

2018년 2월 21일

2017년 영업이익 59.3% YoY 성장

모두투어의 2017년 실적은 매출액 2,909억원 (+22.7% YoY), 영업이익 321억원 (+59.3% YoY)을 시현하면서 매출액과 영업이익 모두 고성장을 기록했다. 2017년 한국의 출국자수가 19.2% YoY 성장한 가운데, 모두투어 역시 패키지 인원과 ASP가 각각 11.7% YoY, 6.0% YoY 성장했다. 4Q17 영업이익은 55억원 (+45.4% YoY)으로 컨센서스를 하회했는데, TV광고 집행에 따른 일회성 마케팅비용 증가효과 (+97.1% YoY)를 제외하면 양호한 수준이었다. 오히려 주요 자회사들의 실적개선에 힘입어 연결 자회사의 영업이익이 4Q16 16억원 적자에서 4Q17 11억원으로 12개 분기 만에 흑자전환한 점은 고무적이다.

2018년 여행수요는 기존 예상을 상회하는 수준

2018년 한국의 출국자수 성장률 전망치를 기존 12%에서 15%로 상향조정한다. 모두투어의 1월 패키지 인원 성장률이 20.0% YoY를 기록한 가운데, 2~4월 예약률이 7.1%, 38.8%, 25.1%로 높게 유지되고 있다는 점은 지난해 고성장에도 불구하고 여행수요가 여전히 높게 유지되고 있다는 반증이다. 국내 여행업황의 견조한 성장과 모두투어의 시장저변 확대를 감안한 2018년 별도 실적은 매출액 2,854억원 (+14.4% YoY), 영업이익 424억원 (+28.1% YoY)으로 전망된다.

연결 자회사의 실적개선으로 이익성장 가속화 전망

자회사 실적 개선은 연결실적을 개선시키는 플러스 알파 요인으로 작용할 전망이다. 자유투어, 모두투어리츠 등 주요 자회사의 흑자전환과 모두투어리츠의 연결실적 반영효과로 연결자회사의 합산 영업이익은 2017년 -11억원에서 2018년 26억원으로 개선될 전망이다. 2018년 연결실적은 매출액 3,374억원 (+16.0% YoY), 영업이익 450억원 (+40.5% YoY)으로 예상된다.

목표주가 45,000원으로 상향조정

모두투어에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, EPS 및 목표 PER 상향조정을 감안해 목표주가를 45,000원으로 18.4% 상향조정한다. 목표주가는 2018년 예상 EPS 1,921원에 역사적 평균 PER을 10% 할증한 23.8배 (기존 22배)를 적용해 산정했다.

Buy 유지

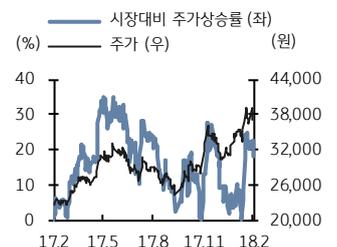
목표주가 (상향, 원)	45,000
Upside / Downside (%)	21.3
현재가 (2/20, 원)	37,100
Consensus Target Price (원)	41,850
시가총액 (억원)	7,012

Trading Data	
Free float (%)	79.4
거래대금 (3M, 십억원)	8.2
외국인 지분율 (%)	43.2
주요주주 지분율 (%)	우종용 외 14 인 16.1
	국민연금 7.4

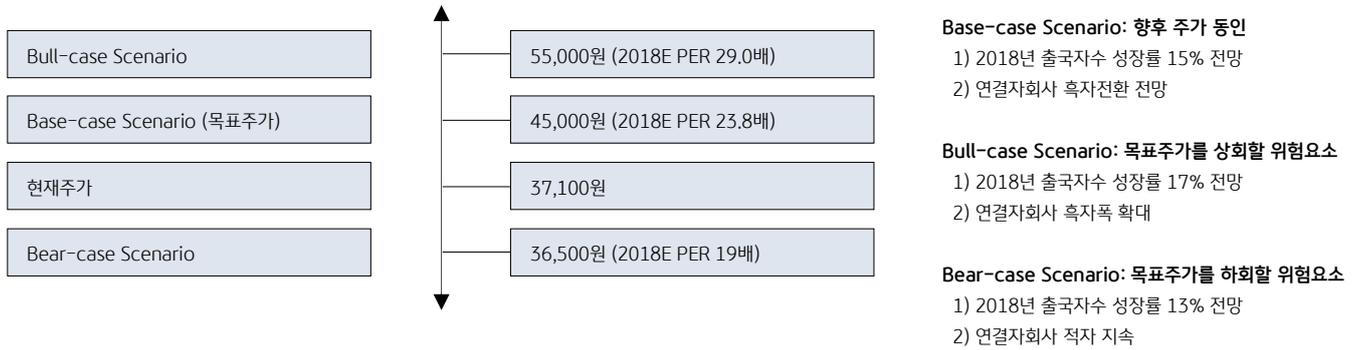
Performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.3	23.5	28.4	64.6
시장대비 상대수익률	10.3	12.2	-4.4	18.0

