

Initiation

# 모두투어 (080160)

김수민 soomin.kim@dashin.com

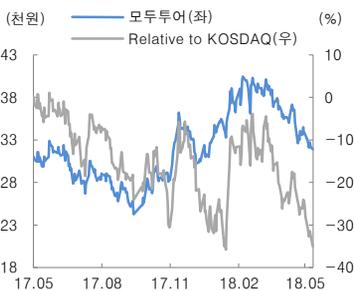
투자 의견 **BUY**  
매수, 신규

6개월 목표주가 **40,000**  
신규

현재주가 (18.05.28) **31,900**  
레저업종

KOSDAQ	879.69
시가총액	603십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	40,450원 / 24,250원
120일 평균거래대금	64억원
외국인지분율	43.54%
주요주주	우종용 외 13인 15.41% 국민연금 7.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.1	-20.3	-8.2	3.0
상대수익률	-10.5	-22.3	-19.3	-24.4



## 앞으로 기대되는 여행

### 투자의견 매수, 목표주가 40,000원 제시

- 목표주가는 12M FWD EPS 1,834원에 PER 22배 적용. RIM TP 45천원
- Target PER 22배는 모두투어 최근 5년간 평균 PER이자 업종 평균 수준

### 아웃바운드와 패키지에 대한 확신을 가지자

- 국내 아웃바운드 구조적 성장, 패키지 수요 확대 기반에 대형사 쏠림 지속되며 여행 본업은 외형 성장 지속할 것으로 전망
- 2018년 본사 매출 3,411억원(+36.8% yoy), OP 389억원(+18.1% yoy) 전망
- 2Q18 역기저효과, 지방선거에 따른 인센티브 패키지 위축, 비수기영향 확대. 3Q18 성수기 진입, 이연 수요 회복, 시장 분위기 전환. 4Q17 기저효과 반영. 전년과 달리 상저하고 흐름. 본사 OP 1H18 -7.8% yoy, 2H18 +42.9% yoy 전망

### 사회사 기초 체력 완성. 여행 + 호텔 + 해외지사

- 연결 실적 비중은 크지 않음. 흑자전환 및 향후 성장 가능성에 주목
- 2017년 합산 매출 445억원(+36% yoy), 영업손실 6억원(-88% yoy). 실적 비중 70% 이상의 자유투어, 모두스테이 흑자전환. 2018년 합산 OP 17억원 전망
- 자유투어, 여행업 구조적 수혜 공유할 수 있는 기초 체력 완성
  - 1Q18 순매출 73억원(+33.2% yoy), 영업손실 -5억원(적전 yoy)
  - 항공권 비중 증가(+8%p yoy), 마케팅비용 확대(+20.9% yoy) 영향
  - 하반기 시장 분위기 전환되면서 자유투어 실적 개선 전망
- 모두스테이, 2017년 매출 117억원(+5.3% yoy), OP 3억원 흑전
  - 중국인 단체관광객 유입 전면 중단된 상황에서 유의미한 성과
  - 1Q18 영업손실 -6억원(적전 qoq), 스타즈4회(울산) 초기 비용 집행 영향
  - 울산점, 18.4월 영업 개시. 향후 모두스테이 외형 성장에 기여할 것
  - 추가로, 4Q17 리츠 연결 재편입. 향후 연간 약 20억원 안정적 이익 확보
- 해외사업 본격화 움직임 주목. 1Q18 모두투어재팬 연결 편입
  - 1Q18 매출 8억원, OP 3억원, OPM 41% 기록. 규모는 작지만 성장성 높음
  - 검증된 사업 구조. 2018년 해외지사 합산 OP 10억원 무난히 달성 전망
  - 하반기 중국, 유럽 편입시 해외지사 이익 기여도 확대. 2019년 40억원 목표
- 2018년 연결 매출 4,010억원(+37.8% yoy), OP 405억원(+26.6% yoy) 전망

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	237	291	401	440	505
영업이익	20	32	41	49	59
세전순이익	23	33	43	51	61
지배지분순이익	17	24	32	38	45
EPS	1,330	1,279	1,697	2,025	2,389
PER	21.8	23.8	19.3	16.1	13.7
BPS	8,207	7,134	8,398	9,893	11,657
PBR	3.5	4.3	3.9	3.3	2.8
ROE	16.5	20.3	21.9	22.1	22.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy 본부

