

모두투어 (080160)

5~6월 4번의 공휴일로 예약률은 당연히 회복될 것

목표주가 상향

2월 발표된 송출객 및 예약률 데이터가 부진했는데, 올림픽으로 인센티브 여행수요(사모임, 정부기관 등)뿐만 아니라 예약 시점 자체가 뒤로 밀린 탓이다. 여행을 가는 2가지 큰 트렌드, 즉 1) LCC 확대에 따른 항공권 하락과 2) 라이프 스타일 변화는 여전히 유효하며, 5~6월 4번의 휴일(어린이날, 석가탄신일, 현충일, 지방선거)가 있기에 예약률과 ASP는 3월부터 빠르게 회복될 것이다. 2분기에 여행을 한 번도 가지 않을 것처럼 차익실현이 나오는 것은 다소 이해하기 어렵다. 또한, 하나/모두투어 자회사들의 구조적 동반 턴어라운드는 분명한 여행주의 밸류에이션 재평가(상향) 요인이다. 목표주가를 4,7만원(+12%, 목표 P/E 26배)으로 상향한다.

하나/모두투어 자회사들의 동반 턴어라운드

하나투어와 모두투어는 과거 면세점 사업과 자유투어 인수에 따른 적자 확대로 실적에 꾸준히 부담으로 작용했다. 그러나, 하나투어는 면세점 다운사이징으로 3년 만에 '해외 자회사 + 면세점'이 흑자로 돌아서고, 모두투어는 1) 자유투어의 턴어라운드 2) 리츠 연결 반영되면서 자회사들이 연결 실적에 적자가 아닌 흑자로 동시에 기여하는 원년이 될 것이다. 특히, 모두투어는 해외 자회사(일본/중국/베트남/유럽 3국 등)들이 빠르면 하반기부터 연결(추정치 미반영)로 반영될 것인데, 분기 10억원 내외의 영업이익이 추가될 수 있다.

1Q Preview: OPM 12.9%(-2.0%p YoY)

1분기 예상 매출액/영업이익은 각각 820억원(+11% YoY) / 106억원(-4%)이다. 2월 송출객 수가 -6%로 2014년 6월 이후 처음으로 역 성장했지만, 올림픽 폐막 이후 예약률이 빠르게 회복되고 있는 것으로 파악된다. 1분기 송출객 수는 11% 증가로 전망하는데, 2016년 12월 '최순실 게이트'로 1Q17에 겨울방학 수요가 집중되면서 사상 최고의 분기 실적을 기록했던 기고효과를 감안 시 고성장 추세가 지속되고 있는 것이다. 비용 측면에서는 TV광고가 1분기에도 소폭 반영될 것이다. 자회사들의 합산 이익은 BEP(+7억원 YoY)으로, 리츠 연결 반영과 자유투어의 성장이 긍정적이다.

Update

BUY

| TP(12M): 47,000원(상향) | CP(3월 5일): 36,100원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	845.00
52주 최고/최저(원)	40,450/22,445
시가총액(십억원)	682.3
시가총액비중(%)	0.25
발행주식수(천주)	18,900.0
60일 평균 거래량(천주)	202.3
60일 평균 거래대금(십억원)	7.1
17년 배당금(예상, 원)	450
17년 배당수익률(예상, %)	1.48
외국인지분율(%)	43.29
주요주주 지분율(%)	
우종종 외 14인	16.07
국민연금	7.42
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.6) 36.7 59.7
상대	(0.1) 5.0 13.5

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	286.6	333.3
영업이익(십억원)	33.2	42.3
순이익(십억원)	25.1	32.6
EPS(원)	1,337	1,712
BPS(원)	6,865	8,184

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	204.3	237.1	290.9	343.0	386.4
영업이익	십억원	16.5	20.1	32.0	46.3	55.9
세전이익	십억원	18.0	22.9	39.4	48.1	58.2
순이익	십억원	13.2	16.8	26.5	33.8	40.9
EPS	원	701	887	1,403	1,788	2,162
증감률	%	(13.7)	26.5	58.2	27.4	20.9
PER	배	32.09	21.77	21.73	20.19	16.70
PBR	배	3.53	2.77	3.80	3.85	3.29
EV/EBITDA	배	18.48	11.82	13.15	10.85	8.49
ROE	%	13.35	16.51	23.43	24.88	24.98
BPS	원	6,359	6,983	8,021	9,376	10,960
DPS	원	390	600	450	600	700



