

2010. 12. 03

Analysts

송창민 02) 3777-8098
th9791@kbsec.co.kr

이현재 02) 3777-8018
hc8418@kbsec.co.kr

모두투어 (080160)

탐방 코멘트

투자의견 (유지) **BUY**
목표주가 (유지) **48,000 (원)**

Upside/Downside (%)	38.3
현재가 (12/02, 원)	34,700
Consensus target price (원)	49,000
Difference from consensus (%)	(2.0)

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2009	2010E	2011E	2012E
매출액 (십억원)	61	117	142	162
영업이익 (십억원)	0	20	26	33
순이익 (십억원)	1	17	22	28
EPS (원)	144	2,067	2,666	3,281
증감률 (%)	96.0	1,330.6	29.0	23.0
P/E (X)	193.1	16.8	13.0	10.6
EV/EBITDA (X)	209.8	11.3	8.1	5.4
P/B (X)	4.7	4.3	3.3	2.6
ROE (%)	2.4	29.6	28.9	27.3

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(6.8)	6.1	25.7	37.2
KOSPI대비 상대수익률	(8.5)	(3.7)	6.1	14.6



Trading Data

시가총액 (십억원)	291
유통주식수 (백만주)	6
Free Float (%)	70.4
52주 최고/최저 (원)	39,000 / 24,550
거래대금 (3M, 십억원)	3
외국인 소유지분율 (%)	18.9
주요주주 지분율 (%)	우종웅 외 4인 18.7

자료: Fnguide, KB투자증권

매수 신호를 보내고 있는 모두투어

모두투어의センチ멘털 요인이 개선되고 있다. 또한 실적 개선 속도가 주가보다 빨라 최근 주가는 매력적인 가격 구간에 진입해 있다. 그동안センチ멘털 요인이 주가의 기업가치 반영을 막아왔다는 점을 고려해 보면 적절한 매수 시기에 진입했다고 보여진다. 2011년에도 모두투어는 성장성과 수익성이 동시에 높아질 것으로 예상된다. 이에 KB투자증권은 투자의견 매수 (BUY)와 목표주가 48,000원을 유지한다.

적절한 매수 시기 =センチ멘털 개선 + 가격 메리트 존재

모두투어의 2011년 수익성은 2010년보다 개선될 것으로 보인다. M/S가 확대될 것으로 예상됨에 따라 매출액은 1,416억원을 기록할 전망이다. 또한 2011년에는 영업이익 목표금액이 2010년에 비해 큰 폭으로 상승할 것으로 기대된다. 따라서 2011년 인센티브 지급 규모는 확대폭이 제한적일 것으로 예상된다. 한편 최근センチ멘털 요인이 개선되고 있고, 가격 메리트도 높아진 상황으로 2011년 성장성과 수익성을 고려한다면 적절한 매수 시기라고 판단된다.

조기 예약과 M/S 확대로 2011년 수익성은 더욱 개선될 전망

모두투어의 수익성은 2011년에도 개선될 것으로 기대된다. 2011년 매출액은 1,416억원 (+14.1% YoY), 영업이익은 262억원 (+29.3% YoY)을 넘어설 전망이다. 2010년 국내 전체 출국자 수가 전년동기대비 38.1% 증가할 것으로 예상됨에 따라 2011년 실적 기대치를 높이는 어려운 상황이다. 그러나 조기 예약 수요가 확대되기 시작하며, 1Q11 예약률은 1Q10과 비교해 손색이 없을 정도이다. 한편 아시아나항공이 발권수수료를 폐지할 것으로 결정함에 따라 모두투어의 M/S와 수익성은 동시에 높아질 것으로 보인다.

