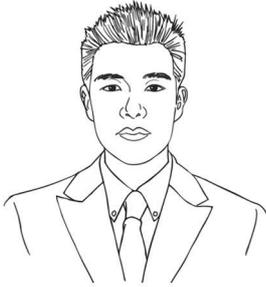


2015. 10. 23

Company Update

모두투어 (080160)

가치는 주식시장보다 업계에서 부각될 전망



양일우
Analyst
ilwoo.yang@samsung.com
02 2020 7820

조상훈
Research Associate
sanghoonpure.cho@samsung.com
02 2020 7644

- FIT 고성장세를 기저효과만으로 설명할 필요는 없을 것
- 종속회사 실적 턴어라운드 2016년에는 가능할 것
- 대기업 면세사업자들과의 협력 가능성도 열려 있을 것

WHAT'S THE STORY

FIT의 고성장세 지속될 전망: 모두투어의 하나투어 대비 상대적인 패키지 판매량이 52% 인데, FIT 상대 판매량이 52%에 도달한 상태에서도 모두투어의 FIT 판매량 성장률이 더욱 높게 나오는 현상이 지속. 고성장 원인은 크게 두 가지 일 것으로 예상되는데, 1) 아마테우스라는 최저가 항공권을 검색해주는 발권 시스템과 2) 빠른 판매 채널 확장. 저렴한 가격을 바탕으로 중국 씨트립, 위메프, 삼성카드 등의 채널에서 모두투어를 이용하기 시작.

종속회사의 실적 턴어라운드 가능성 주목: 모두투어의 2015년 상반기 기준 별도기준 영업이익이 하나투어의 60%에 달함에도 불구하고, 시가총액이 35% 수준에 불과한 것은 종속회사들의 실적 부진이 원인이라고 판단. 2015년 상반기 의미 있는 손실을 기록한 회사는 모두스테이(-5억원)와 자유투어(약 -10억원). 그러나, 모두투어는 운영 호텔의 개수가 증가하면서 고정비가 상쇄되는 2016년에 모두스테이는 약 5억원 가량의 이익을 기록할 것으로 예상. 한편, 자유투어는 B2C 저가 패키지 여행사에 대응하는 상품을 모두투어로부터 소싱한 항공권 및 호텔을 통해 출시할 예정이어서 2017년에는 손익분기에 다다를 전망. 다만, B2C 여행업계 내 경쟁심화 우려는 있음.

종속회사의 실적 턴어라운드 가능성 주목: 2016년 초는 면세업계의 경쟁이 가장 심해질 수 있는 시기. 하나투어가 아웃바운드 여행객을 면세 매출로 전환시키는데 성공할 경우, 대기업 면세사업자는 모두투어와 협력하고자 할 가능성이 높을 것. 참고로, 인바운드 사업을 영위하는 모두투어 인터내셔널은 호텔신라가 지분의 19%를 보유하고 있고, 한화그룹의 임직원 출장 및 여행 서비스는 모두투어가 제공하고 있어, 모두투어가 하나투어처럼 중국 비자대행센터를 주요 도시에서 운영하게 될 경우, 인바운드 사업 강화를 위한 대기업의 제휴 움직임이 더욱 활발해질 가능성도 있음.

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	52,000원	(43.6%)
현재주가	36,200원	
시가총액	4,561.2억원	
Shares (local)	12,600,000주	(76.2%)
52 주 최저/최고	20,600원/45,000원	
60 일-평균거래대금	55.9억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
모두투어 (%)	-4.1	-1.0	68.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-1.6	3.0	40.2

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	52,000	46,000	13.0%
2015E EPS	1,360	1,930	-29.5%
2016E EPS	1,708	2,249	-24.1%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	12
Target price	48,958
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2014	2015E	2016E	2017E
매출액 (십억원)	165	194	214	229
순이익 (십억원)	14	17	21	25
EPS (adj) (원)	1,218	1,360	1,708	1,992
EPS (adj) growth (%)	(4.7)	11.7	25.6	16.6
EBITDA margin (%)	11.4	11.8	13.7	15.0
ROE (%)	16.3	16.2	18.4	19.0
P/E (adj) (배)	29.7	26.6	21.2	18.2
P/B (배)	4.4	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA (배)	21.7	17.1	13.2	11.1
Dividend yield (%)	1.4	1.5	1.8	2.2

자료: 삼성증권 추정

모두투어: 분기 및 연간 실적 추정 (별도기준)

