

모두투어(080160) 비용은 슬림하게 배당은 풍부하게

Analyst 이효진 02. 6454-4864
hyojin.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월) 27,000원

현재주가 (5월 31일) 20,550원

상승여력 31.4%

KOSDAQ 696.47pt

시가총액 3,884억원

발행주식수 1,890만주

유동주식비율 78.01%

외국인비중 26.33%

52주 최고/최저가 33,650원/19,850원

평균거래대금 38.2억원

주요주주(%)

우종웅 외 14인 15.21

JP Morgan Asset Management (UK) 5.21

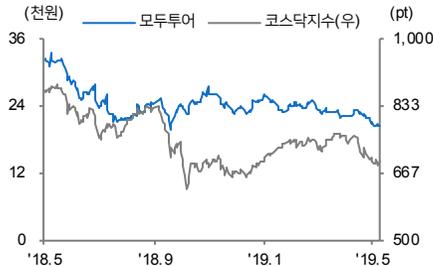
주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 -8.3 -0.6

6개월 -21.3 -21.3

12개월 -38.9 -22.9

주가그래프



비용 다이어트 중

- 부진한 국내 패키지 산업에 대응하기 위해 여행업체 전반적인 보수적 비용 집행 돌입. 동사 또한 이에 동참하고 있는데, 하반기 자연재해 추가적으로 발생하지 않는다면 당사 추정치와 유사한 이익 기대
- 동사의 고객 포트폴리오는 타사 대비 안정적 수요(공무원 인센티브 등) 비중이 높음. 산업 부진으로 어려운 환경 속에서 마케팅 축소에 따른 부정적 영향이 상대적으로 적을 전망

배당 확대 여력 상대적으로 높아

- 하나투어와 마찬가지로 하반기 패키지 시장의 입지 축소를 받아들일 것. 배당이 추가적으로 확보되지 않는다면 투자 매력은 크지 않음
- 동사는 자회사들의 이익 기여가 높지 않지만 추가 투자가 필요치 않고, 패키지 본업에서도 투자가 요구되지 않아 배당 확대 여력이 높음.
- 모두투어 적정주가 27,000원을 유지. 적정주가는 Fwd 12M 지배지분 EPS에 20배(historical average)를 적용하여 산출함. 상승여력 확대로 투자의견은 Trading Buy에서 Buy로 상향함
- 1) 상대적으로 편안한 밸류에이션, 2) 주주 행동주의 가능성에 근거, 배당 확대 여력 존재해 여행업 내 최선호주로 추천

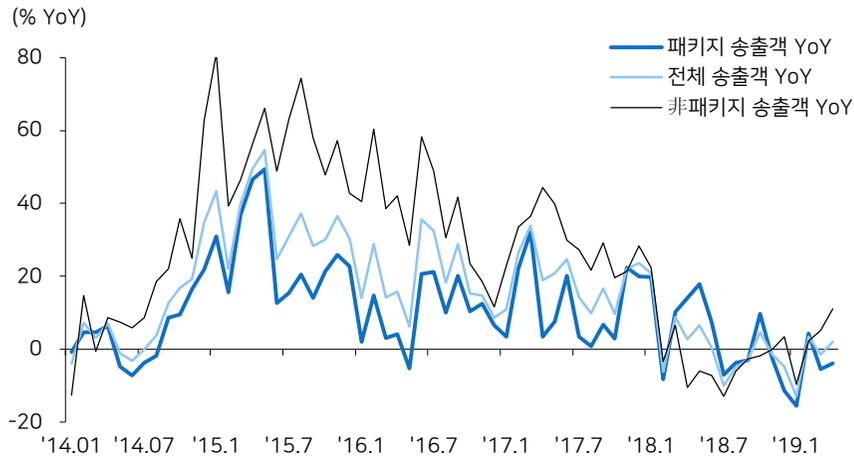
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	372.1	33.9	24.9	1,316	56.8	7,208	23.2	4.2	13.7	20.8	113.2
2018	365.0	16.6	12.6	664	-51.1	7,056	36.3	3.4	18.3	9.3	107.6
2019E	365.0	30.2	23.4	1,238	97.1	7,824	16.7	2.6	8.5	16.6	90.0
2020E	361.5	33.5	24.8	1,310	13.1	8,618	15.8	2.4	7.4	15.9	82.6
2021E	367.3	30.9	22.6	1,194	-8.0	9,342	17.3	2.2	7.5	13.3	78.7

