

모두투어 (080160)

투자 회수기, 별도 < 연결



▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619

Buy (상향)

목표주가(유지): 45,000원

현재 주가(2/7)	37,350원
상승여력	▲ 20.5%
시가총액	7,059억원
발행주식수	18,900천주
52 주 최고가 / 최저가	38,700 / 21,511원
90 일 일평균 거래대금	82.73억원
외국인 지분율	43.5%
주주 구성	
우종유(외 13인)	15.4%
국민연금공단	7.4%
Columbia Management	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	19.3	32.2	28.1	65.7
상대수익률(KOSDAQ)	19.1	13.8	0.1	29.3

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	237	291	351	396
영업이익	20	32	44	50
EBITDA	23	35	47	53
지배주주순이익	17	27	36	41
EPS	887	1,422	1,902	2,145
순차입금	-95	-101	-129	-157
PER	21.8	27.2	19.6	17.4
PBR	3.5	5.3	4.3	3.7
EV/EBITDA	11.8	18.1	12.3	10.4
배당수익률	3.1	1.3	1.8	2.0
ROE	16.5	22.3	23.8	22.7

주가 추이



모두투어는 1) 본업 성장, 2) 자회사 실적 턴어라운드, 3) 밸류에이션 매력 등이 돋보입니다. 특히 8개 중 6개 자회사의 흑자전환으로 3년 간 진행된 투자의 결실이 맺어지는 순간입니다.

2017년 영업이익 320억 원 달성

4Q17에도 고성장을 이어가며 2017년 연간 이익은 전년 대비 59% 늘어난 320억 원을 기록했는데 호실적에도 불구하고 영업이익 400억 원 까지 치솟았던 시장기대치 대비 하회했다. 특이사항은 1) 성과급 21억 원, 마케팅비 45억 원이 추가 반영됐고, 2) 자회사 실적 개선 덕에 별도 대비 연결 이익이 컸다는 점이다.

2018년 이익 성장세 지속될 전망

올해도 본업 성장과 자회사 실적 턴어라운드 가속화로 성장세는 지속될 전망이다. 1) 4Q17에 대거 반영된 마케팅 비용은 연내 지속되는 비용이 아닌 분기 일회성 비용으로 마무리되어 올해는 매출액 대비 7-8% 비중으로 수렴할 것이고, 2) 자회사 실적 개선 또한 8개 중 6개 회사의 흑자전환으로 일궈낸 구조적인 턴어라운드이기 때문이다.

2018년 주요 자회사 이익 추정치는 자유투어(FIT전문) 10억 원 / 호텔업(스테이+리조트+다낭호텔+전문학교) 합산 17억 원 / 인바운드(인터내셔널+크루즈) BEP 수준이다. 자회사 합산 실적은 '15년 적자 58억→'16년 적자 30억→'17년 8억(턴어라운드)→'18년 33억 원이 기대된다.

그간의 투자가 회수 구간에 진입하는 순간이다.

본업 양호 + 자회사 투자 회수기 + 밸류에이션 저평가

1월도 PKG가 20% 넘게 성장했다. ASP도 빠지지 않았다. 전년 베이스 부담에도 영업이익의 성장을 이어나갈 전망이며 자회사 실적 개선을 통한 추가 이익 인식, 해외지사 설립 등의 장기적 그림도 긍정적이다.

아웃바운드 성장률 10%→15% 변경, 자회사 실적을 반영한 이익 추정치를 기존 대비 22% 올리면서 목표주가 역시 35,000원에서 45,000원으로 상향 제시한다. 2018년 EPS 추정치에 동일한 PER 밸류에이션 24배(타사대비 20% 할인)를 적용해 산출했다. 향후 실적 추정치 변경 외에도 타사와의 갭 축소에 따른 밸류에이션 리레이팅도 기대된다.

