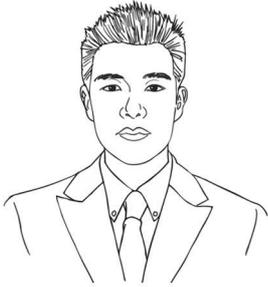


2015. 12. 7

Company Update



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

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

모두투어 (080160)

해외 NDR 후기: 여행 환경 변화의 최대 수혜주

- 11월 30일부터 12월 4일까지 5일간 해외 NDR
- 여행 환경 변화의 최대 수혜주
- BUY 투자 의견과 목표주가 52,000원 유지

WHAT'S THE STORY

점유율 상승과 종속회사의 턴어라운드: 회사는 최근 1년 간 점유율이 약 1.3%p 가량 상승하였고, 향후에도 점유율 상승이 가능한 이유로서, 1) 자유 시간이 많은 하이브리드 패키지, 에어텔 상품이 젊은 층 사이에서 인기가 높고, 2) 새롭게 도입한 항공권 예약 시스템인 아마테우스가 기존 시스템인 토파즈에 비해 7배 많은 여행사들을 회원사로 보유하고 있으며, 3) 아마테우스 시스템은 왕복 항공권을 편도 항공권마다 등급에 구애받지 않고 최저가 항공권을 검색하기 때문이라고 설명. 한편, 2015년 별도기준 대비 40억원 가량 작았던 연결기준 영업이익은 2016년에는 인바운드 관련 종속회사 모두투어 인터내셔널, 모두스테이 턴어라운드, 자유투어의 점유율 회복으로 2016년에는 별도기준 영업이익과 유사한 수준으로 개선될 것으로 설명.

그 밖에 투자자들이 관심을 가졌거나, 추가적인 질문을 했던 내용: 투자자들은 다음과 같은 내용에 관심. 1) 5년 후에는 현재 10% 수준인 호텔과 인바운드 매출 비중을 30% 까지 높일 것, 2) 선진국의 상위 여행사 점유율은 40%를 상회하는 반면, 한국은 아직 30% 수준이라는 점, 3) 포탈 등 온라인 제휴사를 이용한 패키지의 여행비 지급수수료율이 오프라인 채널들에 비해 더 낮기 때문에 향후 온라인 비중이 상승할수록 수익성이 개선될 수 있다는 점, 4) 스카이스캐너, 씨트립 등이 FIT 항공권 판매를 할 때, 동사의 최저가 검색 시스템을 활용하기 위해서 제휴를 했고, 5) 운영하는 호텔들의 투숙률이 일회적인 요인을 제외하면 85%를 상회한다는 점, 7) 모두투어 인터내셔널이 먼 세점으로부터 받는 수수료율이 최근 3년 간 크게 낮아졌으나, 다시 상승할 가능성이 있다는 점, 8) 회사의 재무정책이 매우 주주친화적이라는 점에 관심을 보임.

BUY투자 의견과 목표주가 52,000원 유지: 모두투어의 3분기 별도기준 영업이익은 55억 원으로 52억원이었던 하나투어에 비해 많았음. 반면, 추석 연휴 상품 수익 인식을 모두투어가 3분기에 하나투어가 4분기에 하게 되는 것을 감안하면, 4분기 실적 모멘텀은 하나투어가 강할 가능성이 높음. 그러나, 2016년 레저 업계 가장 중요한 환경 변화가 메르스로부터의 회복으로 인한 중국인 입국자 전년 대비 급증이 될 가능성이 높다면, 인바운드 사업 관련 종속회사들의 턴어라운드 가능성이 높은 모두투어도 매력적이라고 판단. 일회적 요인인 프랑스 테러 영향이 컨센서스에 반영되는 4분기 실적 발표 시점이 매우 적기라고 판단.

