

# 모두투어 (080160KQ | Buy 유지 | TP 36,000원 유지)

## [탐방] 미래가 기대되는 회사

대형 여행사로 산업의 구조적 수혜를 모두 흡수하여 월별 최대 성수기인 7-8월까지 점진적인 주가 상승 전망하나, 타사대비 낮은 예약률로 속도는 저조할 가능성이 커 보입니다. 하지만, 중장기적인 시각에서는 아웃바운드보다 시장규모가 더 큰 인바운드를 선점하고 있는 동사에 주목하는 것이 바람직하다고 판단합니다.

### 2월 실적 마감 및 예약증가율 현황

- 2월 패키지 모객 수는 8만 7천명(3% y-y) 기록, 티켓 포함은 11만 7천명으로 전년동기대비 동일
- 전년동기대비 flat 한 가장 큰 이유는 회사측의 보수적인 시장 수요 전망으로 하드블럭이 부족하여 공격적인 영업을 하지 못했기 때문. 현재는 공격적인 영업 중으로 1Q13는 9-10% y-y 전망
- 엔저효과+일본대지진 회복세에 따라 일본 지역이 2월 인원 기준으로 전년동기대비 +65% 성장함
- 모두투어/하나투어 예약증가율은 3월 5%/24%, 4월 5%/25%, 5월 31%/30% 기록 중

### 인바운드 사업 선점으로 미래가 기대되는 회사

- 동사는 중국인 유치 1위 업체로 2012년 기준 중국인 6만 7천명(+86% y-y) 모객 수 기록
- 중국인 입국자수는 고성장(3월 40% y-y 증가) 이어가나 아직까지 인바운드 사업은 경쟁이 매우 치열한 상황으로 역마진 구조임. 시장이 재편(규모의 경제효과 및 호텔, 쇼핑, 운송 등을 수직계열화 함에 따른 원가 경쟁력 확보)되어 의미 있는 숫자를 기대할 시기는 2015년 정도로 예상함
- 매년 10만 중국인을 한국에 송출하는 중국 현지 아웃바운드 1위 업체인 Ctrip과의 독점 계약 진행 중이며 현재는 서로 직원 파견까지 이루어진 상태임. 향후 인바운드 성장 동력의 기반을 확보함

### 단기보다는 중장기적으로 접근하는 투자 전략 추천

- 아직까지 주가 촉매제는 아웃바운드. 대형 여행사로서 여행산업의 구조적 수혜를 흡수하며 월별 최대 성수기인 7-8월까지 점진적인 주가 상승 전망하나, 속도는 타사대비 저조할 가능성 클 것
- 하지만, 중장기적인 시각에서는 아웃바운드보다 시장규모가 더 큰 인바운드를 선점하고 있는 동사에 주목하는 것이 바람직하다고 판단함. 투자 의견 BUY 및 목표주가 36,000원 유지함

### Stock Data



### 경영실적 전망(K-IFRS 연결 기준)

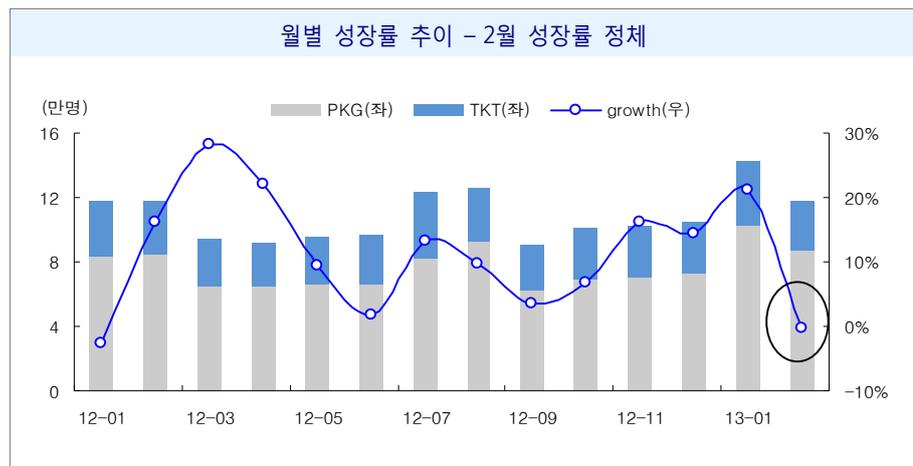
결산기(12월)	단위	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	(십억원)	0	125	137	155	178
영업이익	(십억원)	0	14	22	23	32
영업이익률	(%)	0.0	11.4	16.0	16.3	17.9
순이익	(십억원)	0	14	19	22	27
EPS	(원)	0	1,076	1,539	1,724	2,099
증감률	(%)	0.0	N/A	43.1	12.0	21.8
PER	(배)	0.0	14.9	19.6	17.3	14.2
PBR	(배)	0.0	2.5	4.1	3.5	2.9
ROE	(%)	0.0	18.8	24.3	23.4	23.8
EV/EBITDA	(배)	0.0	9.1	13.2	11.7	8.0
순차입금	(십억원)	0	-65	-78	-95	-115
부채비율	(%)	0.0	84.5	78.5	74.4	71.1

