



2018년 5월 3일 | Equity Research

# 모두투어 (080160)

## 2분기 예약률 반등 및 해외자회사들의 연결 반영 시작

### 1분기 영업이익은 역대 2번째로 좋았던 분기

컨센서스를 하회한 1Q18 영업이익이 다소 실망스러워 보일 수 있지만, 이 또한 사상 2번째 최대 분기임을 상기할 필요가 있다. 올해 영업이익은 1분기를 저점으로 하반기에만 약 80% (YoY) 증가할 것으로 예상한다. 2분기 예약률은 더 반등할 것이며, 중국 및 유럽 3국의 자회사까지 온기로 반영될 2019년 영업이익 컨센서스는 꾸준히 상향될 것이다. 최근, 하나투어 대비 상대적 투자 매력도에 대한 질문이 많았는데, 그림 8.처럼 매우 유사한 주가 흐름을 보여주고 있다. 중국 인바운드 매출 비중이 상대적으로 높은 하나투어가 최선호 주이긴 하나, 주가 관점에서는 연초 대비 덜 오른 여행주가 더 유망하다.

### 1Q Review: OPM 8.3%(-3.9%p YoY)

1분기 매출액/영업이익은 각각 1,098억원(+22% YoY)/91억 원(-17%)으로 컨센서스를 하회했다. 별도 영업이익은 105 억원(-10%)으로 예상(100억원)보다 좋았는데, 부진했던 아웃바운드 영업현황으로 TV광고 및 판촉비(70억원, +90% YoY) 등이 예상보다 컷음에도 패키지 ASP가 0.1% 하락에 그쳤기 때문이다. 다만, 자회사 합산으로는 2억원의 흑자를 기대했지만 1) 자유투어 부진과 2) 3월에 오픈한 모두스테이 4호점(울산) 영향으로 14억원의 적자를 기록했다. 고무적인 것은 일본 자회사가 1분기부터 연결 반영(영업이익 +3억원) 되었다. 2019년 일본/중국/유럽 3국의 해외자회사들이 온기 반영된다면 연간 40억원内外의 영업이익 기여가 예상된다.

### 리드타임이 짧은 2분기 예약률은 반등 중

5월 발표한 5월~6월 패키지 예약률은 각각 17.6%/8.9%로 4월 대비 각각 8%p/5%p 상승했다. 예약률은 일반적으로 해당월이 가까워질수록 낮아져야 하나, 거듭 언급했듯이 올해 2분기는 리드타임(예약부터 출발)이 전년 황금연휴 대비 크게 짧아지면서 5~6월이 다가올수록 예약률이 더욱 상승할 것이다. 또한, 4월 중국 노선의 성장률은 사드에 따른 높은 기저효과로 77% 증가했는데, 2016년 대비 약 80% 수준까지 회복했다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 47,000원 | CP(5월 2일): 36,450원

#### Key Data

		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	871.03		
52주 최고/최저(원)	40,450/24,250	331.8	371.9
시가총액(십억원)	688.9	42.5	49.8
시가총액비중(%)	0.24	33.9	39.5
발행주식수(천주)	18,900.0		
60일 평균 거래량(천주)	160.5		
60일 평균 거래대금(십억원)	6.1		
18년 배당금(예상,원)	600		
18년 배당수익률(예상,%)	1.65		
외국인지분율(%)	43.10		
주요주주 지분율(%)			
우종용 외 14 인	16.07		
국민연금	7.38		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(4.7) 29.5 37.1		
상대	(5.1) 3.3 (1.4)		

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	331.8	371.9
영업이익(십억원)	42.5	49.8
순이익(십억원)	33.9	39.5
EPS(원)	1,784	2,085
BPS(원)	8,733	10,225

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	237.1	290.9	449.5	505.5	567.9
영업이익	십억원	20.1	32.1	43.3	52.8	57.5
세전이익	십억원	22.9	32.9	46.3	56.3	61.5
순이익	십억원	16.8	24.2	33.4	40.6	44.3
EPS	원	887	1,279	1,768	2,149	2,342
증감률	%	26.5	44.2	38.2	21.5	9.0
PER	배	21.77	23.84	20.62	16.96	15.57
PBR	배	2.77	3.76	3.85	3.31	2.87
EV/EBITDA	배	11.82	14.44	12.34	9.58	8.16
ROE	%	16.51	20.30	22.66	23.22	21.53
BPS	원	6,983	8,121	9,456	11,028	12,695
DPS	원	600	450	600	700	800



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

## 1. IFRS 15 도입에 따른 실적 영향

1Q18부터 IFRS-15 도입에 따라 매출액이 다소 변경되었다. 우선 1Q18 별도 매출액은 943억원으로 1Q17에 기록한 795억원 대비 약 19% (YoY) 증가했지만, 회계 변경 이전 기록한 1Q17 매출액은 643억원이다.

