

Industry Indepth
2018. 6. 11

모두투어 080160

새로운 먹거리를 준비할 때

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 안정적 이익이 강점인 국내 2위 B2B 여행업체
- ✓ 지난해 큰 폭의 영업이익 성장 후 안정적 성장으로 회귀
- ✓ 패키지 시장 성숙 구간 진입해 다음 먹거리를 위한 준비가 필요하다고 판단
- ✓ 투자 의견 Trading Buy, 적정주가 34,000원 제시

Trading Buy (신규)

적정주가 (12개월) **34,000 원**
현재주가 (6.8) **32,350 원**
상승여력 **5.1%**

KOSDAQ	878.48pt
시가총액	6,114억원
발행주식수	1,890만주
유동주식비율	80.04%
외국인비중	44.05%
52주 최고/최저가	40,450원/24,250원
평균거래대금	49.3억원

주요주주(%)	
우종웅 외 13 인	15.41
국민연금	7.38
Columbia Management Investment Advisers, LLC 외 1 인	5.02

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.8	-3.9	-1.6
상대주가	-6.6	-18.6	-25.0

주가그래프



넘사벽 2 위로 안착

국내 2위 B2B여행업체로 최근 대형 업체 위주로 성장이 집중되면서 굳건한 시장 내 2위 지배자로 자리매김함. 2015년 인수한 B2C 여행사 '자유투어'를 통해 저가 상품을, 모두투어 본사로는 프리미엄 상품을 집중시키는 이원화 전략을 택하고 있음

2018년 별도 매출액과 영업이익은 각각 3,583억원(+43.7% YoY)과 368억원(+11.8% YoY)으로 지난해 대비 이익 증가세는 크게 둔화될 전망. 지난해 상반기까지タイト한 비용 관리를 통해 수익성 관리 전략을 추구하였으나 하반기부터 경쟁 비용이 증가하기 시작함. 특히 최근 여행업 성장세가 크게 둔화되면서 1,2위 업체로 성장이 집중되어 중소기업체들의 어려움이 가중되고 있음. 때문에 이들의 공격적인 가격정책 및 마케팅에 대비한 경쟁 비용이 당분간 줄어들기 어려운 상황

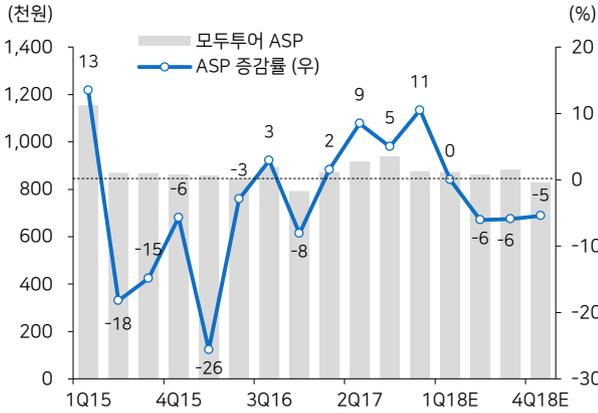
Phase 2 를 준비할 때

모두투어에 대해 투자 의견 Trading Buy, 적정주가 34,000원 제시. 적정주가는 Fwd 12M PER 20배 수준. 적용 배수는 동사 PER 밴드인 15~25배 중간값에 해당

패키지 본업에 집중해오며 가장 높은 이익 가시성을 보여옴. 다만 베이비부머 은퇴에 따른 생애 첫 여행 수요가 일단락되며 성장 국면 마무리되고 있어 패키지 시장은 성숙기 진입 예상. 따라서 향후 이익률은 하락할 수 밖에 없어 새로운 먹거리를 찾기 위한 투자가 필요할 때. 특히 지난해 높아진 항공권 점유율을 토대로 FIT monetizing에 성공할 경우 밸류에이션 리레이팅 가능

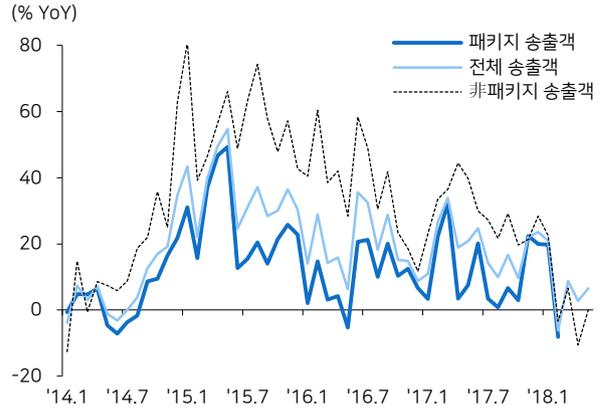
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	237.1	20.1	16.8	887	23.8	5,471	21.8	3.5	11.8	16.5	104.9
2017	291.0	32.1	24.2	1,279	52.4	7,134	23.8	4.3	14.4	20.3	107.5
2018E	416.2	38.7	31.1	1,645	28.5	8,297	20.0	4.0	13.0	21.3	91.7
2019E	442.7	41.4	31.2	1,652	0.4	9,419	19.9	3.5	11.8	18.6	86.2
2020E	479.1	44.3	34.1	1,802	9.1	10,596	18.3	3.1	10.6	18.0	81.3

