

참좋은여행 (094850)

김수민

soomin.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

15,000

유지

현재주가

(19.01.30)

8,990

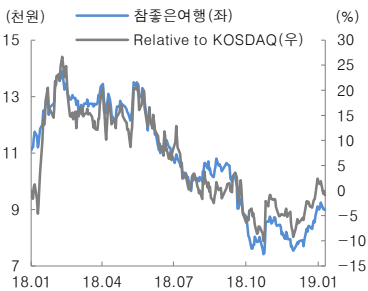
레저업종

4차 산업혁명/안전등급

■ Sky Blue

KOSDAQ	715.3
시가총액	126십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	13,900원 / 7,410원
120일 평균거래대금	5억원
외국인지분율	3.61%
주요주주	삼천리자전거 38.60% KB자산운용 10.60%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.1	18.0	-15.2	-19.7
상대수익률	7.8	6.2	-8.7	3.3



유럽을 사자

투자의견 매수(Buy), 목표주가 15,000원 유지

– 목표주가 15천원은 12M Forward EPS 766원에 Target PER 19배 적용

2018년 매출 678억원(+20% yoy), 영업이익 116억원(-22% yoy) 전망

- 2017년 두 차례 황금연휴에 따른 4Q18E 실적 부담 높은 상황에서 자연재해에 기인한 일본 등 근거리 수요 부진 지속으로 역성장 불가피하나, 동사의 높은 장거리 지역비중, 보수적 비용 집행 감안시 OPM 20% 지켜낼 것으로 예상. 3Q18 누적 기준 OPM 22%
- 2018년 매출총이익 563억원(+3% yoy) 예상하며, 송출객 52만명(+10% yoy) 기록, 업종 내 가장 선방. 동사의 사업구조(B2C) 특성에 따른 가격 경쟁력과 높은 장거리 비중 영향

2019년 키워드: 직판사 / 장거리 / 수익성 / 밸류에이션

- 2019년 매출 778억원(+15% yoy), 영업이익 132억원(+13% yoy), OPM 21% 전망
- 동사는 대리점을 거치지 않는 직판(B2C) 여행사. 약 9% 대리점수수료를 절감하고, 이를 상품가 낮추는데 사용. 자연스럽게 소비자 입장에서 가격 경쟁력이 부각되면서, 동사 유럽 비중은 업종내 가장 높은 수준(27%)이고, 이는 곧 높은 OPM과 직결
- 2018년 기준 송출객 유럽 비중 참좋은여행 27%, 하나투어 7%, 모두투어 8%
- 장거리(유럽+미주+남태평양) 비중 참좋은여행 39%, 하나투어 14%, 모두투어 17%
- 유럽 중심의 장거리 여행 선호 트렌드는 주요 노선 항공 공급 확대, 선진화된 여가 문화 확산과 맞물리며 한동안 지속될 것. 2017년 장기 연휴에 따른 기고 우려에도 불구하고, 2018년 하나투어와 모두투어 또한 유럽은 각각 +16% yoy, +6% yoy 성장 한 바 있음
- 동사는 패키지의 단점은 없애고 강점은 살리는 다양한 하이브리드 상품 라인업 확대를 위한 노력 또한 지속. 현재 판매 중인 브랜드 '라르고'는 소수 국가에 집중, 보다 여유로운 일정을 제공하며, 전체 패키지 매출의 약 15~20% 차지. 또한 9시에 출발해 5시에 종료되는 '나인투파이브(9~5)' 상품 또한 연내 출시 예정
- 지난 2017년 9월 자전거 사업부 물적분할을 통해 관련 디스카운트 요소를 해소시킨 바 있음. 자전거사업 영업손실 16년 -8억원, 17년 -17억원. 현재는 지분 27.5% 보유 중. 동사의 부채비율은 2016년 131%에서 3Q18 89%로 재무 건전성 또한 회복
- 2019년 실적 개선과 밸류에이션 정상화가 함께 진행될 것으로 기대하며, 현 주가는 12M Forward PER 12배 수준으로 업종내 밸류에이션 매력 부각
- 전일(1/30) 노랑풍선 코스닥 상장. 그 과정에서 동사의 높은 수익성과 탄탄한 이익체력, 안정적 사업구조 함께 부각될 것. 노랑풍선 공모가 2만원, 시초가 3만350원(+52%), 종가 3만4,150원(+13%). 노랑풍선은 2019년 예상 실적 기준 Forward PER 16배 수준

