

모두투어 (080160/매수)

전통적인 강자 '동남아'가 구원 투수로 등장할 전망

투자의견 '매수' 유지, 목표주가는 42,000원으로 하향

모두투어에 대한 투자의견 '매수'를 유지하며, 목표주가는 기존 56,000원에서 42,000원으로 조정한다. 목표주가는 2011년 예상 EPS에 Target PER 20.0배를 적용한 것이다. Target PER은 국내 대표 여행 기업 하나투어의 현재 Valuation 수준인 2011년 예상 EPS에 전일 증가를 대입한 PER에 하나투어와 모두투어의 2011년 예상 ROE 차이를 프리미엄으로 반영한 값이다. 전일 발표된 1분기 실적에서 확인된 사항과 경기 흐름, 2분기 전망 등을 감안하여 2011년 EPS 전망치는 기존 전망치 대비 -7.4% 조정하였다.

1분기 시장 기대치 만족하는 견조한 실적 기록

1분기 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 36.2%, 82.1% 증가하여, 시장 기대치를 만족했다. 1월과 2월에 몰린 강한 여행 수요 덕분에 견조한 실적을 기록한 것으로 파악된다. 3월 중순에 발생한 일본 지진으로 인한 영업 손실액은 5억원으로 추산된다. 전체 출국자 대비 송출객 수 점유율 (2011년 1, 2월 누적)은 전년 동기간 대비 0.8%p 상승했으며, 1분기 송출객 수는 전년 동기 대비 14.7% 증가했다. 1분기 영업이익률은 전년 동기 대비 6.3%p 상승했다. 이는 시장 점유율 상승 속에서 영업 비용이 제한적으로 증가한 데 따른 영업 레버리지 효과와 매출액 대비 여행비 지급수수료 비중이 구조적으로 낮아진 점이 긍정적으로 작용한 덕분으로 판단된다.

동남아 기획 상품 증가로 일본 지진 여파 제한할 계획

모두투어의 2010년 기준 송출객 수의 지역별 비중을 살펴보면, 일본이 22%이며, 동남아가 33%, 중국이 27% 등 더 큰 비중을 차지했다. 원래 동남아 지역 상품에 강한 편으로서 현재도 기존 일본 목적지 고객을 동남아로 전환 노력 중이다. 일본 지진 여파로 인해 국적기 항공사들이 기존 일본 노선 투입기를 동남아로 전환하는 등 항공사 측의 노선 조정이 진행될 것으로 예상되며, 3월 말에 국토해양부에서 인가한 2011년 하계 기간 (3월 27일 ~ 10월 29일)의 국제선 정기편 운항 계획도 동남아가 포함된 기타 아시아 지역이 전년 동기 대비 22% 증가로 타 지역 대비 증가 폭이 가장 높다. 따라서 항공 좌석 공급이 원활한 동남아 지역 상품 기획이 증가할 것으로 예상되며, 수익성도 일본 대비 상대적으로 높아 일본 지진의 영향 확대를 제한시키는데 기여할 전망이다. 2분기는 작년 5월의 2주에 걸친 공휴일 여행 수요 등으로 높은 기저 효과가 존재한다. 2분기에는 전년 동기 대비, 매출액은 1.4% 소폭 증가하나, 영업이익은 신규 인력 채용과 임금 상승 반영 등으로 20.2% 감소할 것으로 전망된다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)
12/09	61	0	0.5	1	144	1	5	2.4	193.1	4.7	199.9
12/10	117	19	16.6	16	1,906	20	35	27.6	18.6	4.5	10.7
12/11F	134	22	16.6	18	2,121	23	21	24.6	16.5	3.7	8.6
12/12F	155	27	17.2	21	2,497	27	25	24.2	14.0	3.1	6.6
12/13F	184	32	17.6	25	2,984	33	30	24.2	11.7	2.6	4.7

자료: 모두투어, 대우증권 리서치센터

김창원

02-768-4321
 changkwon.kim@dwsec.com

문지현

02-768-3615
 jeehyun.moon@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	42,000
현재주가(11/04/14, 원)	34,950
상승여력(%)	20.2
EPS 성장률(11F,%)	11.3
MKT EPS 성장률(11F,%)	25.2
P/E(11F,x)	16.5
MKT P/E(11F,x)	10.8
KOSDAQ	531.47
시가총액(십억원)	294
발행주식수(백만주)	8
60D 일평균 거래량(천주)	113
60D 일평균 거래대금(십억원)	4
배당수익률(11F,%)	1.9
유동주식비율(%)	77.0
52주 최저가(원)	24,900
52주 최고가(원)	42,600
베타(12M, 일간수익률)	1.4
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.9
외국인 보유비중(%)	20.8

