

## 모두투어 (080160)

기업분석 | 엔터테인먼트/레저

2011년 01월 17일

Analyst 이선애 ☎ 02 6915 5664 [annelee@ibks.com]

## 매수(유지)

목표주가	57,000원		
현재가 (1/14)	40,650원		
KOSDAQ (1/14)	535.20pt		
시가총액	3,415억원		
발행주식수	8,400천주		
액면가	500원		
52주 최고가	40,650원		
최저가	24,550원		
60일 일평균거래대금	25.1억원		
외국인 지분율	19.1%		
배당수익률 (09.12월)	0.2%		
주요제품 매출비중			
해외여행알선수익	75.9%		
항공권대매수수익	19.6%		
주주구성			
우종유 외 4	18.72%		
프랭클린템플턴투자신탁운용 외 1	14.23%		
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	9%	0%	43%
절대기준	14%	7%	41%

## Good 2010? Excellent 2011!

## 2010년, 유종의 미를 거두다

모두투어의 2010년 4분기 영업수익, 영업이익, 순이익은 각각 292억원, 17억원, 15억원으로 영업수익은 전년동기대비 77.5% 증가했고, 영업이익과 순이익은 흑자전환했다. 수요 강세와 시장 지배력 강화로 인한 비용 절감으로 동사는 사상 최대 규모의 성과급을 지급하고도 최고 실적을 갱신할 수 있었다.

## 2011년, 새로운 호황의 역사를 기록하는 원년

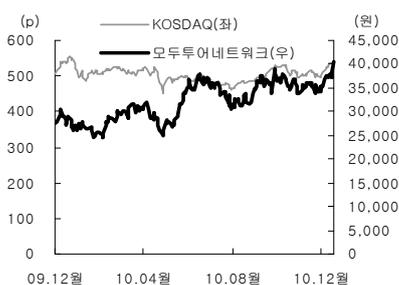
모두투어의 2011년 영업수익과 영업이익 목표치는 각각 1,457억원과 281억원이다. 이는 2010년 대비 각각 24.5%, 44.1% 증가하고 영업이익률은 16.7%에서 19.3%로 상승한 수치이다. 여행업 호황의 기준이 되어 온 2007년에 비교한 영업수익과 영업이익 증가율은 54.3%와 96.5%이다. 당사 추정치는 영업수익 1,442억원과 273억원으로 모두투어의 목표치와 비슷한 수준이다.

2010년에 사상 최고 실적을 기록하였음에도 불구하고 2011년에 큰 폭으로 이를 갱신할 것으로 예상하는 이유는 해외 여행 수요 강세, 동사의 시장점유율 상승, 항공 좌석 증가로 여행사의 협상력 강화, 그리고 비용의 효율적 관리로 인한 수익성 개선이다.

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 57,000원으로 상향

모두투어에 대한 투자의견 매수를 유지하고 목표주가를 기존의 49,000원에서 57,000원으로 상향한다. 목표주가는 2011년 예상 EPS에 목표 PER 20배를 적용하여 산출하였다. 동사는 2011년에도 전체 시장 대비 우수한 성장성과 수익성을 보일 예정이므로 여전히 시장 대비하여 프리미엄을 적용함이 타당할 것이다. 과거 밸류에이션 추이를 보아도 모두투어의 2011년 예상 PER은 14.2배로 역사적 저점이므로 모두투어에 대한 매수를 추천한다.

