

모두투어 (080160)

까다로워지는 영업환경

호텔/레저

Results Comment
2014.4.25

(Maintain)	중립
목표주가(원,12M)	-
현재주가(14/04/24,원)	23,000
상승여력	-

영업이익(14F,십억원)	23		
Consensus 영업이익(14F,십억원)	23		
EPS 성장률(14F,%)	1.5		
MKT EPS 성장률(14F,%)	27.2		
P/E(14F,x)	16.0		
MKT P/E(14F,x)	10.8		
KOSDAQ	561.12		
시가총액(십억원)	290		
발행주식수(백만주)	13		
유동주식비율(%)	76.6		
외국인 보유비중(%)	18.5		
배타(12M) 일간수익률	1.09		
52주 최저가(원)	20,100		
52주 최고가(원)	30,750		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.9	-1.1	-17.6
상대주가	-8.5	-6.4	-17.2



[섬유/의류, 호텔/레저]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

1Q14 review: 별도기준 매출액 397억원(+10.7%), 영업이익 60.7억원(+8.1%)

모두투어의 1Q14 별도기준 잠정실적은 매출액 397억원(+10.7% YoY), 영업이익 60.7억원(+8.1%), 영업이익률 15.3%를 기록하였다. 당사 추정치(매출액과 영업이익 각각 370억원, 60억원, 영업이익률 16.2%)와 대비해 매출액은 **예상을 7.4% 상회했지만 광고선전비와 일반 수수료 등 판매관리비 증가로 영업이익은 기대에 부합하는 수준이었다.** 세전이익은 인터파크 INT 지분매각 차익 33억원이 반영되어 당사 예상치 대비 약 10억원 높았다.

1분기 출국객 여행시장은 전년대비 +5.7% 성장하였는데, 동 기간 모두투어 송출객수는 +2.6% 증가하여 전체 시장을 언더퍼폼하였다. 전체 송출객 내 48%의 막대한 비중을 차지하는 동남아 지역 내 자연재해, 반정부 시위 등 악재의 영향이 컸던 것으로 보인다. 1Q14 전체 출국객 대비 M/S는 10.2%로 전년동기 10.5% 대비 축소되었다.

송출객 대비 높은 수탁금 증가율은 긍정적이나 예단하긴 이른 시점

1Q14 모두투어의 수탁금 증가율은 +6.0%를 기록하며 송출객 증가율 +2.7%대비 우호적인 성장을 기록하였다. 2013년 초 성수기인 3분기를 제외하고 수탁금 증가율이 송출객 성장률을 상회한 적인 없음은 감안하면 긍정적이다. 저가항공사의 공급좌석 증가로 촉발된 패키지과 티켓 ASP의 구조적 하락 트렌드가 완화되었음을 부분적으로 함의하기 때문이다.

하지만 지난 1분기 동남아 지역 영업환경 악화로 전년동기대비 송출객수가 -14.6% 크게 감소하였고 전체 수탁금 내 기여도도 전년 49.9%에서 42.0%로 축소되었다. 반면 유럽향 상품의 TV프로모션과 홈쇼핑 판매가 진행된 영향으로 유럽 송출객이 +41.4% 증가하며 이례적인 강세를 보였다. 타 분기 대비 일시적으로 장거리 비중이 높아졌기 때문에 ASP의 구조적 반등으로 해석하기에는 다소 이른 시점으로 판단된다.

이제는 '양날의 검'이 되어버린 저가항공사의 비중 확대. 중립 투자 의견 유지

한국 로컬 저가항공사의 구조적 성장이 본격화된 이후 가장 가파른 항공기 공급 증가를 기록한 해는 2012년이었다. 2012년 인천공항 내 저가항공사 운항대수 증가율은 131%를 기록했고, 저가 티켓 비중 증가로 모두투어의 영업이익률은 전년대비 1.7%p 개선되었다.

