



JTC

COMPANY REPORT #19-16

Bloomberg Code (950170 KS) / Reuters Code (950170.KQ)

매수 (신규)

엔터/레저

현재주가 (11월 7일) **8,150 원**

목표주가 **11,000 원 (신규)**

상승여력 **35.0%**



[Analyst]

강수연 연구원 ☎ (02) 3772-1552
✉ sykang@shinhan.com

성준원 연구위원 ☎ (02) 3772-1538
✉ jwsung79@shinhan.com

KOSPI		2,144.29p
KOSDAQ		666.15p
시가총액		285.3 십억원
발행주식수		35.0 백만주
유동주식수		12.5 백만주(35.6%)
52 주 최고/최저가		9,920 원/5,690 원
일평균 거래량 (60 일)		110,882 주
일평균 거래액 (60 일)		859 백만원
외국인 지분율		10.15%
주요주주	구철모 외 8 인	64.43%
절대수익률	3개월	42.0%
	6개월	-8.1%
	12개월	16.6%
KOSDAQ 대비	3개월	20.3%
상대수익률	6개월	3.9%
	12개월	19.4%

방일 관광객 증가 대표 수혜주

2020년 방일 중국인 관광객 1,075만명(+9.3% YoY) 전망

일본을 찾는 중국인 관광객이 꾸준히 증가하고 있다. 지난 7~8월에는 월별로 100만명을 상회하기도 했다. JTC의 국적별 매출 비중을 보면 중국인이 80% 이상을 차지한다. 중국인 관광객 증가는 수혜로 이어진다. 최근 소비세가 인상되면서 면세품의 가격 메리트가 높아진 것 역시 긍정적이다. 2020년에는 올림픽 이후 관련 인프라 활용을 위한 패키지 상품 개발과 관광 산업에 우호적인 정책으로 수혜가 지속될 전망이다.

FY19 영업이익 42.9억엔(+148.9% YoY, 453억원) 예상

중국인 관광객 증가에 따른 외형 성장과 높은 PB 상품 매출 비중(57%) 및 효율적 인력 배치로 인한 이익률 개선이 이어지고 있다. 전년 자연재해의 기저효과까지 더해져 FY19 연간 연결 매출액은 614.5억엔(+18.9% YoY), 영업이익은 42.9억엔(+148.9% YoY)으로 전망된다.

투자의견 '매수', 목표주가 11,000원으로 커버리지 개선

투자의견 '매수', 목표주가 11,000원으로 커버리지를 개선한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS에 Target multiple PER 13배(Peer 업체들 대비 35% 할인)를 적용해 산정했다. 향후 일본 인바운드 성장 및 실적 개선세에 따라 Multiple 상향도 가능하다.

02월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액 (십억원)	532.5	518.9	649.6	703.6	799.1
영업이익 (십억원)	31.3	17.3	45.3	51.5	59.0
순이익 (십억원)	24.6	10.4	28.3	35.7	42.4
EPS (원)	979	303	808	1,020	1,211
BPS (원)	5,741	6,701	7,444	8,399	9,546
영업이익률 (%)	5.9	3.3	7.0	7.3	7.4
순이익률 (%)	4.6	1.5	4.1	4.8	5.1
ROE (%)	18.5	5.5	11.4	12.9	13.5
PER (x)	0.0	28.8	10.3	8.2	6.9
PBR (x)	0.0	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	(0.3)	11.4	4.7	4.4	3.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

Contents

- 03 **I. Investment Summary**
- 04 **II. Valuation**
투자이건 '매수, 목표주가 11,000원으로 커버리지 개시
- 06 **III. 기업 개요**
- 08 **IV. 산업 분석**
 - 1. 사후면세점이 발달한 일본의 면세 시장
 - 2. 방일 여행객 소비액 증가세 지속
- 11 **V. 주요 이슈 점검**
 - 1. 방일 중국인 2020년 1,075만명(+9.3% YoY) 전망
 - 2. 2020년 올림픽 이후 패키지 상품 확대 및 정책 수혜 기대
 - 3. 일본 소비세 인상 (8%→10%)
- 16 **VI. 영업실적 전망**
FY19 매출액 614.5억엔(+18.9% YoY), 영업이익 42.9억엔(+148.9%) 전망
- 18 **VII. 리스크 분석**
일본의 자연재해와 관광객 추이
- 19 **VIII. 재무지표 및 SWOT 분석**

I. Investment Summary

일본 사후면세 전문 업체

투자포인트:

1) 방일 중국인

19년 983만명(+17.3% YoY),
20년 1,075만명(+9.3% YoY)

전망

2) 도쿄 올림픽 이후 인프라

활용 및 우호적인 정책 기대

3) 소비세 인상(8%→10%)으로

인한 면세품 가격 경쟁력 강화

1993년 설립된 일본의 사후면세 기업으로 2018년 4월 코스닥 시장에 상장됐다. 국적별 매출 비중은 중국인과 한국인이 대부분을 차지한다(FY19 1Q 중국인 80%/한국인 15%, 2Q 중국인 84%/한국인 11%, 2월 결산 법인). 일본 전역에 25개의 점포를 보유하고 있으며 2020년 2월 말까지 27개로 확장할 계획이다.

투자포인트: 1) 방일 중국인 증가, 2) 올림픽 인프라 활용, 3) 소비세 인상

2019년 7월부터 한일 관계 악화로 한국인 입국자가 급감했지만 중국인 관광객이 그 자리를 채우고 있다. 7, 8월에는 각각 100만명 이상의 중국인이 일본을 찾았다. 동사의 국적별 매출 비중을 보면 중국인이 80% 이상을 차지한다. 중국인 관광객 증가가 수혜로 이어지는 것은 자명하다. 방일 중국인 수는 2019년 983만명(+17.3% YoY), 2020년 1,075만명(+9.3% YoY)으로 성장세를 이어갈 전망이다.

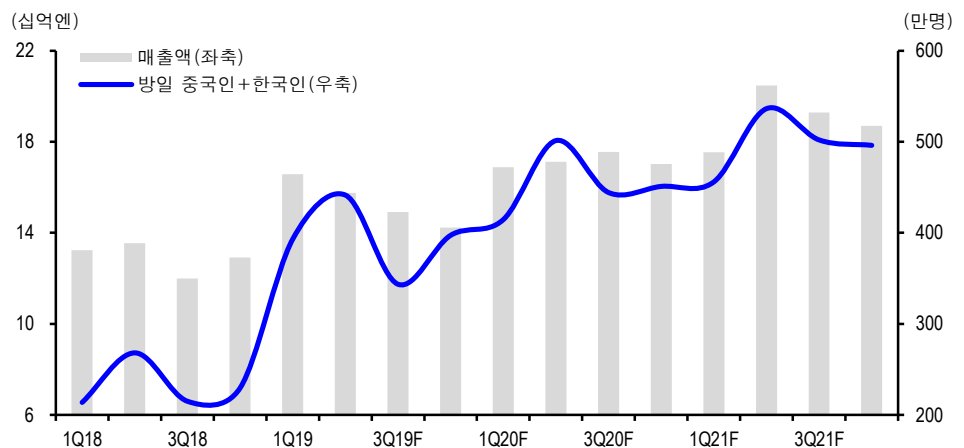
올림픽 개최 도시에는 호텔 등 숙박 시설이 늘어나고 교통 및 편의 시설도 확충된다. 이번 도쿄 올림픽은 경기장 건설과 호텔 신축 및 개축, 교통 시설 구축 등을 포함한 올림픽 관련 건설 투자 규모가 10조엔에 달하는 것으로 알려져 있다. 올림픽이 끝난 이후 그 자원들을 활용하기 위해 관련된 패키지 여행 상품이 만들어지고 관광 산업에 우호적인 정책이 이어질 전망이다. 여행 상품 다양화와 관광 여건 개선으로 관광객 수는 꾸준히 증가할 것으로 예상되며, 동사의 내점객 수 역시 증가세를 지속하겠다.

2019년 10월 1일부터 일본 소비세가 8%에서 10%로 2%p 인상됐다. 소비세 인상은 면세품의 가격 메리트를 높이는 효과가 있다. 소비세가 면세되는 일본 사후면세 사업자의 가격 경쟁력이 더욱 강화될 전망이다. 2014년 소비세 인상 전후를 비교해보면 방일 관광객과 소비액이 더욱 가파르게 증가한 것을 확인할 수 있다. 주목할 만한 점은 관광객 증가폭보다 여행 소비액 증가폭이 더 컸다는 점이다. 물론 소비세 인상만의 효과는 아니었으나 2019~20년에도 여러 긍정적인 요인들과 소비세 인상 효과가 더해져 실적 개선이 충분히 가능할 것으로 판단된다.

투자의견 '매수', 목표주가 11,000원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 11,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS에 Target multiple PER 13배를 적용해 산정했다. 목표 PER 13배는 한국과 일본에서 면세업 및 여행업을 영위하는 업체들의 평균 PER에 35%를 할인(Peer 업체들 대비 실적 규모 감안)한 값이다. 향후 일본 인바운드 성장 및 실적 개선세에 따라 Multiple 상향도 가능하다.

JTC의 매출, 방일 중국인/한국인 관광객 추이 및 전망



자료: 회사 자료, JNTO, 신한금융투자 추정
주: 2월 결산 법인

II. Valuation

투자 의견 '매수', 목표주가 11,000원으로 커버리지 개시

목표주가 11,000원
12개월 Forward EPS 869원
Target multiple PER 13배

투자 의견 '매수', 목표주가 11,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS에 Target multiple PER 13배를 적용해 산정했다. 목표 PER 13배는 한국과 일본에서 면세업 및 여행업을 영위하는 업체들의 평균 PER에 35%를 할인(Peer 업체들 대비 실적 규모 감안)한 값이다. 향후 일본 인바운드 성장 및 실적 개선세에 따라 Multiple 상향도 가능하다. 일본의 인바운드 업체인 하나투어재팬(6561 JP)의 경우 방일 여행객이 증가하던 시기의 PER은 30~35배 수준이었다. 한국의 면세점 사업자인 호텔신라(008770 KS)의 경우도 2013~15년 방한 중국인 증가로 성장세를 이어가던 구간의 PER은 35~45배 수준이었다.

동사의 주가는 2018년 4월 상장 이후 하락세를 보였다. 낮아진 밸류에이션과 일본 관광객 증가로 2019년 초부터는 상승 구간에 들어서는 듯했지만 한일 갈등 여파로 일본을 방문하는 한국인 관광객이 줄어들면서 주가에 영향이 있었다. 하지만 중국인 관광객 성장이 견조해 8월부터 반등세를 보이고 있다. 외부 요인에 따른 변동성은 있겠으나 일본 인바운드 성장 흐름을 감안하면 밸류에이션 매력은 충분하다.