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	43	57	68	78	84
영업이익	9	15	12	13	15
세전순이익	11	18	12	14	15
지배지분순이익	7	12	9	11	12
EPS	493	869	674	760	838
PER	17.0	12.6	13.3	11.8	10.7
BPS	4,515	5,236	5,713	6,277	6,869
PBR	1.9	2.1	1.6	1.4	1.3
ROE	11.3	17.8	12.3	12.7	12.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy본부

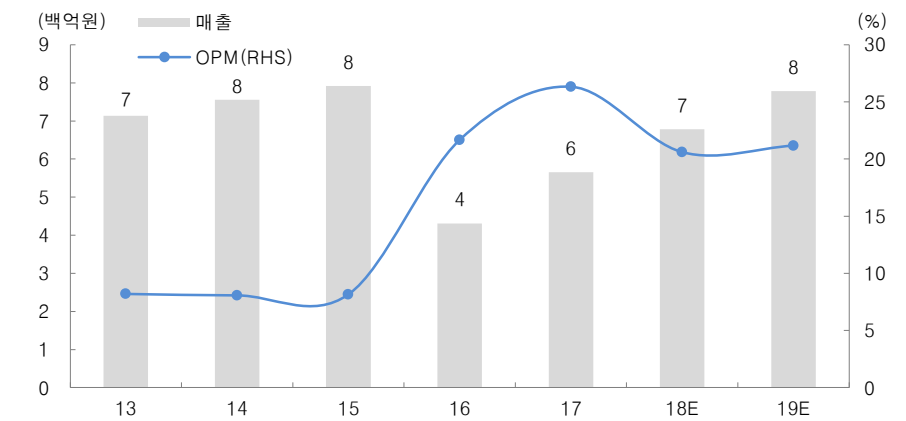
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	69	78	68	78	-1.0	-0.1
판매비와 관리비	45	49	45	49	-0.5	0.0
영업이익	12	13	12	13	-2.8	-0.2
영업이익률	17.4	16.9	17.1	16.9	-0.3	0.0
영업외손익	1	1	1	1	0.0	0.0
세전순이익	13	14	12	14	-2.7	-0.2
지배지분순이익	10	11	9	11	-2.7	-0.2
순이익률	14.1	13.7	13.9	13.7	-0.2	0.0
EPS(지배지분순이익)	692	761	674	760	-2.7	-0.2

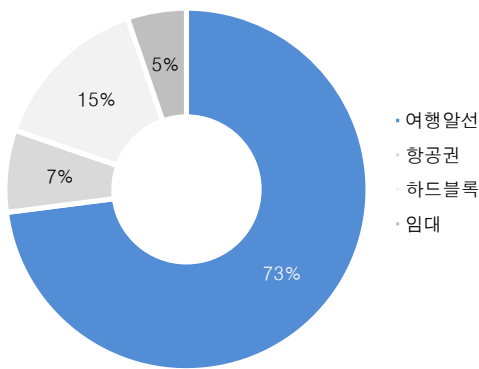
자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 참좋은여행 매출 및 영업이익률 추이



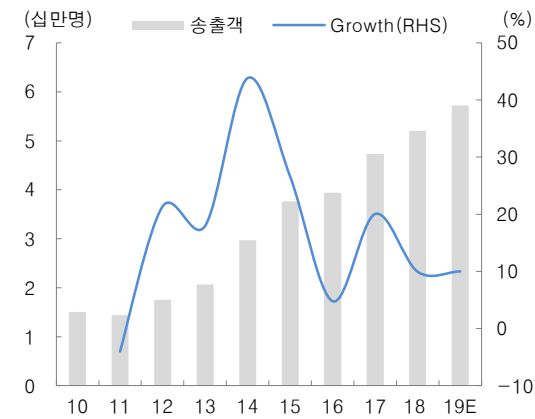
주: 실적 비교를 위해 2016년 실적부터 자전거사업 제외, 3Q17 자전거 사업부 분할
자료: 참좋은여행, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 참좋은여행 부문별 매출 비중



