

모두투어 (080160)

김수민

soomin.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

35,000

하향

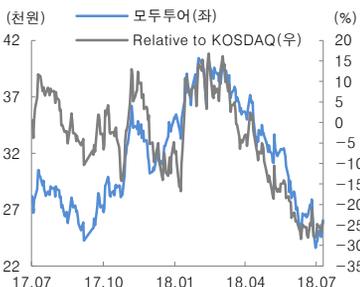
현재주가
(18.08.01)

26,050

레저업종

KOSDAQ	790.25
시가총액	492십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	40,450원 / 23,600원
120일 평균거래대금	57억원
외국인지분율	41.84%
주요주주	우종웅 외 13 인 15.41% 국민연금 5.27%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.2	-29.9	-25.5	-14.6
상대수익률	-0.8	-22.3	-14.3	-29.4



전략적 선택의 기로에서

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 35,000원으로 13% 하향

- 연간 실적 조정 및 현 주가와의 괴리율 반영해 목표주가 35천원으로 13% 하향 조정
- 12M Forward EPS 1,575원에 Target PER 22배 적용, RIM 기준 TP 37천원

2Q18 Review: 불륨 방어 vs. 비용 관리, 전략적 선택의 기로

- 2Q18 연결 매출 834억원(-0.8% yoy), 영업이익 40억원(-45.6% yoy) 기록
- 당사 추정 61억원, 컨센서스 70억원 크게 하회, 대내외 이벤트 및 주요 지역 자연재해, 유가, 환율 등 비우호적 영업 환경에서 불륨 방어를 위한 예상 이상의 비용 지출에 기인
- 2Q18 본사 PKG 승객 시장(+13.0% yoy) 수준으로 성장한 38만명(+13.2% yoy)으로 선 방했으나, 상대적으로 잘 방어해왔던 ASP -6.0% yoy, 수탁금 +6.4% yoy 성장에 그침. 여기에 늘려있는 수요 창출을 위한 광고비(+42.9% yoy) 및 항공권 관련 프로모션 등 기타 비용(+21.3% yoy) 확대, 본사 매출 704억원(-3.8% yoy), OP 46억원(-41.3% yoy) 기록
- 자회사 합산 영업손실 6억원(+16.4% yoy), 리츠(4Q17), 재팬(1Q18) 편입(합산 OP 8억원) 에도 불구하고, 자유투어, 스테이 영업손실 각각 8억원, 4억원으로 확대, 자유투어 PKG 승객 +21.1% 성장했으나 비용 증가가 더 컸고, 모두스테이는 18.3월 개관한 스타즈 울산점 영향

18.7월 모두투어 송출객 점검

- 18.7월 전체 송출객 217천명(-10.0% yoy), PKG 송출객 110천명(-6.9% yoy)
- 동남아 -6.1%, 중국 +4.7%, 일본 -13.0%, 유럽 -2.4%, 남태평양 -19.1%, 미주 -23.0%
- 기저 부담 없는 중국 외 전 지역 역성장, 일본은 역기저 높은 상황에서(2Q17 +45.4% yoy), 지진에서 홍수, 폭염 등으로 이어지는 기상 이변으로 여행심리 위축되며 수요 둔화
- 대내외 불안정 경기로 소비심리 위축, 기대했던 이연 수요 회복 추이 지켜볼 필요 있음. 다만, 4Q18 가격 민감도 높은 인센티브 수요 회복, 적절한 수준의 비용 통제, 주요 자회사 실적 개선 및 해외 법인 등의 신규 편입 수반되며, 2H18 OP +26.3% yoy 전망

(단위: 십억원, %)

구분	2Q17	1Q18	2Q18				3Q18			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	67	110	84	83	24.0	-24.0	92	89	22.9	7.1
영업이익	7	9	6	4	-45.6	-56.3	7	8	-4.4	95.2
순이익	6	8	5	3	-50.4	-62.1	6	6	8.5	110.3

구분	2016	2017	2018(F)			Growth		
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2017	2018(F)
매출액	237	291	396	382	-3.6	418	22.7	31.2
영업이익	20	32	39	31	-20.9	37	59.6	-5.0
순이익	17	24	31	25	-19.9	29	44.2	1.4

