

모두투어 (080160)

김수민

soomin.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

32,000

유지

현재주가

(19.01.03)

22,700

레저업종

영원한 겨울은 없다

투자의견 매수(Buy), 목표주가 32,000원 유지

- 목표주가 32천원은 12M Forward EPS 1,451원에 Target PER 22배 적용

4Q18E Preview: 연결 영업이익 39억원(-30% yoy) 전망

- 본사 OP 45억원(+2% yoy), 자회사 합산 영업손실 -6억원(적전) 전망

- 전체 송출객 69만명(-1% yoy), PKG 39만명(-2% yoy), TKT 30만명(+1% yoy). 평균판매 단가(ASP) -5% yoy 추정. 4Q17 ASP +11% yoy에 대한 부담(성수기효과+장거리 흥행). 반면, 판관비 감소로 본사는 소폭 증익 예상(4Q17 판관비 +34% yoy. 지상파 광고 등)

- 지역별(Q). 동남아 +1%, 중국 +31%, 일본 -26%, 유럽 +17%, 남태 -24%, 미주 -28%
- 중국, 19.3월까지 이어지는 낮은 베이스에도 불구하고, 계절적 비수기 접어들며 18.12월 성장세 둔화. 스페인 중심의 유럽 성장세 여전히 견조. 국적 FSC의 바르셀로나 신규 취항에 따른 항공 공급 확대와 미디어 콘텐츠 영향. 미주 지역 부진은 하와이 등 주요 노선 감편 영향이 컸으나, 최근(12/29) 국적 LCC 호놀룰루 노선 복항으로 점진적 회복 기대

- 전월 TKT +3% yoy 기록하며 8개월만에 성장세 전환. 보수적 소비 성향을 가진 패키지 주 소비층 대비 상대적으로 젊은 세대 중심의 자유여행(FT) 수요 먼저 회복 중
- 향후 예약률, 1월 -16%(+4%p mom), 2월 +20%(-10%p mom), 3월 -10% 기록

2019E: 연결 매출 4,185억원(+9% yoy), 영업이익 312억원(+60% yoy) 전망

- 본사 OP 302억원(+30% yoy), PKG +10% yoy, ASP -2% yoy 전망. 일본 회복세 뚜렷하지 않은 상황에서, 일본 비중 낮은 모두투어 상대적으로 안정적. 한편, 근거리 지역간 ASP 차이 또한 크지 않아 일본 회복시에도 지역 믹스 변화에 따른 가격 변동성 낮음. 즉, 하반기 갈수록 일본 정상화 수혜를 본사 실적이 온전히 향유 가능할 것으로 기대

- 자회사 합산 OP 10억원(흑전). 1) 자유투어. 근거리 중심 탑라인 성장 지속. 18E -13억원, 19E -5억원. 2) 모두스테이. 인바운드 회복에 따른 ADR 정상화, 울산점(2Q18 개관) 관련 고정비 부담 완화. 18E -24억원, 19E -12억원. 3) 모두투어재팬(1Q18 신규 편입). 일본 시장 정상화로 18E BEP, 19E 7억원. 4) 리츠. 연간 약 20억원 안정적 기여. 5) 연간 영업손실 약 -10억원 호텔학교 매각, 연결에서 제외

(단위: 십억원, %)

구분	4Q17	3Q18	4Q18(F)			1Q19				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	77	97	95	94	22.6	-3.0	93	109	-0.4	15.9
영업이익	6	3	4	4	-31.2	54.9	4	10	10.7	159.8
순이익	4	1	3	3	20.0	183.8	4	9	7.3	13.0

자료: 모두투어, FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	237	291	385	419	452
영업이익	20	32	20	31	36
세전순이익	23	33	26	36	38
지배지분순이익	17	24	19	27	29
EPS	1,330	1,279	1,023	1,444	1,538
PER	21.8	23.8	22.2	15.7	14.8
BPS	8,207	7,134	7,724	8,807	9,871
PBR	3.5	4.3	2.9	2.6	2.3
ROE	16.5	20.3	13.8	17.5	16.5

