



기업분석 | 엔터/레저

Analyst

안진아

02 3779 8687

aja1215@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

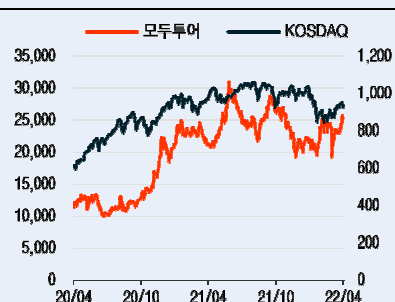
목표주가	32,000 원
현재주가	24,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ(4/11)	921.83 pt
시가총액	4,649 억원
발행주식수	18,900 천주
52주 최고가 / 최저가	30,950 / 19,300 원
90일 일평균거래대금	72.14 억원
외국인 지분율	10.7%
배당수익률(22.12E)	0.0%
BPS(22.12E)	4,266 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 4.5%
	6개월 -2.6%
	12개월 23.4%
주주구성	우종웅 (외 12인) 15.2%
	자사주 (외 1인) 8.1%
	JP Morgan Investment Inc (외 2인) 5.8%

Stock Price**모두투어 (080160)****국내 2주 자가격리 해제 - 해외여행 재개 기대****본격적인 해외 여행은 하반기부터**

코로나 증식은 여전히 불투명한 상황이나, 의미 있는 출입국자수 반등 모멘텀은 강화되었다는 판단이다. 국내 자가격리 면제로 여행 재개 기대감이 높아진 것은 사실이나, 이를 반영한 동사 극적인 매출 및 영업이익 개선은 아직 이르다는 판단이다. 자가격리 면제 발표 이후 실제 항공사 정기편이 정해져야 해외 여행 상품 판매가 가능하데, 5월 정기편 허가(3월 신청)가 아직 이루어지지 않은 상황이다. 항공 정기편 편성 승인이 기존 국토부에서 방역 당국으로 바뀌면서, 코로나 규제 완화에 따른 항공 정기 편성은 5월 이후 6~7월에 정기편이 순차적으로 늘어날 것으로 예상된다. 현재 항공이 비정기적으로 편성되어 공급되기 때문에 실질적인 출입국 수요 증가는 제한적일 것으로 보인다. 현재, 1)국내 입국자 자가격리 면제, 2)면세점 구매 한도 폐지 등에 일차적으로 항공 발권 수요와 패키지 상품 수요도 늘어나고 있다. 실제 여행 수요로 이어지는 시점은 항공 정기편 편성이 확정된 이후 시점인 6월 이후 하반기로 예상된다

투자의견 Buy 유지, 목표주가 32,000원 하향

동사에 대해 투자의견 Buy 유지, 목표주가 기존 38,000원에서 32,000원으로 하향 조정한다. 해외여행 정상화 시점이 2023년으로 지연 가정, 2023년 EPS에 Target P/E 30배를 적용하여 목표주가 산정하였다. 올해 상반기까지 출입국자수 정상화와 실적 턴어라운드는 어려워 보이나, 1)국내 입국자 자가격리 면제, 2)트래블 버블 확대, 3)면세 구매 한도 폐지에 따른 여행업 회복에 대한 기대감은 유효하다는 판단이다. 연결기준 2022년 연간 실적은 매출액 208억원(+50.9% YoY), 영업이익 39억원(흑자전환 YoY)으로 동사 연간 실적은 2분기 기점으로 하반기 갈수록 매출 개선이 이루어질 것으로 예상된다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	54	14	21	125	276
영업이익	-21	-23	4	21	50
세전계속사업손익	-63	17	11	28	56
순이익	-65	18	11	19	38
EPS (원)	-3,716	1,012	628	1,076	2,184
증감률 (%)	적전	흑전	-38.0	71.5	102.9
PER (x)	-5.5	21.6	40.2	23.5	11.6
PBR (x)	7.4	5.9	5.9	4.8	3.5
EV/EBITDA (x)	-40.3	-25.2	54.4	19.4	8.7
영업이익률 (%)	-37.9	-169.6	18.7	16.6	17.9
EBITDA 마진 (%)	-20.3	-129.2	44.3	20.7	19.7
ROE (%)	-73.1	28.8	14.5	20.8	32.1
부채비율 (%)	218.0	153.9	138.8	116.7	95.9

