

모두투어 (080160)

자회사들의 첫 영업이익 기여로 밸류에이션 재평가 기대

2018년 아웃바운드 그 이상을 기대할 수 있다

모두투어에 대한 목표주가를 유지하나, 여행 산업 내 차선호주로 제시한다. 이는, 금한령 완화 기대감에 따른 회복 사이클에서 하나투어 대비 중국 베타가 낮기 때문이다. 그러나, 여전히 긍정적인 시작을 유지하는데, 하나투어와 마찬가지로 자회사들의 영업이익 기여가 시작되면서 과거 대비 보다 높은 P/E 멀티플이 적용될 수 있기 때문이다. 2017년까지는 연결 영업이익이 별도보다 항상 낮았지만, 2018년에는 2012년 이후 처음으로 자회사들의 합산 영업이익이 플러스 전환되면서 밸류에이션 재평가를 기대한다.

4Q Review: OPM 7.2%(+0.7%p YoY)

4분기 매출액/영업이익은 각각 770억원(+30% YoY)/55억원(+45%)으로 예상치를 하회했다. 출국자 수는 18% (YoY) 증가했고, 패키지 ASP는 황금연휴 효과로 11% (YoY) 상승했다. 다만, 비용 측면에서 TV광고(모델료 포함 약 45억원)와 인센티브(21억원)가 부담으로 작용했다. 영업외적으로는 모두투어리츠의 연결 반영에 따른 염가매수차익이 약 80억원 반영되면서 법인세율이 43%로 다소 왜곡되었다. 그러나, 모두투어리츠(연간 영업이익 약 20억원)가 연결 반영되면서 4Q14 이후 3년 만에 자회사들의 합산 영업이익이 13억원(4Q16 -16억원)으로 흑자 전환한 것을 주목해야 한다.

2012년 이후 처음으로 연결 > 별도 영업이익이 기대된다

하나투어는 면세점 사업 이후 3년 만에 자회사들의 합산 영업이익이 플러스 전환할 것으로 기대되지만, 모두투어는 2012년 이후 처음으로 자회사들이 흑자 전환할 것으로 예상된다. 모두투어리츠 외에도 2016년 33억원의 적자를 기록한 자유투어가 약 8억원의 흑자를 기록할 것으로 예상된다. 자회사들의 합산 매출액/영업이익은 2018년 각각 560억원(+26% YoY)/26억원(흑전), 2019년 각각 646억원(+15%)/38억원(+48%)으로 예상된다.

Update

BUY

| TP(12M): 42,000원 | CP(2월 1일): 34,950원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	908.20
52주 최고/최저(원)	36,200/21,411
시가총액(십억원)	660.6
시가총액비중(%)	0.20
발행주식수(천주)	18,900.0
60일 평균 거래량(천주)	239.0
60일 평균 거래대금(십억원)	7.8
17년 배당금(예상, 원)	600
17년 배당수익률(예상, %)	1.97
외국인지분율(%)	42.71
주요주주 지분율(%)	우종웅 외 14 인 16.07
국민연금	7.42
주가상승률	1M 6M 12M
절대	14.6 14.6 60.0
상대	0.7 (17.6) 9.9

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	286.6	325.0
영업이익(십억원)	33.2	41.5
순이익(십억원)	25.1	31.1
EPS(원)	1,337	1,669
BPS(원)	6,865	7,843

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	204.3	237.1	290.9	336.8	378.1
영업이익	십억원	16.5	20.1	32.0	41.7	49.7
세전이익	십억원	18.0	22.9	39.4	42.7	51.2
순이익	십억원	13.2	16.8	26.5	30.8	37.0
EPS	원	701	887	1,403	1,631	1,956
증감률	%	(13.7)	26.5	58.2	16.3	19.9
PER	배	32.09	21.77	21.73	21.43	17.87
PBR	배	3.53	2.77	3.80	3.85	3.37
EV/EBITDA	배	18.48	11.82	13.15	11.62	9.32
ROE	%	13.35	16.51	23.43	23.18	23.85
BPS	원	6,359	6,983	8,021	9,074	10,356
DPS	원	390	600	600	700	750



