

# 모두투어 (080160)

김수민

soomin.kim@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**30,000**

하향

현재주가

**25,200**

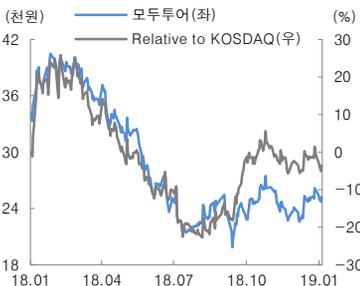
(19.02.01)

레저업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSDAQ	716.92
시가총액	476십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	40,450원 / 19,850원
120일 평균거래대금	53억원
외국인지분율	28.08%
주요주주	우종웅 외 15 인 15.46% KB자산운용 9.43%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.6	4.1	-3.3	-27.9
상대수익률	-1.5	-4.5	6.6	-8.7



## 그럼에도 불구하고 여전히 안정적 선택지

투자이건 매수(Buy) 유지, 목표주가 30,000원으로 -6% 하향

- 목표주가 30천원은 12M Forward EPS 1,381원에 Target PER 22배 적용
- 목표주가 하향은 2019년 패키지(PKG) 성장을 조정에 따른 실적 하향(-6%) 반영

4Q18 Review: 연결 매출 769억원(-24% yoy), 영업이익 9억원(-83% yoy)

- 4Q18 연결 매출 769억원(-24% yoy), OP 9억원(-83% yoy). 당사 추정 및 컨센서스(35억원) 크게 하회. 다만 별도 OP 30억원(-34% yoy)은 미수금 관련 보수적 대손충당금 설정으로 기타 비용 확대(95억원, +27% yoy) 영향. 제외시 별도 추정(45억원) 부합
- 4Q18 본사 송출객 전체 -1% yoy, PKG -2% yoy, ASP -5% yoy. 전년동기 성수기 효과 및 장거리 흥행(PKG +15%, ASP +11% yoy) 탑라인 부담. 한편 비용단에서는 성과급 지급기준 변경(Y→Q), 박람회 시점 차이 등으로 인건비 -13% yoy, 광고선전비 -28% yoy 감소했으나, 대손충당금 확대로 기타 비용 +26% yoy 크게 증가하며 추정치 하회
- 자회사 합산 영업손실 -20억원(적전). 자유투어는 PKG -7% yoy 및 고정비 부담 확대 로 예상보다 큰 폭의 영업손실 -22억원(적전). 그 외 자회사는 양호한 수준. 스테이 4호 점(2Q18) 초기 비용으로 -6억원 기록했으나 QoQ 소폭 개선. 재팬 또한 BEP 수준 회복

2019년 1월 송출객 점검 및 향후 전망

- 19.1월 전체 송출객 26만명(-13% yoy), PKG 14만명(-16% yoy), TKT 12만명(-9% yoy)
- 지역별(YoY). 동남아 -15%, 중국 +1%, 일본 -32%, 유럽 +12%, 남태 -20%, 미주 -15%
- 향후 3개월 예약률. 2월 +10%(-10%p mom), 3월 -10%(+1%p mom), 4월 +1%
- 1) 낮은 일본 비중(20%), 2) 해외 자회사 규모 등 감안시, 본격적 일본 관광 회복 전까지 상대적으로 안정적 선택지. 한편 PKG 송출객 83% 차지하는 근거리간(일본, 중국, 동남아) ASP 편차가 거의 없어(그림 5), 3) 지역믹스 변동에 따른 blended ASP 변동성 또한 제한적. 따라서 일본 회복시 송출객(Q) 증가를 본사 실적(P\*Q)이 그대로 흡수 가능
- 2019년 연결 매출 4,003억원(+9% yoy), OP 294억원(+77% yoy)
- 2019년 별도 매출 3,305억원(+6% yoy), OP 276억원(+27% yoy)

(단위: 십억원, %)

구분	2016	2017	2018(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2017	2018(F)
매출액	237	291	385	367	-4.5	384	22.7	26.3
영업이익	20	32	20	17	-15.1	19	59.6	-48.4
순이익	17	24	19	10	-46.8	15	44.2	-57.4