4Q17 특이사항 점검

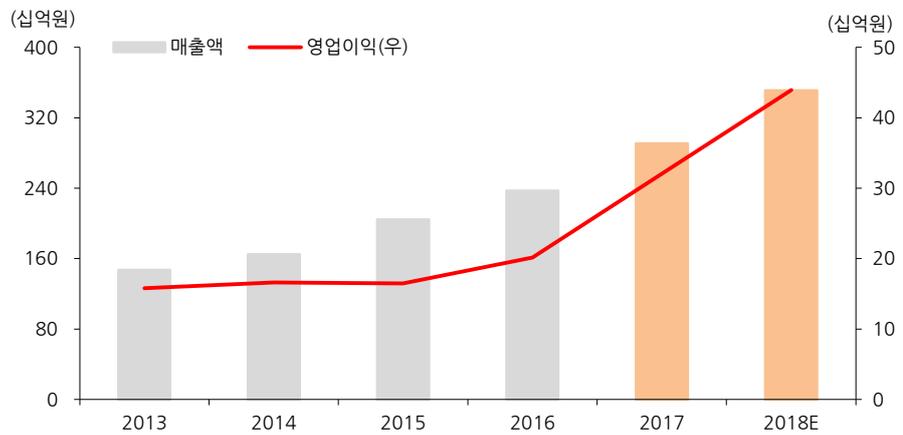
영업이익 45% 성장, 이유 있는 기대치 하회 실적

4Q17 매출액은 770억 원, 영업이익은 55억 원으로 전년 대비 각각 30%, 45% 늘었다. 연간 영업이익은 320억 원을 기록했는데, 호실적에도 불구하고 400억 원대까지 높아졌었던 컨센서스 대비해서는 하회했다. 이유이자 특이사항은 다음 2가지 내용과 같다.

- 1) 일회성 마케팅 비용,
- 2) 자회사 실적 개선으로 연결 > 별도

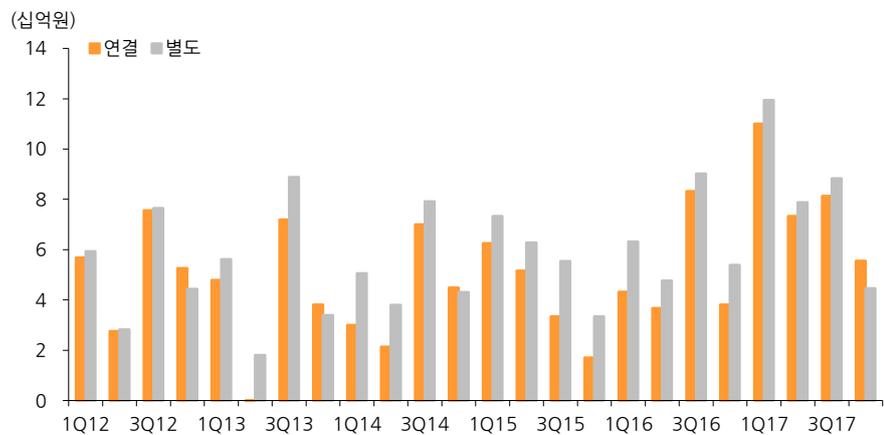
첫째, 150-200억 원 레벨에 간혀있던 영업이익이 330억 원대로 급증하며 잘나온 실적 덕분에 1) 5년 만에 약 21억 원의 성과급이 지급됐고, 2) 10년 만에 TV광고를 시작하며 마케팅비용을 확대했다. 광고+마케팅 비용은 약 45억 원이 추가 반영됐는데, 이는 김수현 모델료, TV 광고비, 드라마 ‘흑기사’ 협찬 등을 포함한다. 둘째, 자회사 실적 개선이 돋보이며 12개 분기 만에 별도 대비 연결 영업이익이 10억 원 더 컸다.

[그림42] 모두투어 연결 실적 추이 및 전망



자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림43] 분기별 별도 및 연결 영업이익 추이



자료: 모두투어, 한화투자증권

4Q17 를 통해 바라본 2018 년 전망

높은 이익 성장 지속 전망,
 1) 4Q17 선집행한 마케팅
 투자가 매출성장으로 확인,
 2) 자회사도 구조적인
 턴어라운드 구간
 (8개 중 6개 흑자전환)

4Q17 실적의 특이사항 등을 중심으로 2018년을 전망해보면 올해에도 이익성장은 지속 될 전망이다. 증가율이 가장 높았던 광고+마케팅비는 4Q17 일회성으로 마무리되고 올해 마케팅에 해당하는 비용은 매출액 대비 7-8% 내외로 수렴할 계획이기 때문이다. 오히려 4Q17 집행된 마케팅 투자로 인해 최근 3개월간의 PKG 예약증가율은 하나투어 대비 동일하거나 오히려 더 높은 긍정적인 상황이다.

