

모두투어 (080160)



호텔, 레저 애널리스트
박성호입니다.

(02)3770-3476

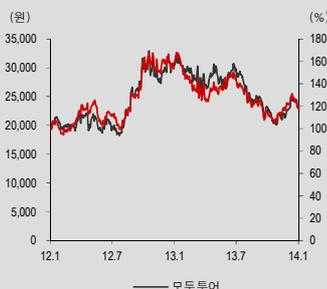
☐ sungho.park@tongyang.co.kr

투자 의견: BUY (M)
목표주가: 30,000원 (M)

주가	22,650원
자본금	63억원
시가총액	2,854억원
주당순자산	8,199원
부채비율	86.73%
총발행주식수	12,600,000주
60일 평균 거래대금	25억원
60일 평균 거래량	112,228주
52주 고	31,900원
52주 저	20,100원
외인지분율	17.96%
주요주주	우종웅 외 6인 17.85%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(0.2)	(1.9)	(26.2)
상대	(2.7)	3.0	(27.0)
절대(달러환산)	(2.7)	(3.8)	(25.4)



자료: Datastream

중국 인바운드 사업 업데이트

2014E 영업이익(별도) : 가이던스 250억원, 당사 추정 223억원

동사의 2014E 별도기준 가이던스 : **매출액 1,662억원, 영업이익 250억원**. 주요 가정은 국내 출국자증 가을 +6% YoY, M/S 개선 +1.1%p YoY. M/S 개선의 근거는 1)2013년에 발생했던 전세계 결항상태와 같은 각종 악재 소멸, 2)항공권 티켓판매 영업강화에 따른 것. 후자의 경우, B2C 소매여행사에 2차로 판매되는 B2B 항공권 판매확대를 위해 프로모션(수수료)을 강화하는 방식으로 진행될 것

동사의 2014E 별도기준 당사 추정치 : **매출액 1,611억원, 영업이익 223억원**. 당사의 가정은 국내 출국자증가율 +7.6% YoY, M/S 개선 +0.6%p YoY

영업비용 특이사항 : 2014년 영업비용 구조에서 특이사항은 2가지로 정리. 1)**동사의 매출액 대비 대리점 수수료 비율은 2012년 33.4% → 2013년 35.6% → 2014년(e) 33~34%로 축소될 것**. 2013년에 시행된 대리점 불륜인센티브 정책이 폐지되기 때문. 2)**2014년 10월로 예정된 여행박람회와 관련해 2014년 광고선전비 35~40억원 지출 예정**. 동 비용의 절반은 4Q14에 인식될 것이며, 나머지 절반은 1Q~3Q14에 나눠서 인식될 예정. 대리점수수료 감소분과 광고선전비 인상분은 대략 일치. 그 외에 영업비용의 특이사항 없어 2014년 영업레버리지 효과 기대 가능

중국 인바운드 사업 모멘텀을 대비한 준비작업 진행

동사의 연결자회사 모두투어인터내셔널(인바운드 사업 영위)의 모객인원은 2012년 17만명 → 2013년 13만명 → 2014년(e) 10만명으로 감소 예상.[그림1~2] **중국인 모객은 2013년 8.5만명 → 2014년(e) 8.0만명으로 5% 가량 감소**하는데 그칠 것이나, 일본인 모객은 2013년 4.6만명 → 2014년(e) 2.0만명으로 50% 이상 감소할 전망. 중국인 모객은 여유법 효과로부터의 회복으로 인해 전년수준의 모객을 유지할 것이나, 일본인 모객은 중국 인바운드 사업에 대한 회사의 전략적 집중 정책으로 급격한 감소를 기록할 것