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	237	291	367	400	432
영업이익	20	32	17	29	34
세전순이익	23	33	16	34	36
지배지분순이익	17	24	10	25	27
EPS	1,330	1,279	545	1,324	1,429
PER	21.8	23.8	46.2	19.0	17.6
BFS	8,207	7,134	7,245	8,209	9,164
PBR	3.5	4.3	3.5	3.1	2.7
ROE	16.5	20.3	7.6	17.1	16.5

주: EPS와 BFS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy,분부

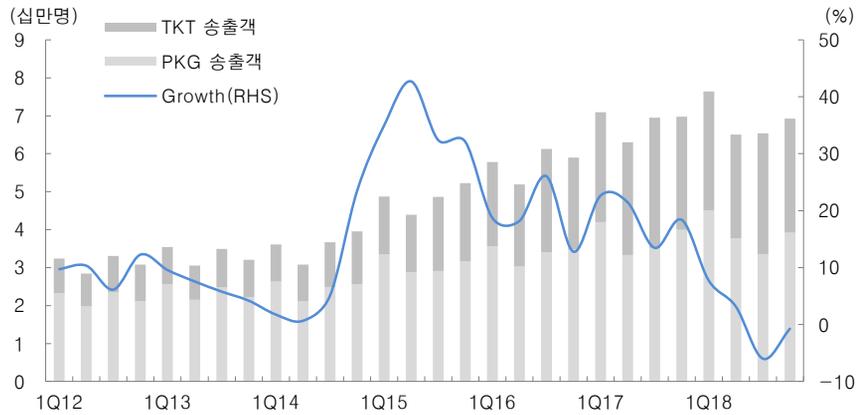
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	385	419	367	400	-4.5	-4.3
판매비와 관리비	266	277	264	278	-0.9	0.2
영업이익	20	31	17	29	-15.1	-6.0
영업이익률	5.1	7.5	4.5	7.3	-0.6	-0.1
영업외손익	7	4	-1	4	적자조정	0.0
세전순이익	26	36	16	34	-38.9	-5.2
지배지분순이익	19	27	10	25	-46.8	-8.3
순이익률	5.0	6.6	2.7	6.5	-2.3	-0.1
EPS(지배지분순이익)	1,023	1,444	545	1,324	-46.8	-8.3

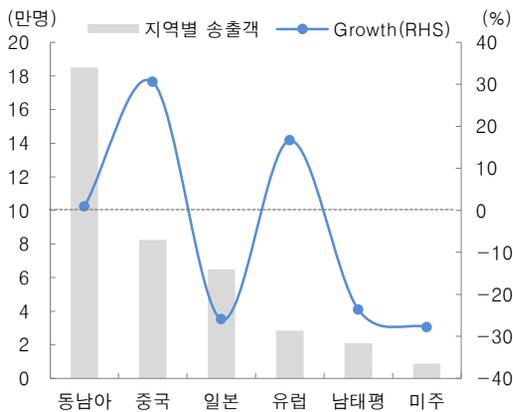
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy/본부

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



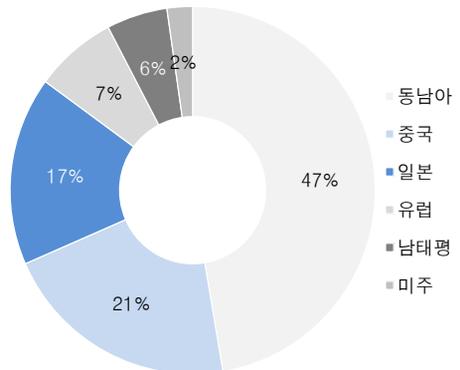
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy/본부

그림 2. 지역별 패키지(PKG) 송출객 현황(4Q18)



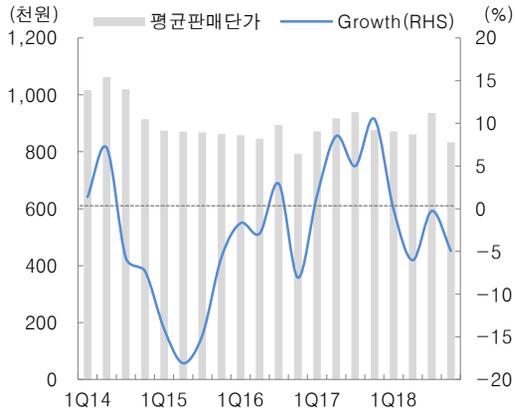
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy/본부