### 모두투어를 소개합니다

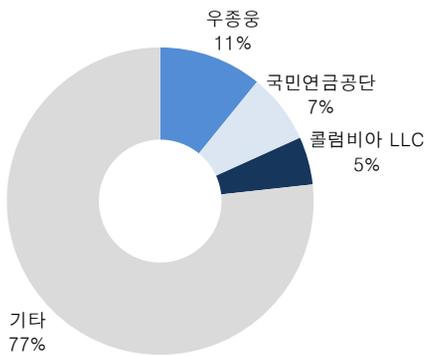
앞으로가 기대되는 회사,  
자회사 기초체력 완성

모두투어는 1989년 설립된 국일여행사에서 출발한다. 2005년 2월 현재의 상호로 법인명이 변경되었으며, 같은 해 7월 코스닥 시장에 상장했다. 전문 판매점 등 온/오프라인 채널을 통한 간접판매(B2B2C) 사업 구조의 종합여행사(wholesale)로, 현재 일본, 유럽, 중국 등 9곳에 해외 지사를 두고 있다.

2017년 273만명(+18.8% yoy)을 송출했으며, 국내 순출국자 기준 점유율 11.0%를 차지한다. 패키지 기준 점유율은 6.1%, 송객수 150만명으로, 동남아와 중국, 일본향 송객이 전체 패키지 송객의 81% 이상을 차지한다.

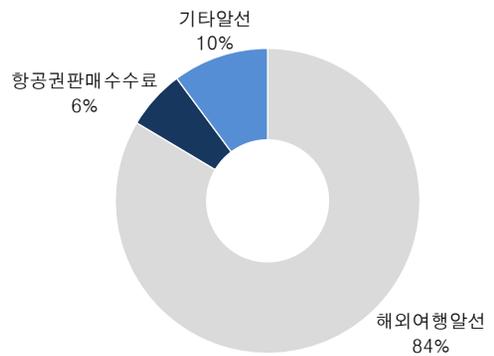
1Q18 모두투어재팬이 신규 연결 자회사로 포함8되면서, 자유투어, 크루즈인터내셔널, 모두스테이, 모두관광개발, 모두투어리츠, MODE HOTEL & REALTY, 모두인터내셔널, 서울호텔관광전문학교 등 총 9개 자회사를 보유하고 있다.

그림 130. 모두투어 주주 현황(1Q18 기준)



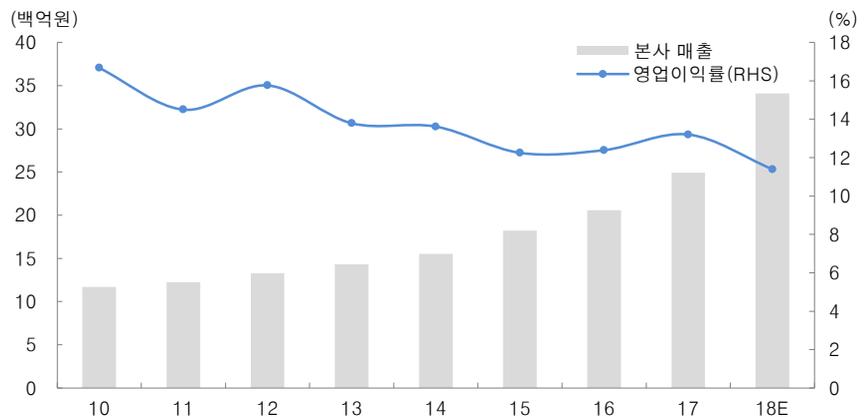
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 131. 모두투어 본사 부문별 매출(2017년)



자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 132. 모두투어 본사 매출 및 영업이익률 추이



