

2019. 5. 5

Company Update

모두투어 (080160)

하반기 중국 모멘텀을 기대해보자



박은경
Analyst
eunkyung44.park@samsung.com
02 2020 7850

김지혜
Research Associate
jihye48.kim@samsung.com
02 2020 7983

- 5월 3일 장 중에 1Q19 실적 발표. 매출액은 전년동기 대비 15% 감소한 923억원, 영업이익은 전년동기 대비 4% 감소한 91억원을 기록하면서 영업이익 기준으로는 컨센서스 및 당사 추정치를 20% 이상 상회. 주가는 2% 상승 마감.
- 무리한 하드블록 영업을 지양하면서 매출액은 시장 눈높이를 하회하였으나 노선 믹스 개선과 판관비 절감을 통해 수익성을 방어하였음.
- 한중 노선 확대에 인한 수혜 기대로 2019년 이익 전망치를 11% 상향조정. 목표주가 역시 28,000원으로 8% 상향하며 투자의견 역시 기존 HOLD에서 BUY로 상향 제시.

WHAT'S THE STORY

보수적인 영업활동으로 방어한 1Q19 실적: 모두투어는 5월 3일 장 중 1Q19 실적을 발표. 연결기준 매출액은 전년동기 대비 15% 감소한 923억원, 영업이익은 4% 감소한 91억원. 무리한 하드블록 영업을 지양하면서 매출액은 당사 추정치를 하회하였으나 1) 당초 예상보다 크게 작용한 노선 믹스 개선 효과와 2) 인건비, 광고선전비 절감 등의 판관비 통제에 영업이익은 예상치를 23% 상회하였음.

중국 노선 확대에 인한 수혜 기대: 5월 2일 국토부가 중국 노선 추가 운수권과 정부 보유 운수권을 국적 항공사에 배분. 이에 따라 항공 노선 9개가 신설 되었으며, LCC의 운수권 보유비율이 기존 10.5%에서 28.1%까지 상승. 이에 신규 노선 개설효과와 항공권 가격 하락으로 신규 수요 창출이 기대되는 상황. 지난 2015년부터 2017년 사이 한일 노선에 취항하는 항공사 증가 및 노선 다변화로 한국인의 일본 여행 수요가 폭발적으로 증가했던 것을 상기해보면, 관광 인프라가 일본 대비 개발이 덜 된 중국의 경우 패키지 여행 수요에 더욱 긍정적일 것으로 전망. 중국 패키지 송출객 수 비중이 상대적으로 높은 모두투어에 더 큰 레버리지 효과가 있을 것으로 기대.

목표주가 28,000원으로 8% 상향, 투자의견 기존 HOLD에서 BUY로 상향 조정: 당일 발표한 5,6,7월 예약률은 전년 대비 -6%/+5%/+10%를 기록. 중국 지역 수요강세가 지속되는 가운데 경쟁사와 지역 비중 차이로 상대적으로 안정적인 예약률 흐름을 보이는 상황. 하반기 중국 수요에 대한 기대감을 반영하여 2019년 이익 전망치를 11% 상향조정. 목표주가 역시 28,000원으로 8% 상향조정. 주가의 업사이드를 고려하여 투자의견 역시 기존 HOLD에서 BUY로 상향.

AT A GLANCE

SELL	HOLD	BUY
목표주가	28,000원	(20.2%)
현재주가	23,300원	
시가총액	4,403.7억원	
Shares (float)	18,900,000주 (78.0%)	
52주 최저/최고	19,850원/36,550원	
60일-평균거래대금	42.7억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
모두투어 (%)	0.9	-6.6	-36.3
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-0.8	-15.3	-27.5

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	HOLD	
목표주가	28,000	26,000	7.7%
2019E EPS	1,139	1,018	11.8%
2020E EPS	1,282	1,197	7.1%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	11
Target price	29,136
Recommendation	3.9

