

모두투어(080160)

매수(유지) / TP: 46,000원(상향)

주가(3/16, 원)	39,250
시가총액(십억원)	742
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	40,450/22,445
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	7,243
유동주식비율(%)	79.4
외국인지분율(%)	44.0
주요주주(%)	우종웅 외 14 인 16.1
	국민연금 7.4

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	204	16	13	1,105	(13.5)	20	20.3	17.0	2.4	13.4	1.7
2016A	237	20	17	1,430	29.4	23	13.5	10.5	1.8	16.5	3.1
2017F	291	32	27	1,470	2.8	36	20.7	12.0	3.9	23.7	1.6
2018F	338	47	35	1,946	32.3	52	19.9	11.2	4.3	26.6	1.5
2019F	377	58	44	2,410	23.8	65	16.4	8.8	3.6	27.3	1.7

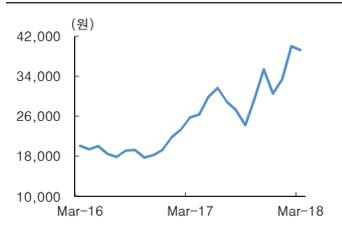
주: 순이익은 지분법적용 순이익

자회사 가치가 더해지다

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.4	44.3	74.9
상대주가(%p)	(1.1)	11.1	29.2

주가추이



건조한 이익 성장 지속: 모두투어는 내국인 해외 여행사업을 중심으로 자회사를 통해 호텔 등 관련 사업으로 수익을 확대하고 있다. 아웃바운드 여행 시장은 여가 문화 활성화 등 구조적인 시장 변화의 흐름 속에 성장을 지속할 것이다. 가격 메리트, 인식 제고 등에 힘입어 수익성 측면에서 기여도가 큰 패키지 여행 상품에 대한 수요가 양호해 실적 개선으로 이어질 전망이다. 자유투어, 모두스테이 등 연결 자회사도 체질 개선으로 이익 기여가 가능한 구조로 변모했다. 모두투어에 대해 매수 의견을 유지하고, 자회사의 성과 확대로 18년 순이익 추정치가 기존대비 9.1% 높아진 점을 반영해 목표주가를 기존 41,500원에서 46,000원(12개월 forward PER 22배 적용)으로 상향한다.

18년 영업이익 46% 증가 예상: 2018년 연결 매출액은 3,381억원, 영업이익은 467억원으로 전년대비 각각 16.2%, 45.7% 증가할 것이다. 시장 성장으로 아웃바운드 여행을 주로 하는 본사는 외형과 영업이익의 동반 개선이 예상되고, 연결 자회사의 합산 영업이익 터어라운드로 수익성이 향상될 것이다. 18년 연결 영업이익률은 13.8%로 전년대비 2.8%p 높아질 전망이다.

시장과 함께 성장하는 본업: 판매 채널 다양화에 따른 티켓 판매 증가와 인식 제고에 따른 패키지 여행 상품 수요 증가로 시장점유율은 전년대비 커져 11.2%로 예상된다. 구조적 수요 증가로 내국인 해외 여행 시장의 성장 잠재력은 유효해 외형과 이익이 동반 개선될 것이다.

연결자회사가 이끄는 실적 개선은 이제 시작: 17년 4분기 실적 발표에서 연결자회사 합산 영업이익이 흑자 전환했다. 작년 4분기부터 연결 계상된 모두투어자기 관리부동산주식회사(모두투어리츠)가 안정적인 이익을 더하고, 비즈니스 호텔을 운영하는 '모두스테이'의 이익 증대, 자유투어의 성과 확대로 연결 자회사의 이익 기여가 커질 것이다. 18년 연결자회사 합산 영업이익은 51억원으로 예상된다.

