

## 매수

Maintain

목표주가(12M)	41,000		
현재주가(10/04/08, 원)	28,750		
상승여력(%)	42.6		
소속업종	호텔/레저		
업종투자 의견	중립		
EPS 성장률(10F, %)	836.7		
MKT EPS 성장률(10F, %)	49.5		
P/E(x)	21.4		
MKT P/E(10F/04/08, x)	10.2		
시가총액(십억원)	241		
발행주식수(백만주)	8		
60D 일평균 거래량(천주)	73		
60D 일평균 거래대금(십억원)	2		
신용잔고(천주)	0		
배당수익률(10F, %)	1.4		
유동주식비율(%)	77.0		
52주 최저/최고(원)	12,700/30,400		
베타(12M, 일간수익률)	1.0		
주가변동성(12M daily, %, SD)	3.3		
외국인 보유비중(%)	13.3		
주요주주	우종웅 외 4인 (18.72%) 프랭클린템플턴투자신탁운용(주) (7.43%) 국민연금관리공단 (5.9%)		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.0	63.7	81.8
상대주가	14.1	59.8	70.3

## 송출객 수 대비 저평가된 시가총액 부각

투자의견 '매수', 목표주가 41,000원으로 상향

모두투어의 목표주가를 기존 29,000원에서 41,000원으로 상향한다. 이는 동사의 2007년 평균 PER과 글로벌 여행사들의 2010년 예상 PER 평균을 재평균한 값에 2010년 예상 ROE 수준을 반영한 배수를 2010년 예상 EPS에 적용한 값이다. 2010년의 출국자 수 가정과 동사의 실적 전망, 시장 점유율 전망치를 상향 조정하였다.

### 1분기는 실적 회복의 시작일 뿐

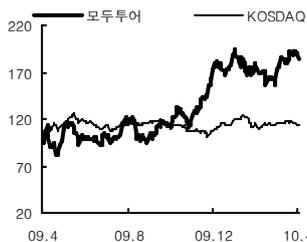
모두투어의 1분기 매출액과 영업이익은 256억원, 54억원으로 전년 동기 대비 각각 96.7%, 1,560.5% 증가할 것으로 전망된다. 1분기 송출객 수는 과거 2007, 2008년의 1분기 수준을 상회하는 역대 최다 인원을 기록했다. 그러나 폭증하는 여행 수요에 비해 항공 좌석이 부족했던 상황으로 인해 실적 개선폭은 다소 제한된 것으로 판단된다.

2분기는 통상적인 비수기이나, 5월의 어린이날과 석가탄신일 등 공휴일의 해외 여행 수요 덕분에 안정적인 실적을 보일 것으로 판단된다. 2분기 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 46.5%, 46.7% 증가한 206억원, 4억원을 기록할 것으로 전망된다. 또한 2분기 동안 항공 좌석 공급이 점진적으로 증가하여, 3분기에는 여행 최성수기 수요를 무난히 소화할 수 있을 것으로 예상된다.

### 점유율 상승 부각, 1위와의 격차 좁힐 전망

모두투어의 송출객 수 증가세가 부각되고 있다. 전체 출국자 수 기준 점유율은 2월 9.3%를 기록하여, 2008~2009년의 6~7% 수준을 상회했다. 관광목적 출국자의 표본이라 할 수 있는 일반여행업협회 회원사 기준 점유율은 1월 25.7%를 기록했다.

1위 여행사 하나투어와의 스프레드 <그림 2>를 보면, 4월 7일 기준 모두투어의 시가총액은 하나투어 대비 42.1%이나, 3월 송출객 수는 하나투어 대비 65.5%의 수준에 이르고 있다. 과거 2008년 초반 호황기 당시 스프레드가 축소된 점을 감안하면, 올해 해외여행 호황기에도 스프레드 축소가 가능할 것으로 기대된다.