하지만 현 시점에서 살펴보면, 대형 여행사들의 상품 구조 내 저가항공사가 가장 활발하게 운항하는 동남아 노선으로의 의존도가 지나치게 높아져있어 오히려 실적 변동성을 심화시키는 요인이 되고 있다. 또한 최근 여행시장의 성장이 개인 여행 중심으로 주도되며 여행사들의 주 수익원인 패키지 실적이 약세를 보이고 티켓 판매가 전체 송출객 증가를 견인하는 모습이다. 과거 대비 어려워진 영업환경을 감안하여 보수적인 시각을 견지하고 중립 투자 의견을 유지한다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	121	133	143	164	180	188
영업이익 (십억원)	17	21	20	23	25	27
영업이익률 (%)	14.0	15.8	14.0	14.0	13.9	14.4
순이익 (십억원)	13	17	18	18	21	22
EPS (원)	1,052	1,370	1,414	1,436	1,646	1,741
ROE (%)	19.4	22.6	20.7	18.8	18.9	17.6
P/E (배)	15.3	22.0	16.2	16.0	14.0	13.2
P/B (배)	2.6	4.1	2.8	2.5	2.2	2.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

1Q14P review

표 1. 모두투어 1Q14 별도기준 잠정실적

(십억원, %)

	1Q13	4Q13	1Q14P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	36	34	40	37	38	10.7	17.5
영업이익	6	3	6	6	6	8.1	78.7
영업이익률 (%)	15.7	10.0	15.3	16.2	16.1		
세전이익	6	5	9	8	7	37.9	88.2
순이익	5	4	6	6	5	34.1	76.9

자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 실적추정 변경내역

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	14F	15F	14F	15F	14F	15F	
매출액	165	180	164	180	-0.4	-0.1	
영업이익	23	25	23	25	-2.4	2.2	광고선전비, 일반수수료 증가
세전이익	24	26	23	27	-3.4	3.8	15년 인건비 축소 반영
순이익	20	21	18	21	-7.7	-0.8	

자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 별도기준 실적 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14P	2Q14F	3Q14F	4Q14F
매출액	36	30	43	34	40	34	51	39
영업이익	6	2	9	3	6	3	10	4
순이익	5	2	8	4	4	3	8	4
순이익(지배)	5	2	8	4	4	3	8	4
영업이익률 (%)	16	6	21	10	15	8	19	11
순이익률 (%)	13	6	17	11	10	8	15	10

자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

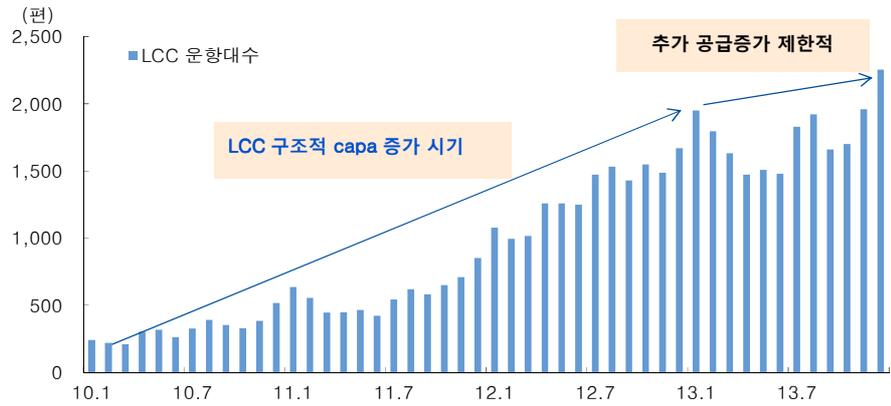
표 4. 상세 분기실적 전망

(십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14P	2Q14F	3Q14F	4Q14F
영업수익	33	28	40	33	36	30	43	34	40	34	51	39
항공권대매수익	3	3	3	3	3	2	2	3	2	2	3	2
국제관광알선수익	28	24	34	27	30	26	39	29	35	30	45	34
기타알선수익	2	1	2	2	1	2	1	2	2	1	2	2
기타수익(환차익, 임대수입)	0	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
영업비용	27	26	32	29	30	28	34	30	34	32	42	34
급여+성과급	9	9	10	11	10	10	10	10	11	11	12	11
광고선전비	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2
여행비지급수수료	11	10	13	10	12	11	13	12	13	12	17	14
일반지급수수료 + 기타	6	6	7	7	7	6	9	6	8	7	11	7
(%, 매출대비)												
급여+성과급	28	31	25	33	28	32	24	29	28	32	24	29
광고선전비	4	4	3	4	3	5	3	6	5	5	3	6
여행비지급수수료	34	34	34	30	33	35	31	35	32	35	33	35
일반지급수수료 + 기타	17	22	18	22	20	19	21	19	19	19	21	19
영업이익	6	3	8	4	6	2	9	3	6	3	10	4
(%, 영업이익률)	18	10	20	11	16	8	20	11	15	8	19	11

