



모두투어 (080160)

BUY (유지)



미디어, 엔터테인먼트 Analyst **한익희**
02-6114-2906 ikhee.han@hdsrc.com

터널의 끝이 보인다!

- 4분기 실적은 일본 방사능 여파와 필리핀 태풍, 태국 반정부 시위 등으로 부진했음
- 2014년에는 일본 여행 시장이 회복되는 등 각종 악재들이 해소되고, 비용 효율성이 높아져 실적 턴어라운드 흐름이 기대됨. 여기에 밸류에이션은 역사적 저평가 상태에 있음
- 투자 의견 BUY와 적정주가 32,500원을 유지함

주가(1/23)	23,450원
적정주가	32,500원
산업내 투자선호도	★★☆
업종명/산업명	카지노/레저/호텔
업종 투자 의견	Overweight
시가총액	2,955억원
발행주식수 (보통주)	12,600,000주
유동주식비율	72.1%
KOSPI 지수	1947.59
KOSDAQ 지수	522.72
60일 평균 거래량	107,965주
60일 평균 거래대금	24억원
외국인보유비중	18.2%
수정EPS 성장률(13~15 CAGR)	12.4%
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	11.9%
52주 최고/최저가 (보통주)	31,900원
	20,100원
베타(12M, 일간수익률)	0.9
주요주주	우종웅 등 17.9%
주가상승률	1개월 3개월 6개월
절대	3.3% 1.7% -22.0%
상대	-3.2% 2.3% -19.1%



리서치센터 트위터 @QnA_Research

IFRS별도 기준 영업수익은 전년 대비 5% 확대, 영업이익은 17% 감소

모두투어가 IFRS별도 재무제표 기준으로 2013년 4분기 실적을 발표했다. 영업수익은 전년 대비 5% 늘어난 가운데 영업이익이 17% 감소했고, 분기순이익은 4% 증가하는 것으로 마감했다. 부진한 실적은 이미 예상됐고, 컨센서스와 유사하게 발표됐다.

일본 방사능 여파와 필리핀 태풍 피해, 태국 정정 불안 등이 주된 원인임

지난 하반기 계속됐던 일본 방사능 여파가 4분기에도 실적을 압박했다. 여기에 필리핀 태풍 피해, 태국 반정부 시위 등으로 주요 여행국에 악재들이 집중돼 4분기 해외 패키지 송객은 전년 대비 4% 확대에 그쳤다. 매출이 부진한 관계로 영업이익은 전년 대비 감소하게 됐다. 일본과 동남아의 송객 비중은 악재 발생 이전에는 각각 13%, 48% 수준을 보였다.

전체 아웃바운드 시장도 함께 부진했음

참고로 지난 4분기 승무원을 제외한 출국자는 전년 동기 대비 5% 증가에 그쳤다. 역시 일본, 필리핀, 태국으로의 여행 수요가 위축된 영향이 컸다고 판단된다. 4분기 동사의 지역별 모객 비중은 중국 26%, 일본 6%, 유럽 6%, 미국 4%, 동남아 47%, 남태평양 11%이다.

결산기말	12/11A	12/12A	12/13F	12/14F	12/15F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	125.0	137.9	149.7	175.4	198.7
영업이익 (십억원)	16.2	21.3	16.6	26.3	29.6
순이익 (십억원)	13.8	17.6	15.8	22.1	25.1
자배기업순이익 (십억원)	13.6	17.6	15.7	22.0	25.0
EPS (원)	1,124	1,436	1,282	1,797	2,040
수정EPS (원)	1,124	1,436	1,282	1,797	2,040
PER* (배)	26.2 - 12.5	23.4 - 10.8	25.5 - 15.4	13.1	11.5
PBR (배)	2.7	4.4	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA (배)	8.1	14.0	11.6	7.3	6.1
배당수익률 (%)	2.1	1.5	1.7	2.3	2.6
ROE (%)	18.9	22.7	17.8	21.6	20.9
ROIC (%)	3,073.7	271.5	146.0	229.0	165.5

적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표

자료: 모두투어, 현대증권

그림 1> 2013년 4분기 실적은 각종 악재가 겹치며 부진한 모습

(단위:십억원)	IFRS별도 재무제표 기준						IFRS연결 재무제표 기준		
	4Q13	YoY	Consensus	FY 2013	YoY	Consensus	FY2013	당사 추정	FY2013 Consensus
영업수익	34.0	4.6	34.4	143.1	7.8	142.8		149.7	146.8
영업이익	3.7	(16.7)	4.0	20.0	(5.4)	19.9		16.6	16.8
세전이익	4.2	(2.2)	n/a	22.8	1.4	n/a		20.9	n/a
순이익	3.4	4.3	3.4	18.2	5.5	17.3		15.8	16.2

자료: 모두투어, 현대증권

참고: 당사는 모두투어를 IFRS연결 재무제표 기준으로 기재하고 있어 별도 기준 실적 추정치가 없습니다.

**모두투어 인터내셔널의
영업손실로 IFRS연결 실적은
별도 기준 대비 좀 더
부진할 전망**

IFRS별도 재무제표 기준 연간 실적은 영업수익이 전년 대비 8% 증가한 반면, 영업이익이 5% 감소했고, 순이익은 6% 증가했다. 상반기까지 양호한 실적 흐름을 이어오다 여름경부터 일본 방사능 여파로 일본 부문 실적이 위축됐고, 매출 비중으로 40%가 넘는 동남아 사업 부문이 가을경부터 태국 정정 불안과 필리핀 태풍 사고로 부진한 때문이다.