그림 3. 패키지(PKG) 송출객 지역별 비중(4Q18)



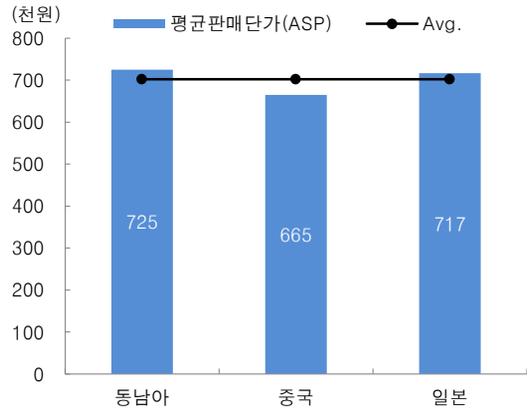
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy/본부

그림 4. 패키지(PKG) 평균판매단가(ASP) 추이



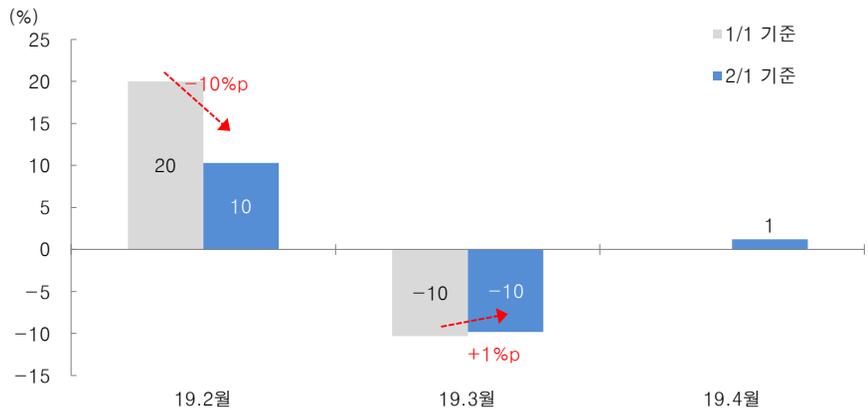
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 패키지(PKG) 지역별 ASP(4Q18)



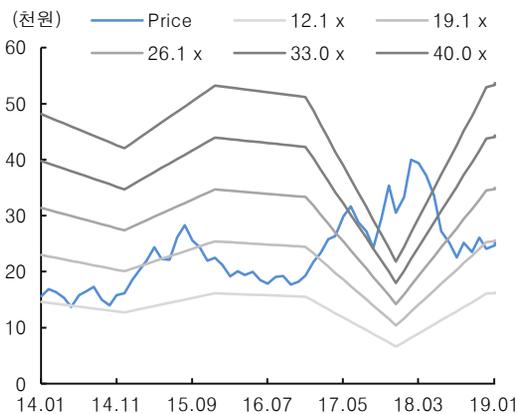
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 모두투어 향후 3개월 예약률 추이



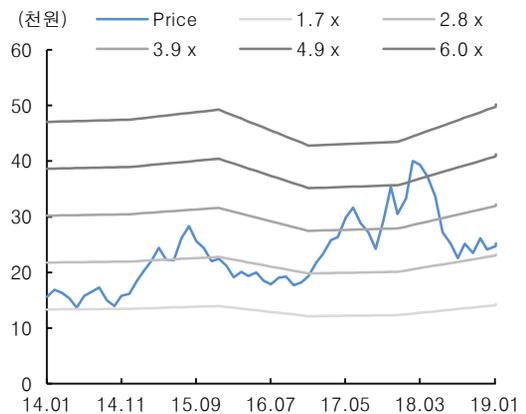
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 모두투어 12M Forward PER Band



자료: Wisein, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 모두투어 12M Forward PBR Band



자료: Wisein, 대신증권 Research&Strategy본부

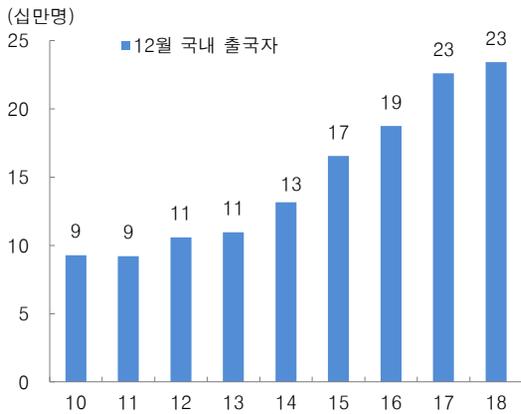
표 1. 국내 출입국자 및 주요 여행사 송출객 현황

(만명, %)