자회사 실적 개선도 일시적인 효과보다는 구조적인 턴어라운드로 평가하는 것이 합리적이다. 한 자회사만 일회성 이익이 발생하면서 기록한 실적이 아니라 총 8개 자회사 중 6개가 유의미한 흑자전환을 달성하면서 취합된 결과이기 때문이다.

자유투어: 매출성장
 비용 절감으로 이익 레버리지 시현

주요 자회사를 정리해보면 FIT 전문여행사인 자유투어 / 호텔관련 자회사인 모두스테이, 리츠, 관광개발, 관광학교, H&R(다낭 호텔) / 인바운드 관련 자회사인 모두투어인 터내셔널, 크루즈가 있다.

2014년 하반기 인수한 자유투어는 모두투어 자회사로 편입되면서 마케팅 효과, 항공권 가격 절감 등의 수혜를 누리고 있다. 2015년 연간 적자 53억 원 → 2017년 흑자전환에 성공한 결정적 요인이다. 올해 아웃바운드 성장이 좋기 때문에 자유투어의 탑라인 성장 또한 양호할 전망인데, 고정비가 40%인 아웃바운드 회계 특성상 흑자전환 규모는 더욱 확대될 여지가 높다. 2018년은 매출액 25% 성장, 영업이익 10억 원이 기대된다.

[표6] 모두투어 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2014	2015	2016	2017	2018E
매출액	59.5	54.3	64.2	59.1	74.0	67.3	72.7	77.0	164.7	204.4	237.1	290.9	351.2
growth	18.0%	9.4%	24.8%	11.6%	24.3%	23.9%	13.2%	30.3%	12.1%	24.1%	16.0%	22.7%	20.7%
별도	53.1	46.4	55.7	50.7	64.3	57.3	62.5	65.2	155.2	182.3	205.8	249.4	297.5
자회사	7.6	9.5	10.1	10.3	11.1	11.7	11.7	13.1	20.8	28.1	37.4	47.7	56.4
- 자유투어	2.5	2.8	3.9	3.7	5.5	5.4	5.8	6.2	6.5	7.9	13.0	22.9	28.6
- 호텔	4.3	6.2	5.7	6.1	5.2	5.9	5.6	6.5	12.3	17.7	22.2	23.1	25.8
- 인바운드	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	2.0	2.5	2.2	1.7	2.0
영업이익	4.3	3.7	8.3	3.8	11.0	7.3	8.1	5.5	16.6	16.5	20.1	32.0	43.9
growth	-30.9%	-28.9%	149.6%	123.3%	154.8%	99.9%	-2.3%	45.4%	5.2%	-0.9%	22.3%	59.1%	37.2%
margin	7.3%	6.8%	13.0%	6.5%	14.9%	10.9%	11.2%	7.2%	10.1%	8.1%	8.5%	11.0%	12.5%
별도	6.3	4.8	9.0	5.4	11.9	7.9	8.8	4.5	21.1	22.5	25.5	33.1	40.7
자회사	-1.6	-0.4	-0.1	-0.9	-0.3	0.0	-0.2	1.3	-11.0	-5.7	-3.1	0.8	3.3
- 자유투어	-1.0	-0.8	-0.2	-1.2	0.2	-0.2	-0.3	0.3	-6.3	-5.3	-3.3	0.1	1.0
- 호텔	-0.6	0.7	0.2	0.3	-0.4	0.3	0.1	0.9	-1.1	-0.3	0.6	0.9	2.4
- 인바운드	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-3.7	-0.2	-0.4	-0.2	-0.1

주: 자유투어 - 아웃바운드 FIT전문 회사,
 호텔 - 모두스테이, 모두관광개발, MODE H&R, 서울호텔관광직업전문학교, 모두투어리츠 합산
 인바운드 - 모두투어인터내셔널, 크루즈인터내셔널 합산
 자료: 모두투어, 한화투자증권 리서치센터

