

통신/전력가스/서비스/레저

송재경

02)739-5934

jksong@heungkuksec.co.kr

(080160)

# 모두투어

## BUY(신규)

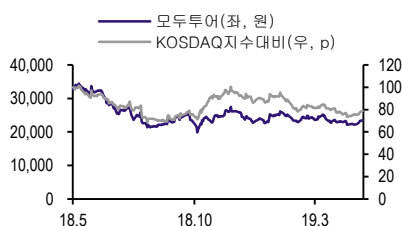
## 1Q19 Review: 위기 대처능력 '우수'

|                                       |                    |            |            |             |
|---------------------------------------|--------------------|------------|------------|-------------|
| <b>목표주가</b>                           | <b>30,000원(신규)</b> |            |            |             |
| <b>현재주가(05/07)</b>                    | <b>23,450원</b>     |            |            |             |
| <b>상승여력</b>                           | <b>27.9%</b>       |            |            |             |
| 시가총액                                  | 443십억원             |            |            |             |
| 발행주식수                                 | 18,900천주           |            |            |             |
| 52주 최고가 / 최저가                         | 36,550 / 19,850원   |            |            |             |
| 3개월 일평균거래대금                           | 4십억원               |            |            |             |
| 외국인 지분율                               | 24.7%              |            |            |             |
| 주요주주                                  |                    |            |            |             |
| 우종용 외 12인                             | 15.2%              |            |            |             |
| KB자산운용                                | 6.3%               |            |            |             |
| JF Asset Management (UK) Limited 외 1인 | 5.2%               |            |            |             |
| <b>주가수익률(%)</b>                       | <b>1개월</b>         | <b>3개월</b> | <b>6개월</b> | <b>12개월</b> |
| 절대수익률                                 | 2.4                | -2.3       | -5.1       | -33.2       |
| 상대수익률 (KOSDAQ)                        | 2.2                | -5.7       | -15.5      | -21.2       |

(단위: 십억원, 원, %, 배)

| 재무정보      | 2017  | 2018 | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|------|-------|-------|
| 매출액       | 372   | 365  | 374   | 402   |
| 영업이익      | 34    | 17   | 27    | 31    |
| EBITDA    | 37    | 21   | 31    | 35    |
| 지배주주순이익   | 25    | 13   | 20    | 25    |
| EPS       | 1,317 | 664  | 1,074 | 1,309 |
| 순차입금      | -99   | -109 | -126  | -147  |
| PER       | 23.2  | 36.3 | 21.8  | 17.9  |
| PBR       | 4.2   | 3.4  | 3.0   | 2.7   |
| EV/EBITDA | 12.9  | 16.8 | 10.3  | 8.4   |
| 배당수익률     | 1.5   | 1.5  | 1.5   | 1.7   |
| ROE       | 20.8  | 9.3  | 14.5  | 15.8  |
| 컨센서스 영업이익 | 34    | 17   | 26    | 32    |
| 컨센서스 EPS  | 1,317 | 644  | 1,094 | 1,387 |

### 주가추이



모두투어에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 30,000원으로 분석을 재개합니다. 동사의 1분기 실적은 시장이 우려한대로 매출은 감소했으나 적절한 비용통제와 자회사의 개선으로 컨센서스를 상회했습니다. 하반기 실적개선을 앞두고 긍정적인 접근이 유효한 시점입니다.

### 1Q19 Review: 연결 영업이익 91억원, 컨센서스 상회

동사는 1분기 연결기준 매출액 923억원(-15.4% YoY), 영업이익 91억원(-3.5% YoY)를 기록해 시장 예상치인 영업이익 73억원을 25% 상회했다. 저마진의 하드블록 영업을 통제해 매출이 전년동기 대비 15% 감소함에도 불구하고 영업이익이 3%대의 하락을 보인 것은 하나투어와 마찬가지로 적절한 비용 절감 효과 때문이다. 또한 주요 자회사 중 모두스테이는 -13억원의 영업적자를 기록했으나 모두투어재팬 3억원, 자유투어 3억원, 모두투어리츠 6억원 등이 흑자반전 내지 이익 증가를 통해 연결 자회사 합산손익은 전년동기의 -14억원 대비 이번 분기에 -1억원 수준으로 개선되었다.

