



기업분석 | 엔터/레저

Analyst

안진아

02 3779 8687

aja1215@ebestsec.co.kr

Buy (upgrade)

목표주가	38,000 원
현재주가	28,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ(6/16)	998.49 pt
시가총액	5,405 억원
발행주식수	18,900 천주
52주 최고가 / 최저	30,950 / 9,960 원
90일 일평균거래대금	103.97 억원
외국인 지분율	11.8%
배당수익률(21.12E)	0.0%
BPS(21.12E)	3,305 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 13.7%
3	6개월 32.9%
12개월	36.1%
주주구성	우종우 (외 17인) 15.2%
	JP Morgan Investment 5.8%
	자사주 (외 1인) 6.4%

Stock Price

모두투어 (080160)

여행 빗장 해제 - 2주 자가격리 면제

국내외 백신 접종자 '2주 자가격리 면제'

COVID 19 종식 기미는 보이지 않으나, 해외 송출객 회복 모멘텀은 강화되었다는 판단이다. 동사 포함한 여행사 주가 수익률은 1)백신 보급률 확대 및 접종률 현황, 2)국내외 백신 접종자 2주 자가격리 면제, 3)일부 유럽, 동남아 국가 대상으로 한 트래블 버블 등 이벤트 선반영, 연초대비 평균 47% 상승한 모습이다. 출국자수는 3월 기점으로 전년동월대비 48% 감소하며, 지난 10개월간 평균 역성장률 97% 대비 역성장 폭 축소하는 모습이나, 이는 지난해 3월 COVID 19 영향이 본격 반영된 이후 낮아진 기저에 의한 효과에 기인한 것으로 해외 출국자수 반등이 의미있게 이루어졌다고 보기 어렵다. 동사 2분기 실적은 1분기 대비 극적인 매출 및 영업이익 개선은 아직 이르다는 판단이다. 다만, 현재 백신 접종률이 생각보다 빠르게 올라오고 있고, 2차 접종(8~9월) 완료 후, 항체 생성 기간 2주 감안 시, 이르면 추석 이후 9월말~10월초 해외 여행이 가능해 보인다. 실제 백신 접종자들에 의한 출입국자수 반등은 4분기 기점으로 나타날 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 38,000원 상향 조정

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 38,000원으로 기존 Hold에서 투자의견 변경한다. 연결기준 연간 실적은 매출액 806억원(+47.1% YoY), 영업이익 74억원(흑자 전환 YoY)으로 3분기 기점으로 4분기 갈수록 가파르게 매출 개선이 이루어질 것으로 예상된다. 2022년 정상화 재개 이루어질 것으로 예상, COVID 19 이전 수준의 이익 정상화 및 대형 여행사 중심으로 이연 수요가 집중 될 것으로 기대되는 2023년, 2개년 평균 EPS에 Target P/E 16배를 적용하여 목표주가 산정하였다. 올해 3분기까지 출입국자수 정상화와 실적 턴어라운드는 어렵지만, 1)백신 접종률 확대, 2)트래블 버블, 3)2주 자가격리 면제에 따른 여행업 회복에 대한 기대감은 수익률에 선반영, 여전히 모멘텀 유효하다는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	297	55	81	178	356
영업이익	3	-21	7	33	57
세전계속사업손익	6	-64	7	33	57
순이익	2	-65	7	30	53
EPS (원)	101	-3,716	377	1,722	3,032
증감률 (%)	-85.6	적전	흑전	356.2	76.1
PER (x)	180.0	-5.5	75.8	16.6	9.4
PBR (x)	2.8	7.4	8.7	5.9	3.7
EV/EBITDA (x)	25.3	-38.1	42.5	13.8	8.8
영업이익률 (%)	1.1	-38.7	9.2	18.7	16.1
EBITDA 마진 (%)	4.2	-21.3	18.4	22.9	18.1
ROE (%)	1.4	-73.1	11.4	38.6	44.4
부채비율 (%)	175.8	218.0	198.3	150.8	106.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

