

모두투어 (080160/매수)

여행 시장의 “뿌리 깊은 나무”

투자의견 ‘매수’ 유지하나 목표주가는 하향 조정

국내 2위 여행사 모두투어에 대한 투자의견 ‘매수’를 유지하나, 목표주가는 기존 53,000원에서 35,000원으로 하향한다. 기존 가정과 대비했을 때, 실적 추정 변수 중 환율 전망에 유럽 등지에서 촉발된 글로벌 경기 둔화 가능성이 제기된 이후 변동된 수치가 반영되었고, 3분기 실적 발표에서 관찰된 매출 및 이익 성장률이 예상치를 하회하여 2011년 및 2012년 EPS 추정치가 각각 6.8%, 23.5% 하향 조정되었다.

모두투어에 대한 투자의견 ‘매수’는 유지한다. 1) 현재는 2008년 등 과거 불경기 대비 항공 좌석이 대폭 증가했고 국적기 2개사의 항공권 발급 수수료가 폐지되는 등 점유율 상위 기업에 유리한 영업 환경이 조성되고 있고, 2) 3분기 실적에 대한 우려와 환율 급등 등의 악재가 주가에 반영되는 것이 어느 정도 일단락되었다고 판단되며, 3) 4분기에는 전년 동기 대비 실적 개선이 기대되고 있기 때문이다. 새로운 목표주가는 모두투어의 2011년 예상 EPS에 국내 1위 여행사 하나투어의 2011년 예상 PER과 글로벌 여행 산업의 2011년 예상 PER을 평균한 값을 대입하여 산출하였다.

3분기 Review: 매출액과 영업이익 모두 컨센서스 하회

모두투어의 3분기 매출액은 전년 동기과 유사한 수준으로 0.1% 증가했고, 영업이익은 전년 동기 대비 10.3% 감소했다. 높은 기저효과로 인해 송출객 수의 전년 동기 대비 성장이 제한적이었고, 대한항공에 이어 아시아나항공이 항공권 발급 수수료를 폐지하면서 항공권 매출액이 전년 동기 대비 48.5% 감소한 것이 매출액과 영업이익 성장에 부정적으로 작용했다. 추석 귀성비 지급 등으로 인건비가 전년 동기 대비 18.9% 증가한 것도 영업이익의 전년 동기 대비 감소에 영향을 끼쳤다.

4분기는 전년 동기 대비 성장 회복할 전망

4분기 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 3.1%, 162.8% 증가한 301억원, 46억원을 기록할 것으로 전망된다. 현 시점의 4분기 패키지 송출객 예약 수는 전년 동시점 대비 17% 증가한 수준으로 파악되고 있다. 2010년 4분기에 지급된 성과급 등 영업비용 부담 요인은 올해 4분기에는 완화될 것으로 예상된다. 해외 여행 시장은 2010년의 업황 회복에 따른 고성장을 누린 데 이어 2011년부터 안정 성장 국면으로 접어든 것으로 판단된다. 여행 산업 구조는 점유율 상위 기업에 유리한 방향으로 점진적으로 변화하고 있으며, 그 중에서도 모두투어는 보수적인 경영 정책이 부각되고 있다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/09	61	0	0.5	1	145	1	2	2.4	193.1	4.7	203.4
12/10	117	19	16.6	16	1,906	20	33	27.6	18.6	4.5	11.0
12/11F	127	21	16.8	18	2,087	22	17	24.8	13.5	3.1	6.7
12/12F	139	23	16.4	19	2,246	24	19	22.9	12.5	2.7	5.6
12/13F	160	29	18.1	24	2,825	29	25	24.2	10.0	2.2	3.8

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

김창권

02-768-4321

changkwon.kim@dwsec.com

문지현

02-768-3615

jeehyun.moon@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	35,000
현재주가(11/10/12,원)	28,100
상승여력(%)	24.6
EPS 성장률(11F,%)	9.5
MKT EPS 성장률(11F,%)	4.7
P/E(11F,x)	13.5
MKT P/E(11F,x)	9.7
KOSDAQ	467.65
시가총액(십억원)	236
발행주식수(백만주)	8
60D 일평균 거래량(천주)	123
60D 일평균 거래대금(십억원)	4
배당수익률(11F,%)	2.4
유동주식비율(%)	77.0
52주 최저가(원)	23,000
52주 최고가(원)	44,100
베타(12M, 일간수익률)	1.0
주가변동성(12M daily,%,SD)	3.3
외국인 보유비중(%)	10.5

주요주주

우종웅 외 4인(18.75)
프랭클린템플턴투자신탁운용(주)(9.97)
국민연금관리공단(8.95)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.7	-16.1	-20.5
상대주가	-12.5	-2.7	-17.4



