

# 모두투어 (080160)

성준원 \_ (02) 3772-1538 jwsung79@shinhan.com

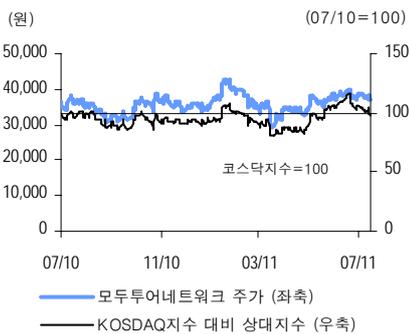
## 2분기를 저점으로 3분기부터 실적 개선

### 매수

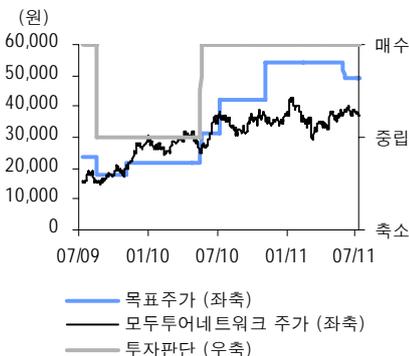
주가 (7월 15일) **37,300 원**  
 목표주가 (% variance) **49,000 원 (31.4%)**

시가총액 313.3 십억원  
 일평균 거래액 2,858 백만원  
 52 주 최고가/최저가 42,600 원/29,350 원

### 주가 추이



### 투자의견 및 목표주가 추이



- ◆ 2Q11 매출액은 261억원(-2.2 % YoY), 영업이익은 18억원(-54.6% YoY)
- ◆ 예상보다는 저조했던 2분기 실적
- ◆ 3분기는 사상 최대의 분기실적 예상
- ◆ 2011년 실적은 기존의 예상보다 약간 낮아짐. 투자의견 매수 및 목표주가 유지

### 2Q11 매출액은 261억원(-2.2 % YoY), 영업이익은 18억원(-54.6% YoY)

모두투어의 2분기 매출액은 전년동기대비 2.2% 감소한 261억원(K-IFRS)을 기록했다. 영업이익은 전년동기대비 54.6% 감소한 18억원(K-IFRS) 수준을 기록한 것으로 보인다. 영업이익이 급감한 이유는, 인원 기준으로 여행수요의 24% 정도를 차지하는 일본 여행수요가 대지진의 여파로 4월과 5월에 1~2% 수준까지 급감했기 때문이다. 게다가 영업비용인 판관비용 중에서 특히, 성과급과 광고선전비의 지출이 예상보다 커지면서 고정비를 증가시킨 것도 비용을 늘리는데 기여했다.

### 예상보다는 저조했던 2분기 실적

일본 대지진과 방사능 유출이라는 최악의 상황에서도 모두투어의 2분기 실적은 경쟁사 대비 상대적으로 선방한 것으로 보인다. 하지만, 영업이익은 예상치를 조금 하회했다. 2분기 출국자수(승무원제외)는 272만명 수준으로 보이고, 모두투어의 패키지과 티켓을 합친 송객수는 25.8만명으로 시장점유율은 9.5% 수준으로 보인다. 2010년 2분기의 모두투어 송객수인 25.7만명과 거의 비슷한 수준이라서, 그동안 늘어난 고정비용을 어느 정도는 커버하기는 했지만 성과급과 같은 지출이 늘어나면서 영업이익의 추가 하락을 막지는 못했던 것으로 보인다. 2분기에는 일본 수요가 줄어드는 대신에 동남아시아, 중국 그리고 유럽쪽 여행 수요가 증가했다.

12월결산 (K-GAAP)	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)	배당수익률 (%)
2009	61.4	0.2	1.5	1.2	144	96.0	114.1	101.1	2.8	2.4	(96.5)	0.3
2010	117.1	19.4	20.8	16.0	1,906	1,219.2	16.8	9.2	4.1	27.6	(123.6)	1.9
2011F	134.6	23.5	27.1	20.8	2,481	30.2	15.0	8.5	3.8	28.2	(120.0)	2.0
2012F	153.4	26.3	31.0	23.9	2,841	14.5	13.1	7.0	3.2	26.3	(115.8)	2.3
2013F	173.9	30.6	36.5	28.0	3,338	17.5	11.2	5.5	2.6	25.5	(112.3)	2.7

**3분기는 사상 최대의 분기실적 예상**

3분기에는 여행수요가 급증할 것으로 보인다. 환율과 유가도 해외여행에 유리하게 작용하고 있다. 3분기 전체 해외출국자는 2007년의 335만명을 넘어서는 339만명으로 사상최대 분기별 해외출국자를 기록할 것으로 보인다. 극성수기인 7월과 8월의 모두투어 예약률은 각각 5~9% YoY, 10~15% YoY 수준으로 예상된다. 모두투어의 3분기 전체 송객수는 31.3만명, K-GAAP기준의 매출액은 407억원(10.1% YoY), 영업이익은 102억원(19.5% YoY)으로 각각 사상 최대의 분기별 수치를 기록할 것으로 판단된다.

