

모두투어 (080160)

호텔/레저



박성호

02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

RA 이광현

02 3770 5733
kwanghyun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	20,000원 (D)
현재주가 (8/5)	15,350원
상승여력	30%

시가총액	2,901억원
총발행주식수	18,900,000주
60일 평균 거래대금	22억원
60일 평균 거래량	116,347주
52주 고	27,450원
52주 저	15,350원
외인지분율	26.29%
주요주주	우종용 외 14 인 15.22%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(20.1)	(34.1)	(32.2)
상대	(2.6)	(11.9)	(6.2)
절대(달려환산)	(23.0)	(36.6)	(37.1)

예상보다 더 어렵다

2Q19 Review 연결실적은 매출액 706억원(-15% YoY), 영업이익 -2억원(적전 YoY), 지배주주 순이익 -7억원(적전 YoY)을 기록해 영업이익 기준으로 컨센서스(26억원)를 대폭 하회.

연결 영업이익의 세부구성은 본사 4억원, 연결자회사 -6억원

본사 실적(별도기준)은 매출액 574억원(-18% YoY), 영업이익 4억원(-91% YoY) 기록. 1)해외 패키지 송객수는 37만명(-2% YoY)으로 감소했고, 패키지 ASP는 80.2만원(-7% YoY)으로 하락. 해외여행알선수입(패키지매출)은 437억원(-24% YoY)으로 급감. 이는 패키지의 P, Q 하락에 더해 Mark-up도 큰 폭으로 하락했다는 점을 의미. 2)매출총이익은 500억원(-16% YoY)으로 감소. 3)판관비 단에선 창립 30주년을 기념해 직원들에게 자사주를 지급함에 따라 복리후생비(인건비에 포함) 13억원이 1회성으로 발생. 지급수수료는 212억원(-13% YoY)으로 감소했는데, 매출총이익 감소율(YoY) 보단 적게 감소. 기타 비용은 53억원(-30% YoY)으로 감소했는데, 이는 업황 약세에 따른 비용통제 효과가 작용했기 때문으로 추정

연결 자회사 합산실적은 매출액 132억원(+2% YoY), 영업이익 -6억원(적지 YoY) 기록. 주요 자회사 영업이익은 **리츠 7억원, 다남호텔 1억원, 모두투어인터 -1억원, 재팬 -3억원, 자유투어 -3억원, 모두스테이 -11억원**. 1)자유투어의 패키지 송객수는 4.7만명(-8% YoY)으로 감소. 자유투어의 매출총이익은 76억원(+18% YoY)으로 증가했는데, 이는 일본항 송객감소에 따른 믹스개선과 상품수익성 개선을 위한 노력에 기인 추정. 자유투어 판관비는 79억원(+9% YoY)으로 증가. 이는 2Q18의 판관비 증가율(YoY)인 30% 대비 낮은 수치인데, 업황 약세에 따른 비용통제 효과로 보임. 2)모두스테이(호텔운영법인) 적자는 11억원에 달해 1Q19에 이어 역대 2번째로 부진한 분기 실적 기록. 이는 스타즈 6호점인 독산점 개관에 따른 과도기 현상

당분간 주가약세 국면 지속 동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 **2.3만원 → 2만원으로 하향 조정**. 신규 목표주가 2만원은 동사의 2020E EPS 1,094원에 Target PER 18배를 적용해 산출. 본사의 3Q19 실적은 원화 약세, 내수경기 불안, 일본 불매운동 등의 3중고와 전년대비 1일 적은 추석연휴 효과로 인해 컨센서스(67억원)을 대폭 하회하는 부진한 실적 예상. 現 영업조건이라면 4Q19에도 감익 가능성 존재. 당분간 주가약세는 불가피한 국면으로 판단. 장기적 관점에서의 Buy and Hold 전략 권고

