

# 모두투어 (080160.KQ)

## 對中관계 회복에 따른 업사이드 가장 작아

Company Note | 2018. 4. 2

언급된 업체 중 중국 시장 재개에 따른 수혜가 가장 작은 업체. 인바운드 사업 개선되었으나 그 폭은 전사 영업이익에 영향 끼치기엔 미미함. 안정적으로 성장하겠지만 밸류에이션 확장 어렵다고 판단해 Hold 유지

### 인바운드 사업, 돌아서는 건 맞지만 전사 이익에 미칠 영향은 미미

동사가 영위하는 인바운드 관련 사업으로는 모두스테이(호텔업) 및 모두투어 인터내셔널(인바운드 패키지)이 있음. 앞서 언급한 바와 같이 해당 업종은 대중 관계 악화에 따른 영향을 받은 바 있음. 다만 두 자회사에서 발생한 영업적자가 연간 10억원 안팎에 그쳤던 만큼 규모 면에서 전사 영업이익(2017년 321억원)에 영향을 끼치기에는 미미함

동사의 인바운드 사업 영업이익은 지난해 1억원을 기록함. 모두스테이의 일회성 이익 7억원을 고려하면 2016년(영업적자 7억원)과 유사한 수준. 판매비 효율화를 통해 영업적자를 소폭 줄이고 있다는 점 고려, 2018년 영업이익 또한 1억원 수준으로 전망함

### 아웃바운드: 중국 수요 타국가로 이전되며 오히려 긍정적 역할한 바 있어

지난해 한중 관계 악화로 여행업체들의 아웃바운드 사업 영향 받은 있음. 양국의 인적 교류 감소에 따라 항공 공급이 축소되며 업체들의 중국 비중이 감소했기 때문

그러나 모두투어의 경우, 이로 인한 피해는 크지 않았음. 여행을 가기로 결정한 소비자들은 중국을 선택지에서 제외하였을 뿐 동남아나 일본을 대체제로 선택했기 때문. 동사의 경우 중국에 비해 ASP가 높은 동남아나 일본으로 수요 이전되면서 오히려 전사 ASP 상승함. 때문에, 대중 관계 개선으로 중국 항공 공급 증가할 경우 동사의 전사 ASP는 하락할 것으로 추정됨

### 좋은 회사이나, 현재 좋은 가격이라 판단하기 어려워

모두투어에 대한 목표주가 33,000원을 유지함. 밸류에이션 산정기간을 기존 2018년에서 Fwd 12개월로 변경했으나 영업이익 차이 크지 않아 목표주가 변동 없음. 지난해 70억원 큰 폭의 영업이익 성장 경험한 아웃바운드 사업의 경우 올해 30여억원의 이익 성장이 기대됨. 자회사 중에서는 자유투어 성장이 가장 높을 것인데, 동종업체(B2C 여행사)인 참좋은여행에 부여된 PER이 13배 수준인데 반해 동사는 이미 20배 반영하고 있어 밸류에이션 확장 어려운 상황. 투자의견 Hold 유지

## Hold (유지)

목표주가	33,000원 (유지)		
현재가 (18/03/30)	39,350원		
업종	레저		
KOSPI / KOSDAQ	2,445.85 / 871.09		
시가총액(보통주)	743.7십억원		
발행주식수(보통주)	18.9백만주		
52주 최고가 ('18/02/23)	40,450원		
최저가 ('17/09/29)	24,250원		
평균거래대금(60일)	6.5십억원		
배당수익률(2018E)	1.40%		
외국인지분율	44.5%		
주요주주			
우종유 외 14인	16.1%		
국민연금	7.4%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	29.0	62.3	53.8
상대수익률 (%p)	18.3	21.6	8.6

