

모두투어 (080160)

임수진 soojin.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월

21,000

목표주가

신규

현재주가

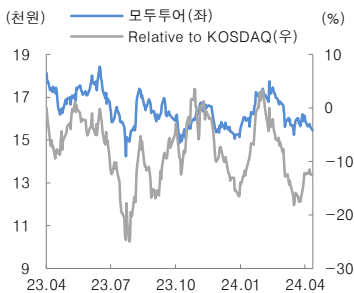
15,450

(24.04.15)

레저업종

KOSDAQ	852.42
시가총액	292십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	18,440원 / 14,240원
120일 평균거래대금	13억원
외국인지분율	13.57%
주요주주	우창웅 외 7 인 11.45%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.6	-3.6	3.3	-11.7
상대수익률	1.6	-2.7	-0.2	-6.3



어제의 적은 오늘의 동지

- 1위사 수준의 성장세 예상. 업종 턴어라운드 구간 함께 주목해볼만
- OTA와 협력 관계 구축하며 경쟁 완화 및 수익성 확대 구간
- 역대 최대 실적을 기록한 2017년 영업이익에 근접한 호실적 기대

투자의견 매수, 목표주가 21,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 2024E 지배주주 당기순이익 기준 EPS 1,112원에 Target PER 25.9배(14~17년도 평균 PER)에 할인율 -25%를 적용하여 산정. 여행 업종 2위사로 여행 수요 회복에 따른 수혜가 예상. 1위사와 비슷한 성장세가 기대되는데 상대적으로 주목도가 낮은 모습. 1위사 주가 상승 구간 함께 주목해야할 종목으로 판단

어제의 적은 오늘의 동지

과거 OTA와의 경쟁으로 수익성이 크게 감소한 바 있는데 3월 경쟁사의 지분 매입 및 MOU체결 등 관계가 빠르게 개선되고 있음. 이를 통해 경쟁 완화에 따른 비용 감소로 수익성 개선될 것으로 기대

2024년 영업이익률은 11.7%로 예상되며, OTA 경쟁자 등장 이후 최고 수준의 수익성 기록할 전망. 계절성 영향으로 2분기 송출객 수는 소폭 감소할 것이나 패키지 이연수요 지속 및 항공편 증편으로 하반기 송출객 수 성장이 본격화될 전망

역대 최대 실적을 기록한 2017년 영업이익에 근접한 호실적 기대

2024년 연결 기준 영업수익 2,611억원(YoY +45%), 영업이익 307억원(YoY +147%)으로 호실적을 기록할 것으로 전망. 역대 최대 실적을 기록한 2017년 영업이익에 근접한 수준. 1) 패키지 송출객 수의 가파른 성장세, 2) 고급 패키지 판매 비중 확대, 3) 수익성 개선에 기인

(단위: 십억원, %)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	29	179	261	298	330
영업이익	-22	12	31	38	45
세전순이익	-25	6	21	27	34
총당기순이익	-12	13	21	26	31
지배지분순이익	-16	10	21	25	30
EPS	-856	544	1,112	1,345	1,610
PER	-19.9	28.0	13.9	11.5	9.6
BPS	2,950	3,731	4,607	5,715	7,086
PBR	5.8	4.1	3.4	2.7	2.2
ROE	-25.8	16.3	26.7	26.1	25.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

기업개요

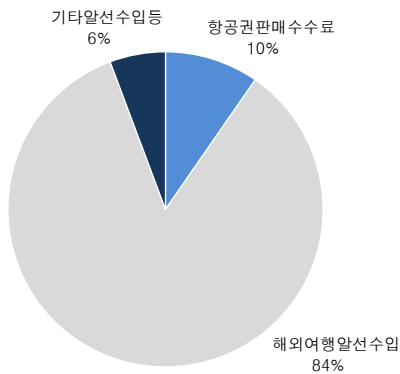
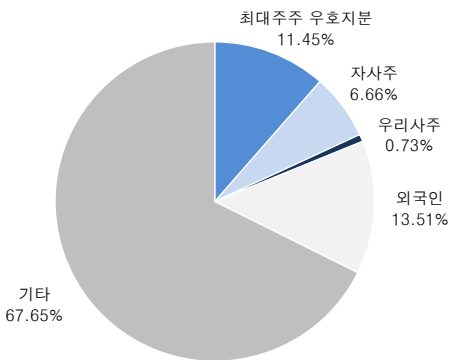
모두투어는 국내 최초의 도매여행기업인 ‘국일여행사’로 1989년 설립되었다. 1989년 해외여행자유화가 시작된 직후 해외여행상품을 기획해 전국의 여행업체에 유통시키는 국내최초의 여행도매업체이다.

