

모두투어 (080160)

호텔/레저

박성호



02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	44,000원 (M)
현재주가 (5/2)	36,450원
상승여력	21%

시가총액	6,889억원
총발행주식수	18,900,000주
60일 평균 거래대금	61억원
60일 평균 거래량	160,460주
52주 고	40,450원
52주 저	24,250원
외인지분율	43.10%
주요주주	우종웅 외 14 인 16.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.7)	2.7	(8.5)
상대	(5.1)	6.0	(34.2)
절대(달려환산)	(6.4)	3.0	(3.9)

2H18 부터 실적모멘텀 회복세 기대

1Q18 Review : 본사 광고비 증가로 컨센서스 하회

연결실적은 매출액 1,098억원(+21% YoY), 영업이익 91억원(-17% YoY), 당기순이익 74억원(-8% YoY)을 기록해 영업이익 기준으로 컨센서스를 20% 가량 하회. 참고로, 동사는 1Q18부터 K-IFRS 1115호 적용으로 인해 회계기준 변경. 회계기준 변경의 핵심 내용은 하드블록 항공권을 활용해 구성된 여행상품의 경우, 매출액과 매출원가에 하드블록 항공권 금액을 계상하는 것. 이 경우, 모두/자유투어 매출총이익은 기존 영업수익과 동일한 개념이 되게 됨. 회계기준 변경에 따른 영업이익 변화는 없음

본사 실적(별도기준)은 매출총이익 710억원(+10% YoY), 영업이익 105억원(-12% YoY) 기록. 1) 해외 패키지 송객수는 45만명(+7% YoY)으로 증가했고, 패키지 ASP는 87.2만원(플랫 YoY)으로 정체. 2)영업비용은 605억원(+15% YoY)으로 증가. 광고선전비는 70억원(+89% YoY)으로 증가. 4Q17의 TV광고 및 방송 PPL 효과가 1Q18에도 일부 나타난 가운데, 2018년 2월부터 검색광고를 비롯한 온라인광고 지출이 집행됐기 때문. 2월 이후의 온라인 광고집행은 평창올림픽 개최에 따른 아웃바운드 여행 수요 약세 전환에 대응하기 위한 목적을 띄고 있음. 본사 광고비는 2Q18부터 하향 안정화 예상

연결 자회사 합산실적은 매출액 155억원(+60% YoY), 영업이익 -14억원(적지 YoY) 기록. 주요 자회사 영업이익은 자유투어 -5억원, 모두투어REITs 5억원, 모두스테이 -6억원, 서울호텔학교 -6억원, 모두투어재팬 3억원. 1)자유투어의 패키지 송객수는 6.2만명(+17% YoY)을 기록해 성장세 둔화현상 포착. 자유투어의 판관비는 78억원(+34% QoQ)으로 증가했는데, 비우호적 업황에 따른 마케팅 관점의 대응으로 추정. 2)모두스테이 적자전환(QoQ)은 2018년 3월의 스타즈 4호점(울산점) 개장에 따른 초기 적자에 기인한 것. 3)1Q18부터 연결대상 종속법인으로 편입된 모두투어재팬(해외지사)의 실적은 매출액 8억원, 영업이익 3억원 기록. OPM은 41% 달성. **모두투어는 2018년부터 일본지사를 필두로 해외지사들을 연결대상 종속법인으로 전환시키면서 해외지사 사업을 확대할 계획에 있음.** 모두투어의 해외지사 합산 영업이익 목표치는 2018년 10억원 → 2019년 40억원 이상임

2H18 부터 실적모멘텀 회복세 기대 2Q18의 경우, 6월 여행수요 상대 약세 가능성(월드컵, 지방선거)과 전년도 황금연휴 관련 기고효과로 인해 실적모멘텀이 강하지 않은 분기가 될 것으로 예상. 다만, **2018년 4월 중국향 패키지 상품증가율(YoY)이 +77%에 달할 정도로 중국향 여행수요 회복현상이 강하게 나타나기 시작한 점과 3Q18 이연 여행수요 발생가능성, 4Q18 본사 기저효과를 감안시, 2H18부터 동사의 실적모멘텀 재개 기대.** 여기에, 동사의 해외지사 사업 본격화도 기대요인. 동 사업모델은 하나투어재팬과 유사한 사업모델로 하나투어에서 검증된 바 있어 관심을 가질 필요가 있음

