



기업분석 | 엔터/레저

Analyst

안진아

02 3779 8687

aja1215@ebestsec.co.kr

Buy (Initiation)

목표주가	25,000 원
현재주가	17,650 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(1/3)	674.95 pt
시가총액	3,336 억원
발행주식수	18,900 천주
52주 최고가/ 최저가	25,750 / 14,450 원
90일 일평균거래대금	14.92 억원
외국인 지분율	10.7%
배당수익률(22.12E)	0.0%
BPS(22.12E)	2,684 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 13.6%
	6개월 21.0%
	12개월 4.2%
주주구성	우종웅 (외 9인) 12.7%
	자사주 (외 1인) 8.1%
	모두투어우리사주 (외 1인) 0.7%

Stock Price



모두투어 (080160)

국제선 공급 확대에 거는 기대

4Q22 기점 해외 송객인원 증가

11월 기점으로 동사 해외 송출객 꾸준히 증가. 특히, 12월 해외 패키지 송출인원은 42,765명으로 전년동월대비 +6,992% 증가. 지역별로 동남아 송출객 비중 50% 이상 차지하며 가장 높았고, 일본 무비자 입국 허용, 엔저 효과에 11월 기점 송출객수 급증하며 송출객 비중 25%로 2위(10월 16%→11월 23%→12월 25%).

▶투자 포인트

- 1) 동남아, 일본 근거리 위주 점유율 확대. 중국 2H23~1H24 정상화 예상.
- 2) 패키지 단가 상승: 유류 할증료 인상 효과 + 상품 포트폴리오 다각화

2023년 송출객 정상화 예상

2023년 동사 해외 송출객 정상화 예상. 해외 송출객 비중이 높은 동남아, 일본 지역은 코로나 이전 수준 회복 가시화. 중국 제외 시 국제선 공급 76%까지 회복. 일본 항공편은 87% 수준까지 정상화. 정기편 기준 중국 지역 포함 시 국제선 공급 57%, 비정기편까지 고려하면 60%로 추정. 지역별로 코로나 이전 동사 해외 송출객수 비중은 동남아 40~50%, 일본 20%, 중국 10~15%. 동사 1)주력 지역 해외 송출객수 정상화, 2)적자 지속하는 자회사 청산, 3)인건비 중심 비용절감 지속 등에 수익성 개선

투자의견 BUY(Initiation), 목표주가 25,000원 제시

동사 커버리지 재개, 목표주가 25,000원 제시. 코로나 지속으로 2022년 적자 기록하는 모습 보였으나, 코로나 완화에 따른 출입국자수 회복과 국제선 공급 정상화 기조에 2023년 영업 정상화 될 것. 영업 정상화가 예상되는 2023년 EPS(1,323원)에 Target PER 19x 멀티플 적용해 산출. 멀티플 19x는 코로나 이전 정상 영업이 가능한 지난 5개년 평균 PER 수치.

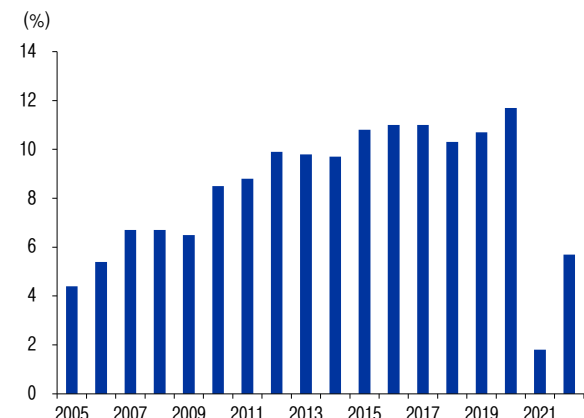
Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	54	14	39	146	321
영업이익	-21	-23	-11	24	58
세전계속사업손익	-63	17	-10	29	63
순이익	-65	18	-4	23	42
EPS (원)	-3,716	1,012	-1,034	1,323	2,475
증감률 (%)	적전	흑전	적전	흑전	87.0
PER (x)	-5.5	21.6	-17.1	13.3	7.1
PBR (x)	7.4	5.9	6.6	4.5	2.9
EV/EBITDA (x)	-41.9	-25.3	-55.3	8.7	2.2
영업이익률 (%)	-37.9	-169.6	-29.1	16.6	18.0
EBITDA 마진 (%)	-20.3	-129.2	-14.8	19.5	18.2
ROE (%)	-73.1	28.8	-29.8	36.9	45.1
부채비율 (%)	218.0	153.9	203.4	224.9	243.2

