

1 July 2010

시장 Consensus 대비

Above	0
In-line	
Below	

BUY(유지)

목표주가(12M, 상향)	45,000원
현재주가(6/30)	35,600원

Key Data

(기준일: 2010. 6. 30)

KOSPI(pt)	1,698.3
KOSDAQ(pt)	490.0
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	299.0
52주 최고/최저(원)	35,600 / 14,700
52주 일간 Beta	0.88
발행주식수(천주)	8,400
평균거래량(3M, 천주)	105
평균거래대금(3M, 백만원)	3,130
배당수익률(10F, %)	0.8
외국인 지분율(%)	12.4
주요주주 지분율(%)	
우종응의 4인	18.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	26.7	18.7	27.6	144.7
KOSDAQ대비상대수익률	26.6	24.3	32.2	143.7

2Q10 Preview: 끊임없는 Earnings Surprise 질주

- 2Q10 Preview: 시장 예상 상회, 2Q10 실적은 과거 성수기에 필적할 전망**

 - 2Q10 매출액은 244억원(-2.3%QoQ, +74.1%YoY), 영업이익은 42억원(-10.4%QoQ, 1,398.9%YoY)으로 전망. 최근 높아진 컨센서스에도 불구하고 영업이익 기준으로 이를 크게 상회할 전망(컨센서스 30억원 vs. 당사 추정치 42억원)
 - 2Q10 패키지 송객수는 18.4만명(-0.5%QoQ, 89.1%YoY)을 기록할 것으로 전망. 전분기 대비 여행상품 ASP 하락이 없는 상황이 유지되어 비수기임에도 불구하고 과거 성수기에 필적하는 실적을 기록할 전망
- 예상을 뛰어넘는 여행수요 급증, 이제는 3분기에 주목할 때**

 - 2Q10의 비수기 없는 성장은 1) '08~'09년 해외여행 대기수요 효과, 2) 1Q10 상대적으로 부족했던 항공좌석 공급 개선, 3) 급격한 M/S 상승 등에 기인(자세한 내용은 4월 27일자 발간 리포트 "Surprise"로 떠나는 여행 참조)
 - 7~8월 리드타임별 패키지 예약 증가율(YoY) 또한 현재 100%를 상회하고 있어, 9월 추석 연휴 등을 고려하면 최대 성수기인 3분기의 실적을 더욱 기대하게 하는 상황(당사 추정 3Q10 패키지 송객수 23만명) → 2위 사업자인 동사의 영업 레버리지 효과는 더욱 부각될 전망
- 실적 전망 상향 조정으로 목표주가 39,700원에서 45,000원으로 상향, BUY 의견 유지**

 - 목표주가는 4Q Forward EPS 2,090원(기준 1,871원에서 11.7% 상향)에 Target Multiple 21.5배(과거 여행업 호황기였던 '07년 4Q Forward PER 평균)를 적용하여 산출
 - 과거 최대 실적을 기록했던 '07년을 크게 상회할 것으로 전망되는 '10년 실적을 고려하면(당기 순이익 기준 '07년 114억원 vs. '10E 172억원), 현 주가 수준은 최근의 상승세에도 불구하고 저평가 상태인 것으로 판단(PER기준 '07년 32.5배 vs. '10E 17.3배) → BUY 의견 유지

Earnings Summary

결산기(12월) (단위: 십억원)	2Q10E			시장 전망치	3Q10E			2009	2010E		2011E	
	예상치	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)		예상치	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)		예상치	YoY (%, %p)	예상치	YoY (%, %p)
매출액	24.4	-2.3	74.1	23.0	35.9	46.9	101.3	61.4	109.8	79.0	142.4	29.6
영업이익	4.2	-10.4	1,398.9	3.0	10.2	144.1	2,512.5	0.2	20.7	8,675.6	27.7	33.7
세전이익	4.6	-12.0	705.3	3.4	10.6	130.5	1,674.2	1.5	23.0	1,435.4	31.2	35.7
순이익	3.5	-12.9	722.7	2.6	8.0	130.5	1,759.3	1.2	17.3	1,323.8	23.4	35.3
OP Margin	17.1	-1.5	15.1	13.1	28.4	11.3	26.2	0.4	18.9	18.5	19.5	0.6
NP Margin	14.2	-1.7	11.2	11.2	22.2	8.1	19.8	2.0	15.7	13.8	16.4	0.7
EPS(원)	1,648	-12.9	722.7	1,302	3,799	130.5	1,759.3	144	2,057	1,323.8	2,784	35.3
BPS(원)	6,818	6.4	14.6	6,712	7,768	13.9	29.5	5,981	7,990	33.6	10,487	31.3
ROE(%)	24.2	-5.4	20.8	19.4	48.9	24.7	45.5	2.4	29.4	27.0	30.1	0.7
PER(X)	21.5	-	-	27.2	9.3	-	-	193.1	17.2	-	12.7	-
PBR(X)	5.2	-	-	5.3	4.6	-	-	4.7	4.4	-	3.4	-