모두투어네트워크 주가추이



(단위: 억원배)	2008	2009	2010P	2011F	2012F
영업수익	833	614	1,170	1,442	1,710
영업이익	9	2	195	273	346
세전이익	13	15	206	305	391
순이익	6	12	181	238	305
EPS(원)	74	144	2,151	2,834	3,632
증가율 (%)	-94.6	96.0	1,389.0	31.7	28.1
영업이익률 (%)	1.1	0.4	16.7	18.9	20.3
순이익률 (%)	0.7	2.0	15.4	16.5	17.8
ROE (%)	1.2	2.4	30.6	29.9	28.8
PER	349.2	114.1	16.5	14.3	11.2
PBR	4.4	2.8	4.4	3.7	2.8
EV/EBITDA	34.8	209.8	11.1	8.8	6.1

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

### 2010년의 마무리도 훈훈하게...

4분기 영업수익, OP, NP  
292억원, 17억원, 15억원  
성과급 지급하고서도  
사상 최고 실적 기록

모두투어의 2010년 4분기 영업수익, 영업이익, 순이익은 각각 292억원, 17억원, 15억원으로 영업수익은 전년동기대비 77.5% 증가했고, 영업이익과 순이익은 흑자전환했다. 동사의 4분기 실적에서 가장 우려되었던 연간 성과급이 45억원 가량 발생하였음에도 불구하고 영업이익률이 5.9%로 당사의 예상치를 초과 달성하였다.

4분기에 이렇듯 호실적을 기록할 수 있었던 것은 무엇보다도 해외 여행 수요가 호조를 보였기 때문이다. 모두투어 송출객 수는 10월, 11월에 102.9%, 73.8% 증가했으며, High-base인 12월에도 26.3% 증가했다. 패키지 구매 고객 수만 따로 놓고 보면 각각 175.5%, 119.6%, 35.0% 증가하여 2010년 성수기 수요가 1회성이 아니었다고 판단한다.

ASP 측면에서 보면 꾸준히 상승하고 있지만 항공권 판매 단가에 비해 패키지 판매 단가가 낮다는 점을 볼 수 있다. 연간으로 보면 3분기 성수기를 제외하고는 항공권 가격 상승이 패키지 상품에 모두 전가되지 않았다는 점을 확인할 수 있는데, 이는 항공 좌석의 공급 부족으로 여행사보다는 항공사 쪽에 협상력이 있기 때문이라고 생각된다.

그러나 반대로 항공 수급이 원활해지게 되는 시점에서는 현재보다 수익성이 더 높아질 수 있는 공간이 있다고도 해석된다. 4분기 수탁금이 작년 대비 108.6% 증가했는데 가격보다는 수요적인 측면에서 수탁금 상승을 견인했다는 점도 긍정적이라고 판단된다.

비용 단에서 눈에 띄는 사실은 지급수수료가 낮아지고 있다는 점이다. 모두투어의 사업은 도매(Wholesale) 영업으로 이루어져 있기 때문에 프랜차이즈나 전문 판매점 등 유통망에 판매 수수료를 지급하게 된다. 이 지급 수수료는 매출과 함께 증감하여 변동비의 성격을 띠는데, 주목해야 할 점은 모두투어의 지급 수수료 비율이 점차 낮아지고 있다는 사실이다. 이는 제휴 채널 비중을 높이고 유통망을 다각화한 결과로 동사의 시장 지배력이 강화되고 있다는 점을 시사한다.

수요 강세와 시장 지배력 강화로 인한 비용 절감으로 동사는 사상 최대 규모의 성과급을 지급하고도 최고 실적을 갱신할 수 있었다. 브랜드 인지도 제고, 2008~2009년 계속된 여행업황 악화로 인한 경쟁 강도 약화로 모두투어의 시장 점유율도 최고치를 갱신하고 있다.