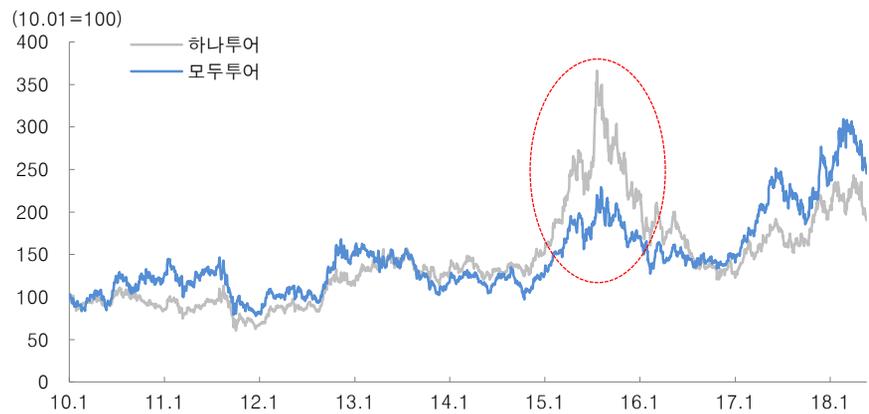
자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 133. 모두투어 주가 및 영업이익 추이



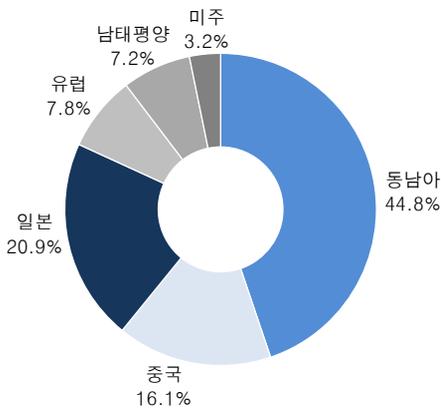
자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 134. 여행업종 주가 추이



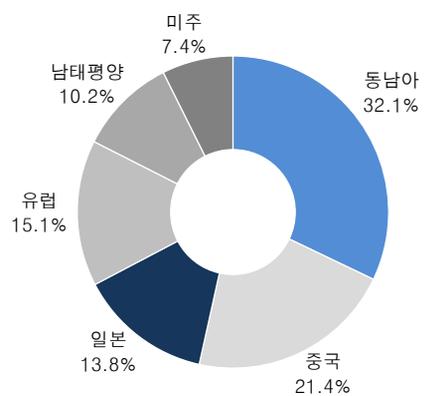
자료: Dataguide, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 135. 모두투어 지역별 모객 비중(2017년 기준)



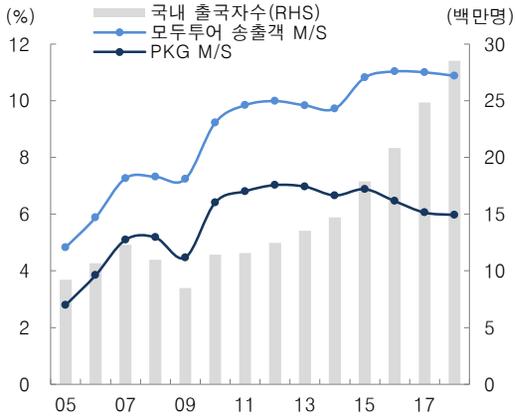
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 136. 모두투어 지역별 수익 비중(2017년 기준)



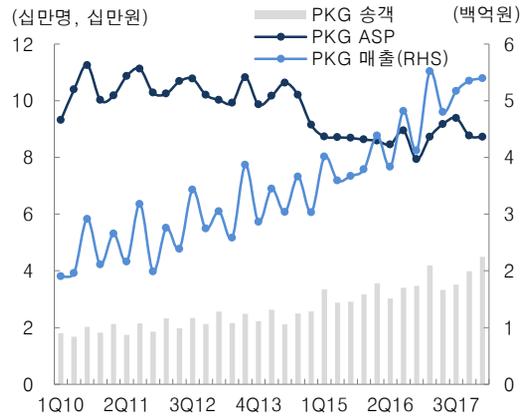
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 137. 국내 출국자수 및 모두투어 점유율