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
영업수익	47	44	44	43	51	46	52	47	155	177	195
해외여행알선수입	40	36	36	34	42	36	42	36	132	146	156
항공권판매수수료	4	4	4	5	6	5	5	6	11	17	23
기타수입	3	4	4	4	3	4	5	5	13	15	17
영업비용	40	38	37	37	43	41	41	39	134	152	164
인건비	13	12	12	11	14	13	13	12	43	47	51
여행지급수수료	15	12	14	13	15	13	15	13	50	54	57
일반지급수수료	6	5	5	6	7	6	6	6	17	22	25
광고선전비	2	3	3	3	2	4	3	3	8	11	12
기타비용	4	4	4	4	5	5	5	5	16	17	19
영업이익	7	6	6	6	8	5	11	8	21	26	31
증가율 (전년대비, %)											
영업수익	18.6	23.1	1.9	15.5	8.6	4.6	18.4	8.3	8.6	14.3	9.9
해외여행알선수입	16.4	18.6	(3.5)	13.1	5.1	0.8	17.2	4.5	7.0	10.5	6.9
항공권판매수수료	90.8	55.0	55.0	43.0	39.0	29.0	29.0	29.0	12.9	58.3	31.4
기타수입	(8.6)	45.9	18.0	10.0	15.0	15.0	15.0	15.0	31.3	15.5	15.0
영업비용	15.3	18.3	7.1	12.3	8.6	8.4	10.1	5.3	8.8	13.1	8.1
인건비	6.3	14.4	7.0	8.0	8.0	8.0	8.0	7.0	6.7	8.8	7.8
여행지급수수료	11.7	4.6	2.8	17.0	5.9	6.0	11.2	0.5	(2.2)	8.8	6.0
일반지급수수료	63.7	53.6	10.0	15.0	15.0	13.0	13.0	10.0	55.9	32.6	12.8
광고선전비	(1.6)	98.0	9.0	10.0	12.0	10.0	9.0	10.0	42.7	24.2	10.1
기타비용	10.6	12.0	5.0	9.0	9.0	9.0	9.0	7.0	6.4	9.1	8.5
영업이익	41.0	63.3	(21.1)	39.9	8.6	(17.5)	68.1	26.4	7.2	21.5	20.9
Volume (천 명)											
전체출국자 (승무원제외)	4,355	4,095	4,667	4,454	4,747	4,382	5,180	4,676	14,726	17,570	18,985
모두투어 M/S (%)	11.2	10.7	10.4	11.6	12.2	11.5	11.3	12.6	9.7	11.0	11.9
모두투어 전체	487	439	486	518	581	504	584	590	1,431	1,930	2,259
모두투어 패키지	335	288	292	310	369	307	331	320	980	1,225	1,327
모두투어 기타	152	152	194	208	213	197	253	270	451	706	933
증가율 (전년대비, %)											
전체출국자 (승무원제외)	20.6	22.7	17.5	17.0	9.0	7.0	11.0	5.0	8.9	19.3	8.1
모두투어 M/S (%)	1.2	1.5	1.2	1.2	1.1	0.8	0.9	1.0	(0.1)	1.3	0.9
모두투어 전체	35.0	42.9	32.4	31.0	19.4	14.7	20.1	14.0	7.6	34.9	17.0
모두투어 패키지	27.3	36.4	17.0	20.8	10.1	6.6	13.5	3.2	4.1	24.9	8.3
모두투어 기타	55.7	56.9	65.0	50.0	40.0	30.0	30.0	30.0	16.2	56.6	32.2
수탁금 (십억원)	384	338	371	377	445	377	436	416	1,275	1,469	1,674
패키지 수탁금	293	250	253	261	319	264	284	267	981	1,057	1,134
티켓 수탁금	91	87	118	116	126	113	152	149	293	412	540
ASP (백만원)											
패키지 ASP	0.87	0.87	0.87	0.84	0.86	0.86	0.86	0.83	1.00	0.86	0.85
티켓 ASP	0.60	0.58	0.61	0.56	0.59	0.57	0.60	0.55	0.65	0.58	0.58
(전년대비, %)											
수탁금	15.1	16.7	11.1	18.5	16.0	11.6	17.6	10.3	4.4	15.3	13.9
패키지 수탁금	9.3	11.6	(0.6)	11.1	9.0	5.6	12.4	2.2	2.3	7.7	7.3
티켓 수탁금	38.7	34.4	48.5	39.5	38.6	28.7	28.7	28.7	12.2	40.6	30.9
ASP											
패키지 ASP	(14.1)	(18.2)	(15.0)	(8.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.7)	(13.8)	(1.0)
티켓 ASP	(10.9)	(14.4)	(10.0)	(7.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(3.4)	(10.2)	(1.0)
패키지 매출전환율 (%)	13.7	14.4	14.2	13.1	13.2	13.7	14.8	13.4	13.5	13.8	13.8
여행비지급수수료율 (%)	5.0	4.9	5.5	5.1	4.8	5.0	5.4	5.0	5.1	5.1	5.0

