

모두투어(080160) 새로운 먹거리를 준비할 때

Analyst 이효진 02. 6098-6671
hyojin.lee@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월)	27,000원
현재주가 (11.9)	24,700원
상승여력	9.3%

KOSDAQ	687.29pt
시가총액	4,668억원
발행주식수	1,890만주
유동주식비율	78.63%
외국인비중	30.57%
52주 최고/최저가	40,450원/19,850원
평균거래대금	62.8억원

주요주주(%)	
우종웅 외 15 인	15.46
JP Morgan Asset Management (UK) Limited 외 1 인	5.35
Columbia Management Investment Advisers, LLC 외 1 인	5.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.3	-26.0	-15.4
상대주가	24.2	-8.4	-12.6

주가그래프



우월한 수익성 관리에 기대하더라도 이익 전 고점 벗기기 어려워

- 국내 2위 B2B여행업체로 B2C 여행사 '자유투어'를 통해 저가 상품을, 모두투어 본사로는 프리미엄 상품을 집중시키는 이원화 전략을 택하고 있음
- 우월한 수익성 관리에 힘입어 2019년 영업이익 331억원(패키지 초호황이던 2017년 수준)까지 회복을 가정하더라도 전사 영업이익은 303억원에 그칠 것

Phase 2를 준비할 때

- 모두투어에 대해 투자 의견 Trading Buy, 적정주가 27,000원을 유지함. 적정주가는 peer와 유사한 조건을 적용하여 별도 순이익 기준 20배를 적용하여 산출함. 적용 배수는 동사 PER 밴드인 15~25배 중간값에 해당
- 패키지 본업에 집중하며 가장 높은 이익 가시성을 보여줌
- 별도 영업이익을 결정하는 패키지 사업은 일본 사례를 참조하더라도 성숙기 진입 이후 영업이익 하락이 예상됨. 새로운 먹거리를 찾기 위한 투자가 필요할 때
- 2017년 높아진 항공권 점유율을 토대로 현지투어 사업에 진출, FIT monetizing에 성공할 경우 밸류에이션 리레이팅 가능

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	237.1	20.1	16.8	887	23.8	5,471	21.8	3.5	11.8	16.5	104.9
2017	291.0	32.1	24.2	1,279	52.4	7,134	23.8	4.3	14.4	20.3	107.5
2018E	396.4	21.5	15.6	827	-35.0	7,610	29.9	3.2	14.7	11.2	120.5
2019E	431.3	30.3	22.9	1,210	50.3	8,364	20.4	3.0	10.1	15.1	119.0
2020E	461.2	28.3	20.8	1,101	-1.5	9,038	22.4	2.7	10.1	12.6	116.5