그림53 모두투어 ASP 성장률은 올해 -4% 전망



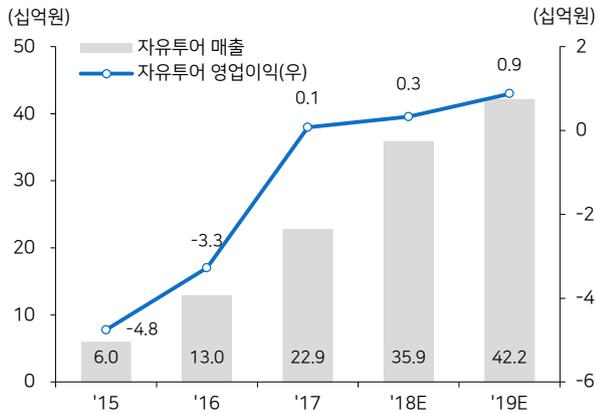
자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림54 모두투어 패키지 송출객 5월 18% YoY 성장



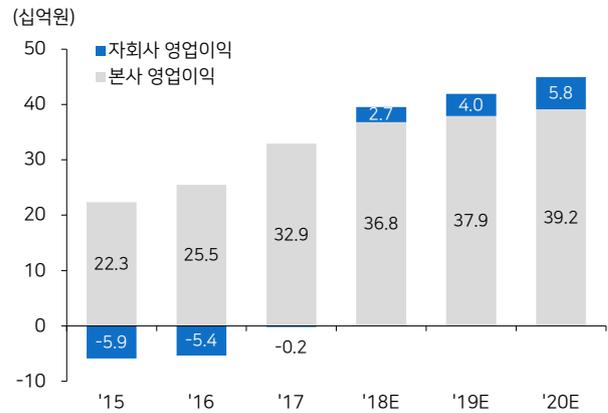
주: 모두투어 월별 송출객수 성장률. 송출객은 도착일 기준
 자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림55 자유투어 올해 3억 흑자 달성 기대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림56 본사 및 자회사 영업이익 기여도 전망



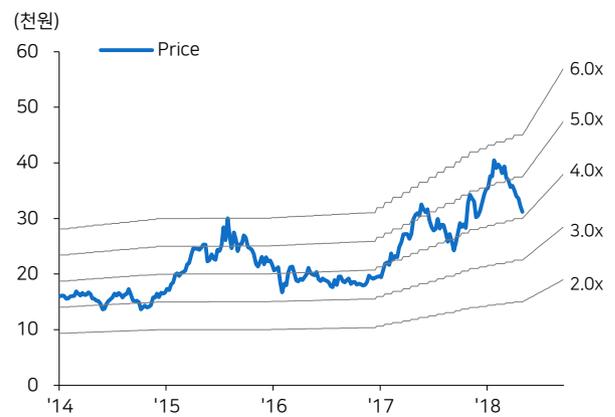
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림57 모두투어, 컨센서스 기준 PER 15배에서 25배 움직여



