

유통/음식료
장지혜
 02)739-5848
 jihye.jang@heungkuksec.co.kr

(950170)

JTC

BUY(신규)

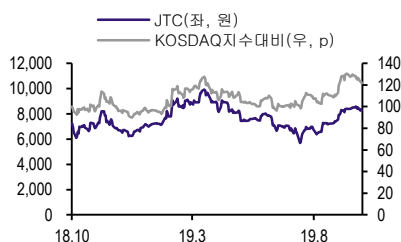
한국 면세와 달라요

목표주가	12,000원(신규)			
현재주가(10/29)	8,090원			
상승여력	48.3%			
시가총액	283십억원			
발행주식수	35,006천주			
52주 최고가 / 최저가	9,920 / 5,690원			
3개월 일평균거래대금	1십억원			
외국인 지분율	10.1%			
주요주주				
구철포 (외 9인)	64.4%			
박영배 (외 1인)	0.2%			
Ura Yoshira (외 1인)	0.1%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.5	25.4	-5.3	32.8
상대수익률(KOSDAQ)	-7.5	19.0	7.0	28.3

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	532	519	644	732
영업이익	31	17	46	54
EBITDA	36	23	93	100
지배주주순이익	25	10	29	34
EPS	0	296	830	971
순차입금	-11	-51	1	-42
PER	n/a	29.4	9.7	8.3
PBR	n/a	1.3	n/a	n/a
EV/EBITDA	-0.3	11.0	3.0	2.4
배당수익률	n/a	n/a	2.3	2.6
ROE	18.5	5.5	22.0	73.9
컨센서스 영업이익	31	17	39	0
컨센서스 EPS	0	296	683	0

주가추이



JTC는 국내 면세점 업체와 차별화된 행보를 보이며 일본 현지 본업과 한국 면세점 사업을 영위하고 있습니다. 중국 아웃바운드 성장과 방일 관광객시장 성장 두가지 모멘텀을 갖춘 동시에 대해 커버리지를 개시합니다.

4가지 투자포인트

JTC는 1) 중국인 아웃바운드 성장의 수혜, 2) DOTON PLAZA 를 통한 FIT 고객 유치하며 방일 관광객 시장 점점확대, 3) 소비세인상, 국제 행사 대비 관광 인프라 개발 등 일본 내 우호적 시장 환경 변화, 4) 한국시장 진출을 통한 중국인 아웃바운드 커버리지 지역 확대에 따른 실적 성장이 기대된다.

한편 한국 사업의 불확실성, 반일 감정에 따른 한국인 관광객 감소, 자연재해에서 자유로울 수 없는 일본 관광시장이라는 위험요인도 무시할 수 없다. 다만 동사의 경우 국내 면세점 업체들과 달리 1) 타이공에 대한 의존도가 없어 중국 정부의 관련 규제와 무관하고, 2) 지속해서 늘어날 수 밖에 없는 방일 단체관광객 대상 First Shop지위를 확고히 하고 있어 긍정적이다.

FY2Q19 실적 리뷰 & FY2019 전망

JTC의 연결기준 FY2Q19 매출액은 157억엔(YoY +16.2%)/1686억원(YoY +24.0%), 영업이익 12억엔(YoY +108.5%, OPM 7.4%)/132억원으로 방일 중국인 관광객 증가가 전체 매출 성장을 견인했다. FY1Q19에 이어 이익률이 3%p 개선되었는데 1) 외형 성장에 따른 영업레버리지 효과 및 2) 도톤 플라자 마진 개선, 3) 매장 내 인력효율화, 4) PB매출 성장이 기여했다. 이러한 흐름이 이어지며 FY2019 연결 매출액은 598억엔(YoY +15.7%)/6439억원, 영업이익 43억엔(YoY +87.9%, OPM 7.2%)/468억원으로 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 1.2만원 신규 제시

동사의 목표주가는 FY2020의 EPS에 목표배수인 14.4배를 적용하여 산출했다. 목표배수는 동사의 상장 이후 PER밸류에이션 평균과 유사한 수치로 경쟁사들의 PER평균인 20.6에서 규모 및 성장성을 고려해 30%할인했다. 경쟁사로는 1) 방일 외국인 증가의 수혜: 하나투어재팬, 2) 면세업: Dufry, 호텔신라, 3) 중국 아웃바운드 수혜: CTRIP을 선정했다.

1. 기업개요

JTC기업개요 JTC는 방일관광객을 대상 면세점을 운영하는 업체다. 1993년 일본 벳푸점 오픈을 시작으로 19년 10월기준 25개 점포를 운영하고 있다. 강력한 여행사 네트워크를 가지고 First Shop(패키지 여행상품 내에서 처음으로 들르는 쇼핑 센터)의 입지를 유지하고 있고, 단체여행객에 특화된 상품 라인업으로 경쟁력을 갖추고 있다. 한편 동사는 2018년 4월 한국의 코스닥 시장에 상장 후 한국 사후/사전면세점을 인수해 한국에서도 면세업을 운영하고 있다.

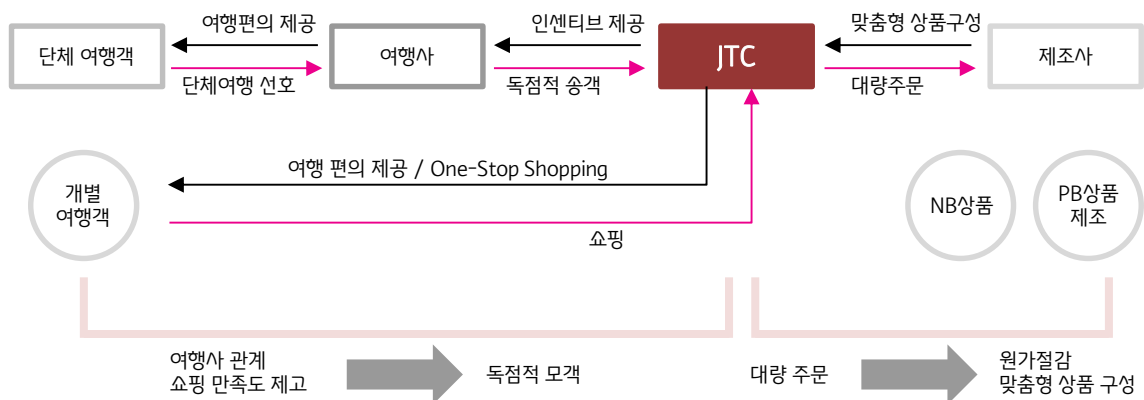
JTC사업구조 JTC 별도기준 매출의 98%가 단체관광객으로, 중국 국적을 가진 방일관광객 매출은 전체의 84%에 달한다. JTC는 여행사에게 매출의 약 40%에 달하는 인센티브를 제공함으로써 독점적으로 관광객을 모객하고 있다. 또한 모객한 관광객의 소비 패턴을 분석하여 맞춤형 PB 상품을 대량 주문 제작하여 판매하기 때문에 마진을 높여가고 있다. 19년 반기 기준 PB비중은 56%로 건강식품 및 화장품 PB상품에 대한 중국 단체여행객 수요에 맞춰 신제품을 지속 출시하고 있다.

표 1 JTC 기업 연혁

연도	내용	연도	내용
1993	오이타현 벳푸시에서 도쿄전기상회 벳푸점을 창업	2015	JTC내점객 300만 돌파, 점포 브랜드 다변화
2004	도쿄점 출점		본점을 후쿠오카현 후쿠오카시 하카타구로 이전
2008	오사카점 출점	2017	DOTON PLAZA 오사카점 출점
2010	나고야점 출점, 도쿄점 추가 출점	2018	한국 코스닥시장 상장(4월)
2012	본사 후쿠오카 이전, 중국 여행객 본격 입점		100% 자회사 케이박스 설립
2013	크루즈 여행객 본격 입점		한국사후면세점 인수(케이티씨텍스프리, 51%)
2014	매출 300억엔 돌파		한국사전면세점 인수(시티플러스, 탐시티면세점)
2015	상호를 주식회사 JTC로 변경	2019	시티플러스의 100% 자회사 디에프케이박스 설립

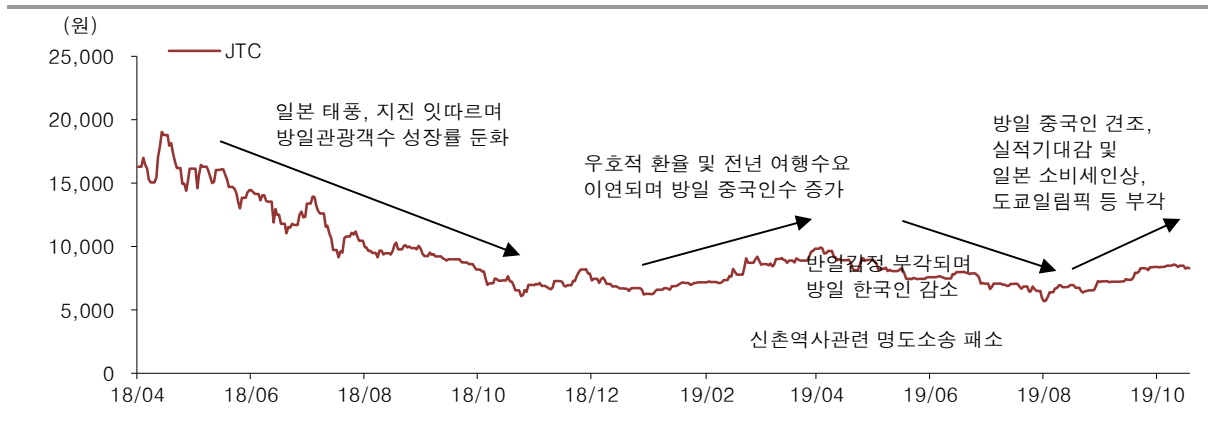
자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

