



모두투어 (080160)

이미 반영된 악재보다 산업의 방향성에 주목

▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619

Buy (유지)

목표주가(유지): 30,000원

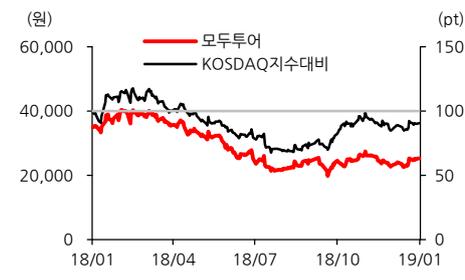
현재 주가(1/22)	25,050원
상승여력	▲ 19.8%
시가총액	4,734억원
발행주식수	18,900천주
52 주 최고가 / 최저가	40,450 / 19,850원
90 일 일평균 거래대금	46.54억원
외국인 지분율	27.7%
주주 구성	
우종유(의 13 인)	15.4%
KB 자산운용	9.4%
모두투어 자사주	3.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.2	2.0	-0.4	-28.4
상대수익률(KOSDAQ)	6.0	8.7	11.9	-8.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	291	381	441	494
영업이익	32	18	31	37
EBITDA	35	22	35	41
지배주주순이익	24	13	26	29
EPS	1,280	692	1,396	1,555
순차입금	-99	-99	-112	-127
PER	23.8	36.2	17.9	16.1
PBR	4.3	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	13.6	16.9	10.4	8.5
배당수익률	1.5	2.0	2.4	2.4
ROE	20.3	9.8	18.7	18.5

주가 추이



이미 예고된 4Q18 실적 부진보다는 향후 선행지표 개선과 이연수요, 기저효과, 여행 주가의 특성, 그리고 상위 사업자 중심의 우호적인 산업 흐름 및 방향성에 주목해야 합니다. PKG 2위 사업자인 모두투어에 대해 '회복' 근거를 바탕으로 긍정적 투자 의견을 유지합니다.

예고된 실적 부진, 나름의 선방

모두투어 4Q18 영업이익은 1) 각종 악재에 따른 여행수요 침체(4Q18에 두드러진 일본행 수요 급감), 2) 지속되는 인바운드, 호텔 등 관련 연결 자회사의 적자(분기 약 -10억 원)로 28억 원을 예상한다. 전년 대비 49% 줄어든 수치이나, 일본 비중이 적은데다 면세점 손실이 없어 절대 규모는 타사대비 더 나았던 것으로 파악된다.

향후 산업 방향에 주목

예상된 4Q18 실적 부진을 뒤로한채 동사에게도 역시나 더욱 중요한 것은 선행지표(향후 3개월 PKG 예약증감률) 추이와 이에 기반한 향후 기대감 반영이다. 다행히 1/1 기준 발표된 선행지표는 오르락 내리락을 반복하지만 더 악화되지는 않는 모습이다. 모두투어도 선행지표는 지난 10/1 기준이 바닥, 실적은 4Q18가 저점일 가능성이 높다.

향후 1) 지역 믹스 개선(악재가 집중된 지역의 순취소 감소 + 겨울 성수기 지역 예약 수준 = blended 선행지표 회복), 2) 작년부터 억눌려 있던 여행수요의 이연 효과, 3) 6월~연말까지 부담 없는 기저효과, 4) 상위 사업자 중심의 우호적인 산업 흐름에 주목해야 할 것이다.

긍정적 투자 의견 유지

모두투어에 대해 상위 열거한 '회복' 근거를 바탕으로 매수 의견을 유지한다. 1) 동사는 일본 비중이 낮기 때문에 실제로 지역의 믹스 개선 효과[그림 3]가 더욱 확연하게 나타나고 있고, 2) 이는 전체 수요의 회복 속도가 타사대비 빠를 수 있음을 의미한다. 또한, 3) 뚜렷한 상저하고 양상을 보이는 여행주 주가 퍼포먼스의 계절성[그림 4], 4) 여행주 주가는 수요 회복 시 픽업 속도가 가장 빠름을 기억해야 할 것이다.