## 1Q13 보다 2Q13 가 좋을 것

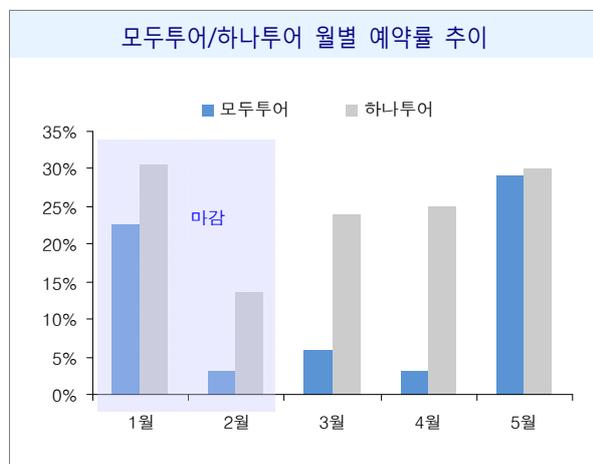
### 2월 성장률 정체

2월 전년동기대비 정체, 하지만 1Q13 총 성장률은 9-10%, 2Q13는 더 나은 성장률 보여줄 것

1월 패키지 모객 수는 10만 3천명(+22.7% y-y)을 기록하며 창립 이래 사상 최대치를 기록했다. 그러나, 2월 패키지 모객 수는 전년동기대비 +3.1% 성장에 그쳤고, 티켓을 포함한 전체 송출객수는 전년동기대비 동일했다. 그 이유는 1) 방학 일 수가 짧았고, 2) 정권교체시기로 공무원 및 법인여행시장이 일시적으로 감소하였기 때문이다. 하지만, 동일한 시장환경에도 불구하고 하나투어 대비 저조한 성장률을 기록한 이유는 회사 내부의 보수적인 송출객수 시장 전망으로 항공사로부터 하드블럭을 충분히 받지 못해 공격적으로 영업을 하지 못했고, 여행객들을 기존에 송출하지 않던 지역을 시도함에 따라 손실을 보았기 때문이다. 3월 예약증가율은 5% 기록하고 있으며 1Q13 총 패키지 성장률은 9-10% y-y 전망한다. 또한, 현재는 공격적인 영업을 하고 있어 2Q13는 1Q13보다 높은 성장률을 보여줄 것으로 전망하고, 타사대비 성장률 차이 폭도 축소될 것으로 보이며 점진적인 일본지역 회복세도 긍정적이다.



자료: Company Data, LIG투자증권



자료: 각사, LIG투자증권



자료: 한국관광공사, LIG투자증권

모두투어 | [탐방] 미래가 기대되는 회사

모두투어 지역별 모객 비중

(단위: %)

시기	동남아	중국	유럽	미국	일본	남미
2010	33.2%	27.0%	6.0%	2.9%	21.8%	9.0%
2011	45.5%	26.6%	7.0%	4.2%	8.3%	8.3%
2012	45.9%	24.8%	6.2%	4.0%	10.4%	8.8%
2011년 2월	51.3%	23.2%	3.0%	3.5%	10.6%	8.4%
2012년 2월	55.0%	16.0%	3.0%	2.0%	17.0%	7.0%

자료: LIG투자증권

인바운드 1 인자, 장기 투자 추천

아직까지는 역마진 구조

뚜렷한 강자 없는  
치열한 인바운드  
시장

동사는 아웃바운드 2위, 인바운드 4위 업체로 인바운드에 화두로 떠오르고 있는 중국인 유치에 있어서는 선점을 달리고 있다. 하지만, 아웃바운드처럼 규모의 경제를 통한 시장이 재편되지 않았고, 약 200개 업체가 인바운드 시장에 뛰어들어 경쟁이 매우 치열하며 뚜렷한 강자가 없는 시장이다. 국내 인바운드 1위 업체는 HIS코리아로 일본 인바운드 사업만을 영위하는 일본 업체의 자회사이며 1위 업체인데도 불구하고 M/S는 2% 안팎이다.