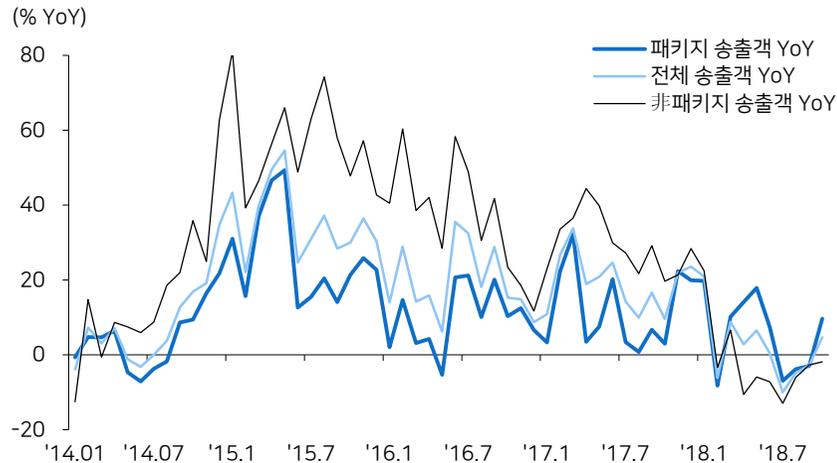
패키지 사업은 2017년이 고점

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

자연재해 등 2018년 실적
감소를 일회성으로
치부하더라도 2019년
영업이익은 2017년 고점
벗기기 어려워

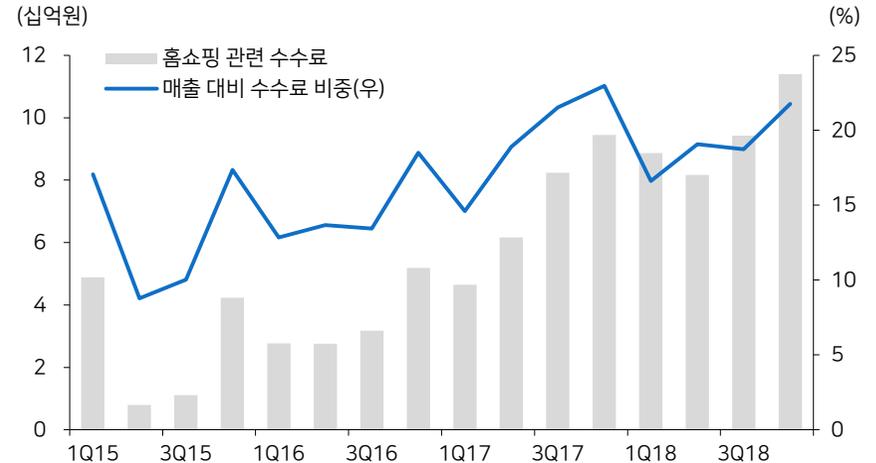
- 당사가 추정하는 모두투어의 2018년 패키지 송출객 성장률은 5%. 반면 ASP는 -2% YoY 전망
- ASP 하락 방어 가능한 건 비용으로 처리하기 때문. 이로 인해 2018년 매출 감소는 방어했으나 별도 영업이익 260억원으로 YoY 21% 감소
- 2019년 출국자 수 성장률 7% 가정을 기반으로 모두투어 패키지 Q 성장률을 5%로 추정함. 이는 FIT의 M/S 확대로 패키지 성장률이 전체 성장률을 underperform해온 과거에 기반함
- ASP는 1% 하락 가정 시 매출은 2018년과 유사할 것. 다만 최근 조직 개편 등을 통해 비용 효율화를 기대, 영업이익은 331억원까지 증가를 기대함. 이는 회사가 2019년 달성할 수 있는 이익 최대치에 해당함

모두투어 패키지 송출객 2018년 누적 5% 증가



주: 모두투어 월별 송출객수 성장률. 송출객은 도착일 기준
자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

모두투어의 ASP 방어는 매출 인식 후 비용 처리 구조 때문



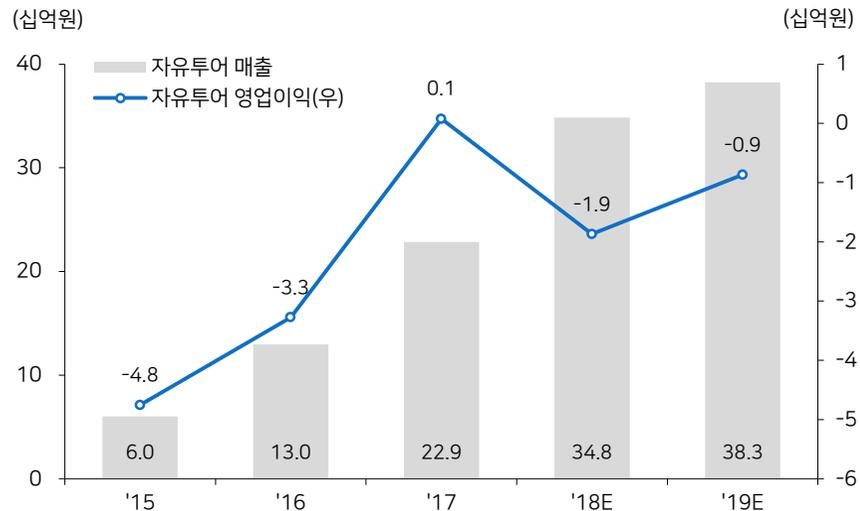
주: 모두투어의 분기별 홈쇼핑 관련 수수료 추정
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

