



하나금융그룹

2020년 2월 7일 | Equity Research

모두투어 (080160)

더 망할 수 없어 매수 고민 필요

목표주가 상향. 긴 호흡에서 저점을 모색해야

최근 20년을 돌이켜보면 다양한 외부 변수가 있었지만, 일본(지소미아)/중국 및 동남아(코로나 바이러스)에서 동시 다발적인 악재가 발생한 것은 거의 처음이다. 여행 수요는 반드시 이연 될 것이라는 전제 하에서는 기저 효과에 더해 하반기 10~20% 수준의 높은 수요 반등을 믿을 수 밖에 없는 상황이다. 완전한 상저하고의 흐름에서 2021년까지 이어질 높은 수요 회복의 가능성은 반영해 목표주가를 19,500원 (+8%, 2021년 EPS에 목표 P/E 18배)으로 상향한다. 1분기가 최근 10년 내 최악의 적자를 기록할 가능성이 높은 만큼 저점에서 오히려 매수의 기회를 고민할 필요가 있다.

4Q Review: OPM -2.0%(-3.3%p YoY)

4분기 영업수익/영업이익은 각각 654억원(-14% YoY)/-13억원(적전)을 기록했다. 별도 영업이익은 -11억원(적전)으로, 중국/일본이 각각 -17%/-90% 감소하면서 패키지 송객 수는 36만명(-9%)을 기록했다. 인건비/기타비용 절감을 통해 최대한 실적을 방어하고 있다. 자회사 합산 적자는 3억원으로, 리츠에서 펀드 청산에 따른 1회성 이익(약 19억원)을 제외하면 부진했다. 자유투어의 적자는 21억원을 기록했다.

예상 영업이익은 1H20 -85억원 vs. 2H20 113억원

1분기 예상 패키지 송객 수는 -41%다. 약 15~20% 비중인 중국의 관광지가 폐쇄되면서 2~3월 중국 송객 수가 -99% 수준을 기록할 것이며, 일본도 여전히 -80%에 머물러 있다. 유일한 대체재인 동남아에서도 바이러스 확진자가 꾸준히 발생하면서 향후 1~2달간 여행 수요 자체가 완전히 바닥을 찍을 것이다. 1분기 예상 영업이익은 -82억원이다.

다만, 하반기에는 일본/중국에서의 동시 다발적인 수요 회복으로 인해 10~20% 수준의 성장을 기대하고 있다. 빠르면 3분기부터 5개 분기 만에 흑자 전환이 예상되며, 추석 연휴가 포함된 4분기까지 증익이 이어질 것이다. 수요 회복에 따라 레버리지가 높은 주요 자회사인 자유투어의 흑자 전환도 기대해 볼 수 있을 것이다.

Update

BUY

| TP(12M): 19,500원(상향) | CP(2월 6일): 16,100원

Key Data

	2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	672.69	
52주 최고/최저(원)	25,200/13,950	
시가총액(십억원)	304.3	
시가총액비중(%)	0.12	
발행주식수(천주)	18,900.0	
60일 평균 거래량(천주)	165.2	
60일 평균 거래대금(십억원)	2.8	
19년 배당금(예상, 원)	420	
19년 배당수익률(예상, %)	2.31	
외국인지분율(%)	22.14	
주요주주 지분율(%)		
우종웅 외 19 인	15.16	
JP Morgan Investment Management Inc 외 2 인	10.14	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	(4.2) 8.8 (36.1)	
상대	(6.6) (10.8) (31.9)	

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	304.1	334.5
영업이익(십억원)	4.8	18.4
순이익(십억원)	5.7	15.9
EPS(원)	302	819
BPS(원)	7,385	7,954

