

여행

유통/미디어/엔터테인먼트
Analyst 손윤경, CFA
02) 3787-5223
ykson@kiwoom.com

여전히 매력적인 모멘텀, 성수기 이익 모멘텀 매수 기회

출국수요 및 여행 업체들의 이익 모멘텀이 당초 예상을 상회. 추가적인 환율 하락 및 경기회복으로
예상을 상회하는 수요증가는 지속될 전망. 여행업체 주가 최근 상승에도 불구하고, 추세적인 상승 기대

**Overweight
(Maintain)**

■ 폭발적인 출국 수요 증가, 이익 전망치 상향 본격화

출국수요 증가가 예상을 상회하는 수준으로 나타나며 출국수요를 기반으로 한 산업의 이익 증가율이 당초 예상을 상회할 전망. 이에 따라 최근 조정을 보였던 여행업종의 주가가 빠르게 회복하며 1월 고점 수준에 도달. 당사는 추가적인 주가 상승이 가능하다는 판단. 예상을 상회하는 출국수요 증가는 이익 전망치 상향 조정을 본격적으로 이끌고 이에 따른 주가 상승이 가능할 것으로 판단하기 때문.

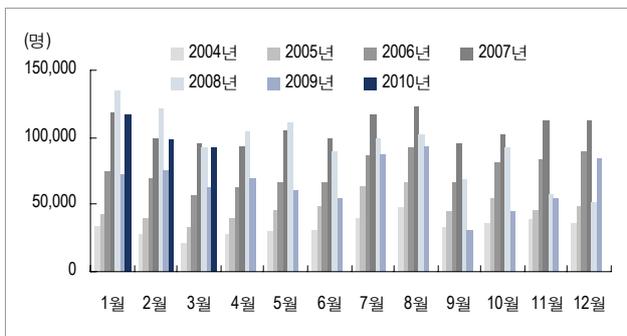
■ 11년 출국자수 07년을 상회 & 여행 업체들 송객수는 10년에 이미 07년을 상회할 듯

당초 11년이 되어서야 07년의 출국자수에 도달할 것이라는 예상과 달리 11년에는 07년의 출국자수를 넘어설 것으로 전망. 여행 업체들의 송객수는 이미 10년에 07년 수준을 상회할 전망. 2008년 하반기부터 2009년 하반기까지 이어진 극심한 수요 침체로 중견 여행업체들의 퇴출과 함께 하나/모두투어의 점유율 상승이 본격화되고 있기 때문. 특히, 모두투어의 송출객수 성장률이 탁월함.

■ 시간이 갈수록 강화되는 이익모멘텀을 매수할 시점

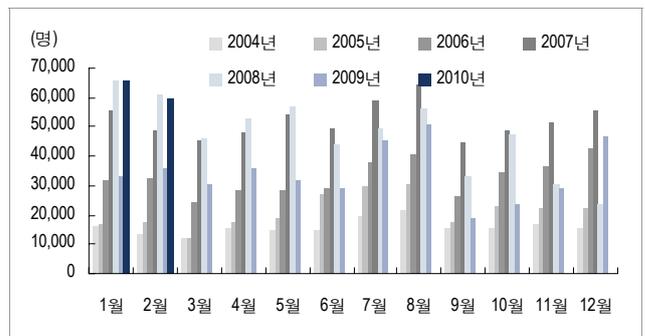
1분기에 견조한 이익모멘텀을 현실화한 데 이어 3분기까지 이익모멘텀은 강하게 나타날 전망. 전년도 5월부터 신종플루의 영향으로 실적이 부진했던 반면, 10년에는 신종플루의 영향권에서 벗어남과 동시에 경기회복도 빠르게 진행되고 있어 5월 이후의 실적은 보다 탄력적일 전망. 특히, 전년도 3분기 성수기에도 신종플루의 영향이 이어지며 수요와 Mark Up 회복이 기대에 미치지 못했던 점을 감안하면 10년 3분기 이익모멘텀은 매우 강화될 전망. Top-picks로 하나투어(039130, BUY, TP 70,000원)와 모두투어(080160, BUY, TP 50,000원)를 추천.

하나투어 패키지 송객수 추이



자료: 하나투어, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

모두투어 패키지 송객수 추이



자료: 모두투어, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

- 당사는 4월 14일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

Contents

여행업 투자의견 Overweight 유지	3
-------------------------------	----------

하나투어/모두투어 목표주가 상향	3
--------------------------	----------

출국수요 빠른 성장	4
-------------------	----------

더욱 빠른 업체들의 송출객수 성장	5
---------------------------	----------

수요 확대에 따른 놀라운 이익성장 예상	6
비수기인 2분기에도 견조한 이익 성장세 지속할 전망	6
여전히 높은 예약 성장률	6
경쟁완화에 따른 수익성 개선도 지속될 전망	6

출국수요는 장기 고성장이 가능할 전망	8
-----------------------------	----------

기업분석	9
-------------	----------

여행업 투자의견 Overweight 유지

예상을 상회하는 출국 수요 개선

여행업에 대한 투자의견 Overweight을 유지한다. 예상을 상회하는 출국수요 증가가 이어지고 있기 때문이다. 1분기 출국자수는 전년 동기 대비 20%이상 증가한 것으로 추정된다. 1월과 2월 총 출국자수는 112만명과 91만명으로 전년 동월 대비 각각 37.6%, 20.5% 증가하였고, 3월 여행사들의 송객수 증가 폭이 2월보다 컸던 것으로 파악되었기 때문이다. 이는 당사가 예상하고 있는 10년 총출국자수 16.2% 성장을 상회하는 수준이다. 08년과 09년 각각 -10.0%, -20.9%로 역성장하였던 출국수요가 예상보다 빠르게 회복하고 있는 것으로 평가할 수 있다.

하나투어/모두투어 목표주가 상향

하나투어 목표주가 70,000원 상향 투자의견 BUY 유지

하나투어와 모두투어에 대해 목표주가를 상향한다. 하나투어의 목표주가를 기존 60,000원에서 70,000원으로 상향하고 투자의견 BUY를 유지한다. 목표주가 상향은 예상보다 빠른 출국수요 회복과 함께 점유율 상승이 이어지고 있어 수익추정을 상향하였기 때문이다. 목표주가 70,000원은 11년 EPS에 P/E Multiple 20x를 적용한 것이다. 11년 이익을 기준으로 목표주가를 산정한 것은 08년 하반기 이후 급격히 감소하였던 송객수가 10년부터 빠르게 회복하여 11년까지는 장기 평균을 크게 상회하는 성장을 보일 전망이어서 10년의 이익보다는 11년의 이익을 기초로 평가하는 것이 적절해 보인다는 점을 고려하였다. 또한 P/E Multiple 20x는 11년 이후에도 하나투어의 이익성장이 연평균 20% 이상일 전망이라는 점을 반영한 것이다. 인당 GDP 수준을 고려했을 때, 한국의 인구대비 출국자수는 절대적으로 낮은 수준으로 11년 이후에도 출국수요는 여전히 견조한 성장이 가능할 전망이다. 이에 따라 하나투어의 이익성장 역시 11년 이후에도 연평균 20% 이상일 전망이다.

