Industry Brief
2020. 1. 9

# 모두투어 080160

## 4 분기를 끝으로 적자 탈피할 것

- ✓ 4분기 영업이익은 -19억원으로 컨센서스 충족
- ✓ 일본 수요 감소 일부를 타지역으로 흡수하는 데 성공, 1분기부터 적자 탈피할 것
- ✓ 2020년 패키지 송출객 성장률 4% 추정에 근거, 본사 이익 188억원 전망
- ✓ 2019년 연결 영업이익 193억원 추정, 모두투어 전망치 227억원에 근접
- ✓ 여행업 부진하나 동사 이익 방어력 산업 내 가장 높은 편. 여행업 내 선호 유지

▲ **엔터/레저**
Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **문경원**
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

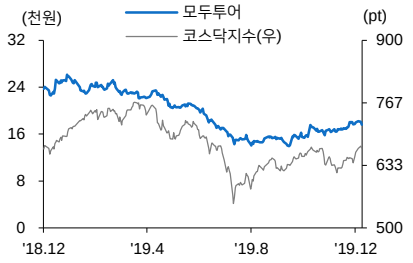
**Buy**

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12 개월)** | **21,000 원** |
| **현재주가 (1.8)** | **16,950 원** |
| **상승여력** | **23.9%** |

| | |
|---|---|
| KOSDAQ | 640.94pt |
| 시가총액 | 3,204억원 |
| 발행주식수 | 1,890만주 |
| 유동주식비율 | 77.66% |
| 외국인비중 | 22.43% |
| 52주 최고/최저가 | 26,150원/13,950원 |
| 평균거래대금 | 23.5억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 우종웅 외 20 인 | 15.18 |
| JP Morgan Investment Management | 10.14 |
| 국민연금공단 | 5.00 |

| **주가상승률(%)** | **1개월** | **6개월** | **12개월** |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 0.6 | -5.8 | -26.1 |
| 상대주가 | -1.4 | -1.8 | -23.0 |

**주가그래프**




### 적자 탈피는 1분기부터

모두투어의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 791억원(+6.3% YoY(이하 동일))과 -19억원(적전)을 기록할 전망이다. 일본 보이콧 영향이 부진한 패키지 수요에 가중을 더하며 별도 영업이익이 -16억원을 기록할 것으로 추정하는 것이 주된 요인이다. 자회사 합산 이익은 자유투어 15억 적자를 포함, 3억원 적자를 전망한다. 12월 패키지 송출객과 함께 발표된 동사의 예약률 데이터는 경쟁사 대비 양호한 수준을 기록하고 있다. 일본 보이콧 영향은 지속되고 있으나 동남아 등 타지역으로 수요 일부가 흡수되는 데 성공한 것으로 보인다. ASP 희생은 불가피해 보이나 1분기 적자 기조를 탈피하는데 성공할 전망이다.

### 2020년 모두투어 가이던스는 보수적 추정에 근거한 달성 가능한 수준

지난달 동사가 발표한 2020년 전망치는 매출액 3,625억원 및 영업이익 227억원으로, 별도 이익 200억원과 자회사 합산 27억 흑자를 가정한 수치다. 당사가 전망하는 2020년 모두투어 매출액 및 영업이익은 각각 3,467억원(+12%) 및 193억원(+293%)이다. 이는 별도 이익 188억원(+177%), 자유투어 -9억(+12억)를 포함한 자회사 합산 이익 5억원 가정에 기반한 수치다. 자회사 실적은 2020년 해외 신규 법인 2개 증가에 따른 이익 증대가 기대된다.

모두투어에 대한 적정주가를 기존 18,500원에서 21,000원으로 상향한다. 지배지분 EPS에 20배를 적용해 적정주가를 산정해 왔으나 1) 하나투어와 같은 가치합산 방식으로 변경하였으며 2) 해외 자회사 실적 증가를 반영했다. 비우호적인 산업 환경 하에서는 동사와 같이 보수적 전략을 취하는 사업자의 이익 방어력이 높다. 1) 상대적으로 편안한 밸류에이션, 2) 풍부한 현금에 기반한 배당 확대 여력 가능성에 기반해 여행업 내 선호 의견을 유지한다.