표 1. 모두투어 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %, 천명, 원, 달러)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11P	4Q11F	2010	2011F
매출액	25	27	37	29	34	26	37	30	117	127
영업수익	25	26	36	29	34	26	37	30	117	126
항공권	5	5	6	6	6	3	3	3	23	14
여행알선	19	20	29	21	27	21	32	26	89	105
기타	1	1	1	2	2	2	2	2	5	7
기타수익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
매출비중										
항공권	19.6	20.5	16.4	22.0	16.2	10.4	8.5	8.9	19.5	11.0
여행알선	75.3	73.6	79.5	72.2	77.9	82.4	86.5	85.0	75.9	83.0
기타	4.2	4.7	3.5	5.9	5.3	6.0	4.7	5.5	4.6	5.3
기타수익	0.8	1.2	0.6	0.0	0.5	1.2	0.3	0.7	0.0	0.7
영업이익	5	5	8	2	8	2	7	5	19	21
영업이익률	18.3	17.2	20.6	6.0	23.4	7.6	18.5	15.4	16.6	16.8
당기순이익	4	4	6	2	6	2	5	4	16	18
순이익률	15.2	14.7	16.7	7.0	18.3	7.1	14.5	13.6	13.7	13.8
YoY 성장률										
매출액	93.4	89.8	105.7	77.8	35.0	-2.1	0.1	3.1	90.8	8.5
영업수익	91.8	87.5	104.5	77.8	35.4	-2.1	0.4	2.3	90.8	7.8
항공권	17.6	34.2	14.7	10.4	11.9	-50.4	-48.5	-58.4	18.1	-38.7
여행알선	133.0	116.3	147.8	114.8	39.6	9.7	9.0	21.4	129.0	18.6
기타	56.6	39.7	58.1	115.1	69.5	24.6	33.1	-4.0	66.8	26.5
영업이익	1,319.2	1,543.3	1,841.0	흑전	72.4	-56.9	-10.3	162.8		10.0
당기순이익	644.2	828.5	1,328.3	흑전	61.8	-52.6	-12.9	99.7		9.5
주요 변수										
총 출국자 수	2,977	2,957	3,473	3,082	3,228	2,936	3,632	3,243	12,488	13,039
기업 송출객 수	265	258	301	276	304	277	329	313	1,100	1,223
출국자 수 대비 점유율	8.9	8.7	8.7	9.0	9.4	9.4	9.1	9.7	8.8	9.4
환율 (원/달러 평균)	1,144	1,163	1,186	1,133	1,120	1,084	1,072	1,110	1,156	1,074
유가 (두바이)	76.0	78.1	74.1	84.5	100.6	110.8	102.0	98.0	78.2	102.3

주: 2010년 1,2,3분기 및 2011년 수치는 K-IFRS 개별 기준, 2010년 4분기는 K-GAAP 분사 기준, 사측에서 2010년 4분기 K-IFRS 기준 데이터 미제공

자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 2011~2012년 수익 예상 변경

(십억원, 원, %)

	변경 전		변경 후		변경률	
	11F	12F	11F	12F	11F	12F
매출액	137	165	127	139	-7.2	-15.9
영업이익	23	31	21	23	-7.8	-25.5
순이익	19	25	18	19	-6.9	-23.5
주당순이익 (EPS)	2,240	2,936	2,087	2,246	-6.8	-23.5
영업이익률	16.9	18.6	16.8	16.4	-0.6	-11.8
순이익률	13.7	15	13.8	13.6	0.7	-9.3

주: K-IFRS 개별 기준,

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. 국내외 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	248	32	28	36,200	24.9	2,380	9.8	15.2	12.7	11.2
	모두투어	201112	127	21	18	28,100	24.8	2,087	9.5	13.5	16.8	13.8
	한국 평균						24.9			14.3	14.1	12.0
중국	Ctrip	201112	551	184	174	34.45	18.2	1.13	6.6	30.5	33.4	31.5
	Beijing Capital Tourism	201112	2,461	191	141	15.34	10.5	0.68	-15.5	22.4	7.8	5.7
	China CYTS Tours	201112	7,872	692	315	13.12	13.0	0.75	17.9	17.4	8.8	4.0
	중국 평균						13.9			25.1	21.0	17.9
일본	HIS	201110	375	9	8	2,281	13.9	252.90	142.3	9.0	2.3	2.2
	Kinki Nippon Tourist	201112	56	0	0	88	--	3.16	-5.1	27.8	0.7	0.5
	일본 평균						13.9			18.4	2.3	2.2
미국	Priceline	201112	4,321	1,404	1,173	493.26	47.4	22.64	67.8	21.8	32.5	27.2
	Expedia	201112	3,937	885	540	28.23	18.7	1.95	14.6	14.5	22.5	13.7
	Travelzoo	201112	152	38	23	27.89	34.0	1.36	70.0	20.5	25.4	14.9
	Orbitz	201112	764	49	6	1.83	2.5	0.04	흑전	43.9	6.4	0.7
	미국 평균						25.7			21.2	25.9	19.0
유럽	TUI Travel	201109	14,093	423	245	162.50	12.5	22.88	4.5	7.1	3.0	1.7
	Thomas Cook	201109	9,257	315	141	46.43	8.8	16.49	-30.7	2.8	3.4	1.5
	유럽 평균						10.6			5.3	3.2	1.7
평균						18.7				18.4	13.5	10.1

