

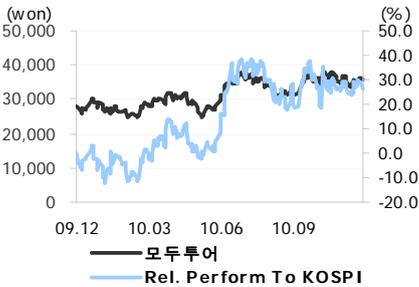
Bookook Research Center
김성훈 (02)368-9525
shkim@bookook.co.kr

Buy (유지)

목표주가 **50,000원**

현재가 (원) (12/17)	34,800
액면가 (원)	500
자본금 (억원)	42
시가총액 (억원)	2,923
상장주식수 (만주)	840
외국인보유비중 (%)	18.20
60일 평균거래량 (주)	82,444
52주 최고/최저 (원)	39,000
주요주주	우종용(10.5)

Stock Performance



모두투어 (080160)

내년에도 올해처럼

- 예상을 부합하는 실적 지속
- 내년, 여행의 대중화 나타날 전망
- 성장 스토리 양호

내년에도 긍정적인 시각 가능하다

여행시장의 고성장 여부가 가장 관건인데 당분간 고성장 기조는 유지될 전망. 올해의 소비 지표 추이, 높아진 항공권료 등으로 미루어 짐작해보면 올해 해외여행을 경험한 구매자들이 고소득층에 주로 몰려있었던 것으로 분석됨. 내년에는 경기 회복에 의해 소비 여력이 고소득층 이하에까지 이어지고 항공사의 여객기 증편, 외국 저가 항공사와의 경쟁으로 항공권료가 낮아져 여행의 대중화가 나타날 가능성 높음.

실적에 대한 의심은 당분간 없다

실적은 계속 양호할 전망. 4분기 실적도 좋고 내년 실적도 긍정적일 것. 4분기는 매출액 78.5% 증가한 294억원, 영업이익 26억원으로 흑자전환 예상. 매출액 성장률이 양호하고 성과급 지급에 따른 이익 감소도 예상보다 낮아 긍정적인 해석 가능.

주가는 아직도 내년을 의심하고 있는 듯

목표주가를 50,000원으로 상향. 목표주가는 2011년 예상 EPS 대비 P/E 기준 18.5x, 과거 평균에 비해 낮아 매력도 높다는 판단. 또 2년 이상의 부진한 시장 상황을 벗어나 여행 시장 내에서 가장 강한 개선세가 나타나고 있는 점도 매력적. 다만 현 주가는 내년 성장을 의심하고 있는 중. 그러나 성장스토리 유효하다는 판단 견지하며 투자의견을 Buy로 유지함.

결산월 (12 월)	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전계속사업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2007	944	143	159	114	1,353	39.1	24.5	7.7	21.5
2008	833	9	13	6	74	139.8	-	1.8	1.2
2009	614	2	15	12	144	193.1	207.9	4.7	2.4
2010F	1,172	204	218	190	2,258	15.7	11.7	4.3	31.9
2011F	1,484	277	295	224	2,665	13.3	8.2	3.5	29.1

내년에도 긍정적인 시각 가능하다

주가 지지부진

모두투어의 주가 수준이 지지부진하다. 실적이 꾸준히 잘 나오고 있고 앞으로 1, 2개월 뒤의 예약률도 상당히 양호한 상황임에도 불구하고 좀처럼 상승하지 못하고 있다. 다만 경쟁사인 하나투어에 비해서는 양호한 편인데, 4분기를 비롯한 앞으로의 실적 전망 차이 때문인 것으로 판단된다.

내년 성장 전망에 대한 의심은 기우

모두투어 주가가 상승하지 못하는 이유를 내년 및 그 이후의 여행 시장에 대한 낮은 전망이라고 본다면 이는 문제가 있다는 판단이다. 항상 반복되는 것은 성장률이 양호했던 해를 마무리 지으면서 다음해에 대한 전망을 가져갈 때 보수적인 견해가 나온다는 점이다. 올해 역시 이러한 의심을 피해가기는 어려울 것 같다. 올해 시장 규모는 최고의 전성기였던 2007년에 거의 근접하는 수준이기 때문에 앞으로의 성장 여력을 낮게 볼 수 있으나 올해의 성장이 과거 2007년과는 많이 다르다는 점을 간과해서는 안될 것이다.

2007년과는 다른 양상

우선 2007년의 가장 큰 화두는 경쟁심화였다. 대형사인 하나투어와 모두투어의 점유율은 증가하고 있었으나 가격 경쟁으로 매출의 질은 좋지 못했으며 좌석 확보에 애를 먹었고 패키지 여행 시장 성장에 대한 회의론도 제기되었다. 공교롭게도 시장은 2008년부터 하락하기 시작했는데 그나마 다행인 점은 하락 이유가 시장의 성숙 때문이 아니라 신종플루나 전세계적인 경기둔화 등 외부요인 때문이었다는 점이다.

