

Industry Brief
2019. 1. 4

모두투어 080160

주가 상승의 조건은 수요 회복 확인

▲ 엔터/레저

Analyst **이효진**
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 영업이익은 45억원으로 낮아진 컨센서스를 충족
- ✓ 평창 올림픽 기저 있는 2월 제외하고 1분기 예약률 의미 있는 반등 아직 없어
- ✓ 내년 패키지 송출객 성장률 6% 추정에 근거, 본사 이익 317억원 전망
- ✓ 2019년 연결 영업이익 298억원 추정, 모두투어 전망치 334억원과 유사
- ✓ 바닥 잡기에는 내년 1분기까지 역기저임을 고려해야. 당분간 관망 필요

Trading Buy

적정주가 (12개월) 27,000 원
현재주가 (1.3) 22,700 원
상승여력 18.9%

KOSDAQ	657.02pt
시가총액	4,290억원
발행주식수	1,890만주
유통주식비율	78.63%
외국인비중	27.56%
52주 최고/최저가	40,450원/19,850원
평균거래대금	51.7억원

주요주주(%)	
우종유 외 15인	15.46
KB자산운용	9.43

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.8	-11.5	-28.2
상대주가	-4.8	7.2	-10.1

주가그래프



낮아진 컨센서스를 충족시킬 4분기 실적, 회복이 지연되는 1분기

모두투어의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 999억원(+30% YoY)과 45억원(-20% YoY)으로 낮아진 컨센서스를 충족할 전망이다. 별도 기준 영업이익이 58억원에 그칠 것으로 추정하는 것이 감익의 주된 요인이다. 자회사 합산 이익은 자유투어 5억 적자를 포함, 13억원 적자를 전망한다.

이와 함께 발표된 1, 2, 3월 예약률 또한 12월 수치와 큰 폭에서 유사하다. 1분기 회복을 기대하기 어렵다고 판단한다. 특히 2018년 4개 분기 중 1분기는 가장 이익방어가 잘 되었던 시기였던 점을 유의해야 한다. 바닥콜 타이밍으로 보기엔 이르다고 판단하는 근거다. 하락의 원인이 수요 하락이었기 때문에 상승의 조건 또한 수요 회복이라고 판단한다.

2019년 모두투어 가이던스는 보수적 추정에 근거한 달성 가능한 수준

지난달 동사가 발표한 2019년 전망치는 매출액 4,224억원 및 영업이익 334억원으로, 당사 추정 기준 각각 YoY 8%, 66% 증가한 수치다. 이는 별도 이익 300억원(40% YoY)과 자회사 합산 30억 흑자를 가정한 수치다.

당사가 전망하는 2019년 모두투어 매출액 및 영업이익은 각각 4,109억원(+5% YoY) 및 298억원(+48% YoY)이다. 이는 별도 이익 317억원(+29% YoY), 자유투어 -9억(+9억 YoY), 리츠 26억원(+25% YoY), 모두스테이 -28억원(flat YoY)에 기반한 수치다. 1) 출국자 성장률이 7%이며 2) 주고객층인 4060이 경기 둔화에 가장 민감한 연령대라는 점을 고려했을 때 2019년 패키지 산업은 보수적 접근이 유효해 보인다.

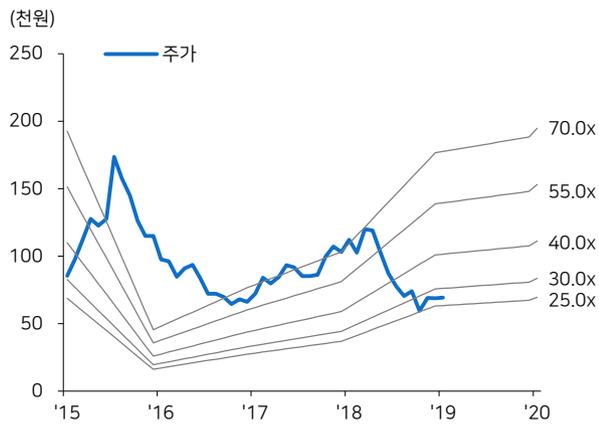
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	291.0	32.1	24.2	1,279	52.4	7,134	23.8	4.3	14.4	20.3	107.5
2018E	390.5	20.1	14.6	773	-39.8	7,565	31.2	3.2	15.2	10.5	119.6
2019E	410.9	29.8	22.5	1,192	59.9	8,302	19.0	2.7	9.3	15.0	115.0
2020E	443.9	27.5	20.3	1,072	-2.6	8,946	21.2	2.5	9.3	12.4	113.8
2021E	453.8	24.4	17.6	932	-10.2	9,490	24.4	2.4	10.0	10.1	108.9

