

## 모두투어(080160)

Above
In line
Below

### 매수(유지)

목표주가: 50,000원(유지)

#### Stock Data

KOSPI(11/3)	2,048
주가(11/3)	36,750
시가총액(십억원)	463
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	45,000/20,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,858
유동주식비율/외국인지분율(%)	76.2/28.0
주요주주(%)	우종웅 외 7인 17.9
	트러스트자산운용 7.2

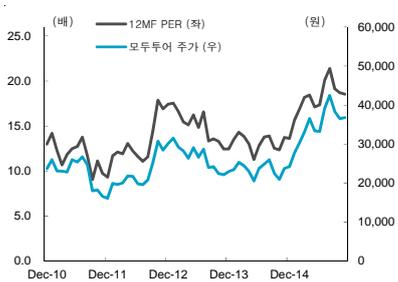
#### Valuation 지표

	2014A	2015F	2016F
PER(x)	18.9	25.8	18.1
PBR(x)	2.7	3.8	3.4
ROE(%)	16.3	16.6	21.2
EV/EBITDA(x)	12.7	15.8	10.9
EPS(원)	1,278	1,427	2,029
BPS(원)	8,962	9,630	10,793

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.1)	0.5	74.2
상대주가(%)	(13.1)	4.3	69.3

#### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

### 3분기 부진, 다가올 실적 개선에 주목해야 할 시점

#### What's new : 아쉬운 실적, 컨센서스 하회

3분기 연결기준 매출액은 515억원으로 전년동기 대비 9.5% 늘었지만, 영업이익은 33억원으로 52.4% 감소했다. 시장 컨센서스 매출액 523억원과 영업이익 69억원을 각각 1.9%, 51.6% 하회했다. 해외 고객 인원은 32.4% 늘어 성장을 지속했지만 지역 믹스 변화와 할인 판매 등에 따른 ASP 하락으로 외형 성장이 제한적이었다. 3분기 패키지 ASP(평균판매단가)는 86.9만원으로 전년동기 대비 14.8% 하락했다. 인건비와 박람회 관련 광고비 등 영업 비용 증가와 영업 레버리지 효과 감소로 영업이익률은 6.5%로 전년동기 대비 3.7%p 하락했다. 별도기준 매출액과 영업이익은 각각 455억원(+6.2% YoY), 55억원(+30.1% YoY)을 기록했다.

#### Positives : 송출객수 증가로 점유율 상승세 지속

3분기 시장 점유율은 10.4%(+1.2%p)로 4분기 연속 상승세를 지속했다. 비우호적인 시장 환경 속에도 송출객수 증가를 지속했기 때문이다. 모두투어 전체 송출객수는 전년동기 대비 32.4% 증가했는데 패키지외 티켓 송출객수 증가율이 각각 16.9%, 65.3% 였다. 부킹 엔진 교체 이후 티켓 판매 증가 속도가 가팔라 점유율 상승에 기여하고 있다.

#### Negatives : 연결대상 자회사 적자폭 확대

연결영업이익은 33억원에 그쳐 별도기준 55억원 대비 낮았다. 주요 연결대상 자회사들이 메르스 영향 등으로 부진한 실적을 기록했기 때문이다. 3분기 외국인 관광객 급감으로 모두스테이(비즈니스 호텔 운영), 모두투어인터내셔널(인바운드 전문 여행 사업) 등 인바운드 여행 고객 대상으로 사업을 영위하는 업체의 적자폭이 확대됐기 됐다. 2분기부터 연결대상으로 편입된 자유투어는 외부 여건 영향 등으로 회복이 더뎠던 전분기 수준인 13억원의 적자를 기록한 것으로 추정된다.

#### 결론 : 성장 모멘텀 재개될 것, 매수 의견 유지

모두투어에 대한 매수의견과 목표주가 50,000원(목표PER 25배 적용)을 유지한다. 외부 환경 탓에 부진했던 단기 실적은 이미 확인됐고, 이는 주가에 이미 반영됐다. 4분기 이후 실적 개선세에 주목해야할 시점이다. 10월 패키지 송출객수 증가율(+21.4% YoY)와 향후 예약률(11월: 31.8%, 12월: 37.2%, 1월: 25.8%)을 감안할 때 성과 호조가 예상된다. 작년 4분기부터 일본행 수요가 급격히 살아났고 초기 예약 흐름이 견조해 ASP 하락폭은 전분기대비 완화될 것이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q15P				증감률		2015F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	50	51	3.7	52	3.7	9.5	201	203
영업이익	5	3	(35.3)	7	(35.3)	(52.4)	21	25
영업이익률	10.4	6.5	(3.9)	13.2	(3.9)	(8.4)	10.5	12.1
세전이익	5	4	(24.3)	7	(24.3)	(31.7)	24	27
순이익	4	3	(9.1)	5	(9.1)	(25.7)	17	20

