JTC (950170)

SMIC 2023년 04월 07일

멋지다~! JT씨!

JTC의 면세점에 온 걸 환영해, 유커(游客)들아

동사의 2023E EPS 472원에 Target PER 15.0x를 곱한 7,100원을 목표주가로 제시한다. 일본에서 중국인 단체관광객을 대상으로 사후면세업을 영위하는 한국 상장사인 동사는 팬데믹으로 초토화된 일본 단체관광 시장에서 끝까지 자리를 지키며 수익성 제고를 위한 필사적 노력을 다했다. 중국의 방일 단체관광 허가 시 상상 그 이상의 속도로 회복될 Top-line과 이전보다 개선된 비용구조로, Turn-around가 기대된다.

Point 0. 1위까지 오는데 우연은 한 줄도 없었어 - C 절감 & M/S 확대

-60%. 동사의 '21년 영업이익률이다. 관리종목에 지정될 만큼 팬데믹으로 인한 영업손실로 크나큰 위기를 맞았던 동사는 사모펀드의 자금수혈로 죽음의 문턱에서 살아돌아왔다. 다시금 이러한 위기를 겪지 않기 위해 동사는 인력구조 개편, 고정비 절감 등을 통한 처절한 체질개선을 통해 Bottom-line 개선을 이뤄낼 수 있는 모든 준비를 마쳤다. 하늘마저 감응하였는지 심지어 대부분의 경쟁사가 문을 닫아 동사는 단체관광객 사후면세점 1위 업체로 등극하게 되었다. 이제 남은 것은 하나, 중국인만 돌아오면 된다.

Point 1. 오늘부터 유커들의 꿈은 일본 여행이야 - P & Q 상승

팬데믹 이전부터 일본을 사랑했던 중국인, '15년 저점을 찍었던 엔저까지 돌아오며 역대급 할인 찬스를 맞았다. 심지어 중국인 50명 중 일본을 가본 이는 1명뿐이다. 동사의 매출 중 80%를 차지했던 중국인 단체 관광객, 이제 그들이 돌아온다. 방일 단체관광이 허가되면 과연 동사는 정상 영업 시기 수준의 Top-line 회복을 이뤄낼 수 있을까? 중국인 전체 중 98%가 아직 방문해보지 못한 일본으로 중국인이 단체관광을 통해 올 수밖에 없는 이유, 그리고 상상이상의 회복속도와 소비 증가를 기록할 이유와 YoY +1000% 이상 회복할 Top-line의 Key Factor들에 대해 살펴보자

추정손익계산서

(단위 : 백만 엔)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	4Q22E	2022E	2023E	2024E
매출액*	**65,823**	**50,055**	**53,193**	**51,685**	**51,876**	**1,647**	**1,344**	**1,713**	**3,222**	**46,318**	**53,482**
YoY(%)	*120.3%*	*-24.0%*	*6.3%*	*-2.8%*	*0.4%*	*-96.8%*	*-18.4%*	*39.6%*	*139.7%*	*1337.4%*	*15.5%*
매출원가	15,828	13,650	15,713	15,864	15,867	1,986	2,146	579	1,167	14,096	16,269
매출총이익	**49,995**	**36,405**	**37,480**	**35,821**	**36,009**	**-339**	**-801**	**1,134**	**2,056**	**32,222**	**37,213**
GPM(%)	*76.0%*	*72.7%*	*70.5%*	*69.3%*	*69.4%*	*-20.6%*	*-59.6%*	*66.2%*	*63.8%*	*69.6%*	*69.6%*
판매비와관리비	40,497	33,357	34,384	33,542	33,734	5,037	3,058	1,187	3,642	28,271	31,595
영업이익	**9,498**	**3,048**	**3,096**	**2,279**	**2,276**	**-5,376**	**-3,859**	**-53**	**-1,586**	**3,952**	**5,618**
OPM(%)	*14.4%*	*6.1%*	*5.8%*	*4.4%*	*4.4%*	*-326.3%*	*-287.1%*	*-3.1%*	*-49.2%*	*8.5%*	*10.5%*
기타수익	19	45	266	114	134	422	494	0	234	87	82
기타비용	61	574	232	671	3,057	4,505	5,304	-6,478	-6,341	291	307
금융수익	98	112	91	350	372	254	423	85	698	334	337
금융비용	145	162	141	406	591	360	645	91	663	473	470
세전순이익	9,410	2,469	3,080	1,667	-866	-9,566	-8,893	6,466	5,024	3,609	5,261
법인세비용*	4,247	1,068	627	873	702	507	-6	-	1,821	1,309	1,907
당기순이익	**5,163**	**1,400**	**2,453**	**793**	**-1,568**	**-10,073**	**-8,887**	**-**	**3,202**	**2,301**	**3,353**
NPM(%)	*8%*	*3%*	*5%*	*2%*	*-3%*	*-611%*	*-661%*	*-*	*99%*	*5%*	*6%*
원화환산순이익 (백만 원)	**49,154**	**14,919**	**24,559**	**7,965**	**-16,904**	**-111,057**	**-92,320**	**-**	**31,550**	**23,659**	**34,483**
JPY/KRW	9.52	10.65	10.01	10.04	10.78	11.03	10.39	-	9.85	10.28	10.28

*동사 매출 99%는 면세사업부에서 발생 / 환율은 8개년 평균

*법인세비용은 일본 내에서 사업을 영위하는 동사 특성 상 국내 법인세 세율체계를 반영하기 어렵다고 판단하여 '15, '16, '17년도 유효법인세율 평균 36%를 적용하였으며 적자인 '22년의 경우 보수적으로 0처리

Rating

Strong Buy

목표주가: 7,100 원

현재주가: 4,075 원

상승여력: 74%

12M 주가추이

시가총액	2,049 억원

B/S data (3Q22)

자산 총계	2,308 억원
부채 총계	2,152 억원
자본 총계	156 억원

Earning data (TTM)

PER	-
EPS	-85 원
ROE	-59.07%

주요 주주

구철모	41.66%
어쎈타제오호사모…	30.12%

SMIC 3 팀

팀장 46 기 이태성

팀원 46 기 신기원

47 기 김우주

47 기 김예준

47 기 류지혁

CONTENTS

1. 산업 & 기업 분석 03

일본에서 중국인을 대상으로 '면세점'하는 한국 회사의 이야기

2 & 3. 투자포인트 - 중국의 방일 단체 관광 허가 최대 수혜주

Point 0. 1위까지 오는데 우연은 한 줄도 없었어 - C 절감 & M/S 확대 08

Point 1. 오늘부터 유커들의 꿈은 일본 여행이야 - P & Q 상승 12

4. 매출 추정 20

5. Issue & Risk 23

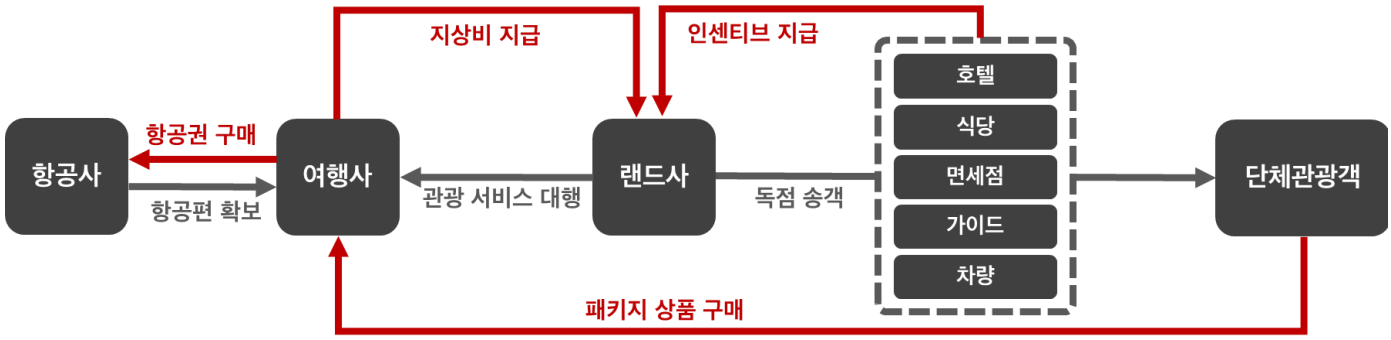
6. Valuation - Peer PER Method 25

Appendix

일본에서 중국인을 대상으로 '면세점' 하는 한국 회사의 이야기

1.1. 패키지 관광에 대한 이해

그림 1-1. 패키지 관광업 Value chain



출처: SMIC 3팀

패키지 상품 알선업, 갑-을 관계가 존재

우선 동사가 포함된 **여행 알선업의 전체 Value chain**에 대해 살펴보고 들어가자. 여행 알선업은 패키지(PKG) 상품과, 자유 여행 관광객을 대상으로 항공, 숙박을 대행 판매하는 개별상품(FIT) 상품으로 나뉜다. 패키지 상품은 항공권, 호텔, 쇼핑, 현지 교통편, 식사, 관광지, 가이드 등 여행에 필요한 거의 모든 것을 제공한다. 동사는 단체 관광객을 대상으로 사업을 영위하고 있기에, 패키지 상품에 대해 다루고자 한다. 패키지 상품은 '갑-을 관계'의 특수성에 대해 이해해야 한다. **항공사(갑)-여행사(을), 여행사(갑)-랜드사(을), 랜드사(갑)-현지업소(을)**이라는 특수성을 지닌다.

항공사에게 배정받은 좌석 소진 못할 시 여행사 페널티 감수

항공사(갑)-여행사(을): 여행사는 패키지 일정의 구성, 모객, 항공권까지를 담당한다. 확보한 항공 좌석 수가 모객 가능 수를 의미하기에 여행사는 시간 재화인 항공권의 확보를 위해 많은 노력을 기울인다. 아직 판매되지 않은 항공권을 미리 배정받아 확보하는 방식을 **하드블럭**이라고 한다. 배정받은 좌석의 일정비율을 소진하지 못할 경우 **여행사는 페널티**를 물게 된다. 페널티 금액을 항공사에 직접 지불하거나 그 금액만큼 비인기 노선의 좌석을 책임져야 한다. **여행사는 항공사와의 거래에서 발생한 손실을 충당하기 위해 비용을 랜드사에 전가하게 된다.**

여행사는 페널티로 인한 손실을 랜드사에게 전가

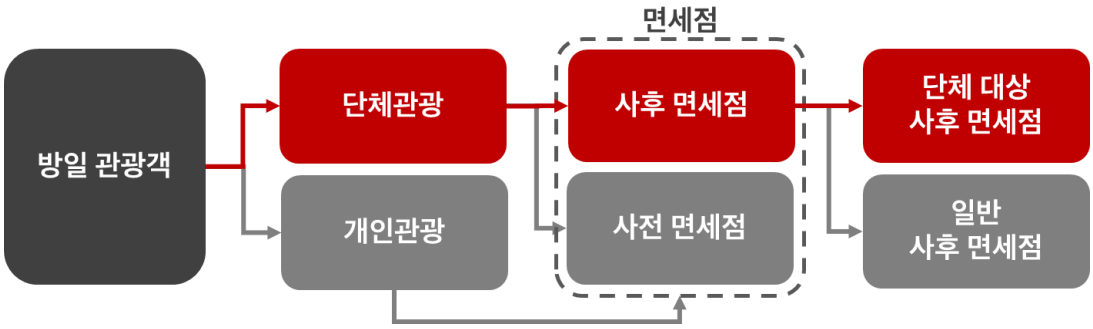
여행사(갑)-랜드사(을): 패키지 여행은 자국 여행사와 현지 랜드사의 바톤 터치라고 할 수 있다. 단체 관광객이 여행사의 패키지 상품을 이용하는 경우, 비행기를 타고 여행지에 도착한 후부터 현지 랜드사가 단체 관광객의 여행을 담당하게 된다. 여행사는 평균적으로 패키지 매출액의 30%를 지상비로 랜드사에 지급한다. **여행사는 배정받은 좌석을 소화하고자 패키지 가격을 낮추어 고객을 유인하게 되고, 이는 지상비 감축**으로 이어진다. 랜드사는 여행사를 통해 수주를 받아야 하기 때문에 **지상비의 가격 결정력은 여행사**에게 있다.

독점 송객해주는 대신 현지업소로부터 인센티브 수령

랜드사(갑)-현지업소(을): 랜드사는 현지 식당, 호텔, 교통편, 가이드를 담당하며 대금을 치룬다. 지상비로 대금을 지불하는데, 앞서 언급했듯이 지상비 감소로 하나의 패키지를 손실을 껴안은 상태에서 시작한다. 고로 랜드사의 주 수익원은 **'인센티브'(송객수수료)**다. 식당, 면세점, 차량회사, 가이드는 랜드사를 통해 일정에 포함되어 **독점객을 송객 받기 위해** 높은 수준의 인센티브를 지급한다. 특히 면세점으로부터 인센티브 규모가 상대적으로 커 랜드사에게도 매력적일 뿐더러, 면세점 입장에서도 랜드사로부터의 단체 관광객은 매우 중요한 매출원이다. **면세점에게 실질적으로 주요한 관계는 여행사가 아닌 랜드사**다.

1.2. 일본 면세업 파헤치기!

그림 1-2. 면세업의 분류



출처: SMIC 3팀

동사는 **단체관광객 대상 사후면세업**을 영위하고 있기에 앞선 여행업의 Value chain에서 면세점에 대해 자세히 알아보자. **면세점**이란 외국인 여행자 등 비거주자에 대하여 특정 물품을 인가된 방법으로 판매하는 경우 세금을 면제해 판매할 수 있는 점포를 일컫는다. **세금의 부과 형태**에 따라 사후면세점(Tax-Free Shop)과 사전면세점(Duty-Free Shop)으로 나뉜다. **소비세만 면세가 되는 곳을 사후면세점**, 소비세 외에 관세, 주세, 담배세 등의 **제세까지 면세가 되는 곳을 사전면세점**이라 한다. 사후면세점은 시내, 세전면세점은 공항 내에 주로 위치한다.

일본은 사후면세점 발달!

일본은 신기하게도 타국과 다르게 사후면세점이 발달했다. 타국에서 대부분 사전면세점이 발달한 이유는 관세율이 높기에 사전면세의 경제적 유인이 크기 때문이다. 그러나 일본은 면세점의 주요 상품에 대해 5% 이하의 관세를 부과하거나 면제해주는 경우도 있기에 관세의 유무가 사전면세점에서의 구매결정에 그리 큰 영향을 미치지 않는다. 따라서 **사전면세점이 사후면세점에 비해 면세 혜택의 차이가 크지 않다**. 또한 법적으로 사전면세점의 관세 면세는 출국 수속 후 공항 내부가 제도상 국외이므로 부과되지 않아 가능한 것으로, 사후면세점만 시내에 위치한다.

방일외국인의 쇼핑은 대부분 사후면세점

편리함의 측면에서도 사후면세점은 사전면세점에 비해 큰 매력을 지닌다. 사전면세점에서 구입하면 출국할 때 별도의 인도장에서 면세품을 수령하는 절차를 거쳐야 한다. 반면 사후면세점은 구입 즉시 상품을 수령할 수 있다. 또한 공항에서 환급 대행 업체를 통해 환급을 받는 다른 나라들과 달리, 일본은 소비세를 제한 금액으로 결제하거나 쇼핑몰이나 백화점의 경우에는 내부의 환급 카운터에서 즉시 가능하기에 그 편리함이 극대화된다. 또한 로드샵과 병행수입이 발달하여 상품의 선택지가 매우 다양하다. 따라서 현재 **방일 외국인이 일본에서 하는 쇼핑은 대부분 사후면세점에서 이루어지고 있다.**

그림 1-3. 사전 사후 면세점 비교 도표

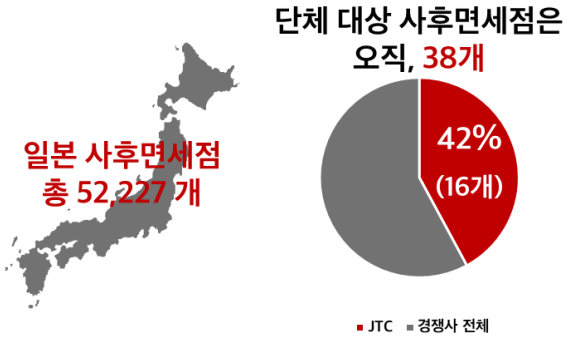
사후 면세점		사전 면세점
비거주자	대상자	출국자(일본인, 외국인)
소비세	면세 대상	소비세, 관세 담배세, 주세
즉시	수령	출국 절차 후 인도장에서 수령
한도 : 5천 엔 이상 50만 엔 이하		

일본의 공항 외 면세점은 대부분 사후면세점

일본 면세의 핵심은 '소비세'

출처: SMIC 3팀

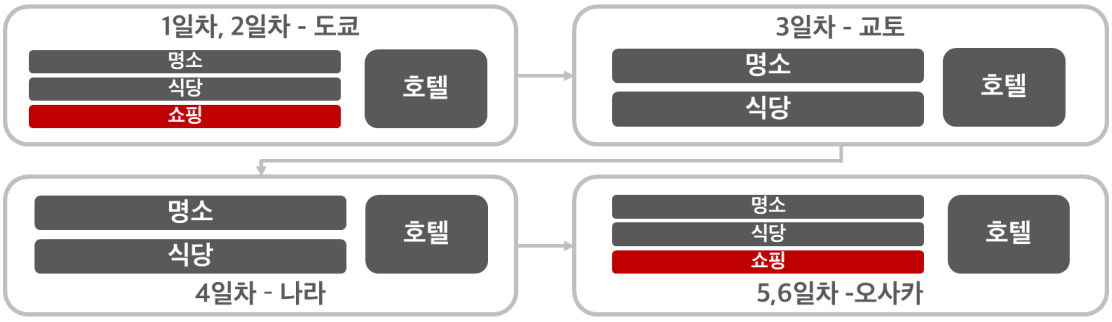
그림 1-4. 일본 사후면세점 점포 현황



출처: JNTO, SMIC 3팀

1.3. 단체 관광객 대상 사후면세점

그림 1-5. 6일 기준 일반적인 일본 단체 관광객 여행 일정



출처: 중국 및 국내 여행사 종합, SMIC 3팀

단체대상 사후면세는 랜드사를 통해 모객

사후면세점 내에서도 **단체관광객 대상 사후면세점**과 **일반 사후면세점**으로 나뉘는데, 앞서 확인하였듯이 단체대상 사후면세점은 랜드사를 통해 모객을 진행한다. 단체 관광객은 6일로 구성된 패키지 기준으로 최소 2회 이상 면세점 방문이 일정에 포함되어 있다. **랜드사**는 하나의 패키지 상품 내에서 하나의 면세점에게 **독점 송객**을 해주지만, 동일한 면세점을 방문해서 구매 의욕을 떨어뜨리지 않기 위해 **단체대상 사후면세점**은 **브랜드 다변화**를 필수적으로 진행한다.

