

2019. 1. 18

Company Update

모두투어 (080160)

예상대로 부진한 4분기 실적



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

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

- 4Q18 매출액은 913억원, 영업이익은 전년대비 35% 감소한 37억원을 기록할 것. 매출액과 영업이익의 모두 컨센서스와 유사한 수준.
- 전체 출국 수요 성장률의 둔화는 올해 상반기까지 지속될 것으로 전망되는 가운데 1Q19 예약률 역시 의미 있는 반등이 나타나고 있지 않은 상황에서 실적회복의 모멘텀을 찾기는 어려운 상황. 주가는 당분간 횡보세를 보일 것.
- 2019년 이익전망을 유지하며 DCF로 산출한 목표주가 또한 26,000원과 HOLD 투자 의견 유지.

WHAT'S THE STORY

4Q preview- 낮아진 컨센서스를 충족: 4Q18 매출액은 913억원, 영업이익은 전년대비 35% 감소한 37억원을 기록하며 낮아진 시장의 눈높이를 맞출 수 있을 것. 별도기준으로 본사는 판관비의 감소로 소폭의 증익이 예상되나, 구조적인 개선이기 보다는 기저 효과로 판단 (4Q17 지상과 광고 등 일회성 비용으로 판관비가 전년대비 34% 증가했음). 연결 자회사 중 자유투어는 -4억 적자전환을 기록하며, 전분기 대비 적자폭이 확대될 것으로 예상. 모두스테이의 경우 울산점 개관 관련 고정비 부담이 지속되며 3Q18과 비슷한 수준의 적자 기록할 것으로 예상

당분간은 모멘텀이 없는 상황: 1Q19 예약률은 평창올림픽 기저가 있는 2월을 제외하고는 전년대비 여전히 부진한 상황 (1월 2일에 발표한 예약률은 1월 -15.5%, 2월 +20.0%, 3월 -10.3%). 한편, 전체 출국수요가 1H19에는 5% 성장에 그칠 것으로 전망되는 가운데, 패키지 수요보다는 청년층을 중심으로 FIT 수요가 강세를 보일 것으로 예상. 실적회복과 관련한 모멘텀을 찾기는 어려운 상황에서 당분간 주가는 횡보세를 이어갈 것. 2019년 매출액과 영업이익 추정을 미세 조정하는데 그치며 DCF를 통해 산출한 목표주가 26,000과 HOLD 투자 의견 모두 유지.

AT A GLANCE

SELL **HOLD** BUY

목표주가	26,000원	(4.6%)
현재주가	24,850원	
시가총액	4,696.7억원	
Shares (float)	18,900,000주 (78.6%)	
52 주 최저/최고	19,850원/40,450원	
60 일-평균거래대금	47.1억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
모두투어 (%)	4.0	-8.1	-28.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	0.3	9.7	-7.0

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	26,000	26,000	0.0%
2018E EPS	897	919	-2.3%
2019E EPS	1,283	1,217	5.5%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	10
Target price	28,650
Recommendation	3.8

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

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	290.9	381.8	416.2	444.3
영업이익 (십억원)	32.1	19.3	28.4	32.4
순이익 (십억원)	24.2	13.6	20.4	23.5
EPS (adj) (원)	1,464	897	1,283	1,453
EPS (adj) growth (%)	65.3	(38.7)	43.0	13.2
EBITDA margin (%)	12.1	6.2	8.1	8.8
ROE (%)	18.2	8.2	11.6	12.3
P/E (adj) (배)	16.7	27.3	19.1	16.9
P/B (배)	3.3	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA (배)	33.8	19.4	12.9	10.5
Dividend yield (%)	1.8	1.6	1.6	1.6

자료: 삼성증권 추정

4Q18 삼성추정 vs 컨센서스

(십억원)	4Q18E	% y-y	% q-q	4Q18E 컨센서스	Diff (%)	2018E	2019E	19E/18E (전년대비, %)	2019E 컨센서스	Diff (%)
매출액	91.3	n/a*	(6.2)	92.8	(1.7)	381.8	416.2	9.0	423.4	(1.7)
영업이익	3.7	(35.1)	46.0	3.8	(4.3)	19.3	28.4	47.2	30.2	(6.0)
세전이익	2.7	(46.7)	5.2	3.7	(26.9)	18.9	28.3	49.5	32.6	(13.2)
순이익	1.9	(55.1)	55.4	3.2	(40.3)	13.6	20.4	49.5	24.5	(16.7)
영업이익률 (%)	4.0					5.1	6.8			
세전이익률 (%)	3.0					5.0	6.8			
순이익률 (%)	2.1					3.6	4.9			

