

모두투어 (080160)

호텔/레저



박성호

02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	44,000원 (U)
현재주가 (2/1)	34,950원
상승여력	26%

시가총액	6,606억원
총발행주식수	18,900,000주
60일 평균 거래대금	78억원
60일 평균 거래량	239,014주
52주 고	36,200원
52주 저	21,411원
외인지분율	42.71%
주요주주	우종웅 외 14 인 16.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	14.6	23.5	6.7
상대	0.7	(5.4)	(26.7)
절대(달려환산)	14.4	28.4	15.3

4Q17 Review : 연결 자회사 호실적 주목!

4Q17 Review : 본사는 비용이슈로 감익, 연결자회사는 서프라이즈!

연결실적은 매출액 770억원(+30% YoY), 영업이익 55억원(+45% YoY), 당기순이익 65억원(+127% YoY)을 기록해 영업이익 기준으로 컨센서스를 10% 가량 하회

본사 실적(별도기준)은 매출액 652억원(+29% YoY), 영업이익 45억원(-17% YoY) 기록. 1)해외 패키지 송객수는 40만명(+15% YoY)으로 증가했고, 패키지 ASP는 87.7만원(+11% YoY)으로 상승. 2)패키지 Mark-up도 4Q16 14.9% → 4Q17 15.3%로 전년대비 0.4%p 개선되어 30%에 육박하는 외형성장 견인. 3)반면, 영업비용도 608억원(+34% YoY)으로 급증. 이는 연말 성과급 지급 및 광고비 급증(4Q16 40억원 → 4Q17 79억원) 효과에 기인. 광고비는 김수현 광고모델 계약금 지급, TV광고 제작 및 매체구매, 드라마 PPL 등으로 인해 급증. **성과급 및 광고비 이슈 등이 없었다면, 본사 영업이익은 110억원을 상회했을 것으로 추정**

연결 자회사 합산실적은 매출액 117억원(+39% YoY), 영업이익 11억원(흑전 YoY)을 기록해 12개 분기만에 처음으로 흑자 달성. 주요 자회사 영업이익은 자유투어 3억원, 모두스테이 7억원, 모두투어 REITs 4억원. 1)자유투어의 패키지 송객수는 4.9만명(+28% YoY)을 달성해 건조한 성장세 지속. 자유투어의 매출액은 62억원(+67% YoY)으로 급증. 모두투어로의 피인수 이후, 경영정상화가 진행되면서 상품원가 경쟁력 및 브랜드 가치 회복 추세 지속. 자유투어 광고비 지출은 전통매체 중심에서 온라인 타겟광고 중심으로 전환되어 효율성 제고. 2)**모두스테이**는 3Q17 흑자전환에 이어 **4Q17 OPM 20% 실현.** 이는 ADR 상승 및 비중국 중심의 고객믹스 변화에 기인. 모두스테이가 운영하는 스타즈호텔은 고마진 달성이 가능한 3성급 호텔. 하지만, 서울시 호텔공급 과잉현상, 동탄점(3호점) 영업약세, 사드 이슈 등으로 인해 그동안 실적부진 장기화 국면에 있었음. 3)모두투어REITs는 4Q17부터 연결대상 종속법인으로 편입. 동사의 모두투어REITs 지분율은 29.4% → 42.2%로 상승. 모두투어는 REITs에 대한 지배력 확보를 계기로 향후 모두스테이와의 시너지 효과를 기대할 수 있게 됨

본업 호조에 자회사 레버리지 가세 동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하며, 목표주가를 기존 3.8만원 → 4.4만원으로 상향 조정. 신규 목표주가 4.4만원은 2018E EPS 1,747원에 Target PER 25배를 적용해 산출. 본사는 2018년에도 LCC 중심의 항공공급량 증가효과에 힘입어 성장세를 이어갈 것. 4Q18엔 기저효과도 기대 가능. 연결자회사들은 서울호텔학교를 제외시 구조적인 흑자국면에 진입 판단. 동사는 국내 2위의 아웃바운드 볼룸경쟁력을 활용해 하나투어재팬과 같은 검증된 해외지사 사업모델도 준비 중에 있어 향후 추가적인 레버리지 효과도 기대 가능