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

표 1. 모두투어 목표주가 상향

18년 지배주주순이익	34	(십억원)
주식 수	18,900	(천 주)
EPS	1,788	(원)
목표 P/E	26.3	(배)
(하나투어 대비 25% 할인)	46,937	
목표 주가	47,000	(원)
현재 주가	36,100	(원)
상승 여력	30	(%)

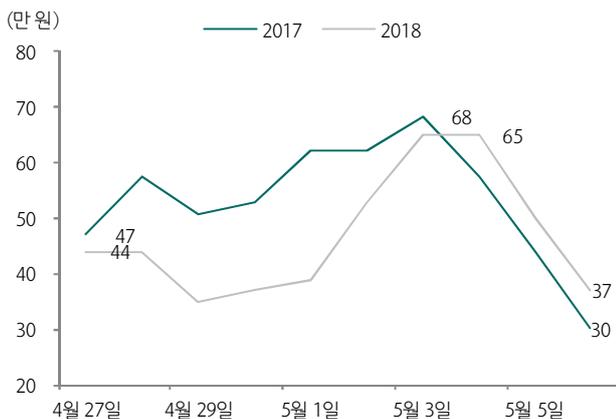
자료: 하나금융투자

표 2. 연도별 공휴일 및 날짜수(주말제외) 추이

2017년 공휴일				2018년 공휴일				2019년 공휴일			
명칭	날짜	요일	날짜수	명칭	날짜	요일	날짜수	명칭	날짜	요일	날짜수
신정	1월 1일	일	0	신정	1월 1일	월	1	신정	1월 1일	화	1
설날	1월 27~30일	금~일	2	설날	2월 15~17일	목~토	2	설날	2월 4~6일	월~수	3
삼일절	3월 1일	수	1	삼일절	3월 1일	목	1	삼일절	3월 1일	금	1
석가탄신일	5월 3일	수	1	어린이날	5월 7일(대체)	월	1	어린이날	5월 5일	일	1
어린이날	5월 5일	금	1	석가탄신일	5월 22일	화	1	석가탄신일	5월 12일	일	0
19대 대선	5월 9일	화	1	현충일	6월 6일	수	1	현충일	6월 6일	목	1
현충일	6월 6일	화	1	지방선거	6월 13일	수	1	광복절	8월 15일	목	1
광복절	8월 15일	화	1	광복절	8월 15일	수	1	추석	9월 12~14일	목~일	2
임시공휴일	10월 2일	월	1	추석	9월 24~26일	일~수	3	개천절	10월 3일	목	1
개천절	10월 3일	화	1	개천절	10월 3일	수	1	한글날	10월 9일	수	1
추석	10월 4~6일	수~금	3	한글날	10월 9일	화	1	크리스마스	12월 25일	수	1
한글날	10월 9일	월	1	크리스마스	12월 25일	화	1	신정	1월 1일	화	1
크리스마스	12월 25일	월	1								
합계			15	합계			15	합계			13

