한화투자증권

2021년 11월 16일
기업분석

모두투어 (080160)

실적은 바텀 통과

▶Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(유지): 33,000원

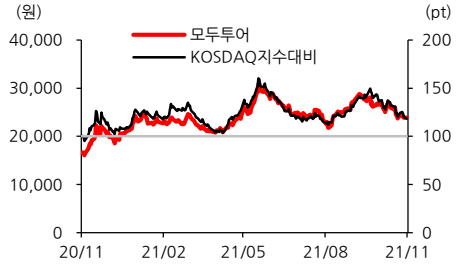
현재 주가(11/15)	23,900원
상승여력	▲38.1%
시가총액	4,517억원
발행주식수	18,900천주
52 주 최고가 / 최저가	30,950 / 16,050원
90 일 일평균 거래대금	73.99억원
외국인 지분율	10.5%
주주 구성	
우종웅 (외 12 인)	12.9%
자사주 (외 1 인)	8.1%
JPMorganInvestmentManage	5.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.0	1.3	-2.2	45.3
상대수익률(KOSDAQ)	-13.9	2.4	-8.7	22.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	297	55	14	200
영업이익	3	-21	-25	10
EBITDA	12	-12	-18	19
지배주주순이익	2	-65	-20	7
EPS	95	-3,414	-1,045	359
순차입금	-29	56	67	56
PER	192.4	-6.0	-22.9	66.5
PBR	2.8	7.4	14.1	11.6
EV/EBITDA	25.3	-38.1	-28.9	27.3
배당수익률	0.7	-	-	0.5
ROE	1.4	-73.1	-46.7	19.2

주가 추이



실적은 제한적인 매출+구조조정을 통한 일시적 비용 증가로 확실한 바텀을 확인했습니다. 방향성은 분명 '수요 회복', '시장재편' 수혜입니다.

3Q21 일시적인 손실폭 확대

모두투어의 3Q21 연결 기준 매출액은 35억 원으로 낮은 베이스 효과 덕에 전년대비 +19%나 성장했지만, 적자폭은 오히려 코로나19 발병 이후 가장 컸다. 이미 보수적이었던 기대치와 대비해도 저조(p. 2)했다.

① 하늘길(별도 수요 및 매출 규모)은 지난 2Q21 모습과 거의 유사한 상황에서 ② 여행 정상화 기대로 휴직했던 인력이 대부분 복귀했고, ③ 코로나19 발병 이후 처음으로 강도 높은 구조조정을 진행한 탓에 퇴직연금을 포함한 인건비가 일시적으로 크게 치솟았기 때문이다. 4Q20 기준 1,018명이었던 임직원 수는 3Q21 741명으로 감축[그림1]됐다.

실적 바텀 통과 입증

변이 바이러스 확산 악영향이 컸던 2Q21와 유사한 레벨의 매출 + 본격적인 업황 회복 전 선행한 고강도 구조조정, 이에 기반한 일시적 비용부담이 맞물린 3Q21는 실적 측면에서 바텀을 입증한다.

물론 세상일 다 알 수 없지만, 현재 흐름대로만 간다면, ① 전세계 백신 완전접종률 상승, ② 점진적으로 열리는 하늘길, ③ 누적된 해외여행 이연수요의 물꼬가 트여 '특급회복기'를 맞이할 것이기 때문이다. 앞으로 분기 세 자릿수가 넘는 손실은 볼 일이 없겠다.

기존 투자의견 유지

대형사 중심의 업종 시장재편, Consolidation 모멘텀을 기대하며 동사에 대한 기존 투자의견을 유지한다. 버티지 못한 여행사들이 최근[그림3,4]에도 많이 무너지고 있는 가운데, 해외여행 수요는 이제 막 부활[그림2]을 앞두고 있는데, 넘치는 수요에 대응하는 공급(항공권+호텔 등)을 원활하게 소싱할 수 있는 여행사는 지극히 제한적이기 때문이다.

최근 여행주는 위드코로나 국면 진입에도 싱거운 퍼포먼스를 보이고 있다. 쉽사리 멈춰지지 않는 일별 코로나19 확진자수, 해외현황 등 외부변수 때문이다. 그래도, 업황에 대한 큰 '회복' 방향성, 긴 호흡에서 접근이 필요하다.

