

# SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

## Company Data

자본금	527 억원
발행주식수	3,501 만주
자사주	0 만주
액면가	0 원
시가총액	2,303 억원
주요주주	
구철포(외9)	64.57%

외국인지분률	9.60%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/09/02)	6,580 원
KOSDAQ	619.81 pt
52주 Beta	1.10
52주 최고가	10,050 원
52주 최저가	5,690 원
60일 평균 거래대금	9 억원

이 보고서는

『코스닥 시장 활성화를 통한  
자본시장 혁신 방안』의  
일환으로 작성된 보고서입니다.

## JTC (950170/KQ | 매수(신규편입) | T.P 9,000 원(신규편입))

### 일본을 찾는 중국인은 역대 최고 수준

- 일본을 거점으로 하는 사후면세점 전문 업체, 주요 Target 고객은 중국 단체 관광객
- 일본을 찾는 중국인 관광객 지속 증가, 2019년 7월 기점으로 월 100만명 돌파
- 오는 10월, 일본 소비세 인상(8%→10%), 관광객 면세 Needs 증가 예상
- 2020년 하계 도쿄 올림픽 개최, 연간 4,000만명 이상 관광객 방문 예상
- 2014~2015년과 유사한 국면, 실적 퀀텀점프 기대해 볼 수 있는 국면

### 사후면세점 전문 업체

JTC는 일본을 거점으로 하는 사후면세점 전문 업체이다. 일본 도쿄/오사카/후쿠오카/삿포로 등 핵심 관광지를 중심으로 총 7개 브랜드 25곳의 점포를 보유 중이다. 주요 Target 고객층은 중국인 단체 관광객이며, 전체 매출 비중의 약 80% 이상을 차지하고 있다. 최근에는 일본을 찾는 동남아시아 관광객이 늘면서 태국 등 동남아시아 단체 관광객 매출 비중도 조금씩 상승 중이다.

### 실적 성장 견인할 세 가지 요소

첫째, 중국인 관광객들이 증가하고 있다. 특히 한일 무역갈등으로 인해 일본을 찾는 한국 관광객들이 감소하자 일본은 중국인 단체 관광객들을 대상으로 인터넷 비자 신청을 받는 등 중국에 적극적인 구애를 하고 있다. 실제로 일본 중국인 관광객은 2019년 7월 처음으로 월 100만명을 넘어섰다. 둘째, 일본 소비세가 인상된다. 오는 10월 일본은 소비세를 8%에서 10%로 2%p 인상한다. 이에 일본을 찾는 관광객들의 면세에 대한 Needs는 더욱 커질 것으로 예상된다. 셋째, 2020년 하계 도쿄 올림픽을 앞두고 있다. 세계 최대 스포츠 이벤트인 올림픽이 열리는 2020년에는 연간 4,000만명 이상의 관광객이 일본을 찾을 것으로 예상된다.

### 투자의견 매수, 목표주가 9,000 원으로 신규편입

투자의견 매수와 목표주가 9,000 원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 2019~2020년은 과거 큰 폭의 실적 성장을 달성했던 2014~2015년과 매우 유사하다. 또 한번의 실적 퀀텀점프(Quantum Jump)를 충분히 기대해 볼 수 있는 국면이라고 판단한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	201702	201802	201902	202002E	202102E
매출액	억원	5,331	5,325	5,189	5,723	8,141
yoy	%	-14.9	-0.1	-2.5	10.3	42.3
영업이익	억원	325	310	229	309	570
yoy	%	-64.1	-4.5	-26.2	35.1	84.4
EBITDA	억원	364	357	286	394	951
세전이익	억원	263	308	167	297	549
순이익(지배주주)	억원	149	246	104	239	439
영업이익률%	%	6.1	5.8	4.4	5.4	7.0
EBITDA%	%	6.8	6.7	5.5	6.9	11.7
순이익률	%	2.8	4.6	1.5	4.1	5.4
EPS(계속사업)	원	0	0	303	682	1,255
PER	배			28.8	9.6	5.2
PBR	배			1.3	0.9	0.7
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	9.6	10.7	4.0
ROE	%	12.4	18.5	5.5	9.5	15.2
순차입금	억원	-191	-113	-512	1,733	1,354
부채비율	%	106.6	65.6	47.6	133.7	126.0