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

분기 실적

(십억원)	1Q19	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	92.3	(15.4)	20.1	(12.4)	(10.7)
영업이익	9.1	(3.5)	864.3	22.6	26.0
세전이익	11.2	11.3	n.m.	51.5	48.9
순이익	8.3	7.7	n.m.	37.1	43.6
이익률 (%)					
영업이익	9.9				
세전이익	12.1				
순이익	9.0				

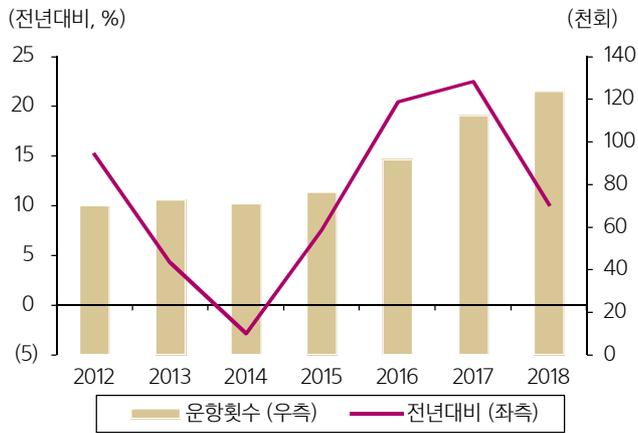
자료: 모두투어, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2018	2019E	2020E
Valuation (배)			
P/E	36.8	20.5	18.2
P/B	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	18.6	12.4	11.3
Div yield (%)	1.5	1.5	1.5
EPS 증가율 (%)	(52.6)	79.8	12.6
ROE (%)	7.5	11.5	11.8
주당지표 (원)			
EPS	633	1,139	1,282
BVPS	7,327	8,208	9,143
DPS	350	350	350

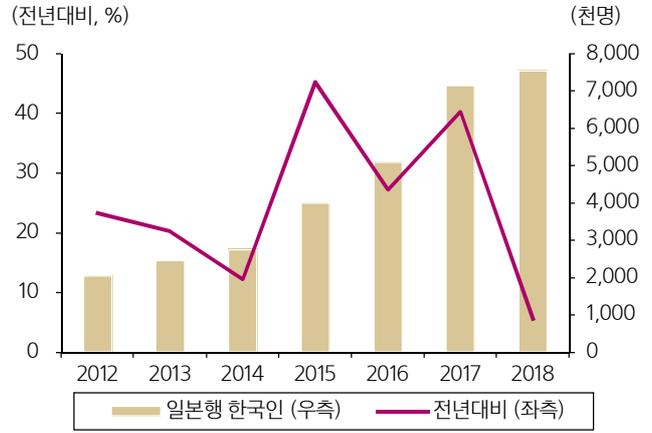
2015년 이후 한국인의 일본 관광 수요 증가 사례: 선택지 증가가 수요 증가 견인

