

Greenchip

Initiate OVERWEIGHT

여행산업

Enjoy your Flight!!

06년 상장 Rush 속의 여행산업은 향후 원화강세에 의한 첫번째 성장국면, 소득증가에 따른 두번째 성장국면을 맞이할 것으로 전망한다. 원화 강세에 따른 성장논리는 85년 美·日간의 Plaza 합의 이후 엔高시대에 들어선 일본의 여행산업 발전모습에서 착안했으며, 소득증가에 따른 성장논리는 상대적으로 낮은 패키지 판가가 새로운 해외출국 수요를 자극하여 새로운 수요창출이 가능할 것이라는 것이다. 산업 성장과 더불어 탄력적 가격정책과 여행사의 매출인식·비용 구조에 기반한 간판사와 직판사의 비교, On-line 영업채널의 양면성에 대한 통합적 분석결과 지금까지 상대적으로 소외되었던 직판사가 부각될 것으로 전망하며, 직판사인 자유투어(046840)을 Top-pick으로 추천한다.

종목	코드	주가(05/16)	목표주가	투자의견
자유투어	046840	6,100	10,000	BUY
하나투어	039130	71,500	91,000	BUY
모두투어	080160	48,500	50,000	HOLD



Analyst 심원섭
02-369-3314
stevewshim@winnet.co.kr

요 약

- ▶ 상장 Rush를 보이는 여행업종의 성장세는 향후 원화강세에 의한 첫번째 성장국면, 소득증가에 따른 상대적 패키지 평가하락에 의한 두번째 성장국면을 맞이할 것으로 전망하며, 장기성장성에 대한 낙관적인 견해를 밝힌다. 원화강세에 따른 성장논리는 85년 Plaza 합의 이후 엔高시대에 들어선 일본의 여행산업 발전모습에서 착안했으며, 소득증가에 따른 성장논리는 상대적으로 낮은 패키지 평가가 새로운 해외출국 수요를 자극하여 새로운 수요창출이 가능하다는 것이다.
- ▶ 여행산업은 독특한 회계처리와 05년 7월까지 하나투어가 유일한 상장사였기 때문에 시장에 충분한 정보가 제공되지 못한 것으로 판단한다. 최근 상장 Rush 붐, 탄력적 가격정책과 여행사의 수익, 간판사와 직판사의 비교, On-line영업채널의 양면성에 대한 분석 결과, 직판사의 장점이 부각된다.
- ▶ 선두업체 대비 상대적으로 낮은 Valuation매력, 상장에 따른 브랜드 가치 제고, 레버리지 효과 등을 고려하여 자유투어(046840)을 여행업종 Top-pick으로 제시한다. 하나투어(039130)는 거둬들여 확인되는 업종 내 위상을 바탕으로 차선호 종목으로 제시한다. 모두투어(080160)는 대규모 자금유입은 긍정적이나, 향후 자금집행 과정을 지켜보는 것이 좀 더 신중한 투자판단인 것으로 보인다.

목차

I. 격상(格上)의 해 2006년		II-3. 여행산업의 전망과 근거	
상장 Rush	3	상품의 모방용이성과 신뢰성	12
여행산업의 현재	3	Art of Pricing	13
II-1. 1st Stage : Growth by KRW Strength		직접판매방식 vs 간접판매방식	15
20년 전 일본의 예	6	On-line Channel	17
우호적인 인국통계학적 수치	9	III. Valuation 및 실적전망	
II-2. 2nd Stage : Growth by Growing Income		하나투어(039130)	19
소득증가에 따른 상대적 패키지 평가 인하	11	자유투어 (046840)	21
		모두투어(080160)	23

I. 격상(格上)의 해 2006년

▶ 상장 Rush

앞으로 06년은 증시에서 여행사들이 '여행업종'을 구성하며 한단계 격상(格上)되는 해로 기억될 것이다. 00년 하나투어의 상장 이후 4년간의 공백을 깨고 05년 모두투어와 자유투어가 시장에 등장한 후, 1H06 세종여행사, 인터컨티넨탈여행이 우회상장을 통해 잇따라 시장에 소개되었고, 롯데관광개발 역시 상장심사를 통과한 상황이다.

여행업종은 대형화 추세에 있는 상위 업체들과 중소기업체들간의 양극화 과정에서 경쟁력이 떨어지는 쪽은 퇴출되고, 경쟁력이 앞서는 쪽만이 살아남을 것으로 전망한다. 업계에서는 향후 4~5년간 '부익부 빈익빈' 현상의 심화로 극심한 구조조정의 회오리에 휩싸일 것으로 전망하고 있다. 05년 시작된 여행사들의 상장 Rush는 이와 같은 맥락에서 이해 가능하다. 현재 여행사들은 상장을 통해 브랜드 이미지 제고 및 자금조달 없이는 먼저 상장한 하나투어의 독주를 막을 방법이 없다는 결론에 도달하여 상장에 동참하고 있다.

기상장, 상장 확정 여행사 (05년 기준)						
여행사명	매출액	영업이익	OPM	매출구성	M/S	비고
하나투어(039130)	1110.3	177.6	16.0%	관광알선수익 61.5% 기타 38.5%	10.4%	
모두투어(080160)	388.7	32.0	8.2%	관광알선수익 49.8% 기타 46.2%	4.7%	
자유투어(046840)	113.1	-18.2	-16.0%	관광알선수익 50.0% 기타 50.0%	3.3%	에스테크놀러지로 우회상장 6월 30일 IT 사업부 매각예정
세종여행사	459.3	28.4	6.2%	관광알선수익 5.9% 물류부문 53.9% 기타 40.3%	1%미만	세종나모(030130)가 인수
인터컨티넨탈여행사	40.6	11.5	28.3%	-	1%미만	볼빅(048550)이 100% 지분인수 후 여행사업 추가
참좋은여행사	58.1	-2.3	-4.0%	관광알선수익 60.2% 기타 39.8%	1%미만	위즈정보기술(038620)이 지분 80% 인수하여 계열사 편입
롯데관광개발	366.9	63.3	17.3%	관광알선수익 67.2% 기타 32.8%	4.1%	6월 7일 유가증권시장 최초 직상장

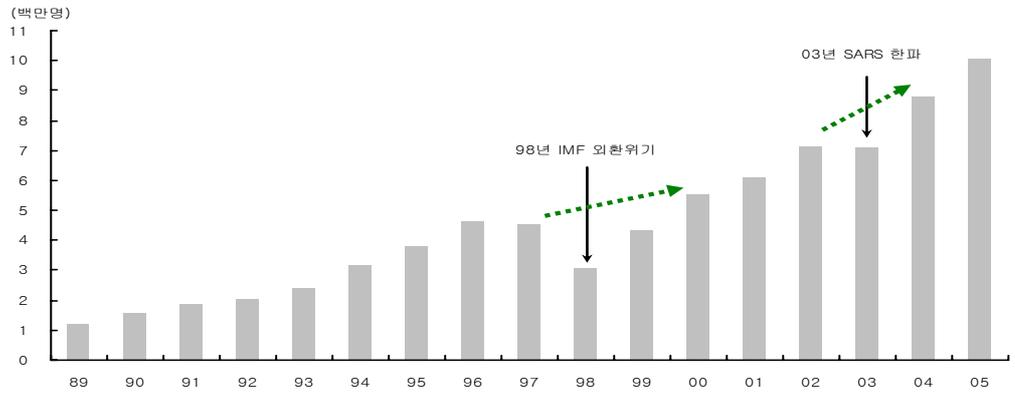
자료 : 동부리서치 단위 : 억원 주 : 인터컨티넨탈여행사와 참좋은여행사는 영업이익 대신 당기순이익, 순이익률 수치임.

▶ 여행산업의 현재

해외여행산업을 이해하기 위해서 89년 해외여행 자유화 조치 이후 현재까지 해외출국자수 추이를 살펴보면 몇가지 중요한 사항을 발견할 수 있다.

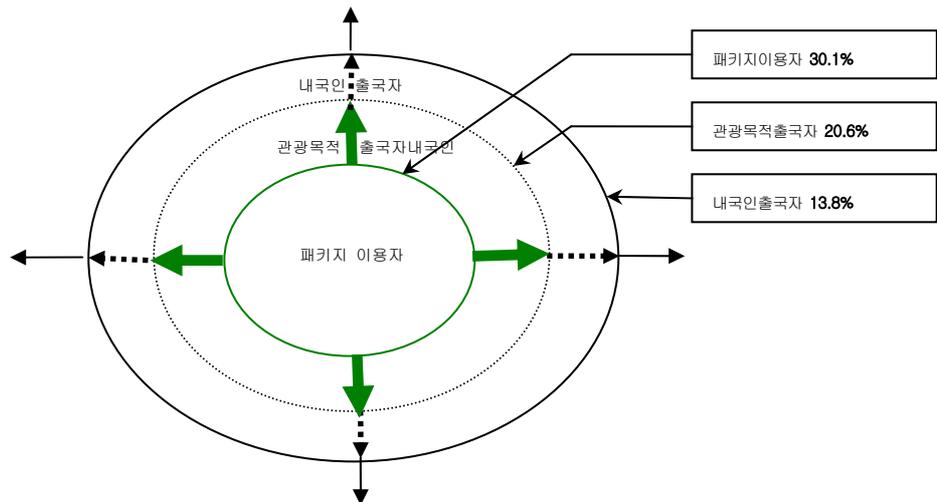
첫째, 세계 경제에 부정적인 영향을 끼친 사건도 해외로 나가려는 욕구를 꺾지 못하고 있다는 점이다. 98년 IMF 외환위기나 03년 SARS로 인한 해외출국자수 감소는 아래 그림에서 보듯 일시적일 뿐이라는 점이다. 부정적 여파 다음에는 괄목할 만한 기저효과가 그 뒤를 이으면서 성장궤도에 원위치하는 강한 복원력을 보여준다.

기저효과 : 놀라운 복원력



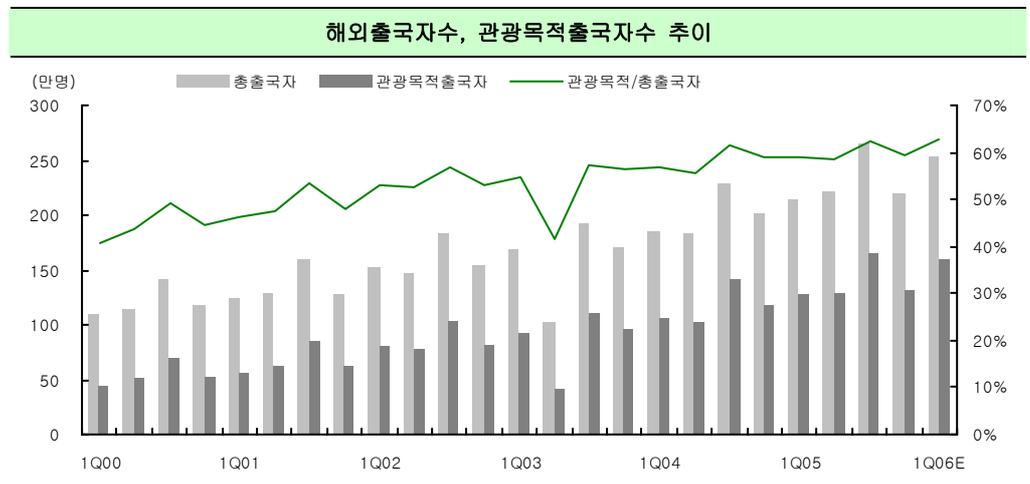
자료 : 한국관광공사(KATA), 동부리서치

현재 여행산업의 성장세 (00년~05년 CAGR)

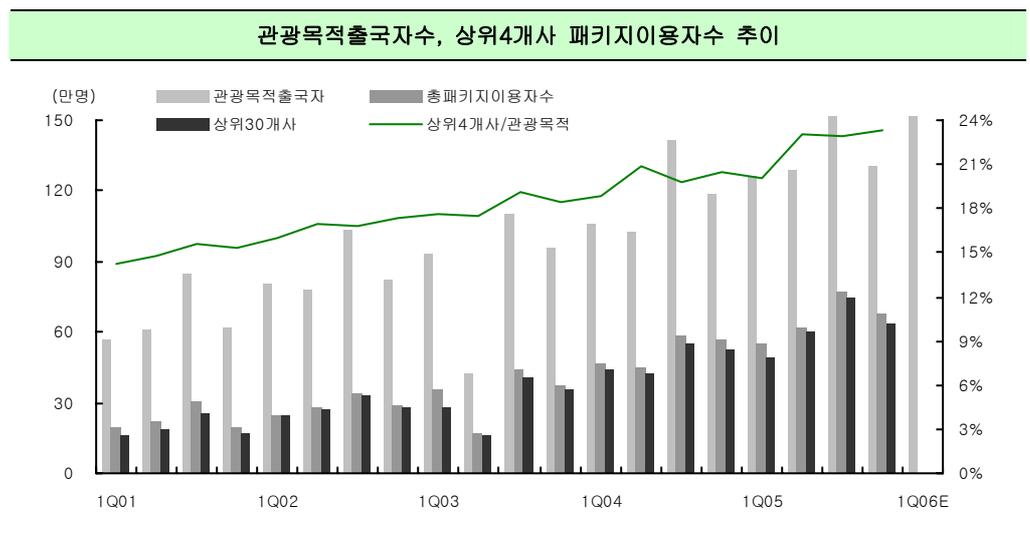


자료 : 한국관광공사(KATA), 동부리서치

둘째, 한국의 해외여행산업은 IMF 이후 00년부터 제 2차 성장기에 진입한 것으로 해석된다. 99년은 98년 IMF에 의한 기저효과로 보는 것이 논리적이며, 00년에 들어서면서 97년 이후 끊긴 성장세를 이어가는 모습을 보여주었다. 주 5일제 도입은 이미 해외여행산업의 발전을 예고하였고, 이를 기반으로 원화강세, 소득증가, 고령화 사회, 해외여행에 대한 욕구표출 증가 등 해외관광수요에 우호적인 상황이 겹치면서 해외출국자수(승무원 제외)는 00년~05년 CAGR +13.8%, 이중 관광목적출국자수는 +20.6%, 패키지투어이용자수는 +30.1%, 특히 상위 4개사 패키지이용자수는 무려 +42.3%를 기록하며 현재까지도 성장세를 유지하고 있다. 여기서 상장 여행사들의 가파른 실적 개선세에 대한 원인을 찾을 수 있다. 해외출국자수·관광목적출국자수와 같은 산업규모 증가세에 산업 성장세를 능가하는 패키지투어 수요증가가 여행사들의 실적으로 이어지기 때문이다.



자료 : 한국관광공사(KNTO), 동부리서치



자료 : 한국관광공사(KNTO), 한국일반여행업협회(KATA), 동부리서치

II-1. 1st Stage : Growth By KRW Strength

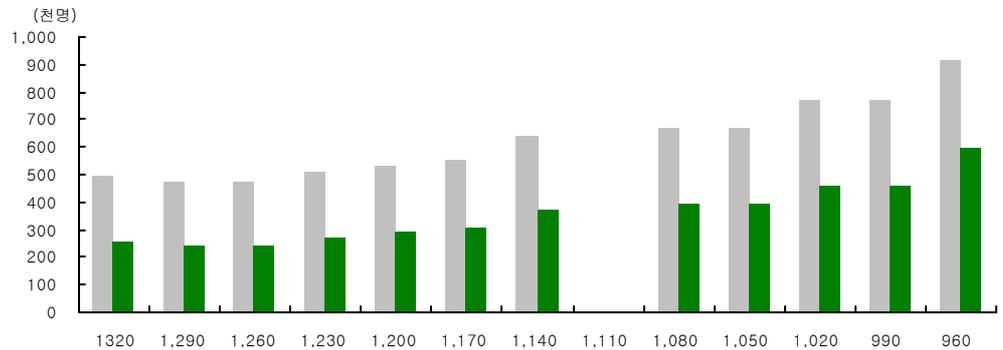
우리는 해외출국자수가 2010년까지는 원화강세에 의한 첫번째 성장기, 그 이후에는 소득대비 낮은 패키지판매가를 통한 해외여행대중화에 의한 성장기가 도래할 것으로 전망한다.