결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)
12/08	83	1	1.1	1	74	2	-6	1.2	139.8	1.8	34.8
12/09	61	0	0.4	1	144	1	5	2.4	193.1	4.7	209.8
<b>12/10F</b>	<b>104</b>	<b>13</b>	<b>12.9</b>	<b>11</b>	<b>1,353</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>20.3</b>	<b>21.4</b>	<b>3.9</b>	<b>13.4</b>
12/11F	121	19	15.4	15	1,787	19	14	22.2	16.2	3.3	9.2
12/12F	134	22	16.3	19	2,267	22	18	23.6	12.7	2.8	7.3

자료: 모두투어, 대우증권 리서치센터 예상

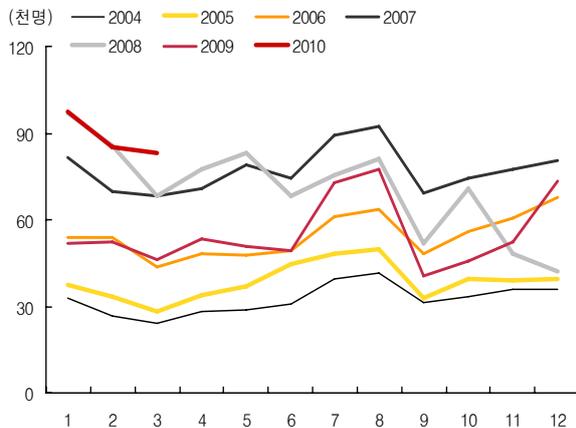
표 1. 모두투어 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원,%)

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10F	2Q10F	3Q10F	4Q10F	2008	2009	2010F
매출액	13.0	14.0	17.8	16.4	25.6	20.6	33.0	24.7	83.3	61.4	103.9
항공권	4.2	4.1	5.3	5.8	4.7	3.8	5.7	5.4	26.0	19.4	19.6
패키지	8.2	9.1	11.8	9.8	20.2	15.8	26.5	18.4	53.8	38.8	80.9
기타	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8	1.0	0.8	0.9	3.5	3.2	3.4
매출 비중											
항공권	32.2	29.0	29.5	35.5	18.3	18.6	17.2	22.1	31.2	31.6	18.9
패키지	62.5	64.5	66.0	59.9	78.7	76.8	80.3	74.5	64.6	63.3	77.8
기타	5.2	6.4	4.6	4.6	3.0	4.6	2.5	3.5	4.2	5.2	3.3
영업이익	0.3	0.3	0.4	-0.8	5.4	0.4	6.6	1.0	0.9	0.2	13.4
영업이익률	2.5	2.0	2.2	-4.7	21.1	2.0	20.0	4.2	1.1	0.4	12.9
세전이익	0.7	0.6	0.6	-0.3	6.0	0.9	7.2	1.6	1.3	1.5	15.6
세전이익률	5.3	4.1	3.4	-1.8	23.4	4.2	21.7	6.3	1.5	2.6	15.0
순이익	0.5	0.4	0.4	-0.2	4.4	0.6	5.2	1.1	-0.0	1.2	11.4
순이익률	4.0	3.0	2.4	-1.3	17.1	3.1	15.8	4.6	-0.0	2.0	10.9
<b>YoY 증감률</b>											
매출액	-50.9	-33.0	-22.9	29.4	96.7	46.5	85.3	50.6	-11.7	-26.3	69.3
항공권	-47.4	-40.4	-19.2	24.9	11.8	-6.4	8.2	-6.4	-15.5	-25.5	1.5
패키지	-53.5	-32.0	-25.7	37.3	147.5	74.4	125.5	87.2	-10.3	-27.9	108.5
영업이익	-93.9	흑전	-60.3	적지	1,560.5	46.7	1,591.9	흑전	-93.5	-74.3	5,592.6
세전이익	-89.0	흑전	-65.5	적지	771.5	50.6	1,094.8	흑전	-92.1	24.6	891.3
순이익	-88.6	흑전	-75.3	적지	746.6	49.8	1,118.7	흑전	-100.2	1.0	8.4