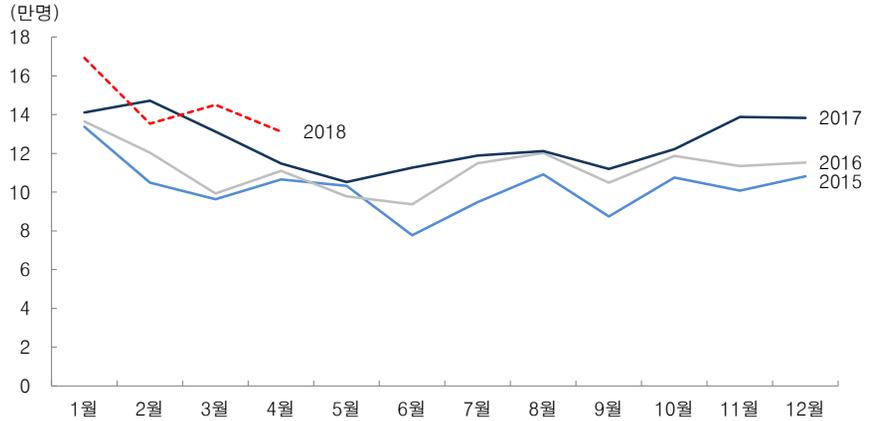
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 138. 모두투어 패키지 송객 ↑, ASP ↓, 매출 ↑



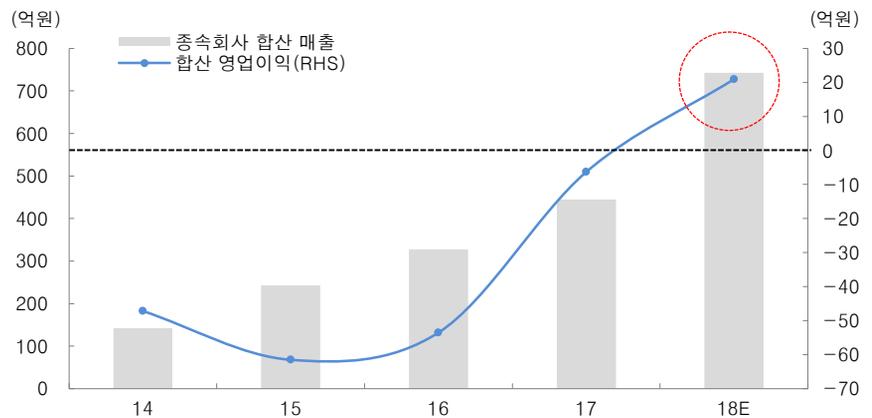
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 139. 모두투어 월별 패키지 송출객 추이



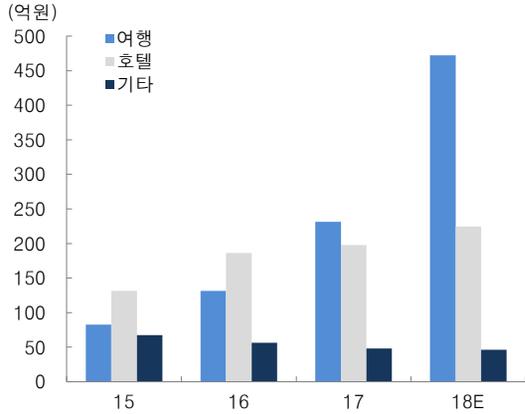
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 140. 모두투어 자회사 9개사 합산 실적 추이



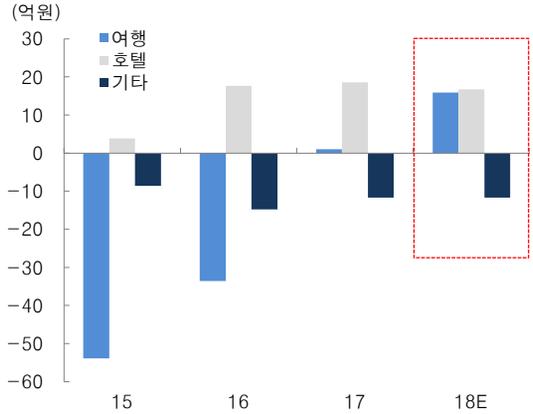
자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 141. 사업별 자회사 합산 매출 추이