최민하

mhchoi@truefriend.com

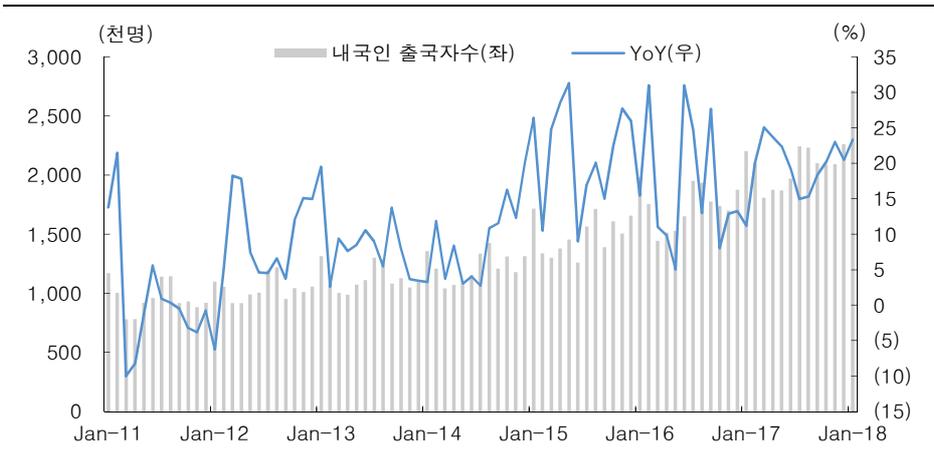
〈표 9〉 분기 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %p, 천명)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
출국자수	5,178	4,695	5,659	5,312	6,114	5,713	6,572	6,438	7,017	6,502	7,548	7,331
모두's 전체승출객수	578	519	613	589	709	630	695	698	811	739	827	810
모두's 패키지승출객수	356	303	340	347	420	333	352	399	461	386	408	467
시장점유율	11.2	11.1	10.8	11.1	11.6	11.0	10.6	10.8	11.6	11.4	11.0	11.1
매출액	59.5	54.3	64.2	59.1	74.0	67.3	72.7	77.0	84.4	79.8	87.4	86.4
본사	53.1	46.4	55.7	50.7	64.3	57.3	62.5	65.2	71.3	66.1	72.8	70.4
연결자회사	6.7	8.2	8.8	9.0	10.0	10.7	10.7	13.1	13.7	14.4	15.3	16.7
영업비용	55.2	50.6	55.9	55.2	63.0	60.0	64.5	71.4	71.4	69.8	75.4	74.8
영업이익	4.3	3.7	8.3	3.8	11.0	7.3	8.1	5.5	13.0	10.0	12.1	11.6
영업이익률	7.3	6.8	13.0	6.5	14.9	10.9	11.2	7.2	15.4	12.5	13.8	13.5
세전이익	4.9	4.7	9.1	4.3	10.9	8.4	8.5	11.6	13.7	11.2	12.6	11.8
지배주주순이익	3.5	3.5	6.9	2.9	8.1	6.1	5.9	6.5	9.8	8.0	9.0	8.4
(YoY)												
출국자수	18.9	14.7	21.3	11.4	18.1	21.7	16.1	21.2	14.8	13.8	14.8	13.9
모두's 전체승출객수	18.8	18.2	26.1	12.8	22.6	21.5	13.5	18.4	14.3	17.2	19.0	16.1
모두's 패키지승출객수	6.3	5.3	16.7	9.8	17.8	10.0	3.5	15.0	9.8	16.1	16.0	16.8
시장점유율	(0.0)	0.3	0.4	0.1	0.4	(0.0)	(0.2)	(0.3)	(0.0)	0.3	0.4	0.2
매출액	18.2	9.4	24.8	11.6	24.3	23.9	13.2	30.3	14.0	18.7	20.3	12.3
본사	13.4	5.9	22.5	9.8	21.1	23.6	12.2	28.7	10.8	15.3	16.5	7.9
연결자회사	53.2	15.8	54.4	20.3	50.8	30.5	21.1	46.2	36.0	33.8	43.6	27.0
영업비용	25.2	13.9	16.1	7.9	14.1	18.5	15.5	29.3	13.4	16.5	16.8	4.7
영업이익	(30.9)	(28.9)	149.6	123.3	154.8	99.9	(2.3)	45.4	17.9	36.5	48.1	109.7
영업이익률	(5.2)	(3.6)	6.5	3.2	7.6	4.1	(1.8)	0.7	0.5	1.6	2.6	6.3
세전이익	(33.9)	(25.7)	118.8	2,929.1	122.1	81.4	(7.0)	172.2	26.2	32.2	48.5	1.5
지배주주순이익	(37.5)	(13.9)	113.1	897.0	130.5	71.6	(14.5)	127.4	20.8	30.6	52.9	29.6