역마진 구조로  
아직까지는  
기타수익에 의존할  
수 밖에 없는 상황

이로 인해 규모의 경제를 통한 원가 경쟁력이 확보된 회사가 없음에 따라 인바운드는 아직까지 역마진 구조이다. 예를 들어 중국 여행사로부터 받는 수탁금(지상비)은 중국인 1인당 16만원인 반면, 원가는 22만원이 소요된다. 지상비가 터무니 없이 부족하여 중국인들은 호텔비가 저렴한 수원시 호텔을 주로 이용하고 있으며 적자인 상황을 대부분 쇼핑 및 카지노 커미션(기타수익)으로 대체하고 있는 상황이다. 게다가, 1인당 일본인으로부터 받는 기타수익은 5만원으로 기타수익을 포함한다 해도 1인당 -1만원 적자상황이며, 이를 그나마 1인당 기타수익에서 15만원이 창출되는 중국인으로 만회하고 있는 상황이다.

인바운드 수익구조

(단위: 원)

항목	금액	항목	일본인/중국인	금액
원가	220,000	기타수익	일본인	50,000
지상비	160,000		중국인	150,000
역마진	-60,000	마진	일본인	-10,000
기타수익	85,000		중국인	90,000
총수익	+25,000			

자료: LIG투자증권

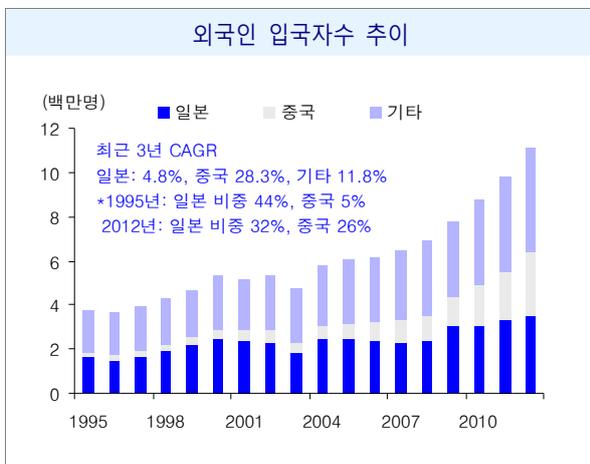
### 인바운드도 대형 여행사가 이끌다

호텔 확보, 외상 구조로 인바운드도 대형 여행사로 재편될 수밖에 없다!

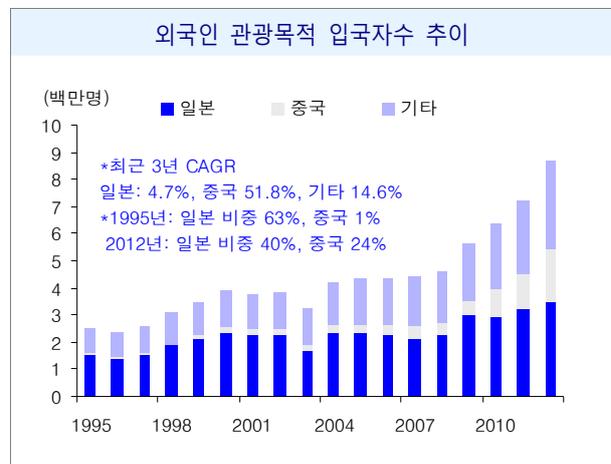
아웃바운드 시장이 규모의 경제 실현을 통해 상위 두 기업(하나투어, 모두투어)으로 재편된 것과 같이 인바운드도 상위 두 기업으로 재편될 수 밖에 없다. 그 이유는 1)호텔 확보와 2)외상구조 때문이다. 아웃바운드에서 원가 경쟁력을 키우기 위해 항공권을 확보해야 한다면 인바운드에서는 호텔(숙박)을 확보해야만 한다. 이에 따라 2009년부터 꾸준히 두 자릿수 이상 성장한 인바운드를 향후 성장 동력으로 인지하고 동사는 작년부터 호텔 사업에 뛰어들었다. 지난 4월 85억원을 투자하여 제주도 로베로 호텔(객실 115개)을 인수하여 모두관광개발에게 위탁경영을 맡겼고, 지난 10월에는 데일리 기준 50객실을 사용할 수 있는 조건으로 종로 아벤트리 호텔(객실 155개) 지분을 13.5% 출자하여 호텔 확보에 힘쓰고 있다. 또한, 중국 현지 아웃바운드 업체는 중국인이 여행을 마치고 무사히 다시 귀국해야만 지상비를 나중에 보내주는 ‘외상’ 구조로 되어있다. 즉, 중국인이 한국에 도착하기 전에 호텔, 식당 등을 모두 확보해야 한다는 뜻이다. 따라서, 인바운드도 막강한 자금력을 지니고 호텔 확보에 뛰어든 대형 여행사 중심의 성장으로 재편될 수밖에 없다는 판단이다.