**IFRS 15 도입으로 매출액이 다소 부풀려 질 수 있지만, 영업이익에 미치는 영향은 없음**

기준에는 순 매출액 기준으로 매출액을 인식하면 되었지만, 회계변경 후에는 항공사로부터 받는 하드볼락 등 일부 재고로 인식되는 상품들의 원가가 매출액에 같은 금액으로 반영된다. 편하게 비교하기 위해서는 '회계 변경 전 1Q17 매출액 = 회계 변경 후 1Q17 매출총이익'이며(혹은 거의 비슷하며), 영업이익에 미치는 영향은 없는 것으로 파악된다.

연결 매출액 역시 자유투어의 회계 변경에 따른 영향이 반영된다. 1분기 실적 발표 전 2018년 예상 연결 매출액/영업이익은 각각 3,395억원(+17% YoY)/442억원(+38%)이나, IFRS 15 도입을 반영한 예상 실적은 각각 4,495억원(+54% YoY)/433억원(+35%)이다.

표 1. 별도 영업실적

(단위: 억원)

	1Q18	1Q17(*)	YoY	1Q17
매출액	943	795	19%	643
매출총이익	710	643	10%	
영업이익	105	117	-10%	117
OPM	11.2%	14.8%		18.3%

주: 1Q17(\*) 실적은 IFRS 15 도입으로 소급 적용된 실적

자료: 모두투어, 하나금융투자

표 2. 모두투어 주요 가정

(단위: 천명, 천원)

	16	17	18F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
출국자수	20,844	24,837	28,438	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,512	7,624	7,305
모두투어 송객 수	2,299	2,733	3,115	709	630	695	698	764	712	847	792
패키지	1,346	1,503	1,735	420	332	352	399	450	385	448	452
항공권(FIT)	953	1,230	1,380	289	299	343	298	314	327	398	340
YoY											
출국자수	17%	19%	15%	18%	22%	16%	21%	14%	14%	16%	13%
모두투어 송객 수	19%	19%	14%	23%	21%	13%	18%	8%	13%	22%	14%
패키지	9%	12%	15%	18%	10%	3%	15%	7%	16%	27%	13%
항공권(FIT)	35%	29%	12%	30%	38%	26%	23%	8%	10%	16%	14%
모두투어 M/S	11%	11%	11%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
ASP											
패키지	848	899	881	872	920	939	877	872	892	915	848
항공권(FIT)	569	506	500	494	474	520	510	507	465	515	471
YoY											
패키지	-2%	6%	-2%	1.5%	8.8%	5.0%	10.5%	-0.1%	-3.0%	-2.5%	-3.2%
항공권(FIT)	-11%	-1%	-2%	-5.6%	-2.0%	-3.6%	7.8%	2.6%	-2.0%	-1.0%	-7.6%

자료: 하나금융투자

표 3. 모두투어 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	16	17	18F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F
수탁금	1,624	1,967	2,206	509	447	509	502	551	496	615	544
여행일선	1,141	1,352	1,529	366	305	330	350	392	343	410	384
항공권대매	482	615	676	143	142	178	152	159	152	205	160
매출 전환율	14.6%	14.8%	20.4%	14.5%	15.1%	14.3%	15.3%	19.9%	21.0%	19.4%	21.4%
영업수익	237	291	449	74	67	73	77	110	104	119	116
본사	206	249	374	64	57	62	65	94	85	101	94
국내 자회사	33	44	79	10	11	11	13	17	20	19	23
영업이익	20	32	43	11.0	7.3	8.1	5.6	9.1	9.2	15.4	9.6
OPM	8.5%	11.0%	9.6%	14.9%	10.9%	11.2%	7.3%	8.3%	8.8%	13.0%	8.2%
당기순이익	16	24	33	8	6	6	4	7	7	11	8