Forecast earnings & valuation

결산기말	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액 (십억원)	237	291	337	388
영업이익 (십억원)	20	32	45	56
순이익 (십억원)	16	27	36	44
EPS (원)	887	1,403	1,921	2,336
증감률 (%)	26.5	58.2	36.9	21.6
PER (X)	21.8	21.7	19.3	15.9
EV/EBITDA (X)	11.8	14.6	13.2	10.8
PBR (X)	3.5	4.2	4.5	4.0
ROE (%)	16.5	22.0	24.7	26.5
배당수익률 (%)	2.1	3.1	3.5	4.3



투자의견과 위험요소 점검



실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	323.1	365.8	337.4	387.7	4.4	6.0
영업이익	41.4	50.9	45.0	55.5	8.9	9.0
순이익	32.1	39.2	36.3	44.2	13.3	12.6

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

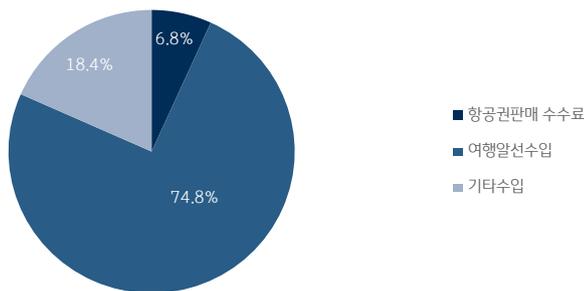
(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	337.4	387.7	330.3	375.7	2.1	3.2
영업이익	45.0	55.5	42.7	50.9	5.4	9.0
순이익	36.3	44.2	32.7	39.5	11.1	11.9

자료: FnGuide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법): PER Valuation
- 2) 목표주가 산정: 1,921원 × multiple 23.8배
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 55,000원 ~ 36,500원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: PER 23.8배

매출액 구성 (%): 4Q17 실적 기준



자료: 모두투어, KB증권

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2018E	2019E
1) 환율 1% 상승 시	-0.5	-0.5
2) GDP 1%p 상승 시	+1.1	+1.1

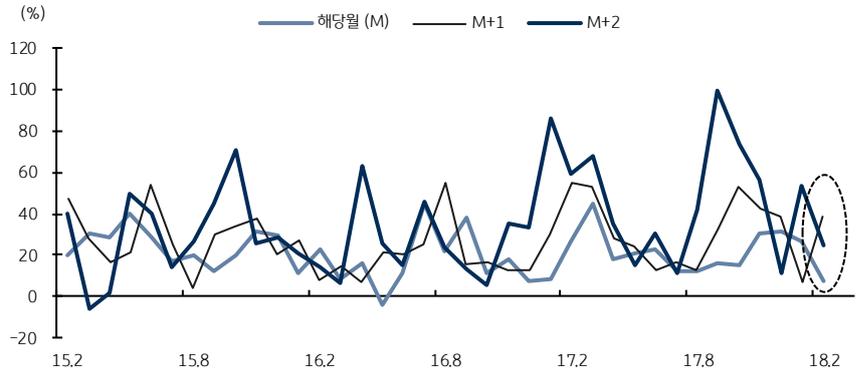
PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
TUI AG-DI	13,463	13.7	12.2	3.2	2.9	7.4	6.8	23.7	24.3	4.1	4.6
UTOUR Group	1,713	30.5	23.0	4.1	3.5	18.2	12.5	14.2	15.8	0.7	0.9
하나투어	1,266	25.8	20.5	5.5	4.6	12.2	10.3	24.0	25.2	1.5	1.7
HELLOWORLD TRAVEL	480	16.8	14.4	2.5	2.2	6.4	5.7	11.6	12.8	3.5	3.9