모두투어 목표주가 50,000원 상향 투자의견 BUY 유지

모두투어의 목표주가를 기존 40,000원에서 50,000원으로 상향하고 투자의견 BUY를 유지한다. 모두투어의 목표주가 상향 역시 하나투어와 마찬가지로 예상보다 빠른 출국 수요 회복과 함께 점유율 상승이 이어지고 있다는 점을 반영하였다. 목표주가 50,000원 역시 11년 EPS 대비 P/E Multiple 20x를 적용한 것이다. 11년 EPS 대비 P/E Multiple 20x는 1위 업체인 하나투어와 동일한 수준인데, 후발업체임에도 불구하고 점유율 상승 속도가 하나투어를 상회하고 있다는 점에서 높은 수준은 아니라는 판단이다. 특히, 동사의 이익은 10년 이미 역사적 최고 수준을 상회할 전망이라는 점에서 주가 상승 탄력이 더욱 높을 전망이다.

하나투어 & 모두투어 Valuation

		2006년	2007년	2008년	2009년	2010년E	2011년E	2012년E	2013년E
하나투어	순이익(억원)	233	269	50	-48	240	403	495	623
	EPS(원)	2,196	2,314	433	-416	2,069	3,467	4,259	5,365
	증가율(%)	36.10%	5.36%	-81.28%	적전	흑전	67.59%	22.83%	25.98%
	Historical P/E	29.5	33	93.4	-				
목표주가 70,000	Target P/E					20			
목표주가 대비 각 년도P/E 수준						33.8	20.2	16.4	13.0
모두투어	순이익(억원)	82	114	6	12	145	210	278	352
	EPS	1,028	1,353	74	144	1,723	2,505	3,304	4,194
	증가율(%)	128.10%	31.60%	-94.55%	96.04%	1092.21%	45.44%	31.88%	26.93%
	Historical P/E	22.4	32.5	349.2	114.1				
목표주가 50,000	Target P/E					20			
목표주가 대비 각 년도P/E 수준						29.0	20.0	15.1	11.9

자료: 키움증권 리서치센터

출국수요 빠른 성장

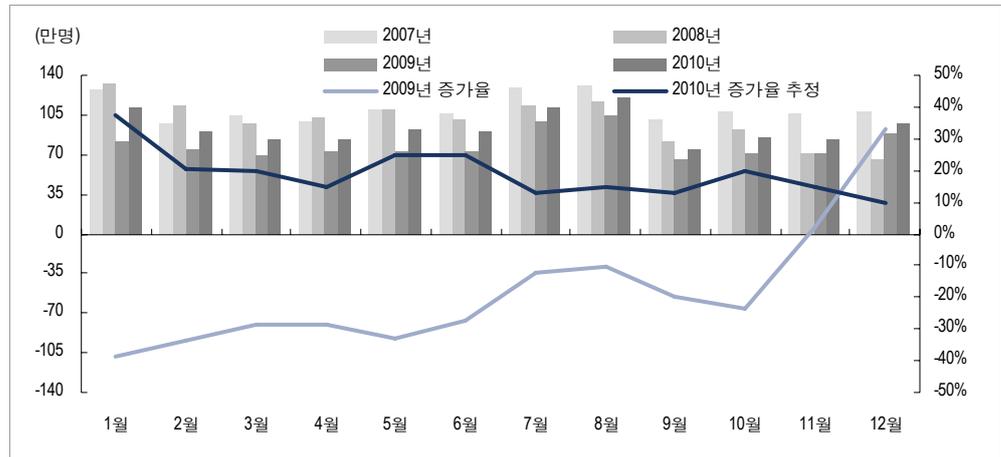
예상을 상회하는
출국 수요 증가

10년 1월과 2월 총출국자수는 112만명과 91만명으로 전년 동월 대비 각각 37.6%, 20.5% 증가하였고, 3월 여행사들의 송객수 증가 폭이 2월보다 컸던 것으로 파악되어 1분기 총출국자 성장률은 20%를 상회한 것으로 추정된다. 이는 당사가 예상하는 10년 총출국자 증가율 16.2%를 상회하는 수준이다. 2008년과 2009년 각각 -10.0%, -20.9%로 역성장하였던 출국수요가 경기회복 및 환율 하락으로 빠르게 회복하고 있는 것으로 판단된다.

환율 하락 및
경기회복으로
출국 수요 증가는
추세적일 전망

10년에는 국내 경기 회복과 함께 원화 가치 상승이 지속될 전망이다. 이에 따라 내국인들의 소비여력은 꾸준히 증가할 전망이고 소비여력 확대에 따른 출국수요 증가는 추세적일 전망이다. 또한 당사는 환율 하락폭 보다 더 빠른 출국자 증가 추세가 2분기 이후에도 지속될 것으로 예상한다. 경기회복이 환율 하락과 함께 나타나면 고소득층의 소비여력이 더욱 확대되어 여행과 같은 서비스 소비에 대한 욕구가 본격적으로 발현될 전망이기 때문이다.

총 출국자수/증가율 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

원화 가치 yoy 상승세 꾸준히 지속, 출국 수요 빠르게 상승



자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

더욱 빠른 업체들의 송출객수 성장

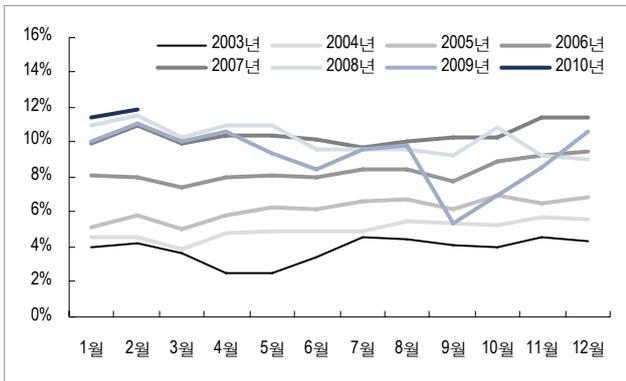
경쟁 완화로 상위업체들의 점유율 확대 가속

특히, 상위 여행업체들의 송출객 수는 출국자수를 크게 상회하는 증가를 보이고 있다. 이는 08년 하반기부터 09년 하반기에 이르는 출국수요 침체기에 경쟁자들의 경쟁력이 크게 약화되었기 때문이라는 판단이다. 05년 자유투어와 롯데관광개발이 IPO 및 증자를 통해 자금력을 확보하며 패키지 시장에서의 점유율 확대를 시도하였고, 상용물량 기반의 세종나모 및 레드캡투어 등이 일반인을 대상으로 한 패키지 시장에 진입을 시도하며 패키지 여행업의 경쟁이 격화되었다. 이에 따라 상위 여행업체들의 점유율 상승이 다소 둔화되는 듯 하였다. 그러나 08년 하반기부터 이어진 경기침체로 후발 여행사들의 경쟁력이 크게 약화되며 상위여행사들의 점유율 확대가 빠르게 가시화되는 것으로 판단한다.