동사의 성장 동력으로는 오프라인 대리점을 꼽을 수 있다. 2023년 말 기준 국내에만 5,000여개의 오프라인 대리점이 있으며, 당사 상품만 판매가 가능한 모두투어 대리점은 전국 약 500개를 두고 있다.

2023년 별도기준 매출은 해외여행알선 수입 84%, 항공판매수수료 10%, 기타알선수입 6% 순으로 구성된다. 코로나 기간 이후 프리미엄 패키지 상품 ‘모두시그니처’ 판매 확대 전략을 펼치고 있다. 2023년 전체 패키지 예약 중 모두 시그니처의 비중은 약 24% 였으며, 2024년 목표는 30% 수준이다.

그림 108. 모두투어_주주현황

그림 109. 모두투어_2023년 사업부별 매출비중



자료: 모두투어, 대신증권 Research Center
주: 2024년 4월 9일 기준

자료: 모두투어, 대신증권 Research Center
주: 2023년 별도 매출 기준

그림 110. 모두투어_주력 상품 모두 시그니처

그림 111. 모두투어_컨셉투어



자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

Valuation 및 투자 전략

당사는 모두투어에 대해 투자 의견 'Buy'와 목표주가 21,000원으로 분석을 개시한다. 목표주가는 2024E 지배주주 당기순이익 기준 EPS 1,112원에 Target PER 25.9배(14~17년도 평균 PER)에 할인율 -25%를 적용하여 산정했다. 할인율은 2019년 대비 송출객 수 기준 MS 감소분을 감안하였다.

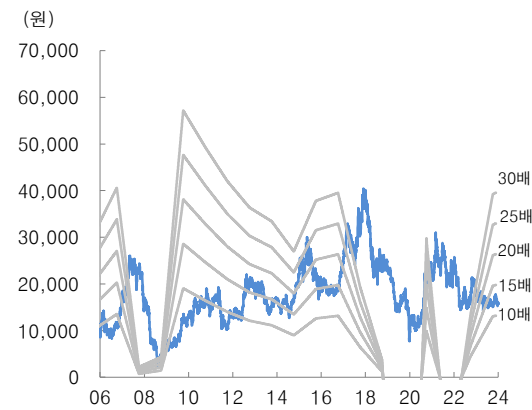
여행 업종 2위사로 여행 수요 회복에 따른 수혜가 예상된다. 1위사와 비슷한 성장세가 기대되는데 상대적으로 주목도가 낮은 모습이다. 주주환원 정책에 상대적으로 소극적인 모습이기 때문이다. 다만, 올해 OTA ‘야놀자’와의 협력 강화를 통해 기존의 경쟁 심화에 따른 수익성 악화를 크게 개선하고 경쟁사보다 빠른 송출객 수 회복도 기대해볼 수 있다. 1위사 주가 상승 구간 함께 주목해야할 종목으로 판단한다.