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 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 | 310.9 | 4.9 | 4.9 | 259 | -60.0 | 7,221 | 70.3 | 2.5 | 26.3 | 3.6 | 123.3 |
| 2020E | 346.7 | 19.3 | 17.0 | 899 | 262.7 | 7,886 | 18.9 | 2.1 | 9.8 | 11.9 | 123.6 |
| 2021E | 352.2 | 20.5 | 17.9 | 946 | 5.9 | 8,598 | 17.9 | 2.0 | 8.8 | 11.5 | 117.2 |

표43 모두투어 4Q19 Preview

| (십억원) | 4Q19E | 4Q18 | (% YoY) | 3Q19 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 79.1 | 74.4 | 6.3 | 69.3 | 14.1 | 67.5 | 17.2 |
| 영업이익 | -1.9 | 1.0 | N/A | -2.2 | N/A | -1.6 | N/A |
| 세전이익 | -2.9 | -0.4 | N/A | 0.7 | N/A | -0.3 | N/A |
| 지배순이익 | -2.5 | 0.8 | N/A | 0.0 | N/A | -1.1 | N/A |

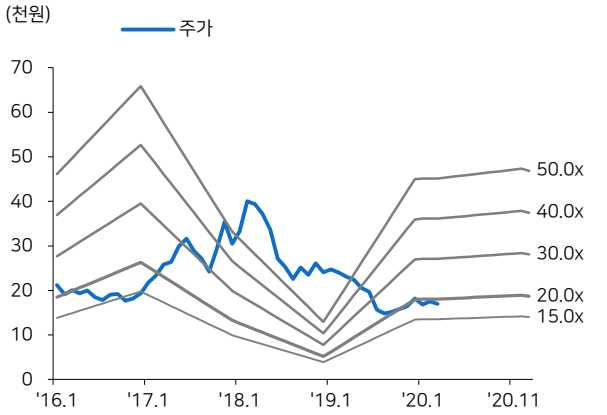
자료: 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터

표44 모두투어 적정주가 산출

| | 가치(십억원) | 주당가치(원) | 비고 |
|---|---|---|---|
| 모두투어본사 | 262.9 | 13,911 | 2020년 PER 20배(과거 밸류에이션 평균값) (1) |
| 해외사업가치 | 70.2 | 3,713 | 2020년 PER 20배 (2) |
| net cash | 63.9 | 3,382 | 3Q19말 기준 (3) |
| | **397.0** | **21,007** | **(1)+(2)+(3)** |

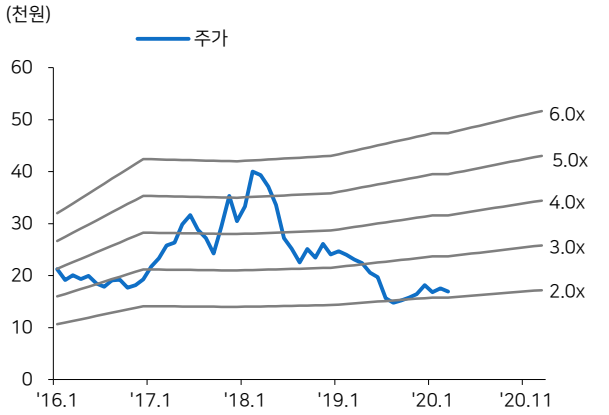
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림23 모두투어 12M Fwd 기준 PER Band




자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림24 모두투어 12M Fwd 기준 PBR Band