표13 모두투어 4Q18 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	99.9	77.0	29.8	97.3	2.7	93.3	7.1
영업이익	4.5	5.6	-20.4	2.5	79.1	4.2	6.8
세전이익	4.4	5.1	-14.1	2.6	69.6	2.7	65.1
지배순이익	2.8	4.1	-32.0	1.2	141.4	4.6	-38.7

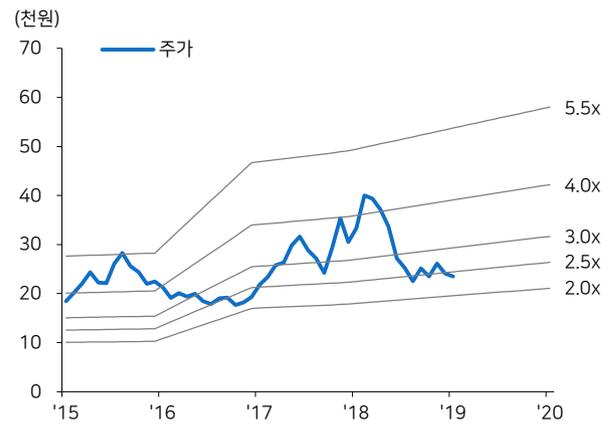
자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 하나투어 12M Fwd PER 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 모두투어 12M Fwd PER 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
총 수탁금	509.0	447.0	508.9	502.1	551.3	456.1	491.9	477.7	552.9	479.1	567.6	529.9	1,967	1,977	2,129.5
%YoY	20.6	24.0	12.8	28.8	8.3	2.1	-3.3	-4.9	0.3	5.0	15.4	10.9	21.1	0.5	7.7
%매출전환율	12.6	12.8	12.3	13.0	12.9	13.0	11.7	13.4	13.0	13.1	13.2	12.7	12.7	12.8	13.0
매출총이익	64.3	57.3	62.5	65.2	71.0	59.3	57.7	64.3	71.6	62.8	74.9	67.1	249.4	252.3	276.5
%YoY	21.1	23.6	12.2	28.7	10.4	3.5	-7.7	-1.5	0.8	6.0	29.8	4.5	21.1	1.2	9.6
영업비용	52.6	49.4	53.6	60.8	60.5	54.7	54.0	58.4	63.1	57.6	63.9	60.2	216.4	227.7	244.8
%YoY	12.3	18.8	15.0	34.2	15.1	10.6	0.7	-3.8	4.2	5.4	18.3	3.0	20.0	5.2	7.5
%매출액 대비	81.7	86.3	85.9	93.2	85.2	92.2	93.7	91.0	88.0	91.7	85.4	89.7	86.8	90.3	88.6
인건비	15.9	15.1	15.8	17.0	16.7	17.0	15.8	16.3	17.6	17.9	16.8	17.6	63.8	65.8	69.9
%매출액 대비	24.8	26.4	25.3	26.0	23.5	28.6	27.5	25.4	24.5	28.5	22.4	26.2	25.6	26.1	25.3
커미션수수료	27.1	24.1	27.1	28.4	29.3	24.4	24.9	27.7	28.9	25.0	29.1	28.2	106.8	106.3	111.2
%매출액 대비	42.1	42.1	43.4	43.6	41.2	41.2	43.2	43.0	40.3	39.8	38.9	42.0	42.8	42.1	40.2
광고비	3.7	4.0	4.4	7.9	7.0	5.7	5.6	5.3	7.0	6.1	7.3	5.5	20.0	23.6	25.9
%매출액 대비	5.7	7.0	7.1	12.1	9.8	9.7	9.7	8.2	9.8	9.7	9.7	8.2	8.0	9.3	9.4
영업이익	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	4.6	3.6	5.8	8.6	5.2	10.9	6.9	32.9	24.6	31.7
%YoY	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-10.3	-41.3	-59.0	30.1	-18.6	12.6	202.0	19.4	29.1	-25.3	28.7
영업이익률(%)	18.3	13.7	14.1	6.8	14.8	7.8	6.3	9.0	12.0	8.3	14.6	10.3	13.2	9.7	11.4
Key assumptions (천명)															
출국자수	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,791	6,984	7,246	6,690	7,665	7,555	24,837	27,225	29,156
%YoY	18.1	21.7	16.1	21.2	14.4	13.0	3.3	8.5	3.6	3.7	12.9	8.2	19.2	9.6	7.1
패키지승객	420	333	352	399	449	376	336	419	458	383	371	446	1,504	1,580	1,658
%YoY	17.8	10.0	3.5	15.0	7.0	13.1	-4.6	5.0	1.9	1.9	10.6	6.4	11.7	5.1	4.9
항공권승객	289	298	343	298	315	274	318	268	348	304	382	312	1,229	1,175	1,346
%YoY	30.3	37.6	25.9	23.3	8.8	-7.9	-7.5	-10.2	10.5	11.0	20.1	16.6	28.9	-4.4	14.6
패키지M/S(%)	6.9	5.8	5.4	6.2	6.4	5.8	4.9	6.0	6.3	5.7	4.8	5.9	6.1	5.8	5.7
%p YoY	0.0	-0.6	-0.7	-0.3	-0.4	0.0	-0.6	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.4	-0.2	-0.1

