2018. 11. 6

▲ 엔터/레저
Analyst **이효진**
02. 6098-6671
hyojinlee@meritz.co.kr

# 모두투어 080160

## 눈높이를 낮추자

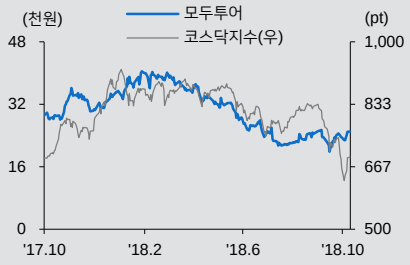
- ✓ 3분기 영업이익은 25억원으로 낮아진 컨센서스와 당사 추정치에 부합
- ✓ 영업이익 감소폭 대부분은 별도 실적에 기인. 매출 감소분이 이익 감소로 전가
- ✓ 울산 호텔 오픈으로 자회사 적자는 지속. 다만 자유투어는 항공권 판매 호조로 선방
- ✓ 수요 회복 기대하며 실적 하향분을 적정주가에 반영하지 않았으나 예상보다 부진 지속될 것으로 판단, 적정주가를 27,000원으로 하향함

## Trading Buy

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12 개월)** | **27,000 원** |
| **현재주가 (11.5)** | **25,050 원** |
| **상승여력** | **7.8%** |
| KOSDAQ | 691.94pt |
| 시가총액 | 4,734억원 |
| 발행주식수 | 1,890만주 |
| 유동주식비율 | 78.66% |
| 외국인비중 | 30.49% |
| 52주 최고/최저가 | 40,450원/19,850원 |
| 평균거래대금 | 64.4억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 우종웅 외 15 인 | 15.46 |
| Columbia Management Investment | 5.02 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 8.2 | -28.6 | -12.1 |
| 상대주가 | 21.0 | -11.7 | -10.9 |

**주가그래프**




### 비용은 통제 성공했으나 매출 하락분(50 억원)이 그대로 영업이익 감소로

모두투어의 3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 973억원(+34% YoY)과 25억원(-69% YoY)으로 낮아진 컨센서스와 당사 추정치에 부합했다.

감익의 가장 큰 원인은 부진한 별도 실적이다. 모두투어의 3분기 매출총이익과 영업이익은 각각 577억원(-7.7% YoY)과 36억원(-59.0% YoY)을 기록했다. 이는 ASP는 전년 수준을 유지했으나 Q가 4.6% 하락한 데 따른다. 매출총이익은 전년 동기 대비 50억원 감소했고, 이 부분이 그대로 영업이익 감소로 이어졌다.

매출 감소분만 영업이익 감소로 이어진 것은 비용 통제가 진행되고 있기 때문이다 전년 4분기에 이루어졌던 박람회가 올해는 3분기에 이루어졌음에도 광고선전비는 올해 분기 평균 수준에도 미치지 않았다. 급여도 4년만에 처음으로 늘지 않았다.

별도 영업이익과 연결 영업이익의 차이는 자회사 적자에 기인한다. 울산 호텔이 8월 신규 오픈하며 모두스테이 적자가 9억원 발생했다. 반면, 자유투어는 산업 환경에도 불구하고 항공권 판매가 호조를 보이며 BEP에 근접하며 선방했다.

### 수요 회복 더뎌 실적 하향분을 적정주가에 반영, 27,000 원으로 하향

동사의 4분기 및 2019년 연결 영업이익 컨센서스는 각각 68억원과 345억원으로 당사 추정 대비 15% 높다. 수요 회복이 더뎌 눈높이는 낮춰야 할 전망이다.

