

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

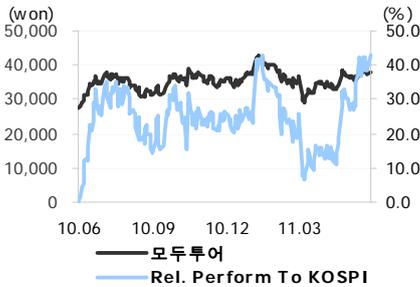
모두투어 (080160)

Buy (유지)

목표주가 **50,000원**

현재가 (원) (6/10)	38,450
액면가 (원)	500
자본금 (억원)	42
시가총액 (억원)	3,230
상장주식수 (만주)	840
외국인보유비중 (%)	21.60
60일 평균거래량 (주)	87,216
52주 최고/최저 (원)	42,600
주요주주	우종용(10.5)

Stock Performance



걱정은 반으로, 기대는 여전히

- 3분기 실적 회복 예상
- 성수기에 풍선효과 나타날 것
- 일본 악재에도 불구하고 연초 목표는 달성 가능

2분기 실적을 저점으로 하반기 회복 예상

2분기 매출액은 전년동기대비 4.6% 증가한 275억원, 영업이익은 14.4% 감소한 41억원 예상. 일본 지진 여파를 감안하면 양호한 수준이라는 판단. 또 7월과 8월 예약률을 감안할 때 3분기 패키지 성장률은 20%에 이르러 완만한 회복 예상.

그 많던 수요는 어디갔을까

연초 여행주와 동사를 바라보는 관점은 두가지였음. 첫째는 수요는 충분하다는 것. 둘째는 공급도 충분하다는 것. 수요와 공급이 충분한 시점이므로 점유율 1위 회사의 수혜를 점쳤음. 그러나 일본 지진으로 시장 상황은 바뀜. 최근 예약률이 회복되고는 있으나 여행수요에 대한 의심은 수그러들지 않음. 수요가 충분히 회복되기 전까지는 장기 성장성 보다는 중단기적으로 실적이 양호한 업체에 초점이 맞춰져야 한다는 판단. 한편, 업계 구조조정과 아시아나항공의 제로컴 가세로 대형사의 점유율 확대는 더욱 가속화될 것.

목표주가 50,000원, 투자 의견 Buy 유지

모두투어의 목표주가 50,000원과 투자 의견 Buy를 그대로 유지함. 다만 적용 EPS와 P/E는 조정함. 현 시점에서 가장 중요한 것은 3분기 실적. 3분기 실적이 예상에 부합하거나 예상을 넘어선다면 하반기뿐만 아니라 그 이후에 대한 긍정적인 전망이 더욱 힘을 얻을 것.

결산월 (12 월)	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전계속사업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2008	833	9	13	6	74	139.8	-	1.8	1.2
2009	614	3	15	12	144	193.1	207.9	4.7	2.4
2010	1,171	194	208	160	1,906	18.6	11.5	4.5	27.6
2011F	1,400	263	288	218	2,600	15.0	8.5	4.0	29.4
2012F	1,708	333	365	277	3,294	11.9	6.0	3.2	29.6

2분기 실적을 저점으로 하반기 회복 예상

2분기 실적 선방할 전망

모두투어의 2분기 실적은 매출액 275억원, 영업이익 41억원으로 예상된다. 전년동기대비로는 매출액이 4.6% 증가, 영업이익이 14.4% 감소할 전망이다. 연초 예상보다는 당연히 부진하지만 일 분 지진 이후 최초의 분기 실적임을 감안하면 의외로 선방한 수준이라고 판단한다.

2분기 실적이 미치는 영향은 분기중 가장 작다

2분기가 연간 실적에 미치는 영향이 작은 점은 다행이다. 최근 5년간 모두투어의 분기별 출국자 수 비중을 계산해보면 1분기 24.8%, 2분기 23.9%, 3분기 27.0%, 4분기 24.3%로 나타나 소폭이나 마 2분기 비중이 가장 낮다. 게다가 패키지 여행 ASP는 각각 12.8만원, 11.8만원, 14.6만원, 13.2만원으로 추산되어 2분기 비중이 확연히 낮다.