JTC Valuation					
(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
FY19 순이익	28.3	12개월 Forward 순이익	30.4	FY20 순이익	35.7
EPS (원)	808	12개월 Forward EPS (원)	869	EPS (원)	1,020
Target PER (x)	13.0	Target PER (x)	13.0	Target PER (x)	13.0
목표주가 (원)	10,506	목표주가 (원)	11,000	목표주가 (원)	13,264
		현재주가 (원)	8,150		
		현재주가 PER (x)	9.4		
		상승여력 (%)	35.0		

자료: 신한금융투자 추정

Peer(한국/일본 면세 및 여행업) PER 추이							
기업명	티커	시가총액 (십억원)	2016	2017	2018	2019F	2020F
호텔신라	008770 KS	3,265.4	66.1	127.3	26.3	21.7	17.8
신세계	004170 KS	2,520.4	7.6	16.2	10.9	12.6	9.5
Pan Pacific Intl.	7532 JP	12,140.5	20.4	23.1	22.4	24.3	22.1
Hanatour Japan	6561 JP	132.0	-	15.9	26.0	-	32.4
평균			31.3	45.6	21.4	19.5	20.5

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

JTC의 PER Band (12M Fwd)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

JTC의 PBR Band (12M Fwd)

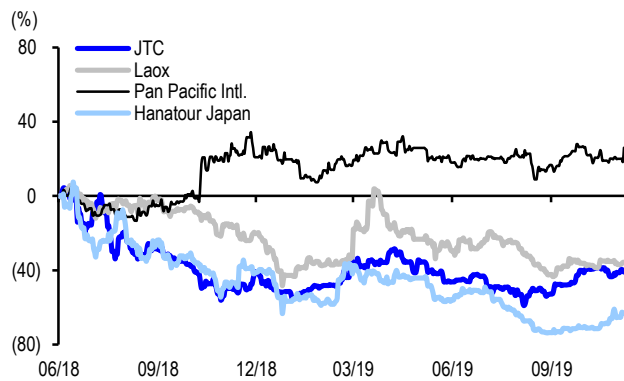


자료: QuantiWise, 신한금융투자

Peer Group		950170 KS	6561 JP	8202 JP	7532 JP	008770 KS	004170 KS	039130 KS
Ticker		JTC	Hanatour Japan	Laos	Pan Pacific Intl.	호텔신라	신세계	하나투어
시가총액 (십억원)		285.3	132.0	194.3	12,140.5	3,265.4	2,520.4	611.0
Sales	2018	518.8	78.6	1,175.9	13,583.6	4,713.7	5,185.7	828.3
(십억원)	2019F	629.9	78.2	-	18,047.3	5,523.7	6,235.4	809.6
	2020F	764.1	97.3	-	18,471.4	6,114.5	6,705.7	845.1
OP	2018	17.3	9.1	(8.5)	645.1	209.1	397.4	24.9
(십억원)	2019F	39.4	3.6	-	733.2	277.3	416.0	18.2
	2020F	53.0	8.1	-	815.4	312.5	482.2	32.4
OP margin	2018	3.3	11.6	(0.7)	4.7	4.4	7.7	3.0
(%)	2019F	6.3	4.6	-	4.1	5.0	6.7	2.3
	2020F	6.9	8.3	-	4.4	5.1	7.2	3.8
NP	2018	10.4	5.2	(13.0)	481.0	108.2	254.5	13.4
(십억원)	2019F	25.8	4.3	-	502.7	202.8	264.3	17.7
	2020F	34.7	4.6	-	552.8	241.7	309.6	23.5
NP margin	2018	2.0	6.6	(1.1)	3.5	2.3	4.9	1.6
(%)	2019F	4.1	5.5	-	2.8	3.7	4.2	2.2
	2020F	4.5	4.7	-	3.0	4.0	4.6	2.8
EPS Growth	2018	(69.1)	적전	-	29.9	291.1	51.4	(20.7)
(% YoY)	2019F	143.6	흑전	-	4.7	48.9	(19.0)	(59.6)
	2020F	34.3	6.7	-	10.2	18.7	32.7	216.4
PER	2018	28.7	26.0	-	22.4	26.3	10.9	87.0
(x)	2019F	11.6	-	-	24.3	21.7	12.6	93.4
	2020F	8.2	32.4	-	22.1	17.8	9.5	42.4
PBR	2018	1.3	2.5	0.4	3.3	3.7	0.7	3.8
(x)	2019F	1.1	-	-	3.0	3.2	0.5	2.7
	2020F	1.0	-	-	2.6	2.7	0.5	2.6
EV/EBITDA	2018	9.2	9.6	14.8	16.8	11.3	10.2	14.2
(x)	2019F	8.4	-	-	15.5	8.9	10.4	13.2
	2020F	5.6	-	-	14.2	8.8	10.3	10.6
ROE	2018	5.5	9.0	(3.0)	15.2	14.9	7.1	6.5
(%)	2019F	10.0	-	-	13.2	19.2	18.5	0.2
	2020F	13.2	-	-	13.0	19.8	6.2	7.1

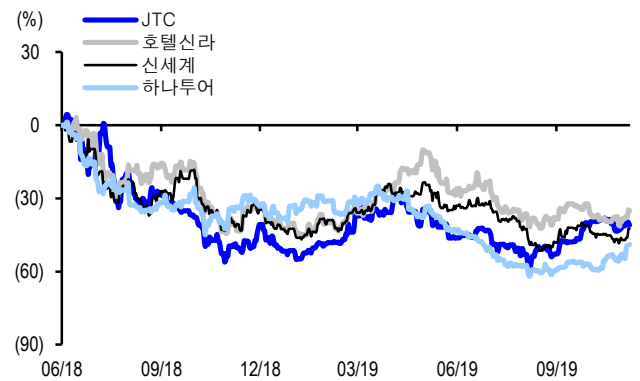
자료: Bloomberg, 신한금융투자

Peers 상대주가 추이(일본 기업)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

Peers 상대주가 추이(국내 기업)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

III. 기업 개요

일본 사후면세 전문 업체

국적별 매출 비중:
중국인 84%, 한국인 11%

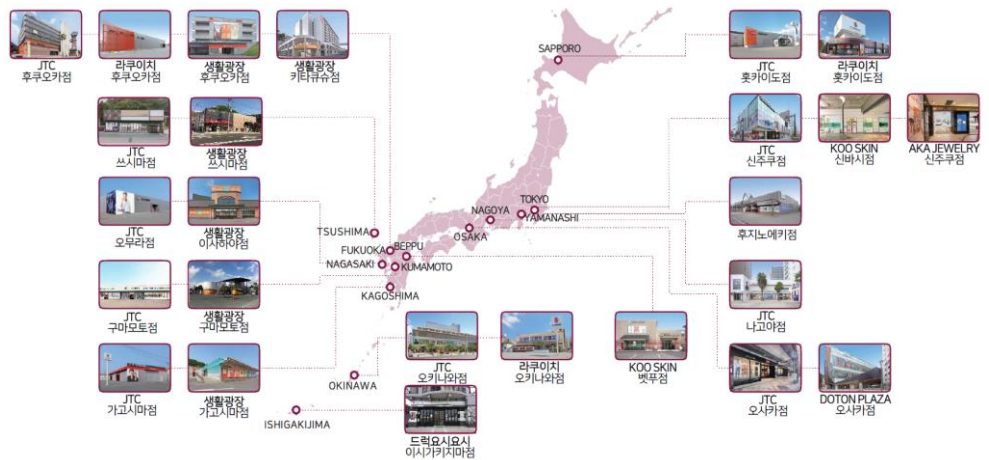
1993년 설립된 일본의 사후면세 기업으로 2018년 4월 코스닥 시장에 상장됐다. 2014년부터 일본을 방문하는 중국인 관광객이 급성장하면서 매출 규모가 크게 증가했다. 국적별 매출 비중은 중국인과 한국인이 대부분을 차지한다(FY19 1Q 중국인 80%/한국인 15%, 2Q 중국인 84%/한국인 11%, 2월 결산 법인). 일본 전역에 25개의 점포를 보유하고 있으며 2020년 2월 말까지 27개로 확장할 계획이다.

여러 차례 쇼핑을 하는 패키지 상품의 특성을 고려해 7개 브랜드로 면세점을 운영하고 있다. 브랜드로는 JTC(종합면세점), 라쿠이치(고가 상품 취급), 쿠스킨(화장품 전문), 생활광장(생활용품), 아카주얼리(보석/시계 전문), 요시요시(드럭스토어), 그리고 개별 여행객도 수용 가능한 도톤프라자(대형 복합 쇼핑몰)가 있다.

PB 상품 매출 비중 57%로
높은 수준, 이익률 확보 용이

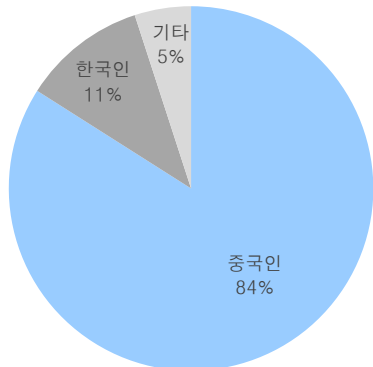
사후면세점 사업은 진입 장벽이 낮은 편이다. 일반 소매점도 등록 절차만 거치면 사후면세점으로 운영이 가능하기 때문이다. 동사의 강점은 25년의 업력과 노하우를 바탕으로 여행사들과 독특한 네트워크를 형성하고 있다는 점이다. 786개의 일본 현지 여행사 중 757개와 제휴를 맺고 있으며 여행 코스, 상품 기획, 출점 계획 등을 여행사들과 함께 공유하고 협의한다. 또한 자체 상품인 PB 상품을 판매함으로써 일정 수준 이상의 이익률을 꾸준히 확보하고 있다. PB 상품의 매출 비중은 FY19 상반기 기준 57%이다.

