

JTC (950170.KQ)

일본 인바운드에 투자하자

Company Comment | 2018. 4. 6

동사는 일본의 사후면세점 Top-Tier 기업으로 향후 일본 인바운드의 고 성장, 출점 등 사업확장에 따른 수혜가 기대됨. 2018E PER 10배 미만으로 밸류에이션 매력 높다고 판단

2020 도쿄올림픽의 수혜 주

동사는 1993년 설립된 일본의 사후면세 기업임. 현재 매출의 98%는 단체 관광객으로부터, 2%는 개별관광객으로부터 발생하며 국적별 매출 비중은 중국인 84%, 한국인 14%, 태국 및 기타국적 고객 2%임

일본 인바운드는 2017년 여행객수 2,869만명(19% y-y), 소비액 4조4,161억엔(18% y-y)으로 고성장 중임. 일본 정부는 이에 그치지 않고 방일 여행객수를 도쿄 올림픽이 열리는 2020년 4,000만명, 2030년에는 6,000만명까지 늘리려고 하고 있어, 이에 따른 수혜가 기대됨

또한 동사는 일본 면세업 내 점포수 기준 2위, 영업이익 기준 1위의 상위 사업자임. 전국에 24개의 점포를 가지고 있으며, 다점포 네트워크를 강점으로 여행사 커버리지도 89.1%에 달함. 향후 지속적인 출점으로 시장지배력이 더욱 강화될 것으로 기대됨

매력적인 밸류에이션

동사는 현재 방일 관광객 증가로 인한 수혜를 받고 있으며, 향후 1) 점포확장, 2) 해외시장 진출, 3) 사업영역의 확장 등을 통하여 2022년 매출 1,000억엔 달성하는 것을 목표로 하고 있음. 공모자금은 점포확장과 해외시장 진출을 위해 사용될 전망

공모가 8,500원 기준으로 산출한 2018E PER은 9.3배에 불과함. 국내 면세점 기업들의 평균 PER이 20배를 넘어가고, 일본 사후면세점인 LAOX의 과거 PER도 25배에 달했던 것을 감안 시, 저평가 상태라고 판단함. 일본 면세점 Top-Tier에 매력적인 가격으로 투자할 수 있는 기회라고 판단되어 매수 추천함

Peer Analysis

(단위: 십억원, 배)

회사명	JTC	Laox	호텔신라	신세계	한화갤러리아	
주가 (4/5, 원)	8,500	5,164	102,000	366,500	49,900	
시가총액(십억원)	298	333	4,003	3,608	299	
매출액	2017	587	648	4,011	3,871	331
	2018E	620	N/A	4,929	4,496	426
영업이익	2017	34	2	73	346	-7
	2018E	48	N/A	156	395	31
순이익	2017	21	1	25	182	-11
	2018E	32	N/A	93	239	38
PER	2017	N/A	34.1	134.3	16.2	N/A
	2018E	9.3	N/A	43.1	15.1	8.2

주: 상장예정기업 외에는 컨센서스 적용 자료: Dataguide, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 추정

Not Rated

공모가액	8,500원
상장시장	KOSDAQ
업종	유통
공모가액(원)	8,500
예상 시가총액(십억원)	298.5
PER Band(배, 18년기준)	9.3

주식 수	
공모 주식수	10.5백만주
상장 후 총 주식수	35.0백만주

상장 일정	
공모주관사	삼성증권
수요예측일	2018년 3월 20~ 21일
공모청약일	2018년 3월 26~ 27일
상장예정일	2018년 4월 6일

공모 후 주요주주	
구절모	59.1%
주식회사 KU	4.1%

	2015	2016	2017	2018E
매출액	625.7	533.2	586.6	620.0
증감률	114	-15	10	6
영업이익	90.0	26.8	30.5	48.0
영업이익률	14	5	5	8
(지배지분)순이익	57.2	14.9	23.9	32.0
PER	-	-	-	9.3
PBR	-	-	-	1.4
순차입금	7.9	-34.1	-16.0	-35.0