〈표 1〉 3Q15 실적 review

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q14	2Q15	3Q15	QoQ	YoY	KIS	차이	컨센서스	차이
매출액	47.0	49.6	51.5	3.7%	9.5%	49.3	4.4%	52.3	(1.6%)
영업이익	7.0	5.2	3.3	(35.3%)	(52.4%)	5.0	(33.5%)	6.9	(51.6%)
영업이익률	14.9	10.4	6.5	(3.9%p)	(8.4%p)	10.2	(3.7%p)	13.2	(6.7%p)
세전이익	6.1	5.5	4.2	(24.3%)	(31.7%)	5.5	(24.9%)	7.4	(43.5%)
순이익	4.3	3.5	3.2	(9.1%)	(25.6%)	4.3	(24.3%)	5.1	(36.9%)

자료: 모두투어, Fnguide, 한국투자증권

〈표 2〉 분기 실적 추이와 전망(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	QoQ	YoY	4Q15F
출국자수	3,610	3,337	3,972	3,807	4,355	4,095	4,667	14.0%	17.5%	4,105
모두투어 전체송출객수	361	307	367	395	487	439	486	10.7%	32.4%	486
모두투어 패키지송출객수	263	211	249	257	335	288	291	1.3%	16.9%	308
시장점유율(%)	10.0	9.2	9.2	10.4	11.2	10.7	10.4	1.2%p	1.2%p	11.8
매출액	40.4	36.4	47.0	40.9	50.4	49.6	51.5	3.7%	9.5%	49.9
본사	39.5	35.6	42.8	37.3	46.8	43.8	45.5	3.8%	6.2%	42.9
연결자회사	2.4	2.5	4.5	2.6	4.3	6.1	5.8	(4.5%)	30.0%	7.1
영업비용	37.4	34.3	40.0	36.4	44.1	44.4	48.1	8.3%	20.3%	43.6
영업이익	3.0	2.1	7.0	4.5	6.3	5.2	3.3	(35.3%)	(52.4%)	6.3
영업이익률	7.4	5.8	14.9	11.0	12.4	10.4	6.5	(8.4%p)	(8.4%p)	12.7
세전이익	6.5	2.7	6.1	4.0	7.4	5.5	4.2	(33.6%)	(31.7%)	6.7
지배주주순이익	5.2	2.3	4.3	3.5	5.6	3.5	3.2	(9.1%)	(25.6%)	4.7

자료: 모두투어, 한국투자증권

〈표 3〉 분기 실적 추이(별도 기준)

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	QoQ	YoY
매출액	39.5	35.6	42.8	37.3	46.8	43.8	45.5	3.8%	6.2%
항공권	2.1	2.6	2.7	3.4	4.1	4.0	3.9	(1.0%)	45.1%
해외여행알선수익	34.5	30.3	36.6	30.3	40.2	35.9	36.7	2.2%	0.4%
기타	2.9	2.7	3.5	3.6	2.7	3.9	4.8	23.5%	35.8%
영업비용	34.4	31.7	34.9	33.0	39.7	37.5	39.9	6.4%	14.4%
영업이익	5.1	3.8	7.9	4.3	7.1	6.3	5.5	(11.7%)	(30.1%)
영업이익률	12.8	10.8	18.5	11.5	15.2	14.3	12.2	(2.1%p)	(6.3%p)
세전이익	7.5	3.7	8.4	3.0	8.1	5.5	6.0	7.9%	(29.2%)
순이익	5.7	2.6	6.6	2.1	6.2	4.2	4.7	10.3%	(29.7%)