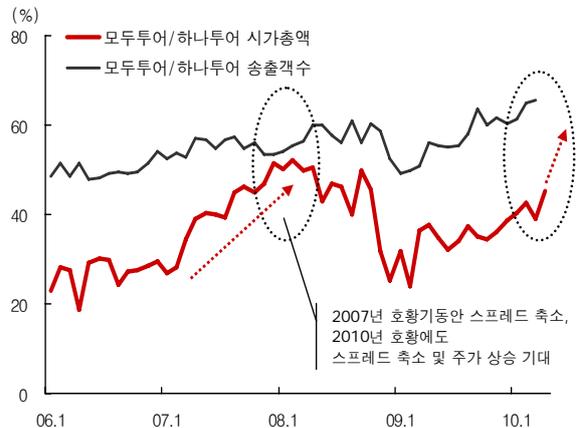
자료: 모두투어, 대우증권 리서치센터

그림 1. 연도별 월간 송출객 수 추이



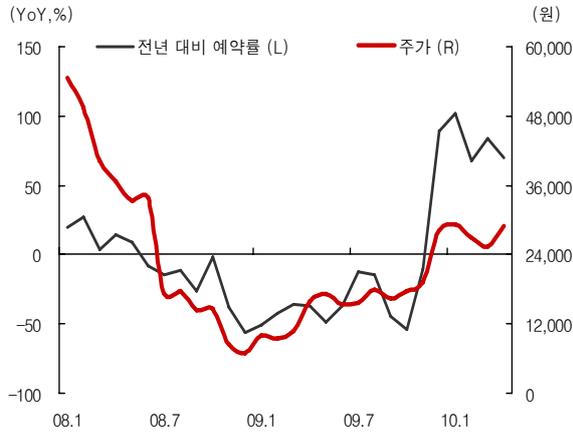
자료: 모두투어, 관광공사, 대우증권 리서치센터

그림 2. 하나투어 대비 모두투어의 시기총액과 송출객수 비율



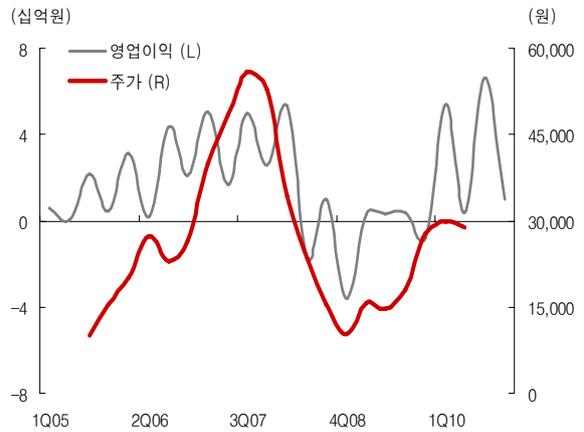
자료: Thomson Reuters, 각 사, 대우증권 리서치센터

그림 3. 패키지 여행상품 전년 동월 대비 예약 증감률과 주가



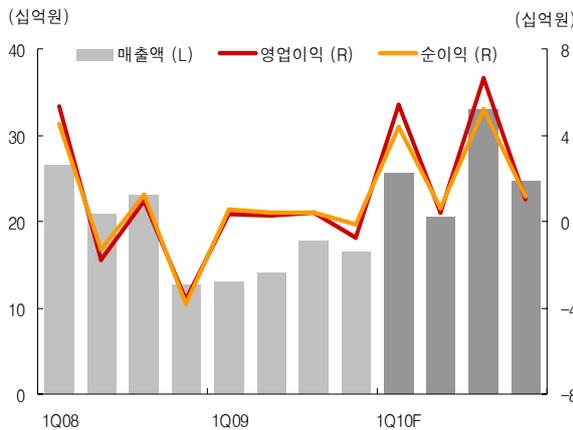
주: 4월 7일 기준, 4월은 진행 중인 수치,  
 자료: Thomson Reuters, 하나투어, 대우증권 리서치센터