랜드사와 단체대상 사후면세는 '상생'

단순히 생각해본다면 단체관광객을 송객하는 랜드사가 갑의 관계에 있어 언제든 인센티브 인상 요구를 할 수 있는 것 아닌지 의문이 들 수 있다. 하지만 랜드사와 단체대상 사후면세점 각각 송객 업체 변경 및 큰 폭의 인센티브 감축 제안을 하지 않는다. **랜드사와 단체관광객 대상 사후면세점은 단순한 갑-을 관계가 아닌 신뢰를 기반으로 하는 '상생'의 관계**이기 때문이다.

이를 이해하기 위해서는 일본에 대한 정성적인 이해가 필요하다. 일본은 '**보수적인, 신용의 국가**'이다. 사업적 관계를 시작하고 유지함에 있어 '신뢰'가 기본이며 구축된 신뢰에는 잘 금이 가지 않는다. '石の上にも三年(돌 위라도 3년)'이라는 일본 속담이 있다. 차가운 돌 위라도 장시간 앉아 있으면 체온이 닿아 돌이 따뜻해지며, 힘든 일이 있어도 장시간 계속하면 보답 받음을 의미한다. 이는 **랜드사와 사후면세점이 쌓아온 서로의 신뢰와 성과를 대변**해주는 속담이라 할 수 있다.

1.4. 이야기의 주인공은, JTC

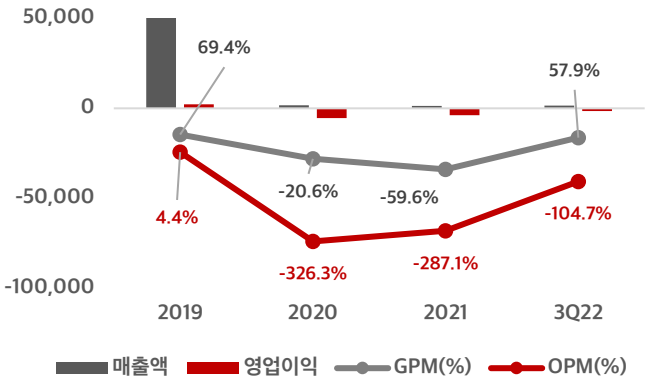
일본 1위 단체대상 사후면세점

여행 알선업의 Value chain부터, 일본의 면세업, 그리고 단체관광객 대상 사후면세점에 이르는 이 모든 이야기의 주인공인 동사에 대해 좀 더 자세히 알아보자. 동사는 '93년 도쿄전기상회 벳푸점으로 출발해 후쿠오카, 홋카이도, 오사카, 나고야를 순서로 전국으로 확대해 나간 **일본 1위 사후 면세점**이다. 전체 **864개 중 770개**의 일본 랜드사와의 **강력한 네트워크**를 바탕으로 **First Shop(패키지 상품 내 처음으로 들리는 쇼핑 센터)**의 입지를 유지하고 있다.

주요 매출처 = 방일 중국인 단체관광객

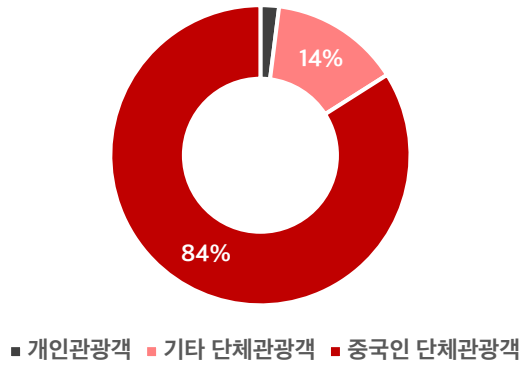
단체대상 사후면세점인만큼 '19년 동사 별도기준 **매출의 98%가 단체관광객**이며, 나아가 **중국인 단체관광객 매출은 '19년 기준 전체의 84%**에 달한다. 팬데믹으로 인한 **중국의 단체여행금지령**으로 방일 중국인의 발길이 끊기며 핵심 동력을 잃은 동사의 매출은 처참한 성적을 기록하였다. 동사는 회사의 존망이 달린 인고의 시기를 겪으며 오매불망 중국인 단체관광객이 다시 돌아오길 기다릴 수밖에 없었다.

그림 1-6. 실적추이 '19~3Q22 (단위: 백만 엔)



출처: DART, SMIC 3팀

그림 1-7. 매출 내 단체관광객 및 중국인 단체관광객 비중



출처: 동사 IR, SMIC 3팀

1.5. 중요한 것은 돌아오는 중국인

동사에게 있어 중국인 단체관광객은 언제나 중요한 위치인 것처럼, 일본 관광 산업 전반에서도 마찬가지이다. **중국**이 동사와 일본 관광 산업의 **명운을 결정**할 수 있는 이유는 그들의 **여행객수와 소비액이 절대적, 상대적 우위**를 모두 점하고 있고, **소득 수준에서 기인한 중국인들의 높은 단체여행 선호** 때문이다.

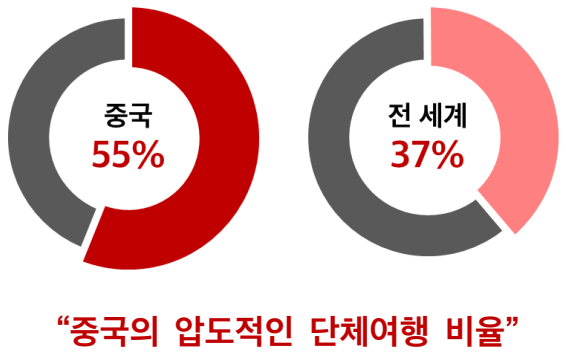
일단 많습니다.

14억 명의 인구, **성장하는 1인당 GDP를 따라 증가하는 해외관광 수요로** 방일 인구의 규모부터 다르다. 이토록 많은 방일 중국인은 '11년부터 전체 **방일 외국인의 인당 평균 소비액의 30%나 더 높은 수준의 금액**을 꾸준히 지출해왔다. **'19년까지 방일 중국인**은 **방일 외국인 전체 소비액의 약 40%**를 차지하였다.

중국의 높은 단체관광 선호

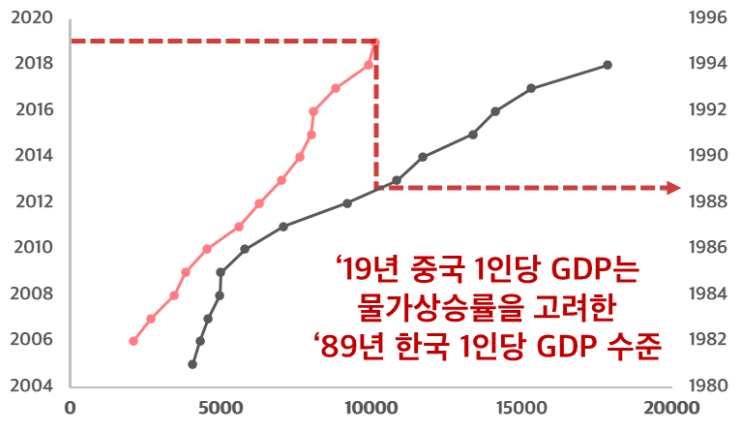
중국은 전 세계 평균에 비해 단체관광 선호도가 압도적으로 높다. **'19년 해외 여행을 간 전 세계 인구 중 37%가 단체관광을 이용한 것에 비해 중국인은 55%가 단체관광**으로 다녀왔다는 사실이 이를 뒷받침한다. 이는 소득 수준의 차이에서 기인한 것으로 보이는데, 여행 방식은 국민소득이 증가함에 따라 **단체관광, 소그룹 여행, 개인 여행, 맞춤 여행의 순서**로 변해간다. 한국과 중국의 1인당 GDP를 살펴보자. 물가상승률을 고려한 '19년 중국의 1인당 GDP는 '88년 한국의 1인당 GDP 수준이다. '8~90년대가 단체관광이 가장 성행하였던 시기였기에, 현재 중국도 매우 높은 수준을 보이고 있는 것으로 추정된다. 일본은 중국인들의 복귀를 절실히 바라고 있다.

그림 1-8. 중국과 전 세계 단체여행 비율



출처: CEIC, 통계청, SMIC 3팀

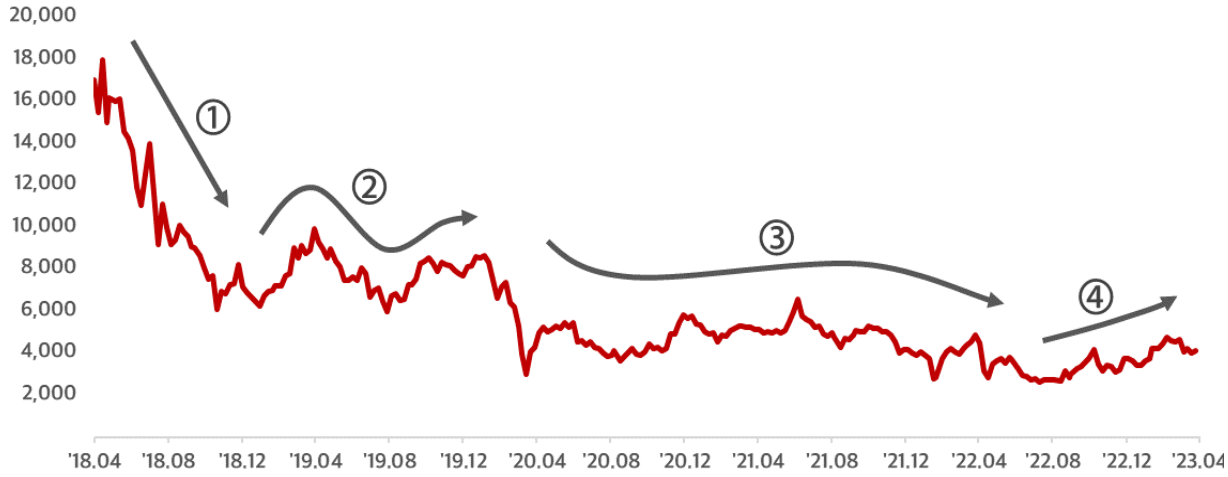
그림 1-9. 단체관광 성행하던 한국 소득수준에 위치한 중국 GDP ($)



출처: CTRI, UNWTO, SMIC 3팀

1.6. 주가분석

그림 1-10. 주가 추이



출처: KRX, SMIC 3팀

① '18년 호우, 태풍, 지진, 홍수 등의 **자연재해**가 일본 내에서 끊이지 않고 발생하며 안전에 대한 우려가 급증하여 방일관광객수 성장률이 일시적으로 둔화되었다. 이에 더불어, 상장 이후 공모 물량 출하까지 겹치며 급격한 주가 하락을 겪었다.

② '20년 개최 예정이었던 **도쿄 올림픽**으로 방일 중국인, 한국인 증가에 따른 매출 증가 기대로 주가가 상승하였다. '19년 7월 일본 총리 아베 신조가 **대한민국에 수출통제 조치**를 취해 이에 대응하여 국내에서 약 100일 넘게 일본 불매 운동이 강력하게 진행되었다. 이에 방일 여행 수요가 감소하여 동사가 타격을 입게 되었다. 일본 불매 운동이 사그라들며 도쿄 올림픽으로 인한 기대감이 다시 반영되었다.

③ **팬데믹**으로 인해 '20년 3월 **방일 외국인 입국 제한 조치**가 시행됨에 따라 고객 전부를 잃게 되었다. 이에 실적이 급격히 악화되었으며 주가는 빠르게 하락했다. 2년 동안 자기자본의 50%를 초과하는 법인세비용 차감 전 계속사업 손실이 발행함에 따라 동사는 '22년 4월 **관리종목**으로 지정되었다. 이에 기관 및 개인 매도로 주가가 2,420 원까지 하락하게 되었다.

④ '22년 10월 어펄마캐피탈로부터 **500억 규모의 유상증자**를 받아내며 자기자본 조건을 충족해 관리종목 해제 조건을 만족하였다. 더불어, 방일 한국인 입국 규제 해제에 따라 한국인 매출이 회복되었으며, **리오프닝에 대한 기대감**으로 주가가 상승하였다.

투자포인트 - 중국의 방일 단체 관광 허가 최대 수혜주

혹독한 겨울을 견뎌내기 위해 겨울에도 나무의 뿌리는 보이지 않는 쪽으로 자라고 있다. 팬데믹 동안 동사는 처절한 비용 개선과 헤게모니 확보를 통해 다시 흔들리지 않을 뿌리를 내렸다. 이제 겨울이 가고 중국이라는 봄이 온다. 동사의 **난춘(暖春)**은 이제 시작되었다.

Point 0. 1위까지 오는데 우연은 한 줄도 없었어 - C 절감 & M/S 확대

일본 관광 산업의 호황과 함께, 동사는 '15년 최고의 실적을 달성했다. 성공에 취해 과도하게 사업을 확장한 동사는 **마진 훼손과 팬데믹이라는 악재**에 순식간에 **관리종목**으로 지정됐다. 과오를 씻기 위해 처절한 체질 개선에 나선 동사, 어펄마캐피탈이라는 조력자에게 기회를 선물받았다. 그러던 와중 경쟁사들은 팬데믹을 버티지 못하고 하나 둘 떨어져 나갔고, 체질 개선에 성공한 동사는 이제 **일본 1위 사후 면세점으로서의 헤게모니**를 잡을 모든 준비를 마쳤다.

2.1. JT씨, 이걸 버티나요?

세전순손실 기준 초과로 관리종목 지정

'22년 5월, 동사는 코스닥시장 상장규정에 따라 **관리종목으로 지정**되었다. 지정 근거는 **최근 3사업연도 중 2사업연도에서 자기자본의 50%를 초과하는 법인세비용차감전계속사업손실**(세전순손실)이 발생했기 때문이다. 팬데믹 기간 누적된 손실은 최악의 악재로 돌아와 동사를 관리종목으로 지정하며 상장폐지 직전까지 몰고갔다.

유상증자로 관리종목 이슈 해소

관리종목의 늪에서 헤어나오지 못하던 동사에게 손을 내민 것은 글로벌 사모펀드 어펄마캐피탈이다. 어펄마캐피탈은 '22년 10월 **유상증자를 통해 500억 원 규모의 자금을 수혈**하며 동사를 구해냈다. '22년 3분기까지 누적된 세전순손실은 131억 원으로 자기자본 대비 약 70%의 세전순손실이 발생하였다. 500억 원 규모의 유상증자를 고려했을 때, '22년 4분기에 210억 원 이상의 세전손실이 발생하지만 않는다면 **관리종목 이슈에서 벗어날 것이 분명**해 보인다.

관리종목 지정해제는 '24년 5월로 예상

다만 '22년도 사업결산 이후에도 최근 3사업연도('20, '21, '22) 중 '20년과 '21년에서 자기자본 대비 50% 이상의 세전순손실이 발생했기 때문에, **관리종목 지정 해제는 '24년을** 기대해야 할 것으로 보인다. 동사는 매년 3월을 기준으로 하는 일본의 회계연도를 따르는 동사는 매년 5월에 감사보고서를 발표한다. '**24년 5월에 발표될 감사보고서**에서 관리종목 요건의 해소가 확인되는 대로 관리종목에서 해제될 것이 예상된다.

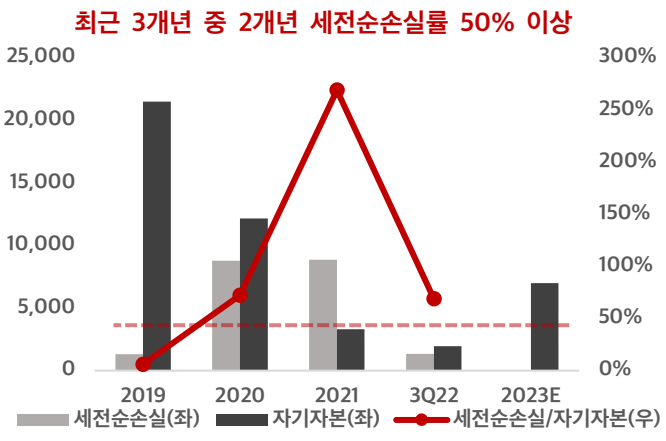
그림 2-1. 어펄마캐피탈의 유상증자 참여

어펄마캐피탈의 유상증자로 관리종목 해제요건 충족

어펄마캐피탈의 제3자배정 유상증자	
3자배정 대상자	어쎈타제오호 사모투자 합작회사
발행 증권 종류	보통주
발행 주식 수	15,087,507 주
지분율	*30.12%*
발행금액	500억 원
발행가액	3,314원
신주 상장일	2022-12-09

출처: DART, SMIC 3팀

그림 2-2. 세전순손실, 자기자본 추이 (단위: 백만 엔)



출처: DART, SMIC 3팀

어펄마캐피탈의 유상증자로 가장 급한 불이었던 **상장폐지 우려는 해소**됐다. 다음 절은 위기에서 구출된 동사에게 사업정상화를 통해 충분한 수익성을 낼 만한 역량이 남아있는가에 대한 대답이다. **우선 동사가 관리종목이라는 수렁에 빠지게 되기까지의 과정을 돌아보자.**

2.2. 잘 나가던 동사는 어쩌다 위기에 빠졌을까?

P와Q의 동반성장으로 '15년 역대 최고실적

'15년, 동사는 P와 Q의 동반성장에 힘입어 역대 최고의 실적을 달성했다. 아베노믹스의 영향으로 인한 강력한 엔저현상과 일본 정부의 적극적인 관광객 유치 정책에 힘입어, 방일 중국인 여행객 수는 여행객 2년간 YoY 107.3%의 폭발적인 성장을 보였다. 중국인 단체관광객의 매출 비중이 80% 이상을 차지하는 동사의 Q 증가는 당연한 결과였다.

Q의 증가와 함께 방문객의 1인당 소비액(P)도 상승했다. '14년 4월에 일본 내 소비세가 5%에서 8%로 대폭 상승하면서 소비세를 면제해주는 사후면세점의 실질적인 할인효과가 증대되었기 때문이다. 소비세의 인상은 면세점 방문객의 구매 심리를 자극하였고, 동사의 P 상승에 기여했다. P와 Q의 동반 상승으로, **'15년 동사의 매출액은 YoY 120%이라는 고공성장과 OPM 14.4%**라는 실적을 이룩했다.

