

모두투어 (080160)

매력적인 밸류에이션 구간, 장기 성장성에 초점

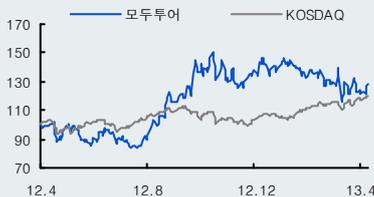
호텔/레저

Company update
2013. 5. 9

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	35,000
현재주가(13/05/08, 원)	28,050
상승여력	25%

영업이익(13F, 십억원)	26
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	24
EPS 성장률(13F, %)	32.7
MKT EPS 성장률(13F, %)	20.2
P/E(13F, x)	15.4
MKT P/E(13F, x)	9.4
KOSDAQ	576.70
시가총액(십억원)	353
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	76.6
외국인 보유비중(%)	16.0
베타(12M, 일간수익률)	0.65
52주 최저가(원)	17,550
52주 최고가(원)	37,750

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.7	-8.5	29.4
상대주가	8.7	-10.7	29.9



호텔/레저/Small cap

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

일본향 아웃바운드 수요 재개 영향으로 차별적 주가 흐름이 진행되었던 1분기

2012년 10월 이후 엔화 약세가 본격화되며 일본 여행에 대한 pent-up 수요 재개로 일본향 아웃바운드 여행객수는 급격히 반등해왔다. 일본 입국 한국 여행객은 12.4Q 전년동기대비 35% 급증한 데 이어 13.1Q에도 37% 성장했다. 하나투어는 모두투어 대비 일본 아웃바운드에 상대적 강점을 가지고 있고 전체 송출객 내 일본향 비중도 6% 이상 높아 최근 변화된 트렌드에 가장 직접적 수혜를 받은 것으로 분석된다. 이로 인해 1분기 양 사의 주가흐름은 눈에 띄게 차별적이었고, 연초 이후 4월 말까지 주가수익률은 하나투어 +22%, 모두투어 -9%로 수익률 격차가 30% 이상 확대되었다.

중장기 아웃바운드 사업 모델은 유사, 밸류에이션 매력은 모두투어가 높음

2010년 이후 로컬 저가항공사의 본격적 성장과 산업 내 구조조정으로 촉발된 대형 여행사 중심의 M/S 확대와 마진 개선 모멘텀은 이미 충분히 시장에 인지돼온 것으로 판단된다. 하나투어 대비 모두투어의 분기 매출 규모는 계절적 요인으로 편차가 있지만 49%~54% 사이를 유지하고 있다. 따라서 큰 그림으로 볼 때 2012년 평균 하나투어 대비 P/E배수 할인률인 14.4%가 여전히 적절한 밸류에이션 갭으로 판단된다. 현재 당사 추정치 기준 13F P/E는 하나투어가 20.1배, 모두투어가 15.4배로 멀티플 갭이 23.4%로 확대되어 있어 모두투어의 상대적 밸류에이션 매력도가 높은 것으로 보인다. 본격적 성수기에 진입하는 7월의 예약률은 전년대비 20.9% 증가한 것으로 파악되고 있어 3분기 실적 모멘텀이 부각될 가능성이 높다.

중국 인바운드: 아직은 작지만 장기적으로 큰 성장동력

국내 여행사들이 다시 한 번 리레이팅 되기 위해서는 이미 반영된 아웃바운드 시장 확대 외의 성장 동력이 본격화될 필요가 있다. 가장 기대감이 큰 부분은 인바운드 시장, 특히 빠르게 성장 중인 중국 여행객 시장 선점이다. 현재 중국의 한국행 여행객 증가는 대부분 현지 여행업체가 담당하고 있지만 국내에서 중국 인바운드 사업을 진행 중인 업체 중 1위는 모두투어의 자회사인 모두투어인터내셔널이다. 2012년 6만 9천명의 중국인 관광객을 유치했으며 2013년 10만명 유치를 목표로 하고 있다. 게다가 올해부터 중국 현지 온라인 여행사인 C-Trip과 협력 관계를 유지하게 돼 향후 성장 모멘텀은 강화될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 35,000원 유지

