

모두투어 (080160)

2년만의 실적 모멘텀

호텔/레저

Earnings preview
2015.1.9

(Upgrade)	매수
목표주가(원,12M)	33,000
현재주가(15/01/08,원)	25,900
상승여력	27%

영업이익(14F,십억원)	21		
Consensus 영업이익(14F,십억원)	21		
EPS 성장률(14F,%)	3.1		
MKT EPS 성장률(14F,%)	-		
P/E(14F,x)	16.6		
MKT P/E(14F,x)	12.7		
KOSDAQ	566.43		
시가총액(십억원)	326		
발행주식수(백만주)	13		
유동주식비율(%)	76.4		
외국인 보유비중(%)	22.0		
베타(12M) 일간수익률	0.63		
52주 최저가(원)	19,050		
52주 최고가(원)	26,900		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.4	3.8	2.6
상대주가	3.5	1.7	-7.7



[화장품, 호텔/레저, 패션]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

2년간의 정체기 이후 성장 재개가 기대되는 시점

2014년 4분기 모두투어의 송출객은 전년대비 +20.5% 증가하여 장기간의 침체 이후 반등을 본격화하였다. 패키지 송출객도 +15.7% YoY 급증해 7분기만에 두 자리 수 성장을 회복했다. 티켓 판매는 +41.4% YoY 확대되어 개인 여행 주도의 여행 수요 증가 트렌드가 재차 입증되는 모습이었다. 티켓 판매 급증의 또 다른 요인은 글로벌 항공권 판매시스템의 도입이다. 과거 시스템 대비 편의성이 크게 개선되고 검색 가능한 티켓 재고가 10배 가까이 늘어나게 되며 항공권 판매 증가를 효율적으로 견인해온 것으로 보인다.

진반적인 송출실적 고성장이 재개된 결정적인 배경은 전년동기 기저효과이다. 4Q13에 동남아 여행수요의 절반 가까이 차지하던 필리핀과 태국 지역에서 자연재해와 정치 시위로 인한 큰 폭의 수요 감소를 경험했기 때문이다.

모두투어의 4Q14F 별도기준 실적은 매출액 418억원(+23.5% YoY), 영업이익 44억원(+30.0% YoY), 영업이익률 10.6%로 추정된다. 전년동기 기저효과와 하반기를 기점으로 한 항공권 판매 급증의 복합적인 영향으로 약 2년만에 컨센서스를 상회하는 실적 모멘텀을 기대할 수 있을 것으로 보인다.

2015년 로컬 LCC의 2차 성장기 도래 가능성은 추가 upside 요인

2013년 이후 여행사들의 실적 둔화는 상당부분 저가항공사의 추가 공급능력 제한 요인과 맞물려있다. 로컬 항공기 추가 공급 여력과 여행사들의 가용 티켓 물량은 직접적인 상관관계를 지니기 때문이다.

2015년은 로컬 저가항공사를 중심으로 한 항공기 공급 증가가 재차 기대되는 시점이 될 것으로 보인다. 2014년 6월 정부 차원에서 저가항공사의 육성 방안을 구체화하였고, 향후 항공유 공동구매를 통한 유류비 절감, 항공정비산업 인프라 조성 등 로컬 저가항공사의 경쟁력 강화에 힘을 실는 지원이 순차적으로 진행될 예정이다. 정부 차원의 저가항공사 육성 계획은 항공사들의 신규 항공기 도입 부담을 상당부분 낮출 것으로 기대된다.

투자의견 매수로 상향, 목표주가 33,000원 제시

모두투어에 대한 투자의견을 기존 중립에서 매수로 상향하고 목표주가는 33,000원을 제시한다. 당사가 견지해온 보수적인 시각의 주요 배경 요인들이(LCC 공급능력 정체, 지정학적 리스크 요인, 송출객 볼륨 성장 약세) 상당부분 반영 또는 해소되었다고 판단한다. 목표주가는 2015년 예상 EPS에 적정 P/E배수 18.9배를 적용하여 산출하였다. 적정 배수 산출에 있어서는 시장 내 입지와 지배력 격차를 고려해 하나투어에 적용한 적정 P/E배수 21.0배를 10% 할인하였다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	121	133	143	160	202	212
영업이익 (십억원)	17	21	20	21	27	28
영업이익률 (%)	14.0	15.8	14.0	13.1	13.4	13.2
순이익 (십억원)	13	17	18	18	22	23
EPS (원)	1,052	1,370	1,414	1,458	1,722	1,842
ROE (%)	19.4	22.6	20.7	19.1	19.7	18.3
P/E (배)	15.3	22.0	16.2	16.6	15.0	14.1
P/B (배)	2.6	4.1	2.8	2.6	2.5	2.2