한일 노선 운항 횟수



자료: 항공통계, 삼성증권

일본행 한국인 관광객 추이



자료: 한국관광협회, 삼성증권

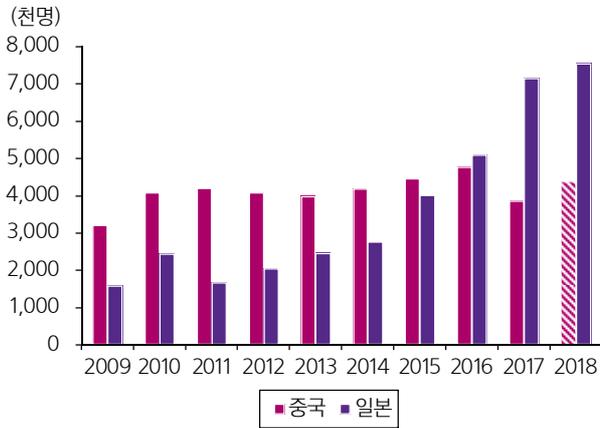
2015년 이후 한일 노선 취항 항공사 및 도시 다변화

시점	취항 항공사	취항 도시
2014.12	대한항공	오사카가고시마 나고야 나리타 삿포로야오모리 아키타오까야마 코마츠 기가타 하네다후쿠오카
	아시아나	오사카구마모토 나고야 나리타마쓰야마미야자키 센다이시즈오카야사이까와오끼나와 요나고타까마쓰토이아마 하네다후쿠오카
	에어부산	오사카 나리타후쿠오카
	제주항공	오사카 나리타오끼나와후쿠오카
	진에어	후쿠오카
	티웨이	사가 삿포로 오이타오끼나와후쿠오카
에어인천	나리타	
2017.12	대한항공	오카야마 니가타야오모리 고마츠가고시마 나리타 하네다 오사카 오키나와후쿠오카 나고야 삿포로
	아시아나	센다이미야자키 나리타 하네다 오사카오키나와후쿠오카 나고야 삿포로
	에어부산	후쿠오카 오사카 나리타 삿포로
	이스타항공	나리타 오사카오키나와후쿠오카 삿포로가고시마미야자키
	제주항공	나리타 오사카후쿠오카 나고야오키나와 삿포로마스야마
	진에어	나리타 오사카후쿠오카 삿포로오키나와기타규슈
	티웨이	후쿠오카 사가 삿포로 오이타오끼나와 오사카 나리타
	에어서울	타카마쓰시즈오카나가사키히로시마 요나고 도야마 우베구마모토 오사카 나리타

자료: 항공통계, 삼성증권

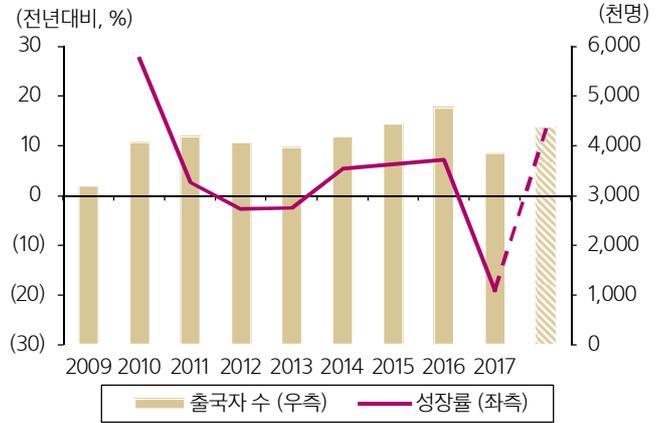
한중 노선 확대로 인한 하반기 중국 여행수요 증가 기대

목적지별 출국 수요: 일본 vs 중국



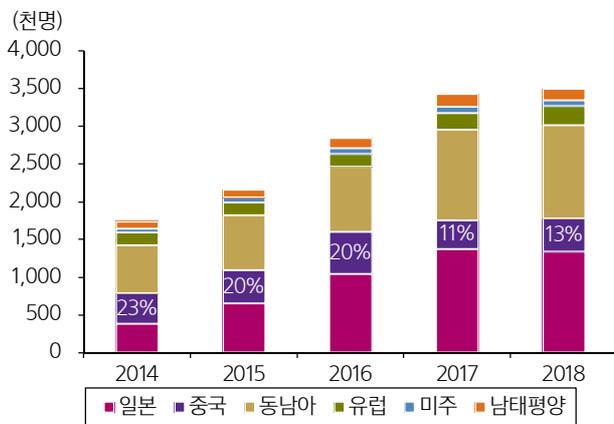
참고: 2018년 중국 수요는 삼성증권 추정치
자료: 한국관광협회, 삼성증권