주요주주

우종웅 외 4인 (18.72%)
 프랭클린템플턴투자신탁운용(주) (8.56%)
 국민연금관리공단 (7.82%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.0	-4.8	10.6
상대주가	6.4	-10.1	6.3



표 1. 모두투어 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %, 천명, 원)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11P	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2009	2010	2011F
매출액	25.0	26.3	36.5	29.3	34.1	26.7	39.3	33.9	61.4	117.1	134.0
항공권	4.9	5.5	6.0	6.4	5.5	5.3	6.7	6.7	19.4	19.4	22.9
패키지	19.0	19.6	29.1	21.1	26.6	20.4	31.6	26.1	38.8	38.8	88.9
기타	1.1	1.3	1.3	1.7	1.9	1.0	1.0	1.1	3.2	3.2	5.3
매출 비중											
항공권	19.8	20.8	16.5	22.0	16.2	19.8	17.1	19.7	31.5	31.5	19.5
패키지	76.0	74.4	79.9	72.2	78.2	76.5	80.5	77.0	63.2	63.2	75.9
기타	4.3	4.8	3.5	5.9	5.5	3.7	2.5	3.3	5.2	5.2	4.6
영업이익	4.7	4.8	8.2	1.8	8.5	3.8	8.2	1.8	0.2	19.4	22.3
영업이익률	18.6	18.1	22.6	6.0	24.9	14.2	20.8	5.3	0.4	16.6	16.6
세전이익	5.2	4.6	8.6	2.3	9.0	3.8	8.7	2.3	1.5	20.8	23.8
세전이익률	21.0	17.5	23.7	8.0	26.3	14.2	22.2	6.7	2.5	2.5	17.8
순이익	4.0	3.5	9.0	-0.4	6.7	2.9	6.5	1.7	1.2	16.0	17.8
순이익률	15.9	13.3	24.6	-1.5	19.7	10.7	16.6	5.0	2.0	13.7	13.3
YoY 증감률											
매출액	91.8	87.5	104.5	77.8	36.2	1.4	7.8	15.7	-26.3	90.8	14.4
항공권	17.6	34.2	14.7	10.4	12.0	-3.5	11.3	3.7	-25.5	18.1	5.8
패키지	133.0	116.3	147.8	114.8	40.2	4.3	8.6	23.5	-27.9	129.0	17.9
영업이익	1,331.5	1,608.6	2,013.6	흑전	82.1	-20.2	-0.7	1.2	-73.1	6,835.0	14.6
세전이익	662.2	705.8	1,339.7	흑전	70.9	-17.7	1.0	-2.2	19.7	1,279.6	14.1
순이익	668.5	729.6	1,994.4	흑전	69.2	-18.3	-27.2	-491.9	흑전	1,219.2	11.3
주요 지표											
총 출국자	2,977	2,957	3,473	3,082	3,298	3,039	3,724	3,251	9,494	12,488	13,312
모두투어 출국자	265	258	301	276	304	283	354	315	665	1,100	1,255
모두투어 시장점유율	8.9	8.7	8.7	9.0	9.2	9.3	9.5	9.7	7.0	8.8	9.4
원/달러 환율(평균)	1,144	1,163	1,186	1,133	1,120	1,050	1,020	980	1,278	1,153	1,033

자료: 모두투어, 대우증권 리서치센터

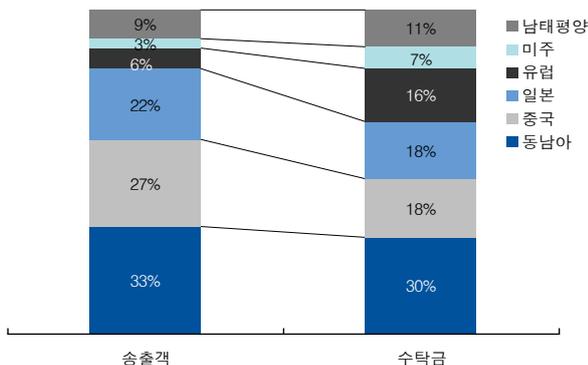
표 2. 2011~2012년 수익 예상 변경

(십억원, 원, %)

	변경 전		변경 후		변경률	
	2011F	2012F	2011F	2012F	2011F	2012F
매출액	144	163	134	155	-6.9	-4.9
영업이익	25	30	22	27	-12.0	-10.0
순이익	19	25	18	21	-5.3	-16.0
주당순이익 (EPS)	2,290	3,008	2,121	2,497	-7.4	-17.0

