

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

서프라이즈를 노렸던 분기, 너무 아쉽다

일회성 비용으로 시장기대치 하회했으나, 이는 1Q13에 모두 집행된 일회성 비용일 뿐, 펀더멘털 상에는 문제가 없습니다. 아웃바운드 시장이 동사에게 우호적으로 변화되고 있고, 인바운드 시장도 대형 여행사 중심의 성장으로 재편될 것으로 보이며 C-trip과의 계약 체결로 성장 기반을 확보함에 따라 지속 매수 추천합니다.

일회성 비용으로 시장기대치 하회

- 1Q13 별도기준 매출액 358억원(+10.2% y-y), 영업이익 55억원(-7.0% y-y), OPM 15.4%(-2.8%p y-y)로 당사 추정치에 부합하나 시장기대치 대비 다소 하회하는 실적 기록
- 단독으로 진행했던 1-2월 상품인 필리핀 바클로드(골프목적), 태국 방콕 직항 전세기 2대(8,500석)의 운항 차질로 성장률이 둔화됨. 보통 여행 상품은 3개월 전에 구성하는데, 1-2월 상품 영업에 차질이 생겨 3-4월 여행상품 기획력이 다소 떨어짐에 따라 예약증가율도 4월까지 타사대비 미미함
- 1)두 전세기 운항 차질에 따른 하드블럭 손실 및 기존 예약자들을 다른 항공편으로 유도하는 과정에서 약 15억원, 2)인건비 및 추가 지급수수료 약 5억원 발생하여 수익성도 일시적으로 부진함

일시적 부진, 점차 만회할 전망

- 여행 상품 구성력이 5월부터 정상화되어 판매되고 있어 타사대비 월별 예약증가율(4월 5.7%, 5월 6.4%, 6월 22.6%) 차이를 좁히고 있음. 일회성 비용은 1Q13에 모두 집행되어 추가 발생할 가능성 없으며 2Q13부터 수익성 높은 지역의 영업을 지향하고 있어 수익성도 개선될 것으로 전망
- AI 영향으로 2Q13도 보수적으로 접근해야 할 필요 있으나, 중국 여행이 아예 취소되었다기 보다 수요 중 일부는 일본 및 동남아로 빠르게 유인되거나, 혹은 3개월 후인 3Q13 성수기에 지연되어 몰아잡힐 가능성 있기 때문에 어느 해보다 성수기를 크게 누릴 수 있을 것. 현재 동사는 성수기로 성장률, 수익성이 가장 높은 3Q13에 판매할 여행 상품 구성에 집중하고 있음

투자의견 BUY 및 목표주가 36,000원 유지

- 아웃바운드 시장이 동사에게 우호적으로 변화되고 있고, 인바운드 시장도 대형 여행사 중심의 성장으로 재편될 것으로 보이며 C-trip과의 계약 체결로 성장 기반을 미리 확보함에 따라 지속 매수 추천

Stock Data



경영실적 전망(K-IFRS 연결 기준)

결산기(12월)	단위	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
매출액	(십억원)	125	138	159	183	215
영업이익	(십억원)	14	21	25	29	38
영업이익률	(%)	11.4	15.4	15.9	15.9	17.6
순이익	(십억원)	14	18	22	26	33
EPS	(원)	1,076	1,395	1,717	2,007	2,560
증감률	(%)	N/A	29.7	23.1	16.9	27.6
PER	(배)	14.9	21.6	16.9	14.4	11.3
PBR	(배)	2.5	4.6	3.3	2.8	2.3
ROE	(%)	18.8	22.4	24.1	23.4	24.5
EV/EBITDA	(배)	9.1	14.0	11.0	9.0	6.7
순차입금	(십억원)	-65	-63	-78	-95	-108
부채비율	(%)	84.5	76.7	72.3	68.6	60.7

모두투어 | 서프라이즈를 노렸던 분기, 너무 아쉽다

서프라이즈를 노렸던 분기!

