

모두투어 (080160)

김수민

soomin.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

35,000

유지

현재주가

25,050

(18.11.05)

레저업종

낮아진 눈높이 부합

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 35,000원 유지

- 목표주가 35천원은 19E Forward EPS 1,500원에 Target PER 22배 적용

3Q18 Review: 연결 OP 25억원(-69% yoy), 낮아진 눈높이 부합

- 3Q18 연결 매출 973억원(+34% yoy), OP 25억원(-69% yoy). 당사 추정 OP(23억원), 컨센서스(30억원) 부합. 별도 매출 577억원(-8% yoy), OP 36억원(-59% yoy), OPM 6%(-8%p yoy)
 - 3Q18 본사 PKG 송출객 -5% yoy, ASP 소폭 하락(-0.3% yoy)하며 매출 역성장. 마케팅 비용 증가(+26% yoy)는 여행 박람회 시점 차이에 기인(4Q17 vs. 3Q18)
 - 자회사 합산 영업손실 11억원(+57% yoy). 일본 여행수요 급감에 따른 모두투어재팬 적자 전환(영업손실 3억원) 및 모두스테이 4호점 부담에 따른 영업손실 9억원 영향. 자유투어는 송출객 PKG -4% yoy, TKT +69% yoy 외형 성장하며 영업손실 축소(3억원→1억원)

18.10월 송출객 점검 및 향후 전망

- 18.10월 전체 송출객 23만명(+5% yoy), PKG 13만명(+10% yoy), TKT 9만명(-2% yoy)
 - 향후 예약률. 18.11월 -2.6%(+2%p), 12월 -9.2%(+6%p), 19.1월 -19.0%, 2월 +68.8%
 - 4Q18E 별도 OP 59억원(+32% yoy) 전망. PKG 송출객 +2% yoy, ASP -3% yoy 가정. 지난 4Q17 외형 성장(송출객 +15% yoy, ASP +11% yoy)에도 불구하고, 인건비(+20% yoy), 광고비(+97% yoy) 증가로 OP 45억원(-17% yoy) 기록한 바 있음. 이는 4Q18E 실적 부담 완화에 작용. 성과급 지급 기준 변경(Y→Q) 및 부진한 업황 등 감안, 인건비 상승폭은 제한적이고, 박람회 시점 차이로 마케팅비용 감소 효과(-33% yoy) 또한 기대

- 일본 송출객 비중(약 21%) 및 지사 이익 기여도(분기 OP -3~3억원) 크지 않고, 전체 송출객 약 80% 차지하는 근거리 지역간 ASP 편차(66~69만원) 또한 적어 변동성 제한적. 꾸준한 예약률 개선과 동남아 성장 재개(+9% yoy) 등 감안, 업황은 확실히 바닥을 통과. 아무리 늦어도 평창올림픽 기저 발동되는 19.2월 본격적 성장 재개에 대한 방향성 입증. 4Q18E 점진적 여행 수요 회복 및 실적 증익, 이후 본격적인 업황 회복과 기저구간으로 진입하는 흐름. 1Q19E 비자센터 신규사업 개시 및 해외 지사 추가 연결 편입 등 추가 긍정적 요소 다수 감안시, 19E Forward PER 17배 수준의 현재 주가는 매력적이라고 판단

(단위: 십억원, %)

구분	3Q18			4Q18						
	직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ		
매출액	73	83	84	97	33.9	16.6	85	94	21.6	-3.8
영업이익	8	4	2	3	-69.2	-37.0	3	6	10.6	148.9
순이익	6	3	2	1	-79.4	-54.5	3	9	120.4	659.3

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	237	291	384	395	427
영업이익	20	32	22	37	47
세전순이익	23	33	29	39	49
총당기순이익	16	24	21	29	37
지배지분순이익	17	24	21	29	36
EPS	1,330	1,279	1,109	1,511	1,911
PER	21.8	23.8	22.6	16.6	13.1
BPS	8,207	7,134	7,809	8,894	10,283
PBR	3.5	4.3	3.2	2.8	2.4
ROE	16.5	20.3	14.8	18.1	19.9

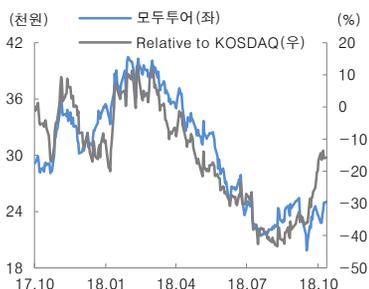
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