중국행 한국인 관광객 추이



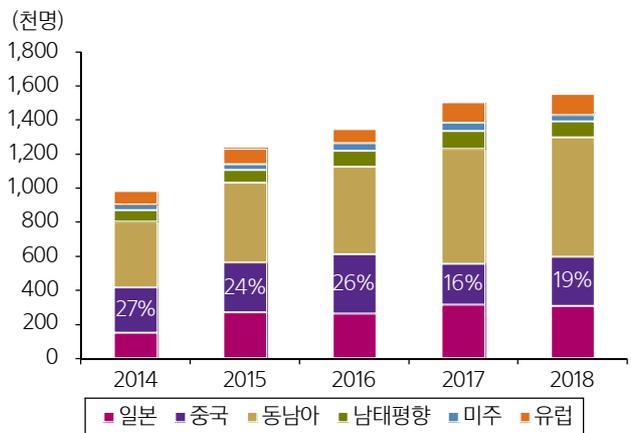
참고: 2018년 중국 수요는 삼성증권 추정치
자료: 한국관광협회, 삼성증권

하나투어: 해외 패키지 송출객 지역별 비중



자료: 하나투어, 삼성증권

모두투어: 해외 패키지 송출객 지역별 비중



자료: 모두투어, 삼성증권

모두투어: 실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
출국자 수 (천명)	6,997	6,453	6,791	6,688	7,410	6,808	7,592	7,300	24,837	26,928	29,110	31,147
시장점유율 (%)	10.9	10.1	9.6	10.4	9.8	10.0	10.0	11.1	11.0	10.3	10.2	10.1
모두투어 송객 수 (천명)	764	650	654	693	730	678	762	813	2,733	2,761	2,977	3,151
패키지	450	377	336	392	420	388	390	488	1,504	1,555	1,680	1,764
티켓	314	274	318	300	310	290	372	325	1,229	1,206	1,296	1,387
수탁금 (십억원)	551	456	492	475	505	488	550	566	1,967	1,975	2,108	2,222
패키지	392	325	315	327	348	340	366	387	1,352	1,358	1,441	1,514
티켓	159	131	177	148	157	148	183	179	615	616	667	709
패키지 매출 전환률 (%)	19.7	17.8	21.6	15.6	20.5	17.5	20.5	17.8	11.4	13.7	13.6	13.3
영업수익 (십억원)	109.8	83.4	97.3	76.9	92.3	89.1	110.3	104.1	372	365	396	419
본사	94.3	70.4	82.3	64.4	78.0	74.2	90.8	86.9	326	311	330	344
종속회사	15.5	13.0	15.0	12.5	14.3	14.9	19.4	17.2	46	55	66	74
영업이익 (십억원)	9.5	4.0	2.5	0.9	9.1	3.7	6.9	5.8	34	17	26	28
본사	10.5	4.6	3.6	3.0	9.3	4.3	8.2	6.2	34	21	28	29
종속회사	(1.1)	(0.6)	(1.1)	(2.0)	(0.1)	(0.5)	(1.2)	(0.5)	0	(5)	(2)	(1)
영업이익률 (%)	8.6	4.8	2.6	1.2	9.9	4.2	6.3	5.5	9.1	4.5	6.5	6.7
본사	11.2	6.6	4.4	4.6	11.9	5.8	9.0	7.2	10.4	6.8	8.5	8.5
종속회사	(2.5)	(1.8)	(1.8)	(3.4)	(2.0)	(1.6)	(2.7)	(1.6)	0.3	(8.5)	(3.6)	(1.4)
성장률 (전년대비, %)												
출국자 수	14.4	13.0	3.3	3.9	5.9	5.5	11.8	9.2	19.2	8.4	8.1	7.0
모두투어 송객 수	7.7	3.2	(6.0)	(0.7)	(4.5)	4.3	16.5	17.4	18.8	1.0	7.8	5.9
패키지	7.2	13.2	(4.6)	(1.8)	(6.6)	3.0	16.0	24.5	11.7	3.4	8.1	5.0
티켓 (항공권)	8.5	(8.0)	(7.5)	0.6	(1.4)	6.0	17.0	8.1	28.9	(1.9)	7.5	7.0
수탁금	8.3	2.1	(3.3)	(5.3)	(8.5)	7.1	11.7	19.0	21.1	0.4	6.8	5.4
패키지	7.1	6.4	(4.8)	(6.6)	(11.3)	4.8	16.5	18.4	18.4	0.5	6.1	5.0
티켓	11.3	(7.3)	(0.6)	(2.4)	(1.5)	12.7	3.3	20.5	27.6	0.2	8.2	6.3
영업수익	48.4	24.0	33.9	(51.4)	(15.9)	6.8	13.3	35.4	56.9	(1.8)	8.3	5.7
본사	46.6	22.9	31.7	(54.7)	(17.3)	5.4	10.4	35.0	58.4	(4.7)	6.1	4.4
종속회사	60.3	30.5	47.3	(22.1)	(7.6)	14.3	29.3	37.2	47.0	18.9	20.5	12.5
영업이익	(13.9)	(45.6)	(69.2)	(87.3)	(3.5)	(5.9)	176.5	507.1	68.6	(51.1)	54.0	9.8
본사	(10.3)	(41.3)	(59.0)	(44.7)	(12.2)	(7.1)	125.2	110.3	32.6	(37.2)	31.5	4.4
종속회사	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