일회성 비용으로 시장기대치 하회

<p>전세기 2대 운항 차질로 아쉬운 1분기 실적</p>	<p>보통 여행 상품은 판매 되기 3-4개월 전에 구성되는데, 동사는 동계 시즌에 가장 수익성이 높은 필리핀 바클로드(골프목적), 태국 방콕 직행 여행 상품을 올해 1-2월에 판매하기 6개월 전부터 구성해왔다. 특히, 이번 여행 상품은 자회사를 통해 타사와 나누어 가진 하드블럭이 아니라 단독으로 야심차게 진행했던 것인데, 이는 타사와의 M/S를 좁히고 서프라이즈한 분기를 보여주기 위한 동사의 목적임을 나타낸다. 동사의 바람대로 이번 프로젝트가 성공했었다면, 매출액에서는 8% 추가 성장을 기대할 수 있었고, 영업이익도 80억원까지 바라볼 수 있어 역대 1분기 실적 중 사상 최대치를 기록했었을 것이다.</p>
<p>운항 취소 리스크 완화시키기 위해 내부적 중간체크 업무 강화</p>	<p>그럼, 단독으로 진행했던 필리핀 바클로드(골프목적), 태국 방콕 직행 전세기 2대가 완판 되었음에도 불구하고, 운항에 차질을 빚은 이유는 무엇일까?</p> <p>필리핀 바클로드(골프목적) 여행 상품은 필리핀 정부로부터 운항 허가 승인을 받지 못했다. 필리핀 domestic 공항에서 international 전세기를 수용하려면 여러 가지 시스템을 구축해야 했는데, 아직 준비가 덜 되었다는 입장이었다. 또한, 태국 방콕 직행 전세기는 'U-AIR' 이라는 태국 LCC 항공기를 이용하였는데, 한국에서 처음 띄워보는 전세기로 LCC 기체 안정성 우려가 제기 되어 국토해양부에서 허가를 내주지 않았다.</p> <p>하드블럭 운항 취소 리스크는 항상 여행사가 떠안고 가야 하지만, 24년 영업 동안 한 시즌에 두 대가 취소되는 일은 처음이며 이러한 리스크를 완화시키기 위해 내부적으로 중간체크 업무를 강화시킬 예정이다.</p>
<p>2Q13, 부진한 1Q13 실적을 만회할 것</p>	<p>직원의 50%는 현재 업무를 하고, 50%는 3-4개월 후에 판매될 여행상품을 구성하는데, 갑자기 취소된 필리핀과 태국행 전세기로 3-4월에 판매하려 했던 상품의 구성력이 다소 떨어져 4월 예약률까지는 다소 미미하다. 그러나, 5월부터 영입이 정상화되고 있어 타사와의 예약증가율 gap을 빠르게 좁히고 있다. 일회성 비용은 1Q13에 모두 집행되어 추가 발생할 가능성 없으며 2Q13부터는 수익성 높은 지역의 영입을 지향하고 있어 수익성도 개선될 것으로 보인다.</p>
<p>AI영향도 단기로 부정적이나, 오히려 3Q13에 몰릴 가능성 큼</p>	<p>2Q13도 AI 영향으로 보수적인 접근 필요하나, 중국 여행이 아예 취소되었다기 보다 수요 중 일부는 일본 및 동남아로 빠르게 유인되거나, 혹은 3개월 후인 3Q13 성수기에 지연되어 몰아 잡힐 가능성 있기 때문에 어느 해보다 성수기를 크게 누릴 것으로 기대한다. 실제로 현재 동사는 성수기로 성장률도 수익성도 가장 높은 3Q13에 판매할 여행 상품 구성에 집중하고 있는 상태이다.</p>

모두투어 | 서프라이즈를 노렸던 분기, 너무 아쉽다

1Q13실적 Review(K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q12A	2Q12A	3Q12A	4Q12A	1Q13A(a)	y-y	q-q	컨센서스	LIG추정치(b)	차이(a/b)
매출액	32.5	28.5	39.2	33.0	35.8	10.2%	8.6%	35.5	35.1	0.98
영업이익	5.9	2.8	7.9	3.7	5.5	-7.0%	48.2%	6.1	5.5	1.00
세전이익	6.5	3.0	8.4	4.1	5.8	-11.0%	42.5%	6.5	6.1	1.06
순이익	5.1	2.3	6.5	3.2	4.4	-12.9%	37.7%	4.9	4.6	1.05
영업이익률	18.2%	10.0%	20.1%	11.3%	15.4%			17.1%	15.8%	
세전이익률	20.0%	10.6%	21.4%	12.3%	16.2%			18.2%	17.4%	
순이익률	15.6%	8.2%	16.6%	9.7%	12.3%			13.9%	13.2%	