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	372.1	365.0	297.6	281.5	329.0
영업이익	십억원	33.9	16.6	5.4	2.8	21.4
세전이익	십억원	34.7	15.8	9.8	8.0	27.4
순이익	십억원	24.9	12.6	3.4	3.1	20.6
EPS	원	1,316	664	179	162	1,091
증감률	%	48.4	(49.5)	(73.0)	(9.5)	573.5
PER	배	23.17	36.29	101.56	99.58	14.75
PBR	배	3.72	2.87	2.21	2.01	1.87
EV/EBITDA	배	13.73	18.28	30.17	37.90	9.07
ROE	%	20.76	9.31	2.57	2.38	15.65
BPS	원	8,196	8,402	8,249	8,013	8,630
DPS	원	450	350	420	500	550



Analyst 이기훈

02-3771-7722

sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸

02-3771-7529

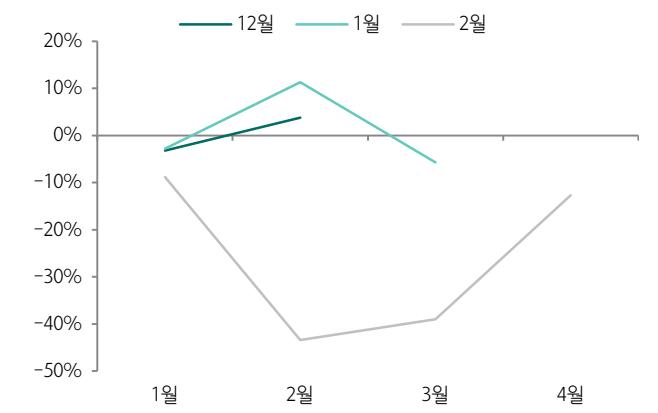
dagyeompark@hanafn.com

표 1. 모두투어 목표주가 상향

지배주주순이익('21년)	21	십억원
주식 수	18,900	천주
EPS	1,091	원
목표 P/E	18	배
목표 주가	19,500	원
현재 주가	16,100	원
상승 여력	21	%

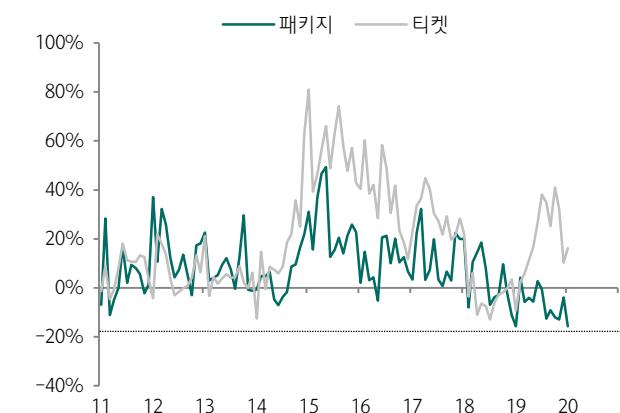
자료: 하나금융투자

그림 1. 모두투어 예약률 추이



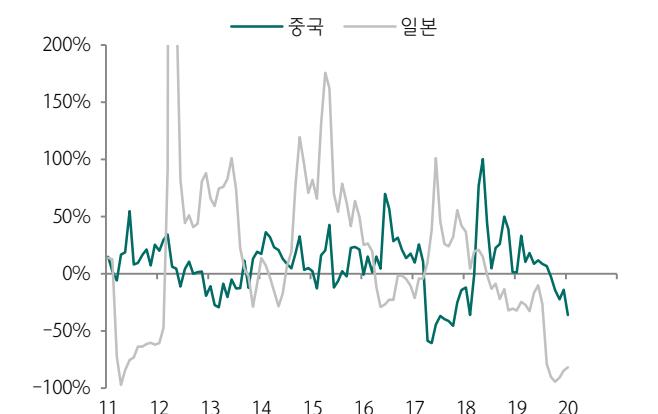
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 2. 모두투어 패키지/티켓 성장률



