

모두투어 (080160)

보이콧 재팬이 언제 끝날지 모르겠다

목표주가 하향

'보이콧 재팬'이 본격적으로 시작되면서 여행업의 실적 및 밸류에이션 하향이 불가피한 상황이다. 모두투어의 20년 EPS를 약 -15%, 목표 P/E를 16.7배(하나투어 대비 20%할인)로 하향하면서 목표주가도 18,000원(-27%)으로 하향한다. 향후 3개월(8~10월) 예약률은 높은 기저효과에도 불구하고 각각 -11%/-1%/-11%이며 추가로 하향될 여지도 높다. 후쿠시마 근처뿐만 아니라 도쿄까지 여행금지구역으로 지정될 가능성이 언론을 통해 보도된 만큼 이슈가 진정되기 전까지는 극단적으로 보수적인 투자 관점이 필요하다.

2Q Review: OPM -0.3%(-5.0%p YoY)

2분기 영업수익/영업이익은 각각 706억원(-15% YoY)/-2억원(적전)으로 컨센서스(26억원)를 크게 하회했다. 별도 영업이익은 4억원(-91%)을 기록했는데, 패키지 송객 수는 37만명(-2%)으로 일본이 28% 감소했다. 전반적인 수요 부진으로 할인판매가 늘어나면서 ASP도 7% 하락했다. 인건비에서는 자사주 무상출연에 따른 1회성 비용(약 13억원)이 있었으나, 비용 효율화를 통해 기타 비용(53억원)을 30%나 감소한 것은 긍정적이었다. 자회사에서는 리츠를 제외한 전 사업부의 부진이 지속되며 약 9억원(-3억원)의 적자를 기록했다.

일본 영향: 3Q부터 후쿠시마 원전사태 수준까지 하락 전망

1년 동안 기다려온 일본 노선이 '보이콧 재팬'의 핵심이 되었다. 14개월 연속 마이너스 성장 중인 일본 패키지 송객 수는 기저효과에도 불구하고 7월 1.5만명(-26%)으로 연중 최저치를 기록했다. 8월부터는 후쿠시마 원전 사태 이후인 2012년 수준(월간 1만명 이하)까지 하락할 가능성이 높다. 소비자 입장에서 일본은 1) 리드타임(예약부터 출국까지)이 가장 짧고 2) 가격도 가장 싼 곳이기 때문에 당장 다른 곳으로 여행지를 100% 대체하기 힘든 상황이다. 사드 규제 당시 2Q17~1Q18 중국 송출객 수 성장률이 각각 -55%/-41%/-32%/-18%로 부진했는데, 일본이 중국과 마찬가지로 정치적인 이슈 및 단거리 노선이라는 유사성을 감안하면 반등을 기대하기 어렵다.

Update

BUY

| TP(12M): 18,000원(하향) | CP(8월 5일): 15,350원

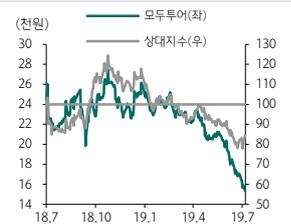
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	569.79
52주 최고/최저(원)	27,450/15,350
시가총액(십억원)	290.1
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	18,900.0
60일 평균 거래량(천주)	116.3
60일 평균 거래대금(십억원)	2.2
19년 배당금(예상, 원)	420
19년 배당수익률(예상, %)	2.74
외국인지분율(%)	26.24
주요주주 지분율(%)	
우종유 외 14인	15.22
JP Morgan Asset 외 1인	5.21
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(20.1) (39.1) (32.2)
상대	(2.6) (23.4) (6.2)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	363.6	395.3
영업이익(십억원)	23.8	30.5
순이익(십억원)	19.5	24.8
EPS(원)	1,054	1,317
BPS(원)	8,187	9,168

