

## 참좋은여행(094850)

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 12,000원으로 -20% 하향. 12M Forward 744원에 Target PER 16배 적용(기존 Target PER 19배). 과거 대비 둔화된 여행업 매출 성장세 반영해 업종 및 동사 과거 평균 대비 30% 할인. 그러나 동사의 차별화되는 높은 마진과 밸류에이션 매력 감안시 상승여력 여전히 높음. 투자의견 매수(Buy) 유지

1Q19 매출 161억원(+6% yoy), 영업이익 33억원(-5% yoy) 기록. 이는 당사 추정 매출 부합, 영업이익의 소폭 하회. 여행알선수입(PKG)과 항공권수입(하드블록) 각각 +4% yoy, +47% yoy 증가해 매출은 늘어났으나 인건비 +12% yoy 상승에 따른 고정비 증가 영향. 일부 입주사 이전에 따른 일시적 공실로 임대수익 또한 소폭 하락. 다만 부진한 업황에 불구, 여행알선수입 늘어난 점은 긍정적. 근거리지역(중국, 일본, 동남아) 부진은 지속 중이나, 유럽과 미주, 남태 등 동사가 강점을 가진 장거리 수요는 여전히 견조한 상황. 장거리 판매 호조에 따른 평균판매단가(ASP) 상승하며 실적 방어된 것으로 추정

동사는 직판(B2C) 여행사로 약 9% 대리점수수료를 절감, 이를 상품이 할인에 사용해 가격 경쟁력이 무기. 소비자 입장에서 판매가가 높은 상품일수록 가격 메리트가 부각 될 수 밖에 없기 때문에, 동사의 장거리 매출 비중은 업종내 가장 높은 편. 또한 고정비 비중이 높은 여행업의 특성상 이는 곧 높은 수익성(OPM 24%)과 직결

- ✓ 1Q19 유럽 비중: 참좋은여행 30%, 하나투어 12%, 모두투어 14%
- ✓ 1Q19 장거리(유럽/미주/남태) 비중: 참좋은여행 46%, 하나투어 23%, 모두투어 26%

2019년 매출 736억원(+13% yoy), 영업이익 142억원(+10% yoy), OPM 23% 전망

장거리 여행 트렌드는 주요 노선 항공 공급 확대, 선진화된 여가 문화 확산과 맞물리며 한동안 지속될 것. 2017년 장기 연휴에 따른 기고 우려에도 불구, 2018년 하나투어와 모두투어 또한 유럽은 각각 +16% yoy, +6% yoy 성장한 바 있음

여행업종의 투자 심리 악화로 동사의 주가 또한 여전히 부진한 상황이나, 현 주가는 12M Forward PER 10배 수준으로 밸류에이션 매력 부각. 하반기 진입하며 업황 회복과 실적 개선 과정에서 동사의 높은 수익성과 낮은 밸류에이션 함께 부각될 것

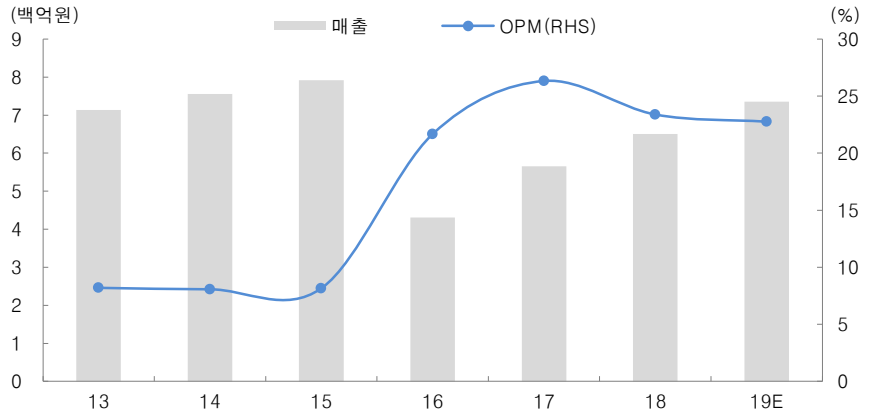
표 1. 영업실적 및 주요 투자지표

(십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	57	65	74	78	82
영업이익	15	13	14	16	16
세전순이익	18	10	14	15	15
당기순이익	12	10	11	11	12
지배지분순이익	12	10	11	11	12
EPS	885	731	753	815	840
PER	12.4	10.8	10.1	9.3	9.0
BPS	5,252	5,945	6,531	7,154	7,803
PBR	2.1	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE	18.1	13.1	12.1	11.9	11.2