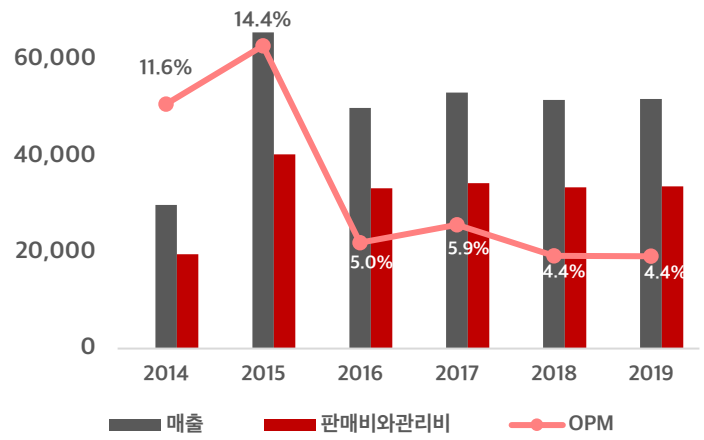
'16년 매출 역성장으로 수익성의 대폭 하락

최고의 한 해를 보낸 이후 '16년부터 동사의 실적은 하락하기 시작한다. '14~'15년의 Double-digit 수익성이 무색하게 **'16년도부터 팬데믹 기간전까지 Low-single 마진**을 벗어나지 못하였다. 수익성 부진의 **일차적인 이유는 매출액이 하락했기 때문**이다, '16년부터 시행된 중국의 자국민 해외 소비억제책으로 방일 중국인의 인당 소비액이 감소하였고 이는 동사의 매출액 감소로 이어졌다. 매출액이 전년 대비 24% 감소하며 수익성 역시 큰 폭으로 하락했다.

높은 변동비율로 인해 고정비 변동에 수익성 민감

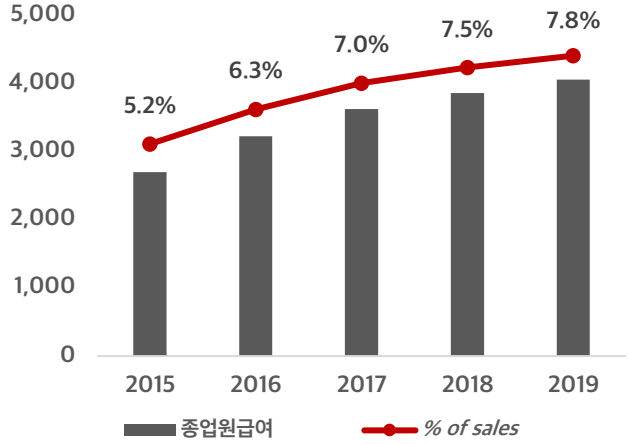
그러나 OPM이 9% 이상 **큰 폭으로 하락한 것은 동사의 마진구조 때문**이다. 동사의 경우에 변동비율이 80% 수준으로 높기 때문에 **고정비의 작은 변동에도 수익성이 매우 민감하게 반응**한다. 동사는 '15년의 호황 이후 추가적으로 점포를 늘리고 인원을 고용하면서 사업을 확장했다. 특히 '16년에 점포 4개를 추가로 개점하며(2015년 20개 → 2016년 24개) 시설투자비용과 종업원 급여는 전년대비 20% 증가하였다. 결과적으로 **감소한 매출과, 감축하지 못한 고정비로 인해 동사의 마진은 급격하게 악화**되었다.

그림 2-3. 매출, 판관비, OPM 추이 (단위: 백만 엔)



출처: DART, SMIC 3팀

그림 2-4 종업원 급여 추이 (단위: 백만 엔)



출처: DART, SMIC 3팀

2.3. 정상화를 위한 처절한 몸부림

오히려 독이 된 사업확장

동사는 수익성 악화에, **비용구조를 개선하기보다 사업을 확장하며 Top-Line 성장을 통해 수익성을 개선하고자 했다**. 사업규모를 키우면서 매해 인건비와 설비투자비용이 증가하였고, '18년에는 한국 면세점 시장에 진출하며 재무부담이 가중되었다. 그동안 **키운 몸집으로 인해 팬데믹이라는 외부충격은 더욱 치명적**으로 다가왔다. 매출이 바닥을 치면서 비대해진 비용부담을 견딜 수 없었기 때문이다.

생존을 위한 영업구조 개선

동사에게는 **영업구조 개선을 통한 체질개선**이 시급했다. 한 때 최대 25개의 점포를 운영하던 동사는 팬데믹 이전부터 채산성이 낮았던 점포 **9개를 정리**하며 사업규모를 대폭 축소하였고, 나머지 점포들도 임시휴업에 들어가며 운영비용을 최소화했다. 펜더믹 이전 900명 수준까지 증가했던 전체 직원은 운영점포 당 2명의 직원만을 남겨 놓으며 **134명까지 인력을 감축**했다.

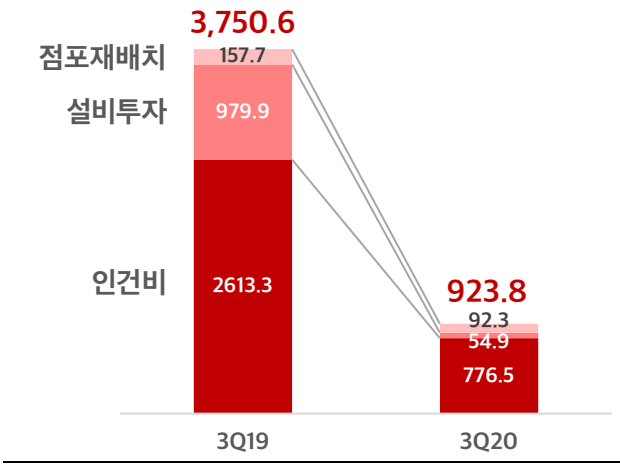
사업정상화 이후에도 고정비 유지

수익성을 위해 **중요한 것은 사업 정상화 이후에도 적정 수준의 고정비를 유지**하는 것이다. 동사 역시 고정비의 상승으로 수익성을 해쳤던 과거와 같은 실수를 반복하지 않으려는 것처럼 보인다. '23년 모든 점포의 운영을 재개함에도 전체 직원수는 상한선인 540명 **수준을** 넘기지 않을 것으로 예상되며, 사측에 따르면 **매출 대비 인건비의 비중을 '15년과 같은 5% 수준으로 유지할 것**으로 밝혔다.

악성 자회사들도 정리 수순

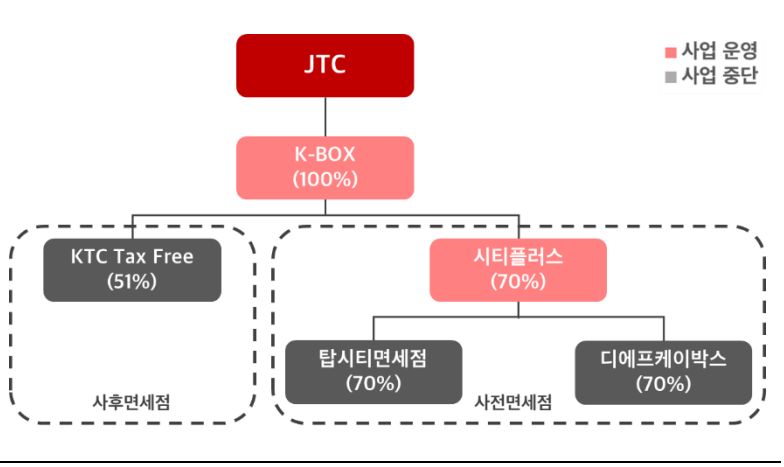
'18년 한국시장 진출 이후 매년 적자를 발생시키며 동사의 **수익성을 끌어내리던 한국 자회사 역시 정리수순**을 밟고 있다. 이미 5개 자회사 중 사업성이 없는 3개 자회사는 사업을 중단하였고, 구주주와의 주식 양수도계약취소소송이 진행중인 시티플러스까지 정리하면 실질적으로 사업을 운영중인 자회사는 없게 된다. '18년~'22년 발생한 5개 **자회사의 누적 영업손실액**은 28억 엔으로 같은 기간 **전체 누적영업손실액의 44%** 수준에 해당한다. 한국 자회사가 정리되면서 동사의 수익성도 개선될 것으로 예상된다.

그림 2-5. 항목별 고정비용 삭감 규모 (단위: 백만 엔)



출처: 동사IR, SMIC 3팀

그림 2-6. JTC 지배 구조



출처: DART, SMIC 3팀

팬데믹의 위기를 겪는 동안 고정비를 축소하고 자회사를 정리하면서 체질개선에 성공했다. 이제 **동사의 Bottom-Line을** 끌어내릴 **요소들은 모두 정리**되었다. 여기까지가 동사가 위기에서 탈출한 과정에 대한 기록이다. **동사가 치열하게 생존투쟁을 하는 사이 경쟁사들은 어떻게 되었을까?**

2.4. 살아남은 1인, 시장의 헤게모니를 장악하다.

팬데믹으로 면세업계 시장개편

팬데믹은 사후면세 업계 전반에 강력한 충격을 주며 모든 것을 다시 초기국면으로 돌려놓았다. 면세점 업체들은 점포를 정리하였고 사업을 축소했다. 이중에 몇몇 업체는 누적되는 손실을 견디지 못한 채 시장에서 이탈하면서 사후면세업 시장의 점유율 재편이 이루어졌다. **팬데믹이라는 외부 요인으로 인해 공급측면에서의 산업 구조조정**이 이루어진 것이다.

버틴 자가 시장 장악

중요한 것은 한바탕 폭풍이 몰아친 이후에, 여전히 **자리를 지키는 자가 시장을 장악한다**는 것이다. 팬데믹으로 인해 동사와 직접적인 경쟁관계에 있던 대형 사후면세점 경쟁사 5개 업체(66개 점포)는 팬데믹 이후 3개 업체(22개 점포)로 압축됐다 특히 동사의 강력한 경쟁업체였던 LAOX가 남은 5개 점포마저 업종을 변경함으로 사후 면세업계에서 몰락하게 되며 동사는 일본 사후면세점의 **압도적 M/S 1위 업체로 시장의 헤게모니를 장악했다.**

그림 2-7. 팬데믹 전/후 경쟁사 점포 수

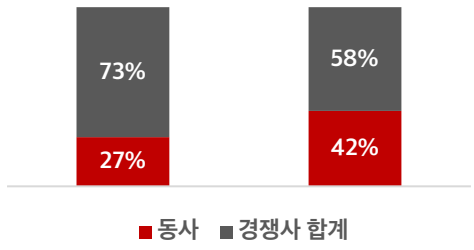
팬데믹 전/후 경쟁사 점포수							
지역	JTC	경쟁사(계)	A&S	LAOX	Koshin	Eisan	Hanatour
북일본	1	6	1	1	2	1	1
동일본	4	17	5	6	1	5	0
중일본	0	3	2	0	1	0	0
서일본	2	17	2	6	3	5	1
쿠슈	9	16	10	0	1	4	1
오키나와	0	7	4	0	1	2	0
팬데믹 이전	16	66	24	13	9	17	3
현재	16	22	8	5	9	0	0

출처: 각 사, SMIC 3팀

점포수 기준 40%
관광객수 기준 62%

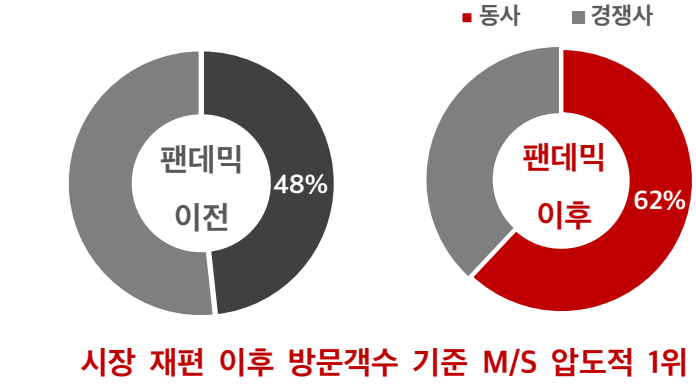
팬데믹 이후 **점포수를 기준으로 한 동사의 M/S는 40%**이다. 동사의 경우 경쟁사 대비 비교적 중대형 점포의 비중이 높기 때문에, 방문객을 기준으로 한 M/S는 그 이상이 될 것으로 예상된다. 실제로 팬데믹 이후 한국인 **단체관광객수를 기준으로 측정한 M/S는 62%**로 동사의 더욱 강력해진 시장 지배자의 위치를 확인할 수 있다. 대규모 영업구조 개편으로 체질개선에 성공한 동사, 시장점유율까지 대폭 상승하며 **시장 지배자의 지위에 올라섰다**. 이제 정말 확인해야 할 것은 **중국인 단체 관광객의 일본 방문과 함께할 Top-Line 성장**뿐이다.

그림 2-8. 팬데믹 전후 점포수 비중



출처: 각 사, SMIC 3팀

그림 2-9. 팬데믹 전후 방문객 기준 M/S 변화



출처: 동사IR, SMIC 3팀

Point 1. 오늘부터 유커들의 꿈은 일본 여행이야 - P & Q 상승

과연 Top-line이 빠른 속도로 회복되어 비용절감과 시장 경쟁강도 약화로 인한 Bottom-line에서의 수혜로 이어질 수 있을 것인가. 동사 매출의 회복 속도를 체크하기 위해 가장 중점적으로 살펴봐야 할 부분은 바로 '**단체 관광객 수**'와 '**단체 관광객의 객단가**'다. 먼저, **관광객 수**를 확인해 보자.

3.1. 중국 관광객, 일본으로 몰려온다! (Q 상승)

Free 중국인, 일본을 많이 찾아올까?

일본에서 사업을 영위하는 동사의 특성 상 관광객 수에 있어 가장 유의하여 봐야 할 부분은 바로 **방일 중국인 관광객 수**다. 동사의 매출 80% 이상이 방일 중국인 단체 관광객으로부터 발생해 왔기 때문이다. 그러기 위해 우리는 무엇보다 중국인 관광객이 어떤 특성을 갖고 있는지 살펴보아야 한다. 그럼 첫 번째 드는 의문, **중국인들은 리오프닝 시 일본을 많이 찾아올까?**

(1) 중국인, 그들은 일본을 너무 좋아해

워 슈 중궈런, 워 아이 르뻔~

중국 내 고가 전략을 펴는 식음료 회사 중 상당수가 브랜드명에 히라가나를 사용한다는 말이 있다. 바로 일본 브랜드가 주는 안정적인 이미지와 고품질에 대한 인식 때문이다. 여행에서도 예외는 아니다. **중국인들은 일본 여행을 좋아한다.** 좋아해도 너무 좋아한다. 중국 관광연구원이 실시한 인기 여행지 선호도 조사에서, **일본은 국가 중 1위**를 차지했을 뿐 아니라 10위권 내 3개, 30위권 내 7개 도시를 포함시키며 **중국인 대상 압도적인 인기 여행지로서 자리매김**했다.

'19 년, 방일 관광객 셋 중 하나는 중국인

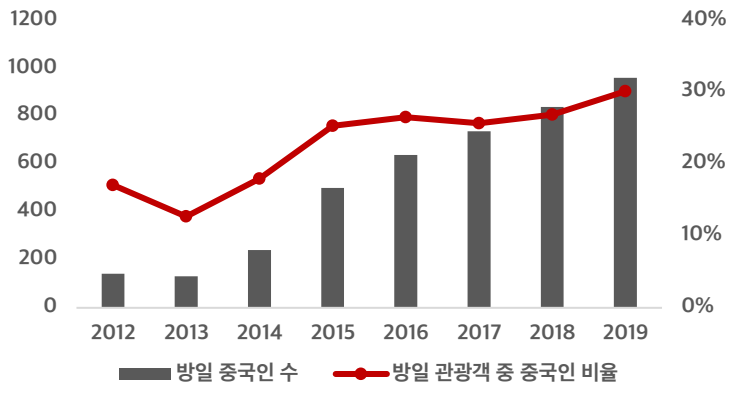
혹시 일본을 가장 많이 방문하는 국가가 한국이라 생각했나? 이제 그 상식은 고칠 때가 왔다. **이미 중국이 일본 방문객 최대 비중**을 차지한 지 오래다. 중국인들의 일본 사랑은 수치로써 나타난다. '10년대 초반 100만명대에 불과하던 방일 중국인 수는, 해마다 급격하게 증가하며 팬데믹 전 해인 '19년에는 959만명, **전체 일본 방문객 중 30.1%**를 차지했다. 일본에 들어오는 사람 **3명 중 1명은 중국인**이다.

그림 3-1. 중국인들의 일본 선호도 트렌드(설문 조사 등)

중국인이 찾는 국가 & 찾는 도시 TOP 11		
	국가 방문 순위	도시 선호도 순위
1위	일본	홍콩
2위	태국	방콕
3위	싱가포르	도쿄
4위	터키	싱가포르
5위	말레이시아	치앙마이
6위	몰디브	오사카
7위	호주	마카오
8위	스리랑카	교토
9위	모로코	타이베이
10위	러시아	서울
11위	대한민국	오키나와

출처: 중국 관광연구원, SMIC 3팀

그림 3-2. 방일 중국인 관광객 수 증가세 (단위: 만 명)



출처: 일본 관광청, SMIC 3팀

(2) 위안화, 엔화 할인 찬스를 맞다!

Hey China,
엔저 is Back!

여러분들이 정말 갖고 싶던 물건을 3년 전 대비 **20% 할인된 가격**에 살 수 있는 기회가 주어진다면 어떨까? 바로 지금 일본을 여행 가고자 하는 중국인들 이야기다. **'14~'16년 이어졌던 엔저, 중국인들에게 다시 찾아온 것**이다.

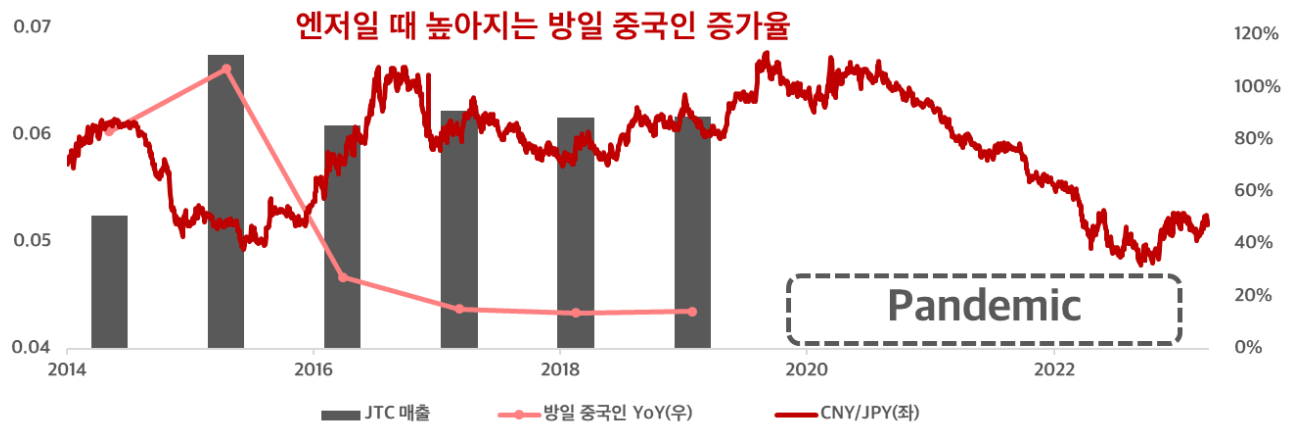
여행객들에게 있어 중요한 고려 요소, 바로 환율

실제로 환율은 여행객들에게 있어 **중요한 고려 요소**다. 호텔, 식당, 각종 쇼핑을 즐기는 데 있어 결제를 할 때에는 해당 국가의 통화를 사용해야 하기 때문이다. 중국인들 입장에서 위안화 대비 엔화의 가치가 떨어진다는 것은, **일본에 갔을 때 같은 물건을 훨씬 싸게 구매할 수 있다는 의미**다. 실제로 '14년 대비 15% 가까운 CNY/JPY 하락을 기록한 '15년까지, 같은 시기 방일 중국인 수는 2배 가까이 증가했다.

