



2019년 2월 7일 | Equity Research

모두투어 (080160)

3월 발표될 예약률이 중요하다

3월부터 발표될 5~6월 예약률의 높은 회복을 기대

자회사들의 실적 추정 하향으로 2019년 EPS를 10% 하향하면서 목표주가도 27,000원(-10%)으로 하향한다. 2019년 키워드는 여행 수요 회복 및 자회사의 텁어라운드다. 가이던스 영업이익은 334억원인데, 자회사 합산으로는 1) 호텔전문학교 연결 제외(-9억원)와 2) 자유투어의 흑자전환(-36억원 → +5억원)으로 약 +30억원이다. 그러나 부진한 여행 수요가 지속되며 자유투어의 디레버리지 효과가 예상보다 커 수요 회복을 확인하는 구간이 필요할 것이다. 다만, 일본의 하락 추세(Q & P)가 멈춘다면 5~6월 기저효과(지방선거/월드컵)가 본격화되는 구간부터 점진적인 실적 개선이 예상된다. 목표주가 하락에도 불구하고 1분기를 마지막 감의 구간으로 판단하기에 수요 회복을 확인하는 즉시 매수의 관점으로 고민할 필요가 있다.

4Q Review: OPM 1.2%(-6.1%p YoY)

4분기 영업수익/영업이익은 각각 769억원(-24% YoY)/9억원(-83%)으로 컨센서스(35억원)를 하회했다. 비용 통제에도 불구하고 여행 수요 부진으로 자유투어의 적자(-22억원)가 예상보다 높았기 때문이다. 부문별 영업이익은 별도 30억원(-34%), 자회사 합산 20억원(적전) 기록했기 때문이다. 송객 수는 69만명(-1%)이었으나, 합산으로 54% 비중인 일본/동남아의 ASP 하락(각각 -13%/-5%)이 가파르게 나타나면서 ASP가 5% 하락했다. 일본의 인플루엔자 이슈로 ASP 하락 추세는 1분기까지 이어질 것으로 예상한다.

2019년 예상 영업이익은 279억원(+68% YoY)

2019년 1월 패키지 송객 수는 일본/동남아가 각각 15%/32% 역 성장하는 부진한 여행수요가 지속되며 2011년 이후 가장 부진한 -16%를 기록했다. 2~4월 예약률은 각각 +10%/-10%/+1%로, 2월이 일본 인플루엔자 영향으로 기준 20%에서 크게 하향되었다. 이를 반영해 출국자 수 가정을 +8%(기준 +9%), 송객 수는 297만명(+11% → +8%)로 하향하며, 2019년 예상 매출액/영업이익은 각각 3,990억원 (+9% YoY)/279억원(68% 증가)이다.

Update

BUY

| TP(12M): 27,000원(하향) | CP(2월 1일): 25,200원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	716.92		
52주 최고/최저(원)	40,450/19,850	383.9	420.5
시가총액(십억원)	476.3	19.2	30.3
시가총액비중(%)	0.20	15.2	24.6
발행주식수(천주)	18,900.0		
60일 평균 거래량(천주)	162.8		
60일 평균 거래대금(십억원)	4.1		
18년 배당금(예상, 원)	270		
18년 배당수익률(예상, %)	1.12		
외국인지분율(%)	28.08		
주요주주 지분율(%)			
우종웅 외 15 인	15.46		
KB자산운용	9.43		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	4.6 (3.3) (27.9)		
상대	(1.5) 6.6 (8.7)		

Stock Price	
(천원)	모두투어(작) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	237.1	290.9	367.5	399.0	434.2
영업이익	십억원	20.1	32.1	16.6	27.9	33.4
세전이익	십억원	22.9	32.9	16.5	31.2	36.8
순이익	십억원	16.8	24.2	12.0	23.2	27.2
EPS	원	887	1,279	634	1,229	1,441
증감률	%	26.5	44.2	(50.4)	93.8	17.2
PER	배	21.77	23.84	38.01	20.51	17.48
PBR	배	2.77	3.76	2.90	2.71	2.41
EV/EBITDA	배	11.82	14.44	19.04	12.00	9.44
ROE	%	16.51	20.30	8.76	15.71	16.22
BPS	원	6,983	8,121	8,322	9,295	10,452
DPS	원	400	450	270	300	350