4차 산업혁명/안전등급

■ Sky Blue

KOSDAQ	691.94
시가총액	473십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	40,450원 / 19,850원
120일 평균거래대금	60억원
외국인지분율	30.49%
주요주주	우종웅 외 15 인 15.46%
	Columbia Management Investment Advisers, LLC 외 1 인 5.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.2	10.6	-28.6	-12.1
상대수익률	21.0	26.1	-11.7	-10.9



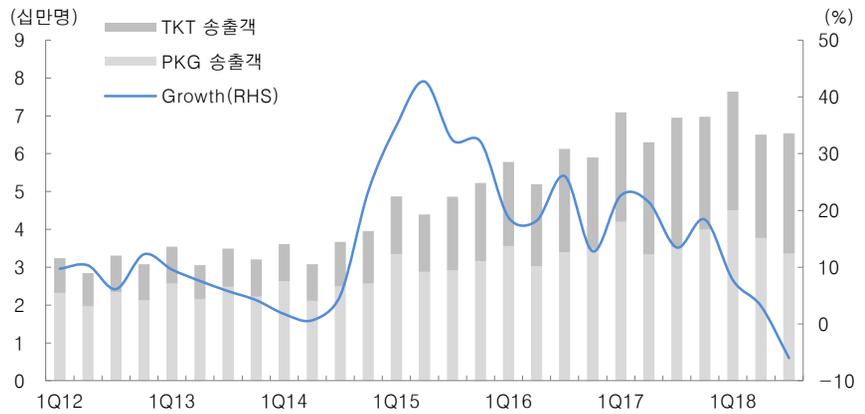
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	373	406	384	395	3.1	-2.8
판매비와 관리비	276	305	271	288	-1.7	-5.6
영업이익	23	35	22	37	-3.1	4.5
영업이익률	6.1	8.6	6.1	8.6	0.0	0.0
영업외손익	7	2	7	2	-5.8	0.0
세전순이익	30	37	29	39	-3.7	4.2
지배지분순이익	23	28	21	29	-7.2	3.0
순이익률	6.1	6.8	6.1	6.8	0.0	0.0
EPS(지배지분순이익)	1,195	1,467	1,109	1,511	-7.2	3.0

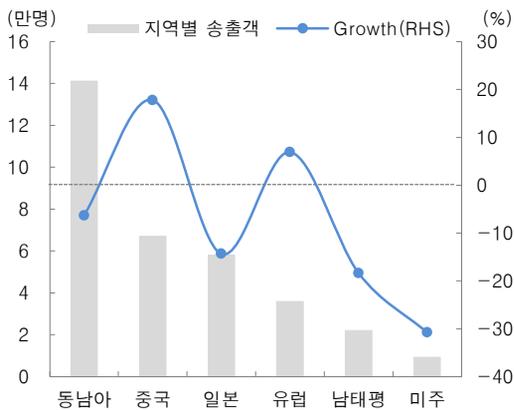
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 모두투어: 3Q18 전체 송출객 -6% yoy, PKG -5% yoy, TKT -7% yoy



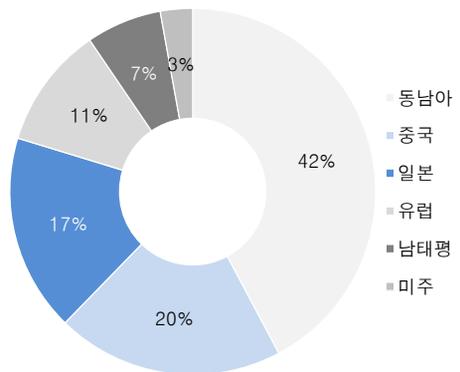
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 지역별 패키지(PKG) 송출객 현황(3Q18)



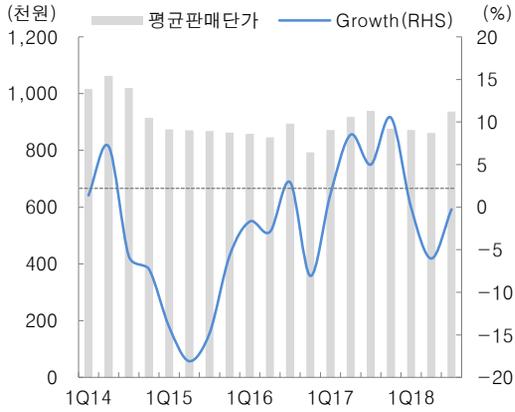
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 패키지(PKG) 송출객 지역별 비중(3Q18)