자료: Fnguide, LIG투자증권

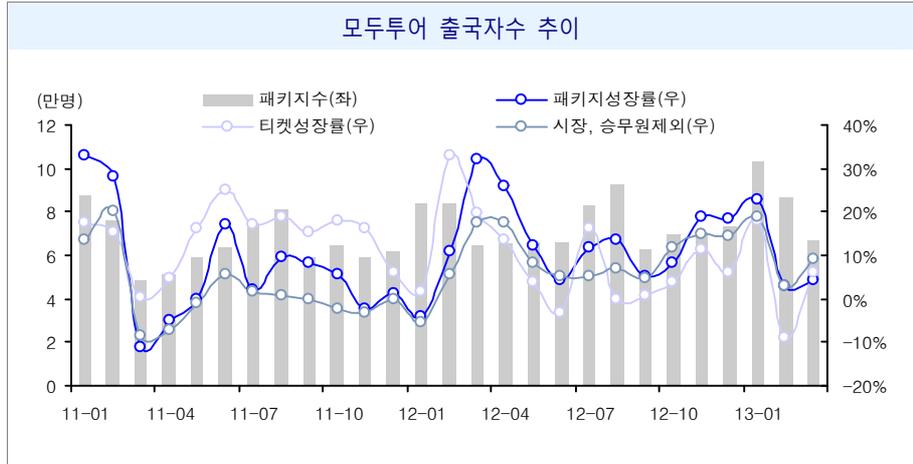
모두투어 실적추이(K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원, 천명)

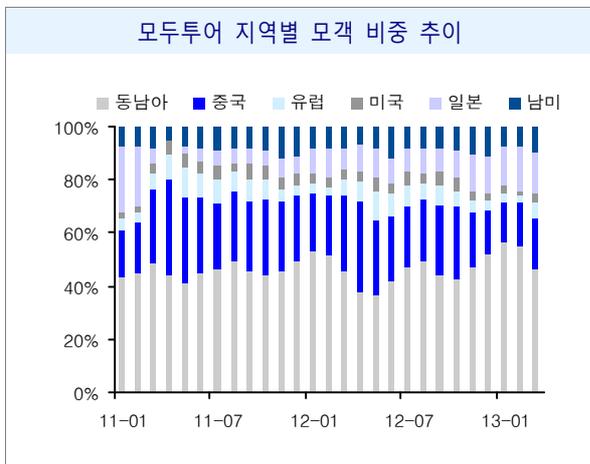
항목	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012	2013E
영업수익	32.5	28.5	39.2	33.0	35.8	30.6	48.0	34.8	121.0	133.2	149.3
growth %	-4.0%	10.4%	7.8%	31.6%	10.2%	7.6%	22.6%	5.5%	3.4%	10.0%	12.1%
항공권	3.1	2.9	3.1	2.8	2.9	2.8	3.2	2.2	14.2	11.9	11.1
growth %	-43.3%	6.9%	-0.6%	-3.2%	-6.8%	-4.6%	3.6%	-22.6%	-37.7%	-16.3%	-7.3%
sales %	9.6%	10.2%	7.9%	8.5%	8.2%	9.0%	6.7%	6.2%	11.8%	9.0%	7.4%
기획여행	27.5	23.9	34.3	27.3	30.4	26.1	42.8	30.3	99.5	113.0	129.7
growth %	3.8%	11.0%	9.0%	36.9%	10.6%	9.4%	24.8%	10.9%	11.9%	13.6%	14.7%
sales %	84.6%	83.9%	87.5%	82.8%	85.0%	85.2%	89.1%	87.1%	82.2%	84.9%	86.9%
기타수익	1.9	1.7	1.8	2.2	2.5	1.8	2.0	2.3	7.4	7.5	8.5
growth %	2.4%	7.6%	2.5%	-3.6%	27.5%	3.6%	12.6%	-18.8%	38.0%	1.7%	3.3%
sales %	5.7%	6.0%	4.6%	6.5%	6.8%	5.7%	4.2%	6.7%	6.1%	5.6%	5.7%
영업비용	26.7	25.8	31.6	29.3	30.3	27.6	37.3	30.4	106.2	113.4	125.6
growth %	2.3%	7.0%	4.8%	13.5%	13.6%	6.9%	18.0%	3.7%	8.7%	6.8%	10.7%
margin %	82.0%	90.7%	80.8%	88.7%	84.6%	90.1%	77.7%	87.2%	87.7%	85.2%	84.1%
영업이익	5.9	2.8	7.9	3.7	5.5	3.0	10.7	4.5	16.0	20.4	23.7
growth %	-25.7%	63.6%	22.2%	678.1%	-7.0%	6.5%	36.0%	19.6%	-17.5%	27.1%	16.4%
margin %	18.2%	10.0%	20.1%	11.3%	15.4%	9.9%	22.3%	12.8%	13.2%	15.3%	15.9%
세전이익	6.5	3.0	8.4	4.1	5.8	3.3	11.0	4.7	18.3	22.0	24.8
growth %	-23.8%	19.6%	22.1%	1037.8%	-11.0%	9.8%	30.8%	16.4%	-12.1%	20.2%	12.9%
margin %	20.0%	10.6%	21.4%	12.3%	16.2%	10.8%	22.9%	13.6%	15.1%	16.5%	16.6%
순이익	5.1	2.3	6.5	3.2	4.4	2.5	8.3	3.6	13.3	17.1	18.8
growth %	-18.7%	25.3%	25.3%	흑전	-12.9%	7.7%	27.4%	11.7%	-17.2%	28.9%	9.9%
margin %	15.6%	8.2%	16.6%	9.7%	12.3%	8.2%	17.3%	10.3%	11.0%	12.8%	12.6%
총 출국자수	3,370	3,225	3,700	3,442	3,725	3,418	3,922	3,496	12,694	13,737	14,561
동사 출국자수	329	284	340	308	358	320	387	345	1,138	1,261	1,410
모두투어 M/S	9.8%	8.8%	9.2%	9.0%	9.6%	9.4%	9.9%	9.9%	9.0%	9.2%	9.7%