[표1] 모두투어 3Q21 실적 Review (단위: 십억원, %)

I/S	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P (a)	y-y	q-q	컨센서스 (b)	차이(a/b)-1
매출액	2.9	4.5	2.4	3.1	3.5	18.6%	13.7%	3.1	12.6%
growth %	-95.8%	-93.0%	-94.5%	1.1%	18.6%			5.4%	
영업이익	-7.5	-3.0	-4.3	-6.3	-10.2	36.5%	62.7%	-8.4	21.8%
growth %	적지	적지	적지	적지	적지			적지	
margin %	-253.2%	-65.1%	-174.8%	-203.6%	-291.4%	-38.2%p	-87.9%p	-269.4%	-22.1%p

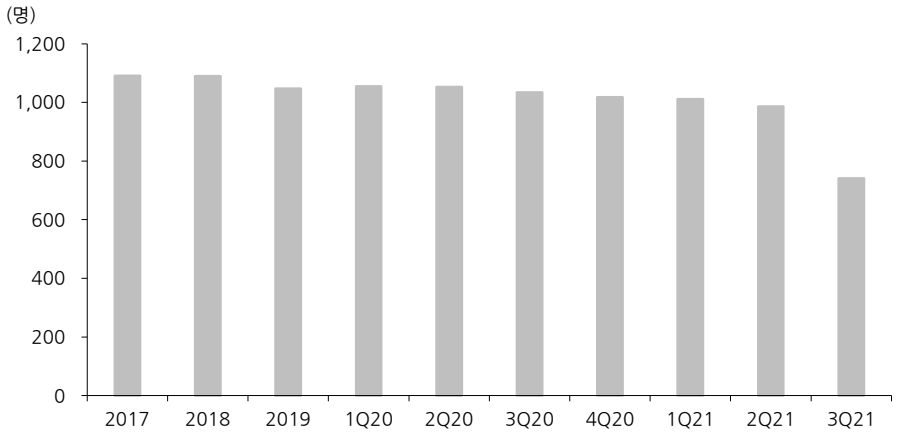
자료: 모두투어, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 모두투어 분기 및 연간 실적 추이 (단위: 십억 원)

I/S	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	2018	2019	2020	2021E
매출액	44.2	3.0	2.9	4.5	2.4	3.1	3.5	365.0	297.2	54.8	14.0
growth %	-51.8%	-95.7%	-95.8%	-93.1%	-94.5%	1.1%	18.6%	25.4%	-18.6%	-81.6%	-74.4%
별도(여행)	37.3	1.8	1.1	2.7	0.7	0.8	0.8	311.4	242.3	42.9	4.8
growth %	-51.8%	-96.9%	-98.1%	-94.8%	-98.2%	-52.4%	-23.0%	24.9%	-22.2%	-82.3%	-88.7%
sales %	84.4%	58.4%	36.8%	59.1%	27.3%	27.5%	23.9%	85.3%	81.5%	78.3%	34.5%
자회사	8.5	3.2	3.6	3.8	3.5	4.0	3.9	61.9	61.3	19.0	15.2
growth %	-46.1%	-78.6%	-76.2%	-76.0%	-58.6%	25.6%	7.8%	29.7%	-0.9%	-69.0%	-20.0%
sales %	19.2%	104.3%	121.6%	83.1%	143.9%	129.6%	110.5%	17.0%	20.6%	34.7%	108.2%
영업이익	-1.4	-9.3	-7.5	-3.0	-4.3	-6.3	-10.2	16.6	3.2	-21.2	-24.9
growth %	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	-48.1%	-80.7%	적전	적지
margin %	-3.3%	-307.5%	-253.2%	-65.2%	-174.8%	-203.6%	-291.4%	4.6%	1.1%	-38.7%	-177.3%
별도(여행)	2.0	-6.9	-4.8	-1.2	-2.8	-5.1	-9.0	21.7	5.3	-10.9	-23.9
growth %	-78.0%	적전	적지	적지	-242.2%	-26.6%	86.7%	-34.4%	-75.4%	적전	적지
margin %	5.2%	-388.2%	-445.0%	-44.5%	-417.6%	-599.0%	-1078.9%	7.0%	2.2%	-25.5%	-493.3%
자회사	-3.5	-2.6	-3.0	-2.1	-0.5	-0.2	0.0	-5.0	-2.1	-11.2	-1.0
growth %	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
margin %	-40.8%	-82.3%	-83.7%	-56.4%	-15.7%	-4.7%	0.0%	-8.1%	-3.5%	-58.8%	-6.6%