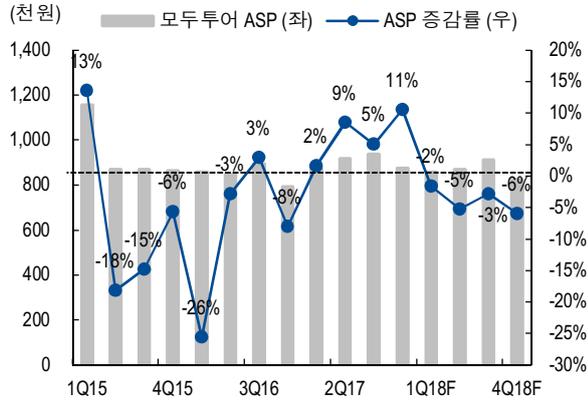
	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	290.9	315.6	343.2	379.2
증감률	22.7	8.5	8.7	10.5
영업이익	32.1	40.0	44.1	52.5
영업이익률	11.0	12.7	12.8	13.8
(지배지분)순이익	24.2	31.5	32.9	39.0
EPS	1,279	1,664	1,742	2,066
증감률	44.2	30.1	4.7	18.6
PER	23.8	23.6	22.6	19.0
PBR	4.3	4.8	4.2	3.6
EV/EBITDA	14.4	15.2	11.6	9.2
ROE	20.3	21.6	19.7	20.4
부채비율	107.5	100.9	96.6	92.8
순차입금	-99.1	-122.9	-228.9	-261.7

단위: 십억원, %, 원, 배  
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망



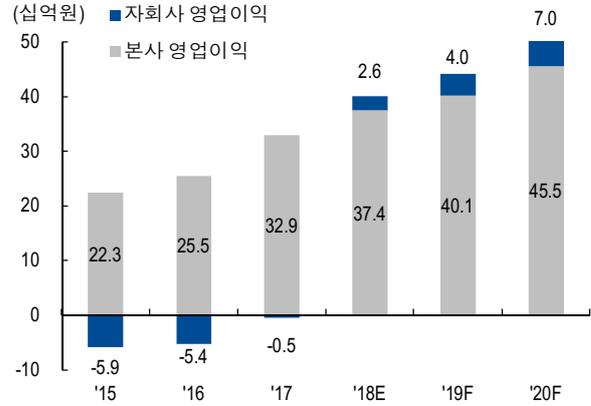
Analyst 이효진  
 02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

그림1. 지역별 ASP: 중국 비중 높아지면 ASP 내려갈 것



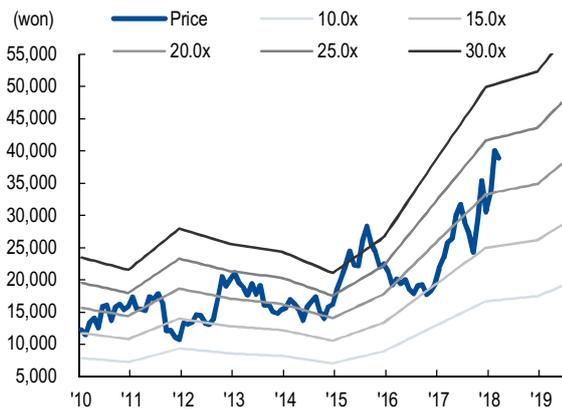
자료: 모두투어, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 본사 및 자회사 영업이익 기여도 전망



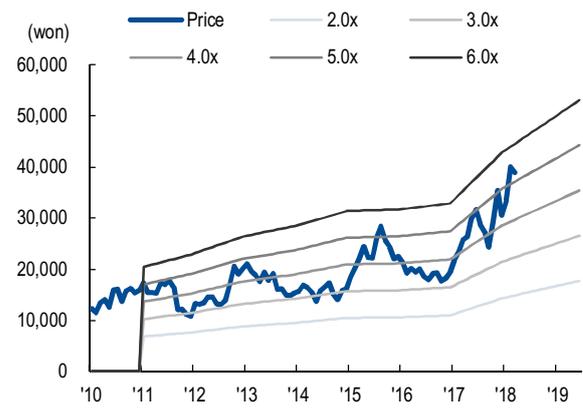
주: 2017년4분기부터 연간 20억원 영업이익 발생하는 모두투어리츠 연결 인식  
 자료: 모두투어, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 12M forward PER band