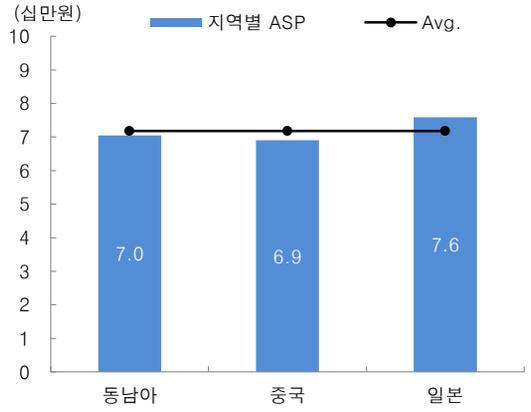
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 패키지(PKG) 평균판매단가(ASP) 추이



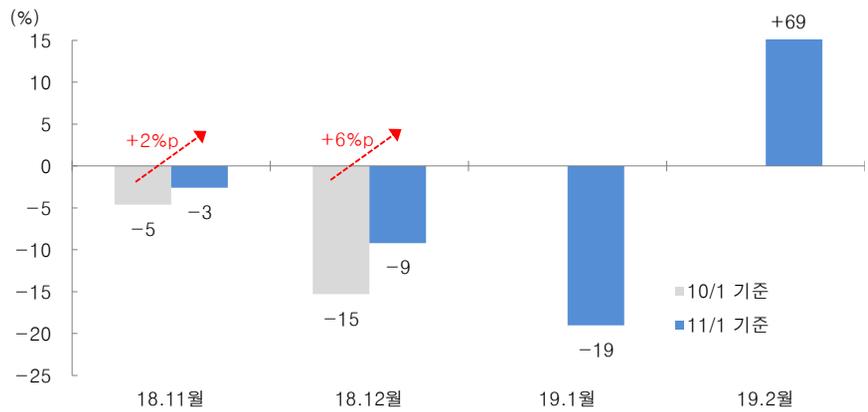
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 패키지(PKG) 주요 지역별 ASP(3Q18)



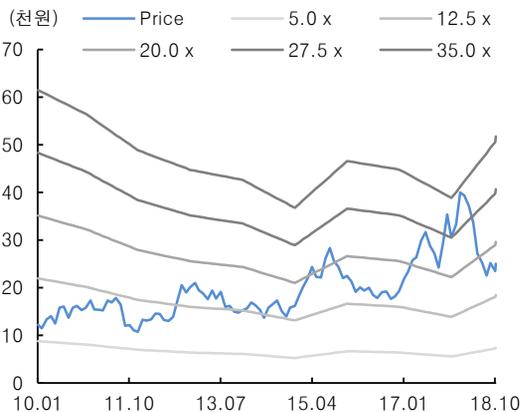
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 향후 예약률 추이(18.11월~19.2월)



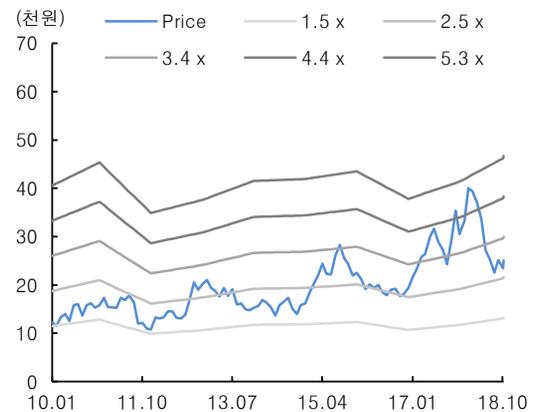
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 모두투어 12M Forward PER Band



자료: Wsetfn, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 모두투어 12M Forward PBR Band



자료: Wsetfn, 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

회사 개요 및 현황

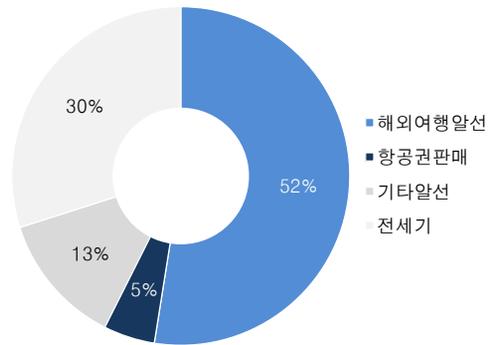
- 모두투어 종합 여행 홀세일러(wholesale)
- 연간 송출객 273만명. 패키지(PKG) 150만명, 항공권(TKT) 123만명
- 17A 연결 매출 2,909억원, 영업이익 321억원, 당기순이익 242억원
- 본사 부문별 매출 비중(17A)
 - : 해외여행알선 84%, 항공권판매수수료 6%, 기타알선 10%
- 국제관광알선(PKG) 송출객 지역별 비중(17A)
 - : 동남아 45%, 일본 21%, 중국 16%, 유럽 8%, 남태평양 7%, 미주 3%