표 19. 모두투어_Valuation Table (단위: 십억원, 백만주, 원, 배, %)

	2024E	비고
지배주주 순이익(십억원)	21.4	2024년 추정치 기준
주식수(백만주)	18.9	
지배주주 EPS(원)	1,112	
Target PER	19.4	모두투어의 14~17년도 평균 PER 25.9배에 할인율 -25% 적용 할인 근거는 점유율 19년 대비 -25% 감소에 기인
적정주가(원)	21,598	
목표주가(원)	21,000	
현재주가(원)	15,890	
상승여력(%)	34.4%	

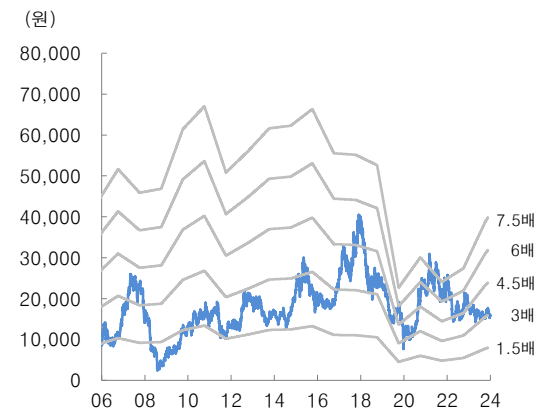
자료: 대신증권 Research Center

그림 112. 모두투어_PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 113. 모두투어_PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

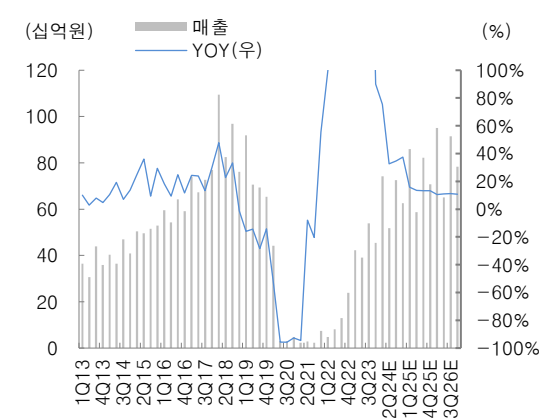
실적 전망

2024년 연결 기준 영업수익 2,611억원(YoY +45%), 영업이익 307억원(YoY +147%)으로 호실적을 기록할 것으로 전망한다. 역대 최대 실적을 기록한 2017년 영업이익에 근접한 수준이다. 하나투어와 마찬가지로 1) 패키지 송출객 수의 가파른 성장세, 2) 고급 패키지 판매 비중 확대, 3) 수익성 개선에 기인한다.

동사의 패키지 수요는 전분기 대비 +27%로 시장보다 빠른 성장을 기록했다. 2024년 모두투어 패키지 송출객 수는 약 119만명으로 19년 대비 82% 수준까지 회복할 것으로 예상된다. 계절성 영향으로 2분기 송출객 수는 소폭 감소할 것이나 패키지 이연수요 지속 및 항공편 증편으로 하반기 송출객 수 성장이 본격화될 것으로 예상된다.

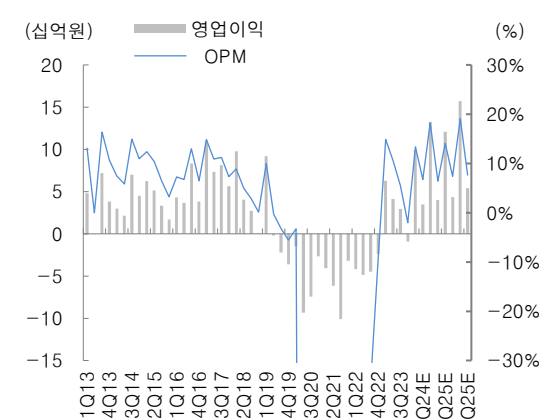
2024년 해외 패키지 수탁금은 1조 2,970억원으로 2019년 대비 +9% 성장할 전망이다. 모두투어 역시 매출 전환율이 높은 고급 패키지 ‘모두시그니처’의 판매량이 증가한 영향이다. 2018, 2019년의 경우 OTA와의 경쟁으로 수익성이 크게 감소한 바 있는데 올해의 경우 경쟁보다 OTA와의 협력 관계 구축을 통해 수익성을 크게 개선시킬 것으로 예상된다. 영업이익률은 11.7%로 OTA 등장 이후 최고 수준의 수익성을 기록할 것으로 전망한다.