자료: Dataguide Pro

그림4. 12M trailing PBR band



자료: Dataguide Pro

표1. 모두투어 인바운드 관련 자회사 영업이익

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	2017	2018E
모두투어 인바운드 관련 사업	-3.4	-0.6	-0.7	0.1	0.1
호텔 (모두스테이)	0.2	-0.4	-0.4	0.4	0.2
패키지 (모두투어 인터내셔널)	-3.7	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2

주: 하나투어ITC는 영업이익 발표하지 않아 순이익으로 대체 활용

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표 2. 모두투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, %, %p)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018E
총 수탁금	422.1	360.6	451.1	389.9	509.0	447.0	508.9	502.1	564.2	445.6	549.1	555.2	1,624	1,967	2,114
% y-y	-11.7	6.7	22.3	2.7	20.6	24.0	12.8	28.8	10.8	-0.3	7.9	10.6	3.8	21.1	7.5
%매출전환율	12.6	12.9	12.3	13.0	12.6	12.8	12.3	13.0	12.3	13.0	12.5	12.6	12.7	12.7	12.6
매출액	53.1	46.4	55.7	50.7	64.3	57.3	62.5	65.2	69.1	57.8	68.4	70.0	205.8	249.4	265.4
% y-y	13.4	5.9	22.5	9.8	21.1	23.6	12.2	28.7	7.5	0.8	9.5	7.3	12.9	21.1	6.4
영업비용	46.8	41.6	46.6	45.3	52.6	49.4	53.6	60.8	58.3	50.1	56.3	63.2	180.3	216.4	227.9
% y-y	17.9	10.9	16.9	5.9	12.3	18.8	15.0	34.2	10.9	1.3	5.0	4.0	12.8	20.0	5.3
%매출액 대비	88.1	89.7	83.8	89.4	81.7	86.3	85.9	93.2	84.3	86.7	82.3	90.3	87.6	86.8	85.9
인건비	14.7	13.4	14.2	14.1	15.9	15.1	15.8	17.0	16.6	15.3	16.6	18.8	56.5	63.8	67.4
%매출액 대비	27.7	28.9	25.6	27.9	24.8	26.4	25.3	26.0	24.1	26.6	24.2	26.9	27.5	25.6	25.4
커미션 수수료	22.8	19.4	23.6	21.3	27.1	24.1	27.1	28.4	31.4	24.8	28.4	32.2	87.1	106.8	116.7
%매출액 대비	42.9	41.8	42.5	42.0	42.1	42.1	43.4	43.6	45.4	42.9	41.5	46.0	42.3	42.8	44.0
광고비	3.6	3.5	3.1	4.0	3.7	4.0	4.4	7.9	4.1	4.3	4.8	4.6	14.3	20.0	17.8
%매출액 대비	6.9	7.6	5.6	7.9	5.7	7.0	7.1	12.1	6.0	7.5	7.0	6.5	6.9	8.0	6.7
영업이익	6.3	4.8	9.0	5.4	11.7	7.9	8.8	4.5	10.8	7.7	12.1	6.8	25.5	32.9	37.4
% y-y	-11.5	-24.1	62.9	60.1	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-7.8	-2.2	37.1	51.9	14.2	29.1	13.7
영업이익률	11.9	10.3	16.2	10.6	18.3	13.7	14.1	6.8	15.7	13.3	17.7	9.7	12.4	13.2	14.1
<b>Key assumptions</b>															
출국자수(천명)	5,178	4,695	5,659	5,312	6,114	5,713	6,572	6,438	7,066	6,375	7,245	7,972	20,844	24,837	28,658
% y-y	18.9	14.7	21.3	11.4	18.1	21.7	16.1	21.2	15.6	11.6	10.2	23.8	16.5	19.2	15.4
패키지승객(천명)	356	303	340	347	420	333	352	399	457	352	395	455	1,346	1,504	1,659
% y-y	6.3	5.3	16.7	9.8	17.8	10.0	3.5	15.0	8.8	5.8	12.3	13.8	9.4	11.7	10.3
항공권승객(천명)	222	216	273	242	289	298	343	298	349	345	350	393	953	1,229	1,437
% y-y	46.1	42.7	40.0	17.5	30.3	37.6	25.9	23.3	20.5	15.9	1.8	31.8	35.3	28.9	16.9
모두투어 M/S	6.9	6.4	6.0	6.5	6.9	5.8	5.4	6.2	6.5	5.5	5.5	5.7	6.5	6.1	5.8
% y-y	-0.8	-0.6	-0.2	-0.1	0.0	-0.6	-0.7	-0.2	-0.4	0.0	0.0	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3