그림 1 JTC 사업구조



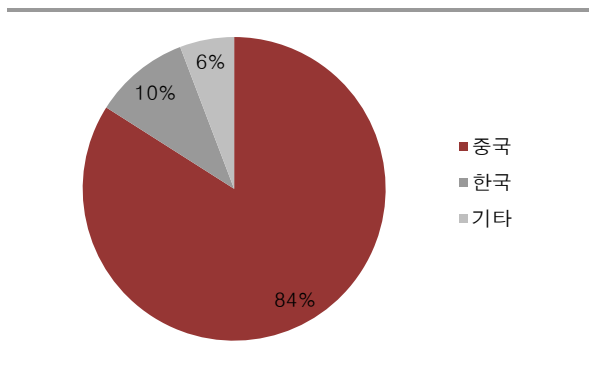
자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

그림 2 JTC 주가 히스토리 및 연혁



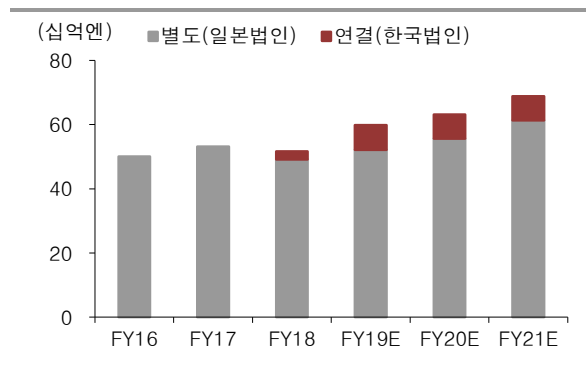
자료: FnGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 3 별도실적 관광객 국적별 매출액 비중(FY 1H19)



자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

그림 4 별도&연결 실적 추이



자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

그림 5 JTC 일본 점포 위치



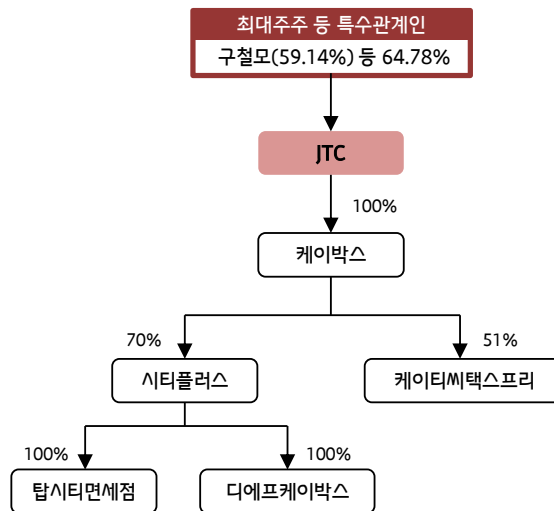
자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

표 2 사전면세점과 사후면세점의 차이

구분	사전면세점(Duty Free)	사후면세점(Tax Refund)
면세범위	소비세, 관세, 주세, 담배세	소비세
면세방식	판매 시 가격에서 공제	판매 시 카운터에서 즉시 환급
물품수령	출국 시 공항 등 출국장 인도장에서 받음	구매 즉시 물품 수령 가능
면세점등록	허가제	신청

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 6 JTC 지배구조



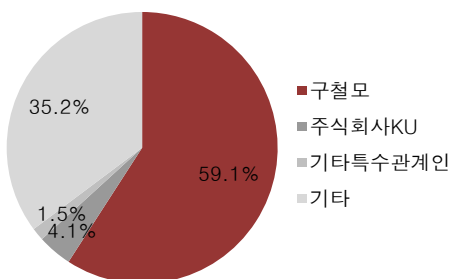
자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

표 3 자회사 설명

이름	설립	JTC 지분	내용
케이박스	2018.04	100% 자회사 설립	한국 영업 지주역할, 화장품 도소매
시티플러스	2010.09	70% 지분 확보(2018.11)	인천공항 T1, T2 사전면세점 운영
케이티씨 텍스프리	2018.04	51% 지분 확보(2018.06)	수색점, 용산점, 제주점(예정) 사후면세점 인수
탑시티면세점	2015.12	70% 지분 확보(2018)	신촌본점 사전면세점 운영
디에프 케이박스	2019.01	시티플러스 100% 자회사	화장품 도소매

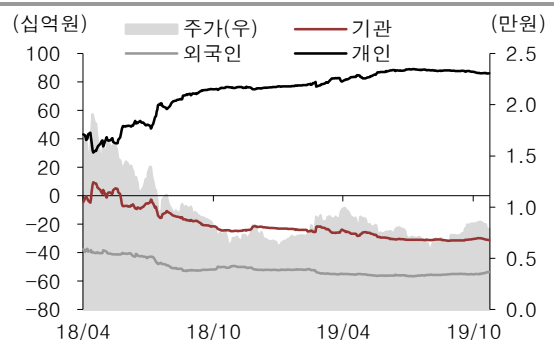
자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

그림 7 JTC의 주주구성



자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

그림 8 JTC의 수급 현황



자료: FnGuide, 흥국증권 리서치센터

II. 산업분석

일본 면세점 시장

일본은 국내와 달리 사전면세점보다 사후면세점이 발달했다. 1) 일본은 관세율이 낮아 면세혜택의 차이가 크지 않으며, 2) 일부 공항에서만 면세품을 수령할 수 있는 등 인도장이 제한적이고, 3) 로드샵과 병행수입이 발달해 사후면세점에서의 선택지가 다양하고, 4) 상품을 구매해 즉시 수령할 수 있으며, 5) 계산 즉시 환급해 주는 편리한 면세 방식 때문이다. 이에 따라 일본 현지 시내 사전면세점의 점포 수는 3개에 불과하나, 사후면세점 점포수는 19년 4월 기준 5만 여개에 달한다.

표 4 사전면세점과 사후면세점의 차이

구분	사전면세점(Duty Free)	사후면세점(Tax Refund)
면세범위	소비세, 관세, 주세, 담배세	소비세
면세방식	판매 시 가격에서 공제	판매 시 카운터에서 즉시 환급
물품수령	출국 시 공항 등 출국장 인도장에서 받음	구매 즉시 물품 수령 가능
면세점등록	허가제	신청

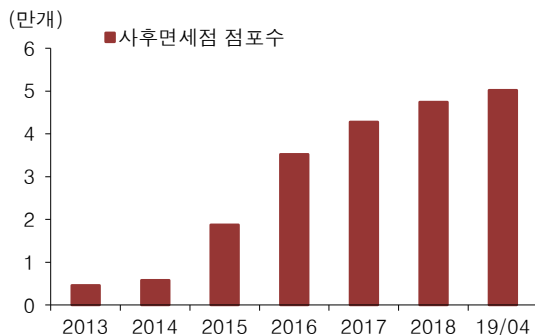
자료: 흥국증권 리서치센터

표 5 사후면세점 일본과 한국 차이

구분	일본	한국
환급방식	현장에서 즉시 소비세 제외해 판매	세금 포함 구매 후 환급장/대행업체 통해 환급 →2016년 이후 일본과 동일. 현장에서 즉시 환급
한도	건수 제한 없이 총액 기준 50만엔까지 면세	1인당 최대 구매금액 100만원 이하 1회 구매금액 20만원 미만으로 제한
관세율	주류, 담배는 관세 없음 기타 상품에 대해 일반적으로 8%의 관세 부과 면세점 주요 상품인 화장품, 의약품, 귀금속에 대해 5%이하의 관세 부과	일본에서는 관세가 부과되지 않는 품목인 주류, 담배 등에 30~40%수준의 높은 관세 부과

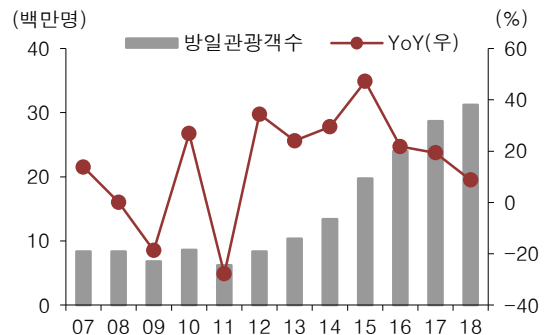
자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

그림 9 일본 사후면세점 점포 증가



자료: JTC, 관광청, 흥국증권 리서치센터

그림 10 방일관광객수 추이

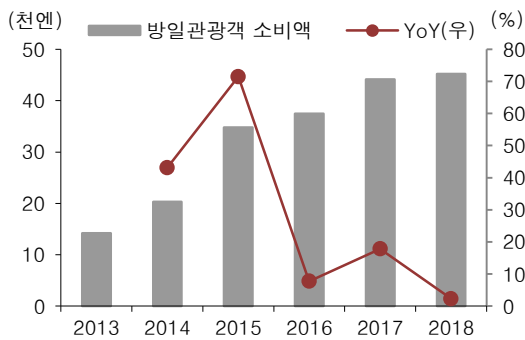


자료: JTC, 관광청, 흥국증권 리서치센터

사후면세점 시장 성장 일본의 사후면세점 시장은 1) 2013년 이후 연간 방일관광객이 1천만명을 넘게 되고, 2) 2014년 소비세가 5%→8%로 인상되며 사후 면세사업 신청 점포가 급증하면서 성장했다. 2018년 기준, 방일관광객수는 3119만명, 사후면세점 점포 수는 4.7만개를 각각 5년 CAGR 24.7%, 59.3%를 기록했다. 또한 방일관광객의 인당 쇼핑금액이 상승하면서 시장이 성장했는데, 인당 소비액이 평균의 2배이상인 중국관광객이 빠르게 성장하며 시장 성장을 견인하고 있다.