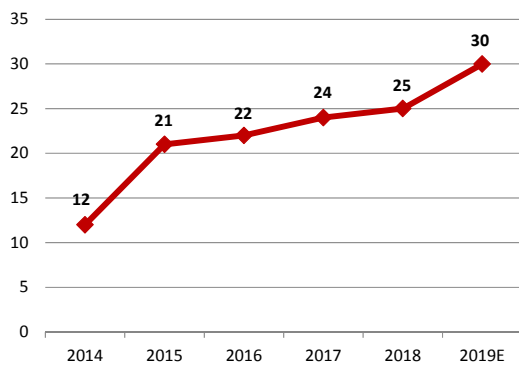
## 일본 지역 사후면세점 전문 업체

**일본 사후면세점 업체, 주요 Target 고객층은 중국인 단체 관광객, 최근 동남아시아 관광객 매출 비중도 조금씩 상승 중**

JTC는 사후면세점 전문 업체이다. 물품 구매 이전에 세금을 면제해주는 '사전면세점(Duty Free)'과 달리 '사후면세점(Tax Refund)'은 물품 구매 후 부가가치세/개별소비세 등을 환급해준다는 점이 가장 큰 차이점이다. 우리나라에서 익숙한 시내/공항면세점은 관세까지 면세되는 '사전면세점(Duty Free)'이 대부분인 반면, 일본/유럽 등에서는 '사후면세점(Tax Refund)'이 크게 발달했다. JTC는 일본 지역의 사후면세점 전문 업체로 현재 일본 도쿄/오사카/후쿠오카/삿포로 등 핵심 관광지를 중심으로 총 7개 브랜드 25곳의 점포를 보유 중이다. 주요 Target 고객층은 중국인 단체 관광객이며, 현재 매출 비중의 약 80% 이상을 차지하고 있다. 최근 일본을 찾는 동남아시아 관광객이 늘면서 태국 등 동남아시아 단체 관광객 매출 비중도 조금씩 상승 중이다.

연도별 점포 수 추이

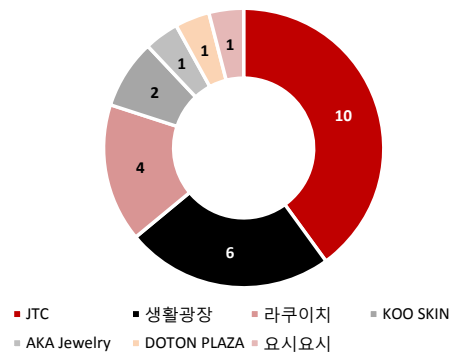
(단위: 개)



자료: JTC, SK 증권

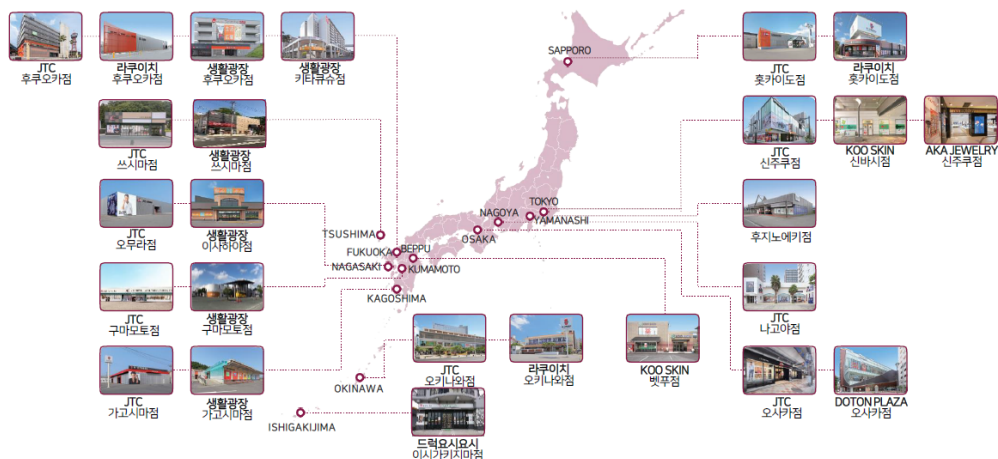
브랜드별 점포수 현황

(단위: 개)



