

# 모두투어 (080160)

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

## 일본 수요 회복 지연으로 저조한 3분기 실적 기록

### 매수 (유지)

주가 (10월 12일)	28,100 원
목표주가	45,000 원 (하향)
상승여력	60.1%

KOSPI	1,809.50p
KOSDAQ	467.65p
시가총액	236.0 십억원
액면가	500 원
발행주식수	8.4 백만주
유동주식수	4.8 백만주 (57.1%)
52 주 최고가/최저가	44,100 원/23,000 원
일평균 거래량 (60 일)	122,668 주
일평균 거래액 (60 일)	4,081 백만원
외국인 지분율	10.01%
주요주주	최대주주 및 특수관계인 18.7%
	프랭클린템플턴 9.9%
절대수익률	3개월 -29.8%
	6개월 -17.8%
	12개월 -20.5%
KOSPI 대비	3개월 -19.6%
상대수익률	6개월 -10.2%
	12개월 -16.0%

- ◆ 3Q11 매출액은 367억원(+0.1% YoY), 영업이익은 68억원(-10.3% YoY)
- ◆ 3분기 보다는 양호한 4분기 실적 예상
- ◆ 매수의견 유지, 목표주가 45,000원으로 하향

### 3Q11 매출액은 367억원(+0.1% YoY), 영업이익은 68억원(-10.3% YoY)

모두투어의 3분기 K-IFRS기준 매출액과 영업이익은 전년동기대비 0.1% 증가한 367억원, 10.3% 감소한 68억원을 각각 기록했다. 이번 실적의 가장 큰 특징은 기대했던 일본행 여행 수요가 회복되지 못했다는 점이다. 다른 지역으로의 여행은 크게 증가했으나 전체적으로는 일본쪽 수요의 회복 지연이 발목을 잡았다. 결국 성수기의 영업레버리지 효과가 나타나지 못한 것으로 보인다. 3분기의 성수기 성과급 지급과 추석 귀향비 등으로 11억원 정도가 지출되어 비용이 증가한 것이 영업이익에 영향을 주었다.

### 3분기 보다는 양호한 4분기 실적 예상

최근의 환율 상승이 출국 수요를 제한하지는 못하는 것으로 보인다. 모두투어의 10, 11, 12월 예약률을 보면 각각 대략 10%, 12%, 24% 정도 된다. 2010년 하반기에 출국자가 많았는데, 그보다 높은 수준이다. 전통적인 비수기인 4분기 예약률이 높게 나타나고 있는 이유는, 상반기 비수기인 4~6월에 일본 대지진 때문에 출국하지 못한 사람들의 수요가 하반기에 몰리고 있기 때문이다. 또한, 동남아와 하와이 쪽으로 항공사의 좌석 공급이 증가하면서 저가의 항공권 확보가 용이해진 것도 하나의 요인으로 볼 수 있다.

4분기 매출액은 320억원(9.2% YoY)을 예상한다. 연간 실적이 목표치를 달성하지 못할 것으로 보여 작년에는 있었던 성과급이 지급되지 않을 것으로 예상된다. 따라서 영업이익은 42억원(137% YoY) 정도로 양호할 것으로 판단된다.

### 매수의견 유지, 목표주가 45,000원으로 하향

모두투어에 대해 매수 의견을 유지한다. 하지만, 예상보다 저조한 3분기 실적과 하향 조정된 2011년 예상 전체 출국자수(1,310만명->1,290만명) 때문에 목표주가는 49,000원에서 45,000원으로 하향한다. 현재 주가에서 12개월 Forward PER은 11배 수준으로 PER Band의 하단에 위치하고 있다.

12월 결산 (K-GAAP 기준)	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	128.2	20.9	23.6	18.2	2,162	13.4	13.0	6.2	3.0	25.0	(121.6)	2.5
2012F	146.1	24.1	28.3	21.8	2,593	19.9	10.8	4.8	2.5	25.0	(117.4)	3.1
2013F	165.6	28.0	33.1	25.4	3,028	16.8	9.3	3.6	2.1	24.4	(113.9)	3.6