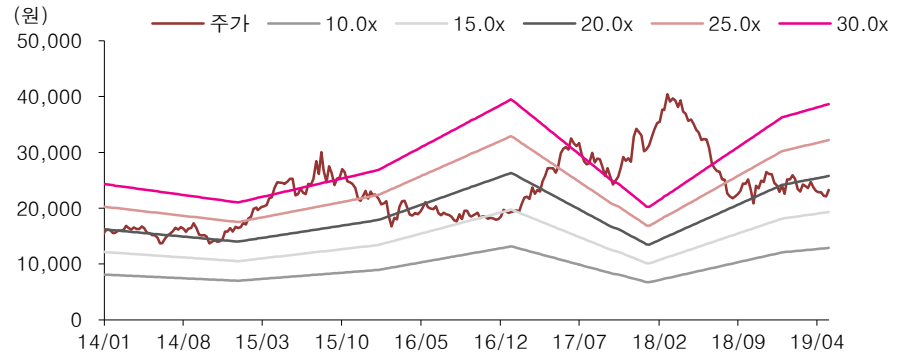
### 눈에 띄는 회복은 하반기부터

본격적인 이익 개선세는 3분기부터 나타날 전망이다. 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 작년 하반기 일본의 자연재해로 인한 낮은 기저효과로 올 하반기 성장세가 예약되어 있다. 둘째, 한-중 노선 확대가 5월 2일에 시작되었고 상당부문 저가항공사로 할당되었다. 일본에 비해 중국지역은 패키지 관광이 선호되기 때문에 3분기부터 온전한 노선 확대 효과가 나타날 것이다. 또한 자회사 합산 영업이익이 작년 -49억원에서 올해 손익분기점 수준에 근접할 것으로 보여 2019년 이익 회복에 기여할 것이다.

### Valuation: 목표주가 30,000원, 투자 의견 'Buy'

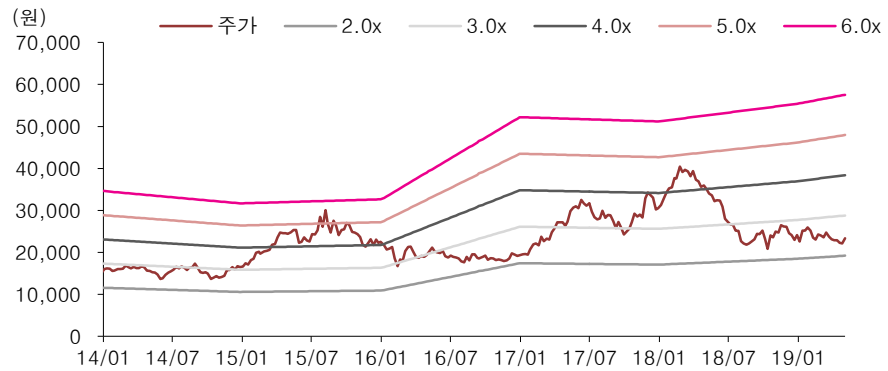
동사에 대한 목표주가로 12개월 Forward BPS 7,797원에 목표배수 약 3.85배를 적용한 30,000원을 제시한다. 이는 지난 5년간 평균 PBR 약 4.6배를 15% 할인 적용한 결과다. 보수적으로 할인배수를 적용했는데, 1) 높은 밸류에이션 적용 구간이었던 2017년 대비 이익 레벨이 아직은 낮은 수준이고, 2) 비용통제에 따른 이익 개선세의 지속성을 확인하기까지 추가적인 시간이 소요될 점을 반영했기 때문이다.

그림 1 모두투어의 P/E Band



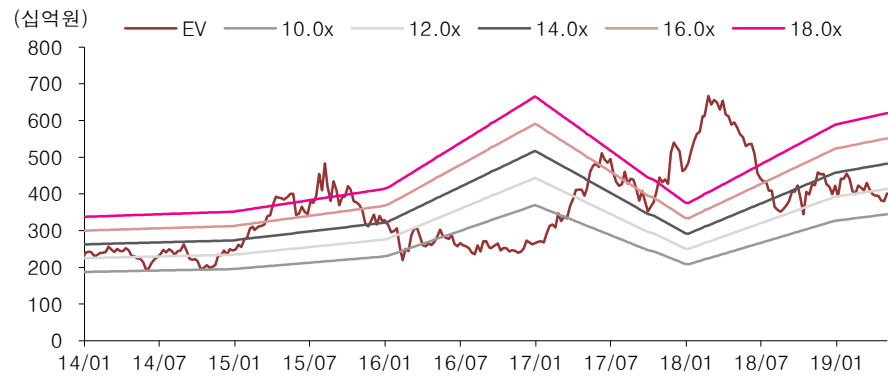
자료: FnGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 2 모두투어의 PBR Band