자연재해 재발 않는다면 이익 '회복' 가능

하반기 또 한번의 자연재해 없다면 별도 313억 이익 전망

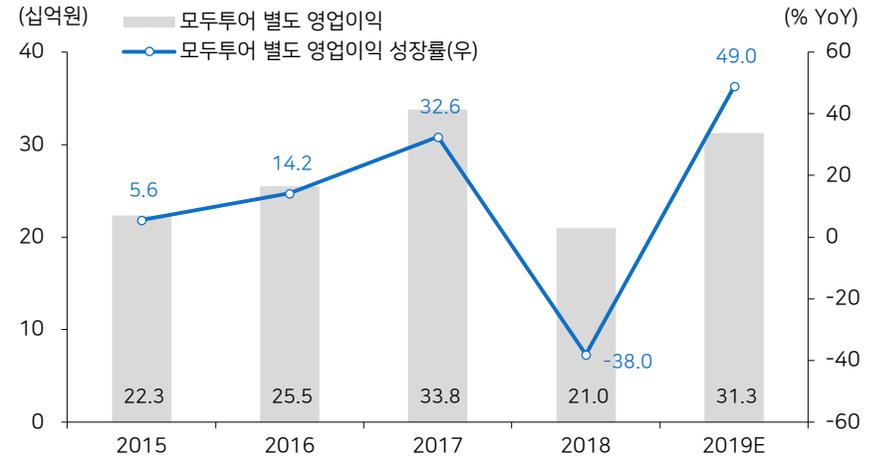
- 당사가 추정하는 모두투어의 2019년 패키지 송출객 성장률은 0.1%. 반면 ASP는 -2.8% YoY 전망
- 2019년 출국자 수 성장률 7% 가정을 기반으로 모두투어 패키지 Q 성장률을 전년 수준으로 추정함. 이는 FIT의 M/S 확대에 패키지 성장률이 전체 성장률을 underperform해온 과거에 기반함
- 2016년~2017년과 같은 큰 폭의 이익 성장 가능성 향후 높지 않으나 수익성 관리 우수하고 수요 기반의 마케팅 의존도 상대적으로 낮은 점 감안 시 비용 다이어트에 따른 패키지 탑라인 감소는 크지 않을 것
- 하반기 자연재해 재발하지 않는다는 가정 하에 2019년 모두투어의 별도 영업이익은 313억원으로 전년대비 49% 성장을 기대함

모두투어 패키지 송출객 2019년 누적 -5.8% 감소



주: 모두투어 월별 송출객수 성장률. 송출객은 도착일 기준
자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

