

모두투어 (080160)

유통/미디어/엔터테인먼트
 Analyst 손윤경, CFA
 02) 3787-5223
 ykson@kiwoom.com

수요 고성장기를 이미 지남

1분기 실적은 양호한 수준. 그러나 2분기 수요 위축 가시화로 실적에 대한 눈높이는 낮출 필요가 있어 보임. 더욱이 일본 지진 이전에 이미 수요 성장 둔화가 감지되었던 점을 감안하면 성수기 수요에 대한 과도한 기대감도 지양해야 할 것으로 판단.

■ 목표주가 40,000원으로 하향하고 투자의견도 Outperform으로 하향

동사에 대한 목표주가를 55,000원에서 40,000원으로 하향함. 투자의견 역시 BUY에서 Outperform으로 하향. 해외 여행수요가 일본 지진이 일어나기 전에 이미 성장률이 둔화되는 모습을 보여주었던 만큼, 현재의 여행수요 위축이 일본 지진의 영향만은 아니라 판단. 따라서 성수기인 3분기에도 가파른 해외 여행수요 회복에 대한 과도한 기대감은 지양 할 것을 권함.

■ 구조적인 고성장 단계를 지난 것으로 판단

내국인의 출국 수요가 연평균 15%의 고성장을 지속하는 단계는 지난 것으로 판단. 일본 지진이 수요의 위축을 강화하였으나 일본 지진이 있기 전에 이미 수요둔화가 감지되었기 때문. 당시는 출국수요가 인구 대비 27% 수준에 도달하였음에도 불구하고 해외 여행을 즐기는 계층이 여전히 특정 계층으로 제한되어 있는 것이 여행수요의 지속적인 고성장을 전망하기 어렵게 하는 요인이라는 판단. 즉, 10년의 해외 여행 수요는 이미 해외 여행을 즐기던 사람들이 08년 이후 즐기지 못했던 해외 여행 욕구를 해소하며 나타났던 가파른 회복이었으나, 이후의 성장은 추가적인 수요층이 필요. 다른 계층으로 해외 여행수요가 확산되기에는 환율과 유가 수준이 너무 높은 것으로 판단.

■ 1분기 실적은 양호, 향후 이익 전망에 대한 눈 높이는 낮춰야할 시점

동사의 1분기 실적은 영업수익 329억원, 영업이익 82억원으로 전년 동기 대비 각각 36.6%, 84.2%를 기록할 것으로 추정. 패키지 송객수가 219,168명으로 전년 동기 대비 18.7% 증가한 가운데, 적극적인 비용통제로 영업레버리지가 크게 나타났던 것으로 추정. 그러나 2분기 이후 이익전망에 대한 눈높이는 낮춰야할 시점으로 판단. 2분기 해외 여행수요 위축이 가시화되었고, 앞서 언급한 바와 같이 해외 여행에 대한 욕구가 크게 약화되어 의미있는 환율 하락이 없다면 성수기에도 가파른 수요 회복을 기대하기 어렵기 때문.

Outperform (Downgrade)

주가(4/8) 34,500원
 목표주가 40,000원

Stock Data

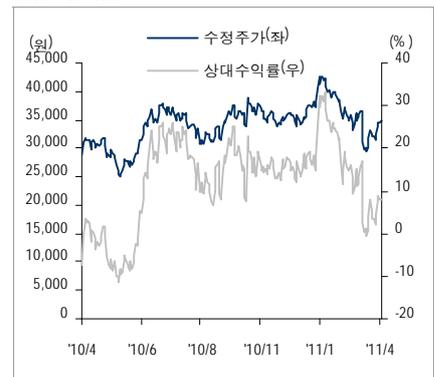
KOSDAQ (4/8)	534.20pt		
시가총액	2,898억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	42,600원	24,900원	
최고/최저가 대비 등락율	-19.0%	38.6%	
수익률	절대	상대	
	1M	-2.5%	-4.2%
	6M	-8.0%	-14.4%
	1Y	20.0%	15.3%

Company Data

발행주식수	8,400천주	
일평균 거래량(3M)	114천주	
외국인 지분율	19.4%	
배당수익률(11.E)	0.5%	
BPS(11.E)	9,752원	
주요 주주	우종웅	10.5%
매출구성(2011E)	관광알선수익	83.9%
	기타	16.1%

투자지표	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액(억원)	614	1,171	1,315	1,588	1,818
증감율(%YoY)	-26.3	90.8	12.3	20.8	14.5
영업이익(억원)	2	194	230	277	317
증감율(%YoY)	-74.3	8,128.3	18.2	20.9	14.2
EBITDA(억원)	9	202	239	289	329
세전이익(억원)	15	208	257	308	361
순이익(억원)	12	160	198	237	278
EPS(원)	144	1,906	2,358	2,818	3,306
증감율(%YoY)	96.0	1,219.2	23.7	19.5	17.3
PER(배)	114.1	16.8	15.4	12.2	10.4
PBR(배)	2.8	4.1	3.6	2.9	2.4
EV/EBITDA(배)	101.1	9.2	8.3	6.0	4.4
영업이익률(%)	0.4	16.6	17.5	17.5	17.4
ROE(%)	2.5	31.9	30.1	29.3	27.9
순부채비율(%)	-96.5	-123.6	-113.6	-116.8	-119.6