중국 여유법 시행 이후, 중국 인바운드 사업의 수익구조 개선 중. 구체적으로, 중국 아웃바운드 여행사로부터 받는 지상비가 여행원가의 80% 수준으로 상승함에 따라, **중국인 1인 모객당 영업수익은 기존의 0~1만원 → 4~5만원으로 상승**. 2014년 중국인 인바운드 예상 모객인원 8만명에 1인당 영업수익 4만원을 대입시, 2014년 중국 인바운드 부문의 영업수익은 32억원[그림3 참조; 4Q에 추가로 인식되는 수수료 수익 제외 기준]. 한편, 2014년 상반기에는 일본 여행사의 지상비 미송금에 따른 대손충당금 10억원이 추가적으로 인식되면서 연결자회사 영업수익 예상. 연결자회사들의 2014년 연간 영업이익은 BEP 가능

마지막으로, 동사는 중국 인바운드 사업경쟁력 제고를 위해 호텔사업 강화 예정. 구체적으로, **모두투어 REITs 설립을 통한 비즈니스호텔 사업 추진**. 동 REITs 는 오는 2014년 8월 리모델링이 끝나는 충무로 호텔과 추가적으로 1~2개 호텔을 경영하게 될 것. 참고로, 동 REITs 는 오는 2014년 하반기 상장 계획

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,250	1,379	1,470	1,682	1,811
영업이익	162	213	157	225	282
영업이익률	13.0	15.4	10.7	13.4	15.6
지배주주귀속 순이익	136	176	154	195	233
지배주주 귀속 EPS	1,613	1,395	1,225	1,549	1,848
(증가율)	-8.8	-13.5	-12.2	26.4	19.3
PER	20.8	18.9	18.5	14.6	12.3
PBR	3.5	3.6	2.8	2.4	2.1
ROE	20.0	22.7	17.9	20.2	20.7

자료: 동양증권

[표1] 모두투어 2014E 연결 영업이익 225억원(+45% YoY)

(단위: 억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013E	2014E
연결매출액	365	306	439	360	425	358	498	401	1,379	1,470	1,682
본사	359	299	433	340	411	344	483	373	1,334	1,431	1,611
자회사	6	7	7	20	14	15	15	28	45	39	71
연결영업이익	48	-2	72	37	65	28	97	35	213	155	225
본사	56	18	88	37	71	33	97	22	212	199	223
자회사	-8	-20	-16	0	-6	-5	0	13	1	-44	2
OPM	13%	-1%	16%	10%	15%	8%	20%	9%	15%	11%	13%
본사	16%	6%	20%	11%	17%	10%	20%	6%	16%	14%	14%
자회사	-138%	-297%	-243%	0%	-43%	-35%	0%	47%	2%	-114%	3%
연결순이익(지배주주)	44	12	66	32	56	26	83	30	176	154	195
NIM	12%	4%	15%	9%	13%	7%	17%	8%	13%	11%	12%
성장성(YoY)											
연결매출액	10%	3%	8%	5%	16%	17%	13%	12%	10%	7%	14%
연결영업이익	-16%	적전	-5%	-30%	36%	특전	35%	-7%	32%	-27%	45%
연결순이익	-11%	-50%	-1%	-10%	28%	118%	25%	-6%	30%	-12%	26%

주: 4Q13 연결실적은 당사 추정치. 4Q13 본사실적은 2013년 1월 23일 발표된 잠정실적 기준

자료: 동양증권 리서치센터

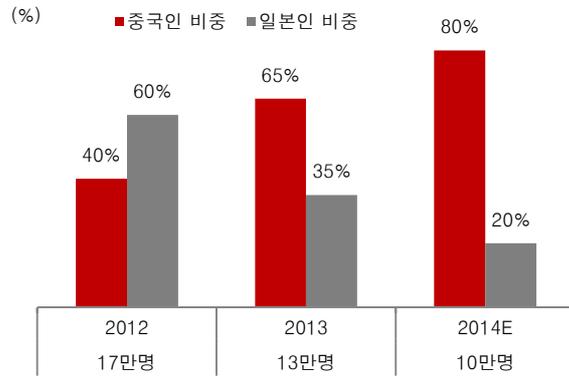
[표2] 모두투어 2014E 별도기준 영업이익 223억원(+12% YoY)