그림 114. 모두투어_매출액 추이 및 전망



자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

그림 115. 모두투어_영업이익 및 OPM



자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

표 20. 모두투어_실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024F	2025F
영업수익	42.3	39.1	53.9	45.5	74.2	51.8	72.6	62.5	180.7	261.1	297.8
본사	36.7	33.3	49.6	49.6	66.5	46.5	70.1	60.6	169.1	243.7	277.9
항공권판매수수료	1.3	1.4	2.5	1.8	3.6	2.9	3.4	3.4	7.0	13.3	15.1
해외여행알선수입	33.7	29.9	45.1	45.0	59.9	40.9	63.5	54.2	153.6	218.4	249.6
기타알선수익	1.7	2.0	2.0	2.8	3.0	2.8	3.2	3.0	8.5	12.1	13.3
자회사	6.4	6.8	7.4	5.6	11.6	9.5	10.5	6.9	26.2	38.4	43.9
매출원가	7.4	5.5	12.3	6.2	22.2	13.1	17.6	16.8	31.4	69.7	79.1
매출총이익	34.8	33.6	41.6	39.3	52.0	38.7	55.0	45.7	149.3	191.4	218.6
영업비용	28.5	29.5	38.6	40.2	42.1	35.2	41.7	41.7	136.9	160.7	181.1
영업이익	6.3	4.1	3.0	-0.9	9.9	3.5	13.3	4.0	12.4	30.7	37.6
OPM	14.9%	10.6%	5.5%	-2.0%	13.4%	6.7%	18.3%	6.4%	6.9%	11.7%	12.6%
영업이익	5.3	1.8	2.4	-0.9	7.8	1.4	11.5	3.1	8.6	23.8	29.7
OPM	14.6%	5.3%	4.8%	-1.8%	11.7%	3.0%	16.5%	5.1%	5.1%	9.8%	10.7%
당기순이익	5.8	0.9	3.0	3.5	7.4	3.8	11.4	3.5	13.2	26.1	31.2
성장률 YoY(%)											
영업수익	792%	385%	315%	90%	76%	33%	35%	37%	263%	45%	14%
본사	2,501%	514%	415%	206%	81%	40%	41%	22%	418%	44%	14%
항공권판매수수료	545%	224%	250%	116%	183%	105%	34%	89%	221%	89%	13%
해외여행알선수입	5,541%	943%	396%	228%	78%	37%	41%	20%	485%	42%	14%
기타알선수익	172%	-6%	-1,248%	70%	80%	40%	60%	10%	102%	43%	10%
자회사	67%	-26%	169%	-39%	81%	40%	41%	22%	5%	47%	14%
매출원가	216%	194%	137%	-18%	198%	140%	43%	171%	86%	122%	14%
매출총이익	1,358%	442%	432%	139%	49%	15%	32%	16%	28%	14%	11%
영업비용	335%	166%	214%	114%	47%	19%	8%	4%	17%	13%	10%
영업이익	-251%	-184%	-166%	-61%	58%	-16%	349%	-534%	147%	22%	20%
OPM	-256%	-136%	-152%	-33%	45%	-20%	387%	-439%	178%	25%	22%
영업이익	-227%	-146%	-203%	-232%	27%	321%	285%	0%	98%	20%	18%
OPM	792%	385%	315%	90%	76%	33%	35%	37%	263%	45%	14%
당기순이익	2,501%	514%	415%	206%	81%	40%	41%	22%	418%	44%	14%