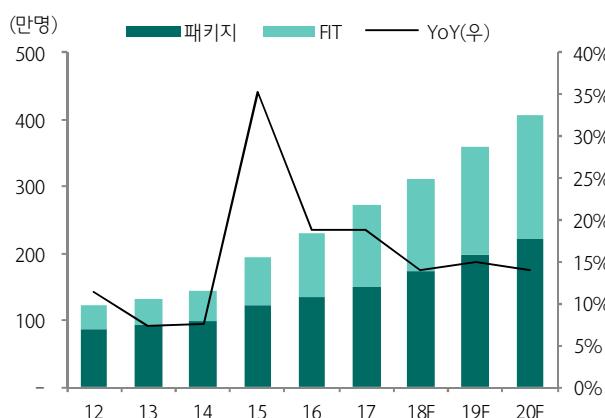
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 1. 2017년/2018년 2분기 공휴일



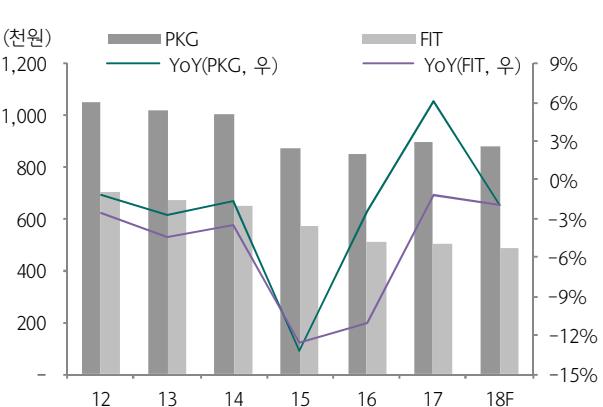
자료: 하나금융투자

그림 2. 모두투어 송객 수 추이 – 2018년 14% 증가 전망



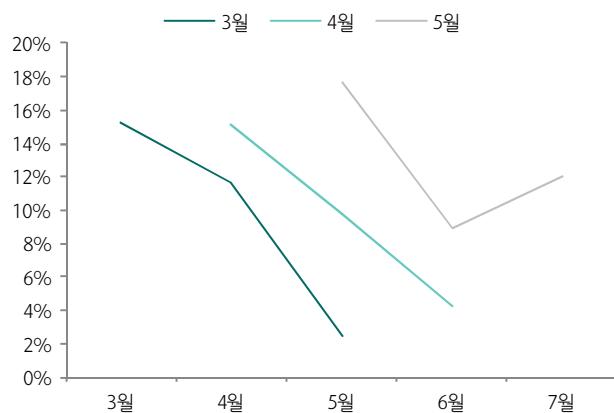
자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 3. 모두투어 ASP 추이 – 2018년 -2% 전망



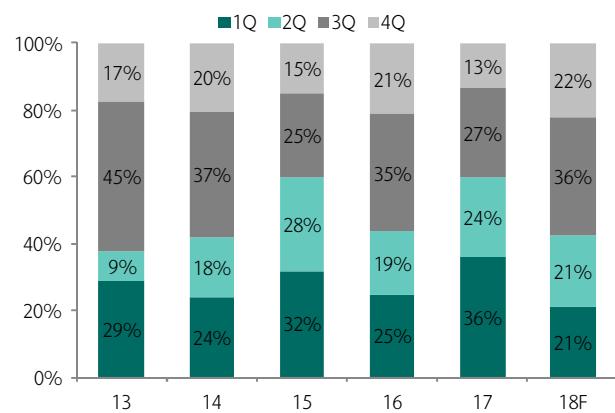
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 4. 모두투어 예약률 추이 – 6월까지 반등 추세 이어질 듯



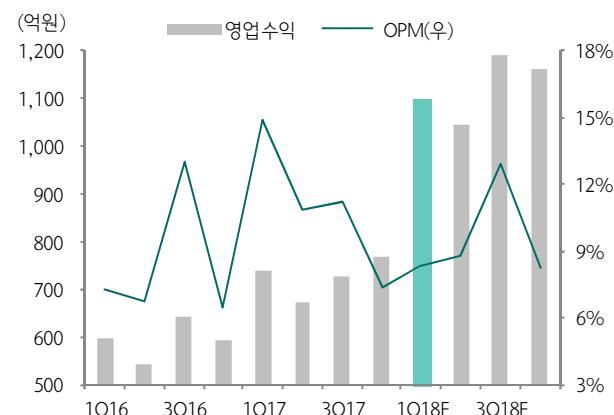
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 5. 모두투어 분기별 영업이익 비중 추이