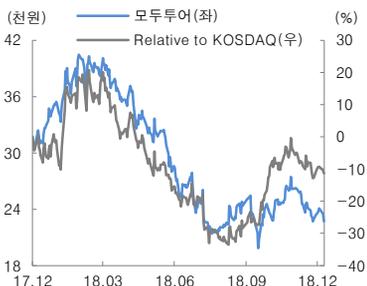
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

4차 산업혁명/안전등급

■ Sky Blue

KOSDAQ	657.02
시가총액	429십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	40,450원 / 19,850원
120일 평균거래대금	57억원
외국인지분율	27.66%
주요주주	우종웅 외 15 인 15.46% KB자산운용 9.43%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.8	-3.8	-11.5	-28.2
상대수익률	-4.8	16.4	7.2	-10.1



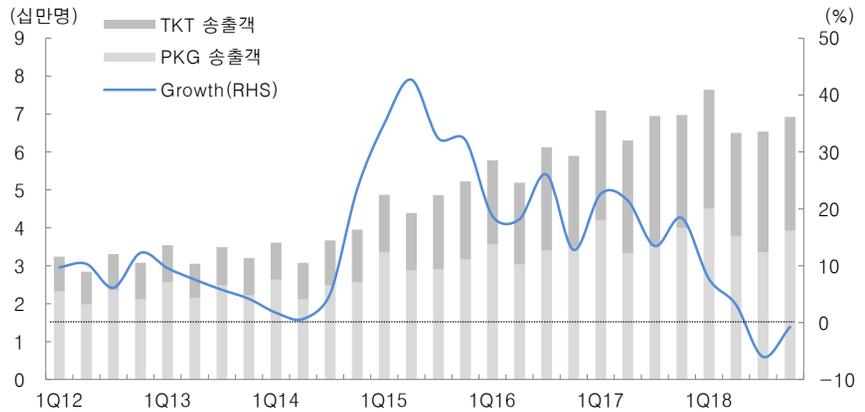
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	385	421	385	419	-0.1	-0.6
판매비와 관리비	267	278	266	277	-0.1	-0.4
영업이익	20	32	20	31	0.0	-2.4
영업이익률	5.1	7.6	5.1	7.5	0.0	-0.1
영업외손익	7	4	7	4	0.0	7.5
세전순이익	26	36	26	36	0.0	-1.3
지배지분순이익	19	28	19	27	0.0	-1.1
순이익률	5.0	6.6	5.0	6.6	0.0	0.0
EPS(지배지분순이익)	1,024	1,459	1,023	1,444	0.0	-1.1

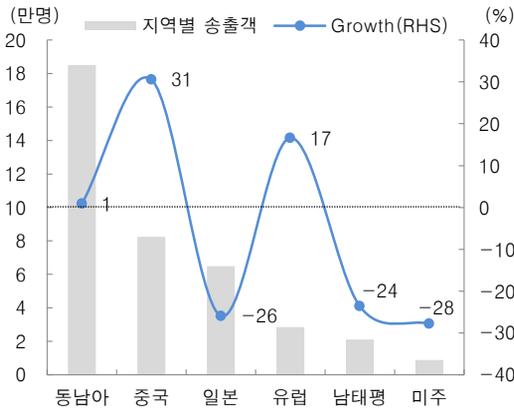
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 모두투어: 4Q18 전체 송출객 -1%, PKG -2%, TKT +1%



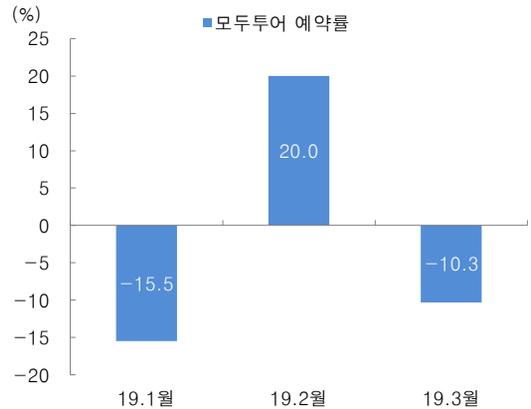
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 4Q18 지역별 송출객 및 증가율(YoY)



