



모두투어 (080160)

매수 (유지)

여행업

현재주가 (1월 13일) 26,900 원
 목표주가 39,000 원 (하향)
 상승여력 45.0%

Analyst 성준원
 ☎ 02) 3772-1538
 ✉ jwsung79@shinhan.com

KOSPI	1,875.68p
KOSDAQ	523.13p
시가총액	22.6 십억원
액면가	500 원
발행주식수	8.4 백만주
유통주식수	6.4 백만주(75.7%)
52 주 최고/최저가	43,150 원/22,850 원
일평균 거래량 (60 일)	59,111 주
일평균 거래액 (60 일)	1,515 백만원
외국인 지분율	11.16%
주요주주	최대주주 18.8%
	프랭클린템플턴 9.4%
절대수익률	3개월 -7.9%
	6개월 -29.1%
	12개월 -29.7%
KOSDAQ 대비	3개월 -16.6%
상대수익률	6개월 -32.9%
	12개월 -28.2%

부진한 4Q11 실적 vs. 기대되는 2012년

4Q11 영업이익은 7.5억원(-58.3% YoY) 기록

모두투어의 4Q11 실적은 분기중에 일어난 태국 대홍수 및 경기 하락에 대한 우려감 때문에 부진했다. 매출액은 258억원(-13.5% YoY), 영업이익은 7.5억원(-58.3% YoY)을 기록했다. 순이익은 K-IFRS기준으로 전년대비 흑자전환한 6.2억원으로 집계되었다. 4Q11 실적이 좋지 않을 것으로 기대되면서 주가에는 이미 반영되어 오고 있었기 때문에 시장에 충격을 주지는 않을 것으로 보인다.

기대되는 2012년: 출국자수는 최소 1,330만명(+5.2% YoY) 전망

2012년에는 전체 출국자가 최소 1,330만명은 넘을 것으로 예상된다. 그에 따라, 매출액은 1,414억원(+15.9% YoY), 영업이익은 229억원(+35.0% YoY)을 기록할 것으로 전망된다. 현 시점에서 발표되는 1월과 2월 예약률은 2011년의 높은 기저효과 때문에 소폭 마이너스를 기록하고 있다. 하지만, 3월부터는 2011년 일본 대지진과 전반적인 경기회복 기대감 덕분에 +40% 수준의 높은 예약률을 기록하고 있다. 2012년 실적 개선에 대한 기대감을 높여주기에 충분한 수치로 판단된다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 39,000원으로 하향

투자의견은 매수를 유지한다. 다만, 목표주가는 4Q11 실적 감소에 대한 부분과 2012년 실적에 대한 조정분을 반영하여 40,000원에서 39,000원으로 하향한다. 2012년 예상 EPS는 2,290원이고, 목표 PER은 17.0배이다. 현 주가수준의 PER은 11.7배로 매수하기 좋은 구간으로 보인다.

12월 결산	2009	2010	2011P	2012F	2013F
매출액 (십억원)	61.4	117.1	122.4	141.4	163.5
영업이익 (십억원)	0.2	19.4	17.0	22.9	27.6
영업이익률 (%)	0.4	16.6	13.9	16.2	16.9
순이익 (십억원)	1.2	16.0	13.9	19.2	23.6
EPS (원)	144	1,906	1,657	2,290	2,807
PER (x)	193.1	18.6	14.5	11.7	9.6
EV/EBITDA (x)	208.9	10.7	5.9	5.0	3.4
PBR (x)	4.7	4.7	2.8	2.6	2.2
ROE (%)	2.4	28.2	20.5	24.3	25.1

주: 2011년 이후는 K-IFRS 별도 기준

목표주가 39,000원으로 하향

모두투어의 목표주가는 39,000원, 매수의견 유지

모두투어의 목표주가 39,000원은 DCF 방식으로 계산되었다. 베타 0.8, WACC 8.3, 영구성장률 0%를 기본가정으로 사용했다. 목표주가는 4Q11 실적 감소에 대한 부분과 2012년 실적에 대한 조정분을 반영하여 40,000원에서 39,000원으로 하향한다. 목표주가는 2012년 EPS 2,290원에 17배의 PER을 적용한 것과 같다.

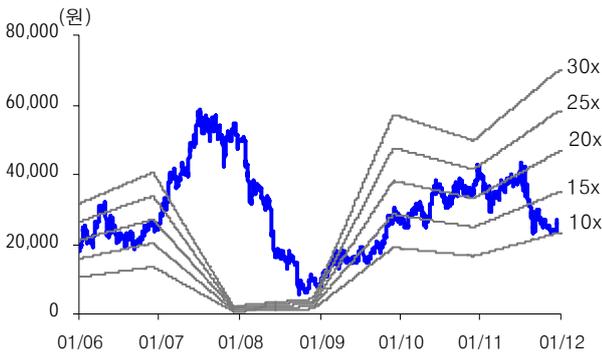
DCF방식에 의한 목표주가 39,000원					
주요가정 (%)		DCF (십억원)			
무위험수익률 (Rf)	4.1	영구가치의현가	121.2	목표주가 (원)	39,000
시장프리미엄	5.5	1~10년차 잉여현금흐름의 현가	152.0	현재가 (원)	26,900
베타	0.8	+ 비핵심자산의 시장가치	0.0	상승여력 (%)	45.0%
영구성장률	0.0	- 순차입금 (+현금)	28.0		
COE	8.3	순 기업가치	327.4		
COD	6.2	주식수 (천주)	8,400		
WACC	8.3	주당가치 (원)	38,974		

자료: 신한금융투자

4분기 실적이 부진할 것으로 전망되면서 주가는 이미 2011년 10월부터 하락세를 면치 못했다. 특히, 예약률이 좋지 않았고, GDP의 성장률에 대한 우려감까지 반영되면서 주가 상승에 대한 시점이 언제가 될지 가늠하기 힘들었다.