자료: Bloomberg consensus, KB증권

평창올림픽 영향으로 여행수요가 둔화된 2월 제외,
3, 4월 양호한 예약률 시현

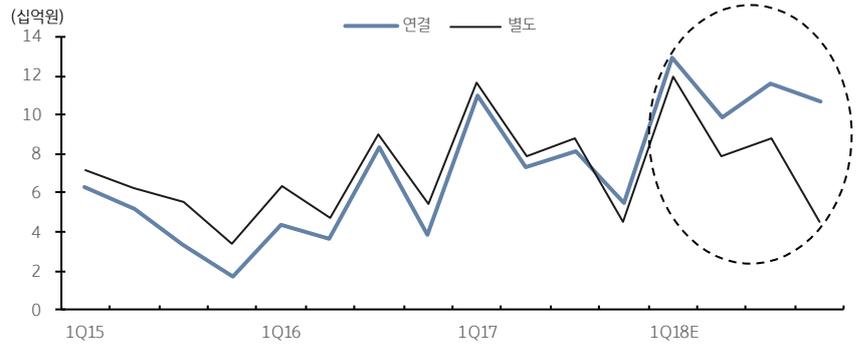
그림 1. 모두투어의 예약률 추이



자료: 모두투어, KB증권

12개 분기 만에 연결 자회사 흑자전환
2018년 연결자회사 실적개선에 따른 이익성장률
가속화 전망

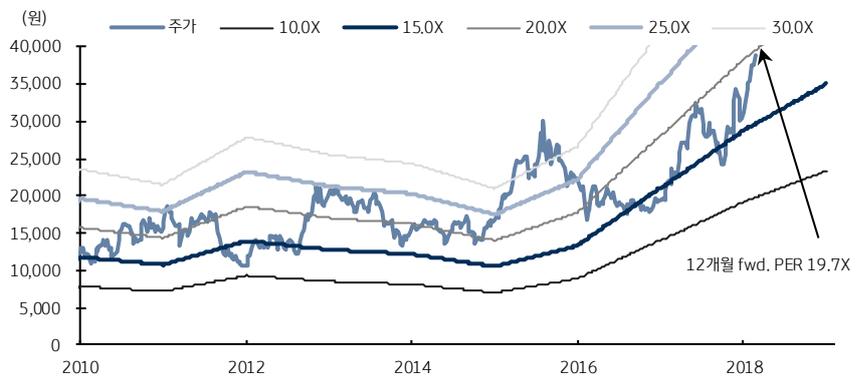
그림 2. 모두투어의 연결 vs. 별도 영업이익 비교



자료: 모두투어, KB증권 추정

12개월 fwd. PER 19.7배 수준으로
밸류에이션 부담 제한적

그림 3. 12개월 Fwd. PER Band Chart



자료: Wisefn, KB증권 추정

표 1. 4Q17P 실적과 시장 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)	4Q17P	3Q17	QoQ	4Q16	YoY	KB증권 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	77.0	72.7	5.9	59.1	30.3	71.5	7.7	72.3	6.4
영업이익	5.5	8.1	(31.8)	3.8	45.4	8.0	(31.0)	6.4	(13.7)
<i>영업이익률</i>	<i>7.2</i>	<i>11.2</i>	<i>(4.0)</i>	<i>6.5</i>	<i>0.7</i>	<i>11.2</i>	<i>(4.0)</i>	<i>8.9</i>	<i>(1.7)</i>
지배주주순이익	6.5	5.9	10.9	2.9	127.4	6.6	(1.4)	5.1	27.1
<i>지배주주순이익률</i>	<i>8.4</i>	<i>8.1</i>	<i>0.4</i>	<i>4.8</i>	<i>3.6</i>	<i>9.2</i>	<i>(0.8)</i>	<i>7.1</i>	<i>1.4</i>

