

# 모두투어 (080160)

김수민

soomin.kim@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**40,000**

유지

현재주가

(18.07.17)

**27,050**

레저업종

# 모두, 여행을 주목할 때

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 40,000원 유지

- 목표주가 40천원은 12M Forward EPS 1,808원에 PER 22배 적용, RIM 기준 TP 47천원

2Q18E Preview: 송출객(Q) 선방했으나, 지역믹스 변화로 ASP 하락

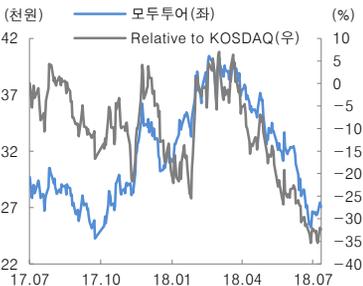
- 2Q18E 매출 839억원(+24.7% yoy), 영업이익 61억원(-16.2% yoy) 전망  
 - 2Q18 전체 송출객 +3.2% yoy, PKG 송출객 +13.2% yoy. 대내외 비우호적인 영업환경(전년도 역기저, 국내외 이벤트, 주요 지역 자연재해)에도 불구하고, 2Q18 모객 선방했으나, 지역 믹스 변화로 평균판매단가(ASP) -5% 추정. 본사 영업이익 56억원(-28.5% yoy) 전망  
 - 2Q18 지역별 송출객 중국 +72% yoy, 일본 +12% yoy, 유럽 +2% yoy, 미주 -19% yoy. 단거리 급증했으나, 자연재해로 장거리 감소, 상대적으로 잘 방어해 오던 ASP 하락 예상  
 - 향후 3개월 예약률(6/30 기준) 12.7%(+1.6%p mom), 15.5%(+5.6%p mom), 11.7% 기록. 7~8월 예약률 전월 대비 증가했으며, 이는 상반기 여행 수요 위축을 야기했던 주요 이슈 마무리 이후의 이연 수요 발생 의미. 지난 4Q17 기저 감안시 하반기 두드러지는 실적 개선 예상. 본사 영업이익 1H18E 162억원(-17.6% yoy), 2H18E 209억원(+57.4% yoy) 전망

하반기 본업 기대감 유효 + 자회사 턴어라운드 본격화

- 2Q18E 연결자회사 합산 영업이익 5억원(흑전 yoy) 전망. 모두투어리츠(4Q17), 모두투어저택(1Q18) 연결 편입 효과 반영. 모두투어리츠는 연간 20억원 수준의 이익 안정적으로 창출. 재팬은 연결 계상 첫 분기 영업이익 3억원 달성했으며, 하반기 유럽 지사 등 더해질 경우, 해외 현지법인 합산 영업이익 10억원 무난히 달성 가능할 것으로 예상  
 - 자유투어는 본업과 유사한 흐름으로 갈 수 밖에 없는 상황. 2Q18E 전년대와 유사한 수준의 소폭 적자 예상되나, 본사 대비 중국항 비중 높다는 점 감안시 3Q18E 턴어라운드, 연간 흑자 무난히 유지할 것으로 기대. 모두스테이도 또한 지난 18.3월 개장한 스타즈 4호점(울산) 관련 비용 반영되며 소폭 적자 지속하겠으나, 현재 1~3호점 평균 객실점유율 80% 유지 중으로, 하반기 ADR 회복시 연간 한자릿수 영업이익 유지 가능할 것으로 기대

KOSDAQ	819,72
시가총액	511십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	40,450원 / 24,250원
120일 평균거래대금	57억원
외국인지분율	42.61%
주요주주	우종웅 외 13 인 15.41% 국민연금 5.27%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.3	-24.2	-21.6	-6.9
상대수익률	-7.3	-16.7	-15.2	-25.0



(단위: 십억원, %)

구분	2Q17	1Q18	2Q18(F)			3Q18				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	67	110	87	84	24.7	-23.6	92	100	37.0	18.7
영업이익	7	9	8	6	-16.2	-32.7	8	13	56.9	107.9
순이익	6	8	7	5	-17.3	-36.7	6	10	71.9	99.8

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	237	291	396	435	499
영업이익	20	32	39	47	57
세전순이익	23	33	41	49	59
지배지분순이익	17	24	31	37	44
EPS	1,330	1,279	1,621	1,942	2,339
PER	21.8	23.8	16.7	13.9	11.6
BPS	8,207	7,134	8,321	9,736	11,500
PBR	3.5	4.3	3.3	2.8	2.4
ROE	16.5	20.3	21.0	21.5	22.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