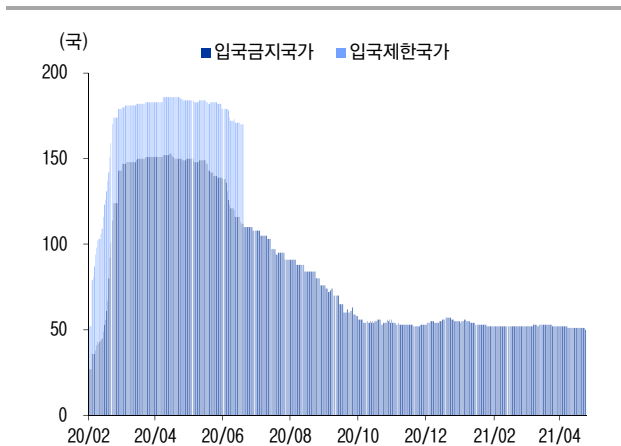
이르면 3분기 기점으로 의미있는 출국자수 반등 나타날 것

COVID 19 종식 기미는 보이지 않으나, 해외 송출객 회복 모멘텀은 강화되었다는 판단이다. 동사 포함한 여행사 주가 수익률은 1)백신 보급률 확대 및 접종률 현황, 2)국내외 백신 접종자 2주 자가격리 면제, 3)일부 유럽, 동남아 국가 대상으로 한 트래블 버블 등 이벤트 선반영, 연초대비 평균 47% 상승한 모습이다. 출국자수는 3월 기점으로 전년동월대비 48% 감소하며, 지난 10개월간 평균 역성장률 97% 대비 역성장 폭 축소하는 모습이나, 이는 지난해 3월 COVID 19 영향이 본격 반영된 이후 낮아진 기저에 의한 효과에 기인한 것으로 해외 출국자수 반등이 의미있게 이루어졌다고 보기 어렵다.

여행 재개 기대감과 달리 동사 2분기 실적은 1분기 대비 극적인 매출 및 영업이익 개선은 아직 이르다는 판단이다. 다만, 현재 백신 접종률이 생각보다 빠르게 올라오고 있고, 1차 백신 접종률 23%로 2차 접종(8~9월) 완료 후, 항체 생성 기간 2주 감안 시, 이르면 추석 이후 9월말~10월초 해외 여행이 가능해 보인다. 실제 백신 접종자들에 의한 출입국자수 반등은 4분기 기점으로 나타날 것으로 예상된다. 지역별로 백신 접종률 현황을 보면, 영국은 50% 이상, 북미 대륙 역시 30% 이상으로 관광객 유치에 적극적으로 유도하고 있는 EU 지역 역시 25% 수준으로 백신 접종 속도가 올라가고 있다. 이에 동사는 일부 지역 중심으로 점진적인 영업 상황 개선 기대감 있어 상품을 출시하고 전세기 검토하고 있는 중이다. 괌, 사이판, 하와이, 팔라우, 베트남, 다낭, 나트랑 등 휴양지 중심으로 25개 지역을 검토, 10월 패키지 상품을 개시했다.

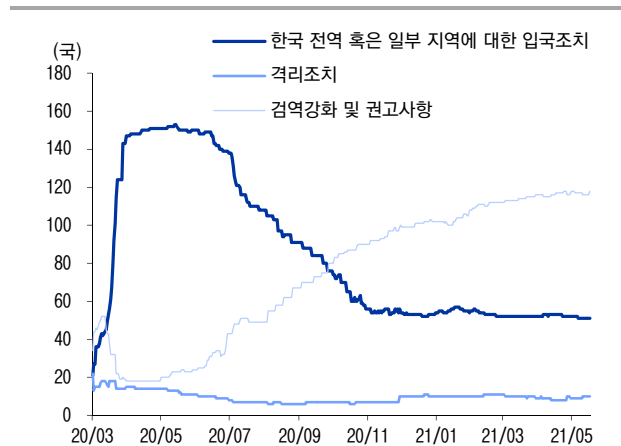
이에, 연결기준 연간 실적은 매출액 806억원(+47.1% YoY), 영업이익 74억원(흑자전환 YoY)으로 동사 연간 실적은 3분기 기점으로 4분기 갈수록 가파르게 매출 개선이 이루어질 것으로 예상된다. 매출 반등이 제한적인 가운데 동사는 비용 절감 노력을 지속하고 있다. 판관비 가운데 70% 이상 차지하는 지급수수료와 인건비다. 동사는 올해 1월까지 정부지원금이 나왔으나, 이후 구조조정 없이 전체 인력의 90% 정도가 휴직, 6월부터 향후 4개월 동안 무급 휴직 예정으로 인건비 절감을 지속해서 시행해 나갈 예정이다. 인원 손실 최소화 후 여행 이연 수요 재개 시, 준비된 인력 투입이 가능한 상황으로 영업 재개 시, 생존 가능한 여행사들 위주로 수혜가 집중될 것으로 예상된다.

