



모두투어 (080160)

결국 동일한 업황

▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619

Buy (유지)

목표주가(하향): 23,000원

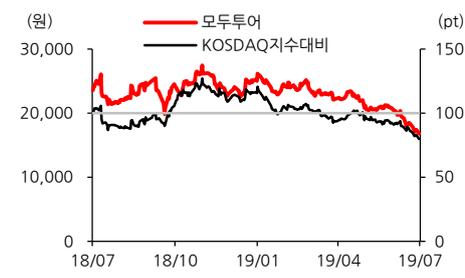
현재 주가(7/23)	17,050원
상승여력	▲ 34.9%
시가총액	3,222억원
발행주식수	18,900천주
52 주 최고가 / 최저가	27,450 / 16,800원
90 일 일평균 거래대금	24.2억원
외국인 지분율	26.9%
주주 구성	
우종유 (외 15 인)	15.2%
JP Morgan Asset Management	5.2%
자사주 (외 1 인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-18.2	-23.9	-34.8	-27.8
상대수익률(KOSDAQ)	-10.8	-11.7	-30.9	-16.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	372	365	362	401
영업이익	34	17	20	30
EBITDA	37	21	24	34
지배주주순이익	25	13	22	28
EPS	1,317	664	1,162	1,469
순차입금	-99	-109	-116	-132
PER	23.2	36.3	14.7	11.6
PBR	4.2	3.4	2.3	2.0
EV/EBITDA	12.9	16.8	8.5	5.5
배당수익률	1.5	1.5	3.5	3.5
ROE	20.8	9.3	16.0	18.5

주가 추이



확실히 선방하고 있으나, 결국 동일한 업황이 반영될 것 같습니다.

2Q19 영업이익 11억 원 예상

모두투어 2Q19 연결 영업이익도 계속해서 낮아진 컨센서스와 대비해서도 하회하는 11억 원을 예상한다. 가장 중요한 PKG 본업에서 전년 대비 수요는 -2.4% 감소했고, 가격은 -7%가 빠지면서 더욱 부진했기 때문이다. PKG 매출액은 -9~10% 역성장이라는 의미이며 레버리지를 겨냥한 비용 통제 또한 비수기 영향으로 쉽지 않았을 것이다.

작년에는 별도 대비 분기별 연결 영업이익이 10억 원 덜 나왔다. 인바운드, 호텔 등의 인바운드 관련 자회사들의 실적 부진 때문이다. 1Q19에는 다행히도 인바운드 회복으로 별도와 근접한 연결 실적이 발표됐지만, 2Q19에는 신규 호텔 오픈으로 별도 이익을 조금 더 잡아먹은 것(-7억원 적자)으로 파악된다. 그러나 연간으로 보면 연결 자회사 적자는 인바운드 업황 개선으로 대폭 축소될 전망이다. 나쁘지 않다.

문제는 역시 본업, 그래도 확실히 선방

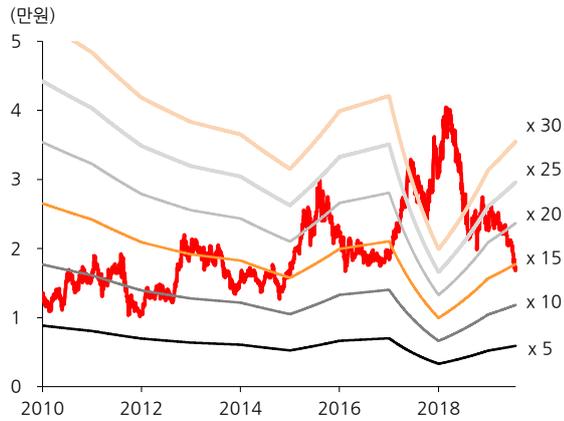
타사와 마찬가지로 결국 모두투어도 본업이 문제다. 동일하게 일본 장기 침체 영향을 고스란히 받는 2등 여행사이기 때문이다. 그러나, 동사의 일본 매출 비중은 약 14% 수준으로 꽤 많이 낮아진 반면, 동남아, 유럽 비중이 유의미하게 커졌다. 일본 지사에서 진행하는 사업도 큰 규모는 아니기에 역레버리지도 아주 크지는 않았다.

그래서인지 7/1 기준에 발표된 7, 8, 9월 PKG 예약증감률 대비 현재 상황은 (경쟁사는 일본의 타격을 온전히 받은 반면) 크게 달라지지 않았다. 7월은 기존 +1.2%에서 오히려 좋아졌고, 8월은 기존 -14.1%에서 -10.0%까지 마이너스 축소, 9월은 +1.3% 성장률을 유지하고 있다.