단위: 십억원, %, 원, 배

주: 1. EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

2. 시가총액, PER, PBR, EV/EBITDA는 공모가 기준으로 산출

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이지영

02)768-7654, jy.lee@nhqv.com

RA 이화정

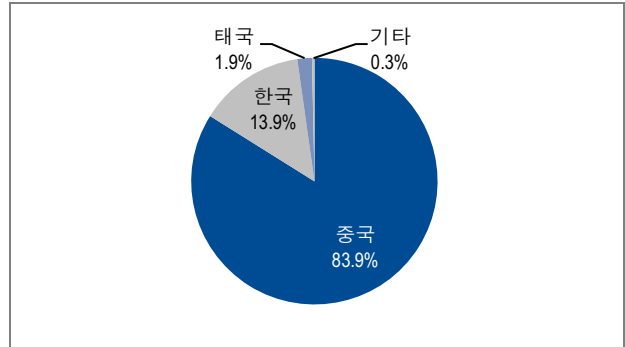
02)768-7535, hzl.lee@nhqv.com

기업개요

- 동사는 1993년 5월에 설립된 일본의 사후면세 기업으로, 방일 외국인 관광객 대상 일본제품 면세 판매업을 영위하고 있음. 매출의 98%가 단체관광객으로부터 발생하며 개별여행객의 매출비중은 2%임
- 2017년말 기준 일본 전역에 24개의 점포를 보유하고 있으며, 2018년 31개, 2019년 34개까지 확장해 나갈 계획
- 국적별 매출은 중국인 84%, 한국인 14%, 태국인 및 기타 2%로 구성되어 있음
- 현재 방일 관광객 증가로 인한 수혜를 받고 있으며, 향후 1) 점포확장, 2) 해외시장진출, 3) 여행업 등 사업영역의 확장 등을 통하여 2022년 매출 1,000억엔 달성하는 것을 목표로 하고 있음

매출 비중

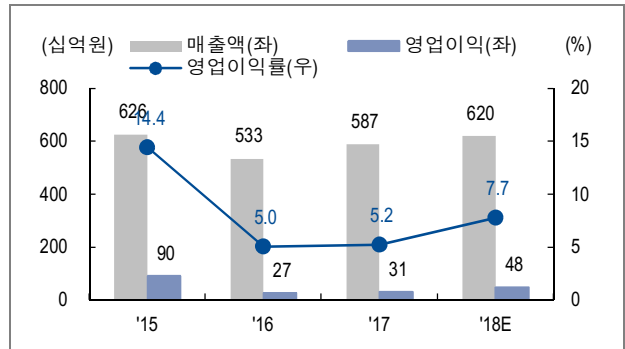
- 동사 주 고객은 중국인과 한국인 방일관광객으로 총 98% 이상의 상품판매 매출이 해당 국적 고객에 의해 발생
- 2016년 기준 국적별 내점 고객 매출 비중은, 중국 84%, 한국 14%, 태국 2%로 이루어짐



주: 2016년 기준
자료: 전자공시시스템, JTC, NH투자증권 리서치본부

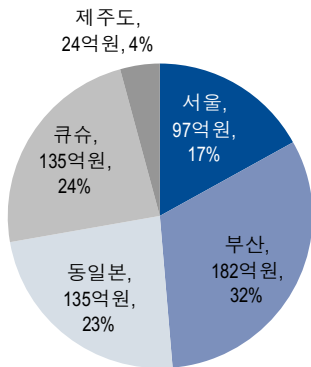
영업 실적 추이

- 2017년 예상매출 5,865억원(10% y-y), 영업이익 305억원(14% y-y)기록했을 것으로 추정함
- 외국인 관광객수 증가로 기존점 성장률이 High-single(y-y)을 기록하였으며, 도넛플라자 오사카 등 출점효과도 더해진 것으로 파악



자료: JTC, NH투자증권 리서치본부 전망

공모자금 사용 계획



자료: JTC, NH투자증권 리서치본부

공모 후 주주 구성

주주	주식 수	비율(%)	보호예수기간
최대주주등	22,679,500	64.8%	5년
기타기존주주	1,497,500	4.3%	
공모주주	10,534,400	30.1%	
상장주선인의무인수	294,117	0.8%	1년
합계	35,005,517	100.0%	