(단위: 억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E
한국 출국자(만명)	372	350	402	360	402	375	432	389	1,374	1,485	1,598
모두 패키지승객(만명)	26	22	25	22	29	24	28	25	93	94	106
모두 항공권승객(만명)	10	9	10	10	12	11	12	12	41	39	47
증가율(YoY)											
한국 출국자	10.5%	8.7%	8.7%	4.5%	8.0%	7.0%	7.5%	8.0%	8.2%	8.1%	7.6%
모두 패키지승객	10.6%	9.4%	6.0%	4.4%	12.7%	12.2%	12.7%	13.2%	11.2%	1.5%	12.7%
모두 항공권승객	4.8%	4.0%	5.8%	4.4%	19.4%	19.5%	20.3%	19.8%	11.1%	-4.1%	19.7%
모두투어 M/S	9.6%	8.7%	8.7%	8.9%	10.2%	9.3%	9.3%	9.5%	9.7%	9.0%	9.6%
수탁금	3,239	2,795	3,452	2,884	3,620	3,117	3,867	3,243	11,948	12,371	13,847
매출전환율(패키지)	11.8%	11.8%	14.2%	12.9%	12.0%	12.0%	14.1%	12.7%	12.2%	12.7%	12.7%
매출전환율(발권)	4.5%	3.0%	3.2%	3.9%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.5%	3.6%	4.2%
영업이익	359	299	433	340	411	344	483	373	1,334	1,431	1,611
항공권대매수익	29	18	23	26	32	30	36	33	119	97	131
국제관광알선수익	305	258	387	287	343	289	423	313	1,132	1,237	1,368
기타알선수익	25	16	14	18	28	17	16	20	69	73	81
기타수익	7	7	9	9	8	8	8	8	14	31	31
영업비용	303	281	345	303	340	311	386	352	1,122	1,232	1,388
급여 및 성과급	101	100	104	99	108	106	113	118	385	403	446
광고선전비	11	14	13	20	21	18	23	34	47	59	96
여행비지급수수료	127	106	156	120	136	113	159	123	445	509	532
지급수수료	27	23	33	25	29	24	34	26	31	107	113
기타	36	38	40	40	46	50	55	51	214	153	202
영업이익	56	18	88	37	71	33	97	22	212	199	223
OPM	15.7%	6.0%	20.4%	10.9%	17.3%	9.5%	20.2%	5.8%	15.9%	13.9%	13.8%
순이익	47	19	74	34	59	30	78	16	173	174	184
NIM	13.2%	6.4%	17.0%	9.9%	14.3%	8.8%	16.2%	4.3%	12.9%	12.2%	11.4%
성장성(YoY)											
수탁금	5%	0%	6%	3%	12%	12%	12%	12%	7%	4%	12%
매출액	10%	4%	10%	4%	14%	15%	12%	10%	9%	7%	13%
영업이익	-5%	-37%	12%	-18%	27%	81%	11%	-41%	32%	-6%	12%
순이익	-6%	-18%	13%	0%	24%	58%	6%	-52%	30%	1%	5%