	2Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	706	-15.3	-23.5	814	-13.2
영업이익	-2	적전	적전	26	-107.4
세전계속사업이익	0	-99.2	-99.7	24	-98.6
지배순이익	-7	적전	적전	34	-121.1
영업이익률 (%)	-0.3	적전	적전	3.2	-3.5 %pt
지배순이익률 (%)	-1.0	적전	적전	4.2	-5.2 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		3,721	3,650	3,309	3,960
영업이익		339	166	121	270
지배순이익		249	126	88	207
PER		20.8	44.5	33.0	14.0
PBR		3.7	4.0	2.0	1.8
EV/EBITDA		11.7	23.3	12.4	6.1
ROE		20.8	9.3	6.6	14.6

자료: 유안타증권

[표 1] 모두투어 연결 영업이익 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017년				2018년				2019년				연간			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(p)	3분기(e)	4분기(e)	17년	18년	19년(e)	20년(e)
연결매출액	740	673	727	770	1,098	834	973	744	923	706	821	858	2,909	3,650	3,309	3,960
본사	643	573	625	652	943	704	823	638	780	574	647	718	2,493	3,109	2,719	3,224
자회사	97	100	102	117	155	130	150	106	143	132	174	140	416	541	590	736
모두투어인터	4	3	4	4	0	0	1	1	0	2	1	1	15	3	4	4
자유투어	55	54	58	62	111	66	96	66	93	77	106	69	228	340	345	432
크루즈인터	0	1	1	1	0	1	1	0	0	1	1	0	2	2	2	2
모두투어 REITs	-	-	-	10	11	11	12	14	12	14	11	11	10	48	47	44
서울호텔학교	4	12	7	10	4	9	5	3	0	0	0	0	33	20	0	0
모두스테이	27	26	29	35	28	40	39	45	39	46	47	50	117	152	182	212
다낭호텔	4	4	4	4	4	4	5	5	6	5	5	5	16	18	20	19
모두투어재팬	-	-	-	-	8	8	3	6	8	4	4	4	-	24	20	23
연결영업이익	110	74	81	55	91	40	25	10	91	-2	24	7	321	166	121	270
본사	119	79	88	45	105	46	36	25	93	4	31	6	331	212	134	214
자회사	-9	-5	-7	11	-14	-6	-11	-15	-1	-6	-7	0	-10	-46	-13	57
모두투어인터	-1	-1	-1	0	-2	-2	-1	-1	-2	-1	-1	-1	-2	-6	-5	0
자유투어	2	-2	-3	3	-5	-8	-1	-22	3	-3	-3	-4	0	-36	-6	-2
크루즈인터	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
모두투어 REITs	-	-	-	4	5	5	5	7	6	7	7	7	4	23	28	29
서울호텔학교	-6	1	-3	-1	-6	-1	-2	0	-	-	-	-	-9	-9	-	-
모두스테이	-2	-2	1	7	-6	-4	-9	-6	-13	-11	-7	-3	4	-24	-34	5
다낭호텔	1	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1	1	3	5	5	4
모두투어재팬	-	-	-	-	3	2	-3	0	3	-3	-4	0	-	2	-4	21
OPM	15%	11%	11%	7%	8%	5%	3%	1%	10%	0%	3%	1%	11%	5%	4%	7%
본사	19%	14%	14%	7%	11%	7%	4%	4%	12%	1%	5%	1%	13%	7%	5%	7%
자회사	-9%	-5%	-7%	9%	-9%	-5%	-7%	-14%	-1%	-5%	-4%	0%	-2%	-9%	-2%	8%
연결순이익(지배주주)	81	60	63	65	74	26	12	8	81	-7	14	-1	269	126	88	207
NIM	11%	9%	9%	8%	7%	3%	1%	1%	9%	-1%	2%	0%	9%	3%	3%	5%
성장성(YoY)																
연결매출액	24%	24%	13%	30%	48%	24%	34%	-3%	-16%	-15%	-16%	15%	23%	25%	-9%	20%
연결영업이익	155%	101%	-2%	45%	-17%	-46%	-69%	-82%	0%	적전	-3%	-31%	59%	-48%	-27%	124%
연결순이익	130%	70%	-7%	127%	-8%	-56%	-82%	-88%	9%	적전	23%	적전	61%	-55%	-30%	134%
[본사 실적 추정]																
[여행객 지표]																
패키지 송객수(만명)	42	33	35	40	45	38	34	39	42	37	32	42	150	155	152	172
(YoY)	18%	10%	3%	15%	7%	13%	-5%	-2%	-7%	-2%	-5%	6%	12%	3%	-2%	13%
패키지 ASP(만원)	87.2	91.7	93.9	87.7	87.2	86.2	93.6	83.3	85.6	80.2	91.3	83.3	89.9	87.4	84.9	84.9
(YoY)	2%	9%	5%	11%	0%	-6%	0%	-5%	-2%	-7%	-3%	0%	6%	-3%	-3%	0%
본사 매출액	795	732	869	865	943	704	823	638	780	574	647	718	3,261	3,109	2,719	3,224
항공권대매수익	34	37	37	48	50	35	40	41	41	39	50	43	157	167	172	192
국제관광알선수익	646	548	683	661	772	577	678	509	644	437	528	594	2,538	2,536	2,203	2,676
기타수익	115	147	149	156	118	93	104	88	95	98	69	81	566	403	343	357
본사 매출원가	152	159	244	204	233	111	246	94	137	74	129	144	759	684	484	645
본사 판관비	524	494	536	608	605	547	540	520	550	496	487	568	2,163	2,212	2,101	2,366
급여 및 성과급	159	152	157	169	166	169	158	147	161	173	153	150	638	640	637	656
광고선전비	37	40	44	79	70	57	56	57	52	58	55	58	200	240	223	231
지급수수료	271	241	271	284	293	244	249	220	253	212	224	259	1,068	1,006	948	1,158
기타	57	61	63	76	76	77	77	95	84	53	54	101	257	326	292	320
본사 영업이익	119	79	88	45	105	46	36	25	93	4	31	6	331	212	134	214
OPM	19%	14%	14%	7%	15%	8%	6%	4%	14%	1%	6%	1%	13%	9%	6%	8%

