

2018. 12. 11

Company Update

모두투어 (080160)

2019년 연간 가이드스 발표



박은경
Analyst
eunkyung44.park@samsung.com
02 2020 7850

김지혜
Research Associate
jihye48.kim@samsung.com
02 2020 7983

- 12월 7일 장 종료 후 모두투어 2019년 연간 가이드스 발표. 연결 기준 매출액 4,224억원 및 영업이익 334억원을 제시하였으며, 이는 당사 2018년 실적 추정치 대비 각각 12%y-y, 70%y-y 성장을 기대하는 수준으로, 당사는 2019년 매출액 및 영업이익 성장률을 (각각 8%y-y, 33%y-y) 가이드스 대비 보수적으로 추정.
- 매출 단에서 추정치에 차이가 나는 이유는 동사가 제시하는 2019년 전체 출국 수요 성장률 9%y-y 및 패키지 수요 성장률 13%y-y 대비 당사 추정치가 7%y-y, 8%y-y로 보수적이기 때문. 영업이익 단에서의 차이는, 매출 성장에 따른 레버리지 효과 차이 및 연결자회사 합산 실적을 동사가 내년 흑전을 기대하는 것에 비해 당사는 소폭 적자를 예상하고 있기 때문으로 보여짐.
- 2019년 실적 추정치를 미세조정 하는데 그치며, HOLD 투자의견과 목표주가 26,000원을 유지.

WHAT'S THE STORY

모두투어 2019년 연간 가이드스 발표: 연결 기준 매출액 4,224억원 및 영업이익 334억원을 제시. 이는 당사 2018년 추정치 대비 각각 12%y-y, 70%y-y 성장을 기대하는 수준이며, 당사는 2019년 매출액 및 영업이익 성장률을 각각 8%y-y, 33%y-y 로 전망. 당사와 동사의 매출 단에서의 추정 차이가 영업이익 단의 차이에도 영향을 미친 것으로 보여지는데, 패키지 수요 성장률을 동사가 13%y-y 제시한 것 대비 당사는 보수적인 8%y-y 수준으로 보고 있기 때문. 패키지 수요 성장률과 FIT 수요 성장률은 2014년부터 점차 좁혀왔으며, 2017년에는 결국 FIT 수요 성장률이 패키지 수요 성장률을 역전 (패키지: 16.1%y-y vs FIT: 19.8%y-y). 이와 같은 현상은 2018년 더욱 심화 되는 모습이며 당사는 이러한 수요 패턴의 변화가 일시적이기 보다는 구조적인 현상으로 판단 (2018년 9월 누적기준, 패키지: -4%y-y vs FIT: 17%y-y). 연결자회사의 경우, 동사는 흑자전환을 기대하며 연결실적의 개선을 기대하고 있는 반면 당사는 과거 수요 성장을 견인하던 모멘텀의 약화를 바탕으로 영업환경을 보수적으로 예측하는 가운데, 자유투어 등의 영업적자 지속을 전망하는 상황.

HOLD 투자의견과 목표주가 26,000원을 유지: 2018년 실적은 3분기 울산 4호점 오픈으로 인한 모두스테이 적자지속을 바탕으로 영업이익을 11% 하향조정. 한편, 유가 전망이 당초 예상대비 하향조정 됨에 따라 출국자 수를 기존 6%에서 7%로 소폭 상향하지만, 당사의 이익전망에 의미 있게 도움되는 수준은 아니라고 판단. 2019년 모두투어의 실적추정치를 미세조정 하는데 그치며 HOLD 투자의견과 DCF를 통해 산출한 목표주가 26,000원을 유지.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	290.9	376.3	406.9	436.6
순이익 (십억원)	24.2	14.0	19.2	21.3
EPS (adj) (원)	1,464	919	1,217	1,328
EPS (adj) growth (%)	65.3	(37.3)	32.5	9.1
EBITDA margin (%)	12.1	6.4	7.8	8.2
ROE (%)	18.2	8.4	10.9	11.3
P/E (adj) (배)	16.7	26.7	20.1	18.4
P/B (배)	3.3	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA (배)	33.8	19.4	12.9	10.5
Dividend yield (%)	1.9	1.6	1.7	1.7