자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

표45 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS별도)

| (십억원) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 2018 | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **총 수탁금** | **509.0** | **447.0** | **508.9** | **502.1** | **551.3** | **456.1** | **491.9** | **475.3** | **515.3** | **440.2** | **462.8** | **466.3** | **1,975** | **1,884** | **1,893** |
| % YoY | 20.6 | 24.0 | 12.8 | 28.8 | 8.3 | 2.1 | -3.3 | -5.3 | -6.5 | -3.5 | -5.9 | -1.9 | 0.4 | -4.6 | 0.5 |
| % 매출전환율 | 12.6 | 12.8 | 12.3 | 13.0 | 12.9 | 13.3 | 11.7 | 11.6 | 12.5 | 11.4 | 10.0 | 11.5 | 12.4 | 11.3 | 12.4 |
| **매출총이익** | **64.3** | **57.3** | **62.5** | **65.2** | **70.9** | **60.6** | **57.7** | **54.9** | **64.3** | **50.0** | **46.1** | **53.4** | **244.1** | **213.8** | **233.9** |
| % YoY | 21.1 | 23.6 | 12.2 | 28.7 | 10.2 | 5.8 | -7.7 | -15.8 | -9.3 | -17.5 | -20.1 | -2.7 | -2.1 | -12.4 | 9.4 |
| **영업비용** | **52.6** | **49.4** | **53.6** | **60.8** | **60.5** | **54.7** | **54.0** | **52.0** | **55.0** | **49.2** | **47.4** | **55.1** | **221.2** | **206.7** | **215.1** |
| % YoY | 12.3 | 18.8 | 15.0 | 34.2 | 15.1 | 10.6 | 0.7 | -14.5 | -9.1 | -10.0 | -12.4 | 5.9 | 2.2 | -6.6 | 4.1 |
| % 매출액 대비 | 81.7 | 86.3 | 85.9 | 93.2 | 85.4 | 90.2 | 93.7 | 94.6 | 85.6 | 98.4 | 102.8 | 103.0 | 90.6 | 96.7 | 92.0 |
| 인건비 | 15.9 | 15.1 | 15.8 | 17.0 | 16.7 | 17.0 | 15.8 | 14.8 | 16.2 | 17.4 | 15.7 | 15.4 | 64.3 | 64.6 | 66.0 |
| % 매출액 대비 | 24.8 | 26.4 | 25.3 | 26.0 | 23.6 | 28.0 | 27.5 | 26.9 | 25.2 | 34.7 | 34.0 | 28.7 | 26.4 | 30.2 | 28.2 |
| 커미션수수료 | 27.1 | 24.1 | 27.1 | 28.4 | 29.3 | 24.4 | 24.9 | 22.0 | 25.3 | 21.1 | 21.9 | 21.1 | 100.6 | 89.3 | 92.4 |
| % 매출액 대비 | 42.1 | 42.1 | 43.4 | 43.6 | 41.3 | 40.3 | 43.2 | 40.1 | 39.3 | 42.2 | 47.5 | 39.4 | 41.2 | 41.8 | 39.5 |
| 광고비 | 3.7 | 4.0 | 4.4 | 7.9 | 7.0 | 5.7 | 5.6 | 5.7 | 5.2 | 5.8 | 4.7 | 5.9 | 24.0 | 21.6 | 23.8 |
| % 매출액 대비 | 5.7 | 7.0 | 7.1 | 12.1 | 9.9 | 9.4 | 9.7 | 10.3 | 8.1 | 11.6 | 10.1 | 11.0 | 9.8 | 10.1 | 10.2 |
| **영업이익** | **11.7** | **7.9** | **8.8** | **4.5** | **10.5** | **4.6** | **3.6** | **2.5** | **9.3** | **0.4** | **-1.3** | **-1.6** | **21.2** | **6.8** | **18.8** |
| % YoY | 85.9 | 65.4 | -2.1 | -17.2 | -10.3 | -41.3 | -59.0 | -54.0 | -12.2 | -91.1 | N/A | N/A | -37.2 | -68.1 | 177.4 |
| 영업이익률(%) | 18.3 | 13.7 | 14.1 | 6.8 | 14.9 | 7.6 | 6.3 | 4.5 | 14.4 | 0.8 | -2.8 | -3.0 | 8.7 | 3.2 | 8.0 |
| **Key assumptions (천명)** | | | | | | | | | | | | | | | |
| 출국자수 | 6,114 | 5,713 | 6,572 | 6,438 | 6,997 | 6,453 | 6,791 | 6,688 | 6,997 | 6,453 | 6,791 | 6,688 | 26,928 | 26,868 | 27,617 |
| % YoY | 18.1 | 21.7 | 16.1 | 21.2 | 14.4 | 13.0 | 3.3 | 3.9 | 14.4 | 13.0 | 3.3 | 3.9 | 8.4 | -0.2 | 2.8 |
| 패키지 송출객 | 420 | 333 | 352 | 399 | 450 | 377 | 336 | 392 | 450 | 377 | 336 | 392 | 1,555 | 1,455 | 1,509 |
| % YoY | 17.8 | 10.0 | 3.5 | 15.0 | 7.2 | 13.2 | -4.6 | -1.8 | 7.2 | 13.2 | -4.6 | -1.8 | 3.4 | -6.4 | 3.7 |
| 항공권송객 | 289 | 298 | 343 | 298 | 314 | 274 | 318 | 300 | 314 | 274 | 318 | 300 | 1,206 | 1,434 | 1,450 |
| % YoY | 30.3 | 37.6 | 25.9 | 23.3 | 8.5 | -8.0 | -7.5 | 0.6 | 8.5 | -8.0 | -7.5 | 0.6 | -1.9 | 18.9 | 1.1 |
| **패키지M/S(%)** | **6.9** | **5.8** | **5.4** | **6.2** | **6.4** | **5.8** | **4.9** | **5.9** | **6.4** | **5.8** | **4.9** | **5.9** | **5.8** | **5.4** | **5.5** |
| %p YoY | 0.0 | -0.6 | -0.7 | -0.3 | -0.4 | 0.0 | -0.4 | -0.3 | -0.4 | 0.0 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.4 | 0.0 |