그 중에서도 모두투어의 점유율 확대 속도에 주목

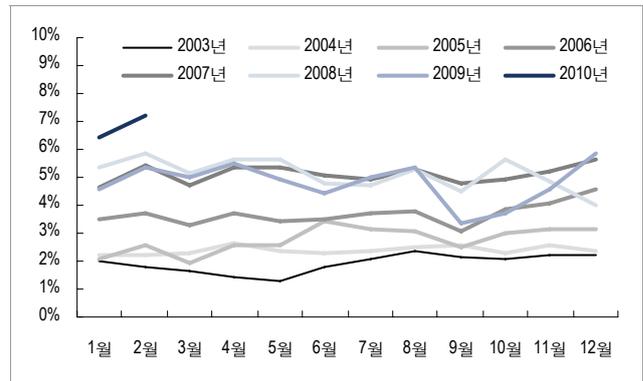
그 중에서도 모두투어의 송객수 증가 및 점유율 확대 속도가 눈에 띈다. 전체 출국자수 대비 패키지 송객수를 기준으로 한 점유율을 살펴보면 10년 1월과 2월 하나투어의 점유율은 11.4%와 11.9%로 09년 대비 각각 1.4%p, 0.8%p 상승한 반면, 모두투어의 점유율은 6.4%, 7.2%로 09년 대비 1.8%p씩 상승하였다. 이에 따라 하나투어의 1월과 2월 패키지 송객수가 07년 수준의 회복에 그치고 있는 반면, 모두투어의 패키지 송객수는 07년 수준을 상회함을 물론, 역사적 최고 수준인 08년 수준까지 회복하였다.

전체 출국자수 대비 하나투어 패키지 송객수 월별 점유율 추이



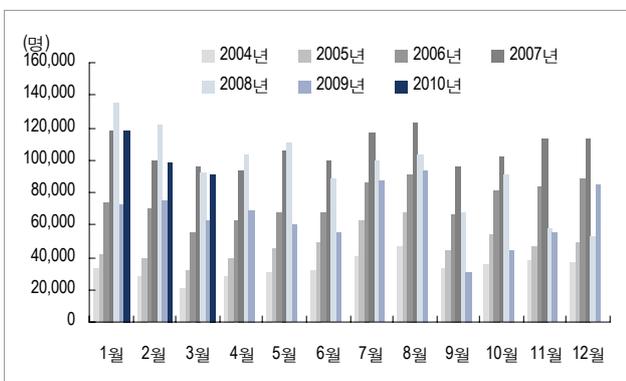
자료: 하나투어, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

전체 출국자수 대비 모두투어 패키지 송객수 월별 점유율 추이



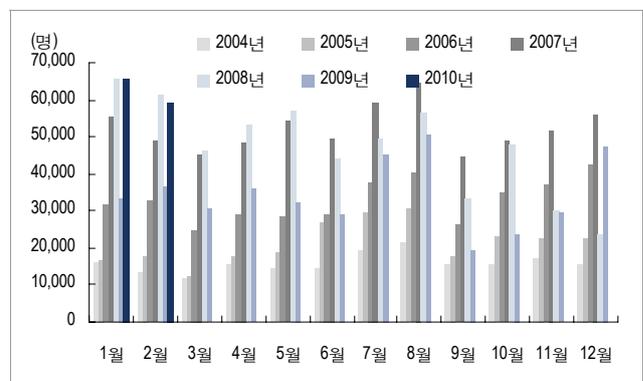
자료: 모두투어, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

하나투어 패키지 송객수 추이



자료: 하나투어, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

모두투어 패키지 송객수 추이



자료: 모두투어, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

수요 확대에 따른 놀라운 이익성장 예상

비수기인 2분기에도 견조한 이익 성장세 지속할 전망

1분기 턴어라운드 가시화

1분기 하나투어의 영업수익은 481억원으로 전년 동기 대비 56.9% 증가하였고 영업이익은 88억 원을 기록하며 전년도 1분기 영업이익 1억원에서 놀라운 턴어라운드를 시현하였다. 모두투어 역시 1분기 영업수익은 259억원과 영업이익 49억원으로 전년 동기 130억원과 영업이익 3억원 대비 각각 99.3%, 139.7%라는 놀라운 성장을 기록할 전망이다.

여전히 높은 예약 성장률

2분기에도 높은 성장은 지속될 전망인데, 각 업체들의 전년 동기 대비 예약자 증가율이 4월과 5월, 6월에도 높은 수준을 유지하고 있기 때문이다. 하나투어의 예약자수는 전년 동기 대비 4월, 5월, 6월 각 각 44%, 93%, 174% 수준으로 증가하고 있는 것으로 파악되었고, 모두투어는 전년 동기 대비 63.3%, 103.3%, 170% 수준의 증가를 보이고 있는 것으로 파악되었다.

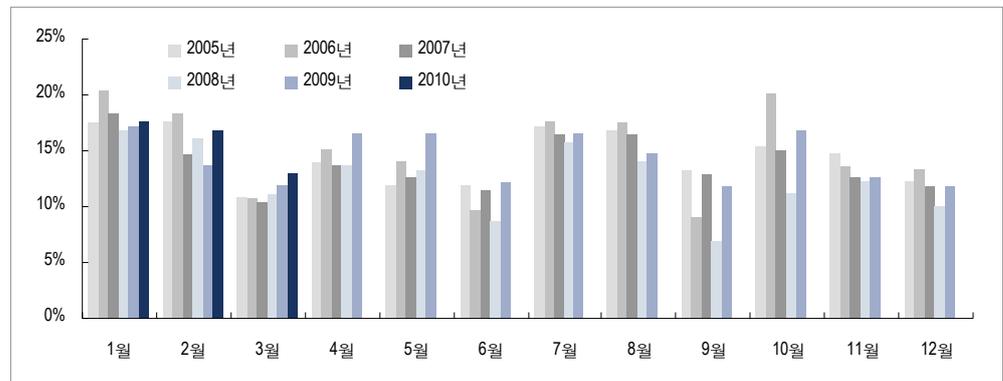
경쟁완화에 따른 수익성 개선도 지속될 전망

업계 경쟁완화에 따른 수익성 회복 역시 상위업체들의 이익성장을 이끄는 주요한 요인이라는 판단이다. 대한항공이 10년부터 항공권 판매 수수료를 지급하지 않음에도 불구하고 여행업체들의 영업수익이 성장이 송객수 증가를 상회할 수 있는 것은 패키지판매에 따른 마진이 빠르게 회복하고 있기 때문이라 판단한다.