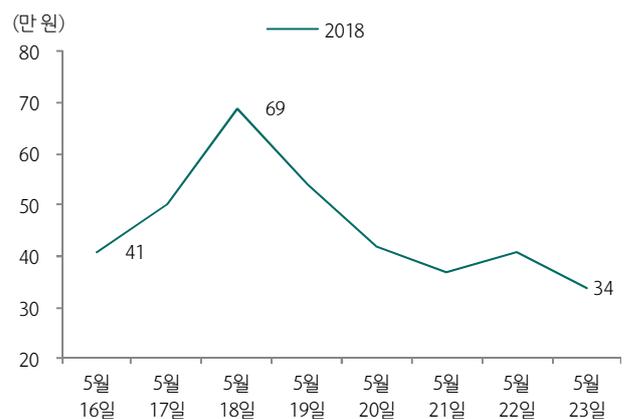
자료: 하나금융투자

그림 1. 어린이날 전후 다낭 항공권 가격 추이 - 전년 황금연휴와 비슷



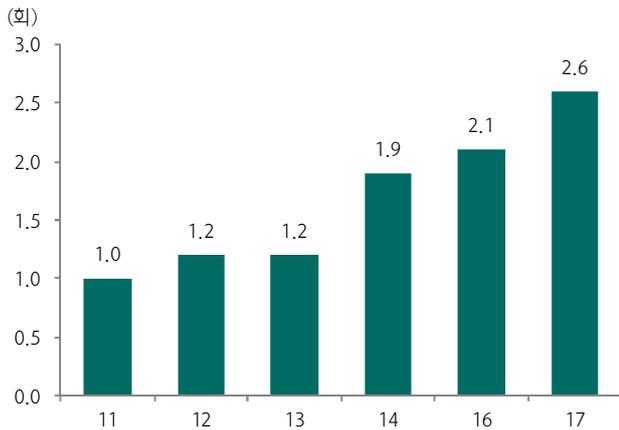
주: 1) 4박 5일 2) 확정 가능한 3) 가장 싼 다낭 항공권 기준(외국 LCC 제외)
 자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 2. '18년 석가탄신일(22일) 전후 다낭 항공권 - 미리 예약하세요



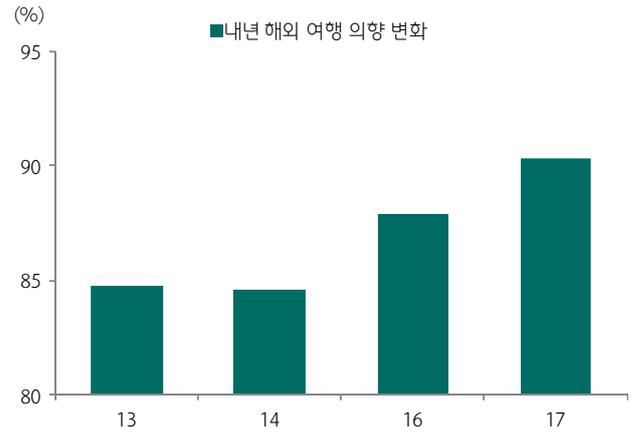
주: 1) 4박 5일 2) 확정 가능한 3) 가장 싼 다낭 항공권 기준(외국 LCC 제외)
 자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 3. 1인당 여행 횟수 추이



자료: KTO, 하나금융투자

그림 4. 차기 년도 해외 여행 의향 변화



자료: KTO, 하나금융투자

표 3. 모두투어 주요 가점

(단위: 천명, 천원)

	16	17	18F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
출국자수	20,844	24,837	28,438	6,114	5,713	6,572	6,438	6,970	6,741	7,558	7,170
모두투어 송객 수	2,299	2,733	3,223	709	630	695	698	787	764	867	805
패키지	1,346	1,503	1,758	420	332	352	399	463	402	450	443
항공권(FIT)	953	1,230	1,465	289	299	343	298	323	362	418	362
YoY											
출국자수	17%	19%	15%	18%	22%	16%	21%	14%	18%	15%	11%
모두투어 송객 수	19%	19%	18%	23%	21%	13%	18%	11%	21%	25%	15%
패키지	9%	12%	17%	18%	10%	3%	15%	10%	21%	28%	11%
항공권(FIT)	35%	29%	19%	30%	38%	26%	23%	12%	21%	22%	21%
모두투어 M/S	11%	11%	11%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
ASP											
패키지	848	899	881	872	920	939	877	855	920	911	845
항공권(FIT)	569	506	500	494	474	520	510	475	465	515	492
YoY											
패키지	-2%	6%	-2%	-1.9%	-2.9%	2.9%	-8.1%	-2.0%	0.0%	-3.0%	-3.6%
항공권(FIT)	-11%	-1%	-3%	-12.7%	-16.1%	-9.2%	-8.7%	-4.0%	-2.0%	-1.0%	-3.5%