모두투어의 적정주가를 산출함에 있어 하나투어의 주가산정에 적용한 13F P/E배수 22.6배를 14.4% 할인 적용했다. 적정배수를 할인 적용한 이유는 1위 업체의 프리미엄을 반영하기 위해서이다. 13F 예상 EPS에 적정 P/E 19.6배를 적용한 목표주가 35,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	117	121	133	165	199	222
영업이익 (십억원)	18	17	21	26	31	36
영업이익률 (%)	14.9	13.7	15.9	15.8	15.8	16.4
순이익 (십억원)	15	13	17	23	27	31
EPS (원)	1,182	1,052	1,370	1,818	2,118	2,468
ROE (%)	26.3	19.7	22.6	26.1	25.7	24.5
P/E (배)	20.0	15.3	22.0	15.4	13.2	11.4
P/B (배)	4.2	2.6	4.1	3.4	2.8	2.4

주: K-IFRS 별도 기준

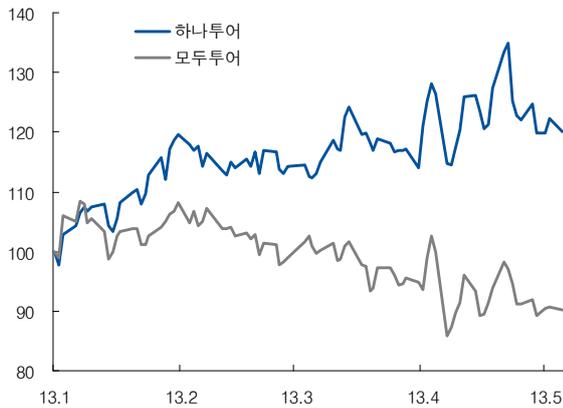
자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

일본향 아웃바운드 수요 재개 이후 차별적 주가 움직임 지속

2012년 10월 이후 엔화 약세가 본격화되며 일본 여행에 대한 pent-up 수요 재개로 일본향 아웃바운드 여행객수는 급격히 반등해왔다. 일본 입국 한국 여행객은 12.4Q 전년동기대비 35% 급증한 데 이어 13.1Q에도 37% 성장했다. 13.1Q 월별 평균여행객수는 22만 5천명으로 2011년 2월 이후 최고 수준이었다. 하나투어는 모두투어 대비 일본 아웃바운드에 상대적 강점을 가지고 있고 전체 송출객 내 일본향 비중도 6% 이상 높아 최근 변화된 트렌드에 가장 직접적 수혜를 받은 것으로 분석된다. 이로 인해 연초 이후 양 사의 주가흐름은 눈에 띄게 차별적이었고, 4월말 기준 연초 이후 주가수익률은 하나투어 +22%, 모두투어 -9%로 수익률 편차가 30% 이상 확대되었다. 일반적으로 모두투어의 송출객수는 하나투어의 절반 정도로 볼 수 있는데, 최근 하나투어를 통한 일본 여행객 수는 모두투어 일본 송출객의 네 배 수준이었다.

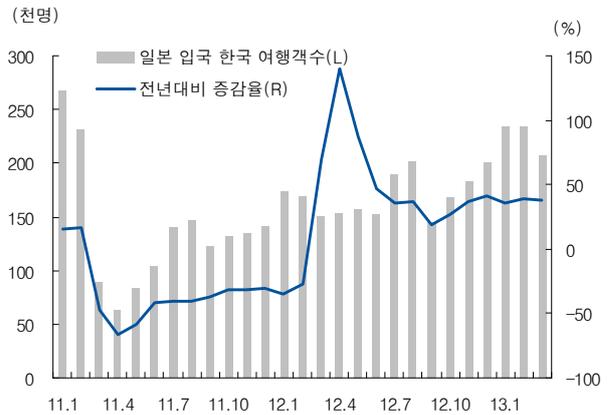
양 사의 송출객 데이터를 살펴보면 pent-up 수요 재개로 급증했던 일본향 여행객수는 지난 2월 고점을 기록한 뒤 하향 안정화 국면에 접어든 것으로 파악된다.