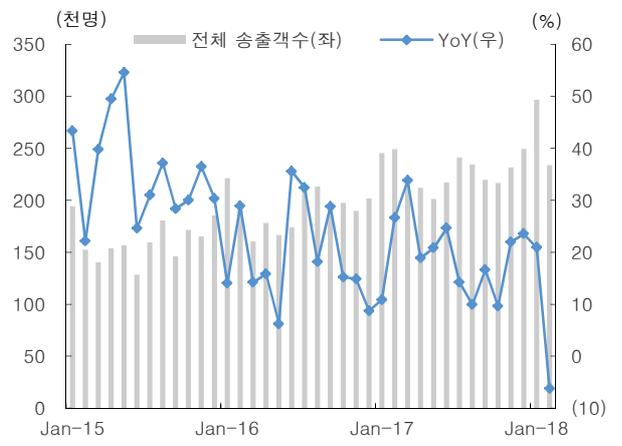
주: 내국인 출국자수는 승무원 제외인 인원
 자료: 모두투어, 한국투자증권

[그림 30] 내국인 출국자수 추이



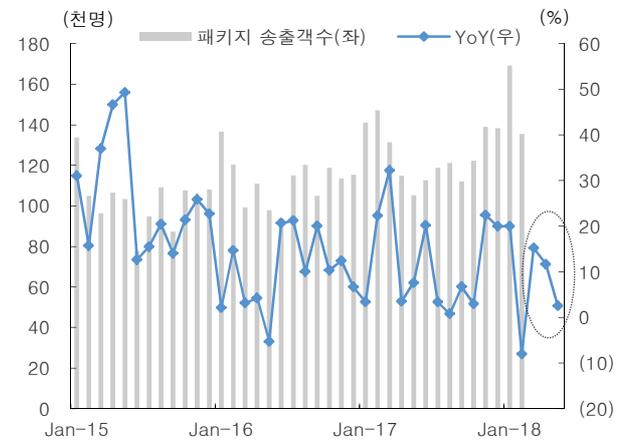
주: 내국인 출국자수는 승무원 제외인 인원
 자료: 한국관광공사, 한국투자증권