참고: 2018년 실적은 변경된 회계기준을 적용하여 기재. 단, 2018년 분기 및 연간 성장률은 회계기준 변경을 소급적용 하지 않은 수치

자료: 모두투어, 삼성증권 추정

모두투어: 패키지 월별 예약률 및 송출객 수

(%)	3개월 전	2개월 전	1개월 전	실제 송출객 수
18년 4월	25.1	11.7	15.1	14.3
18년 5월	2.5	9.8	17.6	18.1
18년 6월	4.2	8.9	10.3	7.5
18년 7월	12.0	11.1	12.7	(6.9)
18년 8월	9.9	15.5	(0.5)	(3.8)
18년 9월	11.7	(7.8)	(0.9)	(2.9)
18년 10월	10.9	22.5	9.6	9.7
18년 11월	3.1	(4.6)	(2.6)	(2.4)
18년 12월	(15.3)	(9.2)	(10.2)	(11.3)
19년 1월	(19.0)	(19.4)	(15.5)	(15.7)
19년 2월	29.6	20.0	10.3	4.1
19년 3월	(10.3)	(9.8)	(4.2)	(5.7)
19년 4월	1.2	4.4	(3.3)	(4.1)
19년 5월	2.5	(3.9)	(6.1)	
19년 6월	20.4	5.3		
19년 7월	9.8			

자료: 하나투어, 삼성증권

연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2018	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	365.0	395.8	418.5	396.8	421.3	(0.2)	(0.7)
영업이익	16.6	25.6	28.1	23.0	26.5	11.3	6.2
세전이익	15.8	26.5	28.9	23.8	27.0	11.2	6.8
순이익	12.2	19.3	21.6	17.4	20.3	11.2	6.8
EPS (원)	633	1,139	1,282	1,018	1,197	11.8	7.1