일본 내 JTC 점포 현황



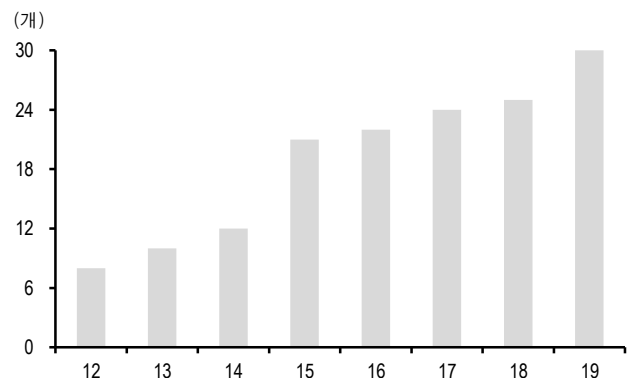
자료: 회사 자료, 신한금융투자

국적별 매출 비중(FY192분기 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

연도별 점포 수 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

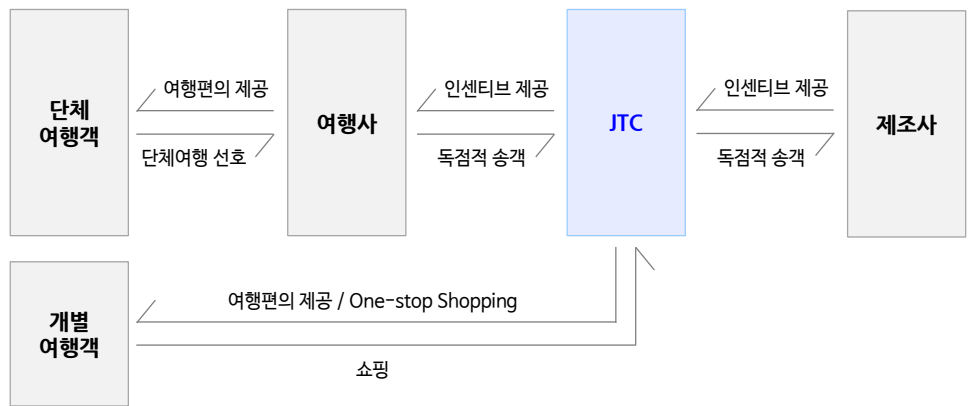
오사카 도톤플라자:
개별여행객+단체관광객 수용

동사는 2017년 4월 오사카에 도톤플라자를 오픈했다. 이전에는 단체 관광객을 대상으로 하는 점포들을 운영했는데 개별 관광객 증가세에 대응해 새로운 형태의 점포를 런칭한 것이다. 개별 관광객과 단체 관광객 모두 수용 가능한 도톤플라자는 개별 면세점으로는 일본 최대 규모이다. 오픈 이후 예상보다 빠르게 BEP를 달성했으며 오사카 이외 지역에도 추가 출점을 고려하고 있다. 전체 매출에서 개별 관광객의 비중은 아직 미미한 수준이지만 도톤플라자를 바탕으로 점차 확대해갈 계획이다.

한국 면세 시장 진출:
서울 시내 사전, 사후 면세점
인천공항 T1, T2 면세점

코스닥 상장 이후 한국 면세점 시장에도 진출했다. 서울 시내 두 곳에서 사후면세점을 운영하고 있으며 방한 중국인이 어느 정도 회복된다면 제주에도 출점을 할 계획이다. 또한 중소면세사업자인 시티플러스를 인수해 인천공항 T1, T2에서 면세점을 운영하고 있으며 시내 사전면세점 오픈을 준비하고 있다. 한국 사업은 아직 수익을 내지는 못하고 있으나 첫 해에 비해서는 적자폭을 크게 줄여가고 있는 것으로 파악된다. 계획 중인 출점이 마무리되고 영업이 정상 궤도에 들어서면 전체 수익에도 기여할 수 있을 전망이다.

Business Model



자료: 회사 자료, 신한금융투자

오사카 도톤플라자

IV. 산업 분석

1. 사후면세점이 발달한 일본의 면세 시장

- 1) 관세율이 낮아 사전면세점의 가격 경쟁력이 높지 않음
- 2) 면세품 인도 방식 편리
- 3) 즉시 환급 가능

일본의 면세 시장은 방일 외국인 관광객 증가와 면세 대상품 확대 시행(2014년 10월 실시)으로 인해 성장세를 이어가고 있다. 연간 방일 관광객이 처음으로 1,000만명을 넘어선 2013년 이후 일본 내 면세점 수는 해마다 큰 폭으로 증가했다. Tax-free 면세점은 기존에 운영하던 점포 그대로 면세점 등록이 가능해 방일 관광객 증가와 더불어 2014년 소비세가 5%에서 8%로 인상된 것도 면세점 등록 점포 증가의 주 요인이었다.

사전면세점(Duty-free)이 발달한 한국과 달리 일본은 사후면세점(Tax-free)이 대부분이다. 이는 면세 환경 차이에서 비롯한다. 한국은 관세율(약 30%)이 소비세율(10%)보다 높다. 반면 일본은 관세율이 낮은 편이다. 면세점의 주요 상품인 화장품/의약품/귀금속 등에 대해 5% 이하의 관세를 부과하고 있다. 주류/담배 및 일부 전자제품 등의 품목에 대해서는 관세를 부과하지 않는다. 그렇기 때문에 사전면세점의 가격 경쟁력이 높지 않다.

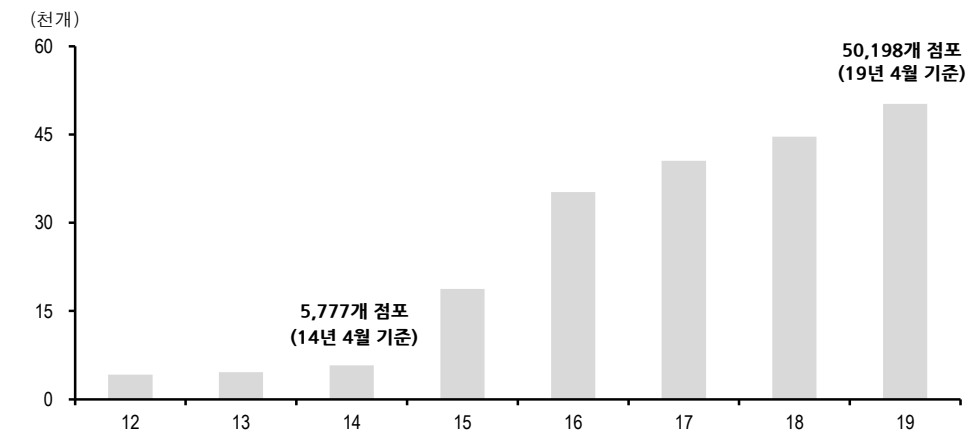
또한 사전면세점을 이용하면 출국할 때 인도장에서 면세품을 수령해야 한다. 한국은 시내면세점에서 면세품을 구매하면 어느 공항이든 소비자가 출국하는 곳에서 면세품을 수령할 수 있지만 일본에서는 하네다/나리타 공항에서만 수령할 수 있다. 반면 사후면세점에서는 구입 시 바로 상품을 수령할 수 있어 편리하다는 장점이 있다.

국가마다 조금씩 차이가 있지만 유럽이나 한국 같은 경우 사후면세점에서 물품을 구매할 때 세금이 포함된 금액으로 결제하고 이후에 환급 대행 업체를 통해 환급을 받는 것이 일반적이다. 반면 일본에서는 물품 구매 시 즉시 환급이 가능하다. 결제할 때 소비세를 제한 금액으로 결제하거나 쇼핑몰이나 백화점의 경우에는 따로 마련된 환급 카운터에서 바로 환급받을 수 있다. 이러한 이유로 일본에서는 사후면세점이 면세 시장의 대부분을 차지하고 있으며 외국인 관광객이 증가함에 따라서 구조적인 성장은 이어질 것으로 전망된다.

사전면세(Duty-free)와 사후면세(Tax-free)의 차이		
	Duty-free	Tax-free
면세 대상	소비세, 관세, 주세, 담배세 등	소비세
면세 대상자	출국자	비거주자
면세 방식	판매 시 가격에서 공제	판매 시 카운터에서 즉시 환급
상품 수령	출국 절차 후 면세품 인도장에서 수령	구입 시 수령

자료: 회사 자료, 신한금융투자

일본 Tax-free 점포 수 추이



자료: 일본관광청, 신한금융투자

방일 관광객 전체 소비액
 12년 1.1조엔 → 18년 4.5조엔
 (CAGR 27%)
 19년 5.0조엔 상회 전망

2. 방일 여행객 소비액 증가세 지속

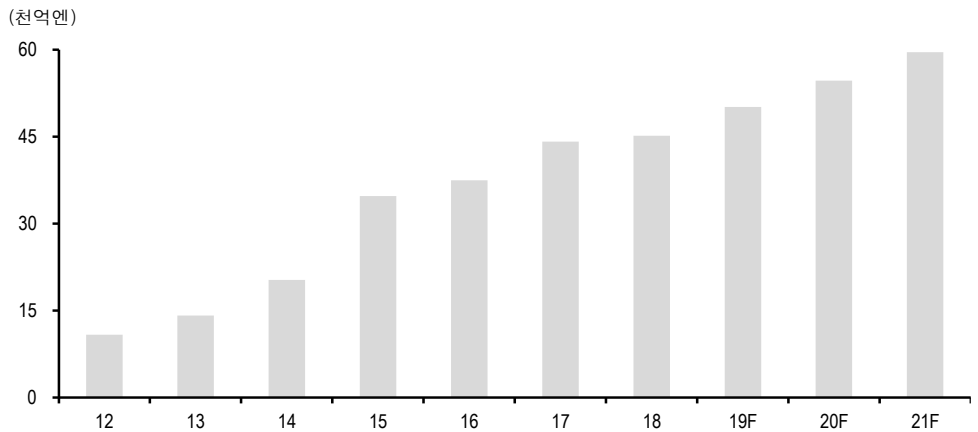
일본을 찾는 관광객들이 여행 중 소비하는 전체 금액은 방일 관광객이 늘어나면서 자연스럽게 증가해왔다. 2012년 1.1조엔이었던 전체 소비액은 2018년 4.5조엔을 돌파했다. 연평균 성장률이 27%에 달한다. 2019년 연간 방일 관광객의 총 소비액은 5.0조엔 이상이 될 것으로 예상된다(2019년 상반기 소비액은 2.4조엔). 항목별로는 쇼핑이 35%, 숙박이 29%, 식비가 21%를 차지한다.

방일 관광객 1인당 전체 소비액은 중국인 관광객의 소비가 급증했던 2015년(17.6만엔)을 제외하고는 2014년 이후 15.1~15.6만엔 수준이었다. 그중 1인당 쇼핑액은 5.1~5.9만엔이었다(2015년 7.4만엔). 같은 기간 일본을 방문한 중국인들의 1인당 소비액은 22.5~23.2만엔 수준으로 평균을 크게 상회한다. 1인당 쇼핑액 역시 11.0~12.7만엔으로 평균치의 두 배 이상이다.

2015년에는 중국인들의 대량 구매 트렌드로 중국인 관광객의 소비액은 물론 전체 소비액이 전년 대비 크게 증가했다. 일본에서 중국인 관광객이 대량으로 물건을 구매하는 것을 가리키는 '바쿠가이(爆買, 폭매)'라는 신조어도 생겼다. 하지만 이후 엔화 강세, 중국 정부의 해외소비억제책 실시 등의 이유로 중국인들의 1인당 소비액은 급감했다.