예약률은 다시 위로 향하는 추세

모두투어의 2분기 패키지 여행객수는 전년동기대비 5% 내외 증가할 전망이다. 월별로 보면 4월 56,512명, 5월 65,188명으로 전년동월대비 각각 2.1% 감소, 3.3% 증가한 것으로 집계되었다. 그리고 6월은 전년동월대비 20% 내외 증가할 것으로 예상된다. 4월을 저점으로 추세가 다시 위로 향하고 있다는 판단이다.

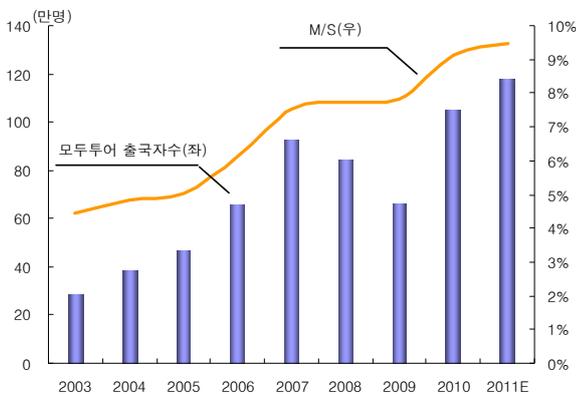
3분기 역시 양호

3분기 예약률 역시 양호하다. 현시점에서의 7월 예약률은 전년동월대비 8.3% 증가, 8월은 20.7% 증가한 것으로 파악된다. 예약률은 시간이 갈수록 높아지고 있는 추세여서 분기 전체로는 18% 내외 성장할 것으로 예상된다.

연초 가이드선스를 맞출 수 있는 실적 시현 예상

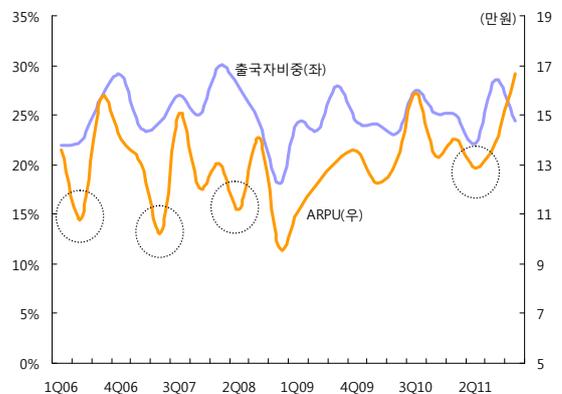
이에 따라 3분기 실적은 매출액의 경우 전년동기대비 21.6% 성장한 443억원, 영업이익은 29.8% 성장한 109억원이 예상된다. 연초 가이드선스를 맞출 수 있는 수준이다.

[그림 1] 모두투어 출국자수와 M/S 추이



자료: 모두투어 부국증권 추정

[그림 2] 패키지여행 출국자 비중과 ARPU 추이



자료: 모두투어 부국증권 추정

그 많던 수요는 다 어디 갔을까

일본 지진으로 시장 상황 변화

연초 여행주와 동사를 바라보는 관점은 두가지였다. 첫째는 수요는 충분하다는 것 둘째는 공급 역시 충분하다는 것이었다. 수요와 공급이 충분한 시기였으므로 점유율 1위 회사의 수혜를 점쳤다. 그러나 일본 지진으로 시장 상황은 바뀌었다. 최근 예약률이 회복되고는 있으나 여행 수요에 대한 의심이 수그러들지 않고 있다.

수요의 충분한 회복 전까지는 모두투어 유리

수요가 충분히 회복되기 전까지는 장기 성장성 보다는 중단기적으로 실적이 양호한 업체에 초점이 맞춰져야 한다는 판단이다. 이에 따라 비용 구조 슬림화를 바탕으로 수익성 개선이 가능한 모두투어에 보다 높은 점수가 매겨진다.

3분기 풍선효과 기대

한가지 더 기대해 볼 수 있는 것은 소위 말하는 풍선효과이다. 이는 모두투어 뿐만 아니라 업계 전체에 미치는 효과인데, 풍선효과는 여행수요에 있어 언제나 등장했던 단골손님인 점은 분명하다. 다만 그 시기는 아무도 점칠 수 없다는 것이 문제이다. 우리의 관심은 물론 3분기에 풍선효과가 나타날 수 있는지 여부일 것이다. 다행히 악재가 비수기에 터졌고 일본 이외의 지역에서는 수요가 아직 견조한 것을 보면 풍선효과가 내년이 아닌 올해에 나타날 가능성이 높다는 판단이다.