자료: JTC, NH투자증권 리서치본부

표1. 공모 후 보호예수 현황

주주		주식 수	비율(%)	보호예수기간
최대주주등	구철모	20,703,000	59.1%	5년
	주식회사 KU	1,440,000	4.1%	3년
	구광모	136,000	0.4%	3년
	구미경	50,000	0.1%	3년
	구순경	50,000	0.1%	3년
	그 외	300,500	0.9%	1년
기타주주	상장주선인	294,117	0.8%	1년
합계		22,973,617	65.6%	

자료: JTC, NH투자증권 리서치본부

표2. 유통가능 주식수

주주	주식 수	비율(%)	비고
기타 기존주주	1,497,500	4.3%	-
공모주주	10,534,400	30.1%	-
합계	12,031,900	34.4%	

자료: JTC, NH투자증권 리서치본부

표3. JTC 실적 전망 (IFRS 개별)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2015	2016	2017	2018E
매출액	625.7	533.2	586.6	620.0
영업이익	90.0	26.8	30.5	48.0
<i>영업이익률</i>	14.4	5.0	5.2	7.7
당기순이익	57.2	14.9	23.9	32.0
EPS	1,629	425	681	911
PER	N/A	N/A	N/A	9.3
PBR	N/A	N/A	N/A	1.4
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	7.1
순차입금	7.9	-34.1	-16.0	-35.0

주: EPS, PER, PBR은 공모예정가 기준, 2018년 4월 상장

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

투자포인트

1. 풍부한 인바운드

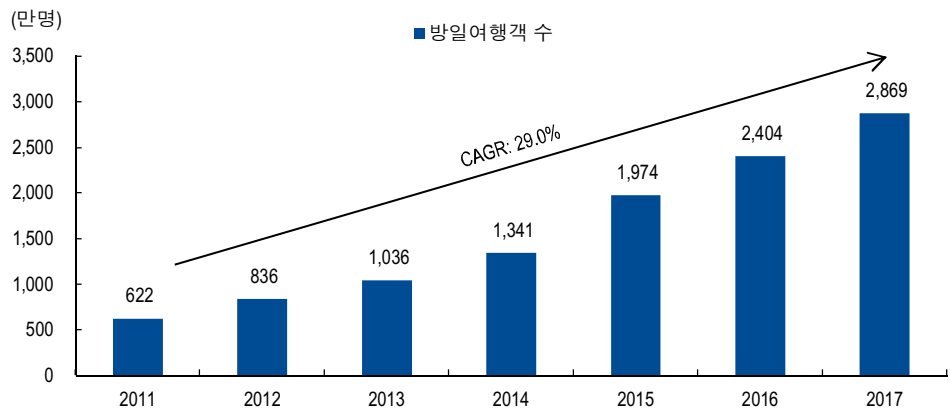
도쿄올림픽 수혜주

일본 인바운드는 풍부한 관광콘텐츠와 낮은 관광비용(동북아 관광객 기준)으로 CAGR(연평균성장률) 29%(2011~ 2017년)의 고성장을 거듭하고 있다. 일본 정부는 이에 그치지 않고 방일 여행객수를 도쿄 올림픽이 열리는 2020년 4,000만명, 2030년에는 6,000만명까지 늘리려고 하고 있어, 이에 따른 동사의 수혜가 기대된다.

방일 관광객 소비성향도 높아

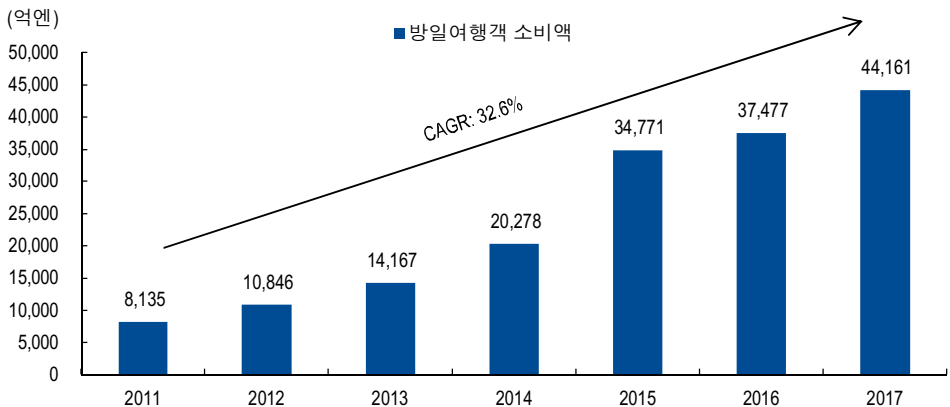
일본의 인바운드 성장률도 높지만, 여행객의 소비지출 성장률은 CAGR 32.6%(2011~ 2017년)로 더욱 높다. 일본의 발달된 기념품 문화와 made in japan의 차별화된 콘텐츠로 총 여행경비 중 쇼핑 지출 비중은 37.1%에 달한다. 일본 면세업의 투자매력이 높은 이유이다.