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림58 PBR band



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표16 모두투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
총 수탁금	422.1	360.6	451.1	389.9	509.0	447.0	508.9	502.1	551.3	454.4	571.3	510.6	1,624	1,967	2,088
% YoY	-11.7	6.7	22.3	2.7	20.6	24.0	12.8	28.8	8.3	1.7	12.3	1.7	3.8	21.1	6.1
매출전환율	12.6	12.9	12.3	13.0	12.6	12.8	12.3	13.0	12.9	13.2	11.9	13.0	12.7	12.7	12.7
매출총이익	53.1	46.4	55.7	50.7	64.3	57.3	62.5	65.2	71.0	59.9	68.0	66.3	205.8	249.4	265.2
% YoY	13.4	5.9	22.5	9.8	21.1	23.6	12.2	28.7	10.4	4.5	8.9	1.6	12.9	21.1	6.4
영업비용	46.8	41.6	46.6	45.3	52.6	49.4	53.6	60.8	60.5	53.1	56.2	58.6	180.3	216.4	228.4
% YoY	17.9	10.9	16.9	5.9	12.3	18.8	15.0	34.2	15.1	7.3	4.8	-3.5	12.8	20.0	5.5
% to sales	88.1	89.7	83.8	89.4	81.7	86.3	85.9	93.2	85.2	88.6	82.7	88.5	87.6	86.8	86.1
인건비	14.7	13.4	14.2	14.1	15.9	15.1	15.8	17.0	16.7	15.5	16.2	17.6	56.5	63.8	66.0
% to sales	27.7	28.9	25.6	27.9	24.8	26.4	25.3	26.0	23.5	25.8	23.9	26.6	27.5	25.6	24.9
커미션 수수료	22.8	19.4	23.6	21.3	27.1	24.1	27.1	28.4	29.3	25.4	27.8	28.8	87.1	106.8	111.3
% to sales	42.9	41.8	42.5	42.0	42.1	42.1	43.4	43.6	41.2	42.5	40.9	43.4	42.3	42.8	42.0
광고비	3.6	3.5	3.1	4.0	3.7	4.0	4.4	7.9	7.0	4.5	4.8	4.6	14.3	20.0	20.9
% to sales	6.9	7.6	5.6	7.9	5.7	7.0	7.1	12.1	9.8	7.5	7.0	7.0	6.9	8.0	7.9
영업이익	6.3	4.8	9.0	5.4	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	6.8	11.8	7.6	25.5	32.9	36.8
% YoY	-11.5	-24.1	62.9	60.1	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-10.3	-13.3	33.5	71.1	14.2	29.1	11.8
OPM (%)	11.9	10.3	16.2	10.6	18.3	13.7	14.1	6.8	14.8	11.4	17.3	11.5	12.4	13.2	13.9

Key assumption (천명)

출국자수	5,178	4,695	5,659	5,312	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,478	7,766	7,188	20,844	24,837	28,429
% YoY	18.9	14.7	21.3	11.4	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.4	18.2	11.6	16.5	19.2	14.5
패키지송객수	356	303	340	347	420	333	352	399	449	377	408	432	1,346	1,504	1,667
% YoY	6.3	5.3	16.7	9.8	17.8	10.0	3.5	15.0	7.1	13.4	16.0	8.0	9.4	11.7	10.8
항공권송객수	222	216	273	242	289	298	343	298	314	286	390	333	953	1,229	1,323
% YoY	46.1	42.7	40.0	17.5	30.3	37.6	25.9	23.3	8.6	-4.0	13.6	11.6	35.3	28.9	7.7
모두투어 M/S(%)	6.9	6.4	6.0	6.5	6.9	5.8	5.4	6.2	6.4	5.8	5.3	6.0	6.5	6.1	5.9
% YoY	-0.8	-0.6	-0.2	-0.1	0.0	-0.6	-0.7	-0.3	-0.4	0.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.4	-0.2

주: 2018년부터 항공권 블록(재고를 부담)에 대한 수탁금을 매출로 전부 인식 후 원가 차감 방식으로 변경. M/S는 출국자수 대비 모두투어 패키지 송출객 비중
 자료: 하나투어, 메리츠증권증권 리서치센터

표17 모두투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	59.5	54.3	64.2	59.1	74.0	67.3	72.7	77.0	109.8	95.5	104.7	106.2	237.1	290.9	416.2
% YoY	18.2	9.4	24.8	11.6	24.3	23.9	13.2	30.3	48.4	41.9	44.0	38.0	16.0	22.7	43.1
모두투어 본사	53.1	46.4	55.7	50.7	64.3	57.3	62.5	65.2	94.3	83.2	91.3	89.5	205.8	249.4	358.3
% YoY	13.4	5.9	22.5	9.8	21.1	23.6	12.2	28.7	10.4	4.5	8.9	1.6	12.9	21.1	6.4
종속회사	6.7	8.2	8.9	9.0	10.0	10.6	10.7	12.1	15.2	13.2	14.1	17.3	32.7	43.5	59.7
% YoY	53.2	15.8	55.2	25.7	50.8	29.1	20.5	35.1	51.5	24.5	31.6	42.2	34.7	32.8	37.4
영업이익	4.3	3.7	8.3	3.8	11.0	7.3	8.1	5.6	9.1	7.8	12.9	8.9	20.1	32.1	38.7
% YoY	-30.9	-28.9	149.6	123.3	154.8	99.9	-2.3	48.1	-17.1	6.2	59.1	57.2	22.3	59.6	20.6
영업이익률(%)	7.3	6.8	13.0	6.5	14.9	10.9	11.2	7.3	8.3	8.1	12.4	8.4	8.5	11.0	9.3
모두투어 본사	6.3	4.8	9.0	5.4	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	6.8	11.8	7.6	25.5	32.9	36.8
% YoY	-11.5	-24.1	62.9	60.1	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-10.3	-13.3	33.5	71.1	14.2	29.1	11.8
종속회사	-2.0	-1.1	-0.7	-1.6	-0.7	-0.4	-0.7	1.7	-1.1	1.0	1.2	1.6	-5.4	-0.2	2.7