소비 여력 증가로 시장 성장 지속 전망

시장 둔화의 이유가 내부 요인이 아니라 순전히 외부 요인 때문이었음을 감안하면 시장은 재차 성장하는 것이 맞다고 본다. 경기 회복에 따른 소비 확대가 지속되는 한 시장 성장은 지속될 것으로 판단하기 때문이다. 여행업체의 실적에 가장 민감한 지표는 환율도 유가도 아닌 소비 여력인데, 내년의 경우 올해에 이어 양호한 소비 흐름이 지속될 전망이다.

대형사 집중 기조 변화 없음

특히 모두투어의 성장세 괄목할만함

일단 여행시장이 성장한다는 전제 하에 여행업체들을 보면 대형사만이 눈에 띈다. 2008년부터 나타난 시장의 하락이 예상보다 길어서 시장내 자연스러운 구조조정이 발생했고 결과적으로 대형사의 점유율이 더욱 높아지는 계기가 되었다. 시장의 위축 이후 회복기에 대형업체의 회복 속도가 여타 여행업체들에 비해 빠르게 나타났고 이 중 가장 성장률이 좋았던 업체가 모두투어이다. 내년에도 대형사 중심의 성장이 이어질 것으로 예상되며 이 중에서 모두투어의 성장은 단연 돋보일 것으로 판단된다.

올해는 외부영향에도 불구하고 양호한 성장세 유지

내년은 우호적인 환경

올해는 화산 폭발, 연평도 도발 등 외부영향이 있었음에도 불구하고 출국자수가 매우 양호했던 한해였다. 내년에는 공휴일이 올해보다 4일 많고 게다가 주말과 연결되는 공휴일이 많아 여행업체에 우호적이다. 특히 연초부터 구정 연휴가 길어 특수를 누릴 것이다. 올림픽이나 월드컵 등 스포츠 이벤트가 있는 해는 수요가 소폭 둔화되는 효과가 있는데 내년에는 스포츠 이벤트가 없는 전형적인 홀수해라는 점도 긍정적인 요인이다.

시장의 추가 성장 여력 클 것

시장의 고성장 지속 여부가 가장 관건인데 당분간 고성장 기조는 유지할 것으로 예상된다. 올해의 소비 지표 추이, 높아진 항공권료 등으로 미루어 짐작해보면 올해 해외여행을 경험한 구매자들이 고소득층에 주로 몰려있었던 것으로 분석된다. 시장 성장률이 매우 높았지만 일부가 시장을 이끌었다는 점에서, 그리고 아직 낮은 소득의 가구까지 여행을 경험하는 단계가 나타나지 않았다는 점에서 성장 여력은 크다고 할 수 있다.

소비여력 높아지고 시장채편 가속화

내년에는 경기 회복에 의해 소비 여력이 고소득층 이하에까지 이어질 것으로 예상된다. 또 대한항공을 비롯해 항공기 증편이 예정되어 있고 외국 저가 항공사와의 경쟁으로 항공좌석 공급량이 많아져 항공권 금액이 낮아질 전망이다. 여행을 경험하는 소비자의 폭이 넓어지고 여행비에 대한 부담도 줄어들어 진정한 여행의 대중화가 나타날 가능성이 높다. 게다가 대한항공에 이어 아시아나항공도 내년부터 항공권 발급 수수료를 제로로 가져가는 정책을 취해 티켓매출 비중이 낮은 대형사 위주의 시장 채편은 더욱 가속화될 전망이다.

실적에 대한 의심은 당분간 없다

실적은 계속 양호

실적은 계속 양호할 전망이다. 4분기 실적도 좋고 내년 실적도 긍정적일 것으로 예상된다. 일단 4분기는 매출액이 전년동기대비 78.5% 증가한 294억원, 영업이익은 26억원으로 흑자전환할 전망이다. 매출액 성장률이 양호하고 성과급 지급에 따른 이익 감소도 예상보다 낮아 긍정적인 해석이 가능하다. 이로써 올해 매출액은 전년대비 90.9% 증가한 1,172억원, 영업이익은 8,523.9% 증가한 204억원으로 마감하게 될 것이다. 시장 전체 출국자수는 33.1% 증가한 1,130.7만명, 모두투어를 통한 출국자수는 63.8% 증가한 109.0만명으로 예상된다.

내년 출국자수 두자리수 성장 전망

내년 여행시장은 올해대비 10% 성장은 가능할 것으로 예상된다. 올해의 고성장보다는 다소 낮아질 전망이나 여전히 두자리수 성장을 유지할 것으로 보여 긍정적인 시각이 필요하다. 모두투어를 통한 출국자수는 19.1% 증가한 129.8명으로 예상되어 빠른 성장세는 유지할 전망이다.