자료: FnGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 3 모두투어의 EV/EBITDA Band



자료: FnGuide, 흥국증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위:십억원)

| 결산기                            | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>                     | <b>372.1</b> | <b>365.0</b> | <b>374.5</b> | <b>401.8</b> | <b>429.5</b> |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 56.9         | (1.9)        | 2.6          | 7.3          | 6.9          |
| <b>영업이익</b>                    | <b>33.9</b>  | <b>16.6</b>  | <b>27.0</b>  | <b>31.3</b>  | <b>35.2</b>  |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 68.6         | (51.1)       | 62.3         | 16.2         | 12.4         |
| EBITDA                         | 37.0         | 20.6         | 30.9         | 35.2         | 39.0         |
| 영업외손익                          | 0.8          | (0.9)        | 0.1          | 1.7          | 1.8          |
| 순이자수익                          | 1.0          | 1.0          | (0.2)        | (0.1)        | (0.0)        |
| 외화관련손익                         | (2.5)        | 1.2          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 지분법손익                          | 3.0          | 0.1          | 0.5          | 0.5          | 0.5          |
| 세전계속사업손익                       | 34.7         | 15.8         | 27.1         | 33.0         | 37.0         |
| <b>당기순이익</b>                   | <b>24.9</b>  | <b>12.2</b>  | <b>20.3</b>  | <b>24.7</b>  | <b>27.7</b>  |
| <b>지배기업당기순이익</b>               | <b>24.9</b>  | <b>12.6</b>  | <b>20.3</b>  | <b>24.7</b>  | <b>27.7</b>  |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 48.4         | (49.5)       | 61.7         | 21.9         | 12.1         |
| <b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b> |              |              |              |              |              |
| 매출액증가율(3Yr)                    | 31.2         | 21.3         | 16.5         | 2.6          | 5.6          |
| 영업이익증가율(3Yr)                   | 26.9         | 0.3          | 10.2         | (2.6)        | 28.5         |
| EBITDA증가율(3Yr)                 | 25.4         | 1.8          | 10.5         | (1.6)        | 23.7         |
| 순이익증가율(3Yr)                    | 21.0         | (1.7)        | 8.5          | (0.2)        | 31.6         |
| 영업이익률(%)                       | 9.1          | 4.6          | 7.2          | 7.8          | 8.2          |
| EBITDA마진(%)                    | 9.9          | 5.6          | 8.3          | 8.8          | 9.1          |
| 순이익률 (%)                       | 6.7          | 3.3          | 5.4          | 6.2          | 6.5          |
| <b>NOPLAT</b>                  | <b>25.3</b>  | <b>10.7</b>  | <b>20.2</b>  | <b>23.5</b>  | <b>26.4</b>  |
| (+) Dep                        | 3.0          | 4.0          | 4.0          | 3.9          | 3.8          |
| (-) 운전자본투자                     | (11.8)       | (18.0)       | (3.3)        | (3.5)        | (3.7)        |
| (-) Capex                      | 3.6          | 2.9          | 3.0          | 3.2          | 3.4          |
| OpFCF                          | 36.5         | 29.8         | 24.5         | 27.7         | 30.5         |

**재무상태표**

(단위:십억원)