자료: 모두투어, 한국투자증권

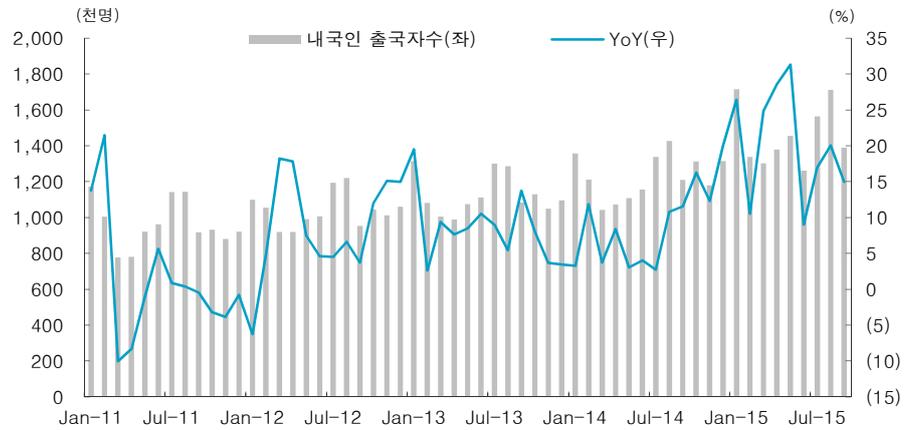
〈표 4〉 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	2012	2013	YoY	2014	YoY	2015F	YoY	2016F	YoY
출국자수(승무원제외)	12,474	13,525	8.4%	14,726	8.9%	17,222	16.9%	18,739	8.8%
모두투어 전체송출객수	1,239	1,329	7.3%	1,431	7.6%	1,898	32.7%	2,273	19.7%
모두투어 패키지송출객수	869	942	8.3%	980	4.1%	1,221	24.6%	1,346	10.2%
시장점유율(%)	9.9	9.8	(0.1%p)	9.7	(0.1%p)	11.0	1.3%p	12.1	1.1%p
매출액	137.9	147.0	6.6%	164.7	12.1%	201.4	22.3%	223.9	11.2%
영업비용	116.6	131.2	12.5%	148.1	12.9%	180.3	21.8%	192.9	7.0%
영업이익	21.3	15.8	(25.7%)	16.6	5.2%	21.1	26.9%	30.9	46.8%
영업이익률	15.4	10.7	(4.7%p)	10.1	(0.7%p)	10.5	0.4%p	13.8	3.4%p
세전이익	23.0	20.1	(12.6%)	19.3	(3.9%)	24.5	26.9%	34.3	39.9%
지배주주순이익	17.6	16.1	(8.4%)	15.3	(4.7%)	17.1	11.6%	24.3	42.0%

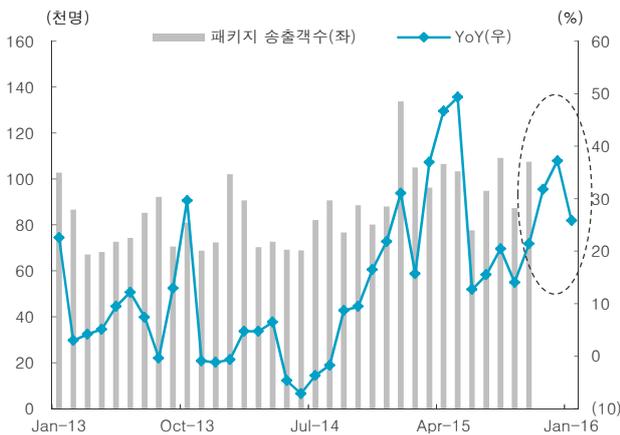
자료: 모두투어, 한국투자증권

[그림 1] 월간 내국인 출국자수 추이



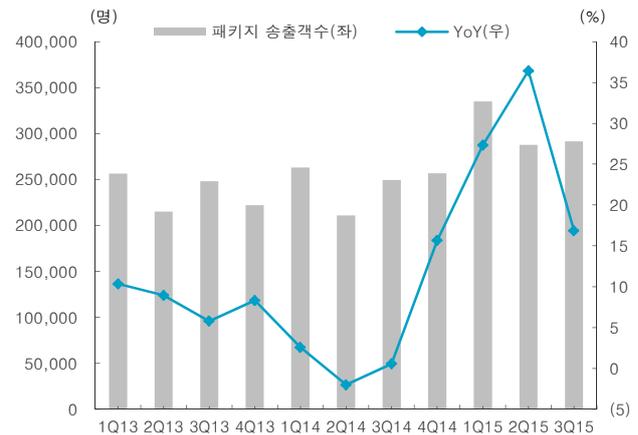
주: 내국인 출국자수는 승무원 제외인 인원  
 자료: 한국관광공사, 한국투자증권