그림 1. 연초 이후 하나투어와 모두투어 주가수익률 격차 확대



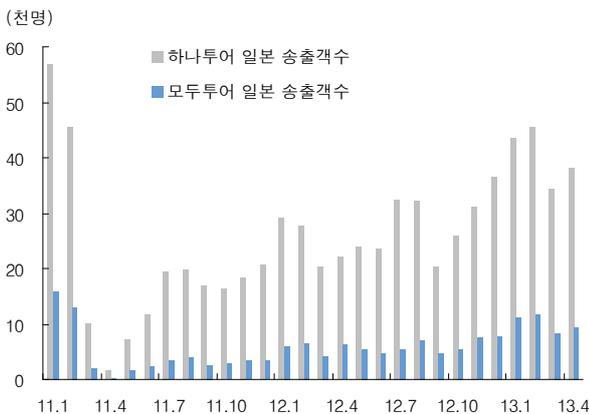
자료: WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 일본 입국 한국 여행객 수 2012년 9월부터 본격 반등



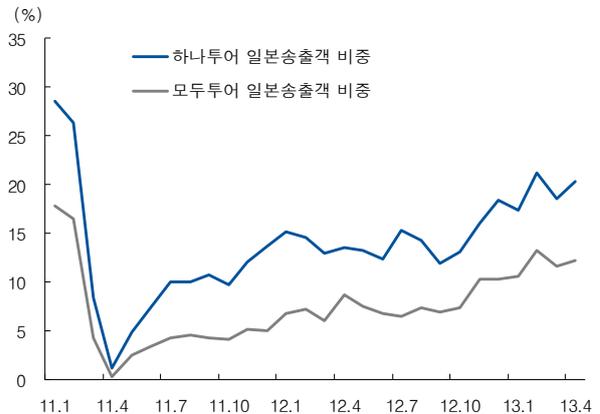
자료: KTO, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 각 사별 월간 일본 송출객수 추이 비교



자료: 하나투어, 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 각 사별 전체 송출객 내 일본향 비중 추이

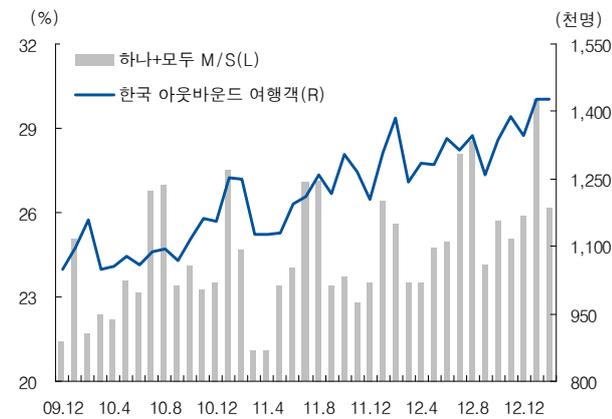


자료: 하나투어, 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

중장기 아웃바운드 사업 모델은 유사, 밸류에이션 매력은 모두투어가 높음

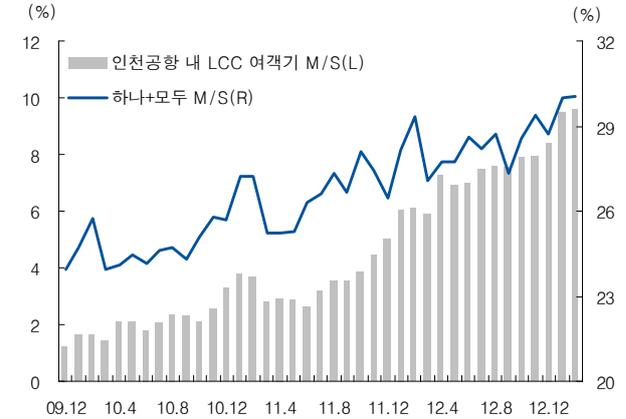
2010년 이후 로컬 저가항공사의 본격적 성장과 산업 내 구조조정으로 촉발돼온 대형 여행사 중심의 M/S 확대와 마진 개선의 성장 스토리는 이미 충분히 시장에 인지돼온 것으로 판단된다. 빠르게 입지를 확대 중인 국내 저가항공사는 아직 성장 초기 단계로 분석되고 있어 상위 2개 여행사 중심의 시장 구도는 더욱 확고해질 전망이다. 하나투어 대비 모두투어의 분기 매출 규모는 계절적 요인으로 편차가 있지만 49%~54% 사이를 유지하고 있다. 따라서 큰 그림으로 볼 때 2012년 평균 하나투어 대비 P/E배수 할인률인 14.4%가 여전히 적절한 밸류에이션 갭으로 판단된다. 현재 당사 추정치 기준 13F P/E는 하나투어가 20.1배, 모두투어가 15.4배로 멀티플 갭이 23.4%로 확대되어있어 모두투어의 상대적 밸류에이션 매력도가 높은 것으로 보인다.