모두투어의 별도 영업이익 추이

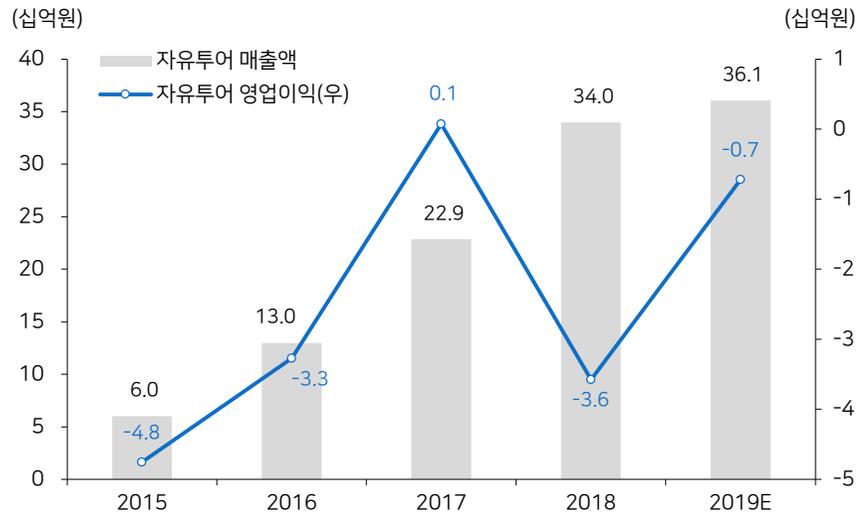


자료: 메리츠증권 리서치센터

자회사 적자 축소는 ing

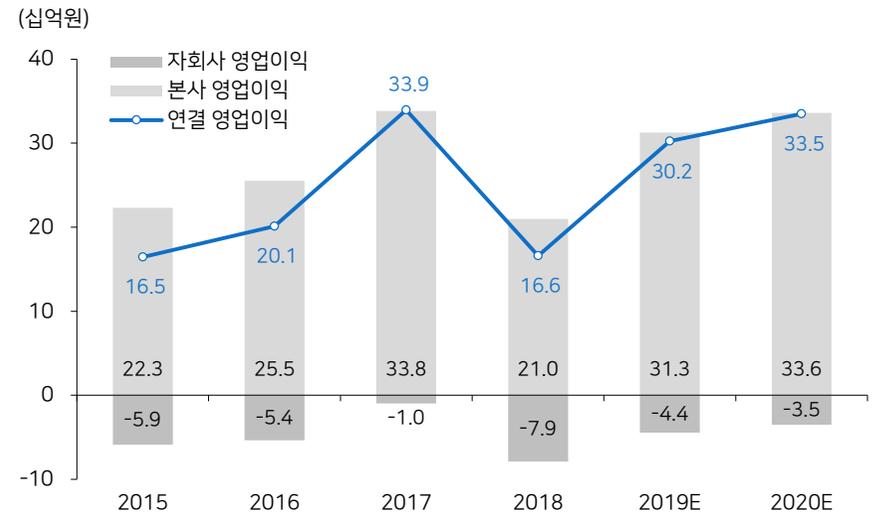
- 자회사 합산 적자는 2018년 79억원에서 2019년 44억원까지 축소될 전망
- 자회사 실적 개선은 대부분 자유투어에 기인함. 지난 4분기 마케팅 집행으로 22억 적자를 기록했으나 1분기부터 긴축 전략으로 선회, 흑자 전환에 성공. 연간 적자는 7억원으로 크게 줄 것
- 대부분 자회사 이익 혹은 적자 크지 않아 다행히 본사로부터의 큰 투자가 요구되지 않음

자유투어 2019년 -7억원까지 적자 폭 축소



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

본사 및 자회사 영업이익 기여도 전망



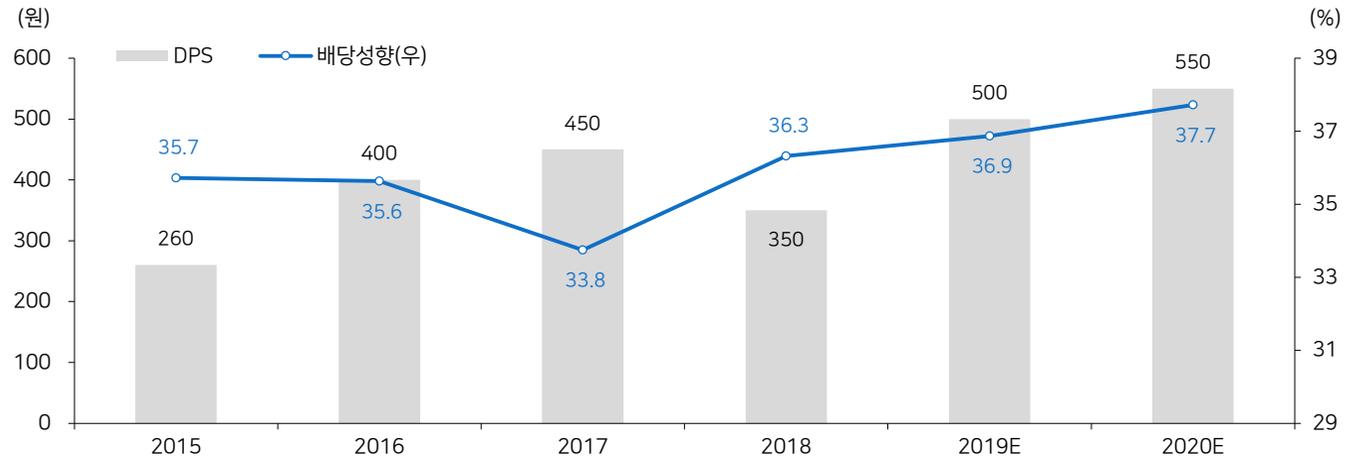
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

배당 확대 여력 높은 업체. 더 많은 배당을 기대하자

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 17
엔터/레저_ 새로운 이야기 혹은 주주 행동주의