적정주가를 29,000원에서 27,000원으로 하향한다. 기존에는 연결 순이익에 20배를 적용했으나 peer와 유사한 조건을 적용하기 위해 별도 순이익으로 변경했다(배수는 동일). 수요 회복의 가능성을 염두해 적정 주가 변동을 미뤘으나, 예상보다 부진한 수요 회복이 당분간 지속될 전망으로 실적 하향분을 적정주가에 반영했다. 2019년 기준 모두투어 PER은 21배로 Ctrip, Expedia, Booking Holdings 수준이다.

| (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 | 30.2 | 3.3 | 14.9 | 11.2 | 120.5 |
| 2019E | 431.3 | 30.3 | 22.9 | 1,210 | 50.3 | 8,364 | 20.6 | 3.0 | 10.3 | 15.1 | 119.0 |
| 2020E | 461.2 | 28.3 | 20.8 | 1,101 | -1.5 | 9,038 | 22.7 | 2.8 | 10.3 | 12.7 | 116.5 |

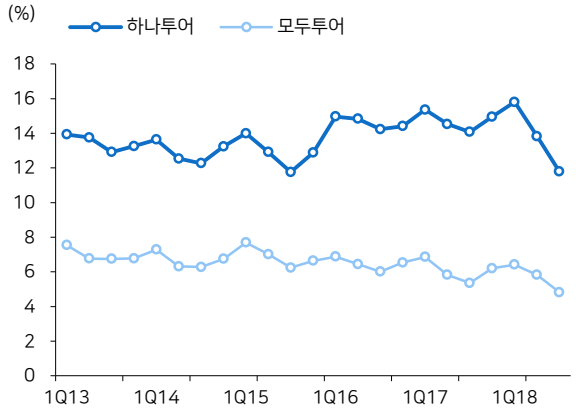
**표1 내국인 출국자 성장률 및 하나투어, 모두투어 송출객수 증감률**