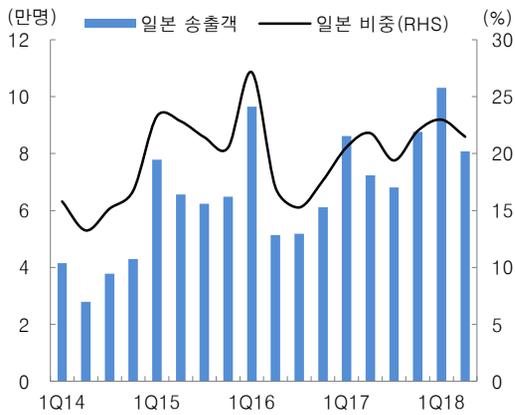
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	401	440	396	435	-1.2	-1.3
판매비와 관리비	287	326	284	323	-0.8	-0.9
영업이익	41	49	39	47	-4.7	-4.3
영업이익률	10.1	11.1	9.8	10.8	-0.4	-0.3
영업외손익	2	2	2	2	0.0	0.0
세전순이익	43	51	41	49	-4.5	-4.1
지배지분순이익	32	38	31	37	-4.5	-4.1
순이익률	8.0	8.7	7.7	8.4	-0.3	-0.2
EPS(지배지분순이익)	1,697	2,025	1,621	1,942	-4.5	-4.1

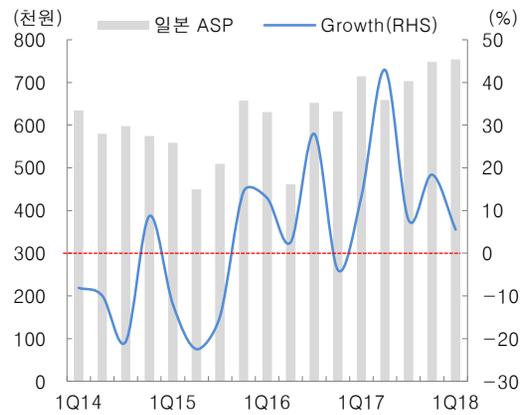
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 모두투어: 일본 송출객 및 비중 추이



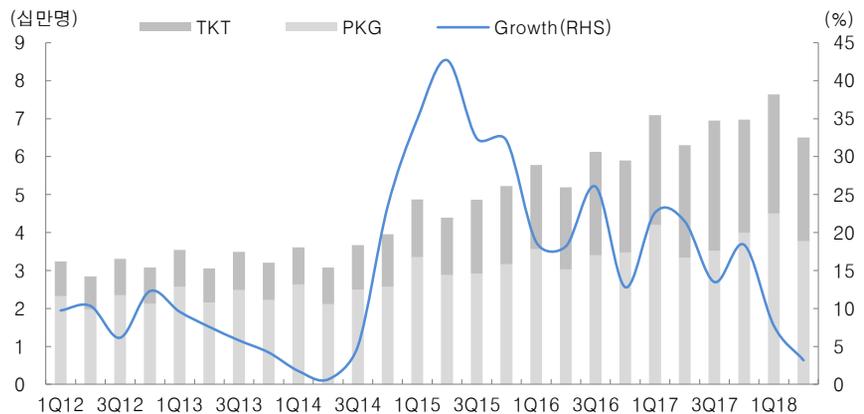
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 모두투어: 일본 ASP 및 증가율(YoY)



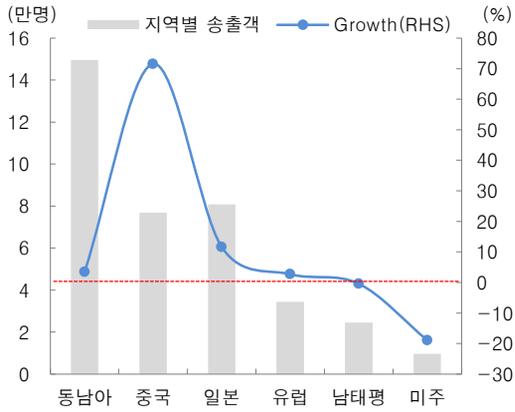
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 모두투어: 2Q18 전체 송출객 +3.2% yoy, PKG 송출객 +13.2% yoy