엔저, '15 년처럼 이번에도 동사에게 높은 모멘텀으로

그리고 '23년 현재, 역대급으로 낮았던 **'15년의 엔저가 다시 돌아왔다.** 올해 '20~'21년 1JPY 대비 0.063CNY 수준에 머무르던 환율은 **올해 평균 0.0517CNY로, '15년 수준**이다. 방일 관광객들을 상대로 사후 면세점을 영위하는 동사에게 있어 이러한 엔저 현상은 **높은 상승 모멘텀으로 이어질 가능성이 높다.** 실제로 동사가 최대 매출을 기록했던 시기는 '15년으로, 중국인들의 폭발적인 유입에 힘입어 **'14년 대비 120% 가까운 매출 증가세**를 기록한 바 있다.

그림 3-3. 역대급으로 낮은 CNY/JPY, 그리고 연도별 JTC 매출 & 방일 중국인 YoY



출처: DART, 일본 관광청, SMIC 3팀

(3) 중국인, 일본 이미 가 본 거 아니야?

중국엔 일본을 가본 사람이 없다
- ONLY 2%

아무리 일본을 가고 싶어하고 서비스가 싸더라도, 이미 일본을 가본 경험이 있다면 다른 나라로 눈을 돌릴지도 모른다. 그러나 지금, 중국 내 일본을 가본 사람이 얼마나 될까? 일본관광청(JNTO)에서 매 분기별 공개하는 출입국 통계를 통해 **방일 경험이 있는 중국인 수를 역산해 보면 2,909만 명, 전체 중국 인구의 약 2.0% 수준**이다. 중국인 중 일본을 가본 사람, 50명 중 1명뿐이란 얘기다. 같은 방법으로 계산했을 때 **한국이 1,930만 명, 전체 인구의 37.5% 수준**이라는 점을 고려할 때 중국의 수치는 한참 미치지 못한다.

처음 일본을 가는 외국인 중 42%는 중국인

실제로, '11년 일본을 처음 방문한 중국인의 수는 59만명에 불과하였으나, **팬데믹 이전 2019년에는 479만명으로 8년 사이 8배 가까이 증가**하며 최대 방일 외국인 보유국이던 한국을 제친 바 있다. 이는 전세계로 넓혀보더라도 연평균 +23%를 기록한 **다른 국가들의 증가세를 압도적으로 능가**하는 수치이며, 실제로 '19년 일본을 처음 방문한 외국인 중 중국인들의 비율은 42%에 달했다. 다시 한번 마음 속에 새겨 놓자. 중국인 50명 중 49명은, 아직 일본을 가보지도 못했다. **이제 49명의 남은 이들이 일본을 향한 첫 방문의 기회**를 노리고 있다.

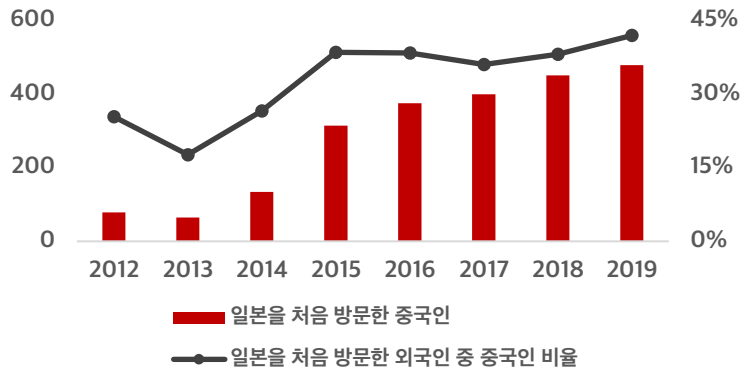
그림 3-4. 일본에 가본 중국인, Only 2%

일본에 가본 중국인
전체 인구 중 ONLY 2.0%

중국인 중 일본 방문 유경험자 비율(단위: 만 명)	
1992~2019년 일본 방문자 수	2,909
연평균 최초 방문자 수 비율	55.2%
중국 인구 수	142,567
전체 인구 대비 일본 방문 경험자 비율	2.0%

출처: 중국 국가통계국, 일본 관광청, SMIC 3팀

그림 3-5. 일본을 처음 방문한 중국인의 증가세 (단위: 만 명)



출처: 일본 관광청, SMIC 3팀

3.1.1. 가고 싶은 일본, 비자를 받아야 하겠는데…

마지막 절차,
비자 발급이 남았다

일본을 가본 적도 없겠다, 엔화도 싸겠다, 이제 친구 따라 일본 가는 일만 남았다. 그러나 이 49명의 남은 중국인들에게는, 마지막 관문이 하나 남아있다. **한 나라에 외국인이 입국하여 체류할 권리를 입증하는 서류, 비자 발급**이다.

Why 단체관광?
비자 때문

일본 정부는 중국인들을 대상으로 **굉장히 까다로운 비자 발급 절차**를 고수하고 있다. 우선 중국인들에게 있어 일본 관광 비자는 **단체 관광 비자가 원칙**이며, 비자 신청은 반드시 대사관에서 지정한 중국 여행사를 통해야만 할 수 있다. 중국인들의 경우 단체 여행을 하기 위해서도 여권, 가족관계증명서 등 **기본적으로 준비해야 할 서류가 4가지**인데, 여기서 더 나아가 개인 비자를 받으려 할 경우 5가지의 추가 서류와 훨씬 더 많은 부분에 대한 증명이 필요하다.

나는 중국인,
일본 관광을 위해선
단체 관광뿐이야

[그림 3-6]에서 확인할 수 있듯이, 개인 비자를 받기 위해서는 **기본적으로 1회 또는 2회 이상의 일본 방문 경험을 필요**로 한다. 다르게 말해, 일본 방문 경험이 없을 경우 개인 비자를 받는 것은 불가능하다. 동시에, 재직 증명서, 재정 능력 증명 및 자산의 형성을 확인할 수 있는 부동산 증명서, 주식 인도 증명서 등 추가 서류를 제출해야 한다. 따라서, 이러한 절차를 진행하고 재정 능력을 증명할 길이 없는 **일반 중국인들은 일본에 가기 위해 단체 관광을 선택할 수밖에 없다.**

실제로 일본 관광청과 사측에 문의 결과, 일본의 중국인 대상 입국 심사와 비자 발급은 굉장히 까다롭기에 **대부분의 방일 중국인들이 단체 관광으로 오고 있다는 소식**을 전했다. 중국어로 관광객을 의미하는 '**유커(游客)**'라는 말을 유행시킬 정도로 수십 명, 많게는 수백명이 몰려다니는 중국의 특이한 관광 방식의 원인에는, **이렇게 복잡한 비자 발급 절차가 깊숙이 자리**하고 있다.

그림 3-6. 중국인이 받을 수 있는 일본 비자 및 필요 서류

중국인 대상 일본 관광 비자 구분

구분	종류	조건	최대 허용 체류 기간	신청 방법
단체		단체 관광객은 투어기간 동안 반드시 투어 에스코트 동반 필요	15일	중국 여행사
개인	단수 비자	(1) 일정 수준의 재정 능력 필요 (2) 학생 등에게도 발급 가능 또는 지난 3년간 일본 방문 유경험	15일 or 30일	중국 여행사
	복수 비자	(1) 오키나와·도호쿠 지방 1박 이상 체류 시 발급 (2) 일정 수준 이상 재정 능력 보유. 또는 지난 3년간 일본 방문 유경험	30일	<첫 방문 시> 중국 여행사 <두 번째 이후> 여행사를 통해 준비할 필요 없음
		(1) 일정 수준 이상 재정 능력 보유(본인 및 가족), (2) 단체비자 외 다른 비자로 지난 3년간 일본 방문 2회 이상 경험 (3) 3년간 유효		
		(1) 일정 수준 이상 고소득자(본인 및 가족) (2) 5년간 유효	90일	중국 여행사

비자 신청 시 필요한 9개 서류 목록

출처: 일본 외무성, 주중 일본대사관, SMIC 3팀

3.1.2. 중국 단체 관광, 봉인 해제

중국의 관광 장벽, 풀리기 시작하다

일본을 방문하기 위해서 받아야만 했던 단체 관광 비자, **그 동안 중국인들은 받을 수 없었다.** 지난 '20년 1월 26일 이후 중국 문화관광부가 전국 모든 여행사의 단체 관광을 금지했기 때문이다. 철옹성같이 뚫리지 않을 것만 같던 **중국의 관광 장벽은, 지난 2월 6일 20개 국가로의 단체 여행을 허용하기 시작하면서 풀리기 시작**했다. 이어 지난 3월 10일, 중국 정부는 2차 단체 관광 허용 40개 국가를 추가적으로 발표함으로써 **여행 자유화에 한 발 더 나아가는 입장**을 보였다.

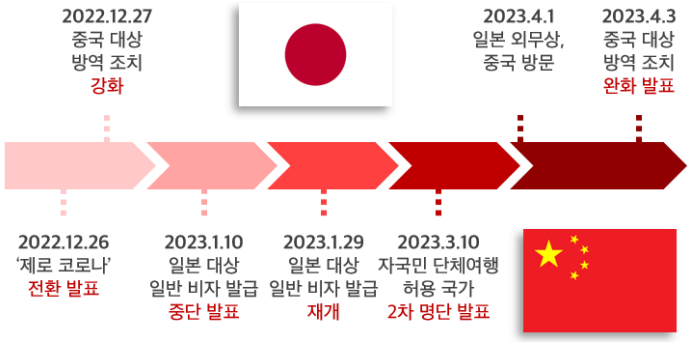
일본은 Not yet

그러나 해당 국가 리스트에는 일본 등 **일부 국가는 제외된 모습**을 보였다. 이는 일종의 보복 조치에 해당한다. 중국이 제로 코로나로 전환하는 정책을 발표한 이후, 지난 1월 한미일을 포함한 일부 국가들이 중국발 입국자에 대한 방역 절차를 강화하자 **중국 정부는 이에 대한 대응으로 비자 발급을 중단**한 바 있다. 하지만 이는 외교적으로 '**비례성 원칙**'**에 어긋나는 조치**였으며, 이에 중국은 비자 발급 중단 19일 만에 비자 발급을 재개했다.

비자는 이미 정상화, 나머지는 시간문제

1월 일본과 중국 사이를 중심으로 잠시 심화되었던 비자 갈등은 중국이 **외국인에 대한 비자 발급을 정상화하면서 이미 일단락**되었다. 한 발 더 나아가, 지난 4월 1일 일본의 외무상은 중국을 방문하여 상호협력을 약속했으며, 이후 지난 3일 일본은 중국발 입국자를 대상으로 한 방역 조치를 최소한으로 완화한다고 발표했다. 여전히 중국은 일본을 포함 **일부 국가를 상대로 한 자국민들의 단체 관광은 허용하지 않고** 있지만, 이제 중국의 자국민 단체 관광 허용 확대는 **시간 문제**이다.

그림 3-7. 일본 및 중국의 비자 관련 정책 Timeline



출처: 언론보도종합, SMIC 3팀

그림 3-8. 중국 자국민 단체관광 허용국가 (2023.4.7 기준)

자국민 단체여행 허용국가 1차 명단(2023.2.6)	
유럽	러시아, 스위스, 헝가리
아시아	태국, 인도네시아, 싱가포르, 필리핀, 말레이시아, 라오스 등
남미	쿠바, 아르헨티나 등
아프리카 및 기타	케냐, 남아프리카 공화국, 등

자국민 단체여행 허용국가 2차 명단(2023.3.15)	
유럽	프랑스, 이탈리아, 스페인, 포르투갈, 그리스, 덴마크 등
아시아	베트남, 네팔, 브루나이, 몽골, 이란, 요르단, 우즈베키스탄 등
남미	브라질, 칠레, 우루과이, 파나마 등
아프리카 및 기타	세네갈, 통가, 짐바브웨, 우간다, 잠비아 등

출처: 언론보도종합, SMIC 3팀

중국 관광객의 1 차 회복세, 4 월 말에 시작한다!

항공사, 그리고 일본 여행사들은 **벌써부터 중국 관광객들을 위한 준비에 분주**하다. 중국의 최대 명절 중 하나인 노동절 연휴 전후인 4월 말과 5월 초를 중국발 여행자 유입의 1차 회복기로 보고 있기 때문이다. **일본을 향한 중국인들의 단체 관광 재개, 이제 코앞으로 다가왔다.**

3.1.3. Re-Opening, 이미 다른 국가는 시작했다

지난 3년간 꽁꽁 막혀 있던 일본향 하늘길은 작년 10월 말을 기점으로 드디어 뚫렸지만, 하루 아침에 이전과 같은 모습이 펼쳐지기를 기대하기란 어렵다. 하지만 팬데믹 시대 잔뜩 움츠러들었던 **항공 편수가 속속들이 증편됨에 따라, 회복 속도는 급속도로 빨라지고 있다.**

중국 민간항공국, 연말에는 지금 대비 항공편 8 배로

우선 중국 민간항공국(CAAC)은 한 때 주 300여 편으로 줄였던 국제선 여객편을 지난 3월 26일부터 오는 10월 28일까지 **주 6772편으로 늘리겠다고 밝혔다.** 지난 2월 초 주 795편의 **약 8배에 달하는 증가세**다. 이에 중국에서 해외로 출국하는 항공편의 평균 항공권 가격은 3월 말 기준 2천 124위안으로, 작년 동기 대비 절반 이상 하락한 상황이다.

지난 2 월, 일본에 간 사람 5 명 중 2 명은 한국인

비단 중국발이 아니더라도, 중국을 제외한 방일 관광객 TOP 3 국가, **한국, 대만, 그리고 홍콩의 Outbound 회복 속도는 매섭다.** 한국의 경우, 항공사들은 일본을 포함한 대표 여행지들이 무비자를 허용하기 시작하자, 활발하게 증편에 나섰다. 아시아나 항공은 지난 1월부터 김포~오사카 노선(주14회)의 운항을 재개했으며, 진에어는 부산~삿포로 노선(주7회)를 신규 취항했다. 이에 힘입어 지난 2월, **방일 한국인 수는 무려 56.9만 명을 기록하며 전체 방일 관광객의 39%를 차지**했다.

엔데믹 시대, 경계는 다시 허물어진다

대만과 홍콩 역시 가히 경이로운 방일 관광객 회복세 추이를 보인다. 작년 2월, 단 70명의 방일 관광객을 기록했던 홍콩은 **올해 동월 11만 9,400명을 달성하며, 완벽한 회복세를 기록**했다. 그리고 무엇보다 눈에 띄는 것은 3개 국가들의 '19년 대비 회복세이다. 한국과 대만, 홍콩 3국 모두 지난 10월 이후 관광 재개 4개월만에 **'19년의 70%**에 가까운 회복세를 달성했다. 팬데믹으로 멀어졌던 국가들 간의 경계, 엔데믹 시대에 다시 완연히 허물어져 가고 있다.

그림 3-9. '22.10 이후 한국 항공사 일본 증편 수

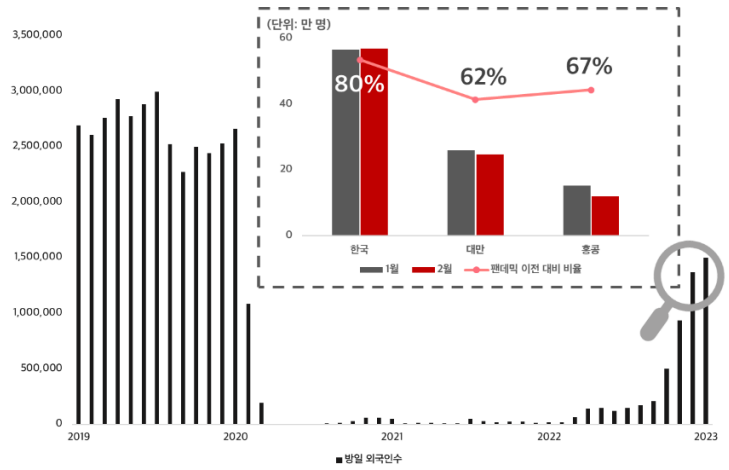
일본 무비자 입국 허용 직후 항공사 증편 내역

항공사	노선	증편내역
대한항공	인천~나리타·오사카	주 7회 → 14회
	인천~후쿠오카	주 0회 → 3회(재개)
아시아나항공	인천~나리타	주 10회 → 12회
	인천~오사카	주 7회 → 10회
	인천~후쿠오카	주 3회 → 7회
	인천~나고야	주 2회 → 3회
	김포~하네다	주 7회 → 14회

빠른 속도로 증편되는 일본행 항공기

출처: 언론보도종합, SMIC 3팀

그림 3-10. 방일 외국인 중 TOP3 국가 방일 관광객 회복 (단위: 명)



출처: 일본 관광청, SMIC 3팀

중국의 보복관광, 압도적

중국인들의 방일 단체 관광이 허용되기만 한다면, **중국인들은 한국, 대만, 홍콩을 뛰어넘는 압도적인 속도로 방일 관광 시장에 침투할 것**으로 보인다. 3년 만에 자유를 만끽하고 있는 중국 내부의 상황에서 중국인들의 압도적인 보복관광 속도를 엿볼 수 있다. 춘제 이후로 가장 긴 연휴인 5월 1일 노동절 연휴를 맞아, 중국인들의 국내선 항공권 예약은 전월 동기 대비 90% 증가했고 호텔 예약은 **코로나 이전의 같은 기간보다 무려 144배 급증**했다.

이미 다른 나라들은 경험중이다, 이제 다음은 일본!

이미 **중국 자국민 단체관광이 허용된 국가들의 경우 폭발적인 중국인 관광객의 유입을 경험**하고 있다. 중국 최대여행사 Ctrip에 따르면 지난 1월 말 방콕의 평균 호텔 예약 가격은 70% 급등했으며, 태국 관광청은 올해 입국 예상 중국인 수를 기존 500만명에서 최대 700만명으로 상향 조정했다. 베트남의 현지 언론들은 앞다투어 중국의 단체관광 재개를 계기로 무비자 기한을 늘리고 출입국 절차를 간소화해야 한다고 요구하고 있다.

중국인들의 경이로운 보복 여행, 이제 다음 목적지는 일본이다.