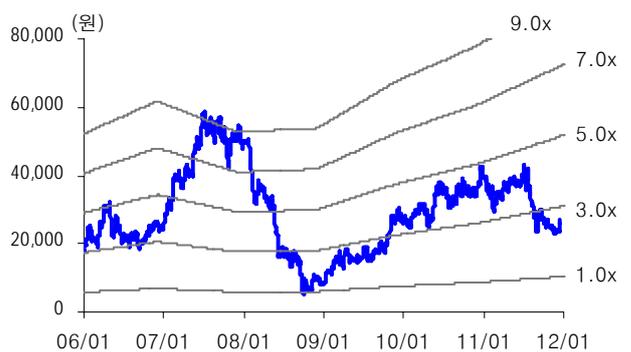
2012년 1월과 2월의 예약률은 역기저효과 때문에 작년에 비해서는 낮은 편이다. 하지만, 기저효과를 누릴 수 있는 3월의 예약률은 당연히 높다. +40%대의 예약률이 나오고 있는데, 이는 기저효과에 더해서 실질적으로 출국수요가 증가하는 것으로 추정을 가능하게 하는 부분이다. 최근에는 2012년 실적 개선에 대한 기대감이 커지고 있는 상황이다. 주가는 PER 11.7배로 역사적인 저점 구간을 지나고 있고, 2011년의 부진했던 실적이 수치로 확정되어서 나오는 현 주가 수준은 매수하기에 큰 부담이 없는 시점으로 보인다.

PER Band (12Fwd)



자료: 신한금융투자

PBR Band (12Fwd)



자료: 신한금융투자

여행업 Global Peers

Ticker		080160 KS	039130 KS	PCLN US	EXPE US	CTRP US	600138 CH	Long US
회사명		모두투어	하나투어	Priceline	Expedia	Ctrip	China CYTS	eLong
시가총액 (십억원)		226.0	418.8	27,745.7	4,531.5	3,823.1	1,134.0	578.5
Sales (십억원)	2010	117.1	218.1	3,568.6	3,873.1	505.0	1,029.2	82.4
	2011F	128.9	235.7	4,977.2	4,289.5	638.9	1,425.6	102.6
	2012F	149.3	274.7	6,221.6	4,678.8	798.8	1,697.0	129.5
OP (십억원)	2010	19.4	27.2	910.2	853.1	184.8	80.7	8.0
	2011F	21.1	26.7	1,631.8	768.2	205.4	121.6	8.4
	2012F	26.4	35.4	2,123.3	822.4	236.9	155.1	12.7
OP margin (%)	2010	16.6	12.5	25.5	22.0	36.6	7.8	9.8
	2011F	16.4	11.3	32.8	17.9	32.2	8.5	8.2
	2012F	17.7	12.9	34.1	17.6	29.7	9.1	9.8
NP (십억원)	2010	16.0	24.1	610.3	487.6	183.7	45.4	3.5
	2011F	17.5	22.7	1,367.7	583.5	248.9	56.5	6.2
	2012F	22.3	29.7	1,791.8	633.7	283.1	71.9	12.9
NP margin (%)	2010	13.7	11.1	17.1	12.6	36.4	4.4	4.3
	2011F	13.6	9.6	27.5	13.6	39.0	4.0	6.0
	2012F	14.9	10.8	28.8	13.5	35.4	4.2	10.0
EPS Growth (%YoY)	2010	1,218.5	T/B	(13.6)	159.7	41.0	(4.0)	(6.3)
	2011F	5.7	T/B	108.8	9.9	26.2	24.7	183.4
	2012F	27.0	31.1	30.9	2.2	11.3	23.6	29.7
P/E (x)	2010	17.8	19.9	38.1	17.1	38.2	22.4	163.1
	2011F	15.5	19.2	20.8	8.9	16.3	19.9	39.7
	2012F	11.7	14.7	15.9	8.7	14.6	16.1	30.6
P/B (x)	2010	4.3	4.3	10.8	2.6	6.3	2.6	2.9
	2011F	2.5	3.5	9.2	2.2	2.9	2.2	2.9
	2012F	2.0	3.0	5.9	1.9	2.4	1.9	3.0
EV/EBITDA (x)	2010	11.5	13.3	22.1	7.7	31.0	11.4	33.6
	2011F	5.6	11.1	14.9	4.2	13.0	9.5	38.7
	2012F	4.6	8.6	11.5	3.9	11.4	7.6	33.1
ROE (%)	2010	27.6	23.9	33.7	15.7	23.5	11.9	1.9
	2011F	24.1	19.5	48.1	20.4	17.1	12.3	2.3
	2012F	25.1	22.6	43.5	16.8	16.4	13.5	3.6

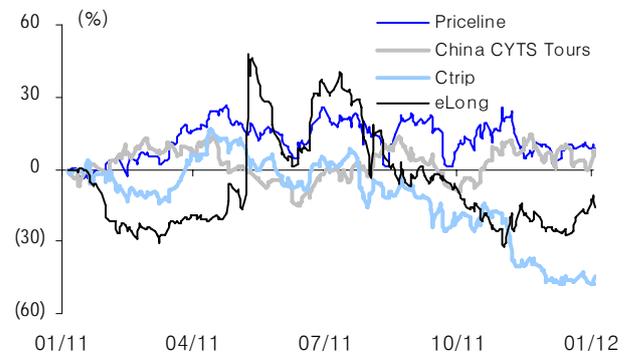
자료: Bloomberg Consensus

주가추이 (모두투어, 하나투어)



자료: Bloomberg

주가추이 (Global Peers)



자료: Bloomberg

부진한 4Q11 실적 및 2011년 실적

4Q11 실적 : 매출액은 258억원(-13.5% YoY), 영업이익은 7.5억원(-58.3% YoY)

4Q11 매출액은 258억원(-13.5% YoY), 영업이익은 7.5억원(-58.3% YoY)을 기록했다. 순이익은 K-IFRS 기준으로 전년 동기대비 흑자전환한 6.2억원으로 집계되었다. 모두투어의 4Q11 실적은 분기중에 있었던 태국의 대홍수 때문에 출국자가 급감하면서 기존의 예상치를 크게 하회했다.