자료: 모두투어, WISDN, 대신증권 Research&Strategy본부

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	237	291	382	409	460
영업이익	20	32	31	41	47
세전순이익	23	33	32	43	49
지배지분순이익	17	24	25	32	37
EPS	1,330	1,279	1,298	1,714	1,957
PER	21.8	23.8	20.1	15.2	13.3
BPS	8,207	7,134	7,998	9,185	10,567
PBR	3.5	4.3	3.3	2.8	2.5
ROE	16.5	20.3	17.2	19.9	19.8

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

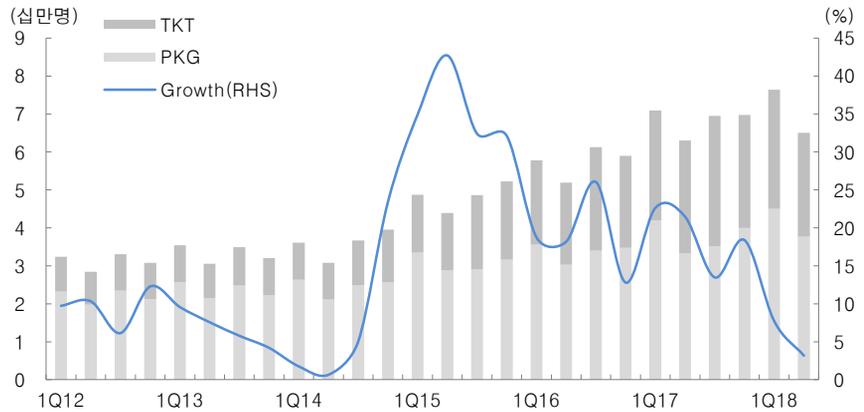
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	396	435	382	409	-3.6	-5.9
판매비와 관리비	284	323	281	313	-1.2	-3.2
영업이익	39	47	31	41	-20.9	-13.5
영업이익률	9.8	10.8	8.0	9.9	-1.8	-0.9
영업외손익	2	2	2	2	-5.4	0.0
세전순이익	41	49	32	43	-20.2	-12.9
지배지분순이익	31	37	25	32	-19.9	-11.7
순이익률	7.7	8.4	6.4	7.9	-1.3	-0.5
EPS(지배지분순이익)	1,621	1,942	1,298	1,714	-19.9	-11.7

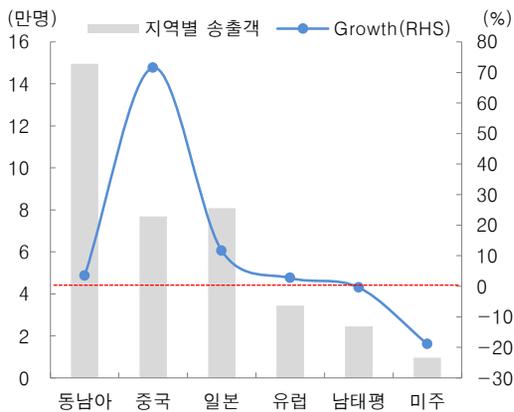
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 모두투어: 2Q18 전체 송출객 +3.2% yoy, PKG 송출객 +13.2% yoy



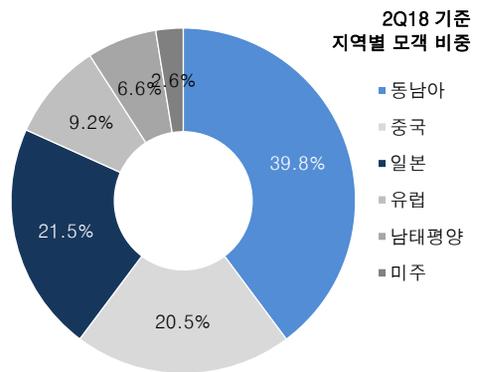
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 모두투어: 2Q18 지역별 송출객 및 증가율



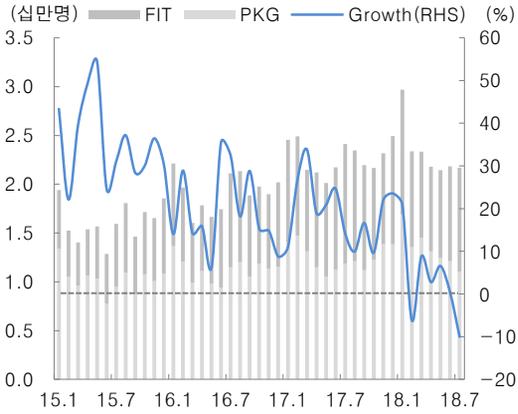
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 모두투어: 2Q18 지역별 송출객 비중