주: IFRS 연결 기준

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

의미 있는 출국자수 반등은 이르면 2Q22부터

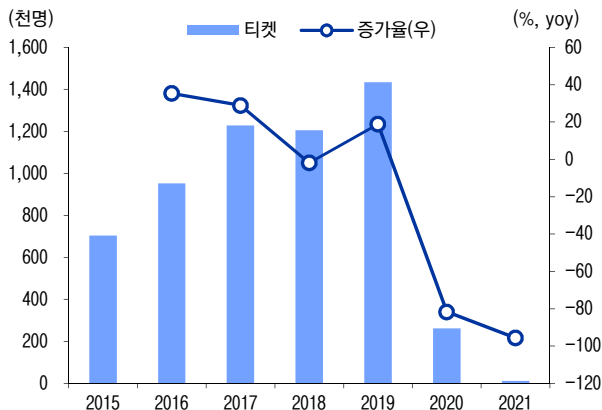
코로나 종식은 여전히 불투명한 상황이나, 의미 있는 출입국자수 반등 모멘텀은 강화되었다는 판단이다. 국내 자가격리 면제로 여행 재개 기대감이 높아진 것은 사실이나, 이를 반영한 동사 극적인 매출 및 영업이익 개선은 아직 이르다는 판단이다.

자가격리 면제 발표 이후 실제 항공사 정기편이 정해져야 해외 여행 상품 판매가 가능한데, 5월 정기편 허가(3월 신청)가 아직 이루어지지 않은 상황이다. 항공 정기편 편성 승인이 기존 국토부에서 방역 당국으로 바뀌면서, 코로나 규제 완화에 따른 항공 정기편성은 5월 이후 6~7월에 정기편이 순차적으로 늘어날 것으로 예상된다.

현재 항공이 비정기적으로 편성되어 공급 되기 때문에 실질적인 출입국 수요 증가는 제한적일 것으로 보인다. 현재, 1)국내 입국자 자가격리 면제, 2)면세점 구매한도 폐지 등에 일차적으로 항공 발권 수요와 패키지 상품 수요도 늘어나고 있다. 이에 동사 포함 여행사들은 여행 상품을 위한 항공편 및 호텔 등을 준비 중에 있다. 실제 여행 수요로 이어지는 시점은 항공 정기편 편성이 확정 된 이후 시점인 6월 이후 하반기로 예상된다. 하반기 항공기 정기 편성을 시작으로 연말까지 정기편의 50%에 준하는 수준으로 회복 가정 시, 이르면 2023년 코로나 이전 수준으로의 회복이 가능하다는 판단이다.

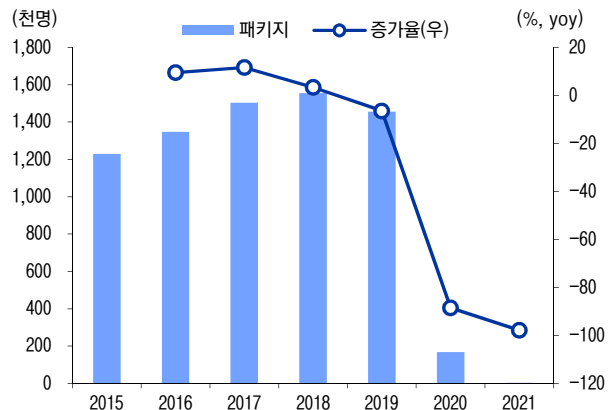
매출 반등이 제한적인 가운데 동사는 비용 절감 노력을 지속하고 있다. 통상 판관비 부분에서 높은 비중을 차지하는 인건비는 현재 전체 인력의 30~40% 수준으로 인건비 역시 절감 지속 중에 있다. 이에 1분기 연결기준 실적은 매출액 52억원(+113.1% YoY), 영업이익 10억원(흑자전환 YoY)으로 추정한다. 지난 해 트래블 버블이 이루어진 사이판(11월) 말고 추가적으로 잡히는 실적은 제한적이다. 사이판의 경우, 한 달 기준 500명 전후 수요로 현재 예약은 이에 두 배 이상 준하는 수준으로 추정된다. 2022년 연결기준 연간 실적은 매출액 208억원(+50.9% YoY), 영업이익 39억원(흑자전환 YoY)으로 동사 연간 실적은 2분기 기점으로 하반기 갈수록 매출 개선이 이루어질 것으로 예상된다.