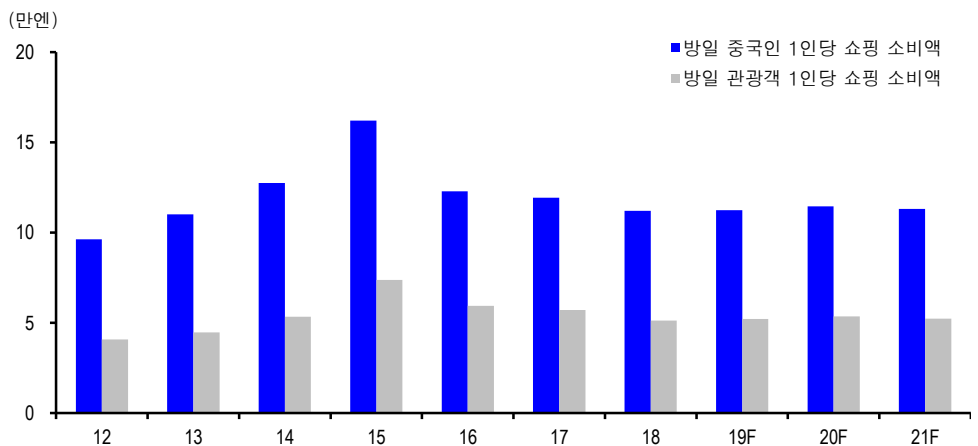
중국인 관광객들의 소비액 및 쇼핑 지출액은 2017년 이후 안정화 단계에 접어들었다고 판단된다. 앞으로도 2018년~2019년 상반기와 비슷한 수준의 소비액 흐름이 이어질 것으로 예상된다. 방일 중국인 관광객의 1인당 소비액이 크게 늘어나지는 않겠지만 관광객 수가 증가하면서 전체 소비액은 증가세를 이어갈 전망이다.

방일 관광객 소비액 추이 및 전망



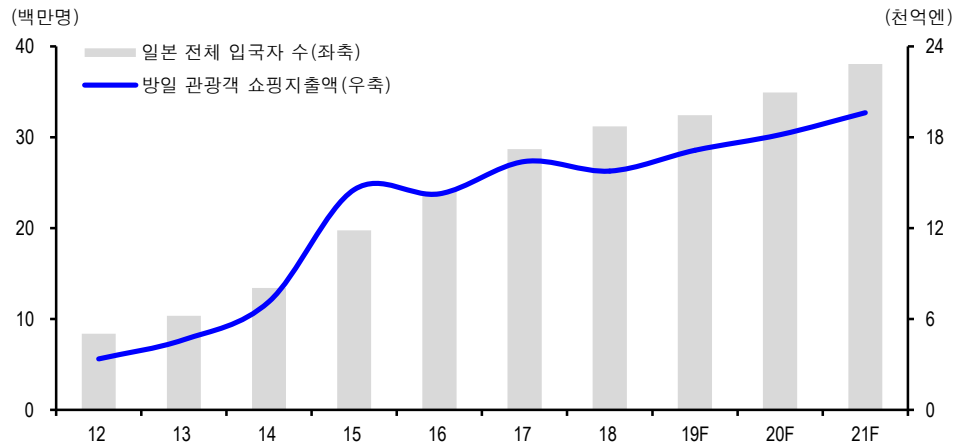
자료: 일본관광청, 신한금융투자 추정

방일 관광객 1인당 쇼핑 소비액 vs. 중국인 관광객 1인당 쇼핑 소비액 및 전망



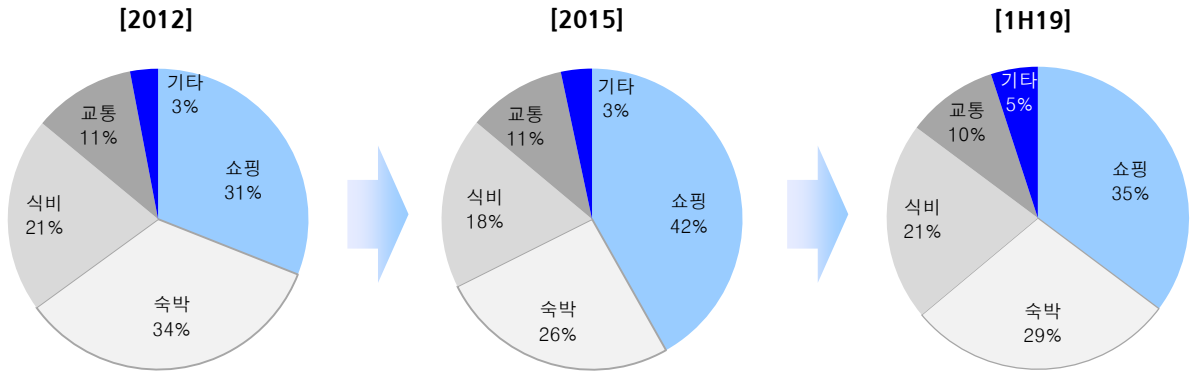
자료: JNTO, 일본관광청, 신한금융투자 추정

전체 방일 관광객 수 및 쇼핑 지출액 추이 및 전망



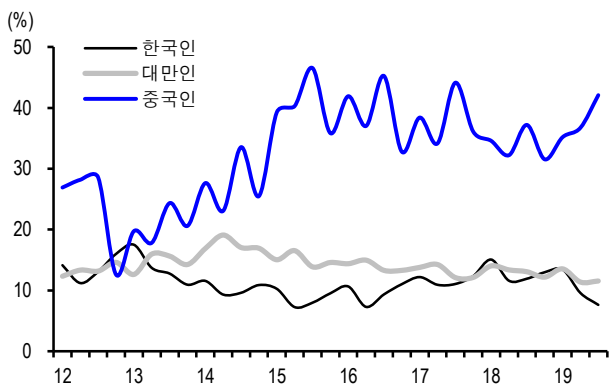
자료: 일본관광청, 신한금융투자 추정

방일 관광객의 항목별 소비 비중 변화



자료: 일본관광청, 신한금융투자

방일 관광객 국적별 소비액 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

위안/엔 환율 및 중국인 소비액 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

V. 주요 이슈 점검

1. 방일 중국인 2020년 1,075만명(+9.3% YoY) 전망

일본 전체 입국자 수 전망
 2019년 3,242만명(+4.0% YoY)
 2020년 3,492만명(+7.7% YoY)

19년 7월부터 방일 한국인 감소했으나 중국인 관광객 증가
 → 중국인 매출 비중이 80% 이상인 동사의 수혜 요인

일본 전체 입국자 수는 해마다 성장을 거듭하고 있다. 2013년 1,000만명을 돌파한 관광객 수는 2016년에 2,400만명을 넘어섰고 2018년에는 3,100명을 상회했다. 연평균 25%씩 증가한 셈이다. 2019년 연간 입국자 수는 3,242만명(+4.0% YoY)으로 예상된다. 2018~19년은 자연 재해 및 한일 관계 등의 영향으로 성장률이 다소 낮아졌으나 성장 흐름은 지속되고 있으며, 2020~21년에 다시 두 자릿수 성장률을 회복할 가능성도 있다고 판단된다.

2014년까지는 한국인 입국자가 중국인 입국자보다 많았다. 2015년에 중국인 관광객이 급증하면서 중국인 입국자 비중이 한국인 비중을 넘어섰다. 한국의 MERS 사태와 사드(THAAD) 배치로 인한 한중 관계 문제로 한국 대신 일본을 찾는 중국인이 늘어나면서 반사 수혜를 얻었다. 2018년 연간 기준으로 전체 입국자 중 중국인 비중은 27%, 한국인 비중은 24%를 기록했다.

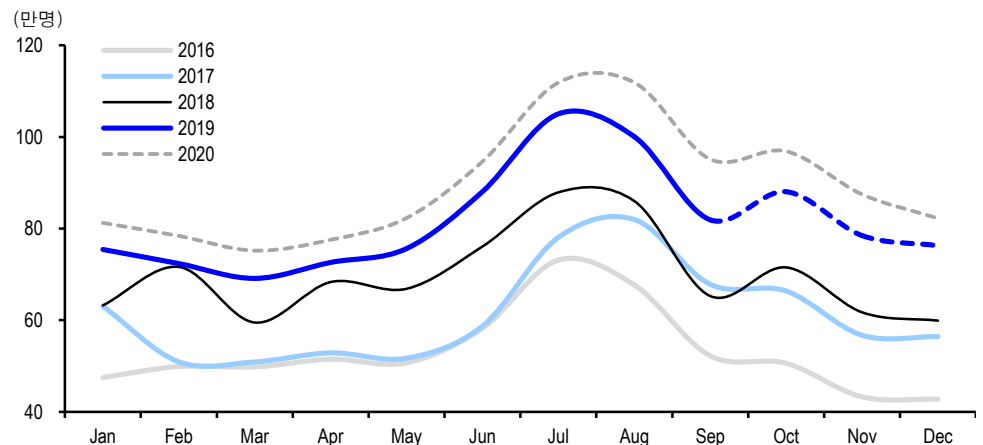
올해 7월부터 한일 관계 악화로 한국인 입국자가 급감해 비중이 10% 미만까지 떨어졌다. 그러나 중국인 관광객이 그 자리를 채우고 있다. 7, 8월에는 각각 100만명 이상의 중국인이 일본을 찾았다. 동사의 국적별 매출 비중을 보면 중국인이 80% 이상이다. 중국인 관광객 증가가 수혜로 이어지는 것은 자명하다. 한국인 관광객 감소의 영향이 없을 수는 없겠으나 제한적이라고 판단하는 이유이다. 중국인 관광객의 소비액 수준이 높은 것 역시 실적으로 긍정적인 요인이다.

일본은 중국인들이 선호하는 해외 여행지로 꼽힌다. 올해 바이두가 발표한 ‘중국인이 가장 선호하는 여름 해외 여행지’에 관한 자료에서 일본은 태국에 이어 2위를 차지했다. 씨트립이 진행한 ‘국경절 연휴 기간에 방문하고 싶은 해외 여행지’에 대한 조사에서는 2년 연속 일본이 1위로 꼽혔다. 실제로 올해 국경절 연휴 기간 중 일본을 찾은 중국인은 전년 대비 약 30% 증가했다.

일본 여행 수요가 증가하는 것은 일본으로의 신규 취항 및 증편 추세로도 확인할 수 있다. 2019년 4~10월 중국 항공사들의 일본 취항 편수는 주당 896편으로 전년 대비 20.1% 증가했다. 이는 여객과 화물을 합산한 수치지만 화물 수송 편수는 거의 변동이 없다는 점을 감안하면 증가분의 거의 대부분이 여객임을 알 수 있다.

최근 일본은 중국인 관광객을 대상으로 비자 발급 절차를 간소화했다. 연간 중국인 관광객 1,000만명 유치를 목표로 추진하는 정책의 일환이다. 현재는 15일 이내로 체류하는 단체 여행객에 한해서 전자신청이 가능하지만 2020년 4월부터는 중국인 전체를 대상으로 전자비자 발급을 도입한다. 일본 여행지 선호 경향과 우호적인 정책에 힘입어 방일 중국인 수는 2019년 983만명(+17.3% YoY), 2020년 1,075만명(+9.3% YoY)으로 성장세를 이어갈 전망이다.