자료: 하나금융투자

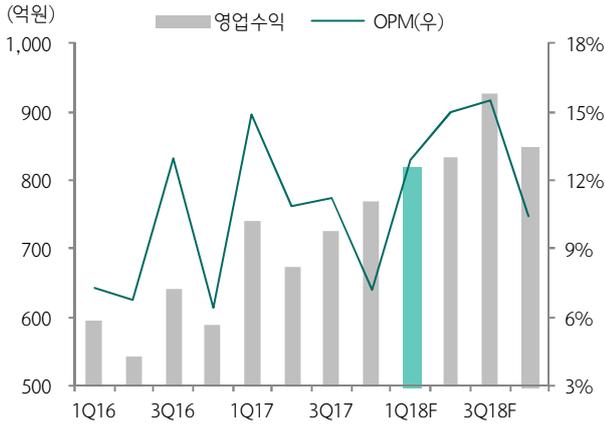
표 4. 모두투어 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	16	17P	18F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
수탁금	1,624	1,967	2,264	509	447	509	502	549	538	624	552
여행알선	1,141	1,352	1,549	366	305	330	350	396	370	410	374
항공권대매	482	615	715	143	142	178	152	153	168	215	178
매출 전환율	14.6%	14.8%	15.1%	14.5%	15.1%	14.3%	15.3%	14.9%	15.5%	14.9%	15.4%
영업수익	237	291	343	74	67	73	77	82	83	93	85
본사	206	249	290	64	57	62	65	70	70	79	71
국내 자회사	33	44	56	10	11	11	13	13	14	14	15
영업이익	20	32	46	11.0	7.3	8.1	5.5	10.6	12.5	14.4	8.9
OPM	8.5%	11.0%	13.5%	14.9%	10.9%	11.2%	7.2%	12.9%	14.9%	15.5%	10.5%
당기순이익	16	27	34	8	6	6	7	8	9	10	7

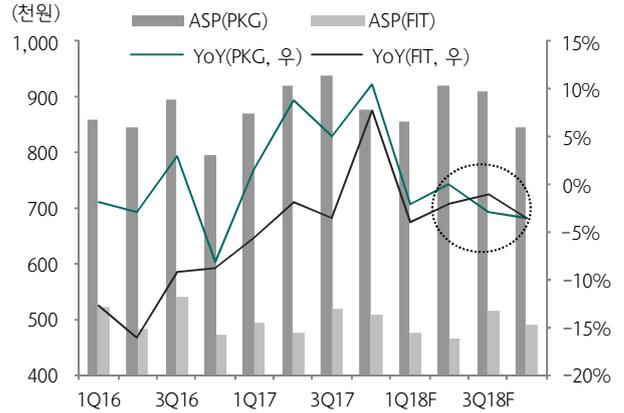
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 5. 분기별 실적 - 4Q 영업이익은 다소 아쉽다



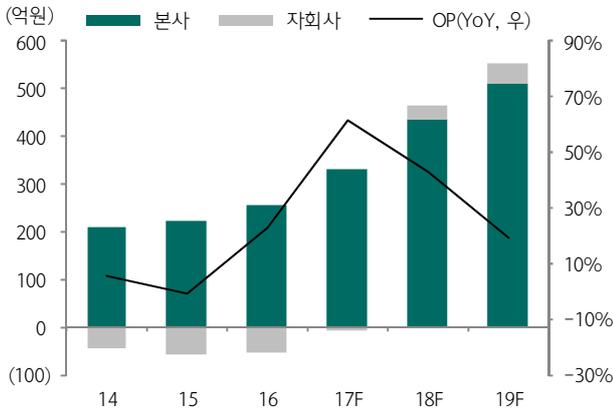
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 6. 분기별 ASP - 4분기 패키지 ASP 증가율은 10.5%



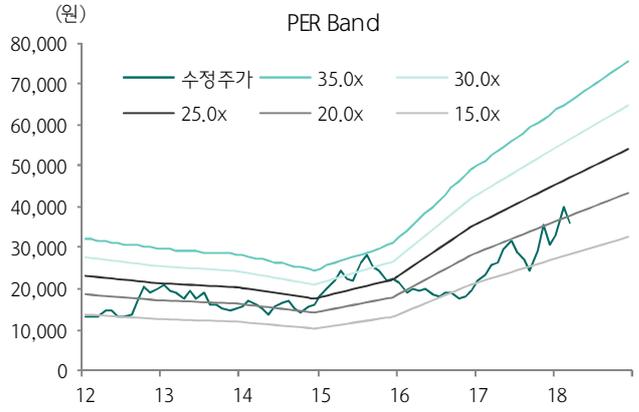
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 7. 자회사 실적 - '18/'19년 영업이익 각각 29억원/43억원 전망