[표1] 모두투어 분기별 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

VS	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	74.0	67.3	72.7	77.0	109.8	83.4	97.3	89.9	237.1	290.9	380.5	441.3
growth %	24.3%	23.9%	13.2%	30.3%	48.4%	24.0%	33.9%	16.8%	16.0%	22.7%	30.8%	16.0%
별도(여행)	64.3	57.3	62.5	65.2	94.3	70.4	82.3	74.2	205.8	249.4	321.2	372.7
growth %	21.1%	23.6%	12.2%	28.7%	46.6%	22.9%	31.7%	13.7%	12.9%	21.1%	28.8%	16.0%
sales %	86.9%	85.2%	86.0%	84.8%	85.9%	84.4%	84.5%	82.5%	86.8%	85.7%	84.4%	84.4%
자회사	11.1	11.7	11.7	13.1	17.0	14.5	16.0	17.8	37.5	47.7	65.3	75.1
growth %	46.3%	23.2%	16.3%	28.0%	52.8%	24.2%	36.5%	35.3%	31.6%	27.4%	37.0%	15.0%
sales %	15.1%	17.4%	16.2%	17.1%	15.5%	17.4%	16.5%	19.8%	15.8%	16.4%	17.2%	17.0%
영업이익	11.0	7.3	8.1	5.5	9.1	4.0	2.5	2.8	20.1	32.0	18.4	31.4
growth %	154.8%	99.9%	-2.3%	45.4%	-17.1%	-45.6%	-69.1%	-49.4%	22.3%	59.1%	-42.5%	70.6%
margin %	14.9%	10.9%	11.2%	7.2%	8.3%	4.8%	2.6%	3.1%	8.5%	11.0%	4.8%	7.1%
별도(여행)	11.9	7.9	8.8	4.5	10.5	4.6	3.6	3.8	25.5	33.1	22.6	29.4
growth %	89.0%	65.4%	-2.1%	-17.2%	-11.8%	-41.3%	-59.0%	-14.2%	13.3%	29.9%	-31.7%	30.2%
margin %	18.6%	13.7%	14.1%	6.8%	11.2%	6.6%	4.4%	5.2%	12.4%	13.3%	7.0%	7.9%
자회사	-0.3	0.0	-0.2	1.3	-1.4	-0.5	-1.2	-1.0	-3.0	0.8	-4.0	2.0
growth %	적지	흑전	적지	흑전	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전
margin %	-2.3%	0.3%	-2.1%	9.6%	-8.0%	-3.2%	-7.5%	-5.8%	-8.1%	1.7%	-6.2%	2.7%

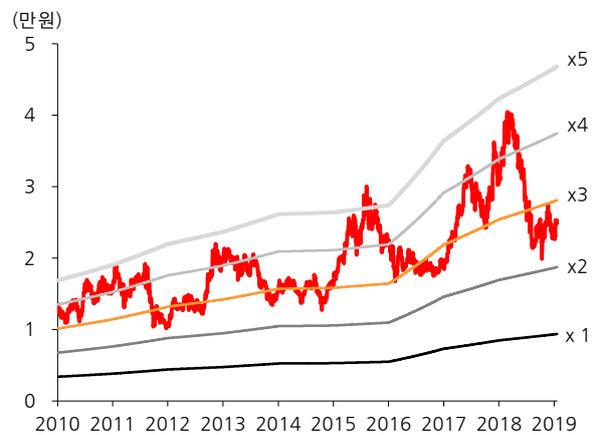
자료: 한화투자증권

[그림1] 모두투어 PER BAND CHART



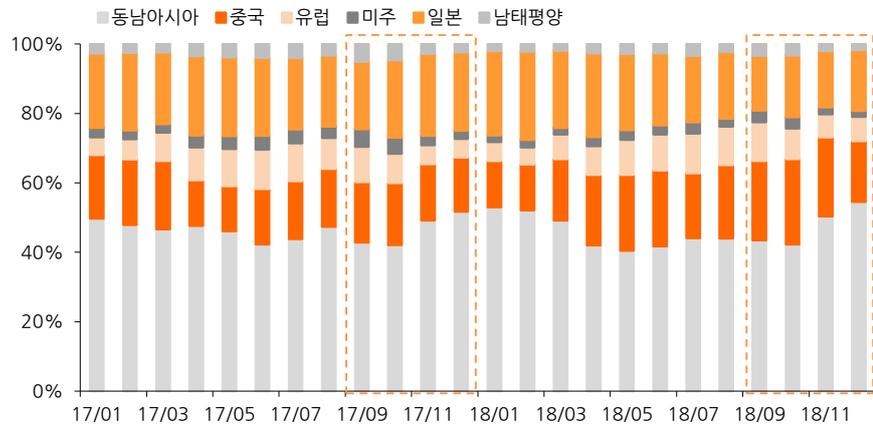
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림2] 모두투어 PBR BAND CHART