자료: 모두투어, 유진투자증권
주: EPS, ROE는 annualized 기준



I. 2Q10 Preview: 컨센서스 상회, 3Q 실적에 주목

2Q10 실적,
비수기에도 불구하고
1Q에 근접한 모습
→ 시장 컨센서스 상회

2Q10 동사의 매출액은 244억원(-2.3%QoQ, +74.1%YoY), 영업이익은 42억원(-10.4%QoQ, 1,398.9%YoY)으로 전망한다. 이는 컨센서스 대비 각각 6.2%, 39.1% 높은 수준으로, 최근 높아진 컨센서스에도 불구하고 전분기에 이어 Earnings Surprise를 이어갈 것으로 전망한다.

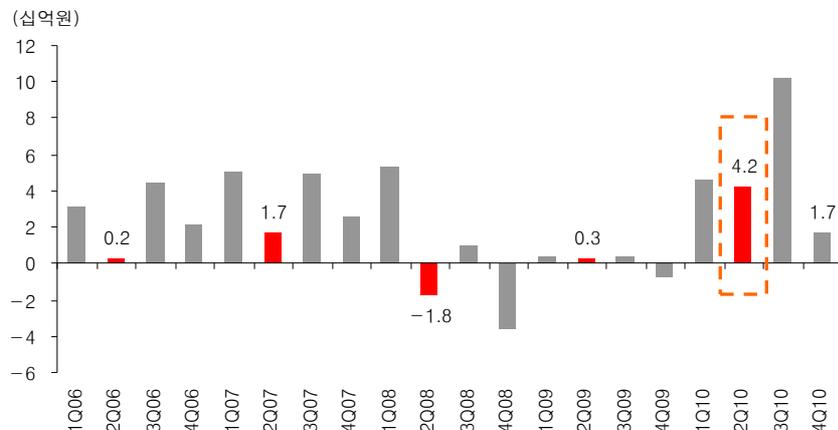
또한, 패키지 송객수는 18.4만명(-0.5%QoQ, 89.1%YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 전분기대비 여행상품 ASP 하락이 없는 상황이 유지되고 있어, 일반적으로 여행업 비수기인 2분기임에도 불구하고 과거 성수기에 필적하는 실적을 기록할 것으로 전망한다(도표 2 참조).

도표 1 모두투어 2Q10 실적 Preview: 여행수요 급증세 지속으로 시장 추정치 상회 전망

(십억원)	2Q09	1Q10	2Q10E	%QoQ	%YoY	기존 추정치	Consensus	Consensus대비 %
매출액	14.0	25.0	24.4	-2.3	74.1	21.2	23.0	6.2
영업이익	0.3	4.7	4.2	-10.4	1,398.9	1.7	3.0	39.1
세전순이익	0.6	5.2	4.6	-12.0	705.3	1.8	3.4	35.7
당기순이익	0.4	4.0	3.5	-12.9	722.7	1.4	2.6	33.1

자료: Wisefn, 유진투자증권

도표 2 모두투어 분기 영업이익: 2Q10 영업이익은 과거 성수기 실적에 필적할 전망



자료: 모두투어, 유진투자증권



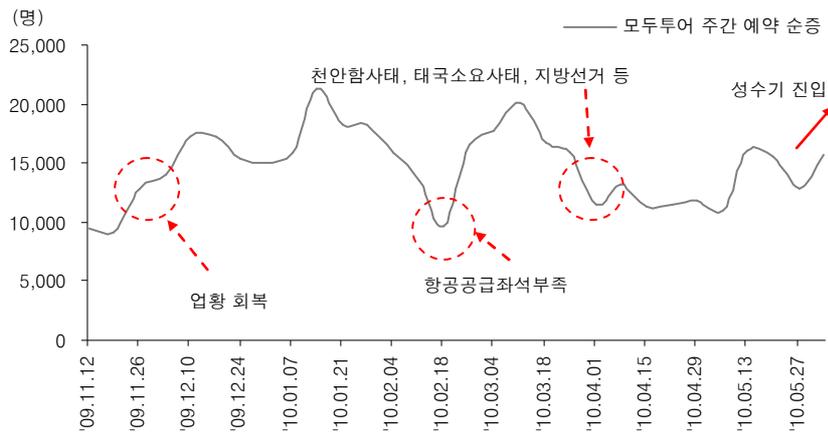
- 호실적 전망 근거**
 1) 대기수요 효과
 2) 항공좌석공급 확대
 3) M/S 상승 효과
 → 3Q에도 이어질 것

