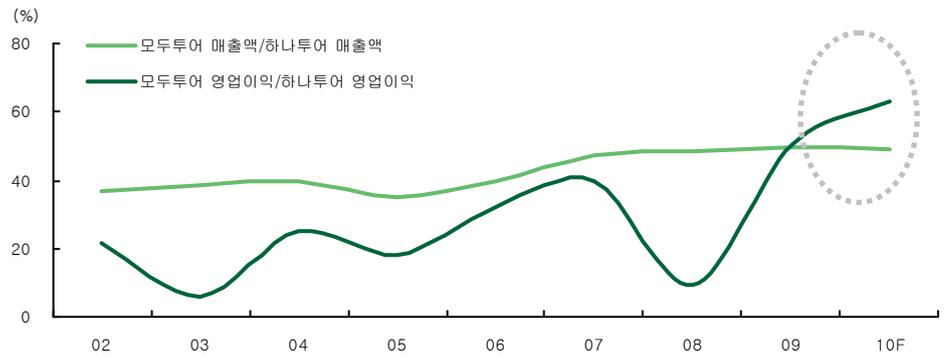
자료: 모두투어, 한국관광공사

그림 3. 패키지 ASP 추이



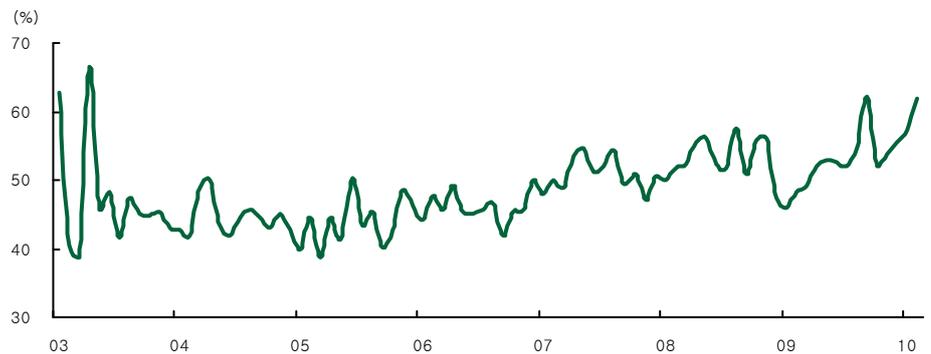
주: 월별 자료로 2010년 2월까지 기재
 자료: 모두투어, 하나투어

그림 4. 모두투어와 하나투어의 실적 규모 비교



자료: 모두투어, 하나투어, IBK투자증권

그림 5. 모두투어 패키지 송객 수 ÷ 하나투어 패키지 송객 수



주: 월별 자료로 2010년 2월까지 기재
 자료: 모두투어, 하나투어

비수기답지 않은 2분기, 지금 여행 시장은 Seller's Market

판매자 우위 시장에서는
항공권 확보 능력 관건
규모의 경제가 중요

2분기는 전통적으로 여행업의 비수기이다. 설(신정, 구정) 연휴와 봄방학이 있는 1분기, 여름 휴가와 여름 방학과 추석 연휴가 있는 3분기, 겨울 방학과 겨울 휴가를 끼고 있는 4분기와는 달리 4~6월에는 해외 여행을 떠날 여가가 부족하기 때문이다. 그러나 이번 2분기는 강한 수요를 바탕으로 비수기답지 않은 면모를 보일 전망이다.

4월과 5월의 예약은 모두 전년동월대비 100% 이상 증가하고 있는 것으로 파악된다. 1) 패키지 이외의 인센티브 관광, 허니문 등의 비계절적 수요와 2) 5월 연휴를 중심으로 한 수요가 2분기에도 여행 시장을 지탱해 줄 것으로 예상된다.

