

## 모두투어 (080160)

### 공정과 부정의 혼재

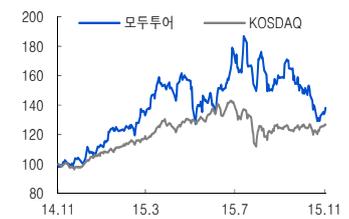
#### 호텔/레저

(Maintain)	<b>Trading Buy</b>
목표주가(원, 12M)	<b>37,000</b>
현재주가(15/11/27, 원)	33,250
상승여력	11%

영업이익(15F, 십억원)	26
Consensus 영업이익(15F, 십억원)	21
EPS 성장률(15F, %)	39.7
MKT EPS 성장률(15F, %)	22.7
P/E(15F, x)	19.6
MKT P/E(15F, x)	11.6
KOSDAQ	694.21

시가총액(십억원)	419
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	76.0
외국인 보유비중(%)	26.7
베타(12M) 일간수익률	0.88
52주 최저가(원)	23,650
52주 최고가(원)	45,000

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-6.9	-8.4	40.6
상대주가	-7.7	-7.7	10.6



#### 로컬 LCC의 2차 성장기 도래 가능성은 추가 upside 요인

2013~14년 여행사들의 성장성 둔화는 상당부분 저가항공사의 추가 공급능력 제한 요인과 맞물려있었다. 로컬 항공기 추가 공급 여력과 여행사들의 가용 티켓 물량은 직접적인 상관 관계를 지니기 때문이다.

2016년은 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.

추가 항공기와 가용 티켓 공급 증가는 모두투어와 같은 패키지 여행사에게 성장 모멘텀을 제공한다. 전체 판매 물량 증가와 함께 메이저 항공사 대비 수익성이 높은 저가항공사 패키지의 상대 비중이 높아져 점진적인 수익성 개선 효과도 견인할 수 있다.

#### 외부 환경 변수와 연결 적자 발생으로 단기 모멘텀 약화

최근 파리 테러로 인해 유럽행 장거리 아웃바운드 수요는 위축이 불가피할 전망이다. 4분기와 오는 1분기는 불리한 날씨 조건으로 유럽행 여행 수요의 비수기에 해당한다. 모두투어의 4분기 실적 내 유럽 매출 비중은 약 15%에 불과하고 이익 비중은 16~18% 수준으로 파악된다. 금번 테러로 인해 일부 여행이 취소될 경우 전체 실적으로의 영향은 3~5%로 추정된다. 전반적인 트래픽으로의 영향은 미미할 것으로 예상되지만, 상대 비중 축소에 따른 ASP 하락 가능성을 내재한다.

연결실적에 있어 자유투어의 적자 영향이 지속될 것으로 보인다. 자유투어는 3분기까지 22억의 적자를 기록했는데, 적어도 내년까지는 적자 구조가 유지될 전망이다. 20만명 이상의 트래픽을 확보할 것으로 예상되는 2017년 턴어라운드가 예상되어 단기 모멘텀 측면에서는 부정적인 요소이다.

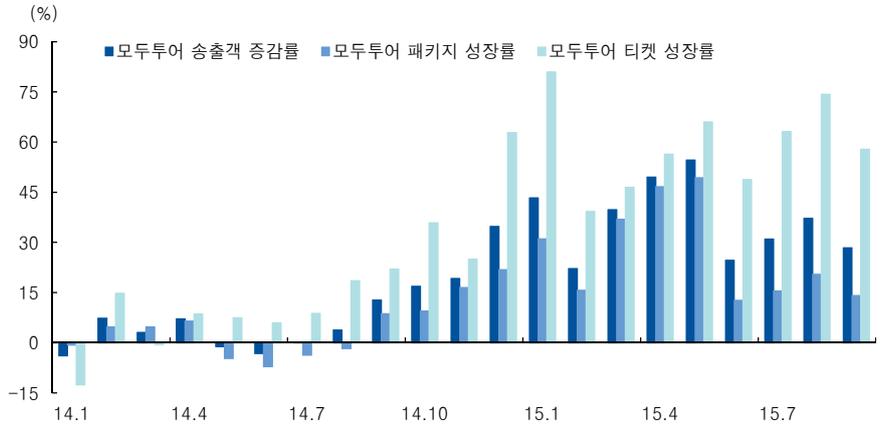
#### 건전한 여행 산업 펀더멘털은 유지되나 실질 소비 파이 확대는 제한적

