



2017/07/19

참좋은레저(094850)

레저/미드스몰캡/지주
Analyst 조경진

(2122-9209) kjcho@hi-ib.com

자전거 사업부문 물적분할 결정, 여행업체로 도약 준비 완료

Buy (Maintain)

■ 여행사업부 성장성 재부각 될 전망

- 참좋은레저는 7월 18일 단순-물적분할을 공시함. 분할기일은 9월 1일로 분할 목적은 성장 가능성이 높은 여행 사업부를 강화하고, 자전거 사업의 경영 효율성 제고를 통해 기업 경쟁력을 확보하기 위한 것으로 판단함
- 분할회사는 참좋은레저 주식회사에서 참좋은여행 주식회사로 상호 변경. 여행 및 임대사업을 영위하고, 분할신설회사는 참좋은레저(가칭)로 고급자전거 및 용·부품을 판매하는 자전거 사업부문을 담당할 계획임

■ 여행사업부가 이끄는 실적, 아웃바운드 수혜 연말까지 기대

- 별도기준 2분기 매출액 202억 원(-0.9%, YoY), 영업이익 40억 원(+31.8%, YoY)으로 예상함
- 여행 사업부: 매출액 134억 원(+28%, YoY), 영업이익 40억 원(+35.1, YoY)으로 추정함. 사업부 내 매출 비중의 88% 이상이 패키지에서 발생하며, 패키지 내 ASP가 높은 유럽 비중이 약 39%를 차지함
- 2분기 유럽 지역 성수기를 기점으로 7-8월 전통적 여행 성수기, 10월 장기 연휴가 존재해 하반기까지 유럽 지역 패키지 판매 수혜가 가능할 것으로 예상됨
- 동사의 패키지 이용 주요 연령층이 50대 이상 시니어인 점은 1) 은퇴 후 평일과 비수기 여행이 가능하고, 2) 여유 시간 증가로 장기 여행이 가능해 장거리 지역 모객 확보에 유리함. 또한 여행업 전반적으로 이미 학습된 단거리 지역 여행에서 → 장거리로 여행이 확대되고 있는 점은 장기적으로 동사의 장거리 패키지 수요 증가에 긍정적으로 작용할 것으로 판단됨
- 자전거 사업부: 자전거 및 용·부품 매출액 67억 원 (-30%, YoY), 영업이익자 약 1억 원 미만으로 발생할 것으로 예상함. 16년 2분기부터 발생한 서초사옥 임대 수익은 연간 20억 수준으로 추정되며, 운기로 반영돼 자전거 사업 부문의 부진을 상쇄할 수 있을 것으로 전망함 (계속)

목표주가(12M)	15,700원
종가 (2017/07/18)	11,800원

Stock Indicator

자본금	7십억원
발행주식수	1,400만주
시가총액	165십억원
외국인지분율	1.5%
배당금(2016)	150원
EPS(2017E)	658원
BPS(2017E)	5,028원
ROE(2017E)	13.8%
52주 주가	7,670~11,900원
60일평균거래량	209,456주
60일평균거래대금	2.3십억원

Price Trend



■ Valuation 및 추가전망

- 투자이견 BUY유지, 목표주가는 15,000원에서 15,700원으로 상향 조정함.
12개월 FWD EPS 680원에 Target PER 23배(모두투어 시장점유율 확대 시점 PER 33배 대비 30% 할인)적용함. 여행업체로서 밸류에이션 적용이 여전히 유효하다는 판단임. 최근 주가(분할공시 전)는 PER 16배 수준으로 밸류에이션 하단에 위치해 여행업체 중 가장 저평가되어 있음. 저수익 자전거 사업부의 물적 분할을 통해 여행 사업부의 실적 확대, 성장성이 부각될 경우 주가의 활증 요인이 될 수 있을 것으로 판단함

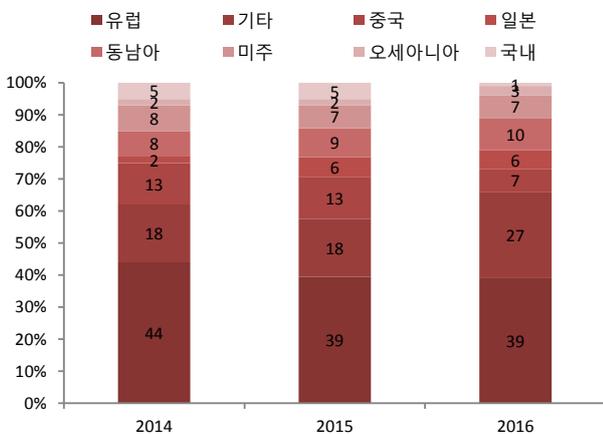
- 아웃바운드 여행 비중이 100%로 외부 영향이 비교적 제한적이며, 출국자 수의 구조적 성장에 따른 수혜가 가장 높은 업체인 것으로 판단됨. 대형 업체 대비 주가 상승폭이 제한적이었음을 감안하면 하반기 주가 상승 여력이 가장 높은 것으로 판단함