믿을 건 수익성 관리 능력

연결 영업이익도 2017년 수준 달성은 어려워

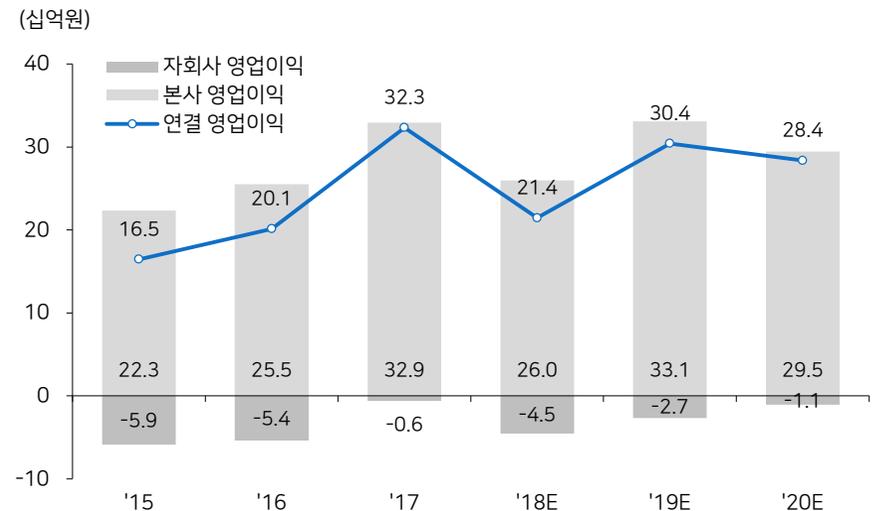
- 2018년 발생한 자연재해에 대한 피해가 모두 회복될 것을 가정했을 때 2019년 별도 영업이익은 331억원, 연결 영업이익은 303억원 전망
- 자회사 합산 적자는 2018년 45억원에서 2019년 27억원까지 축소될 전망
- 자회사 실적 개선을 기대하는 대부분은 자유투어에서 기인함
- 2017년 자유투어가 BEP를 기록하며 2018년 유의미한 흑자를 기록할 것이란 기대감이 높았으나 3분기 누적 적자는 14억원. 2019년 개선을 기대하더라도 흑자 전환은 어려운 상황

자유투어 2018년 흑자 폭 큰 기대는 접어야.



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

본사 및 자회사 영업이익 기여도 전망



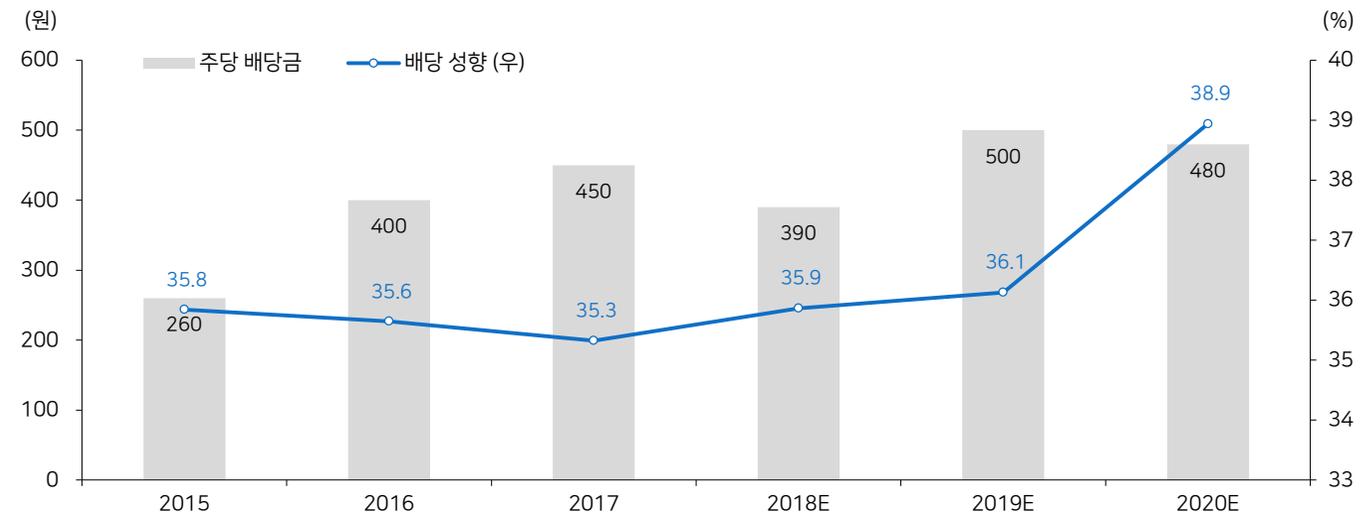
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