	4Q17E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	770	30.3	5.9	723	6.4
영업이익	55	45.4	-31.8	64	-13.7
세전계속사업이익	116	172.2	37.5	64	82.6
지배순이익	65	127.4	10.9	53	22.5
영업이익률 (%)	7.2	+0.7 %pt	-4.0 %pt	8.9	-1.7 %pt
지배순이익률 (%)	8.4	+3.6 %pt	+0.3 %pt	7.3	+1.1 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액		2,043	2,371	2,909	3,399
영업이익		165	201	320	440
지배순이익		132	168	265	330
PER		33.1	21.6	24.9	20.0
PBR		4.1	3.2	4.6	4.0
EV/EBITDA		19.1	11.7	16.9	12.2
ROE		13.4	16.5	22.1	22.4

자료: 유안타증권

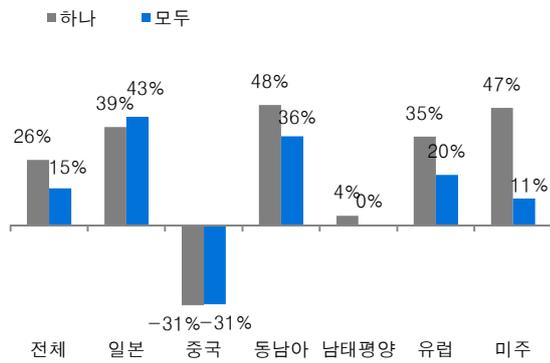
[표 1] 2017년 4분기 연결 영업이익 55 억원(+45% YoY)

(단위: 억원)