▶ 20년 전 일본의 예 : 엔高시기와 맞물린 여행산업의 발전

여행사 매출에 가장 직접적으로 영향을 미치는 패키지이용자수는 좁게는 관광목적출국자수, 넓게는 내국인 출국자수에 좌우된다. 여행산업의 현주세는 산업성장 측면에서 해외출국자수 증가세에 힘입은 바가 크기 때문에 향후 여행산업의 시장규모를 가늠해 보기 위해서는 해외출국자수 성장세가 언제까지 지속될 것인가가 가장 큰 이슈이다.

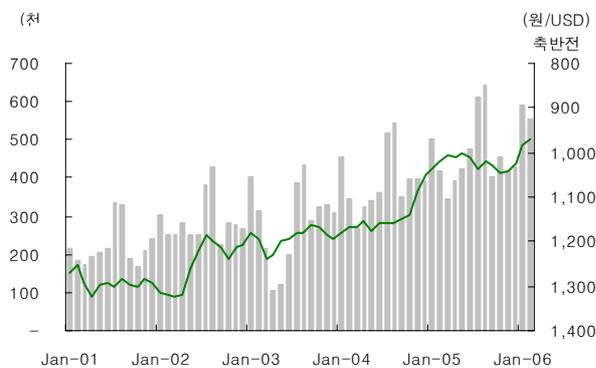
우선, 과거 환율대별(30원 단위) 해외출국자수의 추이를 살펴보면, 일반적으로 받아들여지는 ‘원화강세(환율하락)와 그 수혜자인 여행사’라는 통론이 맞는다는 것을 확인할 수 있다.

지난 62개월간의 환율 구간별 출국자수 및 관광목적 출국자수 (월 평균 환율기준)

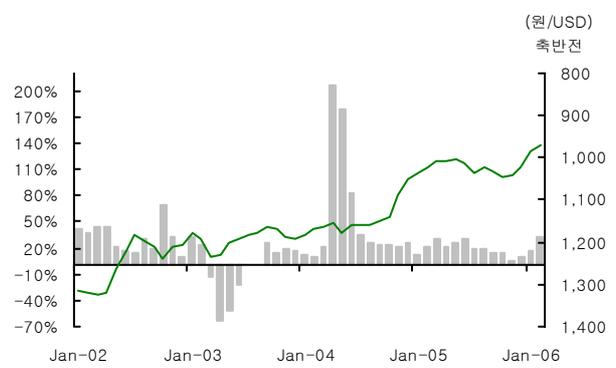


자료 : 한국관광공사(KNTO), 통계청, 동부리서치 주 : 기간 중 1,110~1,140KRW/USD 환율 구간은 없었음

환율추이별 관광목적 출국자수



환율추이별 관광목적 출국자 증감 (YoY)



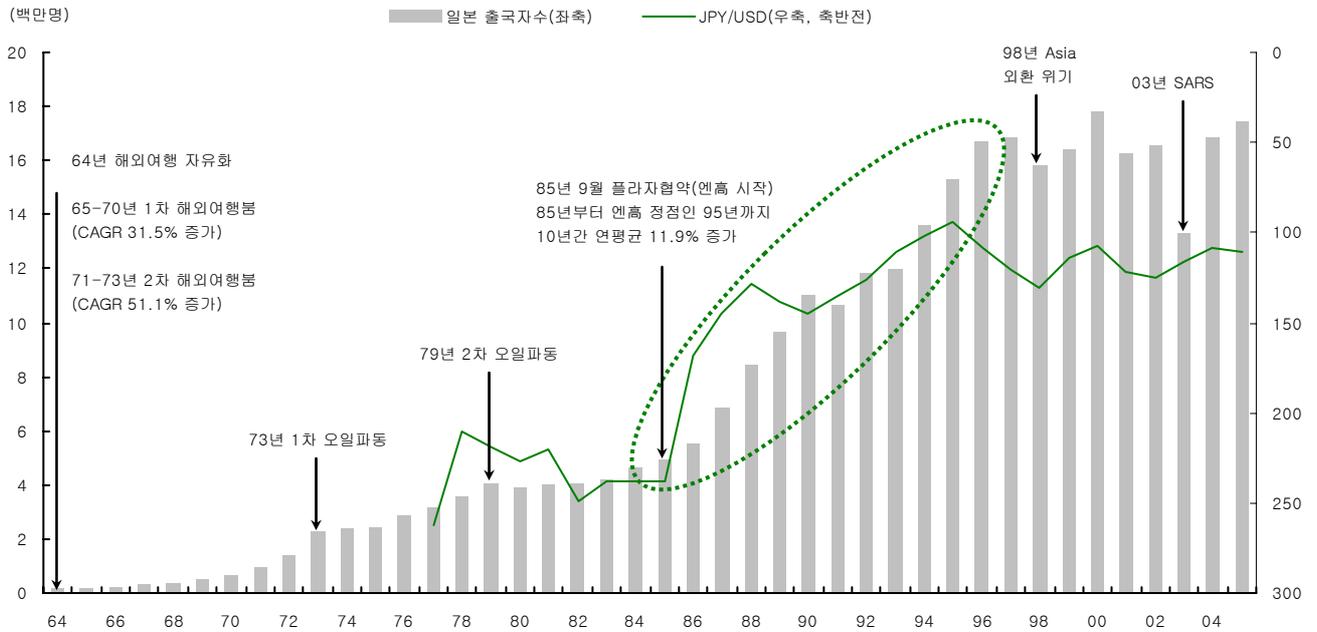
자료 : 한국관광공사(KNTO), 통계청, 동부리서치

우리가 제시한 ‘원화강세에 의한 여행산업의 첫번째 성장기 도래’의 근거자료를 20년 전 일본의 모습에서 찾았는데, 현재 한국 여행산업 성장패턴과 유사점을 보이고 있기 때문이다. 그 유사점이란

- 1) 해외여행 자유화 조치 이후 7~8년간 폭발적인 해외 출국자수 증가
- 2) 오일파동, IMF위기, SARS 등 여행업에 부정적 영향은 1~2년내 회복되는 양상
- 3) 자국통화의 평가절상 시류와 더불어 새로운 해외여행부의 도래

인데 우리는 3) 자국통화의 평가절상에 초점을 맞추어 현재 한국여행산업 앞에 놓여있는 첫번째 성장 단계를 설명하고자 한다.

일본 해외출국자수와 환율 추이



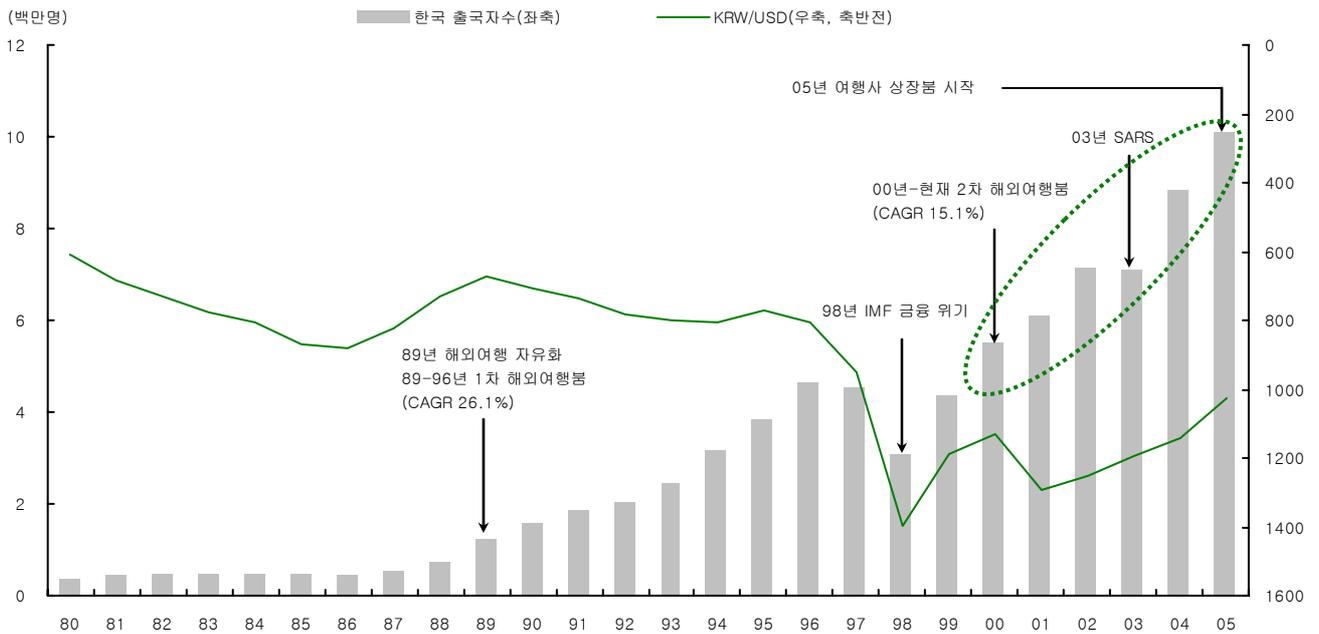
자료 : 일본법무성, 일본관광협회(JATA), 통계청, 동부리서치

일본은 85년 9월 플라자 합의에 따라 엔高 시대에 접어들면서 85년부터 94년까지 지속적인 엔화 절상기에 진입했고, 같은 기간 동안 해외출국자수는 급격한 증가세를 보였는데, 그 당시 일본의 상황과 현 한국의 상황이 상당히 유사하다.

플라자 합의의 주목적은 미국 무역수지 적자의 35%를 차지하던 일본에 대한 엔화 절상을 유도하는 것이었는데, 그 결과 연평균환율 기준으로 엔화는 85년 238JPY/USD에서 95년 최저치인 94JPY/USD 수준으로 급락했다. 이로부터 20년 후 미국 국제경제연구소(IEE)는 신흥공업국까지 20개국(G20)이 참여하는 제 2의 플라자 합의를 제안했는데, 그 요지는 미국의 경상수지적자를 중국을 비롯한 동아시아 국가의 환율 절상으로 줄여보자는 것이다.

85년과 비교해 그 대상이 일본에서 동아시아 국가로 확대되었기 때문에 환율절상의 정도에는 차이가 있을 수 있으나, 당시 미국의 경상수지적자폭이 당해 명목GDP대비 3.5%에서 05년 6.4%(사상 최대 수준)로 크게 확대된 점을 감안한다면 원화강세(달러약세)는 최소한 수년간은 유지될 것으로 판단한다.

한국 해외출국자수와 환율 추이

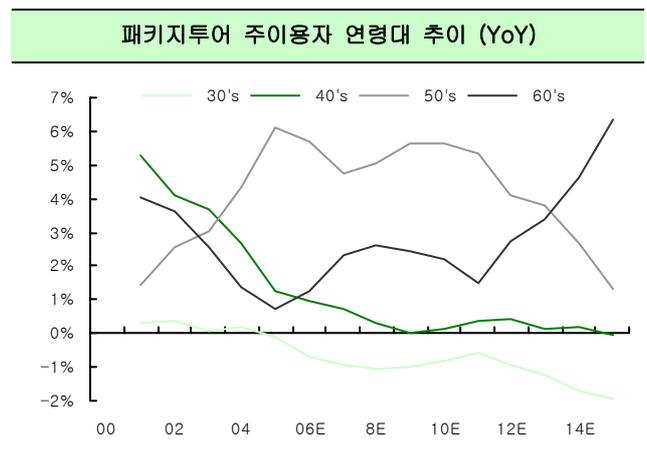
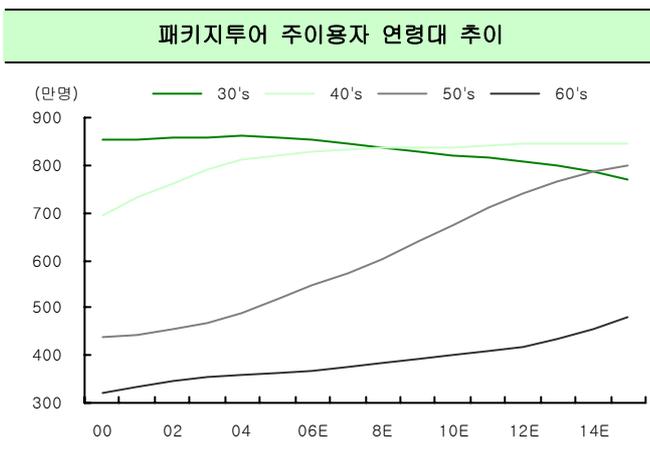


자료 : 한국은행, 통계청, 한국관광공사(KNTO), 동부리서치

▶ 우호적인 환율추이를 뒷받침하는 인구통계학적 수치

물론 원화강세라는 한가지 요소에만 의존하여 해외출국자수가 증가한다고는 볼 수 없다. 환율과 더불어 여행산업의 성장세를 뒷받침하는 다른 요소에 대한 동향 감지가 필요한 시점이다.

상장 여행사의 경우, 40대~60대 연령층은 주고객층이자 수익성이 가장 높은 것으로 나타난다. 이 연령층은 해외여행을 즐길 수 있는 경제력과 시간적 여유를 가지기 때문에 20~30대가 주고객인 저마진의 근거리 맞춤상품(일본, 중국, 동남아 위주)보다는 고마진이 보장되는 골프, 가족여행 등의 테마여행상품을 선호하기 때문인 것으로 분석된다. 그러므로, 40대~60대 연령층이 두터워지는 인구통계학적 수치는 향후 수년 간은 원화강세와 함께 여행산업 발전에 긍정적인 면으로 해석된다.



자료 : 통계청, 동부리서치

단기적으로 노년층 증대는 여행산업 성장에 우호적인 요인이지만, 장기적으로는 부정적이라는 것에 대해서는 이견이 없다. 장기적으로는 40~60대 외에 다른 연령층을 얼마나 효과적으로 여행산업의 고객층으로 흡수하느냐가 관건이 될 것이다. 개별여행을 선호하는 30대가 새로운 고객층으로 대두되고 있는 흐름이지만, 패키지여행과 대비하여 개별여행은 지상료 할인혜택을 받을 수 없기 때문에, 현재 패키지 가격대와 같은 “항공료 + α” 수준에서는 가격대가 형성될 수 없다. 장기적으로 규모의 경제를 갖추기 시작한 상위사들은 개별여행부문에서도 이 효과가 발휘될 수 있는 지지층을 확보하는 것이 2010년 이후 새로운 화두로 대두될 것으로 전망한다.