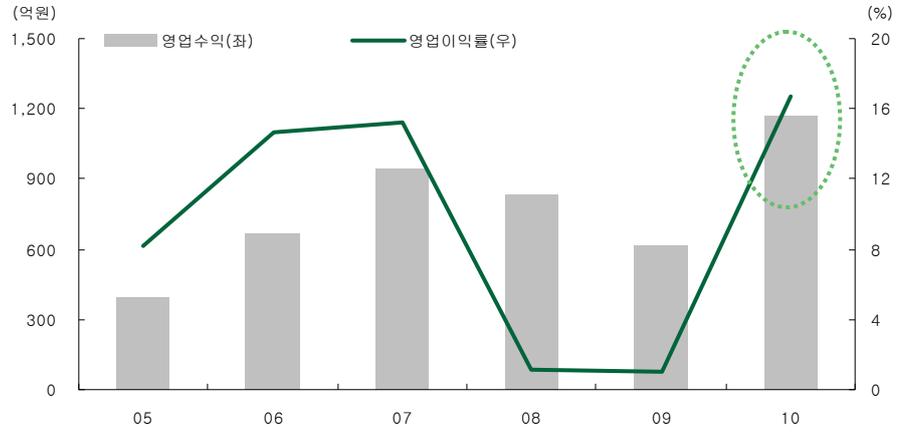
표 1. 모두투어의 2010년 4분기 실적 정리

(단위: 억원, %, %p)

	10.4Q(P)	09.4Q	YoY 증감률	당사 추정치	차이	컨센서스	차이
영업수익	292	165	77.5	301	-2.9	294	-0.6
영업이익	17	-7	흑자전환	15	14.4	25	-31.4
순이익	15	-1	흑자전환	19	-22.9	19	-22.9
영업이익률	5.9	-4.5	흑자전환	5.0	0.9	8.5	-2.6