AT A GLANCE

SELL	HOLD	BUY
목표주가	52,000원	(50.1%)
현재주가	34,650원	
시가총액	4,365.9억원	
Shares (local)	12,600,000주 (76.0%)	
52 주 최저/최고	23,650원/45,000원	
60 일-평균거래대금	29.5억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
모두투어 (%)	-6.1	3.7	42.9
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-6.0	6.6	14.2

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	52,000	52,000	0.0%
2015E EPS	1,280	1,324	-3.3%
2016E EPS	1,629	1,603	1.6%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	13
Target price	47,231
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2014	2015E	2016E	2017E
매출액 (십억원)	165	198	216	232
순이익 (십억원)	14	16	20	25
EPS (adj) (원)	1,218	1,280	1,629	1,982
EPS (adj) growth (%)	(4.7)	5.1	27.3	21.7
EBITDA margin (%)	11.4	10.7	12.7	14.4
ROE (%)	16.3	15.6	17.8	19.2
P/E (adj) (배)	28.5	27.1	21.3	17.5
P/B (배)	4.2	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA (배)	20.6	17.7	13.4	10.8
Dividend yield (%)	1.5	1.6	1.9	2.3

자료: 삼성증권 추정

모두투어: 분기 및 연간 실적 추정 (별도기준)

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
영업수익	47	44	45	43	50	46	53	46	155	179	195
해외여행알선수입	40	36	37	35	42	36	42	36	132	147	156
항공권판매수수료	4	4	4	4	5	5	5	6	11	16	21
기타수입	3	4	5	4	3	4	6	5	13	15	18
영업비용	40	38	40	38	43	41	44	40	134	155	167
인건비	13	12	13	11	14	13	14	12	43	49	52
여행지급수수료	15	12	13	13	15	13	15	13	49	54	57
일반지급수수료	6	5	6	5	7	6	7	6	18	23	26
광고선전비	2	3	3	3	2	4	3	3	8	11	12
기타비용	4	4	5	5	5	5	5	5	16	18	20
영업이익	7	6	6	5	7	5	9	6	21	24	27
증가율 (전년대비, %)											
영업수익	18.6	23.1	6.2	14.8	7.5	4.5	15.9	7.4	8.6	15.3	8.9
해외여행알선수입	16.4	18.6	0.4	13.9	5.1	0.8	14.8	4.0	6.5	11.9	6.2
항공권판매수수료	90.8	55.0	45.1	28.0	27.0	27.0	27.0	27.0	12.9	51.1	27.0
기타수입	(8.6)	45.9	35.9	10.0	15.0	15.0	15.0	15.0	31.3	20.4	15.0
영업비용	15.3	18.3	14.4	14.3	8.6	8.4	9.9	5.3	8.8	15.5	8.1
인건비	6.3	14.4	18.2	12.0	8.0	8.0	8.0	7.0	6.3	12.5	7.8
여행지급수수료	11.7	4.6	7.8	17.0	5.9	6.0	10.8	0.5	(4.2)	10.2	5.8
일반지급수수료	63.7	53.6	7.8	10.0	15.0	13.0	13.0	10.0	63.1	29.5	12.8
광고선전비	(1.6)	98.0	26.7	15.0	12.0	10.0	9.0	10.0	42.7	30.8	10.1
기타비용	10.6	12.0	26.1	18.0	9.0	9.0	9.0	7.0	6.0	16.7	8.5
영업이익	41.0	63.3	(30.1)	19.4	1.7	(18.8)	59.6	22.2	7.2	14.0	14.0
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	11.2	11.9	11.4	11.2	12.0	9.7	10.9	11.6
모두투어 전체	487	439	486	497	563	501	580	560	1,431	1,910	2,204
모두투어 패키지	335	288	291	310	369	307	331	320	980	1,224	1,326
모두투어 기타	152	152	195	187	195	194	249	240	451	685	877
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	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8	(0.1)	1.2	0.7
모두투어 전체	35.0	42.9	32.4	25.7	15.7	14.0	19.3	12.5	7.6	33.5	15.4
모두투어 패키지	27.3	36.4	16.9	20.8	10.1	6.6	13.5	3.2	4.1	24.9	8.3
모두투어 기타	55.7	56.9	65.3	35.0	28.0	28.0	28.0	28.0	16.2	52.1	28.0
수탁금 (십억원)	384	338	369	365	434	375	431	399	1,275	1,456	1,639
패키지 수탁금	293	250	253	261	319	264	284	267	981	1,057	1,134
티켓 수탁금	91	87	116	104	116	111	146	132	293	398	505
ASP (백만원)											
패키지 ASP	0.87	0.87	0.87	0.84	0.86	0.86	0.86	0.83	1.00	0.86	0.86
티켓 ASP	0.60	0.58	0.59	0.56	0.59	0.57	0.59	0.55	0.65	0.58	0.58
(전년대비, %)											
수탁금	15.1	16.7	10.4	14.9	13.2	11.0	16.9	9.2	4.4	14.2	12.6
패키지 수탁금	9.3	11.6	(0.5)	11.1	9.0	5.6	12.4	2.2	2.3	7.7	7.3
티켓 수탁금	38.7	34.4	45.4	25.6	26.7	26.7	26.7	26.7	12.2	35.8	26.7
ASP											
패키지 ASP	(14.1)	(18.2)	(14.8)	(8.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.7)	(13.7)	(1.0)
티켓 ASP	(10.9)	(14.4)	(12.0)	(7.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(3.4)	(10.7)	(1.0)
패키지 매출전환율 (%)	13.7	14.4	14.5	13.2	13.2	13.7	14.8	13.5	13.4	13.9	13.8
여행비지급수수료율 (%)	5.0	4.9	5.3	5.1	4.8	5.0	5.2	5.0	5.0	5.1	5.0

