

2. 모두투어: 2Q OPM 4.8%(-6.1%p YoY)

2분기 예상 영업수익/영업이익은 834억원(+24% YoY)/40억원(-46%)

2분기 영업수익/영업이익은 834억원(+24% YoY)/40억원(-46%)으로 낮아진 컨센서스(70억원)도 하회했다. 2분기 송객 수는 65만명(+3%)로 매우 부진했는데, 중국 지역이 70% 성장했지만 장거리 노선인 남태평양/미주 지역의 역 성장, 그리고 프로모션 증가의 영향으로 ASP가 -6% 하락한 영향이다. 별도 영업이익은 46억원(-41%)이다.

별도는 46억원, 자회사는 -6억원

자회사들의 합산 영업이익은 1Q18(-14억원) 대비 개선된 -6억원을 기록했지만, 예상치(BEP)는 하회했다. 1) 자유투어가 여행 수요 부진으로 -8억원(-6억원 YoY)의 영업적자를 기록했고, 2) 3월 4호점을 오픈한 스테이의 적자(-4억원)가 지속되었다.

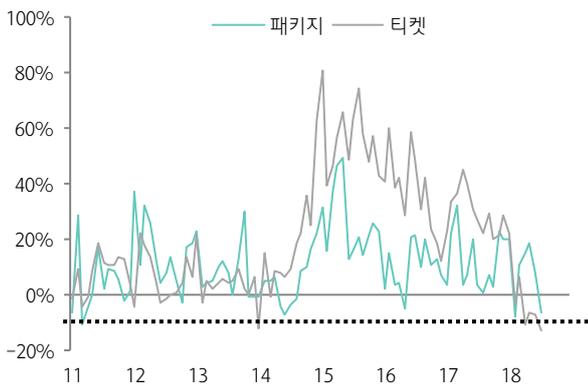
3분기 패키지 송객 성장률은 -3% 추정. 영업이익은 66억원(-18%)

하나투어와 마찬가지로 7월 및 3분기 예약률이 부진했다. 7월 패키지 성장률은 -7%이며, 8~10월 예약률은 각각 -1%/-8%/11%이다. 3분기 패키지 송객 성장률을 긍정적으로 봐도 -3%의 역 성장이 예상된다. 하나투어보다 더 안 좋은 이유는 ASP 하락률(혹은 프로모션 강도)이 상대적으로 낮기 때문으로 추정된다. 7월 지역별로는 미주/남태평양/일본/동남아/유럽이 각각 -23%/-19%/-13%/-6%/-5% 하락했으며, 중국만 +5% 성장했다. 3분기 예상 영업수익/영업이익은 각각 938억원(+29% YoY)/66억원(-18%)으로 컨센서스(118억원)를 크게 하회할 것이다. 부문별 영업이익은 별도 68억원(-23%), 자회사 -3억원이다.

다만, 하나투어와 마찬가지로 세월호 이후 3개월 연속 역 성장은 없었다

전술했듯이, 모두투어도 가장 최근에 3개월 이상 여행 수요가 연속으로 역 성장한 시기는 세월호 참사 이후 2014년 5월부터 8월까지인데, 이후 1년간은 약 9~47%의 해외 여행 수요 증가가 나타났다. 조심스럽게, 9월에 발표될 8월 지표가 저점임을 예상한다.

그림 21. 모두투어 패키지/티켓 여행 성장률 - 역사상 저점 수준



자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 22. 모두투어 주가 추이 - 세월호 이후 3개월 연속 역성장은 없다



자료: 모두투어, 하나금융투자

표 4. 모두투어 목표주가 하향

지배주주순이익(*19년)	31	십억원
주식 수	18,900	천주
EPS	1,616	원
목표 P/E	21.6	배
	34,899	원
목표 주가	35,000	원
현재 주가	25,950	원
상승 여력	35	%

자료: 하나금융투자

표 5. 모두투어 주요 가정

(단위: 천명, 천원)