자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

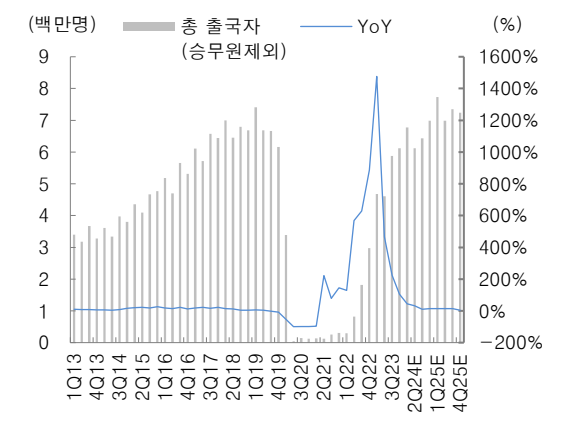
표 21. 모두투어_주요 가정

(단위: 천원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024F	2025F
내국인 출국자 수	4,683	4,612	5,882	6,116	6,776	6,116	6,436	6,982	21,293	26,309	29,298
YoY	1,476%	465%	224%	106%	45%	33%	9%	14%	14%	14%	14%
모두투어 송객 수	295	292	337	389	531	427	451	503	1,314	1,913	2,168
YoY	1,967%	494%	302%	138%	80%	46%	34%	29%	323%	46%	13%
패키지	197	185	204	259	330	265	280	312	844	1,187	1,346
YoY	9,333%	1,248%	368%	185%	67%	43%	38%	21%	462%	41%	13%
항공권	98	107	134	130	201	162	171	191	470	725	822
YoY	707%	203%	231%	80%	105%	51%	28%	46%	192%	54%	13%

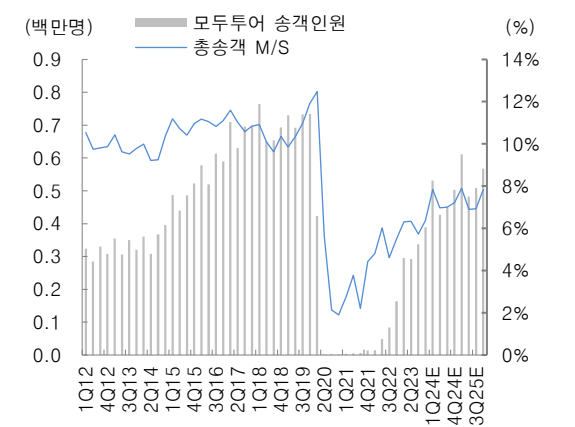
자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

그림 116. 국내 아웃바운드 추이 및 전망



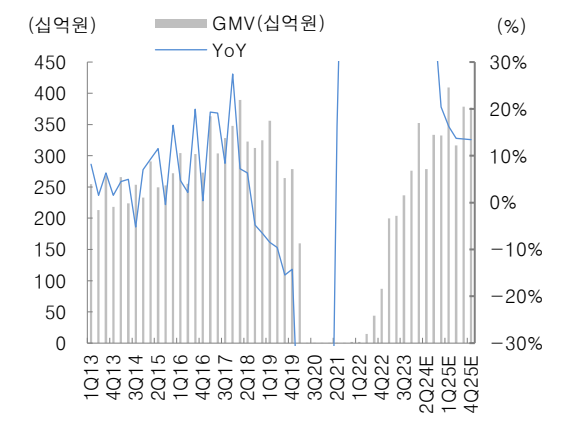
자료: 관광정보시스템, 대신증권 Research Center

그림 117. 모두투어_분기 송출객 수 및 MS 추이



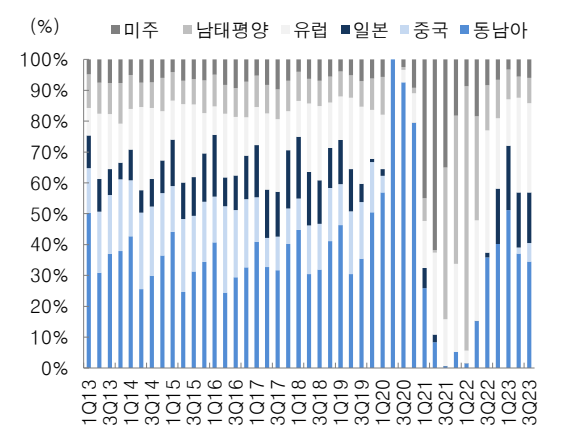
자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