주: IFRS 연결 기준

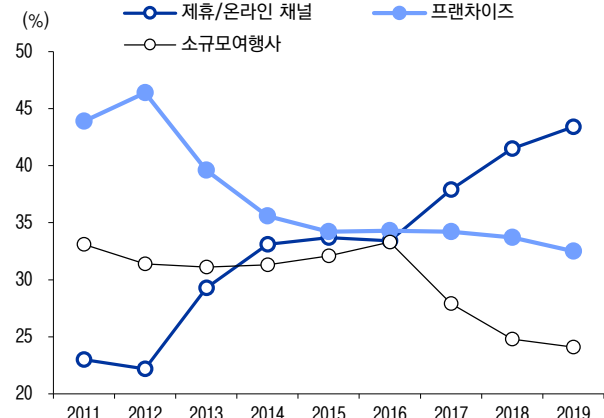
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 모두투어 M/S- 코로나 이전 10~11%



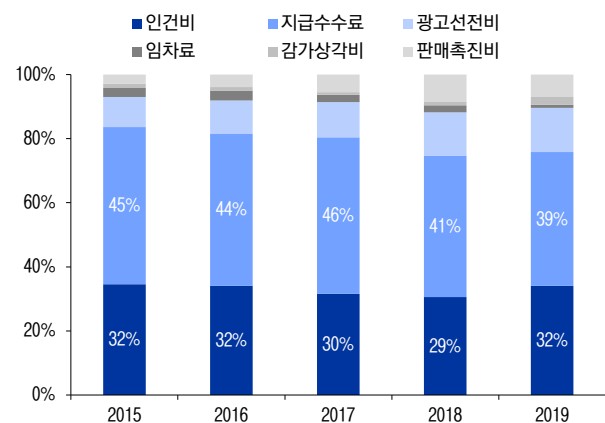
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 유통채널 비중 - 제휴/온라인 채널 비중 확대



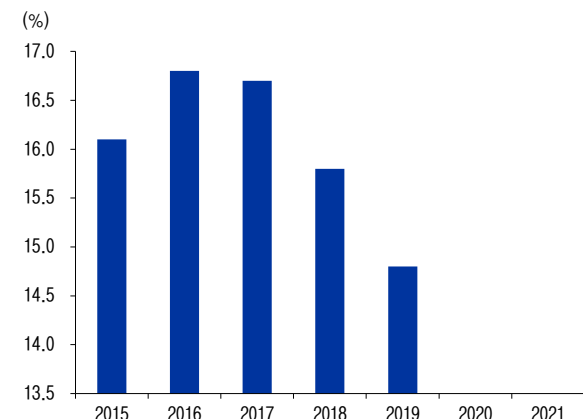
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 인건비와 지급수수료율 합산 비중 80% 이상



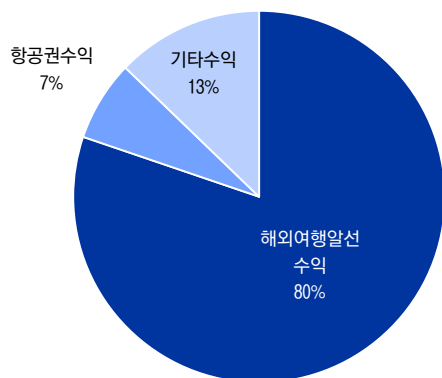
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 영업수익 전환율 - 코로나 이후 영업손실 지속



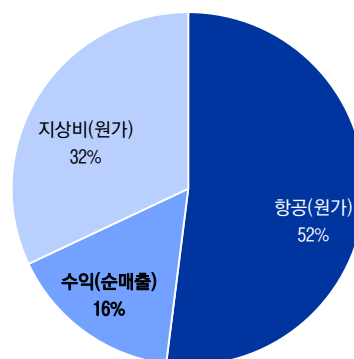
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 모두투어 수익구조 - 해외여행 알선 수익이 대부분