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 모두투어 4Q14F 실적 전망

(십억원, %)

	4Q13	3Q14	4Q14		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	33.8	42.8	41.8	38.8	23.5	-2.4
영업이익	3.4	7.9	4.4	4.1	30.0	-44.2
영업이익률 (%)	10.0	18.5	10.6	10.5	5.3	-42.8
세전이익	4.5	8.4	4.4	4.2	-2.7	-47.9
순이익	3.6	6.6	3.4	3.6	-6.3	-49.2

자료: KDB대우증권 리서치센터

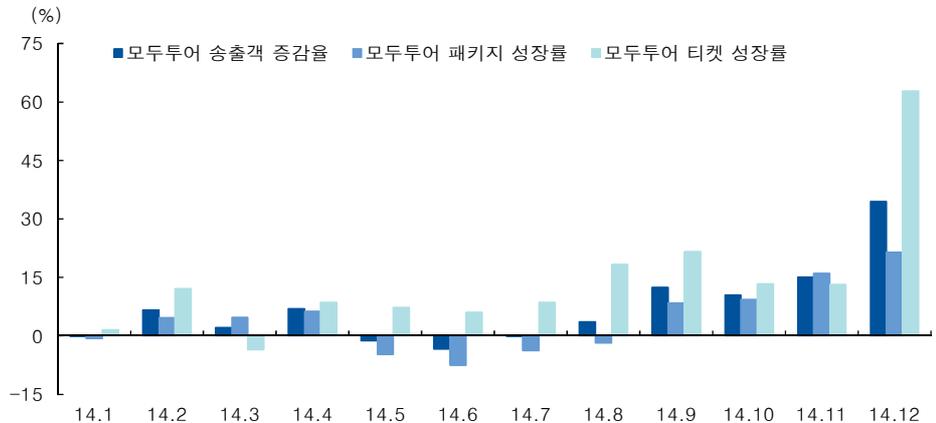
표 2. 모두투어 분기실적전망

(천명, %, 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F
모두투어 송출객	355	305	349	320	361	307	367	386
패키지	256	215	248	222	263	211	249	257
티켓	98	90	101	98	98	97	118	139
% YoY								
전체	7.8	7.4	2.8	3.9	1.7	0.7	5.1	20.5
패키지	10.3	8.9	4.4	4.2	2.6	-2.0	0.6	15.7
티켓	1.8	3.8	-0.9	3.3	-0.6	7.3	16.1	41.4
영업수익	36	30	43	34	40	36	43	42
국제관광알선수익	30	26	39	29	35	30	37	36
항공권대매수익	3	2	2	3	2	3	3	3
기타	2	2	2	3	3	3	4	3
영업비용	30	28	34	30	34	32	35	37
급여관련	10	10	11	10	12	11	11	12
광고선전비	1	1	1	2	2	2	2	2
여행비지급수수료	13	11	16	12	13	12	13	15
기타	6	6	7	6	7	7	9	8
% 매출대비								
급여관련	28	33	25	30	30	30	25	30
광고선전비	3	5	3	6	5	5	6	6
여행비지급수수료	35	35	36	35	33	33	31	36
영업이익	6	3	9	3	6	4	8	4
(%, 영업이익률)	15.7	8.4	20.4	10.0	15.3	11.3	18.5	10.6