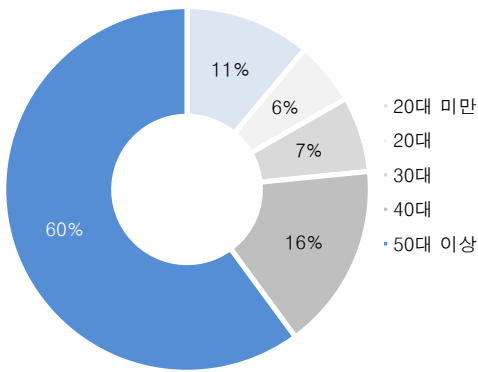
주: 부문별 매출 비중은 3Q18 누적 기준
자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 참좋은여행 전체 송출객 추이



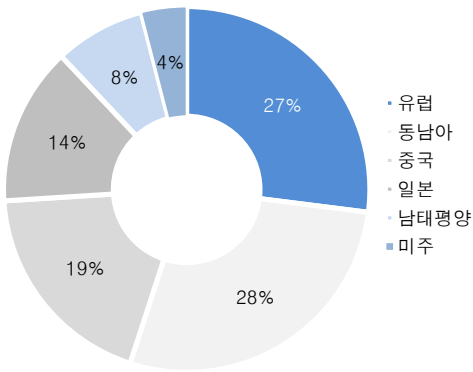
자료: 참좋은여행, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 참좋은여행 연령별 송출객 비중



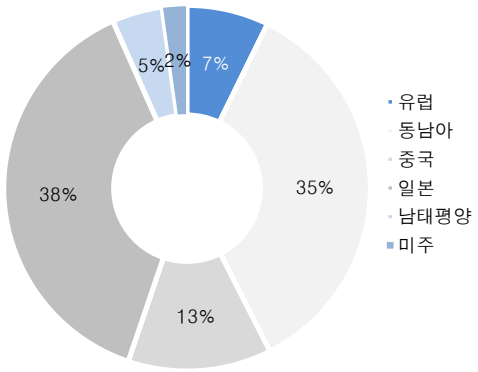
자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 참좋은여행 지역별 송출객 비중



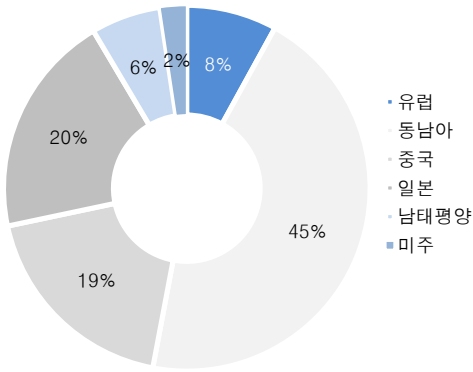
자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 하나투어 지역별 송출객 비중(18A)



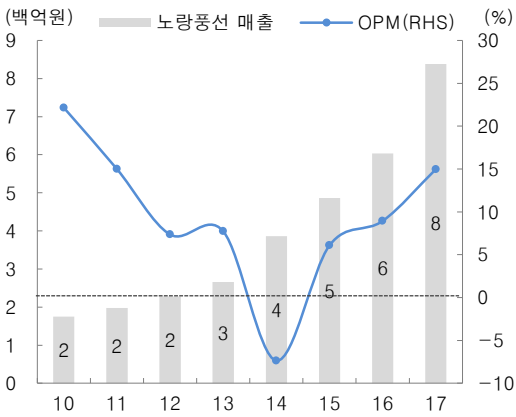
자료: 하나투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 모두투어 지역별 송출객 비중(18A)



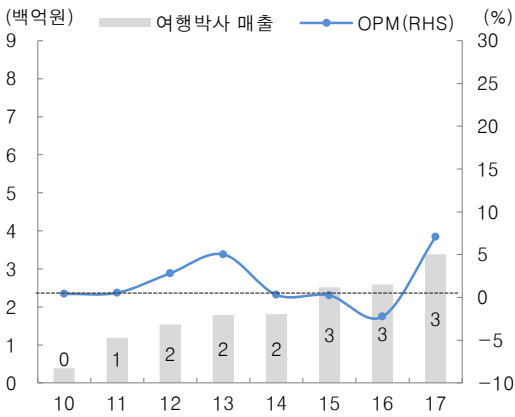
자료: 모두투어, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 직판여행사(1) 노랑풍선 실적 추이