참고: *2018년부터 변경된 회계기준 적용

자료: 모두투어, Wisefn, 삼성증권 추정

모두투어: 실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E	2020E
출국자 수 (천명)	6,997	6,453	6,791	6,631	7,277	6,808	7,606	7,170	24,837	26,898	28,889	30,622
시장점유율 (%)	10.9	10.1	9.6	10.4	10.6	9.9	10.3	10.8	11.0	10.3	10.4	10.5
모두투어 송객 수 (천명)	764	650	654	693	769	676	780	771	2,733	2,761	2,996	3,209
패키지	450	377	336	392	445	386	415	424	1,504	1,555	1,670	1,770
티켓	314	274	318	300	323	290	366	347	1,229	1,206	1,327	1,439
수탁금 (십억원)	551	456	492	492	541	484	551	548	1,967	1,991	2,124	2,254
패키지	392	325	315	338	379	336	371	378	1,352	1,370	1,464	1,551
티켓	159	131	177	154	162	148	180	170	615	621	661	702
패키지 매출 전환률 (%)	19.7	17.8	21.6	18.5	19.8	17.5	20.5	18.4	11.4	14.2	14.0	13.8
영업수익 (십억원)	109.8	83.4	97.3	91.3	110.3	90.1	112.7	103.1	291	382	416	444
본사	94.3	70.4	82.3	77.4	92.1	74.5	92.7	86.0	249	324	345	364
종속회사	15.5	13.0	15.0	13.9	18.2	15.5	19.9	17.1	42	57	71	80
영업이익 (십억원)	9.1	4.0	2.5	3.7	7.4	4.9	9.3	6.8	32	19	28	32
본사	10.5	4.6	3.6	4.6	8.5	4.8	9.0	7.0	33	23	29	31
종속회사	(1.4)	(0.6)	(1.1)	(1.0)	(1.1)	0.1	0.3	(0.2)	(1)	(4)	(1)	2
영업이익률 (%)	8.3	4.8	2.6	4.0	6.7	5.4	8.2	6.6	11.0	5.1	6.8	7.3
본사	11.2	6.6	4.4	6.0	9.3	6.5	9.7	8.2	13.2	7.2	8.5	8.5
종속회사	(2.9)	(1.8)	(1.8)	(2.0)	(2.5)	(1.1)	(1.4)	(1.6)	(1.9)	(7.2)	(1.4)	1.9
성장률 (전년대비, %)												
출국자 수	14.4	13.0	3.3	3.0	4.0	5.5	12.0	8.1	19.2	8.3	7.4	6.0
모두투어 송객 수	7.7	3.2	(6.0)	(0.7)	0.6	4.0	19.4	11.3	18.8	1.0	8.5	7.1
패키지	7.2	13.2	(4.6)	(1.8)	(1.0)	2.5	23.5	8.0	11.7	3.4	7.4	6.0
티켓 (항공권)	8.5	(8.0)	(7.5)	0.6	3.0	6.0	15.0	15.7	28.9	(1.9)	10.0	8.5
수탁금	8.3	2.1	(3.3)	(2.1)	(1.8)	6.1	12.1	11.4	21.1	1.2	6.7	6.1
패키지	7.1	6.4	(4.8)	(3.4)	(3.4)	3.4	17.9	11.7	18.4	1.3	6.9	6.0
티켓	11.3	(7.3)	(0.6)	1.0	1.9	12.7	1.8	10.6	27.6	1.0	6.3	6.3
영업수익	48.4	24.0	33.9	18.5	0.4	8.0	15.8	13.0	22.7	31.2	9.0	6.8
본사	46.6	22.9	31.7	18.6	(2.4)	5.8	12.7	11.2	21.1	30.1	6.5	5.4
종속회사	60.3	30.5	47.3	18.3	17.3	19.4	32.5	23.3	33.1	38.1	23.2	13.2
영업이익	(17.1)	(45.6)	(69.2)	(35.1)	(18.8)	23.1	268.4	86.0	59.6	(40.0)	47.2	14.3
본사	(10.3)	(41.3)	(59.0)	3.6	(19.1)	4.8	147.3	52.4	29.1	(28.9)	25.5	5.3
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