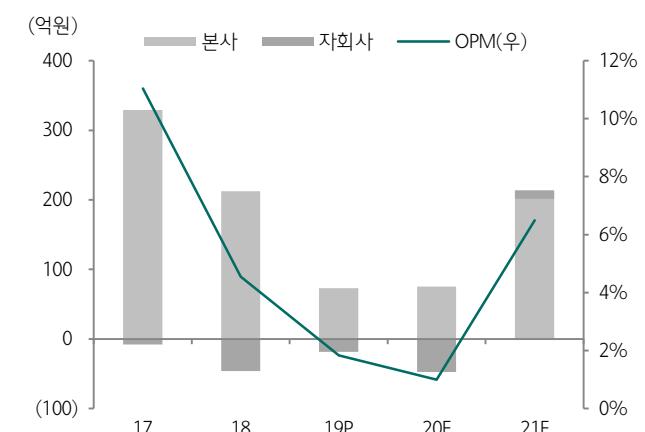
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 3. 모두투어 중국/일본 송객 수 증가율 첫 동반 하락



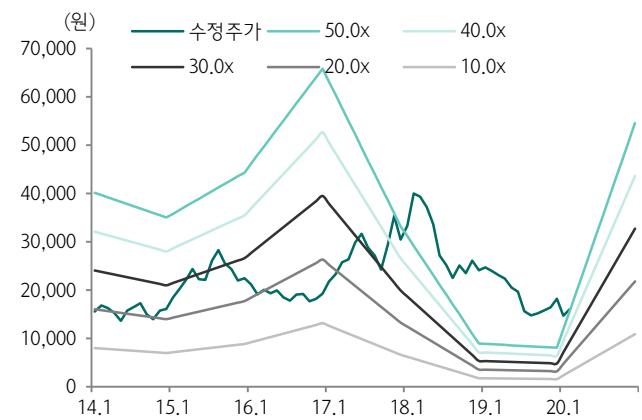
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 4. 모두투어 부문별 영업이과 영업이익률 추이



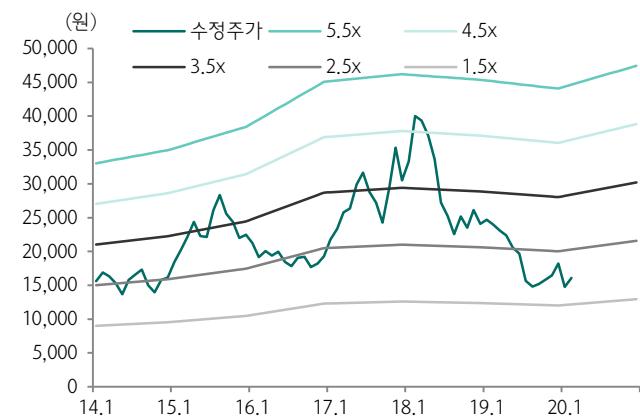
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 5. 모두투어 12MF P/E 차트



자료: 하나금융투자

그림 6. 모두투어 12MF P/B 차트



자료: 하나금융투자

표 2. 모두투어 주요 가정

	18	19P	20F	21F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
출국자수	26,928	26,947	26,813	28,153	7,409	6,687	6,666	6,186	6,594	6,553	6,766	6,900
모두투어 송객 수	2,761	2,889	2,842	3,097	730	692	732	734	538	678	783	843
패키지	1,555	1,453	1,373	1,512	420	368	311	354	248	353	343	428
항공권(FIT)	1,206	1,436	1,469	1,585	310	325	422	380	290	325	440	415
YoY												
출국자수	8%	0%	-1%	5%	6%	4%	-2%	-8%	-11%	-2%	2%	12%
모두투어 송객 수	1%	5%	-2%	9%	-4%	6%	12%	6%	-26%	-2%	7%	15%
패키지	3%	-7%	-5%	10%	-7%	-2%	-8%	-10%	-41%	-4%	10%	21%
항공권(FIT)	-2%	19%	2%	8%	-1%	19%	33%	27%	-7%	0%	4%	9%
모두투어 M/S	10%	11%	11%	11%	10%	10%	11%	12%	8%	10%	12%	12%
ASP												
패키지	874	839	847	822	856	802	902	801	959	882	857	746
항공권(FIT)	500	511	458	463	501	448	466	422	481	479	480	418
YoY												
패키지	-3%	-4%	1%	-3%	-2%	-7%	-4%	-4%	12%	10%	-5%	-7%
항공권(FIT)	2%	-7%	1%	-3%	-1%	-7%	-16%	-15%	-4%	7%	3%	-1%