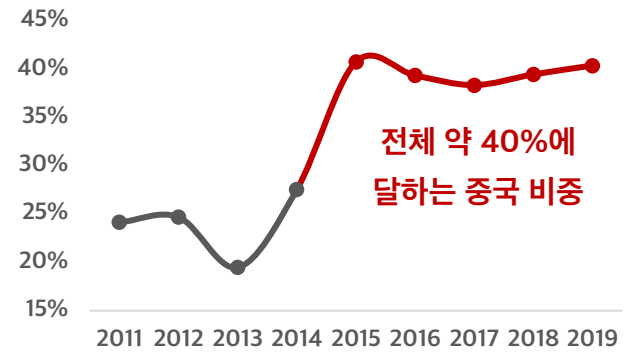
3.2. 중국 오빠, 돈 많아? 차 있어? (P 상승)

가파른 Q 회복이라는 레이싱카는 출발선에서 단체관광 재개라는 출발신호를 기다리고 있다.
레이싱카에 추진력을 더해 줄 중국 관광객의 객단가(P) 상승 여력을 파헤쳐보자.

방일 관광 시장의 큰 손, 중국 관광객

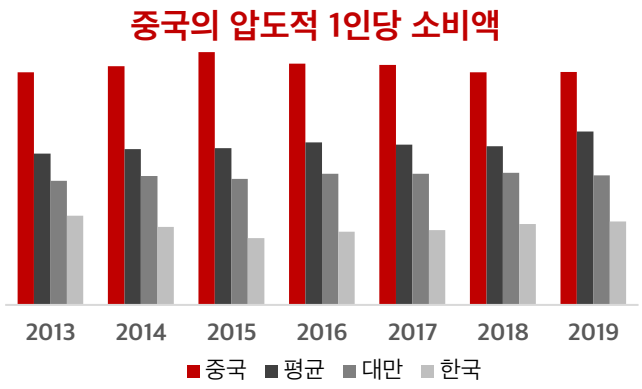
중국 관광객들은 전 세계 관광 시장에서 '큰 손'으로 익히 알려져 있다. 팬데믹 이전 '**19년 방일 중국 관광객들의 총 소비액**은 약 2조 엔으로 **전체 방일 외국인 소비액의 40%**라는 압도적인 비중과 규모를 자랑한다. 특히, **방일 중국 관광객들의 '19년 1인당 소비액**은 212,810 엔으로 **전체 방일 관광객 1인당 소비액 대비 30% 높은** 수준의 소비력을 보이며 중국 관광객들은 방일 관광 시장에서도 '큰 손'의 위엄을 보여주고 있다.

그림 3-11. 방일 외국인 소비액 중 중국인 비중 추이



출처: 일본 관광청, SMIC 3팀

그림 3-12. 방일 외국인 1인당 평균 소비액 상대 비중 (단위: %)



출처: 일본 관광청, SMIC 3팀

중국관광객 1 명
= 한국관광객 5.2 명

방일 관광객 **일당 쇼핑 소비액**을 기준으로 보면 **방일 중국 관광객들**은 평균적으로 하루에 18,019 엔을 쇼핑에 소비하는데 이는 **한국 관광객의 2.7배**에 달하는 수준이다. 심지어 중국 관광객들의 평균 체류일수가 한국 대비 2배 이상 길어, 평균적으로 사후 면세점을 2회 이용한다는 점을 감안했을 때, 동사의 면세점을 방문하는 **1명의 중국 관광객은 5.4명의 한국 관광객 수준**의 소비력으로 동사 매출에 가장 크게 기여하는 큰 손 중의 큰 손이다.

그림 3-13. 방일 중국, 한국 관광객 1일 쇼핑 소비액

방일 중국, 한국 관광객 일당 쇼핑 소비액							
(단위: 백만엔)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	AVG
중국인 일당 쇼핑 소비액	**15,542**	**17,606**	**17,556**	**20,572**	**19,001**	**17,834**	**18,019**
중국 쇼핑 소비액	127,443	161,973	122,895	119,319	112,104	108,788	125,420
평균 체류일수	8.2	9.2	7.0	5.8	5.9	6.1	7
한국인 일당 쇼핑 소비액	**6,102**	**7,160**	**6,746**	**6,975**	**7,696**	**6,186**	**6,811**
한국 쇼핑 소비액	20,137	22,195	19,562	19,530	21,549	17,939	20,152
평균 체류일수	3.3	3.1	2.9	2.8	2.8	2.9	3

x2.7

출처: 일본 관광청, SMIC 3팀

중국 관광객들이 다른 국가의 관광객들 대비 압도적으로 높은 P를 소비한다는 사실은 자명하다. 그렇다면 지금도 거대한 중국 관광객들의 **객단가(P)가 폭발적으로 증가할 여력이 남아 있을까?**

Yes. 관광 시장의 '큰 손' 중국인들의 보복 소비와 일본 소비세 인상이 기다리고 있다.

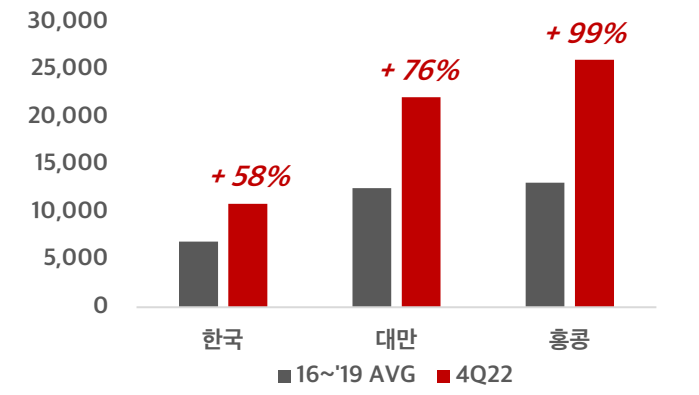
3.2.1 억눌렸던 '큰 손'의 보복이 시작된다.

보복 소비는 팬데믹 기간의 억눌렸던 소비가 한꺼번에 분출되는 현상으로, 포스트-팬데믹 시대의 새로운 소비 트렌드로 자리잡고 있다. 리오프닝의 최종 단계인 해외 여행의 경우 '22년 말 본격적으로 시작되어 현재 점진적으로 정상화되는 시기로, 해외 여행에서의 보복 소비는 '23년 전 세계 관광 시장 성장을 이끌 구원 투수이자, 리오프닝의 마무리 투수이다.

한국, 대만, 홍콩의 여행 보복 소비

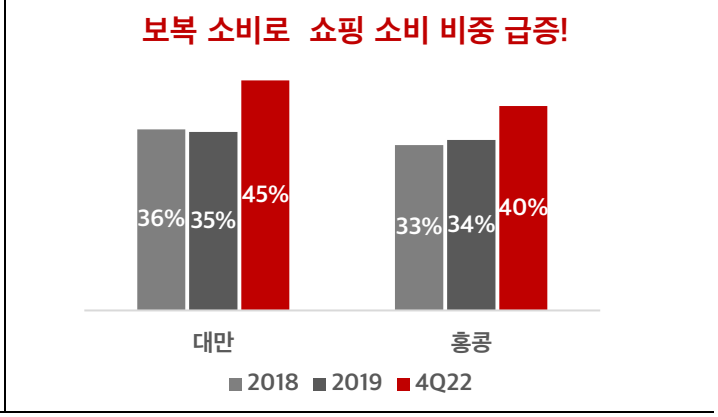
'22년 10월 일본의 해외 입국자 대상 규제가 전면 해제되며, 중국을 제외한 한국, 대만, 홍콩 등의 방일 관광은 빠르게 정상화되었다. '22년 10월부터 12월까지 **한국, 대만, 홍콩**의 방일 관광객들은 각각 '16년부터 '19년의 **평균 수준보다 58%, 76%, 99%나 증가한 쇼핑 소비액**을 보여주며 방일 관광객들의 폭발적인 보복 수요를 입증했다. 뿐만 아니라 방일 관광 시 전체 여행 경비에서 보복 소비의 핵심이 되는 쇼핑 소비액이 차지하는 비중 또한 크게 상승해 **대만, 홍콩**의 방일 관광객들은 전체 경비 중 40~45%, 거의 **절반 수준의 여행 경비를 쇼핑**에 사용한다.

그림 3-14. 방일 정상화 후 소비 추이 (단위: 엔)



출처: 일본 관광청, SMIC 3팀

그림 3-15. 일본 여행 정상화 후 대만, 홍콩 쇼핑소비 비중 추이



출처: 일본 관광청, SMIC 3팀

중국 단체관광 허용 → 압도적 보복 소비

대부분 국가들의 방일 관광 소비가 빠르게 회복되고 있지만, 일본 관광 소비의 본격적인 회복과 성장은 아직 시작에 불과하다. 팬데믹 이전 방일 외국인 소비액의 40%를 차지한 슬로우 스타터, 중국은 방일 단체 관광 허용이라는 출발 신호를 기다리고 있다. 일단 출발하면, **중국 관광객들은** 그 어떤 국가보다 **압도적인 보복 소비**로 잠시 빼앗겼던 1위 자리를 탈환할 것이다.

춘절로 미리보는 중국의 보복 소비

중국인들의 압도적인 보복 소비는 최근 춘절 연휴 기간 중국인들의 소비에서도 여실히 드러난다. 중국이 국내 방역 정책을 완화한 이후 처음 맞이한 올해 1월 춘절, 닫혀 있던 중국인들의 지갑이 봇물 터지듯 열리기 시작했다. 그 중 **하이난 역외 면세점 쇼핑 매출에서 중국인들의 경이로운 보복소비**를 엿볼 수 있었다.

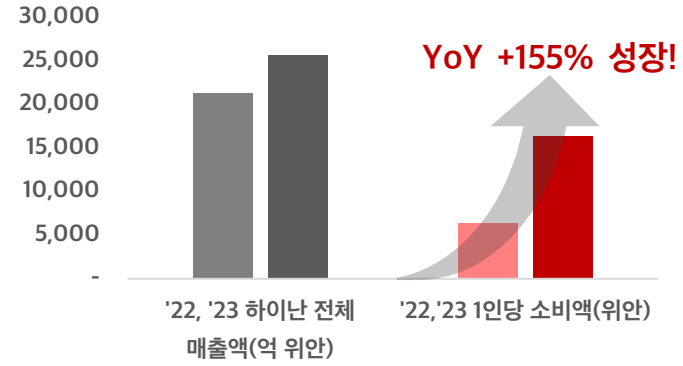
하이난면세 춘절소비 '19 대비 202%↑!

춘절 기간 중국 전체 소비업종 판매 수익은 '19년 대비 12.4% 증가했는데 특히, **하이난 역외 면세점을 방문한 중국인들은 1인당 16,401 위안을 소비**하며 '22년 대비 155%, **팬데믹 이전인 '19년 대비 202% 증가**해 중국인들의 압도적 보복 소비율을 수치로 입증했다.

저축액도 역대 최대!

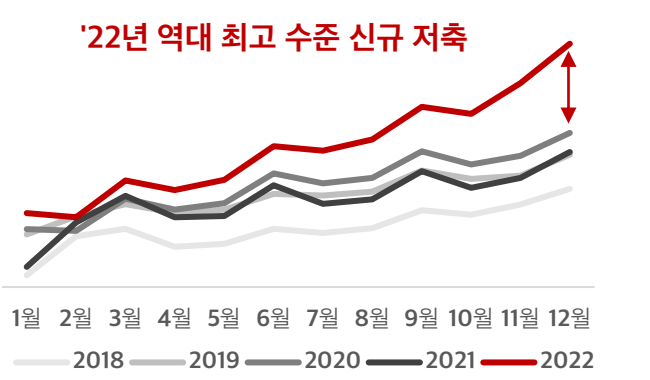
보복 소비를 위한 중국인의 지갑도 두둑하게 준비되어 있다. **중국인들의 저축액**은 '22년말 26조 2600억 위안으로 '**22년 역대 최고 수준의 저축액 증가**를 반영하고 있고, '23년 3월부터 저축 선호도가 감소하며 쌓아 둔 **저축이 소비로 이어지기 시작**했다.

그림 3-16. '22년, '23년 춘절 하이난 면세점 소비액 추이



출처: 하이난성 통계국, SMIC 3팀

그림 3-17. 월별 중국 신규 가계 저축 추이



출처: 중국인민은행, SMIC 3팀

보복 소비, 저축액 이제 일본으로!

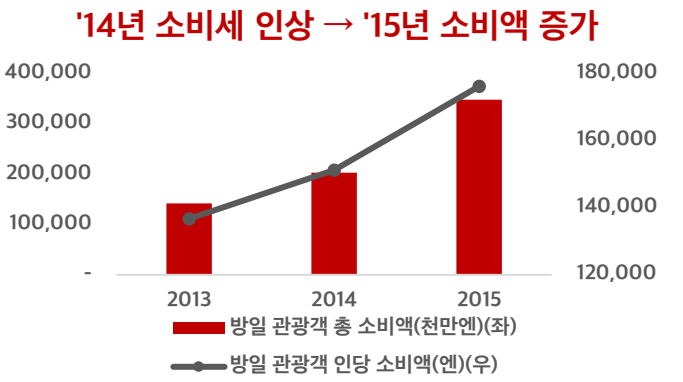
춘절 기간의 폭발적 소비에서 입증한 **중국인들의 타 국가의 추종을 불허하는 보복 소비**와 '22년의 **역대 최고 수준의 저축**을 통해 확보한 두툼한 지갑, 모든 준비는 마쳤다. 중국인 방일 단체 관광이 시작된다면, 세계 최대의 지갑은 이제 일본으로 향할 것이다.

3.2.2. 약속 시간을 착각한 소비세 인상, 어? 왜 아무도 없지?

'14 소비세 인상 → '15 소비액 급증

'**19년의 소비세 인상**이라는 순풍은 보복소비로 인한 **방일 중국인 소비액 증가를 가속화**할 수 있다. **소비세 인상**은 면세품의 가격 메리트를 높여 면세점 방문 시 **더 많은 금액의 면세품 소비**를 유도한다. '12년 아베 정권이 들어서며 일본의 방일 관광 산업 활성화를 위한 '관광입국추진 기본 계획'의 일부로 '**14년 소비세를 5%에서 8%로 인상**했고 그 결과 '**15년 방일 여행객 총 소비액**은 34,771억 엔으로 **전년 대비 71.5% 증가**하며, 방일 여행객 증가세(37%)를 뛰어넘는 수준으로 크게 성장했다.

그림 3-18. 14년 소비세 인상 이후 방일 관광객 소비액 추이



출처: 일본 관광청, SMIC 3팀

그림 3-19. 일본 관광입국추진 기본 계획

'19년말 소비세 인상으로 방일 소비액 증가 기대!

일본 관광입국추진 기본 계획	
정책	시기
소비세 인상(5% → 8%)	**2014**
면세 대상 확대(식품, 음료, 화장품)	2014
면세 대상 최저금액 하향(1만엔 → 5천엔)	2016
소비세 인상(8% → 10%)	**2019**

출처: 일본 관광청, SMIC 3팀

'19 소비세 인상 → 수혜는 지금!

일본 정부는 '14년 이후 5년 만에 '**19년 말 소비세를 8%에서 10%로 인상**했으나 **팬데믹**으로 인해 소비세 인상의 **효과는 아직 발생하지 않았다**. 그렇다면 방일 여행이 재개되는 지금, 방일 중국 관광객들의 소비액은 보복 소비와 일본의 소비세 인상으로 인해 향후 팬데믹 이전을 뛰어넘는 수준으로 성장할 전망이다.

***일본을 사랑하는 중국인들의 가파른 단체 관광 수요 회복(Q)와 보복소비와 소비세 인상이 불러일으킬 소비액 증가(P)까지 보장된 동사의 Top-Line**은 어두웠던 과거를 뒤로 하고 상상 그 이상의 회복세를 기록할 모든 준비를 마쳤다. 자, 이제 동사의 회복을 숫자로 확인해보자.*

매출추정

동사 매출은 크게 방일 중국 관광객 매출과 방일 한국 관광객 매출로 구분되며, 다음의 방식을 기반으로 여행 수요 정상화 시 P, Q를 예측하여 동사의 향후 매출을 추정하였다.

매출액 = Q (전체 방일 관광객 수 X 패키지 관광 비중 X JTC 점유율) X P (객단가)

먼저 **(1)** '16년~'19년 매출을 기준으로 **방일 중국, 한국 관광객의 정상 수준 객단가**를 산정한 후, 산정된 객단가를 기반으로 **(2) 중국인 단체관광 허가 이후** 방일 중국 관광객 예측치를 통한 **방일 중국 관광객 매출**, **(3) 일본 여행 정상화 이후** 방일 한국 관광객 회복 추이를 반영한 **방일 한국 관광객 매출**을 추정하였다.

4.1. '16년~'19년 객단가 추정

방일 중국 관광객과 한국 관광객의 2.7배 가량의 소비력 수준의 차이와 1회 여행시 면세점 방문 횟수가 각각 2회, 1회로 차이가 나는 점을 감안해 소비력 수준과, 방문 횟수를 고려한 '16~'19년의 국가별 객단가를 추정하였다.

(1) Q - 방문 횟수 추정

각 국가별 방일 관광객 수에 패키지 관광 비중과 평균 면세점 방문 횟수, 마지막으로 JTC의 M/S 48%를 곱해 방일 중국, 한국 관광객의 JTC 방문횟수를 추정했다.

방일 중국인 JTC 방문횟수				
(단위 : 명)	2016	2017	2018	2019
방일 중국인 JTC 방문횟수(A)	4,023,986	3,685,485	3,672,806	3,482,585
방일 중국인 관광객(명)	6,373,564	7,355,818	8,380,034	9,594,394
패키지 여행 비중(%)	65%	52%	45%	38%

A = 방일 중국인 X 패키지 여행 비중 X 2회(중국인 평균 면세점 방문 횟수) X 48%(JTC 점유율)

방일 한국인 JTC 방문횟수				
(단위 : 명)	2016	2017	2018	2019
방일 한국인 JTC 방문횟수(B)	491,405	644,515	589,512	447,472
방일 한국인 관광객(명)	5,090,302	7,140,438	7,538,952	5,584,597
패키지 여행 비중(%)	20%	19%	16%	17%

B = 방일 한국인 X 패키지 여행 비중 X 1회(한국인 평균 면세점 방문 횟수) X 48%(JTC 점유율)

(2) P - 객단가 추정

방일 중국 관광객의 1인당 소비액 수준은 한국 관광객의 약 2.7배 정도로 추산된다. 뿐만 아니라 1회 여행시 평균적으로 면세점을 2회 방문하기 때문에 중국인 관광객 1명의 객단가는 한국인의 5.4배 수준으로 추정해 볼 수 있다. 한국과 중국 관광객의 소비액 수준, 방문 횟수 차이를 고려하여 중국 관광객 26,492 엔, 한국 관광객 4,859 엔으로 국가별 객단가를 추정했다.