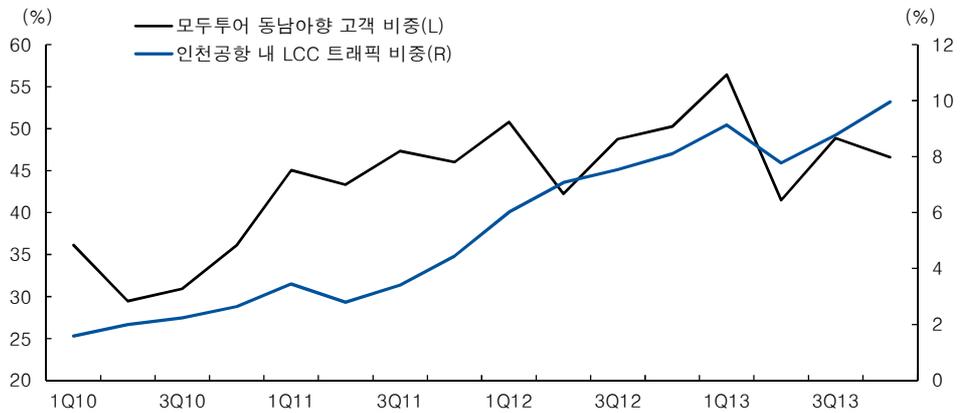
자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 인천공항 내 LCC 운항대수 추이



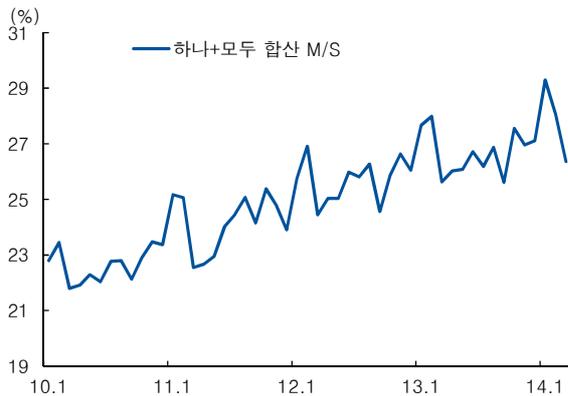
자료: IIA, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 인천공항 내 LCC 트래픽과 모두투어 동남아향 고객비중 추이



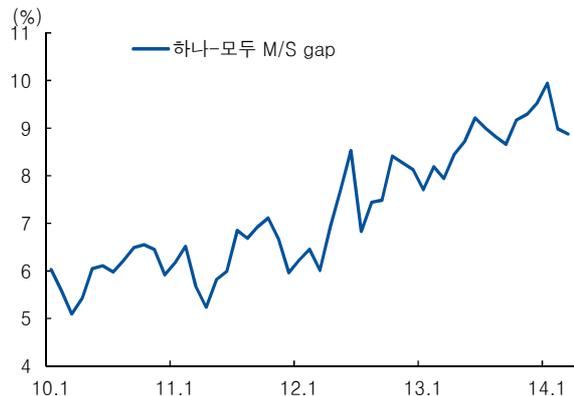
자료: 모두투어, IIA, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 하나투어와 모두투어 합산 M/S 추이



자료: KTO, 하나투어, 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 하나투어-모두투어 M/S 갭 추이