	순출국자	방한 외국인	하나투어			모두투어			% yoy					
			PKG	FIT	Total	PKG	FIT	Total	출국	입국	H-PKG	H-Total	M-PKG	M-Total
2015	1,789	1,323	230	143	373	123	70	193	21	(7)	21	26	25	35
2016	2,084	1,724	304	189	493	135	95	230	17	30	32	32	9	19
2017	2,484	1,334	366	198	563	150	123	273	19	(23)	20	14	12	19
2018	2,693	1,535	371	214	585	155	121	276	8	15	1	4	3	1
1Q17	611	371	94	49	142	42	29	71	18	3	21	19	18	23
2Q17	571	305	83	43	126	33	30	63	22	(33)	19	14	10	21
3Q17	657	319	93	54	147	35	34	70	16	(35)	15	9	3	13
4Q17	644	339	96	52	149	40	30	70	21	(20)	26	16	15	18
1Q18	700	337	110	56	166	45	31	76	14	(9)	17	17	7	8
2Q18	645	385	89	49	138	38	27	65	13	26	7	10	13	3
3Q18	679	393	82	56	138	34	32	65	3	23	(11)	(6)	(5)	(6)
4Q18	669	420	90	53	143	39	30	69	4	24	(7)	(4)	(2)	(1)
18.01	271	96	42	22	63	17	13	30	23	(22)	21	18	20	21
18.02	217	105	37	18	55	14	10	23	3	(17)	13	14	(8)	(6)
18.03	211	137	31	16	47	15	9	23	17	11	17	18	11	9
18.04	209	133	31	16	47	13	9	22	11	24	14	15	14	3
18.05	218	124	29	16	45	12	9	21	17	27	6	11	18	7
18.06	218	128	29	17	46	12	10	22	11	29	2	4	8	0
18.07	234	125	28	19	47	11	11	22	5	24	(14)	(8)	(7)	(10)
18.08	236	139	30	19	49	12	11	22	6	26	(6)	(1)	(4)	(6)
18.09	208	128	24	17	41	11	10	21	(1)	19	(14)	(10)	(3)	(3)
18.10	220	153	29	17	46	13	9	23	5	31	3	1	10	5
18.11	215	135	30	17	46	14	9	23	3	24	(9)	(6)	(2)	(1)
18.12	234	132	31	20	51	12	12	24	4	17	(12)	(6)	(11)	(5)
19.01	-	-	37	23	60	14	12	26	-	-	(10)	(5)	(16)	(13)

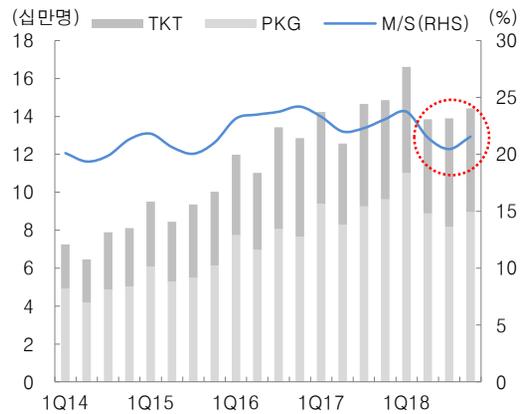
자료: 한국관광공사, 하나투어, 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. 국내 순출국자 추이(12월 기준)