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸

02-3771-7529

dageyompark@hanafn.com

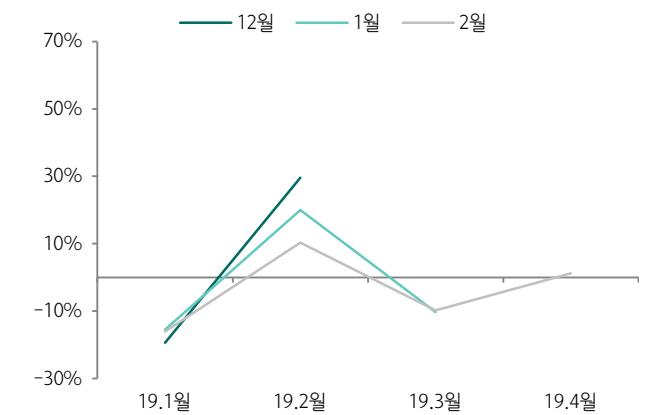
하나금융투자

표 1. 모두투어 목표주가 하향

지배주주순이익('19년)	23.2	십억원
주식 수	18,900	천주
EPS	1,229	원
목표 P/E	21.6	배
목표 주가	26,540	원
현재 주가	27,000	원
상승 여력	25,200	원
	7%	%

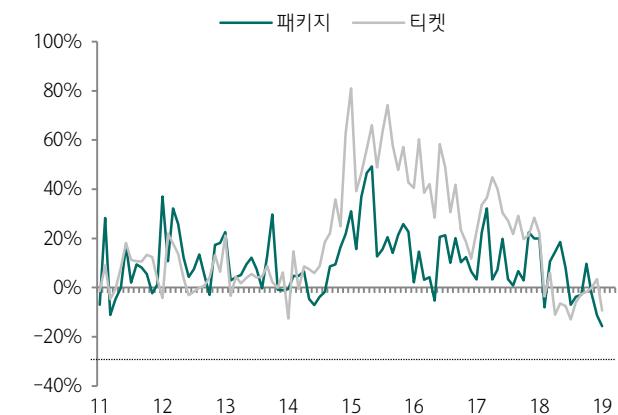
자료: 하나금융투자

그림 1. 모두투어 예약률 추이



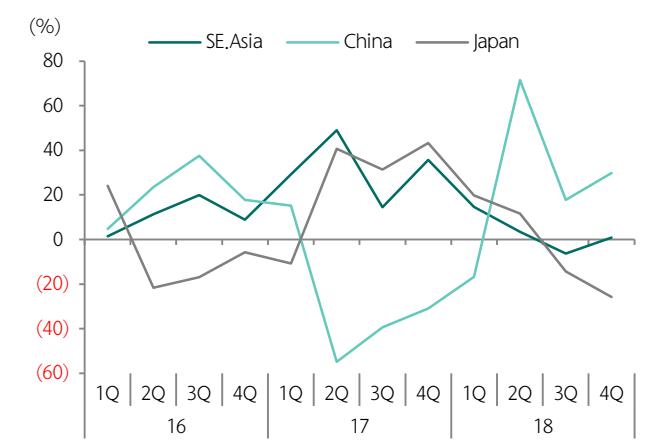
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 2. 모두투어 패키지/티켓 성장률



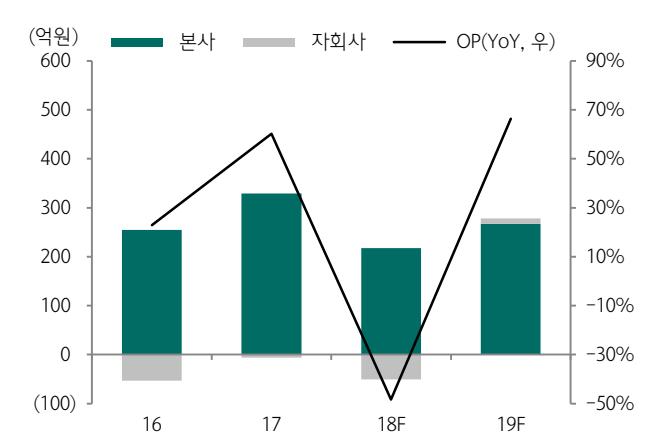
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 3. 모두투어 동남아/중국/일본 송객 수 증가율