자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 142. 사업별 자회사 합산 영업이익 추이



자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

표 6. 모두투어 자회사 현황

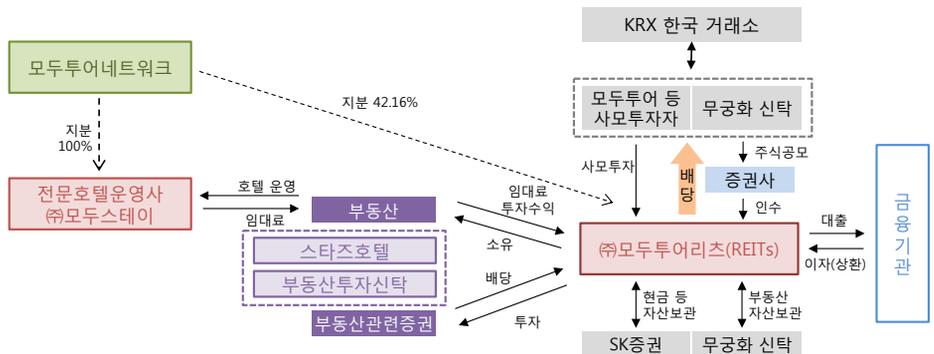
(천원, %)

구분	회사명	자본금	지분율	사업 내용
여행업	자유투어	7,517,614	79.81	2015년 4월 자회사 편입. B2C 전문 여행사. 최근 자유여행(FT) 비중 확대
	크루즈인터내셔널	1,690,000	89.92	해외 크루즈 선사의 한국 총판을 수행하는 크루즈 전문 기업.
	모두투어재팬	75,508	100.00	일본 현지 예약대행 및 현지 관광 서비스 판매
호텔/숙박업	모두스тей	1,400,000	100.00	2014년 6월 설립. 호텔 브랜드 'STAZ HOTEL' 전문 운영 법인
	모두관광개발	900,000	100.00	2012년 4월 설립. 제주도 관광사업 영위. 제주 로베로호텔 운영
	모두투어자기관리 부동산투자회사	39,134,075	42.16	모두투어리츠. 2014년 1월 설립. 비즈니스 호텔 사업 추진
	MODE HOTEL & REALTY	132,750	100.00	베트남 소재 자회사. 베트남 다량 현지 스테이호텔(Stay Hotel) 운영
기타	모두투어인터내셔널	1,148,140	95.81	2008년 6월 설립. 인바운드 관광 전문 여행사. 중국 전담여행사 역할 수행
	서울호텔관광전문학교	4,600,000	100.00	호텔 및 관광산업 전문인력 양성 목적. 구 서울호텔종합전문학교 인수

주: 1Q18 기준 자회사 현황. 인바운드 관련 사업을 영위하는 자회사 음영표시로 구분

자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 143. 모두스тей와 모두투어리츠 통한 호텔사업 구조



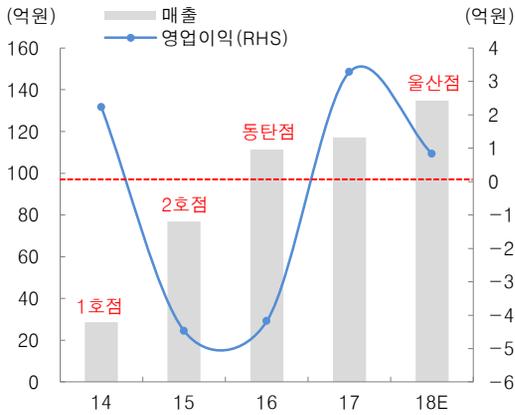
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

표 7. 모두투어 운영 호텔 현황

구분	소유	운영	객실	OCC	개관
STARZ HOTEL 명동 1호점	모두투어리츠	모두스테이	150	90%	2014년 6월
STARZ HOTEL 명동 2호점	모두투어리츠	모두스테이	174	90%	2015년 1월
STARZ HOTEL 동탄	모두투어리츠	모두스테이	93	65%	2016년 2월
STARZ HOTEL 울산	모두투어리츠	모두스테이	345	-	2018년 4월
STAY HOTEL 다남	모두투어네트워크	모두 H&R	103	85%	
HOTEL ROBERO	모두투어네트워크	모두관광개발	137	90%	
독산동 호텔(가칭)	모두투어리츠	모두스테이	-	-	2019년(예정)
스타즈호텔 김포(가칭)			376	-	2019년(예정)