모두투어 분기별 실적

(십억원)	K-GAAP 기준								K-IFRS 발표치	
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11P	4Q11F	3Q10	3Q11
영업수익	25.0	26.3	36.5	29.3	33.9	25.8	36.6	32.0	36.7	36.7
영업비용	20.3	21.6	28.1	27.5	25.9	24.0	29.7	27.8	29.1	29.9
영업이익	4.7	4.8	8.2	1.8	8.0	1.7	6.9	4.2	7.6	6.8
순이익	4.0	3.5	6.5	2.1	6.2	1.9	5.3	4.8	6.1	5.3
(% YoY Growth)										
영업수익										0.1
영업이익										(10.3)
순이익										(12.9)

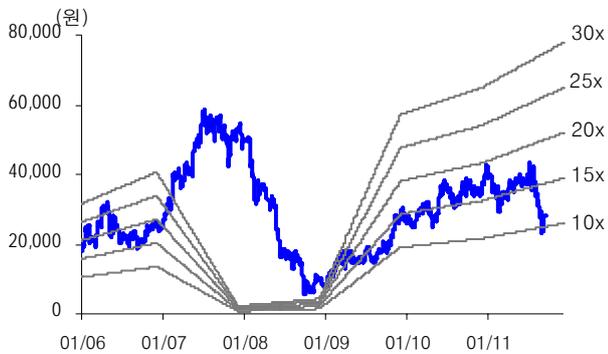
자료: 회사 자료, 신한금융투자

수익추정 변경

(십억원)	변경전		변경후		변경률 (%)	
	2011F	2012F	2011F	2012F	2011F	2012F
영업수익	134.6	153.4	128.2	146.1	(4.7)	(4.7)
영업비용	111.1	127.1	107.4	122.0	(3.4)	(4.0)
영업이익	23.5	26.3	20.9	24.1	(11.3)	(8.2)
순이익	20.8	23.9	18.2	21.8	(12.7)	(8.9)

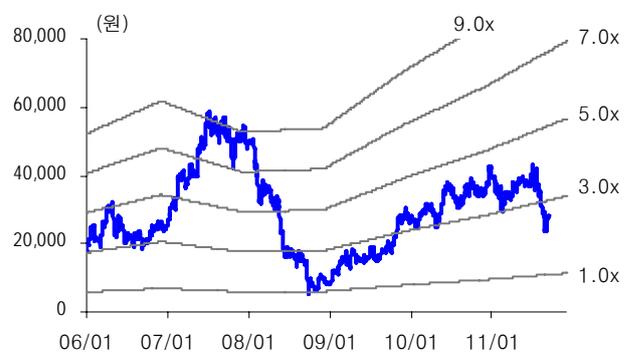
자료: 회사 자료, 신한금융투자

모두투어 12개월 Fwd PER Band



자료: 신한금융투자

모두투어 12개월 Fwd PBR Band



자료: 신한금융투자

여행업종 Global Peers

Ticker		039130 KS	080160 KS	EXPE US	PCLN US	600138 CH	CTRP US	Long US
회사명		하나투어	모두투어	Expedia	Priceline	China CYTS	Ctrip	eLong
시가총액 (십억원)	(2011.10.12)	420.5	236.0	8,981.2	28,569.5	1,039.9	5,755.7	627.3
Sales	2010	218.1	117.1	3,873.1	3,568.6	1,029.2	505.0	82.4
(십억원)	2011F	248.9	128.2	4,613.2	5,067.4	1,396.2	651.0	104.3
	2012F	293.6	146.1	5,167.0	6,358.3	1,632.7	823.2	131.1
OP	2010	27.2	19.4	853.1	910.2	80.7	184.8	8.0
(십억원)	2011F	33.1	20.9	964.9	1,614.4	123.8	217.2	10.6
	2012F	43.3	24.1	1,080.5	2,107.7	150.5	285.2	17.7
OP margin	2010	12.5	16.6	22.0	25.5	7.8	36.6	9.8
(%)	2011F	13.3	16.3	20.9	31.9	8.9	33.4	10.2
	2012F	14.7	16.5	20.9	33.1	9.2	34.6	13.5
NP	2010	24.1	16.0	487.6	610.3	45.4	183.7	3.5
(십억원)	2011F	28.3	18.2	642.9	1,366.9	56.4	249.3	5.7
	2012F	36.4	21.8	727.6	1,768.3	68.6	314.5	12.1
NP margin	2010	11.1	13.7	12.6	17.1	4.4	36.4	4.3
(%)	2011F	11.4	14.2	13.9	27.0	4.0	38.3	5.5
	2012F	12.4	14.9	14.1	27.8	4.2	38.2	9.3
EPS Growth	2010	T/B	1,219.2	29.9	(13.6)	(4.0)	41.0	(6.3)
(%YoY)	2011F	13.0	13.4	32.2	108.2	23.4	30.3	209.3
	2012F	28.3	19.9	14.3	30.7	21.7	24.8	33.8
P/E	2010	19.9	16.8	17.1	38.1	22.4	38.2	163.1
(x)	2011F	14.6	13.0	14.5	21.8	18.3	24.1	41.5
	2012F	11.4	10.8	12.7	16.7	15.0	19.3	31.0
P/B	2010	4.3	4.1	2.6	10.8	2.6	6.3	2.9
(x)	2011F	3.4	3.0	2.5	9.0	2.0	4.5	3.2
	2012F	2.8	2.5	2.2	6.0	1.8	3.7	3.4
ROE	2010	23.9	27.6	15.7	33.7	11.9	23.5	1.9
(%)	2011F	23.8	25.0	19.1	48.8	13.0	18.9	2.2
	2012F	26.2	25.0	17.6	42.1	13.7	18.7	3.6