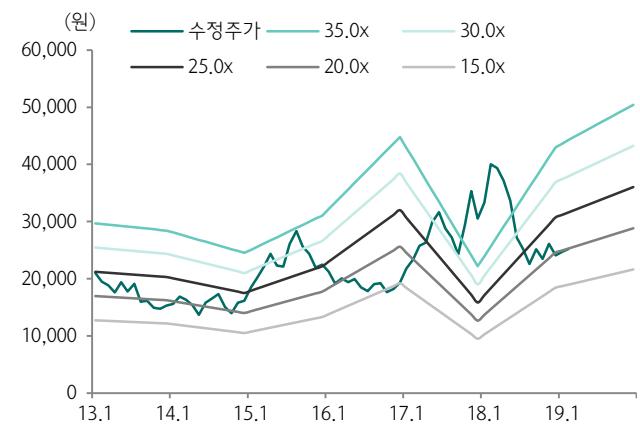
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 4. 모두투어 부문별 영업이익 – '19년 자회사 첫 텐어라운드 기대



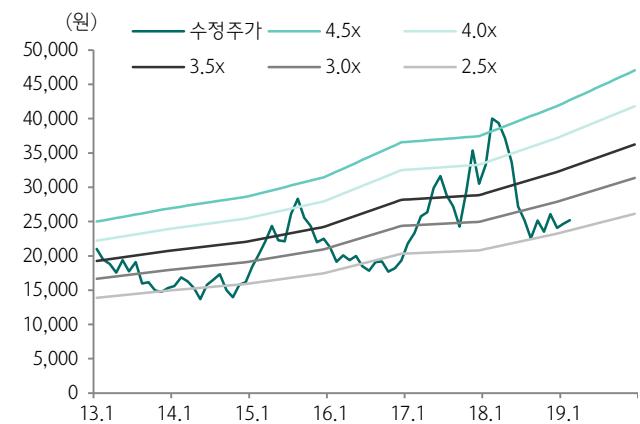
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 5. 모두투어 12MF P/E 차트



자료: 하나금융투자

그림 6. 모두투어 12MF P/B 차트



자료: 하나금융투자

표 2. 모두투어 주요 가정

(단위: 천명, 천원)

	17	18P	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P
출국자수	24,837	26,928	29,082	6,114	5,713	6,572	6,438	6,997	6,453	6,791	6,687
모두투어 송객 수	2,733	2,761	2,970	709	630	695	698	764	650	654	693
패키지	1,503	1,555	1,682	420	332	352	399	450	377	336	392
항공권(FIT)	1,230	1,206	1,288	289	299	343	298	314	274	318	300
YoY											
출국자수	19%	8%	8%	18%	22%	16%	21%	14%	13%	3%	4%
모두투어 송객 수	19%	1%	8%	23%	21%	13%	18%	8%	3%	-6%	-1%
패키지	12%	3%	8%	18%	10%	3%	15%	7%	14%	-5%	-2%
항공권(FIT)	29%	-2%	7%	30%	38%	26%	23%	8%	-8%	-7%	1%
모두투어 M/S	11%	10%	10%	12%	11%	11%	11%	11%	10%	10%	10%
ASP											
패키지	899	874	865	872	920	939	877	872	862	936	833
항공권(FIT)	500	511	506	494	474	520	510	507	480	558	494
YoY											
패키지	6%	-3%	-1%	2%	9%	5%	11%	0%	-6%	0%	-5%
항공권(FIT)	-1%	2%	-1%	-6%	-2%	-4%	8%	3%	1%	7%	-3%