배당도 결국 패키지 영업에 달려 있어

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

- 안정적 이익이 기대되는 업체에 중요한 지표는 배당
- 동사는 별도 순이익 기준 35%를 배당으로 지급하고 있음
- 2018년은 감익으로 주당 390원을 전망함. 이는 시가 배당률 1.6% 수준으로 배당 매력 하락
- 패키지 본업의 비우호적 환경 지속, 배당 매력도 방어주 성격의 업체들과 비교했을 때 높지 않아

모두투어의 주당 배당금 전망: 2018년은 390원으로 시가 배당률 1.6% 수준



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

모두투어 실적 추정 내역

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 7
엔터/레저_작용-반작용

모두투어 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
Key assumptions															
출국자수(천명)	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(천명)	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(천명)	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
매출액	74.0	73.2	72.7	77.0	109.8	83.4	97.3	105.8	115.4	91.2	112.3	112.3	290.9	396.4	431.2
%YoY	24.3	34.8	13.2	30.3	48.4	14.0	33.9	37.5	5.1	9.3	15.4	6.1	22.7	36.2	8.8
모두투어본사	64.3	57.3	62.5	65.2	94.3	70.4	82.3	91.7	96.6	74.8	95.2	96.2	249.4	338.7	362.7
%YoY	21.1	23.6	12.2	28.7	10.4	3.5	-7.7	4.9	3.2	7.3	22.4	6.5	21.1	2.8	9.4
종속회사	10.0	10.6	10.7	12.1	15.2	12.6	15.0	14.7	18.5	16.1	17.2	16.7	43.5	57.5	68.4
%YoY	50.8	29.1	20.5	35.1	51.5	18.8	40.7	20.7	21.7	27.4	14.1	13.7	32.8	32.3	18.9
영업이익	11.0	7.3	8.1	5.6	9.1	4.0	2.5	5.9	7.8	5.0	9.7	7.8	32.1	21.5	30.3
%YoY	154.8	99.9	-2.3	48.1	-17.1	-45.6	-69.1	4.1	-14.0	24.4	287.2	32.0	59.6	-33.1	40.9
영업이익률(%)	14.9	10.0	11.2	7.3	8.3	4.8	2.6	5.6	6.8	5.4	8.7	6.9	11.0	5.4	7.0
모두투어본사	11.7	7.9	8.8	4.5	10.5	4.6	3.6	7.2	9.3	5.5	9.9	8.4	32.9	26.0	33.1
%YoY	85.9	65.4	-2.1	-17.2	-10.3	-41.3	-59.0	61.3	-12.0	19.5	172.9	16.4	29.1	-21.1	27.3
종속회사	0.2	-0.2	-0.3	0.3	-1.7	-0.8	-0.7	-1.3	-1.4	-0.5	-0.1	-0.6	-0.6	-4.5	-2.7
%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	N/A	N/A
자유투어	-0.7	-0.4	-0.7	1.3	-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	흑전	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 모두투어, 메리츠증권증권 리서치센터