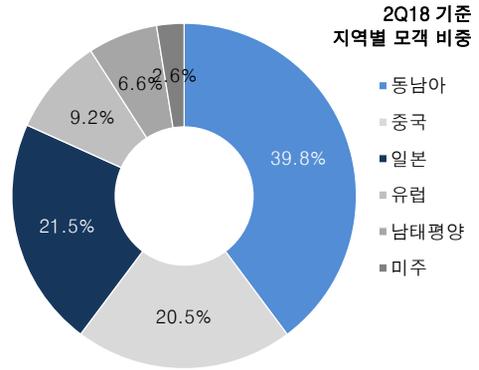
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 모두투어: 2Q18 지역별 송출객 및 증가율(YoY)



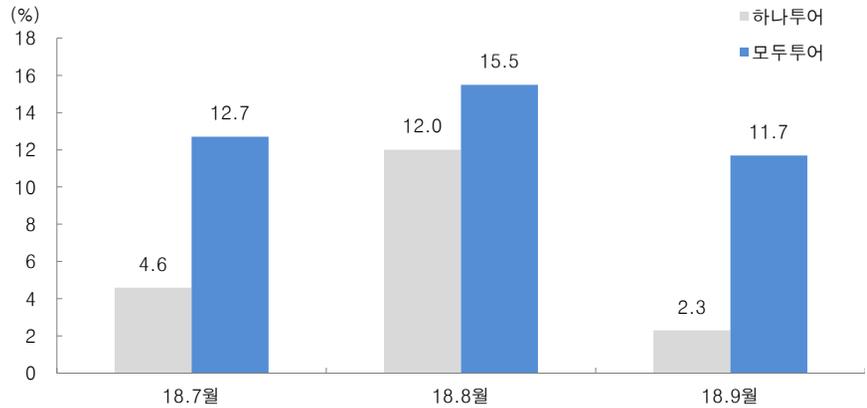
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 모두투어: 2Q18 지역별 송출객 비중



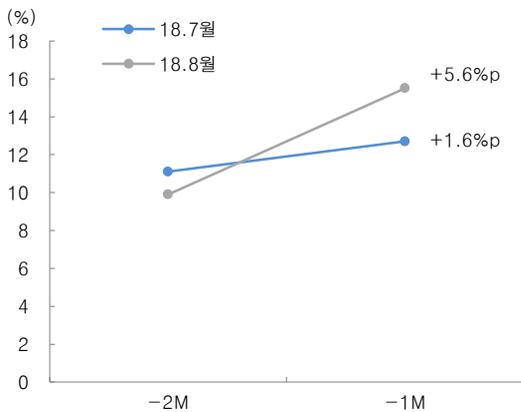
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 국내 주요 여행사 향후 3개월 예약률 현황(18.6월)



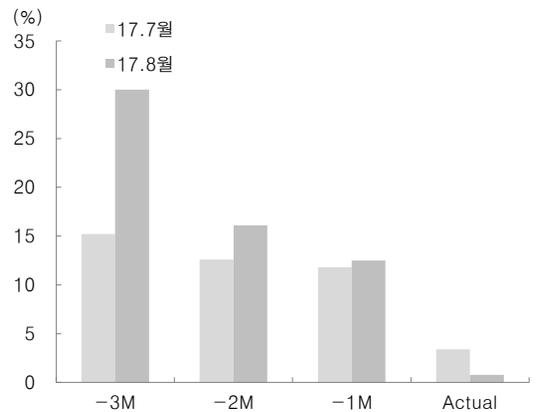
주: 모두투어(18/6/30), 하나투어(18/7/1) 각각 전년 동일 기준시점까지의 누적 모객 비교  
 자료: 모두투어, 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 최근 예약률은 전월 대비 증가하는 모습