그림 4. 분기별 영업이익과 주가 추이



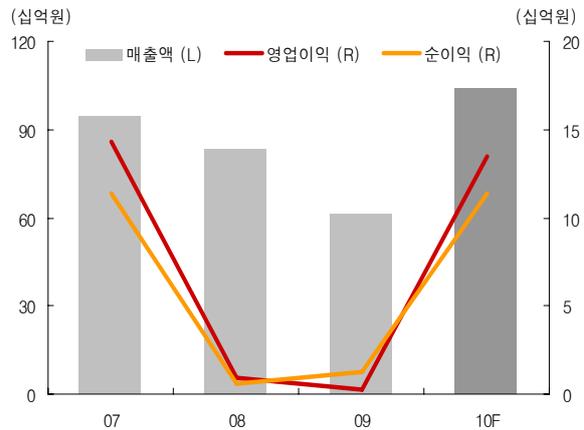
자료: 모두투어, 대우증권 리서치센터

그림 5. 분기별 실적 추이 및 전망



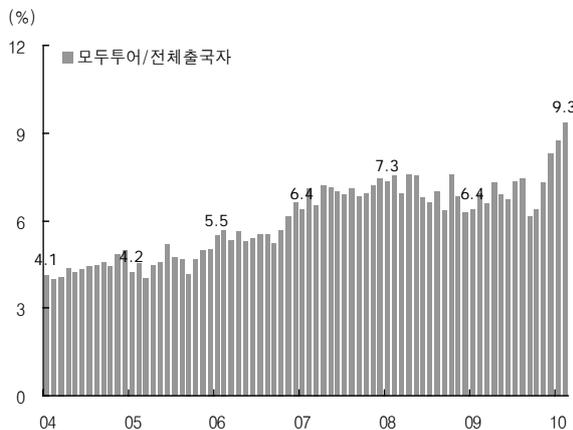
자료: 모두투어, 대우증권 리서치센터

그림 6. 연간 영업실적 추이 및 전망



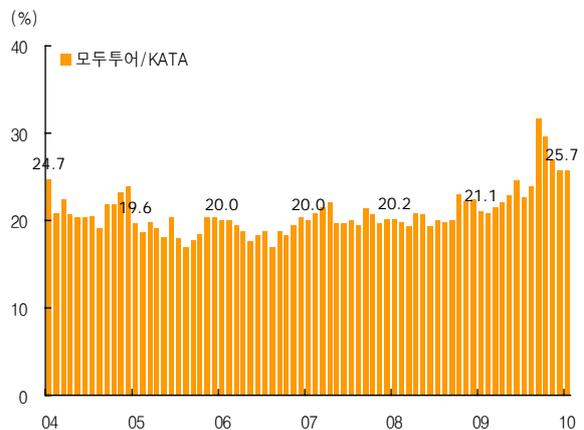
자료: 모두투어, 대우증권 리서치센터

그림 7. 출국자 수 내 송출객 점유율 월간 추이



주: 관광공사 2010년 2월까지 집계  
 자료: 모두투어, 관광공사, 대우증권 리서치센터

그림 8. KATA 내 점유율 월간 추이



주: KATA 2010년 1월까지 집계, KATA(일본여행업협회)는 715개의 여행사 가입되어 있음, 관광목적 출국자 표본, 자료: 모두투어, KATA, 대우증권 리서치센터

표 2. 글로벌 여행 관련 기업의 실적 전망과 Valuation 지표 (%, 배)