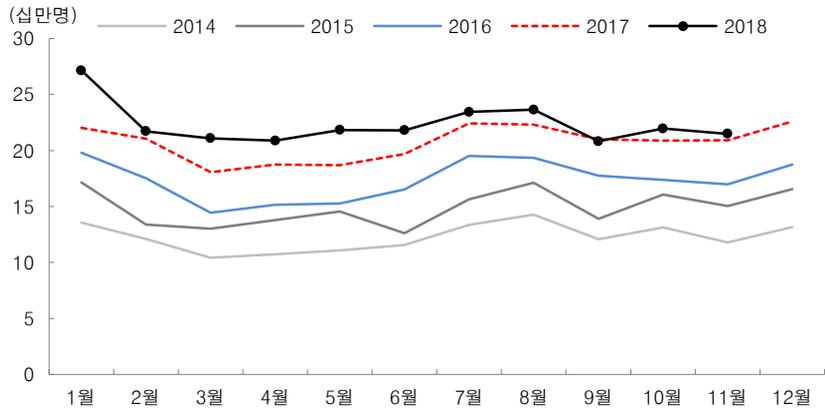
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 향후 3개월 예약률 현황



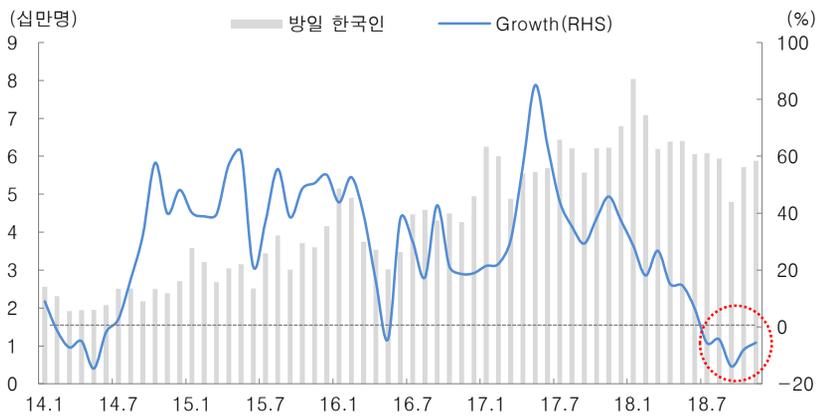
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 국내 순출국자 추이 / 18.11 월 +3% yoy



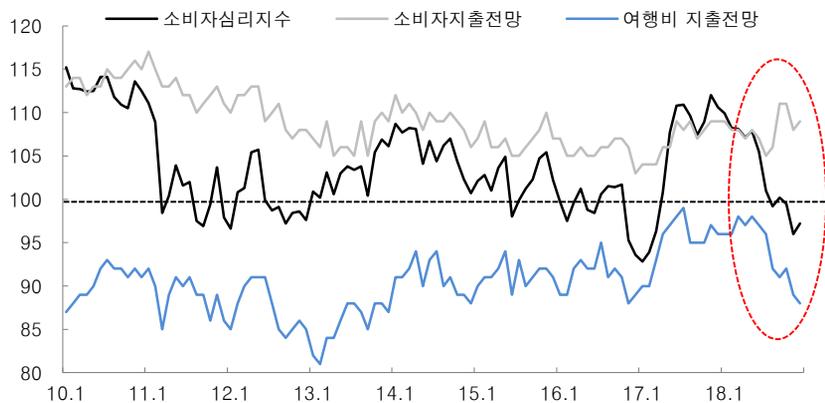
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 방일 한국인 추이 / 18.11 월 -6% yoy



자료: 일본 관광청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 주요 소비심리 지표 추이 / 18.12 월 여행비 지출전망 89→88