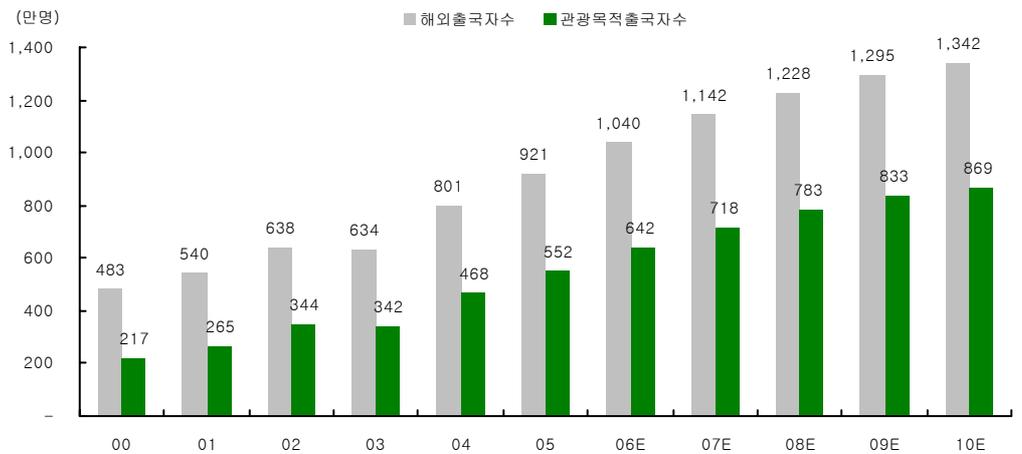
하지만, 단기적으로 2010년까지는 중장년층이 주고객층인 현재의 추세에서 크게 이탈할 것으로 보이지는 않는다. 그 결과 우리는 2006년부터 향후 5년간 해외출국자수는 연평균 7.9%, 관광목적출국자수는 9.5% 성장할 것으로 예상하며, 2010년에는 해외출국자수는 총인구대비 27.3%(2001년 11.9%), 관광목적출국자수는 17.6%(2001년 5.6%)에 이를 것으로 전망한다.

여행산업 Macro 변수 추이 및 전망 - 1

(만명)	01	02	03	04	05	06E	07E	08E	09E	10E
인구	4,735	4,762	4,785	4,808	4,829	4,850	4,869	4,888	4,905	4,922
20's	815	806	797	785	769	755	742	727	709	689
30's	855	858	859	860	859	853	845	836	828	821
40's	731	761	789	810	820	828	834	837	837	838
50's	444	455	469	489	519	548	575	604	638	674
60's	333	345	354	358	361	366	374	384	393	402
해외출국자수	540	638	634	801	921	1,040	1,142	1,228	1,295	1,342
%YoY	11.9%	18.0%	-0.5%	26.3%	14.9%	13.0%	9.8%	7.5%	5.4%	3.7%
인구대비	11.4%	13.4%	13.3%	16.7%	19.1%	21.5%	23.5%	25.1%	26.4%	27.3%
관광목적출국자수	265	344	342	468	552	642	718	783	833	869
%YoY	22.2%	30.0%	-0.7%	36.9%	18.0%	16.3%	11.9%	9.0%	6.4%	4.3%
인구대비	5.6%	7.2%	7.1%	9.7%	11.4%	13.2%	14.8%	16.0%	17.0%	17.6%
관광/출국	49.0%	54.0%	53.9%	58.4%	60.0%	61.7%	62.9%	63.7%	64.3%	64.7%

자료 : 통계청, 한국관광공사(KNTO), 동부리서치 전망

여행산업 Macro 변수 추이 및 전망 - 2



자료 : 통계청, 한국관광공사(KNTO), 동부리서치 전망

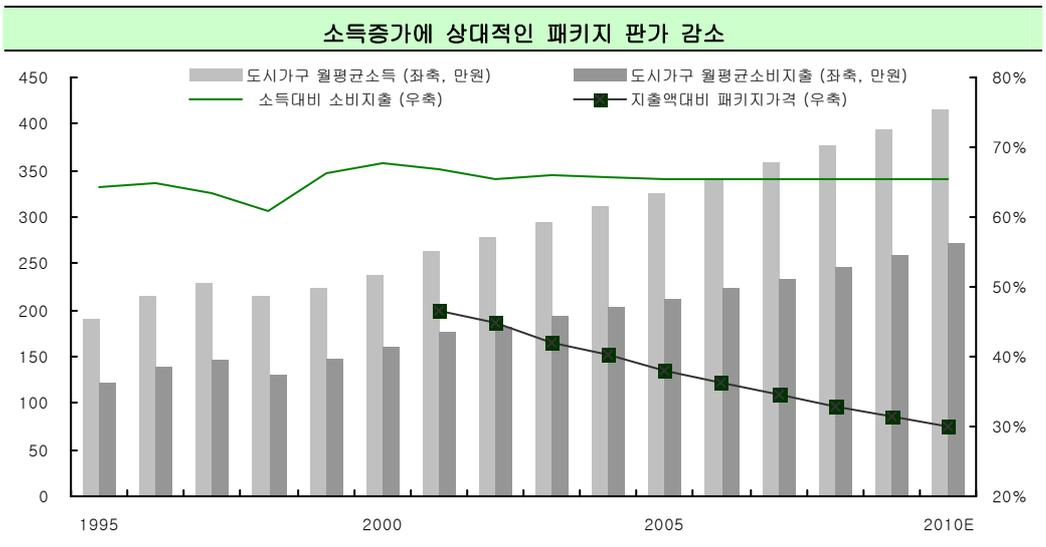
주 : 승무원 제외수치

II - 2. 2nd Stage : Growth By Growing Income

여가활동에 관련된 서비스·상품은 선택적 비용항목이라는 점과, 해외여행상품이 손쉽게 구매결정을 할 수 있을 만큼 값싼 상품이 아닌 점을 감안하면 소득은 관광수요 예측시 가장 중요시되는 변수 중 하나임에 틀림없다. 또한, 해외출국자수(관광수요)에 대한 장기전망에서 소득은 해외관광대중화를 결정하는데 Key로 작용한다는 것이 학계 및 정부기관의 의견이다. 이에 우리는 2000년부터 연평균 15.1% 증가세를 보이는 해외출국자수 추이를 소득증대에 따라 상대적으로 낮아지는 여행 패키지 단가가 일부 설명한다고 판단한다.

▶ 소득증대에 따라 상대적으로 낮아지는 패키지 판가

도시가구를 기준으로 월평균소득-소비 비율은 지난 5년간 안정적으로 65%대를 기록하고 있으며, 향후에도 이 비율을 유지할 것으로 예상하는 반면, 여행사들은 05년부터 시작된 시장 Rush로 향후 수년간 패키지 판가를 현 수준에서 결정할 것으로 전망한다. 더욱이 2001년 월평균소비액의 50% 수준이었던 패키지 단가가 2010년경에는 30% 이하로 하락함으로써 ‘값비싼 해외여행’이라는 인식을 불식시켜 해외관광대중화에 큰 몫을 할 것으로 기대한다. 대부분 국민들이 여가생활 향유에 있어 경제적 부담을 가장 큰 제약요소로 삼고 있는 점을 감안할 때, ‘소득 및 소비지출 증대, 패키지판가 고정 → 패키지 상대가격 하락 → 해외관광수요 자극’의 논리는 설득력이 있어 보인다.



자료 : 통계청, 동부리서치

II-3. 여행산업의 전망 및 근거

여행산업을 이해하는데 필수적인 몇 가지 요소들에 대해 언급하면서, 현재 한국의 여행산업에 맞는 해석과 함께 전망을 덧붙여 보았다. 여행산업에 대한 이해도가 낮을 경우 우리 앞에 도래한 여행산업성장 스토리를 적절하게 감상할 수 없기 때문이다.

▶ 상품의 모방용이성과 신뢰성

<p>1> 모방용이성</p> <p>회사명이나 여행업의 브랜드명에 대해서만 특허권이 인정될 뿐 상품자체에는 특허권이 인정되지 않아 상품의 모방이 용이하여 요금 과당경쟁의 요인이 되고 있다. 선두 그룹이 어떤 상품을 개발할 경우, 후발주자는 재빠르게 이를 모방하고 낮은 단가로서 수요층을 공략하기 때문에 현재 패키지단가는 항공권을 밀도는 경우도 발생하고 있다.</p>
<p>2> 신뢰성</p> <p>여행상품은 무형의 상품으로서 소비자는 자신이 구입하는 상품의 존재를 확인하지 못한 상태에서 여행요금을 지불하며, 적정수준의 단가라면 자신의 안전에 대한 확신을 줄 수 있는 여행사 상품을 구매하려는 경향이 크다.</p>

<Comment>

위의 두가지 요소는 산업성장의 효과가 상위업체에게만 쏠리고 있는 현상을 설명할 수 있는 여행업의 특성이다. 한국일반여행업협회(KATA)자료에 의하면, 해외송출실적이 있는 여행사의 평균 패키지단가는 지난 5년 변동이 없었으나, 상위업체들은 같은 기간동안 꾸준히 판가를 올리고 있는 추세에 있다. 상위사들은 지명도와 (안전에 대한) 신뢰성을 기반으로 지속적으로 소비자들을 유인할 수 있다. 현재 상위사들은 이러한 소비자들의 심리적 특성을 영업향상으로 연결하고자 상장을 서두르고 있으며, 현재의 상장 Rush의 가장 큰 원인으로 판단한다.

한편, 1% 평가인상은 같은 수준의 수탁금 인상으로 이어지고, 고정비 성격의 항공료와 지상비를 제외하면 수탁금의 15% 수준이 매출로 인식되는 현 상황에서 평가인상은 매출증대에 큰 영향을 미친다. 상위업체들은 패키지상품 판매수량의 증대뿐만 아니라, 높은 판가로 인해 중·하위권 업체들과 영업 간격을 벌리고 있다.

인당 패키지 판가 추이					
(만원/명)	2001	2002	2003	2004	2005
하나투어	84.5	85.4	89.4	88.5	88.3
모두투어	60.0	86.5	88.8	91.1	88.9
자유투어	73.4	77.9	72.4	67.2	69.2
상위 30개	82.0	81.2	81.4	81.2	80.5
총여행사	81.3	81.7	81.2	82.4	80.8

자료 : 한국일반여행업협회(KATA), 동부리서치

▶ Art of pricing

1> 수탁고 대비 매출인식률
 “패키지 수탁금 = 패키지가격(P) * 패키지이용자수(Q)”
 아래의 표에서 보듯, 패키지상품을 1단위 판매시 여행사는 패키지수탁금의 10~15%를 관광알선수익으로 매출인식하며, 패키지수탁금의 4.5~5.5%를 항공권대매수익으로 인식한다.

2> 계절별 수요탄력성과 전세기 도입
 주 5일제로 인해 기본적인 여가 시간이 증대되었으나 여행은 여전히 요일이나 계절(휴가철)에 좌우된다. 연중 최성수기는 8월, 최비수기는 3월로 대부분 여행사들이 3월에는 적자를 내고 있다. 비수기에 여행사가 적자를 무릅쓰고 영업을 하는 가장 큰 이유는 성수기의 항공좌석확보가 한해 농사를 결정짓기 때문이다.

여행사 회계처리		패키지 1단위 판매시 매출인식 Process			
제조기업	여행사	패키지		항공권	
매출액	수탁금	패키지 수탁금	100	수탁금*	100
매출원가	항공료, 지상비	항공권	(60~70)	항공사	(91~92.5)
매출총이익	영업수익	지상비	(10~15)		
판관비	판관비	매출	15~20	매출	7.5~9
영업이익	영업이익	판매수수료(판관비)	(9~11)	판매수수료(판관비)	(4~6)

자료 : 한국일반여행업협회(KATA), 하나투어, 동부리서치

주 : 항공권 수탁금 = 패키지에 포함된 항공권 수탁금 + 순수 항공권 수탁금

패키지 1단위 판매시 매출은 해외관광알선수익으로 패키지 수탁금의 10~15%가 인식되며, 항공권 대매수익으로는 패키지 수탁금의 4.5~5.5%가 인식됨

<Comment>

여행사의 실적은 상품에 대한 Pricing을 얼마나 적절히 했는가에 달려있다고 해도 큰 무리가 없다. 이에 대해서는 두가지로 설명이 가능한데, 첫번째는 수탁고-매출의 관계, 두번째는 계절성이다.

패키지 수탁금이 매출로 인식되는 과정은 이미 알려진 사실이지만, 판가인상 효과에 대해서는 간과하고 있는 실정이다. 일반적으로 가격상승은 수요량 감소를 야기시키는 것이 상식이지만, 현 추세상 수요자들의 해외여행에 대한 욕구가 강하기 때문에 적정수준의 패키지 가격인상은 수요량감소로 이어지지 않을 것으로 판단한다.

한편, 패키지 수탁금은 크게 항공사, 지상비로 배분되고 나머지가 매출로 인식되는데, 앞의 두 요소는 고정비 성격이 강하다. 즉, 패키지 단가를 올린다고 해서 항공료나 지상비가 상승하는 것이 아니기 때문에 Leverage 효과를 기대할 수 있다.

이상 논리를 종합하면,

i > P↑ * Q(고정) = 수탁금↑

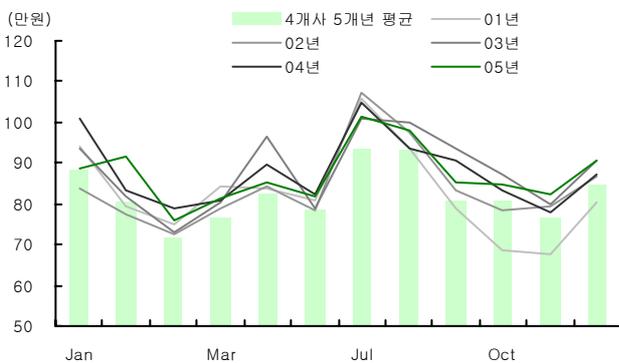
ii > 수탁금↑, 항공비(고정), 지상비(고정) → 매출↑↑

이 된다.

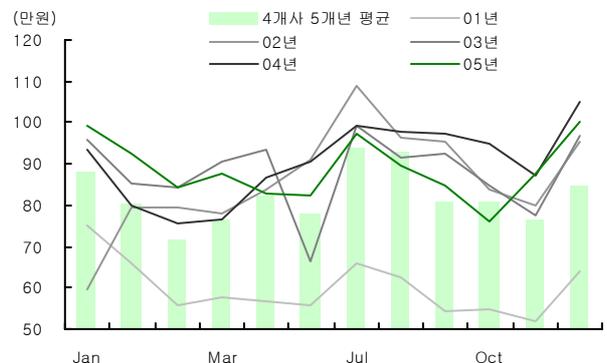
여행사의 가격정책이 중요한 두번째 이유는 Seasonality이다. 근본원인은 요일이나 계절별로 해외관광수요와 항공권가격이 심하게 변하기 때문이다. 이는 월별 패키지단가의 변동성을 확대하기 때문에, 해외관광수요를 자극하지 않는 범위 내에서 월별 또는 요일별 패키지 단가를 조정하는 것이 현재 여행사가 이익을 극대화할 수 있는 한 방안이 될 수 있다.

한편, 상위사들은 정규 여객기노선으로는 부족한 항공좌석을 전세기 도입을 통해 해결하려는 추세에 있는데, 전세기 도입은 여행사에 있어서 “High Risk High Return”의 전략이다. 전세기는 관광객이 좌석수의 일정비율을 넘길 경우 상품가격대를 유지하면서 항공비를 과격적으로 낮추는 장점도 있으나, 빈 좌석에 대한 손해는 고스란히 받주 여행사로 귀속되기 때문에 송객모집이 부진할 경우 상위사라도 Dumping Sale을 해서라도 손해를 보전하려고 한다. 전세기 도입은 향후 성수기 여행사들의 외형 및 수익성 결정에 Critical factor로 작용할 것으로 판단한다.