자료: 모두투어, NH투자증권 리서치본부 전망

표 3. 모두투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018E
매출액	59.5	54.3	64.2	59.1	74.0	67.3	72.7	77.0	80.8	69.5	81.1	84.2	237.1	290.9	315.6
% y-y	18.2	9.4	24.8	11.6	24.3	23.9	13.2	30.3	9.1	3.4	11.5	9.4	16.0	22.7	8.5
모두투어 본사	53.1	46.4	55.7	50.7	64.3	57.3	62.5	65.2	69.1	57.8	68.4	70.0	205.8	249.4	265.4
% y-y	13.4	5.9	22.5	9.8	21.1	23.6	12.2	28.7	7.5	0.8	9.5	7.3	12.9	21.1	6.4
종속회사	6.7	8.2	8.9	9.0	10.0	10.6	10.7	12.1	12.0	12.4	13.2	14.6	32.7	43.5	52.2
% y-y	53.2	15.8	55.2	25.7	50.8	29.1	20.5	35.1	19.7	17.0	23.3	20.4	34.7	32.8	20.1
영업이익	4.3	3.7	8.3	3.8	11.0	7.3	8.1	5.6	11.3	8.0	12.6	8.0	20.1	32.1	40.0
% y-y	-30.9	-28.9	149.6	123.3	154.8	99.9	-2.3	48.1	2.3	9.1	55.0	41.1	22.3	59.6	24.6
영업이익률	7.3	6.8	13.0	6.5	14.9	10.9	11.2	7.3	13.9	11.5	15.6	9.5	8.5	11.0	12.7
모두투어 본사	6.3	4.8	9.0	5.4	11.7	7.9	8.8	4.5	10.8	7.7	12.1	6.8	25.5	32.9	37.4
% y-y	-11.5	-24.1	62.9	60.1	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-7.8	-2.2	37.1	51.9	14.2	29.1	13.7
종속회사	-2.0	-1.1	-0.7	-1.6	-0.7	-0.4	-0.7	1.3	0.4	0.4	0.5	1.3	-5.4	-0.5	2.6
% y-y															
세전이익	4.9	4.7	9.1	4.3	10.9	8.4	8.5	5.1	11.7	8.6	14.0	9.4	22.9	32.9	43.9
% y-y	-33.9	-25.7	118.8	2,929	122.1	81.4	-7.0	20.0	7.9	2.0	65.6	84.0	27.6	43.5	33.6
지배지분순이익	3.5	3.5	6.9	2.9	8.1	6.1	5.9	4.1	9.0	6.0	9.8	7.6	16.8	24.2	32.3
% y-y	-37.5	-13.9	113.1	897.0	130.5	71.6	-14.5	45.3	11.2	-1.8	66.7	82.9	26.6	44.2	33.7

자료: 모두투어, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
매출액	290.9	315.6	343.2	379.2
증감률 (%)	22.7	8.5	8.7	10.5
매출원가	10.9	15.4	17.6	26.8
매출총이익	280.0	300.2	325.6	352.4
Gross 마진 (%)	96.3	95.1	94.9	92.9
판매비와 일반관리비	247.9	260.3	281.7	300.2
영업이익	32.1	40.0	44.1	52.5
증감률 (%)	59.7	24.6	10.3	19.0
OP 마진 (%)	11.0	12.7	12.8	13.8
EBITDA	35.2	42.8	46.9	55.4
영업외손익	0.8	2.9	3.8	4.7
금융수익(비용)	0.7	0.3	1.0	1.8
기타영업외손익	-2.9	0.0	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	3.0	2.6	2.8	2.9
세전계속사업이익	32.9	42.8	47.7	56.9
법인세비용	8.7	11.1	14.5	16.9
계속사업이익	24.2	31.6	33.1	40.0
당기순이익	24.2	31.6	33.1	40.0
증감률 (%)	52.2	30.6	4.7	20.8
Net 마진 (%)	8.3	10.0	9.6	10.5
지배주주지분 순이익	24.2	31.5	32.9	39.0
비지배주주지분 순이익	0.0	0.2	0.2	1.0
기타포괄이익	-0.2	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	24.0	31.6	33.1	40.0

