

## 모두투어(080160)

### 매수(유지)

목표주가: 34,000원(유지)

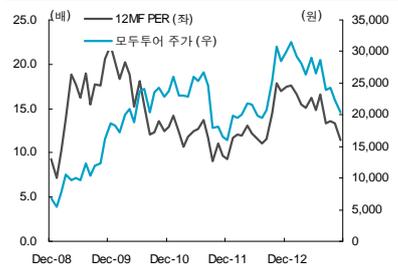
#### Stock Data

KOSPI(11/15)	2,006
주가(11/15)	20,400
시가총액(십억원)	257
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	32,000/20,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,967
유동주식비율/외국인지분율(%)	76.6/18.1
주요주주(%)	우종웅 외 7인 17.9
	국민연금공단 8.8

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(11.3)	(28.2)	(31.1)
상대주가(%p)	(9.6)	(29.9)	(38.3)

#### 12MF PER 추이



자료: WISEIn 컨센서스

### NDR 후기: 2014년 도약이 기대된다

#### 북미 기관투자자 대상 기업설명회(NDR) 실시

모두투어는 11~13일에 미주 지역 기관투자자를 대상으로 NDR을 실시했다. 투자자들은 산업 경쟁 상황, 개별자유여행(FIT) 시장에 대한 동사의 대응 전략, 점유율 지속 상승 가능 여부, 중국 자유법 실시에 따른 국내 인바운드 시장의 현황 및 전망, 2014년 실적 전망 등에 관심이 많았다. 모두투어는 꾸준한 성장이 예상되는 국내 아웃바운드 산업 내에서 저비용항공사(LCC, Low Cost Carrier)의 점유율 상승과 FIT 시장 진출 등을 통해 점유율의 지속 상승 가능성에 자신감을 내비쳤다. 금년에는 각종 악재 및 비용 집행 증가로 실적이 부진했으나 2014년에는 비용의 정상화로 수익성 개선을 강조했다.

#### 2014년 수익성 정상 수준 회복 예상

모두투어는 2013년 별도기준 매출액은 전년대비 9% 증가한 1,450억원, 영업이익은 전년 수준인 210억원을 예상했다. 금년 실적은 VI(볼륨 인센티브) 정책 시행에 따른 대리점 지급 수수료 인상과 임금제도 변경 관련 인건비 인상으로 수익성이 낮을 것으로 보인다. 단기적으로 실적에 영향을 미칠 수 있는 리스크로 방일여행 수요 감소와 태국 탁신 전총리 관련 태국 사태 장기화 우려, 자연재해 등을 꼽았다. 2014년 매출액과 영업이익은 보수적으로 전년대비 각각 10%, 20% 이상 증가할 것으로 전망해 수익성이 정상수준으로 회복될 것으로 예상했다. 연결기준 자회사의 매출액과 영업이익은 각각 70억원과 10억원을 제시했다.

#### 국내 아웃바운드 시장과 패키지 시장 성장성은 견고

국내 아웃바운드 여행 시장은 1) 소득 수준의 견조한 증가, 2) LCC의 지속 성장, 3) 여가 문화 확산에 따른 여행소비심리 변화, 4) 원달러 환율 하향 안정화로 꾸준히 성장할 것으로 예상했다. 국내 패키지 여행 시장은 한국인의 짧은 휴가기간, 언어 장벽 등 특성과 여행 연령층 확대, 원가 경쟁력을 고려할 때 성장성은 견고하다고 판단한다.