주가 변동요인 및 코멘트

- 국내 출국자 및 주요 여행사 송출객(M), 예약률 현황
- 대내외 비우호적 환경 지속, 현 주가 고점 대비 -40% 이상 하락
- 리더타임 짧은 근거리 중심의 회복으로 해당 시점 근접할수록 예약률 개선될 것. 4Q18E 낮은 실적 부담 및 제한된 변동성, 이후 본격적인 업황 회복 등 감안시 19E PER 17배 수준의 현 주가는 매력적

자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

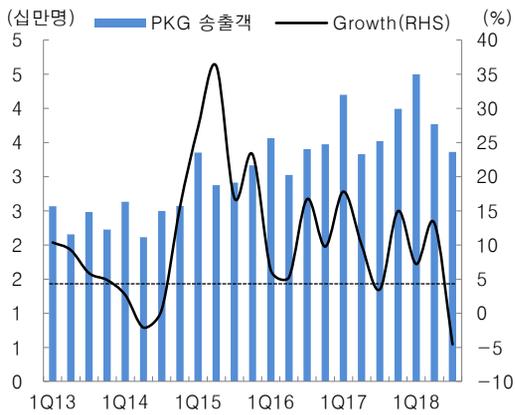
모두투어 부문별 매출 현황(3Q18 기준)



자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

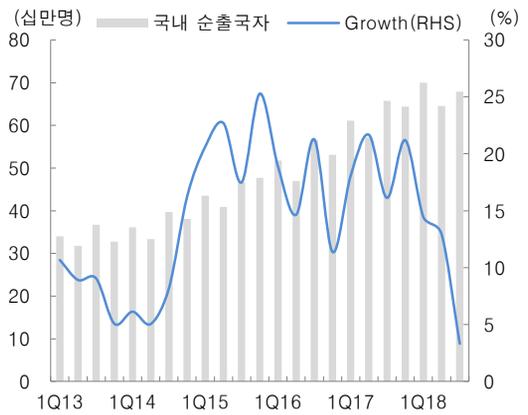
2. Earnings Driver

그림 9. 모두투어 패키지(PKG) 송출객 추이(3Q18)



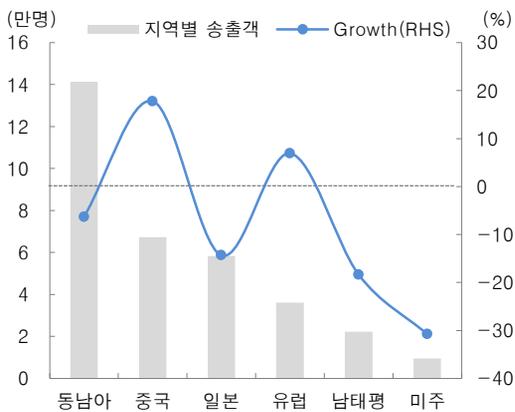
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 10. 국내 순출국자 추이(3Q18)



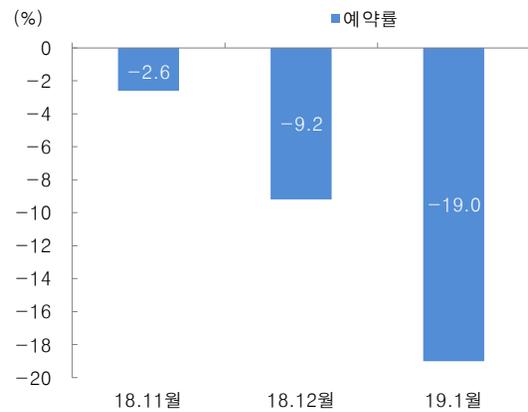
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 11. 모두투어: 지역별 비중 현황(3Q18)



자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 12. 모두투어: 예약률 현황(11/1)