모두투어에 대한 Trading BUY 투자 의견과 목표주가 37,000원을 유지하여 제시한다. 여행 산업이 소비재 섹터 내 상대적으로 견조한 펀더멘털을 지닌 점은 변함 없지만 단기적으로 외적, 내적 변수가 혼재되어 강한 추가 흐름을 기대하기가 어려워 보인다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	138	147	165	216	244	269
영업이익 (십억원)	21	16	17	26	31	35
영업이익률 (%)	15.2	10.9	10.3	12.0	12.7	13.0
순이익 (십억원)	18	16	15	21	25	27
EPS (원)	1,395	1,278	1,218	1,701	2,008	2,168
ROE (%)	22.7	18.7	16.3	20.1	20.5	19.0
P/E (배)	21.6	18.0	19.9	19.6	16.6	15.3
P/B (배)	4.0	2.8	2.7	3.3	2.8	2.5

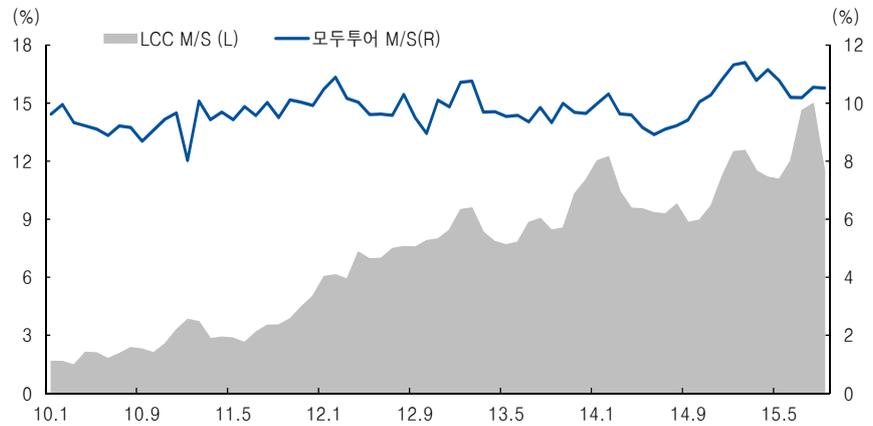
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

그림 140. 송출객 증감률 추이



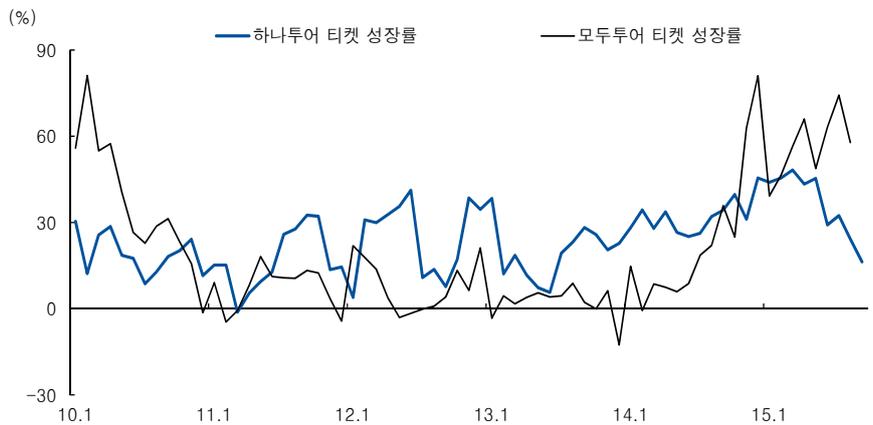
자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