자료: JTC, SK 증권

## JTC 일본 내 점포 현황



자료: JTC, SK 증권

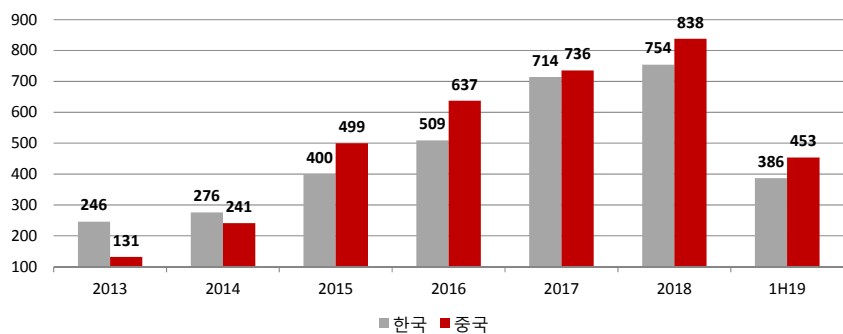
### 일본을 찾는 중국인 관광객은 꾸준히 증가

일본은 한일 무역갈등으로 인해 일본 여행 보이콧을 선언한 한국인 관광객 빈자리를 메우기 위해, 중국인 단체 관광객 비자 발급 완화 등 적극적 유화 정책 실시

JTC의 주요 고객은 일본을 찾는 중국인 단체 관광객이다. 지난 2015년 사드(Thaad) 배치와 MERS 사태 등이 맞물리며 우리나라를 찾는 중국인 관광객이 급감한 반면, 일본을 찾는 중국인 관광객은 꾸준히 증가했다. 실제로 2015년 처음으로 일본을 찾는 한국인 관광객과 중국인 관광객 수가 처음 역전된 이후 순위가 다시 바뀌는 일은 일어나지 않고 있다. 최근 불거진 한일 무역갈등은 한국인 관광객과 중국인 관광객의 간극을 더욱 벌리는 요소로 작용할 전망이다. 일본 여행 보이콧을 선언한 한국인 관광객의 빈자리를 메우기 위해 일본은 중국인 단체 관광객을 대상으로 비자 발급 완화 등 유화 정책을 적극적으로 펴고 있다. 실제로 방일 중국인 관광객은 2019년 7월 한 달간 100만명을 넘어섰는데(같은 기간 한국인 관광객은 56만명에 그쳤음), 중국인 단체 관광객을 대상으로 한 인터넷 비자 발급 신청이 지난 7월 30일부터 시행되었음을 감안하면 앞으로 일본을 찾는 중국인 단체 관광객 수는 더욱 가파르게 상승할 것으로 예상된다.

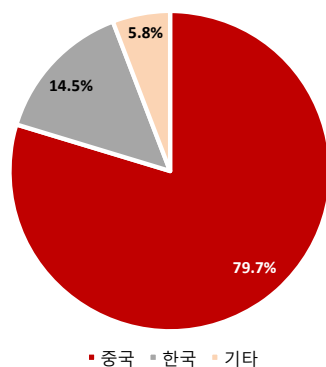
연도별 일본 입국자 수 추이(한국인/중국인)

(단위: 만명)



자료: 일본 관광국, SK 증권

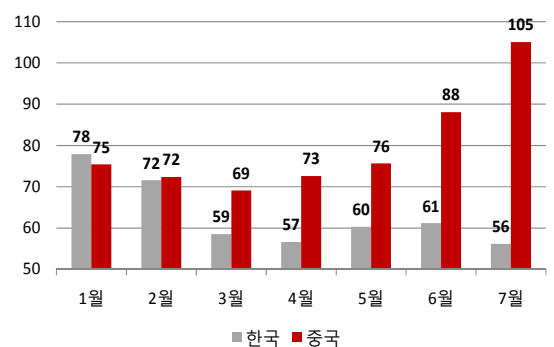
국적별 매출 비중(1Q 19 기준)



자료: JTC, SK 증권

2019년 월별 일본 입국자 수 추이(한국인/중국인)

(단위: 만명)