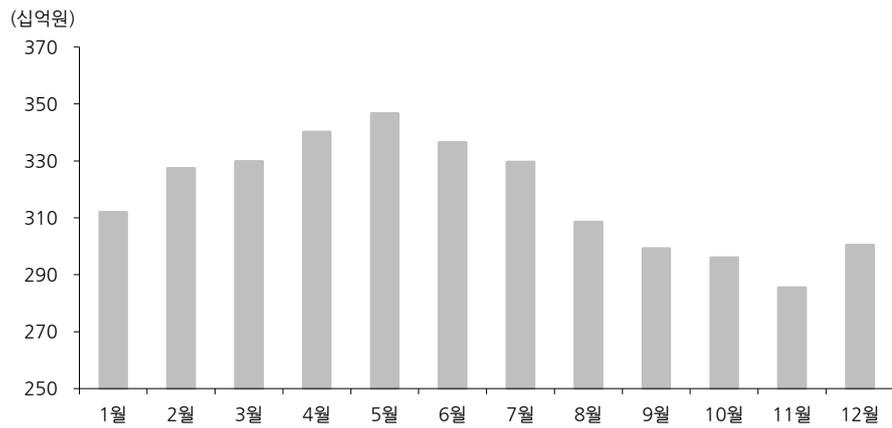
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림3] 모두투어 지역별 인원 비중 추이: 안정적인 지역 믹스



자료: 모두투어, 한화투자증권

[그림4] 모두투어 월별 평균 시가총액 추이



주: 상장일(2005/07/25) 이후 월별 평균 시가총액

자료: Dataguide, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	237	291	381	441	494
매출총이익	226	280	282	329	369
영업이익	20	32	18	31	37
EBITDA	23	35	22	35	41
순이자손익	1	1	1	1	1
외화관련손익	1	-3	1	0	0
지분법손익	2	3	0	2	1
세전계속사업손익	23	33	19	35	39
당기순이익	16	24	13	26	29
지배주주순이익	17	24	13	26	29
증가율(%)					
매출액	16.0	22.7	30.8	16.0	11.9
영업이익	22.3	59.6	-42.6	70.6	16.4
EBITDA	17.4	53.3	-36.9	57.4	17.2
순이익	23.8	52.4	-45.9	101.6	11.4
이익률(%)					
매출총이익률	95.3	96.2	74.2	74.5	74.7
영업이익률	8.5	11.0	4.8	7.1	7.4
EBITDA 이익률	9.7	12.1	5.8	7.9	8.3
세전이익률	9.7	11.3	5.0	7.9	7.9
순이익률	6.7	8.3	3.4	6.0	6.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금흐름	32	38	22	31	36
당기순이익	16	24	13	26	29
자산상각비	3	3	4	3	4
운전자본증감	12	12	6	3	3
매출채권 감소(증가)	-8	-10	14	-8	-5
재고자산 감소(증가)	0	0	11	-3	-2
매입채무 증가(감소)	16	9	-12	11	7
투자현금흐름	-6	-54	-16	-12	-14
유형자산처분(취득)	-1	-1	-2	-2	-6
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	-4	-4
투자자산 감소(증가)	-15	-37	29	-4	-4
재무현금흐름	-12	11	-16	-9	-11
차입금의 증가(감소)	1	2	-1	0	0
자본의 증가(감소)	-5	10	-9	-9	-11
배당금의 지급	5	7	9	9	11
총현금흐름	25	35	22	28	33
(-)운전자본증감(감소)	-19	-13	-7	-3	-3
(-)설비투자	1	1	2	2	6
(+)자산매각	-1	0	0	-4	-4
Free Cash Flow	42	47	26	25	26
(-)기타투자	-4	16	44	2	-1
잉여현금	46	31	-18	23	26
NOPLAT	14	24	13	24	28
(+) Dep	3	3	4	3	4
(-)운전자본투자	-19	-13	-7	-3	-3
(-)Capex	1	1	2	2	6
OpFCF	34	38	21	28	29