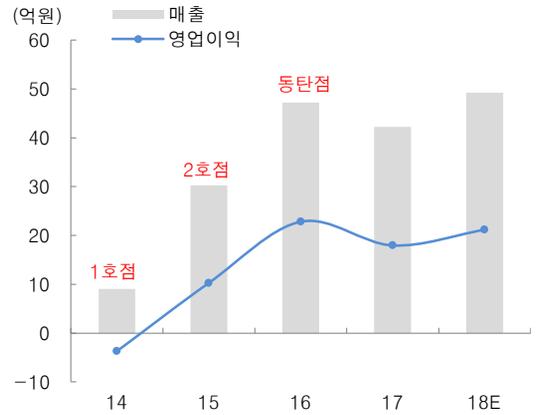
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 144. 모두스테이 실적 추이



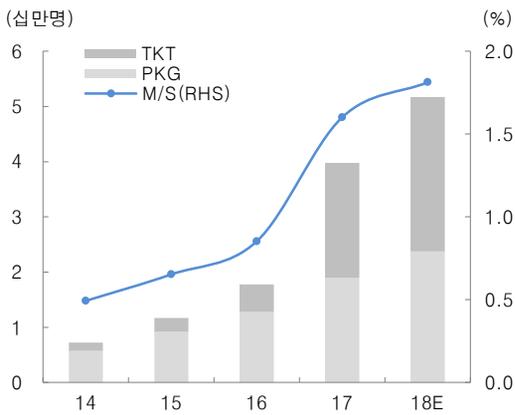
자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 145. 모두투어리츠 실적 추이



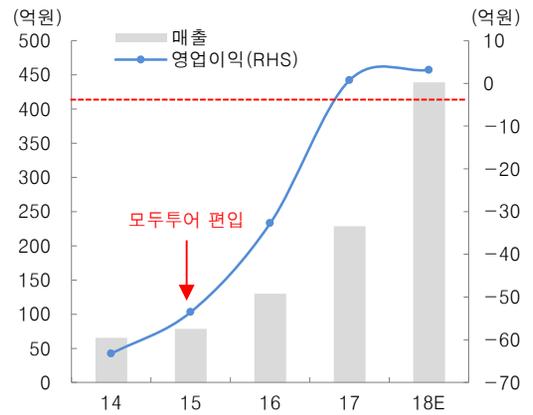
자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 146. 자유투어 송객 추이



