



모두투어 (080160)

BUY (유지)



미디어, 엔터테인먼트 Analyst **한익희**
02-2003-2906 ikhee.han@hdsrc.com
RA **김영익**
02-2003-2902 youngik.kim@hdsrc.com

시작은 미미했으나 끝은 창대하리라!

- 지난 4월 제주 로베로 호텔 인수 이후 전일 호텔 아벤트리 종로가 개관함
- 호텔 투자에 가시적 성과 시현 중, 추정 실적 규모는 크지 않으나 이는 중요하지 않다는 판단임
- 모두투어의 호텔 투자는 자회사인 모두투어 인터내셔널의 실적 및 사세 확장이 궁극적인 목표
- 투자의견 BUY를 유지함. 인바운드 사업 강화로 사업이 진화하고 있어 밸류에이션 리레이팅이 일어날 것으로 전망하며 적정주가를 35,000원으로 상향 조정함

| | |
|-------------------------|----------------------|
| 주가(9/18) | 22,750원 |
| 적정주가 | 35,000원 (종전 28,500원) |
| 업종명/산업명 | 카지노/레저/호텔 |
| 업종 투자 의견 | Overweight |
| 시가총액 | 2,867억원 |
| 발행주식수 (보통주) | 12,600,000주 |
| 유동주식비율 | 74.0% |
| KOSPI 지수 | 2004.96 |
| KOSDAQ 지수 | 523.52 |
| 60일 평균 거래량 | 91,604주 |
| 60일 평균 거래대금 | 19억원 |
| 외국인보유비중 | 12.9% |
| 수정EPS 성장률(12~14 CAGR) | 36.6% |
| 시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR) | 16.5% |
| 52주 최고/최저가 (보통주) | 23,100원 |
| | 15,246원 |
| 배타(12M, 일간수익률) | 1.1 |
| 주요주주 | 우종웅 등 19.1% |
| 주가상승률 | 1개월 3개월 6개월 |
| 절대 | 24.7% 16.7% 15.4% |
| 상대 | 16.0% 5.9% 19.0% |



리서치센터 트위터 @QnA_Research

전일 <호텔 아벤트리 종로> 개관

전일 모두투어가 투자한 아벤트리 리츠의 증저가 호텔인 <호텔 아벤트리 종로>가 개관했다. 종각역 인근 조계사 건너편에 위치해 있고, 9월 28일 경 영업을 시작할 예정이다. 객실은 155개, 평균 객실단가는 13만원 선으로 알려져 있다. 모두투어가 투자한 금액은 20억원, 지분율은 11%이다.

아벤트리 호텔의 연간 기대 매출과 영업이익은 각각 90억원, 23억원

아벤트리 호텔 종로의 연간 기대 매출은 90억원이다. 가동률 95%는 무난히 달성할 것으로 보여 객실 매출은 연간 70억원이 달성될 것으로 예상된다. 여기에 식음 매출 20억원을 합산하면 총매출은 90억원으로 산출된다. 영업이익률은 통상적인 증저가 호텔들이 보이는 25% 수준을 기록할 것으로 보여 연간 기대 영업이익은 23억원 정도이다. 비영업부문에 특이사항은 안보여 영업이익에서 법인세를 차감하고 산출한 예상 당기순이익은 17억원 수준이다. 동사는 지분 11%를 보유하고 있어 지분법평가이익은 약 2억원이 예상될 것이고, 이는 다시 배당금으로 환원될 것으로 보인다.

| 계산기말 | 12/10A | 12/11A | 12/12F | 12/13F | 12/14F |
|---------------|-------------|-------------|----------|----------|----------|
| (적용기준) | (GAAP-P) | (IFRS-C) | (IFRS-P) | (IFRS-P) | (IFRS-P) |
| 매출액 (십억원) | 117.1 | 125.0 | 146.8 | 187.4 | 227.7 |
| 영업이익 (십억원) | 19.4 | 16.7 | 22.4 | 33.4 | 43.7 |
| 순이익 (십억원) | 16.0 | 13.8 | 17.9 | 26.4 | 34.5 |
| 자배기업순이익 (십억원) | 16.0 | 13.6 | 17.9 | 26.4 | 34.5 |
| EPS (원) | 1,328 | 1,124 | 1,482 | 2,193 | 2,865 |
| 수정EPS (원) | 1,328 | 1,124 | 1,482 | 2,193 | 2,865 |
| PER* (배) | 19.6 - 11.5 | 26.2 - 12.5 | 15.4 | 10.4 | 7.9 |
| PBR (배) | 4.3 | 2.7 | 3.2 | 2.6 | 2.0 |
| EV/EBITDA (배) | 10.7 | 9.1 | 8.7 | 4.9 | 3.1 |
| 배당수익률 (%) | 1.7 | 2.1 | 1.9 | 2.8 | 3.7 |
| ROE (%) | 27.6 | 18.9 | 20.8 | 27.2 | 28.0 |
| ROIC (%) | NA | NA | NA | NA | NA |

자료: 모두투어, 현대증권

그림 1> 조계사 맞은편에 위치한 아벤처리 호텔 종로의 외관과 객실 내부 모습



자료: 현대증권

지난 4월에는 제주 로베로 호텔 인수

이에 앞서 모두투어는 지난 4월 제주 로베로 호텔을 85억원에 인수한 바 있다(지분율 100%). 로베로 호텔은 객실이 113개, 평균 객실단가는 7.5만원 정도이고, 모두투어가 인수한 이후 만실을 기록하고 있다. 로베로 호텔은 연매출 35억원, 영업이익 8~10억원 정도의 실적을 해 줄 것으로 기대하고 있다.