그림1 모두투어 항공권 발권 수요 - 회복은 아직



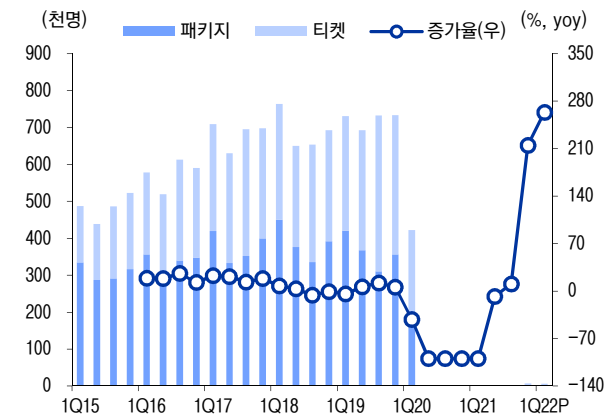
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 모두투어 패키지 상품 수요



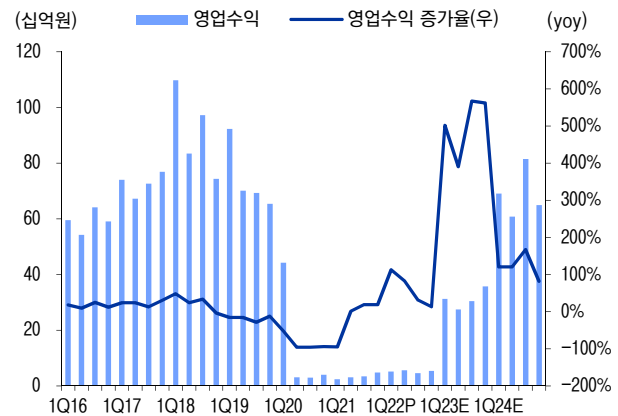
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 본격적인 여행 재개 2022년 하반기 예상



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 모두투어 영업수익 추정



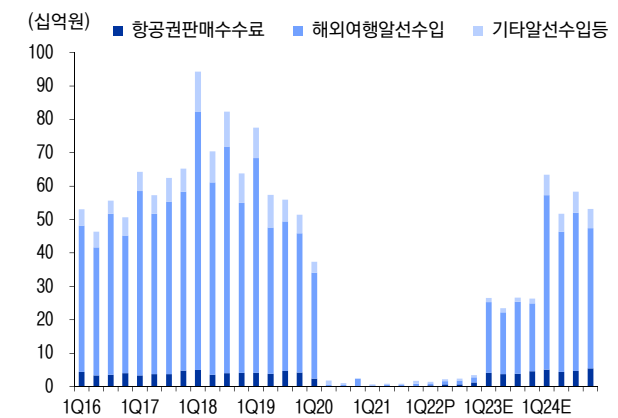
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 모두투어 실제 패키지 송출객수 기저효과 감안