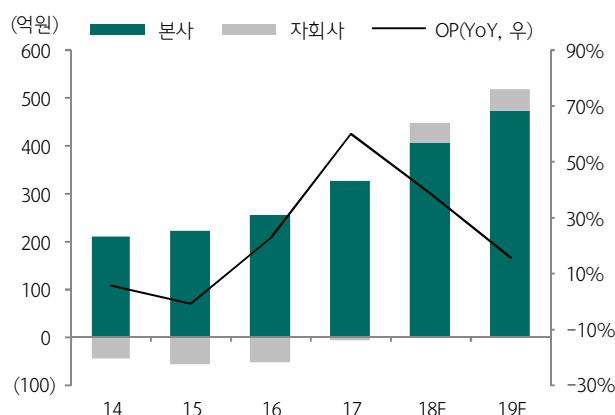
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 6. 분기별 실적 – 1Q 영업이익 91억원(-5%)으로 부진



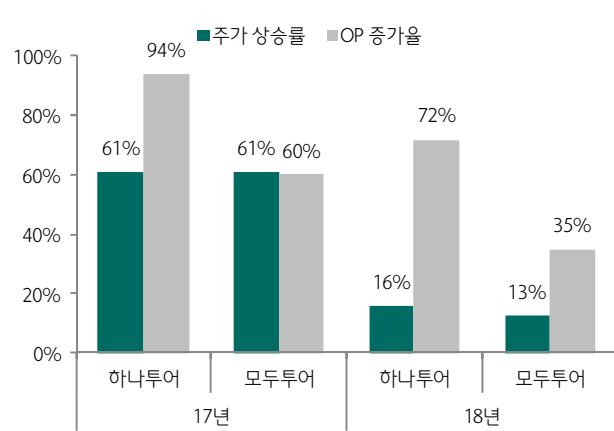
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 7. 모두투어 부문별 영업이익 – ‘19년 자회사 합산 42억원 +∞



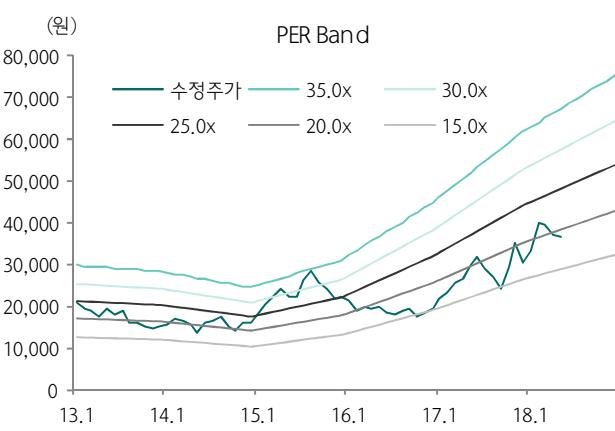
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 8. 하나/모두투어의 영업이익 및 주가 상승률(5/2일 기준)