모두투어 분기별 실적 추정 및 2Q11 발표치

(십억원)	K-GAAP								K-IFRS 발표치	
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11F	4Q11F	2Q10	2Q11P
영업수익	25.0	26.3	36.5	29.3	33.9	25.9	40.2	34.7	26.6	26.1
영업비용	20.3	21.6	28.1	27.7	25.7	24.0	30.2	31.2	22.6	24.2
영업이익	4.7	4.8	8.4	1.6	8.1	1.9	10.0	3.5	4.0	1.8
순이익	4.0	3.5	9.1	(0.6)	6.4	1.8	9.9	2.8	3.5	1.7
(% YoY Growth)										
영업수익					35.4	(1.6)	10.1	18.3		(2.2)
영업이익					74.7	(60.2)	19.5	111.3		(54.6)
순이익					60.7	(47.9)	8.2	흑전		(51.1)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 2010년 및 2011년 예상치는 K-GAAP기준으로 변환 작성됨

모두투어 연간 실적 추정

(십억원)	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
출국자수 (승무원제외)	12,295,078	10,973,259	8,595,491	11,420,934	12,108,273	12,962,194	13,295,846
출국자 (모두투어, PKG)	628,933	561,592	379,806	733,644	818,744	950,562	1,041,263
M/S (패키지)	5.1	5.1	4.4	6.4	6.8	7.3	7.8
영업수익	94.4	83.1	61.4	117.1	134.6	153.4	173.9
(%YoY)	42.1	(12.0)	(26.1)	90.8	14.9	14.0	13.3
해외여행알선매출	60.0	53.8	38.8	88.9	107.9	121.1	136.4
항공권매출	30.7	26.0	19.4	22.9	20.3	24.6	28.2
기타수입	3.6	3.3	3.2	5.3	6.4	7.7	9.3
영업비용(판관비)	80.0	82.3	61.1	97.7	111.1	127.1	143.2
(%YoY)	41.3	2.9	(25.8)	59.7	13.8	14.5	12.6
급여	20.8	24.8	21.4	32.5	37.8	42.4	46.7
지급수수료	40.9	39.0	27.1	48.4	54.4	62.6	71.0
광고선전비	7.8	6.0	2.0	4.0	4.8	5.7	6.6
기타	10.5	12.6	10.6	12.8	14.1	16.4	18.9
영업이익	14.3	0.7	0.2	19.4	23.5	26.3	30.6
(%YoY)	46.8	(95.0)	(67.1)	8,128.3	20.9	11.8	16.7
영업이익률(%)	15.2	0.9	0.4	16.6	17.5	17.1	17.6
세전이익	15.9	1.3	1.5	20.8	27.1	31.0	36.5
(%YoY)	38.9	(92.1)	19.3	1,290.5	30.2	14.5	17.5
법인세	4.5	0.6	0.3	4.8	6.3	7.2	8.4
세율(%)	28.4	50.7	18.9	23.1	23.1	23.1	23.1
순이익	11.4	0.6	1.2	16.0	20.8	23.9	28.0
(%YoY)	39.1	(94.6)	96.0	1,219.2	30.2	14.5	17.5
순이익률(%)	12.0	0.7	2.0	13.7	15.5	15.6	16.1

자료: 한국관광공사, 회사 자료, 신한금융투자

주: K-GAAP기준

수익추정 변경

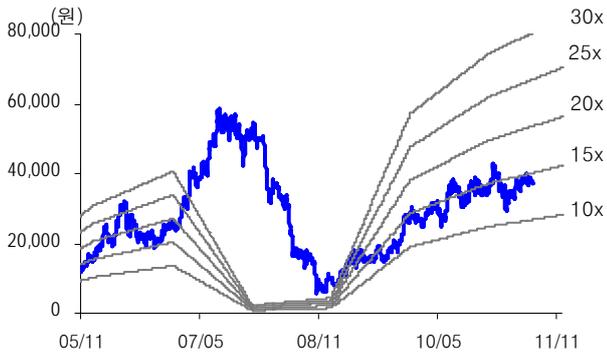
(십억원)	변경전		변경후		변경률(%)	
	2011F	2012F	2011F	2012F	2011F	2012F
영업수익	136.1	156.4	134.6	153.4	(1.1)	(1.9)
영업비용	111.3	128.0	111.1	127.1	(0.2)	(0.7)
영업이익	24.9	28.4	23.5	26.3	(5.7)	(7.5)
순이익	21.7	25.4	20.8	23.9	(3.9)	(6.0)

