

모두투어 (080160)

BUY (유지)



미디어, 엔터테인먼트 Analyst **한익희**
02-2003-2906 ikhee.han@hdsrc.com

RA **허유정**
02-2003-2937 kelly.huh@hdsrc.com

눈높이를 낮출 필요가 있다!

- 2011년 3분기 영업수익은 전년 수준 유지한 가운데 영업이익은 10% 감소함
- 3분기 부진한 실적은 여행수요의 회복 지연과 인건비 증가에 기인하였다고 판단함
- 4분기에도 모객이 과거 대비 상대적으로 부진하며 여행수요의 회복 지연을 확인함
- 여행수요의 회복 지연을 근거로 하여 추정실적을 하향 조정함
- BUY 투자이견은 유지하나 추정실적 하향 조정으로 적정주가를 41,000원으로 하향 조정함

주가(10/12)	28,100원
적정주가	41,000원 (종전 48,500원)
업종명/산업명	카지노/레저/호텔
업종 투자이견	Overweight
시가총액	2,360억원
발행주식수 (보통주)	8,400,000주
유동주식비율	74.9%
KOSPI 지수	1809.50
KOSDAQ 지수	467.65
60일 평균 거래량	122,668주
60일 평균 거래대금	41억원
외국인보유비중	10.0%
수정EPS 성장률(11~13 CAGR)	15.2%
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	12.7%
52주 최고/최저가 (보통주)	44,100원
	23,000원
베타(12M, 일간수익률)	1.2
주요주주	우종웅 등 18.8%
주가상승률	1개월 3개월 6개월
절대	-12.7% -26.5% -16.1%
상대	-12.1% -22.9% -5.8%



리서치센터 트위터 @QnA_Research

3분기 예상을 하회하는 부진한 실적 발표

모두투어가 2011년 3분기 실적을 발표하였다. 영업수익은 전년 수준을 유지한 가운데 영업이익은 10% 감소하였고, 세전이익과 순이익도 각각 10%, 13% 하락하였다. 전반적으로 당사 추정치를 하회하는 부진한 실적으로 평가한다.

주된 원인은 여행수요 회복 지연과 인건비 증가 때문

모두투어가 3분기 부진한 실적을 기록한 원인은 지난 3월 일본 대지진 이후 일본행 여행 수요가 급감한 공백을 3분기에도 충분히 만회하지 못했기 때문이다. 3분기에도 일본행 승객은 전년 대비 73% 감소하였다. 동남아 승객이 49%, 미국행 승객이 28% 늘었지만 일본 여행 수요 급감을 상쇄하지 못했고, 중국과 남태평양행 승객이 오히려 각각 8%, 9% 감소하여 결국 동사의 패키지 및 총 승객은 전년 대비 각각 7%, 10% 증가에 그쳤다.

한편, 영업비용 측면에서는 성과급과 추석귀항비가 약 11억원 발생하였고, 인력 충원에 따른 인건비가 다소 증가하여 영업이익이 전년 대비 감소하였다.

계산기말	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
(적용기준)	(GAAP-P)	(GAAP-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
매출액 (십억원)	61.4	117.1	134.1	168.7	183.4
영업이익 (십억원)	0.2	19.4	19.3	29.2	27.9
순이익 (십억원)	1.2	16.0	16.7	24.8	24.4
지배기업순이익 (십억원)	1.2	16.0	16.7	24.8	24.4
EPS (원)	151	1,991	2,073	3,079	3,041
수정EPS (원)	151	1,991	2,073	3,079	3,041
PER* (배)	187.5 - 52.3	19.6 - 12.3	13.6	9.1	9.2
PBR (배)	4.5	4.3	2.9	2.3	2.0
EV/EBITDA (배)	208.9	10.7	7.2	3.9	3.4
배당수익률 (%)	0.2	1.7	2.2	3.3	3.2
ROE (%)	2.4	27.6	21.5	28.3	23.1
ROIC (%)	8.1	NA	NA	NA	NA