2011년 IFRS 별도 기준 전체 실적은 전반적으로 기대치를 하회했다. 매출액은 2010년 대비 약 4.6% 증가한 1,224억원, 영업이익은 전년대비 12.6% 감소한 170억원을 기록했다. 3월에 있었던 일본 대지진과 그에 따른 원전 우려감 때문에 일본으로의 출국자 급감이 가장 큰 원인이다. 그리고, 성수기에는 환율 상승과 경기둔화에 대한 우려감이 한꺼번에 작용하면서 출국자가 전년대비 증가하지 못했었다. 마지막으로, 4분기에는 태국의 대홍수가 일어나면서 출국자 증가에 큰 타격을 입혔다.

2011년: 일본 여행은 감소했고, 동남아시아 여행은 증가했음. 2012년에도 비슷한 상황일 것으로 전망됨

특히, 일본의 경우는 수탁금 기준으로는 약 22%, 인원 기준으로는 약 25%에 가깝던 단일 국가로는 가장 큰 시장이었다. 하지만, 대지진과 원전 때문에 현재는 수탁금 기준으로는 5.4%, 인원 기준으로는 7.2% 정도의 수준이다. 그 빈자리를 태국을 중심으로 한 동남아시아 지역이 메꿔주고 있다. 2012년에는 일본으로의 여행이 증가할 것으로 전망되지만, 2011년과 비슷한 수준까지 올라가기는 힘들 것으로 보인다. 오히려, 저가 항공사들의 진입으로 항공권 공급이 지속적으로 증가하고 있는 동남아시아 지역의 비중은 더욱 증가할 가능성이 큰 것으로 파악된다.

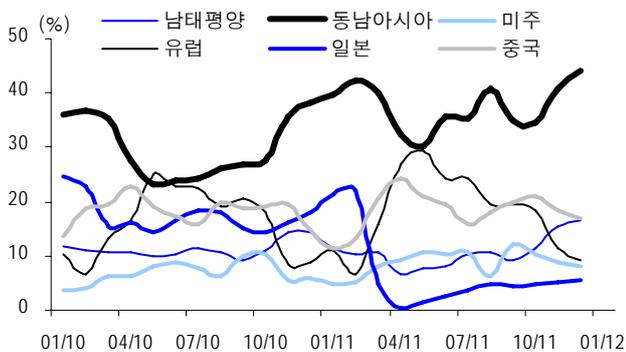
모두투어 분기 실적

(십억원)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11P	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2010	2011P	2012
매출액	25.0	26.3	36.5	29.8	33.9	26.5	36.7	25.8	29.4	32.5	46.5	33.0	117.1	122.4	141.0
영업이익	4.7	4.8	8.4	1.8	8.1	2.5	6.8	0.8	5.2	4.8	9.8	3.1	19.4	17.0	22.0
순이익	4.0	3.5	6.5	(0.4)	6.2	1.9	5.3	0.6	4.7	4.7	7.7	2.2	16.0	13.9	19.0
(% YoY)															
매출액					35.4	0.8	0.7	(13.5)	(13.1)	22.4	26.7	28.0		4.6	15.0
영업이익					74.7	(46.7)	(18.9)	(58.3)	(35.9)	90.9	44.3	310.5		(12.6)	35.0
순이익					56.6	(46.8)	(17.8)	흑자전환	(24.8)	151.6	43.8	260.3		(13.3)	38.0
이익률 (%)															
영업이익률	18.6	18.1	23.0	6.0	24.0	9.6	18.5	2.9	17.7	14.9	21.0	9.3	16.6	13.9	16.0
순이익률	15.9	13.3	17.8	(1.5)	18.4	7.0	14.5	2.4	15.9	14.4	16.5	6.7	13.7	11.3	13.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

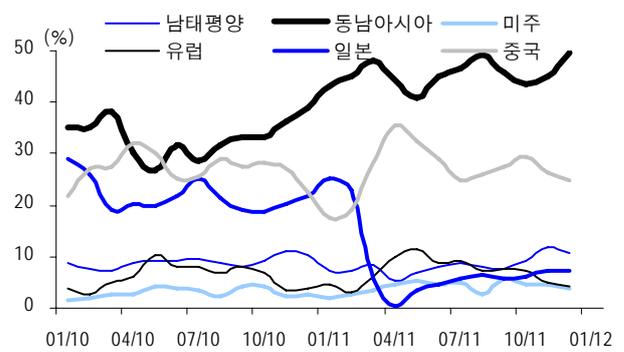
주: 2010년은 K-GAAP, 2011년 이후는 K-IFRS 별도 기준

모두투어 출국 지역별 수탁금 비중



자료: 회사 자료

모두투어 출국 지역별 인원 비중



자료: 회사 자료

2012년 매출액 15.9%, 영업이익 35.0% 증가 예상

2012년 매출액은
1,414억원(+15.9% YoY),
영업이익은 229억원(+32.3%
YoY) 예상

2012년에는 전체 출국자가 최소 1,330만명(+5.2% YoY)은 넘을 것으로 예상된다. 2011년과 비슷한 환율 수준, GDP성장률 수준을 예상했을때, 일본 및 태국과 같은 자연재해가 없다고 가정하면 달성할 수 있는 수준으로 보인다. 그에 따라, 2012년 매출액은 1,414억원(+15.9% YoY), 영업이익은 229억원(+35.0% YoY)을 기록할 것으로 전망된다.

현 시점에서 발표되는 모두투어의 1월과 2월 패키지 예약률은 2011년 설날 연휴의 높은 기저효과 때문에 마이너스를 기록하고 있다. 하지만, 3월 예약률은 +40% 수준의 높은 수치를 기록하고 있다. 2011년 일본 대지진에 대한 기저효과가 작용하고 있는 것이다. 하지만, 기저효과에 대한 부분 보다는 전반적으로 여행수요가 살아나고 있는 것으로 판단된다. 기저효과는 약 20% 정도의 예약률 상승만 있으면 되기 때문이다. 남은 20% 정도는 출국 수요 개선으로 추정된다. 2012년 실적 개선에 대한 기대감을 높여주기에 충분한 수치로 판단된다.