그림 5. 아웃바운드 관광객수 증가와 함께 상위업체 M/S 확대



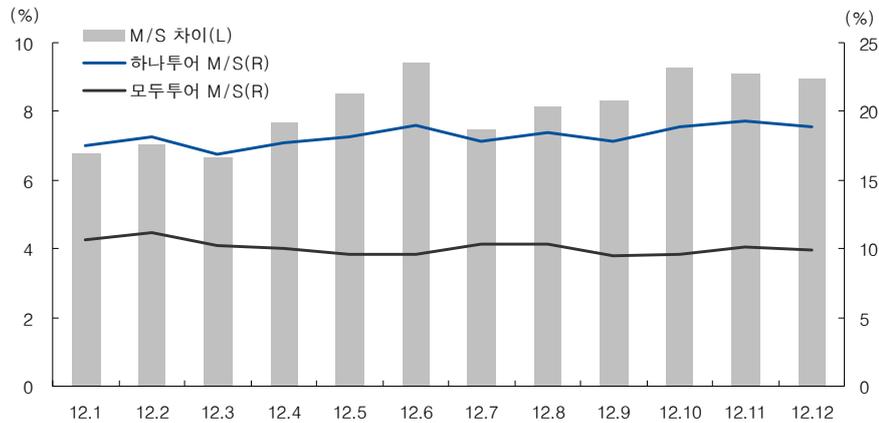
자료: KTO, 하나투어, 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. LCC 여객기 구조적 확대는 상위업체 M/S 추가 확대에 기여



자료: 인천국제공항공사, 하나투어, 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 2012년 월별 하나투어와 모두투어 점유율 추이와 M/S 차이 - 월평균 M/S 갭 8.1%



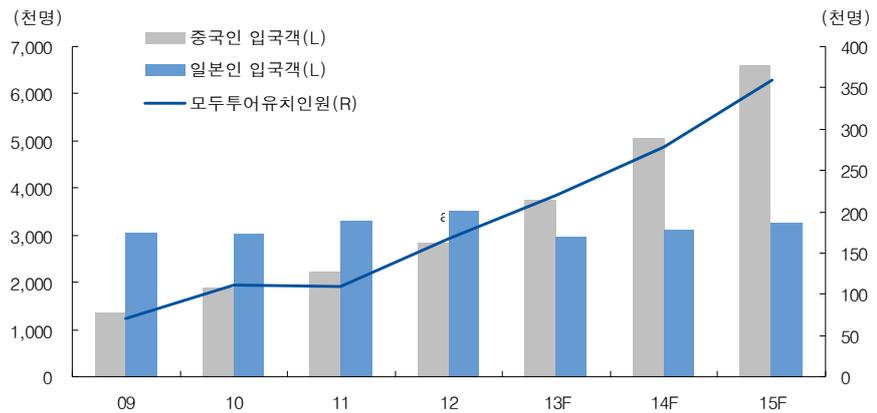
자료: KTO, 하나투어, 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

장기 성장의 축은 인바운드 사업: 모두투어인터내셔널은 중국 인바운드 1위 업체

국내 여행사들이 다시 한 번 리레이팅 되기 위해서는 이미 반영된 아웃바운드 시장 확대 외의 성장 동력이 본격화될 필요가 있다. 가장 기대감이 큰 부분은 인바운드 시장, 특히 가장 빠르게 성장 중인 중국 여행객 선점이다. 국내 대형 여행사는 자회사를 통해 인바운드 영업을 영위하고 있고, 모두투어의 해당 자회사는 모두투어인터내셔널이다. 국내 인바운드 여행사는 대부분 중국인 고객 유입 초기 단계로 절대적 중국인 비중은 아직 높지 않다. 모두투어인터내셔널의 경우 지난해 16만 7천명의 인바운드 여행객을 유치했는데, 이 중 일본인이 9만 8천명, 중국인이 6만 9천명으로 일본인의 비중이 여전히 높은 상황이다.

