2019년 5월 7일 I Equity Research

모두투어 (080160)

업황이 더 나빠질 수 없음을 확인

목표주가 상향

2020년 EPS를 약 10% 상향하면서 목표주가도 29,000원(+7%)으로 상향한다. 1분기 1) 비용 통제와 2) 자회사들의 개선을 통해 업황의 실적 서프라이즈를 확인했다. 2분기 전망이 여전히 낙관적이진 않지만, 1년 넘게 이어져온 실적의 하향 조정이 거의 마무리되고 있는 것이다. 하반기에는 일본의 회복뿐만 아니라 중국 노선의 성장도 기대할 수 있는 만큼 현 주가에서는 추가적인 하락 가능성은 매우 제한적으로 판단한다. 추세적으로 상승하고 하락하는 여행주들의 특징을 감안할 때 EPS 하향이 마무리된 지금은 꾸준한 비중확대를 추천한다.

1Q Review: OPM 9.9%(+1.6%p YoY)

1분기 영업수익/영업이익은 각각 923억원(-16% YoY)/91억원(0%)으로 컨센서스(73억원)를 크게 상회했다. 하나투어와 마찬가지로 전년 대비 업황에 대한 기대감이 매우 낮아 하드블락 매출의 효율화가 매출 감소로 이어졌으나 1) 인건비 및 광고 등 비용 통제 2) 양호한 중국 노선 성장(+13%)으로 관련 비중이 높은 자유투어의 깜짝 흑자전환이 서프라이즈로 나타났다. 1분기 패키지 송객 수는 42만명(-6.5%)이며, 일본이 28% 하락하면서 ASP는 2% 하락에 그쳤다.

중국 노선이 의외의 실적 변수가 될 수도

5월 2일 중국 노선에 대한 운수권을 배분했다. 운항횟수는 31% 증가하며 상당부분 저가항공사(기존 비중 10.5% → 28.1%)로 할당되었다. 특히, 인천(신규 노선 중 77회)뿐만 아니라 지방(62회) 출발 노선이 많아진 것이 특징이다. 모두투어는 경쟁사 대비 중국 노선 비중이 19%(하나투어 12%)로 높고 자유투어 역시 중국 비중이 높다. 일본 대비 관광 인프라가 약해 중국은 패키지를 선호하는 지역이기에 빠르면 하반기부터 실적에 유의미하게 반영될 수도 있다.

Update

BUY

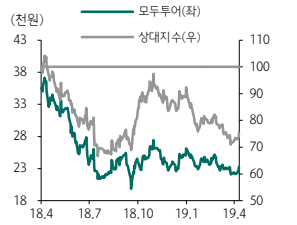
I TP(12M): 29,000원(상향) I CP(5월 3일): 23,300원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	761.82
52주 최고/최저(원)	36,550/19,850
시가총액(십억원)	440.4
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	18,900.0
60일 평균 거래량(천주)	181.1
60일 평균 거래대금(십억원)	4.3
19년 배당금(예상,원)	300
19년 배당수익률(예상,%)	1.29
외국인지분율(%)	24.71
주요주주 지분율(%)	
우종웅 외 14 인	15.21
KB자산운용	6.34

주가상승률	1M	6M	12M
절대	0.9	(6.6)	(36.3)
상대	(0.8)	(15.3)	(27.5)

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	388.7	418.4
영업이익(십억원)	25.8	32.0
순이익(십억원)	19.7	24.7
EPS(원)	1,060	1,329
BPS(원)	8,322	9,286

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	372.1	365.0	373.4	405.4	437.5
영업이익	십억원	33.9	16.6	26.6	33.2	38.5
세전이익	십억원	34.7	15.8	29.7	37.0	42.9
순이익	십억원	24.9	12.6	22.1	27.5	32.0
EPS	원	1,316	664	1,170	1,457	1,695
증감률	%	48.4	(49.5)	76.2	24.5	16.3
PER	배	23.17	36.29	19.92	15.99	13.74
PBR	배	3.72	2.87	2.52	2.24	1.98
EV/EBITDA	배	13.73	18.28	11.04	8.35	6.58
ROE	%	20.76	9.31	15.65	17.19	17.41
BPS	원	8,196	8,402	9,240	10,409	11,759
DPS	원	450	350	300	350	500

Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com

하나금융투자

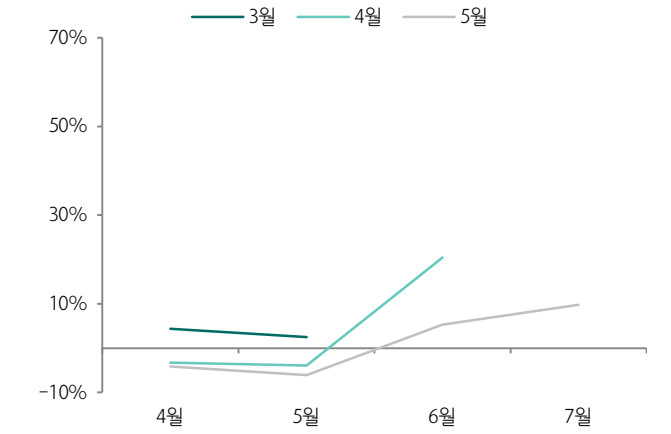
Analyst 이기훈 02-3771-7722

표 1. 모두투어 목표주가 상향

지배주주순이익('20년)	28	십억원
주식 수	18,900	천주
EPS	1,457	원
목표 P/E	20.1	배
목표 주가	29,000	원
현재 주가	23,300	원
상승 여력	24	%

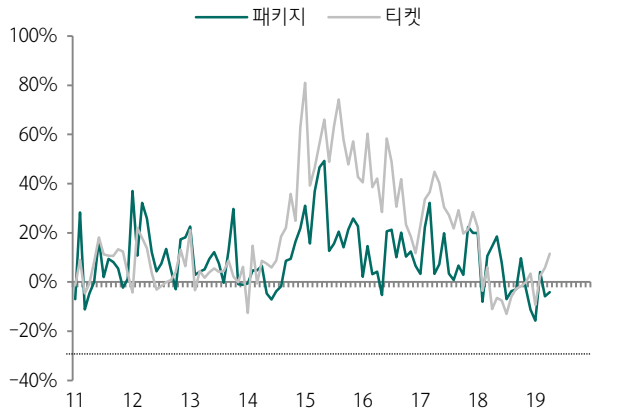
자료: 하나금융투자

그림 1. 모두투어 예약률 추이



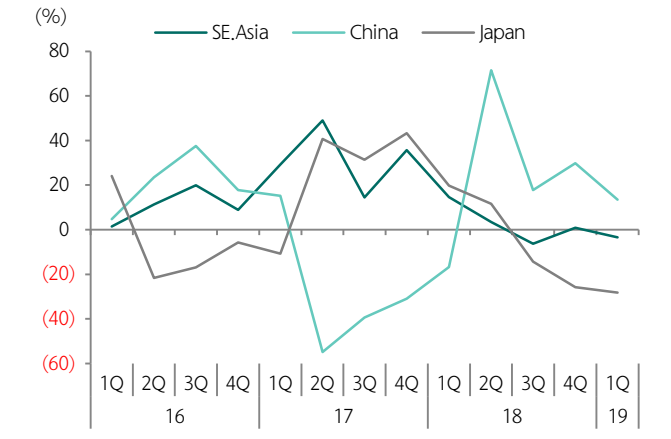
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 2. 모두투어 패키지/티켓 성장률



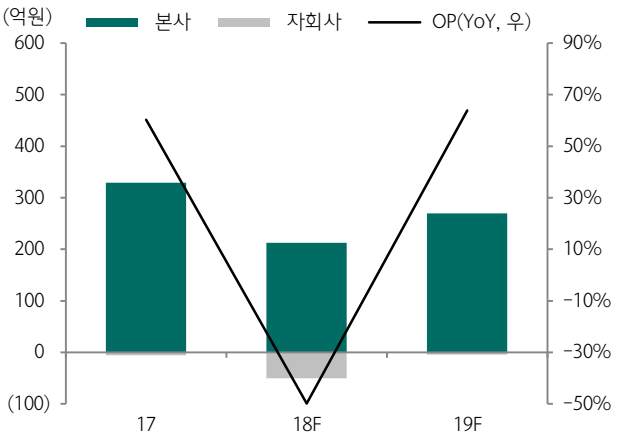
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 3. 모두투어 동남아/중국/일본 송객 수 증가율