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,098	21.5	-	825	33.1
영업이익	91	-17.1	61.5	113	-19.5
세전계속사업이익	96	-11.2	88.3	117	-17.2
지배순이익	74	-8.1	78.1	88	-15.9
영업이익률 (%)	8.3	-6.6 %pt	+1.0 %pt	13.7	-5.4 %pt
지배순이익률 (%)	6.7	-4.2 %pt	+1.3 %pt	10.6	-3.9 %pt

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액		2,371	2,909	4,470	5,040
영업이익		201	321	422	521
지배순이익		168	242	319	390
PER		21.6	26.0	21.6	17.7
PBR		3.2	4.5	4.2	3.6
EV/EBITDA		11.7	12.3	13.5	11.0
ROE		16.5	20.3	21.8	22.7

주: 매출액 회계기준 변경으로 인해 매출증감률(QoQ)은 미표기. 자료: 유안타증권

자료: 유안타증권

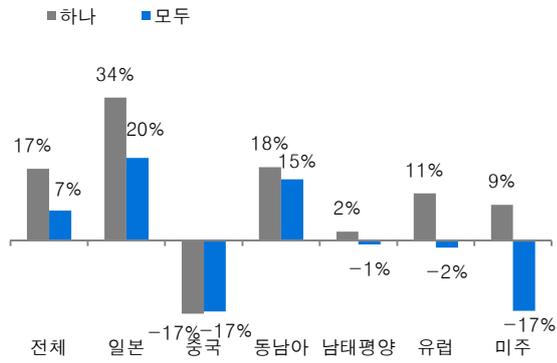
[표 1] 2018년 1분기 연결 영업이익 91 억원(-17% YoY)

(단위: 억원)