2Q10의 호실적은 1) '08~'09년간 쌓인 해외여행 대기수요 효과, 2) 1Q10에 상대적으로 부족했던 항공좌석 공급 확대, 3) 동사의 급격한 M/S 상승 등에 기인하는 것으로 판단한다(자세한 내용은 4월 27일자 발간 자료 "Surprise"로 떠나는 여행" 참조).

현재 출국자수(승무원 제외)는 1Q10 34.5%YoY 증가에 이어 4월에도 30.2%YoY 증가하여 30% 이상의 전년 대비 성장을 지속해가고 있는 것으로 판단된다. 하지만, 과거의 성장추세('05~'07년 연평균 15.4% 증가)와 '07년 출국자수 대비 아직 회복하지 못한 현 상황(1Q07 3,062명 vs. 1Q10 2,722명)을 고려하면 대기 수요가 여전히 존재하는 것으로 판단된다(도표 3, 4 참조). 1Q10 상대적으로 부족했던 항공좌석이 국제선 노선 증편, 운항회수 증가, 저가항공사 국제선 노선 확대 등을 통해 2Q10부터 개선되기 시작한 점은 2Q10 호실적을 넘어 3Q10 실적을 더욱 기대하게 만드는 상황이다.

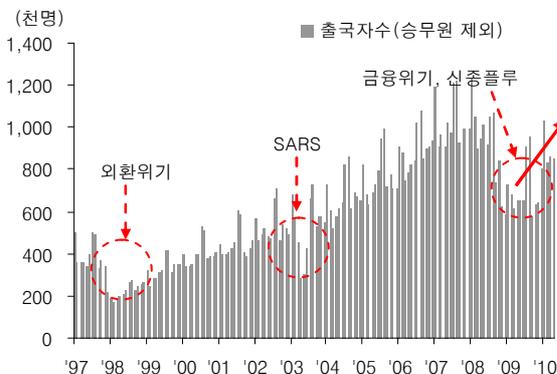
무엇보다도 1) 브랜드 인지도 확대, 2) 유통채널 강화, 3) '09년말 공격적인 항공좌석 확보 등을 통해 업황 회복기의 초기 수요를 흡수한 동사의 M/S 급증은 실적 level-up의 가장 중요한 요소인 것으로 판단한다(도표 5 참조).