그림 141. 인천공항 내 LCC 점유율과 모두투어 시장점유율 추이



자료: 모두투어, IIA, KDB대우증권 리서치센터

그림 142. 하나투어와 모두투어 티켓 성장률 추이 비교



자료: 하나투어, 모두투어, KDB대우증권 리서치센터

모두투어 (080160)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
<b>매출액</b>	<b>165</b>	<b>216</b>	<b>244</b>	<b>269</b>
매출원가	4	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>161</b>	<b>216</b>	<b>244</b>	<b>269</b>
판매비와관리비	144	190	213	234
<b>조정영업이익</b>	<b>17</b>	<b>26</b>	<b>31</b>	<b>35</b>
<b>영업이익</b>	<b>17</b>	<b>26</b>	<b>31</b>	<b>35</b>
<b>비영업손익</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>
금융손익	1	3	3	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	19	29	34	37
계속사업법인세비용	5	7	9	9
계속사업이익	14	21	25	27
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>27</b>
지배주주	15	21	25	27
비지배주주	-1	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>13</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>27</b>
지배주주	14	19	23	25
비지배주주	-1	2	3	3
EBITDA	19	30	36	41
FCF	26	13	12	37
EBITDA 마진율 (%)	11.5	13.9	14.8	15.2
영업이익률 (%)	10.3	12.0	12.7	13.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.1	9.7	10.2	10.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
<b>유동자산</b>	<b>132</b>	<b>122</b>	<b>130</b>	<b>110</b>
현금 및 현금성자산	55	37	39	39
매출채권 및 기타채권	22	29	33	36
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	55	56	58	35
<b>비유동자산</b>	<b>92</b>	<b>102</b>	<b>110</b>	<b>167</b>
관계기업투자등	16	19	22	25
유형자산	13	20	24	28
무형자산	4	4	4	4
<b>자산총계</b>	<b>224</b>	<b>224</b>	<b>240</b>	<b>277</b>
<b>유동부채</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>80</b>	<b>96</b>
매입채무 및 기타채무	42	54	60	66
단기금융부채	6	0	0	0
기타유동부채	36	30	20	30
<b>비유동부채</b>	<b>31</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>
장기금융부채	31	16	16	16
기타비유동부채	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>115</b>	<b>100</b>	<b>96</b>	<b>112</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>99</b>	<b>114</b>	<b>134</b>	<b>155</b>
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	28	28	28	28
이익잉여금	78	94	113	134
<b>비지배주주지분</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>자본총계</b>	<b>109</b>	<b>124</b>	<b>144</b>	<b>165</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>29</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>47</b>
당기순이익	14	21	25	27
비현금수익비용가감	8	8	11	14
유형자산감가상각비	2	4	5	6
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	6	4	6	8
영업활동으로인한자산및부채의변동	11	-3	-8	13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-6	-3	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	15	0	0	0
법인세납부	-5	-7	-9	-9
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-46</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	<b>-38</b>
유형자산처분(취득)	-3	-10	-10	-10
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	5	-1	0	22
기타투자활동	-47	0	0	-50
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>34</b>	<b>-27</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	34	-21	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-6	-6	-6	-6
기타재무활동	6	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>19</b>	<b>-19</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>
기초현금	36	55	37	39
기말현금	55	37	39	39

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	19.9	19.6	16.6	15.3
P/CF (x)	14.0	14.0	11.5	10.2
P/B (x)	2.7	3.3	2.8	2.5
EV/EBITDA (x)	13.6	12.3	10.0	9.4
EPS (원)	1,218	1,701	2,008	2,168
CFPS (원)	1,734	2,374	2,890	3,274
BPS (원)	8,962	10,177	11,698	13,380
DPS (원)	510	510	510	510
배당성향 (%)	43.6	28.6	24.2	22.4
배당수익률 (%)	2.1	1.5	1.5	1.5
매출액증가율 (%)	12.2	30.9	13.0	10.2
EBITDA증가율 (%)	11.8	57.9	20.0	13.9
조정영업이익증가율 (%)	6.3	52.9	19.2	12.9
EPS증가율 (%)	-4.7	39.7	18.0	8.0
매출채권 회전을 (회)	8.0	9.8	9.1	9.1
재고자산 회전을 (회)	3,787.0	3,859.8	3,617.3	3,598.3
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	7.5	9.6	10.9	10.6
ROE (%)	16.3	20.1	20.5	19.0
ROIC (%)	-86.4	-115.2	-398.2	-653.6
부채비율 (%)	105.7	80.2	67.0	68.1
유동비율 (%)	157.2	145.9	162.2	114.8
순차입금/자기자본 (%)	-55.4	-50.5	-45.7	-26.0
조정영업이익/금융비용 (x)	23.6	13.7	26.7	29.9

자료: 모두투어, KDB대우증권 리서치센터