주: 4Q17부터 모두투어리츠가 연결로 인식되기 시작함. 동 법인은 연간 20억원 내외의 영업이익이 발생
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

모두투어 (080160)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	237.1	291.0	416.2	442.7	479.1
매출액증가율 (%)	16.0	22.7	43.1	6.4	8.2
매출원가	11.2	10.9	110.8	110.8	119.8
매출총이익	225.9	280.0	305.4	331.9	359.3
판매관리비	205.8	247.9	266.6	290.5	315.0
영업이익	20.1	32.1	38.7	41.4	44.3
영업이익률	8.5	11.0	9.3	9.4	9.2
금융손익	1.2	0.7	1.0	1.2	1.5
중속/관계기업손익	2.2	3.0	2.5	2.7	2.8
기타영업외손익	-0.6	-2.9	-0.8	-1.0	-0.7
세전계속사업이익	22.9	32.9	41.5	44.3	47.8
법인세비용	7.0	8.7	10.4	13.1	13.8
당기순이익	15.9	24.2	31.1	31.2	34.1
지배주주지분 손이익	16.8	24.2	31.1	31.2	34.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	31.7	38.2	29.2	33.4	36.9
당기순이익(손실)	15.9	24.2	31.1	31.2	34.1
유형자산상각비	2.2	2.5	2.7	2.8	2.8
무형자산상각비	0.6	0.6	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	11.6	12.3	-4.1	-0.1	0.6
투자활동 현금흐름	-6.1	-53.8	-48.8	-12.2	-15.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.2	-1.4	-3.0	-3.0	-3.0
투자자산의 감소(증가)	19.3	5.2	-7.1	-1.5	-2.1
재무활동 현금흐름	-11.9	11.3	-22.4	-9.1	-10.0
차입금의 증감	0.5	40.1	-14.2	0.0	0.0
자본의 증가	-0.1	4.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	13.7	-5.2	-42.0	12.1	11.1
기초현금	44.6	58.3	53.1	11.2	23.3
기말현금	58.3	53.1	11.2	23.3	34.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	151.1	208.7	217.9	245.6	273.6
현금및현금성자산	58.3	53.1	11.2	23.3	34.3
매출채권	31.0	42.8	45.5	50.8	53.7
재고자산	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
비유동자산	59.2	129.5	136.8	138.5	140.7
유형자산	21.9	22.5	22.8	23.1	23.3
무형자산	5.6	2.6	2.5	2.4	2.3
투자자산	21.7	16.5	23.6	25.1	27.1
자산총계	210.4	338.2	354.7	384.0	414.2
유동부채	103.1	141.8	135.7	143.7	151.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.5	14.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.5	0.8	0.6	0.6	0.7
비유동부채	4.6	33.4	34.0	34.1	34.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.3	30.2	30.2	30.2	30.2
부채총계	107.7	175.2	169.6	177.7	185.7
자본금	6.3	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	27.9	29.2	29.2	29.2	29.2
기타포괄이익누계액	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	97.6	114.9	136.9	158.1	180.3
비지배주주지분	-0.8	28.2	28.2	28.3	28.3
자본총계	102.7	163.0	185.0	206.3	228.5

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	12,544	15,394	22,022	23,422	25,347
EPS(지배주주)	887	1,279	1,645	1,652	1,802
CFPS	1,329	1,859	2,255	2,395	2,570
EBITDAPS	1,214	1,860	2,199	2,341	2,493
BPS	5,471	7,134	8,297	9,419	10,596
DPS	400	450	500	550	650
배당수익률(%)	2.1	1.5	1.5	1.7	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	21.8	23.8	20.0	19.9	18.3
PCR	14.5	16.4	14.6	13.7	12.8
PSR	1.5	2.0	1.5	1.4	1.3
PBR	3.5	4.3	4.0	3.5	3.1
EBITDA	22.9	35.2	41.6	44.3	47.1
EV/EBITDA	11.8	14.4	13.0	11.8	10.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.5	20.3	21.3	18.6	18.0
EBITDA 이익률	9.7	12.1	10.0	10.0	9.8
부채비율	104.9	107.5	91.7	86.2	81.3
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	46.2	66.1	54.1	70.1	74.9
매출채권회전율(x)	8.7	7.9	9.4	9.2	9.2
재고자산회전율(x)	111.9	2,263.6	2,451.5	2,146.8	2,164.8