자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

(십억원)	*1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	*1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	74.0	67.3	72.7	77.0	109.8	83.4	97.3	99.9	111.5	88.0	106.4	105.0	290.9	390.5	410.9
%YoY	24.3	23.9	13.2	30.3	48.4	24.0	33.9	29.8	1.5	5.5	9.4	5.1	22.7	34.2	5.2
모두투어본사	64.3	57.3	62.5	65.2	94.3	70.4	82.3	87.5	94.9	74.0	99.5	90.4	249.4	334.5	358.7
%YoY	21.1	23.6	12.2	28.7	10.4	3.5	-7.7	-1.5	0.8	6.0	29.8	4.5	21.1	1.2	9.6
중속회사	10.0	10.6	10.7	12.1	15.2	12.6	15.0	12.9	16.3	13.7	6.9	15.1	43.5	55.7	52.0
%YoY	50.8	29.1	20.5	35.1	51.5	18.8	40.2	6.3	7.0	8.5	-54.1	17.4	32.8	28.1	-6.7
영업이익	11.0	7.3	8.1	5.6	9.1	4.0	2.5	4.5	7.7	4.7	11.0	6.4	32.1	20.1	29.8
%YoY	154.8	99.9	-2.3	48.1	-17.1	-45.6	-69.2	-20.4	-15.6	18.0	337.5	42.6	59.6	-37.4	48.1
영업이익률(%)	14.9	10.9	11.2	7.3	8.3	4.8	2.6	4.5	6.9	5.3	10.3	6.1	11.0	5.2	7.3
모두투어본사	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	4.6	3.6	5.8	8.6	5.2	10.9	6.9	32.9	24.6	31.7
%YoY	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-10.3	-41.3	-59.0	30.1	-18.6	12.6	202.0	19.4	29.1	-25.3	28.7
중속회사	-0.7	-0.4	-0.7	1.3	-1.7	-0.8	-0.7	-1.3	-0.9	-0.5	0.1	-0.5	-0.6	-4.5	-1.7
%YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	7.1	N/A
자유투어	0.2	-0.2	-0.3	0.3	-0.5	-0.8	-0.1	-0.5	-0.5	-0.8	0.4	0.0	0.1	-1.9	-0.9
%YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

