

모두투어(080160) 풍부한 현금에 기반한 배당 확대를 기대하며

Analyst 이효진 02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

| | | |
|--------------------------------|-----------------|-------|
| 적정주가(12개월) | 18,500원 | |
| 현재주가 (11월 1일) | 15,550원 | |
| 상승여력 | 19.0% | |
| KOSDAQ | 662.34pt | |
| 시가총액 | 2,939억원 | |
| 발행주식수 | 1,890만주 | |
| 유동주식비율 | 77.66% | |
| 외국인비중 | 23.56% | |
| 52주 최고/최저가 | 27,450원/13,950원 | |
| 평균거래대금 | 18.1억원 | |
| 주요주주(%) | | |
| 우종용 외 20인 | 15.18 | |
| JP Morgan Investment Managemer | 5.04 | |
| 주가상승률(%) | | |
| | 절대주가 | 상대주가 |
| 1개월 | 1.3 | -3.3 |
| 6개월 | -30.6 | -20.9 |
| 12개월 | -35.7 | -36.2 |
| 주가그래프 | | |



2020년 영업이익은 2018년 수준을 기대

- 부진한 국내 패키지 산업에 대응하기 위해 여행업체 전반적인 보수적 비용 집행 중. 동사의 고객 포트폴리오는 타사 대비 안정적 수요(공무원 인센티브 등) 비중이 높아 감소폭은 선방
- 그러나 비우호적 환경으로 탑라인 부진해 역레버리지는 피하지 못함. 2020년 회복은 성수기 부진한 실적(1분기: 일본 보이콧 영향 지속/ 3분기: 도쿄 올림픽)으로 일본 태풍 영향권이었던 2018년 수준을 기대함

배당 확대 여력 상대적으로 높아

- 2020년 여행 수요가 크게 성장하더라도 패키지가 절대 파이를 차지할 가능성은 높지 않음
- 다만 동사는 자회사들의 적자 규모가 크지 않아 본사 지원이 필요치 않고, 패키지 본업에서도 투자가 요구되지 않아 배당 확대 여력이 높음
- 모두투어 적정주가를 기존 20,000원에서 18,500원으로 하향함. 이는 1) 2020년 추정치를 하향했으며, 2) 산정기간을 Fwd 12M에서 2020년으로 변경한 데 따름. 지배지분 EPS에 20배를 적용한 점은 동일함
- 정보 비대칭성 해소로 동사를 포함한 패키지사업의 제반 환경은 턴어라운드 하기 어려워 보임
- 다만 1) 상대적으로 편안한 밸류에이션, 2) 풍부한 현금에 기반한 배당 확대 여력 존재해 여행업 내 상대 선호 의견을 유지함

| (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 | 301.7 | 6.5 | 7.7 | 408 | -36.9 | 7,313 | 38.1 | 2.1 | 21.6 | 5.7 | 82.6 |
| 2020E | 318.5 | 17.2 | 16.9 | 895 | 127.9 | 7,853 | 17.4 | 2.0 | 10.0 | 11.8 | 82.2 |
| 2021E | 318.7 | 15.0 | 15.2 | 806 | -8.9 | 8,303 | 19.3 | 1.9 | 10.7 | 10.0 | 79.9 |