여행업종 내 구조조정이 Mark up 개선의 주요 포인트

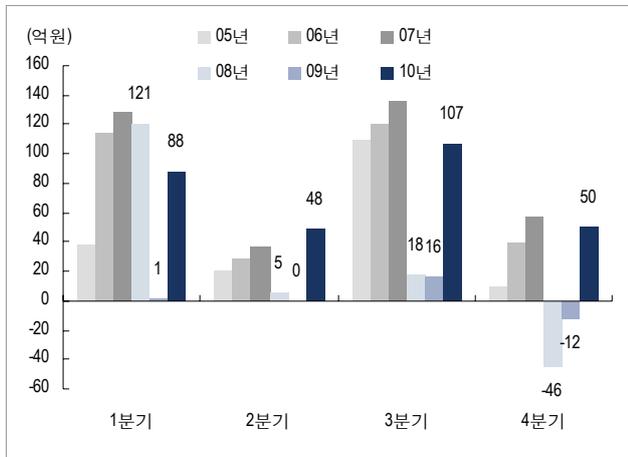
실제로 하나투어의 패키지 추정 Mark up은 06년 최고에 이르렀다가 수요가 크게 증가하였던 07년에 오히려 하락한 이후, 경기 침체가 상당기간 진행되었던 09년 상반기부터 꾸준히 개선되고 있다. 06년 이후의 Mark up 악화는 05년을 기점으로 모두투어 및 자유투어, 롯데관광개발 등의 상장 및 증자로 자금력을 갖춘 경쟁사들이 많아진 것이 주요 원인이라는 판단이다. 이들의 공격적인 영업으로 07년까지 놀라운 수요 확대에도 불구하고, 여행사들의 수익성은 악화되었던 것으로 추정된다. 그러나 08년 하반기 경기침체가 시작되며 하나투어와 모두투어를 제외한 여행사들의 자금력이 크게 악화되며 상위사와 경쟁을 할 수 없는 상황에 이른 것으로 판단된다. 이에 따라 격화되었던 경쟁이 완화되며 역량있는 상위사들이 적정 수익성을 확보하며 패키지 상품을 팔 수 있는 여건이 마련된 것이다.

하나투어 패키지 Markup 추이



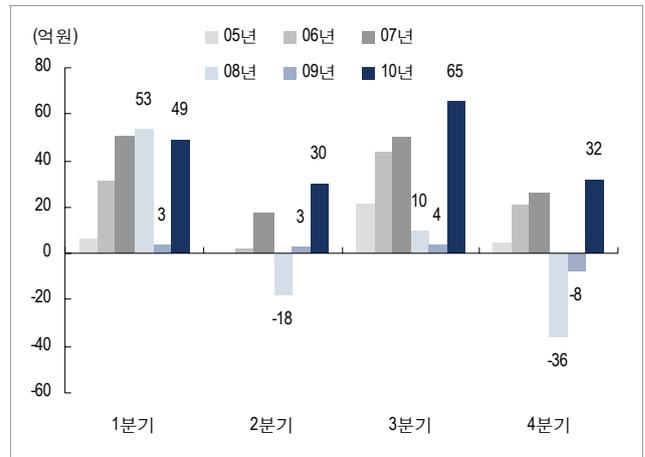
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

하나투어 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

모두투어 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 모두투어, 키움증권 리서치센터

하나투어 분기별 실적전망

(단위: 억원, %)

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10E	2Q10E	3Q10E	4Q10E	2007년	2008년	2009년	2010년E	2011년E
인원(패키지)	216,619	184,803	211,246	185,326	307,493	267,088	342,818	267,761	1,286,017	1,132,308	797,994	1,185,160	1,514,575
영업수익	306	296	348	288	481	418	638	449	1,993	1,728	1,239	1,986	2,594
영업이익	1	0	16	-12	88	48	107	50	359	98	4	293	455
영업이익률	0.2%	-0.1%	4.7%	-4.3%	18.3%	11.6%	16.7%	11.2%	18.0%	5.7%	0.3%	14.8%	17.5%
세전이익	-13	-1	21	-38	91	57	116	58	399	82	-30	322	537
세전이익률	-4.1%	-0.3%	6.2%	-13.1%	18.9%	13.6%	18.2%	12.9%	20.0%	4.7%	-2.4%	16.2%	20.7%
순이익	-18	-4	14	-39	67	43	87	44	269	50	-48	240	403

자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

모두투어 분기별 실적전망

(단위: 억원, %)

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10E	2Q10E	3Q10E	4Q10E	2007년	2008년	2009년	2010년E	2011년E
인원(패키지)	100,620	97,297	115,359	100,268	177,664	162,280	223,134	167,168	649,510	600,767	413,544	730,247	932,650
영업수익	130	140	178	165	259	237	341	274	944	833	614	1,111	1,394
영업이익	3	3	4	-8	49	30	65	32	143	9	2	176	258
영업이익률	2.5%	2.0%	2.2%	-4.6%	18.8%	12.7%	19.1%	11.6%	15.2%	1.1%	0.4%	15.8%	18.5%
세전이익	7	6	6	-4	54	35	69	36	159	13	15	194	282
세전이익률	5.3%	4.1%	3.4%	-2.2%	20.7%	14.8%	20.3%	13.2%	16.8%	1.5%	2.4%	17.5%	20.3%
순이익	5	4	4	-2	40	26	50	29	114	6	12	145	210

자료: 모두투어, 키움증권 리서치센터

출국수요는 장기 고성장이 가능할 전망

소득대비 절대적으로 낮은 인구 대비 출국비중, 경기회복시에는 탄력적인 수요 증가

방향 전환 이후, 출국수요는 추세적으로 높은 성장을 보일 전망이다. 08년부터 원화약세가 강하게 나타났고, 과도하게 하락했던 원화가치는 다시 상승하고 있다. 원화 가치 상승이 지속되며 해외 여행수요 급증이 기대되는데, 인당GDP 수준과 국내의 낮은 관광컨텐츠를 고려했을 때 인구 대비 출국자 비중이 절대적으로 낮기 때문이다. 우리나라와 소득수준이 비슷하면서 자국내 여행 컨텐츠가 부족한 대만의 인구 대비 출국자 비중이 여전히 35%를 넘는 수준을 유지하고 있는 반면, 우리나라는 20% 수준에 머물고 있다는 점에서 인구 대비 출국자 비중이 절대적으로 낮다는 판단이다. 실리적인 부담이 감소하고 경기가 회복기에 접어들 경우, 해외 여행수요는 탄력적으로 증가할 가능성이 높아 보인다.