| | (명, %) | | 하나투어 | | | | | | | 모두투어 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 내국인출국자 | YoY | 전체 | YoY | 패키지 | YoY | M/S | 非패키지 | YoY | 전체 | YoY | 패키지 | YoY | M/S | 非패키지 | YoY |
| '16.01 | 1,980,329 | 15.5 | 463,033 | 24.4 | 292,351 | 24.7 | 14.8 | 160,079 | 24.9 | 221,309 | 14.0 | 136,469 | 2.1 | 6.9 | 84,840 | 40.5 |
| '16.02 | 1,752,939 | 31.0 | 406,174 | 33.5 | 248,939 | 33.3 | 14.2 | 146,592 | 35.2 | 196,646 | 28.9 | 120,376 | 14.7 | 6.9 | 76,270 | 60.3 |
| '16.03 | 1,444,688 | 11.0 | 329,249 | 20.3 | 199,096 | 24.7 | 13.8 | 117,219 | 12.9 | 160,279 | 14.2 | 99,297 | 3.1 | 6.9 | 60,982 | 38.6 |
| '16.04 | 1,514,926 | 9.8 | 361,193 | 24.8 | 214,340 | 23.7 | 14.1 | 123,037 | 23.9 | 178,228 | 15.9 | 110,999 | 4.2 | 7.3 | 67,229 | 42.1 |
| '16.05 | 1,527,890 | 5.0 | 351,059 | 19.2 | 200,119 | 20.6 | 13.1 | 130,664 | 21.8 | 166,490 | 6.2 | 97,865 | -5.3 | 6.4 | 68,625 | 28.5 |
| '16.06 | 1,652,141 | 31.0 | 390,835 | 49.7 | 219,466 | 54.0 | 13.3 | 152,803 | 39.4 | 174,288 | 35.6 | 93,783 | 20.7 | 5.7 | 80,505 | 58.3 |
| '16.07 | 1,950,754 | 24.7 | 471,183 | 49.8 | 273,306 | 59.1 | 14.0 | 182,276 | 37.2 | 211,102 | 32.4 | 114,952 | 21.2 | 5.9 | 96,150 | 48.9 |
| '16.08 | 1,934,125 | 13.0 | 467,584 | 34.9 | 261,234 | 34.2 | 13.5 | 187,590 | 35.4 | 213,346 | 18.2 | 120,224 | 10.1 | 6.2 | 93,122 | 30.6 |
| '16.09 | 1,774,432 | 27.6 | 404,892 | 47.4 | 222,388 | 50.9 | 12.5 | 168,057 | 45.7 | 188,363 | 28.8 | 104,942 | 20.1 | 5.9 | 83,421 | 41.8 |
| '16.10 | 1,737,421 | 8.1 | 403,383 | 20.6 | 215,568 | 15.2 | 12.4 | 163,597 | 31.3 | 197,598 | 15.2 | 118,719 | 10.4 | 6.8 | 78,879 | 23.4 |
| '16.11 | 1,699,422 | 12.9 | 405,399 | 26.3 | 225,801 | 21.8 | 13.3 | 163,383 | 33.2 | 189,925 | 14.8 | 113,433 | 12.5 | 6.7 | 76,492 | 18.5 |
| '16.12 | 1,875,169 | 13.3 | 476,468 | 36.7 | 269,583 | 37.8 | 14.4 | 192,696 | 35.1 | 201,904 | 8.7 | 115,303 | 6.6 | 6.1 | 86,601 | 11.7 |
| '17.01 | 2,202,130 | 11.2 | 537,215 | 16.0 | 329,283 | 12.6 | 15.0 | 194,569 | 21.5 | 245,410 | 10.9 | 141,059 | 3.4 | 6.4 | 104,351 | 23.0 |
| '17.02 | 2,104,667 | 20.1 | 486,550 | 19.8 | 312,978 | 25.7 | 14.9 | 159,167 | 8.6 | 249,100 | 26.7 | 147,224 | 22.3 | 7.0 | 101,876 | 33.6 |
| '17.03 | 1,806,995 | 25.1 | 400,687 | 21.7 | 255,536 | 28.3 | 14.1 | 131,418 | 12.1 | 214,530 | 33.8 | 131,280 | 32.2 | 7.3 | 83,250 | 36.5 |
| '17.04 | 1,874,426 | 23.7 | 408,635 | 13.1 | 248,895 | 16.1 | 13.3 | 133,917 | 8.8 | 211,951 | 18.9 | 114,850 | 3.5 | 6.1 | 97,101 | 44.4 |
| '17.05 | 1,869,653 | 22.4 | 406,754 | 15.9 | 248,131 | 24.0 | 13.3 | 134,083 | 2.6 | 201,200 | 20.8 | 105,260 | 7.6 | 5.6 | 95,940 | 39.8 |