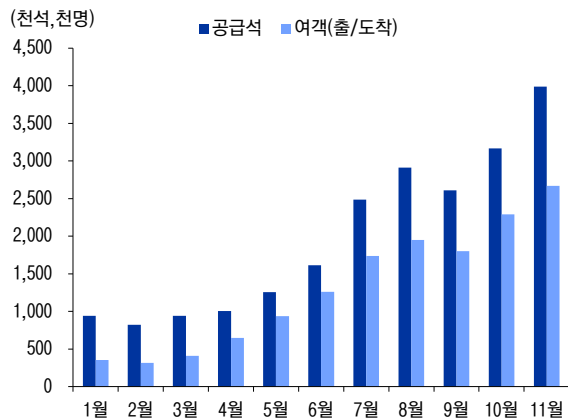
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 해외여행 알선 수익 구조



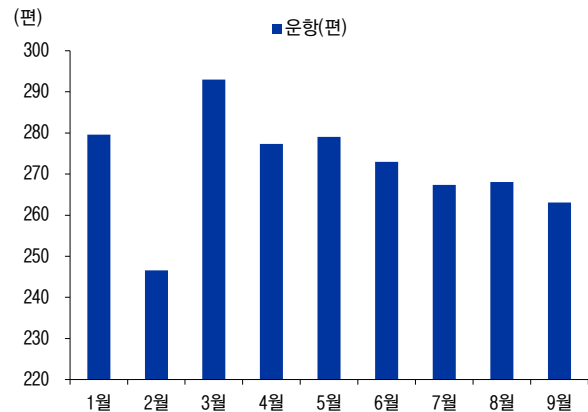
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 인천공항 국제선 현황 - 3Q22 공급석 확대



자료: 국토교통부, 출입국통계, 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 인천공항 국제선 운항 편수



자료: 국토교통부, 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 2Q22 기점 해외여행 증가 - 9월 이후 신규 취항지역 증가

9월 이후 신규 취항 지역	
9월	[대한항공] 인천-바르셀로나 / 인천-로마 / 부산-나리타 운항 재개 [대한항공] 런던- 주5회 → 매일 / 타이페이- 주5회 → 주6일 증편 [아시아나항공] 런던- 주4회 → 주5회 증편 [제주항공] 부산-나리타 주3회 운항 재개 [진에어] 오사카- 주5회 → 주7회 / 후쿠오카- 주3회 → 주7회 증편
10월	[대한항공] 인천-부다페스트 신규 취항(10.03~) [대한항공] 인천-두바이 / 푸켓 / 치앙마이 운항 재개(10.01~) [제주항공] 인천-오사카 / 인천-후쿠오카 / 부산-오사카 운항 재개 [에어프레미아] 인천-LA 신규 취항(10.29~) [에어부산] 인천-비엔티안 전세기 운영(10.01~)
11월	[젯스타] 인천-시드니 신규 취항 [티웨이] 대구-도쿄 / 오사카 / 후쿠오카 운항 재개(11.11~) [필리핀항공] 인천-클락 신규 취항

자료: 언론보도 종합, 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 코로나 이후 일본 관광 허용 Time line

날짜	내용
6월 10일	관광목적 입국 개시
	개별여행은 불가 / 단체관광(여행사)만 허용
	비자 발급 받아야 입국 가능
	가이드 있는 여행사 관광만 가능
9월 7일	입국 전 PCR 검사 조건부 폐지, 가이드 없는 여행 허용
10월 11일	무비자(백신 3차 접종자)
	자유여행 허용
	일일 관광객수 제한 폐지

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 모두투어 실적 추이 및 전망(연결기준)

