



하나금융그룹

2019년 7월 2일 | Equity Research

모두투어 (080160)

예약률 반등 확인 전까지는 횡보가 길어질 듯

목표주가 하향

2020년 EPS를 약 16% 하향하면서 목표주가도 24,500원(-15%)으로 하향한다. 1분기 1) 비용 통제와 2) 자회사들의 개선으로 실적 서프라이즈를 시현했지만, 부진한 업황이 지속되면서 할인 판매에 따른 ASP 하락으로 실적 눈높이가 재차 하향 조정되었다. 3분기 예약률마저 높은 기저효과에도 불구하고 역 성장이 예상된다. 다만, 예약률 반등의 핵심인 일본 지역에서 추가적으로 하향되지 않고 있다는 점에서 추후 반등의 실마리를 지켜볼 필요는 있다.

2Q Preview: OPM 1.2%(-3.6%p YoY)

2분기 영업수익/영업이익은 각각 765억원(-8% YoY)/9억원(-77%)으로 컨센서스(52억원)를 하회할 것으로 예상한다. 2분기 패키지 송객 수는 37만명(-2%)으로 4개 분기 연속 감소하고 있는데, 지역별로는 중국/유럽이 각각 12%/7% 증가했으나 일본이 28% 감소했다. 전반적인 수요 부진으로 할인 판매가 늘어나면서 ASP는 5% 하락한 것으로 추정된다. 매출 부진에도 인건비 상승요인(복리후생비)이 발생하면서 디레버리지가 확대된 것도 다소 아쉽다. 자회사에서는 자유투어와 스테이가 소폭 개선되나 합산으로는 전년과 비슷한 6억원 내외의 적자가 예상된다.

여전히 아쉬운 예약률

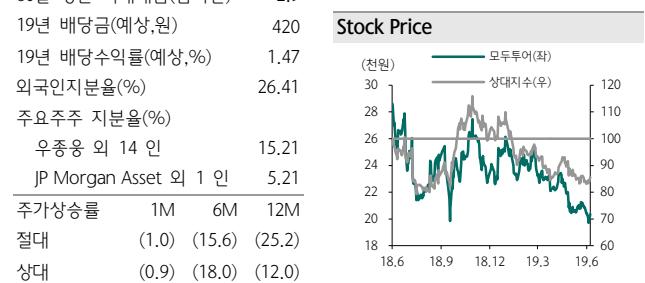
작년 3분기 패키지 송객 수 성장률은 -4.6%로 기저효과가 충분함에도 7~9월 예약률은 +1.2%/-14.1%/+1.3%로 여전히 아쉬운 수준이다. 특히 원/엔 환율이 부정적으로 작용하면서 일본의 수요 반등이 더디게 나타나고 있는 점이 가장 크다. 다만, 일본 패키지 성장률이 4월 -33%, 5월 -17%, 6월 -10%, 월간 기준으로는 2만명 내외에서 추가적으로 하향되지는 않는다는 점에서 추후 반등을 기대할만한 실마리는 여전히 있다고 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 24,500원(하향) | CP(7월 1일): 20,350원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	696.00		
52주 최고/최저(원)	27,900/19,700	373.6	407.1
시가총액(십억원)	384.6	28.1	34.0
시가총액비중(%)	0.16	22.0	27.1
발행주식수(천주)	18,900.0		
60일 평균 거래량(천주)	134.0		
60일 평균 거래대금(십억원)	2.9		
19년 배당금(예상,원)	420		
19년 배당수익률(예상,%)	1.47		
외국인지분율(%)	26.41		
주요주주 지분율(%)			
우종웅 외 14 인	15.21		
JP Morgan Asset 외 1 인	5.21		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(1.0) (15.6) (25.2)		
상대	(0.9) (18.0) (12.0)		