자료: 모두투어, 하나금융투자

표 3. 모두투어 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	17	18P	19F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P
수탁금	1,967	1,975	2,106	509	447	509	502	551	456	492	475
여행알선	1,352	1,358	1,455	366	305	330	350	392	325	315	327
항공권대매	615	616	652	143	142	178	152	159	131	177	148
매출 전환율	15%	19%	19%	15%	15%	14%	15%	20%	18%	20%	16%
영업수익	291	367	399	74	67	73	77	110	83	97	77
본사	249	311	338	64	57	62	65	94	70	82	64
국내 자회사	44	62	68	10	11	11	13	17	15	16	14
영업이익	32	17	28	11.0	7.3	8.1	5.6	9.1	4.0	2.5	0.9
OPM	11%	5%	7%	15%	11%	11%	7%	8%	5%	3%	1%
당기순이익	24	12	23	8	6	6	4	8	3	1	-2

자료: 모두투어, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	237.1	290.9	367.5	399.0	434.2
매출원가	11.2	10.9	87.0	92.6	100.0
매출총이익	225.9	280.0	280.5	306.4	334.2
판관비	205.8	247.9	263.9	278.5	300.8
영업이익	20.1	32.1	16.6	27.9	33.4
금융순익	1.2	0.7	1.0	1.6	1.2
종속/관계기업손익	2.2	3.0	2.4	2.5	2.6
기타영업외손익	(0.6)	(2.9)	(3.5)	(0.7)	(0.5)
세전이익	22.9	32.9	16.5	31.2	36.8
법인세	7.0	8.7	4.6	8.1	9.6
계속사업이익	15.9	24.2	11.9	23.1	27.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	15.9	24.2	11.9	23.1	27.2
비지배주주지분 순이익	(0.9)	0.0	(0.1)	(0.1)	0.0
지배주주순이익	16.8	24.2	12.0	23.2	27.2
지배주주지분포괄이익	16.5	23.9	11.9	23.1	27.2
NOPAT	14.0	23.6	11.9	20.6	24.7
EBITDA	22.9	35.2	19.5	30.8	36.4
성장성(%)					
매출액증가율	16.1	22.7	26.3	8.6	8.8
NOPAT증가율	18.6	68.6	(49.6)	73.1	19.9
EBITDA증가율	17.4	53.7	(44.6)	57.9	18.2
영업이익증가율	21.8	59.7	(48.3)	68.1	19.7
(지배주주)순익증가율	27.3	44.0	(50.4)	93.3	17.2
EPS증가율	26.5	44.2	(50.4)	93.8	17.2
수익성(%)					
매출총이익률	95.3	96.3	76.3	76.8	77.0
EBITDA이익률	9.7	12.1	5.3	7.7	8.4
영업이익률	8.5	11.0	4.5	7.0	7.7
계속사업이익률	6.7	8.3	3.2	5.8	6.3

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	887	1,279	634	1,229	1,441
BPS	6,983	8,121	8,322	9,295	10,452
CFPS	1,329	1,859	964	1,713	2,026
EBITDAPS	1,214	1,860	1,033	1,631	1,924
SPS	12,544	15,394	19,442	21,112	22,975
DPS	400	450	270	300	350
주가지표(배)					
PER	21.8	23.8	38.0	20.5	17.5
PBR	2.8	3.8	2.9	2.7	2.4
PCFR	14.5	16.4	25.0	14.7	12.4
EV/EBITDA	11.8	14.4	19.0	12.0	9.4
PSR	1.5	2.0	1.2	1.2	1.1
재무비율(%)					
ROE	16.5	20.3	8.8	15.7	16.2
ROA	8.5	8.8	3.4	6.0	6.4
ROIC	(167.1)	(120.9)	(35.1)	(46.5)	(48.8)
부채비율	104.9	107.5	124.3	119.3	114.0
순부채비율	(90.6)	(59.6)	(67.1)	(72.6)	(77.8)
이자보상배율(배)	46.2	66.1	23.7	44.3	58.9