[그림 31] 모두투어의 전체 송출객수 성장률



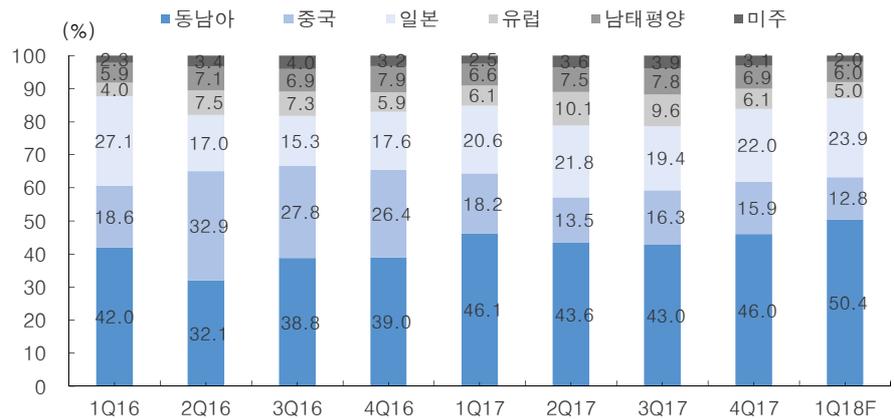
자료: 모두투어, 한국투자증권

[그림 32] 모두투어의 패키지 송출객수 성장률 및 예약률



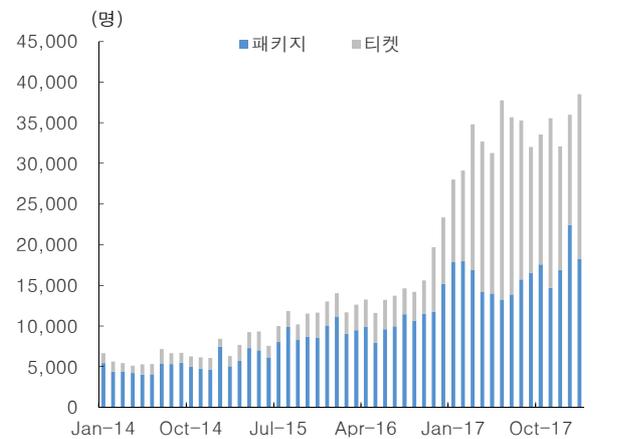
주: 2018년 2월~4월 예약률은 2월 1일 발표 기준
자료: 모두투어, 한국투자증권

[그림 33] 모두투어의 지역별 모객 비중(인원 기준)



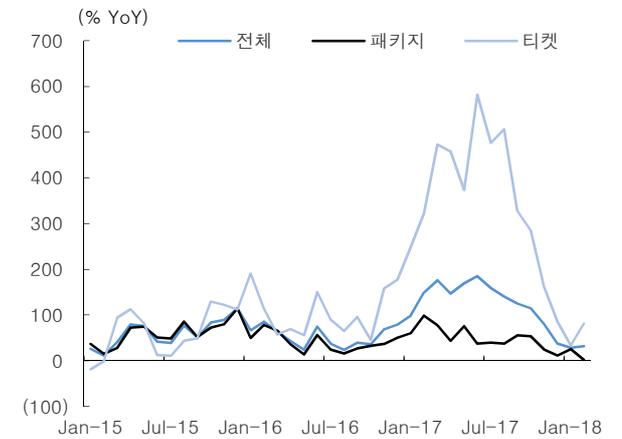
자료: 모두투어, 한국투자증권

[그림 34] 자유투어 송출객수 추이



자료: 모두투어, 한국투자증권

[그림 35] 자유투어 부문별 송출객수 성장률



자료: 모두투어, 한국투자증권

〈표 10〉 연결 자회사 분기 실적

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
연결자회사 매출액	6.7	8.2	8.8	9.0	10.0	10.7	10.7	13.1	14.7	15.4	17.4	18.8
모두투어인터내셔널	0.7	0.5	0.4	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
모두스테이	2.3	2.8	2.9	3.1	2.7	2.6	2.9	3.5	3.1	2.9	4.5	5.4
모두투어리츠	-	-	-	-	-	-	-	1.0	1.0	1.1	2.1	2.1
서울호텔학교	0.5	1.4	0.7	1.0	0.4	1.2	0.7	1.0	0.4	1.3	0.7	0.8
자유투어	2.5	2.8	3.9	3.7	5.5	5.4	5.8	6.2	8.6	8.6	8.8	9.0
모두관광개발	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6
모두투어 H&D	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
크루즈인터내셔널	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Mode Hotel & Realty	-	-	-	-	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
연결자회사 영업이익	(2.0)	(1.1)	(0.7)	(1.6)	(0.7)	(0.4)	(0.7)	1.3	0.2	1.1	1.1	2.0
모두투어인터내셔널	0.0	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	0.0	(0.1)	(0.0)	0.0
모두스테이	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	0.1	0.7	(0.0)	0.3	0.2	0.8
모두투어리츠	-	-	-	-	-	-	-	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
서울호텔학교	(0.7)	0.1	(0.4)	(0.2)	(0.6)	0.1	(0.3)	(0.1)	(0.6)	0.1	(0.2)	(0.1)
자유투어	(1.0)	(0.8)	(0.3)	(1.2)	0.2	(0.2)	(0.3)	0.3	0.3	0.2	0.5	0.7
모두관광개발	(0.2)	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
모두투어 H&D	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
크루즈인터내셔널	(0.0)	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
Mode Hotel & Realty	-	-	-	-	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1