연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2017*	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	290.9	381.8	416.2	376.3	406.9	1.5	2.3
영업이익	32.1	19.3	28.4	19.7	26.3	(2.1)	7.9
세전이익	32.9	18.9	28.3	19.4	26.7	(2.5)	6.0
순이익	24.2	13.6	20.4	14.0	19.2	(2.7)	6.1
EPS (원)	1,464	897	1,283	919	1,217	(2.3)	5.5

자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

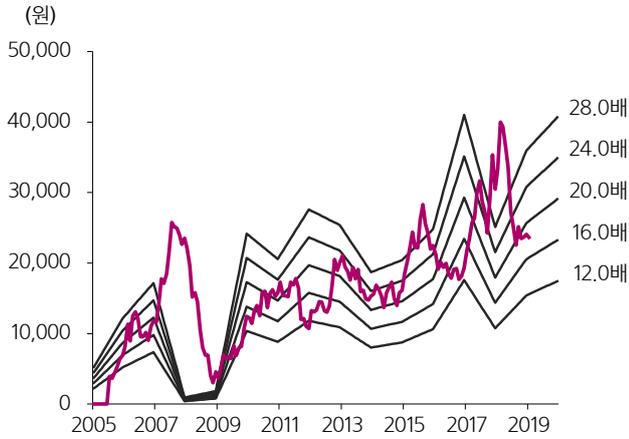
모두투어: 현금흐름모형에 따른 목표주가 산출

(십억원)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	19	28	32	33	34	34	35	36	37	37
- EBIT에 대한 세금	6	10	10	10	10	10	11	11	11	11
- CAPEX	4	5	5	5	5	5	5	5	6	6
- 순운전자본 증가(감소)	26	-17	8	9	9	9	9	9	9	9
+ 감가상각비	4	5	6	6	6	7	7	7	7	7
+ 무형자산상각비	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Free cash flow	-12	35	16	16	17	17	18	18	18	19
Terminal Value	502									
Terminal Growth (%)	2.0									
NPV of FCFF	117									
PV of Terminal Value	285									
Enterprise Value	402									
Equity Value (adjusted)	500									
Shares Outstanding	18,900									
Fair value per share (KRW)	26,454									
현재주가 (KRW)*	24,850									
업사이드 (%)	6.5%									

참고: * 12월 10일 종가 기준

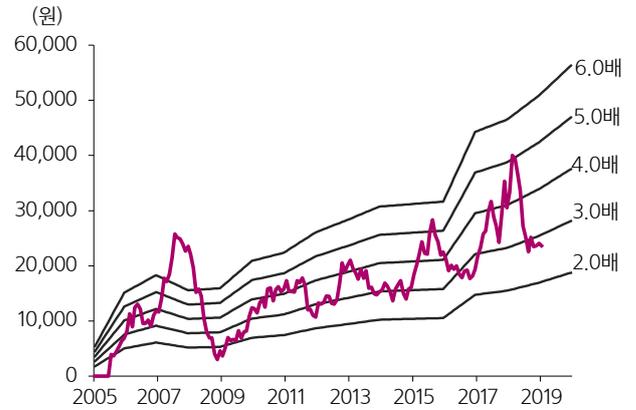
자료: 모두투어, 삼성증권 추정

모두투어: P/E 밴드 차트



자료: WiseFn, 삼성증권

모두투어: P/B 차트



자료: WiseFn, 삼성증권

Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2015	204.3	16.5	18.0	12.8	729	9.2	33.6	4.7	12.3	9.97	(66)
2016	237.1	20.1	22.9	15.9	886	21.5	27.6	4.6	15.7	8.49	(97)
2017	290.9	32.1	32.9	24.2	1,464	65.3	16.7	3.3	18.2	5.54	(100)
2018E	381.8	19.3	18.9	13.6	897	(38.7)	27.3	3.2	8.2	8.21	(102)
2019E	416.2	28.4	28.3	20.4	1,283	43.0	19.1	2.9	11.6	5.76	(128)
2020E	444.3	32.4	32.7	23.5	1,453	13.2	16.9	2.6	12.3	4.96	(131)