자료: 모두투어, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	147	165	198	216	232
매출원가	2	4	7	8	9
매출총이익	145	161	191	208	223
(매출총이익률, %)	99.0	97.7	96.3	96.3	96.2
판매 및 일반관리비	130	144	172	183	193
영업이익	16	17	19	24	30
(영업이익률, %)	10.7	10.1	9.5	11.3	12.9
영업외손익	4	3	3	2	3
금융수익	2	1	1	2	2
금융비용	0	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	3	2	3	0	1
세전이익	20	19	22	27	33
법인세	5	5	6	6	8
(법인세율, %)	24.0	27.3	28.2	24.2	24.2
계속사업이익	15	14	16	20	25
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	15	14	16	20	25
(순이익률, %)	10.4	8.5	8.0	9.4	10.6
지배주주순이익	16	15	16	21	25
비지배주주순이익	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)
EBITDA	17	19	21	27	33
(EBITDA 이익률, %)	11.6	11.4	10.7	12.7	14.4
EPS (지배주주)	1,278	1,218	1,287	1,629	1,982
EPS (연결기준)	1,212	1,114	1,263	1,604	1,957
수정 EPS (원)*	1,278	1,218	1,280	1,629	1,982

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동에서의 현금흐름	15	29	17	23	24
당기순이익	15	14	16	20	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	(5)	(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	(2)	3	1
기초현금	42	36	55	53	56
기말현금	36	55	53	56	57
Gross cash flow	26	22	24	28	33
Free cash flow	15	26	13	19	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	137	144	152
현금 및 현금등가물	36	55	53	56	57
매출채권	22	19	26	27	30
재고자산	0	0	0	0	0
기타	59	58	57	61	65
비유동자산	35	92	92	96	102
투자자산	19	19	72	75	79
유형자산	10	13	16	16	18
무형자산	1	4	4	4	5
기타	5	55	0	(0)	0
자산총계	152	224	229	240	254
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	26
사채 및 장기차입금	1	29	29	29	29
기타 비유동부채	5	2	3	1	(3)
부채총계	63	115	120	118	115
지배주주지분	89	99	109	122	138
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	28	28	28	28	28
이익잉여금	70	78	88	102	118
기타	(15)	(14)	(14)	(14)	(14)
비지배주주지분	0	10	0	0	0
자본총계	90	109	109	122	138
순부채	(80)	(60)	(62)	(69)	(75)