[그림 2] 월간 패키지 송출객수와 성장률 및 예약률 추이



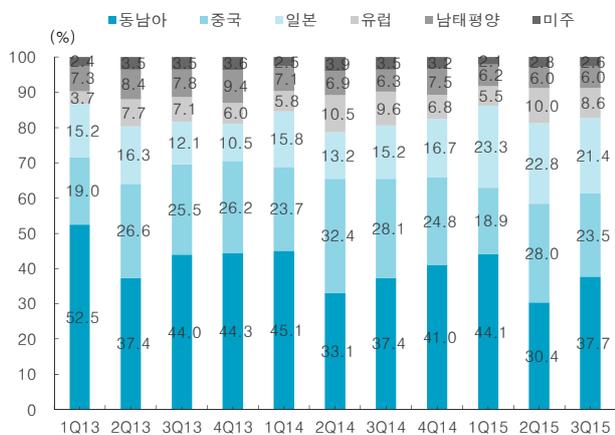
주: 2015년 8~10월 예약률은 8월 4일 발표된 데이터 기준  
 자료: 모두투어, 한국투자증권

[그림 3] 분기 패키지 송출객수와 성장률



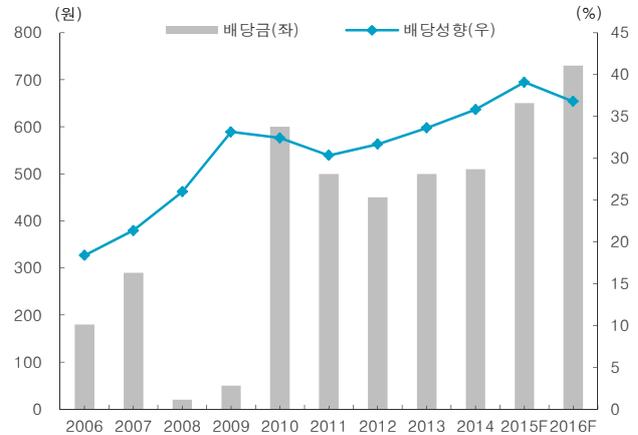
자료: 모두투어, 한국투자증권

[그림 4] 지역별 모객 비중(인원 기준)



자료: 모두투어, 한국투자증권

[그림 5] 주당배당금과 배당성향



주: 배당성향은 별도 실적 기준으로 산출  
 자료: 모두투어, 한국투자증권

〈표 5〉 실적 추정 변경

(단위: 천명, %, 십억원, %p)

	2015F			2016F		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
내국인출국자수	17,222	17,222	0.0%	18,912	18,912	0.0%
모두투어 송출객수	1,910	1,898	(0.6%)	2,316	2,273	(1.9%)
시장점유율	11.1	11.0	(0.1%p)	12.2	12.0	(0.2%p)
매출액	198.1	201.4	1.7%	223.0	223.9	0.4%
영업이익	23.6	21.1	(10.7%)	32.4	30.9	(4.6%)
영업이익률	11.9	10.5	(1.5%p)	14.5	13.8	(0.7%p)
세전이익	26.7	24.5	(8.3%)	35.7	34.3	(4.2%)
순이익	19.6	17.1	(12.5%)	26.5	24.3	(8.4%)

자료: 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

모두투어는 1989년 설립된 여행업체로 2005년 7월 코스닥 시장에 상장됐다. 모두투어는 대리점을 통해 간접판매(홀세일)하는 영업방식을 주로 하고 있다. 연결대상 종속법인은 2015년 상반기 기준, 모두투어인터네셔널, 모두투어에이치앤디, 크루즈인터네셔널, 모두관광개발, 모두투어자기관리부동산투자회사, 모두스테이, 서울호텔학교, 자유투어 등 8개 업체다.

- 아웃바운드(Outbound) 여행: 국내 관광객을 해외로 보내는 것
- 인바운드(Inbound) 여행: 외국 관광객을 국내로 유치하는 것

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	117	132	159	175	188
현금성자산	36	55	67	74	81
매출채권및기타채권	24	23	28	31	34
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	35	92	109	120	129
투자자산	19	19	23	25	28
유형자산	10	13	13	13	13
무형자산	1	4	5	5	6
자산총계	152	224	269	294	317
유동부채	57	84	120	130	136
매입채무및기타채무	36	50	61	67	74
단기차입금및단기사채	1	6	6	6	6
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6	31	31	31	32
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	2	31	31	31	31
부채총계	63	115	151	162	168
지배주주지분	89	99	107	122	139
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	28	28	28	28	28
기타자본	(15)	(14)	(14)	(14)	(14)
이익잉여금	70	78	88	103	121
비지배주주지분	0	10	10	10	11
자본총계	90	109	117	132	149