자료: 삼성증권 추정

AT A GLANCE

SELL **HOLD** BUY

목표주가	26,000원	(9.9%)
현재주가	23,650원	
시가총액	4,469.9억원	
Shares (float)	18,900,000주 (78.6%)	
52 주 최저/최고	19,850원/40,450원	
60 일-평균거래대금	60.9억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
모두투어 (%)	-4.3	-26.9	-29.7
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-1.8	-4.2	-22.0

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	26,000	26,000	0.0%
2018E EPS	919	1,024	-10.2%
2019E EPS	1,217	1,167	4.3%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	10
Target price	28,850
Recommendation	3.8

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

2018년 출국 수요 성장률: 패키지 vs FIT

전년대비 (% y-y)	패키지	FIT	전체*	패키지 비중 (%)
2018년 1월	6.1	33.7	23.3	38
2018년 2월	(9.6)	13.0	3.2	39
2018년 3월	1.4	27.0	16.8	40
2018년 4월	1.2	17.8	11.4	38
2018년 5월	10.6	19.5	16.8	36
2018년 6월	(4.8)	19.4	10.8	33
2018년 7월	(14.0)	13.8	4.5	30
2018년 8월	(10.0)	13.4	6.0	30
2018년 9월	(14.3)	(3.0)	(0.8)	31
2018년 누적	(3.7)	16.7	10.0	35

참고: *전체 출국 수요는 승무원 제외
 자료: KATA, 한국관광통계, 삼성증권

모두투어: 현금흐름모형에 따른 목표주가 산출

(십억원)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	20	26	29	29	30	31	31	32	33	33
- EBIT에 대한 세금	6	9	9	9	9	9	9	10	10	10
- CAPEX	5	5	5	5	5	5	5	5	6	6
- 순운전자본 증가(감소)	23	(19)	7	7	7	7	8	8	8	8
+ 감가상각비	4	5	6	7	7	7	7	7	7	7
+ 무형자산상각비	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Free cash flow	(9)	36	15	16	16	16	17	17	17	18
Terminal Value	490									
Terminal Growth (%)	2.0									
NPV of FCFF	114									
PV of Terminal Value	283									
Enterprise Value	397									
Equity Value (adjusted)	491									
Shares Outstanding	18,900									
Fair value per share (KRW)	25,975									
현재주가 (KRW)*	23,650									
업사이드 (%)	9.8%									