자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 147. 자유투어 실적



자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

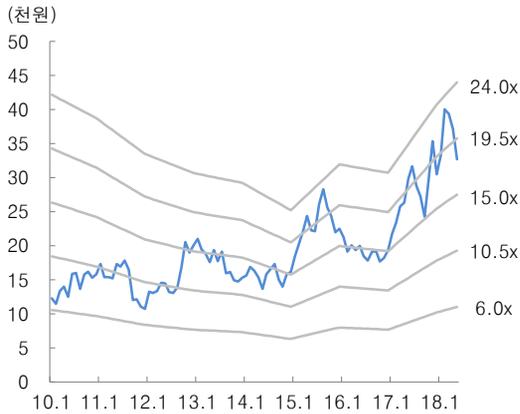
표 8. 모두투어 실적 전망

(만명, 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
국내 출국자수	611	571	657	644	700	657	756	740	2,084	2,484	2,853
모두투어 송출객수	71	63	70	70	76	70	82	82	230	273	310
모두투어 M/S	11.6	11.0	10.6	10.8	10.9	10.7	10.8	11.0	11.0	11.0	10.9
PKG	42	33	35	40	45	38	41	46	135	150	170
PKG M/S	6.9	5.8	5.4	6.2	6.4	5.8	5.5	6.2	6.5	6.1	6.0
모두투어 수탁금	5,090	4,470	5,089	5,021	5,513	4,915	5,866	5,743	16,238	19,670	22,037
(YoY %)	20.6	24.0	12.8	28.8	8.3	10.0	15.3	14.4	10.5	21.1	12.0
PKG 수탁금	3,659	3,053	3,304	3,501	3,920	3,412	3,805	3,985	11,414	13,517	15,123
PKG 마크업	15.1	15.7	15.6	15.3	13.8	15.8	15.7	15.4	15.0	15.4	15.2
매출	740	673	727	770	1,098	875	995	1,042	2,371	2,909	4,010
(YoY %)	24.3	23.9	13.2	30.3	48.4	30.0	36.9	35.3	16.0	22.7	37.8
본사	643	573	625	652	943	751	845	872	2,058	2,494	3,411
그 외	97	100	102	117	155	123	151	170	313	416	599
영업이익	110	73	81	55	91	83	122	109	201	320	405
(YoY %)	154.8	99.9	(2.3)	45.4	(17.1)	13.5	50.1	96.0	22.3	59.1	26.6
영업이익률(%)	14.9	10.9	11.2	7.2	8.3	9.5	12.3	10.4	8.5	11.0	10.1
본사	117	79	88	45	105	77	113	93	255	329	389
그 외	(7)	(5)	(7)	11	(14)	6	9	16	(54)	(9)	17
지배주주순이익	81	61	59	41	74	67	97	83	168	242	321
(YoY %)	130.5	71.6	(14.5)	45.3	(8.1)	9.5	65.0	100.6	26.6	44.2	32.7
순이익률(%)	10.9	9.1	8.1	5.4	6.8	7.6	9.7	8.0	7.1	8.3	8.0

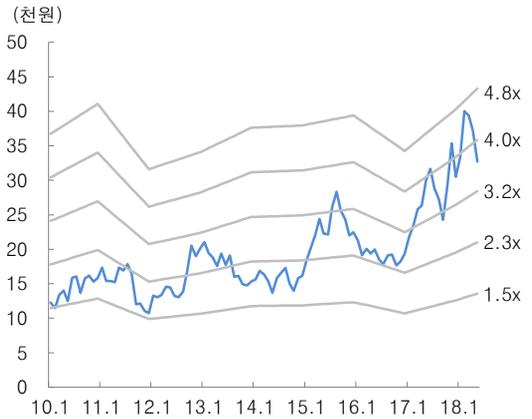
자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 148. 모두투어 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 149. 모두투어 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원, %)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) <sup>(주2)</sup>	32	38	45	51	57	63	68	72	75	79
- 잔여이익평가모형(Residual Income Model)을 이용한 목표주가 45,000원 - 2018~2022년 순이익 CAGR 15.4% 전망. 동기간 국내 출국자수 CAGR 11.2% 기반의 본업 성장 및 자회사 실적 개선 반영 - 2023~2027년 순이익 CAGR 6.0% 전망. 본업 한자릿수 안정적 성장, 자회사 이익 기여도 확대 전망										
II 자기자본(지배지분) <sup>(주2)</sup>	159	187	220	258	299	352	410	471	534	602
추정ROE	21.9	22.1	22.2	21.4	20.4	19.2	17.7	16.3	15.0	13.9
III 필요수익률 <sup>(주3)</sup>	5.7									
무위험이자율 <sup>(주4)</sup>	2.5									
시장위험프리미엄 <sup>(주5)</sup>	4.0									
베타	0.8									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	16.2	16.4	16.5	15.7	14.7	13.5	12.0	10.6	9.3	8.2
V 필요수익	8	9	11	13	15	17	20	23	27	30
VI 잔여이익(I-V)	24	29	34	39	42	45	47	48	48	48
현가계수	0.97	0.92	0.87	0.82	0.77	0.73	0.69	0.66	0.62	0.59
잔여이익의 현가	24	27	30	32	33	33	33	32	30	28
VII 잔여이익의 합계	301									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	419									
영구성장률(g) <sup>(주6)</sup>	0.0%									
IX 기초자기자본	135									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	855									
총주식수(천주)	18,900									
XI <b>적정주당가치(원)</b>	<b>45,227</b>									
현재가치(원)	31,900									
Potential (%)	41.8%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 \* 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮은 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