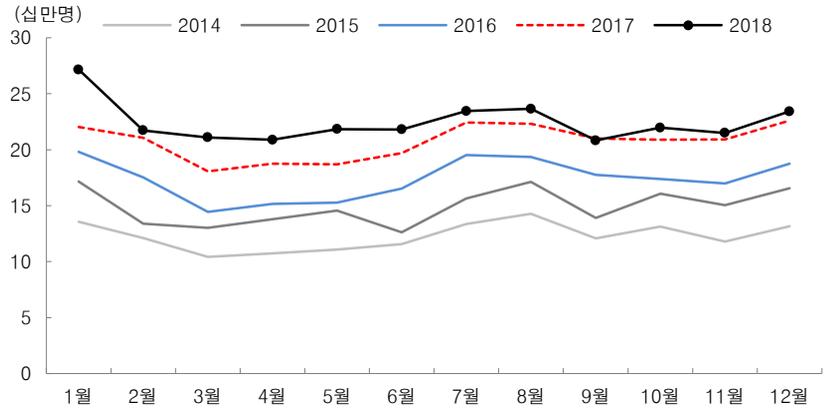
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 10. 모두투어 송출객 및 출국자 점유율



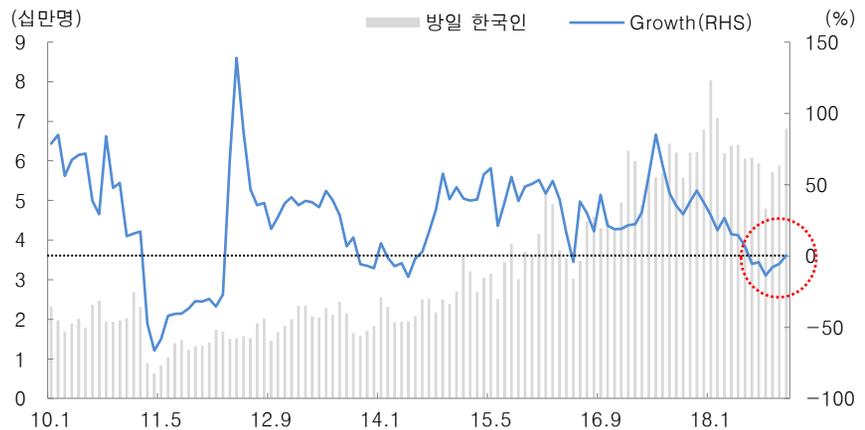
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 11. 18.12월 국내 순출국자 +4% yoy



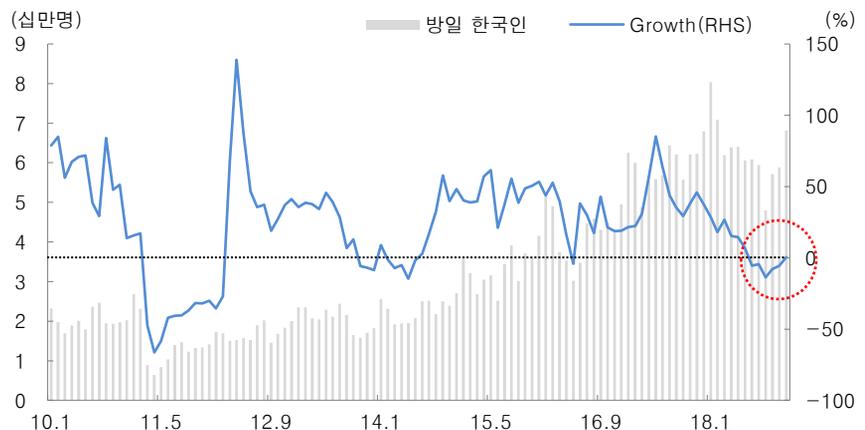
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 12. 방일 한국인 추이(18.12월 +0.4% yoy)



자료: 일본 관광청, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 13. 방일 한국인 추이(18.12월 +0.4% yoy)



자료: 일본 관광청, 대신증권 Research&Strategy본부

## 1. 기업개요

### 회사 개요 및 현황

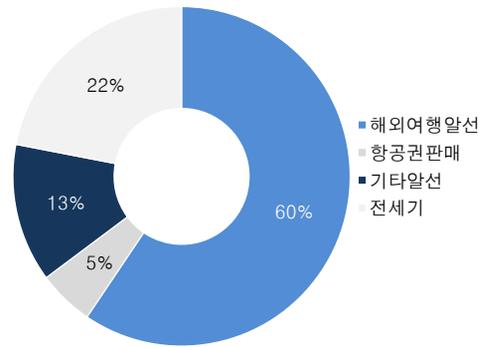
- 모두투어 종합 여행 홀세일러(wholesale)
- 연간 전체 송출객 276만명, PKG 155만명, TKT 121만명
- 연간(18A) 실적. 매출 3,675억원, OP 166억원, NI 100억원
- 본사 부문별 매출 비중(18A)
  - : 해외여행알선 60%, 전세계 22%, 항공권판매 5%, 기타 알선 13%
- 국제관광알선(PKG) 송출객 지역별(18A)
  - : 동남아 45%, 일본 20%, 중국 19%, 유럽 8%, 남태평양 6%, 미주 2%