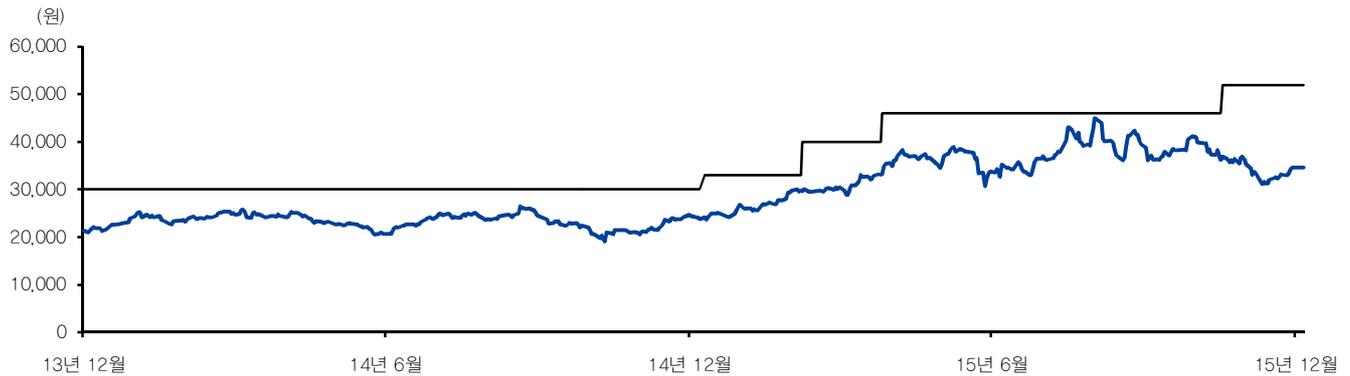
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2013	2014	2015E	2016E	2017E
증감률 (%)					
매출액	6.6	12.1	20.2	9.1	7.4
영업이익	(25.7)	5.2	12.7	30.8	22.6
순이익	(13.4)	(8.1)	13.4	27.0	22.0
수정 EPS**	(8.4)	(4.7)	5.1	27.3	21.7
주당지표					
EPS (지배주주)	1,278	1,218	1,287	1,629	1,982
EPS (연결기준)	1,212	1,114	1,263	1,604	1,957
수정 EPS**	1,278	1,218	1,280	1,629	1,982
BPS	7,458	8,218	9,046	10,152	11,522
DPS (보통주)	500	510	550	650	800
Valuations (배)					
P/E***	27.1	28.5	27.1	21.3	17.5
P/B***	4.6	4.2	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	20.9	20.6	17.7	13.4	10.8
비율					
ROE (%)	18.7	16.3	15.6	17.8	19.2
ROA (%)	10.1	7.5	7.0	8.6	10.0
ROIC (%)	(218.5)	(86.4)	(30.2)	(26.9)	(32.5)
배당성향 (%)	37.2	39.9	40.7	38.1	38.5
배당수익률 (보통주, %)	1.4	1.5	1.6	1.9	2.3
순부채비율 (%)	(88.9)	(55.4)	(57.4)	(56.9)	(54.1)
이자보상배율 (배)	641.9	23.6	52.2	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 12월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 12월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2013/12/7	2014/12/15	2015/2/12	2/27	4/1	8/4	10/23
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY★★★★	BUY★★★★	BUY	BUY
TP (원)	30,000	33,000	40,000	40,000	46,000	46,000	52,000

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
BUY★★★★ (매수★★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%	NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외	UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%	
SELL★★★★ (매도★★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2015년 9월 30일 기준

매수 (71.8%) | 중립 (28.2%) | 매도 (0%)