재무제표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	237	291	401	440	505
매출원가	11	11	74	65	73
매출총이익	226	280	327	375	433
판매비와관리비	206	248	287	326	374
영업이익	20	32	41	49	59
영업이익률	8.5	11.0	10.1	11.1	11.6
EBITDA	23	35	43	51	61
영업외손익	3	1	2	2	2
관계기업손익	2	3	2	2	2
금융수익	2	1	1	1	1
외환관련이익	1	1	1	1	1
금융비용	0	-1	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-1	-3	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	23	33	43	51	61
법인세비용	7	9	11	13	15
계속사업순이익	16	24	32	38	45
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	24	32	38	45
당기순이익률	6.7	8.3	8.0	8.7	9.0
비재배분순이익	-1	0	0	0	0
재배분순이익	17	24	32	38	45
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	16	24	32	38	45
비재배분포괄이익	-1	0	0	0	0
재배분포괄이익	16	24	32	38	45

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,330	1,279	1,697	2,025	2,389
PER	21.8	23.8	19.3	16.1	13.7
BPS	8,207	7,134	8,398	9,893	11,657
PBR	3.5	4.3	3.9	3.3	2.8
EBITDAPS	1,820	1,860	2,279	2,719	3,210
EV/EBITDA	11.7	14.4	12.6	10.3	8.4
SPS	18,816	15,394	21,217	23,306	26,736
PSR	1.5	2.0	1.5	1.4	1.2
CFPS	1,993	1,859	2,249	2,690	3,182
DPS	600	450	550	650	750

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	16.0	22.7	37.8	9.8	14.7
영업이익 증가율	22.3	59.6	26.2	21.1	19.3
순이익 증가율	23.8	52.4	32.5	19.5	18.5
수익성					
ROC	48.5	83.8	88.1	82.4	85.3
ROA	10.2	11.7	11.5	12.9	14.1
ROE	16.5	20.3	21.9	22.1	22.2
안정성					
부채비율	104.9	107.5	95.6	84.1	73.7
순차입금비율	-92.5	-60.8	-54.5	-55.4	-55.4
이자보상배율	46.2	66.1	76.7	88.7	101.4

자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy 본부

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	151	209	231	257	287
현금및현금성자산	58	53	59	79	100
매출채권 및 기타채권	39	45	61	67	77
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	54	110	110	110	110
비유동자산	59	130	134	139	145
유형자산	22	23	22	21	20
관계기업투자금	21	8	14	20	26
기타비유동자산	17	99	99	98	98
자산총계	210	338	366	396	432
유동부채	103	142	143	142	142
매입채무 및 기타채무	59	67	67	67	67
차입금	0	14	14	13	13
유동성채무	1	1	2	2	2
기타유동부채	43	60	60	60	60
비유동부채	5	33	36	39	42
차입금	2	30	33	36	38
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	3	3	3	3
부채총계	108	175	179	181	183
자배지분	103	135	159	187	220
자본금	6	9	9	9	9
자본잉여금	28	29	29	29	29
이익잉여금	98	115	139	167	200
기타지분변동	-28	-19	-19	-19	-19
비지배지분	-1	28	28	28	28
자본총계	103	163	187	215	249
순차입금	-95	-99	-102	-119	-138

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	32	38	31	47	50
당기순이익	16	24	32	38	45
비현금항목의 가감	9	11	10	13	15
감가상각비	3	3	3	2	2
외환손익	-1	2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	7	6	8	10	12
자산부채의 증감	12	12	-2	8	4
기타현금흐름	-5	-9	-10	-12	-14
투자활동 현금흐름	-6	-54	-8	-8	-8
투자자산	7	-13	-6	-6	-6
유형자산					
기타	-12	-39	0	0	0
재무활동 현금흐름	-12	11	-5	-8	-10
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	-2	-2	-2	-2
장기차입금	1	5	5	5	5
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-5	-7	-8	-10	-12
기타	-9	16	1	0	0
현금의 증감	14	-5	6	20	21
기초 현금	45	58	53	59	79
기말 현금	58	53	59	79	100
NOPLAT	14	24	31	37	44
FCF	15	25	32	38	45