	2016년				2017년				2018년				연간		
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(p)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	17년	18년(e)	19년(e)
연결매출액	595	543	642	591	740	673	727	770	1,098	1,032	1,206	1,133	2,909	4,470	5,040
본사	531	464	557	507	643	573	625	652	943	852	1,017	929	2,493	3,740	4,150
자회사	64	79	85	84	97	100	102	117	155	181	190	205	416	730	890
모두투어인터	7	5	4	5	4	3	4	4	0	1	1	1	15	4	4
자유투어	25	28	39	37	55	54	58	62	111	108	120	124	228	463	578
크루즈인터	0	1	1	0	0	1	1	1	0	1	1	1	2	3	3
모두관광개발	6	7	8	7	6	6	5	5	4	6	5	5	23	21	21
모두투어 REITs	-	-	-	-	-	-	-	10	11	11	11	11	10	44	44
서울호텔학교	5	14	7	10	4	12	7	10	4	12	7	10	33	33	33
모두스테이	23	28	29	31	27	26	29	35	28	29	33	41	117	131	145
다낭호텔	-	-	-	-	4	4	4	4	4	4	4	4	16	17	17
모두투어재팬	-	-	-	-	-	-	-	-	8	8	8	8	-	30	46
연결영업이익	45	37	83	38	110	74	81	55	91	80	146	104	321	422	521
본사	65	48	90	54	119	79	88	45	105	76	133	86	331	401	458
자회사	-20	-11	-7	-16	-9	-5	-7	11	-14	3	14	18	-10	21	63
모두투어인터	0	-2	-1	0	-1	-1	-1	0	-2	-1	-1	-1	-2	-5	-4
자유투어	-10	-8	-3	-12	2	-2	-3	3	-5	-2	6	6	0	5	19
크루즈인터	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
모두관광개발	-2	0	0	0	-1	-1	-2	-2	-3	-1	0	0	-5	-4	4
모두투어 REITs	-	-	-	-	-	-	-	4	5	5	5	5	4	20	20
서울호텔학교	-7	1	-4	-2	-6	1	-3	-1	-6	1	-3	-1	-9	-9	-5
모두스테이	-2	-1	-1	-1	-2	-2	1	7	-6	-3	2	4	4	-3	5
다낭호텔	-	-	-	-	1	1	1	1	1	2	2	2	3	6	6
모두투어재팬	-	-	-	-	-	-	-	-	3	3	3	3	-	12	18
OPM	8%	7%	13%	6%	15%	11%	11%	7%	8%	8%	12%	9%	11%	9%	10%
본사	12%	10%	16%	11%	19%	14%	14%	7%	11%	9%	13%	9%	13%	11%	11%
자회사	-31%	-14%	-8%	-19%	-9%	-5%	-7%	9%	-9%	2%	7%	9%	-2%	3%	7%
연결순이익(지배주주)	39	36	69	30	81	60	63	65	74	59	109	77	242	319	390
NIM	7%	7%	11%	5%	11%	9%	9%	8%	7%	6%	9%	7%	9%	7%	8%
성장성(YoY)															
연결매출액	18%	9%	25%	12%	24%	24%	13%	30%	48%	53%	66%	47%	23%	54%	13%
연결영업이익	-28%	-29%	150%	123%	155%	101%	-2%	45%	-17%	8%	80%	88%	59%	31%	24%
연결순이익	-31%	-13%	113%	952%	130%	70%	-7%	127%	-8%	-2%	72%	19%	52%	18%	22%
[본사 실적 추정]															
[여행객 지표]															
패키지 승객수(만명)	36	30	34	35	42	33	35	40	45	38	42	46	150	172	191
(YoY)	6%	5%	17%	10%	18%	10%	3%	15%	7%	15%	19%	16%	12%	14%	11%
패키지 ASP(만원)	85.9	84.6	89.4	79.3	87.2	91.7	93.9	87.7	87.2	88.5	94.8	80.6	89.9	87.6	85.9
(YoY)	-2%	-3%	3%	-8%	2%	9%	5%	11%	0%	-4%	1%	-8%	6%	-3%	-2%
매출전환율(패키지)	14.3%	15.0%	15.8%	14.9%	15.1%	15.7%	15.6%	15.3%	15.4%	15.6%	15.7%	15.0%	15.4%	15.4%	15.5%
본사 영업수익	531	464	557	507	643	573	625	652	710	639	762	696	2,493	2,808	3,112
항공권대수익	44	34	36	40	34	37	37	48	38	48	50	63	157	198	243
국제관광알선수익	438	383	482	412	551	480	517	535	602	529	627	561	2,083	2,319	2,551
기타수익	49	47	40	55	58	56	71	69	70	62	86	73	254	290	319
본사 영업비용	466	416	466	453	524	494	536	608	605	562	630	610	2,163	2,407	2,655
급여 및 성과급	146	133	141	140	159	152	157	169	166	165	170	166	638	667	723
광고선전비	36	35	31	40	37	40	44	79	70	48	50	52	200	220	218
지급수수료	228	194	236	213	271	241	271	284	293	281	339	308	1,068	1,220	1,393
기타	55	54	58	59	57	61	63	76	76	69	71	84	257	300	320
본사 영업이익	65	48	90	54	119	79	88	45	105	76	133	86	331	401	458
OPM	12%	10%	16%	11%	19%	14%	14%	7%	15%	12%	17%	12%	13%	14%	58%

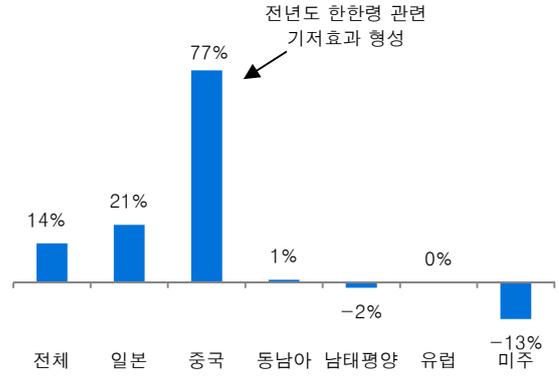
주: 1Q18 매출액 인식기준은 K-IFRS 적용으로 인해 변경됨. 2017년 매출액은 소급 적용되지 않은 점에 유의. 1Q18 본사 영업수익 세부사항과 패키지 매출전환율은 당사 추정치 자료: 유엔터증권 리서치센터