| '17.06 | 1,968,632 | 19.2 | 441,803 | 13.0 | 263,114 | 19.9 | 13.4 | 159,189 | 4.2 | 217,298 | 24.7 | 112,704 | 20.2 | 5.7 | 104,594 | 29.9 |
| '17.07 | 2,242,753 | 15.0 | 511,352 | 8.5 | 310,164 | 13.5 | 13.8 | 183,483 | 0.7 | 241,169 | 14.2 | 118,855 | 3.4 | 5.3 | 122,314 | 27.2 |
| '17.08 | 2,229,915 | 15.3 | 497,359 | 6.4 | 294,347 | 12.7 | 13.2 | 181,197 | -3.4 | 234,519 | 9.9 | 121,157 | 0.8 | 5.4 | 113,362 | 21.7 |
| '17.09 | 2,099,593 | 18.3 | 457,001 | 12.9 | 261,731 | 17.7 | 12.5 | 175,570 | 4.5 | 219,713 | 16.6 | 111,960 | 6.7 | 5.3 | 107,753 | 29.2 |
| **'17.10** | **2,088,737** | **20.2** | **453,953** | **12.5** | **260,313** | **20.8** | **12.5** | **169,769** | **3.8** | **216,634** | **9.6** | **122,247** | **3.0** | **5.9** | **94,387** | **19.7** |
| '17.11 | 2,090,115 | 23.0 | 491,652 | 21.3 | 306,672 | 35.8 | 14.7 | 164,710 | 0.8 | 231,698 | 22.0 | 138,867 | 22.4 | 6.6 | 92,831 | 21.4 |
| '17.12 | 2,259,395 | 20.5 | 541,059 | 13.6 | 334,753 | 24.2 | 14.8 | 189,428 | -1.7 | 249,484 | 23.6 | 138,306 | 20.0 | 6.1 | 111,178 | 28.4 |
| '18.01 | 2,714,908 | 23.3 | 630,771 | 17.4 | 402,175 | 22.1 | 14.8 | 213,577 | 9.8 | 296,730 | 20.9 | 168,952 | 19.8 | 6.2 | 127,778 | 22.5 |
| '18.02 | 2,172,596 | 3.2 | 550,125 | 13.1 | 359,053 | 14.7 | 16.5 | 177,663 | 11.6 | 233,667 | -6.2 | 135,212 | -8.2 | 6.2 | 98,455 | -3.4 |
| '18.03 | 2,109,685 | 16.8 | 472,885 | 18.0 | 298,704 | 16.9 | 14.2 | 156,796 | 19.3 | 233,451 | 8.8 | 144,662 | 10.2 | 6.9 | 88,789 | 6.7 |
| '18.04 | 2,088,324 | 11.4 | 467,043 | 14.3 | 292,141 | 17.4 | 14.0 | 152,575 | 13.9 | 217,860 | 2.8 | 130,988 | 14.1 | 6.3 | 86,872 | -10.5 |
| '18.05 | 2,184,015 | 16.8 | 452,638 | 11.3 | 268,109 | 8.1 | 12.3 | 161,847 | 20.7 | 214,421 | 6.6 | 124,122 | 17.9 | 5.7 | 90,299 | -5.9 |
| '18.06 | 2,180,519 | 10.8 | 457,951 | 3.7 | 267,964 | 1.8 | 12.3 | 171,052 | 7.5 | 218,202 | 0.4 | 121,159 | 7.5 | 5.6 | 97,043 | -7.2 |
| '18.07 | 2,344,420 | 4.5 | 469,672 | -8.2 | 266,801 | -14.0 | 11.4 | 187,343 | 2.1 | 217,050 | -10.0 | 110,618 | -6.9 | 4.7 | 106,432 | -13.0 |
| '18.08 | 2,364,398 | 6.0 | 490,340 | -1.4 | 279,166 | -5.2 | 11.8 | 193,355 | 6.7 | 223,173 | -4.8 | 116,587 | -3.8 | 4.9 | 106,586 | -6.0 |
| '18.09 | 2,081,967 | -0.8 | 413,335 | -9.6 | 226,364 | -13.5 | 10.9 | 171,234 | -2.5 | 213,521 | -2.8 | 108,703 | -2.9 | 5.2 | 104,818 | -2.7 |
| **'18.10** | | | 458,292 | 1.0 | **270,517** | **3.9** | | 166,472 | -1.9 | 226,759 | 4.7 | **134,084** | **9.7** | | 92,675 | |