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석됨

자료: 파라다이스, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	237.1	290.9	381.8	416.2	444.3
매출원가	11.2	10.9	89.9	93.4	98.4
매출총이익	225.9	280.0	292.0	322.7	345.9
(매출총이익률, %)	95.3	96.2	76.5	77.6	77.8
판매 및 일반관리비	205.8	247.9	272.7	294.4	313.4
영업이익	20.1	32.1	19.3	28.4	32.4
(영업이익률, %)	8.5	11.0	5.1	6.8	7.3
영업외손익	2.8	0.8	(0.4)	(0.1)	0.2
금융수익	1.6	1.5	1.7	1.8	1.9
금융비용	0.4	0.8	2.0	1.8	1.6
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	18.9	28.3	32.7
법인세	7.0	8.7	5.3	7.9	9.1
(법인세율, %)	30.7	26.4	28.0	28.0	28.0
계속사업이익	15.9	24.2	13.6	20.4	23.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	15.9	24.2	13.6	20.4	23.5
(순이익률, %)	6.7	8.3	3.6	4.9	5.3
지배주주순이익	16.8	24.2	14.0	20.9	24.0
비지배주주순이익	(0.9)	0.0	(0.4)	(0.6)	(0.4)
EBITDA	22.9	35.2	23.7	33.8	39.2
(EBITDA 이익률, %)	9.7	12.1	6.2	8.1	8.8
EPS (지배주주)	873	1,350	760	1,137	1,313
EPS (연결기준)	840	1,280	721	1,078	1,245
수정 EPS (원)*	886	1,464	897	1,283	1,453

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	32	38	3	23	16
당기순이익	16	24	14	20	24
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	3	3
영업활동 자산부채 변동	12	12	(0)	37	46
투자활동에서의 현금흐름	(6)	(54)	(3)	3	7
유형자산 증감	(1)	(1)	3	2	1
장단기금융자산의 증감	(1)	(57)	(3)	(3)	(5)
기타	(4)	5	(4)	5	11
재무활동에서의 현금흐름	(12)	11	(6)	(17)	(15)
차입금의 증가(감소)	1	40	(9)	(12)	6
자본금의 증가(감소)	(0)	4	0	0	0
배당금	(5)	(7)	(9)	(8)	(8)
기타	(8)	(26)	12	4	(12)
현금증감	14	(5)	(7)	10	8
기초현금	45	58	53	46	56
기말현금	58	53	46	56	64
Gross cash flow	25	35	21	28	33
Free cash flow	30	37	(1)	18	11

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	216	220	242
현금 및 현금등가물	58	53	46	56	64
매출채권	31	43	50	50	63
재고자산	0	0	4	2	0
기타	62	113	116	112	115
비유동자산	59	130	130	133	138
투자자산	22	16	9	3	(3)
유형자산	22	23	30	40	51
무형자산	6	3	3	3	3
기타	10	88	88	88	88
자산총계	210	338	345	353	380
유동부채	103	142	162	157	168
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	14	26	13	19
기타 유동부채	103	128	137	144	149
비유동부채	5	33	13	13	13
사채 및 장기차입금	2	30	10	10	10
기타 비유동부채	2	3	3	3	3
부채총계	108	175	176	170	182
지배주주지분	103	135	141	154	171
자본금	6	9	9	9	9
자본잉여금	28	29	29	29	29
이익잉여금	98	115	122	135	151
기타	(28)	(19)	(19)	(19)	(19)
비지배주주지분	(1)	28	28	28	28
자본총계	103	163	170	183	199
순부채	(97)	(100)	(102)	(128)	(131)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	16.0	22.7	31.2	9.0	6.8
영업이익	22.3	59.6	(40.0)	47.2	14.3
순이익	23.8	52.4	(43.7)	49.5	15.5
수정 EPS**	26.5	65.3	(38.7)	43.0	13.2
주당지표					
EPS (지배주주)	873	1,350	760	1,137	1,313
EPS (연결기준)	840	1,280	721	1,078	1,245
수정 EPS**	886	1,464	897	1,283	1,453
BPS	5,272	7,379	7,749	8,476	9,378
DPS (보통주)	600	450	390	410	410
Valuations (배)					
P/E***	27.6	16.7	27.3	19.1	16.9
P/B***	4.6	3.3	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	8.5	5.5	8.2	5.8	5.0
비율					
ROE (%)	15.7	18.2	8.2	11.6	12.3
ROA (%)	8.1	8.8	4.0	5.8	6.4
ROIC (%)	(128.4)	(103.2)	(164.8)	326.3	372.7
배당성향 (%)	41.2	33.9	57.5	38.5	33.6
배당수익률 (보통주, %)	1.6	1.8	1.6	1.6	1.6
순부채비율 (%)	(90.6)	(59.6)	(46.7)	(57.9)	(54.6)
이자보상배율 (배)	46.2	66.1	9.6	15.9	20.5

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 17일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 1월 17일 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 리서치센터가 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 12월 31일 기준

매수 (83.3%) | 중립 (16.7%) | 매도 (0%)