[그림 1] 1Q18 하나/모두투어 목적지별 패키지 송객 성장률(YoY)



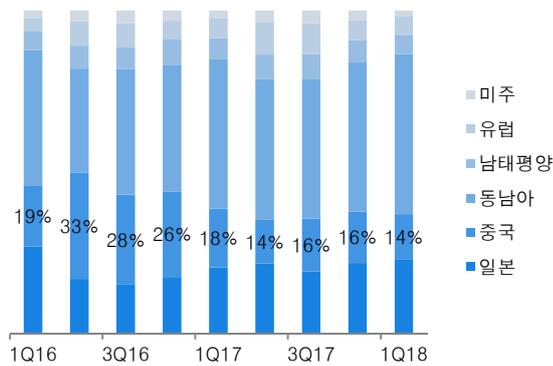
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2018년 4월 모두투어 목적지별 패키지 송객 성장률(YoY)



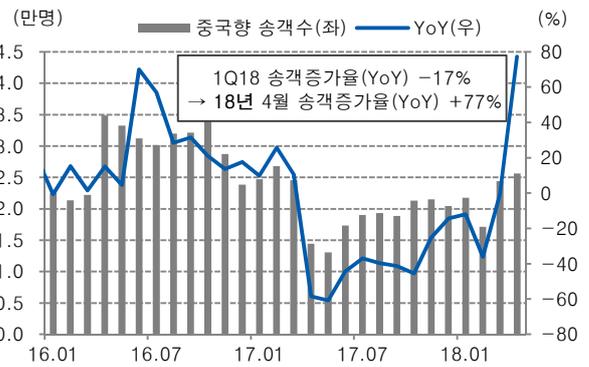
자료: 모두투어, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 모두투어 목적지별 패키지 송객수 비중 추이



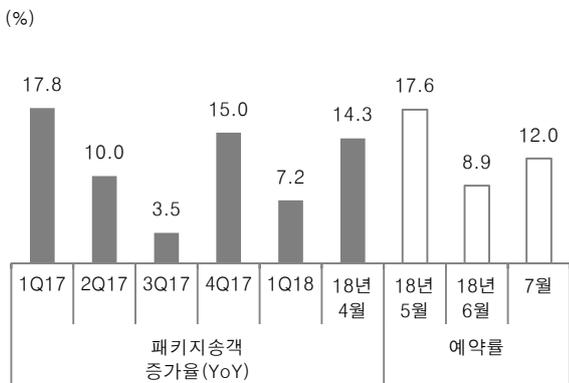
자료: 모두투어, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 모두투어 중국향 패키지 송객수 추이



자료: 모두투어, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 모두투어 예약률 (5월 2일 기준)



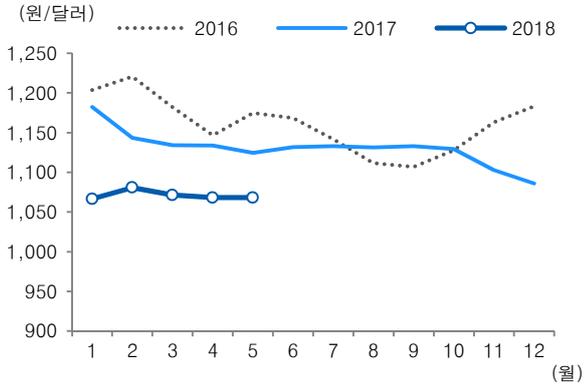
자료: 모두투어, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 모두투어, 12MF PER 추이 (컨센서스 기준)