주: 전체 출국자수는 승무원 제외

자료: 한국 관광공사, 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

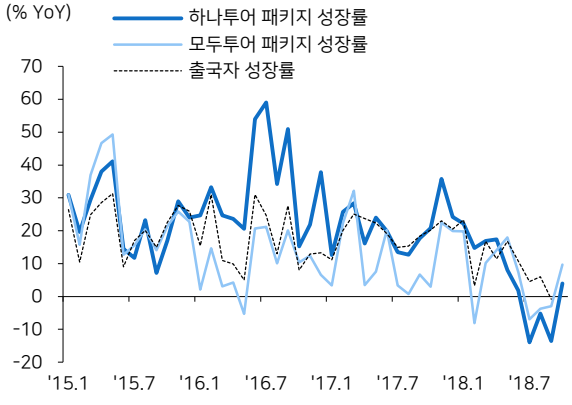
**그림1 하나투어와 모두투어의 출국자수 대비 패키지 M/S추이**




주: 출국자수 대비 하나투어와 모두투어의 패키지 송출객 비중

자료: 하나투어, 모두투어, 한국관광공사, 메리츠종금증권 리서치센터

**그림2 출국자 성장률 대비 양사 패키지 성장률**




자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS별도)

| (십억원) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18P | 4Q18E | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **총 수탁금** | **509.0** | **447.0** | **508.9** | **502.1** | **551.3** | **456.1** | **491.9** | **494.0** | **549.3** | **481.5** | **583.8** | **551.6** | **1,967** | **1,993** | **2,166.1** |
| *%YoY* | *20.6* | *24.0* | *12.8* | *28.8* | *8.3* | *2.1* | *-3.3* | *-1.6* | *-0.4* | *5.6* | *18.7* | *11.6* | *21.1* | *1.3* | *8.7* |
| *%매출전환율* | *12.6* | *12.8* | *12.3* | *13.0* | *12.9* | *13.0* | *11.7* | *13.9* | *13.3* | *13.2* | *12.1* | *13.2* | *12.7* | *12.9* | *12.9* |
| **매출총이익** | **64.3** | **57.3** | **62.5** | **65.2** | **71.0** | **59.3** | **57.7** | **68.5** | **73.3** | **63.6** | **70.6** | **72.9** | **249.4** | **256.5** | **280.5** |
| *%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* |
| 영업비용 | 52.6 | 49.4 | 53.6 | 60.8 | 60.5 | 54.7 | 54.0 | 61.3 | 64.0 | 58.1 | 60.7 | 64.6 | 216.4 | 230.5 | 247.4 |
| *%YoY* | *12.3* | *18.8* | *15.0* | *34.2* | *15.1* | *10.6* | *0.7* | *0.8* | *5.9* | *6.3* | *12.3* | *5.4* | *20.0* | *6.5* | *7.3* |
| *%매출액 대비* | *81.7* | *86.3* | *85.9* | *93.2* | *85.2* | *92.2* | *93.7* | *89.5* | *87.4* | *91.3* | *86.0* | *88.5* | *86.8* | *89.9* | *88.2* |
| 인건비 | 15.9 | 15.1 | 15.8 | 17.0 | 16.7 | 17.0 | 15.4 | 16.2 | 17.6 | 17.9 | 16.3 | 17.5 | 63.8 | 65.3 | 69.3 |
| *%매출액 대비* | *24.8* | *26.4* | *25.3* | *26.0* | *23.5* | *28.6* | *26.7* | *23.7* | *24.0* | *28.2* | *23.1* | *24.0* | *25.6* | *25.5* | *24.7* |
| 커미션수수료 | 27.1 | 24.1 | 27.1 | 28.4 | 29.3 | 24.4 | 24.9 | 29.9 | 29.5 | 25.3 | 27.4 | 31.0 | 106.8 | 108.6 | 113.2 |
| *%매출액 대비* | *42.1* | *42.1* | *43.4* | *43.6* | *41.2* | *41.2* | *43.2* | *43.7* | *40.2* | *39.7* | *38.9* | *42.5* | *42.8* | *42.3* | *40.4* |
| 광고비 | 3.7 | 4.0 | 4.4 | 7.9 | 7.0 | 5.7 | 5.6 | 6.0 | 7.2 | 6.1 | 6.8 | 6.3 | 20.0 | 24.3 | 26.5 |
| *%매출액 대비* | *5.7* | *7.0* | *7.1* | *12.1* | *9.8* | *9.7* | *9.7* | *8.7* | *9.8* | *9.7* | *9.7* | *8.7* | *8.0* | *9.5* | *9.5* |
| **영업이익** | **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* |
| *영업이익률(%)* | *18.3* | *13.7* | *14.1* | *6.8* | *14.8* | *7.8* | *6.3* | *10.5* | *12.6* | *8.7* | *14.0* | *11.5* | *13.2* | *10.1* | *11.8* |
| **Keyassumptions** | | | | | | | | | | | | | | | |
| 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* |
| 패키지송객(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* |
| 항공권송객(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* |

자료: 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

표3 모두투어 분기 및 연간실적 추정 (IFRS연결)

| (십억원) | *1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | *1Q18 | 2Q18 | 3Q18P | 4Q18E | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **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 |

주: *17년도 1분기 및 18년도 1분기 구 회계 기준, 이외는 IFRS15 기준. 자료: 모두투어, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

**표4 모두투어 3Q18 실적 Review**

| (십억원) | 3Q18P | 3Q17 | (% YoY) | 2Q18 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) | 당사예상치 | (% diff.) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 97.3 | 72.7 | 33.8 | 83.4 | 16.7 | 84.7 | 14.9 | 83.3 | 16.8 |
| 영업이익 | 2.5 | 8.1 | -69.0 | 4.0 | -37.3 | 3.0 | -16.3 | 3.6 | -30.3 |
| 세전이익 | 2.6 | 8.5 | -69.4 | 3.9 | -33.3 | 4.9 | -46.9 | 3.9 | -33.3 |
| 순이익 | 1.2 | 5.9 | -79.2 | 2.6 | -52.7 | 3.0 | -59.0 | 2.7 | -54.4 |