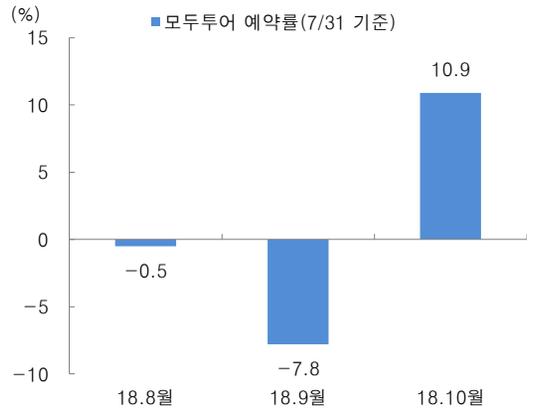
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 모두투어: 월별 송출객수 및 성장률(yoy)



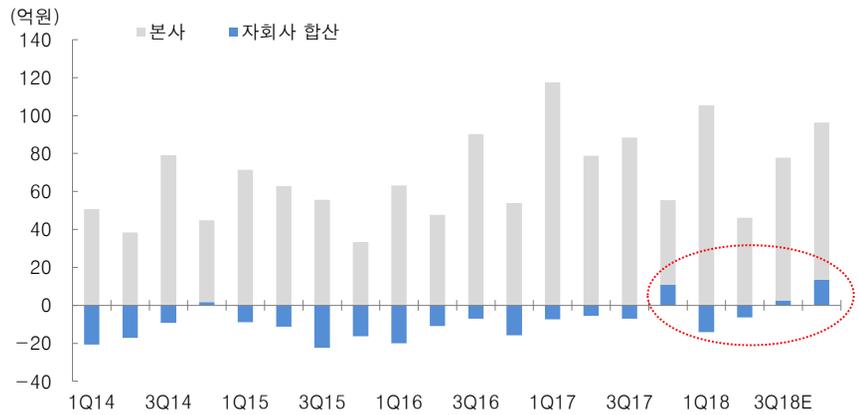
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 모두투어: 향후 3개월 예약률 현황(7/31)



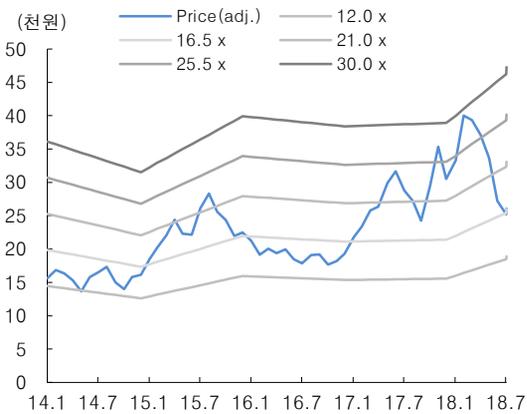
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 모두투어: 분기별 본사 및 자회사 합산 영업이익의 추이



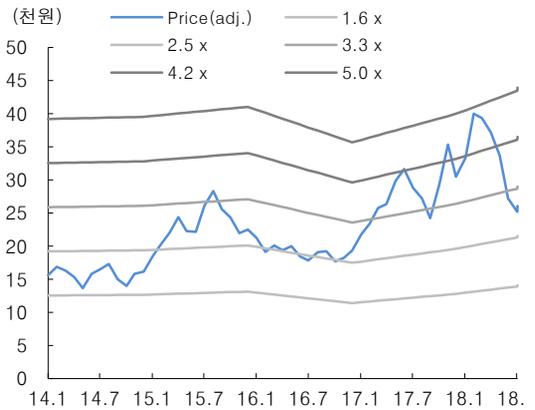
자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 모두투어 12M Forward PER Band



자료: 모두투어, Wsefn, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 모두투어 12M Forward PBR Band