- 하반기 시장은 패키지 시장 성장에 대한 기대감을 내려놓을 것으로 전망함. 그럼에도 기업에 대한 투자 이유는 배당 확대에 대한 기대감일 가능성이 높음. 안정적 이익이 기대되는 업체이기 때문
- 동사는 별도 순이익 36%(2018년 기준)를 배당으로 지급, 중장기적으로 40%까지 확대할 것이라 밝힘
- 2019년 별도 순이익 37%의 배당성향 가정 시 DPS는 500원으로 시가 배당률 2.4%
- GKL, 강원랜드와 같이 대규모 투자가 요구되지 않은 경우 배당 성향이 60%에 육박함. 동사의 배당 성향을 60%까지 확대한다면 DPS 800원 확보 가능, 이는 시가 배당률 3.9%에 해당함

모두투어의 주당 배당금 전망: 2018년과 배당성향 유사하다면 500원으로 시가 배당률 2.5% 수준



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

모두투어 실적 추정 내역

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 17
엔터/레저_ 새로운 이야기 혹은 주주 행동주의

모두투어 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
Key assumptions															
출국자수(천명)	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,791	6,688	7,409	6,605	7,309	6,865	24,837	26,928	28,188
%YoY	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	3.3	3.9	5.9	2.4	7.6	2.7	19.2	8.4	4.7
패키지승객(천명)	420	333	352	399	449	376	336	392	420	370	362	403	1,504	1,553	1,555
%YoY	17.8	10.0	3.5	15.0	7.0	13.1	-4.6	-1.8	-6.3	-1.7	7.6	2.7	11.7	3.3	0.1
항공권승객(천명)	289	298	343	298	315	274	318	300	310	309	357	322	1,229	1,207	1,298
%YoY	30.3	37.6	25.9	23.3	8.8	-7.9	-7.5	0.6	-1.7	12.7	12.2	7.2	28.9	-1.8	7.5
패키지M/S(%)	6.9	5.8	5.4	6.2	6.4	5.8	4.9	5.9	5.7	5.6	4.9	5.9	6.1	5.8	5.5
%p YoY	0.0	-0.6	-0.7	-0.3	-0.4	0.0	-0.4	-0.3	-0.7	-0.2	0.0	0.0	-0.4	-0.3	-0.3
매출액	74.0	73.2	72.7	77.0	109.8	83.4	97.3	74.4	92.3	83.0	105.5	84.1	372.1	365.0	365.0
%YoY	24.3	34.8	13.2	30.3	48.4	24.0	33.9	-52.9	-15.9	-0.5	8.4	13.0	56.9	-1.9	0.0
모두투어본사	64.3	57.3	62.5	65.2	94.1	71.7	82.3	64.4	78.0	71.1	90.2	71.2	249.4	312.5	310.5
%YoY	21.1	23.6	12.2	28.7	10.2	5.8	-7.7	-15.8	-9.3	-1.1	13.7	12.5	21.1	-2.1	3.1
종속회사	10.0	10.6	10.7	12.1	15.2	12.6	15.0	12.5	13.8	12.8	15.3	15.7	43.5	55.3	57.5
%YoY	50.8	29.1	20.5	35.1	51.5	18.8	40.2	2.9	-9.5	1.4	1.9	25.3	32.8	27.2	3.9
영업이익	11.0	7.3	8.1	5.6	9.1	4.0	2.5	1.0	9.1	6.0	8.7	6.4	33.9	16.6	30.2
%YoY	154.8	99.9	-2.3	48.1	-17.1	-45.6	-69.2	-86.7	0.2	49.9	247.8	543.5	68.6	-51.1	81.9
영업이익률(%)	14.9	10.0	11.2	7.3	8.3	4.8	2.6	1.3	9.9	7.2	8.3	7.6	9.1	4.6	8.3
모두투어본사	11.7	7.9	8.8	4.5	10.3	4.6	3.6	2.5	9.3	6.5	8.6	7.0	33.8	21.0	31.3
%YoY	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-12.6	-41.3	-59.0	-54.0	-9.8	40.2	136.5	182.2	32.6	-38.0	49.0
종속회사	0.2	-0.2	-0.3	0.3	-2.1	-1.4	-1.3	-3.1	-1.0	-1.3	0.0	-2.2	-1.0	-7.9	-4.4
%YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
자유투어	-0.7	-0.4	-0.7	1.3	-0.5	-0.8	-0.1	-2.2	0.3	-0.8	0.9	-1.2	0.1	-3.6	-0.7
%YoY	N/A	N/A	N/A	흑전	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

