



2018/05/09

참좋은여행(094850)

여행업체 중 외부 영향 가장 제한적

■ 아웃바운드 구조적 증가와 함께 꾸준한 성장 가능

지난해 9월 자전거 사업부를 물적 분할하면서 올해부터 여행사업부와 임대수익이 매출액으로 인식되며 회계 인식 기준이 변경되었다. 임대 수익을 포함한 여행 사업부의 1분기 매출액은 132억 원(+10.1%, YoY), 영업이익은 27억 원(-9.5%, YoY)으로 예상한다. 매출액의 90%는 패키지, 10%는 항공권 판매에서 발생한다. 전년도 기저효과로 이익 성장이 둔화돼 보일 수 있으나, 하반기 여행 성수기로 접어들에 따라 전반적인 여행 업체들의 상저하고 기조와 동일하게 분기별 이익 개선이 기대된다.

또한 동사는 인바운드 사업을 영위하지 않고 있어, 사드와 같은 외부 영향이 가장 제한적인 업체다. 이에 따라 1) 출국자 수 증가의 구조적 성장에 따른 수혜가 예상되고, 2) 자전거 사업부 손실 반영 축소(지분율 27.5%)로 인한 이익 개선이 예상되는 바이다.

■ 재구매율 높고, 대리점 수수료 없는 간판 여행 업체

동사의 주요 고객이 50대 이상의 시니어 고객이기 때문에 전통적인 여행 성수기가 아닌 기간에도 동사의 패키지를 이용해 여행을 가는 고객들이 많고, 재구매율(70%)이 높은 편이다. 이를 감안하면 비수기인 2분기에도 타 업체 대비 이연 수요가 먼저 발생할 것으로 예상한다. 또한 간판 여행사 (모두투어, 하나투어)와 비교해 가장 큰 차이점은 대리점 수수료가 없는 직판 업체라는 점이다. 대리점 수수료 약 8-9%가 들지 않기 때문에 타 여행업체 대비 영업이익률이 20%대 이상으로 높은 편이다. 한편, 향후 동사의 전략은 미주, 대양주, 아프리카 등 장거리 패키지 및 타 지역 발굴과 패키지 고급화를 통해 모객 확보에 집중할 것으로 파악된다.

■ 투자의견 BUY 유지, 목표주가 21,000원으로 상향 조정

목표주가는 12개월 FWD EPS 913원에 대형업체의 시장점유율 확대 시점 대비 30% 할인한 Target PER 23배를 적용했다. 여행업체 중 여전히 가장 낮은 밸류에이션을 받고 있으며, 최근 주가는 14.5배 수준으로 추가적인 주가 상승 여력이 충분할 것으로 판단. 매수의견을 유지하고, EPS 상향 조정(+16%)에 따라 목표주가를 21,000원으로 상향 조정한다.

의류/레저
Analyst 조경진
(2122-9209) kjcho@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	21,000원
종가 (2018/05/08)	12,100원

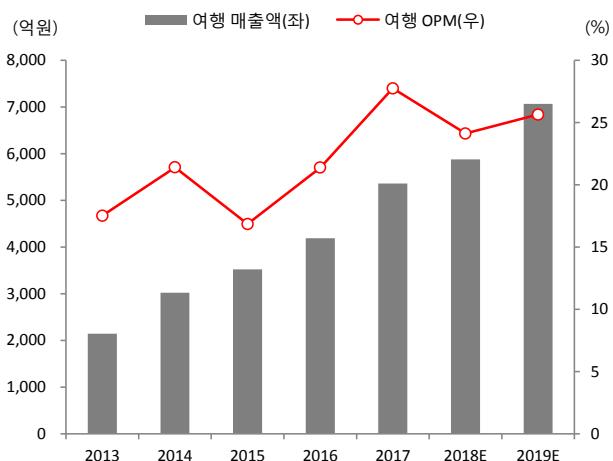
Stock Indicator

자본금	7십억원
발행주식수	1,400만주
시가총액	169십억원
외국인지분율	3.3%
배당금(2017)	200원
EPS(2018E)	909원
BPS(2018E)	5,948원
ROE(2018E)	16.3%
52주 주가	9,340~13,900원
60일평균거래량	134,015주
60일평균거래대금	1.7십억원