자료: 모두투어, 삼성증권 추정

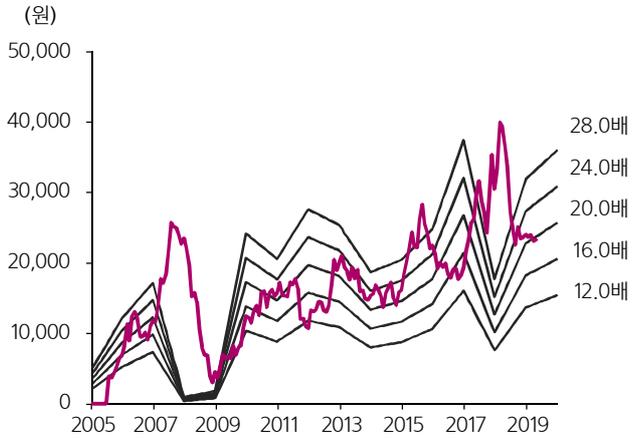
모두투어: 현금흐름모형에 따른 목표주가 산출

(십억원)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	26	28	31	32	33	34	34	35	36	36
- EBIT에 대한 세금	12	10	12	13	12	13	13	13	13	14
- CAPEX	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
- 순운전자본 증가(감소)	28	13	2	-1	2	2	2	2	3	3
+ 감가상각비	5	5	6	7	7	8	8	8	8	8
+ 무형자산상각비	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Free cash flow	-12	8	22	25	24	24	25	25	26	26
Terminal Value	593									
Terminal Growth (%)	2.0								WACC (%)	6.5
NPV of FCFF	127								Beta	0.9
PV of Terminal Value	317									
Enterprise Value	444									
Equity Value (adjusted)	534									
Shares Outstanding	18,900									
Fair value per share (KRW)	28,255									
현재주가 (KRW)*	23,300									
업사이드 (%)	21.3									

참고: * 5월 3일 종가 기준; COE=7.9%, 무위험수익률 (2.0%, 국고채 3년물)+시장위험수익률 (6.5%)*beta 0.9, COD=2.7%

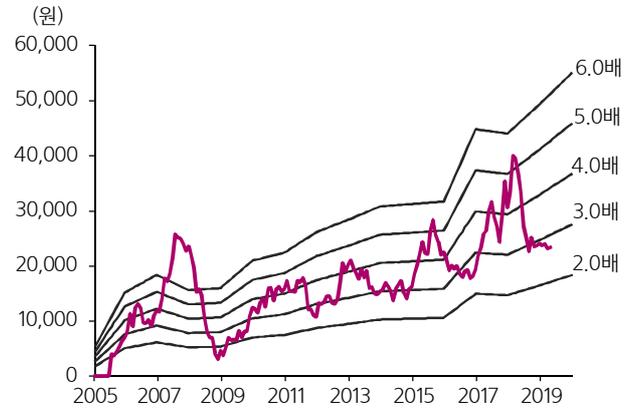
자료: 모두투어, 삼성증권 추정

모두투어: P/E band chart



자료: Wisefn, 삼성증권 추정

모두투어: P/B band chart



자료: Wisefn, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	372.1	365.0	395.8	418.5	442.6
매출원가	94.5	87.0	88.3	93.1	98.3
매출총이익	277.6	278.0	307.5	325.4	344.2
(매출총이익률, %)	74.6	76.2	77.7	77.7	77.8
판매 및 일반관리비	243.7	261.4	281.9	297.3	313.3
영업이익	33.9	16.6	25.6	28.1	31.0
(영업이익률, %)	9.1	4.6	6.5	6.7	7.0
영업외손익	0.8	(0.9)	0.9	0.8	0.6
금융수익	1.5	2.4	1.9	1.9	1.9
금융비용	0.7	1.4	2.7	2.8	2.9
지분법손익	3.0	0.1	0.3	0.3	0.3
기타	(2.9)	(2.0)	1.4	1.4	1.4
세전이익	34.7	15.8	26.5	28.9	31.6
법인세	8.9	5.6	7.1	7.2	7.9
(법인세율, %)	25.6	35.5	27.0	25.0	25.0
계속사업이익	25.8	10.2	19.3	21.6	23.7
중단사업이익	(1.0)	2.0	0.0	0.0	0.0
순이익	24.9	12.2	19.3	21.6	23.7
(순이익률, %)	6.7	3.3	4.9	5.2	5.4
지배주주순이익	24.9	12.6	21.5	24.0	26.3
비지배주주순이익	0.0	(0.4)	(2.1)	(2.4)	(2.6)
EBITDA	37.0	20.6	31.0	33.9	37.5
(EBITDA 이익률, %)	9.9	9.9	5.6	7.8	8.1
EPS (지배주주)	1,389	681	1,081	1,211	1,327
EPS (연결기준)	1,317	644	1,023	1,145	1,254
수정 EPS (원)*	1,337	633	1,139	1,282	1,411