Ctrip과의 독점 계약 진행 중, 향후 인바운드 성장 동력의 기반을 이미 확보한 것

동사는 중국 현지 아웃바운드 1위 업체인 Ctrip과 독점 계약 진행 중에 있다. Ctrip은 온라인 FIT(개별자유여행) 전문이고, 직원만 1만 명 이상을 보유하고 2012년 기준으로 중국인 10만명 이상을 한국에 송출했다. 한국에 수많은 여행사 중에서 동사를 최종적으로 선택한 이유는 모두투어인터내셔널(동사 인바운드 자회사, 중국 현지 30개 agency 확보)의 CEO가 중국 화교로 30년 넘게 구축한 인적 네트워크를 매우 중요하게 평가했기 때문이다. 현재는 서로간 직원 파견까지 이뤄진 상태이다. 동사는 2012년 기준으로 중국인 6만 7천명을 유치했고, 향후 Ctrip으로부터 10만명을 더 수용하게 된다. 단, 아직 올해가 독점 계약이 가시화 되는 첫 해이기 때문에 100%는 수용 하지 못하고 순차적으로 수용이 가능할 것이다. 3월 기준 현재 현황은 중국인이 40% y-y 성장하는 반면 일본인은 -20% y-y 감소를 지속하고 있다. 따라서 향후 동사는 중국인 유치에 있어 성장 동력의 기반을 이미 확보했다고 볼 수 있다.



자료: 한국관광공사, LIG투자증권



자료: 한국관광공사, LIG투자증권

모두투어 | [탐방] 미래가 기대되는 회사

## 인바운드 현황 및 계획

(단위: 명, %)

항목	2011	2012	2013E	2014E	2015E
전체(시장)	9,794,796	11,140,028	12,142,631	13,235,467	14,426,659
전체시장성장		14%	9%	9%	9%
중국인(시장)	2,220,196	2,836,892	3,262,426	3,849,662	4,542,602
중국시장성장		28%	15%	18%	18%
중국인비중	23%	25%	27%	29%	31%
일본인(시장)	3,289,051	3,518,792	3,521,363	3,441,221	3,318,132
일본시장성장		7%	0%	-2%	-4%
중국인비중	34%	32%	29%	26%	23%
모두투어인바운드	110,302	170,481	220,000	278,000	360,000
중국인	36,022	67,000	110,000	166,800	252,000
일본인	74,280	103,481	110,000	111,200	108,000
모두투어성장		55%	29%	26%	29%
중국인성장		86%	64%	52%	51%
일본인성장		39%	6%	1%	-3%
중국인비중	33%	39%	50%	60%	70%
일본인비중	67%	61%	50%	40%	30%
인바운드 M/S	1.1%	1.5%	1.8%	2.1%	2.5%
중국인 M/S	1.6%	2.4%	3.4%	4.3%	5.5%
일본인 M/S	2.3%	2.9%	3.1%	3.2%	3.3%