자료: LIG투자증권

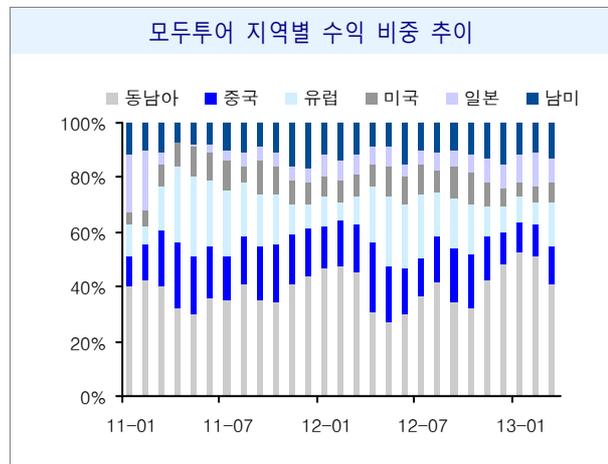
모두투어 | 서프라이즈를 노렸던 분기, 너무 아쉽다



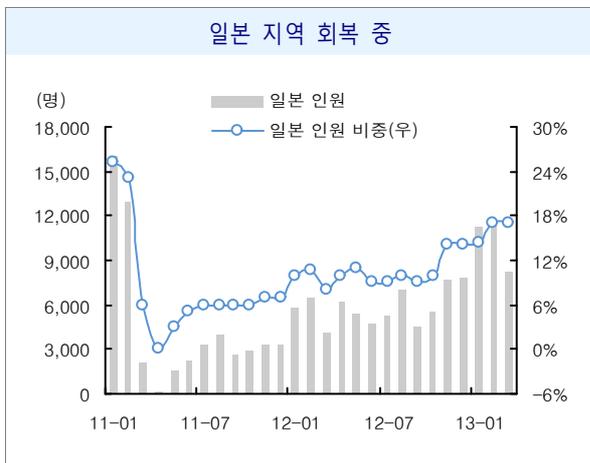
자료: Company Data, 한국관광공사, LIG투자증권



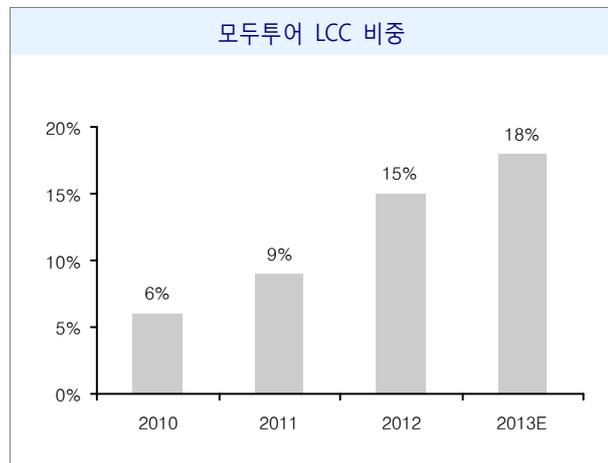
자료: Company Data, LIG투자증권



자료: Company Data, LIG투자증권



자료: Company Data, LIG투자증권



자료: Company Data, LIG투자증권

모두투어 | 서프라이즈를 노렸던 분기, 너무 아쉽다

대차대조표

(십억원)	2012A	2013E	2014E	2015E
유동자산	115	138	164	188
현금및현금성자산	42	57	76	91
매출채권 및 기타채권	28	32	37	43
재고자산	0	0	0	0
비유동자산	33	35	40	51
투자자산	16	18	21	25
유형자산	10	10	12	20
무형자산	1	1	1	1
자산총계	149	174	205	240
유동부채	55	62	71	76
매입채무 및 기타채무	34	39	45	53
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	10	11	13	15
사채 및 장기차입금	0	0	0	0
부채총계	65	73	83	91
지배기업소유지분	83	99	119	146
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	28	28	28	28
이익잉여금	59	75	95	122
기타자본	-11	-11	-11	-11
비지배지분	1	2	3	4
자본총계	84	101	122	150
총차입금	17	19	22	24
순차입금	-63	-78	-95	-108

현금흐름표

(십억원)	2012A	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	22	24	28	31
영업에서 창출된 현금흐름	24	30	34	39
이자의 수취	2	2	3	3
이자의 지급	0	0	0	0
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-5	-7	-9	-11
투자활동 현금흐름	-1	-5	-8	-11
유동자산의 감소(증가)	12	-2	-1	0
투자자산의 감소(증가)	0	-2	-3	-4
유형자산 감소(증가)	-10	-5	-7	-15
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-7	-4	-1	-6
사채및차입금 증가(감소)	4	2	3	2
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-4	-5	-5	-5
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	14	15	19	15
기초현금	28	42	57	76
기말현금	42	57	76	91
FCF	12	19	21	16

자료: LIG투자증권

손익계산서

(십억원)	2012A	2013E	2014E	2015E
매출액	138	159	183	215
증가율(%)	10.3	15.1	15.6	17.3
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	137	159	183	215