	17	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
출국자수	24,837	27,569	31,153	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,967	7,152
모두투어 송객 수	2,733	2,887	3,269	709	630	695	698	764	650	698	774
패키지	1,503	1,613	1,826	420	332	352	399	450	377	341	445
항공권(FIT)	1,230	1,274	1,443	289	299	343	298	314	274	357	329
YoY											
출국자수	19%	11%	13%	18%	22%	16%	21%	14%	13%	6%	11%
모두투어 송객 수	19%	6%	13%	23%	21%	13%	18%	8%	3%	0%	11%
패키지	12%	7%	13%	18%	10%	3%	15%	7%	14%	-3%	11%
항공권(FIT)	29%	4%	13%	30%	38%	26%	23%	8%	-8%	4%	10%
모두투어 M/S	11%	10%	10%	12%	11%	11%	11%	11%	10%	10%	11%
ASP											
패키지	899	872	855	872	920	939	877	872	862	925	842
항공권(FIT)	506	500	503	494	474	520	510	507	480	512	508
YoY											
패키지	6%	-3%	-2%	-1.9%	-2.9%	2.9%	-8.1%	-0.1%	-6.3%	-1.5%	-3.9%
항공권(FIT)	-1%	1%	-3%	-12.7%	-16.1%	-9.2%	-8.7%	2.6%	1.1%	-1.5%	-0.3%

자료: 하나금융투자

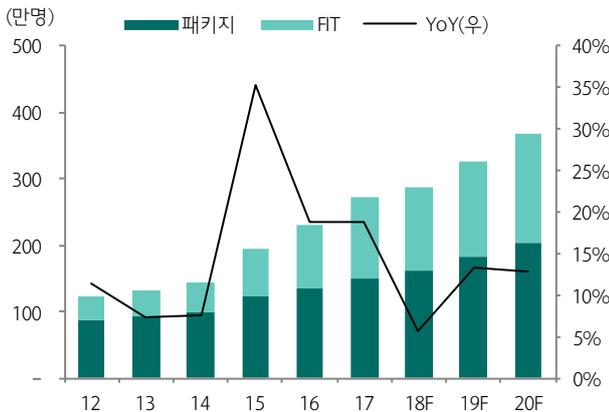
표 6. 모두투어 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	17	18F	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
수탁금	1,967	2,048	2,265	509	447	509	502	551	456	498	542
여행알선	1,352	1,407	1,561	366	305	330	350	392	325	316	375
항공권대매	615	641	704	143	142	178	152	159	131	183	167
매출 전환율	14.8%	19.4%	19.8%	14.5%	15.1%	14.3%	15.3%	19.9%	18.3%	18.8%	20.4%
영업수익	291	398	448	74	67	73	77	110	83	94	110
본사	249	336	374	64	57	62	65	94	70	79	93
국내 자회사	44	68	82	10	11	11	13	17	15	17	19
영업이익	32	30	38	11.0	7.3	8.1	5.6	9.1	4.0	6.6	9.8
OPM	11.0%	7.4%	8.6%	14.9%	10.9%	11.2%	7.3%	8.3%	4.8%	7.1%	8.9%
당기순이익	24	24	30	8	6	6	4	8	3	5	8

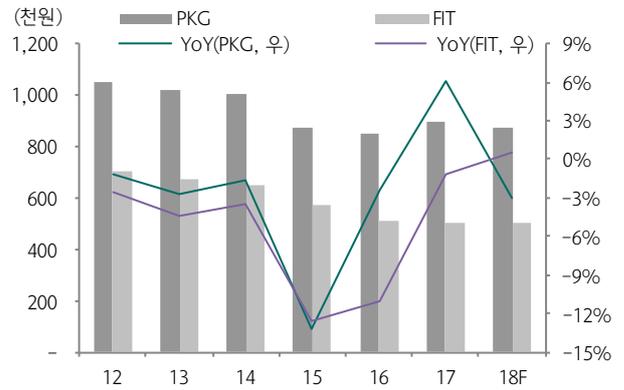
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 23. 모두투어 송객 수 추이 - 2018년 14% 증가 전망



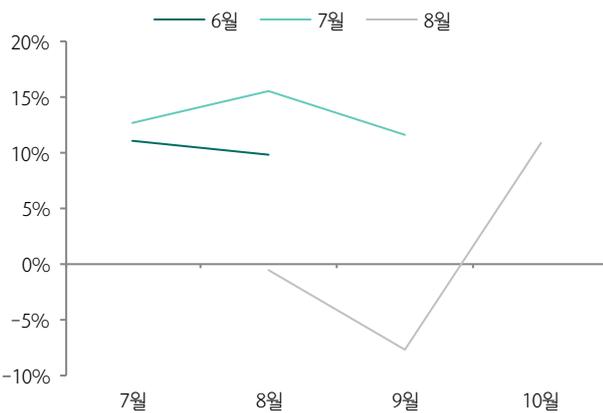
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 24. 모두투어 ASP 추이 - 2018년 -3% 전망