그림 118. 모두투어_분기 수탁금 추이



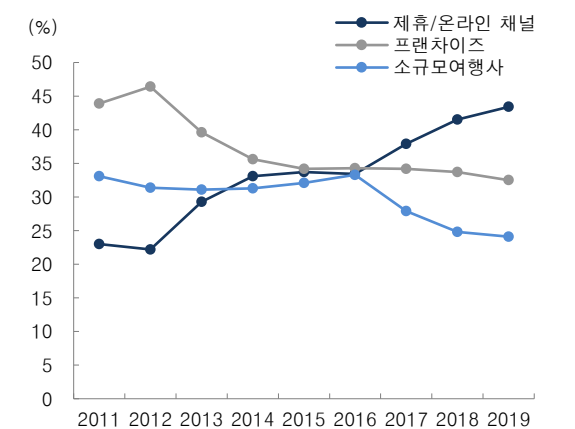
자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

그림 119. 모두투어_분기 수탁금 지역별 비중



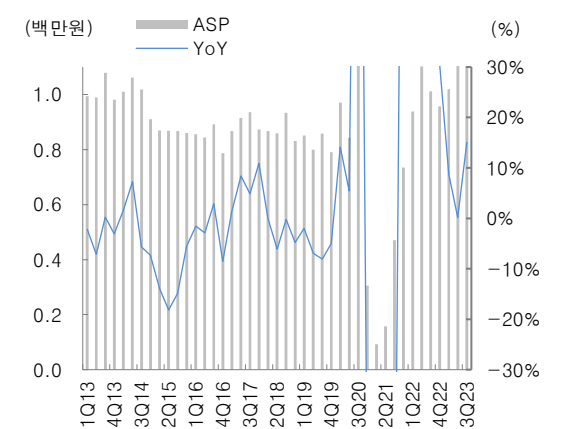
자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

그림 120. 모두투어_유통채널 별 실제판매가 비중



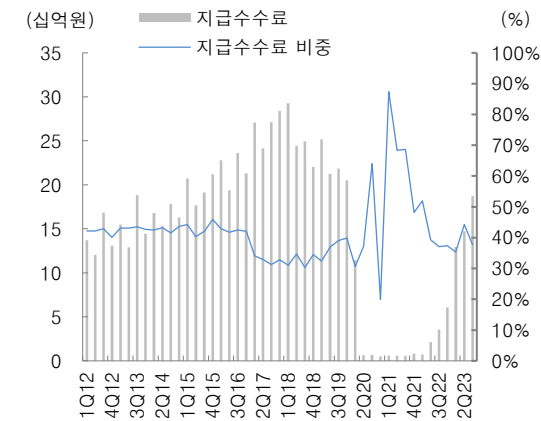
자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

그림 121. 모두투어_PKG 인당 수탁금 추이



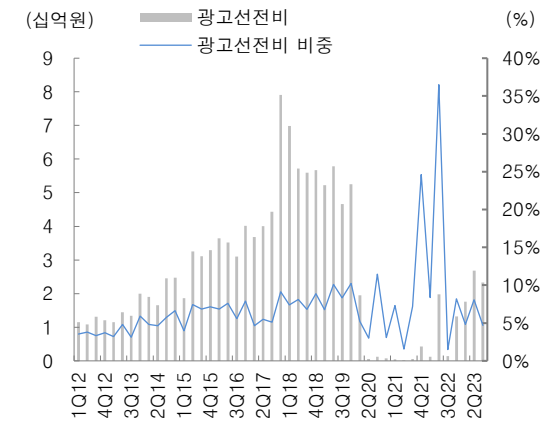
자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

그림 122. 모두투어_지급수수료 및 비중 추이



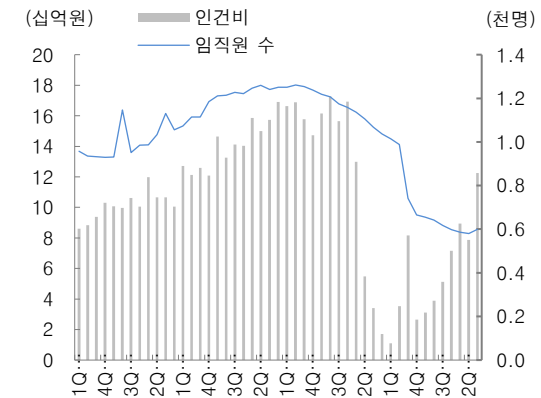
자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