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	15	29	46	32	32
당기순이익	15	14	17	25	28
유형자산감가상각비	1	2	2	2	2
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	(6)	11	27	4	1
기타	5	2	(1)	0	0
투자활동현금흐름	(12)	(46)	(27)	(16)	(15)
유형자산투자	(1)	(3)	(2)	(2)	(2)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(11)	8	(5)	(3)	(2)
무형자산순증	(0)	(1)	(2)	(1)	(1)
기타	0	(50)	(18)	(10)	(10)
재무활동현금흐름	(8)	34	(8)	(9)	(10)
자본의증가	0	8	0	0	0
차입금의순증	1	32	(0)	(0)	0
배당금지급	(5)	(6)	(6)	(8)	(9)
기타	(4)	0	(2)	(1)	(1)
기타현금흐름	(0)	2	0	0	0
현금의증가	(5)	19	12	7	6

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

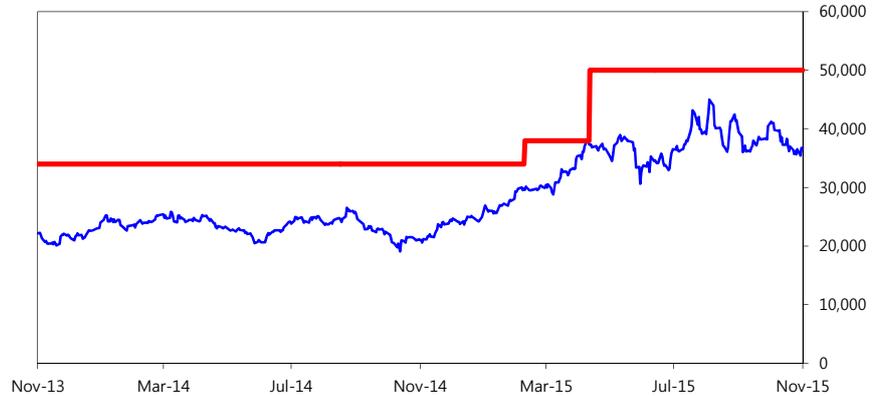
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	147	165	201	224	244
매출원가	2	4	0	0	0
매출총이익	145	161	201	224	244
판매관리비	130	144	180	193	208
영업이익	16	17	21	31	36
금융수익	2	1	1	1	1
이자수익	2	1	1	1	1
금융비용	0	1	1	1	1
이자비용	0	1	1	1	1
기타영업외손익	3	2	3	2	2
관계기업관련손익	0	0	0	1	1
세전계속사업이익	20	19	24	34	39
법인세비용	5	5	8	10	11
연결당기순이익	15	14	17	25	28
지배주주지분순이익	16	15	17	24	28
기타포괄이익	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	15	13	16	24	27
지배주주지분포괄이익	16	14	16	23	27
EBITDA	17	19	24	34	39

주요 투자지표

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	1,335	1,278	1,427	2,029	2,319
BPS	8,274	8,962	9,630	10,793	12,120
DPS	500	510	650	730	850
성장성(% YoY)					
매출증가율	6.6	12.1	22.3	11.2	9.2
영업이익증가율	(25.7)	5.2	26.9	46.8	16.4
순이익증가율	(8.4)	(4.7)	11.6	42.0	14.3
EPS증가율	(7.1)	(4.3)	11.6	42.2	14.3
EBITDA증가율	(24.3)	9.6	27.8	41.4	15.1
수익성(%)					
영업이익률	10.7	10.1	10.5	13.8	14.7
순이익률	11.0	9.3	8.5	10.9	11.4
EBITDA Margin	11.6	11.4	11.9	15.1	16.0
ROA	10.1	7.5	6.9	8.7	9.2
ROE	18.7	16.3	16.6	21.2	21.4
배당수익률	2.2	2.1	1.8	2.0	2.3
배당성향	37.2	39.9	45.5	36.0	36.6
안정성					
순차입금(십억원)	(80)	(60)	(80)	(90)	(101)
차입금/자본총계비율(%)	3.2	33.7	31.2	27.5	23.3
Valuation(X)					
PER	17.2	18.9	25.8	18.1	15.8
PBR	2.8	2.7	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	11.4	12.7	15.8	10.9	9.2

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
모두투어(080160)	2013.11.17	매수	34,000 원
	2015.02.12	매수	38,000 원
	2015.04.15	매수	50,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2015년 11월 4일 현재 모두투어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2015.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
76.7%	19.9%	3.4%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.