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	372.1	365.0	353.6	380.3	410.6
영업이익	십억원	33.9	16.6	21.0	27.2	32.0
세전이익	십억원	34.7	15.8	24.1	31.0	36.5
순이익	십억원	24.9	12.6	18.0	23.1	27.3
EPS	원	1,316	664	950	1,221	1,443
증감률	%	48.4	(49.5)	43.1	28.5	18.2
PER	배	23.17	36.29	21.42	16.66	14.11
PBR	배	3.72	2.87	2.26	2.07	1.88
EV/EBITDA	배	13.73	18.28	11.59	8.67	6.84
ROE	%	20.76	9.31	12.90	15.11	16.08
BPS	원	8,196	8,402	9,020	9,841	10,798
DPS	원	450	350	420	500	550



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸

02-3771-7529

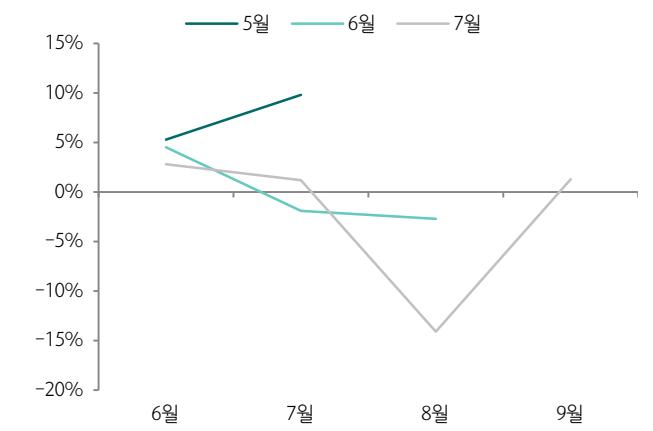
dagyeompark@hanafn.com

표 1. 모두투어 목표주가 하향

지배주주순이익('20년)	23	십억원
주식 수	18,900	천주
EPS	1,221	원
목표 P/E	20.1	배
목표 주가	24,500	원
현재 주가	20,350	원
상승 여력	20	%

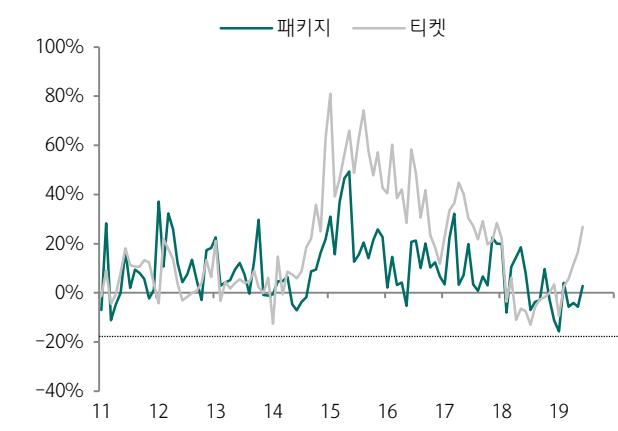
자료: 하나금융투자

그림 1. 모두투어 예약률 추이



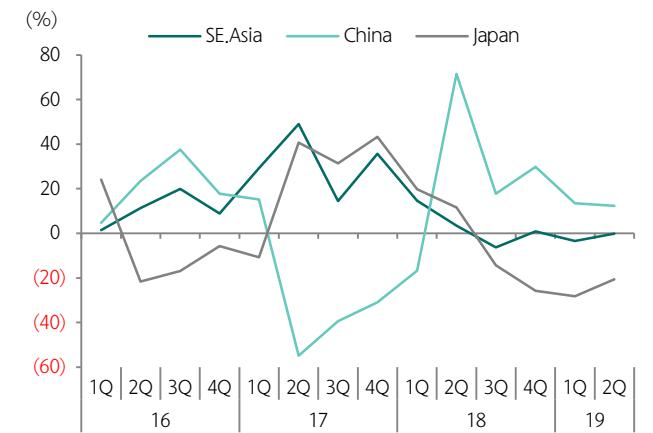
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 2. 모두투어 패키지/티켓 성장률