자료: FnGuide, KB증권 추정

표 2. 모두투어 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	74.0	67.3	72.7	77.0	87.2	77.2	84.6	88.3	237.1	290.9	337.4	387.7
(YoY %)	24.3	23.9	13.2	30.3	17.9	14.7	16.4	14.8	16.0	22.7	16.0	14.9
별도	64.3	57.3	62.5	65.2	75.1	64.7	71.9	73.7	205.8	249.4	285.4	322.7
항공권판매수수료	3.4	3.7	3.7	4.8	4.0	4.9	4.9	5.7	15.3	15.7	19.6	24.4
해외여행알선수입	55.1	48.0	51.7	53.5	64.7	53.7	59.2	60.3	171.5	208.3	237.9	269.1
기타알선수입 등	5.8	5.6	7.1	6.9	6.4	6.1	7.8	7.6	19.0	25.4	27.9	29.3
기타 자회사	9.7	10.0	10.2	11.7	12.1	12.5	12.8	14.7	31.3	41.6	52.0	65.0
영업이익	11.0	7.4	8.1	5.5	12.9	9.9	11.6	10.7	20.1	32.1	45.0	55.5
(YoY %)	154.8	100.9	(2.3)	45.4	17.5	33.7	42.2	92.6	22.3	59.3	40.5	23.1
<i>영업이익률 (%)</i>	<i>14.9</i>	<i>11.0</i>	<i>11.2</i>	<i>7.2</i>	<i>14.8</i>	<i>12.8</i>	<i>13.7</i>	<i>12.1</i>	<i>8.5</i>	<i>11.0</i>	<i>13.3</i>	<i>0.0</i>
별도	11.9	7.9	8.8	4.5	12.6	9.5	11.1	9.3	25.5	33.1	42.4	50.7
기타 자회사	(0.9)	(0.5)	(0.7)	1.1	0.4	0.4	0.5	1.4	(5.4)	(1.1)	2.6	4.8
지배주주순이익	8.1	6.1	5.9	6.5	10.3	7.8	9.0	9.2	16.8	26.5	36.3	44.2
(YoY %)	130.5	71.6	(14.5)	127.4	27.2	28.5	53.2	42.0	26.6	58.2	36.9	21.6
<i>순이익률 (%)</i>	<i>10.9</i>	<i>9.1</i>	<i>8.1</i>	<i>8.4</i>	<i>11.8</i>	<i>10.1</i>	<i>10.6</i>	<i>10.4</i>	<i>7.1</i>	<i>9.1</i>	<i>10.8</i>	<i>11.4</i>

자료: 모두투어, KB증권 추정

표 3. 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, %, %p)	2018E					2019E				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	337.4	323.1	4.4	330.3	2.1	387.7	365.8	6.0	375.7	3.2
영업이익	45.0	41.4	8.9	42.7	5.4	55.5	50.9	9.0	50.9	9.0
<i>영업이익률</i>	<i>13.4</i>	<i>12.8</i>	<i>0.5</i>	<i>12.9</i>	<i>0.4</i>	<i>14.3</i>	<i>13.9</i>	<i>0.4</i>	<i>13.5</i>	<i>0.8</i>
지배주주순이익	36.3	32.1	13.3	32.7	11.1	44.2	39.2	12.6	39.5	11.9
<i>지배주주순이익률</i>	<i>10.8</i>	<i>9.9</i>	<i>0.8</i>	<i>9.9</i>	<i>0.9</i>	<i>11.4</i>	<i>10.7</i>	<i>0.7</i>	<i>10.5</i>	<i>0.9</i>

자료: FnGuide, KB증권 추정

표 4. 모두투어 목표주가 산출방식

항목	값	비고
2018E 지배주주 순이익 (십억원)	36,301.3	
Target PER (X)	23.8	
적정 기업가치 (십억원)	862,519.8	
주식수 (천주)	18,900	완전희석 기준
적정주가 (원)	45,000	
현재주가 (원)	37,100	
Upside (%)	21.3	

자료: KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	204	237	291	337	388
매출원가	8	11	11	16	21
매출총이익	196	226	280	321	367
판매비와관리비	180	206	248	276	312
영업이익	17	20	32	45	56
EBITDA	20	23	35	48	58
영업외손익	2	3	7	4	4
이자수익	1	2	2	2	2
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	2	1	1	1
기타영업외손익	1	-1	5	1	2
세전이익	18	23	39	49	59
법인세비용	5	7	13	13	16
당기순이익	13	16	27	36	44
지배기업순이익	13	17	27	36	44
수정순이익	13	17	27	36	44

성장성 및 수익성 비율

(%)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액 성장률	24.0	16.1	22.7	16.0	14.9
영업이익 성장률	-0.6	21.8	59.2	40.6	23.3
EBITDA 성장률	3.7	17.4	51.1	37.6	21.6
지배기업순이익 성장률	-13.7	27.3	57.7	37.0	21.8
매출총이익률	96.0	95.3	96.3	95.1	94.7
영업이익률	8.1	8.5	11.0	13.3	14.3
EBITDA이익률	9.5	9.7	11.9	14.1	14.9
세전이익률	8.8	9.7	13.5	14.5	15.3
당기순이익률	6.3	6.7	9.1	10.6	11.3