주: IFRS15 기준. 자료: 모두투어, WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

**표5 여행업 Global Peer table: 글로벌 패키지 업체들의 밸류에이션은 13배 안팎**

| | | 패키지 | | | | FIT | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 한국 | | 일본 | 독일 | 중국 | 미국 | |
| | | 하나투어 | 모두투어 | H.I.S | Tui | Ctrip | Expedia | Booking Holdings |
| 매출액 (십억원, 백만 달러) | 2017 | 682 | 291 | 5,411 | 20,477 | 3,967 | 10,060 | 12,681 |
| | 2018E | 819 | 396 | 6,548 | 22,029 | 4,469 | 11,214 | 14,389 |
| | 2019E | 923 | 431 | 7,089 | 22,851 | 5,536 | 12,407 | 15,983 |
| 영업이익 (십억원, 백만 달러) | 2017 | 41 | 32 | 142 | 833 | 434 | 625 | 4,538 |
| | 2018E | 31 | 22 | 163 | 1,318 | 729 | 1,225 | 5,534 |
| | 2019E | 40 | 30 | 186 | 1,498 | 1,046 | 1,447 | 6,160 |
| EBITDA (십억원, 백만 달러) | 2017 | 61 | 35 | 209 | 1,405 | 564 | 1,515 | 4,901 |
| | 2018E | 61 | 24 | 236 | 1,872 | 767 | 1,905 | 5,730 |
| | 2019E | 65 | 33 | 271 | 1,940 | 1,057 | 2,156 | 6,383 |
| 순이익 (십억원, 백만 달러) | 2017 | 13 | 24 | 118 | 712 | 317 | 378 | 2,341 |
| | 2018E | 22 | 16 | 93 | 777 | 785 | 865 | 4,346 |
| | 2019E | 26 | 24 | 111 | 907 | 959 | 1,018 | 4,824 |
| EPS (천원, 달러) | 2017 | 1.12 | 1.28 | 1.96 | 1.22 | 0.60 | 2.49 | 47.78 |
| | 2018E | 1.69 | 0.83 | 1.61 | 1.35 | 1.28 | 5.59 | 89.93 |
| | 2019E | 1.92 | 1.21 | 1.93 | 1.55 | 1.61 | 6.59 | 101.11 |
| Net Debt (십억원, 백만달러) | 2017 | (228) | (97) | (167) | (703) | (129) | 865 | (8,302) |
| | 2018E | (258) | (138) | (86) | 114 | 3,180 | 760 | (1,506) |
| | 2019E | (302) | (160) | (76) | 292 | 2,101 | (337) | (2,486) |
| PER (배) | 2017 | 92.3 | 23.8 | 17.3 | 10.6 | 75.1 | 45.9 | 23.5 |
| | 2018E | 40.4 | 30.2 | 19.2 | 12.7 | 27.3 | 22.6 | 20.9 |
| | **2019E** | **35.5** | **20.6** | **16.0** | **11.1** | **21.7** | **19.2** | **18.5** |
| PBR (배) | 2017 | 5.8 | 4.3 | 2.6 | 2.9 | 1.8 | 4.0 | 7.5 |
| | 2018E | 3.8 | 3.3 | 2.3 | 2.8 | 1.5 | 4.4 | 7.5 |
| | 2019E | 3.7 | 3.0 | 2.1 | 2.6 | 1.5 | 3.9 | 6.3 |
| EV/EBITDA (배) | 2017 | 16.4 | 14.4 | 9.8 | 6.6 | 41.0 | 13.6 | 15.5 |
| | 2018E | 9.3 | 14.9 | 9.7 | 5.5 | 24.9 | 10.9 | 14.1 |
| | 2019E | 8.1 | 10.3 | 8.5 | 5.3 | 18.1 | 9.6 | 12.7 |
| ROE (%) | 2017 | 6.6 | 20.3 | 16.0 | 23.0 | 2.7 | 8.7 | 22.2 |
| | 2018E | 9.5 | 11.2 | 12.1 | 22.3 | 4.8 | 16.7 | 38.5 |
| | 2019E | 10.6 | 15.1 | 14.2 | 23.9 | 6.3 | 18.1 | 38.0 |
| ROA (%) | 2017 | 2.3 | 8.8 | 3.5 | 4.5 | 1.4 | 2.2 | 10.3 |
| | 2018E | 3.4 | 4.4 | 3.1 | N/A | 2.5 | 3.8 | 16.5 |
| | 2019E | 3.7 | 6.0 | 3.6 | N/A | 3.4 | 4.5 | 17.3 |
| Div. Yield(%) | 2017 | 1.5 | 1.5 | 0.8 | 4.3 | N/A | 1.0 | N/A |
| | 2018E | 2.2 | 1.5 | 0.9 | 4.7 | - | 0.9 | - |
| | 2019E | 2.2 | 1.9 | 1.0 | 5.2 | - | 1.0 | - |