호텔: '17년 부진 후 업황 개선에 따른 이익성장 전망, 베트남 호텔은 OCC, ADR 동반 개선으로 호황 증명

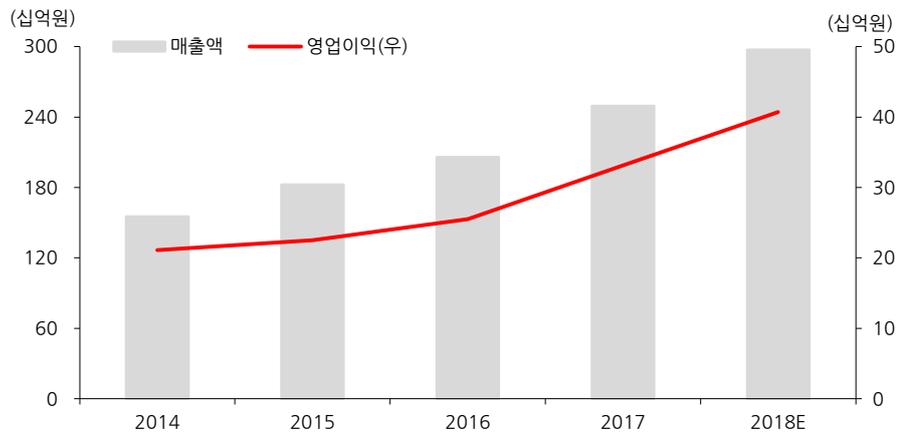
호텔 자회사들도 사드여파로 인해 최악을 지냈던 전년 대비 나빠질 것이 없다. 특히나 호텔업황과 무관하게 고정 임대료를 인식하는 모두투어리츠는 2017년 18억 원에 이어 2018년 20억 원이 넘는 영업이익이 기대되고, 베트남 다낭에서 호텔을 영위하는 MODE H&R은 떠오르는 베트남 아웃바운드 수요와 이미 풀부킹 되어있는 OCC 현황을 고려할 때, 2017년 3억 원 → 2018년 5-7억 원 규모의 이익이 전망된다.

반면, 서울과 제주도에서 호텔을 영위하는 모두스테이와 모두관광개발, 관광산업 인재 양성소인 호텔관광직업전문학교 합산 실적은 소폭 적자~BEP 사이의 실적이 예상된다. 인바운드 전문회사인 인터내셔널과 크루즈인터내셔널의 2017년 합산 적자는 2억 원이었는데, 올해는 소폭의 업황 개선에 따라 BEP 정도의 실적이 기대된다.

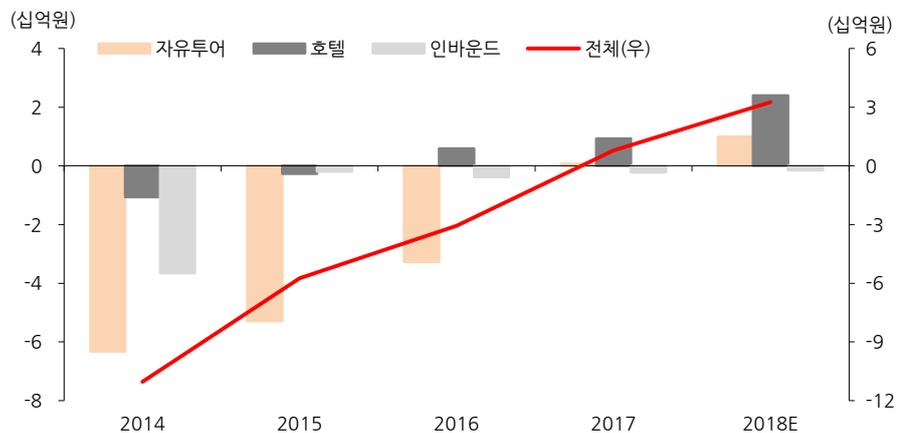
자회사 합산 실적 턴어라운드 성공, 연결 실적 기여도 높아갈 것

결론적으로 자회사 실적은 2015년 적자 59억 원 → 2016년 적자 30억 원으로 축소 → 2017년 8억 원으로 턴어라운드에 성공했고, 2018년에는 업황 개선에 따른 이익 레버리지로 33억 원을 기대, 전년 대비 대폭 늘어날 전망이다. 분기별로 별도 대비 10억 원 적자를 발생시켰던 연결 자회사는 향후 별도로 약 8억 원을 추가하는 흑자구조로 전환, 점진적인 실적 기여도를 높여갈 것으로 전망한다.