그림1. 방일 여행객 입국 추이



자료: 일본정부관광국JNTO, 일본관광청, NH투자증권 리서치본부

그림2. 방일 여행객 소비 추이



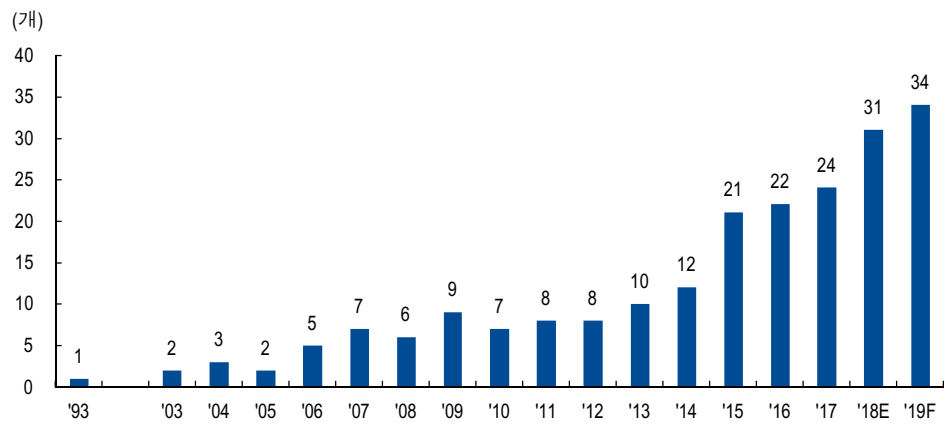
자료: 일본관광청, NH투자증권 리서치본부

2. 일본면세업의 Top-Tier 사업자

다점포 구축으로 높은 여행사 커버리지

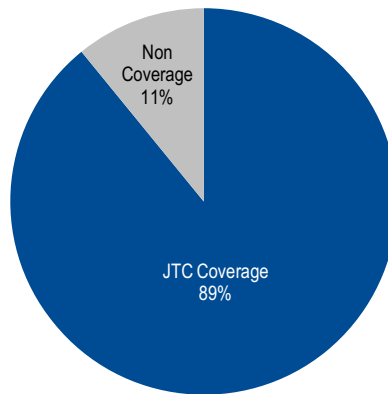
동사는 일본 면세업 내 점포수 기준 2위, 영업이익 기준 1위의 Top-Tier 사업자이다. 전국에 24개의 점포를 가지고 있으며, 다점포 네트워크를 강점으로 여행사 커버리지도 89.1%에 달한다. 2018년 31개, 2019년 34개까지 점포를 확장 할 계획으로 향후 시장지배력이 더욱 강화될 것으로 기대된다.

그림3. 연도별 점포수 - 출점 및 점포 확장으로 지배력 확대



자료: JTC, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. 여행사 커버리지 비율 - 89%에 달해