자료: 모두투어, 현대증권

그림 1> 모두투어의 2011년 3분기 실적은 당사 기대치를 하회

(십억원)	3Q11P	%YoY	%QoQ	3Q10A	2Q11A	현대증권 추정	차이(%)
영업수익	36.7	0.1	42.4	36.7	25.8	39.3	(6.6)
영업이익	6.8	(10.3)	288.6	7.6	1.7	8.5	(20.6)
세전이익	7.3	(9.9)	188.9	8.1	2.5	9.2	(20.4)
순이익	5.3	(12.9)	187.0	6.1	1.9	6.9	(23.1)

자료: 모두투어, 현대증권

4분기에도 모객 부진 국면 이어질 전망

결국 모든 문제는 여행수요의 회복 지연에 있다는 판단이다. 3분기 부진한 모객에 이어 4분기에도 유사한 국면이 이어지고 있다. 10월 11일 기준 동사의 모객은 10월, 11월, 12월 각각 +10%, +12%, +24% 수준이다. 12월 모객 동향은 아직은 유의성이 떨어져 좀 더 지켜 볼 필요가 있으나 시간이 갈수록 하락할 것으로 예상된다. 10% 초반의 모객 증가는 과거와 달리 현저히 떨어지는 수준이다.

여행수요의 회복 지연으로 추정실적 하향 조정

비록 현재로서는 모객 증가율이 추세를 이탈한 상태이나 당사는 중국적으로 여행수요가 그와 같은 추세에 회귀할 것이라고 전망한다. 그러나 그 속도가 매우 더뎠다. 2011년 4분기를 포함한 모두투어의 장래 실적에 대한 기대치를 낮출 것을 권고한다. 일본 대지진 이후의 여행수요의 회복 지연을 근거로 모두투어의 2011년과 2012년 추정실적을 다음과 같이 하향 조정한다.

그림 2> 2011~12년 추정 실적 하향 조정

(십억원)	변경후		변경전		변경률(%)	
	12/11F	12/12F	12/11F	12/12F	12/11F	12/12F
영업수익	134.1	168.7	138.3	191.0	(3.1)	(11.7)
영업이익	19.3	29.2	22.0	42.8	(12.3)	(31.7)
세전이익	21.7	32.2	24.4	46.0	(11.2)	(30.0)
순이익	16.7	24.8	18.8	35.4	(11.2)	(30.0)

자료: 현대증권

적정주가는 41,000원으로 하향 조정

2011~12년 추정실적을 하향 조정하였으므로 모두투어에 대한 적정주가도 종전 48,500원에서 41,000원으로 16% 하향 조정한다. 적정주가 41,000원은 여행수요가 추세를 회복할 것으로 기대되는 2012년 예상 EPS 3,079원에 적정 PER 13.3배를 반영하여 산출하였다. 적정 PER 13.3배는 당사의 2012년 예상 유니버스 평균 PER 7.3배에 80%의 프리미엄을 반영한 수치이다. 80%의 PER 프리미엄은 모두투어의 2012년 예상 ROE 28%와 동년 당사 유니버스 평균 ROE 16%와의 비율을 반영하여 계산하였다.

BUY 투자 의견은 유지

비록 추정실적과 적정주가는 하향 조정하지만 투자 의견은 BUY를 유지한다. 아직은 국내 아웃바운드 여행 산업의 성장세가 멎었다고 단언할 근거는 없다. 여전히 인구 대비 출국자 비중은 25% 수준에 불과해 산업의 성장 여력은 여전하다고 판단하고 있다. 이와 함께 모두투어는 시장점유율을 지속적으로 높여 가고 있다. 이번 7~8월 송객점유율은 9%를 기록하여 전년 동기 대비 0.7% 포인트 상승하였다.

- 당사는 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인 함
- 투자 의견 분류: 신원: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기법: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상)
 등급: Strong BUY = 4, BUY = 3, Marketperform = 2, Underperform = 1, Blackout/Universe탈락 = 0 (주가 —, 적정주가 ▲, 등급 —)
- 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