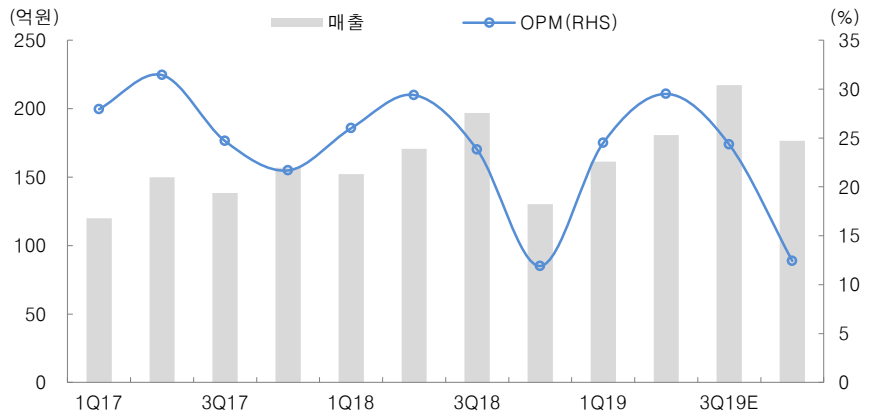
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
 자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 16. 참좋은여행 연간 매출 및 OPM 추이



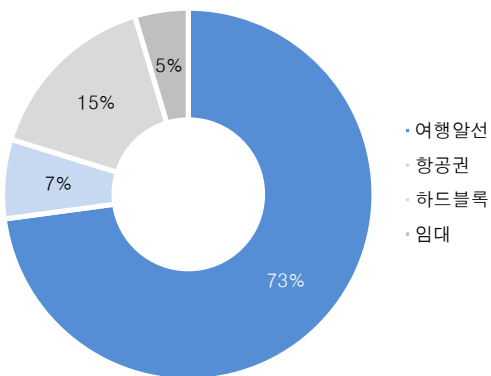
자료: 참좋은여행, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 17. 참좋은여행 분기별 매출 및 OPM 추이



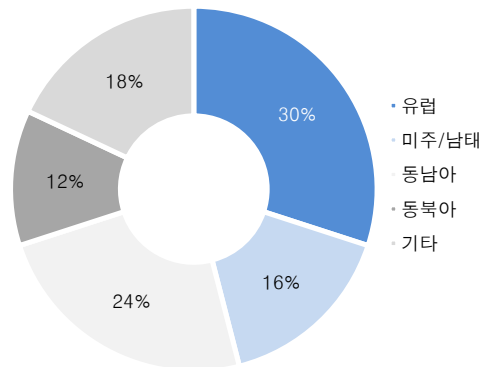
자료: 참좋은여행, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 18. 사업별 매출 비중(1Q19 기준)



자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 19. 지역별 매출 비중(1Q19 기준)



자료: 참좋은여행, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

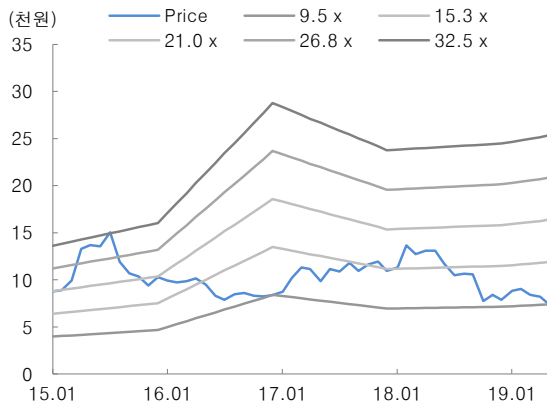
표 2. 연결 실적 추이

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출	15	17	20	13	16	18	22	18	65	74	78
(% yoy)	26.9	13.8	42.4	(16.9)	5.9	5.9	10.3	35.5	15.1	13.2	5.8
여행	14	16	19	12	15	17	21	17	61	70	74
임대	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4	4
영업이익	3	5	4	1	3	5	5	2	13	14	16
(% yoy)	2.4	(3.9)	3.0	(59.5)	(5.2)	(0.1)	28.2	35.7	(13.6)	10.1	11.4
OPM	26	29	24	12	24	29	24	12	23	23	23
당기순이익	3	3	3	2	2	3	3	1	10	11	11
(% yoy)	(15.4)	(20.3)	(11.2)	(59.6)	(3.9)	(2.9)	20.1	(0.9)	(15.9)	5.0	8.2
NIM	17	19	14	13	15	18	15	7	16	14	15