그림 123. 모두투어_광고선전비 및 비중 추이



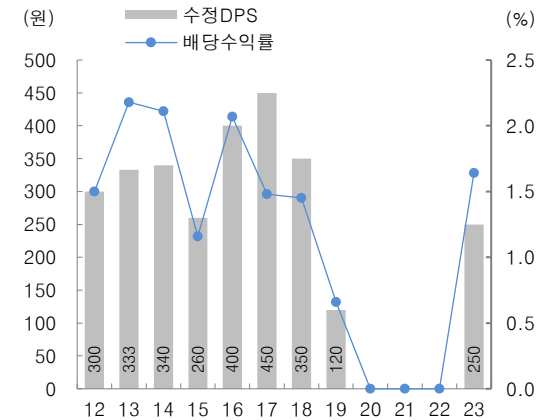
자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

그림 124. 모두투어_인건비 및 임직원 수 추이



자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

그림 125. 모두투어 DPS 및 시가배당률 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

기업개요

기업개요

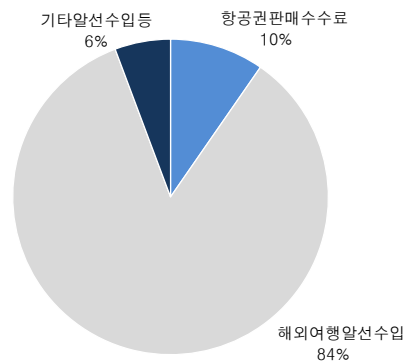
- 당사는 국내 최초의 도매여행기업인 '국일여행사'로 1989년 설립. 1989년 해외여행자유화가 시작된 직후 해외여행상품을 기획해 전국의 여행업체에 유통시키는 국내최초의 여행도매업체
- 23년 말 기준 국내에만 5,000여개의 오프라인 대리점이 있으며, 당사 상품만 판매가 가능한 모두투어 대리점은 전국 약 500개를 보유
- 2023년 별도기준 매출은 해외여행알선 수입 84%, 항공판매수수료 10%, 기타알선수입 6% 순으로 구성