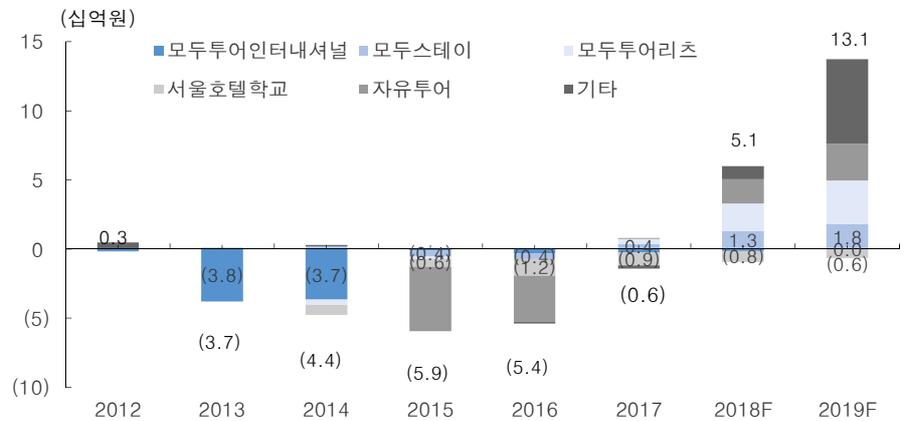
주: 1. 자유투어는 2Q15부터 연결 계상

2. Mode Hotel & Realty는 1Q17부터 연결 계상; 3. 모두투어H&D는 2Q16 중에 모두스테이에 흡수합병 됐으나 비교 용이성을 위해 별도로 기재함

3. 모두투어리츠는 1Q14~1Q15는 종속회사였으나, 2Q15~3Q17에는 관계회사로 분류됐다가 4Q17부터 다시 종속회사로 편입

자료: 모두투어, 한국투자증권

〈그림 36〉 연결대상 자회사 영업이익 추이와 전망



주: 1. 18년 1월 기준, 연결대상 자회사는 모두투어인터내셔널, 모두스테이, 모두투어리츠, 서울호텔학교, 자유투어, 크루즈인터내셔널, 모두관광개발, Mode Hotel & Realty 등 8개사

2. 자유투어는 2Q15부터 연결 계상

3. Mode Hotel & Realty는 1Q17부터, 모두투어리츠는 1Q15~2Q15 그리고 4Q17부터 연결 계상

4. 2019년에 해외 지사 사업 관련해 영업이익 50억원 가점 반영

자료: 모두투어, 한국투자증권

〈표 11〉 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, 천명, %, %p)

	2014	2015	YoY	2016	YoY	2017	YoY	2018F	YoY	2019F	YoY
출국자수(승무원제외)	14,726	17,886	21.5	20,844	16.5	24,837	19.2	28,398	14.3	31,569	11.2
모두투어 전체송출객수	1,431	1,935	35.2	2,299	18.9	2,733	18.8	3,187	16.6	3,738	17.3
모두투어 패키지송출객수	980	1,231	25.5	1,346	9.4	1,504	11.7	1,722	14.5	1,933	12.3
시장점유율(%)	9.7	10.8	1.1	11.0	0.2	11.0	(0.0)	11.2	0.2	11.8	0.6
매출액	164.7	204.3	24.1	237.1	16.0	290.9	22.7	338.1	16.2	377.2	11.6
영업비용	148.1	187.9	26.9	217.0	15.5	258.9	19.3	291.4	12.5	319.1	9.5
영업이익	16.6	16.5	(0.9)	20.1	22.3	32.0	59.1	46.7	45.7	58.1	24.5
영업이익률	10.1	8.1	(2.0)	8.5	0.4	11.0	2.5	13.8	2.8	15.4	1.6
세전이익	19.3	18.0	(7.0)	22.9	27.6	39.4	71.9	49.2	25.0	61.0	23.8
지배주주순이익	15.3	13.2	(13.7)	16.8	26.6	26.5	58.2	35.1	32.3	42.9	22.4