Price Trend

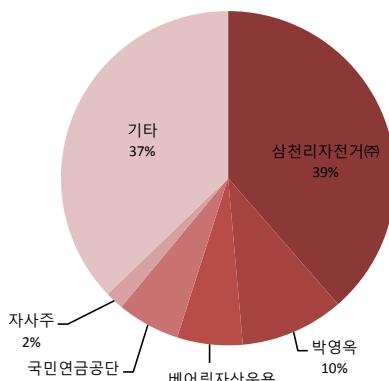


<그림 1> 참좋은여행 실적추이



주: 2016년부터 여행사업부에 임대수익 포함
자료: 참좋은여행, 하이투자증권

<그림 2> 참좋은여행 주주구성



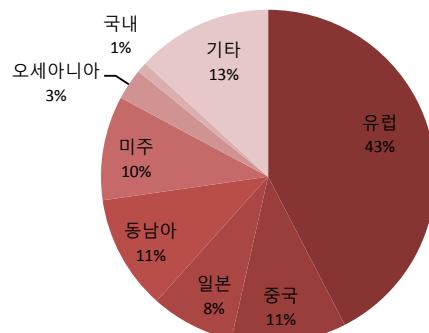
자료: 참좋은여행, 하이투자증권

<표 1> 전체 출국자 수 대비 여행업체 패키지 및 시장 점유율 비교

	2015	2016	2017
출국자 수(만 명)	1,789	2,084	2,484
yoy	21.5%	16.5%	19.2%
하나투어 M/S	20.9%	23.7%	22.7%
하나투어의 패키지 비중	61.6%	61.7%	64.9%
모두투어 M/S	10.8%	11.0%	11.0%
모두투어 패키지 비중	63.7%	58.6%	55.1%
참좋은여행 M/S	2.1%	1.9%	2.0%
참좋은여행 패키지 비중		88.0%	90.0%