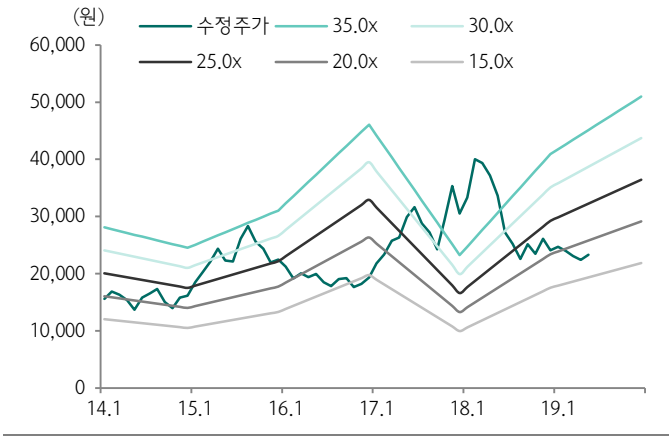
자료: 모두투어, 하나금융투자

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



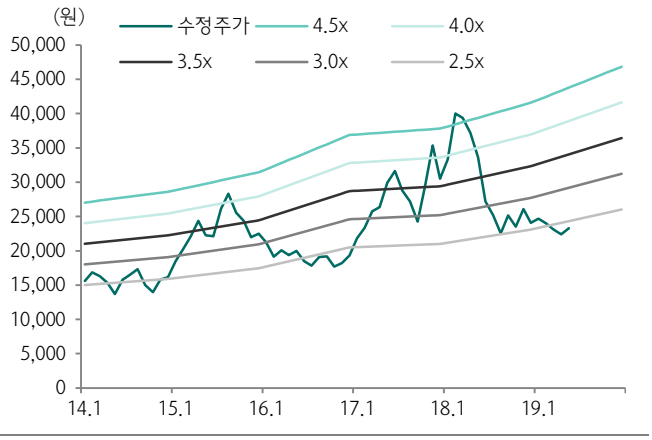
자료: 모두투어, 하나금융투자

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)

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F
출국자수	26,928	28,743	31,330	6,997	6,453	6,791	6,687	7,409	6,711	7,334	7,289
모두투어 송객 수	2,761	2,904	3,203	764	650	654	693	730	656	750	767
패키지	1,555	1,631	1,784	450	377	336	392	420	378	392	440
항공권(FIT)	1,206	1,273	1,419	314	274	318	300	310	278	358	327
YoY											
출국자수	8%	7%	9%	14%	13%	3%	4%	6%	4%	8%	9%
모두투어 송객 수	1%	5%	10%	8%	3%	-6%	-1%	-4%	1%	15%	11%
패키지	3%	5%	9%	7%	14%	-5%	-2%	-7%	0%	17%	12%
항공권(FIT)	-2%	6%	11%	8%	-8%	-7%	1%	-1%	2%	13%	9%
모두투어 M/S	10%	10%	10%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	11%
ASP											
패키지	874	856	839	872	862	936	833	856	854	908	812
항공권(FIT)	500	511	503	507	480	558	494	501	485	536	486
YoY											
패키지	-3%	-2%	-2%	0%	-6%	0%	-5%	-2%	-1%	-3%	-3%
항공권(FIT)	2%	-2%	-3%	3%	1%	7%	-3%	-1%	1%	-4%	-2%

자료: 모두투어, 하나금융투자

표 3. 모두투어 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F
수탁금	1,975	2,037	2,190	551	456	492	475	515	458	548	516
여행알선	1,358	1,396	1,497	392	325	315	327	360	323	356	357
항공권대매	616	641	693	159	131	177	148	155	135	192	159
매출 전환율	18%	18%	19%	20%	18%	20%	16%	18%	18%	20%	17%
영업수익	365	373	405	110	83	97	74	92	83	109	89
본사	311	315	341	94	70	82	64	78	70	92	75
국내 자회사	62	67	75	17	15	16	14	16	14	19	18
영업이익	17	27	33	9	4	3	1	9	4	8	6
OPM	5%	7%	8%	8%	5%	3%	1%	10%	5%	7%	7%
당기순이익	13	22	27	8	3	1	2	8	4	6	3