자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 과거에는 시점에 가까워질수록 예약률 감소



자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

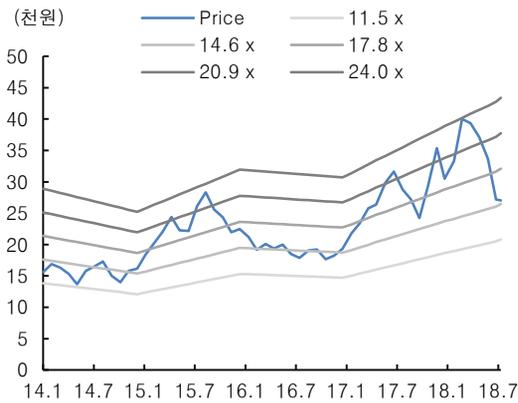
표 1. 모두투어 실적 추이

(억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015	2016	2017	2018E
수탁금	5,090	4,470	5,089	5,021	5,513	4,592	5,791	5,684	14,700	16,238	19,670	21,581
(YoY Growth)	20.6	24.0	12.8	28.8	8.3	2.7	13.8	13.2	15.3	10.5	21.1	9.7
Revenue	740	673	727	770	1,098	839	996	1,027	2,043	2,371	2,909	3,960
(YoY Growth)	24.3	23.9	13.2	30.3	48.4	24.7	37.0	33.5	24.1	16.0	22.7	36.1
본사	643	573	625	652	943	721	845	860	1,822	2,058	2,494	3,369
기타	97	100	102	117	155	118	151	168	221	313	416	592
OP	110	73	81	55	91	61	128	106	165	201	320	386
(YoY Growth)	154.8	99.9	(2.3)	45.4	(17.1)	(16.2)	56.9	90.6	(0.9)	22.3	59.1	20.6
본사	117	79	88	45	105	56	118	91	223	255	329	371
기타	(7)	(5)	(7)	11	(14)	5	9	15	(59)	(54)	(9)	15
NI Controlling	81	61	59	41	74	50	101	81	132	168	242	306
(YoY Growth)	130.5	71.6	(14.5)	45.3	(8.1)	(17.5)	72.2	95.3	(13.7)	26.6	44.2	26.7

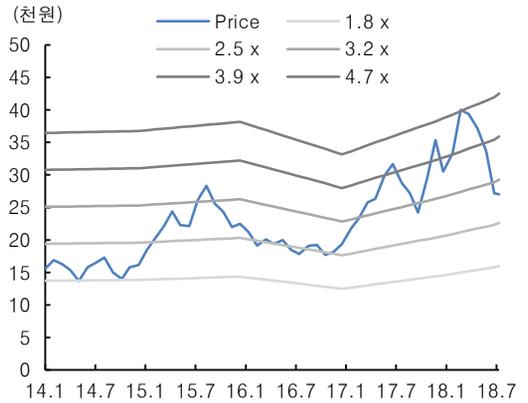
자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. 모두투어 12M Forward PER Band



자료: 모두투어, Wisefn, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 10. 모두투어 12M Forward PBR Band



자료: 모두투어, Wisefn, 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>	31	37	44	50	56	61	66	70	74	77
II 자기자본(지배지분) <sup>(주2)</sup>	157	184	217	254	294	346	403	462	525	591
추정ROE	21.0	21.5	22.0	21.2	20.3	19.2	17.7	16.2	14.9	13.9
III 필요수익률 <sup>(주3)</sup>	5.5									
무위험이자율 <sup>(주4)</sup>	2.3									
시장위험프리미엄 <sup>(주5)</sup>	4.0									
베타	0.80									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	15.5	16.0	16.5	15.7	14.8	13.7	12.2	10.7	9.4	8.4
V 필요수익	7	9	10	12	14	16	19	22	25	29
VI 잔여이익(I-V)	23	28	34	38	42	45	47	48	48	49
현가계수	0.98	0.93	0.88	0.83	0.79	0.75	0.71	0.67	0.64	0.60
잔여이익의 현가	23	26	30	32	33	34	33	32	31	29
VII 잔여이익의 합계	303									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	442									
영구성장률(g) <sup>(주6)</sup>	0.0%									
IX 기초자기자본	135									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	879									
총주식수(천주)	18,900									
XI <b>적정주당가치(원)</b>	<b>46,532</b>									
현재가치(원)	27,050									
Potential (%)	72.0%									

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 입장에서의 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 낮아진 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	396	435	499
매출원가	11	11	73	64	72
매출총이익	226	280	323	370	427
판매비외관리비	206	248	284	323	370
영업이익	20	32	39	47	57
영업이익률	8.5	11.0	9.8	10.8	11.5
EBITDA	23	35	41	49	59
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	41	49	59
법인세비용	-7	-9	-10	-12	-15
계속사업순이익	16	24	31	37	44
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	24	31	37	44
당기순이익률	6.7	8.3	7.7	8.4	8.9
비재배분순이익	-1	0	0	0	0
재배분순이익	17	24	31	37	44
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	16	24	30	36	44
비재배분포괄이익	-1	0	0	0	0
재배분포괄이익	16	24	30	36	44