2012년 인구대비 출국자 비중 29% 가정

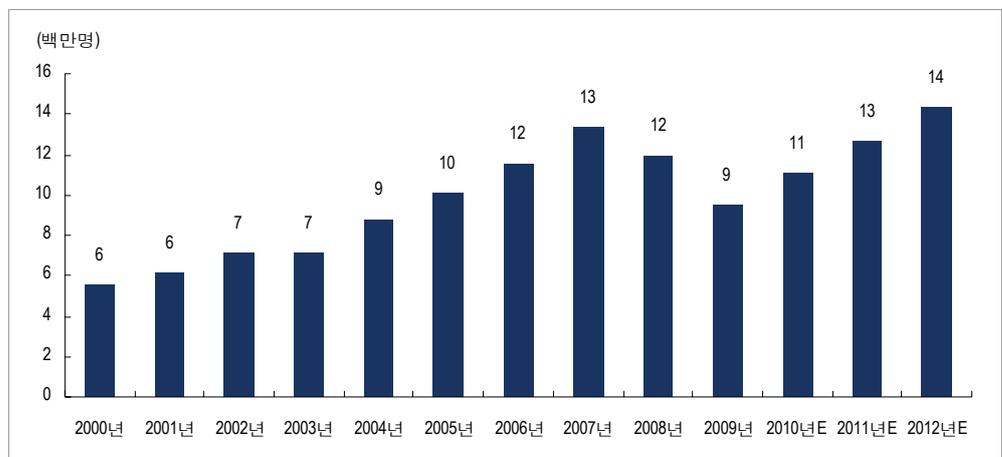
당사는 10년부터 12년까지 내국인 출국자수가 연평균 15% 성장할 것으로 전망한다. 12년까지 연평균 15% 성장하면 12년 총출국자수는 1,430만명으로 전체 인구대비 출국자 비중이 29%에 이를 것으로 전망한다. 12년 인구 대비 출국자 비중 29%를 가정하는 것은 다음과 같은 이유로 충분히 보수적이라는 판단이다. 1) 07년 이후 훼손되었던 달리기준 인당GDP가 10년부터 회복되어 12년 22,000달러를 상회하며 07년 21,662달러를 넘어설 전망이다라는 점에서 12년 출국수요 역시 07년의 인구 대비 출국자 비중 27%를 상회할 가능성이 높아 보인다. 여기에 2) 학생들의 주 5일 수업확대 및 대체휴일 도입 등에 따른 휴가 증가 가능성, 3) 항공자유화 및 비자 면제국의 추세적인 증가 가능성은 국내의 출국수요를 한단계 상승시키는 요인으로 작용할 전망이다.

한국과 비슷한 소득수준과 관광인프라를 가진 대만과 비교하여 인구대비 출국자 비중 절대적으로 낮음: 향후 가파른 증가를 기대하게 하는 요인

	1999년	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년
대만 1인당 GDP(US \$)	13,609	14,630	13,114	13,386	13,757	15,007	16,041	16,464	17,121	17,502	16,421
한국 1인당 GDP(US \$)	9,549	11,345	10,649	12,124	13,451	15,037	17,549	19,725	21,662	19,567	17,225
대만의 인구대비 총 출국자 비중	29.7%	32.90%	31.92%	32.74%	26.20%	34.29%	36.05%	37.91%	39.04%	36.75%	35.22%
한국 인구 대비 출국자 비중	9.3%	11.72%	12.85%	14.96%	14.81%	18.37%	20.94%	24.04%	27.50%	24.68%	19.34%

자료: 대만 관광청, 통계청, 키움증권 리서치센터추정

총 출국자 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

기업분석

하나투어 (039130)

10

놀라운 이익 성장 지금부터 시작

BUY (Maintain) / TP: 70,000원

모두투어 (080160)

12

하나투어와의 차별화를 노린다! 10년 영업이익 사상 최대 예상

BUY (Maintain) / TP: 50,000원

하나투어 (039130)

유통/미디어/엔터테인먼트
 Analyst 손운경, CFA
 02) 3787-5223
 ykson@kiwoom.com

놀라운 이익 성장 지금부터 시작

1분기 놀라운 실적개선을 시현, 실적개선 추세 2분기에도 패키지송객수 증가율은 1분기과 유사한 44% 수준이 기대되고 전년도 기저가 낮은 3분기 성수기의 패키지 증가율 60%에 이를 것으로 기대. 이익 모멘텀은 더욱 강화될 전망

BUY(Maintain)
 주가(4/13) 53,000원
 목표주가 70,000원(상향)

■ 목표주가 70,000원으로 상향 및 투자의견 BUY 유지

하나투어의 목표주가를 기존 60,000원에서 70,000원으로 상향하고 투자의견 BUY를 유지. 목표주가 상향은 예상보다 빠른 출국수요 회복과 함께 점유율 상승이 이어지고 있다는 점을 반영하여 수익추정을 상향. 목표주가 70,000원은 11년 EPS에 P/E Multiple 20x를 적용. 다음과 같은 이유로 11년 EPS에 P/E Multiple 20x를 적용하여 목표주가를 결정함. 1) 08년 하반기 이후 급격히 감소하였던 송객수가 10년부터 빠르게 회복하여 11년까지는 장기 평균을 매우 크게 상회하는 성장을 보일 전망이어서 10년의 이익보다는 11년의 이익을 기초로 평가하는 것이 적절해 보이고, 2) 인당 GDP 수준을 고려했을 때, 인구대비 출국자수가 절대적으로 낮은 수준이어서 11년 이후에도 출국수요는 여전히 높은 성장이 이어질 것으로 전망되어 동사의 이익 역시 11년 이후에도 연평균 20% 이상 성장할 것으로 예상되기 때문.

■ 4월보다는 5월, 2분기보다는 3분기 이익모멘텀이 클 전망

전년도 잡채어링 등으로 이익이 상대적으로 견조했던 4월의 이익모멘텀은 다소 약화될 수 있을 전망. 그러나 5월부터 이익모멘텀은 매우 탄력적일 전망. 전년도 5월부터 신종플루의 영향을 크게 받으며 실적이 예상을 하회한 바 있음. 10년에는 신종플루의 영향권에서 벗어남과 동시에 경기회복이 빠르게 진행되어 실적 개선세가 뚜렷하기 때문. 특히, 전년도 3분기 성수기였음에도 불구하고 신종플루의 영향이 지속되며 수요와 Mark Up 회복이 기대에 미치지 못했던 점을 감안하면 10년 3분기 이익모멘텀은 매우 강화될 전망.

