



모두투어 (080160)

임성환
(02) 3772-1527
sh.lim@goodi.com

김의근
(02) 3772-1553
ekkim@goodi.com

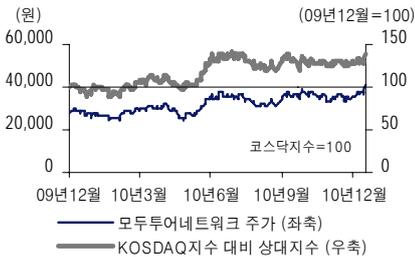
1Q11 실적 모멘텀 기대된다!

매수

주가 (1월 14일) 40,650원
적정주가 (% variance) 54,000원(32.8%)

시가총액	341.5십억원
일평균 거래액	2,508백만원
52주 최고가/최저가	40,650원/24,550원

주가 추이



투자이견 및 적정주가 추이



- ◆ 모두투어 4분기 실적 일회성 요인으로 둔화
- ◆ 2011년 높은 실적 모멘텀 기대, 특히 1분기 영업이익률 개선폭 높을 것
- ◆ 엔터테인먼트 업종 내 top pick, 목표주가 54,000원 유지

모두투어 4분기 실적 일회성 요인으로 둔화 모두투어의 4분기 패키지 모객수는 총 193,516명으로 전년 동기대비 93% YoY, 분기 최대 실적을 기록했던 4Q07과 비교해도 19.2% 증가하였다. 영업수익은 전년동기 대비 77.5% 증가, 4Q07 대비 28.4% 증가한 292억원을 달성하였다. 그러나 높은 외형 성장에도 불구하고 40억원에 달하는 상여금 지급으로 영업이익은 4Q07 대비 오히려 -33.3% 감소한 17.2억원(영업이익률 5.9%)을 기록하였다. 4분기 과도한 상여금 지급은 2010년 연초 세운 내부 목표치가 여행수요의 빠른 리바운딩을 감안하지 못하고 너무 보수적으로 책정된 점이 주된 요인이다. 이러한 1회성 비용을 제거할 경우 영업이익률은 19.6%로 4분기가 수익성 측면에서 비수기인 점을 감안하면 모두투어의 영업이익률은 실질적으로는 개선되고 있는것으로 판단된다.

2011년 높은 실적 모멘텀 기대, 특히 1분기 영업이익률 개선폭 높을 것 모두투어의 2011년 경영 목표치는 매출액 1,457억원(+24.5% YoY), 영업이익은 280억원(+43.5% YoY)으로 당사 추정치와 유사한 수준이다. 목표치 산출의 주요 가정은 올해 전체 출국자수 1,352만명(승무원 포함)으로 2010년 대비 12% 성장과 동사의 M/S(패키지+티켓only 포함) 1.6%p 증가하는 10%이다. 또한 영업비용 증가 요인으로는 60명 수준의 신규 인력 채용과 4월중 5~8% 수준의 인급 인상을 감안하고 있으며, 2010년 총 56억원에 달했던 분기/연말 상여금이 정상적인 규모인 16억원 수준으로 지급될 것으로 판단하고 있다. 주목할 점은 통상적으로 계획을 수립할 때 상여금이 일정부분 지급될수 있도록 최소 달성 가능한 수준으로 책정한다는 점과 그럼에도 올해 영업이익 증가율이 43.5%에 달할 것이라는 점, 또한 4분기 수익성 둔화의 요인이었던 과도한 상여금 지급이 내부 목표치의 초과 달성 없이는 발생하지 않을 것이란 점이다. 한편 1분기중 나타나고 있는 예약 증가율은 순조로운 출발을 보이고 있다. 모두투어의 1, 2, 3월 패키지 예약 증가율은 각각 32.2%, 47.7%, 48.9%로 1분기 패키지 송출객수는 20%대 증가가 무난할것으로 보여지며, 영업수익 322억원(+28.7% YoY), 영업이익 66억원(+41.7% YoY)이 예상된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)	배당수익률 (%)
2008	83.3	0.9	1.3	0.6	74	(94.6)	223.7	64.1	2.8	1.2	(51.9)	0.1
2009	61.4	0.2	1.5	1.2	144	96.0	221.2	247.2	5.3	2.4	(96.5)	0.2
2010P	117.0	19.5	21.0	18.1	2,154	1,390.7	17.6	12.5	4.7	30.6	(92.9)	0.7
2011E	139.9	27.2	29.5	22.3	2,652	23.1	15.3	9.3	3.9	28.6	(92.4)	0.7
2012E	171.2	35.8	39.2	29.6	3,523	32.9	11.5	6.5	3.0	29.1	(91.3)	0.9