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	372.1	365.0	321.7	354.0	383.0
영업이익	십억원	33.9	16.6	12.2	23.0	28.2
세전이익	십억원	34.7	15.8	14.1	25.3	30.8
순이익	십억원	24.9	12.6	11.4	20.0	24.4
EPS	원	1,316	664	604	1,059	1,292
증감률	%	48.4	(49.5)	(9.0)	75.3	22.0
PER	배	23.17	36.29	25.42	14.49	11.88
PBR	배	3.72	2.87	1.78	1.67	1.55
EV/EBITDA	배	13.73	18.28	13.40	7.39	5.63
ROE	%	20.76	9.31	8.43	14.02	15.76
BPS	원	8,196	8,402	8,611	9,191	9,899
DPS	원	450	350	420	500	550



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

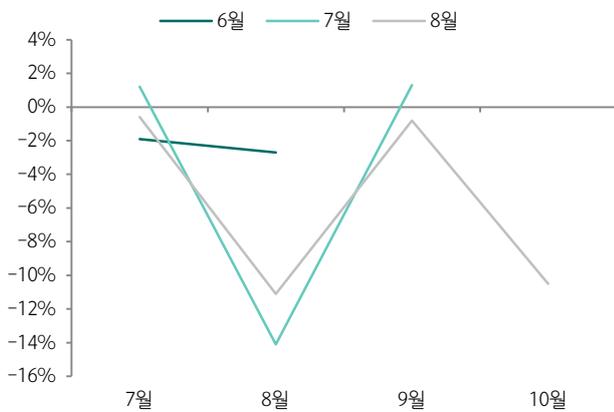
RA 박다겸
02-3771-7529
dageompark@hanafn.com

표 1. 모두투어 목표주가 하향

지배주주순이익('20년)	20	십억원
주식 수	18,900	천주
EPS	1,059	원
목표 P/E	16.7	배
목표 주가	18,000	원
현재 주가	15,350	원
상승 여력	17	%

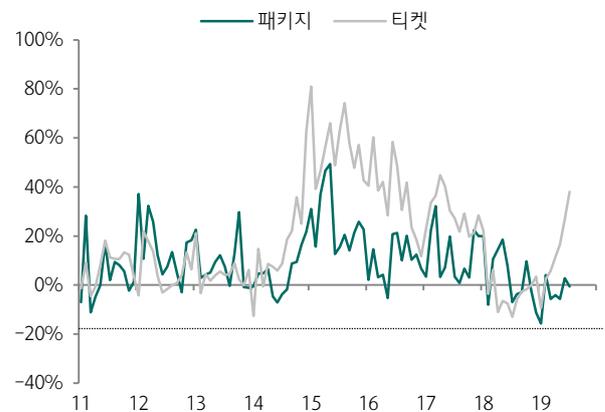
자료: 하나금융투자

그림 1. 모두투어 예약률 추이



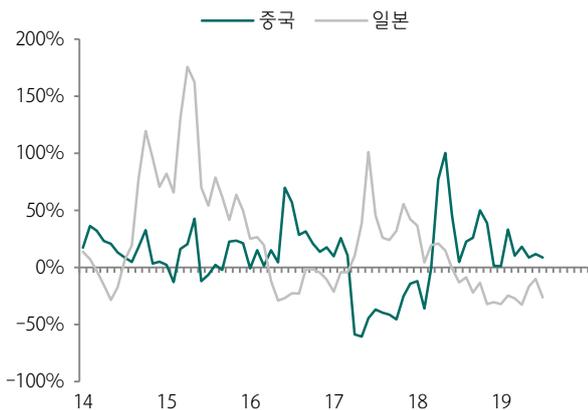
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 2. 모두투어 패키지/티켓 성장률



