

JTC (950170)

중국 아웃바운드 관광객 증가 수혜



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Buy (신규)

목표주가(신규): 10,000원

현재 주가(5/30)	7,430원
상승여력	▲34.6%
시가총액	2,601억원
발행주식수	35,006천주
52 주 최고가 / 최저가	14,450 / 6,090원
90 일 일평균 거래대금	31.86억원
외국인 지분율	9.1%
주주 구성	
구절모(의 9인)	64.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-18.1	-14.7	-9.4	-45.2
상대수익률(KOSDAQ)	-9.4	-9.0	-8.5	-24.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	532	519	650	749
영업이익	31	17	29	36
EBITDA	31	36	25	38
지배주주순이익	25	10	19	23
EPS	-	299	554	651
순차입금	-19	-11	-96	-90
PER	-	29.2	13.4	11.4
PBR	0.0	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA	-0.6	8.1	6.6	4.5
배당수익률	-	0.0	0.0	0.0
ROE	18.5	5.5	7.9	8.6

주가 추이



일본 사후 면세점, 한국 사전 면세점을 운영해 중국 아웃바운드 관광객 증가 수혜가 기대되는 업체입니다. 주력 사업인 일본 사후 면세점의 경우 지난해 일본의 자연재해에 따른 기저효과와 소비세 인상으로 실적 개선이 예상됩니다. 한국 사업은 정상화까지 시간이 필요하나 향후 사드 규제 완화 시 성장 요인으로 작용할 것으로 기대됩니다.

투자의견 'Buy', 목표주가 10,000원으로 Coverage 개시

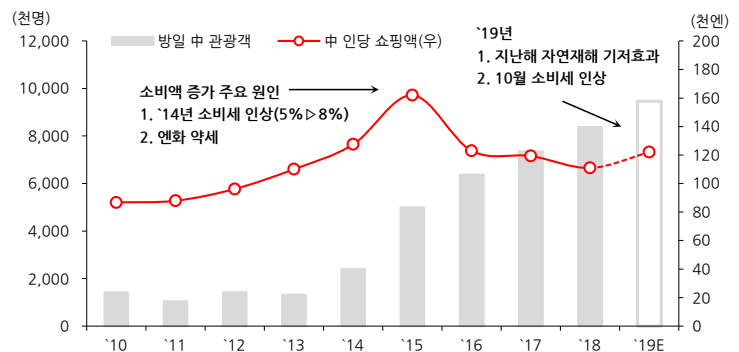
투자의견 'Buy'이다. ①방일 中 관광객 증가(中 근거리 해외여행 수요 ↑, 선호도 1위), ②올해 10월 소비세 인상(Discount 효과에 따른 中 인당 쇼핑액 증가), ③내년 도쿄 올림픽 개최 효과(관광 인프라 구축, 근거리 스포츠 이벤트) 등으로 성장 가능성이 높다 판단되기 때문이다.

목표주가 10,000원은 19F BPS에 Target PBR 1.36x(日 관광 관련 업체의 '16~'18년 평균 PBR에 40% 할인)를 적용해 산출했다. 할인은 방일 中 전체 관광객과 PKG 관광객 증가율 차이를 고려했다. 업(業) 특성 상 외생변수로 인한 이익 변동성이 커 PBR Valuation을 사용했다.

기저 효과에 따른 큰 폭 이익 개선 기대

FY19 실적은 매출액 6,501억원(yoy+25%), 영업이익 292억원(yoy+69%)을 예상한다. 외형은 방일 中 관광객 회복과 씨티플러스(국내 사전 면세점) 인수로 성장할 것으로 예상된다. 다만 수익성은 국내 사업들의 초기 비용 발생에 따라 FY17 대비 낮을 것으로 판단된다.