모두투어(080160)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	372.1	365.0	365.0	361.5	367.3
매출액증가율 (%)	56.9	-1.9	-0.0	-1.0	1.6
매출원가	94.5	87.0	78.2	59.1	59.8
매출중이익	277.6	278.0	286.8	302.4	307.6
판매관리비	243.7	261.4	256.5	268.9	276.7
영업이익	33.9	16.6	30.2	33.5	30.9
영업이익률	9.1	4.6	8.3	9.3	8.4
금융손익	0.8	1.0	1.3	1.7	1.9
중속/관계기업손익	3.0	0.1	0.2	0.2	0.2
기타영업외손익	-2.9	-2.0	0.6	1.2	0.7
세전계속사업이익	34.7	15.8	32.3	36.5	33.7
법인세비용	8.9	5.6	8.3	9.4	8.7
당기순이익	24.9	12.2	24.0	27.2	25.0
지배주주지분 순이익	24.9	12.6	23.4	24.8	22.6

Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	221.1	200.6	209.5	229.1	250.9
현금및현금성자산	53.1	57.2	65.9	85.2	104.6
매출채권	44.7	25.0	25.1	26.5	27.1
재고자산	25.0	10.9	10.9	10.8	11.0
비유동자산	129.5	134.0	125.5	124.6	124.1
유형자산	100.2	100.6	99.9	99.2	98.6
무형자산	2.6	1.1	0.9	0.8	0.7
투자자산	16.5	21.5	13.8	13.7	13.9
자산총계	350.6	334.6	335.0	353.7	375.0
유동부채	152.7	146.6	131.9	133.2	138.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	14.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.8	22.8	8.0	10.5	13.8
비유동부채	33.4	26.8	26.8	26.8	26.8
사채	0.0	16.8	16.8	16.8	16.8
장기차입금	30.2	7.1	7.1	7.1	7.1
부채총계	186.2	173.4	158.7	160.0	165.2
자본금	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	116.3	120.3	134.8	149.8	163.5
비지배주주지분	28.2	27.8	28.4	30.8	33.2
자본총계	164.5	161.2	176.3	193.7	209.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	38.2	34.4	22.9	25.4	28.5
당기순이익(손실)	24.9	12.2	24.0	27.2	25.0
유형자산상각비	2.5	3.5	3.7	3.7	3.6
무형자산상각비	0.6	0.5	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	11.4	18.2	-2.8	-3.3	2.0
투자활동 현금흐름	-53.8	-18.2	6.9	0.3	-2.6
유형자산의증가(CAPEX)	-3.6	-2.9	-3.0	-3.0	-3.0
투자자산의감소(증가)	5.2	-5.0	7.7	0.1	-0.2
재무활동 현금흐름	11.3	-12.8	-21.0	-6.4	-6.5
차입금의 증감	40.1	2.0	-14.8	2.5	3.3
자본의 증가	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-5.2	4.0	8.7	19.4	19.3
기초현금	58.3	53.1	57.2	65.9	85.2
기말현금	53.1	57.2	65.9	85.2	104.6

Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	19,686	19,311	19,311	19,125	19,436
EPS(지배주주)	1,316	664	1,238	1,310	1,194
CFPS	1,906	1,270	1,724	1,925	1,759
EBITDAPS	1,956	1,090	1,802	1,971	1,831
BPS	7,208	7,056	7,824	8,618	9,342
DPS	450	350	500	550	500
배당수익률(%)	1.5	1.5	2.4	2.7	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	23.2	36.3	16.7	15.8	17.3
PCR	16.0	19.0	12.0	10.8	11.8
PSR	1.5	1.2	1.1	1.1	1.1
PBR	4.2	3.4	2.6	2.4	2.2
EBITDA	37.0	20.6	34.1	37.3	34.6
EV/EBITDA	13.7	18.3	8.5	7.4	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.8	9.3	16.6	15.9	13.3
EBITDA 이익률	9.9	5.6	9.3	10.3	9.4
부채비율	113.2	107.6	90.0	82.6	78.7
금융비용부담률	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	82.0	11.9	25.0	32.4	27.7
매출채권회전율(x)	9.8	10.5	14.6	14.0	13.7
재고자산회전율(x)	29.7	20.4	33.5	33.3	33.7