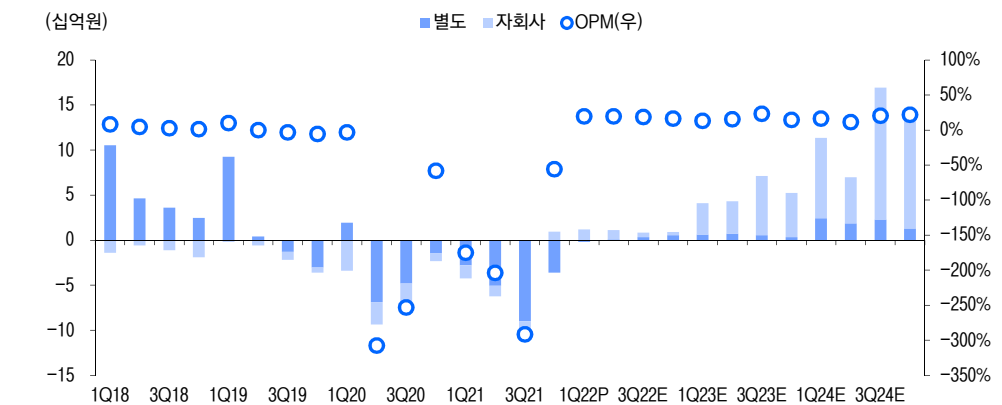
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 모두투어 별도 기준 부문별 매출액 추정



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 모두투어 별도 및 자회사 합산 영업이익 추정



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 모두투어 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
영업수익	2.4	3.1	3.5	4.8	5.2	5.6	4.6	5.4	54.2	13.8	20.8
YoY	-94.5%	1.1%	18.6%	18.6%	113.1%	82.6%	30.9%	13.3%	-81.7%	-74.6%	50.9%
별도	0.7	0.8	0.8	1.7	1.4	2.2	2.4	3.4	42.7	4.1	9.4
자회사	1.8	2.2	2.7	3.0	3.8	3.4	2.2	2.0	11.6	9.7	11.3
영업이익	-4.3	-6.3	-10.2	-2.7	1.0	1.1	0.8	0.9	-20.6	-23.3	3.9
YoY	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	-72.6%	적지	흑전
별도	-2.8	-5.1	-9.0	-3.6	-0.2	0.1	0.3	0.6	-10.9	-20.4	0.8
자회사	-1.5	-1.2	-1.2	0.9	1.2	1.0	0.5	0.3	-9.6	-2.9	3.1
OPM	-174.8%	-203.6%	-291.4%	-55.8%	19.8%	19.7%	18.6%	16.7%	-37.9%	7.2%	7.2%
별도	-417.6%	-599.0%	-1078.9%	-206.3%	-12.7%	3.6%	14.0%	16.4%	-25.6%	-500.0%	8.5%
자회사	-83.5%	-53.8%	-44.1%	30.8%	31.8%	30.4%	23.6%	17.1%	-83.4%	-30.1%	27.2%
당기순이익	-2.6	-3.0	-9.9	34.1	1.8	2.9	2.6	3.6	-63.4	18.5	10.9
YoY	112.8%	-81.4%	30.2%	-186.2%	-169.3%	-196.2%	-125.7%	-89.6%	적전	흑전	-44.6%
NPM	-107.9%	-98.8%	-284.8%	715.5%	35.1%	52.0%	56.0%	65.9%	-116.8%	142.4%	52.3%

주: 연결기준

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

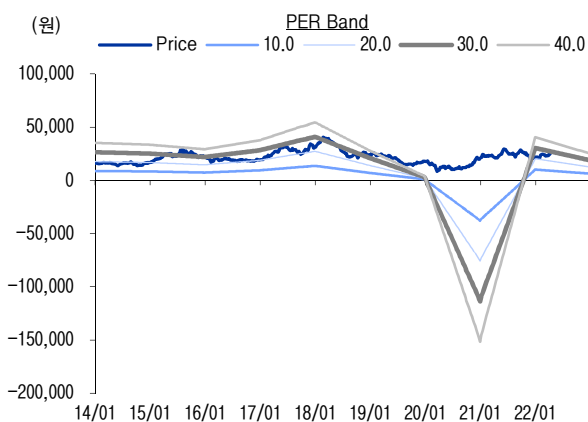
표2 모두투어 목표주가 산정 - 해외여행 정상화가 예상되는 2023년 시점 가정