국가	기업명	매출액 증가율		영업이익 증가율		EPS 증가율		PER		PBR		영업이익률		ROE	
		2009	2010F	2009	2010F	2009	2010F	2009	2010F	2009	2010F	2009	2010F	2009	2010F
<b>여행</b>															
한국	하나투어	-28.3	70.7	-95.7	7,975.8	적전	흑전	-	21.4	6.9	5.2	0.3	16.2	-5.4	26.2
	모두투어	-26.3	69.3	-74.3	5,592.6	96.0	836.7	193.1	21.4	4.7	3.9	0.4	12.9	2.4	20.3
중국	Ctrip.com	34.1	37.8	48.9	49.3	46.94	36.8	57.6	42.2	11.3	9.9	34.6	37.5	22.1	27.6
	China Travel Intl.	-5.5	5.4	-60.1	185.4	-79.6	178.9	111.1	39.8	1.0	1.0	1.9	5.1	0.9	2.6
	Shanghai Oriental Pearl	10.3	14.4	13.3	19.8	3.0	23.7	98.8	79.9	6.3	5.5	33.6	35.2	7.9	8.6
	Beijing Capital Tourism	0.3	14.7	-3.0	41.2	-6.5	25.2	29.5	31.5	4.0	3.8	15.4	18.9	13.9	15.3
	China Cytis Tours	33.5	-7.5	70.2	-29.6	94.9	-10.7	29.3	32.8	3.1	2.8	9.9	7.9	12.3	8.5
인도	Thomas Cook	-14.7	-	-38.8	-	-47.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-
미국	Priceline.com	24.1	22.8	62.6	32.6	148.71	30.5	29.9	22.9	7.5	6.3	20.1	24.6	42.1	31.3
	Expedia	0.6	11.7	18.7	1.1	-	15.2	18.1	15.7	2.8	2.4	22.8	23.8	16.0	15.0
	Ambassador Group	0.7	-12.5	18.5	-37.6	7.07	-42.5	10.5	18.3	2.8	-	30.6	25.7	25.7	-
	Orbitz Worldwide	-15.2	5.5	0	-124.6	-12.01	-103.9	-	44.9	4.7	2.9	8.0	8.6	-118.6	6.9
	Travelzoo	16.3	10.9	2.97	-31.4	-4.88	-32.7	28.9	42.9	6.6	-	14.6	9.0	20.1	-
유럽	TUI Travel	-2.6	1.7	-4.0	19.4	8.0	16.2	11.9	10.2	1.3	1.3	3.2	3.7	11.6	13.7
평균									56.2	32.5	4.8	4.1			
<b>호텔</b>															
홍콩	Hongkong & Shanghai Hotel	-14.6	7.7	-44.7	55.9	-62.5	110.3	57.1	27.2	0.7	0.7	13.9	19.3	10.5	3.0
대만	Ambassador Hotel	-9.9	13.6	-39.7	70.2	-36.0	84.5	64.4	34.9	1.6	1.6	8.2	12.3	2.6	4.3
	Fomosa Intl. Hotel	8.3	10.0	-23.6	7.6	1.5	24.2	36.7	29.5	9.0	8.0	24.3	23.7	24.5	28.5
	Holiday Garden Hotel	2.6	23.1	-	-	-	122.5	33.6	25.4	-	-	-	-	-	-
태국	Minor Intl.	3.5	20.9	-17.6	-	-24.2	-	25.8	19.8	3.3	2.9	8.6	-	12.2	15.5
	Central Plaza Hotel	3.4	9.4	-61.7	-	-84.6	631.0	103.0	14.1	1.0	0.9	2.9	-	0.9	6.4
	Erawan Group	-6.7	25.2	-76.0	-	-	-180.6	-	29.5	1.6	1.5	3.6	-	-6.5	3.2
영국	Intercontinental Hotels	-15.1	1.3	-32.1	-0.3	-15.9	-24.0	15.7	20.7	27.8	17.0	23.6	23.2	-	-
평균									48.1	25.1	6.4	4.7			
<b>항공</b>															
한국	대한항공	-8.0	12.6	흑전	529.2	적지	흑전	-	11.3	1.5	1.6	1.4	7.9	-3.4	13.6
	아시아나항공	-8.8	12.6	적지	흑전	적지	흑전	-	8.6	0.9	1.1	-6.1	7.4	-35.1	13.2
홍콩	Cathay Pacific Airways	-22.6	16.9	-	-	-	-	13.7	18.9	1.4	1.4	-	6.8	11.7	8.5
싱가폴	Singapore Airlines	-21.5	12.3	흑전	424.0	-74.5	341.9	66.5	15.0	1.4	1.3	1.7	7.9	2.0	8.5
일본	All Nippon Airways	-11.5	6.1	적전	흑전	적지	흑전	-	189.6	1.5	1.4	-3.3	2.3	-11.3	0.2
대만	China Airlines	-24.0	14.6	흑전	11,335.7	적지	흑전	-	37.6	1.4	1.4	-	-	-6.1	0.2
호주	Virgin Blue Holdings	19.7	9.1	-	33.3	-464.7	95.1	18.8	9.6	1.7	1.5	12.6	15.4	10.1	15.9
태국	Thai Airways	-19.3	16.9	흑전	-29.8	흑전	2.9	6.5	7.7	0.6	0.8	5.7	7.5	14.9	12.3
	China Eastern Airlines	8.0	29.5	적지	흑전	적지	흑전	212.2	48.1	-	37.0	1.3	3.3	-3.9	12.8
중국	China Southern Airlines	0.3	19.1	흑전	144.2	흑전	292.1	122.4	31.2	5.5	3.9	3.1	6.3	-14.1	11.0
미국	AMR corp.	-162	12.1	-23.2	-	38.9	-	-	-	-	-	-4.18	2.9	-	-
	Delta Air Lines	23.6	11.5	-26.5	3,068.2	92.1	흑전	-1.5	9.7	36.4	13.0	-5.63	8.6	-221.1	162.6
	Continental Airlines	-17.4	11.2	99.3	흑전	60.7	흑전	-2.2	9.8	4.2	4.7	-0.01	6.0	-81.2	39.1
유럽	Air France	-12.6	5.2	적지	흑전	적지	흑전	-	-	0.7	0.7	-5.9	-0.7	-23.0	-6.1
	Deutsche Lufthansa	-10.3	13.1	적전	흑전	적전	흑전	-0.2	215.8	0.9	0.9	-0.05	1.7	-1.8	7.1
평균									42.0	25.6	4.5	5.0			