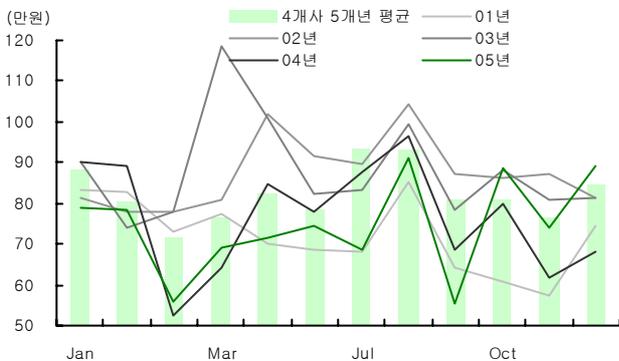
하나투어 월별 객단가 추이



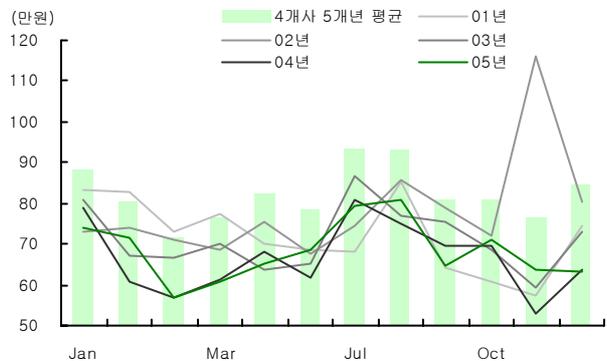
모두투어 월별 객단가 추이



롯데관광 월별 객단가 추이



자유투어 월별 객단가 추이



자료 : 한국일반여행업협회(KATA), 동부리서치

▶ 직접판매방식 vs 간접판매방식

여행업종 상위 30개 사중 대부분이 간접판매방식의 영업을 하므로 간접판매사가 직접판매사에 우월하다?

‘최종소비자와 직접 접촉을 통한 판매’를 직접판매방식영업의 정의라고 한다면, 엄밀히 따져서 현재의 간접판매사(간판사, Wholesaler)들도 직접판매방식영업을 시행하고 있는 것으로 보인다. 간판사가 온라인 판매 비중을 늘리고 있는 현재 모습은 실질적으로 직판체제를 강화하고 있음을 증명한다. 그 이유는 수수료 절감에 기인하는데, 여행산업이 성장세 국면에 들어서면서 영업리스크가 줄어든 상황이기 때문에 직판방식이 수익성 확보에 유리하다는 점이 작용하는 것으로 판단한다.

반면, 직접판매사(직판사, Retailer) 역시 과거 본점에서 직접 최종소비자와 접촉하는 판매방식에서 직영점수를 늘리거나 대리점을 모집하는 등 간판영업형태를 추가하고 있는 추세이다. 간판영업방식이 판매채널을 넓히고 지명도를 높이는데 직판영업방식보다 유리하기 때문이다. 대표적인 직판사인 자유투어가 “직영점(대단위는 지점, 군소단위는 영업소)”을 모집하는 이유를 영업력 확충을 위한 전략으로 해석하면 될 것이다.

직접판매방식 vs 간접판매방식		
	직접판매방식	간접판매방식
특징	<ul style="list-style-type: none"> 최종소비자에 직접 접촉, 판매 높은 광고비 비중 	<ul style="list-style-type: none"> 대리점이 최종소비자에 접촉, 판매 높은 대지점 지급수수료 비중
장점 및 강점	<ul style="list-style-type: none"> 대리점 지급 수수료 절감을 통한 고수익성 달성 간판으로 전환용이 높은 고객질 유지를 통한 재구매 유도 수월 	<ul style="list-style-type: none"> 넓은 유통망을 이용한 모객능력 우위 최소 동시출발인원 모집 유리 모객능력 우위를 통한 다양한 상품구성 가능 지방영업력 우월
단점 및 약점	<ul style="list-style-type: none"> 모객능력 상대적 열위 최소 동시출발인원에 대한 제약 지방영업력 취약 	<ul style="list-style-type: none"> 대리점 지급수수료 부담 직판으로 전환 불가 폭넓은 고객질로 인한 재구매 유도 불리
대표여행사	<ul style="list-style-type: none"> 자유투어, 롯데관광개발, Tour2000 	<ul style="list-style-type: none"> 하나투어, 모두투어, OK tour

자료 : 동부리서치

한편, 간판사와 직판사의 비용구조는 상이한데 이는 판매비용 지출이 상이하기 때문이다. 간판사의 경우 수많은 군소 대리점이 모객활동을 하여 간판사가 기획한 상품을 판매하기 때문에 광고비 비중이 낮으나, 각 대리점에 지급하는 지급수수료 비중이 높다. 반면, 직판사는 본사가 직접 모객활동을 하며 소수의 직영점이 모객수의 일부분을 소화하기 때문에 광고비 비중이 높고, 지급수수료 비중이 낮다.

위의 흐름으로 보건데, 현재 시점을 주식시장에 인식되고 있는 “(직판사 대비) 우월한 간판사”라는 통념을 허물어야 하는 시점이라고 판단한다. 직판사 대비 영업성장세가 돋보이는 간판사의 성장세를 영업방식의 우월성에 기반한 것인지 상장 Premium에 기반한 것인지가 분명하지 않기 때문이다. 여행산업은 아직까지 어떤 여행사가 Top으로 남을 것인지 단언하

기에는 성장할 여지가 너무나 큰 분야이기 때문에 통념에서 벗어나 앞으로의 실적 개선세에 초점을 맞추어야 할 것으로 보인다.

결론적으로 간판-직판의 구분은 간판사의 경우에는 수익성 개선을, 직판사는 규모의 경제 달성을 목적으로 직판-간판의 경계를 넘나들고 있다. 현재 여행산업은 지금까지 간판-직판으로 구별해 온 영업방식에 근거를 둔 업태구분론이 퇴색되고 있는 시점에서, 영업방식의 우월성을 논하기 보다는 실적으로 평가해야 할 것이다.

간판사와 직판사의 상이한 비용구조						
	01A	02A	03A	04A	05A	
하나투어	영업수익	344	528	584	798	1,110
	광고비	3	14	13	33	42
	지급수수료	149	213	269	338	482
	광고비+지급수수료	153	226	281	371	524
	광고비 / 영업수익	1.0%	2.6%	2.2%	4.1%	3.8%
	지급수수료 / 영업수익	43.3%	40.3%	46.0%	42.4%	43.4%
	(광고비+지급수수료) / 영업수익	44.3%	42.9%	48.2%	46.5%	47.2%
모두투어	영업수익	124	194	226	316	389
	광고비	2	2	2	6	13
	지급수수료	9	6	101	137	171
	광고비+지급수수료	51	77	102	143	184
	광고비 / 영업수익	1.5%	0.8%	0.7%	1.9%	3.4%
	지급수수료 / 영업수익	39.5%	39.1%	44.5%	43.2%	43.9%
	(광고비+지급수수료) / 영업수익	41.0%	39.9%	45.3%	45.2%	47.3%
자유투어	영업수익	77	93	105	120	113
	광고비	23	26	30	25	31
	지급수수료	7	13	18	27	19
	광고비+지급수수료	30	39	48	52	50
	광고비 / 영업수익	29.6%	28.3%	28.1%	20.9%	27.4%
	지급수수료 / 영업수익	9.0%	13.7%	17.1%	22.2%	16.6%
	(광고비+지급수수료) / 영업수익	38.5%	42.0%	45.2%	43.1%	44.0%

자료 : 각 사, 동부리서치 단위 : 억원 주 : 자유투어의 지급수수료는 판매수수료를 포함하는 액수

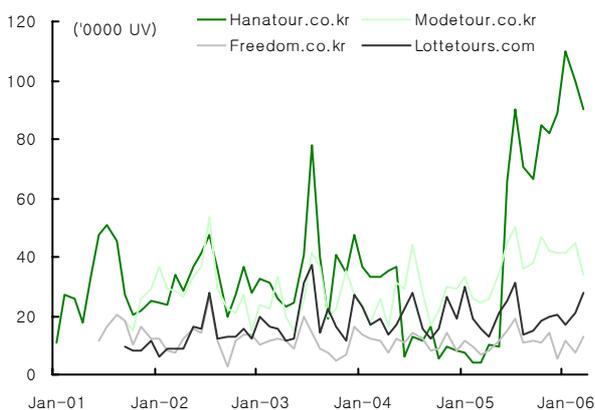
▶ On-line Channel

30대 여행사 홈페이지에 접속해 보면 치밀한 구성과 깔끔한 화면으로 방문자의 시선을 잡아끄는 수준 높은 홈페이지가 간혹 눈에 띈다. 반면 대조적으로 열악하기 그지없는 홈페이지도 적지 않다. 오프라인 위주의 마케팅활동을 전개하는 여행업체 입장에서는 온라인을 통한 매출발생 비중이 5~10% 수준임을 감안할 때 인터넷을 통한 온라인 채널에 승부수를 띄우기에는 아직 시기상조라는 인식 때문일 것이다. 하지만, 여행사 홈페이지에 대한 대대적 개보수가 필요하다는 인식은 다음에서 비롯된다. 여행사 홈페이지의 중요성은 아래의 네가지로 요약할 수 있다.

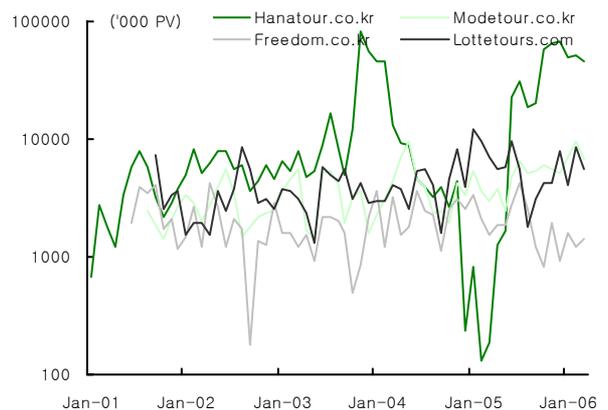
- 1) 적은 판매비용: Off-line 대리점판매수수료가 9%수준인 반면, On-line판매수수료는 이의 절반 수준인 5~6%
- 2) 강력한 對고객 커뮤니케이션 채널로 접근성이 높은 매개체
- 3) 능동적으로 여행정보 탐색에 나서는 잠재고객들이 급증하는 추세 반영
- 4) 선진국 여행사의 온라인 채널 중시 경향

다만 이러한 On-line판매비중의 증가 추세는 상대적으로 간판사에게 불리한 점으로 작용할 가능성이 존재한다. 유통비용절감 측면에서는 긍정적으로 받아들여지나, 간판사의 경우 영업측면에서 대리점과의 유대관계가 매출유지 및 증대에 핵심역할을 하는 점을 고려해보면 On-line판매비중 확대가 불러올 역효과 -대리점과의 유대관계 유지에 대한 어려움- 에 대해서도 고민이 필요하다.

상위 4개사 UV 추이



상위 4개사 PV 추이



자료 : Korean-click 주 : UV는 Unique Visitor, PV는 Pageview

Ⅲ. Valuation 및 실적전망

여행업종에 대한 높은 Valuation은 투자자들의 추가적인 투자를 꺼려하게 하고 있으나, 한국에서 여행업의 성장성은 과거 일본을 제외하고는 유래를 찾아보기 힘들다는 점을 간과해서는 안 된다.

우리는 여행업종 Valuation 산정시, 하나투어의 P/E multiple을 Target P/E로 정하고, 모두투어와 자유투어에게는 할인률을 적용하였다. 그 이유는 하나투어를 제외한 여행사들이 작년 하반기에 상장했기 때문에, DCF 모델 사용시 자기자본비용(ke)을 산출하는데 필요한 베타에 대한 신뢰성이 다소 떨어지는 것으로 판단하기 때문이다. 그러므로, 00년 11월에 상장된 하나투어의 주가를 DCF 모델을 통해 산정한 후, 하나투어의 P/E수준을 역산하여 여행업종의 Target P/E를 산출하고, 모두투어와 자유투어에 적정 P/E수준을 부여하는 방식을 사용하였다.

여행사 Valuation 비교												
	영업이익률(%)			순이익률(%)			PER(배)			ROE(%)		
	2005	2006E	2007E	2005	2006E	2007E	2005	2006E	2007E	2005	2006E	2007E
자유투어	-16.0	15.7	23.0	-10.8	13.7	26.9	N/A	14.8	8.7	NA	21.4	32.1
하나투어	16.0	21.5	23.3	15.0	16.8	18.2	29.4/10.0	26.5	18.4	47.3	50.2	49.1
모두투어	8.2	16.3	19.4	7.5	12.8	15.3	42.1/19.8	26.6	16.9	28.4	42.0	44.1

자료 : 동부리서치 추정 주 : 자유투어의 경우 6월 30일부로 IT사업부 분할 예정이므로 여행사업부만을 분석

▶ 하나투어

1> Valuation

상장된 여행사들의 높은 성장성은 환율, 소득으로만 설명하기에는 부족한 감이 있다. 상장 혹은 유상증자 후 유입된 자금은 일차적으로는 시장확대에 대한 판매채널 확대, 브랜드 가치 제고에 주로 사용되고, 그 이후에는 M&A를 위한 자금을 사용될 가능성이 농후하다. 그러므로, 상장 여행사들의 높은 성장성은 장기간 지속될 것으로 판단하기 때문에 영속성장률(g)은 2016년 이후로 가정한다. 한편, WACC를 구하기 위한 베타는 과거 3년을 기준으로 0.66, Market Premium은 5%로 가정한다. WACC 8.2%, 영구성장률 3% 기준으로 산정된 주당 적정가치는 91,000원이다.

DCF방식, 하나투어 적정주가 산출												
	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	
Sales	1,571	2,094	2,525	2,998	3,380	3,617	3,870	4,102	4,348	4,522	4,703	
%YoY	41.5%	33.3%	20.6%	13.1%	9.5%	8.0%	8.0%	6.5%	6.5%	5.0%	5.0%	
OP margin	21.5%	23.3%	24.0%	24.9%	25.2%	24.1%	24.3%	24.4%	24.5%	24.6%	24.7%	
EBIT (Operating Income)	338	489	605	748	851	872	940	1,001	1,065	1,112	1,162	
Adjusted Tax	96	138	171	212	241	247	266	283	301	315	329	
NOPLAT	242	350	434	536	610	625	674	718	764	798	833	
Depreciation	16	19	18	21	21	23	24	26	28	29	31	
Gross CF	226	331	416	515	589	602	650	692	736	768	802	
Increase in WC	172	(94)	1	42	14	15	16	17	18	19	20	
CAPEX	16	19	18	22	22	23	25	27	29	30	31	
Increase in other assets	9	13	18	25	34	37	40	43	45	48	50	
Free CF	28	394	380	426	519	527	568	605	644	672	701	
Discount Factor	0.9427	0.8713	0.8052	0.7442	0.6878	0.6357	0.5875	0.5430	0.5018	0.4638	0.4286	
PV of Discounted FCF	27	343	306	317	357	335	334	329	323	312	300	
Sum of PV	3,282											
Continuing Value												
FCF as of 2017	722				Firm Value				8,780			
Growth rate	3.0%				(Net Debt)				(482)			
Continuing Value	13,878				Value of Equity				9,262			
Discount Factor	0.3962				No. of Shares (M)				10.1			
PV of Continuing Value	5,498				Fair Value of share (Won)				91,550			

자료 : 동부리서치 단위 : %, 억원, 원 가정 : Market Premium 5%, 무위험이자율(5년) 4.9%, Beta 0.66, 영구성장률 3%

DCF로 산정된 하나투어 목표주가 '91,000원'은 06E EPS 기준 P/E 34.0X 수준이다. 우리는 여행업종의 06년 Target P/E 34.0X로 산정하는데, 높은 성장성과 ROE를 내세워 비교업종의 Target P/E에 일정 Premium을 적용하여 목표주가를 산정하는 것보다는, 자체의 미래 현금흐름으로 구한 '절대가격'을 이용하여 상대가치를 역산하는 방법을 택했다.