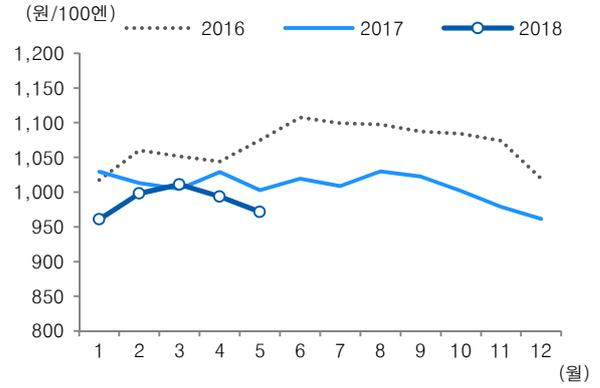
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 원/달러 환율 추이



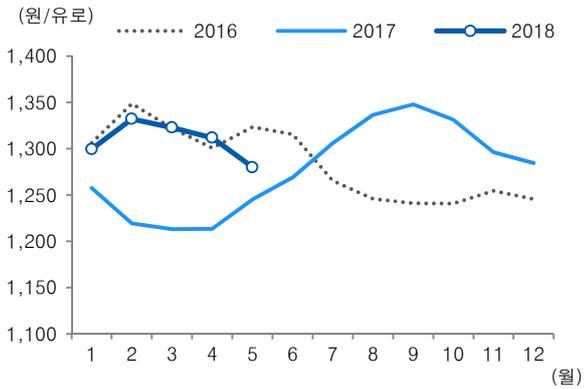
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 원/100엔 환율 추이



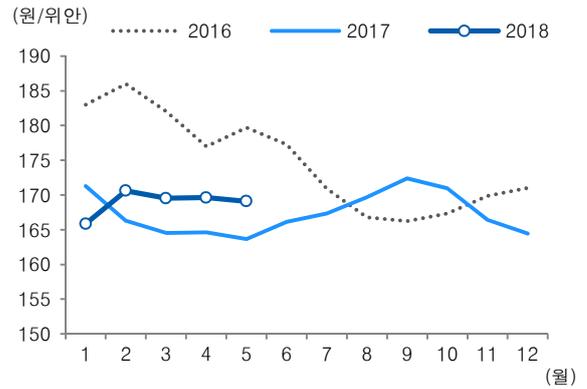
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 원/유로 환율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 원/위안 환율 추이



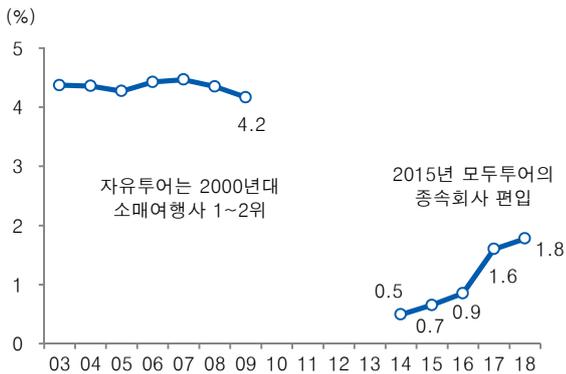
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 자유투어, 분기별 실적 추이