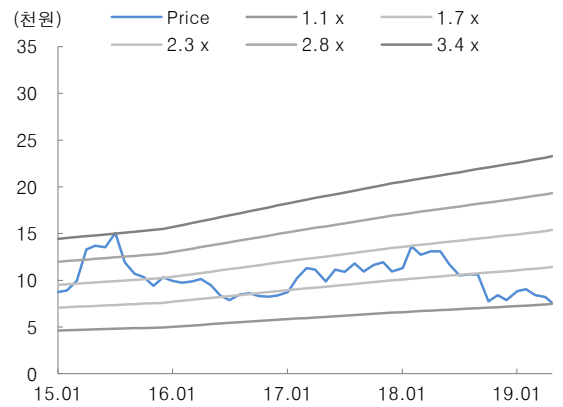
자료: 참좋은여행, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 20. 참좋은여행 12M Forward PER Band



자료: Wsetfn, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 21. 참좋은여행 12M Forward PBR Band



자료: Wsetfn, 대신증권 Research&Strategy본부

참좋은여행 재무제표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	57	65	74	78	82
매출원가	2	10	9	11	11
매출총이익	55	55	65	67	71
판매비외관리비	40	42	51	51	55
영업이익	15	13	14	16	16
영업이익률	26.3	19.8	19.2	20.3	19.8
EBITDA	16	14	15	16	17
영업외손익	3	-2	-1	-1	-1
관계기업손익	-1	-3	-3	-3	-3
금융수익	0	1	1	1	1
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	-1	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	4	1	2	2	2
법인세비용차감전순이익	18	10	14	15	15
법인세비용	-4	0	-3	-3	-3
계속사업순이익	14	10	11	11	12
중단사업순이익	-2	0	0	0	0
당기순이익	12	10	11	11	12
당기순이익률	21.9	15.7	14.3	14.7	14.3
비재배분순이익	0	0	0	0	0
재배분순이익	12	10	11	11	12
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	2	2	2	2
포괄순이익	12	12	13	14	14
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
재배분포괄이익	12	12	0	0	0

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	885	731	753	815	840
PER	12.4	10.8	10.1	9.3	9.0
BPS	5,252	5,945	6,531	7,154	7,803
PBR	2.1	1.3	1.2	1.1	1.0
EBITDAPS	1,154	1,013	1,068	1,170	1,195
EV/EBITDA	9.1	8.8	4.2	3.1	2.3
SPS	4,036	4,644	5,255	5,558	5,859
PSR	2.7	1.7	1.4	1.4	1.3
CFPS	1,288	1,030	1,274	1,376	1,401
DPS	200	170	200	200	200

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	31.2	15.1	13.2	5.8	5.4
영업이익 증가율	59.4	-13.6	10.1	11.4	2.9
순이익 증가율	79.5	-17.4	3.0	8.2	3.2
수익성					
ROIC	-158.5	-73.1	-60.8	-65.8	-66.3
ROA	10.2	8.6	9.0	9.5	9.3
ROE	18.1	13.1	12.1	11.9	11.2
안정성					
부채비율	96.6	84.5	76.9	70.2	64.4
순차입금비율	-7.6	17.7	-47.5	-55.5	-62.3
이자보상배율	46.8	14.6	16.1	17.9	18.4

자료: 참좋은여행, 대신증권 Research&Strategy 본부

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	65	69	92	105	117
현금및현금성자산	33	13	71	83	95
매출채권 및 기타채권	15	15	15	15	15
재고자산	0	1	1	1	1
기타유동자산	16	41	5	5	5
비유동자산	80	84	69	66	63
유형자산	1	1	0	0	0
관계기업투자금	8	5	2	-1	-4
기타비유동자산	71	79	67	66	66
자산총계	145	154	162	170	180
유동부채	68	68	68	68	68
매입채무 및 기타채무	15	12	12	12	12
차입금	13	28	28	28	28
유동성채무	15	0	0	0	0
기타유동부채	26	29	29	29	29
비유동부채	3	2	2	2	2
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	2	2	2	2
부채총계	71	70	70	70	70
자배지분	74	83	91	100	109
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	34	34	34	34	34
이익잉여금	34	42	50	59	68
기타지분변동	-2	0	0	0	0
비재배지분	0	0	0	0	0
자본총계	74	83	91	100	109
순차입금	-6	15	-43	-56	-68

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	18	9	11	12	12
당기순이익	12	10	11	11	12
비현금항목의 가감	6	5	7	8	8
감가상각비	1	1	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	1	3	3	3	3
기타	4	1	4	4	4
자산부채의 증감	4	-5	-4	-4	-4
기타현금흐름	-4	-2	-3	-3	-3
투자활동 현금흐름	-11	-26	14	3	3
투자자산	0	-3	14	3	3
유형자산	0	0	0	0	0
기타	-10	-23	0	0	0
재무활동 현금흐름	5	-3	-2	-3	-3
단기차입금	7	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-2	-3	-2	-3	-3
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	12	-20	58	12	12
기초 현금	21	33	13	71	83
기말 현금	33	13	71	83	95
NOPLAT	12	13	11	12	13
FCF	12	13	12	13	13