자료: KTO, 하나투어, 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

모두투어 (080160)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액	143	164	180	188
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	143	164	180	188
판매비와관리비	123	141	155	161
조정영업이익	20	23	25	27
영업이익	20	23	25	27
비영업손익	3	0	2	1
금융손익	2	2	2	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	23	23	27	28
계속사업법인세비용	5	5	6	6
계속사업이익	18	18	21	22
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	18	18	21	22
지배주주	18	18	21	22
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	18	18	21	22
지배주주	18	18	21	22
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	21	24	26	27
FCF	16	22	23	24
EBITDA 마진율 (%)	14.7	14.6	14.4	14.4
영업이익률 (%)	14.0	14.0	13.9	14.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.6	11.0	11.7	11.7

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
영업활동으로 인한 현금흐름	17	22	23	24
당기순이익	18	18	21	22
비현금수익비용가감	8	5	5	5
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	7	4	4	4
영업활동으로인한자산및부채의변동	-5	3	1	2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	3	-3	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	0	0
법인세납부	-6	-5	-6	-6
투자활동으로 인한 현금흐름	-12	-7	-3	-3
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	8	-7	-3	-3
기타투자활동	-19	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-10	-6	-6	-6
장단기금융부채의 증가(감소)	1	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-5	-6	-6	-6
기타재무활동	-6	0	0	0
현금의 증가	-5	6	13	14
기초현금	40	35	42	55
기말현금	35	42	55	70

자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

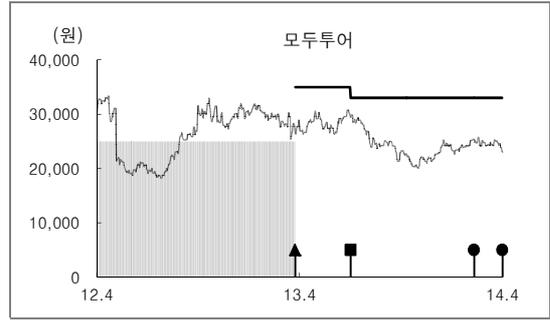
(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
유동자산	110	128	146	164
현금 및 현금성자산	35	42	55	70
매출채권 및 기타채권	16	19	20	21
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	59	67	71	73
비유동자산	37	39	39	40
관계기업투자등	19	22	23	24
유형자산	9	9	8	7
무형자산	1	1	0	0
자산총계	147	168	185	204
유동부채	52	60	62	65
매입채무 및 기타채무	26	30	31	32
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	26	30	31	33
비유동부채	5	6	6	6
장기금융부채	1	1	1	1
기타비유동부채	4	5	5	5
부채총계	57	65	68	71
지배주주지분	90	102	117	133
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	28	28	28	28
이익잉여금	71	83	98	113
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	90	102	117	133

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
P/E (x)	16.2	16.0	14.0	13.2
P/CF (x)	11.2	12.8	11.3	10.7
P/B (x)	2.8	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA (x)	10.0	8.2	6.9	5.9
EPS (원)	1,414	1,436	1,646	1,741
CFPS (원)	2,050	1,794	2,042	2,149
BPS (원)	8,329	9,290	10,459	11,723
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	33.6	33.2	29.0	27.4
배당수익률 (%)	2.2	2.2	2.2	2.2
매출액증가율 (%)	7.5	14.7	9.8	4.4
EBITDA증가율 (%)	-4.5	14.3	8.3	3.8
조정영업이익증가율 (%)	-4.8	15.0	8.7	8.0
EPS증가율 (%)	3.2	1.6	14.6	5.8
매출채권 회전을 (회)	17.2	10.2	10.1	10.1
재고자산 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	12.3	11.5	11.8	11.3
ROE (%)	20.7	18.8	18.9	17.6
ROIC (%)	-80.7	-134.5	-121.9	-114.5
부채비율 (%)	63.7	64.0	58.5	53.8
유동비율 (%)	211.5	215.1	233.5	251.6
순차입금/자기자본 (%)	-90.7	-92.9	-94.8	-96.2
조정영업이익/금융비용 (x)	0.0	0.0	0.0	0.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
모두투어(080160)	2014.03.04	중립	-
	2013.07.25	Trading BUY	33,000원
	2013.04.16	매수 분석 대상 제외	35,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.