자료: 회사 자료, 신한금융투자, K-GAAP기준

2011년 실적은 기존의 예상보다 약간 낮아짐. 투자의견 매수 및 목표주가 유지

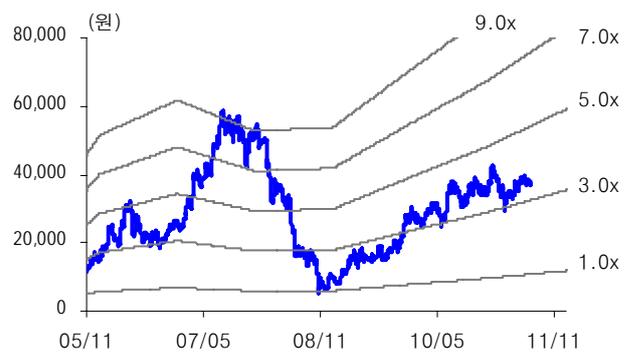
2011년 전체 매출액은 2분기가 바닥, 3분기는 크게 늘어 기존과 거의 비슷한 수준으로 예상된다. 영업이익은 소폭 감소할 것으로 보인다. 투자의견 매수와 목표주가 49,000원을 유지한다. 현재가 수준에서 2011년 예상 PER은 15.0배, 목표가 PER은 19.7배이다.

모두투어 PER Band



자료: 회사 자료, 신한금융투자

모두투어 PBR Band



자료: 회사 자료, 신한금융투자

대차대조표

12월결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
<b>자산총계</b>	<b>86.2</b>	<b>124.1</b>	<b>142.8</b>	<b>163.3</b>	<b>187.0</b>
유동자산	78.4	113.5	131.7	151.6	174.8
현금및현금성자산	16.9	28.0	42.2	56.3	73.2
단기투자자산	31.6	53.4	56.1	58.9	61.8
매출채권	10.7	13.7	14.1	16.0	18.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	19.2	18.4	19.4	20.4	21.5
비유동자산	7.7	10.6	11.1	11.6	12.3
투자자산	2.1	4.2	4.8	5.6	6.4
유형자산	0.8	1.4	1.1	0.6	0.2
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>35.9</b>	<b>58.2</b>	<b>61.0</b>	<b>63.8</b>	<b>66.8</b>
유동부채	31.1	51.9	54.3	56.8	59.4
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	31.1	51.9	54.3	56.8	59.4
비유동부채	4.8	6.4	6.7	7.0	7.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.8	6.4	6.7	7.0	7.4
<b>자본총계</b>	<b>50.2</b>	<b>65.8</b>	<b>81.9</b>	<b>99.4</b>	<b>120.2</b>
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	24.1	39.7	55.7	73.3	94.1
<b>총 차입금</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
순차입금(순현금)	(48.5)	(81.4)	(98.3)	(115.2)	(135.1)

현금흐름표

12월결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>5.5</b>	<b>36.1</b>	<b>23.1</b>	<b>24.6</b>	<b>28.5</b>
당기순이익	1.2	16.0	20.8	23.9	28.0
유형자산감가상각비	0.7	0.8	1.7	1.9	1.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손실(이익)	0.6	(0.6)	(0.6)	(0.7)	(0.8)
투자자산처분손실(이익)	0.2	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
유형자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산,부채의 변동	0.4	17.5	(0.5)	(2.2)	(2.4)
기타	2.3	2.8	2.1	2.2	2.3
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(24.6)</b>	<b>(4.1)</b>	<b>(4.2)</b>	<b>(4.3)</b>
단기투자자산의 감소(-증가)	(0.6)	(21.8)	(2.7)	(2.8)	(2.9)
장기투자자산의 감소(-증가)	0.5	(1.0)	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소(-증가)	(0.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
기타	0.3	(0.4)	0.0	0.0	(0.0)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>5.2</b>	<b>11.5</b>	<b>19.0</b>	<b>20.4</b>	<b>24.2</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(4.8)</b>	<b>(6.3)</b>	<b>(7.2)</b>
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	(0.2)	(0.4)	(4.8)	(6.3)	(7.2)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>5.1</b>	<b>11.1</b>	<b>14.2</b>	<b>14.1</b>	<b>16.9</b>
기초의 현금	11.8	16.9	28.0	42.2	56.3
기말의 현금	16.9	28.0	42.2	56.3	73.2
설비투자매출액(%)	0.7	1.2	1.0	0.9	0.8
감가상각비/매출액(%)	1.1	0.7	1.3	1.2	1.1
감가상각비/설비투자(%)	147.5	58.3	125.1	133.6	131.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-GAAP