5월 연휴에 주요 관광지에 대한 항공권은 3월 초부터 거의 판매 마감된 상태로, 여행자들이 패키지 상품용 좌석으로 확보해 놓은 항공권만이 남아 있는 상황이다. 공급이 수요를 따라가지 못하는 가운데 판매자 우위의 시장(Seller's Market)이 형성되고 있는 것이다. 그러므로 여행의 최고 성수기인 3분기 이전에도 이미 큰 폭의 실적 개선이 예고되어 있어 이번 2분기는 실질적으로 비수기를 탈피할 것으로 예상된다.

판매자 우위의 시장에서는 규모의 경제가 더욱 중요해지는데, 항공권을 미리 다수 확보할 수 있는 대형 업체가 성수기에도 수혜를 볼 것으로 판단된다. 항공사들도 항공권 예약과 판매에 대한 관리를 강화하고 있어 올 성수기에는 항공권 확보 능력이 관건이다.

그림 6. 월별 전년동월비 예약률 추이

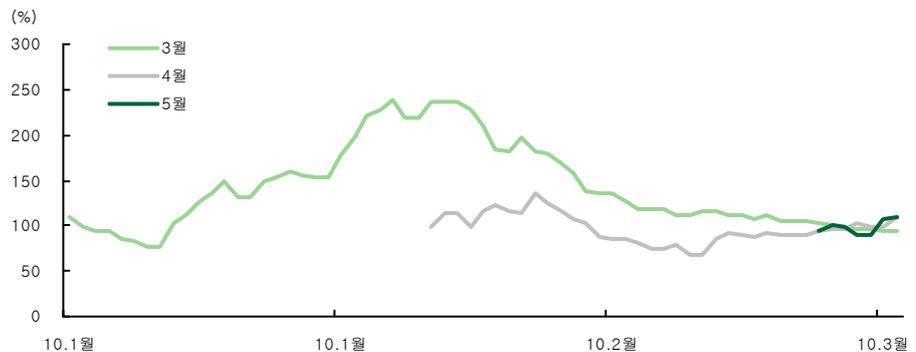
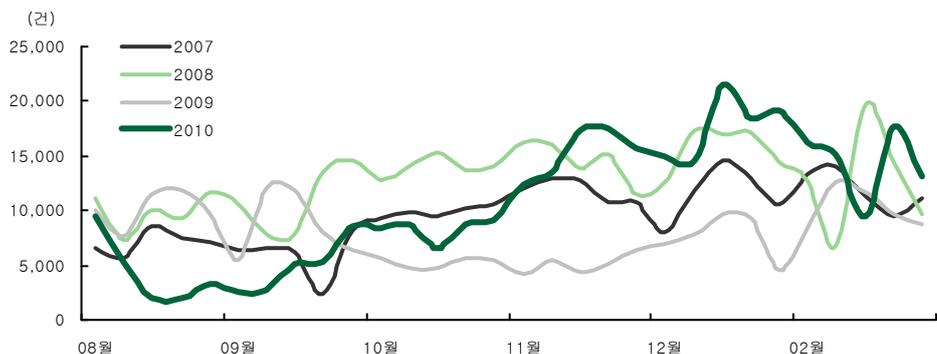


그림 7. 주간 순예약 건수 추이



자료: 모두투어

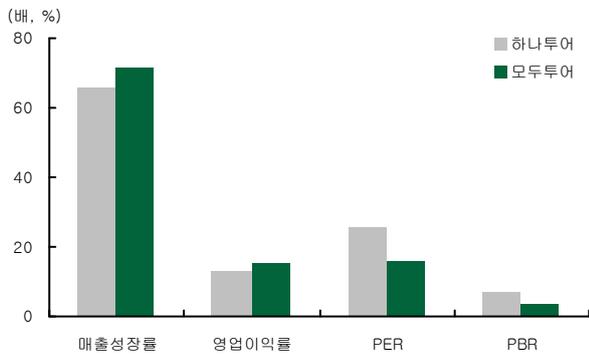
투자의견 매수, 목표주가 35,000 원 유지

투자의견 매수
목표주가 35,000 원 유지

모두투어에 대해 투자의견 매수와 목표주가 35,000 원을 유지한다. 성수기인 3 분기가 오기 전부터 이미 시장의 예상을 뛰어넘는 실적을 시현할 예정이기 때문에 실적 모멘텀은 비수기로 들어가는 시점에도 변함없이 유효하다고 판단한다.