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18(p)	2015	2016	2017
패키지 송객수(명) (YoY)	18,217 28%	20,460 66%	26,248 62%	27,327 89%	29,692 63%	27,522 35%	32,028 22%	38,459 41%	52,744 78%	41,502 51%	46,208 44%	49,292 28%	61,772 17%	92,252 61%	127,701 38%	189,746 49%
티켓 송객수(명) (YoY)	4,208 21%	5,712 65%	5,781 32%	8,844 121%	8,677 106%	10,538 84%	10,613 84%	20,232 129%	39,183 352%	60,154 471%	56,755 435%	51,899 157%	62,648 60%	24,545 60%	50,060 104%	207,991 316%
매출액(억원)	18	17	20	23	25	28	39	37	55	54	58	62	111	79	129	229
패키지	12	12	13	13	17	19	23	23	37	32	37	36	-	51	81	143
티켓	1	1	1	2	2	3	-3	1	1	3	3	28	-	6	3	36
임대	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	-	2	2	1
기타	4	4	5	7	6	6	19	13	16	18	17	-3	-	20	44	49
판매비(억원)	24	31	33	43	36	36	42	49	53	56	61	59	78	132	163	228
영업이익(억원)	-6	-14	-13	-21	-10	-8	-3	-12	2	-2	-3	3	-5	-54	-33	1
매출성장률(YoY)	49%	11%	-16%	68%	39%	57%	92%	64%	116%	93%	48%	67%	102%	22%	63%	77%
패키지 매출성장률 YoY)	22%	8%	14%	60%	38%	56%	71%	70%	119%	69%	65%	60%	-	24%	59%	76%

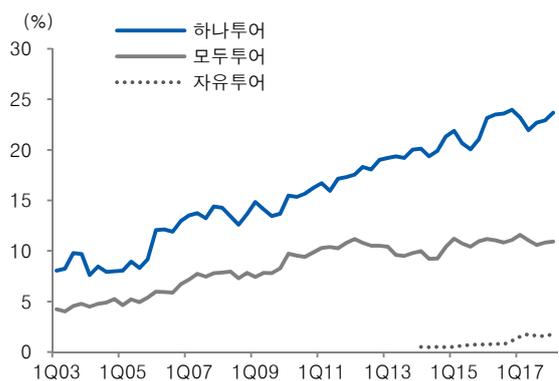
주: 자유투어의 1Q18 매출액 인식기준은 K-IFRS 적용으로 인해 변경됨. 2017년 매출액은 소급 적용되지 않은 점에 유의
 자료: 모두투어, 자유투어, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 자유투어 아웃바운드 M/S 추이



주: 자유투어의 2018년 M/S는 3월 누적 기준
 자료: 자유투어, 한국관광공사, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 여행 3사 아웃바운드 M/S 추이



자료: 자유투어, 한국관광공사, 유안타증권 리서치센터

모두투어 (080160) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,371	2,909	4,470	5,040	5,524
매출원가	112	109	1,176	1,282	1,382
매출총이익	2,259	2,800	3,294	3,758	4,142
판매비	2,058	2,479	2,873	3,237	3,493
영업이익	201	321	422	521	649
EBITDA	229	352	465	564	689
영업외손익	28	8	-5	-13	-11
외환관련손익	5	-25	0	0	0
이자손익	12	10	-2	-1	1
관계기업관련손익	22	30	0	0	0
기타	-11	-7	-3	-12	-12
법인세비용차감전순손익	229	329	417	508	638
법인세비용	70	87	101	123	153
계속사업순손익	159	242	316	385	485
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	159	242	316	385	485
지배지분순이익	168	242	319	390	484
포괄순이익	156	240	314	383	483
지배지분포괄이익	165	239	313	382	481

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,511	2,087	2,482	2,859	3,318
현금및현금성자산	583	531	616	743	1,135
매출채권 및 기타채권	388	451	649	718	786
재고자산	1	1	2	2	3
비유동자산	592	1,295	1,277	1,259	1,245
유형자산	219	225	213	200	185
관계기업등 지분관련자산	208	80	80	80	80
기타투자자산	9	85	85	85	85
자산총계	2,104	3,382	3,759	4,118	4,563
유동부채	1,031	1,418	1,621	1,691	1,761
매입채무 및 기타채무	588	666	666	666	666
단기차입금	5	140	343	413	483
유동성장기부채	5	8	8	8	8
비유동부채	46	334	334	334	334
장기차입금	23	302	302	302	302
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,077	1,752	1,955	2,025	2,095
지배지분	1,034	1,348	1,583	1,847	2,178
자본금	63	95	95	95	95
자본잉여금	279	292	292	292	292
이익잉여금	976	1,149	1,386	1,652	1,983
비지배지분	-8	282	221	245	289
자본총계	1,027	1,630	1,804	2,093	2,468
순차입금	-930	-971	-853	-910	-1,232
총차입금	73	474	677	747	818