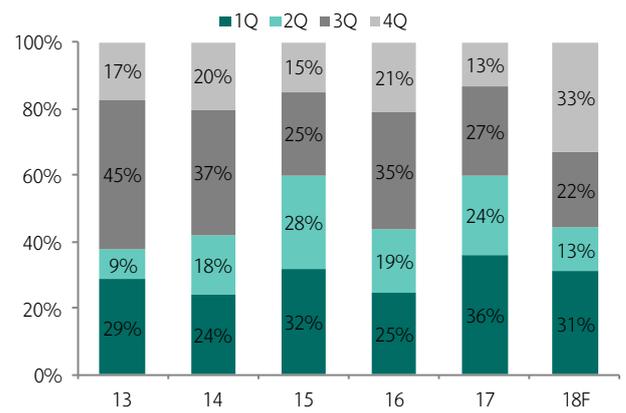
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 25. 모두투어 예약률 추이 - 9월 발표될 8월이 저점일 듯



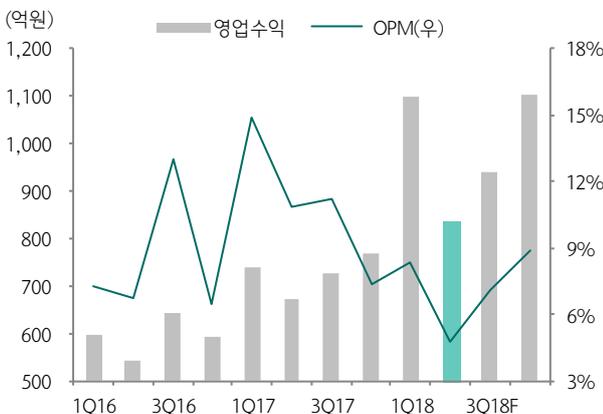
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 26. 모두투어 분기별 영업이익 비중 추이



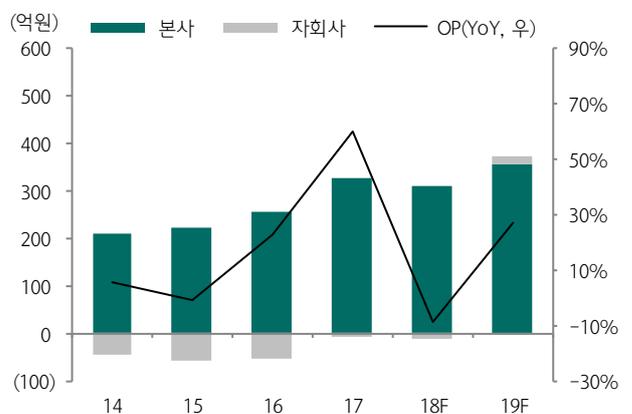
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 27. 분기별 실적 - 3Q까지 부진할 듯



자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 28. 부문별 영업이익 - '19년 자회사 합산 21억원 +