<표 1> 참좋은레저 분기 및 연간 실적 전망 (별도기준)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	215.0	203.0	193.0	123.0	182.0	202.0	212.0	134.0	735.0	730.0	807.0
(% growth, yoy)	3.9%	-13.0%	-8.9%	-10.9%	-15.3%	-0.9%	9.9%	8.8%	-7.1%	-0.7%	10.5%
자전거 및 부품 등	118.0	96.0	56.0	47.0	68.0	67.0	38.0	31.0	317.0	204.0	155.0
(% growth, yoy)	-2.5%	-31.9%	-50.0%	-27.2%	-42.1%	-30.0%	-32.0%	-35.0%	-27.7%	-35.6%	-24.1%
(% of sales)	54.8%	47.2%	29.0%	38.4%	37.5%	33.3%	17.9%	22.9%	43.2%	28.0%	19.2%
여행알선수입	97.0	105.0	133.0	83.0	114.0	134.0	174.0	103.0	418.0	526.0	651.0
(% growth, yoy)	13.0%	12.9%	33.0%	13.3%	17.2%	28.0%	31.0%	25.0%	18.7%	25.9%	23.9%
(% of sales)	45.2%	51.6%	68.8%	67.1%	62.5%	66.7%	82.1%	77.1%	56.8%	72.0%	80.8%
영업이익	32.0	30.0	41.0	-18.0	28.0	40.0	47.0	-8.0	85.0	106.0	137.0
(% growth, yoy)	4.0%	159.1%	34.9%	118.9%	-13.7%	31.8%	14.7%	-54.4%	31.5%	24.9%	29.1%
(% of sales)	15.0%	14.8%	21.1%	-14.8%	15.3%	19.6%	22.1%	-6.2%	11.5%	14.5%	17.0%
순이익	26.0	27.0	36.0	-20.0	24.0	33.0	41.0	-6.0	69.1	92.0	113.0
(% growth, yoy)	1.7%	171.6%	51.0%	1065.2%	-7.6%	22.5%	12.6%	-69.1%	19.7%	32.8%	23.2%
(% of sales)	12.0%	13.3%	18.7%	-16.4%	13.1%	16.5%	19.2%	-4.6%	9.4%	12.6%	14.0%