모두투어 실적 추정 내역

모두투어 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2018 | 2019E | 2020E |
|------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Key assumptions | | | | | | | | | | | | | | | |
| 출국자수(천명) | 6,997 | 6,453 | 6,791 | 6,688 | 7,409 | 6,687 | 6,666 | 6,158 | 7,414 | 6,693 | 7,494 | 7,669 | 26,928 | 26,920 | 29,269 |
| %YoY | 14.4 | 13.0 | 3.3 | 3.9 | 5.9 | 3.6 | -1.8 | -7.9 | 0.1 | 0.1 | 12.4 | 24.5 | 8.4 | 0.0 | 8.7 |
| 패키지승객(천명) | 450 | 377 | 336 | 392 | 420 | 368 | 311 | 330 | 399 | 355 | 334 | 396 | 1,555 | 1,429 | 1,484 |
| %YoY | 7.2 | 13.2 | -4.6 | -1.8 | -6.5 | -2.4 | -7.5 | -15.8 | -5.2 | -3.6 | 7.6 | 19.9 | 3.4 | -8.1 | 3.8 |
| 항공권승객(천명) | 314 | 274 | 318 | 300 | 310 | 325 | 422 | 307 | 325 | 332 | 482 | 390 | 1,206 | 1,364 | 1,529 |
| %YoY | 8.5 | -8.0 | -7.5 | 0.6 | -1.4 | 18.6 | 32.7 | 2.3 | 4.9 | 2.1 | 14.2 | 27.0 | -1.9 | 13.1 | 12.1 |
| 패키지M/S(%) | 6.4 | 5.8 | 4.9 | 5.9 | 5.7 | 5.5 | 4.7 | 5.4 | 5.4 | 5.3 | 4.5 | 5.2 | 5.8 | 5.3 | 5.1 |
| %p YoY | -0.4 | 0.0 | -0.4 | -0.3 | -0.8 | -0.3 | -0.3 | -0.5 | -0.3 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.3 | -0.5 | -0.2 |
| 매출액 | 109.8 | 83.4 | 97.3 | 74.4 | 92.3 | 70.2 | 69.3 | 69.9 | 82.2 | 79.2 | 76.3 | 80.9 | 365.0 | 301.7 | 318.5 |
| %YoY | 48.4 | 24.0 | 33.9 | -52.9 | -15.9 | -15.9 | -28.8 | -6.0 | -11.0 | 12.8 | 10.1 | 15.8 | -1.9 | -17.3 | 5.6 |
| 모두투어본사 | 94.1 | 71.7 | 82.3 | 64.4 | 78.0 | 57.4 | 56.0 | 60.9 | 70.0 | 65.0 | 64.4 | 70.1 | 312.5 | 252.3 | 269.5 |
| %YoY | 10.2 | 5.8 | -7.7 | -15.8 | -9.3 | -17.5 | -20.1 | -6.3 | -5.7 | 11.1 | 19.4 | 17.8 | -2.1 | -13.2 | 9.4 |
| 종속회사 | 15.2 | 12.6 | 15.0 | 12.5 | 13.8 | 13.1 | 13.0 | 11.3 | 11.6 | 14.5 | 11.6 | 13.2 | 55.3 | 51.2 | 51.0 |
| %YoY | 51.5 | 18.8 | 40.2 | 2.9 | -9.5 | 3.8 | -13.0 | -9.7 | -15.4 | 11.2 | -11.2 | 17.2 | 27.2 | -7.5 | -0.3 |
| 영업이익 | 9.1 | 4.0 | 2.5 | 1.0 | 9.1 | -0.1 | -2.2 | -0.3 | 5.1 | 2.1 | 3.7 | 6.3 | 16.6 | 6.5 | 17.2 |
| %YoY | -17.1 | -45.6 | -69.2 | -86.7 | 0.2 | 적전 | 적전 | 적전 | -43.7 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | -51.1 | -60.8 | 164.6 |
| 영업이익률(%) | 8.3 | 4.8 | 2.6 | 1.3 | 9.9 | -0.2 | -3.2 | -0.4 | 6.3 | 2.7 | 4.8 | 7.8 | 4.6 | 2.2 | 5.4 |
| 모두투어본사 | 10.5 | 4.6 | 3.6 | 2.5 | 9.3 | 0.4 | -1.3 | 0.5 | 5.5 | 2.3 | 4.3 | 6.6 | 21.2 | 8.9 | 18.8 |
| %YoY | -10.3 | -41.3 | -59.0 | -54.0 | -11.7 | -91.0 | 적전 | -81.0 | -40.4 | 462.4 | 흑전 | 1298.8 | -37.2 | -58.1 | 110.9 |
| 종속회사 | -2.1 | -1.4 | -1.3 | -3.1 | -1.0 | -1.4 | -1.3 | -2.5 | -1.2 | -1.1 | -1.1 | -2.0 | -7.9 | -6.2 | -5.4 |
| %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 | -0.5 | -0.8 | -0.1 | -2.2 | 0.3 | -0.3 | -0.7 | -1.5 | 0.1 | -0.1 | -0.5 | -1.0 | -3.6 | -2.1 | -1.4 |
| %YoY | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | -0.6 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |

자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

모두투어(080160)