Q(방일 中 관광객)와 P(인당 쇼핑액) 모두 개선 기대



자료: 일본 관광청, 한화투자증권 리서치센터

1. Valuation

투자의견 'Buy', TP 10,000원

JTC에 대해 Coverage를 개시하며 투자의견 'Buy', 목표주가 10,000원을 제시한다. 투자의견 'Buy'는 ①방일 中 관광객 증가(中 근거리 해외여행 수요↑, 선호도 1위), ②'19년 10월 소비세 인상(Discount 효과로 中 인당 쇼핑액 증가 기대), ③내년 도쿄 올림픽 개최(관광 인프라 구축, 근거리 스포츠 이벤트) 등으로 성장 가능성이 높다고 판단되기 때문이다. 2H 19부터 기저 효과(지난해 日 자연재해)까지 더해지는 점도 긍정적이다.

Target PBR 1.36x

목표주가는 19F BPS 7,272원에 Target PBR 1.36x를 적용하여 산출했다. Target PBR은 日 관광 관련 업체(돈키호테, 일본공항빌딩, HIS, KNT-CT)의 '16~'18년 평균 PBR에 40%를 할인했다(방일 中 전체 관광객과 PKG 관광객 증가율 차이 고려). 업(業) 특성 상 외생변수로 인한 이익 변동성이 큰 만큼 PBR Valuation을 사용했다. 해당 목표주가는 19F Implied P/E 18x으로 광의의 Peer(관광 관련 업체) 대비 무리한 수준이 아니다.

[표18] 목표주가 산출 내역

항목	내용	비고
a. 19F Book Value	2,546 억원	지배지분 기준
b. Target PBR	1.36x	日 관광 관련 업체들의 최근 3년 평균 PBR에 40% 할인
c. 적정 시가총액	3,465 억원	
d. 주식 수	35,006 천주	
e. 목표주가	10,000 원	19F Implied P/E 18.1x
f. 현재주가	7,430 원	
g. 상승여력	35%	

주: 日 관광 관련 업체는 돈키호테, 일본공항빌딩, HIS, KNT-CT 홀딩스로 선정
 자료: JTC, 한화투자증권 리서치센터

[표19] 연간 및 분기별 실적 추이와 전망 (2월 결산 법인, ex. FY19: 19.03~20.02)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
평균 원/엔 환율	1,001	1,004	1,022	1,010	995	1,004	1,000	1,016	1,036	1,025	1,015	1,010
매출액	533	519	650	749	132	136	120	131	162	177	153	158
yoy	0%	-3%	25%	15%	10%	-14%	-14%	13%	23%	30%	28%	20%
일본	533	494	561	633	132	136	113	113	142	154	131	135
기타(한국 포함)	0	25	89	115	0	0	7	18	20	22	22	23
영업이익	31	17	29	36	8	5	4	0	7	9	5	8
yoy	17%	-45%	69%	22%	87%	-58%	-52%	적전	-21%	101%	17%	흑전
margin	5.9%	3.3%	4.5%	4.7%	6.4%	3.4%	3.7%	-0.3%	4.2%	5.3%	3.4%	5.0%
조정 영업이익	31	23	30	37	9	6	5	4	7	10	6	7
yoy	-5%	-26%	31%	22%	94%	-48%	-50%	-36%	-18%	72%	21%	93%
margin	5.8%	4.4%	4.6%	4.9%	6.5%	4.1%	4.0%	2.9%	4.3%	5.5%	3.8%	4.6%
연결 당기순이익	25	8	17	22	5	2	2	-3	4	6	3	4
yoy	75%	-68%	120%	24%	68%	-80%	-55%	적전	-14%	180%	24%	흑전
지배지분 순이익	25	10	19	23	5	2	3	1	5	7	3	5
yoy	75%	-58%	88%	16%	68%	-80%	-55%	-88%	-3%	202%	28%	592%
margin	4.6%	2.0%	3.0%	3.0%	3.6%	1.6%	2.1%	0.5%	2.9%	3.8%	2.2%	3.1%

주: 조정 영업이익은 기타 영업 수익 및 비용을 제거하여 산출 (공표 영업이익=매출총이익-판매관리비+기타 영업수익-기타 영업비용)