자료: Company Data, LIG투자증권

모두투어 | [탐방] 미래가 기대되는 회사

## 모두투어 실적추이(K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원, 천명)

항목	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012	2013E
영업수익	33.9	25.8	36.3	25.1	32.5	28.5	39.2	33.0	35.1	31.6	46.7	35.4	133.2	148.8
growth %	35.4%	-2.1%	-0.3%	-14.4%	-4.0%	10.4%	7.8%	31.6%	7.9%	11.0%	19.2%	7.2%	10.0%	11.7%
항공권	5.5	2.7	3.1	2.9	3.1	2.9	3.1	2.8	3.0	2.9	3.1	2.1	11.9	11.1
growth %	11.9%	-50.4%	-48.3%	-55.1%	-43.3%	6.9%	-0.6%	-3.2%	-4.9%	-1.6%	0.8%	-24.7%	-16.3%	-7.3%
sales %	16.3%	10.5%	8.6%	11.5%	9.6%	10.2%	7.9%	8.5%	8.5%	9.0%	6.7%	5.9%	9.0%	7.4%
기획여행	26.5	21.5	31.5	20.0	27.5	23.9	34.3	27.3	30.1	26.9	41.6	31.0	113.0	129.7
growth %	39.6%	9.7%	8.0%	-5.6%	3.8%	11.0%	9.0%	36.9%	9.5%	12.8%	21.4%	13.4%	13.6%	14.7%
sales %	78.3%	83.4%	86.6%	79.6%	84.6%	83.9%	87.5%	82.8%	85.9%	85.2%	89.1%	87.6%	84.9%	87.2%
기타수익	1.8	1.6	1.7	2.2	1.9	1.7	1.8	2.2	2.0	1.8	2.0	2.3	7.5	8.0
growth %	69.5%	24.6%	35.1%	30.4%	2.4%	7.6%	2.5%	-3.6%	2.9%	6.8%	9.5%	-21.1%	1.7%	-3.2%
sales %	5.4%	6.1%	4.8%	8.9%	5.7%	6.0%	4.6%	6.5%	5.6%	5.7%	4.2%	6.4%	5.6%	5.4%
영업비용	25.5	24.1	30.2	24.6	26.7	25.8	31.6	29.3	29.0	27.6	36.5	30.4	113.4	123.5
growth %	25.4%	11.8%	7.5%	-11.1%	4.6%	7.0%	4.8%	19.1%	8.8%	6.8%	15.3%	3.8%	6.8%	8.9%
margin %	75.4%	93.5%	83.1%	98.1%	82.0%	90.7%	80.8%	88.7%	82.7%	87.3%	78.1%	85.9%	85.2%	83.0%
영업이익	8.0	1.7	6.4	0.5	5.9	2.8	7.9	3.7	6.1	4.0	10.2	5.0	20.3	25.3
growth %	71.2%	-63.4%	-21.9%	-72.9%	-26.0%	63.6%	22.2%	678.1%	2.7%	40.6%	30.0%	33.8%	27.0%	24.3%
margin %	23.6%	6.8%	17.7%	1.9%	18.2%	10.0%	20.1%	11.3%	17.3%	12.7%	21.9%	14.1%	15.3%	17.0%
세전이익	8.5	2.5	6.9	0.4	6.5	3.0	8.4	4.1	6.6	4.6	10.8	5.6	22.0	27.6
growth %	63.0%	-45.4%	-20.4%	-84.7%	-23.8%	19.6%	22.1%	1037.8%	2.0%	51.8%	28.8%	36.7%	20.2%	25.5%
margin %	25.2%	9.8%	18.9%	1.4%	20.0%	10.6%	21.4%	12.3%	18.9%	14.5%	23.1%	15.7%	16.5%	18.6%
순이익	6.2	1.9	5.2	0.0	5.1	2.3	6.5	3.2	5.0	3.5	8.2	4.2	17.1	20.8
growth %	56.7%	-46.9%	-20.0%	-100.4%	-18.7%	25.3%	25.3%	흑전	-0.8%	49.0%	25.5%	31.2%	28.9%	22.0%
margin %	18.4%	7.2%	14.3%	0.0%	15.6%	8.2%	16.6%	9.9%	14.3%	11.0%	17.5%	11.9%	12.8%	14.0%
총 출국자수	3,228	2,936	3,502	3,027	3,370	3,225	3,700	3,442	3,572	3,418	3,922	3,648	13,737	14,561
동사 출국자수	295	258	311	274	329	284	340	308	363	320	379	348	1,261	1,410
모두투어 M/S	9.1%	8.8%	8.9%	9.1%	9.8%	8.8%	9.2%	9.0%	10.2%	9.4%	9.7%	9.5%	9.2%	9.7%