자료: 모두투어, 하나금융투자

표 3. 모두투어 실적 추이 및 전망

	18	19P	20F	21F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
수탁금	1,975	1,876	1,843	1,953	515	440	477	444	377	467	505	493
여행알선	1,358	1,218	1,163	1,242	360	295	280	283	238	311	294	320
항공권대매	616	658	680	711	155	145	197	160	139	156	211	173
매출 전환율	18%	16%	15%	17%	18%	16%	15%	15%	13%	14%	15%	18%
영업수익	365	298	282	329	92	71	69	65	51	67	75	88
본사	311	243	231	274	78	57	56	51	42	57	61	71
국내 자회사	62	61	57	63	16	15	15	16	10	12	16	19
영업이익	17	5	3	21	9	0	-2	-1	-8	0	3	8
OPM	5%	2%	1%	6%	10%	0%	-3%	-2%	-16%	0%	4%	9%
당기순이익	13	3	3	21	8	-1	0	-4	-7	1	3	6

자료: 모두투어, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	372.1	365.0	297.6	281.5	329.0
매출원가	94.5	87.0	52.9	47.0	52.6
매출총이익	277.6	278.0	244.7	234.5	276.4
판관비	243.7	261.4	239.3	231.7	255.0
영업이익	33.9	16.6	5.4	2.8	21.4
금융순익	0.7	1.0	1.6	2.1	2.5
종속/관계기업손익	3.0	0.1	1.0	1.1	1.1
기타영업외손익	(2.9)	(2.0)	1.7	2.0	2.4
세전이익	34.7	15.8	9.8	8.0	27.4
법인세	8.9	5.6	6.5	5.0	6.8
계속사업이익	25.8	10.2	3.3	3.0	20.5
중단사업이익	(1.0)	2.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	24.9	12.2	3.3	3.0	20.5
비지배주주지분 순이익	0.0	(0.4)	(0.1)	0.0	0.0
지배주주순이익	24.9	12.6	3.4	3.1	20.6
지배주주지분포괄이익	24.6	12.4	3.4	3.0	21.2
NOPAT	25.3	10.7	1.8	1.0	16.0
EBITDA	37.0	20.6	9.3	6.5	25.0
성장성(%)					
매출액증가율	56.9	(1.9)	(18.5)	(5.4)	16.9
NOPAT증가율	80.7	(57.7)	(83.2)	(44.4)	1,500.0
EBITDA증가율	61.6	(44.3)	(54.9)	(30.1)	284.6
영업이익증가율	68.7	(51.0)	(67.5)	(48.1)	664.3
(지배주주)순익증가율	48.2	(49.4)	(73.0)	(8.8)	564.5
EPS증가율	48.4	(49.5)	(73.0)	(9.5)	573.5
수익성(%)					
매출총이익률	74.6	76.2	82.2	83.3	84.0
EBITDA이익률	9.9	5.6	3.1	2.3	7.6
영업이익률	9.1	4.5	1.8	1.0	6.5
계속사업이익률	6.9	2.8	1.1	1.1	6.2

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,316	664	179	162	1,091
BPS	8,196	8,402	8,249	8,013	8,630
CFPS	1,906	1,270	623	499	1,498
EBITDAPS	1,956	1,090	490	344	1,323
SPS	19,686	19,311	15,748	14,897	17,409
DPS	450	350	420	500	550
주가지표(배)					
PER	23.2	36.3	101.6	99.6	14.8
PBR	3.7	2.9	2.2	2.0	1.9
PCFR	16.0	19.0	29.2	32.3	10.7
EV/EBITDA	13.7	18.3	30.2	37.9	9.1
PSR	1.5	1.2	1.2	1.1	0.9
재무비율(%)					
ROE	20.8	9.3	2.6	2.4	15.6
ROA	8.9	3.7	1.1	1.1	7.1
ROIC	125.4	25.2	4.7	2.2	36.5
부채비율	113.2	107.6	81.0	79.9	83.8
순부채비율	(59.1)	(66.2)	(58.4)	(55.5)	(63.7)
이자보상배율(배)	82.0	11.9	4.0	2.3	19.2