매출총이익률(%)	99.2	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	115	134	154	177
영업이익	21	25	29	38
영업이익률(%)	15.4	15.9	15.9	17.6
EBITDA	23	26	30	39
EBITDA M%	16.4	16.6	16.5	18.1
영업외손익	2	5	6	6
지분법관련손익	0	2	3	3
금융손익	2	2	3	3
기타영업외손익	0	0	0	0
세전이익	23	30	35	44
법인세비용	5	7	9	11
당기순이익	18	22	26	33
지배주주순이익	18	22	25	32
지배주주순이익률(%)	12.8	14.1	14.2	15.4
비지배주주순이익	0	1	1	1
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	18	22	26	33
EPS 증가율(%, 지배)	29.7	23.1	16.9	27.6
이자손익	2	2	3	3
총외화관련손익	0	0	0	0

주요지표

	2012A	2013E	2014E	2015E
총발행주식수(천주)	12,600	12,600	12,600	12,600
시가총액(십억원)	379	365	365	365
주가(원)	30,100	28,950	28,950	28,950
EPS(원)	1,395	1,717	2,007	2,560
BPS(원)	6,493	8,724	10,300	12,429
DPS(원)	450	450	450	450
PER(X)	21.6	16.9	14.4	11.3
PBR(X)	4.6	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA(X)	14.0	11.0	9.0	6.7
ROE(%)	22.4	24.1	23.4	24.5
ROA(%)	12.4	13.8	13.8	14.9
ROIC(%)	659.8	244.2	254.5	173.8
배당수익률(%)	1.5	1.6	1.6	1.6
부채비율(%)	76.7	72.3	68.6	60.7
순차입금/자기자본(%)	-74.7	-77.2	-78.2	-72.2
유동비율(%)	210.4	222.4	231.8	246.4
이자보상배율(X)	371.5	N/A	N/A	N/A
총자산회전율	1.0	1.0	1.0	1.0
매출채권 회전율	5.9	5.3	5.4	5.4
재고자산 회전율	4,751.1	2,734.0	3,161.0	3,709.0
매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

모두투어 | 서프라이즈를 노렸던 분기, 너무 아쉽다

Compliance Notice | 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

▶ 모두투어(080160)

▶ 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2013.01.29	2013.03.12	2013.04.11	2013.04.22	2013.04.23	
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
목표주가	36,000원	36,000원	36,000원	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.