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
영업수익	2.4	3.1	3.5	4.8	4.7	8.1	11.0	15.4	13.8	39.2	146.2
YoY	-94.5%	1.1%	18.6%	18.6%	94.5%	162.3%	272.3%	223.2%	-74.6%	199.3%	255.0%
별도	0.7	0.8	0.8	1.7	1.4	5.4	9.6	13.4	4.1	29.9	124.1
항공권판매수수료	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.4	0.7	1.6	0.4	2.9	16.3
해외여행알선	0.3	0.4	0.3	0.7	0.6	2.9	9.1	11.2	1.8	23.7	100.8
기타알선수입	0.3	0.4	0.4	0.9	0.6	2.1	-0.2	0.7	2.0	3.2	7.1
자회사	1.8	2.2	2.7	3.0	3.3	2.6	1.4	2.0	9.7	9.3	22.1
영업이익	-4.3	-6.3	-10.2	-2.7	-4.2	-4.9	-4.5	2.6	-23.3	-11.0	24.3
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전
OPM	-174.8%	-203.6%	-291.4%	-55.8%	-88.1%	-60.6%	-34.6%	16.7%	-169.6%	-28.0%	16.6%

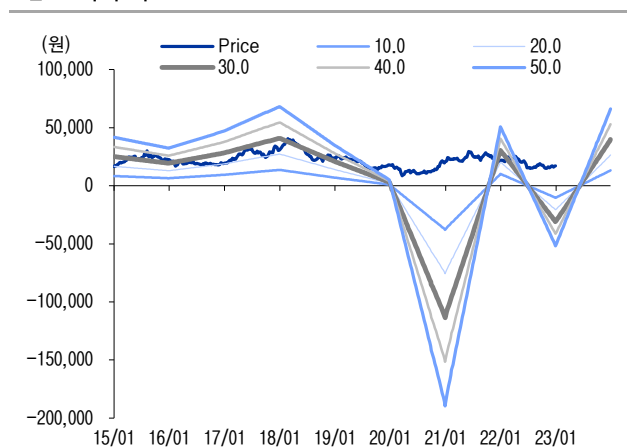
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 모두투어 Valuation

P/E multiple valuation	단위	
2023E EPS	W	1,323
Target P/E multiple	x	19
NAV/share	W	25,137
Target price	W	25,000
Current price(W)	W	17,650
Upside/downside	%	41.6

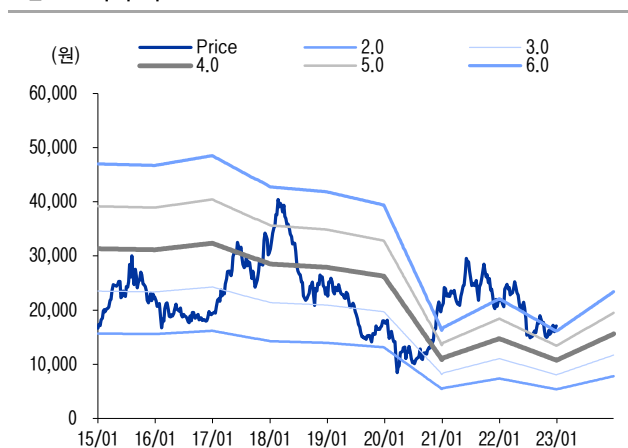
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 모두투어 PER Band



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 모두투어 PBR Band



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

모두투어 (080160)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	87	141	147	247	414
현금 및 현금성자산	13	11	21	92	211
매출채권 및 기타채권	4	5	10	27	58
재고자산	1	1	4	11	24
기타유동자산	68	123	112	116	121
비유동자산	170	117	116	110	110
관계기업투자등	13	14	5	5	5
유형자산	136	93	91	89	90
무형자산	0	0	3	-2	-3
자산총계	257	258	263	357	524
유동부채	61	147	168	239	363
매입채무 및 기타채무	22	21	39	107	229
단기금융부채	42	75	62	62	62
기타유동부채	-3	51	67	70	72
비유동부채	115	9	8	8	8
장기금융부채	111	8	7	7	7
기타비유동부채	4	2	1	1	2
부채총계	176	157	177	247	372
지배주주지분	52	70	51	74	117
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	29	28	28	28	28
이익잉여금	47	65	46	69	112
비지배주주지분(연결)	28	32	36	36	36
자본총계	81	102	87	110	153