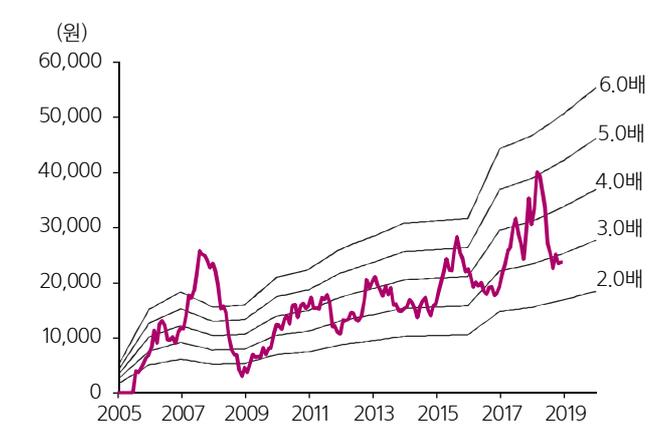
참고: * 12월 10일 종가 기준
 자료: 모두투어, 삼성증권 추정

모두투어: P/E 밴드 차트



자료: WiseFn, 삼성증권

모두투어: P/B 차트



자료: WiseFn, 삼성증권

모두투어: 실적 추이 및 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
출국자 수 (천명)	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,791	6,631	20,844	24,837	26,898	28,889
시장점유율 (%)	11.6	11.0	10.6	10.8	10.9	10.1	9.6	11.3	11.0	11.0	10.5	10.4
모두투어 송객 수 (천명)	709	630	695	698	764	650	654	752	2,299	2,733	2,820	3,016
패키지	420	333	352	399	450	377	336	429	1,346	1,504	1,591	1,701
티켓	289	298	343	298	314	274	318	323	953	1,229	1,229	1,315
수탁금 (십억원)	509	447	509	502	551	456	492	527	1,624	1,967	2,026	2,137
패키지	366	305	330	350	392	325	315	370	1,141	1,352	1,402	1,468
티켓	143	142	178	152	159	131	177	157	482	615	625	668
패키지 매출 전환률 (%)	15.1	15.7	15.6	15.3	19.7	17.8	21.6	15.7	11.5	11.4	11.9	11.6
영업수익 (십억원)	74.0	67.3	72.7	77.0	109.8	83.4	97.3	85.8	206	249	320	338
본사	64.3	57.3	62.5	65.2	94.3	70.4	82.3	73.0	172	208	224	231
종속회사	9.7	10.0	10.2	11.7	15.5	13.0	15.0	12.7	34	41	96	108
영업이익 (십억원)	11.0	7.3	8.1	5.6	9.1	4.0	2.5	4.1	20	32	20	26
본사	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	4.6	3.6	5.1	25	33	24	27
종속회사	(0.7)	(0.5)	(0.7)	1.2	(1.4)	(0.6)	(1.1)	(1.0)	(5)	(1)	(4)	(1)
영업이익률 (%)	14.9	10.9	11.2	7.3	8.3	4.8	2.6	4.8	8.5	11.0	5.2	6.5
본사	18.3	13.7	14.1	6.8	11.2	6.6	4.4	7.0	12.4	13.2	7.5	8.0
종속회사	(3.4)	(2.9)	(2.9)	0.5	(2.9)	(1.8)	(1.8)	(2.2)	(15.6)	(1.9)	(4.3)	(0.8)
성장률 (전년대비, %)												
출국자 수	15.3	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	3.3	3.0	16.5	19.2	8.3	7.4
모두투어 송객 수	22.6	21.5	13.5	18.4	7.7	3.2	(6.0)	7.7	18.9	18.8	3.2	6.9
패키지	17.8	10.0	3.5	15.0	7.2	13.2	(4.6)	7.3	9.4	11.7	5.8	6.9
티켓 (항공권)	30.3	37.6	25.9	23.3	8.5	(8.0)	(7.5)	8.4	35.3	28.9	0.0	7.0
수탁금	20.6	24.0	12.8	28.8	8.3	2.1	(3.3)	4.9	10.5	21.1	3.0	5.5
패키지	19.6	19.3	8.7	27.0	7.1	6.4	(4.8)	5.7	6.8	18.4	3.7	4.8
티켓	23.1	35.3	21.4	33.0	11.3	(7.3)	(0.6)	3.0	20.4	27.6	1.5	7.0
영업수익	24.3	23.9	13.2	30.3	48.4	24.0	33.9	11.4	12.9	21.1	28.3	5.7
본사	21.1	23.6	12.2	28.7	46.6	22.9	31.7	11.9	13.9	21.5	7.6	2.8
종속회사	50.9	25.9	19.6	40.0	60.3	30.5	47.3	8.5	8.5	19.5	133.5	12.5
영업이익	154.8	99.9	(2.3)	48.1	(17.1)	(45.6)	(69.2)	(27.0)	22.3	59.6	(38.5)	33.0
본사	85.9	65.4	(2.1)	(17.2)	(10.3)	(41.3)	(59.0)	14.9	14.2	29.1	(27.4)	13.7
종속회사	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

참고: 2018년 실적은 변경된 회계기준을 적용하여 기재. 단, 2018년 분기 및 연간 성장률은 회계기준 변경을 소급적용 하지 않은 수치

자료: 모두투어, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	237.1	290.9	376.3	406.9	436.6
매출원가	11.2	10.9	85.2	88.6	93.3
매출총이익	225.9	280.0	291.2	318.3	343.3
(매출총이익률, %)	95.3	96.2	77.4	78.2	78.6
판매 및 일반관리비	205.8	247.9	271.4	292.0	314.4
영업이익	20.1	32.1	19.7	26.3	28.9
(영업이익률, %)	8.5	11.0	5.2	6.5	6.6
영업외손익	2.8	0.8	(0.3)	0.4	0.8
금융수익	1.6	1.5	1.7	1.7	1.8
금융비용	0.4	0.8	1.9	1.2	1.0
지분법손익	2.2	3.0	3.0	3.0	3.0
기타	(0.6)	(2.9)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
세전이익	22.9	32.9	19.4	26.7	29.6
법인세	7.0	8.7	5.4	7.5	8.3
(법인세율, %)	30.7	26.4	28.0	28.0	28.0
계속사업이익	15.9	24.2	14.0	19.2	21.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	15.9	24.2	14.0	19.2	21.3
(순이익률, %)	6.7	8.3	3.7	4.7	4.9
지배주주순이익	16.8	24.2	14.4	19.8	21.7
비지배주주순이익	(0.9)	0.0	(0.4)	(0.5)	(0.4)
EBITDA	22.9	35.2	24.3	31.8	35.9
(EBITDA 이익률, %)	9.7	12.1	6.4	7.8	8.2
EPS (지배주주)	873	1,350	781	1,072	1,191
EPS (연결기준)	840	1,280	741	1,017	1,129
수정 EPS (원)*	886	1,464	919	1,217	1,328