2> 06E 실적전망

06E 국제관광알선수익은 해외송출객수 증가세에 힘입어 05년 683억원에서 06E 47.1%YoY 증가한 1,005억원을 시현할 것으로 전망된다. 동사의 패키지 이용자수기준 M/S는 전체시장 확대, 쌍춘절 특수 및 연이은 황금연휴에 힘입어 05년 10.4%에서 06년 13.2%로 대폭 성장을 기대하고 있다.

항공권대매수익은 국제관광알선수익에 비해 다소 낮은 증가율을 기록할 것으로 전망되는데, 이는 패키지에 포함된 항공권대매수익을 제외한 순수 항공권대매수익의 증가폭이 적을 것으로 예상되기 때문이다. 항공권대매수익은 05년 346억원에서 06E 29.3%YoY 증가한 448억원을 기록할 것으로 추정된다.

그 밖에 기타수익은 패키지 이용자수 증가와 원화가치상승에 따라, 05년 75억원에서 06E 57.7%YoY 증가한 118억원을 달성할 것으로 전망한다.

이에 따라 동사의 전체 영업수익에서 국제관광알선매출이 차지하는 비중은 05년 61.5%에서 64%로 증가할 것으로 예상되는데, 이러한 영업수익 구성의 변화는 국제관광알선수익이 항공권대매수익보다 수익성이 우월한 점을 감안할 때 동사의 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다.

동사의 06E 영업수익은 41.5%YoY 증가한 1,571억원을 기록한 후, 07E 33.3% 증가한 2,009억원을 기록할 것으로 전망한다.

하나투어 분기별 실적 전망												
	2004	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	2005	1Q06P	2Q06E	3Q06E	4Q06E	2006E	2007E
영업수익(십억원)	79.8	23.3	23.0	37.7	27.1	111.0	39.2	32.3	51.0	34.6	157.1	200.9
관광알선수익	49.7	15.0	12.5	24.6	16.2	68.3	24.5	17.6	34.1	21.0	100.5	130.4
항공권대매수익	26.5	7.4	8.7	10.2	8.3	34.6	11.6	12.3	13.0	11.0	44.8	55.2
기타	3.6	0.9	1.7	2.9	2.1	7.5	3.1	2.4	3.9	2.7	11.8	15.3
영업이익(십억원)	11.8	3.8	2.0	11.0	1.0	17.8	10.8	3.8	14.5	4.6	33.8	48.9
경상이익(십억원)	15.6	4.5	2.5	13.8	2.4	23.2	11.4	4.3	16.1	5.7	37.7	54.5
순이익(십억원)	10.6	3.2	1.5	9.9	2.0	16.6	7.9	3.1	11.3	4.0	26.4	38.1
수익성(%)												
영업이익률	14.8	16.4	8.7	29.1	3.6	16.0	27.5	11.8	28.5	13.4	21.5	23.3
경상이익률	19.6	19.3	10.9	36.7	8.9	20.9	29.0	13.3	31.5	16.5	24.0	26.0
순이익률	13.3	13.7	6.7	26.2	7.5	15.0	20.1	9.5	22.1	11.5	16.8	18.2
비중(%)												
관광알선수익	62.3	64.6	54.6	65.2	59.6	61.5	62.6	54.6	66.9	60.6	64.0	64.9
항공권대매수익	33.2	31.6	38.0	27.2	30.7	31.2	29.6	38.0	25.5	31.7	28.5	27.5
기타	4.5	3.8	7.4	7.6	7.6	6.8	7.8	7.4	7.6	7.7	7.5	7.6

자료 : 동부리서치 추정 단위 : 십억원, %

▶ 자유투어

자유투어의 재무제표를 분석하는데 앞서 주의할 점 네가지
 첫째, 상장 전 '자유여행사'가 3월말 결산법인이었다는 점
 둘째, IT업체인 에스테크놀러지를 통해 우회상장을 했기 때문에 여행사업부의 영업성과와는 별개인 영업권 81.4억원이 계상되어, 매분기 4억원의 영업권상각(판관비)이 반영된다는 점
 셋째, 6월 말 예정된 에스테크놀러지 분할과 관련하여 발생될 특별손실 10억원이 2Q06에 인식될 것이라는 점
 넷째, 우회상장 대상이었던 에스테크놀러지 결손금 누적으로 08년까지 법인세율 0%의 혜택을 누릴 것이라는 점

그러므로, 우리는 향후 '자유투어'를 분석시 1) 과거 재무자료의 경우, FY04까지는 자유여행사의 회기를 따르고, FY05부터 자유투어의 회기를 따를 것인데, 이럴 경우 FY05실적은 FY04에 포함되었던 05년 1월 1일 ~ 3월 31일까지의 실적이 중복되어 반영됨 또한 밝혀둔다. 2) 우회상장으로 인한 '잔재'가 2Q06으로 정리가 된다는 점은 긍정적이나, 실적에는 악영향을 끼칠 소지가 있다. 하지만, 보수적인 분석을 위해 모든 영업권상각비 및 특별손실은 당기순이익 계산시 포함(비용 및 손실 처리)한다. 3) 여행사업부 영업성과 분석의 질을 높이기 위해서 여행사업부의 실적과 IT사업부의 실적을 분리해서 분석할 것임을 밝힌다(참고 : IT사업부는 6월 30일자로 분리예정).

1> Valuation

목표주가 '10,000원'
 투자 의견 'BUY'

2H05를 시점으로 상장 Rush를 일으키고 있는 여행업종의 Top-pick으로 '자유투어'를 제시하며 투자 의견 'BUY', 목표주가 '10,000원'으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 '10,000원'은 06E EPS 411원에 당사 여행업종 Target P/E 34X를 30% 할인한 23.8X를 적용하여 산출하였다. 할인률을 적용한 이유는 1> 아직까지 영업실적 향상에 대한 확신을 심어줄 만한 가시적 성과를 보여준 적이 없다는 점, 2> 작은 기업규모가 여행사업 성장세를 향유하는데 불리한 점으로 작용하는 점이다.

당사가 '자유투어'를 Top-pick으로 꼽는 가장 큰 이유는 타 여행사 대비 현저하게 낮은 Valuation이다. 직관사의 경우, 손익분기매출액을 넘어서면 간판사보다 수익성측면에서 월등하게 앞설 수 있는 장점이 있는 반면, 영업력이 앞서는 간판사와 비교하여 외형을 확대하는데 한계가 있다. 이런 직관사의 한계를 자유투어는 '상장 → 대규모 자금유입 → 판매채널 확대'의 논리로 풀어가고 있다. 그 밖의 투자포인트에 대해서는 후술하기로 한다.

2> 06E 실적전망

동사의 06E 영업수익은 77.3%YoY 증가한 201억원을 기록한 후, 07E 49.8% 증가한 301억원을 기록할 것으로 전망한다.

06E 국제관광알선수익은 해외송출객수 증가세에 힘입어 05년 57억원에서 06E 76.1%YoY 증가한 100억원을 시현할 것으로 전망된다. 패키지송출인원 기준 M/S는 판가인상효과, 쌍춘절 특수 및 연이은 황금연휴에 힘입어 05년 3.4%에서 06년 4.0%로 최초로 4%대에 안착할 것으로 보인다.

항공권대매수익은 다른 여행사보다 높은 성장세를 보일 것으로 전망된다. 이는 마카오항공과 GSA(General Sales Agent, 항공권 총판) 계약관계에 있어 동남아시아向 항공권을 안정적으로 확보할 수 있으며, 국내항공사로부터 확보된 정규선 좌석여분이 많기 때문에 매출비중에서 항공권대매수익 비중과 항공권대매수익 성장세가 높다. 항공권대매수익은 05년 48억원에서 06E 78.0%YoY 증가한 86억원을 기록할 것으로 추정된다. 그 밖에 기타수익은 패키지 이용자수 증가와 원화가치상승에 따라, 05년 8억원에서 06E 81.0%YoY 증가한 15억원을 달성할 것으로 전망한다.

자유투어 분기별 실적 전망												
	2004	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	2005	1Q06P	2Q06E	3Q06E	4Q06E	2006E	2007E
영업수익(십억원)	12.0	3.1	2.6	3.0	2.7	11.3	3.7	3.9	7.8	4.6	20.1	30.1
관광알선수익	5.8	1.6	1.3	1.5	1.3	5.7	1.9	1.9	3.9	2.2	10.0	15.5
항공권대매수익	5.2	1.2	1.2	1.3	1.1	4.8	1.5	1.7	3.4	2.1	8.6	12.6
기타	1.0	0.2	0.1	0.2	0.3	0.8	0.3	0.3	0.6	0.4	1.5	2.0
영업이익(십억원)	-0.9	0.1	-0.4	-0.6	-1.0	-1.8	0.0	0.1	2.4	0.6	3.1	6.9
경상이익(십억원)	-0.7	0.6	-0.3	-0.6	-0.9	-1.2	0.2	0.4	2.7	0.5	3.8	8.1
순이익(십억원)	-0.6	0.6	-0.3	-0.6	-0.9	-1.2	0.2	-0.6	2.7	0.5	2.8	8.1
수익성(%)												
영업이익률	-7.9	4.1	-14.0	-21.0	-36.0	-16.0	0.9	2.8	31.0	12.4	15.7	23.0
경상이익률	-5.9	17.9	-10.8	-19.1	-35.1	-10.8	6.1	9.6	33.8	10.8	18.7	26.9
순이익률	-4.7	17.9	-10.8	-19.1	-35.1	-10.8	6.1	-16.0	33.8	10.8	13.7	26.9
비중(%)												
관광알선수익	48.3	52.6	48.4	49.3	49.3	50.0	52.4	49.7	49.7	47.5	49.7	51.6
항공권대매수익	43.4	39.6	47.1	43.1	40.9	42.5	40.0	42.7	42.7	44.9	42.7	41.9
기타	8.3	7.8	4.5	7.6	9.8	7.5	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	6.5

자료 : 동부리서치 추정 단위 : 억원, %

주 : 04년 회계기간은 04년 4월 1일부터 05년 3월 31일까지

05년은 우회상장 후 회기를 12월 결산법인으로 변경하여, 05년 1월 1일부터 12월 31일까지 자유투어의 '여행사업부'만의 실적임

▶ 모두투어

1> Valuation

여행업계 M/S기준 2위 업체인 모두투어에 대해 투자의견 'HOLD'와 목표주가 '50,000원'을 제시하며 Coverage를 개시한다. 목표주가 '50,000원'은 06E EPS 1,820원에 여행업종 Target P/E 34X를 20% 할인한 27.2X를 적용하였다. 할인률을 적용한 이유는 1> 자금유입이 영업성과에 본격 반영되기까지는 일정기간이 소요되므로, 시장 성장 수혜를 하나투어 수준으로 향유할 수 없으며, 2> 05년 기준으로 동사와 비슷한 외형, 월등한 수익성의 롯데관광개발의 상장은 여행업계에서 독보적인 하나투어보다는 2위권에 머물고 있는 동사에 조금 더 부정적인 요인으로 작용할 것으로 판단하며, 3> 자유투어와의 적용 할인률이 다른 이유는 M/S 격차가 다르기 때문이다. 하지만, 향후 외형 및 수익성 측면에서 하나투어와의 격차를 줄어든다면 적용된 할인률을 낮추거나, 완전히 제거할 예정이다.

2> 06E 실적전망

절대량이 아닌 증가율 측면에서는 동사의 성장세가 하나투어를 압도할 것으로 보인다. 아직까지 업계 1위 하나투어와의 격차는 크지만, 놀라운 1Q06실적으로 이제 동사에게도 본격적인 규모의 경제 효과가 발생하는 시기가 도래한 것으로 판단한다. 그러므로, 지금까지 벌어져만 가던 하나투어와의 외형 격차는 일정수준으로 수렴할 것으로 판단한다.

06E 국제관광알선수익은 해외송출객수 증가세와 1Q06의 놀라운 실적증가세에 힘입어 05년 389억원에서 06E 89.1%YoY 증가한 597억원을 시현할 것으로 전망된다. 동사의 패키지 이용자수기준 M/S는 전체시장 확대, 쌍춘절 특수 및 연이은 황금연휴에 힘입어 05년 4.7%에서 06년 6.1%로 대폭 상승을 전망한다. 다만, 아시아권 위주의 패키지 판매증가로 약간을 패키지 판가 하락은 불가피 할 것으로 보인다.

항공권대매수익은 05년 180억원에서 06E 14.3%YoY 증가한 205억원을 기록할 것으로 추정된다. 이에 따라 동사의 전체 영업수익에서 국제관광알선매출이 차지하는 비중은 05년 49.8%에서 61.3%로 증가할 것으로 예상되는데, 이러한 영업수익 구성의 변화로 인해 대폭적인 수익성 상승이 예상된다.

그 밖에 기타수익은 패키지 이용자수 증가와 원화가치상승에 따라, 05년 16억원에서 06E 63.5%YoY 증가한 26억원을 달성할 것으로 전망한다.

종합적으로 06E 영업수익은 53.6%YoY 증가한 597억원을 기록한 후, 07E에는 32.3% 증가한 790억원을 기록하며 상승세를 이어갈 것으로 전망한다.