자료: 하나금융투자

대차대조표

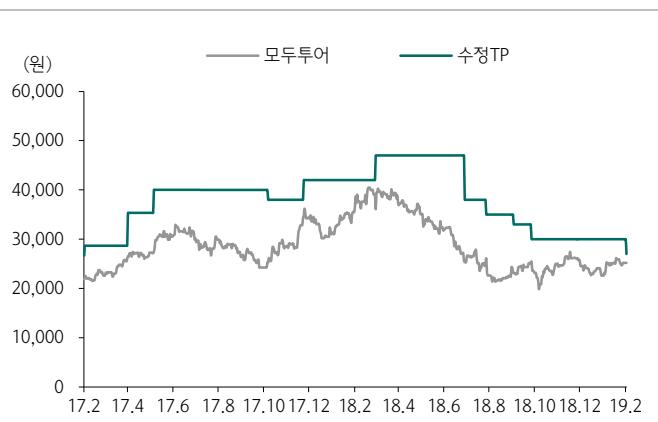
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	151.1	208.7	239.5	269.0	303.4
금융자산	100.3	144.6	158.5	181.0	207.7
현금성자산	58.3	53.1	43.1	55.6	71.2
매출채권 등	38.8	45.1	57.0	61.8	67.3
재고자산	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
기타유동자산	11.9	18.9	23.8	26.0	28.2
비유동자산	59.2	129.5	134.4	136.8	139.3
투자자산	21.7	16.5	20.8	22.6	24.6
금융자산	0.9	8.5	10.7	11.6	12.7
유형자산	21.9	22.5	23.4	24.2	24.9
무형자산	5.6	2.6	2.2	2.0	1.8
기타비유동자산	10.0	87.9	88.0	88.0	88.0
자산총계	210.4	338.2	373.9	405.7	442.7
유동부채	103.1	141.8	173.4	186.8	201.8
금융부채	3.2	15.3	14.5	14.5	14.5
매입채무 등	58.8	66.6	84.1	91.4	99.4
기타유동부채	41.1	59.9	74.8	80.9	87.9
비유동부채	4.6	33.4	33.8	33.9	34.0
금융부채	4.2	32.2	32.2	32.2	32.2
기타비유동부채	0.4	1.2	1.6	1.7	1.8
부채총계	107.7	175.2	207.2	220.7	235.8
지배주주지분	103.5	134.8	138.6	157.0	178.9
자본금	6.3	9.5	9.5	9.5	9.5
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	118.7	137.1	158.9
비지배주주지분	(0.8)	28.2	28.1	28.0	28.0
자본총계	102.7	163.0	166.7	185.0	206.9
순금융부채	(93.0)	(97.1)	(111.8)	(134.3)	(161.0)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	31.7	38.2	30.7	32.6	37.5
당기순이익	15.9	24.2	11.9	23.1	27.2
조정	4.2	1.7	2.9	2.9	3.0
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)	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	11.6	12.3	15.9	6.6	7.3
투자활동 현금흐름	(6.1)	(53.8)	(31.9)	(15.2)	(16.6)
투자자산감소(증가)	19.2	5.2	(4.3)	(1.8)	(2.0)
유형자산감소(증가)	(1.1)	(1.3)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
기타	(24.2)	(57.7)	(24.1)	(9.9)	(11.1)
재무활동 현금흐름	(11.9)	11.3	(9.0)	(4.8)	(5.4)
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)	(4.8)	(5.4)
현금의 증감	13.7	(5.2)	(10.1)	12.6	15.6
Unlevered CFO	25.1	35.1	18.2	32.4	38.3
Free Cash Flow	30.5	36.8	27.2	29.1	34.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

모두투어



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.2.7	BUY	27,000		
18.10.2	BUY	30,000	-18.75%	-8.50%
18.9.8	BUY	33,000	-26.97%	-23.79%
18.8.2	BUY	35,000	-36.21%	-30.43%
18.7.4	BUY	38,000	-32.24%	-26.58%
18.3.6	BUY	47,000	-26.08%	-14.26%
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%
16.11.22	BUY	26,681	-27.20%	-18.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	94.1%	5.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 02월 06일

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 2019년 02월 07일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 02월 07일 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.