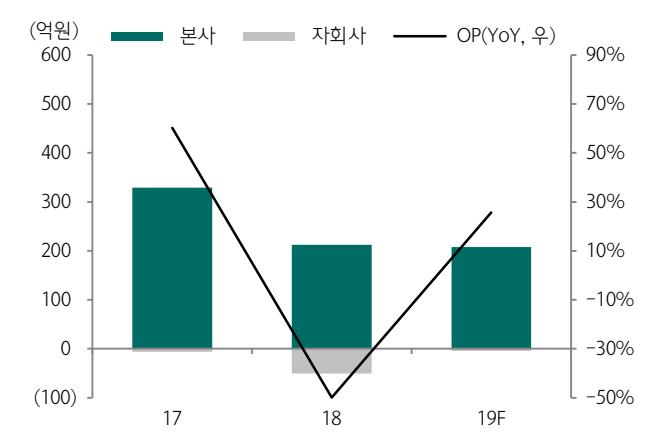
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 3. 모두투어 동남아/중국/일본 송객 수 증가율



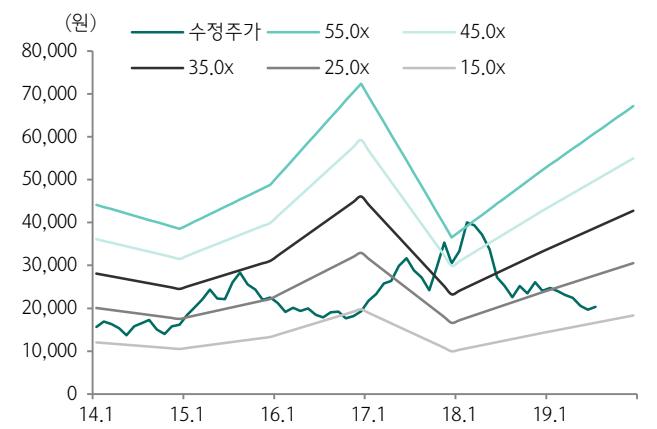
자료: 모두투어, 하나금융투자

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



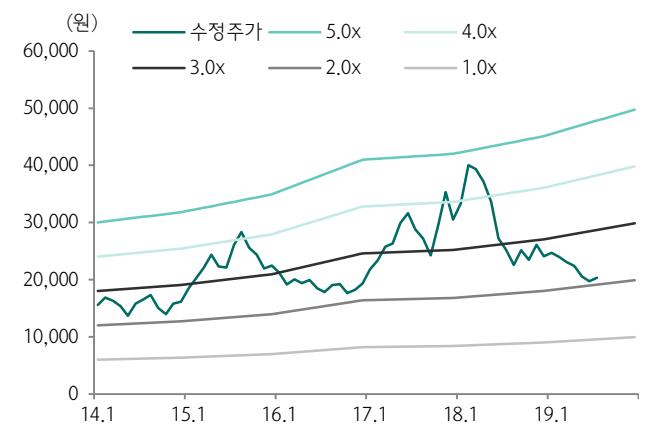
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 5. 모두투어 12MF P/E 차트



자료: 하나금융투자

그림 6. 모두투어 12MF P/B 차트



자료: 하나금융투자

표 2. 모두투어 주요 가정

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
출국자수	26,928	28,277	30,539	6,997	6,453	6,791	6,687	7,409	6,582	7,198	7,088
모두투어 송객 수	2,761	2,823	3,085	764	650	654	693	730	692	675	725
패키지	1,555	1,548	1,678	450	377	336	392	420	368	331	429
항공권(FIT)	1,206	1,275	1,407	314	274	318	300	310	325	344	296
YoY											
출국자수	8%	5%	8%	14%	13%	3%	4%	6%	2%	6%	6%
모두투어 송객 수	1%	2%	9%	8%	3%	-6%	-1%	-4%	6%	3%	5%
패키지	3%	0%	8%	7%	14%	-5%	-2%	-7%	-2%	-2%	9%
항공권(FIT)	-2%	6%	10%	8%	-8%	-7%	1%	-1%	19%	8%	-1%
모두투어 M/S	10%	10%	10%	11%	10%	10%	10%	10%	11%	9%	10%
ASP											
패키지	874	847	826	872	862	936	833	856	819	908	816
항공권(FIT)	500	511	503	507	480	558	494	501	485	536	489
YoY											
패키지	-3%	-3%	-3%	0%	-6%	0%	-5%	-2%	-5%	-3%	-2%
항공권(FIT)	2%	-2%	-3%	3%	1%	7%	-3%	-1%	1%	-4%	-1%