자료: 모두투어, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**372.1**	**365.0**	**373.4**	**405.4**	**437.5**
매출원가	94.5	87.0	84.5	91.3	98.8
매출총이익	277.6	278.0	288.9	314.1	338.7
판관비	243.7	261.4	262.2	280.9	300.3
영업이익	**33.9**	**16.6**	**26.6**	**33.2**	**38.5**
금융손익	0.7	1.0	1.7	2.2	2.6
종속/관계기업손익	3.0	0.1	0.1	0.1	(0.0)
기타영업외손익	(2.9)	(2.0)	1.2	1.5	1.8
세전이익	**34.7**	**15.8**	**29.7**	**37.0**	**42.9**
법인세	8.9	5.6	7.7	9.6	11.2
계속사업이익	25.8	10.2	22.0	27.4	31.7
중단사업이익	(1.0)	2.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**24.9**	**12.2**	**22.0**	**27.4**	**31.7**
비지배주주지분 순이익	0.0	(0.4)	(0.1)	0.0	0.0
지배주주순이익	**24.9**	**12.6**	**22.1**	**27.5**	**32.0**
지배주주지분포괄이익	24.6	12.4	22.7	28.3	32.7
NOPAT	25.3	10.7	19.7	24.6	28.5
EBITDA	37.0	20.6	30.5	36.9	42.1
성장성(%)					
매출액증가율	56.9	(1.9)	2.3	8.6	7.9
NOPAT증가율	80.7	(57.7)	84.1	24.9	15.9
EBITDA증가율	61.6	(44.3)	48.1	21.0	14.1
영업이익증가율	68.7	(51.0)	60.2	24.8	16.0
(지배주주)순익증가율	48.2	(49.4)	75.4	24.4	16.4
EPS증가율	48.4	(49.5)	76.2	24.5	16.3
수익성(%)					
매출총이익률	74.6	76.2	77.4	77.5	77.4
EBITDA이익률	9.9	5.6	8.2	9.1	9.6
영업이익률	9.1	4.5	7.1	8.2	8.8
계속사업이익률	6.9	2.8	5.9	6.8	7.2

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,316	664	1,170	1,457	1,695
BPS	8,196	8,402	9,240	10,409	11,759
CFPS	1,906	1,270	1,672	2,032	2,283
EBITDAPS	1,956	1,090	1,611	1,953	2,229
SPS	19,686	19,311	19,757	21,450	23,150
DPS	450	350	300	350	500
주가지표(배)					
PER	23.2	36.3	19.9	16.0	13.7
PBR	3.7	2.9	2.5	2.2	2.0
PCFR	16.0	19.0	13.9	11.5	10.2
EV/EBITDA	13.7	18.3	11.0	8.4	6.6
PSR	1.5	1.2	1.2	1.1	1.0
재무비율(%)					
ROE	20.8	9.3	15.7	17.2	17.4
ROA	8.9	3.7	6.6	7.9	8.4
ROIC	125.4	25.2	63.8	93.0	145.7
부채비율	113.2	107.6	86.7	82.5	77.8
순부채비율	(59.1)	(66.2)	(74.6)	(80.3)	(85.1)
이자보상배율(배)	82.0	11.9	21.2	29.4	37.8