모두투어 연간 실적

(십억원)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012F	2013F
출국자수 (승무원제외)	12,295,078	10,973,259	8,595,491	11,420,934	11,516,832	12,124,063	12,441,364
출국자 (모두투어, PKG)	628,933	561,592	379,806	733,644	786,810	889,592	973,890
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	122.4	141.4	163.5
(%YoY)	42.1	(12.0)	(26.1)	90.8	4.2	15.9	15.6
해외여행알선매출	60.0	53.8	38.8	88.9	99.7	116.2	131.7
항공권매출	30.7	26.0	19.4	22.9	15.0	14.1	17.5
기타수입	3.6	3.3	3.2	5.3	7.4	11.1	14.3
영업비용 (판관비)	80.0	82.3	61.1	97.7	105.4	118.5	135.9
(%YoY)	41.3	2.9	(25.8)	59.7	7.2	13.2	14.6
급여	20.8	24.8	21.4	32.5	36.0	39.3	44.2
지급수수료	40.9	39.0	27.1	48.4	50.2	57.8	67.1
광고선전비	7.8	6.0	2.0	4.0	4.2	5.1	5.8
기타	10.5	12.6	10.6	12.8	14.3	16.4	18.7
영업이익	14.3	0.7	0.2	19.4	17.0	22.9	27.6
(%YoY)	46.8	(95.0)	(67.1)	8,128.3	(12.6)	35.0	20.5
영업이익률 (%)	15.2	0.9	0.4	16.6	13.9	16.2	16.9
세전이익	15.9	1.3	1.5	20.8	19.2	25.0	30.7
(%YoY)	38.9	(92.1)	19.3	1,290.5	(7.7)	30.3	22.7
법인세	4.5	0.6	0.3	4.8	5.3	5.8	7.1
세율 (%)	28.4	50.7	18.9	23.1	27.7	23.1	23.1
순이익	11.4	0.6	1.2	16.0	13.9	19.2	23.6
(%YoY)	39.1	(94.6)	96.0	1,219.2	(13.3)	38.7	22.7
순이익률 (%)	12.0	0.7	2.0	13.7	11.4	13.6	14.4

자료: 한국관광공사, 회사 자료, 신한금융투자

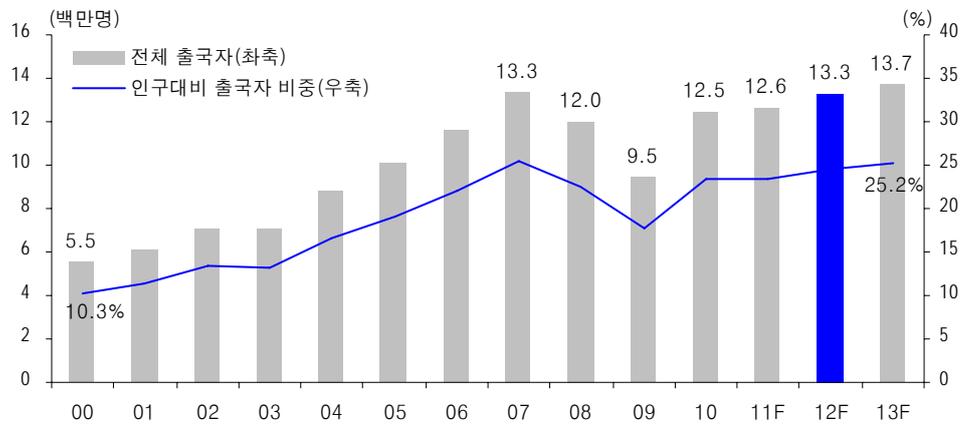
주: 2011년 이후는 K-IFRS 별도 기준

분기별 출국자수 및 주요 변수

분기별	출국자수 (승무원제외)	원/달러 환율 (원)	GDP성장률 (%)	월평균도시가계소득 (원)
1Q07	3,062,088	940.9	4.5	3,758,636
2Q07	2,902,010	923.8	5.3	3,483,603
3Q07	3,358,678	915.1	4.9	3,746,383
4Q07	2,972,302	936.1	5.7	3,731,046
1Q08	3,181,918	990.4	5.5	4,046,151
2Q08	2,876,795	1,046.0	4.4	3,795,947
3Q08	2,858,717	1,207.0	3.3	4,023,598
4Q08	2,055,829	1,259.5	(3.3)	3,867,959
1Q09	2,124,563	1,383.5	(4.2)	4,009,714
2Q09	1,959,257	1,273.9	(2.1)	3,704,019
3Q09	2,438,519	1,178.1	1.0	3,900,620
4Q09	2,073,152	1,164.5	6.3	3,912,314
1Q10	2,722,395	1,131.3	8.5	4,211,953
2Q10	2,694,223	1,222.2	7.5	3,888,913
3Q10	3,195,689	1,140.2	4.4	4,042,094
4Q10	2,808,627	1,134.8	4.7	3,992,857
1Q11	2,955,517	1,096.7	4.2	4,387,262
2Q11	2,664,377	1080.0	4.0	4,064,692
3Q11	3,193,689	1055.0	4.6	4,249,170
4Q11F	2,703,249	1030.0	4.8	4,205,437
1Q12F	2,889,954	1010.0	3.8	4,576,748
2Q12F	2,882,856	1000.0	4.1	4,252,501
3Q12F	3,423,635	985.0	4.3	4,454,044
4Q12F	2,927,619	970.0	4.2	4,403,975
1Q13F	2,992,100	991.3	4.3	4,795,444
2Q13F	2,976,567	986.6	4.4	4,461,809
3Q13F	3,504,396	983.2	4.3	4,666,558
4Q13F	2,968,301	982.8	4.4	4,620,739

자료: 통계청, 한국은행, 한국관광공사, 신한금융투자 추정
 주: 4Q11 출국자 통계는 2012년 1월 말에 발표될 예정

전체 출국자수 및 인구대비 출국자 비중



자료: 통계청, 한국관광공사

시장점유율은 지속적으로 상승할 것으로 전망

Top 2 여행사: M/S 증가는 지속될 전망

모두투어는 하나투어와 함께 국내에서는 유일하게 2개 남은 도매업을 하는 회사이다. 모두투어의 시장점유율은 장기적으로 상승할 수 있는 여건이 마련되고 있는 것으로 보인다.