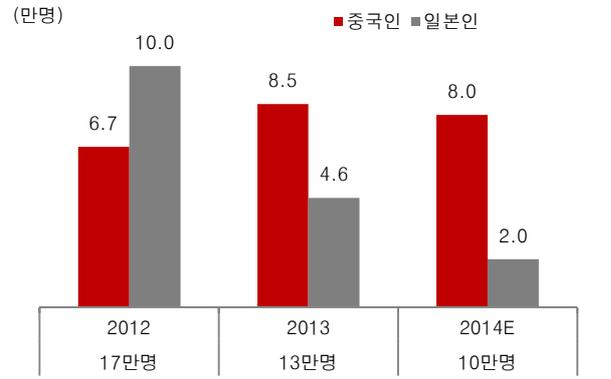
자료: 동양증권 리서치센터

[그림1] 모두투어인터내셔널(주), 총 모객인원수 추이 및 전망



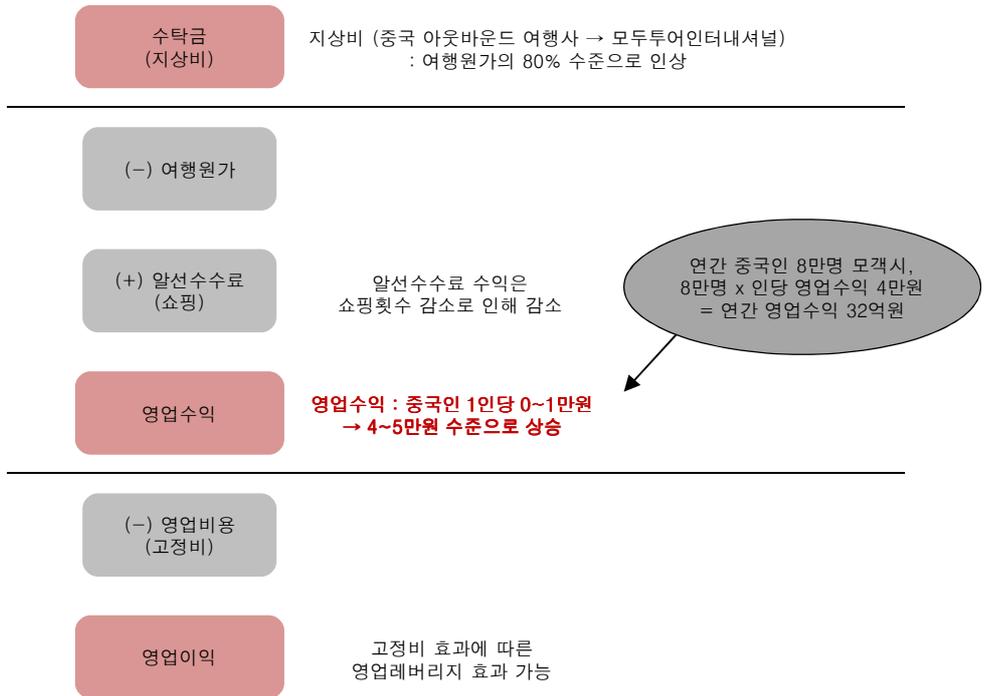
주: X 축 하단의 수치는 총 모객인원을 의미
자료: 모두투어

[그림2] 모두투어인터내셔널(주), 국적별 인바운드 모객수 추이 및 전망



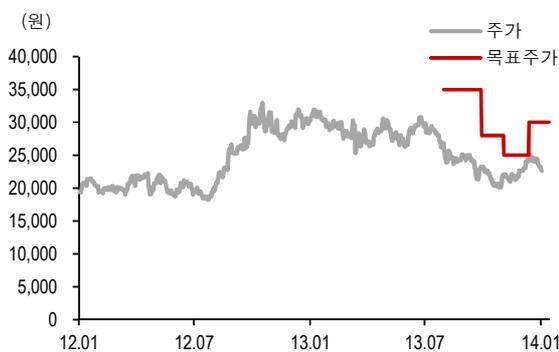
주: X 축 하단의 수치는 총 모객인원을 의미
자료: 모두투어, 동양증권 리서치센터

[그림3] 모두투어인터내셔널(주), 수익구조 변화



자료: 동양증권 리서치센터

모두투어 (080160) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2014-01-29	BUY	30,000
2014-01-24	BUY	30,000
2014-01-08	BUY	30,000
2013-11-29	HOLD	25,000
2013-10-25	BUY	28,000
2013-08-26	BUY	35,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 등 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.