자료: JTC, 한화투자증권 리서치센터

2. 기저 효과에 더해지는 성장 모멘텀

올해 큰 폭 실적 개선 예상

지난해 일본 내 잦은 자연재해로 방일 중 관광객 증가세가 둔화했다. 동사의 경우 주요 고객층인 PKG 관광객의 둔화 폭이 더 크게 나타나며 역성장을 기록했다(단체 관광 성격 상 외생변수에 민감). 그러나 올해 큰 폭의 실적 개선이 가능할 전망이다. ①中 근거리 해외여행 수요 증가, ②높은 선호도(쇼핑·관광 인프라 경쟁력) 등으로 방일 중 관광객 증가 추세가 지속될 것으로 예상되는 가운데 기저 효과도 더해지기 때문이다.

소비세 인상은 성장 모멘텀

올해 10월 예정된 日 소비세 인상도 성장 모멘텀으로 작용할 수 있다. 소비세 인상시 Tax Free 업체는 이전 대비 Discount 효과가 있어 인당 쇼핑액 증가를 기대할 수 있기 때문이다(15년 소비세 인상 시 인당 쇼핑액이 크게 증가). 조사에 따르면 타 국가 대비 中 관광객은 Discount 요인이 구매에 큰 영향을 주는 것으로 보인다. 중국인 매출액 비중이 높은 동사에 긍정적일 것이다(타 국가 여행객은 가격, 여행예산, 품질 등에 영향).

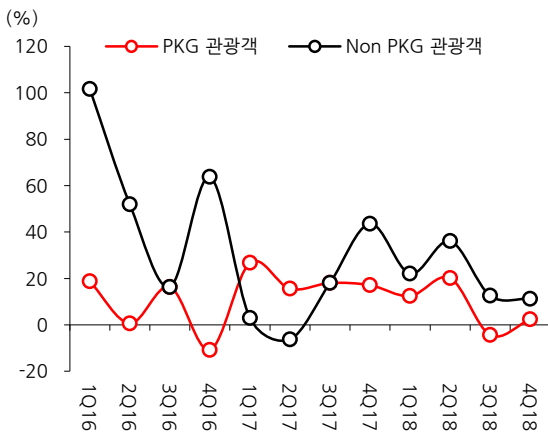
내년 올림픽 개최 효과 기대

내년 도쿄 올림픽 개최 효과도 기대된다. ①중국 해외 여행이 본격화된 '10년 이후 첫 근거리 스포츠 이벤트, ②중국이 강세를 보이는 하계 올림픽이란 점을 고려 시 방일 中 관광객 증가에 기여할 수 있기 때문이다. 올림픽과 맞물린 日 정부의 관광사업 활성화 정책(관광 인프라 구축, 입국 간소화 등)도 중장기적으로 방일 中 관광객 증가에 우호적 요인이다. 참고로 日 정부는 '20년 방일 관광객 목표는 4,000만명이다('18년 3,119만).

시간이 필요한 국내 사업

다만 올해부터 본격 반영되는 국내 사업(공항·시내·사후 면세점)은 당분간 연결 실적에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 공항 면세점의 이익 창출에도 불구하고 시내 면세점의 초기 비용과 사후 면세점 부진('19년 적자 폭 축소 예상)으로 영업 적자가 예상되기 때문이다. 다만 사드 규제 완화 시 동사의 장점인 PKG 모객력을 통해 시내 및 사후 면세점의 실적 턴어라운드가 가능할 것으로 기대돼 중장기 성장 스토리는 유효하다고 판단된다.