관광객 1회 방문당 객단가 추정					
(단위 : 엔)	2016	2017	2018	2019	평균
1회 방문당 객단가(D/E)	4,368	4,975	4,875	5,218	4,859
매출액(D)(단위 : 백만엔)	50,055	53,193	51,685	51,876	
가중치 반영 총 방문횟수(E)	11,460,819	10,691,173	10,601,606	9,941,024	
가중치 반영 중국인 방문횟수	10,969,414	10,046,659	10,012,095	9,493,552	
한국인 방문횟수	491,405	644,515	589,512	447,472	

방일 중국 관광객 소비액 가중치	
중국인 가중치(C) = A / B = 2.7	
중국인 1인당 쇼핑 소비액(A)	18,741
한국인 1인당 쇼핑 소비액(B)	6,901

추정 객단가	
(단위 : 엔)	국가별 객단가
방일 중국인	26,492
방일 한국인	4,859

방일 중국인 추정 객단가 : 한국 객단가 X 중국인 가중치(C) X 2회(평균 방문횟수)

추정 객단가 적용 시 매출 괴리율				
(단위 : 백만엔)	2016	2017	2018	2019
괴리율(%)	11%	-2%	0%	-7%
매출액	50,055	53,193	51,685	51,876
추정 매출액	55,689	51,950	51,514	48,305
방일 중국인 매출액	53,302	48,818	48,650	46,130
중국인 객단가(엔)	26,492	26,492	26,492	26,492
JTC 방문 중국인수(명)	2,011,993	1,842,743	1,836,403	1,741,293
방일 한국인 매출액	2,388	3,132	2,865	2,174
한국인 객단가(엔)	4,859	4,859	4,859	4,859
JTC 방문 한국인수(명)	491,405	644,515	589,512	447,472

추정된 국가별 객단가로 '16년~'19년의 매출액을 추정했을 때, 실제 매출액과 유의미한 괴리율이 거의 발생하지 않았으며, 추정된 국가별 객단가가 유효함을 입증할 수 있었다.

4.2. 방일 중국 관광객 매출 추정

(1) JTC 방문 중국 관광객수 추정

중국의 방일 단체 관광 허용이 '23년 4월 내에 허용되며, 본격적 방일 중국 관광객 회복은 '23년 5월부터 시작된다고 가정하였다. 중국 관광객의 '19년 정상 수준 대비 회복 추세는 '22년 10월 일본 관광 정상화가 이뤄진 대만, 홍콩의 평균 수준으로 가정하였으며, '23년에는 '19년의 50%, '24년에는 '19년의 100%를 회복을 가정했다.

'23, '24 방일 중국인 입국자 추정														
(단위 : 명)	'23.03	'23.04	'23.05	'23.06	'23.07	'23.08	'23.09	'23.10	'23.11	'23.12	'24.01	'24.02	2023E	2024E
방일 중국인 입국자	37,721	36,181	105,891	295,018	556,723	825,527	528,290	471,257	484,363	458,101	486,602	466,733	4,752,407	9,594,394
'19 대비 회복 계수(%)	5%	5%	14%	34%	53%	83%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	50%	100%
'19 방일 중국인 입국자	691,279	726,132	756,365	880,651	1,050,420	1,000,639	819,054	730,631	750,951	710,234	754,421	723,617	9,594,394	9,594,394

JTC 방문 중국 관광객 추정												
(단위: 명)	2016	2017	2018	2019	'16-'19 AVG	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
방일 중국인 입국자	6,373,564	7,355,818	8,380,034	9,594,394	7,925,953	105,891	1,677,268	1,483,910	1,411,435	4,678,505	9,594,394
최초 방일 입국자수	3,760,403	3,972,142	4,516,838	4,797,197	4,261,645	57,419	909,498	804,650	765,351	2,536,919	5,202,560
최초 입국 비중(%)	*59%*	*54%*	*54%*	*50%*	*54%*	*54%*	*54%*	*54%*	*54%*	*54%*	*54%*
패키지 관광객	4,168,311	3,817,670	3,804,535	3,607,492	3,849,502	37,944	601,011	531,725	505,756	1,676,436	3,021,063
패키지/최초 입국(%)	*111%*	*96%*	*84%*	*75%*	*92%*	*66%*	*66%*	*66%*	*66%*	*66%*	*58%*
JTC M/S(%)						62%	62%	62%	62%	62%	62%
JTC 중국인 관광객						23,525	372,627	329,670	313,569	1,039,390	1,873,059

앞서 제시한 중국 관광객의 최초 방일 시 패키지 여행이 원칙이라는 논리에 따라, 최초 입국 중국 관광객 대비 패키지 관광객의 비중을 이용해 패키지 관광객 수를 추정했다. 최초 입국 비중은 중국인 중 일본을 방문한 비중이 2%이며, 향후 높은 중국 여행 선호에 따른 방일 관광객 성장 전망에 따라 '16년~'19년의 평균 수준을 유지한다고 가정했다. 최초 입국자 대비 패키지 관광객 비중의 경우 '16년~'19년 평균 추세를 반영하였고 패키지 관광객 중 일본을 다수 방문한 관광객도 존재하기에 패키지 관광객의 범위를 최초 입국자로 한정시킨 것은 보수적 추정이라고 판단하였다. 동사 M/S는 팬데믹 기간 경쟁사들의 매장 수 축소에 따른 동사의 경쟁력 상승을 반영하고자 동사의 '22년 4분기 방문자 기준 M/S 62%를 적용하였다.

(2) 방일 중국 관광객 객단가 추정

'22년 10월 일본 관광 정상화 이후 한국, 대만, 홍콩의 정상수준 대비 소비액 증가율을 기반으로 중국 단체관광 재개 후 보복 소비로 인한 소비액 증가율을 추정하였다. 이후 '24년까지 '19년의 소비액 수준으로 점진적으로 회귀함을 가정하였고, 춘절 당시 가파른 중국 보복 소비와 소비세 인상을 감안했을 때 타 국가들의 평균 증가율 반영은 합리적이라 판단하였다.

방일 관광 재개 후 관광객 쇼핑 소비액 증가율			
(단위:엔)	'16~'19 AVG	4Q22	증가율
평균			78%
한국	6,901	10,890	58%
대만	12,563	22,132	76%
홍콩	13,131	26,086	99%

방일 중국 관광객 객단가 추정						
(단위:엔)	'16~'19 AVG	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2024E
중국인 1인당 쇼핑 소비액	18,741	33,274	33,274	28,429	23,585	18,741
가중치	1.00	1.78	1.78	1.52	1.26	1.00
객단가	27,941	49,609	49,609	42,386	35,164	27,941

추정 JTC 방문 중국 관광객과 중국 관광객의 객단가를 반영한 동사의 방일 중국 관광객 매출은 아래와 같다. '20년, '21년은 방일 중국 단체 관광객 수가 존재하지 않아 추정에서 제외하였다.

방일 중국 관광객 매출 추정										
(단위: 백만 엔)	2016	2017	2018	2019	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
중국 매출액	53,302	48,818	48,650	46,130	1,107	17,527	13,249	10,454	42,336	49,621
중국 관광객(단위:명)	2,011,993	1,842,743	1,836,403	1,741,293	23,525	372,627	329,670	313,569	1,039,390	1,873,059
중국 관광객 객단가(단위:엔)	26,492	26,492	26,492	26,492	47,036	47,036	40,188	33,340	41,900	26,492

4.3. 방일 한국 관광객 매출 추정

(1) JTC 방문 한국 관광객수 추정

한국은 '23년에는 '22년 10월 일본 여행 정상화 이후 '23년 2월까지의 방일 관광객수 회복세가 지속되며 '23년에는 일본 불매운동 이전 정상 수준인 '18년도의 80% 수준 회복, '24년에는 100% 회복을 가정하였다. 패키지 여행 비중은 4Q22 수준을 유지하고 JTC 점유율은 62%를 가정해 JTC 방문 한국인 관광객수를 추정하였다.

'23, '24 방일 한국인 입국자 추정														
(단위 : 명)	'23.03	'23.04	'23.05	'23.06	'23.07	'23.08	'23.09	'23.10	'23.11	'23.12	'24.01	'24.02	2023E	2024E
방일 한국인 입국자	495,357	510,818	512,284	484,930	486,362	475,153	383,786	456,941	470,570	545,253	643,053	566,654	6,031,162	7,538,952
'18 대비 회복 계수(%)	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	100%
'18 방일 한국인 입국자	619,196	638,523	640,355	606,162	607,953	593,941	479,733	571,176	588,213	681,566	803,816	708,318	7,538,952	7,538,952

JTC 방문 한국 관광객 추정								
(단위: 명)	2016	2017	2018	2019	'16~'19 AVG	4Q22	2023E	2024E
방일 한국인 입국자	5,090,302	7,140,438	7,538,952	5,584,597	6,338,572	1,589,965	6,031,162	7,538,952
패키지여행 비중(%)	*20%*	*19%*	*16%*	*17%*	*18%*	*17%*	*17%*	*17%*
패키지 관광객	**1,018,060**	**1,335,262**	**1,221,310**	**927,043**	**1,133,020**	**270,294**	**1,025,297**	**1,281,622**
JTC M/S(%)						62%	62%	62%
JTC 한국인 관광객						167,582	635,684	794,606

(2) 방일 한국 관광객 객단가 추정

'22년 10월 일본 여행 정상화 이후 '23년 2월까지의 한국인 소비액이 보복 소비로 인해 과거 평균의 1.58배 상승하였으나, '24년까지 해당 상승률을 반납하고 '16~'19년 평균 수준으로 회귀한다고 가정하였다.

한국인 관광객 객단가 추정				
(단위:엔)	'16~'19 AVG	4Q22	2023E	2024E
한국인 1인당 쇼핑 소비액	6,901	10,890	8,895	6,901
가중치	1.00	1.58	1.29	1.00
객단가	**4,859**	**7,668**	**6,264**	**4,859**

추정된 JTC 방문 한국 관광객과 한국 관광객의 객단가를 반영한 동사의 방일 한국 관광객 매출은 아래와 같다. '20년, '21년은 방일 한국 단체관광객이 존재하지 않아 매출추정에서 제외하였다.

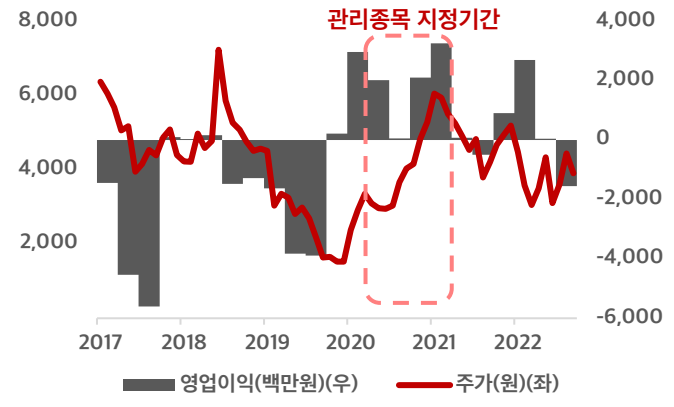
방일 한국 관광객 매출 추정							
(단위: 백만 앤)	2016	2017	2018	2019	4Q22	2023E	2024E
한국 매출액	2,388	3,132	2,865	2,174	1,285	3,982	3,861
한국 관광객(단위:명)	491,405	644,515	589,512	447,472	167,582	635,684	794,606
한국 관광객 객단가(단위:엔)	4,859	4,859	4,859	4,859	7,668	6,264	4,859

Issue & Risk

5.1. 관리종목이면 Value Discount가 있나요? 투자해도 되는 건가요?

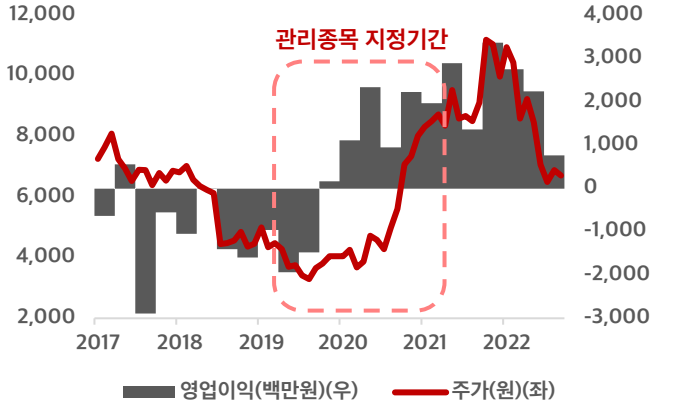
과연 관리종목에 투자해도 될까? Value Discount가 있지 않을까? 관리종목에 지정되었으나 Turn-around를 통해 해제된 두 사례를 확인해보며 위 질문에 대한 대답을 함께 확인해보자.

그림 5-1. 국순당 관리종목 당시 영업이익과 주가



출처: DART, SMIC 3팀

그림 5-2. 알톤스포츠 관리종목 당시 영업이익과 주가



출처: DART, SMIC 3팀

국순당 관리종목 당시 흑전으로 주가 상승

'20년 2월 관리종목에 지정된 이후의 **국순당**을 함께 살펴보자. 국순당은 '15년을 기점으로 5년 연속 영업 손실이 발생하여 관리종목으로 지정되었다. 이후 본격적인 사업구조 재정비를 통해 '20년 흑자전환하였고, 관리종목 지정 상태임에도 실적과 연동되는 주가 상승세를 보였다.

알톤스포츠도 실적에 연동

'19년 3월 관리종목에 지정되었던 **알톤스포츠**의 상황도 유사하다. '15년부터 발생한 4년 연속 영업 손실과 **동사와 동일한 사유**인 3개년 중 2개년도에서 자기자본의 50%를 초과하는 세전순손실이 발생하여 관리종목으로 지정되었다. 그러나 이후, 사업 모델을 일반 자전거에서 공유 및 전기 자전거로 전환하여 '20년 흑자전환에 성공했다. 알톤스포츠의 주가 또한 관리종목 여부와 관계없이 실적에 연동되었다.

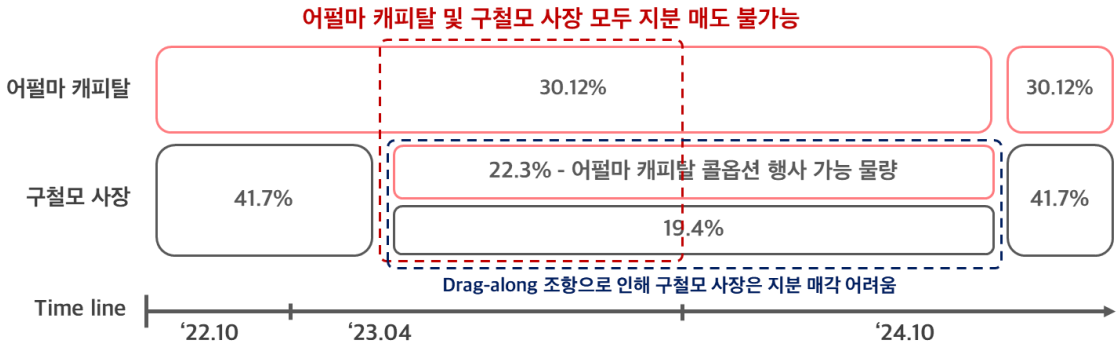
본질은 Fundamental

다시 한번 본질로 돌아가자. 감사보고서 미제출 등 기타 사유가 아니라면 **관리종목 지정의 본질적 사유**는 **연속된 영업손실로 인한 재무건전성 악화**다. 관리종목 지정기간에도 폭발적인 주가상승을 보였던 국순당과 알톤스포츠의 사례를 확인해보면 관리종목이라고 Value Discount가 있는 것이 아니라 **이익창출 능력의 회복세, 즉 Fundamental이 중요**하다는 것을 단편적으로 확인할 수 있다. **실적은 그 모든 것에 우선한다.**

보통의 관리 종목의 경우 수익성 없는 사업을 영위하며 상장폐지 심사까지 가는 것이 대부분이기에 일반적으로 투자자들은 기피하는 종목이기 마련이다. 그러나 위 두 사례를 확인하였듯이, **본격적인 Turn-around가 기대**되고, **실적으로 증명하는 종목**의 경우 **가파른 주가 상승세**를 기록한다. 현시점 JTC는 시장의 관심을 크게 받고 있지 않는 상황이다. 일본 회계연도를 따르는 동사의 특성 상 **아직 '22년 4분기 실적이 나오지 않은 상황**이다. 이에 BEP 달성에 가까워진 **4분기 실적이 발표**된다면 '23년 Turn-around를 기대한 **본격적인 매수세의 유입**이 기대된다.

5.2. 구철모 사장의 보호 예수 해제 및 어펄마 측의 단기 차익실현 리스크

그림 5-3. 어펄마 캐피탈 및 구철모 사장 지분 관련 Wrap-up



출처: SMIC 3팀

구철모 사장 보호예수기간 종료

JTC 대주주 구철모 사장의 **보호 예수 지분 41%가 올해 4월부로 해제**되었다. 구 사장은 '18년 상장 당시 자발적으로 보호 예수 기간을 5년으로 설정하여 상장 후 출회 부담을 줄였었다. 보호 예수 기간이 끝난 지금, 투자자 입장에선 해당 물량의 매도로 주가의 하방 압력이 존재하는 것 아닌지 의문을 가질 수 있다.

구철모 사장은 장내매도 불가능

그러나 어펄마캐피탈이 유상증자 참여 당시 체결했던 **콜옵션 계약** 내용을 살펴보면 구 사장의 '23년 **장내매도는 불가능**하다. 구 사장의 보호예수 기간이 끝나는 '23년 4월부터 '24년 10월까지 **약 4,300원의 행사가**로 어펄마 측의 콜옵션 행사가 가능해진다. 어펄마캐피탈은 콜옵션 행사 시에 대주주 지분 22.3% 인수를 통해 경영권을 확보할 수 있게 되는 계약을 체결하며 **구 사장의 조건부 Exit Plan을 마련**해준 것으로 보인다. 만약 해당 콜옵션이 행사된다면 어펄마캐피탈은 약 52% 지분율로 최대주주에 올라서게 되며, 현 최대주주인 구 사장의 지분율은 약 19%로 낮아질 전망이다.

어펄마캐피탈도 '23 년 매도 불가

해당 계약 당시 의결권 공동행사와 Drag-along(동반매각청구권) 조항을 삽입하여 구 사장이 어펄마의 동의 없이 보유 지분을 함부로 매각할 수 없게 장치를 마련해 두었다. 이로 인해 구 사장은 '24년 10월까지 어펄마 측이 보유 지분을 매각하지 않는다면 대주주 지분 매각이 불가능한 상황이다. 위와 같은 상황에서 **어펄마가 유증으로 받은 지분의 보호예수기간이 '23년 12월**까지 설정되어 있기에 **어펄마 측과 구 사장의 지분 매도 가능성은 매우 희박**하다.

장기적 Buyout Plan 수립 중

그럼 '23년 이후 어펄마 측의 지분 매각을 통한 Exit 가능성이 존재하는 것 아니냐는 의문도 제기될 수 있다. 그러나 **무려 22.3%에 달하는 대주주 지분에 대해 콜옵션 계약**을 맺었다는 것은 **분명한 경영권 인수 의지**가 있음을 의미하며, 올해 주주총회에서 어펄마 측이 공동 경영을 통해 경영 안정화를 도모하기위해 **어펄마측 인사 2명을 사내이사로 선임 안건을 결의**하였다. 이를 고려하였을 때, **경영권 인수를 통한 장기적 Buyout plan에 대한 의지**를 확인할 수 있다. 이에 단기 차익실현 가능성은 그리 높지 않아 보인다.