자료: 모두투어, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	147	165	194	214	229
매출원가	2	4	8	9	10
매출총이익	145	161	187	205	220
(매출총이익률, %)	99.0	97.7	96.1	96.0	95.8
판매 및 일반관리비	130	144	166	179	189
영업이익	16	17	21	26	31
(영업이익률, %)	10.7	10.1	10.6	12.3	13.5
영업외손익	4	3	2	2	2
금융수익	2	1	1	2	2
금융비용	0	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	3	2	1	(0)	(0)
세전이익	20	19	23	28	33
법인세	5	5	6	7	8
(법인세율, %)	24.0	27.3	27.6	24.2	24.2
계속사업이익	15	14	17	21	25
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	15	14	17	21	25
(순이익률, %)	10.4	8.5	8.6	9.9	10.8
지배주주순이익	16	15	17	22	25
비지배주주순이익	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)
EBITDA	17	19	23	29	34
(EBITDA 이익률, %)	11.6	11.4	11.8	13.7	15.0
EPS (지배주주)	1,278	1,218	1,343	1,708	1,992
EPS (연결기준)	1,212	1,114	1,319	1,684	1,968
수정 EPS (원)*	1,278	1,218	1,360	1,708	1,992

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동에서의 현금흐름	15	29	19	23	25
당기순이익	15	14	17	21	25
현금유출입이없는 비용 및 수익	11	8	8	8	8
유형자산 감가상각비	1	2	2	3	3
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	9	6	6	5	5
영업활동 자산부채 변동	(6)	11	(4)	(1)	(3)
투자활동에서의 현금흐름	(12)	(46)	(12)	(11)	(13)
유형자산 증감	(1)	(3)	(5)	(4)	(5)
장단기금융자산의 증감	(8)	5	(7)	(7)	(8)
기타	(4)	(47)	(0)	(0)	(0)
재무활동에서의 현금흐름	(8)	34	(8)	(9)	(11)
차입금의 증가(감소)	2	34	(1)	(1)	(0)
자본금의 증가(감소)	(0)	0	0	0	0
배당금	(5)	(6)	(7)	(8)	(10)
기타	(5)	5	0	0	0
현금증감	(5)	19	(0)	3	1
기초현금	42	36	55	55	58
기말현금	36	55	55	58	59
Gross cash flow	26	22	25	29	33
Free cash flow	15	26	14	20	20

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 모두투어, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	117	132	138	146	154
현금 및 현금등가물	36	55	55	58	59
매출채권	22	19	26	27	30
재고자산	0	0	0	0	0
기타	59	58	57	61	65
비유동자산	35	92	92	96	101
투자자산	19	19	72	75	79
유형자산	10	13	15	16	18
무형자산	1	4	4	4	5
기타	5	55	0	(0)	0
자산총계	152	224	230	242	255
유동부채	57	84	88	88	89
매입채무	0	0	2	2	2
단기차입금	1	6	5	5	4
기타 유동부채	56	78	81	81	83
비유동부채	6	31	32	30	25
사채 및 장기차입금	1	29	29	29	29
기타 비유동부채	5	2	3	1	(4)
부채총계	63	115	120	118	115
지배주주지분	89	99	110	124	141
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	28	28	28	28	28
이익잉여금	70	78	89	103	120
기타	(15)	(14)	(14)	(14)	(14)
비지배주주지분	0	10	0	0	0
자본총계	90	109	110	124	141
순부채	(80)	(60)	(64)	(71)	(77)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2013	2014	2015E	2016E	2017E
증감률 (%)					
매출액	6.6	12.1	17.9	10.1	7.2
영업이익	(25.7)	5.2	23.6	28.1	17.6
순이익	(13.4)	(8.1)	18.4	27.7	16.9
수정 EPS**	(8.4)	(4.7)	11.7	25.6	16.6
주당지표					
EPS (지배주주)	1,278	1,218	1,343	1,708	1,992
EPS (연결기준)	1,212	1,114	1,319	1,684	1,968
수정 EPS**	1,278	1,218	1,360	1,708	1,992
BPS	7,458	8,218	9,122	10,311	11,693
DPS (보통주)	500	510	550	650	800
Valuations (배)					
P/E***	28.3	29.7	26.6	21.2	18.2
P/B***	4.9	4.4	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	22.0	21.7	17.1	13.2	11.1
비율					
ROE (%)	18.7	16.3	16.2	18.4	19.0
ROA (%)	10.1	7.5	7.3	9.0	10.0
ROIC (%)	(218.5)	(86.4)	(33.1)	(28.6)	(33.2)
배당성향 (%)	37.2	39.9	39.1	36.3	38.3
배당수익률 (보통주, %)	1.4	1.4	1.5	1.8	2.2
순부채비율 (%)	(88.9)	(55.4)	(58.2)	(57.6)	(54.7)
이자보상배율 (배)	641.9	23.6	65.9	n/a	n/a