#### 신규 시장 플레이어의 성장에 따른 영향은 제한적

신규 시장 플레이어가 빠르게 성장함에 따라 경쟁 심화와 점유율 하락에 대한 우려가 제기됐지만 그 영향은 크지 않다고 예상했다. 신규 플레이어는 상위업체들과 경쟁하지 않는 FIT 영역에 집중해 사업을 해왔고, 규모의 경제를 누릴 수 있는 패키지와는 원가 경쟁력 차이가 존재하기 때문이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2011A	125	16	19	14	1,108	(40.1)	17	14.5	7.8	1.7	20.0
2012A	138	21	23	18	1,437	29.7	23	20.9	13.3	4.0	22.7
2013F	148	14	20	15	1,238	(13.8)	16	16.5	10.9	2.5	17.1
2014F	163	24	29	22	1,798	45.2	26	11.3	6.3	2.2	21.8
2015F	179	29	35	26	2,144	19.3	32	9.5	4.8	1.9	22.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

### 개별자유여행시장(FIT) 진출, 내년부터 구체화

모두투어의 최근 주가 흐름이 경쟁사대비 상대적으로 약했던 이유는 FIT 시장에 대한 대응이 미진했기 때문이다. 내년에는 FIT 시장에 대한 투자를 확대해 나갈 예정이며, 상품 예약 시스템 개발 등에 소요되는 시간이 길지 않고, 기존 투어 사업을 하면서 쌓은 노하우 등이 있기 때문에 빠른 시간 내에 경쟁사를 따라잡을 수 있을 것으로 전망했다.

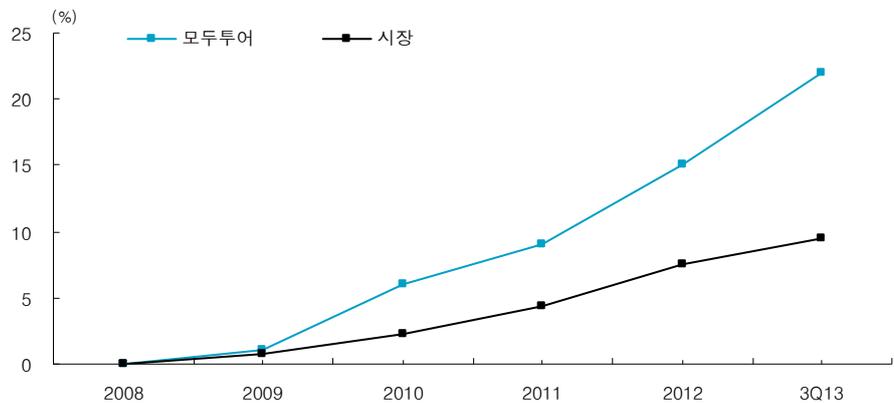
### 인바운드 시장, 정상화 이후 수혜 예상

중국 여유법 실시는 패키지 가격 상승으로 단기적인 모객수 감소 영향은 피할 수 없지만, 중장기적인 관점에서 인바운드와 아웃바운드 측면 모두에서 긍정적인 것이다. 인바운드 측면에서 수탁금 비중이 증가하고 쇼핑 수수료 의존도가 낮아져 원가 구조 정상화가 기대되고 업계 구조 개편으로 호텔 등 인프라를 갖춘 모두투어가 중장기 수혜를 누릴 것이다. 아웃바운드 측면에서 중국인의 동남아 여행 감소는 국내 아웃바운드 관광객에 대한 원가 하락으로 수익 개선이 기대된다. 모두투어는 방한중국인 감소세가 내년 상반기까지 이어질 것으로 예상했다.

### 투자의견 '매수' 및 목표주가 34,000원 유지

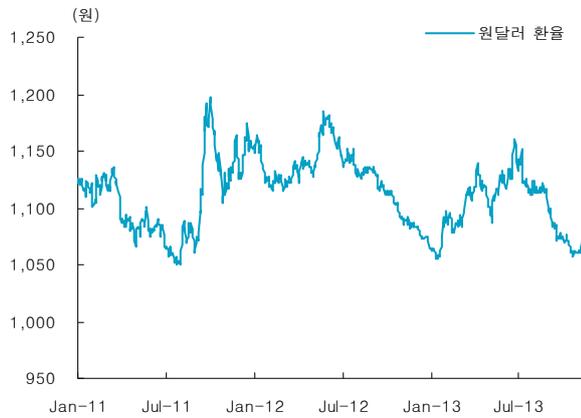
모두투어에 대한 투자의견 매수와 목표주가 34,000원(2014년 EPS에 목표PER 18배 적용)을 유지한다. 내국인의 해외 여행은 소득 수준 증가와 여가 문화 확대로 꾸준히 증가해 아웃바운드 여행시장은 지속 성장할 것으로 예상된다. 2014년 수익성은 비용 정상화로 개선될 것이다. 12개월 forward PER이 역사적 저점 수준인 12배로 밸류에이션 매력도 높다. FIT 시장에 대한 미진한 대응은 그동안 주가를 눌러온 요인 중 하나였는데, 내년부터 뚜렷한 전략이 구체화될 것으로 예상되어 긍정적이다. 모두투어는 인바운드 시장이 회복되면 가장 큰 수혜를 누릴 것으로 예상돼 주가 재평가를 기대한다.