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	151	209	199	223	245
현금성자산	100	145	144	157	173
매출채권	38	45	34	41	46
재고자산	0	0	14	17	19
비유동자산	59	130	134	141	147
투자자산	32	104	109	114	114
유형자산	22	23	23	22	26
무형자산	6	3	2	5	7
자산총계	210	338	333	364	392
유동부채	103	142	146	160	171
매입채무	46	50	50	61	69
유동성이자부채	3	15	23	23	23
비유동부채	5	33	26	26	26
비유동이자부채	2	30	23	23	23
부채총계	108	175	172	186	197
자본금	6	9	9	9	9
자본잉여금	28	29	29	29	29
이익잉여금	98	115	119	136	154
자본조정	-28	-19	-25	-25	-25
자기주식	-29	-19	-25	-25	-25
자본총계	103	163	161	178	196

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표					
EPS	887	1,280	692	1,396	1,555
BPS	5,474	7,134	7,024	7,919	8,874
DPS	600	450	500	600	600
CFPS	1,329	1,859	1,154	1,459	1,729
ROA(%)	8.5	8.8	3.9	7.6	7.8
ROE(%)	16.5	20.3	9.8	18.7	18.5
ROIC(%)	n/a	n/a	24.5	47.7	52.5
Multiples(x, %)					
PER	21.8	23.8	36.2	17.9	16.1
PBR	3.5	4.3	3.6	3.2	2.8
PSR	1.5	2.0	1.2	1.1	1.0
PCR	14.5	16.4	21.7	17.2	14.5
EV/EBITDA	11.8	13.6	16.9	10.4	8.5
배당수익률	3.1	1.5	2.0	2.4	2.4
안정성(%)					
부채비율	104.9	107.5	106.7	104.6	100.3
Net debt/Equity	-92.4	-60.8	-61.4	-62.9	-64.8
Net debt/EBITDA	-413.7	-281.9	-445.3	-320.5	-310.3
유동비율	146.6	147.2	136.0	139.0	143.6
이자보상배율(배)	46.2	66.1	17.2	21.9	25.5
자산구조(%)					
투하자본	-11.6	18.0	16.0	16.0	15.8
현금+투자자산	111.6	82.0	84.0	84.0	84.2
자본구조(%)					
차입금	5.1	21.8	22.1	20.4	18.9
자기자본	94.9	78.2	77.9	79.6	81.1

[Compliance Notice]

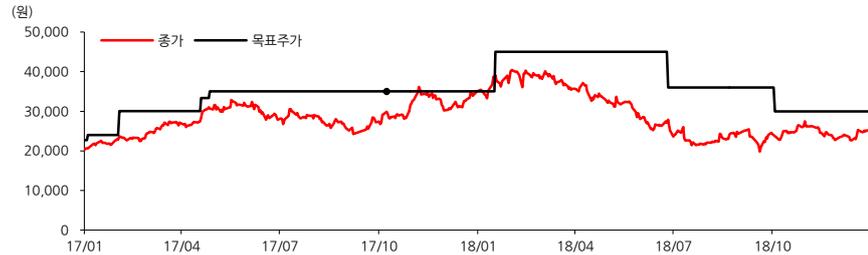
(공표일: 2019년 1월 23일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[모두투어 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2017.01.24	2017.01.26	2017.01.31	2017.02.07	2017.02.23	2017.02.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	34,000	36,000	36,000	36,000	36,000	45,000
일 시	2017.02.27	2017.03.03	2017.03.16	2017.03.17	2017.03.31	2017.04.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000
일 시	2017.04.28	2017.05.11	2017.05.19	2017.06.02	2017.06.05	2017.06.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	45,000	50,000	55,000	55,000	55,000	35,000
일 시	2017.07.05	2017.08.02	2017.09.29	2017.11.02	2017.12.04	2018.01.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
일 시	2018.02.08	2018.03.23	2018.04.04	2018.05.04	2018.06.04	2018.07.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000
일 시	2018.07.18	2018.07.24	2018.08.02	2018.08.23	2018.09.04	2018.09.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000
일 시	2018.09.21	2018.10.02	2018.10.15	2018.10.24	2018.10.25	2018.11.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	36,000	36,000	36,000	36,000	30,000	30,000
일 시	2018.11.23	2018.12.04	2018.12.24	2019.01.03	2019.01.23	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2017.01.26	Buy	24,012	-8.33	-4.30
2017.02.24	Buy	30,016	-15.97	-8.56
2017.05.11	Buy	33,351	-9.67	-7.00
2017.05.19	Buy	35,000	-10.68	-6.05
2017.06.30	Buy	35,000	-14.01	10.57
2018.02.08	Buy	45,000	-23.54	-10.11
2018.07.18	Buy	36,000	-35.24	-22.50
2018.10.25	Buy	30,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2018년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	85.9%	14.1%	0.0%	100.0%