주: 모두투어 본사와 자유투어 매출액 인식기준은 1Q18부터 K-IFRS 적용으로 인해 변경. 2017년 본사 매출액은 소급 적용해 표시. 2017년 연결 매출액은 소급 적용을 하지 않음
 자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 2018-2019년 휴일 비교 (대체휴일 포함)

2018							2019						
1월							1월						
일	월	화	수	목	금	토	일	월	화	수	목	금	토
	1	2	3	4	5	6			1	2	3	4	5
7	8	9	10	11	12	13	6	7	8	9	10	11	12
14	15	16	17	18	19	20	13	14	15	16	17	18	19
21	22	23	24	25	26	27	20	21	22	23	24	25	26
28	29	30	31				27	28	29	30	31		
2월							2월						
일	월	화	수	목	금	토	일	월	화	수	목	금	토
				1	2	3					1	2	
4	5	6	7	8	9	10	3	4	5	6	7	8	9
11	12	13	14	15	16	17	10	11	12	13	14	15	16
18	19	20	21	22	23	24	17	18	19	20	21	22	23
25	26	27	28				24	25	26	27	28		
3월							3월						
일	월	화	수	목	금	토	일	월	화	수	목	금	토
				1	2	3						1	2
4	5	6	7	8	9	10	3	4	5	6	7	8	9
11	12	13	14	15	16	17	10	11	12	13	14	15	16
18	19	20	21	22	23	24	17	18	19	20	21	22	23
25	26	27	28	29	30	31	24	25	26	27	28	29	30
							31						
4월							4월						
일	월	화	수	목	금	토	일	월	화	수	목	금	토
1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	
8	9	10	11	12	13	14	7	8	9	10	11	12	13
15	16	17	18	19	20	21	14	15	16	17	18	19	20
22	23	24	25	26	27	28	21	22	23	24	25	26	27
29	30						28	29	30				
5월							5월						
일	월	화	수	목	금	토	일	월	화	수	목	금	토
		1	2	3	4	5				1	2	3	4
6	7	8	9	10	11	12	5	6	7	8	9	10	11
13	14	15	16	17	18	19	12	13	14	15	16	17	18
20	21	22	23	24	25	26	19	20	21	22	23	24	25
27	28	29	30	31			26	27	28	29	30	31	
6월							6월						
일	월	화	수	목	금	토	일	월	화	수	목	금	토
					1	2						1	
3	4	5	6	7	8	9	2	3	4	5	6	7	8
10	11	12	13	14	15	16	9	10	11	12	13	14	15
17	18	19	20	21	22	23	16	17	18	19	20	21	22
24	25	26	27	28	29	30	23	24	25	26	27	28	29
							30	31					
2018 7월							2019 7월						
일	월	화	수	목	금	토	일	월	화	수	목	금	토
1	2	3	4	5	6	7	1	2	3	4	5	6	7
8	9	10	11	12	13	14	8	9	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21	15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28	22	23	24	25	26	27	28
29	30	31					29	30	31				
2018 8월							2019 8월						