월별 방일 중국인 수 추이 및 전망



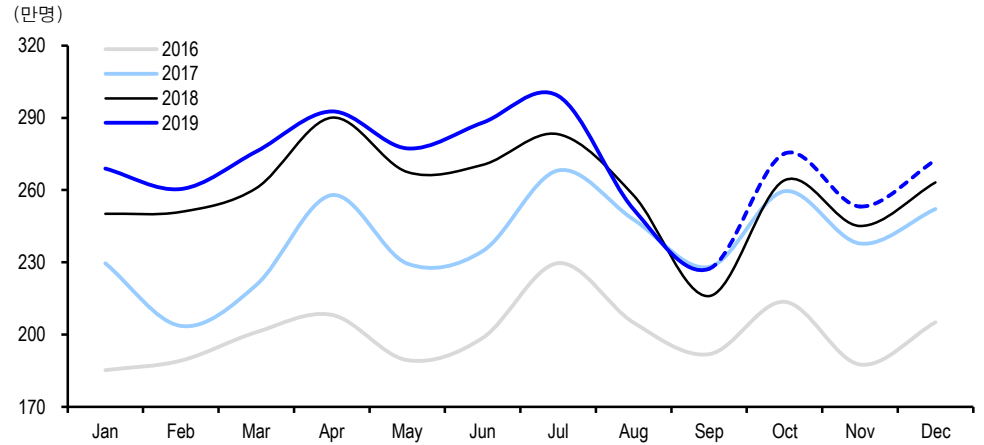
자료: JNTO, 신한금융투자 추정

일본 입국자 추이

(명, %)	전체입국자	YoY	중국인	YoY	한국인	YoY	대만인	YoY
2016.01	1,851,895	52.0	475,115	110.0	514,889	43.8	320,963	47.9
2016.02	1,891,375	36.4	498,903	38.9	490,845	52.6	348,971	25.7
2016.03	2,009,550	31.7	498,053	47.3	374,057	39.5	328,400	18.2
2016.04	2,081,697	18.0	514,866	26.9	353,660	16.1	384,165	14.6
2016.05	1,893,574	15.3	507,095	31.0	302,088	(4.2)	375,475	10.5
2016.06	1,985,722	23.9	582,452	26.0	347,365	38.1	397,840	15.2
2016.07	2,296,451	19.7	731,386	26.8	447,008	30.0	397,002	9.8
2016.08	2,049,234	12.8	676,966	14.4	458,927	17.4	333,242	6.2
2016.09	1,918,246	19.0	522,302	6.3	430,614	42.8	347,522	14.7
2016.10	2,135,904	16.8	506,162	13.6	449,555	21.2	354,457	3.2
2016.11	1,875,404	13.8	432,802	19.2	426,918	18.6	300,739	1.4
2016.12	2,050,648	15.7	427,462	23.2	494,376	18.9	278,736	4.9
2017.01	2,295,668	24.0	630,570	32.7	625,415	21.5	350,765	9.3
2017.02	2,035,771	7.6	509,090	2.0	599,745	22.2	342,951	(1.7)
2017.03	2,205,664	9.8	508,979	2.2	488,349	30.6	339,884	3.5
2017.04	2,578,970	23.9	528,781	2.7	554,627	56.8	413,348	7.6
2017.05	2,294,717	21.2	517,038	2.0	558,892	85.0	407,471	8.5
2017.06	2,346,442	18.2	587,193	0.8	568,877	63.8	433,603	9.0
2017.07	2,681,518	16.8	780,771	6.8	644,026	44.1	446,604	12.5
2017.08	2,477,428	20.9	819,855	21.1	620,904	35.3	377,843	13.4
2017.09	2,280,406	18.9	678,313	29.9	556,885	29.3	347,796	0.1
2017.10	2,595,148	21.5	663,815	31.1	620,936	38.1	421,094	18.8
2017.11	2,378,079	26.8	567,149	31.0	622,604	45.8	363,178	20.8
2017.12	2,521,262	22.9	564,264	32.0	678,905	37.3	319,516	14.6
2018.01	2,501,409	9.0	632,304	0.3	803,816	28.5	350,522	(0.1)
2018.02	2,509,297	23.3	716,333	40.7	708,318	18.1	400,858	16.9
2018.03	2,607,956	18.2	594,920	16.9	619,196	26.8	387,338	14.0
2018.04	2,900,718	12.5	683,377	29.2	638,523	15.1	470,042	13.7
2018.05	2,675,052	16.6	668,600	29.3	640,355	14.6	440,109	8.0
2018.06	2,704,631	15.3	760,949	29.6	606,162	6.6	456,895	5.4
2018.07	2,832,040	5.6	879,097	12.6	607,953	(5.6)	460,473	3.1
2018.08	2,578,021	4.1	860,121	4.9	593,941	(4.3)	394,551	4.4
2018.09	2,159,595	(5.3)	652,740	(3.8)	479,733	(13.9)	329,142	(5.4)
2018.10	2,640,610	1.8	715,255	7.7	571,176	(8.0)	379,633	(9.8)
2018.11	2,450,751	3.1	617,252	8.8	588,213	(5.5)	351,905	(3.1)
2018.12	2,631,776	4.4	599,086	6.2	681,566	0.4	335,790	5.1
2019.01	2,689,339	7.5	754,421	19.3	779,383	(3.0)	387,498	10.5
2019.02	2,604,322	3.8	723,617	1.0	715,804	1.1	399,829	(0.3)
2019.03	2,760,136	5.8	691,279	16.2	585,586	(5.4)	402,433	3.9
2019.04	2,926,685	0.9	726,132	6.3	566,624	(11.3)	403,467	(14.2)
2019.05	2,773,091	3.7	756,365	13.1	603,394	(5.8)	426,537	(3.1)
2019.06	2,880,041	6.5	880,651	15.7	611,867	0.9	461,085	0.9
2019.07	2,991,189	5.6	1,050,420	19.5	561,675	(7.6)	459,216	(0.3)
2019.08	2,520,100	(2.2)	1,000,600	16.3	308,700	(48.0)	420,300	6.5
2019.09	2,272,900	5.2	819,100	25.5	201,200	(58.1)	376,200	14.3

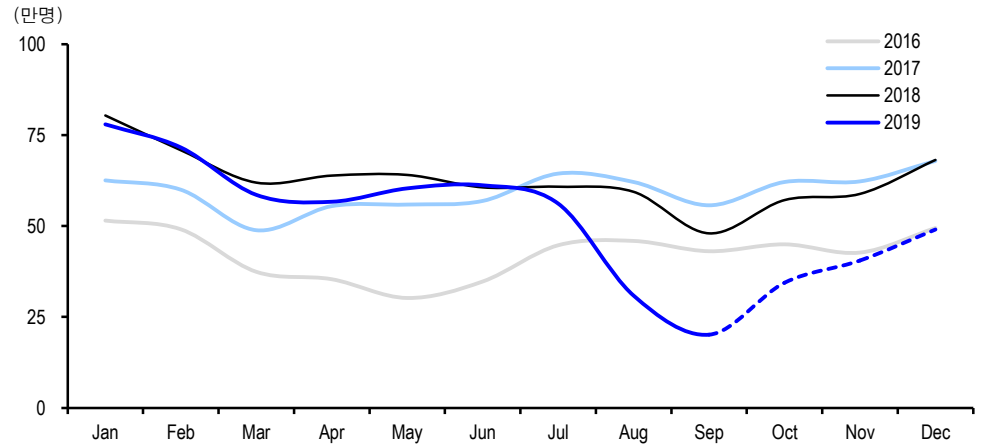
자료: JNTO, 신한금융투자

월별 전체 방일 외국인 수 추이 및 전망



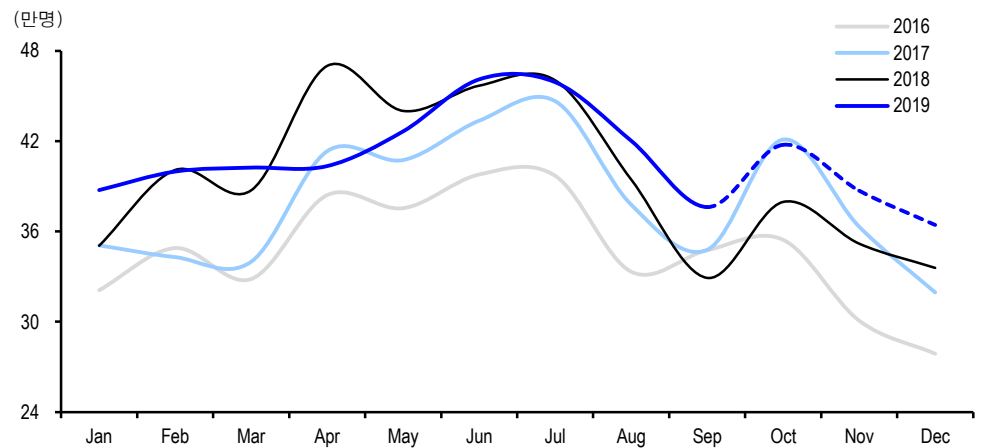
자료: JNTO, 신한금융투자 추정

월별 방일 한국인 수 추이 및 전망



자료: JNTO, 신한금융투자 추정

월별 방일 대만인 수 추이 및 전망



자료: JNTO, 신한금융투자 추정

2020년 도쿄 지역 20개 이상의 호텔(객실 수 약 5,000개) 오픈 예정

도쿄도는 '관광 산업 진흥 실행 계획'을 통해 관광 여건 개선 노력 지속할 계획

2. 2020년 올림픽 이후 패키지 상품 확대 및 정책 수혜 기대

2020년 7월 24일부터 8월 9일까지 도쿄에서 제 32회 하계올림픽이 열린다. 일본은 올림픽이 개최되는 2020년에 관광객 4천만명 유치를 목표로 하고 있다. 올림픽 기간에 일본을 방문하는 관광객은 단체 여행객 보다는 개별 여행객이 대부분일 것으로 예상된다. 항공, 숙박부터 식비까지 각종 여행 비용이 높아져 단체 관광객이 찾기에 적절한 시기는 아니기 때문이다.

동사의 수혜가 예상되는 시기는 올림픽 기간 중이 아니라 그 이후이다. 올림픽 개최 도시에는 호텔 등 숙박 시설이 늘어나고 교통 및 편의 시설도 확충되기 마련이다. 이번 도쿄 올림픽은 경기장 건설과 호텔 신축 및 개축, 교통 시설 구축 등을 포함한 올림픽 관련 건설 투자 규모가 10조엔에 달하는 것으로 알려져 있다. 올림픽이 끝난 이후 그 자원들을 활용하기 위해 관련된 패키지 상품이 만들어지고 관광 산업에 우호적인 정책이 이어질 전망이다.