자료: 모두투어, 하나금융투자

추정 재무제표 - 모두투어

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	237.1	290.9	397.5	448.0	494.7
매출원가	11.2	10.9	92.6	102.8	116.1
매출총이익	225.9	280.0	304.9	345.2	378.6
판매비	205.8	247.9	275.4	306.7	336.1
영업이익	20.1	32.1	29.6	38.5	42.5
금융손익	1.2	0.7	1.0	1.2	1.2
중속/관계기업손익	2.2	3.0	2.8	2.9	3.1
기타영업외손익	(0.6)	(2.9)	(0.6)	(0.3)	(0.1)
세전이익	22.9	32.9	32.8	42.3	46.7
법인세	7.0	8.7	9.2	11.8	13.1
계속사업이익	15.9	24.2	23.6	30.4	33.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	15.9	24.2	23.6	30.4	33.7
비지배주주지분 손이익	(0.9)	0.0	(0.1)	(0.1)	0.0
지배주주순이익	16.8	24.2	23.7	30.5	33.7
지배주주지분포괄이익	16.5	23.9	23.6	30.4	33.6
NOPAT	14.0	23.6	21.3	27.7	30.6
EBITDA	22.9	35.2	32.6	41.4	45.5
성장성(%)					
매출액증가율	16.1	22.7	36.6	12.7	10.4
NOPAT증가율	18.6	68.6	(9.7)	30.0	10.5
EBITDA증가율	17.4	53.7	(7.4)	27.0	9.9
영업이익증가율	21.8	59.7	(7.8)	30.1	10.4
(지배주주)순이익증가율	27.3	44.0	(2.1)	28.7	10.5
EPS증가율	26.5	44.2	(1.8)	28.7	10.2
수익성(%)					
매출총이익률	95.3	96.3	76.7	77.1	76.5
EBITDA이익률	9.7	12.1	8.2	9.2	9.2
영업이익률	8.5	11.0	7.4	8.6	8.6
계속사업이익률	6.7	8.3	5.9	6.8	6.8
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	887	1,279	1,256	1,616	1,781
BPS	6,983	8,121	8,944	10,128	11,478
CFPS	1,329	1,859	1,827	2,317	2,552
EBITDAPS	1,214	1,860	1,723	2,192	2,405
SPS	12,544	15,394	21,034	23,703	26,177
DPS	400	450	450	450	450
주가지표(배)					
PER	21.8	23.8	20.7	16.1	14.6
PBR	2.8	3.8	2.9	2.6	2.3
PCFR	14.5	16.4	14.3	11.2	10.2
EV/EBITDA	11.8	14.4	12.0	8.8	7.3
PSR	1.5	2.0	1.2	1.1	1.0
재무비율(%)					
ROE	16.5	20.3	16.6	18.9	18.1
ROA	8.5	8.8	6.4	7.3	7.2
ROIC	(167.1)	(120.9)	(57.6)	(52.8)	(49.5)
부채비율	104.9	107.5	123.3	120.4	115.7
순부채비율	(90.6)	(59.6)	(71.8)	(78.4)	(83.8)
이자보상배율(배)	46.2	66.1	42.3	61.1	74.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	151.1	208.7	262.5	302.9	345.3
금융자산	100.3	144.6	174.8	204.2	236.2
현금성자산	58.3	53.1	49.9	63.4	80.8
매출채권 등	38.8	45.1	61.6	69.4	76.7
채고자산	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
기타유동자산	11.9	18.9	25.9	29.1	32.2
비유동자산	59.2	129.5	136.1	139.5	142.7
투자자산	21.7	16.5	22.5	25.4	28.0
금융자산	0.9	8.5	11.6	13.1	14.4
유형자산	21.9	22.5	23.4	24.2	24.9
무형자산	5.6	2.6	2.2	2.0	1.8
기타비유동자산	10.0	87.9	88.0	87.9	88.0
자산총계	210.4	338.2	398.6	442.5	488.0
유동부채	103.1	141.8	186.2	207.6	227.4
금융부채	3.2	15.3	14.5	14.5	14.5
매입채무 등	58.8	66.6	91.0	102.6	113.3
기타유동부채	41.1	59.9	80.7	90.5	99.6
비유동부채	4.6	33.4	33.9	34.1	34.3
금융부채	4.2	32.2	32.2	32.2	32.2
기타비유동부채	0.4	1.2	1.7	1.9	2.1
부채총계	107.7	175.2	220.1	241.7	261.7
지배주주지분	103.5	134.8	150.4	172.8	198.3
자본금	6.3	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	27.9	29.2	29.2	29.2	29.2
자본조정	(28.6)	(18.7)	(18.7)	(18.7)	(18.7)
기타포괄이익누계액	0.2	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	97.6	114.9	130.4	152.8	178.3
비지배주주지분	(0.8)	28.2	28.1	28.0	28.0
자본총계	102.7	163.0	178.5	200.8	226.3
순금융부채	(93.0)	(97.1)	(128.1)	(157.5)	(189.5)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	31.7	38.2	48.8	43.9	46.3
당기순이익	15.9	24.2	23.6	30.4	33.7
조정	4.2	1.7	3.0	3.0	2.9
감가상각비	2.8	3.0	3.0	2.9	3.0
외환거래손익	(0.5)	2.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(2.1)	(3.0)	0.0	0.0	0.0
기타	4.0	(0.6)	0.0	0.1	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	11.6	12.3	22.2	10.5	9.7
투자활동 현금흐름	(6.1)	(53.8)	(43.0)	(22.2)	(20.8)
투자자산감소(증가)	19.2	5.2	(6.0)	(2.9)	(2.6)
유형자산감소(증가)	(1.1)	(1.3)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
기타	(24.2)	(57.7)	(33.5)	(15.8)	(14.7)
재무활동 현금흐름	(11.9)	11.3	(9.0)	(8.1)	(8.1)
금융부채증가(감소)	0.5	40.1	(0.8)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.1)	4.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(7.7)	(26.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(4.6)	(6.9)	(8.2)	(8.1)	(8.1)
현금의 증감	13.7	(5.2)	(3.2)	13.5	17.4
Unlevered CFO	25.1	35.1	34.5	43.8	48.2
Free Cash Flow	30.5	36.8	45.3	40.4	42.8