일	월	화	수	목	금	토	일	월	화	수	목	금	토
			1	2	3	4					1	2	3
5	6	7	8	9	10	11	4	5	6	7	8	9	10
12	13	14	15	16	17	18	11	12	13	14	15	16	17
19	20	21	22	23	24	25	18	19	20	21	22	23	24
26	27	28	29	30	31		25	26	27	28	29	30	31
2018 9월							2019 9월						
일	월	화	수	목	금	토	일	월	화	수	목	금	토
						1	1	2	3	4	5	6	7
2	3	4	5	6	7	8	8	9	10	11	12	13	14
9	10	11	12	13	14	15	15	16	17	18	19	20	21
16	17	18	19	20	21	22	22	23	24	25	26	27	28
23	24	25	26	27	28	29	29	30					
30													

▶ 18년 9월 26일은 대체휴일(추석)

▶ 18년 5월 7일과 19년 5월 6일은 대체휴일(어린이날)

▶ 18년 6월 13일은 지방선거일

자료: 유안타증권 리서치센터

모두투어 (080160) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	3,721	3,650	3,309	3,960	4,346
매출원가	945	870	628	778	839
매출총이익	2,776	2,780	2,681	3,182	3,507
판매비	2,437	2,614	2,561	2,912	3,132
영업이익	339	166	121	270	375
EBITDA	370	206	153	303	405
영업외손익	8	-9	12	-3	-5
외환관련손익	-25	12	2	0	0
이자손익	10	10	-14	-16	-18
관계기업관련손익	30	1	0	0	0
기타	-7	-32	24	13	13
법인세비용차감전순손익	347	158	133	267	371
법인세비용	89	56	44	56	84
계속사업순손익	258	102	89	211	287
중단사업순손익	-10	20	0	0	0
당기순이익	249	122	89	211	287
지배지분순이익	249	126	88	207	281
포괄순이익	247	121	82	205	280
지배지분포괄이익	246	124	81	256	351

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,211	2,006	2,217	2,432	2,727
현금및현금성자산	531	572	718	878	1,132
매출채권 및 기타채권	469	293	285	324	352
재고자산	250	109	125	145	159
비유동자산	1,295	1,340	1,318	1,334	1,356
유형자산	1,002	1,006	1,019	1,015	1,010
관계기업등 지분관련자산	80	65	90	115	140
기타투자자산	85	150	93	93	93
자산총계	3,506	3,346	3,535	3,766	4,084
유동부채	1,527	1,466	1,646	1,710	1,773
매입채무 및 기타채무	772	596	895	895	895
단기차입금	140	0	2	66	129
자본성장기부채	8	228	231	231	231
비유동부채	334	268	263	263	263
장기차입금	302	71	65	65	65
사채	0	168	171	171	171
부채총계	1,862	1,734	1,909	1,973	2,037
지배지분	1,362	1,333	1,344	1,482	1,692
자본금	95	95	95	95	95
자본잉여금	292	292	292	292	292
이익잉여금	1,163	1,203	1,224	1,369	1,579
비지배지분	282	278	282	311	355
자본총계	1,644	1,612	1,626	1,793	2,047
순차입금	-971	-1,068	-1,275	-1,371	-1,561
총차입금	474	494	494	558	622