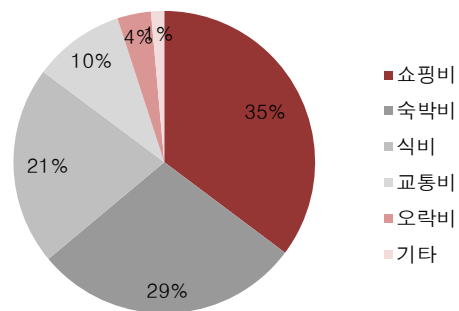
방일관광객 소비액 방일관광객의 항목별 소비액은 여전히 쇼핑비가 가장 큰 부분을 차지하고 있다. 방일관광객 1인당 쇼핑액은 방일관광객 수 증가와 마찬가지로 2012년부터 지속적으로 상승하여 2015년 기준 1인당 약 73,662엔을 기록하였다가 2016년 4월, 중국 정부의 해외소비 억제책(1인당 해외소비액 한도를 연 10만위안으로 제한하고 관세를 최고 60%까지 높은 중국의 바쿠가이 금지법), 즉 폭매금지령 또는 사치금지법이 2016년 4월8일부터 시행된 결과, 방일관광객 전체의 1인당 소비액이 약 59,323엔으로 약 20% 감소했다. 방일외국인 여행소비액은 8,568억엔으로 전체 소비액 중 35.2%로 여전히 가장 큰 비중을 차지하고 있다.

그림 11 방일관광객 전체 소비금액



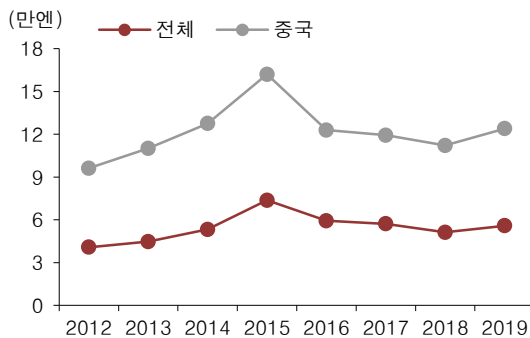
자료: JTC, 관광청, 흥국증권 리서치센터

그림 12 방일관광객 항목별 소비액 현황



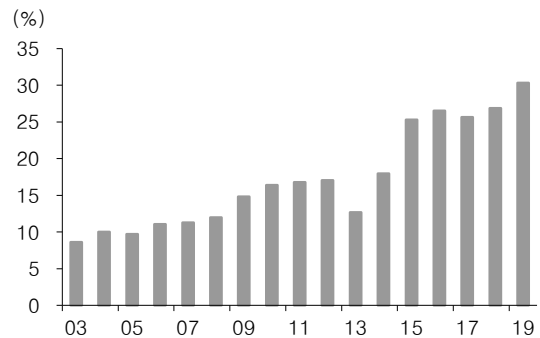
자료: JTC, 관광청, 흥국증권 리서치센터

그림 13 일본 인당 쇼핑 소비금액



주: 2019년은 4~6월 사이의 평균 금액
 자료: JTC, 관광청, 흥국증권 리서치센터

그림 14 인당 소비금액 중 중국인 비중 추이



주: 2019년은 4~6월 사이의 평균 금액
 자료: JTC, 관광청, 흥국증권 리서치센터

Ⅲ. 투자포인트

4가지 투자포인트

JTC의 투자포인트는 1) 중국인 아웃바운드 성장의 수혜, 2) DOTON PLAZA 를 통한 FIT고객 유치 하며 시장 점점확대, 3) 소비세인상, 국제 행사 대비 관광 인프라 개발 등 일본 내 우호적 시장 환경 변화, 4) 한국시장 진출을 통한 중국인 아웃바운드 커버리지 지역 확대가 있다.

1. 중국인 아웃바운드 성장의 최대 수혜주

중국 아웃바운드 증가

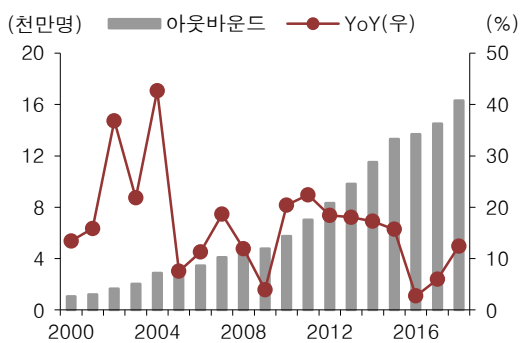
중국 아웃바운드 수는 2018년 기준 1억 6300만명으로 10년간 연평균 13.5% 성장하고 있다. 19년 상반기 기준으로도 8900만명으로 18년 반기 대비 11.3% 증가하며 10%대 성장률을 이어가고 있다. 중국인 아웃바운드는 1) 경제 성장에 따른 인당 GDP상승, 2) 여행 수요 확대로 꾸준히 증가할 것으로 전망한다. COTRI(China Outbound Tourism Research Institute)는 중국인 아웃바운드 수가 2019년 1.8억명, 2030년까지 4억명으로 증가할 것으로 전망했다.

중국 해외 여행객의 일본 선호

중국인 아웃바운드의 절반 가까이가 마카오, 홍콩으로 여행을 가는데, 그 다음으로 인기 있는 여행지가 일본이다. 2018년 일본향 중국인 아웃바운드는 868만명으로 전년동기 대비 13.9% 증가했는데, 2018년 연간 중국인 아웃바운드 증가율이 12.4%, 당해 년도 일본에서의 지진, 태풍 등 자연재해가 많았던 것을 감안했을 때 매우 높은 성장률이다. 또한 19년 1~9월 누적 방일 중국인은 470만명으로 전년동기대비 14.8% 증가했다.

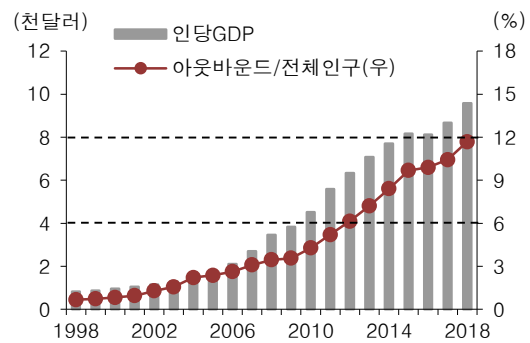
중국인 아웃바운드 중 일본인 방문 비중은 2003년 2.2% → 2010년 2.5% → 2015년 3.7% → 2018년 5.1%까지 증가했다. 향후에도 일본여행에 대한 선호도가 한국인의 일본향과 유사한 정도(2017~18년 26%)까지 증가하며 중국인 아웃바운드 증가와 함께 성장할 것으로 전망한다.