	2016년				2017년				2018년				연간		
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기(b)	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	16년	17년	18년(e)
연결매출액	595	543	642	591	740	673	727	770	889	754	901	856	2,371	2,909	3,399
본사	531	464	557	507	643	573	625	652	758	618	762	702	2,058	2,493	2,840
자회사	64	79	85	84	97	100	102	117	130	136	138	155	313	416	559
모두투어인터	7	5	4	5	4	3	4	4	4	3	4	4	20	15	15
자유투어	25	28	39	37	55	54	58	62	72	70	75	80	129	228	297
크루즈인터	0	1	1	0	0	1	1	1	0	1	1	1	2	2	2
모두투어에이치엔디	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-
모두관광개발	6	7	8	7	6	6	5	5	6	6	5	5	28	23	23
모두투어 REITs	-	-	-	-	-	-	-	10	11	11	11	11	-	10	44
서울호텔학교	5	14	7	10	4	12	7	10	4	12	7	10	36	33	33
모두스태이	23	28	29	31	27	26	29	35	30	28	32	39	111	117	129
다낭호텔	-	-	-	-	4	4	4	4	4	4	4	4	0	16	16
연결영업이익	45	37	83	38	110	74	81	55	140	65	138	98	201	321	440
본사	65	48	90	54	119	79	88	45	137	60	131	90	257	331	418
자회사	-20	-11	-7	-16	-9	-5	-7	11	3	5	8	8	-56	-10	22
모두투어인터	0	-2	-1	0	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	-3	-2	0
자유투어	-10	-8	-3	-12	2	-2	-3	3	4	-1	5	1	-33	0	9
크루즈인터	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	0
모두투어에이치엔디	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	-	-
모두관광개발	-2	0	0	0	-1	-1	-2	-2	0	0	0	0	-1	-5	-2
모두투어 REITs	-	-	-	-	-	-	-	4	4	4	4	4	-	4	16
서울호텔학교	-7	1	-4	-2	-6	1	-3	-1	-6	1	-3	-1	-12	-9	-9
모두스태이	-2	-1	-1	-1	-2	-2	1	7	1	1	1	3	-4	4	5
다낭호텔	-	-	-	-	1	1	1	1	1	1	1	1	-	3	3
OPM	8%	7%	13%	6%	15%	11%	11%	7%	16%	9%	15%	11%	8%	11%	13%
본사	12%	10%	16%	11%	19%	14%	14%	7%	18%	10%	17%	13%	12%	13%	15%
자회사	-31%	-14%	-8%	-19%	-9%	-5%	-7%	9%	2%	4%	6%	5%	-18%	-2%	4%
연결순이익(지배주주)	39	36	69	30	81	60	63	65	104	49	105	74	168	265	330
NIM	7%	7%	11%	5%	11%	9%	9%	8%	12%	6%	12%	9%	7%	9%	10%
성장성(YoY)															
연결매출액	18%	9%	25%	12%	24%	24%	13%	30%	20%	12%	24%	11%	16%	23%	17%
연결영업이익	-28%	-29%	150%	123%	155%	101%	-2%	45%	28%	-12%	70%	77%	22%	59%	38%
연결순이익	-31%	-13%	113%	952%	130%	70%	-7%	127%	29%	-19%	65%	14%	27%	58%	23%
[본사 실적 추정]															
[여행객 지표]															
패키지 송객수(만명)	36	30	34	35	42	33	35	40	48	38	42	47	135	150	175
(YoY)	6%	5%	17%	10%	18%	10%	3%	15%	15%	15%	19%	17%	9%	12%	16%
패키지 ASP(만원)	85.9	84.6	89.4	79.3	87.2	91.7	93.9	87.7	89.0	86.2	94.8	80.6	84.8	89.9	87.6
(YoY)	-2%	-3%	3%	-8%	2%	9%	5%	11%	2%	-6%	1%	-8%	-2%	6%	-3%
매출전환율(패키지)	14.3%	15.0%	15.8%	14.9%	15.1%	15.7%	15.6%	15.3%	15.1%	15.5%	15.7%	15.0%	15.0%	15.4%	15.3%
본사 영업수익	531	464	557	507	643	573	625	652	758	618	762	702	2,058	2,493	2,840
항공권대매수익	44	34	36	40	34	37	37	48	44	48	50	63	153	157	205
국제관광알선수익	438	383	482	412	551	480	517	535	646	511	627	566	1,715	2,083	2,350
기타수익	49	47	40	55	58	56	71	69	68	59	86	73	190	254	286
본사 영업비용	466	416	466	453	524	494	536	608	621	558	632	612	1,801	2,163	2,422
급여 및 성과급	146	133	141	140	159	152	157	169	163	167	172	166	561	638	667
광고선전비	36	35	31	40	37	40	44	79	49	46	50	53	143	200	198
지급수수료	228	194	236	213	271	241	271	284	344	276	339	310	871	1,068	1,269
기타	55	54	58	59	57	61	63	76	65	69	71	84	227	257	289
본사 영업이익	65	48	90	54	119	79	88	45	137	60	131	90	257	331	418
OPM	12%	10%	16%	11%	19%	14%	14%	7%	18%	10%	17%	13%	12%	13%	15%

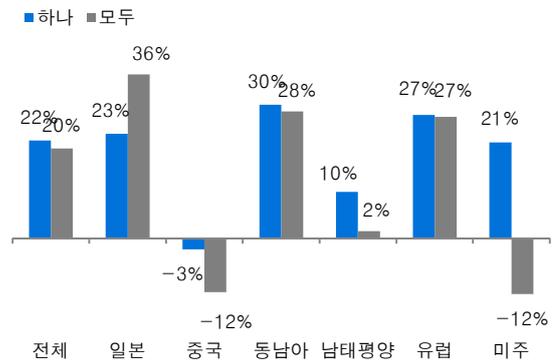
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 4Q17 하나/모두투어 목적지별 패키지 승객 성장률(YoY)