Valuation

6.1. 총 매출 Table

앞서 추정한 매출의 총 매출 Table은 다음과 같다.

매출 추정							
(단위: 백만 앤)	2016	2017	2018	2019	4Q22E	2023E	2024E
매출액	55,689	51,950	51,514	48,305	**1,713**	**46,318**	**53,482**
중국 매출액	53,302	48,818	48,650	46,130	-	42,336	49,621
한국 및 기타국가 매출액	2,388	3,132	2,865	2,174	1,713	3,982	3,861

*4Q22의 한국 및 기타국가 매출액은 동남아 관광객 매출을 포함한 수치임

6.2. 매출원가 및 판매비와관리비 추정

매출원가 및 판매비와관리비 추정										
(단위: 백만 엔)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**65,823**	**50,055**	**53,193**	**51,685**	**51,876**	**1,647**	**1,344**	**3,222**	**46,318**	**53,482**
YoY(%)	*120%*	*-24%*	*6%*	*-3%*	*0%*	*-97%*	*-18%*	*140%*	*1337%*	*15%*
매출원가	**15,828**	**13,650**	**15,713**	**15,864**	**15,867**	**1,986**	**2,146**	**1,167**	**14,096**	**16,269**
매출원가율	*24.0%*	*27.3%*	*29.5%*	*30.7%*	*30.6%*	*120.6%*	*159.6%*	*36.2%*	*30.4%*	*30.4%*
GPM(%)	*76.0%*	*72.7%*	*70.5%*	*69.3%*	*69.4%*	*-20.6%*	*-59.6%*	*63.8%*	*69.6%*	*69.6%*
원재료비	-	13,508	15,309	15,379	15,806	1,665	1,942	953	13,782	15,914
% of sales	*-*	*27.0%*	*28.8%*	*29.8%*	*30.5%*	*101.1%*	*144.5%*	*29.6%*	*29.8%*	*29.8%*
감가상각비 및 기타	-	142	404	485	60	321	204	214	313	355
% of sales	*-*	*0.3%*	*0.8%*	*0.9%*	*0.1%*	*19.5%*	*15.1%*	*6.6%*	*0.7%*	*0.7%*
판매비와관리비	**40,497**	**33,357**	**34,384**	**33,542**	**33,734**	**5,037**	**3,058**	**3,642**	**28,271**	**31,595**
판관비율	*61.5%*	*66.6%*	*64.6%*	*64.9%*	*65.0%*	*305.8%*	*227.4%*	*113.0%*	*61.0%*	*59.1%*
OPM(%)	*14.4%*	*6.1%*	*5.8%*	*4.4%*	*4.4%*	*-326.3%*	*-287.1%*	*-49.2%*	*8.5%*	*10.5%*
종업원급여	2,705	3,233	3,630	3,866	4,062	1,420	694	734	2,387	2,457
% of sales	*5.2%*	*6.3%*	*7.0%*	*7.5%*	*7.8%*	*86.2%*	*51.6%*	*22.8%*	*5.2%*	*4.6%*
판매촉진비	34,616	26,825	26,279	24,220	22,630	31	8	995	21,769	25,137
% of sales	*52.6%*	*53.6%*	*49.4%*	*46.9%*	*43.6%*	*1.9%*	*0.6%*	*30.9%*	*47.0%*	*47.0%*
광고선전비	196	218	160	87	80	46	43	13	34	30
% of sales	*0.3%*	*0.4%*	*0.3%*	*0.2%*	*0.2%*	*2.8%*	*3.2%*	*0.4%*	*0.1%*	*0.1%*
임차료	636	1,088	1,779	2,484	269	172	165	162	202	221
% of sales	*1.0%*	*2.2%*	*3.3%*	*4.8%*	*0.5%*	*10.4%*	*12.3%*	*5.0%*	*0.4%*	*0.4%*
감가상각비	184	242	339	373	3,807	1,983	1,239	854	1,100	1,362
% of sales	*0.3%*	*0.5%*	*0.6%*	*0.7%*	*7.3%*	*120.3%*	*92.1%*	*26.5%*	*2.4%*	*2.5%*
지급수수료	995	721	802	973	1,129	218	221	246	1,528	993
% of sales	*1.5%*	*1.4%*	*1.5%*	*1.9%*	*2.2%*	*13.2%*	*16.4%*	*7.6%*	*3.3%*	*1.9%*

금액적 중요성을 보이는 **원재료비, 종업원급여(급여 및 상여, 퇴직급여, 법정복리비, 복리후생비, 주식보상비 합계), 판매촉진비**를 중심으로 엄밀히 추정하였다. **광고선전비**의 경우 시장 경쟁 강도 약화와 영업구조 개선으로 인해 더 이상 코로나 이전만큼 지출하지 않을 것이라는 사측의 가이던스를 참고하여 추정하였다. **임차료**의 경우 리스회계처리 변경 이전에는 크게 인식되었으나, 변경 이후에는 사용권자산 상각비로 대체되어 최근 추세를 반영하여 추정하였다. 카드사에 지급하는 **지급수수료**의 경우 코로나 이전에 매출과 연동되는 추세를 반영하여 추정하였다. **감가상각비**는 별도 추정하였으며([Appx.2]), **그 외 기타 비용**은 변동비 및 고정비로 분류하여 매출 연동. average, flat 적용하여 추정하였다.

(1) 핵심 변동비 - 원재료비 & 판매촉진비

동사의 영업구조를 면밀히 살펴보면 매출의 약 30%를 차지하는 원재료비와 약 50%를 차지하는 판매촉진비를 제한 20%의 이익 내 고정비의 변동폭에 따라 영업이익이 결정되기에, 핵심 변동비에 대한 엄밀한 추정이 필수적으로 요구된다. 이에 업황이 가장 좋았던 '15년부터 현재 '22년까지 시계열을 길게 설정하여 매출 대비 비중의 변동 사유를 추적하였고 이를 추정에 반영하였다.

ㄱ. 원재료비

동사의 원재료비는 면세점 판매 품목 매입으로 구성된다. '15년도부터 원재료비의 매출 대비 비중을 확인해보면 27~30%를 넘지 않는 것으로 확인된다. 동사는 **원재료비의 매출액 대비 비중을 최대 30%로 제한**하는데, 이는 사측의 약 25년이 넘는 업력으로 인해 가능한 것으로 보인다. 팬데믹의 영향을 크게 받았던 '20년과 '21년의 경우 매출이 급감하여 유의미한 매출액 대비 비중 산출되지 않기에, '22년 이후 원재료비의 매출 대비 비중은 **정상 영업 기간 내 최대치를 기록한 '18년 수준의 29.8%로 보수적 추정**하였다.

ㄴ. 판매촉진비

동사는 보통 여행사에 매출의 47%를 판매촉진비로 지급한다. 여행사와의 판매촉진비 협상은 보통 연단위로 이루어지는 것으로 파악된다. 여행사와의 수수료 협상이 중요한 동사의 영업구조를 고려했을 때 시장의 경쟁강도는 판매촉진비 변동에 매우 큰 영향을 미친다. '15년과 '16년 경우 일본 내 단체관광객 대상 사후면세점의 급증으로 시장 경쟁강도가 매우 강화되어 50%를 상회하는 판매촉진비를 지급한 것으로 사료된다. 이후 판매촉진비 비중이 43%까지 점차 감소하는 추세를 보이는데, 국내 신규 자회사 인수로 매출이 인식되었기 때문이다.

팬데믹 이후 판매촉진비 비중은 감소할 것으로 예상된다. 우선 영업구조 개선을 통해 매출과 연동되지 않은 판매촉진비는 사라지게 되었다. 이로 인해 **방문객 수에 연동되어 지급되는 판매촉진비 지급은 중단**되었다. 또한 동사는 팬데믹 기간 동안 타 업체처럼 점포 수를 줄이지 않았기에 동사를 포함하여 **오직 두 업체만이 생존**하였다. 이에 **승자독식식 사업구조**를 갖추게 되었고 이에 따른 진입장벽을 구축하게 되어 **여행사와의 높은 협상력을 확보**하게 되었다. 따라서 **'23년 이후의 판매촉진비는 정상 영업 수준의 47%를 하회할 것으로 판단**하나, 자회사 정리를 고려하여 47%를 가정하였고 이는 무리 없는 추정이라 판단한다.

(2) 핵심 고정비 - 종업원급여

종업원급여 추정 - 급여 및 상여

(단위: 천 엔)	2017	2018	2019	2020	2021	3Q22	2022E	2023E	2024E
종업원 수	**971**	**928**	**899**	**154**	**134**	**139**	**174**	**540**	**540**
1인당 평균 급여액	3,214	3,529	3,778	5,901	4,204	3,143	3,507	4,184	4,315
급여 및 상여	**3,120,586**	**3,274,876**	**3,396,570**	**908,754**	**563,297**	**436,847**	**610,213**	**2,259,231**	**2,329,949**

종업원급여는 **반고정비의 특성**을 보이나, 영업구조 개선 이후 **고정비적 특성**이 강해질 것으로 사료된다. 팬데믹 이전의 경우 동사의 종업원급여는 '15년 매출액 대비 약 5% 수준에서 '19년 약 8% 수준까지 상승하였고 금액 또한 꾸준히 상승하였다. '15년 YoY 120% 수준의 폭발적인 매출 상승을 기록한 이후, 동사는 공격적인 증원을 감행하였다. 공격적인 증원 및 '18년도 신규 자회사 인수로 인해 '15년 약 600명 수준에서 '19년 약 970명 수준의 종업원을 고용하였다.

팬데믹 2년간 동사는 영업구조 개선을 감행하였고 이 과정에서 약 150명 수준까지 인원 감축, 임원보수 감액, 급여 및 상여 감액을 단행하였다. 동사는 **정상영업 수준 회복 시에도 Slim한 인력 구조를 유지**할 것으로 밝혔고, **총 540명의 종업원 채용을 목표 한도**로 설정하고 있다. 이에 완벽한 정상수준의 영업은 아직 불가능한 **'23년의 경우 보수적인 추정을 위해 540명의 종업원 수를 가정**하였으며, '24년의 경우도 540명의 종업원 수를 가정하였다. 이후 1인당 평균급여액의 과거 5개년 이동평균을 통해 보수적으로 급속한 급여인상을 가정하였고, 상기 논의를 종합하여 종업원 급여를 추정하였다.

6.3. 영업외손익 추정

영업외손익 추정								
(단위: 백만 엔)	2018	2019	2020	2021	3Q22	2022E	2023E	2024E
영업외손익	-613	-3,142	-4,190	-5,033	137	6,609	-342	-357
금융손익	-55	-219	-107	-223	40	35	-138	-133
기타손익	-558	-2,923	-4,083	-4,810	97	6,575	-204	-225

금융손익의 경우 일회성비용 및 합리적 추정이 어려운 계정들의 경우 5개년 average 및 0처리하여 추정하였다. **이자수익/비용**의 경우, 대부분 차입 출처가 저금리 국가인 일본에 위치해 있음을 반영하기 위해 별도 추정하였다. 자세한 추정 Table은 [Appx. 4]에 수록하였다.

기타손익의 여러 계정 중 주목해야 할 계정은 **유형자산손상차손** 계정이다. 동사는 '20년과 '21년 주요 영업자산인 일본 내 면세점포를 65억엔(약 650억)가량의 유형자산손상차손을 인식한 바 있다. 당시 손상평가 시에는 감사주체가 팬데믹이 영업활동에 미치는 영향, 입국제한 조치 해제 일시 예측이 불가능하여 5개년 DCF법을 통해 회수가능가액을 추정할 때 일본 관광객 입국자 수가 후년 9월에 FY19대비 30% 수준으로 회복되고 이후 점진적인 회복을 가정하였다.

그러나 '22년 10월 일본 입국제한 조치가 해제되었으며, 4~5월 중국의 일본 단체관광 허가 조치가 시행될 것으로 가정하였기에 '22년 4분기부터 환입 가능성이 농후하다 판단되며, 동사는 일본 회계연도를 따르므로 '23년부터의 영업현금흐름 정상화 가정이 적용될 것으로 예상된다. 이에 **'20년, '21년의 손상차손이 '22년 4분기 전액 환입됨을 가정하여 '23년과 '24년 감가상각비를 보수적으로 추정**하였다. **손상차손 전 장부가를 고려한 환입 추정 Table은 [Appx. 3]**에 수록하였다. 일회성비용 및 합리적 추정이 어려운 계정의 경우 5개년 average 및 0처리하여 추정하였다.

6.4. 법인세 추정 및 최종 손익계산서

법인세비용은 일본 내에서 사업을 영위하는 동사 특성 상 국내 법인세 세율체계를 반영하기 어렵다고 판단하여 정상영업 시기 **'15, '16, '17년도 유효법인세율 평균 36%를 적용**하였다. '22년 4분기의 경우 '22년 1~3분기 모두 당기순이익 적자를 기록하였기에 합리적 추정이 불가하여 생략하였고 '22년 4개분기 합산 기준으로 적용하였다. 최종 손익계산서는 다음과 같다.

추정손익계산서											
(단위 : 백만 엔)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	4Q22E	2022E	2023E	2024E
매출액*	**65,823**	**50,055**	**53,193**	**51,685**	**51,876**	**1,647**	**1,344**	**1,713**	**3,222**	**46,318**	**53,482**
YoY(%)	*120.3%*	*-24.0%*	*6.3%*	*-2.8%*	*0.4%*	*-96.8%*	*-18.4%*	*39.6%*	*139.7%*	*1337.4%*	*15.5%*
매출원가	15,828	13,650	15,713	15,864	15,867	1,986	2,146	579	1,167	14,096	16,269
매출총이익	**49,995**	**36,405**	**37,480**	**35,821**	**36,009**	**-339**	**-801**	**1,134**	**2,056**	**32,222**	**37,213**
GPM(%)	*76.0%*	*72.7%*	*70.5%*	*69.3%*	*69.4%*	*-20.6%*	*-59.6%*	*66.2%*	*63.8%*	*69.6%*	*69.6%*
판매비와관리비	40,497	33,357	34,384	33,542	33,734	5,037	3,058	1,187	3,642	28,271	31,595
영업이익	**9,498**	**3,048**	**3,096**	**2,279**	**2,276**	**-5,376**	**-3,859**	**-53**	**-1,586**	**3,952**	**5,618**
OPM(%)	*14.4%*	*6.1%*	*5.8%*	*4.4%*	*4.4%*	*-326.3%*	*-287.1%*	*-3.1%*	*-49.2%*	*8.5%*	*10.5%*
기타수익	19	45	266	114	134	422	494	0	234	87	82
기타비용	61	574	232	671	3,057	4,505	5,304	-6,478	-6,341	291	307
금융수익	98	112	91	350	372	254	423	85	698	334	337
금융비용	145	162	141	406	591	360	645	91	663	473	470
세전순이익	9,410	2,469	3,080	1,667	-866	-9,566	-8,893	6,466	5,024	3,609	5,261
법인세비용*	4,247	1,068	627	873	702	507	-6	-	1,821	1,309	1,907
당기순이익	**5,163**	**1,400**	**2,453**	**793**	**-1,568**	**-10,073**	**-8,887**	**-**	**3,202**	**2,301**	**3,353**
NPM(%)	*8%*	*3%*	*5%*	*2%*	*-3%*	*-611%*	*-661%*	*-*	*99%*	*5%*	*6%*
원화환산순이익 (백만 원)	**49,154**	**14,919**	**24,559**	**7,965**	**-16,904**	**-111,057**	**-92,320**	**-**	**31,550**	**23,659**	**34,483**
JPY/KRW	9.52	10.65	10.01	10.04	10.78	11.03	10.39	-	9.85	10.28	10.28

*동사 매출 99%는 면세사업부에서 발생 / 환율은 8개년 평균

*법인세비용은 일본 내에서 사업을 영위하는 동사 특성 상 국내 법인세 세율체계를 반영하기 어렵다고 판단하여 '15, '16, '17년도 유효법인세율 평균 36%를 적용하였으며 적자인 '22년의 경우 보수적으로 0처리

6.5. Valuation - Peer PER Method

동사의 Valuation은 **Peer PER Method**를 통해 진행하였다. 본 보고서의 핵심 논의는 크게 **중국의 일본 단체관광 해제 조치 시행 시 큰 폭의 매출 상승** 기대, 그리고 **적자 기간 동안의 처절한 영업구조 및 체질 개선을 통한 큰 폭의 마진 개선**으로 요약할 수 있다. 이에 '23년 분명한 Turn-around가 기대되기에 **순이익단에서의 변동**을 가장 효과적으로 반영할 수 있는 PER Method를 채택하였다. 나아가, 동사는 '18년 상장하였기에 충분한 주가 History가 형성되어 있지 않기 때문에 Historical보다 **Peer Valuation**을 사용하는 것이 합리적이다.

6.5.1. Target Multiple 선정: 중국인의 방한 인바운드 수요 회복의 수혜를 받는 업종 평균

동사와 같은 BM인 일본 내에서 사후면세점을 운영하는 상장사 Peer는 일본 상장사 LAOX Holdings가 유일하다. 그러나 LAOX의 경우 '17년도부터 적자를 면치 못했으며, 이에 단체관광객 대상 면세 사업을 축소하고 타 업종으로 Pivot을 감행하였기에 Peer 선정에 무리가 있다 판단하였다. 국내에서는 사후면세점 사업을 영위하는 상장사는 존재하지 않기에 동사와 유사한 사업 및 영업구조를 보이는 단일한 Peer 선정은 어렵다.

Back to the basic. 주가는 실적과 기대감의 함수라는 기본적인 틀안에서, 현재 동사 주가를 움직일 Key Driver는 크게 **(1) 중국의 일본 대상 단체관광 허가 조치 시행에 대한 기대감**, 그리고 **(2) 중국인들의 해외여행 정상화로 인한 실적의 급격한 개선**으로 정리할 수 있다. 이에 **중국인의 방일 인바운드 수요 회복에 대한 기대감과 실질적 수혜**를 받는 Peer인지 선정 과정에서 핵심적으로 고려해야 한다.

그러나 국내에 **중국인의 방일 인바운드 수요 회복**의 수혜를 받는 기업은 JTC가 유일하다. 이에 우선 **중국인의 방한 인바운드 수요 회복**의 수혜를 받는 기업들을 선별하였다. 이는 현재 **한국, 일본 모두 중국의 단체관광 제한 국가 목록에 리스트업 되어있는 상황적 유사성에 근거**한다. 선정된 기업들은 아래 목록과 같다. 여행사 또한 수혜 업종이라 판단할 수 있으나 여행사의 경우 한국인의 아웃바운드 수요 회복의 수혜 업종이라 판단하여 제외하였다.