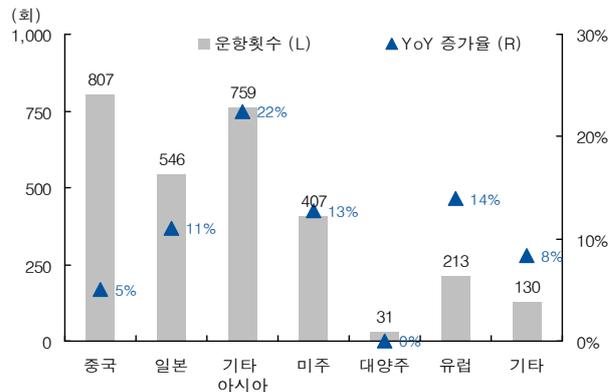
자료: 대우증권 리서치센터

그림 1. 모두투어 지역별 비중 (2010)



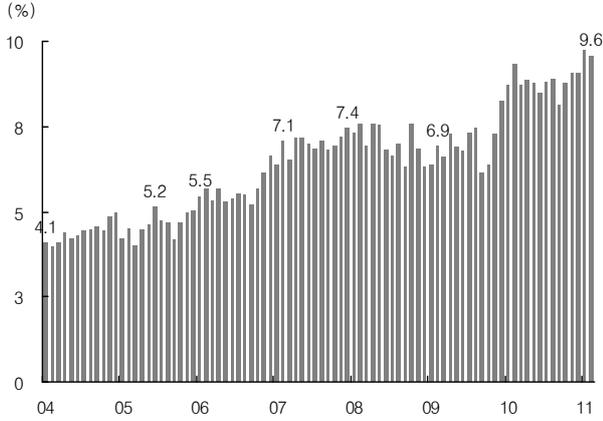
자료: 모두투어, 대우증권 리서치센터

그림 2. 국토해양부 2011년 하계 기간 국제선 운항 계획 인가 내용



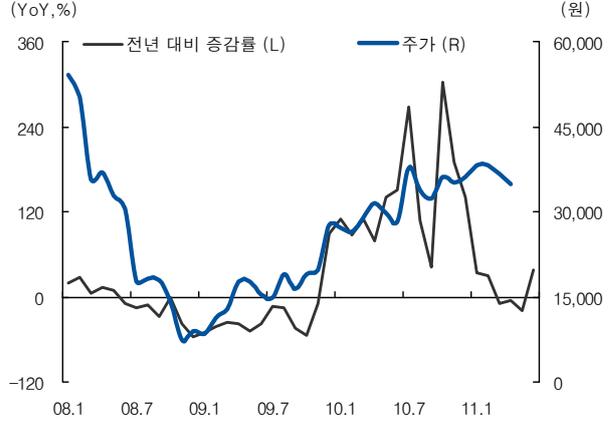
주: 11년 하계기간('11.3.27 ~ '11.10.29) 동안의 국제항공사(7개)와 국내 취항 외국항공사(65개)의 국제선 정기편 운항스케줄
 자료: 국토해양부, 대우증권 리서치센터

그림 3. 월간 전체 출국자 수 대비 송출객 수 점유율



자료: 관광공사, 모두투어, 대우증권 리서치센터

그림 4. 패키지 전년 동월 대비 증감률과 주가 추이



자료: Thomson Reuters, 모두투어, 대우증권 리서치센터

표 3. 국내의 주요 여행 기업의 수익 예상과 Valuation (2011F)

(각국통화, %, 배)

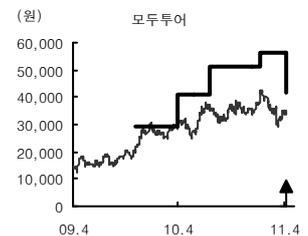
국가	기업명	회계연도	매출액	영업이익	순이익	주가	ROE	EPS	EPSG	PER	영업이익률	순이익률
한국	하나투어	201112	241	31	28	43,300	23.0	2,384	14.7	18.2	13.1	11.5
	모두투어	201112	134	22	18	34,950	24.6	2,121	11.3	16.5	16.6	13.3
	한국 평균						23.8			16.6	14.3	12.1
중국	Ctrip	201112	562	204	189	44.87	21.9	1.23	15.8	36.6	36.3	33.6
	Beijing Capital Tourism	201112	2,528	292	193	22.97	17.8	0.85	5.0	27.0	11.6	7.6
	China CYTS Tours	201112	7,163	626	298	16.05	11.9	0.73	21.9	22.0	8.7	4.2
	중국 평균						17.2			30.6	22.9	19.3
일본	HIS	201110	403	9	9	1,735	14.6	268.30	157.1	6.5	2.3	2.2
	Kinki Nippon Tourist	201112	65	2	2	83	—	23.20	596.7	3.6	3.7	3.4
	일본 평균						14.6			5.0	2.3	2.2
미국	Priceline	201112	4,014	1,157	955	514.81	39.0	18.94	40.4	27.2	28.8	23.8
	Expedia	201112	3,708	856	511	23.99	16.5	1.81	6.3	13.3	23.1	13.8
	Travelzoo	201112	137	32	20	76.07	—	1.17	46.8	64.8	23.7	14.3
	Orbitz	201112	771	55	8	3.41	5.5	0.08	-50.0	45.5	7.1	1.0
	미국 평균						20.3			28.1	24.3	17.3
유럽	TUI Travel	201109	13,827	423	245	231.80	12.8	22.99	5.0	10.1	3.1	1.8
	Thomas Cook	201109	10,585	447	231	1.88	13.3	0.27	-4.7	7.0	4.2	2.2
	유럽 평균						13.0			10.0	3.6	2.0
평균							18.1			21.6	13.9	10.3