Stock Data

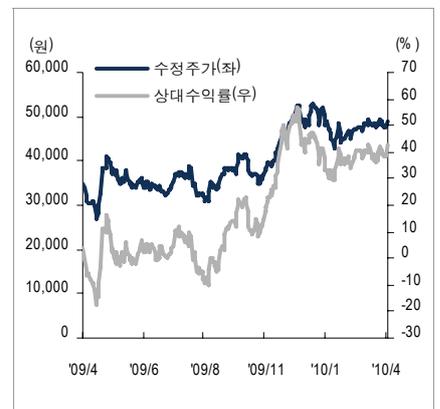
KOSDAQ (4/13)	506.53pt		
시가총액	6,157억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	53,100원	27,050원	
최고/최저가 대비 등락율	-0.2%	95.9%	
수익률	절대	상대	
	1M	7.5%	10.2%
	6M	29.9%	30.4%
	1Y	51.4%	51.6%

Company Data

발행주식수	11,616천주	
일평균 거래량(3M)	112천주	
외국인 지분율	23.2%	
배당수익률(10.E)	1.4%	
BPS(10.E)	9,332원	
주요 주주	박상환	8.18%
	국민연금	6.64%
매출구성(2009)	관광알선수익	75.9%
	기타	24.1%

투자지표	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액(억원)	1,728	1,239	1,986	2,594	3,216
증감율(%YoY)	-13.3	-28.3	60.3	30.6	24.0
영업이익(억원)	98	4	293	455	509
증감율(%YoY)	-72.7	-95.7	6,793.0	55.4	11.7
EBITDA(억원)	127	33	319	497	545
세전이익(억원)	82	-30	322	537	660
순이익(억원)	50	-48	240	403	495
EPS(원)	433	-416	2,069	3,467	4,259
증감율(%YoY)	-81.3	적전	흑전	67.6	22.8
PER(배)	93.4	-82.7	25.6	15.3	12.4
PBR(배)	5.3	4.4	5.7	4.4	3.5
EV/EBITDA(배)	32.0	102.7	17.4	10.5	9.0
영업이익률(%)	5.7	0.3	14.8	17.5	15.8
ROE(%)	5.1	-5.4	26.4	37.2	35.5
순부채비율(%)	-70.2	-70.6	-56.2	-66.0	-69.5

Price Trend



손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	1,728	1,239	1,986	2,594	3,216
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,728	1,239	1,986	2,594	3,216
판매비 및 일반관리비	1,630	1,235	1,693	2,139	2,707
노무비	523	447	464	483	502
판매비	94	49	52	56	59
일반관리비	1,013	739	972	1,278	1,681
영업이익	98	4	293	455	509
영업외수익	126	64	50	82	151
이자수익	49	29	41	78	145
외환관련이익	26	10	0	0	0
지분법이익	39	12	15	4	6
자산평가차분이익	0	0	0	0	0
기타	11	13	-6	0	0
영업외비용	142	98	20	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련비용	84	10	0	0	0
지분법손실	49	77	23	0	0
자산평가차분손실	3	3	0	0	0
기타	7	9	-3	0	0
세전계속사업이익	82	-30	322	537	660
법인세	31	18	82	134	165
법인세율(%)	38.44%	-61.68%	25.42%	25.00%	25.00%
계속사업이익	50	-48	240	403	495
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	50	-48	240	403	495
수정순이익	52	-44	240	403	495
EBITDA	127	33	319	497	545
증감율(%YoY)					
매출액	-13.3	-28.3	60.3	30.6	24.0
영업이익	-72.7	-95.7	6,793.0	55.4	11.7
EBITDA	-66.5	-74.3	877.1	55.6	9.7
순이익	-81.3	적전	흑전	67.6	22.8
EPS	-81.3	적전	흑전	67.6	22.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동현금흐름	86	114	87	537	496
당기순이익	50	-48	240	403	495
감가상각비	15	11	11	28	29
무형자산상각비	14	18	15	13	7
외환환산손실(이익)	4	-1	0	0	0
지분법손실(이익)	39	71	8	-4	-6
순운전자본 감소	-148	-26	-188	96	-29
기타	111	90	0	0	0
투자활동현금흐름	-63	134	-55	-132	-66
투자자산 순투자	-44	154	-16	-116	-54
유형자산 투자	-4	-5	-15	-8	-9
유형자산 처분	0	0	0	0	0
무형자산 순투자	-22	-9	-7	8	3
기타	7	-6	-17	-16	-6
재무활동현금흐름	-307	-61	-65	-95	-120
단기차입금 증가	0	0	0	0	0
유동성장기차입금 상환	0	0	0	0	0
사채 증가	0	0	0	0	0
장기차입금 증가	0	0	0	0	0
자본 증가	0	0	0	0	0
배당금 지급	-113	-54	-66	-95	-120
기타	-194	-7	0	0	0
순현금흐름	-283	188	-33	309	310
기초현금	471	187	375	342	652
기말현금	187	375	342	652	962
총현금흐름(Gross Cash Flow)	90	35	245	383	418
잉여현금흐름(Free Cash Flow)	-84	-4	35	479	383

주: 본사 실적 기준. 과거 Multiples는 평균주가, 평균시가총액 기준

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
유동자산	908	1,052	1,293	1,812	2,339
현금 및 현금등가물	187	375	342	652	962
단기투자자산	441	267	267	267	267
매출채권	131	209	397	519	643
재고자산	0	0	0	0	0
기타	149	202	288	375	468
비유동자산	634	571	591	686	722
투자자산	226	171	179	299	359
유형자산	311	305	309	289	269
무형자산	66	57	49	28	17
기타비유동자산	31	37	54	70	77
자산총계	1,542	1,623	1,885	2,498	3,061
유동부채	638	712	799	1,105	1,293
매입채무	318	274	440	519	585
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타	320	438	359	586	708
비유동부채	10	1	1	2	2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타	10	1	1	2	2
부채총계	648	713	801	1,107	1,295
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	607	722	722	722	722
자본조정	-239	-97	-97	-97	-97
기타포괄손익누계액	19	22	22	22	22
이익잉여금	449	205	380	688	1,062
자본총계	894	909	1,084	1,392	1,766
총차입금	0	0	0	0	0
현금성자산	628	642	609	918	1,228
순차입금	-628	-642	-609	-918	-1,228
운전자본	-358	-302	-115	-211	-182
순영업비유동자산	377	363	358	317	286
영업활동투하자본(OplC)	19	60	244	106	104