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

표 1. 모두투어 주요 가정

(단위: 천명, 천원)

	16	17	18F	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
출국자수	20,844	24,837	28,314	5,178	4,695	5,659	5,312	6,114	5,713	6,572	6,438
모두투어 송객 수	2,299	2,733	3,180	578	519	613	589	709	630	695	698
패키지	1,346	1,503	1,722	356	303	340	347	420	332	352	399
항공권(FIT)	953	1,230	1,459	222	216	273	242	289	299	343	298
YoY											
출국자수	17%	19%	14%	19%	15%	21%	11%	18%	22%	16%	21%
모두투어 송객 수	19%	19%	16%	19%	18%	26%	13%	23%	21%	13%	18%
패키지	9%	12%	15%	7%	5%	17%	10%	18%	10%	3%	15%
항공권(FIT)	35%	29%	19%	46%	43%	40%	17%	30%	38%	26%	23%
모두투어 M/S	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	12%	11%	11%	11%
ASP											
패키지	848	899	877	859	845	894	793	872	920	939	877
항공권(FIT)	569	506	500	524	484	539	473	494	474	520	510
YoY											
패키지	-2%	6%	-3%	-1.9%	-2.9%	2.9%	-8.1%	1.5%	8.8%	5.0%	10.5%
항공권(FIT)	-11%	-1%	-3%	-12.7%	-16.1%	-9.2%	-8.7%	-5.6%	-2.0%	-3.6%	7.8%

자료: 하나금융투자

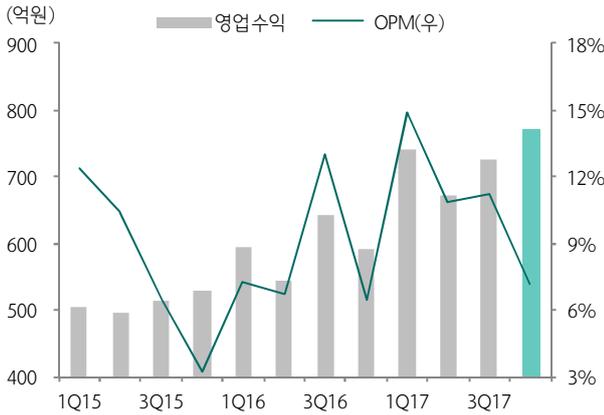
표 2. 모두투어 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	16	17F	18F	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F
수탁금	1,624	1,967	2,218	422	361	451	390	509	447	509	502
여행알선	1,141	1,352	1,510	306	256	304	276	366	305	330	350
항공권대매	482	615	708	116	105	147	114	143	142	178	152
매출 전환율	14.6%	14.8%	15.2%	14.1%	15.1%	14.2%	15.1%	14.5%	15.1%	14.3%	15.3%
영업수익	237	291	337	60	54	64	59	74	67	73	77
본사	206	249	284	53	46	56	51	64	57	62	65
국내 자회사	33	44	56	7	8	9	9	10	11	11	13
영업이익	20	32	42	4.3	3.7	8.3	3.8	11.0	7.3	8.1	5.5
OPM	8.5%	11.0%	12.4%	7.3%	6.8%	13.0%	6.5%	14.9%	10.9%	11.2%	7.2%
당기순이익	16	27	31	3	3	7	3	8	6	6	7

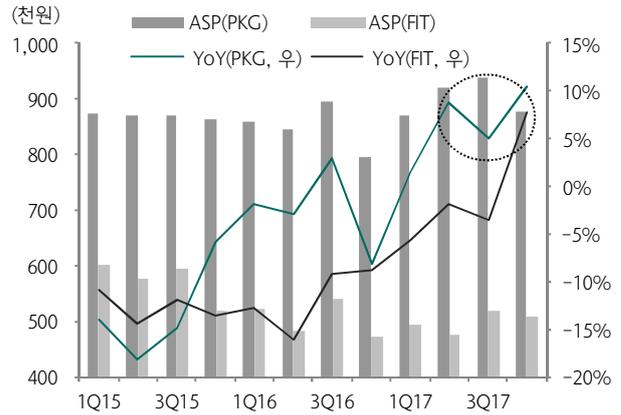
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 1. 분기별 실적 - 4Q 영업이익은 다소 아쉽다