자료: 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

표46 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS연결)

| (십억원) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 2018 | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **74.0** | **67.3** | **72.7** | **158.1** | **109.8** | **83.4** | **97.3** | **74.4** | **92.3** | **70.2** | **69.3** | **79.1** | **365.0** | **310.9** | **346.7** |
| % YoY | 24.3 | 23.9 | 13.2 | 167.7 | 48.4 | 24.0 | 33.9 | -52.9 | -15.9 | -15.9 | -28.8 | 6.3 | -1.9 | -14.8 | 11.5 |
| 모두투어본사 | 64.3 | 57.3 | 62.5 | 65.2 | 94.1 | 71.7 | 82.3 | 64.4 | 78.0 | 57.4 | 56.0 | 62.9 | 312.5 | 254.2 | 271.6 |
| % YoY | 21.1 | 23.6 | 12.2 | 28.7 | 10.2 | 5.8 | -7.7 | -15.8 | -9.3 | -17.5 | -20.1 | -2.7 | -2.1 | -12.4 | 9.4 |
| 종속회사 | 10.0 | 10.6 | 10.7 | 12.1 | 15.2 | 12.6 | 15.0 | 12.5 | 13.8 | 13.1 | 13.1 | 18.8 | 55.3 | 58.8 | 77.4 |
| % YoY | 50.8 | 29.1 | 20.5 | 35.1 | 51.5 | 18.8 | 40.2 | 2.9 | -9.5 | 3.8 | -12.3 | 50.7 | 27.2 | 6.4 | 31.6 |
| **영업이익** | **11.0** | **7.3** | **8.1** | **7.5** | **9.5** | **4.0** | **2.5** | **1.0** | **9.1** | **-0.1** | **-2.2** | **-1.9** | **16.6** | **4.9** | **19.3** |
| % YoY | 154.8 | 99.9 | -2.3 | 95.7 | -13.9 | -45.6 | -69.2 | -86.7 | 0.2 | N/A | N/A | N/A | -51.1 | -70.5 | 292.9 |
| 영업이익률(%) | 14.9 | 10.9 | 11.2 | 4.7 | 8.6 | 4.8 | 2.6 | 1.3 | 9.9 | -0.2 | -3.2 | -2.4 | 4.6 | 1.6 | 5.6 |
| 모두투어본사 | 11.7 | 7.9 | 8.8 | 5.4 | 10.5 | 4.6 | 3.6 | 2.5 | 9.3 | 0.4 | -1.3 | -1.6 | 21.2 | 6.8 | 18.8 |
| % YoY | 85.9 | 65.4 | -2.1 | -0.6 | -10.3 | -41.3 | -59.0 | -54.0 | -12.2 | -91.1 | N/A | N/A | -37.2 | -68.1 | 177.4 |
| 종속회사 | -0.7 | -0.4 | -0.7 | 0.9 | -2.1 | -1.4 | -1.3 | -3.1 | -1.0 | -1.4 | -1.3 | -2.2 | -7.9 | -5.9 | -4.5 |
| % 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 | 0.2 | -0.2 | -0.3 | 0.3 | -0.5 | -0.8 | -0.1 | -2.2 | 0.3 | -0.3 | -0.7 | -1.5 | -3.6 | -2.1 | -0.9 |
| % 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 |