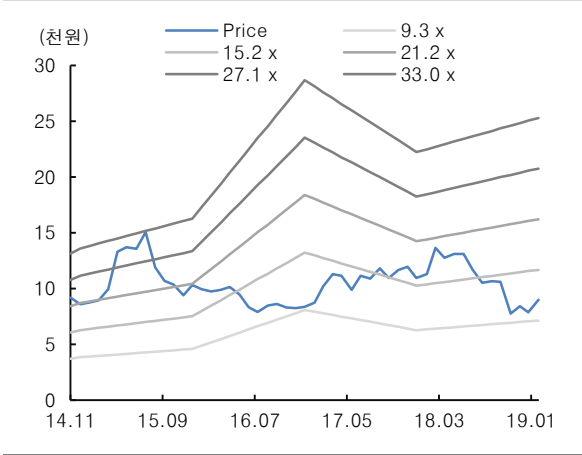
자료: 각 사 사업보고서, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. 직판여행사(2) 여행박사 실적 추이



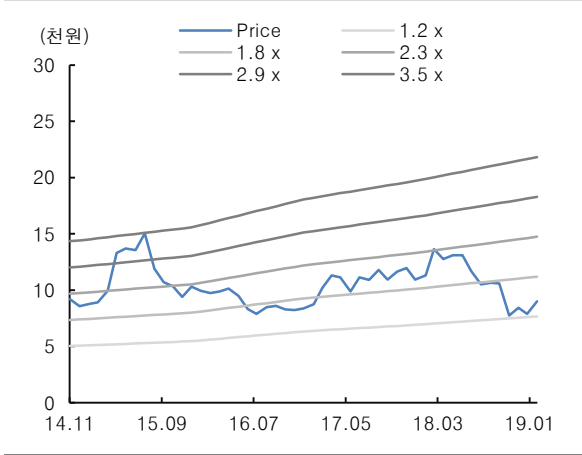
자료: 각 사 사업보고서, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 10.참좋은여행 12M Forward PER Band



자료: Wsetn, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 11.참좋은여행 12M Forward PBR Band



자료: Wsetn, 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

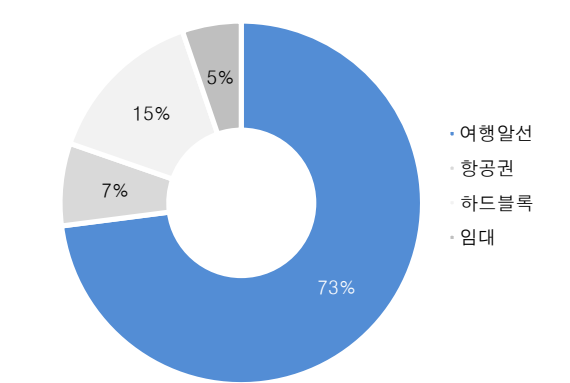
- 참좋은여행(094850)
 - : 국내 주요 직판(B2C) 여행사, 18A 송출객 52만명
- 17A 매출 565억원, 영업이익 149억원, 당기순이익 122억원
- 부문별 매출 비중
 - : 여행알선 73%, 항공권 7%, 하드블록 15%, 임대 5%
- 송출객 지역별 비중
 - : 유럽 27%, 동남아 28%, 중국 19%, 일본 14%, 남태 8%, 미주 4%

주가 변동요인 및 코멘트

- 국내 출국자(M), 주요 여행사 송출객(M)
- 19E 실적 개선 및 밸류에이션 정상화 함께 진행될 것으로 기대
- 현 주가 12M Froward PER 12배 수준. 업종내 밸류에이션 매력 부각