엔터테인먼트 업종 내 top pick, 목표주가 54,000원 유지 모두투어를 엔터테인먼트 업종내 top pick으로 추천하며 목표주가 54,000원을 유지한다. 4분기 실적 둔화에 대한 우려가 이미 주가에 반영된 상태에서 향후 동사의 주가는 2011년도 실적 기대감으로 상승흐름을 이어갈 것으로 기대한다. 또한 최근 공급 사이드에서 나타나고 있는 저가/외항사들의 국제선 출항 확대에 따른 여행산업의 구조적인 변화에 주목한다. 20~30% 가격이 저렴한 패키지 상품 출시로 추가적인 여행 수요를 이끌어 낼 것으로 판단되며, 기존의 국적사 단일 노선 체제에서 여행사들의 협상력이 강화되는 경쟁 노선 체제로 전환되며 여행사들의 협상력이 강화될 것으로 기대되기 때문이다. 이는 여행사들의 장기 성장성을 부각시키며 과거 여행산업의 고성장 국면이었던 2005~2007년 수준으로의 Valuation 상향 조정에 대한 가능성을 열어둔다.

모두투어 4분기 실적 요약

(억원)	4Q10P	4Q09	YoY	SHIC est.	Var (%)	Consensus
영업수익	292.3	164.7	77.5%	307.0	-4.8%	294.0
영업이익	17.2	-7.5	TB	23.0	-25.4%	25.0
세전이익	19.5	-3.5	TB	29.0	-32.6%	27.0
순이익	14.7	-1.4	TB	17.0	-13.8%	19.0
영업이익률(%)	5.9%	-4.5%		7.5%		
세전이익률(%)	6.7%	-2.1%		9.4%		
순이익률(%)	5.0%	-0.9%		5.5%		

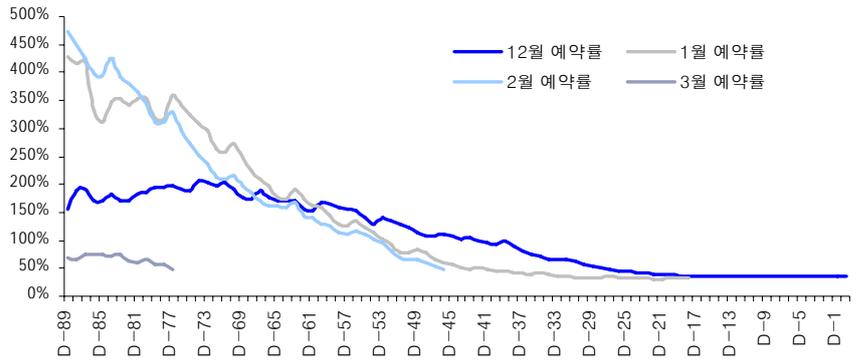
자료: 모두투어, 신한금융투자 추정

모두투어 연간 실적 추정

(억원)	2008	2009	2010	2011E	2012E
영업수익	832.7	613.8	1,170.3	1,398.6	1,712.3
영업이익	9.2	2.4	195.1	271.6	358.3
세전이익	12.6	15.0	209.9	295.0	392.0
순이익	6.2	12.1	180.9	222.7	296.0
이익률(%)					
영업이익률	1.1%	0.4%	16.7%	19.4%	20.9%
세전이익률	1.5%	2.4%	17.9%	21.1%	22.9%
순이익률	0.7%	2.0%	15.5%	15.9%	17.3%
YoY 증가율(%)					
영업수익 증가율	-11.7%	-26.3%	90.7%	19.5%	22.4%
영업이익 증가율	-93.6%	-74.3%	8163.2%	39.2%	31.9%
경상이익 증가율	-92.1%	19.3%	1301.9%	40.6%	32.9%
순이익 증가율	-94.6%	96.0%	1390.7%	23.1%	32.9%