자료: JTC, NH투자증권 리서치본부 전망

3. 차별화된 성장성과 수익성

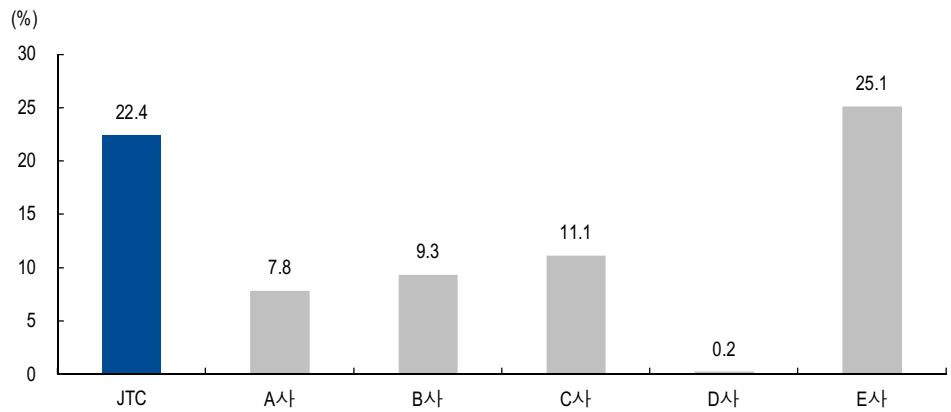
차별화된 성장성과 수익성

경쟁사 대비 성장성 및 수익성이 높다는 것도 강점이다. 동사의 매출 성장률은 22.4%(2013~ 2017년 CAGR 기준)로 경쟁사 평균인 10.7% 대비 약 2배 정도 높으며, 영업이익률은 6.0%(2017년 3분기 연환산 기준)로, 경쟁사 평균 -1.2% 대비 확연히 높다.

선순환 구조 형성

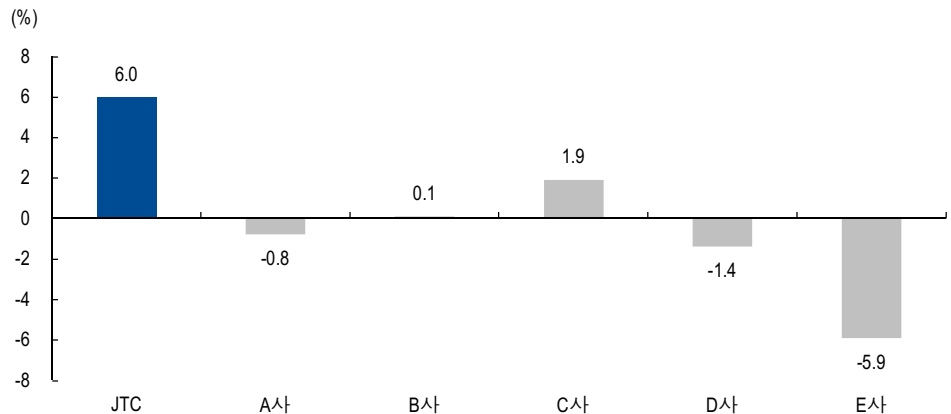
이는 동사가 뛰어난 영업력으로 First Shop의 지위를 점하고 있기 때문이다. First Shop이란 단체관광객들이 여행기간 중 약 2~3회 Shop을 방문할 때 가장 먼저 방문하는 Shop으로 점당 매출이 높다는 특징이 있다. 또한 동사는 PB(자체브랜드)상품의 매출비중이 60%에 달하고 임대료율도 매출의 2%에 불과하여 영업이익률이 6%에 달한다. 이렇게 높은 수익성은 다시 First Shop의 지위를 점하기 위한 영업에 투입되어 선순환 구조를 형성한다.