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,330	1,279	1,621	1,942	2,339
PER	21.8	23.8	16.7	13.9	11.6
BPS	8,207	7,134	8,321	9,736	11,500
PBR	3.5	4.3	3.3	2.8	2.4
EBITDAPS	1,820	1,860	2,177	2,607	3,142
EV/EBITDA	11.7	14.4	10.7	8.6	6.8
SPS	18,816	15,394	20,953	23,004	26,390
PSR	1.5	2.0	1.3	1.2	1.0
CFPS	1,993	1,859	2,148	2,578	3,114
DPS	600	450	550	600	750

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	160	22.7	36.1	9.8	14.7
영업이익 증가율	22.3	59.6	20.2	21.6	21.9
순이익 증가율	23.8	52.4	26.5	19.9	21.0
수익성					
ROIC	48.5	83.8	84.8	80.3	84.9
ROA	10.2	11.7	11.0	12.4	13.9
ROE	16.5	20.3	21.0	21.5	22.0
안정성					
부채비율	104.9	107.5	96.3	85.3	74.6
순차입금비율	-92.5	-60.8	-54.5	-55.2	-55.3
이자보상배율	46.2	66.1	73.0	84.9	99.2

자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy 본부

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	151	209	230	254	284
현금및현금성자산	58	53	59	77	98
매출채권 및 기타채권	39	45	61	66	76
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	364	393	429
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	157	184	217
자본금	6	9	9	9	9
자본잉여금	28	29	29	29	29
이익잉여금	98	115	137	164	197
기타지분변동	-28	-19	-19	-19	-19
비재배지분	-1	28	28	28	28
자본총계	103	163	185	212	246
순차입금	-95	-99	-101	-117	-136

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	32	38	30	46	49
당기순이익	16	24	31	37	44
비현금항목의 가감	9	11	10	12	14
감가상각비	3	3	3	2	2
외환손익	-1	2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	7	6	7	9	12
자산부채의 증감	12	12	-2	8	4
기타현금흐름	-5	-9	-9	-11	-14
투자활동 현금흐름	-6	-54	-8	-8	-8
투자자산	7	-13	-6	-6	-6
유형자산	-1	-1	-1	-1	-1
기타	-12	-39	0	0	0
재무활동 현금흐름	-12	11	-5	-8	-9
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	-11
기타	-9	16	1	0	0
현금의 증감	14	-5	6	18	21
기초 현금	45	58	53	59	77
기말 현금	58	53	59	77	98
NOPLAT	14	24	29	35	43
FCF	15	25	30	36	44

[Compliance Notice]

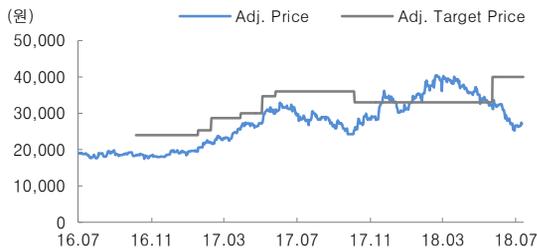
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김수민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

모두투어(080160) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	18.07.18	18.07.03	18.05.29	18.04.11	17.10.11	17.07.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	40,000	40,000	40,000	33,000	33,000	36,000
과리율(평균.%)		(27.90)	(25.26)	4.66	3.39	(22.68)
과리율(최대/최소.%)		(15.88)	(15.88)	(5.45)	22.58	(15.28)
제시일자	17.06.02	17.06.01	17.06.10	17.05.02	17.04.20	17.04.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	36,019	36,019	34,685	30,016	30,016	30,016
과리율(평균.%)	(13.56)		(12.24)	(10.53)	(10.62)	(10.13)
과리율(최대/최소.%)	(8.70)		(8.94)	(8.67)	(8.67)	(8.67)
제시일자	17.03.14	17.03.03	17.02.15	17.02.14	17.01.24	17.01.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	28,682	28,682	28,682	28,682	25,346	25,346
과리율(평균.%)	(18.18)	(20.34)	(20.98)		(14.52)	
과리율(최대/최소.%)	(10.12)	(17.33)	(17.33)		(11.05)	
제시일자	17.01.17	17.01.09	16.12.23	16.12.08	16.11.21	16.11.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	24,012	24,012	24,012	24,012	24,012	24,012
과리율(평균.%)	(34.66)	(34.84)	(35.14)	(35.53)	(28.05)	(28.14)
과리율(최대/최소.%)	(17.50)	(17.50)	(17.50)	(17.50)	(21.67)	(21.67)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20180715)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	82.1%	16.3%	1.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상