Valuation 항목		
2023E EPS	₩	1,076
Target P/E	x	30
NAV/share	₩	32,280
Target price	₩	32,000
Current price (₩)	₩	24,600
Upside/downside	%	30.1

주: 2022.04.11 종가 기준

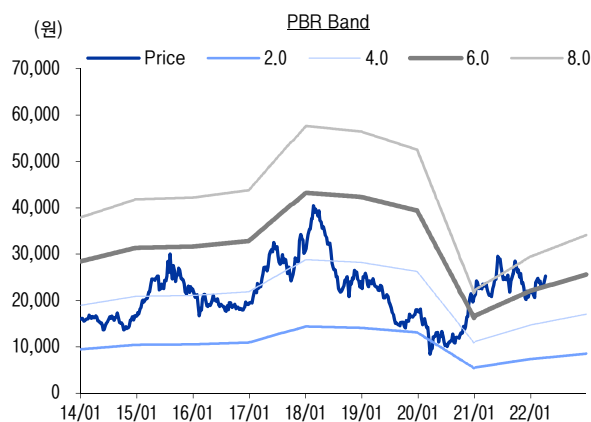
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 모두투어 P/E Band



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 모두투어 P/B Band



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

모두투어 (080160)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	87	141	156	174	221
현금 및 현금성자산	13	11	22	20	83
매출채권 및 기타채권	2	3	2	8	14
재고자산	1	1	2	10	19
기타유동자산	70	125	130	136	106
비유동자산	170	117	113	111	110
관계기업투자등	4	4	4	4	5
유형자산	136	93	88	84	83
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	257	258	269	285	332
유동부채	61	147	147	144	153
매입채무 및 기타채무	14	16	13	8	14
단기금융부채	24	73	73	73	73
기타유동부채	23	58	61	63	66
비유동부채	115	9	9	9	9
장기금융부채	111	8	8	8	8
기타비유동부채	4	2	2	2	2
부채총계	176	157	156	153	162
지배주주지분	52	70	81	99	137
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	29	28	28	28	28
이익잉여금	47	65	76	95	133
비지배주주지분(연결)	28	32	32	32	32
자본총계	81	102	113	131	169

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-74	0	14	2	33
당기순이익(손실)	-65	18	11	19	38
비현금수익비용가감	56	-36	5	5	5
유형자산감가상각비	9	5	5	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	-42	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-61	0	-3	-22	-10
매출채권 감소(증가)	24	0	2	-6	-6
재고자산 감소(증가)	9	0	0	-9	-8
매입채무 증가(감소)	-33	0	-2	-6	6
기타자산, 부채변동	-61	0	-1	-1	-1
투자활동 현금	35	0	-3	-4	30
유형자산처분(취득)	-1	0	0	-2	-4
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	41	44	-1	-1	34
기타투자활동	-6	-44	-1	-1	-1
재무활동 현금	-5	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	2	-5	0	0	0
자본의 증가(감소)	-3	0	0	0	0
배당금의 지급	3	0	0	0	0
기타재무활동	-4	5	0	0	0
현금의 증가	-44	-2	11	-2	62
기초현금	57	13	11	22	20
기말현금	13	11	22	20	83