그림1 한국인 입국금지 및 제한국가 추이



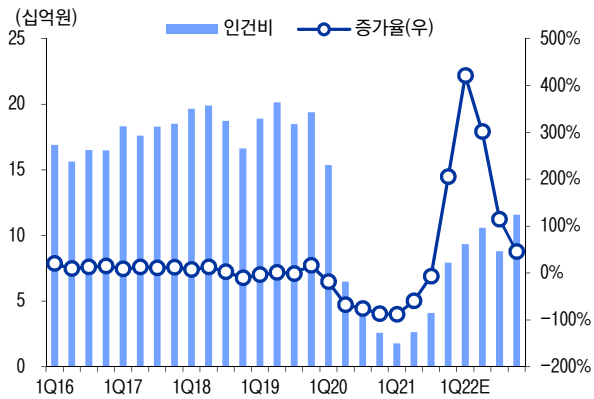
자료: 외교부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 해외 출국 가능한 국가 수 증가 추이



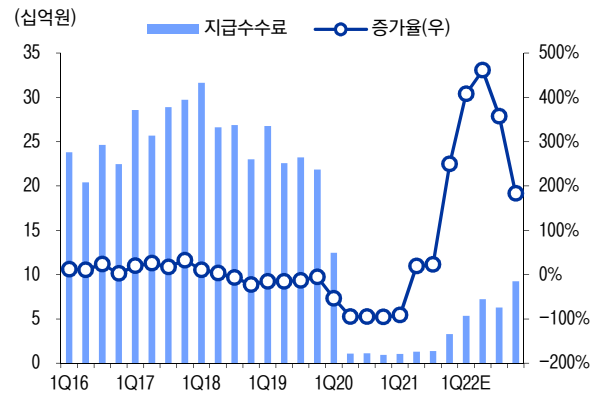
자료: 외교부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 본격적인 여행 재개 2021년 연말~2022년 예상



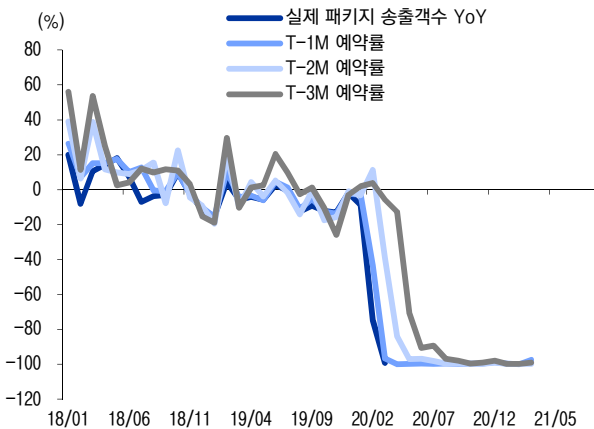
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 모두투어 지급수수료는 여행 재개와 맞물려 증가