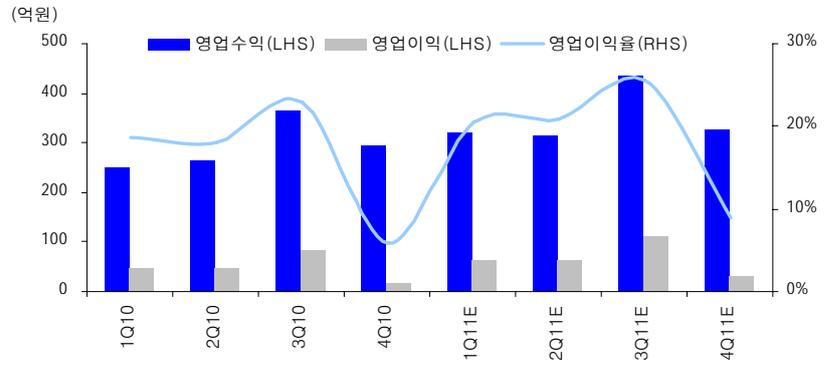
자료: 모두투어, 신한금융투자 추정

모두투어 월별 예약율 추이



자료: 모두투어, 신한금융투자 추정

모두투어 분기별 실적 추이



자료: 모두투어, 신한금융투자 추정

대차대조표

12월결산 (십억원)	2008	2009	2010P	2011E	2012E
자산총계	74.8	86.2	106.9	130.4	160.9
유동자산	47.8	78.4	99.5	122.9	153.2
현금및현금성자산	11.8	16.9	28.7	43.9	64.2
단기투자자산	13.7	31.6	34.4	37.5	40.9
매출채권	3.9	10.7	14.0	16.7	20.4
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	18.4	19.2	22.4	24.8	27.6
비유동자산	27.0	7.7	7.4	7.4	7.8
투자자산	20.6	2.1	1.7	1.5	1.4
유형자산	1.1	0.8	0.5	0.3	0.2
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	25.6	35.9	39.0	42.2	45.8
유동부채	21.8	31.1	33.7	36.5	39.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	21.8	31.1	33.7	36.5	39.5
비유동부채	3.8	4.8	5.2	5.7	6.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.8	4.8	5.2	5.7	6.2
자본총계	49.2	50.2	67.9	88.1	115.2
자본금	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
자본잉여금	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
자본조정	(8.1)	(8.1)	(8.1)	(8.1)	(8.1)
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	23.0	24.1	41.8	62.0	89.0
총 차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금(순현금)	(25.5)	(48.5)	(63.1)	(81.4)	(105.2)

현금흐름표

12월결산 (십억원)	2008	2009	2010P	2011E	2012E
영업활동으로인한현금흐름	(5.5)	5.5	15.5	20.9	26.8
당기순이익	0.6	1.2	18.1	22.3	29.6
유형자산감가상각비	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손실(이익)	1.2	0.6	0.4	0.2	0.1
투자자산처분손실(이익)	(0.1)	0.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)
유형자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산,부채의 변동	(10.3)	0.4	(5.6)	(4.4)	(5.8)
기타	2.3	2.3	1.9	2.1	2.4
투자활동으로인한현금흐름	3.0	(0.2)	(3.3)	(3.6)	(4.0)
단기투자자산의 감소(증가)	23.8	(0.6)	(2.8)	(3.1)	(3.4)
장기투자자산의 감소(증가)	(2.0)	0.5	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소(증가)	(0.7)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.6)
기타	(18.0)	0.3	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	(2.5)	5.2	12.2	17.3	22.9
재무활동으로인한현금흐름	(9.1)	(0.2)	(0.4)	(2.1)	(2.5)
단기차입금 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	(2.4)	(0.2)	(0.4)	(2.1)	(2.5)
기타	(6.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	(11.5)	5.1	11.8	15.2	20.4
기초의 현금	23.3	11.8	16.9	28.7	43.9
기말의 현금	11.8	16.9	28.7	43.9	64.2
설비투자매출액 (%)	0.9	0.7	0.4	0.4	0.3
감가상각비/매출액 (%)	1.0	1.1	0.7	0.5	0.4
감가상각비/설비투자 (%)	114.8	147.5	171.3	137.8	119.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