주: *17년도 1분기 및 18년도 1분기 구 회계 기준, 이외는 IFRS15 기준

자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터 추정

모두투어 (080160)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	291.0	390.5	410.9	443.9	453.8
매출액증가율 (%)	22.7	34.2	5.2	8.0	2.2
매출원가	10.9	102.6	106.4	119.5	120.4
매출총이익	280.0	287.9	304.5	324.4	333.4
판매관리비	247.9	267.8	274.7	296.9	309.0
영업이익	32.1	20.1	29.8	27.5	24.4
영업이익률	11.0	5.2	7.3	6.2	5.4
금융손익	0.7	0.7	1.3	1.6	1.9
중속/관계기업손익	3.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	-2.9	-0.4	-0.2	0.6	0.4
세전계속사업이익	32.9	20.6	31.1	29.9	26.8
법인세비용	8.7	6.0	7.8	7.2	6.4
당기순이익	24.2	14.6	23.3	22.7	20.4
지배주주지분 순이익	24.2	14.6	22.5	20.3	17.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	38.2	54.7	27.5	35.9	25.9
당기순이익(손실)	24.2	14.6	23.3	22.7	20.4
유형자산상각비	2.5	2.7	2.8	2.8	2.8
무형자산상각비	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	12.3	37.9	2.0	11.0	3.3
투자활동 현금흐름	-53.8	-39.3	-9.9	-14.6	-6.0
유형자산의증가(CAPEX)	-1.4	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
투자자산의감소(증가)	5.2	-5.6	-1.2	-1.9	-0.6
재무활동 현금흐름	11.3	-22.4	-6.4	-8.6	-8.1
차입금의 증감	40.1	-14.2	0.0	0.0	-0.0
자본의 증가	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-5.2	-6.9	11.2	12.8	11.8
기초현금	58.3	53.1	46.2	57.4	70.2
기말현금	53.1	46.2	57.4	70.2	82.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	208.7	240.5	262.9	290.1	306.8
현금및현금성자산	53.1	46.2	57.4	70.2	82.0
매출채권	42.8	43.1	46.4	48.0	49.0
재고자산	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
비유동자산	129.5	135.4	136.7	138.7	139.3
유형자산	22.5	22.8	23.1	23.3	23.5
무형자산	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2
투자자산	16.5	22.1	23.3	25.2	25.7
자산총계	338.2	375.9	399.6	428.8	446.2
유동부채	141.8	170.9	179.8	194.2	198.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	14.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.8	0.6	0.6	0.7	0.6
비유동부채	33.4	33.9	34.0	34.1	34.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	30.2	30.2	30.2	30.2	30.2
부채총계	175.2	204.7	213.7	228.3	232.6
자본금	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	114.9	123.0	137.0	149.1	159.4
비지배주주지분	28.2	28.2	29.0	31.4	34.2
자본총계	163.0	171.2	185.9	200.5	213.6

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	15,394	20,660	21,740	23,488	24,011
EPS(지배주주)	1,279	773	1,192	1,072	932
CFPS	1,859	1,165	1,689	1,612	1,435
EBITDAPS	1,860	1,214	1,728	1,608	1,444
BPS	7,134	7,565	8,302	8,946	9,490
DPS	450	360	480	450	410
배당수익률(%)	1.5	1.5	2.1	2.0	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	23.8	31.2	19.0	21.2	24.4
PCR	16.4	20.7	13.4	14.1	15.8
PSR	2.0	1.2	1.0	1.0	0.9
PBR	4.3	3.2	2.7	2.5	2.4
EBITDA	35.2	22.9	32.7	30.4	27.3
EV/EBITDA	14.4	15.2	9.3	9.3	10.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.3	10.5	15.0	12.4	10.1
EBITDA 이익률	12.1	5.9	7.9	6.8	6.0
부채비율	107.5	119.6	115.0	113.8	108.9
금융비용부담률	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	66.1	12.5	22.4	20.6	18.3
매출채권회전율(x)	7.9	9.1	9.2	9.4	9.4
재고자산회전율(x)	2,263.6	2,386.8	2,135.6	2,163.1	2,105.5