자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy본부

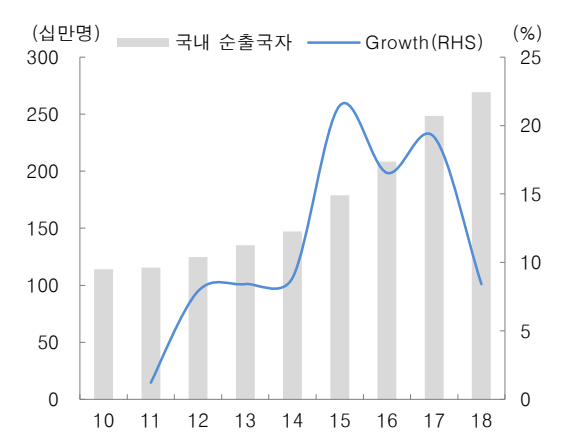
참좋은여행 부문별 매출 현황(3Q18)



자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy본부

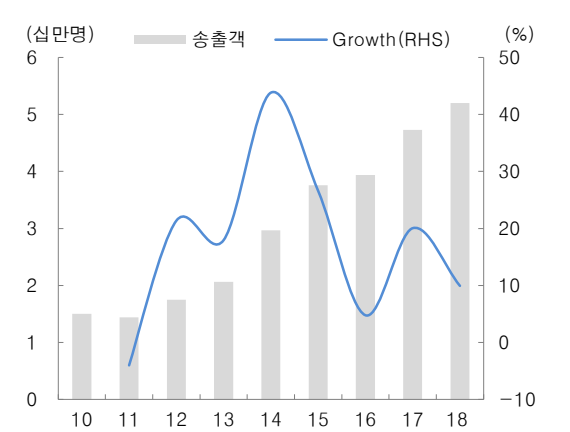
2. Earnings Driver

그림 12. 국내 순출국자 추이



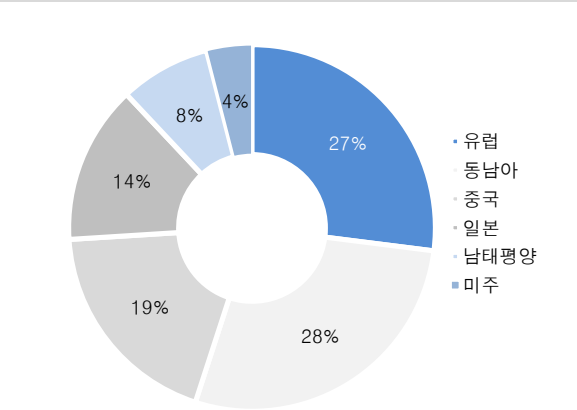
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 13. 참좋은여행 송출객 추이



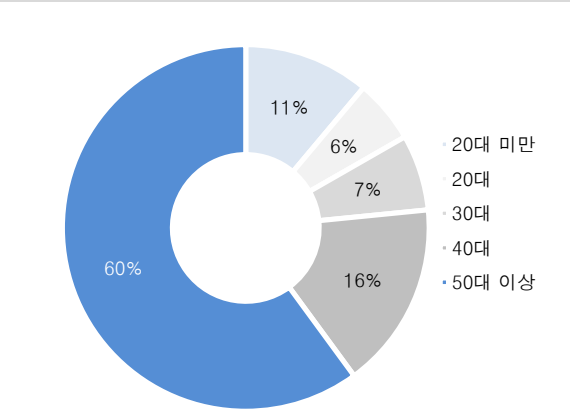
자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 14. 참좋은여행 지역별 송출객 비중



자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 15. 참좋은여행 연령별 점유율



자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	43	57	68	78	84
매출원가	1	2	11	16	17
매출총이익	42	55	56	62	67
판매비와관리비	33	40	45	49	52
영업이익	9	15	12	13	15
영업이익률	21.7	26.3	17.1	16.9	17.4
EBITDA	10	16	12	14	15
영업외손익	2	3	1	1	1
관계기업손익	0	-1	-2	-2	-2
금융수익	0	0	0	0	0
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	2	4	2	2	2
법인세비용차감전순이익	11	18	12	14	15
법인세비용	-2	-3	-3	-3	-3
계속사업순이익	9	14	9	11	12
중단사업순이익	-2	-2	0	0	0
당기순이익	7	12	9	11	12
당기순이익률	16.0	21.5	13.9	13.7	14.0
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	7	12	9	11	12
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	7	12	9	11	12
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	7	12	9	11	12