자료: 하나금융투자

대차대조표

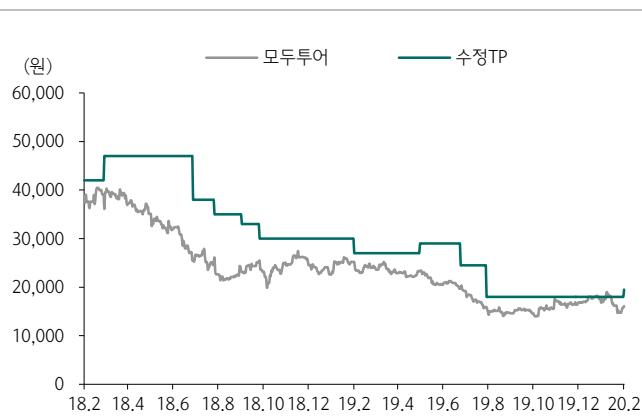
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	221.1	200.6	155.3	146.3	172.1
금융자산	144.6	156.2	119.1	112.0	132.1
현금성자산	53.1	57.2	38.3	35.6	42.8
매출채권 등	46.9	29.3	23.9	22.6	26.4
재고자산	25.0	10.9	8.9	8.4	9.8
기타유동자산	4.6	4.2	3.4	3.3	3.8
비유동자산	129.5	134.0	131.1	130.3	131.9
투자자산	16.5	21.5	18.9	18.3	20.1
금융자산	7.1	7.3	6.0	5.6	6.6
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	286.4	276.6	304.1
유동부채	152.7	146.6	101.6	96.2	112.0
금융부채	15.3	23.3	0.5	0.5	0.5
매입채무 등	77.2	59.6	48.6	46.0	53.7
기타유동부채	60.2	63.7	52.5	49.7	57.8
비유동부채	33.4	26.8	26.6	26.6	26.7
금융부채	32.2	26.2	26.2	26.2	26.2
기타비유동부채	1.2	0.6	0.4	0.4	0.5
부채총계	186.2	173.4	128.2	122.8	138.7
지배주주지분	136.2	133.4	130.5	126.0	137.6
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	117.4	112.9	124.6
비지배주주지분	28.2	27.8	27.7	27.7	27.8
자본총계	164.4	161.2	158.2	153.7	165.4
순금융부채	(97.1)	(106.8)	(92.4)	(85.4)	(105.4)

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	38.2	34.4	(7.1)	3.3	34.2
당기순이익	24.9	12.2	3.3	3.0	20.5
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	(14.2)	(3.4)	10.0
투자활동 현금흐름	(53.8)	(18.2)	17.3	1.5	(18.2)
투자자산감소(증가)	5.2	(5.0)	2.5	0.6	(1.8)
유형자산감소(증가)	(3.5)	(2.8)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
기타	(55.5)	(10.4)	18.3	4.4	(12.9)
재무활동 현금흐름	11.3	(12.8)	(29.0)	(7.4)	(8.8)
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)	(7.4)	(8.8)
현금의 증감	(5.2)	4.0	(18.8)	(2.7)	7.2
Unlevered CFO	36.0	24.0	11.8	9.4	28.3
Free Cash Flow	34.6	31.5	(10.6)	(0.2)	30.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

모두투어



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.2.7	BUY	19,500		
19.8.5	BUY	18,000	-10.92%	5.56%
19.7.1	BUY	24,500	-27.96%	-16.94%
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%
18.2.2	BUY	42,000	-8.74%	-3.69%

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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 7일

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 2020년 02월 07일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 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.