자료: 모두투어, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

모두투어는 1989년 설립된 여행업체로 2005년 7월 코스닥 시장에 상장됐다. 모두투어는 대리점을 통해 간접판매(홀세일)하는 영업방식을 주로 하고 있다. 2018년 현재 기준, 연결대상 종속법인은 모두투어인터네셔널, 크루즈인터네셔널, 모두관광개발, 모두스테이, 모두투어리츠, 서울호텔관광전문학교, 자유투어, Mode Hotel & Realty 등 7개 업체다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	114	151	183	209	230
현금성자산	45	58	71	82	90
매출채권및기타채권	26	39	48	55	62
재고자산	4	0	0	0	0
비유동자산	68	59	74	88	101
투자자산	41	22	26	30	33
유형자산	15	22	29	36	43
무형자산	5	6	7	7	8
자산총계	182	210	257	298	331
유동부채	76	103	132	150	153
매입채무및기타채무	42	59	72	84	94
단기차입금및단기사채	0	2	2	1	0
유동성장기부채	1	1	1	0	0
비유동부채	7	5	5	3	2
사채	2	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	4	4	4	2	1
부채총계	83	108	137	153	155
지배주주지분	100	103	121	145	177
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	28	28	28	28	28
기타자본	(21)	(29)	(29)	(29)	(29)
이익잉여금	85	98	115	139	171
비지배주주지분	0	(1)	(1)	(1)	(1)
자본총계	100	103	120	144	176

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(3)	32	46	49	44
당기순이익	13	16	27	35	44
유형자산감가상각비	2	2	3	5	6
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(19)	12	16	8	(6)
기타	0	1	(1)	0	(1)
투자활동현금흐름	(6)	(6)	(25)	(23)	(21)
유형자산투자	(2)	(1)	(11)	(12)	(13)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	6	(8)	(4)	(4)	(3)
무형자산순증	(0)	(1)	(2)	(2)	(1)
기타	(10)	4	(8)	(5)	(4)
재무활동현금흐름	(2)	(12)	(9)	(15)	(14)
자본의증가	9	0	0	0	0
차입금의순증	2	1	0	(4)	(2)
배당금지급	(6)	(5)	(7)	(9)	(11)
기타	(7)	(8)	(2)	(2)	(1)
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	(11)	14	13	11	8

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	204	237	291	338	377
매출원가	8	11	0	0	0
매출총이익	196	226	291	338	377
판매관리비	180	206	259	291	319
영업이익	16	20	32	47	58
금융수익	1	2	10	2	2
이자수익	1	2	10	2	2
금융비용	0	0	1	1	1
이자비용	0	0	1	1	1
기타영업외손익	1	(1)	(3)	1	1
관계기업관련손익	0	2	1	0	0
세전계속사업이익	18	23	39	49	61
법인세비용	5	7	13	14	17
연결당기순이익	13	16	27	35	44
지배주주지분순이익	13	17	27	35	44
기타포괄이익	0	(0)	0	0	0
총포괄이익	13	16	27	35	44
지배주주지분포괄이익	14	16	27	35	44
EBITDA	20	23	36	52	65

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,105	1,430	1,470	1,946	2,410
BPS	9,539	10,475	7,905	9,191	10,856
DPS	390	600	500	610	680
성장성(% YoY)					
매출증가율	24.1	16.0	22.7	16.2	11.6
영업이익증가율	(0.9)	22.3	59.1	45.7	24.5
순이익증가율	(13.7)	26.6	58.2	33.5	23.8
EPS증가율	(13.5)	29.4	2.8	32.3	23.8
EBITDA증가율	4.2	17.4	58.0	44.1	24.4
수익성(%)					
영업이익률	8.1	8.5	11.0	13.8	15.4
순이익률	6.5	7.1	9.1	10.5	11.6
EBITDA Margin	9.6	9.7	12.5	15.4	17.2
ROA	6.3	8.1	11.4	12.8	14.0
ROE	13.4	16.5	23.7	26.6	27.3
배당수익률	1.7	3.1	1.6	1.5	1.7
배당성향	34.8	41.2	34.3	31.4	28.2
안정성					
순차입금(십억원)	(64)	(93)	(115)	(135)	(148)
차입금/자본총계비율(%)	6.9	7.2	4.5	1.3	0.5
Valuation(X)					
PER	20.3	13.5	20.7	19.9	16.4
PBR	2.4	1.8	3.9	4.3	3.6
EV/EBITDA	17.0	10.5	12.0	11.2	8.8