자료: 한국은행, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 모두투어 실적 추이

(십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출	74	67	73	77	110	83	97	94	237	291	385	419
chg %	24	24	13	30	48	24	34	23	16	23	32	9
본사	64	57	62	65	94	70	82	79	206	249	326	346
자회사	10	10	10	12	16	13	15	15	31	42	59	73
영업이익	11	7	8	6	9	4	3	4	20	32	20	31
chg %	155	100	(2)	45	(17)	(46)	(69)	(30)	22	59	(39)	60
본사	12	8	9	4	11	5	4	5	25	33	23	30
자회사	(1)	(1)	(1)	1	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(1)	(4)	1
NI Controlling	8	6	6	4	7	7	1	3	17	24	19	27
chg %	130	72	(15)	45	(8)	22	(80)	(20)	27	44	(20)	41

자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

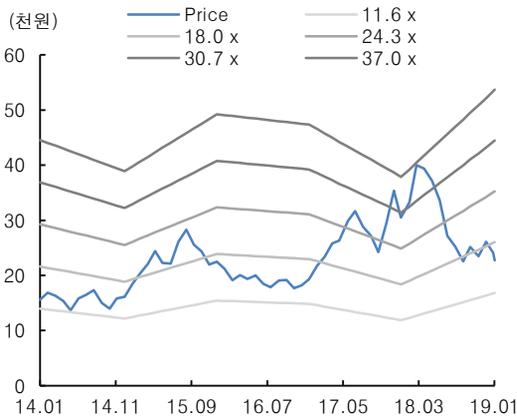
표 2. 여행업 지표

(십억원, %, 만명)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
수탁금	509	447	509	502	551	456	492	478	1,624	1,967	1,977	2,113
chg %	21	24	13	29	8	2	(3)	(5)	10	21	1	7
전체 송출객	71	63	70	70	76	65	65	69	230	273	276	298
chg %	23	21	13	18	8	3	(6)	(1)	19	19	1	8
패키지(PKG)	42	33	35	40	45	38	34	39	135	150	155	170
chg %	18	10	3	15	7	13	(5)	(2)	9	12	3	10
항공권(TKT)	29	30	34	30	31	27	32	30	95	123	121	128
chg %	30	38	26	23	8	(8)	(7)	1	35	29	(2)	6
국내 출국자수	611	571	657	644	700	657	756	740	2,084	2,484	2,853	3,224
chg %	18	22	16	21	14	15	15	15	17	19	15	13
모두투어 M/S	12	11	11	11	11	10	9	9	11	11	10	9

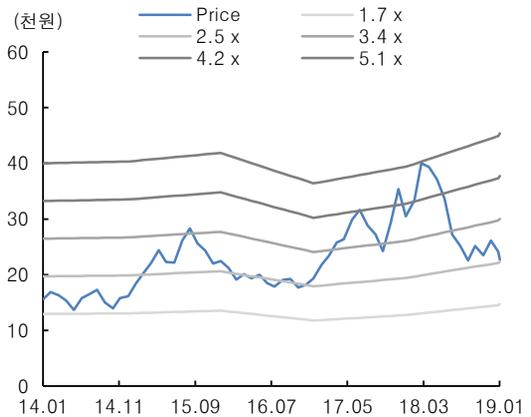
자료: 모두투어, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 모두투어 12M Forward PER Band



자료: 모두투어, Wisefn, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 모두투어 12M Forward PBR Band



자료: 모두투어, Wisefn, 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

회사 개요 및 현황

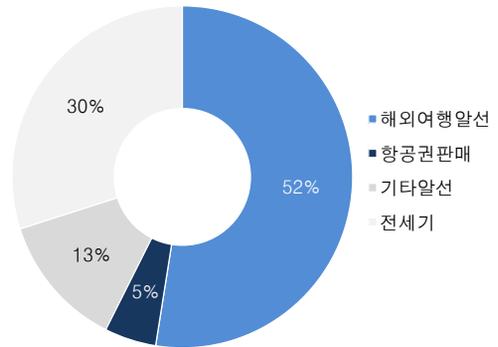
- 모두투어 종합 여행 홀세일러(wholesale)
- 연간 전체 송출객 273만명, PKG 150만명, TKT 123만명
- 연간(17A) 실적. 매출 2,909억원, OP 321억원, NI 242억원
- 본사 부문별 매출 비중(17A)
: 해외여행알선 84%, 항공권판매수수료 6%, 기타알선 10%
- 국제관광알선(PKG) 송출객 지역별(17A)
: 동남아 45%, 일본 21%, 중국 16%, 유럽 8%, 남태평양 7%, 미주 3%