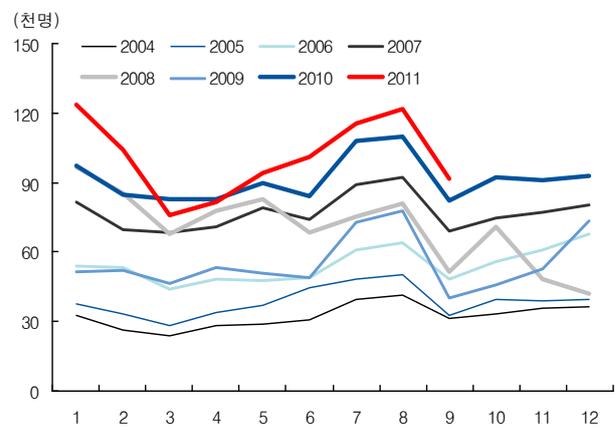
주: 한국 기업 K-IFRS 개별 기준, 주당 데이터 제외 한국/일본 십억, 그 외 백만 단위, 중국 기업 중 Ctrip은 미국, 그 외 중국 상장, 자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 원/달러 환율과 모두투어 주가 일간 추이



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 모두투어 연도별 월간 송출객수 추이



자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

모두투어 (080160)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
매출액	117	127	139	160
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	117	127	139	160
판매비와관리비	98	106	116	131
조정영업이익	19	21	23	29
영업이익	19	21	23	29
비영업손익	1	3	3	4
순금융비용	-2	-3	-3	-4
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	21	24	26	33
계속사업법인세비용	5	7	7	9
계속사업이익	16	18	19	24
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	16	18	19	24
지배주주	16	18	19	24
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	16	18	19	24
지배주주	16	18	19	24
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	20	22	24	29
FCF	33	17	19	25
EBITDA마진율 (%)	17.3	17.5	17.0	18.3
영업이익률 (%)	16.6	16.8	16.4	18.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	13.7	13.8	13.6	14.9

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
유동자산	114	129	148	175
현금 및 현금성자산	28	42	57	79
매출채권 및 기타채권	15	16	17	20
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	18	19	21	24
비유동자산	11	9	9	9
관계기업투자등	4	2	2	2
유형자산	1	1	1	0
무형자산	0	0	0	0
자산총계	124	138	157	185
유동부채	52	56	61	71
매입채무 및 기타채무	30	33	36	41
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	22	23	25	29
비유동부채	7	7	7	7
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	58	63	68	77
지배주주지분	66	76	89	107
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	30	30	30	30
이익잉여금	40	50	64	82
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	66	76	89	107

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
영업활동으로 인한 현금흐름	36	16	18	24
당기순이익	16	18	19	24
비현금수익비용가감	3	6	5	6
유형자산감가상각비	1	1	1	0
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-3	-2	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	18	-2	1	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-2	-1	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	3	3	6
법인세납부	0	-6	-7	-9
투자활동으로 인한 현금흐름	-25	3	3	4
유형자산처분(취득)	-1	-1	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-22	1	0	0
기타투자활동	-2	3	3	4
재무활동으로 인한 현금흐름	0	0	-5	-6
장단기금융부채의 감소(증가)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-5	-5	-6
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	11	14	16	22
기초현금	17	28	42	57
기말현금	28	42	57	79

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/10	12/11F	12/12F	12/13F
P/E (x)	18.6	13.5	12.5	10.0
P/CF (x)	17.7	12.9	12.0	9.8
P/B (x)	4.5	3.1	2.7	2.2
EV/EBITDA (x)	11.0	6.7	5.6	3.8
EPS (원)	1,906	2,087	2,246	2,825
CFPS (원)	2,003	2,182	2,341	2,866
BPS (원)	7,839	9,009	10,613	12,749
DPS (원)	600	670	720	900
배당성향 (%)	30.1	30.7	30.7	30.5
배당수익률 (%)	1.7	2.4	2.6	3.2
매출액증가율 (%)	90.8	8.5	9.0	15.3
EBITDA증가율 (%)	2,067.4	9.5	6.3	24.2
영업이익증가율 (%)	6,835.0	10.0	6.6	27.1
EPS증가율 (%)	1,219.2	9.5	7.6	25.8
매출채권 회전을 (회)	9.6	8.9	8.9	9.1
재고자산 회전을 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전을 (회)	-	-	-	-
ROA (%)	15.2	13.4	12.8	13.9
ROE (%)	27.6	24.8	22.9	24.2
ROIC (%)	-	-	-	-
부채비율 (%)	88.4	82.8	76.2	72.2
유동비율 (%)	219.6	230.1	241.7	248.4
순차입금/자기자본 (%)	-	-	-	-
영업이익/금융비용 (x)	-	-	-	-

자료: 모두투어, KDB대우증권 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.
- 투자의견 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 당사의 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 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