주: 하나투어, 모두투어, 대한항공, 아시아나항공은 대우증권 추정치, 자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 대우증권 리서치센터

표 3. MSCI 주요 국가의 실적 전망과 Valuation 지표 (%,배)

국가	기업명	EPS 증가율		PER		PBR	ROE
		09	10F	09	10F		
한국	MSCI Korea	67.0	35.1	13.2	9.6	1.3	10.2
중국	MSCI China	15.9	23.1	20.1	13.6	2.6	12.7
미국	MSCI United States	1.9	27.7	18.5	14.9	2.2	12.1
유럽	AC Europe	-19.9	27.1	18.7	12.5	1.6	8.8

주: I/B/E/S 3월 업데이트 기준; PER, PBR, ROE 09년 수치는 12 month trailing, 자료: Thomson Reuters, 대우증권 리서치센터

모두투어 [080160]

예상 손익계산서(요약)				
(십억원)	12/09	12/10F	12/11F	12/12F
<b>매출액</b>	<b>61</b>	<b>104</b>	<b>121</b>	<b>134</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>61</b>	<b>104</b>	<b>121</b>	<b>134</b>
판매비와관리비	61	90	102	112
<b>영업이익</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>19</b>	<b>22</b>
<b>영업외손익</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
금융손익	2	2	3	3
외환관련손익	0	0	0	0
지분법손익	-1	0	0	0
자산처분손익	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	-1	-1
<b>세전계속사업손익</b>	<b>1</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>24</b>
계속사업법인세비용	0	4	6	5
계속사업이익	1	11	15	19
중단사업이익	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>1</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>19</b>
RI	1	11	15	19
EBITDA	1	14	19	22
FCF	5	11	14	18
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA마진율(%)	1.5	13.3	15.6	16.4
영업이익률(%)	0.4	12.9	15.4	16.3
순이익률(%)	2.0	10.9	12.4	14.3

예상 대차대조표(요약)				
(십억원)	12/09	12/10F	12/11F	12/12F
<b>유동자산</b>	<b>78</b>	<b>109</b>	<b>126</b>	<b>147</b>
현금 및 현금등가물	17	45	48	56
매출채권	11	17	19	21
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	51	47	59	70
<b>비유동자산</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>
투자자산	7	10	11	11
유형자산	1	0	0	0
무형자산	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>86</b>	<b>119</b>	<b>137</b>	<b>158</b>
<b>유동부채</b>	<b>31</b>	<b>50</b>	<b>55</b>	<b>61</b>
매입채무	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0
기타유동부채	31	50	55	61
<b>비유동부채</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
기타비유동부채	5	8	9	9
<b>부채총계</b>	<b>36</b>	<b>58</b>	<b>64</b>	<b>70</b>
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	30	30	30	30
이익잉여금	24	35	47	62
<b>자본총계</b>	<b>50</b>	<b>62</b>	<b>73</b>	<b>88</b>