도표 3 1Q10 항공공급좌석부족으로 인하여 수요를 충족시키지 못함 → 대기수요 증가



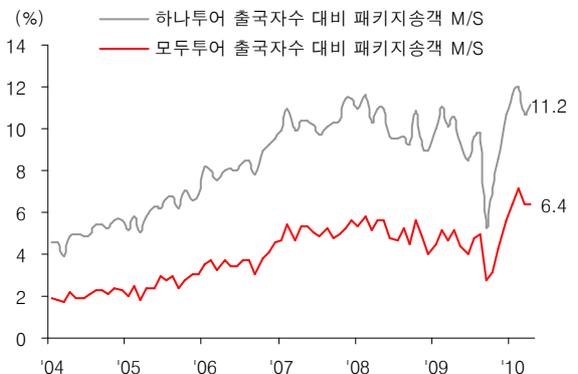
자료: 모두투어, 유진투자증권

도표 4 대기수요 폭발증 → 급증, but 아직도 회복중



자료: KNTO, 유진투자증권
 주: 4월까지의 출국자수 data

도표 5 대형도매여행사 M/S 급증 → 모두투어 두각



자료: KNTO, 각 사, 유진투자증권
 주: 4월까지의 출국자수 data 적용

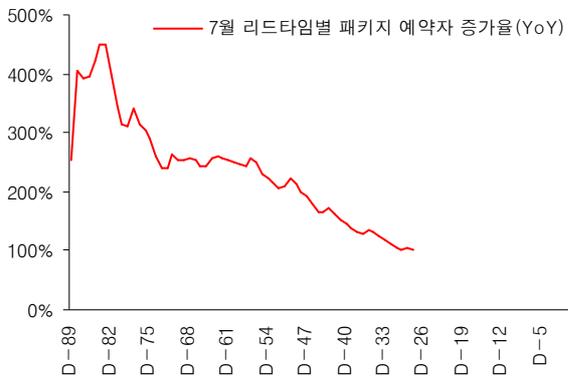


**3Q10 실적에 주목:
영업 레버리지 효과
부각될 전망**

7, 8월 리드타임별 패키지 예약율은 6월 30일 현재 각각 전년대비 101.0%, 111.8% 증가율을 기록하고 있어, 9월 추석 연휴 등을 고려하면 최대 성수기인 3분기의 실적을 더욱 기대하게 하는 상황이다. 3Q10 패키지 송객수는 전년대비 99.4% 증가한 23만명으로 추정하며, 역사상 가장 많은 분기 단위 모객수를 기록할 것으로 전망한다(도표 6~7 참조).

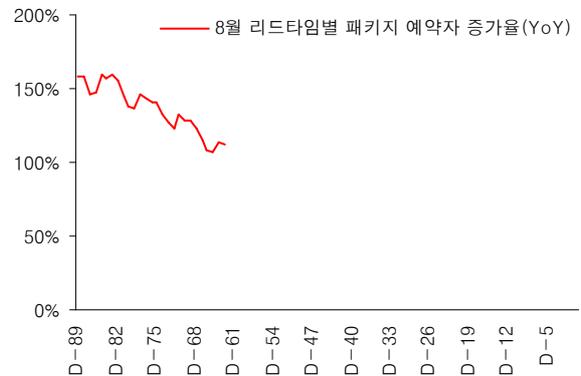
3Q10 패키지 송객수 증가는 영업 레버리지가 높은 여행업 특성상 영업이익의 급격한 증가로 이어질 것으로 전망한다. 이로 인하여, 과거 이익 규모가 상대적으로 작았던 2위 사업자인 동사의 영업 레버리지 효과가 더욱 부각될 것으로 전망한다.

도표 6 7월 패키지 예약율 호조세



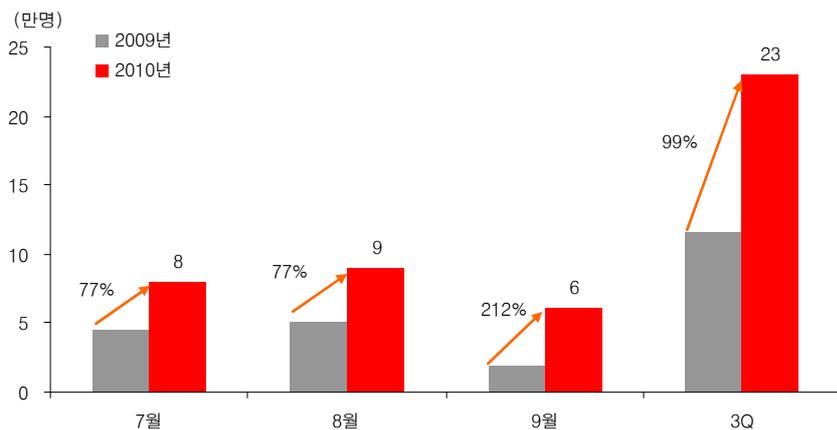
자료: 모두투어, 유진투자증권

도표 7 8월 패키지 예약율도 호조세



자료: 모두투어, 유진투자증권

도표 8 모두투어 3Q10 패키지 송객수 급증 → 영업 레버리지 효과 부각될 전망



자료: 모두투어, 유진투자증권



II. 목표주가 45,000원으로 상향, BUY 의견 유지

실적 상향 조정에 따라
TP 45,000원으로 상향
→ 최근 주가 상승에도
불구하고 저평가 상황

2Q10 동사의 실적 level-up 전망을 토대로 향후 실적 전망을 상향 조정한다. 이에 3Q10~2Q11까지의 EPS 합계인 2,090원(기존 1,871원에서 11.7% 상향)에 Target Multiple 21.5배(과거 여행업 호황기였던 '07년 4Q Forward PER 평균)를 적용하여 목표주가를 39,700원에서 45,000원으로 상향한다.