자료: 모두투어, 하나금융투자

표 3. 모두투어 실적 추이 및 전망

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
수탁금	1,975	1,953	2,073	551	456	492	475	515	459	485	495
여행알선	1,358	1,312	1,386	392	325	315	327	360	301	301	350
항공권대매	616	642	687	159	131	177	148	155	157	184	145
매출 전환율	18%	18%	18%	20%	18%	20%	16%	18%	17%	20%	18%
영업수익	365	354	380	110	83	97	74	92	76	97	88
본사	311	295	316	94	70	82	64	78	64	80	74
국내 자회사	62	67	75	17	15	16	14	16	14	19	18
영업이익	17	21	27	9	4	3	1	9	1	3	8
OPM	5%	6%	7%	8%	5%	3%	1%	10%	1%	3%	9%
당기순이익	13	18	23	8	3	1	2	8	2	3	5

자료: 모두투어, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	372.1	365.0	353.6	380.3	410.6
매출원가	94.5	87.0	73.9	79.8	86.4
매출총이익	277.6	278.0	279.7	300.5	324.2
판관비	243.7	261.4	258.7	273.3	292.1
영업이익	33.9	16.6	21.0	27.2	32.0
금융순익	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	24.1	31.0	36.5
법인세	8.9	5.6	6.2	8.0	9.5
계속사업이익	25.8	10.2	17.9	23.0	27.0
중단사업이익	(1.0)	2.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	24.9	12.2	17.9	23.0	27.0
비지배주주지분 순이익	0.0	(0.4)	(0.1)	0.0	0.0
지배주주순이익	24.9	12.6	18.0	23.1	27.3
지배주주지분포괄이익	24.6	12.4	18.4	23.7	27.8
NOPAT	25.3	10.7	15.6	20.1	23.7
EBITDA	37.0	20.6	24.8	30.9	35.7
성장성(%)					
매출액증가율	56.9	(1.9)	(3.1)	7.6	8.0
NOPAT증가율	80.7	(57.7)	45.8	28.8	17.9
EBITDA증가율	61.6	(44.3)	20.4	24.6	15.5
영업이익증가율	68.7	(51.0)	26.5	29.5	17.6
(지배주주)순익증가율	48.2	(49.4)	42.9	28.3	18.2
EPS증가율	48.4	(49.5)	43.1	28.5	18.2
수익성(%)					
매출총이익률	74.6	76.2	79.1	79.0	79.0
EBITDA이익률	9.9	5.6	7.0	8.1	8.7
영업이익률	9.1	4.5	5.9	7.2	7.8
계속사업이익률	6.9	2.8	5.1	6.0	6.6

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,316	664	950	1,221	1,443
BPS	8,196	8,402	9,020	9,841	10,798
CFPS	1,906	1,270	1,375	1,713	1,974
EBITDAPS	1,956	1,090	1,314	1,634	1,888
SPS	19,686	19,311	18,710	20,123	21,723
DPS	450	350	420	500	550
주가지표(배)					
PER	23.2	36.3	21.4	16.7	14.1
PBR	3.7	2.9	2.3	2.1	1.9
PCFR	16.0	19.0	14.8	11.9	10.3
EV/EBITDA	13.7	18.3	11.6	8.7	6.8
PSR	1.5	1.2	1.1	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	20.8	9.3	12.9	15.1	16.1
ROA	8.9	3.7	5.5	7.0	7.6
ROIC	125.4	25.2	47.2	64.7	94.8
부채비율	113.2	107.6	85.0	82.7	80.3
순부채비율	(59.1)	(66.2)	(72.0)	(76.9)	(81.5)
이자보상배율(배)	82.0	11.9	16.7	24.1	31.5