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	317	382	350	564	663
당기순이익	159	242	316	385	485
감가상각비	22	25	38	38	40
외환손익	-5	23	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	-14	-4	0	0	0
자산부채의 증감	116	123	14	161	163
기타현금흐름	39	-26	-18	-20	-26
투자활동 현금흐름	-61	-538	-106	-107	-107
투자자산	74	-66	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-12	-14	-25	-25	-25
유형자산 감소	1	1	0	0	0
기타현금흐름	-123	-459	-81	-82	-82
재무활동 현금흐름	-119	113	121	-53	-82
단기차입금	3	-5	203	70	70
사채 및 장기차입금	5	22	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-46	-69	-82	-124	-153
기타현금흐름	-81	165	0	0	0
연결법위변동 등 기타	1	-9	-280	-276	-81
현금의 증감	137	-52	85	127	392
기초 현금	446	583	531	616	743
기말 현금	583	531	616	743	1,135
NOPLAT	201	321	422	521	649
FCF	272	375	351	574	671

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

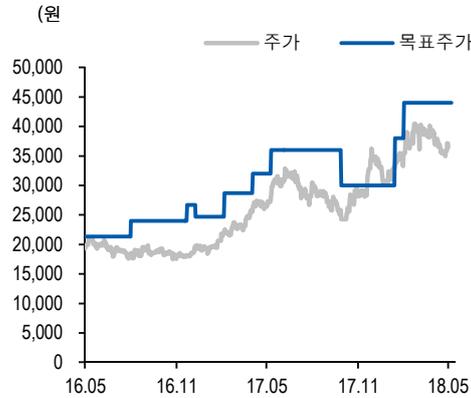
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,330	1,279	1,687	2,062	2,560
BPS	8,976	7,410	8,701	10,153	11,971
EBITDAPS	1,820	1,860	2,458	2,986	3,644
SPS	18,816	15,394	23,653	26,665	29,227
DPS	600	450	680	840	950
PER	21.6	26.0	21.6	17.7	14.2
PBR	3.2	4.5	4.2	3.6	3.0
EV/EBITDA	11.7	12.3	13.5	11.0	8.6
PSR	1.5	2.2	1.5	1.4	1.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	16.0	22.7	53.6	12.7	9.6
영업이익 증가율 (%)	22.3	59.6	31.2	23.7	24.5
지배순이익 증가율 (%)	26.6	44.2	31.9	22.2	24.1
매출총이익률 (%)	95.3	96.2	73.7	74.6	75.0
영업이익률 (%)	8.5	11.0	9.4	10.3	11.8
지배순이익률 (%)	7.1	8.3	7.1	7.7	8.8
EBITDA 마진 (%)	9.7	12.1	10.4	11.2	12.5
ROIC	-85.8	-80.3	-141.3	1,103.6	277.3
ROA	8.5	8.8	8.9	9.9	11.1
ROE	16.5	20.3	21.8	22.7	24.0
부채비율 (%)	104.9	107.5	108.3	96.8	84.9
순차입금/자기자본 (%)	-90.0	-72.0	-53.9	-49.3	-56.5
영업이익/금융비용 (배)	46.2	66.1	21.2	23.3	26.5

모두투어 (080160) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-05-03	BUY	44,000	1년		
2018-02-02	BUY	44,000	1년		
2018-01-15	BUY	38,000	1년	-8.94	-6.71
2017-09-29	BUY	30,000	1년	2.28	20.67
2017-07-18	무상증자	36,000		-	-
2017-07-04	BUY	36,000	1년	-19.58	-16.11
2017-05-11	BUY	36,019	1년	-13.49	-8.70
2017-04-04	BUY	32,017	1년	-16.04	-14.27
2017-02-06	BUY	28,682	1년	-18.94	-10.12
2016-12-10	BUY	24,679	1년	-19.86	-11.35

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	11.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-04-30

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자시결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.