최근에 양사가 공동출자를 통해서 설립한 '호텔앤에어닷컴'이라는 회사는 하나투어와 모두투어의 시장점유율 상승에 도움이 될 것으로 보인다. 2012년 1월부터 이미 영업을 시작했다. 2012년 모두투어의 실적개선이 기대되는 또하나의 이유이다. 호텔앤에어닷컴을 통해서 항공권을 대량으로 적절한 가격에 확보할 수 있는 여력이 더욱 커졌기 때문이다. 한정된 항공권을 모두투어, 하나투어, 호텔앤에어닷컴 3개의 회사가 선점하면서 소형 여행사들이 항공권을 항공사에서 구하지 못하고 모두투어, 하나투어, 호텔앤에어닷컴에서 구매해야 하는 경우가 생길 것으로 보인다.

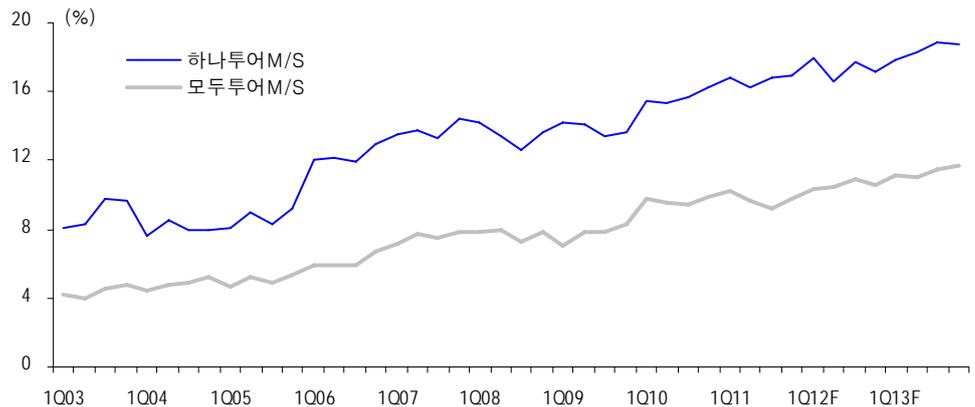
게다가 저가항공사와 외항사의 활발한 국내 진출 덕분에, 양사는 상대적으로 저가의 패키지 상품을 설계하기가 용이해졌으며, 기존의 하나투어와 모두투어 고객이 아닌 저가 상품을 찾는 고객들에게까지 접근 할 수 있게 되었다. 특히, 인터파크, G-market 등의 오픈마켓과 현대카드, 삼성카드, BC카드 등의 카드사 여행사업부에서 팔리는 여행 상품 중에서 상당수가 하나투어와 모두투어가 만든 상품들로 채워질 정도로 온라인과 오프라인에서 동시에 시장을 장악해 나아가고 있는 상황이다.

프랜차이즈의 개수 차이가 M/S의 차이

모두투어와 하나투어의 시장점유율 차이는 일정 기간은 유지될 것으로 본다. 그 이유는, 여행 상품의 판매 창구 역할을 하는 프랜차이즈 숫자의 차이 때문이다. 하나투어의 프랜차이즈는 2006년 580개, 2008년 780개, 2010년 1,060개이다. 모두투어는 2006년 250개, 2008년 650개, 2010년 700개이다. 양사는 2011년에도 프랜차이즈의 숫자를 비슷하게 유지했다. 향후에도 양사는 프랜차이즈의 숫자를 꾸준히 늘려나갈 것으로 보여서 두 회사의 M/S 차이가 쉽게 좁혀지지 않을 것으로 예상된다.

다만, M/S가 꾸준히 올라가면서 출국자의 숫자가 정체되더라도 매출액을 증가시킬 수 있는 능력이 점차 커져간다는 점은 긍정적으로 보인다.

하나투어와 모두투어의 분기별 시장점유율 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

호텔을 품은 모두투어

모두투어인터내셔널이
Inbound 사업에 이어
호텔업에도 진출

모두투어는 자회사 모두투어인터내셔널(지분율 67.5%)을 통해서 외국인 관광객의 한국 관광을 도와주는 Inbound 사업을 영위하고 있다. 2010년 기준으로 111,205명의 인원을 한국으로 데려왔다. 순이익은 12억원이었고, 지분법이익은 약 8억원 이었던 것으로 추정된다.

2010년 여행사별 외국인 유치 실적

순위	이름	인원수 (명)
1	HIS Korea	251,489
2	한진관광	210,861
3	전국관광	125,976
4	체스투어즈	122,919
5	코네스트코리아	116,668
6	모두투어인터내셔널	111,205
7	세한여행사	104,216
8	동보여행사	97,883
9	세방여행	92,304
10	롯데관광	87,177
11	세일관광	84,832
12	하나투어인터내셔널	83,275
13	세계투어	81,810
14	아주인센티브	80,632
15	KTB투어	79,372
16	롯데JTB	75,345
17	한나라관광	73,103

자료: 한국일반여행업협회

서울 종로에 2012년 8월에
호텔을 오픈할 예정

모두투어에서는 Inbound 사업을 적극적으로 확대하려고 한다. 물론, 하나투어도 적극적이다. 모두투어가 현재까지는 앞서 있는 상황이긴 하다. 여기에 대해서 2012년에는 호텔업에 진출하려고 계획중이다. 서울과 제주지역에 호텔을 확보하면 외국인 관광객을 더 많이 데려올 수 있을 것으로 전망된다. 현재는 서울지역에서 모두투어가 확보할 수 있는 호텔의 객실수가 제한적이기 때문에, 자체적으로 호텔을 가지고 있으면 향후 Inbound 패키지를 만들기 용이할 것으로 보인다. 게다가, 이익률 또한 올라갈 수 있을 것으로 보인다.