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	38	34	18	23	26
당기순이익	25	12	19	22	24
현금유출입이없는 비용 및 수익	11	12	7	8	9
유형자산 감가상각비	2	4	5	5	6
무형자산 상각비	1	0	0	0	0
기타	8	8	2	2	2
영업활동 자산부채 변동	11	18	(69)	4	5
투자활동에서의 현금흐름	(54)	(18)	(33)	(40)	(31)
유형자산 증감	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)
장단기금융자산의 증감	(56)	(8)	4	(1)	(1)
기타	5	(8)	(34)	(37)	(28)
재무활동에서의 현금흐름	11	(13)	10	21	10
차입금의 증가(감소)	40	2	(5)	9	(4)
자본금의 증가(감소)	4	0	0	0	0
배당금	(7)	(9)	(6)	(6)	(6)
기타	(26)	(6)	21	18	19
현금증감	(5)	4	(5)	4	4
기초현금	58	53	57	52	56
기말현금	53	57	52	56	60
Gross cash flow	36	24	26	29	32
Free cash flow	35	31	15	20	23

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	221	201	206	226	235
현금 및 현금등가물	53	57	52	56	60
매출채권	45	25	32	34	36
재고자산	25	11	12	12	13
기타	98	108	110	124	126
비유동자산	130	134	143	153	163
투자자산	16	21	14	14	14
유형자산	100	101	110	119	130
무형자산	3	1	1	1	1
기타	10	11	19	19	19
자산총계	351	335	349	379	398
유동부채	153	147	146	159	160
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	14	0	18	27	23
기타 유동부채	139	147	129	133	136
비유동부채	33	27	27	27	27
사채 및 장기차입금	30	24	24	24	24
기타 비유동부채	3	3	3	3	3
부채총계	186	173	173	186	186
지배주주지분	136	133	148	164	183
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	29	29	31	32	33
이익잉여금	116	120	133	149	166
기타	(19)	(26)	(26)	(26)	(26)
비지배주주지분	28	28	28	28	28
자본총계	164	161	176	192	211
순부채	(100)	(109)	(110)	(104)	(112)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	56.9	(1.9)	8.4	5.7	5.8
영업이익	68.6	(51.1)	54.0	9.8	10.3
순이익	56.8	(51.1)	58.7	12.0	9.6
수정 EPS**	50.8	(52.6)	79.8	12.6	10.0
주당지표					
EPS (지배주주)	1,389	681	1,081	1,211	1,327
EPS (연결기준)	1,317	644	1,023	1,145	1,254
수정 EPS**	1,337	633	1,139	1,282	1,411
BPS	7,457	7,327	8,208	9,143	10,195
DPS (보통주)	450	350	350	350	350
Valuations (배)					
P/E***	17.4	36.8	20.5	18.2	16.5
P/B***	3.1	3.2	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	10.3	18.6	12.4	11.3	10.2
비율					
ROE (%)	18.6	7.5	11.5	11.8	11.8
ROA (%)	8.9	3.6	5.7	6.0	6.1
ROIC (%)	152.3	27.1	31.7	21.3	20.1
배당성향 (%)	32.9	50.0	29.2	26.0	23.8
배당수익률 (보통주, %)	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5
순부채비율 (%)	(59.1)	(66.2)	(49.2)	(42.1)	(41.9)
이자보상배율 (배)	82.0	11.9	9.6	10.1	10.5

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 5월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 5월 3일 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 투자이견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/4/3	5/10	5/28	6/29	2018/11/8	2019/5/5
투자이견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY
TP (원)	30,016	33,351	38,020	40,000	26,000	28,000
과리율 (평균)	(10.65)	(8.43)	(17.47)	(26.94)	(7.17)	
과리율 (최대or최소)	(8.67)	(5.30)	(13.51)	(9.50)	(15.00)	

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

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 3월 31일 기준

매수 (76.4%) | 중립 (23.6%) | 매도 (0%)