그림 15 중국인 아웃바운드 추이



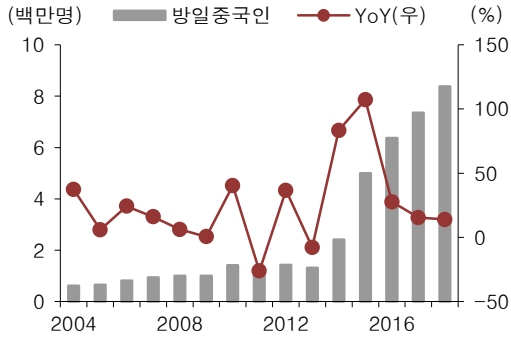
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

그림 16 중국인 인당 GDP & 해외 여행 비중



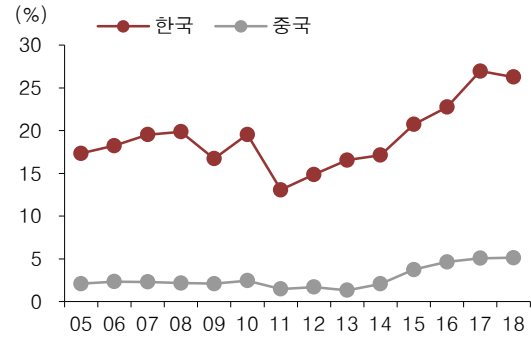
자료: Bloomberg, JNTO, 홍콩증권 리서치센터

그림 17 방일중국인 추이



자료: Bloomberg, JNTO, 흥국증권 리서치센터

그림 18 전체 아웃바운드 중 방일 비중



자료: Bloomberg, JNTO, 흥국증권 리서치센터

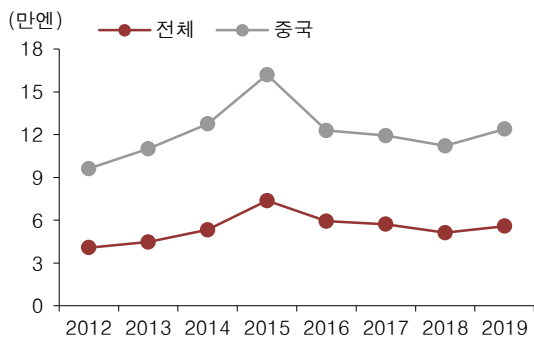
중국인 관광객 소비 여력 높음

방일 중국인의 경우 인당 소비금액도 높기 때문에 향후 매출 증대에 기여할 전망이다. 방일관광객의 전체 소비액은 18년 기준 4.5조엔인데 이중 쇼핑 소비액은 1.5조엔에 달한다. 인당 쇼핑 금액이 전체 평균은 18년 5.1만엔, 중국인 평균은 11.2만엔으로 2배에 달한다. 전체 방일 외국인 중 중국인 관광객수는 26.9%이지만, 전체 소비금액에서 중국인 비중은 32.2%, 쇼핑 소비 금액 중 중국인 소비금액은 58.8%에 달하는 것이다.

JTC별도기준 중국인 매출 전망

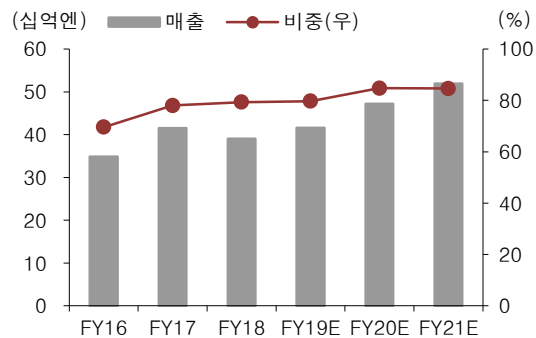
JTC는 강력한 여행사 네트워크 및 입지, 상품력을 바탕으로 중국인 패키지 고객 대상 First Shop에 위치해 있다. 18년 기준 전체 방일 중국인 관광객 838만명 중 패키지 고객은 335만명으로 40%에 달한다. 동 비중은 점차 줄어들고 있지만 아직도 중국인 아웃바운드 시장이 초기단계임을 고려했을 때 패키지 고객은 꾸준히 성장할 것으로 전망한다. JTC의 중국인 매출 비중은 1Q19FY 79.7%로 대부분을 차지하고 있는데 향후에도 동사의 매출 성장에 기여할 것으로 전망하며 2022년 매출비중은 84.6%까지 증가할 것으로 추정한다.

그림 19 일본 인당 쇼핑 소비금액



주: 2019년은 4~6월 사이의 평균 금액
 자료: JTC, 관광청, 흥국증권 리서치센터

그림 20 JTC 중국인 매출 추이 및 별도 실적 내 비중 추정



자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

2. DOTON PLAZA(도톤플라자), FIT까지 잡다

자유여행객 대상	JTC는 증가하는 Free Independent Tour(개별여행객, 이하 FIT)을 유치하기위해 2017년 4월부터 Doton Plaza(이하 도톤플라자) 오사카점을 오픈해 운영하고 있다. 개인 및 단체 관광객을 대상으로 하는 1800평 규모의 대형 복합 쇼핑몰이다. 동사는 향후 도톤플라자를 동일본, 큐슈 지역의 주요 여행지에 마련할 예정이다.
도톤플라자 운영 차이점	도톤플라자는 지상 3층으로 운영, 1~2층은 자유여행객 대상, 3층은 단체관광객을 대상으로 테넌트를 입점시켜 운영하고 있다. 칸사이 지역 유명 관광지 근처에 위치한데다, 건물주변에는 35개 호텔이 위치해 있고, 대형버스가 주차 가능한 공간을 보유하고 있어 일일 평균 단체관광객 90팀 이상이 방문하고 있다. 또한 FIT를 대상으로 1) 칸사이 국제공항↔도톤플라자를 왕복하는 YOUTOUR버스를 운행, 2) 식음료 매장 운영, 3) 짐보관 서비스 제공, 4) 기모노, 다도, 인력거 체험 제공, 5) 1DAY BUS TOUR의 출발점이 되어 교토, 나고야 여행 경험을 제공하고 있다.
도톤플라자의 강점	도톤플라자는 JTC의 기존 매장에 비해 면적이 크고, 임대료 등 높은 고정비 부담에도 1년만에 BEP매출을 달성했다. 현재는 평균 매장보다 낮은 영업이익률인 4~5%를 기록하고 있지만, 1) FIT타겟으로 PB보다 NB매출의 비중이 높은 편이고, 2) 다수의 단체관광객 팀 유치를 통해 고정비를 충분히 상쇄가능하며, 3) 2019년 1월 오리지널 브랜드숍 MoaMoro를 개장해 방일관광객 사이에서 인기가 높은 상품(가방류, 편리용품, 여행용품, 문방용품)을 판매해 고객 수 증가 및 구매 단가 상승을 꾀하는 등 콘텐츠 개발에 힘쓰고 있다.
도톤플라자, 전체 매출의 20% 차지	도톤플라자의 월평균 매출은 약 80~100억원으로, JTC별도기준 전체 매출의 20%를 차지하고 있다. 관광객수도 꾸준히 증가하여, 오픈 2년차에는 한달 평균 1만명 방문했다가, 3년차인 현재 1.29만명이 방문하고 있다. 그러나 아직까지 FIT고객의 비중은 5~6%에 불과해 향후 지속적으로 고객 유치를 통한 FIT시장 점유율 상승이 기대된다.

그림 21 도톤플라자 오사카점 전경



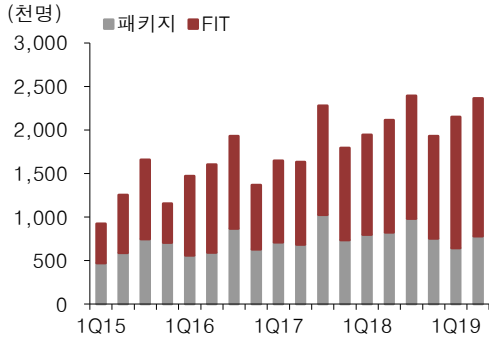
자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

그림 22 도톤플라자 제공 서비스



자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

그림 23 방일 중국인 FIT/ PKG 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 24 도톤플라자 매출 비중

4. 한국 시장 진출

한국시장 진출 의미

JTC는 한국에서의 사업 영위를 위해 100% 자회사 케이박스를 설립, 사전/사후면세점을 인수했다. 현재 인천공항 T1, T2에서 사전면세점, 수색과 용산에 방한 관광객 대상 사후면세점을 운영하고 있다. 아직은 사업초기에 불과하고, 매출 기여보다 수익성 훼손이 큰 상황이다. 수색과 용산점은 월매출 18~20억원에 소폭 적자, 인천공항점포는 월매출 60~70억원, 분기 이익 15억원 정도 기여를 하고 있지만 신촌역사 점포 적자로 인해 상쇄되고 있는 형국이다.

다만 한국 시장 진출은 당장의 실적보다는 향후 동사의 사업확장을 위해 2가지 측면에서 의미가 있다. 우선 1) 서울 이외에도 제주도, 부산 등 주요 거점에 점포를 출점하여 중국-한국-일본을 잇는 크루즈 노선에 대한 장악력을 높이고, 2) 한국에서의 사전면세점 운영 경험을 바탕으로 일본에서 사전면세점을 운영하는 등 한국-일본 점포간 시너지를 낼 계획이다.