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**221.1**	**200.6**	**204.1**	**235.9**	**271.0**
금융자산	144.6	156.2	158.6	186.6	217.7
현금성자산	53.1	57.2	57.3	76.6	99.0
매출채권 등	46.9	29.3	30.0	32.6	35.1
재고자산	25.0	10.9	11.2	12.1	13.1
기타유동자산	4.6	4.2	4.3	4.6	5.1
비유동자산	**129.5**	**134.0**	**126.3**	**127.3**	**128.4**
투자자산	16.5	21.5	14.1	15.3	16.6
금융자산	7.1	7.3	7.5	8.1	8.7
유형자산	100.2	100.6	100.5	100.5	100.5
무형자산	**2.6**	**1.1**	**0.8**	**0.6**	**0.5**
기타비유동자산	**10.2**	**10.8**	**10.9**	**10.9**	**10.8**
자산총계	**350.6**	**334.6**	**330.4**	**363.2**	**399.3**
유동부채	**152.7**	**146.6**	**126.7**	**137.3**	**147.9**
금융부채	15.3	23.3	0.5	0.5	0.5
매입채무 등	77.2	59.6	60.9	66.2	71.4
기타유동부채	60.2	63.7	65.3	70.6	76.0
비유동부채	**33.4**	**26.8**	**26.8**	**26.8**	**26.9**
금융부채	**32.2**	**26.2**	**26.2**	**26.2**	**26.2**
기타비유동부채	1.2	0.6	0.6	0.6	0.7
부채총계	**186.2**	**173.4**	**153.4**	**164.1**	**174.8**
지배주주지분	**136.2**	**133.4**	**149.2**	**171.3**	**196.7**
자본금	**9.5**	**9.5**	**9.5**	**9.5**	**9.5**
자본잉여금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
자본조정	(18.7)	(25.4)	(25.4)	(25.4)	(25.4)
기타포괄이익누계액	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	116.3	120.3	136.1	158.2	183.7
비지배주주지분	**28.2**	**27.8**	**27.7**	**27.7**	**27.8**
자본총계	**164.4**	**161.2**	**176.9**	**199.0**	**224.5**
순금융부채	(97.1)	(106.8)	(132.0)	(159.9)	(191.0)

현금흐름표

(단위: 십억원)

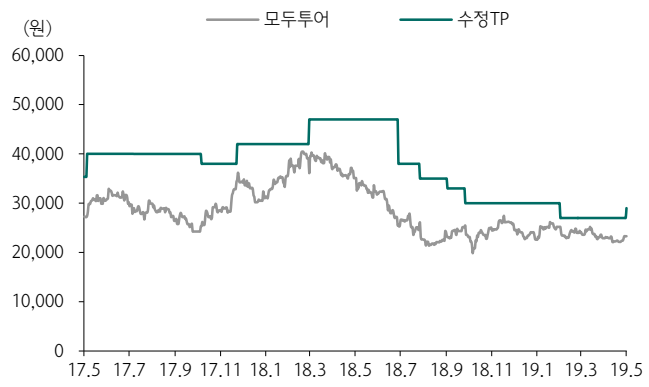
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**38.2**	**34.4**	**27.6**	**37.9**	**42.2**
당기순이익	24.9	12.2	22.0	27.4	31.7
조정	1.9	4.0	3.8	3.7	3.7
감가상각비	3.0	4.0	3.8	3.7	3.6
외환거래손익	2.3	(1.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(3.0)	(3.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(0.4)	4.6	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	11.4	18.2	1.8	6.8	6.8
투자활동 현금흐름	**(53.8)**	**(18.2)**	**1.6**	**(13.4)**	**(13.4)**
투자자산감소(증가)	5.2	(5.0)	7.3	(1.2)	(1.2)
유형자산감소(증가)	(3.5)	(2.8)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
기타	(55.5)	(10.4)	(2.2)	(8.7)	(8.7)
재무활동 현금흐름	**11.3**	**(12.8)**	**(29.0)**	**(5.3)**	**(6.2)**
금융부채증가(감소)	40.1	2.0	(22.8)	0.0	0.0
자본증가(감소)	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(26.4)	(6.3)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(6.9)	(8.5)	(6.3)	(5.3)	(6.2)
현금의 증감	**(5.2)**	**4.0**	**0.1**	**19.2**	**22.5**
Unlevered CFO	36.0	24.0	31.6	38.4	43.2
Free Cash Flow	34.6	31.5	24.1	34.4	38.7

자료: 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

모두투어



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.7	BUY	29,000		
19.2.7	BUY	27,000	-13.12%	-6.67%
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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 5월 7일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 05월 07일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 05월 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.