2011년 인센티브 지급 규모는 제한적일 것

2011년에는 순이익 목표금액이 2010년에 비해 80% 이상 상승할 것으로 예상됨에 따라 인센티브 지급 규모는 제한적일 것으로 보인다. 2010년은 지난 2년간 비수기를 기본으로 목표치를 산정했기 때문에 목표금액 순이익이 105억원에 불과했다. 그러나 2010년 순이익은 171억원을 기록할 것으로 예상된다. 목표금액이 전년 순이익을 기준으로 산정된다는 점을 감안해 보면 2011년에 지급될 인센티브 규모는 축소될 전망이다.

Issue Check: 아시아나항공 2011년 4월부터 발권수수료 폐지

대한항공에 이어 아시아나항공도 2011년 4월부터 여행사에 지급하던 항공권 발권수수료를 폐지한다. 향후 외항사들도 발권수수료 폐지에 동참할 가능성이 높아 모두투어의 M/S는 더욱 확대될 것으로 예상된다. 2010년 이미 대한항공이 체로 커미션을 실시함에 따라 모두투어의 M/S는 1.9%p 상승한 바 있다. 중소형 여행사는 직접발권 영업보다 도매 여행사를 통한 간접발권 비중을 늘릴 수 밖에 없을 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 48,000원 유지

KB투자증권은 모두투어의 투자의견 매수 (BUY)와 목표주가 48,000원을 유지한다. 현재 주가 수준이 밸류에이션 매력구간에 진입했다. 모두투어의 주가는 2011년 예상 EPS 기준 12.8X로 과거 PER band 하단부에 위치하고 있다. 정상적인 영업환경 (2008, 2009년을 제외한 최근 5년) 하에서 PER 14.9X가 가장 저점이었다. 이는 지난 12개월동안 모두투어의 주가가 37.2% 상승했으나, 실적 개선 속도가 더 빨라 밸류에이션 매력도는 오히려 확대된 것으로 풀이된다.