목표주가 하향 조정 불가피

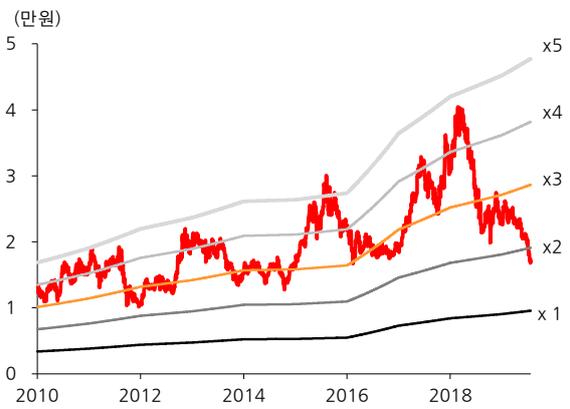
타사 대비 확실히 선방하고 있는 동사이지만, 똑같이 부진한 업황에 대한 평가는 피해갈 수 없겠다. 턱어라운드 예상 시점을 늦추면서 올해 영업이익을 260억→204억 원으로 대폭 하향했고, 목표주가도 23,000 원으로 낮췄다. 현 주가는 역사적 저점인 12m fwd PER 12.9배, PBR 2.1배에 해당한다. 추가 하락보다는 더 좋은 매매기회를 준비할 때다.

[그림 11] 모두투어 PER BAND CHART



자료: Dataguide 컨센서스, 한화투자증권

[그림 12] 모두투어 PBR BAND CHART



자료: Dataguide 컨센서스, 한화투자증권

[표3] 모두투어 2Q19E Preview

(단위: 십억원, %)

기업명	VS	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E 한화 (a)	2Q19E 컨센서스 (b)	2Q19E 괴리율(a/b-1)
모두투어	매출액	83.4	97.3	75.1	92.3	75.4	82.3	-8.5%
	growth %	-0.8%	-1.9%	-23.7%	-15.4%	-9.7%	-1.3%	
	영업이익	4.0	2.5	0.6	9.1	1.1	2.8	-60.2%
	margin %	4.8%	2.6%	0.9%	9.9%	1.5%	3.3%	-1.9%p

자료: 한화투자증권

[표4] 모두투어 분기별 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

VS	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	2017	2018	2019E
매출액	74.0	67.3	72.7	77.0	109.8	83.4	97.3	74.4	92.3	75.4	290.9	365.0	361.6
growth %	24.3%	23.9%	13.2%	30.3%	48.4%	24.0%	33.9%	-3.4%	-15.9%	-9.7%	22.7%	25.4%	-0.9%
별도(여행)	64.3	57.3	62.5	65.2	94.3	70.4	82.3	64.4	78.0	60.9	249.4	311.4	302.8
growth %	21.1%	23.6%	12.2%	28.7%	46.6%	22.9%	31.7%	-1.4%	-17.3%	-13.5%	21.1%	24.9%	-2.8%
sales %	86.9%	85.2%	86.0%	84.8%	85.9%	84.4%	84.5%	86.5%	84.5%	80.8%	85.7%	85.3%	83.7%
자회사	11.1	11.7	11.7	13.1	17.0	14.5	16.3	14.1	15.7	16.0	47.7	61.9	66.8
growth %	46.3%	23.2%	16.3%	28.0%	52.8%	24.2%	38.7%	7.0%	-7.6%	10.0%	27.4%	29.7%	8.0%
sales %	15.1%	17.4%	16.2%	17.1%	15.5%	17.4%	16.7%	18.9%	17.0%	21.2%	16.4%	17.0%	18.5%
영업이익	11.0	7.3	8.1	5.5	9.1	4.0	2.5	-1.5	9.1	1.1	32.0	14.1	20.4
growth %	154.8%	99.9%	-2.3%	45.4%	-17.1%	-45.6%	-69.1%	-127.7%	0.2%	-72.9%	59.1%	-56.0%	45.0%
margin %	14.9%	10.9%	11.2%	7.2%	8.3%	4.8%	2.6%	-2.1%	9.9%	1.4%	11.0%	3.9%	5.6%
별도(여행)	11.9	7.9	8.8	4.5	10.5	4.6	3.6	3.0	9.3	1.8	33.1	21.7	21.4
growth %	89.0%	65.4%	-2.1%	-17.2%	-11.8%	-41.3%	-59.0%	-33.6%	-12.2%	-61.5%	29.9%	-34.4%	-1.5%
margin %	18.6%	13.7%	14.1%	6.8%	11.2%	6.6%	4.4%	4.6%	11.9%	2.9%	13.3%	7.0%	7.1%
자회사	-0.3	0.0	-0.2	1.3	-1.4	-0.6	-1.1	-2.0	-0.1	-0.7	0.8	-5.0	-1.0
growth %	적지	흑전	적지	흑전	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적축
margin %	-2.3%	0.3%	-2.1%	9.6%	-8.0%	-4.1%	-6.6%	-14.2%	-0.5%	-4.4%	1.7%	-8.1%	-1.5%

