

## 모두투어(080160)

### 매수(유지)

목표주가: 40,300원(유지)

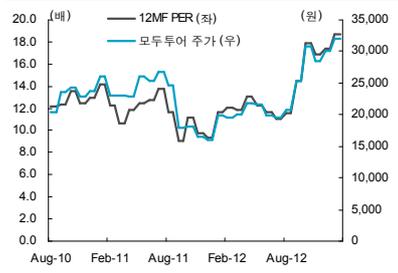
#### Stock Data

KOSPI(1/8)	1,998
주가(1/8)	32,000
시가총액(십억원)	403
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	33,350/18,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,230
유동주식비율/외국인지분율(%)	78.5/13.9
주요주주(%)	우종웅 외 4인 17.5
	국민연금공단 9.1

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.3	53.8	102.8
상대주가(%p)	12.2	46.3	(18.1)

#### 12MF PER 추이



자료: WISEIn 컨센서스

### 4Q12 Preview: 선방한 아웃바운드, 위축된 인바운드

#### 아웃바운드: 기저 효과 작용했으나 수익성 감소

4분기 매출액은 330억원(+31.7%, YoY), 영업이익은 39억원(흑전, YoY)로 예상된다. 2011년 10월 발생한 태국 홍수효과 기저효과로 매출이 가파르게 증가했지만, 전체 매출액의 30%를 차지하는 인센티브 단체 여행 할인폭 확대로 매출 전환율이 낮아지면서 수익성은 다소 저하됐다. 연말 성과급과 연봉 협상으로 인한 임금 인상분 소급 지급으로 10.5억원의 비용이 추가로 발생한 영향도 반영됐다. 별도재무제표 기준으로 2012년 매출액은 1,332억원(+10%, YoY), 영업이익 205억원(+28%, YoY)으로 마감될 전망이다.

#### 인바운드: 일본인 관광객 급감 여파

4분기에는 종속회사 모두투어 인터내셔널을 통한 인바운드 사업도 외교분쟁과 날씨로 주춤했다. 10월 집계된 방한 외국인수는 전년대비 2.1% 감소했다. 방한 관광객의 30%를 차지하는 일본인 수는 독도분쟁 영향으로 공무원/수학여행 단체 관광객 취소가 잇따르면서 전년대비 31.4% 급감했다. 방한 외국인 25%를 차지하는 중국인 관광객수의 약진(+29.5%, YoY)에도 불구하고 경기불안으로 유럽(-46%, YoY)과 미주(-51.8%, YoY) 관광객 수 급감의 여파로 전체 인바운드 시장은 소폭 위축됐다. 11월~12월에는 추운 날씨 영향으로 동남아시아로 여행수요가 분산되는 영향과 함께 엔저효과로 일본인 관광객이 감소하여 10월과 비슷한 수준의 실적을 기록할 전망이다. 중국인 관광객수 약진에도 불구하고 일본인 관광객수 급감 및 저가경쟁으로 인한 손실이 반영되어 올해 모두투어 인터내셔널의 매출액은 30억원, 당기순이익은 10억원으로 예상된다. 지분법이익을 반영한 예상 조정당기순이익은 183억원이다.

#### 2013년 1~3월 예약률 호전으로 아웃바운드 성장 지속 확인

올해 1분기에는 우호적인 환율 여건, 1분기 연휴로 인한 성수기 효과로 아웃바운드 성장세가 이어질 전망이다. 1~3월 예약 증감률은 2월을 제외하고 전년대비 증가한 것으로 집계됐다(표 2). 2월 예약률은 통상 리드타임이 짧다는 선례를 참고하여 가족여행이 집중된 봄방학(2월 둘째 주)부터 예약률이 가파른 증가세를 보일 것으로 예상된다. 보통 패키지 상품의 경우 출발당일 환율과 상관없이 정해지기 때문에 원/달러 환율이 1,000~1,200원 범위를 벗어나지 않을 경우 수요 증감 효과가 사실상 미미(그림 1)하지만, FIT 개별 상품의 경우에는 여행 심리 호전에 도움을 준다. 반대로 원화강세는 인바운드에는 부정적이라고 생각하지만 이는 FIT여행이 전체의 70%를 차지하는 일본인 관광객의 경우에만 해당된다. 대부분 패키지로 들어오는 중국인 관광객의 경우 1) 패키지 상품이 3개월 전 세팅되는 경우가 많고, 2) 패키지는 숙박, 음식 등 전 일정을 커버하므로 쇼핑을 제외하고 환전 니즈가 없다는 점에서 원화강세 영향이 크지 않다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2010A	117	17	20	16	1,991	1,218.5	18	11.9	12.1	2.7	27.6
2011A	121	16	18	14	1,686	(15.3)	17	9.5	7.6	1.7	19.7
2012F	133	21	22	18	1,494	(11.4)	22	20.1	13.6	3.6	21.6
2013F	166	30	31	26	2,131	42.6	32	15.0	9.4	3.3	24.6
2014F	191	38	39	32	2,632	23.5	40	12.2	7.1	2.7	25.4