| 결산기         | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산        | 221.1        | 200.6        | 220.8        | 245.1        | 271.3        |
| 현금성자산       | 144.6        | 156.2        | 173.2        | 194.1        | 216.9        |
| 매출채권        | 46.4         | 28.6         | 32.2         | 34.6         | 37.0         |
| 재고자산        | 25.0         | 10.9         | 10.3         | 11.1         | 11.9         |
| 비유동자산       | 129.5        | 134.0        | 134.4        | 135.2        | 136.4        |
| 투자자산        | 26.8         | 32.3         | 33.6         | 35.0         | 36.4         |
| 유형자산        | 100.2        | 100.6        | 100.0        | 99.6         | 99.5         |
| 무형자산        | 2.6          | 1.1          | 0.8          | 0.6          | 0.5          |
| <b>자산총계</b> | <b>350.6</b> | <b>334.6</b> | <b>355.2</b> | <b>380.3</b> | <b>407.7</b> |
| 유동부채        | 152.7        | 146.6        | 153.2        | 160.0        | 167.1        |
| 매입채무        | 60.4         | 45.5         | 48.8         | 52.4         | 56.0         |
| 유동성이자부채     | 15.3         | 23.3         | 23.3         | 23.3         | 23.3         |
| 비유동부채       | 33.4         | 26.8         | 26.9         | 27.0         | 27.1         |
| 비유동이자부채     | 30.2         | 24.2         | 24.2         | 24.2         | 24.2         |
| <b>부채총계</b> | <b>186.2</b> | <b>173.4</b> | <b>180.0</b> | <b>187.0</b> | <b>194.1</b> |
| 자본금         | 9.5          | 9.5          | 9.5          | 9.5          | 9.5          |
| 자본잉여금       | 29.2         | 29.2         | 29.2         | 29.2         | 29.2         |
| 이익잉여금       | 116.3        | 120.3        | 134.3        | 152.5        | 172.6        |
| 자본조정        | (18.7)       | (25.6)       | (25.6)       | (25.6)       | (25.6)       |
| 자기주식        | (18.7)       | (25.4)       | (25.4)       | (25.4)       | (25.4)       |
| <b>자본총계</b> | <b>164.4</b> | <b>161.2</b> | <b>175.2</b> | <b>193.3</b> | <b>213.5</b> |
| 투하자본        | 56.0         | 43.5         | 40.2         | 37.0         | 34.0         |
| 순차입금        | (99.1)       | (108.8)      | (125.7)      | (146.7)      | (169.5)      |
| ROA         | 8.9          | 3.7          | 5.9          | 6.7          | 7.0          |
| ROE         | 20.8         | 9.3          | 14.5         | 15.8         | 15.8         |
| ROIC        | n/a          | 21.5         | 48.3         | 60.8         | 74.3         |

**주요투자지표**

(단위:십억원, 원)

| 결산기                   | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E   |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| <b>Per share Data</b> |       |       |       |       |         |
| EPS                   | 1,317 | 664   | 1,074 | 1,309 | 1,468   |
| BPS                   | 7,208 | 7,056 | 7,797 | 8,757 | 9,825   |
| DPS                   | 450   | 350   | 350   | 400   | 500     |
| <b>Multiples(x,%)</b> |       |       |       |       |         |
| PER                   | 23.2  | 36.3  | 21.8  | 17.9  | 16.0    |
| PBR                   | 4.2   | 3.4   | 3.0   | 2.7   | 2.4     |
| EV/ EBITDA            | 12.9  | 16.8  | 10.3  | 8.4   | 7.0     |
| 배당수익률                 | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.7   | 2.1     |
| PCR                   | 16.0  | 19.0  | 18.6  | 15.7  | 14.2    |
| PSR                   | 1.5   | 1.2   | 1.2   | 1.1   | 1.0     |
| <b>재무건전성 (%)</b>      |       |       |       |       |         |
| 부채비율                  | 113.2 | 107.6 | 102.7 | 96.7  | 90.9    |
| Net debt/Equity       | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a     |
| Net debt/EBITDA       | n/a   | n/a   | n/a   | n/a   | n/a     |
| 유동비율                  | 144.7 | 136.8 | 144.2 | 153.2 | 162.4   |
| 이자보상배율                | n/a   | n/a   | 111.7 | 227.2 | 1,165.2 |
| 이자비용/매출액              | 0.1   | 0.4   | 0.7   | 0.7   | 0.6     |
| <b>자산구조</b>           |       |       |       |       |         |
| 투하자본(%)               | 24.6  | 18.8  | 16.3  | 13.9  | 11.8    |
| 현금+투자자산(%)            | 75.4  | 81.2  | 83.7  | 86.1  | 88.2    |
| <b>자본구조</b>           |       |       |       |       |         |
| 차입금(%)                | 21.7  | 22.7  | 21.3  | 19.7  | 18.2    |
| 자기자본(%)               | 78.3  | 77.3  | 78.7  | 80.3  | 81.8    |