자회사 실적은 덤

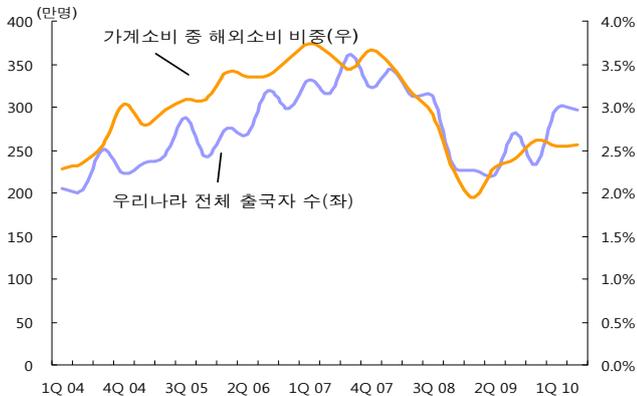
한편, 자회사 모두투어 인터내셔널(지분율 67.5%)에도 관심이 필요하다. 중국과 일본인을 주 대상으로 하는 인바운드 여행업체로서 시장 점유율은 5위권이며, 중국 인바운드는 시장점유율 1위를 차지하고 있다. 첫해부터 순이익을 인식할 정도로 시장 환경이 매우 양호해 이익의 빠른 성장이 예상되며 올해 회사측이 예상하는 지분법이익은 4~5억원 내외이다. 이미 반기 기준으로 매출액은 53억원, 순이익은 1억원을 시현했기 때문에 무리는 없다는 판단이다. 최근 호텔신라의 지분참여(19%)가 있었는데, 신라면세점 매출에 기여하기 위한 것으로 보인다. 전략적 제휴에 그치지 않고 지분투자까지 이루어진 것은 의미가 있다.

목표주가 50,000원, 투자의견 Buy 유지

성장 스토리 유효

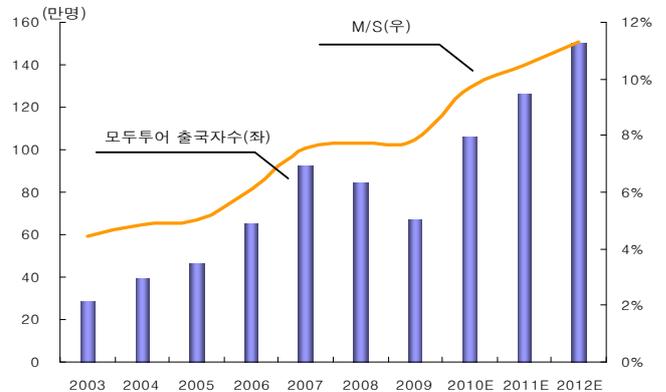
모두투어의 목표주가를 50,000원으로 상향한다. 목표주가는 2011년 예상 EPS 대비 P/E 기준 18.5x 수준으로 과거 평균에 비해 낮아 매력도가 높다는 판단이다. 또 2년 이상의 부진한 시장 상황을 벗어나 여행 시장 내에서 가장 강한 개선세가 나타나고 있다는 점도 매력적이다. 다만 현 주가는 내년 이후의 장기 성장성을 의심하고 있는 듯하다. 그러나 성장스토리가 유효하다는 판단을 견지하여 투자의견을 Buy로 유지한다.

[그림 1] 가계소비 중 해외소비와 해외출국 추이



자료: 통계청 KATA, 부국증권

[그림 2] 모두투어 출국자수 추이



자료: 모두투어, 부국증권 추정

[표1] 2010년 분기실적 추이

(단위: 억원)

	1Q	2Q	3Q	4QE	2010E
매출액	250	263	365	294	1,172
항공권매출	49	55	61	59	224
해외여행알선매출	190	196	294	224	905
영업이익	47	48	84	26	204

자료: 부국증권 추정

[표2] 연간 Raw Data 추이

(단위: 만명)

	2007	2008	2009	2010E	2011E
우리나라 전체 출국자수	1,229.5	1,097.3	849.5	1,130.7	1,243.8
모두투어 출국자수	92.6	84.8	66.5	109.0	129.8
패키지 인원	64.9	60.0	41.3	76.5	93.9
패키지 ARPU(만원)	12.6	12.1	12.5	13.8	14.5

자료: 모두투어, 부국증권 추정

Compliance Note

투자의견 구분

Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우
Hold (보유)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우
Reduce (비중축소)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우

기업분석

Overweight (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때
Underweight (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때

산업분석

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이

일 자	투자의견	목표가격
2010. 03. 26	Buy	37,000원
2010. 03. 30	Buy	37,000원
2010. 08. 30	Buy	41,000원
2010. 12. 17	Buy	50,000원