자료: 하나금융투자

그림 9. 모두투어 12MF P/E 차트



자료: Valuewise, 하나금융투자

## 추정 재무제표

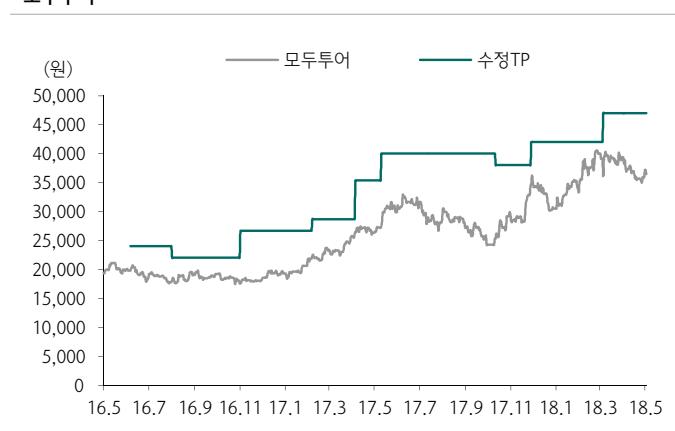
손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>237.1</b>	<b>290.9</b>	<b>449.5</b>	<b>505.5</b>	<b>567.9</b>	
매출원가	11.2	10.9	111.8	124.1	140.2	
매출총이익	225.9	280.0	337.7	381.4	427.7	
판관비	205.8	247.9	294.3	328.7	370.2	
<b>영업이익</b>	<b>20.1</b>	<b>32.1</b>	<b>43.3</b>	<b>52.8</b>	<b>57.5</b>	
금융손익	1.2	0.7	1.0	1.2	1.2	
종속/관계기업손익	2.2	3.0	3.0	3.2	3.3	
기타영업외손익	(0.6)	(2.9)	(1.1)	(0.8)	(0.6)	
<b>세전이익</b>	<b>22.9</b>	<b>32.9</b>	<b>46.3</b>	<b>56.3</b>	<b>61.5</b>	
법인세	7.0	8.7	13.0	15.8	17.2	
계속사업이익	15.9	24.2	33.3	40.5	44.3	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>당기순이익</b>	<b>15.9</b>	<b>24.2</b>	<b>33.3</b>	<b>40.5</b>	<b>44.3</b>	
비지배주주지분						
순이익	(0.9)	0.0	(0.1)	(0.1)	0.0	
<b>지배주주순이익</b>	<b>16.8</b>	<b>24.2</b>	<b>33.4</b>	<b>40.6</b>	<b>44.3</b>	
지배주주지분포괄이익	16.5	23.9	33.3	40.5	44.2	
NOPAT	14.0	23.6	31.2	38.0	41.4	
EBITDA	22.9	35.2	46.3	55.7	60.5	
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율	16.1	22.7	54.5	12.5	12.3	
NOPAT증가율	18.6	68.6	32.2	21.8	8.9	
EBITDA증가율	17.4	53.7	31.5	20.3	8.6	
영업이익증가율	21.8	59.7	34.9	21.9	8.9	
(지배주주)순익증가율	27.3	44.0	38.0	21.6	9.1	
EPS증가율	26.5	44.2	38.2	21.5	9.0	
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률	95.3	96.3	75.1	75.5	75.3	
EBITDA이익률	9.7	12.1	10.3	11.0	10.7	
영업이익률	8.5	11.0	9.6	10.4	10.1	
계속사업이익률	6.7	8.3	7.4	8.0	7.8	
<b>투자지표</b>						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>						
EPS	887	1,279	1,768	2,149	2,342	
BPS	6,983	8,121	9,456	11,028	12,695	
CFPS	1,329	1,859	2,539	3,058	3,331	
EBITDAPS	1,214	1,860	2,450	2,949	3,200	
SPS	12,544	15,394	23,781	26,748	30,048	
DPS	600	450	600	700	800	
<b>주가지표(배)</b>						
PER	21.8	23.8	20.6	17.0	15.6	
PBR	2.8	3.8	3.9	3.3	2.9	
PCFR	14.5	16.4	14.4	11.9	10.9	
EV/EBITDA	11.8	14.4	12.3	9.6	8.2	
PSR	1.5	2.0	1.5	1.4	1.2	
<b>재무비율(%)</b>						
ROE	16.5	20.3	22.7	23.2	21.5	
ROA	8.5	8.8	8.7	8.9	8.6	
ROIC	(167.1)	(120.9)	(73.8)	(59.8)	(55.1)	
부채비율	104.9	107.5	128.8	122.3	117.6	
순부채비율	(90.6)	(59.6)	(77.4)	(84.1)	(89.7)	
이자보상배율(배)	46.2	66.1	61.9	83.8	101.4	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>		<b>151.1</b>	<b>208.7</b>	<b>291.4</b>	<b>341.3</b>	<b>395.5</b>
금융자산		100.3	144.6	192.4	229.9	270.3
현금성자산		58.3	53.1	51.1	71.0	91.9
매출채권 등		38.8	45.1	69.7	78.4	88.0
재고자산		0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
기타유동자산		11.9	18.9	29.1	32.8	36.9
<b>비유동자산</b>		<b>59.2</b>	<b>129.5</b>	<b>139.1</b>	<b>142.8</b>	<b>146.9</b>
투자자산		21.7	16.5	25.5	28.6	32.2
금융자산		0.9	8.5	13.1	14.7	16.6
유형자산		21.9	22.5	23.4	24.2	24.9
무형자산		5.6	2.6	2.0	1.8	
기타비유동자산		10.0	87.9	88.0	88.0	88.0
<b>자산총계</b>		<b>210.4</b>	<b>338.2</b>	<b>430.5</b>	<b>484.1</b>	<b>542.4</b>