자료: 일본 관광국, SK 증권

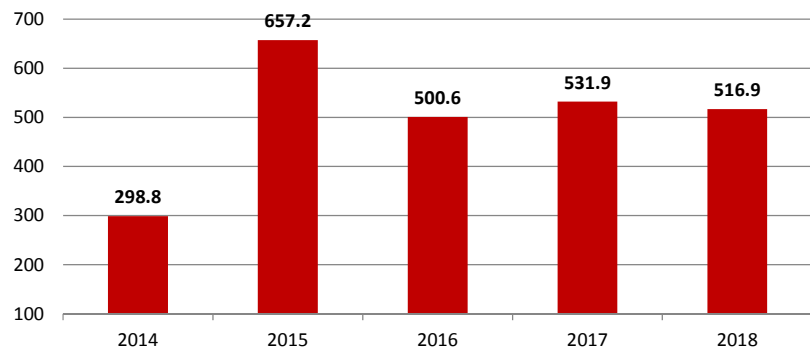
### 2019년 10월, 일본 소비세 인상(8% → 10%)

과거 소비세 인상 시기 매출 크게 증가한 경험 있음, 또 한번의 소비세 인상기 맞아 매출 성장 기대됨

일본은 올해 10월 소비세를 8%에서 10%로 2%pt 인상한다. 소비세 인상은 당연히 일본을 찾는 관광객들의 면세 Needs 를 자극할 수 있는 요인이기 때문에 면세업을 영위하는 기업들에게는 긍정적이다. 가장 최근 일본이 소비세를 인상했던 2014~2015년을 돌아해보면 JTC도 급격한 매출 성장을 기록했음을 알 수 있다. 2015년 JTC는 ① 사드/MERS 등의 여파로 한국 대신 일본을 찾는 중국인이 급격히 늘었다는 점, ② 운영 점포가 12 곳에서 21 곳으로 증가했다는 점, ③ 소비세가 3%pt 인상되었다는 점이 복합적으로 작용하며 120%에 달하는 매출 성장률을 기록한 바 있다. 2019~2020년은 ① 한일 무역갈등의 반대급부로 일본을 찾는 중국인들이 늘고 있다는 점, ② 도톤 플라자 등 대형 점포 구축/운영과 함께 다양한 브랜드의 점포 개수 확장을 추진 중이라는 점, ③ 소비세가 2%pt 인상(8% → 10%)된다는 점을 감안한다면 또 한번의 성장을 충분히 기대해 볼 수 있는 국면에 진입했다는 판단이다.

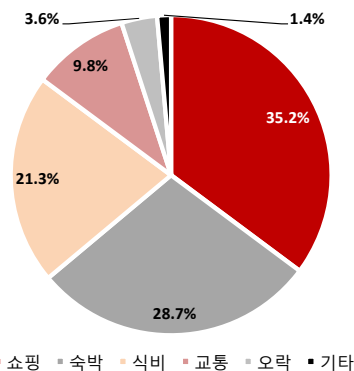
JTC 연도별 매출 추이

(단위: 억엔)



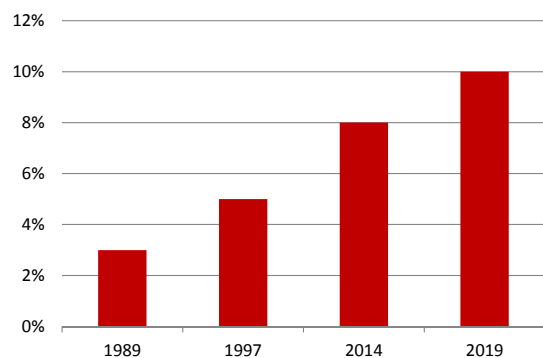
자료: JTC, SK 증권

방일 관광객 소비 비중(1H 19 기준)