### 주가 변동요인 및 코멘트

- 국내 출국자 / 주요 여행사 송출객(M) / 예약률
- 지역 믹스, 해외 자회사 규모 등 감안시 상대적으로 안정적
- 일본 회복시에도 지역믹스에 따른 blended ASP 변동성 낮음
- 현 주가 기준 12M Forward PER 19배

자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

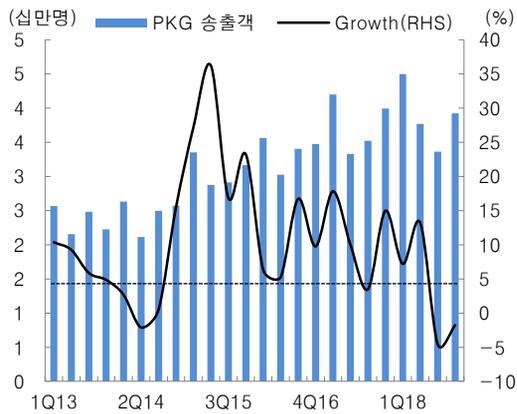
### 모두투어 부문별 매출 현황(18A)



자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

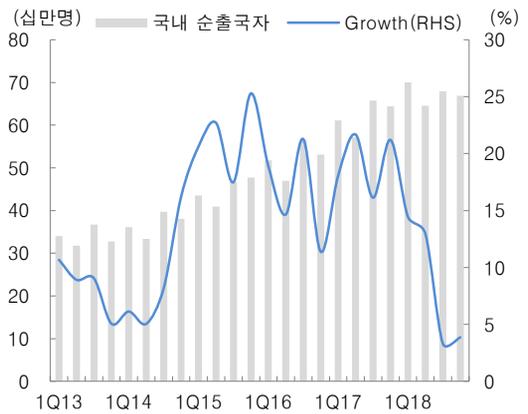
## 2. Earnings Driver

그림 1. 모두투어 패키지(PKG) 송출객 추이(4Q18)



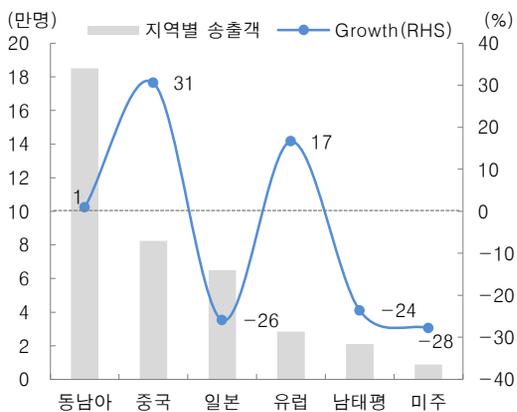
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 국내 순출국자 추이(4Q18)



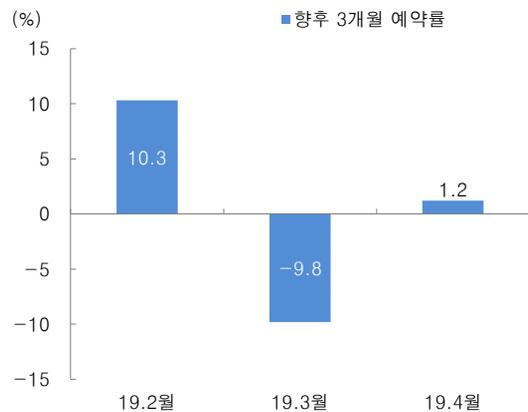
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 모두투어: 지역별 비중 현황(4Q18)



자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 모두투어: 예약률 현황(2/1 기준)