중국인 방한 인바운드 수혜 종목 평균 Multiple

23-04-07 기준	12MF PER	24MF PER
신세계	5.9x	5.0x
호텔신라	26.8x	16.8x
현대백화점	5.3x	4.3x
글로벌텍스프리	20.7x	14.4x
GKL	16.3x	13.8x
AVG	**15.0x**	**10.9x**

국내 면세 3사 호텔신라, 신세계, 현대백화점, 그리고 환급대행 사업을 영위하는 글로벌텍스프리의 경우, 중국인 단체관광객 수요 회복이 매출 신장에 매우 중요한 요인이기에 중국인의 방한 인바운드 수요 회복의 직접적인 수혜를 받는 업종이다. 국내 카지노 GKL도 팬데믹 이전 중국인 방문객 비중이 50%를 상회하였기에 중국인의 한국 입국 정상화 시에 필히 방한 인바운드 수요 회복의 수혜를 받을 수밖에 없다.

앞서 설명하였듯이 선정된 기업들 중 동사와 사업구조가 가장 유사한 단일 Peer를 선정하여 Target Multiple을 선정하는 것보다 **시장에서 중국인 인바운드 수혜에 대해 기대하는 평균적인 기대감을 반영**하는 것이 현재 동사를 시장에서 바라보는 관점을 반영하기에 합리적이라 판단하였다. 이에 중국인의 방한 인바운드 수요 회복의 수혜를 받는 기업들의 **평균 Multiple 12MF PER 15.0x, 24MF PER 10.6x**을 Target Multiple로 선정하였다.

현재 12MF PER이 의미하는 바는 중국의 3차 단체관광국 허가 조치가 머지 않았기에 점차 상승하고 있는 해당 기대감이 반영된 Multiple로 사료된다. '23F TP가 내재하고 있는 Valuation은 여행 정상화 기대감 증폭을 반영하고 있다고 볼 수 있으며 단기적으로는 촉매 실현 시 해당 Multiple 수준을 넘어서 추가적으로 상승할 가능성이 농후하다. 또한 Peer들 중 '23F에 높은 Multiple을 부여받고 있는 종목들은 대부분 내후년 업황 정상화를 바라보는 종목들이다. 동사 또한 정상화를 통해 높은 영업이익 개선이 기대되기에 '23F의 경우 공격적인 Valuation이 필요한 시점이라 판단한다.

6.5.2. 보조 Multiple: 국내 편의점 업종 평균

보조 Multiple - 편의점 업종		
23-04-07 기준	12MF PER	24MF PER
일본 편의점 AVG	**18.6x**	**17.4x**
Seven & I Holdings	18.6x	17.4x
국내 편의점 AVG	**14.7x**	**12.8x**
GS리테일	14.2x	11.5x
BGF리테일	15.3x	14.0x

앞서 선정한 Target Multiple이 동사의 BM에 대한 시장의 관점을 충분히 반영할 수 있는 수치인가 대한 의문을 제기할 수 있다. 이를 해소하기 위해 업종은 다르나 동사의 영업구조의 특징과 유사한 특징을 보이는 **편의점 업종의 Multiple**을 통해 보조 Multiple을 제시한다. 결론부터 말하자면, **동사는 충분히 국내 편의점 업종만큼의 Multiple은 부여받을 수 있다**고 판단한다. 동사와 편의점 업종의 사업적 특성을 비교해보며 그 근거에 대해 살펴보자.

(1) 승자독식형 사업구조로 신규 업체들이 Entry하기 힘든 진입장벽 존재

편의점: 국내 및 일본 편의점 점포 수는 이미 포화된 상태이며 시장 상위 업체들이 이미 주요지역에 진입해 있기에 신규 사업자가 들어와도 기존 사업자만큼의 수익성을 기대할 수 없다. 입지가 곧 진입장벽이 되는 것이다. 실제로 일본 내 압도적 시장점유율로 진입장벽을 구축한 Seven & I Holdings는 국내 편의점 평균 Multiple보다 높은 수준의 평가를 받고 있다.

동사: 일본내 단체관광객 대상 사후 면세 업체 또한 진입장벽이 존재한다. 동사의 경우 특정 지역 중심으로 점포를 운영하는 타 업체들과 다르게 일본 전역에 총 16개 점포를 운영하고 있다. 심지어, 팬데믹 기간 타 경쟁업체들이 모두 폐점 및 업종 변경을 꾀했기에 시장이 양강체제로 재편되며 경쟁강도가 매우 약화되었다. 입지와 높아진 M/S로 인한 진입장벽 외에도 기존 거래처와의 신뢰를 중요하게 생각하는 일본 사회의 특성을 고려하였을 때, 약 860개 랜드사 중 770개의 업체와 제휴하고 있는 네트워크는 강력한 진입장벽으로 작용한다.

(2) 내수 사업만 영위하기에 Q 성장여력에 Cap이 존재

편의점: 국내 편의점 업종의 경우 시장이 포화 상태에 이른 상태이다. 1인 가구수 증가가 수요를 견인하고 있으나 내수에 국한하여 사업을 영위하고 있다는 점에서 성장 여력에 어느 정도의 Cap이 존재한다.

동사: 동사는 외국인을 대상으로 하는 사업이긴 하나 매출의 80%를 방일 중국인 단체관광객에 의존하고 있다. 이에 내수에 국한하여 사업을 영위하는 것과 유사한 사업구조를 보이고 1인당 GDP가 성장함에 따라, 방일 단체관광산업의 성장여력에 우려가 제기되고 있는 상황이다. 하지만 고무적인 점은 일본에 처음 방문하는 중국인의 경우 개인여행비자 발급이 어려우며, 중국 전체 인구 중 일본을 방문해본 인구가 약 3%이고, 중국인들이 1순위 여행지로 꼽는 나라가 일본임을 고려해보았을 때 아직 충분한 성장여력이 남아있다 판단한다.

(3) low-single OPM의 마진구조이기에 이익이 판가 및 비용 변동에 매우 민감함

편의점: 편의점 업종의 경우 변동비인 상품매입액이 99%를 차지하는 매출원가율이 약 80%를 차지하기에 low-single OPM인 편의점 업종의 경우 판가 변동이나 판관비 내 점포 관련 비용, 인건비 등의 고정비 변동에 매우 민감한 이익 변동세를 보인다.

동사: 동사 또한 영업과 직결된 변동비의 비중이 편의점과 유사하게 약 80%를 차지하고 있다. 팬데믹 이전 동사의 OPM 또한 low-single 수준이었기에 판관비 내 고정비의 변동에 매우 민감했다. 하지만 영업구조 개선 과정에서 고정비를 감축하였기에 '23년 Turn-around 이후 동사의 OPM은 편의점 업종보다 높은 high-single, double-digit 수준을 기록할 것으로 추정된다.

이에 동사는 국내 편의점 업체들의 Multiple 정도는 충분히 부여받을 수 있다 사료되며, 이에 앞서 선정한 Target Multiple은 충분히 합리적인 선정이라 판단한다.

6.3. 최종 Valuation 및 투자의견

Valuation - PER Method (2023E)	
2023E 당기순이익 (단위: 백만 원)	23,659
희석유통주식수 (단위: 주)	50,093,024
2023E EPS (단위: 원)	**472**
Target PER	15.0x
목표주가 (단위: 원)	**7,100**
현재주가 (단위: 원)	4,075
상승여력	**74%**
2023E & 2024E 괴리율	6%

Valuation - PER Method (2024E)	
2024E 당기순이익 (단위: 백만 원)	34,483
희석유통주식수 (단위: 주)	50,093,024
2024E EPS (단위: 원)	**688**
Target PER	10.9x
목표주가 (단위: 원)	**7,500**
현재주가 (단위: 원)	4,075
상승여력	**84%**

지금까지의 논의를 종합해 **2023E EPS 472원에 Target PER 15.0x를 곱한 7,100원을 목표주가로 산출**하였으며, **현재주가 4,075원 대비 상승여력 74%로 투자의견 Strong Buy**를 제시한다.

Appendix

Appx 1. 동사 연결재무상태표 및 연결현금흐름표

FY2019 : 2019.03~2020.02 FY2021 : 2021.03~2022.02
FY2020 : 2020.03~2021.02 FY3Q22 : 2022.03~2022.11

연결재무상태표

(단위 : 백만 원)	FY2019	FY2020	FY2021	FY3Q22
자산	**581,919**	**376,398**	**270,687**	**230,855**
유동자산	**209,708**	**131,050**	**70,420**	**48,500**
현금및현금성자산	78,198	43,842	24,863	8,566
파생상품자산	-	-	1,376	961
단기금융상품	14,111	8,198	3,855	1,485
매출채권	2,492	1,179	775	1,747
금융리스채권	746	434	324	376
기타유동금융자산	4,720	7,101	1,186	1,132
재고자산	74,220	54,269	34,179	30,208
기타유동자산	35,174	15,973	3,836	4,017
당기법인세자산	47	54	26	8
비유동자산	**372,210**	**245,348**	**200,266**	**182,355**
장기금융상품	5,364	771	781	777
금융리스채권	1,259	1,016	705	502
기타비유동금융자산	48,634	34,304	28,364	26,690
기타비유동자산	68	6	-	
유형자산	307,688	197,834	145,583	129,612
투자부동산	-	11,148	24,679	24,477
무형자산	3,497	270	154	297
이연법인세자산	5,700	-	-	
부채	**338,630**	**252,346**	**239,389**	**215,229**
유동부채	87,361	52,096	64,166	62,545
매입채무	5,273	629	477	896
유동파생금융부채	-	-	9,374	3,252
유동리스부채	30,812	12,187	18,259	15,473
차입부채	22,352	20,496	12,191	27,348
사채	1,110	1,043	13,947	4,687
기타유동금융부채	16,978	9,870	6,912	7,095
기타유동부채	2,598	1,216	1,006	1,095
당기법인세부채	4,838	4,654	-	
충당부채	3,400	2,000	2,000	2,700
비유동부채	251,269	200,250	175,222	152,684
비유동리스부채	213,030	172,641	154,731	135,662
차입부채	24,015	16,964	9,563	6,651
사채	2,220	1,043	1,042	960
기타비유동부채	-	22	122	202
순확정급여부채	7,347	5,341	5,526	5,315
충당부채	4,657	4,240	4,239	3,895
자본	**243,289**	**124,053**	**31,298**	**15,626**
지배기업의 소유지분	239,688	126,476	34,101	18,402
자본금	53,888	50,645	50,566	46,586
자본잉여금	53,022	49,831	49,753	45,837
기타자본항목	3,384	3,141	3,158	2,914
이익잉여금(결손금)	134,896	26,639	-65,583	-74,210
기타포괄손익누계액	-5,504	-3,780	-3,792	-2,726
비지배지분	3,601	-2,423	-2,803	-2,776
자본과부채총계	**581,919**	**376,398**	**270,687**	**230,855**

연결현금흐름표

(단위 : 백만 원)	FY2019	FY2020	FY2021	FY3Q22
영업활동현금흐름	**-10,012**	**-21,344**	**51,846**	**-3,240**
당기, 분기순이익	-92,320	-111,057	-16,904	-14,062
당기, 분기순이익조정 가감	79,037	90,825	91,251	7,947
자산 · 부채의변동	8,109	-1,295	-11,112	3,388
매출채권의 증감	131	629	15,323	-1,303
유동금융리스채권의 증감	193	359	763	72
재고자산의 증감	9,219	8,248	-4,254	3,933
기타유동금융자산의 증감	939	417	-1,708	24
기타유동자산의 증감	162	7,730	-4,772	-448
기타비유동자산의 증감	6	-49	43	-
매입채무의 증감	-151	-4,599	-8,745	433
기타유동부채의 증감	-2,091	-10,941	-6,408	130
기타유동금융부채의 증감	-176	-740	-855	509
기타비유동부채의 증감	100	-	-	100
비유동충당부채의 증감	-	-639	3	-
퇴직금의 지급	-233	-1,716	-487	-62
사외적립자산의 증감	9	5	-14	-
이자수취(영업)	84	429	313	53
이자지급(영업)	-130	-238	-570	-590
법인세의 환급(납부)	-4,792	-7	-11,132	23
투자활동현금흐름	**-96**	**14,148**	**-29,627**	**1,598**
유형자산의 처분	-130	382	64	-
단기금융상품의 증감	-19,412	27,937	3,290	41
대여금의 증감	-184	1,241	2,003	84
보증금의 증감	-1,481	7,265	7,460	1,445
장기대여금의 증감	-	-	122	-
유형자산의 취득	-	1,044	-19,644	-488
유형자산의 처분	-	-	-	10,426
투자부동산의 취득	-5,927	-	-	-
무형자산의 취득	-57	40	-279	-82
보증금의 증감	-241	3,997	-9,099	-1,768
단기금융상품의 증감	15,068	17,470	-10,514	-8,057
단기대여금의 증감	-	121	-1,000	-
장기금융상품의 증감	10	5	-5	-3
장기대여금의 증감	-	-	-2,024	-
재무활동현금흐름	**-8,728**	**-24,494**	**-55,299**	**-13,164**
차입금의 증감	-	13,230	4,325	18,649
사채의 증감	20,249	-	1,078	-
차입금의 상환	15,622	20,142	19,483	-6,129
사채의 상환	1,039	1,103	1,078	-
배당금의 지급	-	1,158	2,264	-
리스부채의 상환	12,316	15,322	37,878	-12,579
전환사채의 상환	-	-	-	-13,102
환율변동효과	25	-353	1,215	238
기초현금및현금성자산	**43,660**	**77,674**	**110,223**	**23,272**
현금및현금성자산의순증감	**-18,811**	**-32,042**	**-31,864**	**-14,569**
기말현금및현금성자산	**24,798**	**46,338**	**75,929**	**8,703**

Appx 2. 감가상각비 추정 Table

감가상각비 추정									
(단위: 백만 엔)	구분	2018	2019	2020	2021	3Q22	2022E	2023E	2024E
건물	기말BV	1,293	1,674	1,046	938	916	947	969	991
	평균BV		1,484	1,360	992	927	943	958	980
	감가상각비	33	42	37	31	22	22	23	23
	상각률(%)		*3%*	*3%*	*3%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*
구축물	기말BV	560	572	402	297	305	351	379	421
	평균BV		566	487	349	301	324	365	400
	감가상각비	63	113	80	46	28	42	47	52
	상각률(%)		*20%*	*17%*	*13%*	*9%*	*13%*	*13%*	*13%*
공기구비품	기말BV	477	247	136	74	54	99	119	148
	평균BV		362	192	105	64	87	109	134
	감가상각비	121	130	73	45	20	29	37	45
	상각률(%)		*36%*	*38%*	*43%*	*31%*	*34%*	*34%*	*34%*
운용리스자산	기말BV	977	996	837	708	617	732	830	931
	평균BV		986	917	772	663	720	781	880
	감가상각비	122	126	127	114	98	101	110	124
	상각률(%)		*13%*	*14%*	*15%*	*15%*	*14%*	*14%*	*14%*
기타유형자산	기말BV	1,621	1,408	1,206	850	824	913	962	1,014
	평균BV		1,514	1,307	1,028	837	882	937	988
	감가상각비	146	150	124	89	49	52	55	58
	상각률(%)		*10%*	*9%*	*9%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*
사용권자산	기말BV	0	21,712	14,659	10,472	10,194	11,325	18,590	19,391
	평균BV		21,712	18,186	12,566	10,333	10,899	14,958	18,990
	감가상각비	0	3,363	1,689	1,132	759	801	1,099	1,395
	상각률(%)		*15%*	*9%*	*9%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*
감가상각비		**494**	**3,933**	**2,135**	**1,459**	**978**	**1,050**	**1,374**	**1,701**
매출원가 안분금액		195	674	211	214	183	196	274	339
안분 비율(%)		*39%*	*17%*	*10%*	*15%*	*19%*	*19%*	*20%*	*20%*
판관비 안분금액		299	3,259	1,923	1,246	796	854	1,100	1,362
안분 비율(%)		*61%*	*83%*	*90%*	*85%*	*81%*	*81%*	*80%*	*80%*

*안분비율의 경우 리스자산(사용권자산) 취득시점부터 판관비 안분비율이 높아짐을 반영하여 해당 시점부터 Average에 반영

*또한 동사의 경우 설비투자가 필요하지 않음을 반영해 향후의 장부가 순증분은 유지를 위함이라 가정 / 상각률은 3개년 혹은 4개년 평균 일괄 적용하여 추정하였음

*사용권자산 상각률의 경우 '22년 이후 콘 폭의 손상차손이 없음을 가정하여 유의미한 손상차손이 없었던 3Q22 상각률로 가정

Appx 3. 손상차손 환입 추정 Table

손상차손 제외 일본 내 사용권자산 장부가액							
(단위: 백만 엔)		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
자본적지출 = ㄱ			68	429	503	0	0
사용권자산 기초BV = ㄴ		21,712	21,780	21,131	20,895	20,206	19,013
감가상각 Schedule	Existing		1,143	1,143	1,143	1,143	1,143
내용연수 20	2020		3	3	3	3	3
*보수적 상각비 추정을 위해 최소내용연수 20년 가정	2021			21	21	21	21
	2022E				25	25	25
	2023E					0	0
	2024E						0
사용권자산 감가상각비 = ㄷ			**1,146**	**1,168**	**1,193**	**1,193**	**1,193**
사용권자산 기말BV (손상차손 제외) = a = ㄱ+ㄴ-ㄷ		21,712	20,701	20,392	20,206	19,013	17,820
사용권자산 기말BV (손상차손 및 환입 포함) =b					11,325	18,590	19,391
환입가능 손상차손액 범위 = a-b					**8,880**	**423**	**-1,570**
'20년, '21년 기손상차손액	6,505			환입율 가정	**100%**	**0%**	**0%**
손상차손 환입 = 기손상차손액 X 환입률					**6,505**	**0**	**0**

*원가모형을 통해 사용권자산을 상각하기에 환입 한도 산출을 위해 손상차손 제외 일본국내 사용권자산 장부가액을 산출함

*'20년과 '21년 손상평가 당시 사용한 주요가정은 일본 관광객 입국자가 '21, '22년 9월에 FY19대비 30% 수준으로 회복된 이후 점진적인 회복을 가정함

*평가 당시에는 팬데믹이 영업활동에 미치는 영향, 기간 예측이 불가능하여 해당 가정을 사용함

Appx 4. 이자수익/비용 추정 Table

이자부자산 유효이자율								
(단위: 백만 원)	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**3Q22**	**2022E**	**2023E**	**2024E**
기말 이자부자산	6,279	6,562	4,829	3,282	3,135	3,135	3,135	3,135
평균 이자부자산	6,279	6,420	5,695	4,056		3,209	3,135	3,135
이자수익	40	41	23	17	13	**17**	**14**	**14**
유효이자율	*0.6%*	*0.6%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.5%*	*0.4%*	*0.5%*

이자부부채 유효이자율								
(단위: 백만 원)	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**3Q22**	**2022E**	**2023E**	**2024E**
기말 이자부 부채	8,416	6,007	4,737	4,191	4,871	4,871	4,871	4,871
평균 이자부 부채	8,416	7,212	5,372	4,464		4,531	4,871	4,871
이자비용	23	228	148	174	141	**188**	**175**	**189**
유효이자율	*0.3%*	*3.2%*	*2.7%*	*3.9%*	*2.9%*	*4.1%*	*3.6%*	*3.9%*

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.