자료: 일본 관광국, JTC, SK 증권

일본 소비세율 추이



자료: 일본 총무성, SK 증권

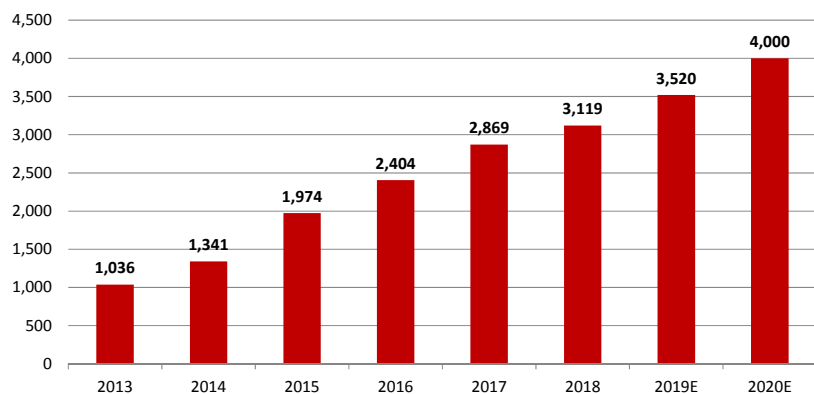
## 2020년 하계 올림픽 개최지 도쿄

세계 최대 스포츠 이벤트인 하계올림픽 2020년 7~8월 일본 도쿄에서 개최, 일본 찾는 관광객 연간 4,000만명 돌파 예상

2020년 7월 24일부터 8월 9일까지 일본 도쿄에서는 제 32회 하계 올림픽이 개최된다. 세계 최대 스포츠 이벤트가 개최됨에 따라 단기간 일본을 찾는 관광객 수는 크게 증가할 것으로 예상된다. 올해 약 3,500만명의 관광객이 일본을 찾을 것으로 예상되는데, 올림픽이 열리는 내년에는 4천만명 이상의 관광객들이 일본을 찾을 것으로 전망된다. 과거 올림픽이 열렸던 국가들을 살펴보면 올림픽이 주는 단기간 관광효과는 상당히 큰 것으로 파악된다. 바로 직전 2016년 리우 하계 올림픽을 개최했던 브라질은 2014년 브라질월드컵 당시보다도 더 많은 관광객(655만명)을 브라질로 끌어 모으는데 성공했다. 2018년 평창 동계 올림픽을 개최한 우리나라는 총 64조 9,000억원 규모의 경제적 효과를 거둔 것으로 집계됐다. 2020년 일본의 관광수지도 큰 폭의 상승이 기대된다.

방일 관광객 추이 및 전망

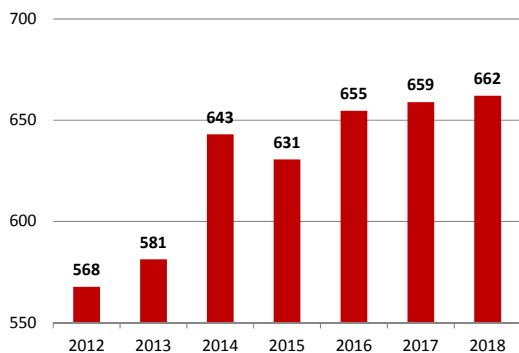
(단위: 만명)



자료: 일본 관광국, SK 증권

브라질 관광객 추이

(단위: 만명)



자료: 브라질 관광부, SK 증권

평창 동계올림픽 경제적 효과

구분	경제적 효과
<b>총 경제적 효과</b>	<b>64조 9,000억원</b>
<b>직접적 효과</b>	<b>21조 1,000억원</b>
(투자효과)	(16조 4,000억원)
(소비 지출 효과)	(4조 7,000억원)
<b>간접적 효과</b>	<b>43조 8,000억원</b>
(관광지 부상에 따른 추가 효과)	(32조 2,000억원)
(국가 이미지 제고 효과)	(11조 6,000억원)

자료: 현대경제연구원, SK 증권

## 투자의견 매수, 목표주가 9,000 원으로 신규편입

투자의견 매수와 목표주가 9,000 원을 제시하며 신규편입한다. 목표주가는 2019 년 (2020.02 / 2 월 결산법인) 예상 EPS 에 Target Multiple P/E 13X 를 적용하여 산정하였다. P/E 13X 는 2018 년 4 월 상장 당시 면세업/관광업을 영위하는 Peer Group 을 선정한 이후 최종 할인 적용되었던 Multiple 수준에 불과하다. 일본을 찾는 중국인 관광객의 증가 추세가 다시 가팔라지기 시작했다는 점, 2020 년 하계올림픽이라는 Big Event 가 기다리고 있다는 점, 그 와중에 소비세 인상(8% → 10%)으로 인하여 관광객들의 면세 Needs 가 확대되는 시기라는 점을 감안하면 또 한번의 실적 퀀텀점프 (Quantum Jump)를 충분히 기대해 볼 수 있는 국면이다.