신촌역사 면세점운영

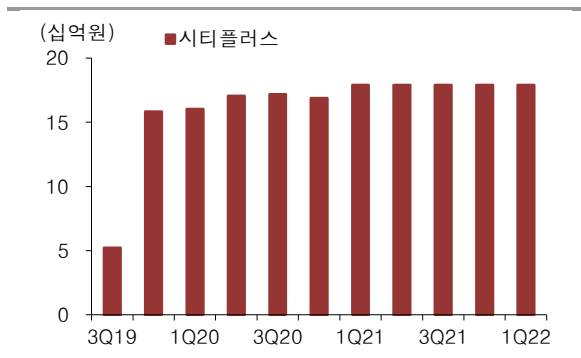
한편 신촌역사에 사전면세점 운영은 아직까지 불확실성이 큰 상황이다. 다만 넓은 면적에 비해 월 임대료가 도톤 플라자의 1/5수준, 협상만 완료 되면 바로 운영이 가능한 상황이다. 신촌 사전면세점을 운영하게 되면 여행사가 여행상품을 구성할 때 쇼핑센터를 넣기 수월해질 것이다. 또한, 사전/사후 면세점의 중간형태로 운영하여 대형 면세점 업체와 경쟁하기 위해 관측비를 쓰는 것이 아니라 낮은 가격대의 관여도가 낮은 상품 판매를 통해 여행객, 여행사를 모두 만족할 수 있는 쇼핑경험을 제공하는 쇼핑센터로 포지셔닝해 성장할 것으로 기대된다.

표 6 자회사 설명

이름	설립	JTC 지분	내용
케이박스	2018.04	100%자회사 설립	한국 영업 지주역할, 화장품 도소매
시티플러스	2010.09	70%지분 확보(2018.11)	인천공항 T1, T2 사전면세점 운영
케이티씨 텍스프리	2018.04	51%지분 확보(2018.06)	수색점, 용산점, 제주점(예정) 사후면세점 인수
탐시면세점	2015.12	70%지분 확보(2018)	신촌본점 사전면세점 운영
디에프 케이박스	2019.01	시티플러스 100% 자회사	화장품 도소매

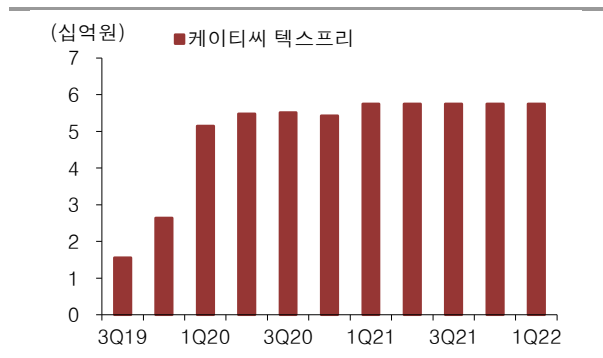
자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

그림 27 시티플러스 매출 추이 및 전망



자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

그림 28 케이티씨 텍스프리 매출 추이 및 전망



자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

IV. 실적 및 밸류에이션

FY 2Q19 Review

JTC의 연결기준 FY2Q19 매출액은 157억엔(YoY +16.2%)/1686억원(YoY +24.0%), 영업이익 12억엔(YoY +108.5%, OPM 7.4%)/132억원으로 방일 중국인 관광객 증가가 전체 매출 성장을 견인했다. FY1Q19에 이어 이익률이 3%p 개선되었는데 1) 외형 성장에 따른 영업레버리지 효과 및 2) 도톤플라자 마진 개선, 3) 매장 내 인력효율화, 4) PB매출 성장이 기여했다.

FY2019 전망

FY2019 연결 기준 매출액은 598억엔(YoY +15.7%)/6439억원, 영업이익 43억엔(YoY +87.9%, OPM 7.2%)/468억원으로 전망한다. 별도 기준 매출액은 522억엔(YoY +6.0%)/5661억원, 영업이익 44억엔(YoY +69.2%, OPM 8.5%)/484억원으로 전망한다. 매출액은 방일 중국인 수가 전년동기 대비 YoY +14.9%증가하며 전체 매출 성장을 견인할 것으로 판단되며, 이익률은 PB매출 비중 증가(18년 55% → 19년 56.6%)하며 개선될 것으로 전망한다.

한편 연결자회사 매출은 FY2019기준 830억원으로 외형 성장에 기여할 것이나 영업적자 -12억원을 기록할 전망이다. 다만 외형성장 및 사업 안정화로 적자폭이 축소되고 있어 긍정적이다.

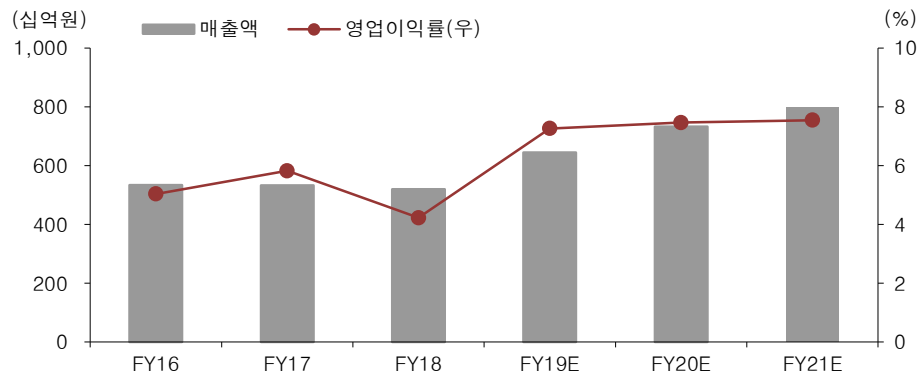
표 7 JTC 2Q19 실적 비교(연결)

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 발표	전년 동기 대비(YoY)		전 분기 대비(QoQ)		시장 컨센서스 대비	
	2Q19	2Q18	차이(%)	1Q19	차이(%)	2Q19E	차이(%)
매출액	168.6	136.0	24.0	172.0	-2.0	189.0	-10.8
영업이익	13.2	4.7	180.9	12.8	3.1	12.0	10.0
순이익	8.1	2.2	269.4	6.9	17.2	7.0	16.1
이익률(%)							
영업이익	7.8	3.5		7.4		6.3	
순이익	4.8	1.6		4.0		3.7	
이익률차이(%p)							
영업이익		4.4		0.4		1.5	
순이익		3.2		0.8		1.1	

자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

그림 29 JTC 실적 추이 및 전망



자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

표 8 JTC 실적 추이 및 전망(연결)(2월결산)

(단위: 십억엔, %, 천명)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	13.2	13.5	12.0	12.9	16.6	15.7	14.0	13.5	53.2	51.7	59.8	63.2
YoY	11.6%	-12.5%	-13.6%	7.7%	25.2%	16.2%	16.4%	4.9%	6.3%	-2.8%	15.7%	5.6%
1. 별도(일본)	13.2	13.5	11.3	11.1	14.5	13.9	12.1	11.7	53.2	49.2	52.2	55.7
YoY	11.6%	-12.5%	-18.4%	-7.4%	9.8%	2.4%	6.8%	5.2%	6.3%	-7.5%	6.0%	6.7%
1) 중국	10.0	10.9	8.9	9.2	11.6	11.8	10.2	9.5	41.5	39.0	41.6	47.2
YoY	13.2%	-9.8%	-15.9%	-7.8%	15.9%	8.1%	15.0%	2.4%	19.2%	-6.0%	6.6%	13.5%
방일외국인(중국)	1,947	2,500	1,985	2,077	2,174	2,932	2,283	2,389	7,565	8,509	9,777	10,755
YoY	25.2%	14.3%	4.0%	8.6%	11.7%	17.3%	15.0%	15.0%	15.7%	12.5%	14.9%	10.0%
2) 한국/기타	3.2	2.6	2.4	2.9	2.9	2.1	1.9	2.2	13.0	11.2	9.1	8.5
YoY	7.1%	-22.2%	-26.4%	-13.3%	-9.2%	-20.9%	-22.8%	-22.8%	40.7%	-14.2%	-18.4%	-7.0%
방일외국인(한국)	1,898	1,808	1,639	2,177	1,756	1,482	1,311	1,741	7,427	7,522	6,291	5,976
YoY	18.5%	-1.4%	-9.0%	-0.6%	-7.5%	-18.0%	-20.0%	-20.0%	39.9%	1.3%	-16.4%	-5.0%
2. 연결자회사	0.0	0.0	0.7	1.8	2.0	1.9	1.9	1.9	0.0	2.5	7.6	7.5
YoY											206.7%	-2.2%
매출원가	4.0	4.1	3.7	4.1	5.0	4.8	4.2	4.1	15.7	15.9	18.1	19.1
YoY	16.8%	-9.9%	-11.7%	14.2%	25.7%	15.9%	15.8%	0.0%	15.1%	1.0%	14.2%	5.2%
매출원가율	30.2%	30.3%	30.5%	31.8%	30.3%	30.2%	30.3%	30.4%	29.5%	30.7%	30.3%	30.2%
1. 별도(일본)	4.0	4.1	3.4	3.3	4.2	4.1	3.5	3.4	15.7	14.8	15.2	16.3
YoY	16.8%	-9.9%	-17.8%	-7.5%	6.1%	-1.1%	3.8%	2.5%	15.1%	-5.6%	2.8%	6.7%
매출원가율	30.2%	30.3%	30.1%	30.0%	29.2%	29.2%	29.2%	29.2%	29.5%	30.1%	29.2%	29.2%
2. 연결자회사	0.0	0.0	0.3	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.0	1.0	2.9	2.8
YoY											178.5%	-2.8%
매출원가율					38.4%	37.5%	37.5%	37.5%	n/a	41.6%	37.7%	37.5%
영업이익	0.8	0.6	0.5	0.4	1.2	1.2	1.0	0.9	3.1	2.3	4.3	4.7
YoY	92.7%	-47.5%	-50.4%	-36.1%	46.9%	108.5%	103.8%	126.9%	1.6%	-26.4%	87.9%	10.1%
영업이익률	6.4%	4.1%	4.0%	3.0%	7.5%	7.4%	7.0%	6.6%	5.8%	4.4%	7.2%	7.5%
1. 별도(일본)	0.9	0.7	0.6	0.5	1.3	1.2	1.0	0.9	3.2	2.6	4.4	4.7
YoY	97.0%	-37.2%	-36.8%	-31.8%	52.0%	72.3%	78.9%	83.8%	3.4%	-17.2%	69.2%	6.8%
영업이익률	6.5%	5.1%	5.0%	4.5%	9.0%	8.6%	8.3%	7.8%	5.9%	5.3%	8.5%	8.5%
2. 연결자회사	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.1	0.0
YoY											적지	적지
영업이익률					-3.6%	-1.1%	-1.0%	-1.0%	n/a	-13.3%	-1.7%	0.0%
순이익	0.0	0.7	0.2	-0.1	0.7	0.8	0.7	0.5	2.5	0.8	2.6	2.9
YoY	적지	-50.9%	-54.8%	적전	흑전	10.8%	197.8%	흑전	75.1%	-67.6%	230.5%	9.4%
영업이익률	0.0%	5.1%	1.9%	-0.9%	4.0%	4.8%	4.8%	3.9%	4.6%	1.5%	4.4%	4.5%
1. 별도(일본)	0.5	0.4	0.3	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5	2.5	1.5	2.4	2.6
YoY	68.5%	-67.4%	-30.7%	-36.1%	30.2%	93.0%	76.9%	30.4%	75.1%	-36.9%	55.4%	6.8%
영업이익률	3.6%	2.7%	3.0%	3.2%	4.3%	5.0%	5.0%	4.0%	4.6%	3.1%	4.6%	4.6%
2. 연결자회사	-0.5	0.3	-0.1	-0.5	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.8	0.2	0.3
YoY											흑전	38.7%
영업이익률					1.9%	3.2%	3.2%	3.2%	n/a	-30.2%	2.9%	4.1%
지배주주순이익	0.5	0.3	0.3	0.1	0.7	0.8	0.7	0.5	2.5	1.0	2.6	2.9
YoY	61.1%	-77.3%	-48.2%	-88.9%	51.5%	208.7%	160.2%	662.8%	75.1%	-57.9%	153.7%	9.7%
영업이익률	3.5%	1.9%	2.1%	0.5%	4.2%	4.9%	4.8%	3.5%	4.6%	2.0%	4.4%	4.5%
지배주주지분율	n/a	36.7%	114.5%	-53.7%	104.6%	102.2%	100.0%	90.0%	100.0%	130.0%	99.8%	100.0%
주식수(천주)	35,006	35,006	35,006	35,006	35,006	35,006	35,006	35,006	25,077	35,006	35,006	35,006
배당금(백만엔)									501.5	210.0	523.5	574.1
배당성향									20.4%	26.5%	20.0%	20.0%
DPS									20.0	6.0	15.0	16.4
배당수익률										0.7%	2.0%	2.3%
EPS									97.8	29.5	74.8	82.0
PER										29.4	10.0	8.5