모두투어 (080160)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	237.1	291.0	396.4	431.3	461.2
매출액증가율 (%)	16.0	22.7	36.2	8.8	7.0
매출원가	11.2	10.9	102.6	106.4	119.5
매출총이익	225.9	280.0	293.8	324.8	341.8
판매관리비	205.8	247.9	272.3	294.6	313.5
영업이익	20.1	32.1	21.5	30.3	28.3
영업이익률	8.5	11.0	5.4	7.0	6.1
금융손익	1.2	0.7	0.8	1.4	1.7
종속/관계기업손익	2.2	3.0	0.2	0.2	0.2
기타영업외손익	-0.6	-2.9	-0.4	-0.2	0.6
세전계속사업이익	22.9	32.9	22.1	31.8	30.9
법인세비용	7.0	8.7	6.4	8.1	7.6
당기순이익	15.9	24.2	15.7	23.7	23.3
지배주주지분 순이익	16.8	24.2	15.6	22.9	20.8
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	151.1	208.7	243.8	272.0	298.7
현금및현금성자산	58.3	53.1	46.8	57.8	71.1
매출채권	31.0	42.8	43.4	47.2	48.8
재고자산	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
비유동자산	59.2	129.5	135.7	137.8	139.6
유형자산	21.9	22.5	22.8	23.1	23.3
무형자산	5.6	2.6	2.5	2.4	2.3
투자자산	21.7	16.5	22.5	24.4	26.1
자산총계	210.4	338.2	379.5	409.9	438.3
유동부채	103.1	141.8	173.5	188.6	201.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.5	14.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.5	0.8	0.6	0.6	0.7
비유동부채	4.6	33.4	33.9	34.0	34.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.3	30.2	30.2	30.2	30.2
부채총계	107.7	175.2	207.4	222.7	235.9
자본금	6.3	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	27.9	29.2	29.2	29.2	29.2
기타포괄이익누계액	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	97.6	114.9	123.9	138.1	150.9
비지배주주지분	-0.8	28.2	28.3	29.1	31.6
자본총계	102.7	163.0	172.1	187.2	202.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	31.7	38.2	57.5	32.9	35.4
당기순이익(손실)	15.9	24.2	15.7	23.7	23.3
유형자산상각비	2.2	2.5	2.7	2.8	2.8
무형자산상각비	0.6	0.6	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	11.6	12.3	39.6	7.0	9.9
투자활동 현금흐름	-6.1	-53.8	-41.5	-15.3	-13.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.2	-1.4	-3.0	-3.0	-3.0
투자자산의 감소(증가)	19.3	5.2	-6.0	-2.0	-1.7
재무활동 현금흐름	-11.9	11.3	-22.4	-6.6	-8.6
차입금의 증감	0.5	40.1	-14.2	0.0	0.0
자본의 증가	-0.1	4.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	13.7	-5.2	-6.3	11.0	13.4
기초현금	44.6	58.3	53.1	46.8	57.8
기말현금	58.3	53.1	46.8	57.8	71.1
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	12,544	15,394	20,974	22,817	24,404
EPS(지배주주)	887	1,279	827	1,210	1,101
CFPS	1,329	1,859	1,245	1,722	1,658
EBITDAPS	1,214	1,860	1,287	1,754	1,647
BPS	5,471	7,134	7,610	8,364	9,038
DPS	400	450	370	480	450
배당수익률(%)	2.1	1.5	1.5	1.9	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	21.8	23.8	29.9	20.4	22.4
PCR	14.5	16.4	19.8	14.3	14.9
PSR	1.5	2.0	1.2	1.1	1.0
PBR	3.5	4.3	3.2	3.0	2.7
EBITDA	22.9	35.2	24.3	33.1	31.1
EV/EBITDA	11.8	14.4	14.7	10.1	10.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.5	20.3	11.2	15.1	12.6
EBITDA 이익률	9.7	12.1	6.1	7.7	6.8
부채비율	104.9	107.5	120.5	119.0	116.5
금융비용부담률	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	46.2	66.1	13.3	22.7	21.2
매출채권회전율(x)	8.7	7.9	9.2	9.5	9.6
재고자산회전율(x)	111.9	2,263.6	2,402.1	2,170.3	2,152.6