주가 변동요인 및 코멘트

- 국내 출국자 / 주요 여행사 송출객(M) / 예약률 / 대내외 이벤트
- 리드타임 짧은 근거리 회복시, 해당 시점 근접할수록 예약률 개선
- 지역 믹스에 따른 변동성 낮아 상대적으로 안정적. 하반기 기저 부각
- 현 주가는 19E PER 16배

자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

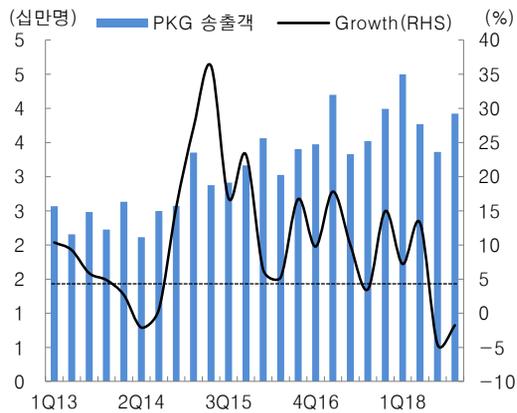
모두투어 부문별 매출 현황(3Q18 기준)



자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

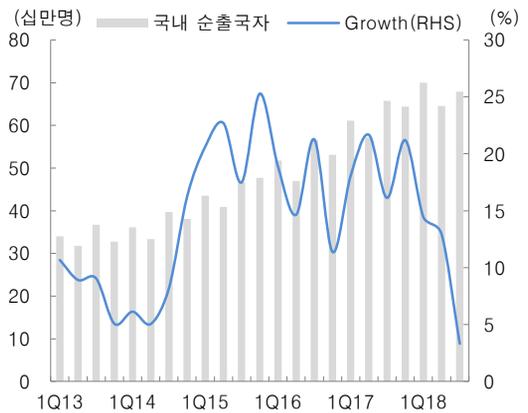
2. Earnings Driver

그림 9. 모두투어 패키지(PKG) 송출객 추이(4Q18)



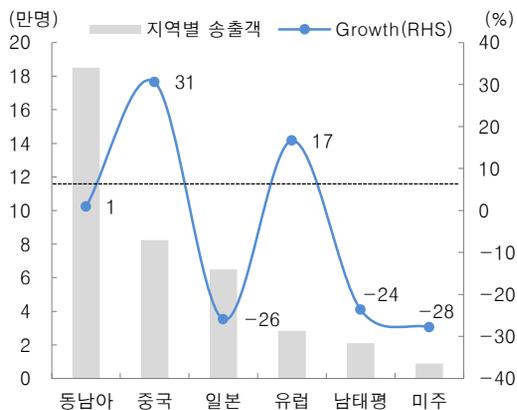
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 10. 국내 순출국자 추이(3Q18)



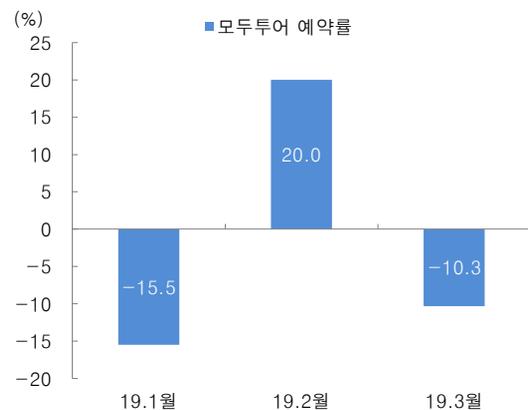
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 11. 모두투어: 지역별 비중 현황(4Q18)