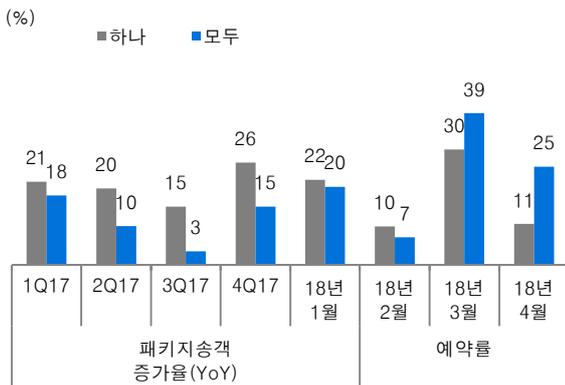
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2018년 1월 하나/모두투어 목적지별 패키지 승객 성장률(YoY)



자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 하나/모두투어 예약률 (2월 1일 기준)



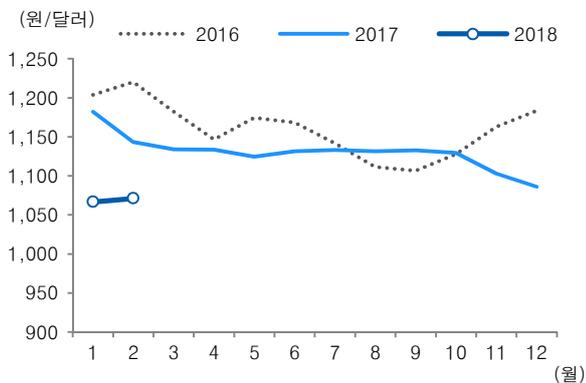
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 모두투어, 12MF PER 추이 (컨센서스 기준)



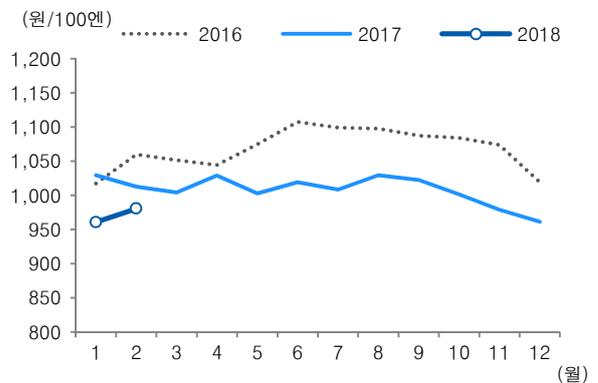
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 원/달러 환율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 원/100엔 환율 추이



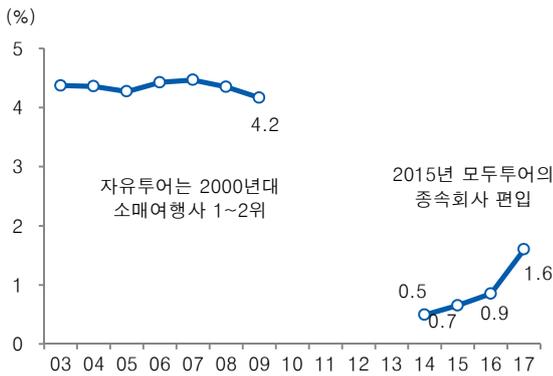
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 자유투어, 분기별 실적 추이