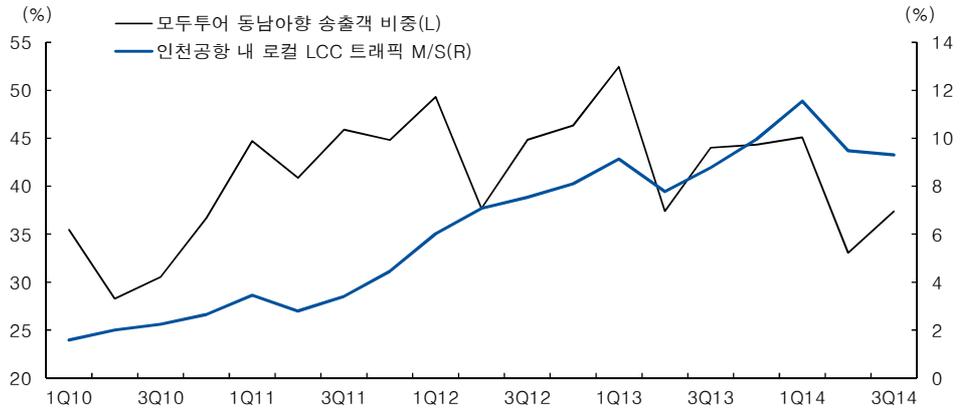
자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 모두투어의 월별/상품별 송출객 증감을 추이



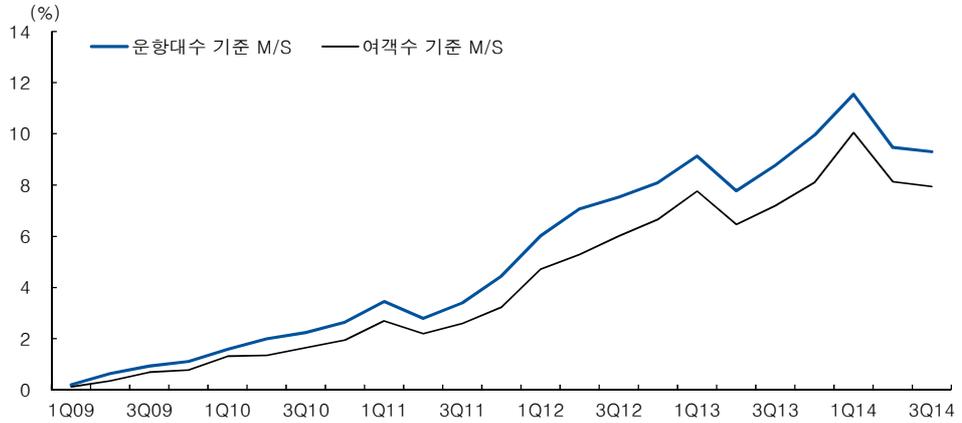
자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 모두투어의 동남아 송출객 비중과 인천공항 내 LCC 트래픽 추이 비교



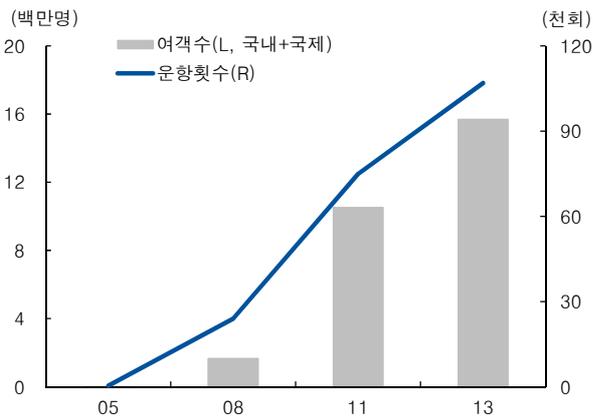
자료: 모두투어, 인천국제공항공사, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 인천공항 내 저가항공사 트래픽 추이



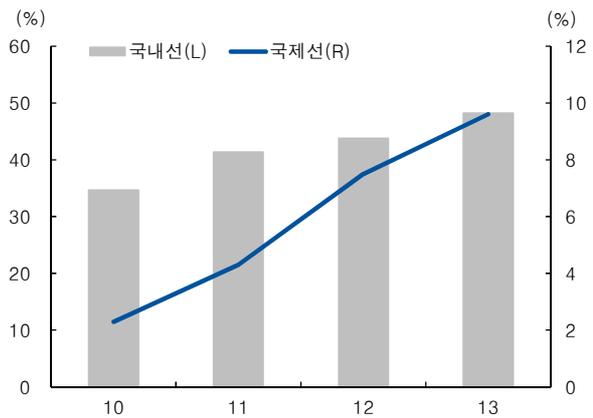
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 로컬 LCC의 여객수와 운항횟수 추이