Price Trend



모두투어 Earnings Preview

(단위: 억원, %)

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11E	컨센서스	컨센서스와차이	% QoQ	% YoY
패키지관광객수(명)	100,620	97,297	115,359	100,268	184,615	177,850	211,407	193,516	219,168			13.3%	18.7%
영업수익	130	140	178	164	250	263	365	292	329	343	-4.1%	12.6%	31.6%
순수관광알선수익	88	100	126	106	201	209	304	228	276			21.3%	37.8%
항공권대매수익	42	41	53	58	49	55	60	64	53			-18.2%	6.6%
영업이익	3	3	4	-8	47	48	84	16	82	78	5.7%	402.8%	76.3%
영업이익률	2.5%	2.0%	2.2%	-4.7%	18.6%	18.1%	23.0%	5.6%	25.0%	22.6%	2.3%p	19.4%p	6.3%p
세전순이익	7	6	6	-4	52	46	88	22	89	86	2.9%	305.2%	69.3%
세전이익률	5.3%	4.1%	3.4%	-2.3%	21.0%	17.5%	24.0%	7.5%	27.0%	25.1%	1.8%p	19.5%p	6.0%p
당기순이익	5	4	4	-2	40	35	91	-6	67	62	8.0%	흑전	69.3%

자료: 모두투어, Fn가이드, 키움증권 리서치센터

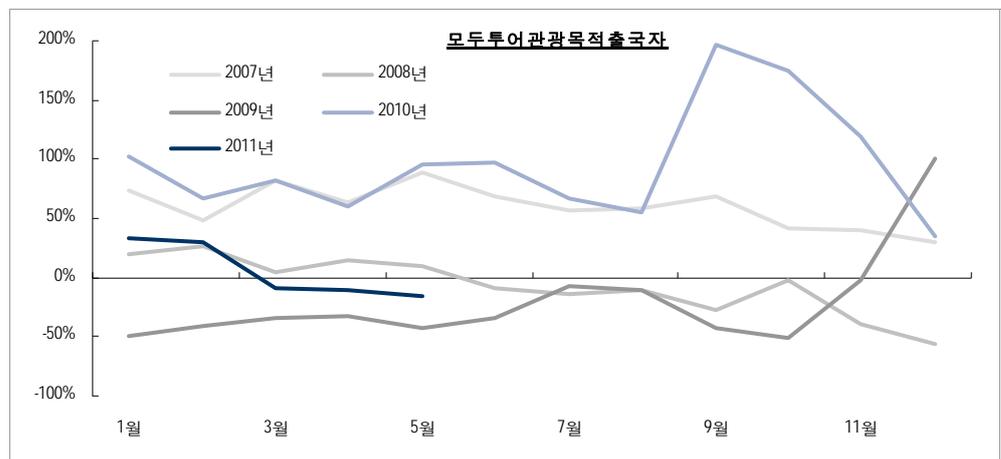
모두투어 분기별 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	2008년	2009년	2010년	2011년E
패키지관광객수(명)	184,615	177,850	211,407	193,516	219,168	168,958	251,574	230,284	600,767	413,544	767,388	869,984
영업수익	250	263	365	292	329	248	420	318	833	613	1,170	1,315
순수관광알선수익	201	209	304	228	276	204	362	271	573	419	941	1,114
항공권대매수익	49	55	60	64	53	44	57	47	260	193	229	201
영업이익	47	48	84	16	82	22	110	15	9	2	194	230
영업이익률	18.6%	18.1%	23.0%	5.6%	25.0%	8.8%	26.2%	4.9%	1.1%	0.4%	16.6%	17.5%
세전순이익	52	46	88	22	89	28	117	23	7	15	208	257
세전이익률	21.0%	17.5%	24.0%	7.5%	27.0%	11.5%	27.9%	7.2%	0.8%	2.4%	17.8%	19.6%
당기순이익	40	35	91	-6	67	22	91	18	82	12	160	198