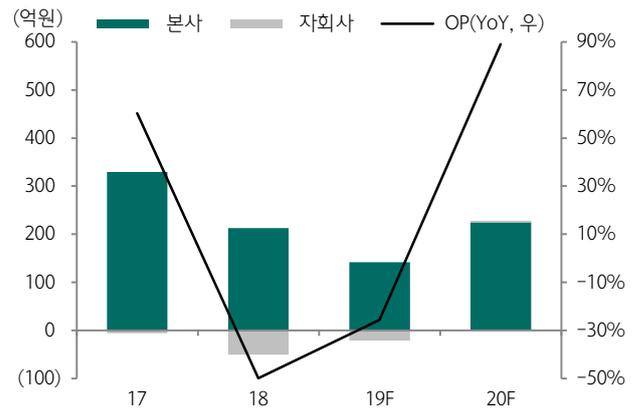
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 3. 모두투어 중국/일본 송객 수 증가율



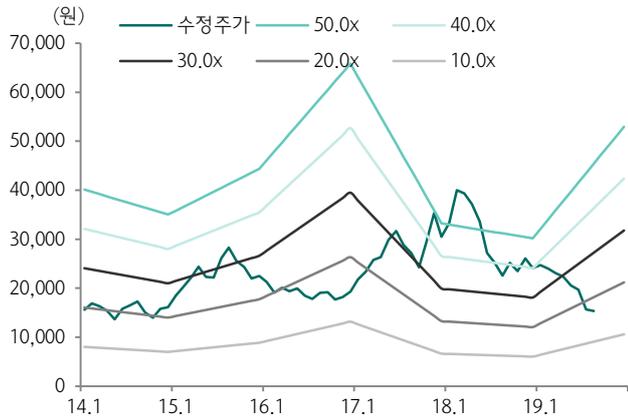
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 4. 모두투어 부문별 영업이익



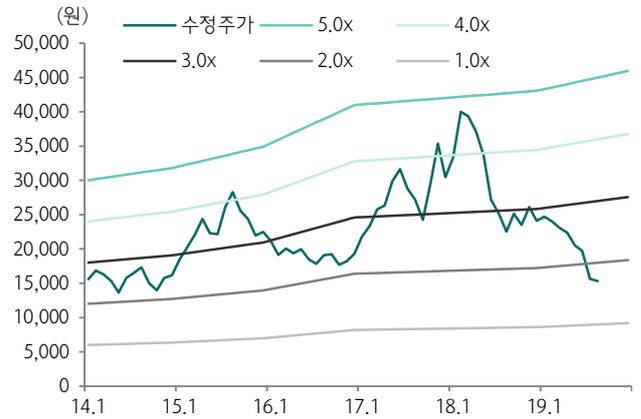
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 5. 모두투어 12MF P/E 차트



자료: 하나금융투자

그림 6. 모두투어 12MF P/B 차트



자료: 하나금융투자

표 2. 모두투어 주요 가정

(단위: 천명, 천원)

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F
출국자수	26,928	28,382	30,369	6,997	6,453	6,791	6,687	7,409	6,687	7,198	7,088
모두투어 송객 수	2,761	2,890	3,031	764	650	654	693	730	692	725	742
패키지	1,555	1,477	1,611	450	377	336	392	420	368	316	372
항공권(FIT)	1,206	1,413	1,421	314	274	318	300	310	325	409	370
YoY											
출국자수	8%	5%	7%	14%	13%	3%	4%	6%	4%	6%	6%
모두투어 송객 수	1%	5%	5%	8%	3%	-6%	-1%	-4%	6%	11%	7%
패키지	3%	-5%	9%	7%	14%	-5%	-2%	-7%	-2%	-6%	-5%
항공권(FIT)	-2%	17%	1%	8%	-8%	-7%	1%	-1%	19%	29%	23%
모두투어 M/S	10%	10%	10%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
ASP											
패키지	874	843	822	872	862	936	833	856	802	908	814
항공권(FIT)	500	511	498	507	480	558	494	501	448	541	493
YoY											
패키지	-3%	-4%	-3%	0%	-6%	0%	-5%	-2%	-7%	-3%	-2%
항공권(FIT)	2%	-3%	-3%	3%	1%	7%	-3%	-1%	-7%	-3%	0%