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17(p)	2015	2016	2017
패키지 송객수(명) (YoY)	18,217 28%	20,460 66%	26,248 62%	27,327 89%	29,692 63%	27,522 35%	32,028 22%	38,459 41%	52,744 78%	41,502 51%	46,208 44%	49,292 28%	92,252 61%	127,701 38%	189,746 49%
티켓 송객수(명) (YoY)	4,208 21%	5,712 65%	5,781 32%	8,844 121%	8,677 106%	10,538 84%	10,613 84%	20,232 129%	39,183 352%	60,154 471%	56,755 435%	51,899 157%	24,545 60%	50,060 104%	207,991 316%
매출액(억원)	18	17	20	23	25	28	39	37	55	54	58	62	79	129	229
패키지	12	12	13	13	17	19	23	23	37	32	37	-	51	81	-
티켓	1	1	1	2	2	3	-3	1	1	3	3	-	6	3	-
임대	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	-	2	2	-
기타	4	4	5	7	6	6	19	13	16	18	17	-	20	44	-
판매비(억원)	24	31	33	43	36	36	42	49	53	56	61	59	132	163	228
영업이익(억원)	-6	-14	-13	-21	-10	-8	-3	-12	2	-2	-3	3	-54	-33	1
매출성장률(YoY)	49%	11%	-16%	68%	39%	57%	92%	64%	116%	93%	48%	67%	22%	63%	77%
패키지 매출성장률 YoY)	22%	8%	14%	60%	38%	56%	71%	70%	119%	69%	65%	-	24%	59%	-

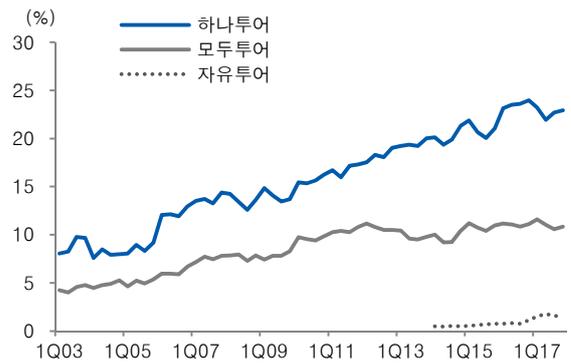
자료: 모두투어, 자유투어, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 자유투어 아웃바운드 M/S 추이



자료: 자유투어, 한국관광공사, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 여행 3사 아웃바운드 M/S 추이



자료: 자유투어, 한국관광공사, 유안타증권 리서치센터

모두투어 (080160) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,043	2,371	2,909	3,399	3,775
매출원가	82	112	109	76	76
매출총이익	1,961	2,259	2,800	3,323	3,698
판매비	1,797	2,058	2,480	2,883	3,166
영업이익	165	201	320	440	532
EBITDA	195	229	346	466	559
영업외손익	15	28	74	-1	13
외환관련손익	2	5	-10	0	0
이자손익	6	12	11	11	13
관계기업관련손익	2	22	8	0	0
기타	5	-11	64	-12	0
법인세비용차감전순손익	180	229	394	439	545
법인세비용	51	70	128	111	134
계속사업순손익	128	159	266	327	411
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	128	159	266	327	411
지배지분순이익	132	168	265	330	410
포괄손익	133	156	262	320	404
지배지분포괄이익	137	165	265	326	411

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

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,145	1,511	1,905	2,212	2,541
현금및현금성자산	446	583	571	839	1,112
매출채권 및 기타채권	265	388	481	532	588
재고자산	41	1	1	2	2
비유동자산	680	592	1,205	1,204	1,210
유형자산	147	219	215	220	223
관계기업등 지분관련자산	250	208	83	83	83
기타투자자산	159	9	63	63	63
자산총계	1,825	2,104	3,110	3,415	3,751
유동부채	757	1,031	1,358	1,409	1,460
매입채무 및 기타채무	420	588	686	686	686
단기차입금	2	5	166	217	268
유동성장기부채	5	5	7	7	7
비유동부채	71	46	328	328	328
장기차입금	18	23	304	304	304
사채	19	0	0	0	0
부채총계	828	1,077	1,685	1,736	1,788
지배지분	996	1,034	1,370	1,584	1,852
자본금	63	63	95	95	95
자본잉여금	280	279	292	292	292
이익잉여금	854	976	1,172	1,393	1,661
비지배지분	0	-8	54	95	111
자본총계	997	1,027	1,424	1,679	1,963
순차입금	-644	-930	-816	-1,033	-1,255
총차입금	62	73	500	551	602