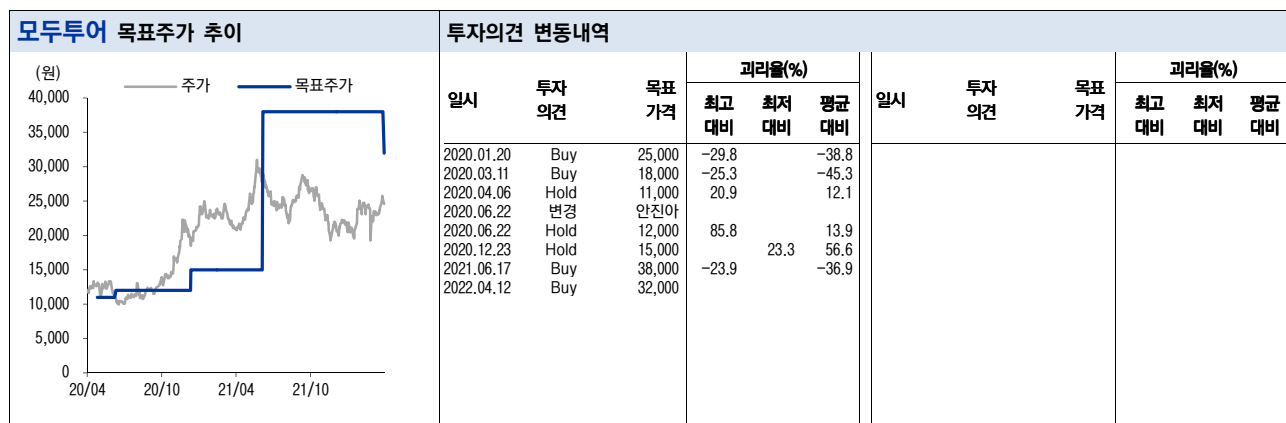
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	54	14	21	125	276
매출원가	15	6	4	25	88
매출총이익	40	8	17	100	188
판매비 및 관리비	60	31	13	79	139
영업이익	-21	-23	4	21	50
(EBITDA)	-11	-18	9	26	54
금융손익	-2	-2	-1	-1	-1
이자비용	4	3	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	4	0	0	0
기타영업외손익	-40	39	7	7	7
세전계속사업이익	-63	17	11	28	56
계속사업법인세비용	0	-2	0	9	19
계속사업이익	-63	20	11	19	38
중단사업이익	-1	-1	0	0	0
당기순이익	-65	18	11	19	38
지배주주	-65	18	11	19	38
총포괄이익	-64	18	11	19	38
매출총이익률 (%)	73.1	57.8	79.8	80.0	68.1
영업이익률 (%)	-37.9	-169.6	18.7	16.6	17.9
EBITDA마진률 (%)	-20.3	-129.2	44.3	20.7	19.7
당기순이익률 (%)	-119.3	134.4	52.1	14.8	13.6
ROA (%)	-19.1	6.8	4.1	6.7	12.3
ROE (%)	-73.1	28.8	14.5	20.8	32.1
ROIC (%)	-12.1	-12.7	2.1	9.9	21.3

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	-5.5	21.6	39.2	22.9	11.3
P/B	7.4	5.9	5.8	4.7	3.4
EV/EBITDA	-40.3	-25.2	53.0	18.9	8.5
P/CF	#VALUE!	#VALUE!	28.5	19.6	10.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-81.7	-74.6	50.9	502.1	121.0
영업이익	적전	적지	흑전	435.1	138.3
세전이익	적전	흑전	-38.1	159.3	103.4
당기순이익	적전	흑전	-41.6	71.2	103.0
EPS	적전	흑전	-38.0	71.5	102.9
안정성 (%)					
부채비율	218.0	153.9	138.8	116.7	95.9
유동비율	142.9	95.8	106.1	120.9	144.7
순차입금/자기자본(x)	69.5	34.8	20.2	17.8	-2.9
영업이익/금융비용(x)	-5.8	-6.8	3.0	16.1	38.4
총차입금 (십억원)	135	81	81	81	81
순차입금 (십억원)	56	35	23	23	-5
주당지표(원)					
EPS	-3,716	1,012	628	1,076	2,184
BPS	2,777	3,681	4,266	5,255	7,261
CFPS	n/a	n/a	862	1,253	2,264
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a



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 리서치본부의 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)	투자이견 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	90.8% 9.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자이견 비율은 2021.4. 1 ~ 2022. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)