자료: 모두투어, 하나금융투자

표 3. 모두투어 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F
수탁금	1,975	1,949	2,011	551	456	492	475	515	440	509	485
여행알선	1,358	1,245	1,324	392	325	315	327	360	295	287	303
항공권대매	616	704	687	159	131	177	148	155	145	221	182
매출 전환율	18%	17%	18%	20%	18%	20%	16%	18%	16%	16%	16%
영업수익	365	322	354	110	83	97	74	92	71	79	80
본사	311	265	291	94	70	82	64	78	57	63	66
국내 자회사	62	65	73	17	15	16	14	16	15	17	17
영업이익	17	12	23	9	4	3	1	9	(0)	(2)	5
OPM	5%	4%	7%	8%	5%	3%	1%	10%	0%	-2%	6%
당기순이익	13	11	20	8	3	1	2	8	1	0	2

자료: 모두투어, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	372.1	365.0	321.7	354.0	383.0
매출원가	94.5	87.0	63.9	68.4	73.9
매출총이익	277.6	278.0	257.8	285.6	309.1
판매비	243.7	261.4	245.6	262.6	281.0
영업이익	33.9	16.6	12.2	23.0	28.2
금융손익	0.7	1.0	1.7	2.2	2.6
중속/관계기업손익	3.0	0.1	0.1	0.1	(0.0)
기타영업외손익	(2.9)	(2.0)	0.0	0.0	0.0
세전이익	34.7	15.8	14.1	25.3	30.8
법인세	8.9	5.6	3.9	6.9	8.5
계속사업이익	25.8	10.2	10.1	18.4	22.3
중단사업이익	(1.0)	2.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	24.9	12.2	10.1	18.4	22.3
비지배주주지분 순이익	0.0	(0.4)	(0.1)	0.0	0.0
지배주주순이익	24.9	12.6	11.4	20.0	24.4
지배주주지분포괄이익	24.6	12.4	10.4	19.0	23.0
NOPAT	25.3	10.7	8.8	16.7	20.4
EBITDA	37.0	20.6	16.0	26.7	31.8
성장성(%)					
매출액증가율	56.9	(1.9)	(11.9)	10.0	8.2
NOPAT증가율	80.7	(57.7)	(17.8)	89.8	22.2
EBITDA증가율	61.6	(44.3)	(22.3)	66.9	19.1
영업이익증가율	68.7	(51.0)	(26.5)	88.5	22.6
(지배주주)순이익증가율	48.2	(49.4)	(9.5)	75.4	22.0
EPS증가율	48.4	(49.5)	(9.0)	75.3	22.0
수익성(%)					
매출총이익률	74.6	76.2	80.1	80.7	80.7
EBITDA이익률	9.9	5.6	5.0	7.5	8.3
영업이익률	9.1	4.5	3.8	6.5	7.4
계속사업이익률	6.9	2.8	3.1	5.2	5.8
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,316	664	604	1,059	1,292
BPS	8,196	8,402	8,611	9,191	9,899
CFPS	1,906	1,270	845	1,413	1,673
EBITDAPS	1,956	1,090	847	1,415	1,684
SPS	19,686	19,311	17,023	18,733	20,266
DPS	450	350	420	500	550
주가지표(배)					
PER	23.2	36.3	25.4	14.5	11.9
PBR	3.7	2.9	1.8	1.7	1.6
PCFR	16.0	19.0	18.2	10.9	9.2
EV/EBITDA	13.7	18.3	13.4	7.4	5.6
PSR	1.5	1.2	0.9	0.8	0.8
재무비율(%)					
ROE	20.8	9.3	8.4	14.0	15.8
ROA	8.9	3.7	3.6	6.4	7.3
ROIC	125.4	25.2	24.1	44.9	66.6
부채비율	113.2	107.6	82.5	83.5	82.7
순부채비율	(59.1)	(66.2)	(62.7)	(68.3)	(73.3)
이자보상배율(배)	82.0	11.9	9.7	20.4	27.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	221.1	200.6	169.3	190.0	212.1
금융자산	144.6	156.2	130.1	146.9	165.5
현금성자산	53.1	57.2	42.8	50.8	61.5
매출채권 등	46.9	29.3	25.8	28.4	30.8
재고자산	25.0	10.9	9.6	10.6	11.4
기타유동자산	4.6	4.2	3.8	4.1	4.4
비유동자산	129.5	134.0	132.0	133.0	134.0