자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

표 9 JTC 실적 추이 및 전망(연결)(2월결산)

(단위: 십억원, %, 천명)

3월결산	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	131.7	136.0	119.9	131.8	172.0	168.6	155.2	148.1	532.5	519.4	643.9	732.3
YoY	9.8%	-13.5%	-14.5%	14.7%	30.6%	24.0%	29.4%	12.3%	-0.1%	-2.4%	24.0%	13.7%
1. 별도(일본)	131.7	135.4	113.2	113.6	150.8	153.3	134.5	127.6	533.3	493.6	566.1	645.6
YoY	9.8%	-13.9%	-19.3%	-1.2%	14.5%	13.2%	18.8%	12.4%	0.0%	-7.4%	14.7%	14.1%
1) 중국	99.4	109.5	88.8	93.7	120.2	130.2	113.5	103.4	415.7	391.5	467.3	547.2
YoY	11.3%	-11.1%	-16.0%	-3.8%	20.9%	18.8%	27.8%	10.3%	19.2%	-6.0%	6.6%	13.5%
방일외국인(중국)	1,947	2,500	1,985	2,077	2,174	2,932	2,283	2,389	7,565	8,509	9,777	10,755
YoY	25.2%	14.3%	4.0%	8.6%	11.7%	17.3%	15.0%	15.0%	15.7%	12.5%	14.9%	10.0%
2) 한국/기타	32.3	26.4	24.4	29.2	30.6	23.0	21.0	24.2	13.0	11.2	9.1	8.5
YoY	5.3%	-23.3%	-26.4%	-9.5%	-5.2%	-13.0%	-14.2%	-16.9%	40.7%	-14.2%	-18.4%	-7.0%
방일외국인(한국)	1,898	1,808	1,639	2,177	1,756	1,482	1,311	1,741	7,427	7,522	6,291	5,976
YoY	10.6%	9.3%	2.3%	7.1%	4.4%	4.5%	4.0%	4.0%	12.5%	7.4%	4.2%	4.0%
2. 연결자회사	0.0	0.0	6.8	18.4	21.2	20.6	20.8	20.4	0.0	25.2	83.0	86.7
YoY											229.3%	4.4%
매출총이익	39.8	41.2	36.6	41.9	52.2	50.9	47.1	44.9	157.3	159.4	195.1	221.1
YoY	14.8%	-11.0%	-12.6%	21.4%	31.1%	23.7%	28.8%	7.2%	8.2%	1.4%	22.4%	13.3%
매출원가율	30.2%	30.3%	30.5%	31.8%	30.3%	30.2%	30.3%	30.4%	29.5%	30.7%	30.3%	30.2%
1. 별도(일본)	39.8	41.0	34.0	34.1	44.1	44.8	39.3	37.3	157.3	148.9	165.4	188.6
YoY	14.8%	-11.4%	-18.7%	-1.3%	10.7%	9.3%	15.5%	9.4%	8.2%	-5.3%	11.1%	14.0%
매출원가율	30.2%	30.3%	30.1%	30.0%	29.2%	29.2%	29.2%	29.2%	29.5%	30.1%	29.2%	29.2%
2. 연결자회사	0.0	0.0	2.5	7.9	8.1	7.8	7.8	7.7	0.0	10.4	31.3	32.5
YoY											201.4%	3.7%
매출원가율					38.4%	37.5%	37.5%	37.5%	n/a	41.6%	37.7%	37.5%
영업이익	8.4	4.7	4.8	4.1	12.8	13.2	10.9	9.7	31.0	21.9	46.8	54.7
YoY	89.5%	-57.1%	-51.0%	-30.6%	53.3%	183.6%	126.7%	139.9%	15.5%	-29.2%	113.2%	16.9%
영업이익률	6.4%	3.4%	4.0%	3.1%	7.5%	7.8%	7.0%	6.6%	5.8%	4.2%	7.3%	7.5%
1. 별도(일본)	8.6	6.6	5.6	5.7	13.6	13.7	11.2	9.9	31.0	26.4	48.4	54.7
YoY	93.6%	-39.3%	-43.5%	-3.1%	58.6%	107.6%	100.5%	75.5%	15.5%	-14.8%	83.3%	13.0%
영업이익률	6.5%	4.9%	4.9%	5.0%	9.0%	8.9%	8.3%	7.8%	5.8%	5.3%	8.5%	8.5%
2. 연결자회사	-0.2	-1.0	-0.7	-1.6	-0.7	-0.1	-0.2	-0.2	0.0	-3.5	-1.2	0.0
YoY											적지	적지
영업이익률					-3.5%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	n/a	-14.0%	-1.5%	0.0%
순이익	4.6	2.2	2.2	-1.1	6.9	8.1	7.4	5.8	24.6	8.0	28.3	33.3
YoY	58.4%	-80.1%	-55.3%	적전	51.1%	262.5%	231.2%	흑전	64.6%	-67.5%	254.4%	17.8%
영업이익률	3.5%	1.6%	1.9%	-0.8%	4.0%	4.8%	4.8%	3.9%	4.6%	1.5%	4.4%	4.5%
1. 별도(일본)	4.8	3.6	3.4	3.7	6.5	7.7	6.8	5.1	24.6	15.5	26.1	29.8
YoY	65.7%	-67.9%	-31.4%	-31.6%	35.9%	112.4%	96.8%	39.3%	64.6%	-36.7%	68.0%	14.0%
영업이익률	3.6%	2.7%	3.0%	3.2%	4.3%	5.0%	5.0%	4.0%	4.6%	3.1%	4.6%	4.6%
2. 연결자회사	-0.2	-1.4	-1.2	-4.8	0.4	0.7	0.7	0.7	0.0	-7.6	2.4	3.5
YoY											흑전	47.7%
영업이익률					1.9%	3.2%	3.2%	3.2%	n/a	-30.2%	2.9%	4.1%
지배주주순이익	4.6	2.5	2.6	0.7	7.3	8.1	7.4	5.8	24.6	10.4	29.1	34.0
YoY	58.4%	-77.6%	-48.8%	-87.2%	58.0%	222.2%	189.4%	739.7%	65.0%	-57.8%	180.2%	17.1%
영업이익률	3.5%	1.9%	2.1%	0.5%	4.2%	4.8%	4.8%	3.9%	4.6%	2.0%	4.5%	4.6%
지배주주지분율	100.0%	112.5%	114.5%	-62.2%	104.6%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	130.0%	102.8%	102.2%
주식수(천주)	35,006	35,006	35,006	35,006	35,006	35,006	35,006	35,006	25,077	35,006	35,006	35,006
배당금(백만원)									5,022.5	2,108.1	5,689.8	6,655.9
배당성향									20.5%	26.4%	20.0%	20.0%
DPS									200	65	160	190
배당수익률										0.7%	2.0%	2.3%
EPS									979.0	296.2	830.0	971.8
PER										29.4	9.7	8.3