호텔 투자에서 가시적인 성과 시현 중

모두투어가 속속 호텔 투자에서 가시적인 성과를 보이고 있다. 향후에도 적절한 투자처가 나타나면 합리적인 투자 범위 내에서 호텔 투자를 이어나갈 계획이다. 비록 모두투어가 개장한 호텔들의 기대 순이익이 전사 이익에 비해 작기는 하지만, 금액이 작다는 이유로 이를 평가절하해서는 안될 것 같다. 호텔 사업을 새로운 주력사업으로 가져가려고 하는 것이 아니기 때문에 손해를 보지 않는 한 이익 규모는 아무래도 상관없다는 판단이다.

모두투어의 호텔 투자는 자회사인 모두투어 인터내셔널의 실적 및 사세 확장이 궁극적인 목표

우리는 모두투어가 주력인 아웃바운드 패키지 사업으로부터 진화하여 새로운 사업 영역으로 나아가고 있는 점을 긍정적으로 평가한다. 동사가 진행하는 호텔 투자는 충분하고도 상당한 수량의 객실을 지속적으로 확보함으로써 자회사인 모두투어 인터내셔널의 인바운드 관광 사업에 시너지를 일으키려는 목적으로 진행되고 있다.

현재 중국인과 일본인 관광객을 소화할 객실이 태부족인 상태에서 좋은 입지의 호텔 객실들을 상당량 확보하고 있으면 모두투어 인터내셔널의 경우 원청 여행사들을 상대로 교섭력(bargaining power)이 강해지고, 이는 매출 증대와 수익성 향상으로 이어진다. 결국 모두투어가 호텔 투자를 통해 궁극적으로 얻고자 하는 효과는 호텔에서 돈을 벌겠다는 것이 아니라 인바운드 업체인 모두투어 인터내셔널의 실적 성장과 사세 확대이다. 인바운드 관광업이 단군 이래 최대 호황을 누리고 있고, 앞으로도 이 추세가 더욱 강해질 것으로 기대되는 만큼 인바운드 자회사의 육성과 강화는 필연적인 과제라 판단된다. (다음 페이지에서 계속)

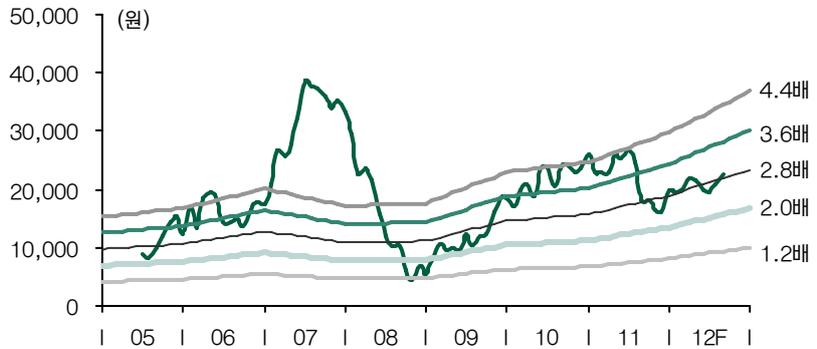
인바운드 사업 강화로 사업이 진화하고 있어 밸류에이션 리레이팅 일어날 전망

모두투어가 아웃바운드 여행 상품 판매 위주에서 인바운드 관광 사업의 강화로 사세를 뻗치고 있어 이를 근거로 밸류에이션 리레이팅이 이뤄질 것으로 전망한다. 현재 동사의 PBR은 2.8배 수준에 머무르고 있고, 당사의 종전 적정 PBR은 3.6배인데 새롭게 모두투어의 적정 PBR을 2010~11년 기록하던 밴드 상단인 4.4배로 상향 조정한다. 이에 따라 모두투어의 적정주가를 35,000원으로 종전 28,500원 대비 23% 상향 조정한다.

투자 의견 BUY 유지, 적정주가는 35,000원으로 상향 조정

모두투어에 대해 투자 의견 BUY를 유지한다. 2012년 전년 대비 기저효과에 힘입어 실적이 일어날 것이고, 2013년에는 국내 여행산업의 성장 구도가 완전히 복원된 데에 힘입어 실적 확대 추세가 이어질 전망이다. 시장점유율이 지속적으로 향상되고 있으며 호텔 사업을 통해 인바운드 사업 활성화 방향으로 사업이 진화하고 있다.

그림 2> 모두투어의 역사적 PBR 밴드 차트 추이



자료: 현대증권

- 당사는 동 조서분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인 함.
- 투자 의견 분류: 산업: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기업: 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 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