주: 17, 18년도 1분기 구 회계 기준, 이외는 IFRS15 기준
자료: 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

# 모두투어 (080160)

## Income Statement

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **372.1** | **365.0** | **310.9** | **346.7** | **352.2** |
| 매출액증가율 (%) | 56.9 | -1.9 | -14.8 | 11.5 | 1.6 |
| 매출원가 | 94.5 | 87.0 | 57.6 | 59.4 | 60.1 |
| 매출총이익 | 277.6 | 278.0 | 253.2 | 287.3 | 292.1 |
| 판매관리비 | 243.7 | 261.4 | 248.3 | 268.1 | 271.5 |
| **영업이익** | **33.9** | **16.6** | **4.9** | **19.3** | **20.5** |
| 영업이익률 | 9.1 | 4.6 | 1.6 | 5.6 | 5.8 |
| 금융손익 | 0.8 | 1.0 | -0.7 | -0.6 | -0.3 |
| 종속/관계기업손익 | 3.0 | 0.1 | 1.1 | 1.1 | 1.2 |
| 기타영업외손익 | -2.9 | -2.0 | 3.7 | 4.2 | 4.1 |
| 세전계속사업이익 | 34.7 | 15.8 | 9.0 | 24.0 | 25.5 |
| 법인세비용 | 8.9 | 5.6 | 4.1 | 6.4 | 6.8 |
| **당기순이익** | **24.9** | **12.2** | **4.9** | **17.7** | **18.7** |
| 지배주주지분 순이익 | 24.9 | 12.6 | 4.9 | 17.0 | 17.9 |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **38.2** | **34.4** | **18.6** | **32.4** | **25.4** |
| 당기순이익(손실) | 24.9 | 12.2 | 4.9 | 17.7 | 18.7 |
| 유형자산상각비 | 2.5 | 3.5 | 6.4 | 6.3 | 6.2 |
| 무형자산상각비 | 0.6 | 0.5 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 운전자본의 증감 | 11.4 | 18.2 | 8.4 | 9.6 | 1.7 |
| **투자활동 현금흐름** | **-53.8** | **-18.2** | **-46.7** | **-5.1** | **-5.5** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -3.6 | -2.9 | -50.0 | -5.0 | -5.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 5.2 | -5.0 | 2.1 | -1.4 | -0.2 |
| **재무활동 현금흐름** | **11.3** | **-12.8** | **23.0** | **0.7** | **-1.2** |
| 차입금의 증감 | 40.1 | 2.0 | 29.3 | 2.5 | 3.3 |
| 자본의 증가 | 4.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | -5.2 | 4.0 | -5.2 | 28.0 | 18.7 |
| 기초현금 | 58.3 | 53.1 | 57.2 | 52.0 | 80.0 |
| 기말현금 | 53.1 | 57.2 | 52.0 | 80.0 | 98.7 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 221.1 | 200.6 | 191.4 | 221.5 | 242.2 |
| 현금및현금성자산 | 53.1 | 57.2 | 52.0 | 80.0 | 98.7 |
| 매출채권 | 44.7 | 25.0 | 23.8 | 23.9 | 24.1 |
| 재고자산 | 25.0 | 10.9 | 9.3 | 10.4 | 10.5 |
| 비유동자산 | 129.5 | 134.0 | 175.4 | 175.4 | 174.4 |
| 유형자산 | 100.2 | 100.6 | 144.2 | 143.0 | 141.8 |
| 무형자산 | 2.6 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| 투자자산 | 16.5 | 21.5 | 19.4 | 20.8 | 21.0 |
| **자산총계** | **350.6** | **334.6** | **366.9** | **396.9** | **416.6** |
| 유동부채 | 152.7 | 146.6 | 131.9 | 148.6 | 154.0 |
| 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 | 70.7 | 70.7 | 70.7 |
| 사채 | 0.0 | 16.8 | 16.8 | 16.8 | 16.8 |
| 장기차입금 | 30.2 | 7.1 | 51.1 | 51.1 | 51.1 |
| **부채총계** | **186.2** | **173.4** | **202.6** | **219.4** | **224.8** |
| 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 | 123.4 | 136.0 | 149.5 |
| 비지배주주지분 | 28.2 | 27.8 | 27.8 | 28.5 | 29.3 |
| **자본총계** | **164.5** | **161.2** | **164.3** | **177.5** | **191.8** |