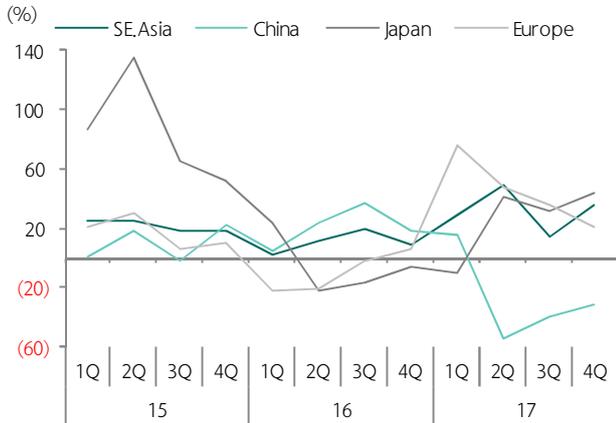
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 2. 분기별 ASP - 4분기 패키지 ASP 증가율은 10.5%



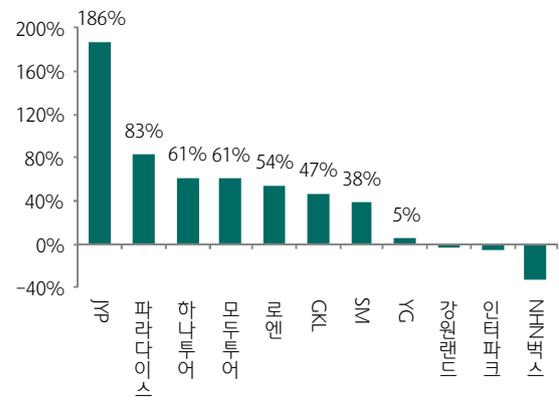
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 3. 지역별 송객 증가율 - 중국 포함 전 노선 회복 중



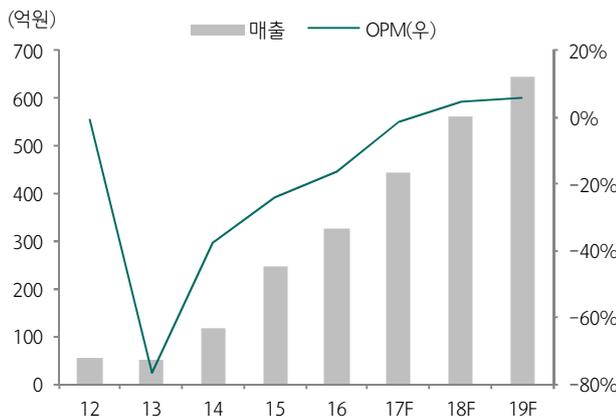
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 4. 2017년 커버리지 내 주가 수익률 - 하나/모두투어 각각 61%



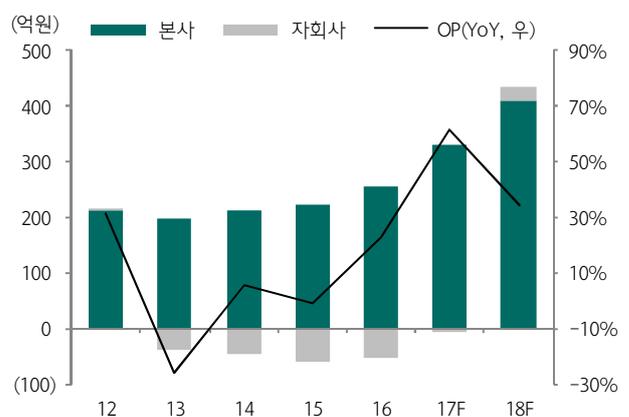
자료: 하나금융투자

그림 5. 자회사 실적 - '18년 첫 흑자(+26억원) 전망



자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 6. 부문별 영업이익 추이 - 자회사가 처음으로 흑자 기여