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	-30	317	349	468	548
당기순이익	128	159	266	327	411
감가상각비	24	22	20	20	22
외환손익	-1	-5	6	0	0
종속, 관계기업관련손익	-2	-14	-8	0	0
자산부채의 증감	-191	116	42	105	100
기타현금흐름	12	39	23	16	15
투자활동 현금흐름	-55	-61	-368	-91	-91
투자자산	6	74	-66	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-25	-12	-15	-25	-25
유형자산 감소	1	1	0	0	0
기타현금흐름	-38	-123	-287	-66	-66
재무활동 현금흐름	-21	-119	168	-58	-91
단기차입금	-18	3	50	51	51
사채 및 장기차입금	36	5	23	0	0
자본	88	0	0	0	0
현금배당	-61	-46	-69	-109	-142
기타현금흐름	-65	-81	165	0	0
연결범위변동 등 기타	0	1	-161	-52	-93
현금의 증감	-106	137	-12	267	273
기초 현금	553	446	583	571	838
기말 현금	446	583	571	838	1,112
NOPLAT	165	201	320	440	532
FCF	-68	272	269	434	503

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

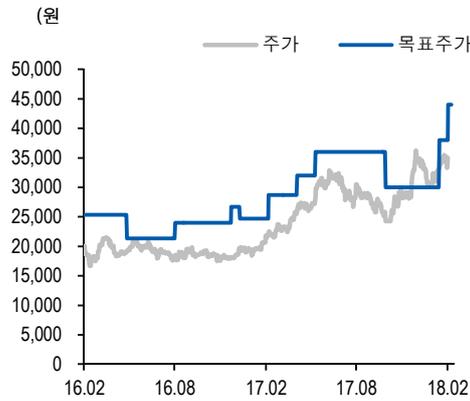
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
EPS	1,051	1,330	1,403	1,747	2,170
BPS	8,432	8,976	7,531	8,706	10,180
EBITDAPS	1,550	1,820	1,832	2,466	2,959
SPS	16,216	18,816	15,394	17,985	19,972
DPS	390	600	600	780	1,000
PER	33.1	21.6	24.9	20.0	16.1
PBR	4.1	3.2	4.6	4.0	3.4
EV/EBITDA	19.1	11.7	16.9	12.2	9.8
PSR	2.1	1.5	2.3	1.9	1.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액 증가율 (%)	24.1	16.0	22.7	16.8	11.0
영업이익 증가율 (%)	-0.9	22.3	59.1	37.4	21.0
지배순이익 증가율 (%)	-13.7	26.6	58.2	24.5	24.2
매출총이익률 (%)	96.0	95.3	96.2	97.8	98.0
영업이익률 (%)	8.1	8.5	11.0	12.9	14.1
지배순이익률 (%)	6.5	7.1	9.1	9.7	10.9
EBITDA 마진 (%)	9.6	9.7	11.9	13.7	14.8
ROIC	-65.0	-85.8	-79.4	-106.5	-153.3
ROA	6.5	8.5	10.2	10.1	11.4
ROE	13.4	16.5	22.1	22.4	23.9
부채비율 (%)	83.1	104.9	118.3	103.4	91.1
순차입금/자기자본 (%)	-64.7	-90.0	-59.6	-65.2	-67.7
영업이익/금융비용 (배)	37.0	46.2	159.9	158.2	174.7

모두투어 (080160) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-02-02	BUY	44,000	1년		
2018-01-15	BUY	38,000	1년	-8.94	-6.71
2017-09-29	BUY	30,000	1년	2.28	20.67
2017-07-18	무상증자	36,000		-	-
2017-07-04	BUY	36,000	1년	-19.58	-16.11
2017-05-11	BUY	36,019	1년	-13.49	-8.70
2017-04-04	BUY	32,017	1년	-16.04	-14.27
2017-02-06	BUY	28,682	1년	-18.94	-10.12
2016-12-10	BUY	24,679	1년	-19.86	-11.35
2016-11-23	BUY	26,681	1년	-30.47	-26.13

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)	1.4
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	13.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-01-30

※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. (작성사: 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 투자의사결정은 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.