[그림 1] 저비용항공사(LCC) 국제 항공 노선 점유율- 모두투어가 시장대비 높아



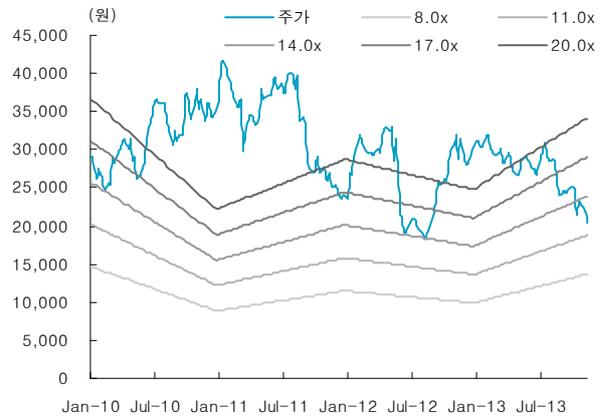
주: 모두투어의 점유율은 모두투어의 항공사 공급물량 중에 저비용항공사가 차지하는 비중  
자료: 모두투어, 국토교통부, 한국투자증권

[그림 2] 원달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 12개월 forward PER band chart



자료: 모두투어, Quantiwise, 한국투자증권

<표 1> 연결기준 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	36.5	30.6	44.4	36.6	137.9	148.2	163.0	178.7
영업이익	4.8	(0.0)	6.3	3.2	21.3	14.3	23.7	29.0
영업이익률	13.1	(0.1)	14.2	8.7	15.4	9.6	14.6	16.2
세전이익	5.5	1.3	8.1	4.7	23.0	19.6	29.3	35.0
순이익	4.2	0.8	6.3	3.6	17.6	15.0	22.3	26.6

주: 3Q13F 연결기준 실적은 공시전으로 한국증권 추정치

자료: 모두투어, 한국투자증권

<표 2> 별도기준 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	32.5	28.5	39.2	32.6	35.9	29.9	43.3	34.7	132.8	143.8	157.8	172.4
항공권	3.1	2.9	3.1	2.8	2.9	1.9	2.3	2.6	11.9	9.7	9.5	9.8
해외여행알선수익	27.5	23.9	34.3	27.4	30.5	25.9	38.7	29.8	113.2	124.9	138.2	152.4
기타	1.9	2.1	1.8	2.6	3.2	2.3	2.3	2.3	8.4	10.1	10.1	10.2
영업비용	26.7	25.8	31.5	28.1	30.3	28.1	34.5	30.5	112.1	123.3	132.3	142.7
영업이익	5.9	2.8	7.6	4.5	6.3	1.8	8.8	4.3	20.9	21.2	25.4	29.7
영업이익률	18.2	10.0	19.5	13.9	17.6	6.0	20.4	12.3	15.8	14.7	16.1	17.2
세전이익	6.5	3.0	8.4	4.5	6.2	2.5	9.8	4.8	22.4	23.2	27.6	31.8
순이익	5.1	2.3	6.5	3.4	4.7	1.9	7.4	3.6	17.3	17.7	21.1	24.3

자료: 모두투어, 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

모두투어는 1989년 설립된 여행업체로 2005년 7월 코스닥 시장에 상장됐다. 모두투어는 대리점을 통해 간접판매(홀세일) 하는 영업방식을 주로 하고 있다. 연결대상 종속법인은 모두관광개발, 모두투어에이치앤디, 모두투어인터내셔널, 크루즈인터내셔널, 투어테인먼트 5개 업체다.