### 2013년 모두투어의 공격적인 확장 전략 주목

내실추구로 수익성을 다지겠다는 경쟁사 전략에 대비되는 모두투어의 전략은 '적극적인 채널 확장'으로 요약할 수 있다. 이는 기존 영업망인 1) 전문판매점 증가, 신규 채널인 2) 제휴채널 확대를 의미한다. 모두투어는 현재 800여개인 전문판매점 수를 연간 50개 이상 추가하는 것을 목표로 삼고 있다. 또한 최근 롯데계열사인 롯데JTB와의 제휴를 통해 205개의 대리점과 연계하여 판매망을 확대했다. 모두투어와 롯데JTB와 모두 서로의 채널을 활용할겠다는 전략이지만 브랜드력에서 우위를 가지고 있는 모두투어에게 보다 유리한 제휴로서 영업망 확대에 기여할 것으로 판단한다. 더불어 카드회사와의 연계를 통해 판매망을 다각화했다. 카드사의 경우 전문판매점에 지불하는 수수료를보다 2%p 저렴하게 책정되어 비중이 늘어날수록 수익성에 도움이 된다는 이점이 있다.

### 현재 추가 상승여력 26%, 1분기 실적 개선 확인 후 목표 PER 상향조정 가능

모두투어에 대해 투자의견 매수, 목표주가 40,300원을 유지한다. 목표주가를 제시한 이후 지난 한 달간 모두투어의 주가상승률은 13%(vs 하나투어 7%)로서 하나투어보다 주가가 가파르게 올랐다. 40,300원은 2013년 예상 EPS에 하나투어 목표PER 대비 10%를 할인한 18.9배를 적용했다. 올해 적극적인 성장전략의 결과로서 브랜드와 플랫폼 부분에서 경쟁사 대비 빠른 M/S 성장이 1분기 실적으로 확인될 경우, 목표 PER을 20배(하나투어대비 할인율 5%)로 산정할 가능성을 열어두고 있다. 1월 8일 기준 2월 예약률 마저 플러스로 반전되어 가능성은 한층 높아졌다.

<표 1> 분기별 매출액 및 영업이익 비교

(단위: 십억원, %)

	4Q11	3Q12	4Q12	YoY
매출액	25.1	39.2	33.0	31.7
영업이익	(0.2)	7.9	3.9	흑전
영업이익률	적자	20.1	11.8	흑전
당기순이익	0.0	6.5	3.4	흑전

자료: 한국투자증권

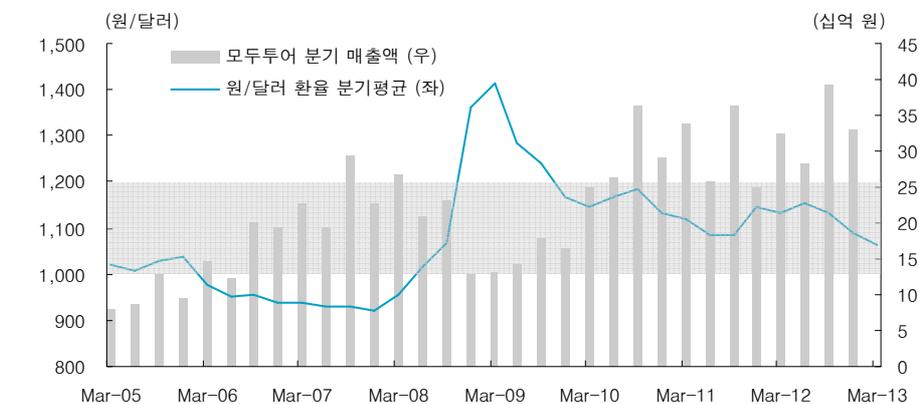
<표 2> 모두투어 예약 증감률 추이

(단위: 건, %)

	2012년	2013년	예약 증감률	비고
1월	79,064	93,064	+17.7	패키지 고객 10만명 기대
2월	38,912	39,521	+1.6	역성장으로 시작해 플러스 성장
3월	10,574	12,529	+18.5	일본 쓰나미 역기저효과에도 불과하고 플러스 성장