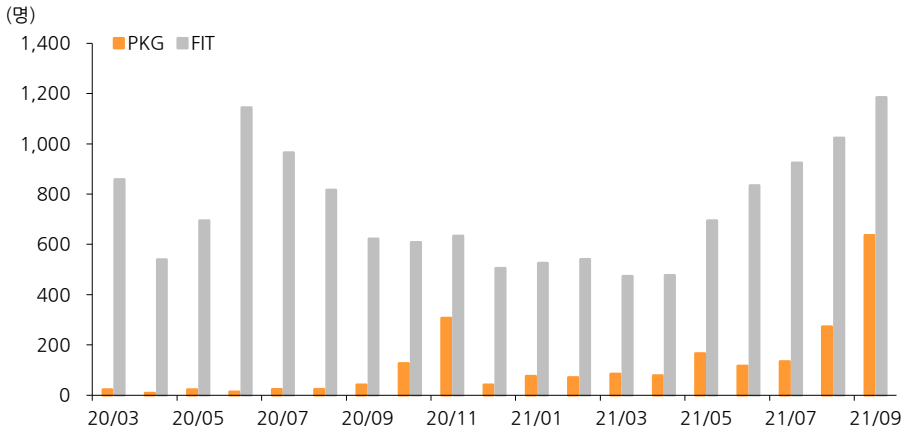
자료: 모두투어, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 모두투어 직원수 추이



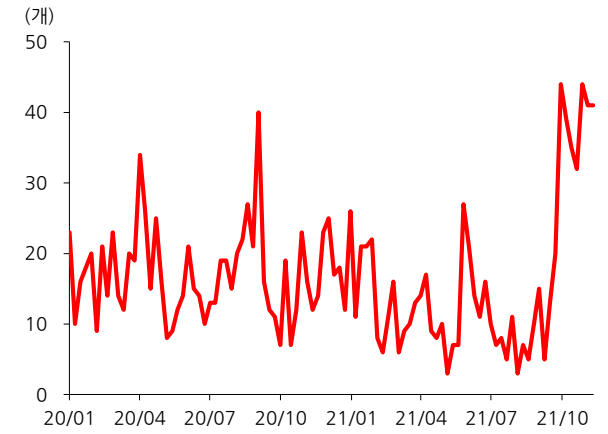
자료: 모두투어, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 모두투어 여행형태별 수요 추이



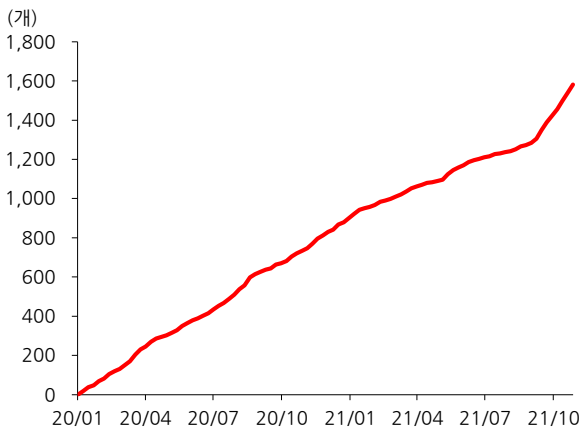
자료: 모두투어, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 주간 폐업 여행사 신고 수



자료: 여행통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 2020 년 초 대비 누적 폐업 여행사 수



자료: 여행통계청, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	365	297	55	14	200
매출총이익	278	244	40	7	150
영업이익	17	3	-21	-25	10
EBITDA	21	12	-12	-18	19
순이자손익	1	-1	-3	-3	-3
외화관련손익	1	1	0	0	0
지분법손익	0	1	0	4	1
세전계속사업손익	16	6	-64	-22	8
당기순이익	12	2	-65	-20	6
지배주주순이익	13	2	-65	-20	7
증가율(%)					
매출액	-1.9	-18.6	-81.6	-74.3	1,321.5
영업이익	-51.1	-80.7	적전	적지	흑전
EBITDA	-44.3	-39.5	적전	적지	흑전
순이익	-51.1	-81.4	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	76.2	82.1	72.7	46.9	75.0
영업이익률	4.6	1.1	-38.7	-176.3	5.1
EBITDA 이익률	5.6	4.2	-21.3	-127.1	9.3
세전이익률	4.3	2.1	-117.0	-153.8	4.1
순이익률	3.3	0.8	-118.1	-145.3	3.1

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	201	204	87	78	139
현금성자산	156	160	79	67	77
매출채권	29	27	2	5	33
재고자산	11	10	1	3	25
비유동자산	134	217	170	158	171
투자자산	32	33	34	23	24
유형자산	101	183	136	135	147
무형자산	1	1	0	0	0
자산총계	335	421	257	236	310
유동부채	147	139	61	106	175
매입채무	45	47	14	14	55
유동성이자부채	23	7	24	71	72
비유동부채	27	129	115	67	66
비유동이자부채	24	124	111	64	62
부채총계	173	268	176	173	240
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	29	29	29	29	29
이익잉여금	120	116	47	27	34
자본조정	-26	-30	-33	-33	-33
자기주식	-25	-30	-33	-33	-33
자본총계	161	153	81	63	70