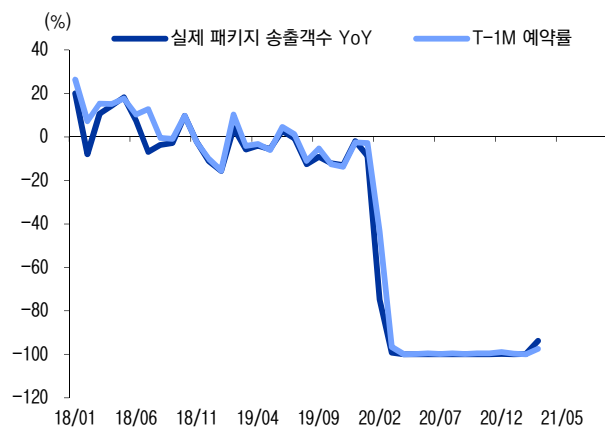
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 모두투어 실제 패키지 송출객수 회복은 아직까지 더더



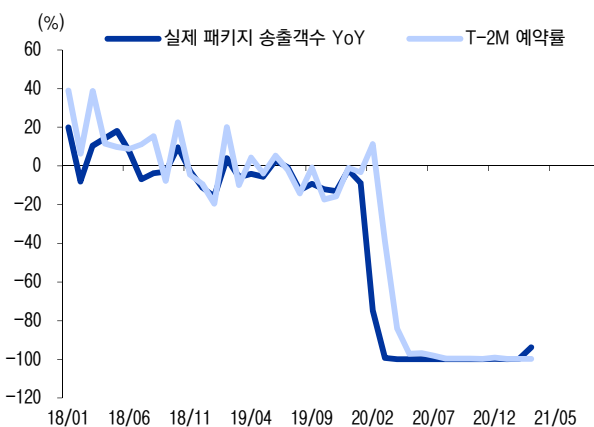
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 3월 기준 T-1M 예약률 -97.4% YoY



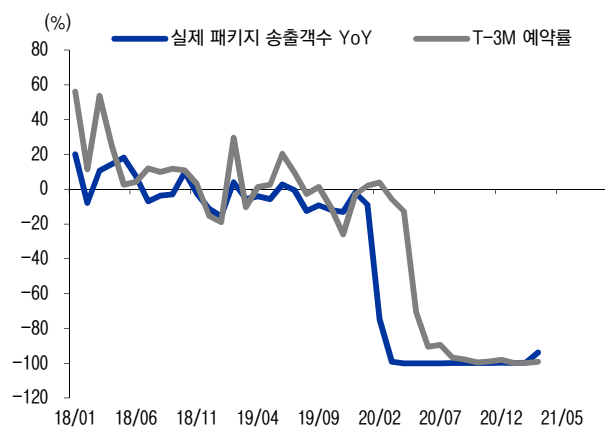
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 3월 기준 T-2M 예약률 -99.8% YoY



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 3월 기준 T-3M 예약률 -99.1% YoY



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 모두투어 실적 추이 및 전망(연결 기준)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
영업수익	44.2	3.0	2.9	4.5	2.4	4.0	27.4	46.7	54.8	80.6	178.1
YoY	-52.1%	-95.7%	-95.8%	-93.1%	-94.5%	32.6%	830.8%	927.8%	-81.6%	47.1%	121.1%
별도	37.3	1.8	1.1	2.5	0.7	9.2	17.2	23.1	42.7	66.7	146.9
자회사	6.9	1.3	1.9	2.1	1.8	-5.1	10.2	23.6	12.1	13.9	31.3
영업이익	-1.4	-9.3	-7.5	-3.0	-4.3	-3.0	7.0	7.7	-21.2	7.4	33.3
YoY	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	-71.8%	85.8%	29.1%
별도	2.0	-6.9	-4.8	-1.5	-2.8	0.3	0.5	3.6	-10.9	1.7	12.4
자회사	-3.4	-2.5	-2.6	-1.5	-1.5	-3.3	6.5	4.0	-10.3	5.7	20.9
OPM	-3.3%	-307.5%	-253.2%	-65.1%	-174.8%	-74.4%	25.5%	16.4%	-38.7%	7.2%	7.2%
별도	5.2%	-388.2%	-445.0%	-59.9%	-417.6%	3.6%	2.9%	15.6%	-25.6%	2.5%	8.5%
자회사	-49.3%	-194.4%	-141.6%	-71.5%	-83.5%	64.7%	63.9%	17.2%	-84.9%	41.2%	66.8%
당기순이익	-1.2	-16.3	-7.6	-39.6	-2.6	-1.7	4.5	7.8	-17.3	10.7	30.3
YoY	적전	적지	적지	적지	112.8%	-89.6%	-158.6%	-119.6%	적전	-162.0%	182.1%
NPM	-2.8%	-536.1%	-259.4%	-870.5%	-107.9%	-42.1%	16.3%	16.6%	-31.6%	13.3%	17.0%