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	32	38	5	23	14
당기순이익	16	24	14	19	21
현금유출입이없는 비용 및 수익	9	11	7	8	9
유형자산 감가상각비	2	2	4	5	6
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
기타	6	8	2	2	3
영업활동 자산부채 변동	12	12	2	38	46
투자활동에서의 현금흐름	(6)	(54)	(2)	3	7
유형자산 증감	(1)	(1)	2	2	1
장단기금융자산의 증감	(1)	(57)	(3)	(3)	(5)
기타	(4)	5	(2)	5	11
재무활동에서의 현금흐름	(12)	11	(9)	(22)	(10)
차입금의 증가(감소)	1	40	(11)	(18)	9
자본금의 증가(감소)	(0)	4	0	0	0
배당금	(5)	(7)	(9)	(8)	(8)
기타	(8)	(26)	10	4	(11)
현금증감	14	(5)	(7)	5	10
기초현금	45	58	53	46	51
기말현금	58	53	46	51	61
Gross cash flow	25	35	21	27	31
Free cash flow	30	37	(0)	18	9

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 모두투어, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	151	209	211	208	232
현금 및 현금등가물	58	53	46	51	61
매출채권	31	43	49	48	62
재고자산	0	0	4	2	0
기타	62	113	113	107	109
비유동자산	59	130	131	134	140
투자자산	22	16	9	3	(3)
유형자산	22	23	31	41	53
무형자산	6	3	3	3	3
기타	10	88	88	88	88
자산총계	210	338	342	343	371
유동부채	103	142	159	147	162
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	14	23	6	15
기타 유동부채	103	128	136	142	147
비유동부채	5	33	13	13	13
사채 및 장기차입금	2	30	10	10	10
기타 비유동부채	2	3	3	3	3
부채총계	108	175	172	161	175
지배주주지분	103	135	142	154	168
자본금	6	9	9	9	9
자본잉여금	28	29	29	29	29
이익잉여금	98	115	122	134	148
기타	(28)	(19)	(19)	(19)	(19)
비지배주주지분	(1)	28	28	28	28
자본총계	103	163	170	182	196
순부채	(97)	(100)	(105)	(133)	(135)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	16.0	22.7	29.3	8.1	7.3
영업이익	22.3	59.6	(38.5)	33.0	10.0
순이익	23.8	52.4	(42.2)	37.3	11.1
수정 EPS**	26.5	65.3	(37.3)	32.5	9.1
주당지표					
EPS (지배주주)	873	1,350	781	1,072	1,191
EPS (연결기준)	840	1,280	741	1,017	1,129
수정 EPS**	886	1,464	919	1,217	1,328
BPS	5,272	7,379	7,770	8,432	9,213
DPS (보통주)	600	450	390	410	410
Valuations (배)					
P/E***	27.6	16.7	26.7	20.1	18.4
P/B***	4.6	3.3	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	26.0	33.8	19.4	12.9	10.5
비율					
ROE (%)	15.7	18.2	8.4	10.9	11.3
ROA (%)	8.1	8.8	4.1	5.6	6.0
ROIC (%)	(128.4)	(103.2)	(151.6)	518.9	909.0
배당성향 (%)	41.2	33.9	56.0	40.8	37.1
배당수익률 (보통주, %)	1.7	1.9	1.6	1.7	1.7
순부채비율 (%)	(90.6)	(59.6)	(47.9)	(59.7)	(56.2)
이자보상배율 (배)	46.2	66.1	10.1	21.2	28.4

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 12월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 12월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2016/11/21	2017/2/1	2/23	4/3	5/10	5/28	6/29	2018/11/8
투자이견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
TP (원)	24,012	26,681	28,015	30,016	33,351	38,020	40,000	26,000
과리율 (평균)	(19.71)	(17.25)	(15.35)	(10.65)	(8.43)	(17.47)	(26.94)	
과리율 (최대/최소)	(9.30)	(13.88)	(7.98)	(8.67)	(5.30)	(13.51)	(9.50)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외	NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2018년 9월 30일 기준

매수 (85%) | 중립 (15%) | 매도 (0%)