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	493	869	674	760	838
PER	17.0	12.6	13.3	11.8	10.7
BPS	4,515	5,236	5,713	6,277	6,869
PBR	1.9	2.1	1.6	1.4	1.3
EBITDAPS	747	1,154	887	984	1,077
EV/EBITDA	11.8	8.4	8.1	6.5	5.3
SPS	3,076	4,036	4,844	5,559	5,985
PSR	2.7	2.7	1.6	1.6	1.5
CFPS	906	1,288	1,101	1,198	1,292
DPS	150	200	200	250	250

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	-45.6	31.2	20.0	14.8	7.7
영업이익 증가율	44.6	59.4	-22.0	13.4	10.8
순이익 증가율	19.7	76.2	-22.5	12.8	10.3
수익성					
ROIC	118.2	-158.6	-53.1	-58.3	-63.1
ROA	7.2	10.3	7.9	8.5	8.9
ROE	11.3	17.8	12.3	12.7	12.8
안정성					
부채비율	130.6	96.9	88.8	80.8	73.9
순차입금비율	10.6	-23.3	-32.4	-40.7	-47.7
이자보상배율	0.0	46.8	36.5	41.4	45.9

자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	70	65	74	84	94
현금및현금성자산	21	33	42	52	62
매출채권 및 기타채권	19	15	15	15	15
재고자산	10	0	0	0	0
기타유동자산	20	16	16	16	16
비유동자산	76	80	77	75	73
유형자산	3	1	0	0	0
관계기업투자금	0	8	6	5	3
기타비유동자산	73	71	71	70	70
자산총계	146	144	151	159	167
유동부채	65	68	68	68	68
매입채무 및 기타채무	15	15	15	15	15
차입금	25	13	13	13	13
유동성채무	0	15	15	15	15
기타유동부채	25	26	26	26	26
비유동부채	17	3	3	3	3
차입금	15	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	3	3	3	3
부채총계	83	71	71	71	71
자배지분	63	73	80	88	96
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	34	34	34	34	34
이익잉여금	24	34	41	49	57
기타지분변동	-2	-2	-2	-2	-2
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	63	73	80	88	96
순차입금	7	-17	-26	-36	-46

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	21	18	17	18	19
당기순이익	7	12	9	11	12
비현금항목의 가감	6	6	6	6	6
감가상각비	1	1	1	1	0
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	1	2	2	2
기타	5	3	4	4	4
자산부채의 증감	11	4	4	4	4
기타현금흐름	-3	-4	-3	-3	-3
투자활동 현금흐름	-18	-11	-9	-9	-9
투자자산	-6	0	2	2	2
유형자산	0	0	0	0	0
기타	-12	-10	-10	-10	-10
재무활동 현금흐름	13	5	-3	-3	-3
단기차입금	15	7	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-1	-2	-3	-3	-3
기타	-1	0	0	0	0
현금의 증감	16	12	9	10	10
기초 현금	5	21	33	42	52
기말 현금	21	33	42	52	62
NOPLAT	7	12	9	10	11
FCF	7	12	9	10	11

[Daishin House View 4차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김수민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

참좋은여행(094850) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	19.01.31	19.01.23	18.11.23	18.10.24	18.08.23	18.08.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	15,000	15,000	16,500	16,500	16,500	16,500
과리율(평균.%)		(39.49)	(45.84)	(43.31)	(39.33)	(38.99)
과리율(최대/최소.%)		(38.33)	(34.55)	(34.55)	(34.55)	(38.18)

제시일자	18.05.29	18.02.11	17.10.11	17.09.26	17.08.11	17.07.19
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	19,000	17,000	17,000	17,000	17,000	15,000
과리율(평균.%)	(39.44)	(24.40)	(34.17)	(35.80)	(35.56)	(28.11)
과리율(최대/최소.%)	(28.95)	(18.24)	(25.29)	(26.18)	(26.18)	(19.33)

제시일자	17.07.11	17.06.14	17.05.12	17.04.20	17.04.04	17.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
과리율(평균.%)	(28.83)	(28.86)	(29.04)	(27.23)	(28.24)	(30.90)
과리율(최대/최소.%)	(20.67)	(20.67)	(20.67)	(20.67)	(20.67)	(24.67)

제시일자	17.02.26
투자의견	Buy
목표주가	15,000
과리율(평균.%)	(32.37)
과리율(최대/최소.%)	(29.33)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190128)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	85.7%	13.2%	1.1%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상