모두투어 분기별 실적 전망												
	2004	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	2005	1Q06P	2Q06E	3Q06E	4Q06E	2006E	2007E
영업수익(십억원)	31.6	8.1	8.5	12.8	9.4	38.9	14.7	12.4	18.9	13.7	59.7	79.0
관광알선수익	14.2	4.0	4.7	7.0	3.6	19.4	9.0	7.5	12.0	7.6	36.6	50.3
항공권대매수익	16.6	3.9	3.6	5.2	5.3	18.0	4.8	4.3	6.1	5.3	20.5	25.2
기타	0.8	0.2	0.2	0.6	0.5	1.6	0.9	0.6	1.1	0.8	2.6	3.4
영업이익(십억원)	3.0	0.6	0.0	2.2	0.4	3.2	3.1	0.5	5.0	1.1	9.7	15.3
경상이익(십억원)	4.0	0.7	0.4	2.4	0.6	4.1	3.3	0.8	5.3	1.3	10.8	17.0
순이익(십억원)	2.9	0.5	0.3	1.7	0.4	2.9	2.4	0.5	3.8	0.9	7.7	12.1
수익성(%)												
영업이익률	9.5	7.4	0.2	16.9	4.4	8.2	21.1	4.4	26.5	7.7	16.3	19.4
경상이익률	12.7	8.6	4.7	18.5	6.2	10.4	22.7	6.2	28.1	9.8	18.1	21.5
순이익률	9.0	6.5	3.2	13.2	4.8	7.5	16.3	4.3	20.1	6.5	12.8	15.3
비중(%)												
관광알선수익	44.9	49.6	55.0	54.7	38.5	49.8	61.3	60.5	63.4	55.6	61.3	63.7
항공권대매수익	52.5	47.4	42.2	40.6	56.4	46.2	32.6	34.4	32.3	38.8	34.4	31.9
기타	2.6	3.0	2.9	4.7	5.1	4.0	6.1	5.1	5.8	5.6	4.3	4.4

자료 : 동부리서치 추정 단위 : 십억원, %

Coverage Recommendations

- ▶ 자유투어 (046840)
- ▶ 하나투어 (039130)
- ▶ 모두투어 (080160)

Initiate with BUY

자유투어(046840)

주사위는 던져졌다

목표주가 10,000원
 현주가(05/16) 6,100원

Analyst **심원섭**
 02-369-3314
 stevewshim@winnet.co.kr

2Q06부터 자유투어의 의미있는 변화가 감지된다. 보수적이었던 영업방침을 2Q06부터 공격적 경영방침으로 선회한 후, 직영점 운영을 통한 지방영업 강화, 전세기 운항을 통한 외형 및 수익성 개선이 두드러질 것으로 전망됨에 따라, 목표주가 '10,000원', 투자 의견 'BUY'를 제시하며 여행업종 Top-pick으로 제시한다. 목표주가는 06E EPS '411'원에 당사 여행업종 Target P/E 34X를 30% 할인한 23.8X를 적용하였다. 1Q06까지 선두업체 대비 뒤쳐진 영업력으로 직판사의 강점인 '고수익성 달성'에 실패했으나, 05년 11월 상장을 계기로 손익분기 매출액 130억을 꾸준히 상회하는 여행사로 거듭날 것으로 판단한다.

시가총액(05/16)	695억원
액면가	500원
발행주식수	1,140만주
유동주식수	898만주
120일 평균거래량	438,315주
52주최고/최저	7,940원/3,790원
외국인지분율	1.42%
06E 예상시가배당률	0.0%
주요주주	Air Freedom 15.8%

%수익률	1M	3M	12M
절대	2.9	-3.9	NM
상대	-1.1	15.7	NM

상대주가



- ▶ 2H05를 시점으로 상장 Rush를 일으키고 있는 여행업종의 Top-pick으로 자유투어를 제시하며 투자 의견 'BUY'로 커버를 시작한다. 목표주가는 '10,000원'은 06E EPS 411원에 당사 여행업종 Target P/E 34X를 30% 할인한 23.8X를 적용하였다.
- ▶ 상장을 통해 마련된 자금력과 브랜드 가치 제고를 바탕으로 그 이전까지 보수적이었던 영업방침을 2Q06부터 공격적으로 선회했다는 점은 동사의 Turn-around Point로 작용할 것으로 판단한다. 동사에 대한 투자포인트는 첫째, 상위업체 대비 낮은 Valuation 수치이다. 둘째, 5배의 Leverage 역할을 하는 판가인상효과이다. 낮은 판가는 선두업체 대비 낮은 지명도를 판가인하로 만회하여 M/S를 유지하려는 보수적인 영업방침에 기인한 것인데, 상장을 계기로 높아진 브랜드 가치를 적극 활용하여 판가인상을 단행하고 있으며, 향후 지속적인 판가인상이 예상된다. 셋째, 거점도시 직영점 수 확대를 통한 지방영업 강화이다. 대형 간판사의 경우, 패키지 판매량은 비수도권이 30~40%에 이르는데, 수도권 판매채널에 의존하는 직판사의 영업력을 압도하는 원인이었다. 2Q06 전주, 대전, 대구에 이어 다른 거점도시를 확보를 추진 중이다. 넷째, 전세기 운항을 통한 급격한 외형 및 수익성 개선을 예상한다. 전세기 노선 확대로 계절 또는 요일별로 변동성이 큰 해외출국수요를 흡수하는데 첨병역할을 할 것으로 기대되는데, 이를 통해 향후 동사의 외형성장 및 수익성 개선에 큰 몫을 할 것으로 전망된다. 다섯째, 매출성장대비 비탄력적인 판관비 증가세로 인해 외형 성장시 폭발적 수익성 향상이 기대된다.
- ▶ 1Q06P 매출액 및 영업이익은 각각 36.8억원(19.1%YoY), 0.7억원(흑전)을 기록하였다. 우회상장을 하였기 때문에 상장효과가 영업실적에 반영되기까지는 직상장사에 비해 좀더 시간이 소요될 것으로 보인다. 2Q06E 매출액 및 영업이익은 각각 39.1억원(50.3%YoY), 1.1억원(흑전)을 기록하며, 매분기 영업이익을 달성할 수 있을 것으로 전망한다.

▶ 투자포인트

투자포인트
다섯가지

동사에 대한 투자포인트는 상장을 통해 마련된 자금력과 브랜드 가치 제고를 바탕으로 그 이전까지 보수적이었던 영업방침을 2Q06부터 공격적으로 선회했다는 점이다. ‘공격적’이라는 것은 1) 상대적으로 낮은 Valuation, 2) 패키지투어 판가인상, 3) 지방영업 강화, 4) 전세기 도입, 5) 영업레버리지 발생이다. 구체적으로 각 사안이 동사의 실적 긍정적 영향을 미치는 것에 대한 논거를 제시한다.

1) 낮은 Valuation
06E P/E 14.8X

현재가(5/16일 6,100원)를 기준으로 동사 주가는 06E EPS 411원의 14.8X 수준으로 절대적 수치는 높으나, 여행업종의 높은 성장성과 타여행사 비교시 Valuation merit가 돋보인다. (현재가 기준 P/E는 하나투어 26.5X, 모두투어 26.6X, 자세한 사항은 산업편 참고)

2) 5배의 Leverage
역할을 하는 패키지
판가인상

동사는 여행업계 M/S 4위의 업체이나, 판가는 아래표에서 보듯 하락하고 있다. 이는 선두업체인 하나투어나 모두투어에 비해 낮은 지명도를 판가인하로 만회하여 M/S 유지를 위한 보수적인 영업방침에 기인한 것이다. 05년 11월 상장을 계기로 브랜드 가치 제고에 기틀을 마련한 것으로 평가되는데, 과거와 비교하여 폭증하고 있는 문의전화와 예약율이 이를 증명하고 있다. 이에 동사는 상장을 계기로 높아진 브랜드 가치를 적극 활용하여 06년 4월부터 일부 상품에 대한 판가인상을 단행하고 있다. 하나투어와 모두투어는 브랜드 가치 제고에 성공하여 상위 4개 업체 중에서 가장 높은 판가를 유지하고 있다.

업체별 해외여행 패키지투어 판가 비교												
	FY00	FY01	FY02	FY03	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05
하나투어	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
모두투어	69.7	71.0	101.3	99.4	96.2	97.4	99.1	102.9	107.5	101.5	95.3	102.1
롯데관광	93.8	113.7	104.1	96.9	94.2	91.5	90.9	88.4	83.2	86.8	78.3	98.4
자유투어	97.3	86.9	91.3	81.1	78.1	77.7	76.3	75.9	79.7	78.7	79.3	76.4

자료 : 각 사, 한국일반여행협회(KATA), 동부리서치 단위 : %

주 : 하나투어 패키지 판가를 100으로 환산

‘Art of pricing’에서 전술했듯이 다른 조건이 모두 일정하다는 가정하에 패키지 판가 1% 인상은 매출 4~5% 증가로 이어지는 Leverage 역할을 한다. 따라서 경쟁사 대비 패키지 판가가 압도적으로 낮은 동사의 판가인상 잠재력은 충분하며, 2Q06부터 시작된 동사의 패키지판가 인상은 영업수익 및 영업이익 성장으로 이어질 것으로 판단한다.

3) 지방영업 강화 :
포기했던 1/3
시장을 찾는다

대형사의 경우, 패키지 판매량은 수도권이 60~70%, 그 나머지를 지방에서 소화한다. 간판사와 같이 영업망이 전국 전역에 퍼져있는 구조가 수도권 판매채널에 의존하는 직판사의 영업력을 압도하는 원인이며, 늘어나는 해외출국자수를 간판사가 대부분 흡수해 간주원인이기도 하다. 여행업계에서 지방영업강화는 단순히 잃어버린 30~40% 시장을 찾는 것 이상을 의미한다. 안정적인 수요기반층 확대는 패키지 상품에 필요한 최소출발인원 ‘15

명'을 모집할 수 있는 확률을 높여, 동사의 입장에서 지금까지 15명에 미달되어 포기했던 수요층을 흡수할 수 있는 계기 마련을 의미하기 때문이다.

동사는 2Q06를 시작으로 광역시와 같은 인구밀집지역을 거점도시로 하여 '직영점'을 설치하고, 소규모의 '영업소'가 직영점을 보완하는 방식을 채택하여, 07년 지방판매망 구축 완료를 목표로 공격적인 직영점 확보에 나서고 있다. 07년까지 100개 수준의 지방 직영점을 설치할 계획이었으나, 최근 거점도시에 대형 직영점을 개설하고 그 주위의 위성도시에 영업소를 구축하는 방안을 고려 중이라고 밝혔다. 이는 주고객층이 주로 인구밀도가 높은 대도시에서 거주하며, 평균소득수준 또한 대도시인구가 높은 점을 감안한 결과로 보인다.

4) 전세기 비중 확대로 수익성 제고

네번째 투자포인트로는 전세기 운항을 통한 급격한 외형 및 수익성 개선을 예상한다는 점이다. 전세기 노선 확대로 계절 또는 요일별로 변동성이 큰 해외출국수요를 흡수하는데 첨병역할을 할 것으로 기대되는데, 이를 통해 향후 동사의 외형성장 및 수익성 개선에 큰 몫을 할 것으로 전망된다. 한편, 두번째 투자포인트인 지방영업강화를 뒷받침하여 수요증가세를 수용할 수 있는 것 또한 전세기 도입을 통해 가능한 것이다.

일반적으로 전세기 도입의 손익분기점은 좌석수의 70%수준으로 알려져 있는데, 우호적인 시장 상황을 감안한다면 (원화강세, 절대적으로 저렴한 패키지 가격대, 쌍춘절 특수, 그리고 수차례의 연휴) 외형성장 및 수익성 개선 큰 효과를 기대해 볼 수 있다. 참고로, 1Q06 하나투어·모두투어의 놀라운 영업수익 성장세와 Earning Surprise는 전세기도입을 빼놓고는 설명이 되지 않는다는 점 역시 간과해서는 안될 것이다.

5) 영업레버리지 효과 발생

마지막으로, 동사의 경우, 영업이익을 기준으로 손익분기 매출액은 130억 가량으로 추정되는데, 이 손익분기점을 돌파할 경우 폭발적인 이익 성장세가 예상된다. 그 이유는 영업레버리지 효과 즉, 판관비가 매출성장대비 비탄력적인 움직임에 보이기 때문이다. 동사의 판관비가 낮게 유지될 수 있는 이유는 직관사의 강점이자 높은 수익성을 달성할 수 있는 원인인 지급수수료가 없기 때문이다. 앞서 언급했듯이 직관사는 광고비와 판매/지급수수료, 간관사는 광고비와 지급수수료가 매출과 직결되는 비용인데, 광고비는 일정수준에 도달하면 그 수준을 유지하는 반면, 지급수수료는 매출에 연동되어 상승하는 변동비이기 때문이다. 그렇기 때문에 직관사는 외형 확대 측면에서는 간관사에 뒤지나, 일정 수준의 매출이 확보되면 수익성 측면에서 간관사를 앞설 수 있다는 판단이다.

▶ 우회상장... 그 이후

동사의 공격적 경영방침은 우회상장 후 신속한 조직정비에서도 엿볼 수 있다. 05년 11월 적자에 허덕이는 IT업체를 통해 우회상장 후, 06년 1월 유상증자를 통해 자금조달, 4월 업종변경, 6월 IT사업부 매각(예정)순의 거침없는 조직정비로 우회상장의 상처를 '거의' 치유한 것으로 보인다.

하지만, 우회상장의 상처가 '완전히' 치유된 것은 아니다. 1Q06을 기준으로 영업권 미상각분 676억원, IT사업부매각에 따른 특별손실 예상치 10억원(2Q06E에 반영)가 남아있지만, 우회상장 덕택(?)에 법인세비용은 FY08까지 발생하지 않을 것으로 추정한다.

손익계산서

12월결산(십억원)	04A	05A	06E	07E	08E
매출액	12.0	3.6	20.1	30.1	40.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	12.0	3.6	20.1	30.1	40.2
판매비	11.9	5.6	16.9	23.1	29.0
영업이익	0.1	-2.0	3.1	6.9	11.2
EBITDA	0.3	-2.7	4.8	8.6	12.9
영업외수지	0.7	0.1	1.0	1.5	2.4
순이자수지	0.0	-0.3	0.4	0.8	1.5
순외환관련수지	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
순지분법평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
경상이익	0.4	-3.8	3.8	8.1	13.1
특별손익	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0
세전순이익	0.4	-3.8	2.8	8.1	13.1
법인세비용	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.2	-3.8	2.8	8.1	13.1
EPS	44	-528	411	702	1,145
증감률(% YoY)					
매출액	14.2	-69.7	449.8	49.8	33.8
EBITDA	흑전	적전	흑전	77.7	50.3
영업이익	흑전	적전	흑전	119.9	61.4
경상이익	흑전	적전	흑전	44.6	25.3
순이익	흑전	적전	흑전	193.1	62.5
EPS	흑전	적전	흑전	193.1	62.5

대차대조표

12월결산(십억원)	04A	05A	06E	07E	08E
유동자산	3.4	6.9	13.2	22.3	37.6
현금/단기금융상품	1.9	1.3	10.0	17.5	31.2
시장성유가증권	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	4.3	10.3	11.3	12.0	12.8
투자자산	0.4	1.0	1.1	2.2	3.3
유형자산	3.8	0.2	2.4	2.7	2.9
무형자산	0.1	9.1	7.8	7.2	6.5
자산총계	7.7	17.2	24.5	34.3	50.4
유동부채	3.0	12.5	3.3	5.1	8.0
매입채무	1.3	1.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	5.8	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3.6	12.6	3.3	5.1	8.0
자본금	3.2	3.8	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	0.0	5.1	16.3	16.3	16.3
이익잉여금	1.0	-3.6	-0.8	7.3	20.4
자본조정	0.0	-0.7	0.0	0.0	0.0
자본총계	4.2	4.6	21.1	29.2	42.3

현금흐름표

12월결산(십억원)	04A	05A	06E	07E	08E
영업활동현금흐름	0.5	3.6	3.3	9.8	16.1
당기순이익	0.2	-3.8	2.8	8.1	13.1
감가상각비	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
무형자산상각비	0.0	0.7	1.6	1.6	1.6
순운전자본증감	-0.2	6.3	-1.1	0.2	1.3
매출채권증감	0.1	4.9	0.5	0.0	0.0
재고자산증감	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0
매입채무증감	-0.4	0.9	-1.0	0.0	0.0
기타	0.3	0.3	-0.1	-0.1	-0.1
투자활동현금흐름	-0.6	-9.0	-5.1	-5.6	-6.2
Capex	-0.2	-8.4	-2.6	-1.3	-1.3
순투자자산증감	0.4	-0.5	-2.6	-4.3	-4.9
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	0.3	5.6	8.0	0.1	0.1
단기부채증감	-0.2	0.3	-5.8	0.0	0.0
장기부채증감	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증감	0.0	2.6	1.9	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	0.2	0.1	6.2	4.4	10.0
기초의 현금	0.1	0.6	0.6	7.6	12.7
기말의 현금	0.3	0.6	7.6	12.7	23.1