Valuation / Profitability / Stability				
	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
PER(X)	23.8	23.6	22.6	19.0
PBR(X)	4.3	4.8	4.2	3.6
PCR(X)	16.4	16.5	15.1	12.9
PSR(X)	2.0	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA(X)	14.4	15.2	11.6	9.2
EV/EBIT(X)	15.7	16.2	12.3	9.8
EPS(W)	1,279	1,664	1,742	2,066
BPS(W)	7,134	8,268	9,433	10,825
SPS(W)	15,394	16,696	18,159	20,062
자기자본이익률(ROE, %)	20.3	21.6	19.7	20.4
총자산이익률(ROA, %)	8.8	8.9	8.5	9.3
투자자본이익률 (ROIC, %)	-114.6	-94.0	-85.3	-88.7
배당수익률(%)	1.5	1.4	1.5	1.8
배당성장률(%)	33.9	31.8	33.2	32.6
총현금배당금(십억원)	8.2	10.0	10.9	12.7
보통주 주당배당금(W)	450	550	600	700
순부채(현금)/자기자본(%)	-60.8	-66.5	-110.7	-111.7
총부채/ 자기자본(%)	107.5	100.9	96.6	92.8
이자발생부채	45.5	45.7	47.1	48.8
유동비율(%)	147.2	155.0	210.5	213.6
총발행주식수(mn)	19	19	19	19
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	30,500	39,350	39,350	39,350
시가총액(십억원)	576.5	743.7	743.7	743.7

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
현금및현금성자산	53.1	69.5	168.2	191.3
매출채권	42.8	46.5	50.5	55.8
유동자산	208.7	238.2	351.7	394.1
유형자산	22.5	21.2	20.0	19.0
투자자산	16.5	18.3	19.8	21.1
비유동자산	129.5	132.6	55.0	57.4
자산총계	338.2	370.8	406.7	451.4
단기성부채	15.3	16.5	17.9	19.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0
유동부채	141.8	153.7	167.1	184.5
장기성부채	32.2	31.2	31.2	31.1
장기충당부채	0.2	0.2	0.2	0.2
비유동부채	33.4	32.6	32.7	32.8
부채총계	175.2	186.3	199.8	217.3
자본금	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	29.2	29.2	29.2	29.2
이익잉여금	114.9	136.3	158.3	184.6
비지배주주지분	28.2	28.4	28.6	29.6
자본총계	163.0	184.7	206.9	234.2

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
영업활동 현금흐름	38.2	38.0	41.1	49.0
당기순이익	24.2	31.6	33.1	40.0
+ 유/무형자산상각비	3.0	2.8	2.8	2.9
+ 종속, 관계기업관련손익	-3.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	2.3	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	35.1	45.0	49.2	57.8
- 운전자본의증가(감소)	12.3	3.6	5.1	6.0
투자활동 현금흐름	-53.8	-13.6	66.1	-16.6
+ 유형자산 감소	0.1	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-1.4	-1.0	-1.0	-1.0
+ 투자자산의매각(취득)	4.9	-1.9	-1.4	-1.3
Free Cash Flow	36.8	37.0	40.1	48.0
Net Cash Flow	-15.6	24.4	107.2	32.4
재무활동현금흐름	11.3	-7.9	-8.6	-9.2
자기자본 증가	4.5	0.0	0.0	0.0
부채증감	6.8	-7.9	-8.6	-9.2
현금의증가	-5.2	16.4	98.6	23.1
기말현금 및 현금성자산	53.1	69.6	168.2	191.3
기말 순부채(순현금)	-99.1	-122.9	-228.9	-261.7