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
주당지표(원)					
EPS	433	-416	2,069	3,467	4,259
수정EPS	446	-383	2,069	3,467	4,259
BPS	7,698	7,828	9,332	11,981	15,204
EBITDAPS	1,095	281	2,749	4,276	4,692
DPS	750	500	750	986	1,201
Multiples(X)					
PER	93.4	-82.7	25.6	15.3	12.4
수정PER	53.8	-120.6	25.6	15.3	12.4
PBR	5.3	4.4	5.7	4.4	3.5
PCFR	20.1	28.5	22.4	14.0	11.7
EV/EBITDA	32.0	102.7	17.4	10.5	9.0
수익성(%)					
영업이익률	5.7	0.3	14.8	17.5	15.8
EBITDA margin	7.4	2.6	16.1	19.1	17.0
세전이익률	4.7	-2.4	16.2	20.7	20.5
순이익률	2.9	-3.9	12.1	15.5	15.4
ROE	5.1	-5.4	26.4	37.2	35.5
ROIC	-42.2	35.8	362.8	140.2	360.3
안정성(%)					
부채비율	72.4	78.5	73.9	79.5	73.3
순차입금비율	-70.2	-70.6	-56.2	-66.0	-69.5
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
활동성(배)					
매출채권회전율	13.2	5.9	5.0	5.0	5.0
재고자산회전율	-	-	-	-	-
매입채무회전율	5.4	4.5	4.5	5.0	5.5

모두투어 (080160)

유통/미디어/엔터테인먼트
 Analyst **손윤경, CFA**
 02) 3787-5223
 ykson@kiwoom.com

하나투어와의 차별화를 노린다! 10년 영업이익 사상 최대 예상

송객수 성장률이 선두업체인 하나투어를 압도하는 수준. 여기에 수익성 회복까지 속도를 내며 이익성장은 당초 예상을 상회.

BUY(Maintain)
 주가(4/13) 31,600원
 목표주가 50,000원(상향)

■ 목표주가 50,000원으로 상향 및 투자의견 BUY 유지

모두투어의 목표주가를 기존 40,000원에서 50,000원으로 상향하고 투자의견 BUY를 유지. 모두투어의 목표주가 상향 역시 하나투어와 마찬가지로 예상보다 빠른 출국 수요 회복과 함께 점유율 상승이 이어지고 있다는 점을 반영하여 이익 전망치를 상향 조정함. 목표주가 50,000원은 11년 EPS 대비 P/E Multiple 20x를 적용한 것이다. 11년 EPS 대비 P/E Multiple 20x는 1위 업체인 하나투어와 동일한 수준인데, 후발업체임에도 불구하고 점유율 상승 속도가 하나투어를 상회하고 있다는 점에서 높은 수준은 아니라는 판단. 특히, 동사의 이익은 10년 이미 역사적 최고 수준을 상회할 전망이다. 이 점에서 주가 상승 탄력이 더욱 높을 전망이다.

■ 2010년 하나투어와의 차별화를 노린다!

10년 동사는 하나투어와의 차별화가 가능할 전망이다. 하나투어보다 송객수가 빠르게 성장하는 것을 비롯하여 Mark Up 개선 역시 하나투어를 상회, 동사의 이익이 당초 예상을 크게 초과하고 있기 때문. 10년 하나투어의 영업이익이 역사적 최고점인 07년 359억원에 도달하기 어려워 보이는 반면, 동사의 10년 영업이익은 역사적 최고실적인 07년의 143억원을 상회할 전망이다. 하나투어와 차별화된 주가 상승을 예상.

■ 2분기부터 보다 탄력적인 주가 상승을 기대

2분기부터 보다 탄력적인 주가 상승을 기대. 전년도 5월부터 신종플루의 영향을 크게 받으며 실적이 예상을 하회한 바 있음. 10년에는 신종플루의 영향권에서 벗어남과 동시에 경기회복이 빠르게 진행되어 5월 이후의 실적은 보다 탄력적인 성장을 기록할 전망이다. 특히, 전년도 3분기 성수기였음에도 불구하고 신종플루의 영향이 지속되며 수요와 Mark Up 회복이 기대에 미치지 못했던 점을 감안하면 10년 3분기 이익모멘텀은 매우 강화될 전망이다.

Stock Data

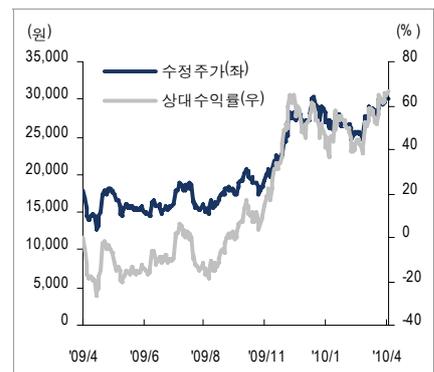
KOSDAQ (4/13)	506.53pt	
시가총액	2,654억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	31,650원	12,700원
최고/최저가 대비 등락율	-0.2%	148.8%
수익률	절대	상대
	1M	9.0%
	6M	65.4%
	1Y	77.5%

Company Data

발행주식수	8,400천주	
일평균 거래량(3M)	82천주	
외국인 지분율	13.4%	
배당수익률(10.E)	0.5%	
BPS(10.E)	7,656원	
주요 주주	우종웅	18.72%
	우리사주조합	8.4%
매출구성(2009)	여행알선수수료	68.4%
	기타	31.6%

투자지표	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액(억원)	833	614	1,111	1,394	1,716
증감율(%YoY)	-11.7	-26.3	81.1	25.4	23.1
영업이익(억원)	9	2	176	257	344
증감율(%YoY)	-93.6	-74.3	7,342.7	46.4	33.7
EBITDA(억원)	18	9	183	266	353
경상이익(억원)	13	15	194	282	371
순이익(억원)	6	12	145	210	278
EPS(원)	74	144	1,723	2,505	3,304
증감율(%YoY)	-94.6	96.0	1,092.2	45.4	31.9
PER(배)	349.2	114.1	16.2	12.6	9.6
PBR(배)	4.4	2.8	4.1	3.2	2.4
EV/EBITDA(배)	108.2	101.1	11.5	7.6	5.1
영업이익률(%)	1.1	0.4	15.8	18.5	20.1
ROE(%)	1.1	2.5	28.8	32.7	33.0
순부채비율(%)	-51.9	-96.5	-85.3	-76.5	-78.1