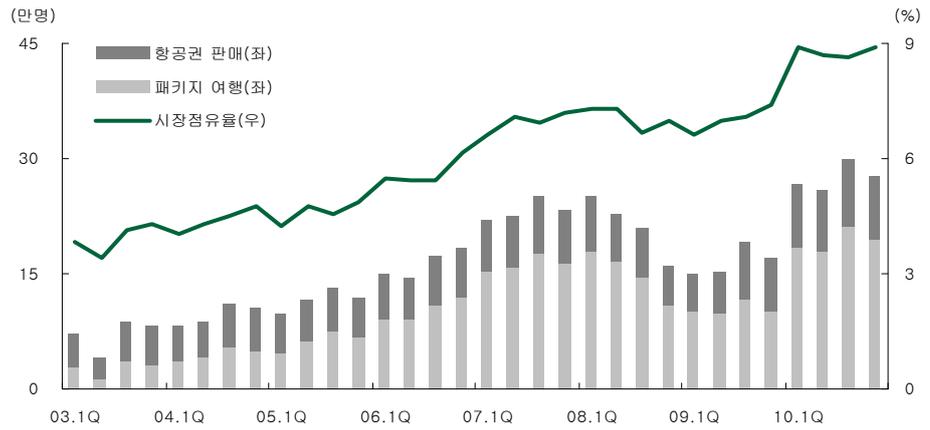
자료: 모두투어, Fn Guide, IBK투자증권

그림 1. 모두투어의 연간 실적 추이



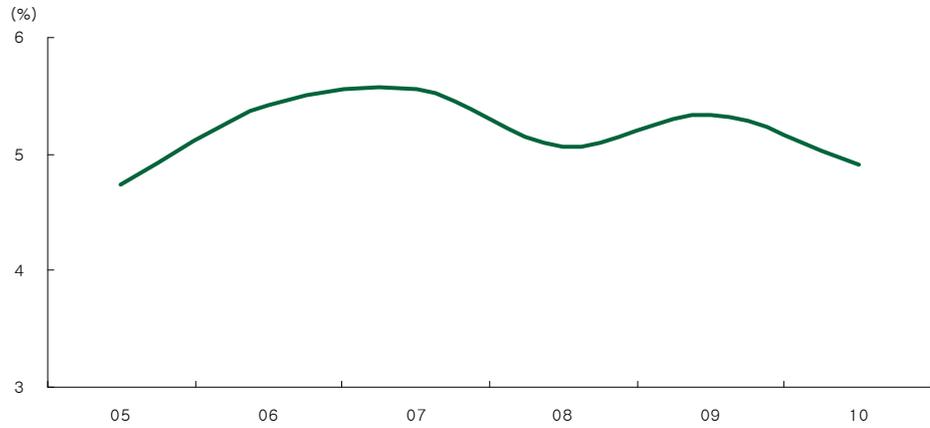
자료: 모두투어

그림 2. 모두투어의 항공권, 패키지 송출객 수와 시장점유율 추이



자료: 모두투어, IBK투자증권

그림 3. 지급수수료/수탁금 비율



자료: 모두투어

해외 여행 수요 강세,  
시장 점유율 상승,  
항공 좌석 공급 증가,  
비용 관리 통해서  
큰 폭의 성장 가능할 전망

## 2007년이 업황 폭자가 아님을 보여줄 2011년, 이미 시작!

모두투어의 2011년 영업수익과 영업이익 목표치는 각각 1,457억원과 281억원이다. 이는 2010년 대비 각각 24.5%, 44.1% 증가하고 영업이익률은 16.7%에서 19.3%로 상승한 수치이다. 여행업 호황의 기준이 되어 온 2007년에 비교한 영업수익과 영업이익 증가율은 54.3%와 96.5%이다. 당사 추정치는 영업수익 1,442억원과 273억원으로 모두 투어의 목표치와 비슷한 수준이다.

2010년에 사상 최고 실적을 기록하였음에도 불구하고 2011년에 큰 폭으로 이를 갱신할 것으로 예상하는 이유는 다음과 같다.

**첫째, 해외 여행 수요 강세가 계속될 전망이다.** 1월과 2월 현재 예약은 86,220건과 51,709건으로 전년동월대비 32.2%, 47.7% 증가하고 있는 상황이다. 예약 순유입을 근거로 판단하건대 1월은 90,000건, 2월은 80,000건 정도를 달성할 수 있을 것으로 판단한다. 2010년 1월과 2월 예약은 65,454건과 60,833건을 기록했는데 예측대로라면 30% 이상 성장할 수 있을 것으로 예상된다.

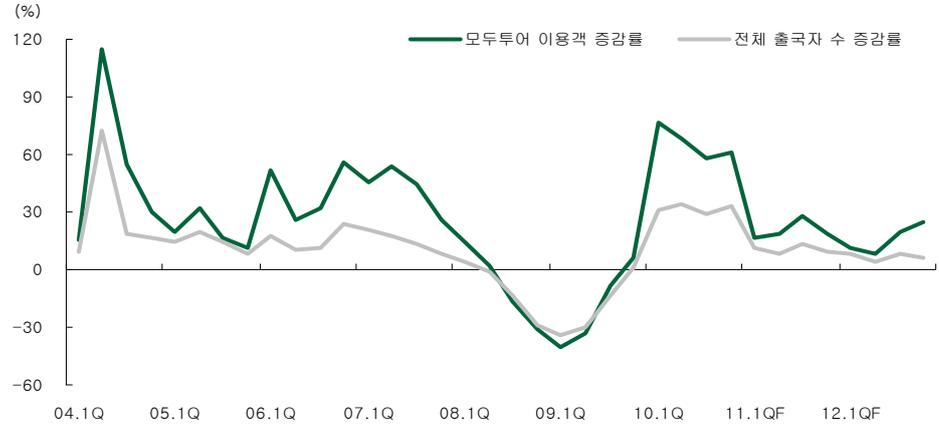
2010년 3월이 56,218명으로 High-base지만 올해에도 3·1절이 징검다리 연휴로 끼어 있고, 1월과 2월 성수기 상품의 마진이 커 3월달 수요를 메꿀 수 있을 전망이다. 특히 구정 연휴는 특별기 상품 등 고수익이 기대된다.

**둘째, 모두투어의 시장 점유율이 상승할 전망이다.** 2010년 1월부터 대한항공이 제로컴(Zero Commission: 항공사가 여행사에 항공권 대매 수수료를 지급하지 않음)을 시행한 데 이어, 아시아나도 2011년 4월부터 제로컴을 실시할 예정이다. 이를 기점으로 하여 외항사들도 제로컴 시행을 확대할 것으로 예상된다. 그러므로 항공권 대매 수수료를 수익 기반으로 하고 있는 중소 규모 여행사들의 수익성이 크게 악화되어 대형 여행사 중심의 시장이 형성될 것으로 판단한다.