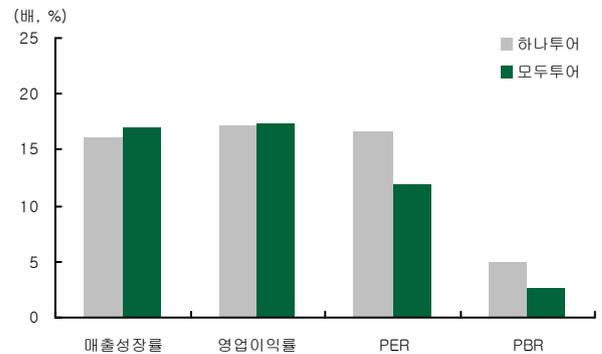
특히, 경쟁사보다 빠른 실적 개선으로 하나투어와의 밸류에이션 격차가 커지면서 투자 매력도가 상승했다. 동사는 2010년에 실적의 정점이었던 2007년의 매출 및 수익 규모를 추월하며 또한 시장점유율 상승을 통해 지속적으로 경쟁력과 수익성을 제고할 전망이다.

그림 8. 모두투어와 하나투어의 10F 밸류에이션 지표 비교



자료: IBK투자증권

그림 9. 모두투어와 하나투어의 11F 밸류에이션 지표 비교



자료: IBK투자증권

손익계산서

(억원)	2007	2008	2009P	2010F	2011F
매출액	944	833	613	1,052	1,231
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	944	833	613	1,052	1,231
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	800	823	611	889	1,017
판매비율(%)	84.8	98.9	99.6	84.5	82.7
영업이익	143	9	2	163	213
영업이익률(%)	15.2	1.1	0.4	15.5	17.3
EBITDA	150	18	8	168	220
EBITDA 마진율(%)	15.9	2.1	1.4	16.0	17.9
영업외손익	16	3	13	8	17
이자손익	23	29	21	22	28
외환손익	0	-9	-2	-6	-2
자본법손익	-15	-12	-8	-6	-6
기타손익	7	-5	3	-3	-3
세전이익	159	13	16	171	231
세전이익률(%)	16.8	1.5	2.6	16.2	18.8
법인세	45	6	4	38	51
계속사업이익	114	6	11	133	180
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	114	6	11	133	180
당기순이익률(%)	12.0	0.7	1.9	12.7	14.6
EPS(원)	1,353	74	137	1,585	2,144
BPS(원)	6,861	5,856	5,973	7,463	9,463
DPS(원)	290	20	100	150	200
EBITDAPS(원)	1,785	210	99	2,004	2,617

대차대조표

(억원)	2007	2008	2009P	2010F	2011F
유동자산	894	478	510	656	854
현금성자산	608	253	292	404	581
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	96	39	50	81	98
재고자산	0	0	0	0	0
기타	190	186	168	171	174
비유동자산	80	270	170	167	161
투자자산	36	206	111	108	103
유형자산	12	11	10	13	14
무형자산	0	0	0	0	0
기타	33	53	49	46	44
자산총계	974	748	681	823	1,015
유동부채	360	218	133	146	160
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타	360	218	133	146	160
비유동부채	38	38	46	50	60
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타	38	38	46	50	60
부채총계	398	256	179	196	220
자본금	42	42	42	42	42
자본잉여금	300	300	300	300	300
자본조정등	-14	-81	-81	-81	-81
이익잉여금	248	230	240	365	533
자본총계	576	492	502	627	795