IFRS별도 대비 연결 기준으로 연간 제반 이익들은 좀 더 부진할 것으로 보인다. 연결 대상 종속법인인 모두투어 인터내셔널이 연간 약 50억원 규모의 영업손실을 볼 것으로 예상되기 때문이다. 엔저가 계속되면서 일본인 인바운드 산업이 크게 위축됐고, 중국인 인바운드 시장은 경쟁 강도가 강화돼 기대만큼 매출을 올리지 못한 것이 주된 원인이다.

**2014년 실적 턴어라운드
흐름 예고**

2014년에는 기저효과가 가미된 실적 턴어라운드 흐름이 진행될 것으로 전망된다. 첫째, 일본행 여행수요가 회복될 전망이다. 우리나라 국민들이 일본 방사능 공포에 어느 정도 둔감해졌고, 엔저 현상이 강하게 진행된 덕에 일본으로의 여행 수요가 회복되고 있는 것으로 파악된다. 언론 보도에 따르면 이번 설 연휴 기간 동안 대한항공을 이용하는 출국자 중 23%가 일본을 방문한다고 한다. 그리고 주요 여행사들이 일본행 아웃바운드 예약이 회복되고 있음을 보고하고 있다. 일본행 여행수요가 살아나면서 모두투어의 매출 성장 추세도 재차 복원될 전망이다.

둘째, 필리핀 태풍 사고와 태국 정정 불안 때문에 야기된 실적 베이스의 저하는 2013년의 기저 효과를 예고하고 있다. 거대 태풍 사고는 일회성 이벤트이고, 태국 정정 불안 문제는 장기화되기 보다는 해결 국면으로 들어설 가능성을 높게 본다.

셋째, 비용 측면에서는 2014년부터 성과연봉제를 도입하기 때문에 인건비 효율성이 높아질 것으로 기대하고, 대리점 볼륨 인센티브 정책도 본사에서 총괄하도록 바뀌어 지급수수료 정책의 효과도 높아질 것이다.

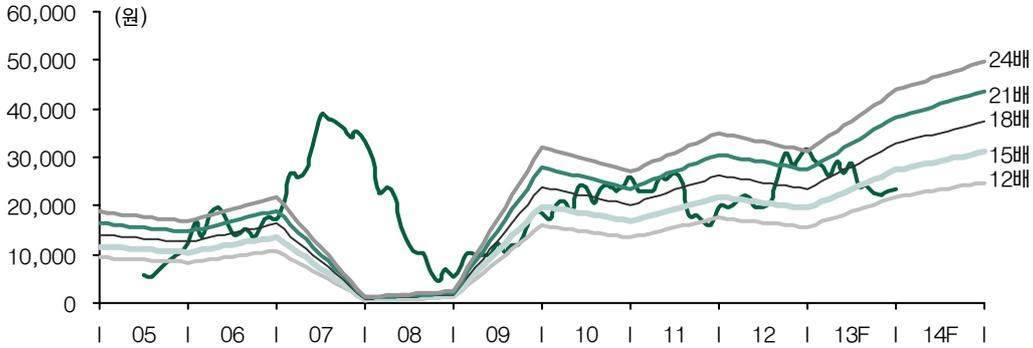
**밸류에이션 수준은 역사적
바닥권**

2014년 실적 턴어라운드가 기대되는 가운데 현재 동사의 PER 밸류에이션은 역사적 바닥권에 머물러 있다(그림 2>). 2009년 이래 PER 밴드의 하단은 12배로 형성돼 있는데 2014년 예상 EPS 기준 동사의 PER은 13.1배이다. 2014년 실적의 턴어라운드를 감안하면 PER 18배 수준까지는 밸류에이션이 회복될 것으로 예상된다.

**투자의견 BUY와 적정주가
32,500원을 유지함**

모두투어에 대해 투자의견 BUY와 적정주가 32,500원을 유지한다. 일본 방사능 공포에 둔감해지고, 엔저가 계속되고 있어 2013년에 태어난 악재들이 해소되고 있다. 실적은 2014년을 기점으로 턴어라운드 할 전망이며 밸류에이션은 부담이 없는 상태이다. 적정주가 32,500원은 2014년 예상 EPS 1,797원에 적정 PER 18배를 반영해 산출했다.

그림 2> 모두투어의 역사적 PER 밴드 추이



자료: 현대증권

투자자 고지사항

■ 투자이건 및 목표주가 변경내역



종목명	변경일	투자이건	적정주가 (₩)
모두투어	12/5/30	BUY	27,350
	12/7/17	BUY	28,500
	12/9/19	BUY	35,000
	13/5/26	BUY	38,000
	13/10/28	BUY	32,500

- 당사는 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함
- 투자이건 분류: 신장: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상 / 기압: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상)
등급: Strong BUY = 4, BUY = 3, Marketperform = 2, Underperform = 1, Blackout/Universe탈락 = 0 (주가 —, 적정주가 ▲, 등급 —)
- 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변경할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.