자료: LIG투자증권

모두투어 | [탐방] 미래가 기대되는 회사

대차대조표

(십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	112	130	152	182
현금및현금성자산	28	38	49	63
매출채권 및 기타채권	19	21	24	27
재고자산	0	0	0	0
비유동자산	24	25	27	30
투자자산	16	17	20	22
유형자산	1	1	1	1
무형자산	1	1	1	1
<b>자산총계</b>	<b>136</b>	<b>155</b>	<b>180</b>	<b>212</b>
유동부채	52	57	64	74
매입채무 및 기타채무	35	39	44	50
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	10	11	12	14
사채 및 장기차입금	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>62</b>	<b>68</b>	<b>77</b>	<b>88</b>
지배기업소유지분	72	85	101	121
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	30	30	30	30
이익잉여금	46	60	75	96
기타자본	-9	-9	-9	-9
비지배지분	2	2	2	3
<b>자본총계</b>	<b>73</b>	<b>87</b>	<b>103</b>	<b>124</b>
총차입금	13	14	16	18
순차입금	-65	-78	-95	-115

손익계산서

(십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	125	137	155	178
증가율(%)	N/A	10.0	12.4	14.9
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	125	137	155	178
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	111	115	131	146
영업이익	14	22	23	32
영업이익률(%)	11.4	16.0	16.3	17.9
EBITDA	15	23	24	33
EBITDA M%	12.3	16.7	15.7	18.5
영업외손익	2	3	4	5
지분법관련손익	0	2	2	2
금융손익	2	2	2	2
기타영업외손익	0	0	0	0
세전이익	19	25	27	37
법인세비용	5	6	5	10
당기순이익	14	19	22	27
지배주주순이익	14	19	22	26
지배주주순이익률(%)	11.0	14.2	14.3	15.2
비지배주주순이익	0	0	0	1
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	13	19	22	27
EPS 증가율(%, 지배)	N/A	43.1	12.0	21.8
이자손익	2	2	2	2
총외화관련손익	0	0	0	0

현금흐름표

(십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업활동 현금흐름	15	20	25	31
영업에서 창출된 현금흐름	19	24	28	38
이자 수취	2	2	2	2
이자 지급	0	0	0	0
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-6	-6	-5	-10
투자활동 현금흐름	-11	-8	-10	-15
유동자산의 감소(증가)	-50	-5	-7	-9
투자자산의 감소(증가)	-16	-2	-2	-3
유형자산 감소(증가)	-1	0	0	0
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	-5	-3	-4	-2
사채및차입금 증가(감소)	13	1	2	2
자본금및자본잉여금 증감	35	0	0	0
배당금 지급	-5	-5	-5	-5
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결법위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
<b>현금증감</b>	<b>-1</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>14</b>
기초현금	29	28	38	49
기말현금	28	38	49	63
<b>FCF</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>31</b>

주요지표

	2011A	2012E	2013E	2014E
총발행주식수(천주)	8,400	12,600	12,600	12,600
시가총액(십억원)	202	379	377	377
주가(원)	16,080	30,100	29,900	29,900
EPS(원)	1,076	1,539	1,724	2,099
BPS(원)	6,344	7,398	8,640	10,258
DPS(원)	500	500	500	500
PER(X)	14.9	19.6	17.3	14.2
PBR(X)	2.5	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA(X)	9.1	13.2	11.7	8.0
ROE(%)	18.8	24.3	23.4	23.8
ROA(%)	10.2	13.4	13.3	13.8
ROIC(%)	N/A	-487.7	-438.6	-450.9
배당수익률(%)	3.1	1.7	1.7	1.7
부채비율(%)	84.5	78.5	74.4	71.1
순차입금/자기자본(%)	-88.2	-90.4	-91.8	-93.0
유동비율(%)	213.7	226.6	236.2	245.1
이자보상배율(X)	523.8	N/A	N/A	N/A
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권 회전율	6.5	6.8	6.9	7.0
재고자산 회전율	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: LIG투자증권

모두투어 | [탐방] 미래가 기대되는 회사

Compliance Notice | 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

▶ 모두투어(080160)

▶ 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2013.01.29	2013.03.12				
투자의견	BUY	BUY				
목표주가	36,000원	36,000원				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

▶ Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(0%~15%) · REDUCE(0% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	

▶ Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.