Appendices

표1. 국내외 동종 업체 비교

	모두투어	하나투어	EXPEDIA INC	PRICELINE.COM INC	H I S CO LTD	HUANGSHAN TOURISM DEVELOP-B	HOGG ROBINSON GROUP PLC	TUI TRAVEL PLC	STE DE LA TOUR EIFFEL
현재주가 (12/02, USD)	30.20	41.00	26.79	403.10	20.08	1.49	0.55	3.54	73.03
시가총액 (백만USD)	253.7	476.2	7,422.4	19,790.6	687.8	1,103.9	168.1	3,958.8	408.4
절대수익률 (%)									
1M	(6.0)	(3.4)	(5.9)	7.8	(0.2)	(2.7)	13.3	1.6	(8.0)
3M	6.5	(12.6)	9.7	31.4	(5.8)	(0.1)	17.2	(0.9)	4.5
6M	23.9	(3.8)	28.3	117.9	(4.3)	18.0	20.5	(6.6)	18.4
12M	39.8	(0.2)	5.2	87.7	0.5	8.2	(3.1)	(8.1)	13.5
YTD	22.6	(9.6)	5.4	84.6	1.5	8.2	20.5	(12.3)	13.7
초과수익률 (%)									
1M	(8.1)	(5.5)	(8.0)	5.7	(2.3)	(4.8)	11.2	(0.5)	(10.1)
3M	(5.7)	(24.8)	(2.5)	19.2	(18.0)	(12.4)	5.0	(13.1)	(7.7)
6M	10.1	(17.7)	14.5	104.1	(18.2)	4.2	6.6	(20.4)	4.6
12M	28.9	(11.2)	(5.8)	76.7	(10.4)	(2.8)	(14.1)	(19.1)	2.5
YTD	12.4	(19.8)	(4.8)	74.4	(8.7)	(2.0)	10.3	(22.5)	3.5
PER (X)									
2009	184.8	n/a	19.1	30.7	16.3	27.3	6.5	n/a	n/a
2010E	17.7	21.7	15.6	30.7	15.4	18.4	5.4	9.7	8.3
2011E	12.9	15.8	13.4	23.1	10.4	16.8	5.1	8.6	8.8
PBR (X)									
2009	4.5	6.1	2.8	7.5	1.2	3.5	n/a	1.2	0.8
2010E	4.4	5.1	2.8	11.1	1.0	n/a	5.4	1.1	0.7
2011E	3.4	4.1	2.4	7.8	0.9	n/a	2.7	1.0	0.7
ROE (%)									
2009	102.1	86.9	13.0	32.1	20.6	43.8	3.0	(1.6)	(20.2)
2010E	23.8	21.7	12.6	25.5	10.1	9.1	5.4	2.0	(1.7)
2011E	17.6	17.2	9.3	16.4	14.6	n/a	7.7	(1.5)	6.0
매출액성장률 (%)									
2009	(37.3)	(39.0)	0.6	24.1	(0.5)	2.5	(13.6)	(21.8)	28.9
2010E	102.1	86.9	13.0	32.1	20.6	43.8	3.0	(1.6)	(20.2)
2011E	23.8	21.7	12.6	25.5	10.1	9.1	5.4	2.0	(1.7)
영업이익성장률 (%)									
2009	(78.1)	(96.3)	18.7	62.7	36.3	(4.8)	(4.7)	(38.1)	흑전
2010E	9,113.9	8,023.3	13.6	70.8	7.5	46.5	n/a	21.0	110.9
2011E	39.0	36.3	15.9	37.9	22.8	6.5	n/a	8.1	(5.2)
순이익성장률 (%)									
2009	66.8	적전	흑전	168.6	52.8	(13.8)	68.3	적지	적지
2010E	1,392.5	흑전	47.0	3.9	18.9	60.3	n/a	흑전	흑전
2011E	36.5	37.9	17.1	43.4	47.9	10.2	n/a	22.0	26.3
영업이익률 (%)									
2009	0.4	0.3	22.8	20.1	2.2	24.3	9.7	2.9	30.4
2010E	17.5	14.9	22.9	26.0	2.0	24.8	n/a	3.5	80.3
2011E	19.7	16.7	23.6	28.6	2.2	24.2	n/a	3.7	77.5
순이익률 (%)									
2009	0.7	2.9	(85.7)	9.7	0.7	17.5	2.1	(1.9)	(25.0)
2010E	2.0	(3.9)	10.1	20.9	1.0	14.8	4.1	(0.2)	(65.9)
2011E	14.6	12.0	13.2	16.5	1.0	16.4	n/a	1.5	59.2

자료: Bloomberg (2010년 11월 30일 컨센서스 기준), KB투자증권

손익계산서

	[십억원]				
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	83	61	117	142	162
증감률 (YoY %)	(11.7)	(26.3)	91.2	20.6	14.1
수출비중 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	83	61	117	142	162
판매 및 일반관리비	82	61	97	115	128
영업이익	1	0	20	26	33
증감률 (YoY %)	(93.6)	(74.3)	8,470.7	29.3	27.3
EBITDA	2	1	21	27	35
증감률 (YoY %)	(88.2)	(49.5)	2,270.8	28.8	30.6
영업외손익	0	1	2	3	3
순이자손익	3	2	3	5	5
외환관련손익	(1)	(0)	0	1	1
지분법손익	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
기타손익	(0)	0	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	1	1	23	29	37
증가률 (YoY %)	(92.1)	19.3	1,406.4	27.3	28.0
법인세비용	1	0	5	6	9
당기순이익	1	1	17	22	28
증가률 (YoY %)	(94.6)	96.0	1,330.6	29.0	23.0
이익률 (%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	1.1	0.4	17.2	18.5	20.6
EBITDA이익률	2.1	1.4	18.0	19.2	22.0
세전이익률	1.5	2.4	19.2	20.3	22.7
순이익률	0.7	2.0	14.8	15.8	17.1