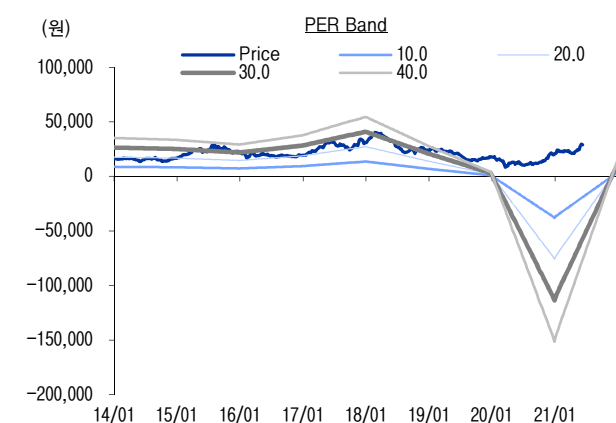
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 모두투어 목표주가 산정 - 해외여행 정상화가 예상되는 2022년~2023년 시점 가정

Valuation 항목		
2022E~2023E 평균 EPS	W	2,377
Target P/E	x	16
NAV/share	W	38,012
Target price	W	38,000
Current price (W)	W	28,600
Upside/downside	%	32.8%

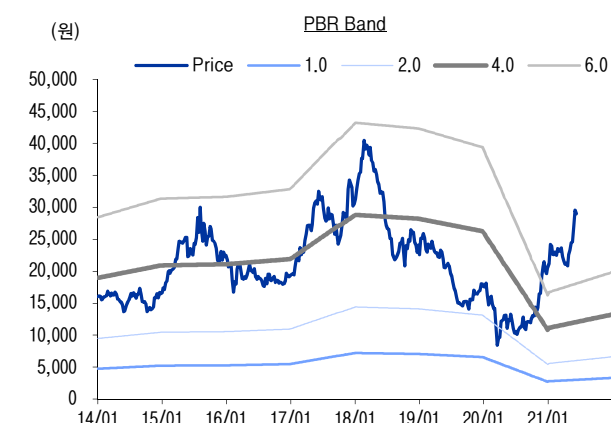
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 모두투어 P/E Band



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 모두투어 P/B Band



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

모두투어 (080160)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	204	87	122	157	213
현금 및 현금성자산	57	13	24	89	86
매출채권 및 기타채권	27	2	46	15	27
재고자산	10	1	28	27	74
기타유동자산	110	70	24	25	26
비유동자산	217	170	156	152	150
관계기업투자등	10	4	4	4	5
유형자산	183	136	130	125	122
무형자산	1	0	0	0	0
자산총계	421	257	278	309	364
유동부채	139	61	72	72	74
매입채무 및 기타채무	47	14	27	26	27
단기금융부채	7	24	23	23	23
기타유동부채	86	23	22	23	24
비유동부채	129	115	113	113	113
장기금융부채	124	111	109	109	109
기타비유동부채	5	4	4	4	4
부채총계	268	176	185	186	188
지배주주지분	124	52	62	92	145
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	29	29	29	29	29
이익잉여금	116	47	57	87	140
비지배주주지분(연결)	28	28	31	31	31
자본총계	153	81	93	123	176