**셋째, 항공 좌석 공급 증가로 여행사의 협상력이 강화될 전망이다.** 올해는 대한항공의 대형기 신규 편제는 물론, 외항사와 저가 항공사들의 적극적인 노선 확대가 예정되어 있다. 항공 좌석이 증가하면 여행사들이 구성할 수 있는 상품의 종류가 다양해지게 되어 여행사들의 입지가 넓어진다. 2007년에 고가의 국적기 상품과 저가의 외항사, 저가 항공사 상품이 이원화되어 수요 저변을 넓히는 역할을 했는데, 이러한 현상이 2011년에도 재현될 것으로 판단한다.

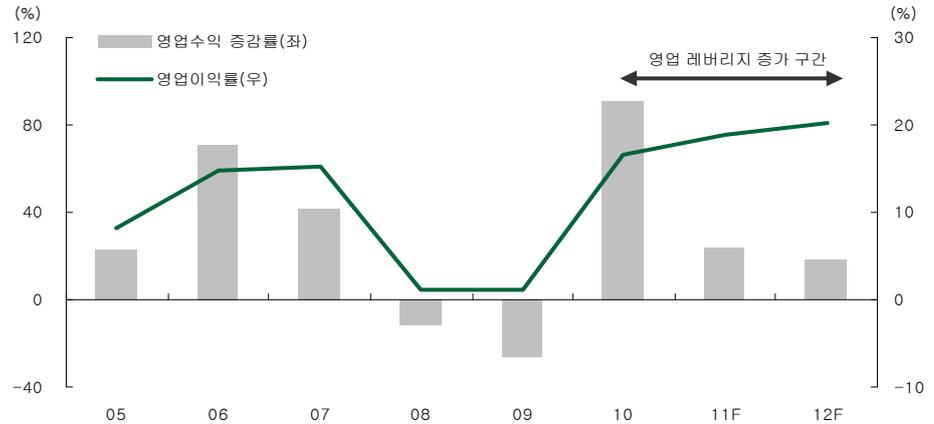
**넷째, 비용을 효율적으로 관리하여 수익성이 개선될 전망이다.** 모두투어의 2011년 광고 선전비 예산은 40~50억원으로 2010년과 비슷하게 집행되고 인건비는 5~8% 상승할 전망이다. 제휴 채널을 통한 매출이 증가하면서 판관비에서 가장 큰 부분을 차지하고 있는 지급 수수료율도 낮은 수준에서 유지될 것으로 예상된다. 또한 2011년 영업이익 목표치가 전년 대비 44.1% 증가하는 높은 수준이어서 인센티브 지급도 제한적일 전망이다. 모두투어는 영업이익 목표치 초과분의 30%를 인센티브로 지급하는 정책을 고수하고 있어 높은 목표치는 낮은 인센티브 지출로 직결된다.

그림 4. 분기별 전체 출국자 수 증감률과 모두투어 이용객 증감률 추이 및 전망



자료: 모두투어, IBK투자증권

그림 5. 모두투어의 영업수익 증감률과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 모두투어, IBK투자증권

표 2. 모두투어의 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2010					2011				
	1Q	2Q	3Q	4Q(P)	연간(P)	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간(F)
영업수익	250	263	365	292	1,170	296	319	460	366	1,442
성장률	91.8	87.5	104.5	77.5	90.7	18.5	21.2	26.3	25.1	23.2
영업이익	47	48	84	17	195	57	55	129	31	273
성장률	1,331.5	598.0	2,047.3	흑자전환	8,163.4	22.6	16.1	53.6	83.1	39.7
순이익	40	35	91	15	181	51	45	109	34	238
성장률	668.5	흑자전환	2,026.2	흑자전환	1,389.0	27.2	28.6	19.6	125.7	31.7
영업이익률	18.6	18.1	23.0	5.9	16.7	19.3	17.3	27.9	8.6	18.9