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-74	-26	53	71	122
당기순이익(손실)	-65	18	-4	23	42
비현금수익비용가감	56	-36	0	4	1
유형자산감가상각비	9	5	4	4	4
무형자산상각비	0	0	1	0	-4
기타현금수익비용	47	-42	-13	0	0
영업활동 자산부채변동	-61	-6	54	44	79
매출채권 감소(증가)	24	-1	-7	-17	-31
재고자산 감소(증가)	9	0	-3	-7	-13
매입채무 증가(감소)	-33	0	19	68	122
기타자산, 부채변동	-61	-5	45	1	1
투자활동 현금	35	41	-27	0	-3
유형자산처분(취득)	0	0	-7	-2	-5
무형자산 감소(증가)	0	0	1	5	5
투자자산 감소(증가)	45	44	-14	-2	-2
기타투자활동	-10	-3	-7	-1	-1
재무활동 현금	-5	-6	-16	0	0
차입금의 증가(감소)	2	-5	-15	0	0
자본의 증가(감소)	-6	-1	0	0	0
배당금의 지급	3	1	0	0	0
기타재무활동	0	0	-1	0	0
현금의 증가	-44	-2	10	71	119
기초현금	57	13	11	21	92
기말현금	13	11	21	92	211

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	54	14	39	146	321
매출원가	15	6	11	29	101
매출총이익	40	8	28	117	220
판매비 및 관리비	60	31	40	93	162
영업이익	-21	-23	-11	24	58
(EBITDA)	-11	-18	-6	28	58
금융손익	-2	-2	3	2	2
이자비용	4	3	1	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	4	0	0	0
기타영업외손익	-40	39	-1	2	3
세전계속사업이익	-63	17	-10	29	63
계속사업법인세비용	0	-2	-1	6	21
계속사업이익	-63	20	-9	23	42
중단사업이익	-1	-1	6	0	0
당기순이익	-65	18	-4	23	42
지배주주	-65	18	-18	23	43
총포괄이익	-64	18	-4	23	42
매출총이익률 (%)	73.1	57.8	72.1	80.0	68.6
영업이익률 (%)	-37.9	-169.6	-29.1	16.6	18.0
EBITDA마진률 (%)	-20.3	-129.2	-14.8	19.5	18.2
당기순이익률 (%)	-119.3	134.4	-9.5	15.6	13.2
ROA (%)	-19.1	6.8	-6.9	7.4	9.8
ROE (%)	-73.1	28.8	-29.8	36.9	45.1
ROIC (%)	-12.0	-12.7	-8.5	43.0	n/a

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	-5.5	21.6	-17.1	13.3	7.1
P/B	7.4	5.9	6.6	4.5	2.9
EV/EBITDA	-41.9	-25.3	-55.3	8.7	2.2
P/CF	n/a	n/a	n/a	12.4	7.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-81.7	-74.6	185.1	272.6	119.7
영업이익	적전	적지	적지	흑전	137.6
세전이익	적전	흑전	적전	흑전	120.6
당기순이익	적전	흑전	적전	흑전	86.2
EPS	적전	흑전	적전	흑전	87.0
안정성 (%)					
부채비율	218.0	153.9	203.4	224.9	243.2
유동비율	142.9	95.8	87.6	103.4	114.0
순차입금/자기자본(x)	92.1	36.3	-14.0	-77.5	-135.0
영업이익/금융비용(x)	-5.8	-6.8	-9.3	-29.2	-69.4
총차입금 (십억원)	153	82	69	69	69
순차입금 (십억원)	74	37	-12	-85	-206
주당지표(원)					
EPS	-3,716	1,012	-1,034	1,323	2,475
BPS	2,777	3,681	2,684	3,900	6,173
CFPS	n/a	n/a	n/a	1,427	2,302
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

모두투어 목표주가 추이			투자이건 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	괴락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
			2020.06.22	변경	안진아									
			2021.06.17	Buy	38,000	-23.9		-36.9						
			2022.04.12	Buy	32,000	-23.9		-45.0						
			2022.11.02	변경	커버리지제외									
			2023.01.04	신규	안진아									
			2023.01.04	Buy	25,000									

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 당사에게 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)	투자이건 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.0% 7.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자이건 비율은 2022.1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)