최근 1개월간 동사의 주가는 2Q10의 호실적을 선반영하면서 3분기 성수기를 앞두고 26.7% 상승하였다. 하지만, 이는 연초대비 27.6% 상승한 수준으로 그간 시장에서 의구심을 가졌던 실적 상승의 가시성이 최근 크게 부각되면서 주가가 급속히 회복되고 있는 중임을 말해준다.

과거 최대 실적을 기록했던 '07년을 크게 상회할 것으로 전망되는 '10년 실적을 고려하면(당기순이익 기준 '07년 114억원 vs. '10E 172억원), 현 주가 수준은 최근의 상승세에도 불구하고 저평가 상태인 것으로 판단된다(PER기준 '06년 22.4배, '07년 32.5배 vs. '10E 17.3배). 이에 지속적으로 BUY 의견을 유지한다.

도표 9 송객수 전망 조정에 따라 2010년, 2011년 실적 상향 조정

		매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)
수정 전	2010E	102.4	17.1	19.3	14.5	1,720
	2011E	129.8	23.4	26.7	20.0	2,382
	2012E	159.2	32.2	36.7	27.6	3,280
수정 후	2010E	109.8	20.7	23.0	17.2	2,052
	2011E	142.4	27.7	31.2	23.4	2,784
	2012E	176.4	39.0	44.1	33.0	3,933
변동률	2010E	7.3%	20.9%	19.3%	19.3%	19.3%
	2011E	9.6%	18.1%	16.9%	16.9%	16.9%
	2012E	10.8%	21.1%	19.9%	19.9%	19.9%

자료: 유진투자증권

도표 10 모두투어 목표주가 45,000원으로 상향

(단위: 원, 배)	내용
4Q Forward EPS(3Q10 ~ 2Q11)	2,090
Target Multiple(2007년 4Q Forward PER 평균)	21.5
목표주가	45,000

자료: 유진투자증권


도표 11 모두투어 분기 실적 전망 및 주요 Assumptions

(단위: 십억원, %)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10E	3Q10E	4Q10E	2009	2010E	2011E
영업수익	13.0	14.0	17.8	16.5	25.0	24.4	35.9	24.5	61.4	109.8	142.4
해외여행알선수입	8.2	9.1	11.8	9.8	19.0	18.5	28.5	18.3	38.8	84.3	111.3
항공권판매수수료	4.2	4.1	5.3	5.8	4.9	4.7	6.0	4.9	19.4	20.5	24.7
기타수익	0.7	0.9	0.8	0.8	1.1	1.3	1.3	1.3	3.2	5.0	6.4
판매비	12.7	13.8	17.4	17.2	20.3	20.3	25.7	22.8	61.1	89.1	114.7
인건비	3.9	4.6	6.4	7.2	6.9	6.4	7.2	8.5	22.1	29.0	34.1
지급수수료	6.0	6.1	7.8	7.2	10.3	9.9	13.1	9.8	27.1	43.0	54.2
광고선전비	0.5	0.4	0.6	0.5	0.6	0.7	1.3	0.7	2.0	3.4	6.4
기타비용	2.3	2.6	2.7	2.4	2.6	3.3	4.1	3.8	9.9	13.8	20.0
영업이익	0.3	0.3	0.4	-0.8	4.7	4.2	10.2	1.7	0.2	20.7	27.7
영업이익률	2.5	2.0	2.2	-4.6	18.6	17.1	28.4	6.9	0.4	18.9	19.5
법인세처감전순이익	0.7	0.6	0.6	-0.4	5.2	4.6	10.6	2.5	1.5	23.0	31.2
세전이익률	5.3	4.1	3.4	-2.2	21.0	18.9	29.6	10.2	2.4	20.9	21.9
당기순이익	0.5	0.4	0.4	-0.2	4.0	3.5	8.0	1.9	1.2	17.2	23.4
당기순이익률	4.0	3.0	2.4	-0.9	15.9	14.2	22.2	7.6	2.0	15.7	16.4
Key assumptions											
출국자수(승무원 제외, '000)	2,025	1,959	2,439	2,073	2,722	2,726	3,279	2,883	8,495	11,611	13,055
패키지승객('000)	101	97	115	100	185	184	230	179	414	778	948
항공권승객('000)	49	56	75	71	81	75	81	88	252	324	360
패키지수탁금	83.8	80.4	101.4	88.9	168.7	169.3	230.1	160.7	354.5	728.9	958.6
항공권수탁금	30.0	31.0	45.6	42.9	51.0	45.8	54.3	53.5	149.5	204.7	217.6