Peer Group 실적 전망

(단위 : 억원 배)

구분		신세계 (A004170)	호텔신라 (A008770)	하나투어 (A039130)	모두투어 (A080160)	한화갤러리아 타임월드 (A027390)	HDC (A012630)	현대백화점 (A069960)
매출액	2019E	62,631	54,658	8,299	3,357	2,860	16,171	22,336
	2020E	67,532	60,726	8,944	3,737	1,460	16,482	24,365
영업이익	2019E	4,196	2,970	288	163	-10	1,122	3,031
	2020E	4,907	3,453	417	268	300	1,161	3,516
순이익	2019E	8,641	1,853	184	145	-220	1,704	2,616
	2020E	3,163	2,222	300	223	190	1,498	2,975
12m fwd P/E		9.31	28.61	55.50	22.28	10.93	0.74	6.94

자료 : Quantwise, SK 증권



JTC 면세점 현황 후쿠오카/나가사키 중국인 중심 점포



JTC 면세점 현황 후쿠오카/나가사키 중국인 중심 점포



JTC 면세점 현황 후쿠오카/나가사키 중국인 중심 점포



JTC 면세점 현황 후쿠오카/나가사키 중국인 중심 점포



JTC 면세점 현황 - 후쿠오카 한국인 중심 점포



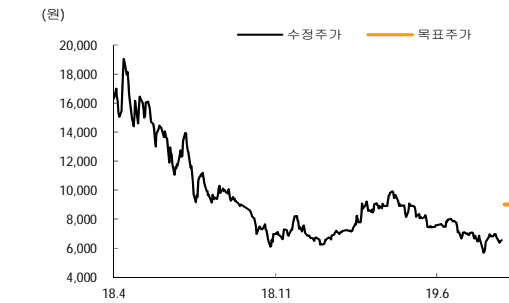
자료 : SK 증권

JTC 면세점 현황 - 후쿠오카 한국인 중심 점포



자료 : SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.09.03	매수	9,000원	6개월		



**Compliance Notice**

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 9 월 3 일 기준)**

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



**재무상태표**

02월 결산(억원)	201702	201802	201902	202002E	202102E
<b>유동자산</b>	1,722	1,565	2,275	2,668	3,589
현금및현금성자산	777	524	1,031	1,323	1,702
매출채권및기타채권	248	297	283	312	444
재고자산	606	584	647	713	1,014
<b>비유동자산</b>	782	820	1,326	3,866	3,606
장기금융자산	190	178	239	263	263
유형자산	416	453	629	3,193	2,820
무형자산	6	7	128	106	99
<b>자산총계</b>	2,504	2,384	3,601	6,534	7,194
<b>유동부채</b>	760	577	662	1,063	1,275
단기금융부채	161	147	208	563	563
매입채무 및 기타채무	238	313	304	336	477
단기충당부채	7	9	13	14	20
<b>비유동부채</b>	532	368	499	2,675	2,736
장기금융부채	443	285	391	2,555	2,555
장기매입채무 및 기타채무		0	0	0	0
장기충당부채	32	32	43	43	43
<b>부채총계</b>	1,292	945	1,161	3,738	4,011
<b>지배주주지분</b>	1,212	1,440	2,346	2,701	3,095
자본금	63	63	489	527	527
자본잉여금	56	55	482	519	519
기타자본구성요소	42	43	29	32	32
자기주식		0	0	0	0
이익잉여금	1,052	1,279	1,346	1,669	2,108
<b>비지배주주지분</b>		0	95	95	88
<b>자본총계</b>	1,212	1,440	2,440	2,796	3,184
<b>부채외자본총계</b>	2,504	2,384	3,601	6,534	7,194