시장은 구조조정 진행중

업계 구조조정 진행 중

여행업계는 구조조정이 진행중이다. 현대드림투어가 패키지상품 기획을 아웃소싱하고 있고 B2B 여행시장 1위인 세종여행 역시도 패키지여행 시장에서 발을 뺄 상태이다. 게다가 최근 OK투어가 사업을 접으면서 경쟁력 있는 몇몇 업체 위주로 시장이 변모해 가고 있는 모습이다. 이에 따라 대형여행업체의 시장점유율은 갈수록 높아질 것으로 예상된다.

아시아나항공의 제로컴 시작

대형업체의 점유율을 높여주는 요인은 또 있다. 대한항공에 이어 아시아나항공도 금년 4월부터 항공권판매 수수료를 여행사에 지급하지 않는 이른바 제로컴에 동참했다. 이에 따라 패키지상품 기획력이 없는, 그래서 항공권판매에 주로 의지하는 여행업체들의 수익구조는 크게 나빠질 전망이다.

대형여행사의 상대적 수혜

결국 대형여행사의 상대적 수혜가 더욱 심해질 것은 분명하다. 게다가 항공사는 수수료를 주지 않는 대신 항공권판매에 대한 볼륨 인센티브를 여행사에게 제공하고 있는데 이 역시 대형사의 점유율을 높여주는 요인으로 작용할 수 있다.

볼륨 인센티브 역시 대형사 수익구조에 유리

볼륨 인센티브는 말 그대로 항공권을 많이 판 여행사에게 볼륨에 비례해서 나중에 인센티브를 제공해주는 것이다. 수수료를 없애는 대신 어느 정도 수익보전을 해주는 셈이다. 그러나 이것은 대형사에 유리할 수 있다. 즉, 수수료가 있었을 때에는 항공권 판매시 항공사에서 받는 수수료의

일정부분을 하부 여행사에 지급해 이익에 미치는 영향이 작았지만, 볼륨 인센티브는 하부 여행사에 지급하지 않아도 되기 때문이다. 볼륨이 큰 여행사는 오히려 예전보다 마진 개선 효과를 볼 수 있는 셈이다. 항공사의 제로컴 정책은 여러모로 대형사에 유리하게 작용하고 있다.

목표주가 50,000원, 투자의견 Buy

목표주가 조정

모두투어의 목표주가 50,000원과 투자의견 Buy를 그대로 유지한다. 다만 적용 EPS와 P/E는 조정했다. EPS는 시점을 2011년에서 12개월 Forward로 변경하였고 P/E는 기존 20x에서 17x로 하향했다. P/E 하향 이유는 현 시점에서 예상하는 EPS CAGR이 과거대비 낮아졌기 때문이다.

하반기 기대

주가는 일본 지진 이전 수준까지 회복했다. 다만 아직까지 실적은 이전 예상수준까지 올라오지 못했다. 그러나 하반기에 기대를 걸어볼 만 하다.

3분기 실적이 가장 중요

무엇보다 가장 중요한 것은 역시 3분기 실적이다. 3분기 실적이 예상에 부합하거나 예상을 넘어선다면 하반기 뿐만 아니라 그 이후에 대한 긍정적인 전망이 더욱 힘을 얻을 것으로 본다.

[표1] 2011년 분기실적 추이

(단위 : 억원)

	1Q	2QE	3QE	4QE	2011E
매출액	330	275	443	343	1,400
항공권매출	55	54	70	70	250
해외여행알선매출	265	206	362	251	1,083
영업이익	78	41	109	35	263
OPM	23.0%	14.8%	24.5%	10.3%	18.8%

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	1,141.9	1,244.4
모두투어 출국자수	89.3	80.1	61.5	104.5	117.8
패키지 인원	64.9	60.0	41.3	76.7	87.5
패키지 ARPU(만원)	12.6	12.2	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
2010. 12. 30	Buy	50,000원
2011. 06. 10	Buy	50,000원



- ❖ 본 자료는 2011년 06월 10일에 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)