손익계산서

12월결산 (십억원)	2008	2009	2010P	2011E	2012E
매출액	83.3	61.4	117.0	139.9	171.2
증가율 (%)	(11.7)	(26.3)	90.7	19.5	22.4
수출비중 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
증가율 (%)	-	-	-	-	-
매출총이익	83.3	61.4	117.0	139.9	171.2
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	82.3	61.1	97.5	112.7	135.4
증가율 (%)	2.9	(25.8)	59.5	15.6	20.1
영업이익	0.9	0.2	19.5	27.2	35.8
증가율 (%)	(93.6)	(74.3)	8,163.2	39.2	31.9
영업이익률(%)	1.1	0.4	16.7	19.4	20.9
영업외수익(비용)	0.3	1.3	1.5	2.3	3.4
이자수익	2.9	2.0	2.5	3.3	4.2
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화관련이익(손실)	(0.9)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
자산처분이익(손실)	0.1	(0.2)	0.1	0.1	0.1
지분법이익(손실)	(1.2)	(0.6)	(0.4)	(0.2)	(0.1)
기타영업외수익(비용)	(0.6)	0.3	(0.6)	(0.7)	(0.7)
법인세차감전계속사업이익	1.3	1.5	21.0	29.5	39.2
법인세비용	0.6	0.3	2.9	7.2	9.6
계속사업이익	0.6	1.2	18.1	22.3	29.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.6	1.2	18.1	22.3	29.6
증가율 (%)	(94.6)	96.0	1,390.7	23.1	32.9
당기순이익률(%)	0.7	2.0	15.5	15.9	17.3
EBITDA	1.8	0.9	20.3	27.9	36.5
증가율 (%)	(88.2)	(49.5)	2,185.3	37.1	30.9
배당성장률(%)	26.0	33.1	11.6	11.3	9.9

주요 투자지표

12월결산	2008	2009	2010P	2011E	2012E
EPS (원)	74	144	2,154	2,652	3,523
Adj. EPS (원)	58	171	2,147	2,645	3,517
BPS (원)	5,856	5,981	8,087	10,489	13,712
DPS (원)	20	50	250	300	350
PER (배)	223.7	221.2	17.6	15.3	11.5
Adj. PER (배)	285.1	186.4	17.6	15.4	11.6
PBR (배)	2.8	5.3	4.7	3.9	3.0
PCR (배)	28.9	53.1	15.1	13.5	10.5
EV/ EBITDA (배)	64.1	247.2	12.5	9.3	6.5
PEG (배)	1.0	1.2	0.6	0.5	na
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.7	0.7	0.9
수익성					
영업이익률 (%)	1.1	0.4	16.7	19.4	20.9
EBITDA이익률 (%)	2.1	1.4	17.4	19.9	21.3
세전이익률(%)	1.5	2.4	17.9	21.1	22.9
순이익률 (%)	0.7	2.0	15.5	15.9	17.3
ROA (%)	0.7	1.5	18.7	18.8	20.3
ROE (%)	1.2	2.4	30.6	28.6	29.1
ROIC (%)	4.3	1.4	264.0	213.4	210.5
안정성					
부채비율 (%)	52.0	71.5	57.3	48.0	39.7
순부채비율 (%)	(51.9)	(96.5)	(92.9)	(92.4)	(91.3)
이자보상배율 (배)	na	na	na	na	na
활동성					
총자산회전률 (회)	1.0	0.8	1.2	1.2	1.2
매출채권회전률 (회)	9.2	5.9	7.7	7.6	7.8
재고자산회전률 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전률 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본회전률 (회)	(24.0)	(172.7)	155.6	36.6	25.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

투자등급

매수 6개월 수익률 +15% 이상, 중립 6개월 수익률 -15% ~ +15%, 축소 6개월 수익률 -15% 이하

(2003년 2월 10일부터 적용)

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 임성환, 김의근) 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 중간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.