자료: 모두투어, IBK투자증권

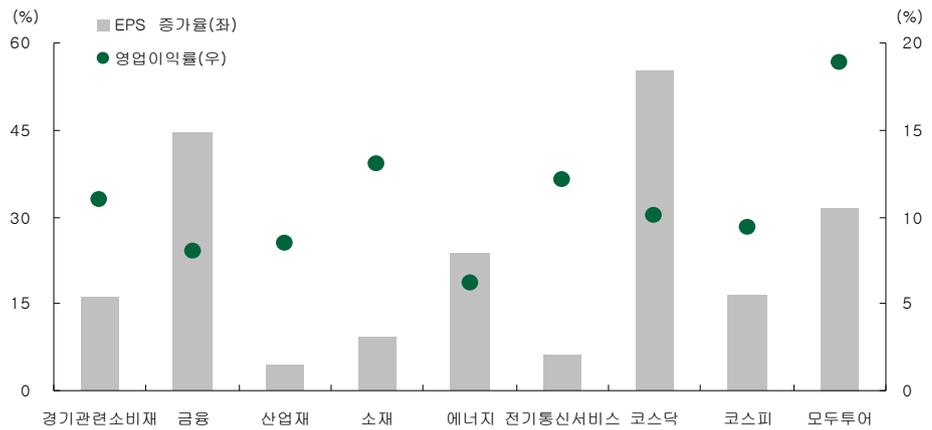
**투자의견 매수, 목표주가 57,000원으로 상향**

**투자의견 매수 유지, 목표주가 57,000원으로 상향**

모두투어에 대한 투자의견 매수를 유지하고 목표주가를 기존의 49,000원에서 57,000원으로 상향한다. 목표주가는 2011년 예상 EPS에 목표 PER 20배를 적용하여 산출하였다. 목표 PER 20배를 기존의 25배에 비해 20% 할인하였는데, 그 이유는 업황 턴어라운드 끝나고 정상적인 영업 환경으로 돌아왔기 때문에 밸류에이션 프리미엄을 하향하였기 때문이다. 그러나 모두투어는 2011년에도 전체 시장 대비 우수한 성장성과 수익성을 보일 예정이므로 여전히 시장 대비하여 프리미엄을 적용함이 타당할 것이다.

또한 모두투어의 2011년 예상 PER은 14.2배로 역사적 저점이다. 동사는 여행 시장 성장과 시장 점유율 확대로 성장을 지속할 전망이다. 게다가 동사는 고정비 부담 때문에 영업 레버리지가 커 성장은 수익성 개선으로 이어지게 된다. 그러므로 모두투어에 대한 매수를 추천한다.

그림 6. 2011F 업종별 성장성과 수익성 비교(IBK투자증권 유니버스 기준)



자료: IBK투자증권

표 3. 모두투어의 Historical PER

(단위: 배)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F
PER(High)	31.1	43.2	743.6	195.9	18.1	14.3	11.2
PER(Low)	14.7	17.5	73.4	54.7	11.4	13.0	10.2
PER(기말)	22.4	32.5	349.2	114.1	16.5	14.3	11.2

자료: 모두투어, IBK투자증권

손익계산서

(억원)	2008	2009	2010P	2011F	2012F
영업수익	833	614	1,170	1,442	1,710
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	833	614	1,170	1,442	1,710
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	823	611	975	1,169	1,364
판매비율(%)	98.9	99.6	83.3	81.1	79.7
영업이익	9	2	195	273	346
영업이익률(%)	1.1	0.4	16.7	18.9	20.3
EBITDA	18	9	203	279	353
EBITDA마진율(%)	2.1	1.4	17.3	19.4	20.7
영업외손익	3	13	11	33	45
이자손익	29	20	23	34	45
외환손익	-9	-2	1	-4	-1
자본법손익	-12	-6	-2	-2	-3
기타손익	-5	1	-11	4	4
세전이익	13	15	206	305	391
세전이익률(%)	1.5	2.4	17.6	21.2	22.9
법인세	6	3	25	67	86
계속사업이익	6	12	181	238	305
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	6	12	181	238	305
당기순이익률(%)	0.7	2.0	15.4	16.5	17.8
EPS(원)	74	144	2,151	2,834	3,632
BPS(원)	5,856	5,981	8,084	10,847	14,383
DPS(원)	20	50	75	100	125
EBITDAPS(원)	210	106	2,412	3,321	4,206