그림5. JTC 매출 성장률 22.4%로 경쟁사 대비 2배



주: 최근 4개년(2013~ 2017년 3분기 연환산) CAGR 기준
 자료: JTC, NH투자증권 리서치본부 전망

그림6. JTC 영업이익률 역시 6.0%로 확연히 높아



주: 2017년 3분기 연환산 기준
 자료: JTC, NH투자증권 리서치본부 전망

리스크 요인

외부적 요인으로 인한 인바운드 훼손

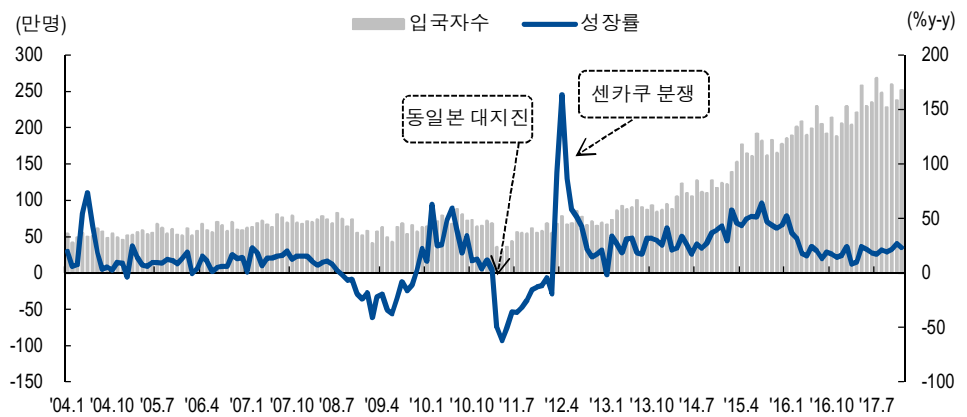
외부적 요인 불가피해

동사의 리스크 요인으로는 외부적 요인으로 인한 인바운드 훼손을 꼽을 수 있겠다. 실제 동일본 대지진 시기 일본 인바운드는 직전 대비 50% 이상 급감한 것으로 파악되며, 센카쿠 영토 분쟁 당시에도 직전 대비 15~20% 가량 감소한 것으로 파악된다.

국가 다변화 등을 통해 리스크 헤지할 것

이에 동사에서는 이른 시일 내 한국에 사후면세점을 오픈하여 지정학적 리스크를 분산하고자 계획하고 있다. 실제 중국의 여행사들은 한국과 일본의 여행상품을 같은 부서에서 취급하고 있으며, 중국 여행객들 역시 여행 상품을 고르는데 있어서 한국과 일본을 대체재로 인식하고 있다.

그림7. 일본 인바운드, 동일본 대지진 시기 70% 가까이 감소



자료: 일본관광청, NH투자증권 리서치본부

표4. 면세점 Peer group Valuation Table

(단위: 백만달러)

		JTC	Laox	호텔신라	신세계	한화갤러리아
시가총액		281	314	3,780	3,407	282
매출	2012	-	288	2,072	2,143	118
	2013	-	340	2,177	2,314	118
	2014	-	475	2,646	2,267	146
	2015	590	766	2,774	2,188	144
	2016	503	579	3,074	2,439	236
	2017	553	573	3,750	3,657	301
	2018E	585	N/A	4,559	4,158	394
	영업이익	2012	-	-18	121	233
2013		-	-17	82	290	34
2014		-	16	126	249	30
2015		85	71	66	224	13
2016		25	-9	65	208	-10
2017		29	1	73	303	-7
2018E		45	N/A	145	365	29
순이익		2012	-	-17	94	151
	2013	-	-33	10	149	12
	2014	-	12	67	142	22
	2015	54	67	16	343	7
	2016	14	-14	23	188	-15
	2017	23	-1	29	182	0
	2018E	30	N/A	86	221	35
	PER (배)	2012	-	-	17.4	13.3
2013		-	-	246.1	15.8	15.0
2014		-	-	49.8	11.4	18.7
2015		-	17.5	167.3	5.6	69.4
2016		-	34.1	69.2	7.6	N/A
2017		-	27.7	124.5	16.7	0.0
2018E		9.3	N/A	39.4	14.3	6.8
PBR (배)		2012	-	-	2.5	1.0
	2013	-	-	3.9	1.0	0.7
	2014	-	-	5.0	0.7	1.6
	2015	-	2.2	4.1	0.8	2.1
	2016	-	0.9	2.5	0.5	0.8
	2017	-	0.8	4.9	1.0	0.0
	2018E	1.4	N/A	4.3	0.9	0.8
	ROE (%)	2012	-	-	15.7	7.8
2013		-	-	1.6	6.8	4.9
2014		-	-	10.4	6.2	9.0
2015		-	13.1	2.5	14.3	3.0
2016		-	2.8	4.0	7.3	-7.1
2017		-	3.1	4.6	5.9	0.0
2018E		15.0	N/A	13.1	6.8	11.8
EV/EBITDA (배)		2012	-	-	11.1	12.6
	2013	-	-	21.7	12.0	4.2
	2014	-	-	19.9	11.5	11.5
	2015	-	8.3	23.8	11.8	25.5
	2016	-	11.5	15.1	12.2	62.1
	2017	-	18.1	27.4	12.0	0.0
	2018E	7.1	N/A	17.4	11.0	4.3

주:2018.4.5 종가기준. 블룸버그 및 데이터가이드 컨센서스
 자료:Bloomberg, Dataguide, NH투자증권 리서치본부

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'JTC'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
-

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.