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	26	-74	-35	69	3
당기순이익(손실)	2	-65	7	30	53
비현금수익비용가감	19	56	7	8	8
유형자산감가상각비	9	9	7	7	7
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-3	0	-1	0	0
영업활동 자산부채변동	10	-61	-50	31	-57
매출채권 감소(증가)	3	24	-43	30	-12
재고자산 감소(증가)	1	9	-26	0	-46
매입채무 증가(감소)	-4	-33	18	0	1
기타자산, 부채변동	10	-61	1	1	1
투자활동 현금	-36	35	48	-4	-7
유형자산처분(취득)	-27	-1	-1	-2	-5
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-5	41	55	-1	-1
기타투자활동	-4	-6	-6	-1	-1
재무활동 현금	8	-5	0	0	0
차입금의 증가(감소)	19	2	-2	0	0
자본의 증가(감소)	-5	-3	0	0	0
배당금의 지급	7	3	0	0	0
기타재무활동	-6	-4	2	0	0
현금의 증가	0	-44	11	65	-3
기초현금	57	57	13	24	89
기말현금	57	13	24	89	86

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	297	55	81	178	356
매출원가	53	15	28	36	71
매출총이익	244	40	53	142	285
판매비 및 관리비	241	61	45	109	228
영업이익	3	-21	7	33	57
(EBITDA)	12	-12	15	41	65
금융손익	-1	-2	-3	-3	-3
이자비용	4	4	4	4	4
관계기업등 투자손익	1	0	0	0	0
기타영업외손익	2	-40	3	4	4
세전계속사업이익	6	-64	7	33	57
계속사업법인세비용	4	1	0	4	5
계속사업이익	2	-65	7	30	53
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2	-65	7	30	53
지배주주	2	-65	7	30	53
총포괄이익	2	-64	7	30	53
매출총이익률 (%)	82.1	72.7	65.5	79.8	80.0
영업이익률 (%)	1.1	-38.7	9.2	18.7	16.1
EBITDA마진률 (%)	4.2	-21.3	18.4	22.9	18.1
당기순이익률 (%)	0.8	-118.1	8.3	16.8	14.8
ROA (%)	0.5	-19.1	2.5	10.2	15.7
ROE (%)	1.4	-73.1	11.4	38.6	44.4
ROIC (%)	1.5	-12.5	4.8	18.7	31.1

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	180.0	-5.5	75.8	16.6	9.4
P/B	2.8	7.4	8.7	5.9	3.7
EV/EBITDA	25.3	-38.1	42.5	13.8	8.8
P/CF	16.5	-	40.8	14.4	9.0
배당수익률 (%)	0.7	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-18.6	-81.6	47.1	121.1	100.1
영업이익	-80.7	적전	흑전	350.5	71.9
세전이익	-59.9	적전	흑전	398.8	71.5
당기순이익	-81.4	적전	흑전	347.5	76.1
EPS	-85.6	적전	흑전	356.2	76.1
안정성 (%)					
부채비율	175.8	218.0	198.3	150.8	106.8
유동비율	146.2	142.9	169.9	216.5	286.8
순차입금/자기자본(x)	-19.1	69.5	94.5	18.5	14.3
영업이익/금융비용(x)	0.9	-5.2	1.9	8.5	14.7
총차입금 (십억원)	131	135	133	133	133
순차입금 (십억원)	-29	56	88	23	25
주당지표(원)					
EPS	101	-3,716	377	1,722	3,032
BPS	6,567	2,777	3,305	4,887	7,672
CFPS	1,102	n/a	701	1,992	3,183
DPS	120	n/a	n/a	n/a	n/a

모두투어 목표주가 추이		투자의견 변동내역						
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비
40,000			2020.01.20	Buy	25,000	-29.8		-38.8
35,000			2020.03.11	Buy	18,000	-25.3		-45.3
30,000			2020.04.06	Hold	11,000	20.9		12.1
25,000			2020.06.22	변경	안진아			
20,000			2020.06.22	Hold	12,000	85.8		13.9
15,000			2020.12.23	Hold	15,000		23.3	56.6
10,000			2021.06.17	Buy	38,000			
5,000								
0								
19/06								
19/12								
20/06								
20/12								

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안진아)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자등급 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자등급 비율은 2020.4. 1 ~ 2021. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)