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	382	344	76	-34	56
당기순이익	249	122	89	211	287
감가상각비	25	35	30	30	29
외환손익	23	-11	-2	0	0
종속, 관계기업관련손익	-4	-1	0	0	0
자산부채의 증감	114	182	-109	-325	-309
기타현금흐름	-24	17	69	51	49
투자활동 현금흐름	-538	-182	-96	25	25
투자자산	-66	-53	-25	-25	-25
유형자산 증가 (CAPEX)	-36	-29	-41	-25	-25
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	-437	-101	-30	74	74
재무활동 현금흐름	113	-128	-69	0	-9
단기차입금	-5	-128	4	64	64
사채 및 장기차입금	22	153	-3	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-69	-85	-66	-66	-74
기타현금흐름	165	-67	-3	2	2
연결범위변동 등 기타	-9	7	235	169	182
현금의 증감	-52	40	147	160	254
기초 현금	583	531	572	718	878
기말 현금	531	572	718	878	1,132
NOPLAT	339	166	121	270	375
FCF	361	300	-37	-104	-13

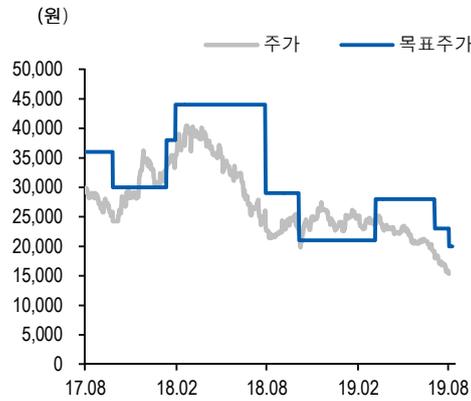
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,316	664	465	1,094	1,487
BPS	7,487	7,441	7,566	8,344	9,526
EBITDAPS	1,956	1,090	812	1,603	2,145
SPS	19,686	19,311	17,508	20,953	22,993
DPS	450	350	350	400	520
PER	20.8	44.5	33.0	14.0	10.3
PBR	3.7	4.0	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.7	23.3	12.4	6.1	4.2
PSR	1.4	1.5	0.9	0.7	0.7

재무비율					
(단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	56.9	-1.9	-9.3	19.7	9.7
영업이익 증가율 (%)	68.6	-51.1	-27.4	124.1	38.9
지배순이익 증가율 (%)	48.4	-49.5	-30.0	135.3	35.9
매출총이익률 (%)	74.6	76.2	81.0	80.3	80.7
영업이익률 (%)	9.1	4.6	3.6	6.8	8.6
지배순이익률 (%)	6.7	3.4	2.7	5.2	6.5
EBITDA 마진 (%)	9.9	5.6	4.6	7.7	9.3
ROIC	251.3	33.2	54.9	234.8	218.6
ROA	8.9	3.7	2.6	5.7	7.2
ROE	20.8	9.3	6.6	14.6	17.7
부채비율 (%)	113.2	107.6	117.4	110.0	99.5
순차입금/자기자본 (%)	-71.3	-80.1	-94.9	-92.5	-92.3
영업이익/금융비용 (배)	82.0	11.9	8.6	17.1	21.2

모두투어 (080160) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-08-06	BUY	20,000	1년		
2019-07-08	BUY	23,000	1년	-25.91	-19.57
2019-03-11	BUY	28,000	1년	-21.21	-10.00
2018-10-08	HOLD	21,000	1년	15.82	-
2018-08-02	BUY	29,000	1년	-20.69	-12.24
2018-02-02	BUY	44,000	1년	-23.55	-8.07
2018-01-15	BUY	38,000	1년	-8.94	-6.71
2017-09-29	BUY	30,000	1년	2.28	20.67
2017-07-04	BUY	36,000	1년	-22.10	-15.28

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	87.2
Hold(중립)	12.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-08-03

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.