- 아웃바운드(Outbound) 여행: 국내 관광객을 해외로 보내는 것
- 인바운드(Inbound) 여행: 외국 관광객을 국내로 유치하는 것

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	112	115	129	145	163
현금성자산	28	42	46	52	59
매출채권및기타채권	19	28	30	33	36
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	24	33	35	42	46
투자자산	16	16	17	19	21
유형자산	1	10	10	14	14
무형자산	1	1	1	2	2
자산총계	136	149	164	187	208
유동부채	52	55	60	68	70
매입채무및기타채무	35	34	39	42	43
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	10	10	10	12	12
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1	1	1	1	1
부채총계	62	65	71	79	82
지배주주지분	72	83	92	106	124
자본금	4	6	6	6	6
자본잉여금	30	28	28	28	28
자본조정	(8)	(11)	(11)	(11)	(11)
이익잉여금	45	59	68	82	99
비지배주주지분	2	1	1	2	3
자본총계	73	84	93	108	127

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	15	22	18	24	23
당기순이익	14	18	15	22	27
유형자산감가상각비	1	1	2	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(2)	(1)	1	(1)	(6)
기타	2	4	0	1	0
투자활동현금흐름	(11)	(1)	(7)	(12)	(9)
유형자산투자	(1)	(10)	(2)	(6)	(2)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(9)	9	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(1)	(0)	(1)	(0)	(1)
기타	0	0	(3)	(5)	(5)
재무활동현금흐름	(5)	(7)	(7)	(6)	(8)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	0	(1)	(2)	0	0
배당금지급	(5)	(4)	(5)	(6)	(8)
기타	0	(2)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	(1)	14	4	6	7

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	125	138	148	163	179
매출원가	0	1	0	0	0
매출총이익	125	137	148	163	179
판매관리비	109	115	134	139	150
영업이익	16	21	14	24	29
금융수익	2	2	2	2	3
이자수익	2	2	2	2	3
금융비용	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	(0)	3	3	3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	19	23	20	29	35
법인세비용	5	5	5	7	8
연결당기순이익	14	18	15	22	27
지배주주지분순이익	14	18	15	22	26
기타포괄이익	(0)	0	0	0	0
총포괄이익	13	18	15	23	27
지배주주지분포괄이익	13	18	15	22	26
EBITDA	17	23	16	26	32

## 주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	1,108	1,437	1,238	1,798	2,144
BPS	9,517	7,438	8,167	9,282	10,680
DPS	500	450	500	650	700
성장성(% YoY)					
매출증가율	2.6	10.3	7.4	10.0	9.7
영업이익증가율	0.5	31.6	(32.9)	66.4	22.1
순이익증가율	(8.8)	29.7	(15.0)	44.7	19.3
EPS증가율	(40.1)	29.7	(13.8)	45.2	19.3
EBITDA증가율	1.7	31.0	(27.7)	60.1	21.3
수익성(%)					
영업이익률	12.9	15.4	9.6	14.6	16.2
순이익률	10.8	12.7	10.1	13.3	14.4
EBITDA Margin	13.8	16.4	11.0	16.1	17.8
ROA	10.4	12.4	9.6	12.7	13.4
ROE	20.0	22.7	17.1	21.8	22.4
배당수익률	3.1	1.5	2.5	3.2	3.4
안정성					
순차입금(십억원)	(64)	(63)	(73)	(83)	(94)
차입금/자본총계비율(%)	18.7	20.0	15.8	13.7	11.7
Valuation(X)					
PER	14.5	20.9	16.5	11.3	9.5
PBR	1.7	4.0	2.5	2.2	1.9
PSR	1.1	2.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.8	13.3	10.9	6.3	4.8

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
모두투어(080160)	2012.12.14	매수	40,300 원
	2013.10.18	매수	34,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2013년 11월 17일 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
- 중 립 : 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 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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.