예상 현금흐름표(요약)				
(십억원)	12/09	12/10F	12/11F	12/12F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>18</b>
당기순이익	1	11	15	19
비현금수익비용가감	4	1	1	1
유형자산감가상각비	1	0	0	0
무형자산감가상각비	0	0	0	0
기타	3	1	1	1
영업활동으로 인한 현금흐름의 변동	0	-2	-2	-2
매출채권 감소(증가)	-7	-7	-3	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 감소(증가)	0	0	0	0
기타자산, 부채변동	7	5	1	1
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>0</b>	<b>15</b>	<b>-9</b>	<b>-7</b>
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	-3	-1	-1
기타투자활동	0	18	-8	-6
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>
사채및차입금의 증가(감소)	0	3	1	1
자본의 증가(감소)	0	0	-3	-4
배당금의 지급	0	0	-3	-4
기타재무활동	0	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>5</b>	<b>28</b>	<b>3</b>	<b>8</b>
기초현금	12	17	45	48
기말현금	17	45	48	56

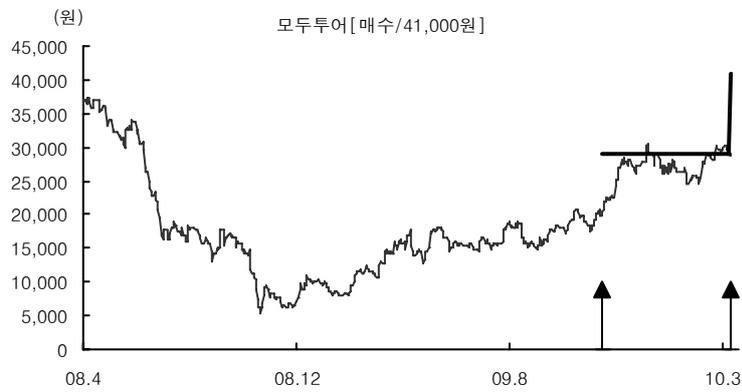
예상 주당가치 및 valuation(요약)				
	12/09	12/10F	12/11F	12/12F
P/E(x)	193.1	21.4	16.2	12.7
P/CF(x)	125.5	21.3	16.4	13.0
P/B(x)	4.7	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA(x)	209.8	13.4	9.2	7.3
EPS(원)	144	1,353	1,787	2,267
CFPS(원)	222	1,395	1,807	2,280
BPS(원)	5,981	7,334	8,738	10,479
DPS(원)	50	400	550	700
배당성향(%)	33.1	28.3	29.5	29.6
배당수익률(%)	0.2	1.4	1.9	2.4
매출액증가율(%)	-26.3	69.3	16.5	10.4
EBITDA증가율(%)	-49.5	1,450.1	36.6	16.3
영업이익증가율(%)	-74.3	5,592.6	38.9	16.8
EPS증가율(%)	96.0	836.7	32.0	26.9
매출채권 회전을	8.4	7.4	6.7	6.7
재고자산 회전을	-	-	-	-
매입채무 회전을	-	-	-	-
ROA(%)	1.5	11.1	11.7	12.9
ROE(%)	2.4	20.3	22.2	23.6
ROIC(%)	9.1	1,271.5	870.2	706.2
부채비율(%)	71.5	93.8	86.7	79.8
유동비율(%)	252.1	218.1	229.0	241.1
순차입금/자기자본(%)	-94.8	-94.5	-94.1	-94.4
영업이익/금융비용(x)	-	-	-	-

자료: 대우증권 리서치센터 예상

■ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계는 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 또한 동 자료를 작성함에 있어 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 투자 의견 분류 및 적용기준(2008년 3월 31일부터 변경, 기간은 12개월, 상대주의 기준)  
 매수(시장대비 20% 이상의 초과 수익 예상), Trading Buy(시장대비 10% 이상의 초과 수익이 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우),  
 중립(시장대비 -10~10% 이내의 등락이 예상), 비중축소(시장대비 10% 이상의 주가하락 예상)
- 투자 의견 및 목표가 등 추이(투자 의견 제시일이 비영업일인 경우 익일 영업일로 표시함)

주가(—), 목표주가(---), Not covered(■), 매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆)



이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.