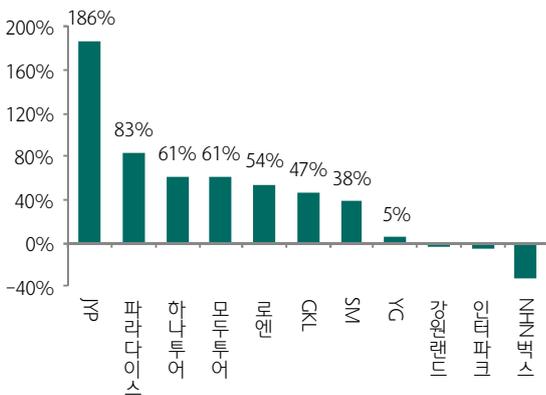
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 8. 12MF P/E 차트



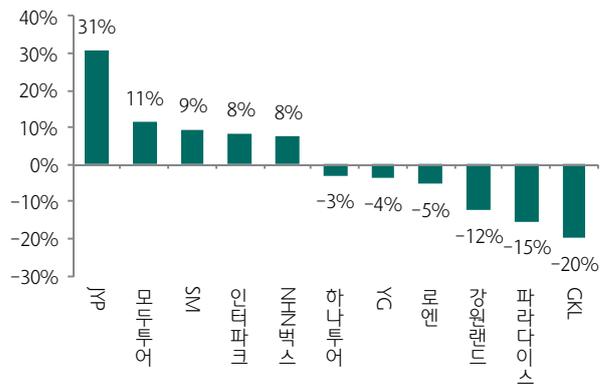
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 9. '17년 커버리지 주가 수익률 - 모두투어 61%(= OP 증가율)



자료: 하나금융투자

그림 10. '18년 커버리지 주가 수익률 - 11%(vs. '18년 OP +45%)