	200912	201012	201112F	201212F
유동자산	784	1,135	1,380	1,713
현금 및 단기예금	476	809	998	1,247
단기매매증권	0	0	0	0
매출채권	107	137	161	196
재고자산	0	0	0	0
기타	201	189	222	270
비유동자산	77	106	130	158
장기투자증권	8	5	5	7
지분법적용투자주식	13	37	44	53
감가상각자산	8	14	23	28
기타	48	50	58	71
자산총계	862	1,241	1,510	1,871
유동부채	311	519	607	741
매입채무	0	0	0	0
단기차입금,유동성장기부채	0	0	0	0
기타	311	519	607	741
비유동부채 등	48	64	75	91
사채,장기차입금	0	0	0	0
기타	48	64	75	91
부채총계	359	582	682	832
자본금	42	42	42	42
자본잉여금	300	300	300	300
자본조정	-81	-81	-81	-81
기타포괄손익누계액	0	0	0	0
이익잉여금	241	397	567	778
자본총계	502	658	829	1,040

예상현금흐름표

(단위: 억원)

	200912	201012	201112F	201212F
영업활동현금흐름	55	361	273	357
당기순이익(손실)	12	160	218	277
비현금수익비용가감	38	26	11	15
감가상각비,무형자산상각비	7	8	11	15
기타	32	17	0	0
운전자본증감	4	175	44	66
매출채권증가(감소)	-69	-30	-23	-35
재고자산증가(감소)	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	0	0	0	0
기타	74	205	67	101
투자활동현금흐름	-2	-246	-125	-179
유형자산처분(취득)	-4	-14	-20	-20
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
투자자산감소(증가)	7	-14	-16	-24
기타	-5	-218	-90	-136
재무활동현금흐름	-2	-4	-48	-66
차입금증가(감소)	0	0	0	0
사채증가(감소)	0	0	0	0
자본증가(감소)	-2	-4	-48	-66
배당금지급	-2	-4	-48	-66
자본조정,포괄손익증가(감소)	0	0	0	0
기타	0	0	0	0
순현금흐름	51	111	99	112
기초현금	118	169	280	379
기말현금	169	280	379	491

예상손익계산서

(단위: 억원)

	200912	201012	201112F	201212F
매출액	614	1,171	1,400	1,708
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	614	1,171	1,400	1,708
판매비와관리비	611	977	1,137	1,375
인건비	221	337	403	491
감가상각비	7	8	11	15
무형자산상각비	0	0	0	0
연구개발관련비용	0	0	0	0
기타	383	632	724	869
영업이익	3	194	263	333
영업외손익	12	14	25	32
이자수익	20	21	30	37
이자비용	0	0	0	0
배당금수익	0	0	0	0
유가증권관련손익	-3	4	0	0
외환차손익	-1	2	0	0
외화환산손익	-1	0	0	0
지분법손익	-6	6	0	0
기타	3	-19	-5	-6
세전계속사업이익	15	208	288	365
계속사업법인세비용	3	48	70	88
계속사업이익	12	160	218	277
중단사업이익	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	12	160	218	277
주당순이익	144	1,906	2,600	3,294

Valuation 관련지표

	200912	201012	201112F	201212F
Per Share (Won)				
EPS	144	1,906	2,600	3,294
CFPS	56	1,697	2,370	3,024
BPS	5,981	7,839	9,865	12,375
Multiples (X)				
PER	193.1	18.6	15.0	11.9
PCR	494.2	20.9	16.5	12.9
PBR	4.7	4.5	4.0	3.2
EV/EBITDA	207.9	11.5	8.5	6.0
성장성 (%)				
매출액증가율	-26.3	90.8	19.6	22.0
영업이익증가율	-69.5	6835.0	35.2	26.9
EBIT 증가율	흑전	7306.7	42.4	27.0
EBITDA 증가율	흑전	2006.4	42.0	27.4
순이익증가율	96.0	1219.2	36.4	26.7
수익성 (%)				
영업이익률 (%)	0.5	16.6	18.8	19.5
순이익률 (%)	2.0	13.7	15.6	16.2
EBITDA Margin	1.5	16.2	19.2	20.0
ROA	1.5	15.2	15.9	16.4
ROE	2.4	27.6	29.4	29.6
ROIC	-1.7	-143.2	-91.6	-98.5
안정성 (%)				
부채비율	71.5	88.4	82.3	80.0
이자보상배율 (배)	-	-	-	-