자료: Bloomberg, 신한금융투자

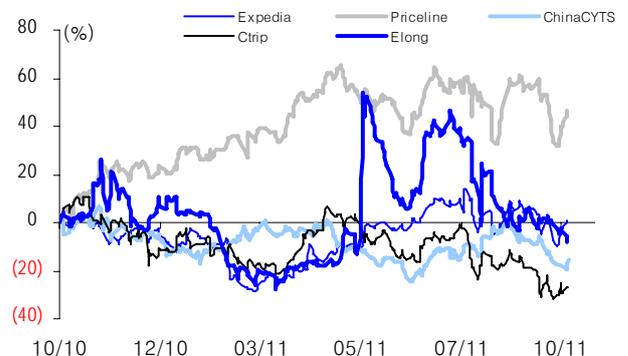
주: 하나투어는 10월 17일 실적 발표 이후 순이익 15% 하향될 것으로 전망됨

하나투어 vs. 모두투어 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 여행주 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

주: 중국의 온라인 게임업체 Tencent가 16%의 지분 인수를 하면서 Elong 주가 급등 했음

대차대조표

12월결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
<b>자산총계</b>	<b>86.2</b>	<b>124.1</b>	<b>140.2</b>	<b>159.0</b>	<b>180.2</b>
유동자산	78.4	113.5	129.1	147.3	167.9
현금및현금성자산	16.9	28.0	40.2	52.8	67.2
단기투자자산	31.6	53.4	56.1	58.9	61.8
매출채권	10.7	13.7	13.4	15.3	17.3
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>63.9</b>	<b>66.9</b>
유동부채	31.1	51.9	54.3	56.8	59.5
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	59.5
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>79.2</b>	<b>95.1</b>	<b>113.3</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	53.0	68.9	87.1
<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)	(96.3)	(111.7)	(129.1)

현금흐름표

12월결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>5.5</b>	<b>36.1</b>	<b>21.1</b>	<b>22.6</b>	<b>26.0</b>
당기순이익	1.2	16.0	18.2	21.8	25.4
유형자산감가상각비	0.7	0.8	1.7	1.9	1.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익(이익)	0.6	(0.6)	(0.7)	(0.7)	(0.8)
투자자산처분손익(이익)	0.2	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
유형자산처분손익(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산,부채의 변동	0.4	17.5	0.2	(2.1)	(2.3)
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>17.1</b>	<b>18.4</b>	<b>21.7</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(4.8)</b>	<b>(5.9)</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)	(5.9)	(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>12.2</b>	<b>12.5</b>	<b>14.5</b>
기초의 현금	11.8	16.9	28.0	40.2	52.8
기말의 현금	16.9	28.0	40.2	52.8	67.2
설비투자매출액 (%)	0.7	1.2	1.1	1.0	0.8
감가상각비/매출액 (%)	1.1	0.7	1.4	1.3	1.1
감가상각비/설비투자 (%)	147.5	58.3	125.1	133.6	131.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-GAAP기준