대차대조표

(억원)	2008	2009	2010P	2011F	2012F
유동자산	478	784	1,145	1,435	1,803
현금성자산	253	476	734	971	1,267
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	39	107	191	239	307
재고자산	0	0	0	0	0
기타	186	201	221	225	229
비유동자산	270	77	92	90	86
투자자산	206	21	34	33	29
유형자산	11	8	13	14	15
무형자산	0	0	0	0	0
기타	53	47	46	43	41
자산총계	748	862	1,237	1,525	1,889
유동부채	218	311	496	546	600
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타	218	311	496	546	600
비유동부채	38	48	62	68	80
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타	38	48	62	68	80
부채총계	256	359	558	614	681
자본금	42	42	42	42	42
자본잉여금	300	300	300	300	300
자본조정등	-81	-81	-81	-81	-81
이익잉여금	230	241	418	650	947
자본총계	492	502	679	911	1,208

투자지표

(12월 결산)	2008	2009	2010P	2011F	2012F
Valuation					
PER(배)	349.2	114.1	16.5	14.3	11.2
PBR(배)	4.4	2.8	4.4	3.7	2.8
PCFR(배)	45.1	27.4	14.5	13.9	10.9
EV/EBITDA(배)	34.8	209.8	11.1	8.8	6.1
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
성장성					
영업수익성장률(%)	-11.7	-26.3	90.7	23.2	18.6
영업이익성장률(%)	-93.6	-74.3	8,163.4	39.7	27.1
EBITDA성장률(%)	-88.2	-49.5	2,176.7	37.7	26.6
순이익성장률(%)	-94.6	96.0	1,389.0	31.7	28.1
효율성					
ROE(%)	1.2	2.4	30.6	29.9	28.8
ROA(%)	0.7	1.5	17.2	17.2	17.9
ROIC(%)	-26.2	204.4	-415.0	-290.9	-433.5
운전자본/영업수익(%)	0.6	-1.9	-8.3	-6.5	-4.5
안정성					
차입금/EBITDA(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	52.0	71.5	82.2	67.4	56.3

자료: IBK투자증권

현금흐름표

(억원)	2008	2009	2010P	2011F	2012F
영업활동현금흐름	-55	55	262	198	244
당기순이익	6	12	181	238	305
유무형자산상각비	8	7	7	6	7
외환손익	-4	1	0	4	1
자본법손익	12	6	2	2	3
운전자본증감	-103	4	57	-48	-68
기타	26	25	14	-4	-4
투자활동현금흐름	30	-2	-183	-3	-9
유형자산증감	-7	-4	-12	-8	-8
투자자산증감	-196	4	-6	1	3
기타	233	-2	-166	4	-4
FCF	-97	8	223	163	201
재무활동현금흐름	-91	-2	19	42	61
차입금증감	0	0	0	0	0
자본증감	0	0	0	0	0
배당금지급	-24	-2	-4	-6	-8
기타	-66	0	23	48	69
현금증감	-115	51	98	237	296
기초현금	233	118	169	267	504
기말현금	118	169	267	504	800