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

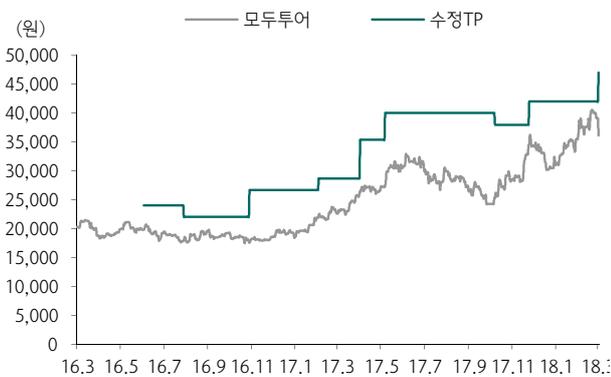
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	204.3	237.1	290.9	343.0	386.4
매출원가	8.2	11.2	10.9	13.8	14.7
매출총이익	196.1	225.9	280.0	329.2	371.7
판매비	179.7	205.8	248.0	282.8	315.7
영업이익	16.5	20.1	32.0	46.3	55.9
금융손익	0.6	1.2	1.0	1.2	1.3
중속/관계기업손익	0.2	2.2	1.3	1.4	1.4
기타영업외손익	0.7	(0.6)	5.1	(0.7)	(0.5)
세전이익	18.0	22.9	39.4	48.1	58.2
법인세	5.1	7.0	12.8	14.4	17.5
계속사업이익	12.8	15.9	26.6	33.7	40.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	12.8	15.9	26.6	33.7	40.8
비지배주주지분 손이익	(0.4)	(0.9)	0.0	(0.1)	(0.1)
지배주주순이익	13.2	16.8	26.5	33.8	40.9
지배주주지분포괄이익	13.7	16.5	28.1	35.6	43.1
NOPAT	11.8	14.0	21.6	32.4	39.2
EBITDA	19.5	22.9	34.8	49.2	58.9
성장성(%)					
매출액증가율	24.0	16.1	22.7	17.9	12.7
NOPAT증가율	(2.5)	18.6	54.3	50.0	21.0
EBITDA증가율	3.7	17.4	52.0	41.4	19.7
영업이익증가율	(0.6)	21.8	59.2	44.7	20.7
(지배주주)순이익증가율	(13.7)	27.3	57.7	27.5	21.0
EPS증가율	(13.7)	26.5	58.2	27.4	20.9
수익성(%)					
매출총이익률	96.0	95.3	96.3	96.0	96.2
EBITDA이익률	9.5	9.7	12.0	14.3	15.2
영업이익률	8.1	8.5	11.0	13.5	14.5
계속사업이익률	6.3	6.7	9.1	9.8	10.6
투자지표					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	701	887	1,403	1,788	2,162
BPS	6,359	6,983	8,021	9,376	10,960
CFPS	1,125	1,329	2,179	2,637	3,165
EBITDAPS	1,033	1,214	1,842	2,602	3,114
SPS	10,811	12,544	15,394	18,147	20,443
DPS	390	600	450	600	700
주가지표(배)					
PER	32.1	21.8	21.7	20.2	16.7
PBR	3.5	2.8	3.8	3.9	3.3
PCFR	20.0	14.5	14.0	13.7	11.4
EV/EBITDA	18.5	11.8	13.1	10.8	8.5
PSR	2.1	1.5	2.0	2.0	1.8
재무비율(%)					
ROE	13.4	16.5	23.4	24.9	25.0
ROA	6.5	8.5	11.5	12.3	12.7
ROIC	(103.9)	(167.1)	(121.6)	(117.9)	(108.6)
부채비율	83.1	104.9	105.6	101.7	94.5
순부채비율	(64.0)	(90.6)	(96.4)	(100.2)	(102.3)
이자보상배율(배)	37.0	46.2	53.4	85.8	115.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	114.5	151.1	187.1	228.3	271.3
금융자산	70.6	100.3	124.8	155.0	188.7
현금성자산	44.6	58.3	73.3	94.2	120.3
매출채권 등	26.5	38.8	47.6	56.2	63.3
재고자산	4.1	0.1	0.1	0.2	0.2
기타유동자산	13.3	11.9	14.6	16.9	19.1
비유동자산	68.0	59.2	64.4	69.8	74.3
투자자산	40.9	21.7	26.6	31.4	35.4
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	10.0
자산총계	182.5	210.4	251.4	298.1	345.6
유동부채	75.7	103.1	124.4	145.5	163.1
금융부채	1.4	3.2	2.7	2.7	2.7
매입채무 등	42.0	58.8	72.2	85.1	95.9
기타유동부채	32.3	41.1	49.5	57.7	64.5
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	150.3	168.0
지배주주지분	99.7	103.5	123.0	148.6	178.5
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	142.8	172.8
비지배주주지분	0.0	(0.8)	(0.7)	(0.8)	(0.9)
자본총계	99.7	102.7	122.3	147.8	177.6
순금융부채	(63.8)	(93.0)	(117.9)	(148.1)	(181.8)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	(3.0)	31.7	39.8	46.6	52.1
당기순이익	12.8	15.9	26.6	33.7	40.8
조정	3.3	4.2	2.8	2.8	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	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(19.1)	11.6	10.4	10.1	8.4
투자활동 현금흐름	(5.5)	(6.1)	(17.5)	(17.5)	(15.2)
투자자산감소(증가)	(22.1)	19.2	(4.9)	(4.8)	(4.0)
유형자산감소(증가)	(2.4)	(1.1)	(3.0)	(3.5)	(3.5)
기타	19.0	(24.2)	(9.6)	(9.2)	(7.7)
재무활동 현금흐름	(2.1)	(11.9)	(7.4)	(8.2)	(10.9)
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)	(8.2)	(10.9)
현금의 증감	(10.6)	13.7	14.9	21.0	26.0
Unlevered CFO	21.3	25.1	41.2	49.8	59.8
Free Cash Flow	(5.5)	30.5	36.8	43.1	48.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

모두투어



날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.3.6	BUY	47,000		
17.11.29	BUY	42,000	-17.15%	-3.69%
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	90.4%	9.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 3월 4일

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 3월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 3월 6일 현재 해당 회사의 유가증권을 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.