손익계산서

12월결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
<b>매출액</b>	<b>61.4</b>	<b>117.1</b>	<b>134.6</b>	<b>153.4</b>	<b>173.9</b>
증가율(%)	(26.3)	90.8	14.9	14.0	13.3
수출비중(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>매출원가</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
증가율(%)	na	na	na	na	na
<b>매출총이익</b>	<b>61.4</b>	<b>117.1</b>	<b>134.6</b>	<b>153.4</b>	<b>173.9</b>
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	<b>61.1</b>	<b>97.7</b>	<b>111.1</b>	<b>127.1</b>	<b>143.2</b>
증가율(%)	(25.8)	59.7	13.8	14.5	12.6
<b>영업이익</b>	<b>0.2</b>	<b>19.4</b>	<b>23.5</b>	<b>26.3</b>	<b>30.6</b>
증가율(%)	(74.3)	8,128.3	20.9	11.8	16.7
영업이익률(%)	0.4	16.6	17.5	17.1	17.6
<b>영업외수익(비용)</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>3.6</b>	<b>4.8</b>	<b>5.8</b>
이자수익	2.0	2.1	3.5	4.3	5.3
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화관련이익(손실)	(0.2)	0.2	0.2	0.2	0.2
자산처분이익(손실)	(0.2)	0.4	0.4	0.4	0.4
지분법이익(손실)	(0.6)	0.6	0.6	0.6	0.8
기타영업외수익(비용)	0.3	(1.9)	(1.1)	(0.8)	(0.8)
<b>법인세차감전계속사업이익</b>	<b>1.5</b>	<b>20.8</b>	<b>27.1</b>	<b>31.0</b>	<b>36.5</b>
법인세비용	0.3	4.8	6.3	7.2	8.4
<b>계속사업이익</b>	<b>1.2</b>	<b>16.0</b>	<b>20.8</b>	<b>23.9</b>	<b>28.0</b>
<b>중단사업이익</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>당기순이익</b>	<b>1.2</b>	<b>16.0</b>	<b>20.8</b>	<b>23.9</b>	<b>28.0</b>
증가율(%)	96.0	1,219.2	30.2	14.5	17.5
당기순이익률(%)	2.0	13.7	15.5	15.6	16.1
<b>EBITDA</b>	<b>0.9</b>	<b>20.2</b>	<b>25.2</b>	<b>28.1</b>	<b>32.5</b>
증가율(%)	(49.5)	2,174.7	24.7	11.4	15.5
<b>배당성향(%)</b>	<b>33.1</b>	<b>30.1</b>	<b>30.2</b>	<b>30.3</b>	<b>30.3</b>

주요 투자지표

12월결산	2009	2010	2011F	2012F	2013F
<b>EPS (원)</b>	144	1,906	2,481	2,841	3,338
<b>Adj. EPS (원)</b>	171	1,856	2,432	2,792	3,288
<b>BPS (원)</b>	5,981	7,839	9,746	11,838	14,315
<b>DPS (원)</b>	50	600	750	860	1,010
<b>PER (배)</b>	114.1	16.8	15.0	13.1	11.2
<b>Adj. PER (배)</b>	96.2	17.2	15.3	13.4	11.3
<b>PBR (배)</b>	2.8	4.1	3.8	3.2	2.6
<b>PCR (배)</b>	27.4	14.5	13.3	11.7	10.1
<b>EV/ EBITDA (배)</b>	101.1	9.2	8.5	7.0	5.5
<b>PEG (배)</b>	0.7	0.8	0.9	na	na
<b>배당수익률(%)</b>	0.3	1.9	2.0	2.3	2.7
<b>수익성</b>					
영업이익률(%)	0.4	16.6	17.5	17.1	17.6
EBITDA이익률(%)	1.4	17.3	18.8	18.3	18.7
세전이익률(%)	2.4	17.8	20.1	20.2	21.0
순이익률(%)	2.0	13.7	15.5	15.6	16.1
ROA(%)	1.5	15.2	15.6	15.6	16.0
ROE(%)	2.4	27.6	28.2	26.3	25.5
ROIC(%)	1.4	(333.7)	(129.5)	(140.1)	(167.7)
<b>인정성</b>					
부채비율(%)	71.5	88.4	74.5	64.2	55.5
순부채비율(%)	(96.5)	(123.6)	(120.0)	(115.8)	(112.3)
이자보상배율(배)	na	na	na	na	na
<b>활동성</b>					
총자산회전율(회)	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율(회)	5.9	8.4	9.1	9.6	9.6
재고자산회전율(회)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전율(회)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본회전율(회)	(172.7)	(11.2)	(6.6)	(7.5)	(8.7)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-GAAP

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 : 성준원) 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주권사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 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, 대어, 재배포될 수 없습니다.