현금흐름표

(십억원)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-3	32	33	22	30
당기순이익	13	16	27	36	44
유무형자산상각비	3	3	3	3	3
기타비현금손익 조정	5	6	12	12	14
운전자본증감	-19	12	3	-16	-15
매출채권감소 (증가)	-4	-8	-4	-5	-5
재고자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가 (감소)	-15	16	8	0	0
기타영업현금흐름	-5	-5	-11	-13	-16
투자활동 현금흐름	-6	-6	-31	-13	-13
유형자산투자감소 (증가)	-2	-1	-2	-4	-4
무형자산투자감소 (증가)	-1	-1	0	0	0
투자자산감소 (증가)	-12	9	-5	-5	-5
기타투자현금흐름	-8	2	0	0	0
재무활동 현금흐름	-2	-12	10	-12	-19
금융부채 증감	2	1	5	0	0
자본의 증감	2	-8	12	12	12
배당금 당기지급액	-6	-5	-7	-17	-24
기타재무현금흐름	0	0	-1	-7	-8
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-11	14	11	-4	-3
기말현금	45	58	70	66	64
잉여현금흐름 (FCF)	-5	31	31	18	26
순현금흐름	4	29	5	0	2
순현금 (순차입금)	64	93	98	98	100

자료: 모두투어, KB증권 추정

재무상태표

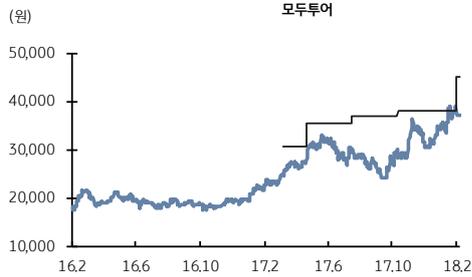
(십억원)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	183	210	328	347	367
유동자산	115	151	205	214	225
현금 및 현금성자산	45	58	70	66	64
단기금융자산	26	42	76	80	84
매출채권	24	31	36	41	46
재고자산	4	0	0	0	0
기타유동자산	15	19	23	27	31
비유동자산	68	59	124	133	143
투자자산	41	25	88	96	104
유형자산	15	22	22	24	26
무형자산	5	6	5	5	4
기타비유동자산	5	5	7	7	7
부채총계	83	108	166	166	166
유동부채	76	103	133	133	133
매입채무	0	0	0	0	0
단기금융부채	1	3	15	15	15
기타유동부채	75	100	118	118	118
비유동부채	7	5	33	33	33
장기금융부채	6	4	32	32	32
기타비유동부채	1	0	0	0	0
자본총계	100	103	162	181	201
자본금	6	6	10	10	10
자본잉여금	28	28	29	29	29
기타자본항목	-21	-29	-19	-19	-19
기타포괄손익누계액	1	0	0	0	0
이익잉여금	85	98	117	136	157
지배자본 계	100	103	137	156	177
비지배자본	0	-1	25	25	24

주요투자지표

(X, %, 원)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Multiples					
PER	32.1	21.8	21.7	19.3	15.9
PBR	4.3	3.5	4.2	4.5	4.0
PSR	2.1	1.5	2.0	2.1	1.8
EV/EBITDA	18.5	11.8	14.6	13.2	10.8
EV/EBIT	21.9	13.5	15.7	13.9	11.3
배당수익률	1.2	2.1	3.1	3.5	4.3
EPS	701	887	1,403	1,921	2,336
BPS	5,271	5,471	7,260	8,267	9,352
SPS (주당매출액)	10,811	12,544	15,394	17,850	20,514
DPS (주당배당금)	260	400	949	1,299	1,580
배당성향 (%)	34.8	41.2	65.1	65.1	65.1
수익성지표					
ROE	13.4	16.5	22.0	24.7	26.5
ROA	6.3	8.1	9.9	10.6	12.2
ROIC	-78.7	-109.0	-99.7	-165.4	-429.3
안정성지표					
부채비율	83.1	104.9	102.2	91.7	82.5
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7
이자보상배율 (배)	37.0	46.2	160.6	259.8	310.6
활동성지표					
총자산회전율	1.0	1.2	1.1	1.0	1.1
매출채권회전율	9.5	8.7	8.7	8.8	8.9
재고자산회전율	98.0	111.9	2,359.2	2,609.5	2,999.0

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



모두투어 (080160)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
16-06-03	Buy	25,346	-26.46	-18.16
16-12-05	6개월 경과 이후	25,346	-16.32	-2.11
17-03-29	Buy	30,683	-12.97	-10.54
17-05-11	Buy	35,352	-14.41	-6.98
17-08-06	Buy	37,000	-25.72	-19.19
17-11-01	Buy	38,000	-12.81	2.76
18-02-21	Buy	45,000		

KB증권은 등 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2017. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
71.8%	28.2%	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.