투자자산	16.5	21.5	19.8	21.1	22.2
금융자산	7.1	7.3	6.4	7.1	7.7
유형자산	100.2	100.6	100.5	100.5	100.5
무형자산	2.6	1.1	0.8	0.6	0.5
기타비유동자산	10.2	10.8	10.9	10.8	10.8
자산총계	350.6	334.6	301.3	323.0	346.0
유동부채	152.7	146.6	109.5	120.3	129.9
금융부채	15.3	23.3	0.5	0.5	0.5
매입채무 등	77.2	59.6	52.5	57.8	62.5
기타유동부채	60.2	63.7	56.5	62.0	66.9
비유동부채	33.4	26.8	26.7	26.7	26.8
금융부채	32.2	26.2	26.2	26.2	26.2
기타비유동부채	1.2	0.6	0.5	0.5	0.6
부채총계	186.2	173.4	136.2	147.0	156.6
지배주주지분	136.2	133.4	137.3	148.3	161.6
자본금	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
자본조정	(18.7)	(25.4)	(25.4)	(25.4)	(25.4)
기타포괄이익누계액	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	116.3	120.3	124.3	135.2	148.6
비지배주주지분	28.2	27.8	27.7	27.7	27.8
자본총계	164.4	161.2	165.0	176.0	189.4
순금융부채	(97.1)	(106.8)	(103.4)	(120.2)	(138.8)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	38.2	34.4	4.8	29.0	32.1
당기순이익	24.9	12.2	10.1	18.4	22.3
조정	1.9	4.0	3.8	3.8	3.7
감가상각비	3.0	4.0	3.8	3.7	3.6
외환거래손익	2.3	(1.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(3.0)	(3.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(0.4)	4.6	0.0	0.1	0.1
영업활동 자산부채 변동	11.4	18.2	(9.1)	6.8	6.1
투자활동 현금흐름	(53.8)	(18.2)	9.9	(13.5)	(12.5)
투자자산감소(증가)	5.2	(5.0)	1.6	(1.2)	(1.1)
유형자산감소(증가)	(3.5)	(2.8)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
기타	(55.5)	(10.4)	11.8	(8.8)	(7.9)
재무활동 현금흐름	11.3	(12.8)	(29.0)	(7.5)	(8.9)
금융부채증가(감소)	40.1	2.0	(22.8)	0.0	0.0
자본증가(감소)	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(26.4)	(6.3)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(6.9)	(8.5)	(6.3)	(7.5)	(8.9)
현금의 증감	(5.2)	4.0	(14.4)	8.0	10.7
Unlevered CFO	36.0	24.0	16.0	26.7	31.6
Free Cash Flow	34.6	31.5	1.3	25.5	28.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

모두투어



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.6	BUY	18,000		
19.7.1	BUY	24,500	-27.96%	-16.94%
19.5.7	BUY	29,000	-26.76%	-19.14%
19.2.7	BUY	27,000	-13.12%	-6.67%
18.10.2	BUY	30,000	-18.75%	-8.50%
18.9.8	BUY	33,000	-26.97%	-23.79%
18.8.2	BUY	35,000	-36.21%	-30.43%
18.7.4	BUY	38,000	-32.24%	-26.58%
18.3.6	BUY	47,000	-26.08%	-14.26%
17.11.29	BUY	42,000	-17.15%	-3.69%
17.10.12	BUY	38,000	-23.80%	-9.61%
17.8.2	BUY	40,000	-31.00%	-23.75%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 8월 6일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 06일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 08월 06일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.