모두투어는 2012년 8월에 종로구청 인근 천마빌딩(1호선 종각역 근처)에 160객실 규모로 호텔을 오픈할 예정이다. 사업의 주체는 아벤트리 라는 리츠회사이다. 모두투어는 자기관리부동산 투자회사(리츠)의 지분 24.4%를 이미 인수했다. 향후 리츠의 상장도 추진할 계획이다. 공모자금 약 80억원을 통해서 호텔의 리모델링을 하고, 프랑스 호텔 체인 ACCOR 계열의 비즈니스호텔 브랜드를 사용할 가능성이 큰 것으로 보인다. 전체적으로 모두투어의 비용은 별로 증가하지 않을 것으로 보인다. 하지만, 모두투어가 호텔 객실의 상당부분을 사용하게 될 것으로 보여서 모두투어가 얻는 이익은 투자대비 훨씬 클 것으로 추정된다.

서울에 들어설 호텔 1개(160객실) 뿐만 아니라 향후 2~3개의 호텔이 추가로 들어설 가능성도 큰 것으로 보인다. 호텔수가 3개 정도까지 증가해서 객실수가 크게 늘어나면 Inbound 사업이 모두투어의 전체 순이익에 미치는 영향은 현재의 5%대에서 약 7~10%대까지 올라갈 것으로 기대되고 있다.

하나투어도 2012년 하반기에
인사동쪽에 호텔을 오픈할
예정

한편, 하나투어도 100% 자회사인 하나투어 ITC를 통해서 호텔산업에 진출할 예정이다. 신영자산개발과 공동으로 서울 인사동 지역에 위치한 관훈빌딩을 리모델링해서 운영할 것으로 보인다. 투자금액은 50억원대로 크지 않고, 오픈 시점은 9~10월경이 될 것으로 예상된다. 향후 국내외의 호텔업에 적극적으로 진출할 예정으로 알려지고 있어서 자회사로부터 가져오는 이익도 증가할 것으로 전망된다. 양사 모두 향후 이익의 개선속도는 더 빨라질 수 있을 것으로 보인다.

외국인은 매년 증가하고 있음.
외국인의 약 70%가 서울에서
숙박 추정

서울지역의 호텔이 부족하다는 사실은 이미 많이 알려져있다. 이미 특1급 호텔을 운영하고 있는 호텔신라는 2013년에 3개의 비즈니스 호텔을 오픈하기로 했다. 그 외에 수많은 호텔 오픈 계획이 있다. 하나투어와 모두투어의 호텔 오픈 계획만 하더라도 향후 3년동안 4~5개는 될 것으로 보인다. 그렇다면 2015년쯤 되면 호텔 공급이 수요를 초과하지는 않을까? 일단, 공급과잉에 대한 우려는 없어보인다.

2012년 서울의 호텔 객실은
약 1.5만개 부족, 2014년에도
약 1.6만개 객실이 부족할
전망

외국인 관광객은 2012년에 1천만명을 돌파할 것으로 보이고, 그 이후에도 지속적으로 증가할 것으로 전망된다. 보수적으로 서울에서 숙박을 하는 외국인이 방문객의 70%정도로 가정하고 투숙일수 5일, 호텔이용비율 75%, 객실이용률 90%로 가정해서 계산해보았다. 2012년에 추가로 신규 오픈해서 공급되는 호텔이 있어도 일평균 14,551실이 부족할 것으로 보인다.

객실이용률이 90%로 높기 때문에 여기서 더 올리는 것이 쉽지는 않을 것으로 보인다. 2014년쯤 되면 서울지역에 50~70개의 호텔이 신규로 더 오픈될 것으로 보인다. 그렇더라도 2014년에 일평균 14,853개의 객실이 여전히 부족할 것으로 추정된다. 외국인 입국자가 꾸준히 증가하기 때문이다.

이러한 상황에서 모두투어와 하나투어의 호텔 확보는 전략적으로 중요한 결정이었고, 좋은 선택을 한 것으로 판단된다. 특히, 직접 건물을 매입하는 방법이 아니라 임대계약을 맺은 후 리모델링을 통한 호텔운영은 투자비용 절감 및 호텔 오픈시기를 앞당길 수 있다는 점에서 긍정적으로 평가할 수 있다.

서울지역 호텔의 객실수 부족분 추정

(명)	10	11F	12F	13F	14F
(외국인)					
전체입국자수	8,797,658	9,663,450	10,300,924	10,772,243	11,353,774
서울지역방문자 (70%)	6,158,361	6,764,415	7,210,647	7,540,570	7,947,642
호텔이용비율 (%)	75	75	75	75	75
호텔이용자	4,618,770	5,073,311	5,407,985	5,655,428	5,960,731
투숙인원	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
필요객실수 (5박기준)	11,546,926	12,683,278	13,519,963	14,138,569	14,901,828
(내국인)					
호텔이용자	1,514,166	1,529,308	1,544,601	1,560,047	1,575,647
투숙인원	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
필요객실수 (1박기준)	757,083	764,654	772,300	780,023	787,824
(객실수)					
현재 공급가능 (일평균)	23,644	23,644	23,644	23,644	23,644
객실이용률 (%)	85	85	85	85	85
이용가능객실 (연간)	7,335,551	7,335,551	7,335,551	7,335,551	7,335,551
부족한 객실수 (연간)	4,968,458	6,112,381	6,956,712	7,583,041	8,354,101
부족한 객실수 (일평균)	13,612	16,746	19,059	20,775	22,888
(32개 호텔 공급 확대 계획, 개)					
공급가능 객실수 (일평균)	23,644	26,117	29,443	33,843	39,926
증가된 객실수 (일평균)	0	2,473	3,326	4,400	6,083
부족한 객실수 (일평균)	13,612	14,273	15,733	16,375	16,805
(70개 호텔 공급 확대 계획, 개)					
공급가능 객실수 (일평균)	23,644	26,117	30,544	36,842	43,695
증가된 객실수 (일평균)	0	2,473	4,427	6,298	6,853
부족한 객실수 (일평균)	13,612	14,273	14,632	14,477	16,035