자료: 하나투어와 모두투어는 메리츠종금증권 리서치센터 추정치, 글로벌 피어 업체는 Bloomberg 컨센서스 활용

# 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 |

## 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** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -1.2 | -1.4 | -3.0 | -3.0 | -3.0 |
| 투자자산의감소(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 | 13.3 |
| 기초현금 | 44.6 | 58.3 | 53.1 | 46.8 | 57.8 |
| 기말현금 | 58.3 | 53.1 | 46.8 | 57.8 | 71.1 |

## 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** |

## 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 | 30.2 | 20.6 | 22.7 |
| PCR | 14.5 | 16.4 | 20.0 | 14.5 | 15.0 |
| PSR | 1.5 | 2.0 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| PBR | 3.5 | 4.3 | 3.3 | 3.0 | 2.8 |
| EBITDA | 22.9 | 35.2 | 24.3 | 33.1 | 31.1 |
| EV/EBITDA | 11.8 | 14.4 | 14.9 | 10.3 | 10.3 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 16.5 | 20.3 | 11.2 | 15.1 | 12.7 |
| 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 |

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 06일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 06일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 06일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이효진)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

### 투자등급 관련사항 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

| 기업 | 향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 | |
|---|---|---|
| 추천기준일<br>직전 1 개월간<br>종가대비 4 등급 | Buy | 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상 |
| | Trading Buy | 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 |
| | Hold | 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 |
| | Sell | 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 미만 |
| **산업** | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 | |
| 추천기준일<br>시장지수대비 3 등급 | Overweight (비중확대) | |
| | Neutral (중립) | |
| | Underweight (비중축소) | |

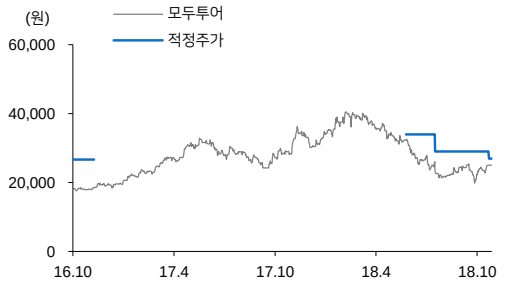
### 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|---|---|
| 매수 | 96.3% |
| 중립 | 3.8% |
| 매도 | 0.0% |

2018 년 9 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

### 모두투어 (080160) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1 년

| 추천 확정일자 | 자료 형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2016.12.02 | 기업브리프 | Buy | 40,000 | 김승철 | -20.9 | 18.4 |
| 2017.06.02 | | 1 년 경과 | | | 21.0 | 51.6 |
| 2018.06.02 | | 1 년 경과 | | | 20.2 | 21.2 |
| | | | | 담당자 변경 | | |
| 2018.06.11 | 산업분석 | Trading Buy | 34,000 | 이효진 | -20.3 | -4.6 |
| 2018.08.02 | 산업브리프 | Trading Buy | 29,000 | 이효진 | -23.8 | -20.0 |
| 2018.09.04 | 산업브리프 | Trading Buy | 29,000 | 이효진 | -21.4 | -14.5 |
| 2018.09.27 | 산업브리프 | Trading Buy | 29,000 | 이효진 | -20.8 | -12.2 |
| 2018.10.02 | 산업브리프 | Trading Buy | 29,000 | 이효진 | -20.7 | -12.2 |
| 2018.11.02 | 산업브리프 | Trading Buy | 29,000 | 이효진 | -20.5 | -12.2 |
| 2018.11.06 | 기업브리프 | Trading Buy | 27,000 | 이효진 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이