[그림44] 모두투어 별도 기준 실적 추이 및 전망



[그림45] 모두투어 자회사 합산 실적 추이 및 전망



자료: 모두투어, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	204	237	291	351	396
매출총이익	196	226	280	337	379
영업이익	16	20	32	44	50
EBITDA	20	23	35	47	53
순이자손익	1	1	7	1	1
외화관련손익	0	1	-1	0	0
지분법손익	0	2	1	2	2
세전계속사업손익	18	23	40	47	53
당기순이익	13	16	27	36	41
지배주주순이익	13	17	27	36	41
증가율(%)					
매출액	24.1	16.0	22.7	20.7	12.9
영업이익	-0.9	22.3	59.1	37.2	13.3
EBITDA	4.2	17.4	51.6	35.2	12.8
순이익	-8.7	23.8	69.5	33.5	12.8
이익률(%)					
매출총이익률	96.0	95.3	96.2	96.0	95.5
영업이익률	8.1	8.5	11.0	12.5	12.6
EBITDA 이익률	9.6	9.7	12.0	13.4	13.4
세전이익률	8.8	9.7	13.8	13.5	13.5
순이익률	6.3	6.7	9.3	10.2	10.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업현금흐름	-3	32	36	41	45
당기순이익	13	16	27	36	41
자산상각비	3	3	3	3	3
운전자본증감	-19	12	5	4	3
매출채권 감소(증가)	-4	-8	-8	-8	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-15	16	7	10	6
투자현금흐름	-6	-6	-37	-7	-7
유형자산처분(취득)	-2	-1	-1	-2	-6
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	18	-15	-24	-3	-3
재무현금흐름	-2	-12	14	-9	-13
차입금의 증가(감소)	2	1	5	0	0
자본의 증가(감소)	3	-5	10	-9	-13
배당금의 지급	6	5	7	9	13
총현금흐름	21	25	37	37	41
(-)운전자본증가(감소)	13	-19	-8	-4	-3
(-)설비투자	2	1	1	2	6
(+)자산매각	0	-1	0	0	0
Free Cash Flow	6	42	44	39	39
(-)기타투자	27	-4	16	2	-2
잉여현금	-21	46	28	37	41
NOPLAT	12	14	22	33	38
(+) Dep	3	3	3	3	3
(-)운전자본투자	13	-19	-8	-4	-3
(-)Capex	2	1	1	2	6
OpFCF	0	34	31	39	38

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	114	151	207	243	276
현금성자산	71	100	146	174	202
매출채권	26	38	43	51	55
재고자산	4	0	0	0	0
비유동자산	68	59	122	125	128
투자자산	48	32	96	100	100
유형자산	15	22	21	20	24
무형자산	5	6	5	4	4
자산총계	182	210	329	368	404
유동부채	76	103	133	146	154
매입채무	31	46	54	64	70
유동성이자부채	1	3	15	15	15
비유동부채	7	5	33	33	33
비유동이자부채	4	2	30	30	30
부채총계	83	108	166	179	187
자본금	6	6	9	9	9
자본잉여금	28	28	29	29	29
이익잉여금	85	98	118	144	172
자본조정	-20	-28	-18	-18	-18
자기주식	-21	-29	-19	-19	-19
자본총계	100	103	163	189	217

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표					
EPS	701	887	1,422	1,902	2,145
BPS	5,274	5,474	7,289	8,699	10,175
DPS	390	600	490	670	750
CFPS	1,125	1,329	1,956	1,948	2,195
ROA(%)	6.5	8.5	10.0	10.3	10.5
ROE(%)	13.4	16.5	22.3	23.8	22.7
ROIC(%)	68.3	#VALUE!	#VALUE!	64.9	75.1
Multiples(x, %)					
PER	32.1	21.8	26.3	19.6	17.4
PBR	4.3	3.5	5.1	4.3	3.7
PSR	2.1	1.5	2.4	2.0	1.8
PCR	20.0	14.5	19.1	19.2	17.0
EV/EBITDA	18.4	11.8	17.4	12.3	10.4
배당수익률	1.7	3.1	1.3	1.8	2.0
안정성(%)					
부채비율	83.1	104.9	101.8	94.2	86.0
Net debt/Equity	-65.8	-92.4	-61.9	-68.0	-72.1
Net debt/EBITDA	-335.7	-413.7	-290.1	-274.2	-295.7
유동비율	151.2	146.6	155.4	167.2	179.7
이자보상배율(배)	37.0	46.2	224.1	183.2	207.6
자산구조(%)					
투하자본	4.8	-11.6	17.7	15.5	14.2
현금+투자자산	95.2	111.6	82.3	84.5	85.8
자본구조(%)					
차입금	4.8	5.1	21.9	19.4	17.3
자기자본	95.2	94.9	78.1	80.6	82.7