2012년 모두투어인터내셔널을 통해 한국에 입국한 중국인은 전체 중국 입국자수와 비교해 2.4%에 불과하지만 한국에서 중국 인바운드 사업을 영위하는 업체 중에서는 1위를 점하고 있다. 그만큼 한국의 인바운드, 또 중국 고객을 대상으로 하는 사업은 아직 규모가 미미한 초기 단계이지만 모두투어인터내셔널의 입지를 무시하기는 힘들다. 특히 모두투어인터내셔널을 통해 입국하는 중국 고객들은 로열티가 높고 객단가가 높아 유치인원 대비 수탁금 규모는 경쟁사 대비 크다. 또한 올해부터 모두투어인터내셔널은 중국 대표 온라인 여행사인 C-Trip과 함께 인바운드 사업을 공동 진행하기로 계약했다. 모두투어인터내셔널의 중국 인바운드 사업에 대한 경쟁력을 확인할 수 있는 한편 중장기 성장에 대한 기대감을 높일 수 있는 요소로 판단된다.

그림 8. 중국인과 일본인 입국객, 모두투어 인바운드 여행객 추이 및 전망



자료: KTO, 모두투어, KDB대우증권 리서치센터 추정

모두투어

매력적인 밸류에이션 구간, 장기 성장성에 초점

모두투어 (080160)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	133	165	199	222
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	133	165	199	222
판매비와관리비	112	139	168	185
조정영업이익	21	26	31	36
영업이익	21	26	31	36
비영업손익	1	4	4	5
순금융비용	-2	-3	-2	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	22	30	35	41
계속사업법인세비용	5	7	8	10
계속사업이익	17	23	27	31
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	17	23	27	31
지배주주	17	23	27	31
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	18	23	27	31
지배주주	18	23	27	31
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	22	29	33	37
FCF	8	25	27	29
EBITDA마진율 (%)	16.8	17.8	16.4	16.5
영업이익률 (%)	15.9	15.8	15.8	16.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	13.0	13.9	13.4	14.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	19	24	26	28
당기순이익	17	23	27	31
비현금수익비용가감	7	7	6	6
유형자산감가상각비	1	3	1	0
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-3	-1	-1	2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1	2	2	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-6	-6	-5	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2	7	6	4
법인세납부	-4	-7	-8	-10
투자활동으로 인한 현금흐름	1	1	1	-2
유형자산처분(취득)	-9	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	10	0	0	0
기타투자활동	1	1	1	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	-7	-17	-11	-6
장단기금융부채의 증가(감소)	0	-5	-5	0
자본의 증가(감소)	-3	0	0	0
배당금의 지급	-4	-12	-6	-6
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	13	8	15	20
기초현금	27	41	49	64
기말현금	41	49	64	85

자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	108	125	147	172
현금 및 현금성자산	41	49	64	85
매출채권 및 기타채권	20	26	30	34
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	8	11	13	14
비유동자산	35	36	39	46
관계기업투자등	13	13	13	13
유형자산	10	7	5	5
무형자산	1	1	1	1
자산총계	143	161	186	218
유동부채	52	58	62	68
매입채무 및 기타채무	25	32	38	42
단기금융부채	15	10	5	5
기타유동부채	12	16	19	21
비유동부채	10	10	10	10
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	2	2
부채총계	61	68	72	78
지배주주지분	82	94	115	140
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	28	28	28	28
이익잉여금	59	70	91	116
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	82	94	115	140

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	22.0	15.4	13.2	11.4
P/CF (x)	20.6	13.5	12.6	11.3
P/B (x)	4.1	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA (x)	14.5	9.6	8.0	6.6
EPS (원)	1,370	1,818	2,118	2,468
CFPS (원)	1,463	2,077	2,224	2,476
BPS (원)	7,308	8,230	9,880	11,877
DPS (원)	450	500	500	500
배당성향 (%)	31.7	26.3	22.6	19.4
배당수익률 (%)	1.5	1.8	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	9.7	24.4	20.4	11.5
EBITDA증가율 (%)	26.3	31.8	11.1	11.8
영업이익증가율 (%)	27.1	23.6	19.9	16.2
EPS증가율 (%)	30.2	32.7	16.6	16.5
매출채권 회전율 (회)	9.1	8.1	7.9	7.7
재고자산 회전율 (회)				
매입채무 회전율 (회)				
ROA (%)	12.7	15.1	15.4	15.4
ROE (%)	22.6	26.1	25.7	24.5
ROIC (%)	-3,134.6	1,758.3	-886.6	-614.5
부채비율 (%)	74.9	72.1	62.5	55.9
유동비율 (%)	208.6	216.3	238.4	252.7
순차입금/자기자본 (%)	-79.4	-83.9	-86.3	-85.2
영업이익/금융비용 (x)			136.6	

모두투어

매력적인 밸류에이션 구간, 장기 성장성에 초점

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자위험 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