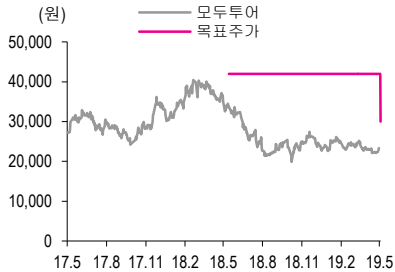
주) 재무제표는 연결기준기준으로 작성

**현금흐름표**

(단위:십억원)

| 결산기                    | 2017          | 2018          | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>영업현금</b>            | <b>38.2</b>   | <b>34.4</b>   | <b>27.1</b>  | <b>31.7</b>  | <b>34.8</b>  |
| 당기순이익                  | 24.9          | 12.2          | 20.3         | 24.7         | 27.7         |
| 자산상각비                  | 3.0           | 4.0           | 4.0          | 3.9          | 3.8          |
| 운전자본증감                 | 11.4          | 18.2          | 3.3          | 3.5          | 3.7          |
| 매출채권감소(증가)             | (11.1)        | 19.0          | (3.6)        | (2.4)        | (2.4)        |
| 재고자산감소(증가)             | (16.1)        | 14.1          | 0.6          | (0.8)        | (0.8)        |
| 매입채무증가(감소)             | 15.4          | (16.3)        | 3.4          | 3.6          | 3.6          |
| <b>투자현금</b>            | <b>(53.8)</b> | <b>(18.2)</b> | <b>(7.9)</b> | <b>(8.3)</b> | <b>(8.8)</b> |
| 단기투자자산감소               | (37.8)        | (13.3)        | (4.0)        | (4.2)        | (4.4)        |
| 장기투자증권감소               | 0.0           | 0.0           | 0.2          | 0.2          | 0.1          |
| 설비투자                   | (3.6)         | (2.9)         | (3.0)        | (3.2)        | (3.4)        |
| 유무형자산감소                | (0.0)         | (0.2)         | (0.1)        | (0.1)        | (0.1)        |
| <b>재무현금</b>            | <b>11.3</b>   | <b>(12.8)</b> | <b>(6.3)</b> | <b>(6.6)</b> | <b>(7.6)</b> |
| 차입금증가                  | 1.7           | 2.5           | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 자본증가                   | 9.6           | (8.5)         | (6.3)        | (6.6)        | (7.6)        |
| 배당금지급                  | 6.9           | 8.5           | 6.3          | 6.6          | 7.6          |
| 현금 증감                  | (5.2)         | 4.0           | 12.9         | 16.8         | 18.4         |
| <b>총현금흐름(Gross CF)</b> | <b>36.0</b>   | <b>24.0</b>   | <b>23.9</b>  | <b>28.2</b>  | <b>31.1</b>  |
| (-) 운전자본증가(감소)         | (11.8)        | (18.0)        | (3.3)        | (3.5)        | (3.7)        |
| (-) 설비투자               | 3.6           | 2.9           | 3.0          | 3.2          | 3.4          |
| (+) 자산매각               | (0.0)         | (0.2)         | (0.1)        | (0.1)        | (0.1)        |
| Free Cash Flow         | 44.2          | 39.0          | 24.0         | 28.4         | 31.3         |
| (-) 기타투자               | (0.0)         | 0.0           | (0.2)        | (0.2)        | (0.1)        |
| 잉여현금                   | 44.3          | 39.0          | 24.2         | 28.6         | 31.4         |

**모두투어 - 주가 및 당사 목표주가 변경**



**최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경**

| 날짜         | 투자 의견  | 적정 가격(원) | 평균주가 괴리율(%) | 최고(최저)주가 괴리율(%) |
|------------|--------|----------|-------------|-----------------|
| 2018-05-17 | 담당자 변경 |          |             |                 |
| 2018-05-17 | Buy    | 42,000   | (40.8)      | (19.5)          |
| 2019-05-08 | Buy    | 30,000   |             |                 |

**투자 의견(향후 12개월 기준)**

| 기업 | Buy(매수): 15% 이상<br>Hold(중립): -15% ~15%<br>Sell(매도): -15% 이하 | 산업 | OVERWEIGHT (비중 확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상<br>NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상<br>UNDERWEIGHT (비중 축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상 |
|----|---|----|---|
|    |   | 산업 |   |

**최근 1년간 조사분석자료의 투자 등급 비율 (2019년 03월 31일 기준)**

|             |              |              |
|-------------|--------------|--------------|
| Buy (94.0%) | Hold (06.0%) | Sell (00.0%) |
|-------------|--------------|--------------|

**Compliance Notice**

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포될 수 없습니다.

**흥국씨앤티체**

흥국씨앤티체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앤티체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



---

<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 서울시 종로구 새문안로 68 (신문로 1가, 흥국생명빌딩 19층)
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3630, 3699
- 팩스 영업부 대표 02)6742-3649