<b>유동부채</b>		<b>103.1</b>	<b>141.8</b>	<b>208.2</b>	<b>232.0</b>	<b>258.4</b>
금융부채		3.2	15.3	14.5	14.5	14.5
매입채무 등		58.8	66.6	102.9	115.8	130.0
기타유동부채		41.1	59.9	90.8	101.7	113.9
<b>비유동부채</b>		<b>4.6</b>	<b>33.4</b>	<b>34.1</b>	<b>34.4</b>	<b>34.6</b>
금융부채		4.2	32.2	32.2	32.2	32.2
기타비유동부채		0.4	1.2	1.9	2.2	2.4
<b>부채총계</b>		<b>107.7</b>	<b>175.2</b>	<b>242.3</b>	<b>266.3</b>	<b>293.1</b>
<b>지배주주지분</b>		<b>103.5</b>	<b>134.8</b>	<b>160.1</b>	<b>189.8</b>	<b>221.3</b>
자본금		<b>6.3</b>	<b>9.5</b>	<b>9.5</b>	<b>9.5</b>	<b>9.5</b>
자본잉여금		27.9	29.2	29.2	29.2	29.2
자본조정		(28.6)	(18.7)	(18.7)	(18.7)	(18.7)
기타포괄이익누계액		0.2	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금		97.6	114.9	140.1	169.8	201.3
<b>비지배주주지분</b>		<b>(0.8)</b>	<b>28.2</b>	<b>28.1</b>	<b>28.0</b>	<b>28.0</b>
<b>자본총계</b>		<b>102.7</b>	<b>163.0</b>	<b>188.2</b>	<b>217.8</b>	<b>249.3</b>
<b>순금융부채</b>		<b>(93.0)</b>	<b>(97.1)</b>	<b>(145.7)</b>	<b>(183.2)</b>	<b>(223.6)</b>
<b>현금흐름표</b>		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>31.7</b>	<b>38.2</b>	<b>69.2</b>	<b>55.1</b>	<b>60.2</b>
당기순이익		15.9	24.2	33.3	40.5	44.3
조정		4.2	1.7	2.9	2.9	2.9
감가상각비		2.8	3.0	3.0	2.9	3.0
외환거래손익		(0.5)	2.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익		(2.1)	(3.0)	0.0	0.0	0.0
기타		4.0	(0.6)	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 변동		11.6	12.3	33.0	11.7	13.0
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>(6.1)</b>	<b>(53.8)</b>	<b>(62.3)</b>	<b>(24.3)</b>	<b>(26.6)</b>
투자자산감소(증가)		19.2	5.2	(9.0)	(3.2)	(3.5)
유형자산감소(증가)		(1.1)	(1.3)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
기타		(24.2)	(57.7)	(49.8)	(17.6)	(19.6)
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>(11.9)</b>	<b>11.3</b>	<b>(9.0)</b>	<b>(10.9)</b>	<b>(12.7)</b>
금융부채증가(감소)		0.5	40.1	(0.8)	0.0	0.0
자본증가(감소)		(0.1)	4.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(7.7)	(26.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급		(4.6)	(6.9)	(8.2)	(10.9)	(12.7)
<b>현금의 증감</b>		<b>13.7</b>	<b>(5.2)</b>	<b>(2.0)</b>	<b>19.9</b>	<b>20.8</b>
Unlevered CFO		25.1	35.1	48.0	57.8	62.9
Free Cash Flow		30.5	36.8	65.7	51.6	56.7

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 모두투어



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
18.3.6	BUY	47,000		
17.11.29	BUY	42,000	-17.15%	-3.69%
17.10.12	BUY	38,000	-23.80%	-9.61%
17.7.13	BUY	40,000	-30.46%	-23.75%
17.5.11	BUY	40,021	-22.96%	-17.83%
17.4.6	BUY	35,352	-23.99%	-22.45%
17.2.7	BUY	28,682	-18.70%	-9.19%
16.11.2	BUY	26,681	-28.26%	-18.00%
16.8.2	BUY	22,011	-15.38%	-10.00%
16.6.7	BUY	24,012	-20.89%	-13.61%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.0%	7.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 5월 3일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2018년 05월 03일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.