자료: 한국관광공사, 문화체육관광부, 서울특별시, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011P	2012F	2013F
자산총계	86.2	123.5	135.8	158.7	185.9
유동자산	78.4	113.5	127.1	149.3	175.9
현금및현금성자산	16.9	28.0	37.7	46.0	56.4
매출채권	10.7	13.7	14.3	16.6	19.2
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	50.8	71.8	75.1	86.7	100.3
비유동자산	7.7	10.0	8.7	9.3	10.0
유형자산	0.8	1.4	0.0	0.0	0.0
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산	2.1	3.6	3.8	4.4	5.0
기타비유동자산	4.8	5.0	4.9	4.9	5.0
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	35.9	60.3	63.0	72.8	84.2
유동부채	31.1	52.8	55.2	63.8	73.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	31.1	52.8	55.2	63.8	73.7
비유동부채	4.8	7.5	7.8	9.0	10.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	4.8	7.5	7.8	9.0	10.5
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	50.2	63.2	72.8	85.9	101.7
자본금	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
자본잉여금	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
기타포괄이익누계액	(8.1)	(8.1)	(8.1)	(8.1)	(8.1)
기타포괄이익누계액	0.0	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
이익잉여금	24.1	37.6	47.2	60.2	76.0
지배주주지분	50.2	63.2	72.8	85.9	101.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*순차입금(순현금)	(48.5)	(81.4)	(93.5)	(110.5)	(131.0)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011P	2012F	2013F
영업활동으로인한현금흐름	5.5	36.1	14.4	18.8	23.5
당기순이익	1.2	16.0	13.9	19.2	23.6
유형자산상각비	0.7	0.8	1.4	0.0	0.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.6	(1.0)	0.1	0.1	0.1
운전자본변동	0.4	17.5	1.8	2.7	3.7
(법인세납부)	0.0	0.0	(5.3)	(5.8)	(7.1)
기타	2.5	2.8	2.5	2.6	3.2
투자활동으로인한현금흐름	(0.2)	(24.6)	0.1	(6.1)	(7.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.5	(1.0)	(0.3)	(0.7)	(0.8)
단기금융자산의감소(증가)	(0.6)	(21.8)	(2.4)	(8.7)	(10.1)
기타	(0.1)	(1.8)	2.8	3.3	3.9
FCF	5.0	34.7	14.4	18.8	23.5
재무활동으로인한현금흐름	(0.2)	(0.4)	(4.8)	(4.3)	(6.2)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(0.2)	(0.4)	(4.8)	(4.3)	(6.2)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	5.1	11.1	9.7	8.4	10.4
기초현금	11.8	16.9	28.0	37.7	46.1
기말현금	16.9	28.0	37.7	46.1	56.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, 2011년 이후는 K-IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011P	2012F	2013F
매출액	61.4	117.1	122.4	141.4	163.5
증가율 (%)	(26.3)	90.8	4.5	15.5	15.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	61.4	117.1	122.4	141.4	163.5
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	61.1	97.7	105.4	118.5	135.9
조정영업이익(GAAP)	0.2	19.4	17.0	22.9	27.6
증가율 (%)	(74.3)	8,128.3	(12.6)	34.9	20.6
조정영업이익률 (%)	0.4	16.6	13.9	16.2	16.9
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	0.2	19.4	17.0	22.9	27.6
증가율 (%)	(74.3)	8,128.3	(12.5)	34.9	20.6
영업이익률 (%)	0.4	16.6	13.9	16.2	16.9
영업외손익	1.3	1.4	2.3	2.1	3.0
금융손익	1.7	2.1	2.8	3.3	3.9
기타영업외손익	0.1	(1.7)	(0.9)	(1.5)	(1.2)
종속 및 관계기업관련손익	(0.6)	1.0	0.3	0.3	0.3
세전계속사업이익	1.5	20.8	19.2	25.0	30.7
법인세비용	0.3	4.8	5.3	5.8	7.1
계속사업이익	1.2	16.0	13.9	19.2	23.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1.2	16.0	13.9	19.2	23.6
증가율 (%)	96.0	1,219.2	(13.1)	38.2	22.6
순이익률 (%)	2.0	13.7	11.4	13.6	14.4
(지배주주)당기순이익	1.2	16.0	13.9	19.2	23.6
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	0.0	0.0	13.9	19.2	23.6
(지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	13.9	19.2	23.6
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	0.9	20.2	18.4	22.9	27.6
증가율 (%)	(49.5)	2,174.7	(9.2)	24.7	20.6
EBITDA 이익률 (%)	1.4	17.3	15.0	16.2	16.9