주: 주당 데이터 제외 한국/일본 십억, 그 외 백만 단위, 중국 기업 중 Ctrip은 미국, 그 외 중국 상장

자료: Thomson Reuters, 대우증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자 의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(☒))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.



모두투어 (080160)

예상 손익계산서(요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
매출액	117	134	155	184
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	117	134	155	184
판매비와관리비	98	112	128	151
영업이익	19	22	27	32
영업외손익	1	1	2	1
금융손익	2	3	3	4
외환관련손익	0	0	0	0
지분법손익	1	0	0	0
자산처분손익	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-1	-1	-2
세전계속사업손익	21	24	28	34
계속사업법인세비용	5	6	7	9
계속사업이익	16	18	21	25
중단사업이익	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	16	18	21	25
RI	16	18	21	25
EBITDA	20	23	27	33
FCF	35	21	25	30
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA마진율(%)	17.3	17.1	17.4	17.8
영업이익률(%)	16.6	16.6	17.2	17.6
순이익률(%)	13.7	13.3	13.5	13.6

예상 대차대조표(요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
유동자산	114	135	160	192
현금 및 현금등가물	28	43	45	56
매출채권	14	16	18	22
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	72	75	96	114
비유동자산	11	12	13	14
투자자산	9	11	12	14
유형자산	1	1	0	0
무형자산	0	0	0	0
자산총계	124	146	172	206
유동부채	52	60	69	82
매입채무	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0
기타유동부채	52	60	69	82
비유동부채	6	7	9	10
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
기타비유동부채	6	7	9	10
부채총계	58	67	78	92
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	30	30	30	30
이익잉여금	40	53	68	87
자본총계	66	79	94	113

예상 현금흐름표(요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
영업활동으로 인한 현금흐름	36	21	25	30
당기순이익	16	18	21	25
비현금수익비용가감	3	0	0	-1
유형자산감가상각비	1	1	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	2	-1	-1	-1
영업활동으로인한자산및부채의변동	18	3	4	5
매출채권 감소(증가)	-3	-2	-2	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 감소(증가)	0	0	0	0
기타자산, 부채변동	21	5	6	8
투자활동으로 인한 현금흐름	-25	-2	-18	-14
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-1	-2	-1	-1
기타투자활동	-22	0	-17	-13
재무활동으로 인한 현금흐름	0	-4	-4	-5
사채및차입금의 증가(감소)	0	1	1	2
자본의 증가(감소)	0	-5	-5	-6
배당금의 지급	0	-5	-5	-6
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	11	15	2	11
기초현금	17	28	43	45
기말현금	28	43	45	56

예상 주당가치 및 valuation(요약)				
	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
P/E(x)	18.6	16.5	14.0	11.7
P/CF(x)	17.7	15.3	13.2	11.1
P/B(x)	4.5	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA(x)	10.7	8.6	6.6	4.7
EPS(원)	1,906	2,121	2,497	2,984
CFPS(원)	2,003	2,194	2,538	3,007
BPS(원)	7,839	9,386	11,237	13,455
DPS(원)	600	675	800	950
배당성향(%)	30.1	30.5	30.7	30.5
배당수익률(%)	1.7	1.9	2.3	2.7
매출액증가율(%)	90.8	14.4	15.7	18.5
EBITDA증가율(%)	2,067.4	13.0	18.1	20.8
영업이익증가율(%)	6,835.0	14.6	19.8	21.6
EPS증가율(%)	1,219.2	11.3	17.7	19.5
매출채권 회전을	9.6	9.1	9.0	9.1
재고자산 회전을	-	-	-	-
매입채무 회전을	-	-	-	-
ROA(%)	15.2	13.2	13.2	13.3
ROE(%)	27.6	24.6	24.2	24.2
ROIC(%)	-	-	-	-
부채비율(%)	88.4	85.5	82.7	81.8
유동비율(%)	218.9	224.1	230.0	232.7
순차입금/자기자본(%)	-	-	-	-
영업이익/금융비용(x)	-	-	-	-

자료: 대우증권 리서치센터 예상