자료: 모두투어, 유진투자증권



모두투어(080160.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위: 십억원)	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
유동자산	48	78	99	123	155
현금성자산	25	48	68	87	115
매출채권	4	11	11	15	19
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	27	8	5	4	6
투자자산	26	7	4	3	5
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	75	86	105	128	160
유동부채	22	31	31	32	32
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4	5	6	8	10
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	5	6	8	10
부채총계	26	36	37	39	42
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	30	30	30	30	30
자본조정	-8	-8	-8	-8	-8
자기주식	-8	-8	-8	-8	-8
이익잉여금	23	24	41	62	92
자본총계	49	50	67	88	118
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금(순현금)	-25	-48	-68	-87	-115
투자자본	20	0	-3	-1	1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	-5	5	23	22	31
당기순이익	1	1	17	23	33
유무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타비현금손익가감	3	3	5	2	1
운전자본의변동	-10	0	0	-4	-4
매출채권감소(증가)	6	-7	0	-4	-4
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	-16	7	0	0	0
투자활동현금흐름	3	0	-3	-13	-17
단기투자자산처분취득	24	0	-1	-13	-16
장기투자증권처분취득	-2	1	0	0	0
설비투자	-1	0	-1	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-9	0	0	-2	-3
차입금증가(감소)	0	0	0	0	0
자본증가(감소)	-9	0	0	-2	-3
배당금지급	2	0	0	2	3
현금의 증가(감소)	-12	5	19	6	12
기초현금	23	12	17	36	43
기말현금	12	17	36	43	54
Gross cash flow	5	5	23	26	35
Gross investment	31	0	2	5	4
Free cash flow	-27	5	21	21	31

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
매출액	83	61	110	142	176
증가율(%)	-11.7	-26.3	79.0	29.6	23.9
매출총이익	83	61	110	142	176
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	82	61	89	115	137
증가율(%)	2.9	-25.8	45.8	28.7	19.8
영업이익	1	0	21	28	39
증가율(%)	-93.6	-74.3	8,675.6	33.7	40.9
EBITDA	2	1	21	28	40
증가율(%)	-88.2	-49.5	2,294.1	32.5	40.1
영업외손익	0	1	2	3	5
이자수익	3	2	3	4	4
이자비용	0	0	0	0	0
외화관련손익	-1	0	0	0	0
지분법손익	-1	-1	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	1
세전계속사업손익	1	1	23	31	44
법인세비용	1	0	6	8	11
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1	1	17	23	33
증가율(%)	-94.6	96.0	1,323.8	35.3	41.3
당기순이익률(%)	0.7	2.0	15.7	16.4	18.7
EPS	74	144	2,057	2,784	3,933
증가율(%)	-94.6	96.0	1,323.8	35.3	41.3
완전희석EPS	74	144	2,057	2,784	3,933
증가율(%)	-94.6	96.0	1,323.8	35.3	41.3

주요투자지표

	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
주당지표(원)					
EPS	74	144	2,057	2,784	3,933
BPS	5,856	5,981	7,990	10,487	14,086
DPS	20	50	300	350	400
밸류에이션(배,%)					
PER	139.8	193.1	17.3	12.8	9.1
PBR	1.8	4.7	4.5	3.4	2.5
PCR	18.0	46.4	13.1	11.4	8.6
EV/ EBITDA	34.8	209.8	10.8	7.5	4.6
배당수익률	0.2	0.2	0.8	1.0	1.1
수익성(%)					
영업이익율	1.1	0.4	18.9	19.5	22.1
EBITDA이익율	2.1	1.4	19.4	19.8	22.4
순이익율	0.7	2.0	15.7	16.4	18.7
ROE	1.2	2.4	29.4	30.1	32.0
ROIC	N/M	1.8	N/M	N/M	N/M
안정성(% 배)					
순차입금/자기자본	-51.4	-94.8	-101.9	-99.2	-97.5
유동비율	219.2	252.1	316.4	387.8	482.9
이자보상배율	-0.3	-0.1	-6.9	-7.0	-10.6
활동성(회)					
총자산회전율	1.0	0.8	1.2	1.2	1.2
매출채권회전율	12.4	8.4	10.2	11.0	10.4
재고자산회전율	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M
매입채무회전율	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

상기 투자등급은 3월 3일부터 변경 적용함

변경후
• STRONG BUY : 추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY: 추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD: 추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE: 추천기준일 종가대비 0%미만



변경전
• STRONG BUY : 추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만
• HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만
• REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만