자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	237	291	367	400	432
매출원가	11	11	87	93	98
매출총이익	226	280	280	307	334
판매비외관리비	206	248	264	278	301
영업이익	20	32	17	29	34
영업이익률	8.5	11.0	4.5	7.3	7.8
EBITDA	23	35	19	32	36
영업외손익	3	1	-1	4	2
관계기업손익	2	3	0	2	2
금융수익	2	1	1	2	2
외환관련이익	1	1	1	1	1
금융비용	0	-1	0	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-1	-3	-1	1	-1
법인세비용차감전순이익	23	33	16	34	36
법인세비용	-7	-9	-6	-8	-8
계속사업순이익	16	24	10	26	28
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	24	10	26	28
당기순이익률	6.7	8.3	2.7	6.5	6.4
비지배지분순이익	-1	0	0	1	1
지배지분순이익	17	24	10	25	27
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	16	24	10	26	27
비지배지분포괄이익	-1	0	0	1	1
지배지분포괄이익	16	24	10	25	27

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,330	1,279	545	1,324	1,429
PER	21.8	23.8	46.2	19.0	17.6
BPS	8,207	7,134	7,245	8,209	9,164
PBR	3.5	4.3	3.5	3.1	2.7
EBITDAPS	1,820	1,860	1,011	1,677	1,898
EV/EBITDA	11.7	14.4	22.0	13.0	11.2
SPS	18,816	15,394	19,442	21,183	22,868
PSR	1.5	2.0	1.2	1.2	1.1
CFPS	1,993	1,859	870	1,740	1,840
DPS	600	450	380	500	600

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	160	22.7	26.3	9.0	8.0
영업이익 증가율	22.3	59.6	-48.4	77.3	14.8
순이익 증가율	23.8	52.4	-58.5	159.8	6.1
수익성					
ROIC	48.5	83.8	32.2	58.1	60.6
ROA	10.2	11.7	4.9	8.3	9.0
ROE	16.5	20.3	7.6	17.1	16.5
안정성					
부채비율	104.9	107.5	108.2	98.7	90.9
순차입금비율	-92.5	-60.8	-51.5	-50.9	-50.4
이자보상배율	46.2	66.1	33.8	57.4	63.1

자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy 본부

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	151	209	209	225	240
현금및현금성자산	58	53	43	53	64
매출채권 및 기타채권	39	45	56	61	66
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	344	364	385
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	137	155	173
자본금	6	9	9	9	9
자본잉여금	28	29	29	29	29
이익잉여금	98	115	117	135	153
기타지분변동	-28	-19	-19	-19	-19
비지배지분	-1	28	28	28	28
자본총계	103	163	165	183	201
순차입금	-95	-99	-85	-93	-101

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	32	38	13	36	37
당기순이익	16	24	10	26	28
비현금항목의 가감	9	11	6	7	7
감가상각비	3	3	3	2	2
외환손익	-1	2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	7	6	4	4	5
자산부채의 증감	12	12	3	9	9
기타현금흐름	-5	-9	-6	-6	-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	-11	11	10
기초 현금	45	58	53	43	53
기말 현금	58	53	43	53	64
NOPLAT	14	24	10	23	26
FCF	15	25	11	24	27

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

모두투어(080160) 투자의견 및 목표주가 변경 내용							투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190130)			
							구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
							비율	85.7%	13.2%	1.1%
<p><b>산업 투자의견</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상</li> <li>- Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상</li> <li>- Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상</li> </ul>							<p><b>기업 투자의견</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상</li> <li>- Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상</li> <li>- Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상</li> </ul>			
제시일자	19.02.07	19.01.03	18.08.02	18.05.29	18.04.11	17.10.11				
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy				
목표주가	30,000	32,000	35,000	40,000	33,000	33,000				
과리율(평균.%)		(22.49)	(32.09)	(30.19)	4.66	3.39				
과리율(최대/최소.%)		(18.28)	(21.57)	(15.88)	(5.45)	22.58				
제시일자	17.07.11	17.06.01	17.05.10	17.04.04	17.02.14					
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy					
목표주가	36,000	36,000	34,700	30,000	28,700					
과리율(평균.%)	(22.68)	(13.56)	(12.24)	(10.53)	(18.18)					
과리율(최대/최소.%)	(15.28)	(8.70)	(8.94)	(8.67)	(10.12)					
제시일자										
투자의견										
목표주가										
과리율(평균.%)										
과리율(최대/최소.%)										
제시일자										
투자의견										
목표주가										
과리율(평균.%)										
과리율(최대/최소.%)										