12월결산	04A	05A	06E	07E	08E
주가(기말)	NM	4,625	6,100	6,100	6,100
주당지표(원)					
EPS	44	-382	411	702	1,145
BPS	657	-593	1,174	1,935	3,142
DPS	0	0	0	0	0
EBITDA/Share	50	-379	423	752	1,130
Valuation(x)					
PER	NM	NM	14.8	8.7	5.3
PBR	NM	NM	5.2	3.2	1.9
EV/EBITDA	NM	NM	12.3	6.1	3.0
수익률(%)					
EBITDA 마진	2.5	-74.9	24.1	28.5	32.1
영업이익률	1.2	-98.3	15.7	23.0	27.8
경상이익률	3.1	-104.2	18.7	26.9	32.6
순이익률	2.0	-104.4	13.7	26.9	32.6
ROE	6.0	-86.4	21.4	32.1	36.7
ROA	3.1	-30.6	13.2	27.5	31.0
기타비율(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율	280.1	NM	NM	NM	NM
순부채비율	-35.0	96.7	-47.2	-59.8	-73.6

자료 : 자유투어, 동부리서치 추정

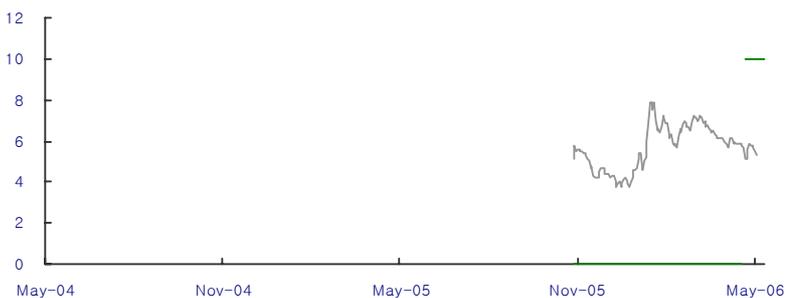
주(1) : EPS는 완전회석화 기준, 수정 EPS

주(2) : 05년 실적은 우회상장으로 여행사업부의 11월 12월 실적만 반영된 수치이므로 투자판단시 왜곡의 소지가 있음

주(3) : FY04의 회기는 04년 4월 1일부터 05년 3월 31일까지

주(4) : 04년자료는 자유여행사 자료

자유투어 목표가 및 실제주가 차트



최근 2년간 투자이건 및 목표주가 변경

일자	투자이건	목표주가	일자	투자이건	목표주가
06/05/17	BUY	10,000			

자료 : 동부증권 리서치 단위 : 천원, 원 * : 담당자 변경

Initiate with BUY

하나투어(039130)

여행업계의 삼성전자

목표주가 91,000원
 현주가(05/16) 71,500원

Analyst **심원선**
 02-369-3314
 stevewshim@winnet.co.kr

규모의 경제효과가 타여행사에 비해 월등하고, 효율적인 조직관리가 이루어지고 있으며, 주주, 고객, 직원 모두의 만족을 추구하는 선진 여행사 모델을 제시하고 있는 하나투어에 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '91,000'원을 제시하며 Coverage를 개시한다. 목표주가 '91,000'원은 WACC 8.2%, Beta 0.66, 영구성장률(g) 3%를 기준으로 DCF 모델을 이용하였으며, 현 주가대비 27.3% 상승여력이 있기 때문에 투자 의견 'BUY'를 제시한다.

시가총액(05/16)	7,475억원
액면가	500원
발행주식수	1,046만주
유동주식수	820만주
120일 평균거래량	52,272주
52주최고/최저	79,000원/21,650원
외국인지분율	43.89%
06E 예상시가배당률	1.8%
주요주주	박상환 9.3%

%수익률	1M	3M	12M
절대	4.9	51.3	317.2
상대	-1.1	51.1	276.3

상대주가



- ▶ 국내 해외여행업계에서 최고의 시장지배력을 지닌 하나투어에 대해 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '91,000'원을 제시하며 Coverage를 개시한다. 목표주가 '92,000'원은 Beta 0.66, 영구성장률(g) 3%를 가정으로 산출된 WACC 8.2%을 기준으로 산정하였으며, 현 주가대비 27.3%의 상승여력이 있기 때문에 투자 의견 'BUY'를 제시한다.
- ▶ 동사에 대한 투자포인트는 다음과 같다. 첫째, 중소 여행사에 비해 규모의 경제효과에서 파생되는 경쟁력으로 시장 장악력을 확대하고 있다. 상장 후 브랜드 가치를 상승시키기까지 일정기간이 소요된다는 점을 고려하면 이미 브랜드 로열티 구축에 성공한 동사는 여행산업의 성장세를 가장 크게 향유할 것으로 판단한다. 풍부한 수요층을 기반으로 다양한 해외여행 패키지상품을 개발, 구비하여 고객별 취향에 타사보다 조금 더 접근이 가능하며 잠재고객 확보에 유리한 위치를 점하고 있다. 둘째, 우수한 전산망 보유이다. 현재 타여행사도 전산망을 구축하여 실시간으로 해외여행에 관한 문의 및 예약서비스를 제공하고 있으나, 질적인 측면에서 동사의 전산망과는 큰 차이를 보이고 있다. On-line 부문의 매출비중이 지속적으로 증가하고 있는 시점에서 우수한 전산망 보유는 필수 사항으로 동사의 경쟁력을 지속적으로 강화시킬 것으로 판단한다. 셋째, 주주, 고객, 직원 3자 동시만족 정책으로 선진적 경영방식을 고수하고 있다. 주주가치 우선정책으로 순이익의 30%는 현금배당을 통해 이익을 환원하고, 30%는 자사주 매입을 통한 주가를 지지한다. 한편, 꾸준한 자사주 매입은 직원들에게 Stock Option 배분을 위한 방편이기도 하다.
- ▶ 1Q06P 매출액 및 영업이익은 각각 391.7억원(68.4%YoY), 107.7억원(181.9%YoY)을 기록하는 성장세를 과시하였다. 비수기인 2Q06E에도 매출액은 이 여세를 몰아 323.1억원(40.7%YoY)로 예상하나, 영업이익은 대규모 직원증원으로 인한 인건비 증가로 38.1억원(89.9%YoY) 수준을 기록할 것으로 전망한다.

손익계산서

12월결산(십억원)	04A	05A	06E	07E	08E
매출액	79.8	111.0	157.1	209.4	252.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	79.8	111.0	157.1	209.4	252.5
판매비	68.0	93.3	123.3	160.5	192.0
영업이익	11.8	17.8	33.8	48.9	60.5
EBITDA	12.6	19.0	35.2	50.4	62.2
영업외수지	4.3	7.3	5.6	9.3	9.3
순이자수지	1.0	1.1	1.5	4.7	4.7
순외환관련수지	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
순지분법평가이익	1.7	1.0	1.3	1.4	1.4
경상이익	15.6	23.2	37.7	54.5	68.2
특별손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전순이익	15.6	23.2	37.7	54.5	68.2
법인세비용	5.0	6.6	11.3	16.3	20.5
당기순이익	10.6	16.6	26.4	38.1	47.8
EPS	1,205	1,866	2,693	3,882	4,865
증감률(% YoY)					
매출액	36.5	39.2	41.5	33.3	20.6
EBITDA	38.4	50.2	85.3	43.1	23.3
영업이익	40.6	50.5	90.0	44.7	23.9
경상이익	52.1	48.5	62.3	44.6	25.3
순이익	51.1	56.8	58.5	44.6	25.3
EPS	18.4	54.9	44.3	44.1	25.3

대차대조표

12월결산(십억원)	04A	05A	06E	07E	08E
유동자산	43.8	45.7	76.1	127.4	179.4
현금/단기금융상품	29.9	25.1	48.2	90.3	134.6
시장성유가증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	6.2	10.4	13.4	17.8	21.5
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	14.0	40.8	41.0	40.4	39.2
투자자산	12.5	10.5	11.2	11.1	10.6
유형자산	1.4	30.3	29.7	29.1	28.4
무형자산	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
자산총계	57.8	86.6	117.1	167.8	218.6
유동부채	29.2	43.8	53.5	74.3	89.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	0.4	0.6	0.8	1.0	1.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	29.6	44.3	54.2	75.4	90.9
자본금	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
자본잉여금	3.7	0.3	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	27.4	39.6	59.8	88.8	123.4
자본조정	-8.1	-2.7	-2.3	-1.7	-1.1
자본총계	28.2	42.3	62.9	92.4	127.7

현금흐름표

12월결산(십억원)	04A	05A	06E	07E	08E
영업활동현금흐름	16.2	18.8	28.9	49.8	55.6
당기순이익	10.6	16.6	26.4	38.1	47.8
감가상각비	0.8	1.2	1.4	1.5	1.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순운전자본증감	3.7	0.7	2.1	11.1	7.1
매출채권증감	0.3	-4.3	-3.3	-4.9	-4.2
채고자산증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.0	0.2	-1.0	-1.0	-0.9
투자활동현금흐름	-10.5	-15.7	-21.8	-35.9	-38.9
Capex	-1.5	-30.1	-0.9	-1.0	-0.9
순투자자산증감	-9.5	12.5	-20.9	-35.0	-38.0
기타	0.4	1.9	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	-3.2	1.2	-5.5	-8.3	-12.3
단기부채증감	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
장기부채증감	0.1	5.0	0.2	0.3	0.2
자본의 증감	0.9	2.3	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	-3.1	-4.5	-6.1	-9.2	-13.2
현금의 증감	2.4	4.2	1.6	5.6	4.4
기초의 현금	5.3	7.7	11.9	13.5	19.1
기말의 현금	7.7	11.9	13.5	19.1	23.5

12월결산(십억원)	04A	05A	06E	07E	08E
주가(기말)	16,700	48,000	71,500	71,500	71,500
주당지표(원)					
EPS	1,205	1,866	2,693	3,882	4,865
BPS	2,729	4,088	6,083	8,949	12,362
DPS	400	600	900	1,300	1,600
EBITDA/Share	1,299	1,865	3,480	5,006	6,206
Valuation(x)					
PER	13.9	25.7	26.5	18.4	14.7
PBR	6.1	11.7	11.8	8.0	5.8
EV/EBITDA	11.3	24.7	-1.4	-1.8	-2.2
수익률(%)					
EBITDA 마진	15.9	17.1	22.4	24.1	24.6
영업이익률	14.8	16.0	21.5	23.3	24.0
경상이익률	19.6	20.9	24.0	26.0	27.0
순이익률	13.3	15.0	16.8	18.2	18.9
ROE	44.0	47.3	50.2	49.1	43.4
ROA	21.5	23.0	25.9	26.8	24.7
기타비율					
배당수익률	2.4	1.3	1.3	1.8	2.2
이자보상배율	NM	NM	NM	NM	NM
순부채비율	-106.1	-59.5	-76.7	-97.7	-105.4

자료: 하나투어, 동부리서치 추정 주: EPS는 완전회석화 기준, 수정 EPS

하나투어 목표가 및 실제주가 차트



최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
06/05/17	BUY	91,000			

자료: 동부증권 리서치 단위: 천원, 원 * : 담당자 변경

Initiate with HOLD

모두투어 (080160)

실탄장전, 제 2 도약기를 대비한다

목표주가 50,000원
현주가(05/16) 48,500원

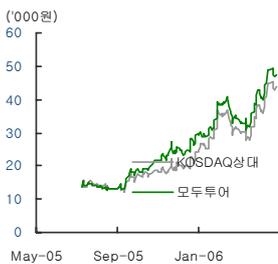
Analyst **심원섭**
02-369-3314
stevewshim@winnet.co.kr

243억원 규모의 증자를 통해 브랜드 가치 제고, 전세기사업 강화 및 해외 네트워크강화를 노리는 모두투어에 대해 목표주가 '50,000원', 투자 의견을 'HOLD'를 제시한다. 목표주가는 06E EPS 1,820원에 당사 여행업종 Target P/E 34X를 20% 할인한 27.2X를 적용하여 산출하였다. 현재까지 여행시장 평창에 따른 수혜는 규모의 경제 차이에 따라 업계 1위인 하나투어가 독식하였으나, 1Q06에 보여준 동사의 Earning Surprise와 대규모 자금조달을 통한 업계 1위와의 격차해소를 위한 공격적 경영방침을 높게 평가한다. 하지만, 업계 1위 하나투어보다 높은 Valuation에 대한 부담이 존재한다.

시가총액(05/16)	2,546억원
액면가	500원
발행주식수	420만주
유동주식수	290만주
120일 평균거래량	29,186주
52주최고/최저	49,500원/13,800원
외국인지분율	2.48%
06E 예상시가배당률	0.1%
주요주주	우종웅 12.6%

%수익률	1M	3M	12M
절대	17.0	26.2	NM
상대	23.0	23.5	NM

상대주가



- ▶ 여행업계 M/S기준 2위 업체인 모두투어에 대해 투자 의견 'HOLD'와 목표주가 '50,000원'을 제시하며 Coverage를 개시한다. 목표주가 '50,000원'은 06E EPS 1,820원에 여행업종 Target P/E 34X를 20% 할인한 27.2X를 적용하였다. 할인률을 적용한 이유는 자금유입이 영업성과에 본격 반영되기까지는 일정기간이 소요되므로, 시장 성장 수혜를 하나투어 수준으로 향유할 수 없기 때문이다.
- ▶ 동사에 대한 투자포인트는 다음과 같다. 첫째, 고성장 가도를 달리고 있는 해외여행업에서 업계 2위인 동사는 시장 확대의 수혜를 받을 것으로 전망한다. 둘째, 243억원 규모의 대규모 유상증자를 통해 업계 1위 하나투어와의 펀더멘털 측면에서의 차이를 줄이는데 큰 몫을 할 수 있을 것으로 보인다. 자금은 TV 광고, 전세기사업 강화, 해외영업 강화에 주로 투입될 것으로 예상된다. 이를 통해 동사는 1) 브랜드 가치 제고, 2) 고수익성 달성, 3) 안정적 비용지출(지상비 변동성 감소) 등을 달성할 수 있을 것으로 판단한다. 셋째, 유기적인 군소 프랜차이즈 업체들과의 관계를 끈을 수 있다. 간판사의 경우, 프랜차이즈 업체가 최일선 업무를 수행하고 있기 때문에 Margin Squeeze를 통한 수익성 제고는 곧 영업기반 부식이라는 보다 근본적인 문제점을 야기시킬 수 있는데, 이런 측면에서 동사의 경쟁력은 업계 1위 하나투어에 대등한 수준으로 평가한다. 하지만, 6월 상장예정인 롯데관광개발이 05년 기준으로 외형측면에서 동사와 유사한 수준이라는 점과, 월등한 수익성을 보유했다는 점을 고려하면 성장세에 순탄하지만은 않을 것으로 보인다.
- ▶ 1Q06P 매출액 및 영업이익은 각각 147억원(56.6%YoY), 31억원(649.3%YoY)을 기록하며 여행업계의 성장세를 다시 한번 시장에 일깨워주는 Earning Surprise를 보여주었다. 2Q06E 매출액 및 영업이익은 124억원(45.2YoY), 5.4억원(2,558.3%YoY)을 기록하며 비수기인 2분기에도 흑자폭을 늘릴 것으로 전망한다. 단, 영업이익측면에서 연 30억 수준이 할당된 광고선전비가 성수기인 3Q06을 준비하는 2Q06에 어느 수준으로 집행될 것인가가 영업이익 변동성을 확대할 것으로 보인다.
(주: 향후 상세한 증자자금 사용내역이 발표될 경우, 이를 반영하여 예상실적을 조정할 계획임)