| Income Statement | | | | | |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 매출액 | 372.1 | 365.0 | 301.7 | 318.5 | 318.7 |
| 매출액증가율(%) | 56.9 | -1.9 | -17.3 | 5.6 | 0.1 |
| 매출원가 | 94.5 | 87.0 | 57.6 | 59.4 | 60.1 |
| 매출총이익 | 277.6 | 278.0 | 244.1 | 259.1 | 258.6 |
| 판매비와관리비 | 243.7 | 261.4 | 237.5 | 241.9 | 243.6 |
| 영업이익 | 33.9 | 16.6 | 6.5 | 17.2 | 15.0 |
| 영업이익률(%) | 9.1 | 4.6 | 2.2 | 5.4 | 4.7 |
| 금융손익 | 0.8 | 1.0 | 2.0 | 2.2 | 2.4 |
| 종속/관계기업관련손익 | 3.0 | 0.1 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 기타영업외손익 | -2.9 | -2.0 | 3.1 | 3.6 | 3.5 |
| 세전계속사업이익 | 34.7 | 15.8 | 12.3 | 23.7 | 21.6 |
| 법인세비용 | 8.9 | 5.6 | 4.7 | 6.2 | 5.6 |
| 당기순이익 | 24.9 | 12.2 | 7.7 | 17.5 | 16.0 |
| 지배주주지분 손이익 | 24.9 | 12.6 | 7.7 | 16.9 | 15.2 |
| Balance Sheet | | | | | |
| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 유동자산 | 221.1 | 200.6 | 172.5 | 191.6 | 204.8 |
| 현금및현금성자산 | 53.1 | 57.2 | 51.4 | 64.1 | 77.0 |
| 매출채권 | 44.7 | 25.0 | 23.1 | 24.1 | 24.3 |
| 재고자산 | 25.0 | 10.9 | 9.0 | 9.5 | 9.5 |
| 비유동자산 | 129.5 | 134.0 | 130.7 | 130.6 | 129.9 |
| 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 | 19.1 | 19.7 | 19.7 |
| 자산총계 | 350.6 | 334.6 | 303.2 | 322.2 | 334.7 |
| 유동부채 | 152.7 | 146.6 | 110.5 | 118.7 | 122.0 |
| 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 | 26.7 | 26.7 | 26.7 |
| 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 | 137.2 | 145.4 | 148.7 |
| 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 | 125.2 | 135.4 | 143.9 |
| 비지배주주지분 | 28.2 | 27.8 | 27.8 | 28.4 | 29.1 |
| 자본총계 | 164.5 | 161.2 | 166.0 | 176.8 | 186.0 |

| Statement of Cash Flow | | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 영업활동현금흐름 | 38.2 | 34.4 | -2.6 | 20.0 | 18.3 |
| 당기순이익(손실) | 24.9 | 12.2 | 7.7 | 17.5 | 16.0 |
| 유형자산감가상각비 | 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 | -12.9 | -0.0 | -0.1 |
| 투자활동 현금흐름 | -53.8 | -18.2 | 17.8 | -7.0 | -1.8 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -3.6 | -2.9 | -3.0 | -3.0 | -3.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | 5.2 | -5.0 | 2.4 | -0.6 | -0.0 |
| 재무활동 현금흐름 | 11.3 | -12.8 | -21.0 | -0.3 | -3.5 |
| 차입금증감 | 40.1 | 2.0 | -14.8 | 2.5 | 3.3 |
| 자본의증가 | 4.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | -5.2 | 4.0 | -5.8 | 12.7 | 13.0 |
| 기초현금 | 58.3 | 53.1 | 57.2 | 51.4 | 64.1 |
| 기말현금 | 53.1 | 57.2 | 51.4 | 64.1 | 77.1 |
| Key Financial Data | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 19,686 | 19,311 | 15,961 | 16,853 | 16,863 |
| EPS(지배주주) | 1,316 | 664 | 408 | 895 | 806 |
| CFPS | 1,906 | 1,270 | 684 | 1,273 | 1,145 |
| EBITDAPS | 1,956 | 1,090 | 548 | 1,111 | 987 |
| BPS | 7,208 | 7,056 | 7,313 | 7,853 | 8,303 |
| DPS | 450 | 350 | 160 | 380 | 380 |
| 배당수익률(%) | 1.5 | 1.5 | 1.0 | 2.4 | 2.4 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 23.2 | 36.3 | 38.1 | 17.4 | 19.3 |
| PCR | 16.0 | 19.0 | 22.7 | 12.2 | 13.6 |
| PSR | 1.5 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| PBR | 4.2 | 3.4 | 2.1 | 2.0 | 1.9 |
| EBITDA | 37.0 | 20.6 | 10.4 | 21.0 | 18.7 |
| EV/EBITDA | 13.7 | 18.3 | 21.6 | 10.0 | 10.7 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 20.8 | 9.3 | 5.7 | 11.8 | 10.0 |
| EBITDA이익률 | 9.9 | 5.6 | 3.4 | 6.6 | 5.9 |
| 부채비율 | 113.2 | 107.6 | 82.6 | 82.2 | 79.9 |
| 금융비용부담률 | 0.1 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.4 |
| 이자보상배율(x) | 82.0 | 11.9 | 5.0 | 15.5 | 12.4 |
| 매출채권회전율(x) | 9.8 | 10.5 | 12.6 | 13.5 | 13.2 |
| 재고자산회전율(x) | 29.7 | 20.4 | 30.3 | 34.4 | 33.5 |