자료: 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	237	372	365	362	401
매출총이익	226	278	278	286	301
영업이익	20	34	17	20	30
EBITDA	23	37	21	24	34
순이자손익	1	1	1	0	1
외화관련손익	1	-3	1	0	0
지분법손익	2	3	0	1	1
세전계속사업손익	23	35	16	24	33
당기순이익	16	25	12	18	25
지배주주순이익	17	25	13	22	28
증가율(%)					
매출액	16.0	56.9	-1.9	-0.9	10.8
영업이익	22.3	68.6	-51.1	23.0	44.7
EBITDA	17.4	61.2	-44.3	17.9	41.8
순이익	23.8	56.8	-51.1	50.2	38.0
이익률(%)					
매출총이익률	95.3	74.6	76.2	79.0	75.0
영업이익률	8.5	9.1	4.6	5.6	7.4
EBITDA 이익률	9.7	9.9	5.6	6.7	8.6
세전이익률	9.7	9.3	4.3	6.7	8.3
순이익률	6.7	6.7	3.3	5.1	6.3

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	32	38	34	22	35
당기순이익	16	25	12	18	25
자산상각비	3	3	4	4	5
운전자본증감	12	11	18	-6	3
매출채권 감소(증가)	-8	-11	19	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	-16	14	-2	0
매입채무 증가(감소)	16	15	-16	14	2
투자현금흐름	-6	-54	-18	-17	-13
유형자산처분(취득)	-1	-4	-3	-4	-3
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	-4
투자자산 감소(증가)	-15	-38	-13	-9	-4
재무현금흐름	-12	11	-13	-4	-11
차입금의 증가(감소)	1	2	2	3	0
자본의 증가(감소)	-5	10	-9	-6	-11
배당금의 지급	5	7	9	6	11
총현금흐름	25	36	24	28	32
(-)운전자본증가(감소)	-19	-12	-18	-4	-3
(-)설비투자	1	4	3	4	3
(+)자산매각	-1	0	0	0	-4
Free Cash Flow	42	44	39	27	28
(-)기타투자	-4	13	2	13	1
잉여현금	46	31	37	14	27
NOPLAT	14	25	11	15	22
(+) Dep	3	3	4	4	5
(-)운전자본투자	-19	-12	-18	-4	-3
(-)Capex	1	4	3	4	3
OpFCF	34	37	30	19	27

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	151	221	201	218	236
현금성자산	100	145	156	167	183
매출채권	38	46	29	31	32
재고자산	0	25	11	13	13
비유동자산	59	130	134	139	142
투자자산	32	27	32	36	38
유형자산	22	100	101	102	101
무형자산	6	3	1	1	4
자산총계	210	351	335	356	378
유동부채	103	153	147	160	165
매입채무	46	60	45	61	63
유동성이자부채	3	15	23	27	27
비유동부채	5	33	27	26	27
비유동이자부채	2	30	24	24	24
부채총계	108	186	173	187	192
자본금	6	9	9	9	9
자본잉여금	28	29	29	29	29
이익잉여금	98	116	120	129	146
자본조정	-28	-19	-26	-26	-26
자기주식	-29	-19	-25	-26	-26
자본총계	103	164	161	170	186

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	887	1,317	664	1,162	1,469
BPS	5,474	7,208	7,056	7,504	8,373
DPS	600	450	350	600	600
CFPS	1,329	1,907	1,270	1,502	1,708
ROA(%)	8.5	8.9	3.7	6.4	7.6
ROE(%)	16.5	20.8	9.3	16.0	18.5
ROIC(%)			21.5	35.6	51.4
Multiples(x, %)					
PER	21.8	23.2	36.3	14.7	11.6
PBR	3.5	4.2	3.4	2.3	2.0
PSR	1.5	1.5	1.2	0.9	0.8
PCR	14.5	16.0	19.0	11.4	10.0
EV/EBITDA	11.8	12.9	16.8	8.5	5.5
배당수익률	3.1	1.5	1.5	3.5	3.5
안정성(%)					
부채비율	104.9	113.2	107.6	109.9	102.9
Net debt/Equity	-92.4	-60.3	-67.5	-68.6	-71.1
Net debt/EBITDA	-413.7	-268.0	-527.9	-479.4	-384.7
유동비율	146.6	144.7	136.8	135.9	142.6
이자보상배율(배)	46.2	82.0	11.9	13.3	19.2
자산구조(%)					
투자자본	-11.6	24.6	18.8	17.7	16.5
현금+투자자산	111.6	75.4	81.2	82.3	83.5
자본구조(%)					
차입금	5.1	21.7	22.7	22.8	21.2
자기자본	94.9	78.3	77.3	77.2	78.8