올림픽 기간 중 숙박 수요와 이후 여행 수요에 대비해 다수의 호텔이 오픈을 앞두고 있다. APA Hotel & Resort Ryogoku Station Tower, AC Hotel by Marriott Tokyo Ginza를 비롯해 20개 이상의 호텔이 새로 들어설 준비를 하고 있으며 이에 따라 약 5,000개의 객실이 새로 추가될 예정이다. 2020년 하반기부터는 늘어난 호텔들을 바탕으로 여행 상품의 공급이 증가할 개연성이 높다. 여행사들의 모객 활동 역시 활발해질 것으로 예상된다.

도쿄도는 '관광 산업 진흥 실행 계획'을 통해 올림픽 후에도 지속적인 관광 산업 진흥을 위해 인프라 정비, 인재 육성 등의 지원을 꾸준히 하겠다는 로드맵을 발표했다. 국내 숙박 시설 및 음식점, 소매점 등의 외국어 안내부터 무선 인터넷 환경 정비, 신용카드 결제 단말기 도입 확대 등 관광객의 편의를 높이기 위한 노력을 지속한다는 내용을 담고 있다. 향후 '지속 가능한 관광'을 표방해 여행지로서의 인지도를 제고하고 타 지역과의 관광 연계도 적극적으로 진행할 계획이다.

여행 상품 다양화와 관광 여건 개선으로 관광객 수는 꾸준히 증가할 것으로 예상되며, 동사의 내점객 수 역시 증가세를 지속할 수 있을 전망이다. 고객 수 증가 및 새로운 관광 루트 개발에 따른 추가 출점도 얼마든지 가능하다. 도쿄 올림픽 그 이후가 기대된다.

2020년 오픈 예정인 도쿄 지역 호텔 List

호텔명	오픈시기	객실 수	위치
LANDABOUT	1월	169	Negishi, Taito-ku
Mitsui Garden Hotel Roppongi Premier	1월	-	Minato-ku
APA Hotel & Resort Ryogoku Station Tower	4월	1,111	Sumida-ku
Mesm Tokyo, Autograph Collection	4월	265	Minato-ku
Hotel MONday Asakusa	4월	115	Asakusa, Taito-ku
Hotel MONday Asakusabashi	4월	94	Asakusabashi, Taito-ku
Best Western Hotel Fino Shinyokohama	5월	108	Akasaka, Minato-ku
SORANO HOTEL	5월	81	Tachikawa
HOTEL TAVINOS Asakusa	5월	-	Asakusa, Taito-ku
APA Hotel Ueno Hirokoji	6월	215	Chiyoda-ku
Kimpton Tokyo Shinjuku	6월	160	Nishishinjuku
Hotel MONday Ueno Okachimachi	6월	124	Taito-ku
Tokyo Bay Shiomi Prince Hotel	7월	605	Shiomi, Koto-ku
Asakusa View Hotel Annex Roku	봄	199	Asakusa, Taito-ku
AC Hotel by Marriott Tokyo Ginza	여름	296	Ginza 6-chome, Chuo-ku
Tokyo edition Toranomom	여름	200	Toranomon, Minato-ku
Four Seasons Hote (OH-1 plan)	여름	193	Otemachi, Chiyoda-ku
Prince Smart Inn Ebisu	여름	82	Ebisu Minami, Shibuya-ku
Hotel Livemax Akasaka II	여름	-	Akasaka, Minato-ku

자료: Ryokolink, 신한금융투자

3. 일본 소비세 인상 (8%→10%)

2014년 소비세 인상(5%→8%) 이후 방일 관광객 및 소비액 큰 폭으로 증가

2019년 10월 1일부터 일본 소비세가 8%에서 10%로 2%p 인상됐다. 2014년에 5%에서 8%로 인상된 이후 5년 만의 인상이다. 소비세 인상은 면세품의 가격 메리트를 높이는 효과가 있다. 소비세가 면세되는 일본 사후면세 사업자의 가격경쟁력이 더욱 강화될 전망이다.

2014년 4월 소비세 인상 전후를 비교해보면 방일 관광객과 소비액이 더욱 가파르게 증가한 것을 확인할 수 있다. 주목할 만한 점은 관광객 증가폭보다 여행 소비액 증가폭이 더 크게 나타났다는 점이다. 같은 시기에 동사의 실적 역시 큰 폭의 성장세를 보였다. 매출액은 FY13(2013년 3월~2014년 2월) 122억엔 → FY14 298억엔 → FY15 658억엔으로 두 배 이상씩 증가했다. 영업이익도 11억엔 → 32억엔 → 95억엔으로 크게 증가했다.

2014~15년

- 1) 방일 중국인 급증
- 2) 중국인 관광객의 폭매 현상
- 3) 공격적 점포 확대

이는 물론 소비세 인상만의 효과는 아니다. 여러 가지 요인들이 복합적으로 작용했다. 앞서 언급했듯 2015년에는 1) 한국의 대체 여행지로 일본을 찾는 중국인이 급증했고, 2) 중국인 관광객들의 폭매 현상이 이어졌다. 이에 대응해 동사는 3) 점포 수를 14년 12개에서 15년 21개로 늘려 외형 성장을 꾀했다.

2019~20년

- 1) 방일 중국인 증가
- 2) 정부의 관광객 유치 정책
- 3) 전략적 출점 계획

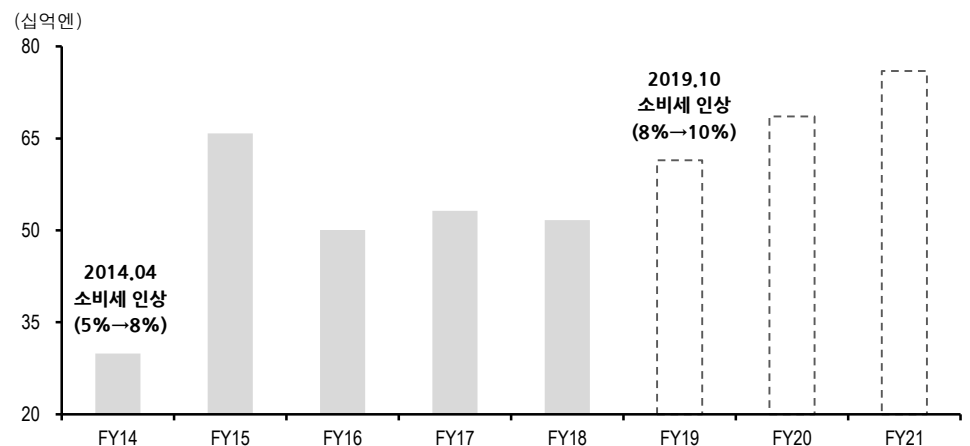
2019~2020년에도 마찬가지로 긍정적인 요인들이 많다. 1) 월별로 100만명을 상회하는 등 중국인 관광객의 절대 숫자가 증가하고 있고, 2) 비자 발급 요건 완화와 같은 일본 정부의 관광객 유치 정책도 이어질 전망이다. 동사는 이전 만큼 공격적으로 점포 수를 늘리지는 않겠지만 3) 새로운 관광 루트 및 크루즈 신규 취항 지역에 전략적으로 출점함으로써 안정적인 수익을 확보할 계획이다. 이와 같은 요인들에 소비세 인상까지 더해져 실적 개선을 충분히 기대할 만하다고 판단된다.

회계연도	FY13 (2013.03~2014.02)	FY14 (2014.03~2015.02)	FY15 (2015.03~2016.02)
JTC 매출액 (십억엔)	12.2	29.8	65.8
% YoY		144.3	120.9
JTC 영업이익 (십억엔)	1.1	3.2	9.5
% YoY		190.9	195.5
방일 외국인 (만명)	1,079.0	1,419.5	2,087.5
% YoY	26.5	31.6	47.1
방일 외국인 여행 소비액 (십억엔)	1,557.0	2,304.5	3,701.1
% YoY	39.7	48.0	60.6

자료: 회사 자료, JNTO, 일본관광청, 신한금융투자

주: 방일 외국인 여행 소비액의 경우 FY13(2013.04~2014.03), FY14(2014.04~2015.03), FY15(2015.04~2016.03)

JTC의 매출 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

VI. 영업실적 전망

FY19 매출액 614.5억엔(+18.9% YoY), 영업이익 42.9억엔(+148.9% YoY) 전망

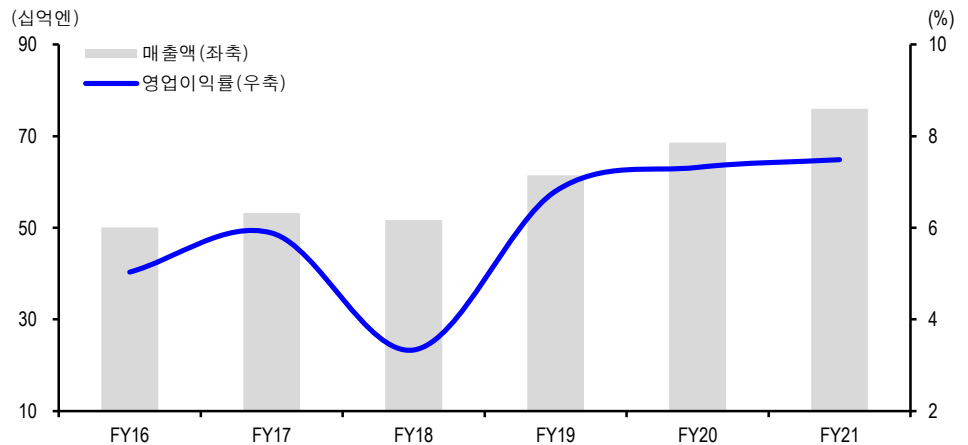
연간 연결 영업이익 전망:
 FY19 42.9억엔(+148.9%)
 FY20 50.2억엔(+17.1%)

중국인 관광객 증가세로
 외형 성장 지속,
 높은 PB 상품 매출 비중 및
 효율적 인력 배치로 이익률 개선

FY19 1분기(2019년 3~5월) 매출액은 165.7억엔(+25.2% YoY), 영업이익은 12.3억엔(+47.6% YoY)으로 호실적을 기록했다. 매출의 80% 비중을 차지하는 중국인 관광객이 전년 대비 11.7% 증가해 실적 개선에 긍정적이었다. 2분기도 매출액 157.4억엔(+16.2% YoY), 영업이익 12.4억엔(+165.8% YoY)으로 좋은 실적을 이어갔다. LCC 편수 증가를 비롯한 항공 노선 증가로 중국인 관광객이 크게 늘었다. 한일 갈등으로 한국인 관광객이 감소(-18.0% YoY)했으나 중국인 관광객 증가(+17.3% YoY) 영향이 더 컸다. 더불어 PB 상품 매출 비중이 57%로 높게 유지되면서 영업이익률(7.8%)도 전년 대비 개선되는 흐름이 이어졌다.