**현금흐름표**

02월 결산(억원)	201702	201802	201902	202002E	202102E
<b>영업활동현금흐름</b>	461	-48	170	367	387
당기순이익(손실)	149	246	80	236	436
비현금성항목등	174	136	242	178	515
유형자산감가상각비	38	45	50	62	372
무형자산상각비	2	2	7	23	9
기타	134	25	100	45	24
운전자본감소(증가)	672	-87	-49	-1	-451
매출채권및기타채권의 감소(증가)	112	-52	38	29	-132
재고자산감소(증가)	241	20	-4	-22	-301
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	14	-4	7	142
기타	530	-70	-79	-15	-159
법인세납부	-531	-343	-103	-45	-113
<b>투자활동현금흐름</b>	-321	-103	-533	-8	6
금융자산감소(증가)	-156	8	-24	-11	0
유형자산감소(증가)	-150	-97	-254	2	0
무형자산감소(증가)	-4	-1	-1	-1	-1
기타	15	-14	-255	2	7
<b>재무활동현금흐름</b>	268	-98	861	-130	-14
단기금융부채증가(감소)	-9	83	-31	-34	0
장기금융부채증가(감소)	309	-168	127	-74	0
자본의증가(감소)		0	848	0	0
배당금의 지급	32	-10	-50	-23	0
기타		-3	-33	0	-14
<b>현금의 증가(감소)</b>	408	-249	499	256	379
기초현금	416	775	528	1,027	1,283
기말현금	824	526	1,027	1,283	1,661
FCF	-704	-109	-337	284	382

자료 : JTC, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

02월 결산(억원)	201702	201802	201902	202002E	202102E
<b>매출액</b>	5,331	5,325	5,189	5,723	8,141
<b>매출원가</b>	1,454	1,573	1,593	1,734	2,296
<b>매출총이익</b>	3,877	3,752	3,596	3,989	5,845
매출총이익률 (%)	72.7	70.5	69.3	69.7	71.8
<b>판매비와관리비</b>	3,553	3,442	3,368	3,680	5,275
영업이익	325	310	229	309	570
영업이익률 (%)	6.1	5.8	4.4	5.4	7.0
<b>비영업손익</b>	-62	-2	-62	-12	-20
<b>순금융비용</b>	2	2	-2	-3	7
외환관련손익	-2	-3	-7	9	11
<b>관계기업투자등 관련손익</b>		0	0	0	0
세전계속사업이익	263	308	167	297	549
세전계속사업이익률 (%)	4.9	5.8	3.2	5.2	6.8
계속사업법인세	114	63	88	61	113
<b>계속사업이익</b>	149	246	80	236	436
중단사업이익		0	0	0	0
*법인세효과		0	0	0	0
당기순이익	149	246	80	236	436
<b>순이익률 (%)</b>	2.8	4.6	1.5	4.1	5.4
지배주주	149	246	104	239	439
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.8	4.61	2	4.17	5.4
<b>비지배주주</b>		0	-24	-3	-3
<b>총포괄이익</b>	149	245	79	188	388
<b>지배주주</b>	149	245	103	194	395
<b>비지배주주</b>		0	-24	-7	-7
<b>EBITDA</b>	364	357	286	394	951

**주요투자지표**

02월 결산(억원)	201702	201802	201902	202002E	202102E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액		-0.1	-2.5	10.3	42.3
영업이익		-4.5	-26.2	35.1	84.4
세전계속사업이익		17.3	-45.7	77.3	85.2
EBITDA		-1.9	-20.0	37.7	141.6
EPS(계속사업)			0.0	125.2	84.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE		18.5	5.5	9.5	15.2
ROA		10.0	2.7	4.7	6.4
EBITDA마진	6.8	6.7	5.5	6.9	11.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	226.6	271.1	343.8	251.0	281.6
부채비율	106.6	65.6	47.6	133.7	126.0
순차입금/자기자본	-15.8	-7.8	-21.0	62.0	42.5
EBITDA/이자비용(배)	135.1	125.6	123.1	145.9	67.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	595	0	303	682	1,255
BPS	4,834	0	6,701	7,715	8,843
CFPS	753	0	469	924	2,344
주당 현금배당금		0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)			62.9	14.6	7.9
PER(최저)			20.1	8.3	4.5
PBR(최고)			2.8	1.3	1.1
PBR(최저)			0.9	0.7	0.6
PCR			18.6	7.1	2.8
EV/EBITDA(최고)	-0.4	0.0	22.2	13.7	5.3
EV/EBITDA(최저)	-0.4	0.0	6.4	10.0	3.7