자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원, %)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	21	29	36	40	44	48	50	53	56	58
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	148	168	194	222	252	293	336	381	428	478
추정ROE	14.8	18.1	19.9	19.4	18.7	17.6	16.0	14.8	13.7	12.9
III 필요수익률 ^(주3)	5.2									
무위험이자율 ^(주4)	2.0									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.80									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	9.6	12.9	14.7	14.2	13.5	12.4	10.8	9.6	8.5	7.7
V 필요수익	7	8	9	10	12	13	15	18	20	22
VI 잔여이익(I-V)	14	21	27	30	33	35	35	35	36	36
현가계수	1.00	0.95	0.90	0.85	0.81	0.77	0.73	0.70	0.66	0.63
잔여이익의 현가	14	20	25	26	27	27	26	25	24	23
VII 잔여이익의 합계	235									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	366									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	135									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	735									
총주식수(천주)	18,900									
XI 적정주당가치(원)	38,909									
현재가치(원)	25,050									
Potential (%)	55.3%									

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	384	395	427
매출원가	11	11	91	70	61
매출총이익	226	280	293	325	366
판매비외관리비	206	248	271	288	319
영업이익	20	32	22	37	47
영업이익률	8.5	11.0	5.7	9.3	11.0
EBITDA	23	35	24	39	49
영업외손익	3	1	7	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	4	-1	-1
법인세비용차감전순이익	23	33	29	39	49
법인세비용	-7	-9	-8	-10	-12
계속사업순이익	16	24	21	29	37
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	24	21	29	37
당기순이익률	6.7	8.3	5.5	7.3	8.6
비재배분순이익	-1	0	0	0	1
재배분순이익	17	24	21	29	36
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	16	24	21	29	36
비재배분포괄이익	-1	0	0	0	1
재배분포괄이익	16	24	21	28	36

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,330	1,279	1,109	1,511	1,911
PER	21.8	23.8	22.6	16.6	13.1
BPS	8,207	7,134	7,809	8,894	10,283
PBR	3.5	4.3	3.2	2.8	2.4
EBITDAPS	1,820	1,860	1,291	2,057	2,597
EV/EBITDA	11.7	14.4	16.7	10.1	7.7
SPS	18,816	15,394	20,328	20,878	22,587
PSR	1.5	2.0	1.2	1.2	1.1
CFPS	1,993	1,859	1,513	2,028	2,569
DPS	600	450	450	550	700

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	160	22.7	32.0	2.7	8.2
영업이익 증가율	22.3	59.6	-31.9	67.2	28.3
순이익 증가율	23.8	52.4	-13.1	37.5	26.8
수익성					
ROIC	48.5	83.8	48.0	68.6	83.2
ROA	10.2	11.7	6.3	10.0	12.0
ROE	16.5	20.3	14.8	18.1	19.9
안정성					
부채비율	104.9	107.5	101.6	92.2	82.3
순차입금비율	-92.5	-60.8	-53.0	-54.6	-55.4
이자보상배율	46.2	66.1	41.4	66.1	81.3

자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy 본부

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	151	209	220	238	261
현금및현금성자산	58	53	51	67	85
매출채권 및 기타채권	39	45	59	60	65
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	354	377	406
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	148	168	194
자본금	6	9	9	9	9
자본잉여금	28	29	29	29	29
이익잉여금	98	115	128	148	174
기타지분변동	-28	-19	-19	-19	-19
비재배지분	-1	28	28	28	28
자본총계	103	163	176	196	223
순차입금	-95	-99	-93	-107	-123

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	32	38	22	42	46
당기순이익	16	24	21	29	37
비현금항목의 가감	9	11	8	9	12
감가상각비	3	3	3	2	2
외환손익	-1	2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	7	6	5	7	9
자산부채의 증감	12	12	0	12	9
기타현금흐름	-5	-9	-7	-9	-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	-6	-8
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	-8	-10
기타	-9	16	1	0	0
현금의 증감	14	-5	-2	16	19
기초 현금	45	58	53	51	67
기말 현금	58	53	51	67	85
NOPLAT	14	24	16	27	35
FCF	15	25	17	28	36

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 부부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

모두투어(080160) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	18.11.06	18.08.02	18.05.29	18.04.11	17.10.11	17.07.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	35,000	35,000	40,000	33,000	33,000	36,000
과리율(평균.%)		(34.15)	(30.46)	4.66	3.39	(22.68)
과리율(최대/최소.%)		(27.29)	(15.88)	(5.45)	22.58	(15.28)
제시일자	17.06.01	17.05.10	17.04.04	17.02.14	17.01.23	16.11.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	36,000	34,700	30,000	28,700	25,300	24,000
과리율(평균.%)	(13.56)	(12.24)	(10.53)	(18.18)	(14.52)	(20.45)
과리율(최대/최소.%)	(8.70)	(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:20181103)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	84.0%	14.4%	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