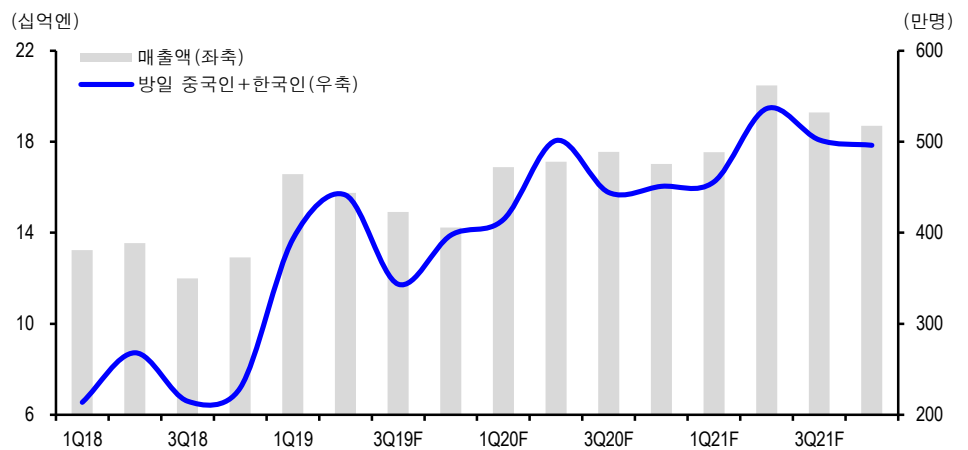
FY19 하반기에도 개선 흐름이 이어지겠다. FY18 하반기에는 자연재해 영향으로 실적이 부진했었다. 기저효과에 중국인 관광객 성장까지 더해져 FY19 연간 연결 매출액은 614.5억엔(+18.9% YoY), 영업이익은 42.9억엔(+148.9% YoY)으로 전망된다. 2020년에는 올림픽이 예정되어 있으며 2019년 급감했던 한국인 관광객이 한일 관계 양상에 따라 다시 회복될 가능성도 있다. 중국인 관광객은 10% YoY 이상 성장할 것으로 추정된다. FY20 연결 매출액 685.7억엔(+11.6% YoY), 영업이익 50.2억엔(+17.1% YoY)으로 성장세를 지속할 전망이다.

JTC의 매출, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

JTC의 매출, 방일 중국인/한국인 관광객 추이 및 전망



자료: 회사 자료, JNTO, 신한금융투자 추정

JTC의 실적 추이 및 전망(엔화 기준)															
(천명, 십억엔, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
<주요가정>															
일본 전체 입국자	8,184	8,115	7,251	7,925	8,460	8,391	7,556	8,335	8,968	9,140	8,236	8,917	31,475	32,742	35,261
- 중국인 입국자	1,947	2,500	1,985	2,077	2,174	2,932	2,484	2,348	2,359	3,184	2,727	2,675	8,509	9,938	10,945
- 한국인 입국자	1,898	1,808	1,639	2,177	1,756	1,482	950	1,613	1,794	1,828	1,647	1,902	7,522	5,801	7,171
매출액	13.2	13.5	12.0	12.9	16.6	15.7	14.9	14.2	16.9	17.1	17.6	17.0	51.7	61.5	68.6
YoY growth	11.6	(12.5)	(13.6)	7.7	25.2	16.2	24.4	10.2	1.9	8.7	17.7	19.7	(2.8)	18.9	11.6
상품판매	12.9	13.2	11.7	12.7	16.3	15.4	14.6	13.9	16.6	16.8	17.3	16.7	50.5	60.2	67.4
- 식품	4.8	5.2	4.5	4.6	5.7	5.6	5.3	5.0	6.0	6.1	6.2	6.0	19.2	21.6	24.3
- 생활용품	2.3	2.3	1.8	1.7	2.3	2.1	2.0	1.9	2.3	2.3	2.4	2.3	8.1	8.3	9.2
- 화장품	2.7	2.6	2.3	2.3	3.3	2.9	2.8	2.7	3.2	3.2	3.3	3.2	10.0	11.7	12.9
- 건강용품	1.0	0.7	0.7	0.6	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.7	2.9	2.7	2.9
- 귀금속	1.1	1.1	0.9	1.0	1.1	1.3	1.1	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3	4.1	4.6	5.3
- 전자기기	0.7	0.8	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	2.7	3.0	3.3
- 기타	0.2	0.3	0.9	2.0	2.2	2.1	2.1	1.9	2.3	2.4	2.4	2.3	3.5	8.4	9.4
부동산임대	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	1.0	1.0	1.0
매출원가	4.0	4.1	3.7	4.1	5.0	4.8	4.6	4.4	5.1	5.2	5.4	5.2	15.9	18.7	20.9
판매비	8.4	8.9	7.9	8.4	10.3	9.8	9.5	9.0	10.6	10.8	11.1	10.8	33.5	38.7	43.3
영업이익	0.8	0.5	0.4	(0.0)	1.2	1.2	1.0	0.9	1.2	1.3	1.3	1.2	1.7	4.3	5.0
YoY growth	85.5	(57.2)	(51.8)	적전	47.6	165.8	112.9	흑전	0.7	3.8	35.6	39.0	(45.0)	148.9	17.1
영업이익률	6.3	3.4	3.7	(0.2)	7.4	7.8	6.4	6.1	7.4	7.5	7.3	7.1	3.3	7.0	7.3
세전이익	0.8	0.5	0.5	(0.0)	1.1	1.2	0.9	0.8	1.2	1.2	1.2	1.2	1.7	4.1	4.8
순이익	0.5	0.2	0.2	(0.1)	0.7	0.8	0.6	0.5	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	2.5	3.3
YoY growth	61.1	(79.9)	(54.8)	적전	44.8	239.8	172.5	흑전	19.3	14.5	43.9	56.0	(67.6)	219.8	31.0
지배순이익	0.5	0.3	0.3	0.1	0.7	0.8	0.7	0.5	0.8	0.9	0.9	0.8	1.0	2.7	3.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 2월 결산 법인

JTC의 실적 추이 및 전망(원화 기준)															
(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
<주요가정>															
환율(원/100엔)	995.5	1,003.8	1,000.0	1,016.0	1,038.5	1,071.0	1,073.7	1,045.9	1,013.5	1,018.2	1,031.8	1,040.9	1,003.8	1,057.3	1,026.1
매출액	131.8	136.0	119.9	131.2	172.1	168.6	160.2	148.8	171.0	174.3	181.1	177.2	518.8	649.6	703.6
YoY growth					30.6	24.0	33.5	13.4	(0.6)	3.4	13.1	19.1	(2.6)	25.2	8.3
매출원가	39.8	41.2	36.6	41.7	52.2	50.9	49.1	45.7	52.1	53.1	55.4	54.1	159.3	197.9	214.7
판매비	83.6	89.2	78.6	85.4	107.0	105.2	102.2	94.3	107.6	110.0	114.7	111.9	336.7	408.6	444.3
영업이익	8.3	4.7	4.5	(0.2)	12.8	13.2	10.2	9.1	12.6	13.1	13.3	12.5	17.3	45.3	51.5
YoY growth					54.0	183.6	128.6	흑전	(1.7)	(1.3)	30.3	38.4	(44.9)	162.4	13.6
세전이익	7.5	4.7	4.6	(0.1)	11.8	12.6	9.9	8.6	12.0	12.6	12.8	12.0	16.7	42.9	49.4
순이익	4.6	2.2	2.2	(1.1)	6.9	8.1	6.6	5.2	8.1	8.8	9.1	8.1	8.0	26.8	34.1
YoY growth					51.1	262.5	192.6	흑전	16.4	8.9	38.3	55.3	(67.6)	237.5	27.0
지배순이익	4.6	2.5	2.6	0.7	7.3	8.3	7.1	5.6	8.4	9.3	9.6	8.4	10.4	28.3	35.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 2월 결산 법인

VII. 리스크 분석

일본의 자연재해와 관광객 추이

입국자 수 회복 기간:
 11년 동일본대지진, 10개월
 16년 규슈 지진, 2~3개월
 18년 태풍&지진, 4~5개월

지진, 태풍 등의 자연재해가 빈번하게 발생하는 지역적 특성상 일본의 관광 산업은 이에 따른 변동성을 감내하면서 성장해왔다. 피해 정도에 따라 차이는 있지만 일본 관광객 수는 자연재해 직후 감소하더라도 이내 반등해 증가세를 이어왔다.

가장 피해가 컸던 지진은 2011년 3월 발생한 동일본대지진이다. 일본 근대 지진 관측 사상 최대 규모였으며 쓰나미까지 발생해 막대한 피해를 남겼다. 당연히 관광객도 급감했다. 입국자 수가 이전 수준으로 회복되기까지는 10개월이 걸렸다. 2016년 4월에는 규슈 구마모토현에서 지진이 발생했다. 동일본대지진 이후 규모가 컸던 지진이었으며, 고성장을 지속하던 입국자 수는 그 성장폭이 감소했다. 하지만 2~3개월 만에 관광객 숫자는 다시 원래 수준으로 돌아왔다.

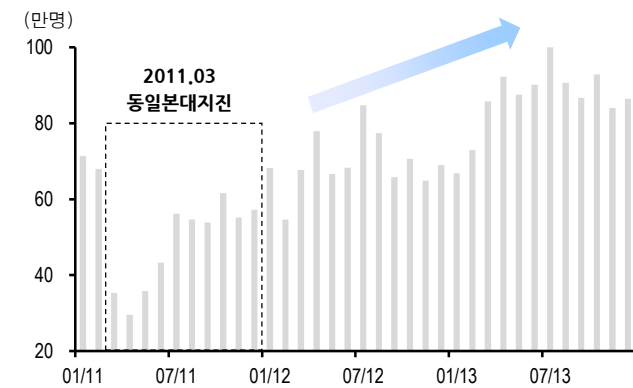
2018년에는 자연재해가 유난히 잦았다. 6월 오사카, 8월 홋카이도에서 지진이 발생했고 태풍도 여러 차례 발생했다. 평균적으로 8월의 경우 태풍 발생 건수는 5.9개이며, 일본에 접근하는 것은 3.4개이다. 하지만 2018년 8월에는 9개의 태풍이 발생했으며 그중에 5개가 일본을 지나갔다. 태풍 피해가 잇따라 발생하면서 일본 입국자 수도 감소했다. 2018년 9월 입국자 수는 전년 대비 5.3% 감소했다. 월별 입국자 수가 YoY로 감소한 것은 2013년 1월 이후 처음이었다. 10월부터는 다시 증가세를 회복했다.

일본 타 지역으로의 여행지 변경 및 수요 이연 효과로 빠르게 입국자 수 회복 가능

특정 지역에 자연재해가 발생해 여행을 취소하게 되면 그중 일부는 일본의 다른 지역으로 여행지를 바꾸기도 하고, 혹은 원래 가고자 했던 지역을 이후에 방문하기도 한다. 이연 수요가 있었기 때문에 입국자 수 회복에 오랜 시간이 걸리지 않는 것이다. 약 6개월 정도의 시간이 지나면 이연된 수요가 다시 나타나기 시작하는 것으로 추정된다. 이러한 추세는 앞으로도 큰 변동없이 지속될 전망이다.