자료: 하나금융투자

대차대조표

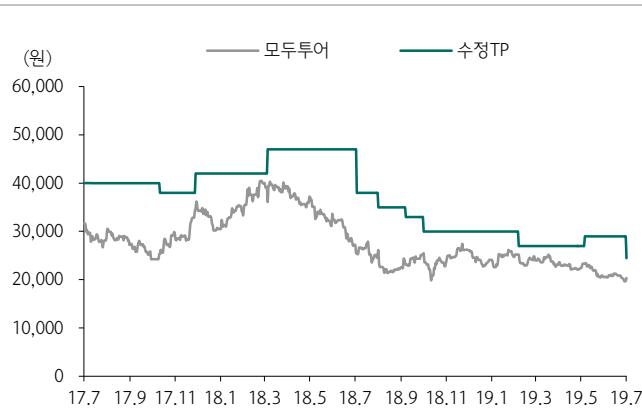
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	221.1	200.6	194.1	217.7	244.8
금융자산	144.6	156.2	151.0	171.4	194.9
현금성자산	53.1	57.2	55.1	68.2	83.5
매출채권 등	46.9	29.3	28.4	30.6	33.0
재고자산	25.0	10.9	10.6	11.4	12.3
기타유동자산	4.6	4.2	4.1	4.3	4.6
비유동자산	129.5	134.0	125.6	126.4	127.4
투자자산	16.5	21.5	13.4	14.4	15.5
금융자산	7.1	7.3	7.1	7.6	8.2
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	10.9
자산총계	350.6	334.6	319.6	344.0	372.2
유동부채	152.7	146.6	120.1	129.0	139.0
금융부채	15.3	23.3	0.5	0.5	0.5
매입채무 등	77.2	59.6	57.7	62.1	67.0
기타유동부채	60.2	63.7	61.9	66.4	71.5
비유동부채	33.4	26.8	26.7	26.8	26.8
금융부채	32.2	26.2	26.2	26.2	26.2
기타비유동부채	1.2	0.6	0.5	0.6	0.6
부채총계	186.2	173.4	146.9	155.7	165.8
지배주주지분	136.2	133.4	145.1	160.6	178.6
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	132.0	147.5	165.6
비지배주주지분	28.2	27.8	27.7	27.7	27.8
자본총계	164.4	161.2	172.8	188.3	206.4
순금융부채	(97.1)	(106.8)	(124.4)	(144.7)	(168.2)

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	38.2	34.4	19.3	32.3	37.0
당기순이익	24.9	12.2	17.9	23.0	27.0
조정	1.9	4.0	3.8	3.7	3.6
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	0.0
영업활동 자산부채 변동	11.4	18.2	(2.4)	5.6	6.4
투자활동 현금흐름	(53.8)	(18.2)	7.7	(11.8)	(12.8)
투자자산감소(증가)	5.2	(5.0)	8.1	(1.0)	(1.1)
유형자산감소(증가)	(3.5)	(2.8)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
기타	(55.5)	(10.4)	3.1	(7.3)	(8.2)
재무활동 현금흐름	11.3	(12.8)	(29.0)	(7.5)	(8.9)
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)	(7.5)	(8.9)
현금의 증감	(5.2)	4.0	(2.1)	13.1	15.3
Unlevered CFO	36.0	24.0	26.0	32.4	37.3
Free Cash Flow	34.6	31.5	15.8	28.8	33.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

모두투어



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.7.2	BUY	24,500		
19.5.7	BUY	29,000	-26.76%	-19.14%
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%

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	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 07월 01일

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