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	34	26	-74	-18	31
당기순이익	12	2	-65	-21	6
자산상각비	4	9	10	7	8
운전자본증감	18	8	-61	0	17
매출채권 감소(증가)	19	3	24	-1	-28
재고자산 감소(증가)	14	1	9	-1	-23
매입채무 증가(감소)	-16	-4	-33	5	41
투자현금흐름	-18	-36	35	17	-22
유형자산처분(취득)	-3	-27	-1	-6	-20
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-13	-5	41	23	-2
재무현금흐름	-13	8	-5	-1	-1
차입금의 증가(감소)	2	19	2	0	-1
자본의 증가(감소)	-9	-5	-3	0	0
배당금의 지급	-9	-7	-3	0	0
총현금흐름	24	21	-8	-16	14
(-)운전자본증가(감소)	-18	-9	59	5	-17
(-)설비투자	3	27	1	6	20
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	39	3	-68	-27	11
(-)기타투자	2	6	8	-5	0
잉여현금	37	-2	-76	-23	11
NOPLAT	11	1	-15	-18	8
(+) Dep	4	9	10	7	8
(-)운전자본투자	-18	-9	59	5	-17
(-)Capex	3	27	1	6	20
OpFCF	30	-7	-66	-22	13

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	664	95	-3,414	-1,045	359
BPS	7,056	6,567	2,777	1,696	2,056
DPS	350	120	0	0	120
CFPS	1,270	1,102	-448	-858	761
ROA(%)	3.7	0.5	-19.1	-8.0	2.5
ROE(%)	9.3	1.4	-73.1	-46.7	19.2
ROIC(%)	21.5	1.5	-12.5	-13.9	6.2
Multiples(x,%)					
PER	36.3	192.4	-6.0	-22.9	66.5
PBR	3.4	2.8	7.4	14.1	11.6
PSR	1.2	1.2	7.1	32.0	2.3
PCR	19.0	16.5	-45.9	-27.9	31.4
EV/EBITDA	16.8	25.3	-38.1	-28.9	27.3
배당수익률	1.5	0.7	-	-	0.5
안정성(%)					
부채비율	107.6	175.8	218.0	274.5	344.3
Net debt/Equity	-67.5	-19.1	69.5	106.3	79.8
Net debt/EBITDA	-527.9	-233.8	-481.2	-374.0	299.9
유동비율	136.6	146.2	142.9	73.5	79.7
이자보상배율(배)	11.9	0.9	-	-	2.6
자산구조(%)					
투하자본	18.8	37.1	54.1	58.2	54.4
현금+투자자산	81.2	62.9	45.9	41.8	45.6
자본구조(%)					
차입금	22.7	46.1	62.6	68.0	65.6
자기자본	77.3	53.9	37.4	32.0	34.4

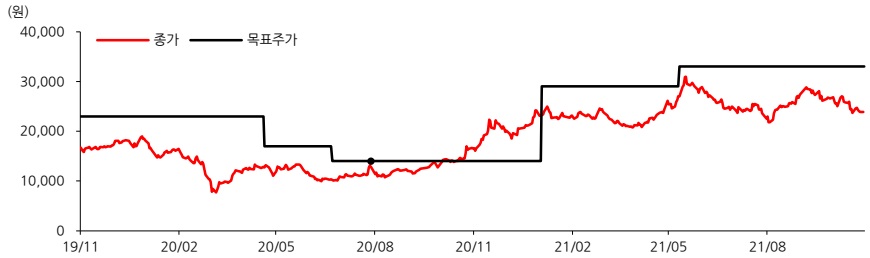
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2021 년 11 월 16 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해, 조은아)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[모두투어 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.11.25	2019.12.04	2020.01.03	2020.01.17	2020.02.04	2020.03.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	23,000	23,000	23,000	23,000	23,000	23,000
일 시	2020.03.27	2020.04.02	2020.05.07	2020.05.28	2020.07.02	2020.07.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	23,000	23,000	17,000	17,000	17,000	14,000
일 시	2020.08.10	2020.10.20	2020.11.17	2021.01.15	2021.01.20	2021.02.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	14,000	14,000	14,000	14,000	29,000	29,000
일 시	2021.03.19	2021.04.06	2021.04.28	2021.05.12	2021.05.28	2021.08.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	29,000	29,000	29,000	29,000	33,000	33,000
일 시	2021.09.03	2021.10.07	2021.11.16			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	33,000	33,000	33,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.07.24	Buy	23,000	-34.94	-17.39
2020.05.07	Buy	17,000	-30.35	-21.76
2020.07.09	Buy	14,000	7.22	72.86
2021.01.20	Buy	29,000	-20.81	-6.72
2021.05.28	Buy	33,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2021 년 09 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%