[그림41] 방일 中 PKG 관광객과 Non PKG 관광객 증가율 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 中 관광객의 해외 쇼핑 시 영향을 미치는 요인



자료: Nielsen, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

02 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	533	532	519	650	749
매출총이익	388	375	360	453	520
영업이익	27	31	17	29	36
EBITDA	31	36	25	38	45
순이자손익	0	0	-1	-1	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	26	31	17	29	36
당기순이익	15	25	8	17	22
지배주주순이익	15	25	10	19	23
증가율(%)					
매출액	-14.9	-0.1	-2.6	25.3	15.2
영업이익	-70.2	16.8	-44.8	68.7	22.0
EBITDA	-67.2	17.9	-31.0	53.0	18.3
순이익	-75.2	64.6	-67.3	117.3	24.3
이익률(%)					
매출총이익률	72.7	70.5	69.3	69.6	69.4
영업이익률	5.0	5.9	3.3	4.5	4.8
EBITDA 이익률	5.7	6.8	4.8	5.9	6.0
세전이익률	4.9	5.8	3.2	4.4	4.8
순이익률	2.8	4.6	1.5	2.7	2.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

02 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	43	-5	36	13	17
당기순이익	14	24	8	17	22
자산상각비	4	5	8	9	9
운전자본증감	63	-9	-2	-6	-9
매출채권 감소(증가)	11	-5	12	-4	-3
재고자산 감소(증가)	23	2	-7	-9	-11
매입채무 증가(감소)	1	1	-1	8	6
투자현금흐름	-30	-10	-75	-20	-14
유형자산처분(취득)	-14	-10	-25	-20	-14
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	1	-50	0	0
재무현금흐름	25	-10	89	-1	-2
차입금의 증가(감소)	28	-9	5	-2	-2
자본의 증가(감소)	-3	-1	84	1	0
배당금의 지급	3	1	0	0	0
총현금흐름	30	38	38	20	26
(-)운전자본증가(감소)	-25	26	2	6	9
(-)설비투자	15	11	25	20	14
(+)자산매각	1	2	0	0	0
Free Cash Flow	41	2	11	-7	3
(-)기타투자	-21	-16	0	0	0
잉여현금	62	18	11	-7	3
NOPLAT	15	25	8	18	21
(+) Dep	4	5	8	9	9
(-)운전자본투자	-25	26	2	6	9
(-)Capex	15	11	25	20	14
OpFCF	29	-8	-11	0	8

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

02 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	172	156	262	268	283
현금성자산	80	54	155	146	147
매출채권	25	30	17	22	25
재고자산	61	58	65	75	86
비유동자산	78	82	98	118	129
투자자산	34	35	34	43	50
유형자산	42	45	63	74	79
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	250	238	360	386	413
유동부채	76	58	67	72	76
매입채무	24	31	30	37	43
유동성이자부채	16	15	20	18	16
비유동부채	53	37	50	50	50
비유동이자부채	44	28	38	38	38
부채총계	129	94	116	122	126
자본금	6	6	49	49	49
자본잉여금	6	6	48	48	48
이익잉여금	105	128	134	153	176
자본조정	4	4	4	4	4
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	121	144	244	264	287

주요지표

(단위: 원, 배)

02 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	-	-	299	554	651
BPS	4,834	5,741	6,696	7,272	7,923
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-	-	1,085	563	737
ROA(%)	5.9	10.0	3.5	5.2	5.7
ROE(%)	12.4	18.5	5.5	7.9	8.6
ROIC(%)	14.7	21.5	5.9	11.1	11.6
Multiples(x, %)					
PER	-	-	29.2	13.4	11.4
PBR	-	-	1.3	1.0	0.9
PSR	-	-	0.6	0.4	0.3
PCR	-	-	8.0	13.2	10.1
EV/EBITDA	-0.6	-0.3	8.4	4.5	3.7
배당수익률	-	-	0.0	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	106.6	65.6	47.8	46.2	43.9
Net debt/Equity	-15.8	-7.8	-39.5	-34.2	-32.4
Net debt/EBITDA	-62.6	-31.3	-387.2	-237.1	-206.0
유동비율	226.6	271.1	393.8	371.5	373.5
이자보상배율(배)	99.5	110.1	4.3	7.1	11.7
자산구조(%)					
투하자본	46.9	59.5	43.8	47.8	49.7
현금+투자자산	53.1	40.5	56.2	52.2	50.3
자본구조(%)					
차입금	33.3	23.1	19.3	17.6	15.9
자기자본	66.7	76.9	80.7	82.4	84.1