현금흐름표

	[십억원]				
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동으로 인한 현금흐름	(5)	5	10	19	34
당기순이익	1	1	17	22	28
유, 무형, 운휴자산 상각	1	1	1	1	2
기타비현금성손익	3	3	(8)	(5)	5
운전자본증감	(10)	0	(0)	1	(1)
매출채권감소 (증가)	6	(7)	(0)	1	(1)
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매출채무증가 (감소)	0	0	0	0	0
기타	(16)	7	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	3	(0)	(5)	(15)	(9)
단기투자자산감소 (증가)	24	0	(1)	(14)	(7)
장기투자증권감소 (증가)	(2)	1	(1)	0	0
설비투자	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
유무형자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	(9)	(0)	(0)	(2)	(2)
차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본금 증가	(9)	(0)	(0)	(2)	(2)
배당금 지급	2	0	0	2	2
현금 증감	(12)	5	5	2	23
총현금흐름 (Gross CF)	5	5	10	18	35
(-) 운전자본증가 (감소)	8	(1)	(0)	(1)	1
(-) 설비투자	1	0	1	1	1
(+) 자산매각 등	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	(4)	6	9	18	32
(-) 기타투자	2	(1)	1	(0)	(0)
잉여현금	(6)	6	8	18	32

자료: Fnguide, KB투자증권

대차대조표

	[십억원]				
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
자산총계	75	86	104	126	153
유동자산	48	78	85	102	135
현금 및 현금등가물	25	48	54	71	101
매출채권	4	11	11	10	12
재고자산	0	0	0	0	0
기타	19	20	21	21	22
비유동자산	27	8	19	24	18
투자자산	26	7	17	22	18
유형자산	1	1	1	1	1
무형자산	0	0	0	0	0
부채총계	26	36	37	38	39
유동부채	22	31	32	33	34
매입채무	0	0	0	0	0
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타	22	31	32	33	34
비유동부채	4	5	5	5	5
비유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타	4	5	5	5	5
자본총계	49	50	67	88	114
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	30	30	30	30	30
이익잉여금	23	24	41	62	88
자본조정	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
순부채	(25)	(48)	(54)	(71)	(101)
이자지급성부채	0	0	0	0	0

주요투자지표

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Multiples (X, %, 원)					
PER	139.8	193.1	16.8	13.0	10.6
PBR	1.8	4.7	4.3	3.3	2.6
PSR	1.0	3.8	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	34.8	209.8	11.3	8.1	5.4
배당수익률	0.2	0.2	0.6	0.6	1.4
EPS	74	144	2,067	2,666	3,281
BPS	5,856	5,981	8,000	10,466	13,547
SPS	9,913	7,307	13,974	16,853	19,231
DPS	20	50	200	200	490
수익성지표 (%)					
ROA	0.7	1.5	18.3	19.5	19.8
ROE	1.2	2.4	29.6	28.9	27.3
ROIC	n/a	1.8	272.5	144.6	156.1
안정성지표 (% , X)					
부채비율	52.0	71.5	54.7	43.0	34.2
순차입금비율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	219.2	252.1	267.7	310.1	396.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.0	0.8	1.2	1.2	1.2
매출채권회전율	12.4	8.4	10.8	13.4	14.7
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
자산/자본구조 (%)					
투자자본비율	28.5	0.8	13.4	15.6	11.1
차입금비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: EPS는 완전회석 EPS

Compliance Notice

2010년 12월 03일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자 의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	모두투어 주가 및 KB투자증권 목표주가
모두투어	2009/12/03	BUY	31,000		
	2010/01/19	BUY	39,000		
	2010/03/23	BUY	39,000		
	2010/04/16	BUY	45,000		
	2010/06/10	BUY	45,000		
	2010/07/08	BUY	45,000		
	2010/07/13	BUY	48,000		
	2010/08/02	BUY	48,000		
	2010/08/10	BUY	48,000		
	2010/09/14	BUY	48,000		
	2010/09/17	BUY	48,000		
	2010/10/04	BUY	48,000		
	2010/10/14	BUY	48,000		
	2010/12/03	BUY	48,000		

투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주) 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.