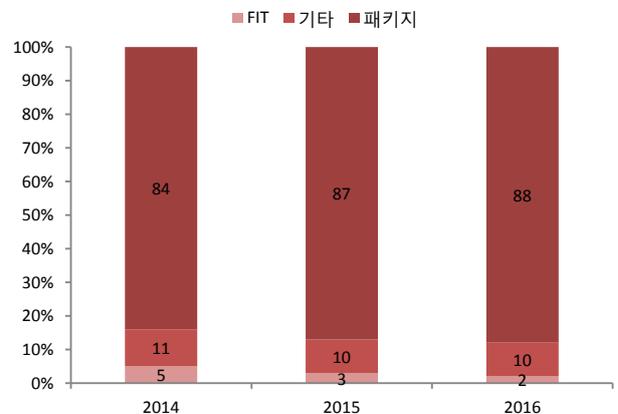
자료: 참좋은레저, 하이투자증권

<그림 1> 지역별 매출 비중: 유럽지역 비중이 가장 높으며, 일본 및 동남아 지역으로 지역별 믹스 개선이 진행되고 있음



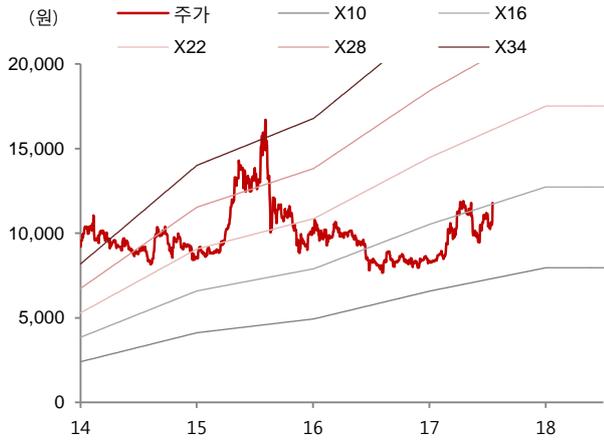
자료: 참좋은레저, 하이투자증권

<그림 2> 참좋은레저의 여행 유형별 매출비중: 기타 매출은 홈쇼핑에서 판매되는 패키지 비중이 대부분을 차지함



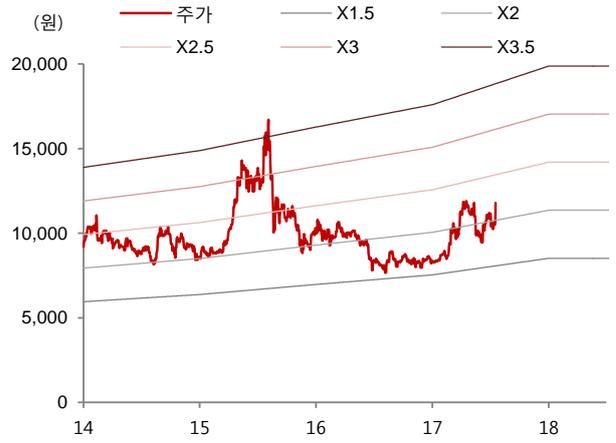
자료: 참좋은레저, 하이투자증권

<그림 3> 참좋은레저 12개월 FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 4> 참좋은레저 12개월 FWD PBR 밴드



자료: Bloomberg, 하이투자증권

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	70	78	88	102
현금 및 현금성자산	21	24	30	40
단기금융자산	13	14	15	15
매출채권	19	20	21	24
재고자산	10	12	13	13
비유동자산	76	76	76	76
유형자산	3	3	4	4
무형자산	3	3	3	2
자산총계	146	154	164	178
유동부채	65	66	67	68
매입채무	2	2	2	2
단기차입금	25	26	27	28
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	17	18	18	18
사채	-	0	0	1
장기차입금	15	15	15	15
부채총계	83	84	85	86
지배주주지분	63	70	80	92
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	34	34	34	34
이익잉여금	24	31	40	53
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	63	70	80	92

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	74	73	81	92
증가율(%)	-7.1	-0.7	10.5	14.2
매출원가	25	18	18	19
매출총이익	49	56	63	73
판매비와관리비	40	45	49	55
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	8	11	14	18
증가율(%)	31.5	24.9	29.1	31.4
영업이익률(%)	11.5	14.5	17.0	19.5
이자수익	0	0	0	1
이자비용	1	1	1	1
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	2	2	2	2
세전계속사업이익	9	12	15	19
법인세비용	2	3	3	5
세전계속이익률(%)	12.6	16.2	18.0	20.6
당기순이익	7	9	11	14
순이익률(%)	9.4	12.6	13.8	15.7
지배주주귀속 순이익	7	9	11	14
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	7	9	11	14
지배주주귀속총포괄이익	7	9	11	14

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	21	6	10	17
당기순이익	7	9	11	14
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-18	-8	-8	-8
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
금융상품의 증감	21	5	7	11
재무활동 현금흐름	13	-1	-1	-1
단기금융부채의증감	15	1	1	1
장기금융부채의증감	0	0	0	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-1	-2	-2	-2
현금및현금성자산의증감	16	3	6	10
기초현금및현금성자산	5	21	24	30
기말현금및현금성자산	21	24	30	40

주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	493	658	796	1,030
BPS	4,515	5,028	5,680	6,566
CFPS	574	756	885	1,111
DPS	150	150	150	150
Valuation(배)				
PER	17.0	17.9	14.8	11.5
PBR	1.9	2.3	2.1	1.8
PCR	14.6	15.6	13.3	10.6
EV/EBITDA	12.9	14.1	10.9	8.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.3	13.8	14.9	16.8
EBITDA 이익률	13.1	16.4	18.5	20.7
부채비율	130.6	119.1	106.8	93.7
순부채비율	10.6	4.9	-3.2	-13.3
매출채권회전율(x)	4.1	3.8	4.0	4.1
재고자산회전율(x)	6.1	6.8	6.5	7.1

자료 : 참좋은레저, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자 의견	목표주가
2017-07-19	Buy	15,700
2017-06-08	Buy	15,000

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-mail등을 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 :조경진\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 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 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

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

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

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-