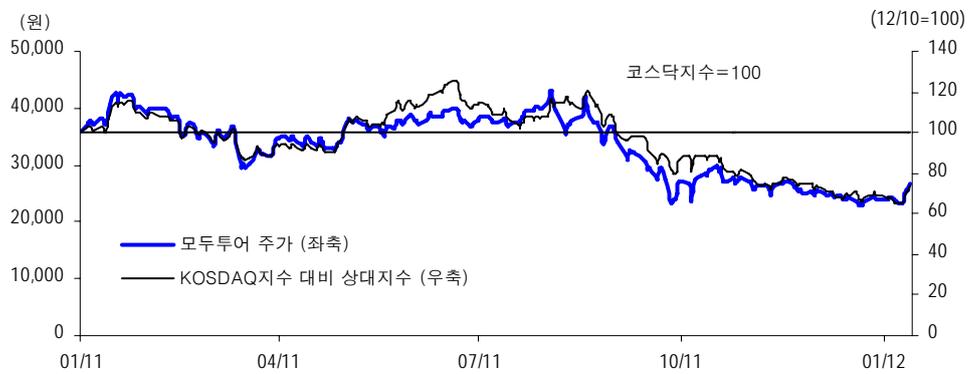
주요 투자지표

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011P	2012F	2013F
EPS(당기순이익, 원)	144	1,906	1,657	2,290	2,807
EPS(지배순이익, 원)	144	1,906	1,657	2,290	2,807
BPS(자본총계, 원)	5,981	7,521	8,664	10,221	12,102
BPS(지배지분, 원)	5,981	7,521	8,664	10,221	12,102
DPS(원)	50	600	537	766	968
PER(당기순이익, 원)	193.1	18.6	14.5	11.7	9.6
PER(지배순이익, 원)	193.1	18.6	14.5	11.7	9.6
PBR(자본총계, 원)	4.7	4.7	2.8	2.6	2.2
PBR(지배지분, 원)	4.7	4.7	2.8	2.6	2.2
EV/EBITDA(배)	208.9	10.7	5.9	5.0	3.4
EV/EBIT(배)	381.2	9.6	11.1	4.2	2.7
배당수익률 (%)	0.2	1.7	2.2	2.8	3.6
수익성					
EBIT/EBITDA 이익률 (%)	0.4	16.6	13.9	16.2	16.9
영업이익률 (%)	0.4	16.6	13.9	16.2	16.9
순이익률 (%)	2.0	13.7	11.4	13.6	14.4
ROA (%)	1.5	15.3	10.7	13.1	13.7
ROE(지배순이익, %)	2.4	28.2	20.5	24.3	25.1
ROIC (%)	42.2	(145.5)	(60.1)	(75.8)	(79.0)
안정성					
부채비율 (%)	71.5	95.4	86.6	84.8	82.8
순차입금비율 (%)	(96.5)	(128.8)	(128.5)	(128.8)	(128.9)
현금비율 (%)	54.3	53.0	68.2	72.2	76.5
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성 (%)					
순운전자본회전을(회)	(172.7)	(10.7)	(5.8)	(6.1)	(6.1)
재고자산회수기간(일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간(일)	8.4	9.6	8.7	9.1	9.1

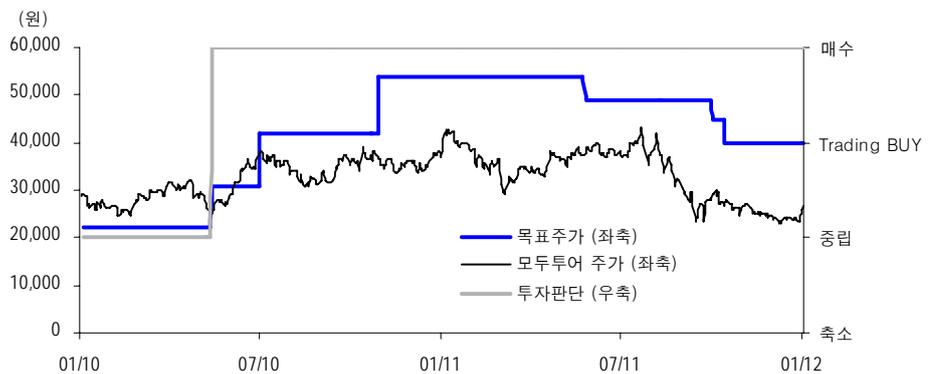
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, 2011년 이후는 K-IFRS 별도 기준

모두투어 (080160)

... 주가차트



... 투자의견 및 목표주가 추이



고객지원센터 : 1588-0365
 서울특별시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워

www.shinhaninvest.com

신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	논현	02) 518-2222	목동	02) 2653-0844	신당	02) 2254-4090	영업부	02) 3772-1200
강남구청역	02) 547-0202	답십리	02) 2217-2114	목동중앙	02) 2649-0101	신논현역	02) 875-1851	서여의도영업소	02) 784-0977
강남중앙	02) 6354-5300	성수동영업소	02) 466-4228	방배동	02) 533-0202	반포	02) 533-1851	올림픽	02) 448-0707
관악	02) 887-0809	도곡	02) 2057-0707	보라매	02) 820-2000	등대문	02) 2232-7100	잠실롯데캐슬	02) 2143-0800
광고	02) 739-7155	양재동영업소	02) 3463-1842	삼성역	02) 563-3770	압구정	02) 511-0005	잠실신천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	대치센트럴빌	02) 554-2878	삼풍	02) 3477-4567	압구정FC	02) 541-5566	중부	02) 2270-6500
종로영업소	02) 722-4650	도곡중앙	02) 554-6556	남부터미널영업소	02) 522-7861	여의도	02) 3775-4270	창동	02) 995-0123
구로	02) 857-8600	마포	02) 718-0900	삼암동	02) 6393-5090	동부이촌동영업소	02) 798-4805	강북영업소	02) 906-0192
중앙유흥단지영업소	02) 2101-3620	명동	02) 752-6655	서교동	02) 335-6600	연희동	02) 3142-6363	남대문	02) 757-0707
노원역	02) 937-0707	명품PB센터강남	02) 559-3399	송파	02) 449-0808	영등포	02) 2677-7711		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	부천상동영업소	032) 323-9380	아담역	031) 622-1400	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010
구월동	032) 464-0707	분당	031) 712-0109	연수	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600		
동두천	031) 862-1851	신분	031) 392-1141	안산	031) 485-4481	죽전	031) 898-0011		
부천	032) 327-1012	수원	031) 246-0606	의정부	031) 848-9100	평촌	031) 381-8686		
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	부산	051) 243-0707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777	해운대	051) 701-2200
대구·경북지역									
구미	054) 451-0707	대구서	053) 642-0606	시지	053) 793-8282	포항	054) 252-0370		
대구동	053) 944-0707	대구	053) 423-7700	안동	054) 855-0606				
대전·충북지역									
대전둔산	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600	청주지웰시티	043) 232-1088		
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	동광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911	수완	062) 956-0707		
군산	063) 442-9171	여천	061) 682-5262	정읍	063) 531-0606				
강원지역									
강릉	033) 642-1777			제주지역					
				서귀포	064) 732-3377	제주	064) 743-9011		
PB센터									
강남	02) 3011-5500	여의도	02) 6337-3300	분당	031) 783-1400	스타타워	02) 2112-4500		
서울파이낸스	02) 3783-0700	서초	02) 3482-1221	부산	051) 608-9500				
해외현지법인									
뉴욕	(1-212) 397-4000	런던	(44-20) 7283-4900	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356		

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 대표 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료 제공일 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.