자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

표 10 JTC 실적 전망 요약

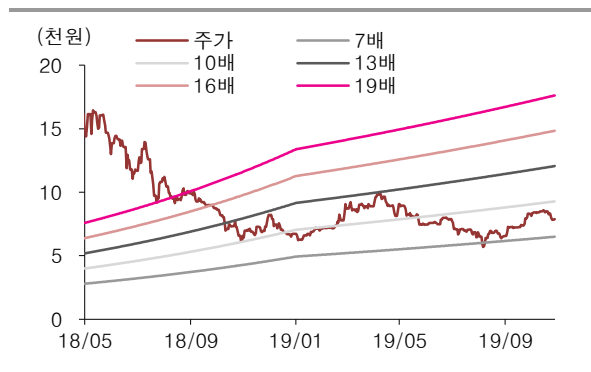
구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
적용환율	18.03~05	18.06~08	18.09~11	18.12~19.2	19.03~05	19.06~08	19.09~11	19.12~20.2
원/100엔	995.3	1,003.6	1,000.6	1,015.4	1,038.4	1,103.7	1,112.1	1,093.3
YoY	-1.7%	-1.5%	0.0%	4.3%	4.3%	10.0%	11.1%	7.7%
발표방일외국인	18.01~03	18.04~06	18.05~09	18.10~12	19.01~03	19.04~06	19.05~09	19.10~12
전체	7,619	8,280	7,570	7,723	8,054	8,580	7,784	
YoY	16.5%	14.7%	1.8%	3.1%	5.7%	3.6%	2.8%	
한국	2,131	1,885	1,682	1,841	2,081	1,782	1,072	
YoY	24.4%	12.0%	-7.7%	-4.2%	-2.4%	-5.5%	-36.3%	
중국	1,944	2,113	2,392	1,932	2,169	2,363	2,870	
YoY	17.9%	29.4%	5.0%	7.6%	11.6%	11.8%	20.0%	
기타	3,544	4,282	3,496	3,951	3,804	4,435	3,842	
YoY	11.6%	9.7%	4.7%	4.6%	7.3%	3.6%	9.9%	
적용방일외국인	18.03~05	18.06~08	18.09~11	18.12~19.2	19.03~05	19.06~08	19.09~11	19.12~20.2
전체	8,184	8,115	7,251	7,926	8,460	8,391	7,366	7,949
YoY	15.6%	8.1%	0.0%	5.2%	3.4%	3.4%	1.6%	0.3%
한국	1,898	1,808	1,639	2,177	1,756	1,482	1,311	1,741
YoY	18.5%	-1.4%	-9.0%	-0.6%	-7.5%	-18.0%	-20.0%	-20.0%
중국	1,947	2,500	1,985	2,077	2,174	2,932	2,283	2,389
YoY	25.2%	14.3%	4.0%	8.6%	11.7%	17.3%	15.0%	15.0%
기타	4,339	3,806	3,627	3,672	4,531	3,977	3,772	3,818
YoY	10.6%	9.3%	2.3%	7.1%	4.4%	4.5%	4.0%	4.0%

자료: JTC, 흥국증권 리서치센터

투자의견 Buy,
 목표주가 1.2만원 제시

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 1.2만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 FY2020의 EPS에 목표배수인 14.4배를 적용하여 산출했다. 목표배수는 동사의 상장이후 PER밸류에이션 평균과 유사한 수치로 경쟁사들의 PER평균인 20.6에서 30% 할인한 14.4배를 적용했다. 경쟁사로는 1) 방일 외국인 증가의 수혜: 하나투어재팬, 2) 면세업: Dufry, 호텔신라, 3) 중국 아웃바운드 수혜: CTrip을 선정하였으며 각각의 2020년 예상 PER밸류에이션의 평균을 규모의 한계와 사업성장성을 고려해 30% 할인 적용했다.

그림 30 하이트진로 PER 밴드 추이



자료: FnGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 31 JTC 상대평가 Valuation

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	830.0
2019E EPS	830.0
2020E EPS	971.8
Target PER (배)*	14.4
Historical PER(18~19)	15.6
Peer PER	20.6
목표주가 (원)	12,000
현재주가 (원)(2019.10.29)	8,090
상승여력	48.3%
*Peer는 하나투어재팬, DUFY, 호텔신라, CTrip 4개기업 평균	
*평균대비 30% 할인	

자료: FnGuide, 흥국증권 리서치센터

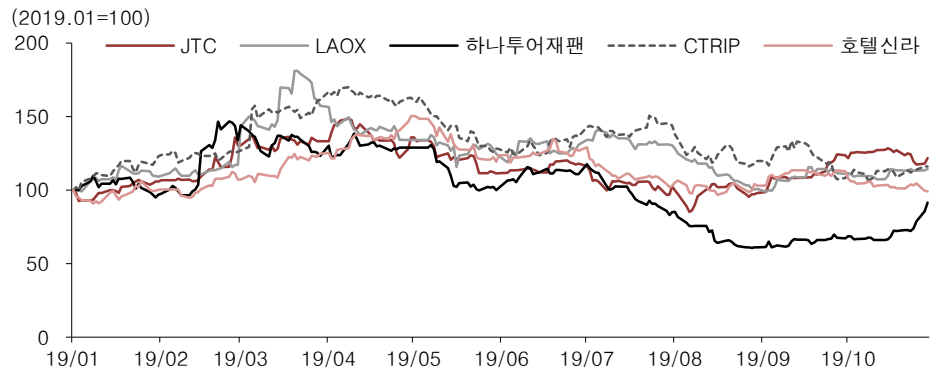
표 11 JTC 경쟁사 비교

(단위: 십억달러, 배, %)

이름	국가	시총(USD)	시총(KRW)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
JTC	JN	244.1	285.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	11.9
LAOX	JN	170.0	198.7	n/a	n/a	n/a	n/a	113.2	18.3	n/a	358.3	n/a	n/a	n/a
하나투어재팬	JN	124.2	145.1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	15.9	26.0	n/a	35.8
DUFYRY	SZ	4,439.6	5,189.3	27.2	20.8	26.8	50.0	94.9	n/a	2,540	136.7	67.5	14.0	12.2
호텔신라	SK	2,535.2	2,963.2	21.1	27.0	17.1	242.7	49.0	164.8	66.0	127.3	26.3	18.9	15.4
신세계	SK	1,928.9	2,254.5	77.9	22.1	13.3	15.8	11.4	5.6	7.6	16.2	10.9	11.3	8.5
현대백화점	SK	1,535.7	1,795.0	9.4	10.7	11.4	12.4	10.6	12.0	9.0	9.3	8.5	8.5	7.4
하나투어	SK	463.1	541.3	19.6	17.7	19.1	21.6	26.2	40.0	90.9	86.5	87.0	95.4	30.2
모두투어	SK	249.8	292.0	n/a	14.3	20.9	17.2	18.9	30.5	20.2	21.3	41.3	33.1	16.5
CTRIP	CH	18,464.5	21,582.3	38.2	20.8	28.4	45.1	177.6	42.3	n/a	74.7	28.0	26.3	19.1

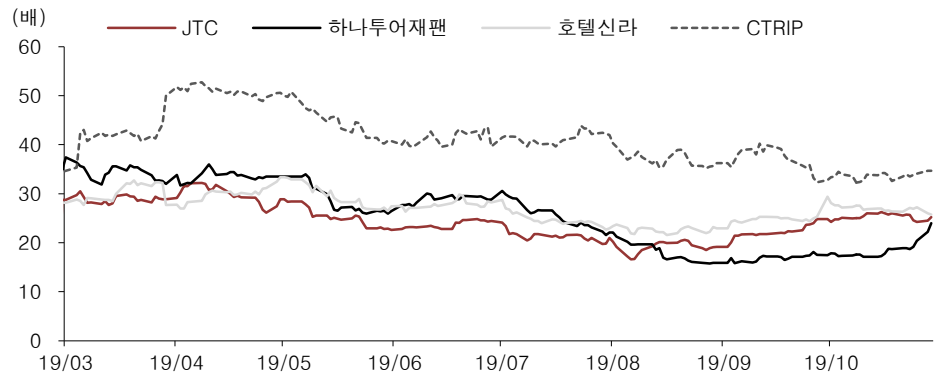
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 32 JTC 경쟁사 주가 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 33 JTC 경쟁사 PER 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 12 LAOX실적 비교