주: 2013년 1월 8일 기준

[그림 1] 원/달러 환율과 모두투어 분기 매출액 추이: 1,000~1,200원대 밴드 내에서는 수요 영향 미미



자료: Quantwise, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

모두투어는 국내 대표 도매여행사로서 아웃바운드 시장에서 출국자주 기준으로 10% M/S를 확보하고 있음. 종속회사 모두투어 인터내셔널을 통해 2008년 이후 인바운드에 진출했으며 현재 중국인 인바운드 시장에서 M/S로 1위를 차지하고 있음

- 예약 증감률: 출발일이 포함된 해당월의 예약건수를 지난 해 동일한 날에 해당월에 대해 산출했던 건수 기준으로 비교했을 때 증감을
- 리드타임: 예약시점과 출발시점의 시차. 리드타임이 길수록 느긋하게 예약하는 early bird가 많다는 뜻이고, 짧을수록 급하게 예약하는 고객이 많다는 뜻. 예) 2월 1일 출발하는 고객이 1월 1일 예약한 경우 리드타임: 30일
- FIT(Free Individual Tour): 패키지 여행 상품과 반대되는 말로 호텔, 항공권 등을 각각 구입하여 여행일정을 여행자가 직접 구성하는 자유여행을 통칭

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	114	104	115	143	165
현금성자산	28	27	30	38	43
매출채권및기타채권	15	13	15	18	21
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	10	25	33	47	51
투자자산	4	18	18	30	33
유형자산	1	1	9	9	9
무형자산	0	1	1	1	1
자산총계	123	129	148	191	216
유동부채	53	48	55	78	78
매입채무및기타채무	39	32	36	45	51
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7	9	10	13	15
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	60	58	66	91	93
자본금	4	4	6	6	6
자본잉여금	30	30	28	28	28
자본조정	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
이익잉여금	38	46	57	75	99
자본총계	63	71	82	99	123
조정자본총계	66	72	97	115	139

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	36	15	21	42	27
당기순이익	15	13	17	24	30
유형자산감가상각비	1	1	2	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	14	(1)	2	14	(7)
기타	6	2	0	2	2
투자활동현금흐름	(25)	(11)	(14)	(28)	(15)
유형자산투자	(1)	(1)	(9)	(2)	(2)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(23)	(10)	0	(13)	(3)
무형자산순증	0	(1)	(0)	(0)	(0)
기타	(1)	1	(5)	(13)	(10)
재무활동현금흐름	(0)	(5)	(4)	(6)	(6)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	(4)	(6)	(6)
기타	0	(5)	0	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	11	(1)	3	7	6

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	117	121	133	166	191
매출총이익	117	121	133	166	191
판매관리비	100	106	114	138	156
기타영업손익	1	1	1	2	2
영업이익	17	16	21	30	38
금융수익	2	2	2	3	3
이자수익	2	2	2	3	3
금융비용	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	(1)	(2)	(2)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	20	18	22	31	39
법인세비용	5	5	5	7	9
당기순이익	15	13	17	24	30
기타포괄이익	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	14	13	17	24	30
EBITDA	18	17	22	32	40
조정당기순이익	16	14	18	26	32

## 주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	1,991	1,686	1,494	2,131	2,632
BPS	8,801	9,517	8,365	9,777	11,659
DPS	600	500	500	500	500
성장성(% YoY)					
매출증가율	90.8	3.4	10.0	25.0	15.0
영업이익증가율	7,306.4	(8.4)	28.0	46.1	25.6
순이익증가율	1,219.2	(15.4)	35.0	42.6	23.5
EPS증가율	1,218.5	(15.3)	(11.4)	42.6	23.5
EBITDA증가율	1,956.6	(6.8)	29.8	45.1	23.9
수익성(%)					
영업이익률	14.9	13.2	15.4	18.0	19.7
순이익률	13.7	11.2	13.7	15.7	16.8
EBITDA Margin	15.6	14.1	16.6	19.3	20.8
ROA	14.2	10.5	12.5	14.2	14.8
ROE	27.6	19.7	21.6	24.6	25.4
배당수익률	2.5	3.1	1.7	1.7	1.7
안정성					
순차입금(십억원)	(72)	(65)	(72)	(93)	(109)
차입금/자본총계비율(%)	15.5	17.3	15.0	12.4	10.0
Valuation(X)					
PER	11.9	9.5	20.1	15.0	12.2
PBR	2.7	1.7	3.6	3.3	2.7
PSR	1.7	1.1	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	12.1	7.6	13.6	9.4	7.1

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
모두투어(080160)	2012.12.14	매수	40,300 원



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2013년 1월 9일 현재 모두투어 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

#### ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.