자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 12. 모두투어: 예약률 현황(12/31 기준)



자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	237	291	385	419	452
매출원가	11	11	99	110	116
매출총이익	226	280	286	308	336
판매비외관리비	206	248	266	277	301
영업이익	20	32	20	31	36
영업이익률	8.5	11.0	5.1	7.5	7.9
EBITDA	23	35	22	34	38
영업외손익	3	1	7	4	2
관계기업손익	2	3	2	2	2
금융수익	2	1	2	2	2
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	26	36	38
법인세비용	-7	-9	-7	-8	-8
계속사업순이익	16	24	19	28	29
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	24	19	28	29
당기순이익률	6.7	8.3	5.0	6.6	6.5
비재배분순이익	-1	0	0	0	0
재배분순이익	17	24	19	27	29
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	16	24	19	27	29
비재배분포괄이익	-1	0	0	0	0
재배분포괄이익	16	24	19	27	29

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,330	1,279	1,023	1,444	1,538
PER	21.8	23.8	22.2	15.7	14.8
BPS	8,207	7,134	7,724	8,807	9,871
PBR	3.5	4.3	2.9	2.6	2.3
EBITDAPS	1,820	1,860	1,166	1,775	2,001
EV/EBITDA	11.7	14.4	16.6	10.6	9.1
SPS	18,816	15,394	20,368	22,145	23,920
PSR	1.5	2.0	1.2	1.1	1.0
CFPS	1,993	1,859	1,359	1,838	1,943
DPS	600	450	380	500	600

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	160	22.7	32.3	8.7	8.0
영업이익 증가율	22.3	59.6	-39.3	60.1	14.2
순이익 증가율	23.8	52.4	-19.9	42.1	6.0
수익성					
ROIC	48.5	83.8	43.0	57.9	60.2
ROA	10.2	11.7	5.6	8.6	9.2
ROE	16.5	20.3	13.8	17.5	16.5
안정성					
부채비율	104.9	107.5	102.6	92.9	85.3
순차입금비율	-92.5	-60.8	-52.5	-52.4	-52.1
이자보상배율	46.2	66.1	39.8	61.0	66.7

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	151	209	218	236	253
현금및현금성자산	58	53	49	62	74
매출채권 및 기타채권	39	45	59	64	69
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	353	376	398
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	146	166	187
자본금	6	9	9	9	9
자본잉여금	28	29	29	29	29
이익잉여금	98	115	126	147	167
기타지분변동	-28	-19	-19	-19	-19
비재배지분	-1	28	28	28	28
자본총계	103	163	174	195	215
순차입금	-95	-99	-92	-102	-112

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	32	38	20	37	39
당기순이익	16	24	19	28	29
비현금항목의 가감	9	11	6	7	8
감가상각비	3	3	3	2	2
외환손익	-1	2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	7	6	4	5	5
자산부채의 증감	12	12	0	9	9
기타현금흐름	-5	-9	-5	-7	-7
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	-5	-7
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	-7	-9
기타	-9	16	1	0	0
현금의 증감	14	-5	-4	13	12
기초 현금	45	58	53	49	62
기말 현금	58	53	49	62	74
NOPLAT	14	24	14	24	28
FCF	15	25	15	25	28

자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy 본부

[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	1901.04	18.08.02	18.05.29	18.04.11	17.10.11	17.07.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	32,000	35,000	40,000	33,000	33,000	36,000
과리율(평균.%)		(32.12)	(30.19)	4.66	3.39	(22.68)
과리율(최대/최소.%)		(21.57)	(15.88)	(5.45)	22.58	(15.28)

제시일자	17.06.01	17.05.10	17.04.04	17.02.14	17.01.23	17.01.09
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)	(18.25)
과리율(최대/최소.%)	(8.70)	(8.94)	(8.67)	(10.12)	(11.05)	(17.50)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190101)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	85.4%	13.5%	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