손익계산서

12월결산 (십억원)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
<b>매출액</b>	<b>61.4</b>	<b>117.1</b>	<b>128.2</b>	<b>146.1</b>	<b>165.6</b>
증가율 (%)	(26.3)	90.8	9.5	14.0	13.3
수출비중 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
증가율 (%)	na	na	na	na	na
매출총이익	61.4	117.1	128.2	146.1	165.6
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비외관리비	61.1	97.7	107.4	122.0	137.7
증가율 (%)	(25.8)	59.7	9.9	13.6	12.8
<b>영업이익</b>	<b>0.2</b>	<b>19.4</b>	<b>20.9</b>	<b>24.1</b>	<b>28.0</b>
증가율 (%)	(74.3)	8,128.3	7.3	15.8	15.8
영업이익률(%)	0.4	16.6	16.3	16.5	16.9
영업외수익(비용)	1.3	1.4	2.8	4.2	5.1
이자수익	2.0	2.1	3.5	4.2	5.1
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	0.7	0.7	0.8
기타영업외수익(비용)	0.3	(1.9)	(1.9)	(1.3)	(1.4)
<b>법인세차감전계속사업이익</b>	<b>1.5</b>	<b>20.8</b>	<b>23.6</b>	<b>28.3</b>	<b>33.1</b>
법인세비용	0.3	4.8	5.5	6.5	7.6
계속사업이익	1.2	16.0	18.2	21.8	25.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>1.2</b>	<b>16.0</b>	<b>18.2</b>	<b>21.8</b>	<b>25.4</b>
증가율 (%)	96.0	1,219.2	13.4	19.9	16.8
당기순이익률(%)	2.0	13.7	14.2	14.9	15.4
<b>EBITDA</b>	<b>0.9</b>	<b>20.2</b>	<b>22.6</b>	<b>26.0</b>	<b>29.8</b>
증가율 (%)	(49.5)	2,174.7	11.7	15.0	14.6
<b>배당성향(%)</b>	<b>33.1</b>	<b>30.1</b>	<b>32.4</b>	<b>33.2</b>	<b>33.4</b>

주요 투자지표

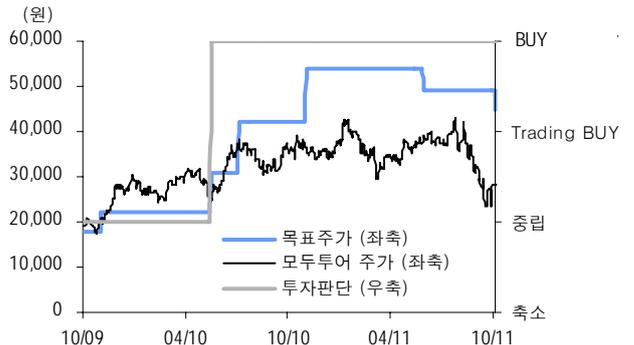
12월결산	2009	2010	2011F	2012F	2013F
EPS (원)	144	1,906	2,162	2,593	3,028
Adj. EPS (원)	171	1,856	2,113	2,543	2,978
BPS (원)	5,981	7,839	9,427	11,320	13,488
DPS (원)	50	600	700	860	1,010
PER (배)	114.1	16.8	13.0	10.8	9.3
Adj. PER (배)	96.2	17.2	13.3	11.0	9.4
PBR (배)	2.8	4.1	3.0	2.5	2.1
PCR (배)	27.4	14.5	11.3	9.6	8.3
EV/EBITDA (배)	101.1	9.2	6.2	4.8	3.6
PEG (배)	0.7	1.0	0.7	na	na
배당수익률 (%)	0.3	1.9	2.5	3.1	3.6
<b>수익성</b>					
영업이익률 (%)	0.4	16.6	16.3	16.5	16.9
EBITDA이익률 (%)	1.4	17.3	17.6	17.8	18.0
세전이익률(%)	2.4	17.8	18.4	19.4	20.0
순이익률 (%)	2.0	13.7	14.2	14.9	15.4
ROA (%)	1.5	15.2	13.7	14.6	15.0
ROE (%)	2.4	27.6	25.0	25.0	24.4
ROIC (%)	1.4	(333.7)	(112.0)	(122.1)	(143.5)
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	71.5	88.4	77.0	67.2	59.0
순부채비율 (%)	(96.5)	(123.6)	(121.6)	(117.4)	(113.9)
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	8.9	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)	(6.2)	(6.8)	(7.9)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, K-GAAP기준

주가 추이



투자의견 및 목표주가 추이



투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용) : 매수 : +15% 이상, Trading BUY : 0~15%, 중립 : -15~0%, 축소 : -15% 이하

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 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 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, 대여, 재배포될 수 없습니다.