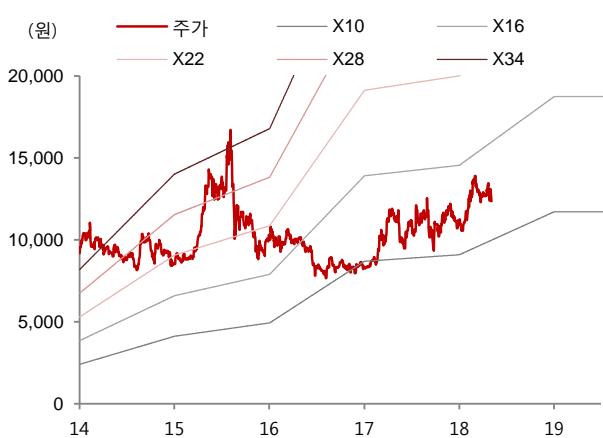
자료: 각사, 하이투자증권

<그림 3> 지역별 매출액은 유럽이 43%로 가장 높은 비중을 차지함. 동남아 상품은 비중이 증가하고 있는 추세



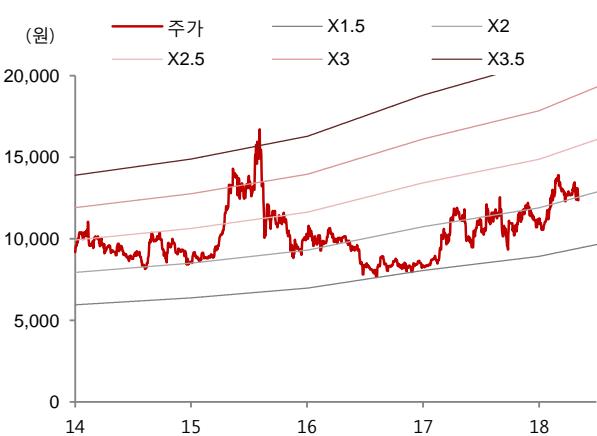
자료: 참좋은여행, 하이투자증권

<그림 4> 참좋은여행 12개월 FWD PER 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

<그림 5> 참좋은여행 12개월 FWD PBR 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원, %)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	65	78	94	117	매출액	57	62	74	85
현금 및 현금성자산	33	34	44	60	증가율(%)	31.2	9.8	19.2	15.0
단기금융자산	12	12	13	14	매출원가	2	2	2	2
매출채권	15	16	20	23	매출총이익	55	60	72	83
재고자산	-	10	13	15	판매비와관리비	40	45	52	55
비유동자산	80	79	78	77	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	1	1	1	1	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4	3	3	2	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	144	156	172	194	영업이익	15	15	20	28
유동부채	68	70	72	75	증가율(%)	59.4	1.6	33.6	36.6
매입채무	-	-	-	-	영업이익률(%)	26.3	24.4	27.3	32.4
단기차입금	13	13	14	15	이자수익	0	0	0	1
유동성장기부채	15	15	15	15	이자비용	0	1	1	1
비유동부채	3	3	3	3	지분법이익(손실)	-1	0	0	0
사채	-	0	0	0	기타영업외손익	4	2	2	2
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	18	17	21	29
부채총계	71	73	75	78	법인세비용	3	4	5	7
지배주주지분	73	83	97	116	세전계속이익률(%)	31.2	27.2	29.0	34.3
자본금	7	7	7	7	당기순이익	12	13	16	22
자본잉여금	34	34	34	34	순이익률(%)	21.5	20.5	22.2	26.2
이익잉여금	34	44	58	77	지배주주귀속 순이익	12	13	16	22
기타자본항목	-2	-2	-2	-2	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	12	13	16	22
자본총계	73	83	97	116	지배주주귀속총포괄이익	12	13	16	22

현금흐름표					주요투자지표				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	18	3	12	18	주당지표(원)				
당기순이익	12	13	16	22	EPS	869	909	1,171	1,595
유형자산감가상각비	1	0	0	0	BPS	5,236	5,948	6,922	8,319
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	960	957	1,214	1,634
지분법관련손실(이익)	-1	0	0	0	DPS	200	200	200	200
투자활동 현금흐름	-11	-3	-3	-3	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PER	12.6	13.3	10.3	7.6
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-	PBR	2.1	2.0	1.7	1.5
금융상품의 증감	11	2	11	17	PCR	11.4	12.6	10.0	7.4
재무활동 현금흐름	5	-2	-2	-2	EV/EBITDA	8.4	9.6	6.8	4.5
단기금융부채의증감	3	1	1	1	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	0	0	-	-	ROE	17.8	16.3	18.2	20.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	28.6	25.4	28.1	33.1
배당금지급	-2	-3	-3	-3	부채비율	96.9	87.9	77.9	66.9
현금및현금성자산의증감	12	1	10	16	순부채비율	-23.3	-21.3	-28.6	-37.6
기초현금및현금성자산	21	33	34	44	매출채권회전율(x)	3.3	3.9	4.1	4.0
기말현금및현금성자산	33	34	44	60	재고자산회전율(x)	11.4	12.0	6.4	6.2

자료 : 참좋은여행, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(참좋은여행)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-06-08	Buy	15,000	6개월	-28.6%	-21.3%
2017-07-19	Buy	15,700	1년	-29.7%	-20.1%
2017-11-10	Buy	18,000	1년	-32.6%	-22.8%
2018-05-09	Buy	21,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 :조경진\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6%	6.4%	-