자료: 모두투어, 하나금융투자

추정 재무제표

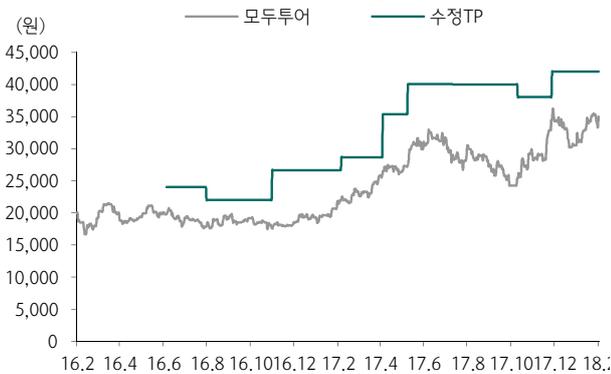
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	204.3	237.1	290.9	336.8	378.1
매출원가	8.2	11.2	10.9	13.5	14.3
매출총이익	196.1	225.9	280.0	323.3	363.8
판매비	179.7	205.8	248.0	281.6	314.1
영업이익	16.5	20.1	32.0	41.7	49.7
금융손익	0.6	1.2	1.0	1.2	1.3
중속/관계기업손익	0.2	2.2	1.3	1.4	1.6
기타영업외손익	0.7	(0.6)	5.1	(1.6)	(1.4)
세전이익	18.0	22.9	39.4	42.7	51.2
법인세	5.1	7.0	12.8	11.9	14.3
계속사업이익	12.8	15.9	26.6	30.7	36.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	12.8	15.9	26.6	30.7	36.9
비지배주주지분 손이익	(0.4)	(0.9)	0.0	(0.1)	(0.1)
지배주주순이익	13.2	16.8	26.5	30.8	37.0
지배주주지분포괄이익	13.7	16.5	28.1	32.5	39.0
NOPAT	11.8	14.0	21.6	30.0	35.8
EBITDA	19.5	22.9	34.8	44.6	52.6
성장성(%)					
매출액증가율	24.0	16.1	22.7	15.8	12.3
NOPAT증가율	(2.5)	18.6	54.3	38.9	19.3
EBITDA증가율	3.7	17.4	52.0	28.2	17.9
영업이익증가율	(0.6)	21.8	59.2	30.3	19.2
(지배주주)순이익증가율	(13.7)	27.3	57.7	16.2	20.1
EPS증가율	(13.7)	26.5	58.2	16.3	19.9
수익성(%)					
매출총이익률	96.0	95.3	96.3	96.0	96.2
EBITDA이익률	9.5	9.7	12.0	13.2	13.9
영업이익률	8.1	8.5	11.0	12.4	13.1
계속사업이익률	6.3	6.7	9.1	9.1	9.8
투자지표					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	701	887	1,403	1,631	1,956
BPS	6,359	6,983	8,021	9,074	10,356
CFPS	1,125	1,329	2,179	2,348	2,794
EBITDAPS	1,033	1,214	1,842	2,359	2,783
SPS	10,811	12,544	15,394	17,820	20,005
DPS	390	600	600	700	750
주가지표(배)					
PER	32.1	21.8	21.7	21.4	17.9
PBR	3.5	2.8	3.8	3.9	3.4
PCFR	20.0	14.5	14.0	14.9	12.5
EV/EBITDA	18.5	11.8	13.1	11.6	9.3
PSR	2.1	1.5	2.0	2.0	1.7
재무비율(%)					
ROE	13.4	16.5	23.4	23.2	23.8
ROA	6.5	8.5	11.5	11.4	11.9
ROIC	(103.9)	(167.1)	(121.6)	(111.6)	(103.2)
부채비율	83.1	104.9	105.6	104.0	99.0
순부채비율	(64.0)	(90.6)	(96.4)	(99.8)	(102.0)
이자보상배율(배)	37.0	46.2	53.4	77.3	102.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	114.5	151.1	187.1	220.7	257.2
금융자산	70.6	100.3	124.8	148.7	176.4
현금성자산	44.6	58.3	73.3	89.0	109.4
매출채권 등	26.5	38.8	47.6	55.1	61.9
재고자산	4.1	0.1	0.1	0.2	0.2
기타유동자산	13.3	11.9	14.6	16.7	18.7
비유동자산	68.0	59.2	64.4	69.2	73.6
투자자산	40.9	21.7	26.6	30.8	34.6
금융자산	15.9	0.9	1.1	1.3	1.5
유형자산	14.7	21.9	22.6	23.7	24.7
무형자산	4.9	5.6	5.0	4.6	4.2
기타비유동자산	7.5	10.0	10.2	10.1	10.1
자산총계	182.5	210.4	251.4	289.9	330.8
유동부채	75.7	103.1	124.4	143.0	159.7
금융부채	1.4	3.2	2.7	2.7	2.7