자료: 모두투어, Wsefn, 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원 %)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	25	32	37	42	43	47	51	54	57	59
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	151	174	200	228	255	295	338	384	432	483
추정ROE	17.2	19.9	19.8	19.4	17.7	17.1	16.1	14.9	13.9	13.0
III 필요수익률 ^(주3)	5.5									
무위험이자율 ^(주4)	2.3									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.80									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	11.7	14.4	14.3	13.9	12.2	11.6	10.6	9.4	8.4	7.5
V 필요수익	7	8	10	11	13	14	16	19	21	24
VI 잔여이익(I-V)	17	24	27	31	30	33	35	35	35	36
현가계수	0.98	0.93	0.88	0.84	0.79	0.75	0.71	0.67	0.64	0.61
잔여이익의 현가	17	22	24	26	24	25	25	24	23	22
VII 잔여이익의 합계	231									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	335									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	135									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	700									
총주식수(천주)	18,900									
XI 적정주당가치(원)	37,035									
현재가치(원)	26,050									
Potential (%)	42.2%									

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	382	409	460
매출원가	11	11	70	55	61
매출총이익	226	280	311	354	400
판매비외관리비	206	248	281	313	353
영업이익	20	32	31	41	47
영업이익률	8.5	11.0	8.0	9.9	10.2
EBITDA	23	35	33	43	49
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	32	43	49
법인세비용	-7	-9	-8	-11	-12
계속사업순이익	16	24	24	32	37
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	24	24	32	37
당기순이익률	6.7	8.3	6.4	7.8	8.0
비재배분순이익	-1	0	0	0	0
재배분순이익	17	24	25	32	37
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	16	24	24	32	36
비재배분포괄이익	-1	0	0	0	0
재배분포괄이익	16	24	24	32	37

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,330	1,279	1,298	1,714	1,957
PER	21.8	23.8	20.1	15.2	13.3
BPS	8,207	7,134	7,998	9,185	10,567
PBR	3.5	4.3	3.3	2.8	2.5
EBITDAPS	1,820	1,860	1,749	2,272	2,595
EV/EBITDA	11.7	14.4	12.8	9.5	8.1
SPS	18,816	15,394	20,192	21,649	24,357
PSR	1.5	2.0	1.3	1.2	1.1
CFPS	1,993	1,859	1,714	2,243	2,567
DPS	600	450	550	600	750

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	160	22.7	31.2	7.2	12.5
영업이익 증가율	22.3	59.6	-5.0	33.1	15.4
순이익 증가율	23.8	52.4	0.7	31.2	14.7
수익성					
ROIC	48.5	83.8	69.0	74.5	76.7
ROA	10.2	11.7	8.8	11.0	11.8
ROE	16.5	20.3	17.2	19.9	19.8
안정성					
부채비율	104.9	107.5	99.6	89.7	80.4
순차입금비율	-92.5	-60.8	-54.2	-54.7	-54.3
이자보상배율	46.2	66.1	57.7	73.5	81.2

자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy 본부

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	151	209	224	243	266
현금및현금성자산	58	53	55	70	86
매출채권 및 기타채권	39	45	58	63	70
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	358	383	411
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	151	174	200
자본금	6	9	9	9	9
자본잉여금	28	29	29	29	29
이익잉여금	98	115	131	154	180
기타지분변동	-28	-19	-19	-19	-19
비재배지분	-1	28	28	28	28
자본총계	103	163	179	202	228
순차입금	-95	-99	-97	-110	-124

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	32	38	26	42	43
당기순이익	16	24	24	32	37
비현금항목의 가감	9	11	8	10	12
감가상각비	3	3	3	2	2
외환손익	-1	2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	7	6	5	8	9
자산부채의 증감	12	12	0	10	6
기타현금흐름	-5	-9	-7	-10	-11
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	2	16	16
기초 현금	45	58	53	55	70
기말 현금	58	53	55	70	86
NOPLAT	14	24	23	30	35
FCF	15	25	24	31	36

[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	18.08.03	18.05.29	18.04.11	17.10.11	17.07.11	17.06.01
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	35,000	40,000	33,000	33,000	36,000	36,019
과리율(평균.%)		(30.19)	4.66	3.39	(22.68)	(13.56)
과리율(최대/최소.%)		(15.88)	(5.45)	22.58	(15.28)	(8.70)
제시일자	17.05.10	17.04.04	17.02.14	17.01.23	16.10.11	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	34,685	30,016	28,682	25,346	24,012	
과리율(평균.%)	(12.24)	(10.53)	(18.18)	(14.52)	(21.95)	
과리율(최대/최소.%)	(8.94)	(8.67)	(10.12)	(11.05)	(17.50)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20180731)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	82.3%	16.1%	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