주가 변동요인

- 송출객 수 및 인당 수탁금 변동
- 여행 산업 관련 규제 변화
- 대내외적 매크로 환경 변화에 따른 영향

자료: 대신증권 Research Center

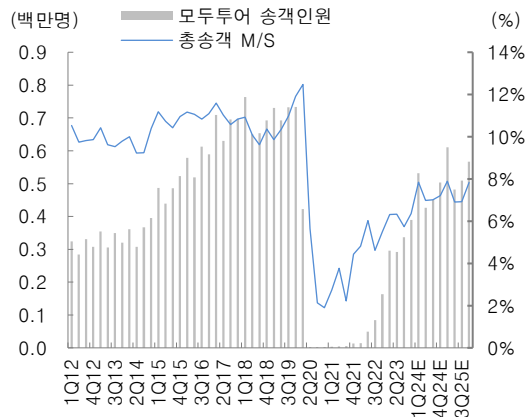
모두투어_매출 항목별 비중



주: 2023년 4분기 별도 매출 기준
자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

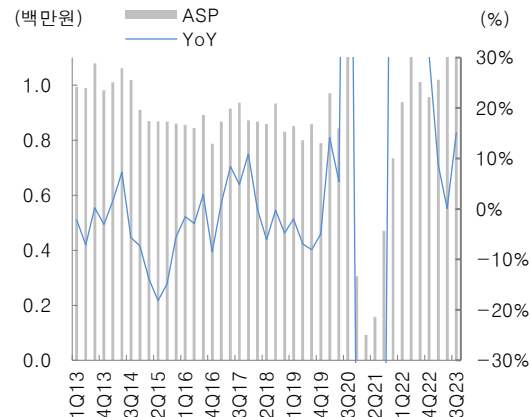
Earnings Driver

모두투어_분기 송출객 수 및 MS 추이



자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

모두투어_PKG 인당 수탁금 추이



자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	29	179	261	298	330
매출원가	9	30	70	79	87
매출총이익	21	148	191	219	243
판매비와관리비	43	137	161	181	198
영업이익	-22	12	31	38	45
영업이익률	-75.1	6.5	11.7	12.6	13.6
EBITDA	-17	16	35	41	48
영업외손익	-3	-6	-10	-11	-11
관계기업손익	0	4	0	0	0
금융수익	1	3	3	2	2
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-2	-2	-2	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-3	-10	-10	-11	-11
법인세비용차감전순손익	-25	6	21	27	34
법인세비용	-5	-1	5	7	8
계속사업순손익	-20	7	16	20	25
중단사업순손익	8	6	6	6	6
당기순이익	-12	13	21	26	31
당기순이익률	-40.9	7.4	8.2	8.7	9.4
비지배자분순이익	4	3	0	1	1
지배자분순이익	-16	10	21	25	30
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	1
포괄순이익	-12	13	23	22	45
비지배자분포괄이익	4	3	0	0	1
지배자분포괄이익	-16	10	22	21	45

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-856	544	1,112	1,345	1,610
PER	NA	28.0	13.9	11.5	9.6
BPS	2,950	3,731	4,607	5,715	7,086
PBR	5.8	4.1	3.4	2.7	2.2
EBITDAPS	-880	861	1,828	2,161	2,531
EV/EBITDA	-22.0	15.9	7.2	5.6	4.3
SPS	1,558	9,449	13,813	15,754	17,464
PSR	10.9	1.6	1.1	1.0	0.9
CFPS	-91	1,389	1,684	1,996	2,349
DPS	0	250	300	360	420

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	114.0	506.4	46.2	14.1	10.9
영업이익 증가율	-5.3	-152.3	165.3	22.5	19.8
순이익 증가율	-165.1	-209.5	62.6	21.0	19.7
수익성					
ROC	-14.6	21.3	35.1	42.8	51.2
ROA	-8.4	4.1	9.7	10.7	11.4
ROE	-25.8	16.3	26.7	26.1	25.2
안정성					
부채비율	203.9	200.6	169.7	142.8	121.7
순차입금비율	12.5	-58.2	-64.9	-70.5	-75.8
이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

재무상태표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	110	229	263	302	350
현금및현금성자산	28	35	68	104	150
매출채권	11	23	34	39	45
기타채권	4	29	28	32	36
재고자산	66	142	133	126	120
기타유동자산	160	70	69	68	69
비유동자산	90	20	18	16	15
유형자산	0	7	7	7	7
관계기업투자금	70	43	44	45	47
기타비유동자산	270	299	332	370	419
자산총계	270	299	332	370	419
유동부채	178	174	184	193	205
매입채무 및 기타채무	36	62	62	62	62
차입금	52	0	0	0	0
유동성채무	44	0	2	2	2
기타유동부채	45	112	120	129	141
비유동부채	4	26	25	25	25
차입금	2	0	-2	-4	-7
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	26	27	29	32
부채총계	181	200	209	218	230
자배자분	56	71	87	108	134
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	28	27	27	27	27
이익잉여금	51	61	78	99	125
기타자본변동	-33	-27	-27	-27	-27
비자배자분	33	29	36	44	55
자본총계	89	100	123	152	189
순차입금	11	-58	-73	-91	-116

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	61	48	53	57	63
당기순이익	-12	13	21	26	31
비현금항목의 가감	10	13	10	12	13
감가상각비	5	5	4	3	3
외환손익	1	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	8	6	9	11
자산부채의 증감	61	25	24	24	25
기타현금흐름	2	-3	-3	-5	-7
투자활동 현금흐름	-23	5	6	4	3
투자자산	11	-5	0	0	0
유형자산	-33	-21	7	6	5
재무활동 현금흐름	-21	-42	-10	-12	-12
단기차입금	-18	-21	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	-2	-2	-2	-2
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-1	-7	-4	-4	-4
기타	-2	-12	-4	-6	-6
현금의 증감	17	10	29	37	45
기초 현금	12	28	39	68	104
기말 현금	28	39	68	104	150
NOPLAT	-17	14	23	28	34
FCF	-18	10	25	30	35

자료: 모두투어, 대신증권 Research Center