매입채무 등	42.0	58.8	72.2	83.6	93.8
기타유동부채	32.3	41.1	49.5	56.7	63.2
비유동부채	7.1	4.6	4.7	4.8	4.9
금융부채	5.5	4.2	4.2	4.2	4.2
기타비유동부채	1.6	0.4	0.5	0.6	0.7
부채총계	82.8	107.7	129.1	147.8	164.6
지배주주지분	99.7	103.5	123.0	142.9	167.1
자본금	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
자본잉여금	28.0	27.9	27.9	27.9	27.9
자본조정	(20.6)	(28.6)	(28.6)	(28.6)	(28.6)
기타포괄이익누계액	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	85.4	97.6	117.2	137.1	161.4
비지배주주지분	0.0	(0.8)	(0.7)	(0.8)	(0.9)
자본총계	99.7	102.7	122.3	142.1	166.2
순금융부채	(63.8)	(93.0)	(117.9)	(141.8)	(169.5)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	(3.0)	31.7	39.8	42.5	47.8
당기순이익	12.8	15.9	26.6	30.7	36.9
조정	3.3	4.2	2.8	2.9	2.9
감가상각비	3.1	2.8	2.8	2.9	2.9
외환거래손익	(0.1)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.2)	(2.1)	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	4.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(19.1)	11.6	10.4	8.9	8.0
투자활동 현금흐름	(5.5)	(6.1)	(17.5)	(15.8)	(14.6)
투자자산감소(증가)	(22.1)	19.2	(4.9)	(4.2)	(3.8)
유형자산감소(증가)	(2.4)	(1.1)	(3.0)	(3.5)	(3.5)
기타	19.0	(24.2)	(9.6)	(8.1)	(7.3)
재무활동 현금흐름	(2.1)	(11.9)	(7.4)	(10.9)	(12.7)
금융부채증가(감소)	(29.9)	0.5	(0.5)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.4)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	34.3	(7.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(6.1)	(4.6)	(6.9)	(10.9)	(12.7)
현금의 증감	(10.6)	13.7	14.9	15.7	20.5
Unlevered CFO	21.3	25.1	41.2	44.4	52.8
Free Cash Flow	(5.5)	30.5	36.8	39.0	44.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

모두투어



날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.11.29	BUY	42,000		
17.10.12	BUY	38,000	-23.80%	-9.61%
17.7.13	BUY	40,000	-30.46%	-23.75%
17.5.11	BUY	40,021	-22.96%	-17.83%
17.4.6	BUY	35,352	-23.99%	-22.45%
17.2.7	BUY	28,682	-18.70%	-9.19%
16.11.2	BUY	26,681	-28.26%	-18.00%
16.8.2	BUY	22,011	-15.38%	-10.00%
16.6.7	BUY	24,012	-20.89%	-13.61%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	91.4%	7.9%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2018년 1월 31일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 2월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 2월 2일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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.