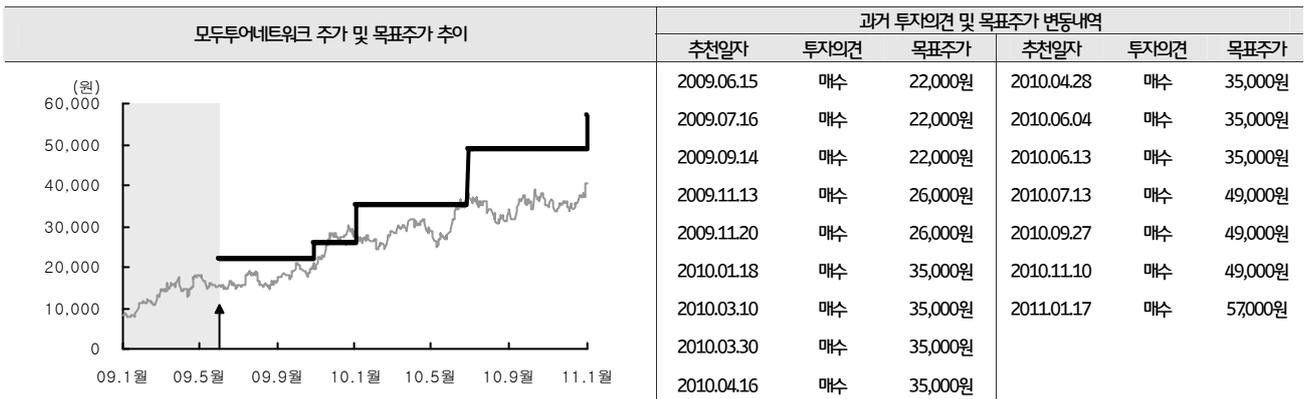
Compliance Notice

등 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 등 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 등 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계약회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 등 자료 언급된 종목의 유가증권발행과 관련하여 지난 1년간 주가변로 참여하지 않았습니다.  
 등 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중개한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

Not Rated    ◆적극매수    ▲매수    ●중립    ■비중축소



투자의견 안내

종목 투자의견 (절대수익률 기준)		업종 투자의견 (상대수익률 기준)		투자 기간
적극매수	40% ~	비중확대	+10% ~	12개월
매수	15% ~	중립	-10% ~ +10%	
중립	-15% ~ 15%	비중축소	~ -10%	
비중축소	~ -15%			

Simple · Speedy · Smart

**IBK hot Line** 서울시 영등포구 여의도동 대한생명 63빌딩 14층  
Tel 1588-0030, 1544-0050

영업부	02, 6915, 2626	인천지점	032, 427, 1122
IBK본점	02, 6932, 2001	역삼지점	02, 567, 9111
CEO PLAZA 논현지점	02, 519, 0030	압구정지점	02, 6932, 5001
가산디지털지점	02, 2028, 6300	일산지점	031, 904, 3450
광주지점	062, 382, 6611	울산지점	052, 249, 9600
광화문지점	02, 3276, 2700	잠실지점	02, 2202, 0073
대구지점	053, 752, 3535	타임스퀘어센터	02, 2632, 3331
대전지점	042, 477, 7500	평촌지점	031, 382, 9800
대치지점	02, 6932, 6001	분당 E-MART WORLD 죽전점	031, 889, 9994
목동지점	02, 2062, 8888	부산 E-MART WORLD 서면점	051, 816, 4555
반포지점	02, 535, 2400	SME WORLD 남동공단점	032, 819, 3399
부산지점	051, 608, 9200	SME WORLD 성서공단점	053, 592, 0066
분당지점	031, 778, 8050	SME WORLD 안산점	031, 493, 2210
삼성동지점	02, 2051, 5858	SME WORLD 구미점	054, 458, 9600
서초지점	02, 3486, 8888	SME WORLD 창원점	055, 263, 2711

## IBK 투자증권 LOW CUT 수수료 서비스 오픈

단순한 수수료 인하가 아닙니다.  
고객이 먼저 웃어야 저희가 웃겠습니다.

### IBK 투자증권 로우컷 서비스란?

주식 매수 후 평균 매입단가 미만으로 매도 시 수수료를 받지 않는 서비스입니다.  
(대상계좌 : 관리계좌 별, 법인/협약수수료 계좌 제외 대상종목 : 거래소 및 코스닥 주식종목, E/W/ETF/프리보드/장외단주 등 제외)

Go with Clients  
**IBK 투자증권**