자료: 모두투어, 키움증권 리서치센터

모두투어 패키지 송객수 추이



자료: 모두투어, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	614	1,171	1,315	1,588	1,818
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	614	1,171	1,315	1,588	1,818
판매비 및 일반관리비	611	977	1,085	1,311	1,501
노무비	221	337	308	372	426
판매비	39	62	95	143	217
일반관리비	351	577	672	811	929
영업이익	2	194	230	277	317
영업외수익	34	41	32	34	44
이자수익	20	21	28	34	44
외환관련이익	7	7	0	0	0
지분법이익	1	7	4	0	0
자산평가차분이익	1	4	0	0	0
기타	6	2	0	0	0
영업외비용	21	28	4	4	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련비용	9	5	0	0	0
지분법손실	7	1	0	4	0
자산평가차분손실	3	5	0	0	0
기타	2	16	4	0	0
세전계속사업이익	15	208	257	308	361
법인세	3	48	59	71	83
법인세율(%)	18.93%	23.09%	23.04%	23.12%	23.07%
계속사업이익	12	160	198	237	278
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	160	198	237	278
수정순이익	14	160	198	237	278
EBITDA	9	202	239	289	329
증감율(%YoY)					
매출액	-26.3	90.8	12.3	20.8	14.5
영업이익	-74.3	8,128.3	18.2	20.9	14.2
EBITDA	-49.5	2,174.7	18.3	20.6	14.1
순이익	96.0	1,219.2	23.7	19.5	17.3
EPS	96.0	1,219.2	23.7	19.5	17.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
영업활동현금흐름	55	361	197	307	359
당기순이익	12	160	198	237	278
감가상각비	7	8	10	11	13
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외화환산손실(이익)	1	0	0	0	0
지분법손실(이익)	6	-6	-4	4	0
순운전자본 감소	4	175	-12	45	53
기타	25	23	6	9	16
투자활동현금흐름	-2	-246	-45	-13	-11
투자자산 순투자	-2	-226	-36	-4	0
유형자산 투자	-4	-14	-9	-9	-11
유형자산 처분	0	0	0	0	0
무형자산 순투자	0	0	0	0	0
기타	4	-6	0	0	0
재무활동현금흐름	-2	-4	-48	-48	-58
단기차입금 증가	0	0	0	0	0
유동성장기차입금 상환	0	0	0	0	0
사채 증가	0	0	0	0	0
장기차입금 증가	0	0	0	0	0
자본 증가	0	0	0	0	0
배당금 지급	-2	-4	-48	-48	-58
기타	0	0	0	0	0
순현금흐름	51	111	105	245	291
기초현금	118	169	280	384	630
기말현금	169	280	384	630	921
총현금흐름(Gross Cash Flow)	8	158	187	225	256
잉여현금흐름(Free Cash Flow)	8	319	166	261	299

주: 과거 Multiples는 평균주가, 평균시가총액 기준

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
유동자산	784	1,135	1,297	1,594	1,932
현금 및 현금등가물	169	280	384	630	921
단기투자자산	316	534	534	534	534
매출채권	107	137	154	186	213
재고자산	0	0	0	0	0
기타	192	184	224	244	264
비유동자산	77	106	144	142	140
투자자산	21	42	82	82	82
유형자산	8	14	13	11	9
무형자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	47	49	49	49	49
자산총계	862	1,241	1,441	1,736	2,072
유동부채	311	519	564	661	761
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타	311	519	564	661	761
비유동부채	48	64	69	79	95
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타	48	64	69	79	95
부채총계	359	582	633	740	856
자본금	42	42	42	42	42
자본잉여금	300	300	300	300	300
자본조정	-81	-81	-81	-81	-81
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	241	397	547	735	955
자본총계	502	658	808	997	1,217
총차입금	0	0	0	0	0
현금성자산	485	814	919	1,164	1,455
순차입금	-485	-814	-919	-1,164	-1,455
운전자본	-12	-197	-185	-231	-284
순영업비유동자산	8	14	13	11	9
영업활동투하자본(OplC)	-3	-183	-172	-220	-275

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E
주당지표(원)					
EPS	144	1,906	2,358	2,818	3,306
수정EPS	169	1,910	2,358	2,818	3,306
BPS	5,981	7,839	9,623	11,867	14,484
EBITDAPS	106	2,410	2,850	3,437	3,922
DPS	50	600	600	720	720
Multiples(X)					
PER	114.1	16.8	15.4	12.2	10.4
수정PER	193.1	18.6	14.6	12.2	10.4
PBR	2.8	4.1	3.6	2.9	2.4
PCFR	27.4	14.5	13.8	11.1	9.5
EV/EBITDA	101.1	9.2	8.3	6.0	4.4
수익성(%)					
영업이익률	0.4	16.6	17.5	17.5	17.4
EBITDA margin	1.4	17.3	18.2	18.2	18.1
세전이익률	2.4	17.8	19.6	19.4	19.9
순이익률	2.0	13.7	15.1	14.9	15.3
ROE	2.5	31.9	30.1	29.3	27.9
ROIC	12.6	-4,587.1	-96.5	-123.8	-110.8
안정성(%)					
부채비율	71.5	88.4	78.3	74.2	70.3
순차입금비율	-96.5	-123.6	-113.6	-116.8	-119.6
이자보상배율(배)					
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	8.5	8.5	8.5	8.5
재고자산회전율					
매입채무회전율					