자료: 국토교통부, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 로컬 LCC의 국내/국제선 M/S 추이



자료: 국토교통부, KDB대우증권 리서치센터

모두투어 (080160)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액	143	160	202	212
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	143	160	202	212
판매비와관리비	123	138	175	184
조정영업이익	20	21	27	28
영업이익	20	21	27	28
비영업손익	3	3	1	2
금융손익	2	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	23	24	28	30
계속사업법인세비용	5	6	7	7
계속사업이익	18	18	22	23
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	18	18	22	23
지배주주	18	18	22	23
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	18	18	22	23
지배주주	18	18	22	23
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	21	23	28	29
FCF	16	37	27	27
EBITDA 마진율 (%)	14.7	14.4	13.9	13.7
영업이익률 (%)	14.0	13.1	13.4	13.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.6	11.3	10.9	10.8

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
영업활동으로 인한 현금흐름	17	39	27	27
당기순이익	18	18	22	23
비현금수익비용가감	8	0	8	8
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	7	-1	7	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	-5	21	4	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	3	-7	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	6	0	0
법인세납부	-6	-1	-7	-7
투자활동으로 인한 현금흐름	-12	-28	-5	-3
유형자산처분(취득)	-1	-2	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	8	-12	-5	-3
기타투자활동	-19	-14	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	14	14	16
기초현금	40	35	49	63
기말현금	35	49	63	79

자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

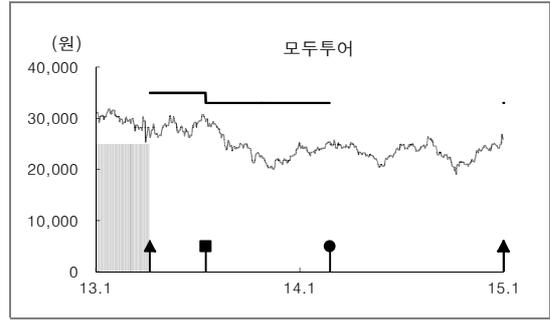
(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
유동자산	110	129	149	170
현금 및 현금성자산	35	49	63	79
매출채권 및 기타채권	16	7	7	8
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	59	73	79	83
비유동자산	37	44	45	46
관계기업투자등	19	24	26	27
유형자산	9	11	10	9
무형자산	1	1	0	0
자산총계	147	173	195	215
유동부채	52	64	70	73
매입채무 및 기타채무	26	32	35	36
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	26	32	35	37
비유동부채	5	6	7	7
장기금융부채	1	2	2	2
기타비유동부채	4	4	5	5
부채총계	57	71	76	80
지배주주지분	90	102	118	135
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	28	28	28	28
이익잉여금	71	82	98	115
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	90	102	118	135

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
P/E (x)	16.2	16.6	15.0	14.1
P/CF (x)	11.2	16.8	11.0	10.4
P/B (x)	2.8	2.6	2.5	2.2
EV/EBITDA (x)	10.0	8.8	7.2	6.2
EPS (원)	1,414	1,458	1,722	1,842
CFPS (원)	2,050	1,442	2,353	2,495
BPS (원)	8,329	9,252	10,497	11,863
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	33.6	32.7	27.7	25.9
배당수익률 (%)	2.2	2.1	1.9	1.9
매출액증가율 (%)	7.5	11.9	26.3	5.0
EBITDA증가율 (%)	-4.5	9.5	21.7	3.6
조정영업이익증가율 (%)	-4.8	5.0	28.6	3.7
EPS증가율 (%)	3.2	3.1	18.1	7.0
매출채권 회전을 (회)	17.2	15.2	31.6	31.2
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	19.1	19.7	18.3
ROIC (%)	-80.7	-81.5	-65.3	-61.7
부채비율 (%)	63.7	69.2	64.7	59.2
유동비율 (%)	211.5	200.1	214.1	232.0
순차입금/자기자본 (%)	-90.7	-104.0	-106.0	-106.8
조정영업이익/금융비용 (x)	0.0	0.0	0.0	0.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
모두투어(080160)	2015.01.08	매수	33,000원
	2014.03.04	중립	-
	2013.07.25	Trading Buy	33,000원
	2013.04.16	매수	35,000원
		분석 대상 제외	



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.