## Key Financial Data

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 19,686 | 19,311 | 16,447 | 18,345 | 18,633 |
| EPS(지배주주) | 1,316 | 664 | 259 | 899 | 946 |
| CFPS | 1,906 | 1,270 | 791 | 1,572 | 1,631 |
| EBITDAPS | 1,956 | 1,090 | 603 | 1,356 | 1,418 |
| BPS | 7,208 | 7,056 | 7,221 | 7,886 | 8,598 |
| DPS | 450 | 350 | 100 | 250 | 250 |
| 배당수익률(%) | 1.5 | 1.5 | 0.5 | 1.5 | 1.5 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 23.2 | 36.3 | 70.3 | 18.9 | 17.9 |
| PCR | 16.0 | 19.0 | 23.0 | 10.8 | 10.4 |
| PSR | 1.5 | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 0.9 |
| PBR | 4.2 | 3.4 | 2.5 | 2.1 | 2.0 |
| EBITDA | 37.0 | 20.6 | 11.4 | 25.6 | 26.8 |
| EV/EBITDA | 13.7 | 18.3 | 26.3 | 9.8 | 8.8 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 20.8 | 9.3 | 3.6 | 11.9 | 11.5 |
| EBITDA 이익률 | 9.9 | 5.6 | 3.7 | 7.4 | 7.6 |
| 부채비율 | 113.2 | 107.6 | 123.3 | 123.6 | 117.2 |
| 금융비용부담률 | 0.1 | 0.4 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| 이자보상배율(x) | 82.0 | 11.9 | 1.5 | 6.0 | 6.2 |
| 매출채권회전율(x) | 9.8 | 10.5 | 12.7 | 14.5 | 14.7 |
| 재고자산회전율(x) | 29.7 | 20.4 | 30.8 | 35.3 | 33.7 |