- ❖ 본 자료는 2010년 12월 17일에 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료의 작성자 및 배우자는 작성일 현재 해당종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 해당사의 유가증권 발행에 지난 6개월간 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 김성훈
- ❖ 본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

추정 재무제표

예상대차대조표

(단위: 억원)

	200812	200912	201012F	201112F
유동자산	478	784	1,019	1,270
현금 및 단기예금	253	476	607	748
단기매매증권	0	0	0	0
매출채권	39	107	188	238
재고자산	0	0	0	0
기타	186	201	223	283
비유동자산	270	77	98	123
장기투자증권	12	8	4	5
지분법적용투자주식	24	13	35	45
감가상각자산	10	8	12	14
기타	224	48	47	60
자산총계	748	862	1,117	1,392
유동부채	218	311	381	482
매입채무	0	0	0	0
단기차입금,유동성장기부채	0	0	0	0
기타	218	311	381	482
비유동부채 등	38	48	48	61
사채,장기차입금	0	0	0	0
기타	38	48	48	61
부채총계	256	359	429	543
자본금	42	42	42	42
자본잉여금	300	300	300	300
자본조정	-81	-81	-81	-81
기타포괄손익누계액	0	0	0	0
이익잉여금	230	241	427	588
자본총계	492	502	688	849

예상현금흐름표

(단위: 억원)

	200812	200912	201012F	201112F
영업활동현금흐름	-55	55	157	222
당기순이익(손실)	6	12	190	224
비현금수익비용가감	42	38	16	-6
감가상각비,무형자산상각비	8	7	8	10
기타	33	32	8	-16
운전자본증감	-103	4	-49	5
매출채권증가(감소)	57	-69	-82	-50
재고자산증가(감소)	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	0	0	0	0
기타	-160	74	33	55
투자활동현금흐름	30	-2	-185	-144
유형자산처분(취득)	-7	-4	-12	-12
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
투자자산감소(증가)	-204	7	-6	-6
기타	241	-5	-167	-125
재무활동현금흐름	-91	-2	-4	-63
차입금증가(감소)	0	0	0	0
사채증가(감소)	0	0	0	0
자본증가(감소)	-91	-2	-4	-63
배당금지급	-24	-2	-4	-63
자본조정,포괄손익증가(감소)	-66	0	0	0
기타	0	0	0	0
순현금흐름	-115	51	-32	16
기초현금	233	118	169	137
기말현금	118	169	137	153

예상손익계산서

(단위: 억원)

	200812	200912	201012F	201112F
매출액	833	614	1,172	1,484
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	833	614	1,172	1,484
판매비와관리비	823	611	968	1,207
인건비	258	221	291	368
감가상각비	8	7	8	10
무형자산상각비	0	0	0	0
연구개발관련비용	0	0	0	0
기타	557	383	670	829
영업이익	9	2	204	277
영업외손익	3	13	14	18
이자수익	29	20	21	27
이자비용	0	0	0	0
배당금수익	0	0	0	0
유가증권관련손익	-6	-3	8	8
외환차손익	-14	-1	1	0
외화환산손익	5	-1	0	0
지분법손익	-12	-6	3	8
기타	1	4	-20	-25
세전계속사업이익	13	15	218	295
계속사업법인세비용	6	3	28	71
계속사업이익	6	12	190	224
중단사업이익	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	6	12	190	224
주당순이익	74	144	2,258	2,665

Valuation 관련지표

	200812	200912	201012F	201112F
Per Share (Won)				
EPS	74	144	2,258	2,665
CFPS	-128	56	2,072	2,398
BPS	5,856	5,981	8,191	10,109
Multiples (X)				
PER	139.8	193.1	15.7	13.3
PCR	-	494.2	17.1	14.7
PBR	1.8	4.7	4.3	3.5
EV/EBITDA	-	207.9	11.7	8.2
성장성 (%)				
매출액증가율	-11.7	-26.3	90.9	26.6
영업이익증가율	-93.6	-74.3	8523.9	35.9
EBIT 증가율	적전	흑전	7819.2	34.3
EBITDA 증가율	적전	흑전	2144.4	34.0
순이익증가율	-94.6	96.0	1462.8	18.0
수익성 (%)				
영업이익률 (%)	1.1	0.4	17.4	18.6
순이익률 (%)	0.7	2.0	16.2	15.1
EBITDA Margin	-0.1	1.5	17.2	18.2
ROA	0.7	1.5	19.2	17.8
ROE	1.2	2.4	31.9	29.1
ROIC	-27.5	-1.7	712.9	408.5
안정성 (%)				
부채비율	52.0	71.5	62.3	64.0
이자보상배율 (배)	-	-	-	-