투자지표

(12월 결산)	2007	2008	2009P	2010F	2011F
Valuation					
PER(배)	32.5	349.2	204.1	16.0	11.8
PBR(배)	6.4	4.4	4.7	3.4	2.7
PCFR(배)	23.9	45.1	53.2	14.0	10.8
EV/EBITDA(배)	25.6	34.8	246.7	10.2	7.0
배당수익률(%)	0.5	0.2	0.4	0.6	0.8
성장성					
매출액성장률(%)	42.1	-11.7	-26.4	71.6	17.0
영업이익성장률(%)	46.7	-93.6	-75.3	7065.2	31.1
EBITDA 성장률(%)	47.4	-88.2	-52.8	1,924.4	30.6
순이익성장률(%)	39.1	-94.6	85.5	1,059.7	35.2
효율성					
ROE(%)	21.5	1.2	2.3	23.6	25.3
ROA(%)	13.5	0.7	1.6	17.7	19.6
ROIC(%)	-234.0	-26.2	20.7	124.1	146.8
운전자본/매출액(%)	-7.8	0.6	13.9	10.1	9.1
안정성					
차입금/EBITDA(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	69.1	52.0	35.6	31.3	27.7

자료: IBK 투자증권

현금흐름표

(억원)	2007	2008	2009P	2010F	2011F
영업활동현금흐름	176	-55	-49	122	180
당기순이익	114	6	11	133	180
유무형자산상각비	7	8	6	5	6
외환손익	0	-4	0	6	2
자본법손익	15	12	8	6	6
운전자본증감	21	-103	-93	-31	-17
기타	20	26	18	3	3
투자활동현금흐름	-62	30	11	-2	-9
유형자산증감	-11	-7	-6	-8	-8
투자자산증감	127	-196	12	4	5
기타	-178	233	5	2	-6
FCF	120	-97	-91	94	148
재무활동현금흐름	-20	-91	2	-10	3
차입금증감	0	0	0	0	0
자본증감	0	0	0	0	0
배당금지급	-15	-24	-2	-8	-12
기타	-5	-66	3	-2	15
현금증감	94	-115	-36	110	174
기초현금	140	233	118	82	192
기말현금	233	118	82	192	366

Compliance Notice

등 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 등 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 등 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 등자료 언급된 종목의 유가증권발행과 관련하여 지난 6개월간 기간사로 참여하지 않았습니다.
 등자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중환 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

Not Rated ◆적극매수 ▲매수 ●중립 ■비중축소



투자의견 안내

종목 투자의견 (절대수익률 기준)		업종 투자의견 (상대수익률 기준)		투자 기간
적극매수	40% ~	비중확대	+10% ~	12개월
매수	15% ~	중립	-10% ~ +10%	
중립	-15% ~ 15%	비중축소	~ -10%	
비중축소	~ -15%			

Simple • Speedy • Smart

IBK hot Line 서울시 영등포구 여의도동 대한생명 63빌딩 14층
Tel 1588-0030, 1544-0050

영업부	02. 6915. 2626	인천지점	032. 427. 1122
IBK본점	02. 6932. 2001	역삼지점	02. 567. 9111
CEO PLAZA 논현지점	02. 519. 0030	압구정지점	02. 6932. 5001
가산디지털지점	02. 2028. 6300	잠실지점	02. 2202. 0073
광화문지점	02. 3276. 2700	타임스퀘어센터	02.2632.3331
대구지점	053. 752. 3535	평촌지점	031. 382. 9800
대치지점	02. 6932. 6001	분당 E-MART WORLD 죽전점	031. 889. 9994
목동지점	02. 2062. 8888	부산 E-MART WORLD 서면점	051. 816. 4555
반포지점	02. 535. 2400	SME WORLD 남동공단점	032. 819. 3399
부산지점	051. 608. 9200	SME WORLD 성서공단점	053. 592. 0066
분당지점	031. 778. 8050	SME WORLD 안산지점	031.493.2210
삼성동지점	02. 2051. 5858	SME WORLD 구미점	054.458.9600
서초지점	02. 3486. 8888		



본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대어할 수 없습니다.