Price Trend



손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	833	614	1,111	1,394	1,716
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	833	614	1,111	1,394	1,716
판매비 및 일반관리비	823	611	936	1,137	1,372
노무비	258	221	260	326	402
판매비	86	39	115	144	177
일반관리비	479	351	568	712	877
영업이익	9	2	176	257	344
영업외수익	44	34	22	29	31
이자수익	29	20	22	25	31
외환관련이익	6	7	0	0	0
지분법이익	1	1	0	4	0
자산평가차분이익	1	1	0	0	0
기타	7	6	0	0	0
영업외비용	41	21	4	4	4
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련비용	15	9	0	0	0
지분법손실	12	7	0	0	4
자산평가차분손실	7	3	0	0	0
기타	6	2	4	4	0
세전계속사업이익	13	15	194	282	371
법인세	6	3	49	72	94
법인세율(%)	50.68%	18.93%	25.43%	25.41%	25.22%
계속사업이익	6	12	145	210	278
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	6	12	145	210	278
수정순이익	9	14	145	210	278
EBITDA	18	9	183	266	353
증감율(%YoY)					
매출액	-11.7	-26.3	81.1	25.4	23.1
영업이익	-93.6	-74.3	7,342.7	46.4	33.7
EBITDA	-88.2	-49.5	1,955.0	45.2	33.0
순이익	-94.6	96.0	1,092.2	45.4	31.9
EPS	-94.6	96.0	1,092.2	45.4	31.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동현금흐름	-55	55	115	150	243
당기순이익	6	12	145	210	278
감가상각비	8	7	7	8	9
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환자산손실(이익)	-4	1	0	0	0
지분법손실(이익)	12	6	0	-4	4
순운전자본 감소	-103	4	-75	-85	-71
기타	26	25	38	21	24
투자활동현금흐름	30	-2	-48	-42	-10
투자자산 순투자	42	-2	-40	-36	-4
유형자산 투자	-7	-4	-8	-6	-6
유형자산 처분	0	0	0	0	0
무형자산 순투자	0	0	0	0	0
기타	-4	4	0	0	0
재무활동현금흐름	-91	-2	-4	-12	-14
단기차입금 증가	0	0	0	0	0
유동성장기차입금 상환	0	0	0	0	0
사채 증가	0	0	0	0	0
장기차입금 증가	0	0	0	0	0
자본 증가	0	0	0	0	0
배당금 지급	-24	-2	-4	-12	-14
기타	-66	0	0	0	0
순현금흐름	-115	51	63	96	219
기초현금	233	118	169	232	328
기말현금	118	169	232	328	547
총현금흐름(Gross Cash Flow)	13	8	138	200	266
잉여현금흐름(Free Cash Flow)	-97	8	56	108	189

주: 본사 실적 기준. 과거 Multiples는 평균주가, 평균시가총액 기준

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
유동자산	478	784	995	1,180	1,475
현금 및 현금등가물	118	169	232	328	547
단기투자자산	137	316	316	316	316
매출채권	39	107	195	244	300
재고자산	0	0	0	0	0
기타	184	192	252	292	312
비유동자산	270	77	118	156	153
투자자산	206	21	61	101	101
유형자산	11	8	9	7	4
무형자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	53	47	47	47	47
자산총계	748	862	1,112	1,336	1,628
유동부채	218	311	383	387	393
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타	218	311	383	387	393
비유동부채	38	48	86	107	131
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타	38	48	86	107	131
부채총계	256	359	469	494	524
자본금	42	42	42	42	42
자본잉여금	300	300	300	300	300
자본조정	-81	-81	-81	-81	-81
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	230	241	382	580	843
자본총계	492	502	643	841	1,104
총차입금	0	0	0	0	0
현금성자산	255	485	548	644	863
순차입금	-255	-485	-548	-644	-863
운전자본	5	-12	63	149	220
순영업비유동자산	11	8	9	7	4
영업활동투하자본(OplC)	15	-3	72	156	224

투자지표

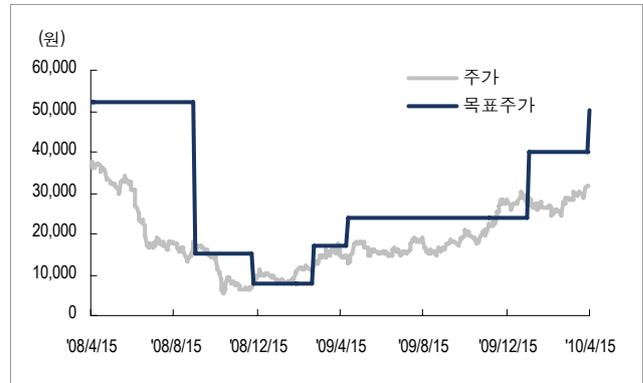
(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
주당지표(원)					
EPS	74	144	1,723	2,505	3,304
수정EPS	107	169	1,723	2,505	3,304
BPS	5,856	5,981	7,656	10,017	13,149
EBITDAPS	210	106	2,177	3,161	4,204
DPS	20	50	150	180	216
Multiples(X)					
PER	349.2	114.1	16.2	12.6	9.6
수정PER	139.8	193.1	18.3	12.6	9.6
PBR	4.4	2.8	4.1	3.2	2.4
PCFR	45.1	27.4	14.0	11.3	8.4
EV/EBITDA	108.2	101.1	11.5	7.6	5.1
수익성(%)					
영업이익률	1.1	0.4	15.8	18.5	20.1
EBITDA margin	2.1	1.4	16.5	19.1	20.6
세전이익률	1.5	2.4	17.5	20.2	21.6
순이익률	0.7	2.0	13.0	15.1	16.2
ROE	1.1	2.5	28.8	32.7	33.0
ROIC	-7.3	12.6	-4,022.8	267.0	165.4
안정성(%)					
부채비율	52.0	71.5	73.0	58.8	47.4
순차입금비율	-51.9	-96.5	-85.3	-76.5	-78.1
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
활동성(배)					
매출채권회전율	21.4	5.7	5.7	5.7	5.7
재고자산회전율	-	-	-	-	-
매입채무회전율	-	-	-	-	-

투자 의견 변동내역(2개년) 및 목표주가 추이

종목명	일자	투자 의견	목표주가
하나투어(039130)	2008/04/15	Outperform(Downgrade)	62,000원
	2008/09/05	Marketperform(Downgrade)	22,000원
	2009/03/09	BUY(Upgrade)	32,000원
	2009/04/27	BUY(Maintain)	51,000원
	2009/05/06	BUY(Maintain)	51,000원
	2009/05/26	BUY(Maintain)	51,000원
	2009/07/03	BUY(Maintain)	51,000원
	2009/09/02	BUY(Maintain)	51,000원
	2009/12/01	BUY(Maintain)	60,000원
	2010/01/26	BUY(Maintain)	60,000원
	2010/02/02	BUY(Maintain)	60,000원
	2010/04/02	BUY(Maintain)	60,000원
	2010/04/15	BUY(Maintain)	70,000원

종목명	일자	투자 의견	목표주가
모두투어 (080160)	2008/04/15	BUY(Maintain)	52,000원
	2008/09/05	Marketperform(Downgrade)	15,000원
	2008/12/08	Marketperform(Maintain)	8,000원
	2009/03/09	BUY(Upgrade)	17,000원
	2009/04/27	BUY(Maintain)	24,000원
	2009/07/15	BUY(Maintain)	24,000원
	2009/09/02	BUY(Maintain)	24,000원
	2010/01/18	BUY(Maintain)	40,000원
	2010/01/26	BUY(Maintain)	40,000원
	2010/04/15	BUY(Maintain)	50,000원



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~ -10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~ -20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상