(단위: 십억엔, %)

구분	2012.12	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12
매출액	23.0	33.2	50.2	92.7	62.8	64.3	118.0
YoY	127.9	44.4	51.4	84.6	-32.3	2.4	83.5
부문별							
Fashion Life							61.6
Retail-Consumer Electronic	11.5	13.1	34.6	83.8	60.2	60.6	54.6
SC Development							1.1
Entertainment							0.7
Oversea Business					2.0	2.0	
Other - Real Estate Leasing, etc	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6	1.8	
Other - Insurance, Online Business							
Real Estate Leasing							
Retail-Consumer Electronic							
Trading Intermediary	2.4	4.1	3.8	1.5			
Retail-Consumer Electronic - China	8.3	15.1	11.2	6.8			
지역별							
Japan	13.5	15.0	35.9	84.8	61.4	62.3	110.0
China	9.5	18.2	14.3	7.9	1.4	1.9	8.0
Taiwan						0.0	0.0
매출원가	18.5	26.8	36.7	60.4	39.7	38.0	80.3
YoY	130.0	44.9	37.2	64.4	-34.3	-4.2	111.2
매출원가율	80.5	80.7	73.1	65.1	63.2	59.1	68.0
매출총이익	4.5	6.4	13.5	32.3	23.1	26.3	37.7
YoY	119.6	42.6	111.0	139.8	-28.6	13.9	43.6
매출총이익률	19.5	19.3	26.9	34.9	36.8	40.9	32.0
판매비	5.9	8.1	11.7	23.7	24.0	26.2	38.6
YoY	78.0	36.2	45.8	102.1	1.3	8.8	47.6
판매비율	25.8	24.3	23.4	25.6	38.3	40.7	32.7
영업이익	-1.4	-1.7	1.7	8.6	-1.0	0.1	-0.9
YoY	11.7	16.1	-204.8	393.7	-111.2	-114.6	-707.1
영업이익률	-6.2	-5.0	3.5	9.3	-1.5	0.2	-0.7
순이익							
YoY	-1.4	-3.3	1.2	8.1	-1.5	0.1	-1.0
순이익률	-20.9	139.0	-138.2	551.6	-118.9	-106.5	-1,120.0

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	532.5	518.9	643.9	732.3	797.8
증가율 (Y-Y,%)	(0.1)	(2.5)	24.1	13.7	8.9
영업이익	31.3	17.3	46.0	53.7	59.2
증가율 (Y-Y,%)	16.8	(44.8)	166.2	16.7	10.3
EBITDA	36.1	23.0	93.4	100.5	104.0
영업외손익	(0.5)	(0.6)	(0.8)	1.3	1.3
순이자수익	(0.2)	0.2	0.0	0.0	0.0
외화관련손익	(0.3)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	30.8	16.7	45.2	55.0	60.5
당기순이익	24.6	8.0	28.3	33.3	36.3
지배기업당기순이익	24.6	10.4	29.1	34.0	37.1
증가율 (Y-Y,%)	64.6	(57.8)	180.4	17.1	9.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	(6.1)	6.5	11.2	15.4
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(42.3)	19.7	19.7	50.8
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	(37.3)	44.7	40.7	65.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	(49.0)	23.7	10.7	65.8
영업이익률(%)	5.9	3.3	7.1	7.3	7.4
EBITDA마진(%)	6.8	4.4	14.5	13.7	13.0
순이익률 (%)	4.6	1.5	4.4	4.5	4.5
NOPLAT	25.0	8.2	28.7	32.5	35.5
(+) Dep	4.7	5.7	47.3	46.8	44.8
(-) 운전자본투자	26.2	12.0	(22.3)	5.8	4.8
(-) Capex	11.2	25.5	28.1	32.0	34.9
OpFCF	(7.8)	(23.5)	70.2	41.5	40.6

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	156.5	227.5	146.8	201.3	252.9
현금성자산	54.5	111.1	49.4	92.2	134.3
매출채권	29.7	28.3	48.7	54.5	59.3
재고자산	58.4	64.7	48.7	54.5	59.3
비유동자산	82.0	132.6	(19.1)	(33.7)	(43.4)
투자자산	35.2	55.7	0.0	0.0	0.0
유형자산	45.3	62.9	(18.6)	(33.1)	(42.8)
무형자산	0.7	12.8	(0.5)	(0.6)	(0.6)
자산총계	238.4	360.1	127.7	167.6	209.5
유동부채	57.7	66.2	98.7	104.5	109.3
매입채무	31.3	30.4	48.7	54.5	59.3
유동성이자부채	14.7	20.8	50.0	50.0	50.0
비유동부채	36.8	49.9	0.0	0.0	0.0
비유동이자부채	28.5	39.1	0.0	0.0	0.0
부채총계	94.5	116.1	98.7	104.5	109.3
자본금	6.3	48.9	0.0	0.0	0.0
자본잉여금	5.5	48.2	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	127.9	134.6	29.1	63.1	100.2
자본조정	4.3	2.9	0.0	0.0	0.0
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	144.0	244.0	29.1	63.1	100.2
투하자본	131.8	191.5	29.6	20.8	15.9
순차입금	(11.3)	(51.2)	0.6	(42.2)	(84.3)
ROA	10.0	3.5	11.9	23.0	19.7
ROE	18.5	5.5	22.0	73.9	45.5
ROIC	21.5	5.1	26.0	128.9	193.4

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	0	296	830	971	1060
BPS	5,741	6,701	0	0	0
DPS	0	0	190	210	220
Multiples(x,%)					
PER	n/a	29.4	9.7	8.3	7.6
PBR	n/a	1.3	n/a	n/a	n/a
EV/ EBITDA	(0.3)	11.0	3.0	2.4	1.9
배당수익율	n/a	n/a	2.3	2.6	2.7
PCR	n/a	9.5	n/a	n/a	n/a
PSR	n/a	0.6	n/a	n/a	n/a
재무건전성 (%)					
부채비율	65.6	47.6	339.6	165.7	109.1
Net debt/Equity	n/a	n/a	1.9	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	0.6	n/a	n/a
유동비율	271.1	343.8	148.8	192.6	231.3
이자보상배율	179.7	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.0	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	59.5	53.4	37.5	18.4	10.6
현금+투자자산(%)	40.5	46.6	62.5	81.6	89.4
자본구조					
차입금(%)	23.1	19.7	63.2	44.2	33.3
자기자본(%)	76.9	80.3	36.8	55.8	66.7

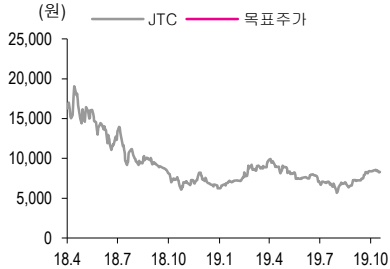
주) 재무제표는 연결기준으로 작성, 2월 결산 기업

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	(5.1)	17.0	27.7	75.0	77.0
당기순이익	24.6	8.0	28.3	33.3	36.3
자산상각비	4.7	5.7	47.3	46.8	44.8
운전자본증감	(8.7)	(4.9)	(48.7)	(5.8)	(4.8)
매출채권감소(증가)	(5.2)	3.8	(48.7)	(5.8)	(4.8)
재고자산감소(증가)	2.0	(0.4)	(48.7)	(5.8)	(4.8)
매입채무증가(감소)	1.4	(0.4)	48.7	5.8	4.8
투자현금	(10.3)	(53.6)	(28.3)	(32.2)	(35.0)
단기투자자산감소	1.3	(1.7)	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(11.2)	(25.5)	(28.1)	(32.0)	(34.9)
유무형자산감소	1.5	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
재무현금	(9.5)	86.3	50.0	0.0	0.0
차입금증가	(8.5)	9.6	50.0	0.0	0.0
자본증가	(1.0)	79.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	1.0	5.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(24.9)	49.9	(53.7)	42.8	42.0
총현금흐름(Gross CF)	38.2	32.2	76.4	80.8	81.9
(-) 운전자본증가(감소)	26.2	12.0	(22.3)	5.8	4.8
(-) 설비투자	11.2	25.5	28.1	32.0	34.9
(+) 자산매각	1.5	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
Free Cash Flow	2.3	(5.3)	70.4	42.8	42.0
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	2.3	(5.3)	70.4	42.8	42.0

JTC - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 과리율(%)	최고(최저)주가 과리율(%)
2019-10-30	담당자변경			
2019-10-30	Buy	12,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2019년 09월 30일 기준)

Buy (90.8%)	Hold (9.2%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사 조사분석 담당자(장지혜)는 2019.07.04 ~ 2019.07.05 해당 법인의 비용으로 JTC 일본 본사를 방문한 사실이 있습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 종로구 새문안로 68 (신문로 1가, 흥국생명빌딩 19층)
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3630, 3699
- 팩스 영업부 대표 02)6742-3649