손익계산서

12월결산(십억원)	04A	05A	06E	07E	08E
매출액	31.6	38.9	59.7	79.0	99.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	31.6	38.9	59.7	79.0	99.4
판매비	28.6	35.7	50.0	63.7	78.2
영업이익	3.0	3.2	9.7	15.3	21.2
EBITDA	3.2	3.5	10.1	15.8	21.7
영업외수지	1.2	0.9	1.8	2.5	3.3
순이자수지	0.2	0.2	0.7	1.0	1.5
순외환관련수지	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순지분법평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
경상이익	4.0	4.1	10.8	17.0	23.5
특별손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전순이익	4.0	4.1	10.8	17.0	23.5
법인세비용	1.2	1.1	3.1	4.9	6.8
당기순이익	2.9	2.9	7.7	12.1	16.7
EPS	16,674	695	1,820	2,871	3,970
증감률(% YoY)					
매출액	39.8	39.2	41.5	33.3	20.6
EBITDA	369.2	8.7	85.3	43.1	23.3
영업이익	534.1	6.9	203.4	58.0	38.2
경상이익	280.5	48.5	62.3	44.6	25.3
순이익	189.7	56.8	58.5	44.6	25.3
EPS	187.4	-95.8	161.9	57.7	38.3

대차대조표

12월결산(십억원)	04A	05A	06E	07E	08E
유동자산	4.2	16.6	23.1	34.7	51.6
현금/단기금융상품	2.5	13.6	18.5	28.6	28.8
시장성유가증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	1.2	2.3	3.7	4.9	6.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	7.7	9.9	17.1	22.5	27.1
투자자산	7.1	9.4	16.3	21.7	26.2
유형자산	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	11.8	26.5	40.2	57.2	78.7
유동부채	5.2	10.5	16.1	21.3	26.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	0.7	1.5	2.3	3.0	3.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	5.9	11.9	18.4	24.3	30.6
자본금	1.7	2.1	2.1	2.1	2.1
자본잉여금	0.0	5.3	5.3	5.3	5.3
이익잉여금	4.3	7.2	14.5	25.5	40.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6.0	14.6	21.9	32.9	48.1

현금흐름표

12월결산(십억원)	04A	05A	06E	07E	08E
영업활동현금흐름	4.5	7.8	12.2	16.3	21.0
당기순이익	2.9	2.9	7.7	12.1	16.7
감가상각비	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순운전자본증감	0.8	3.5	4.1	3.7	3.8
매출채권증감	-0.3	-1.1	-1.4	-1.2	-1.4
재고자산증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.6	1.1	0.0	0.0	0.0
투자활동현금흐름	-4.0	-7.0	-8.8	-11.0	-13.8
Capex	-0.4	-0.3	-0.7	-0.5	-0.5
순투자자산증감	-3.6	-6.7	-8.1	-10.5	-13.3
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	0.0	5.7	0.4	-0.3	-0.7
단기부채증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기부채증감	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0
자본의 증감	0.0	5.7	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	-0.4	-1.1	-1.5
현금의 증감	0.5	6.5	3.7	5.0	6.5
기초의 현금	1.8	2.3	8.8	12.6	17.5
기말의 현금	2.3	8.8	12.6	17.5	24.0

12월결산(십억원)	04A	05A	06E	07E	08E
주가(기말)	NM	26,700	48,500	48,500	48,500
주당지표(원)					
EPS	16,674	695	1,820	2,871	3,970
BPS	35,242	3,480	5,204	7,828	11,452
DPS	NM	100	250	350	400
EBITDA/Share	18,981	835	2,403	3,765	5,160
Valuation(x)					
PER	NM	38.3	26.6	16.9	12.2
PBR	NM	7.7	9.3	6.2	4.2
EV/EBITDA	NM	28.1	22.8	13.9	9.5
수익률(%)					
EBITDA 마진	10.2	9.0	16.9	20.0	21.8
영업이익률	9.5	8.2	16.3	19.4	21.3
경상이익률	12.7	10.4	18.1	21.5	23.7
순이익률	9.0	7.5	12.8	15.3	16.8
ROE	62.7	28.4	42.0	44.1	41.2
ROA	29.2	15.3	22.9	24.8	24.6
기타비율					
배당수익률	0.0	0.4	0.5	0.7	0.8
이자보상배율	NM	NM	NM	NM	NM
순부채비율	-41.1	-92.9	-84.8	-86.9	-91.3

자료: 모두투어, 동부증권 리서치 추정 주: EPS는 완전회석화 기준, 수정 EPS

모두투어 목표가 및 실제주가 차트

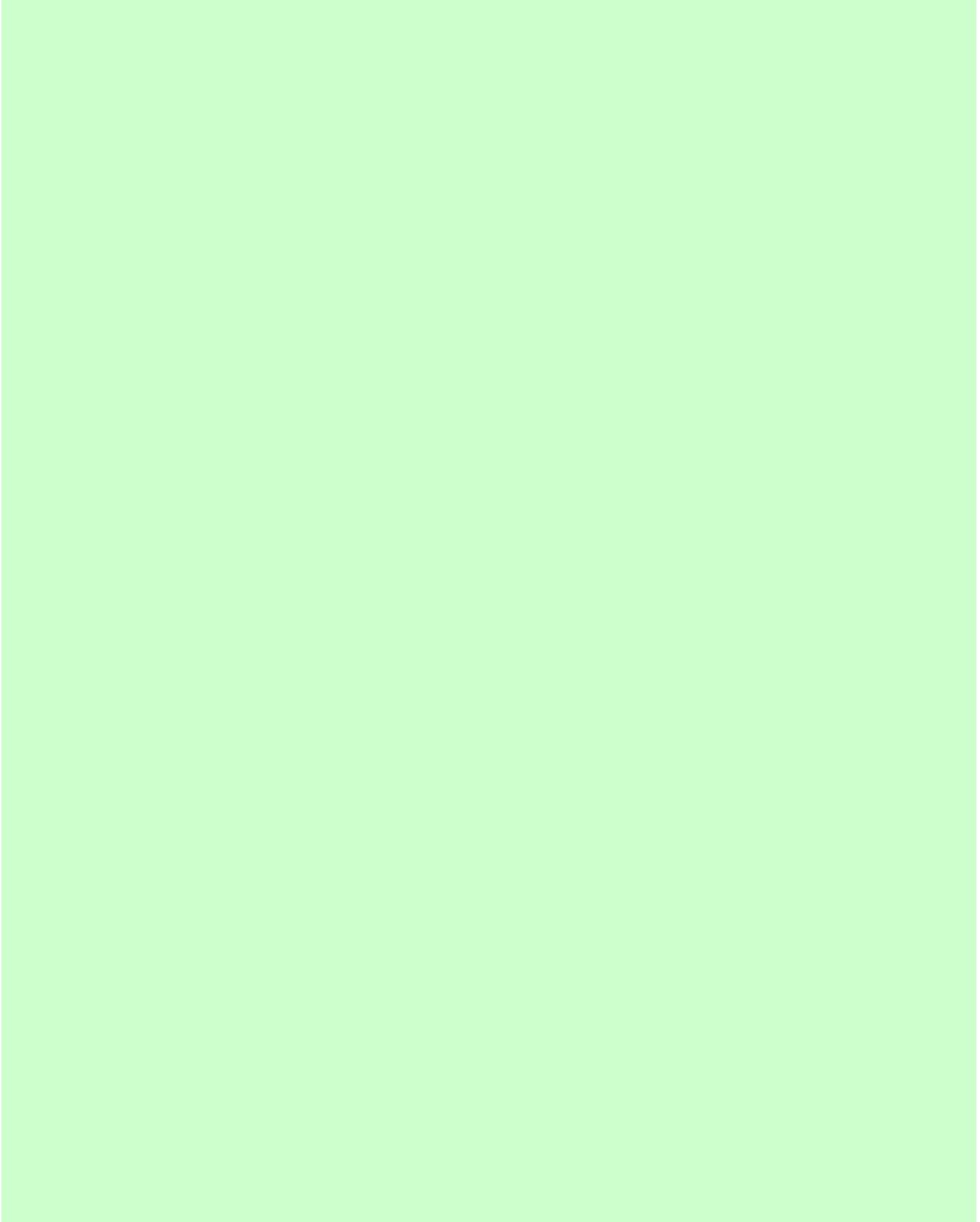


최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
06/05/17	HOLD	50,000			

자료: 동부증권 리서치 단위: 천원, 원 * : 담당자 변경

Note



동부증권 애널리스트 현황

담 당	애널리스트	직 위	전 화	E-mail
Head of research	김홍곤	상무	369-3009	hgkim@winnet.co.kr
투자전략	김성노	연구위원	369-3372	ksn0909@winnet.co.kr
국내외경제	장화탁	선임연구원	369-3370	mousetak@winnet.co.kr
채권전략	박혁수	연구위원	369-3436	bondpark@winnet.co.kr
계량분석	최보근	연구원	369-3369	quant@winnet.co.kr
반도체/디스플레이	이 정	선임연구원	369-3390	jeonglee@winnet.co.kr
반도체장비	박찬우	연구원	369-3399	allen8242@winnet.co.kr
통신장비/가전	노효종	선임연구원	369-3368	nhj3650@winnet.co.kr
IT부품	최태이	연구원	369-3396	taeey@winnet.co.kr
인터넷/엔터테인먼트	장영수	연구위원	369-3384	ysjang@winnet.co.kr
은행	임동필	연구위원	369-3377	pil.im@winnet.co.kr
자동차	조수홍	선임연구원	369-3381	jsuhong@winnet.co.kr
철강	김종재	선임연구원	369-3375	be2v@winnet.co.kr
조선/운송	김 석	수석연구원	369-3426	sukkim@winnet.co.kr
화학	김윤정	선임연구원	369-3360	niceyj@winnet.co.kr
음식료/유통	차재현	수석연구원	369-3378	imcjh@winnet.co.kr
건설/시멘트	이선일	수석연구원	369-3082	sunil.lee@winnet.co.kr
화장품/제약	이희정	연구원	369-3382	hjlee@winnet.co.kr
증권/보험	이학문	연구원	369-3388	chica500@winnet.co.kr
레저	심원섭	연구원	369-3314	stevewshim@winnet.co.kr
RA	김태희	연구원	369-3367	taehee.kim@winnet.co.kr
RA	신혜성	연구원	369-3366	hs.shin@winnet.co.kr
RA	임동민	연구원	369-3380	dm.lim@winnet.co.kr
RA	김희준	연구원	369-3379	Heedol.Kim@winnet.co.kr
RA	김인필	연구원	369-3457	yongsung.kim@winnet.co.kr

동부증권 지점망

지점	주소	전화	팩스
본점	서울시 영등포구 여의도동 36-5 (동부증권빌딩)	(02)369-3000	(02)782-6701
영업부	서울시 영등포구 여의도동 36-5 (동부증권빌딩 2층)	(02)369-3200	(02)783-9134
을지로	서울시 중구 다동 103 (동부상호신용금고빌딩 3층)	(02)753-9000	(02)752-4181
종로	서울시 종로구 종로4가 104-1(신한은행종로중앙지점빌딩 2층)	(02)2263-6161	(02)2285-0389
목동	서울시 양천구 목동 917-1 (CBS 방송국 1층)	(02)2636-6000	(02)2636-6009
잠실	서울시 송파구 잠실동 222 (서일빌딩 4층)	(02)419-6200	(02)420-7403
서초	서울시 서초구 서초동 1600-3 (대림빌딩 2층)	(02)597-9100	(02)597-8100
청담	서울시 강남구 삼성동 78-1(동흥빌딩 2층)	(02)514-1414	(02)517-9170
Fortune club 강남금융센터	서울시 서초구 서초동 1329-8 (삼원빌딩 3층)	(02)3474-9000	(02)3474-0920
Fortune club 대치금융센터	서울시 강남구 대치동 509 (하이마트빌딩 5층)	(02)561-6000	(02)569-1647
압구정	서울시 강남구 신사동 618-3 (뉴서울빌딩 3층)	(02)512-6000	(02)512-4420
Fortune club 동부금융센터	서울시 강남구 대치동 891-10 (금융센터 3층)	(02)3011-5000	(02)3011-4367
방배	서울시 서초구 방배동 811-6(방배범양빌딩 2층)	(02)599-9922	(02)599-7373
부산	부산시 금정구 부곡3동 225-27 (농심빌딩 6층)	(051)515-6200	(051)515-5400
부산중앙	부산시 중구 남포동 6가 66번지 (조흥은행빌딩 2층)	(051)242-6000	(051)242-3922
동래	부산시 동래구 안락1동 423-9 (대중빌딩 1층)	(051)521-0600	(051)522-9400
해운대	부산시 해운대구 우2동 1078-1 (신세계프라자 5층)	(051)741-7200	(051)741-6601
대구	대구시 남구 봉덕동 1300-1 (외환은행빌딩 2층)	(053)476-4000	(053)474-1633
광주	광주시 남구 봉선동 111-4 (비아로마삼환빌딩 4층)	(062)225-6900	(062)225-9486
대전	대전서구 도마2동 172-15 (도마 라이프클리닉센터 3층)	(042)522-6600	(042)522-7791
대전서	대전시 서구 관저동 1008 (파워존 2층)	(042)542-6300	(042)542-6301
수원	수원시 팔달구 인계동 1125-2 (벽산그랜드코아 2층)	(031)222-6565	(031)222-6090
천안	천안시 불당동 799 (유강메트로타워 3층)	(041)569-7000	(041)569-7020
평촌	안양시 동안구 호계동 1041 (홍국생명빌딩 4층)	(031)382-6200	(031)387-0655
분당	성남시 분당구 구미동 185-4 (보명프라자 4층)	(031)718-7000	(031)718-7044
창원	창원시 상남동 23-7(토토스타운 3층)	(055)264-9400	(055)263-4122
강릉	강릉시 옥천동 95-3(옥민빌딩 2층)	(033)641-7800	(033)641-8650
포항	포항시 북구 죽도동 67-4 (신아빌딩 1층)	(054)275-3100	(054)275-1841

- ▶ 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- ▶ 당사는 동 자료발간일을 기준으로 지난 6개월간 위 조사분석 기업의 유가증권 발행(DR, CB, IPO 등)에 주간사로 참여한 바 없습니다.
- ▶ 당사는 동 자료 발간일을 기준으로 해당종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 동 자료내용은 기관투자자 등에게 e-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- ▶ 자료에 게재된 내용은 조사분석 담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부에 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었습니다.

- ▶ 기업 투자여건은 향후 12개월간 KOSPI 대비 추가 등락 기준임
 - BUY : KOSPI 대비 10% 이상의 추가 상승 예상
 - HOLD : KOSPI 대비 ±10% 이내의 추가 등락 예상
 - UNDERPERFORM (UNDER) : KOSPI 대비 10% 이상의 추가 하락 예상
- ▶ 업종 투자여건은 향후 12개월간 KOSPI 대비 업종의 추가 등락 기준임
 - OVERWEIGHT : KOSPI 대비 5% 이상의 업종 추가 상승 예상
 - NEUTRAL : KOSPI 대비 ±5% 이내의 추가 등락 예상
 - UNDERWEIGHT : KOSPI 대비 5% 이상의 업종 추가 하락 예상