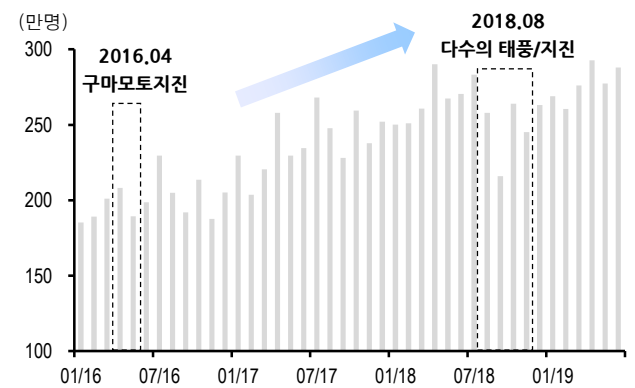
또한 일본은 경쟁력 있는 지방 곳곳을 새로운 관광지로 개발하기 위한 노력을 하고 있다. 대체 여행지를 계속해서 만들어내는 것이다. 일본을 방문하는 관광객들의 재방문율이 높은 이유 중 하나이다. 정부 차원의 이러한 노력과 관광객들의 수요가 맞물려 3대 도시권(도쿄, 오사카, 나고야) 이외 지역의 여행객이 매년 증가하고 있다. 일본의 인바운드 산업이 성숙기에 들어선 만큼 2~3년 전에 비해 성장세는 다소 둔화하겠으나 중장기적으로는 입국자 수가 계속 늘어날 것으로 예상된다.

2011~2013년 일본 입국자 수 추이



자료: JNTO, 신한금융투자

2016~2019년 6월 일본 입국자 수 추이



자료: JNTO, 신한금융투자

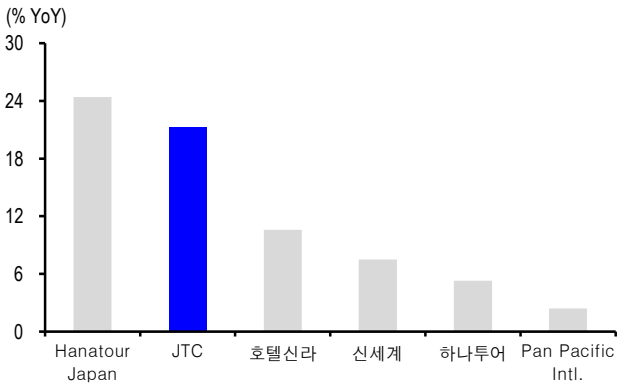
VIII. 재무지표 및 SWOT 분석

Peer Group 수익성·성장성·안정성 요약

기업명	성장성 (% YoY)						수익성 (%)						안정성 (%)			
	매출액 성장률			영업이익 성장률			영업이익률			ROE			순차입금비율	부채비율		
	18	19F	20F	18	19F	20F	18	19F	20F	18	19F	20F	18	18		
JTC	950170	KS	(2.6)	21.4	21.3	(44.9)	128.2	34.5	3.3	6.3	6.9	5.5	10.0	13.2	(20.7)	47.6
<면세&유통>																
호텔신라	008770	KS	34.1	17.9	10.6	186.1	24.1	13.7	4.4	4.7	4.8	14.9	19.2	19.8	47.6	201.1
신세계	004170	KS	33.9	20.2	7.5	14.9	4.7	15.9	7.7	6.7	7.2	7.1	18.5	6.2	57.8	121.9
Dufry	DUFN	SW	1.5	6.2	3.4	(18.2)	70.5	4.7	4.8	7.7	7.8	3.8	13.7	16.3	98.3	181.0
Pan Pacific Intl.	7532	JP	8.0	89.4	2.4	6.2	40.6	11.2	5.5	4.1	4.4	15.2	13.2	13.0	103.4	158.2
Laox	8202	JP	81.4	-	-	(706.4)	-	-	(0.7)	-	-	(3.0)	-	-	3.4	92.2
<여행>																
하나투어	039130	KS	3.0	(2.8)	5.3	(39.5)	(34.7)	102.2	6.8	5.3	9.8	6.5	0.2	7.1	(70.6)	198.5
모두투어	008160	KS	(1.9)	(15.5)	8.5	(51.1)	(64.9)	204.8	4.6	1.9	5.3	8.5	4.6	11.0	(65.6)	107.6
Hanatour Japan	6561	JP	(1.6)	(0.5)	24.4	(48.3)	(60.5)	123.1	11.6	4.6	8.3	9.0	-	-	44.9	250.0
HIS	9603	JP	16.7	20.3	9.0	10.0	9.0	16.4	2.5	2.2	2.4	12.3	12.4	14.9	14.5	346.6
Ctrip	CTRP	US	14.8	15.1	16.3	(12.1)	149.1	26.7	8.4	18.2	19.8	4.4	6.0	6.7	2.1	109.4
CITS	601888	CH	65.1	(1.6)	17.5	52.0	36.5	13.1	11.4	15.8	15.2	21.0	23.9	22.3	(58.4)	44.5
CYTS	600138	CH	10.6	5.4	7.1	4.9	(2.0)	12.8	10.1	9.4	9.9	10.6	9.6	10.0	24.6	78.9

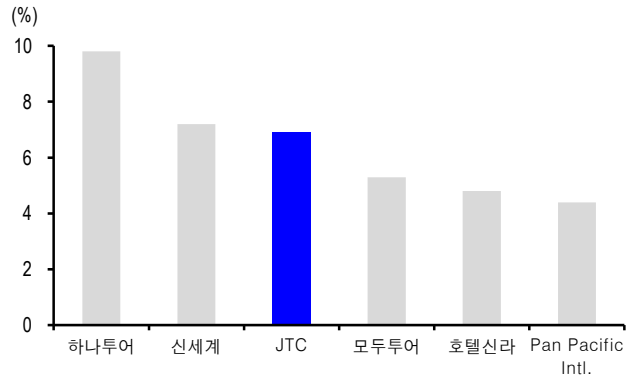
자료: Bloomberg, 신한금융투자

Peers 2020년 매출 성장률 비교



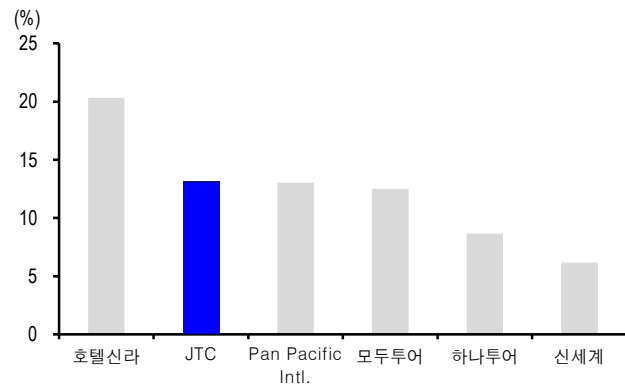
자료: Bloomberg, 신한금융투자

Peers 2020년 영업이익률 비교



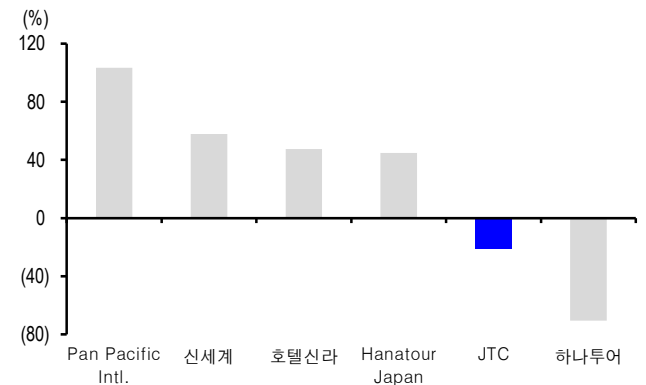
자료: Bloomberg, 신한금융투자

Peers 2020년 ROE 비교



자료: Bloomberg, 신한금융투자

Peers 순차입금비율 비교



자료: Bloomberg, 신한금융투자

JTC SWOT 분석

Strengths	Weaknesses
<ul style="list-style-type: none"> 여행사들과의 강력한 네트워크로 안정적인 커버리지 확보 PB 상품 개발 및 판매 역량 일본 전역 관광지에 점포 위치 유동적 인력 배치로 비용 효율화 	<ul style="list-style-type: none"> 중국인/한국인으로 제한된 고객군 개별여행객 비중 5% 미만으로 아직 미미한 수준 한국 사업(시내 사전/사후면세점)의 수익성 및 불확실성
Opportunities	Threats
<ul style="list-style-type: none"> 중국인 관광객 성장세 지속 관광 산업 진흥을 위한 정부의 우호적인 정책 올림픽 이후 확충된 인프라 활용 가능성 정부 및 기업 주도의 지역 관광 활성화 	<ul style="list-style-type: none"> 지진, 태풍 등의 자연재해 국가간 관계에 영향을 미칠 수 있는 정치적 이슈 사후면세 시장 확대에 따른 경쟁 심화

자료: 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

02월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	238.4	360.1	398.8	436.5	485.6
유동자산	156.5	227.5	244.9	265.2	290.5
현금및현금성자산	52.4	103.1	89.2	96.5	99.0
매출채권	22.4	17.0	21.3	23.1	26.2
채고자산	58.4	64.7	81.0	87.7	99.6
비유동자산	82.0	132.6	153.9	171.3	195.1
유형자산	45.3	62.9	74.7	86.3	100.5
무형자산	0.7	12.8	9.1	9.5	9.5
투자자산	33.8	52.1	65.2	70.6	80.2
기타금융유형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	94.5	116.1	130.2	136.1	146.4
유동부채	57.7	66.2	77.6	82.3	90.7
단기차입금	13.7	19.8	19.8	19.8	19.8
매입채무	11.0	13.1	16.4	17.8	20.2
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	36.8	49.9	52.6	53.8	55.7
사채	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	25.5	37.1	37.1	37.1	37.1
기타금융유형부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	144.0	244.0	268.6	300.4	339.2
자본금	6.3	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	5.5	48.2	48.2	48.2	48.2
기타자본	4.3	2.9	2.9	2.9	2.9
기타포괄이익누계액	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	127.9	134.6	160.6	194.0	234.2
지배주주지분	144.0	234.5	260.6	294.0	334.1
비지배주주지분	0.0	9.5	8.0	6.4	5.1
*총차입금	43.2	59.9	59.9	59.9	59.9
*순차입금(순현금)	(11.3)	(51.3)	(39.4)	(47.5)	(51.5)

현금흐름표

02월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	3.7	13.1	21.8	33.1	35.1
당기순이익	24.6	8.0	26.8	34.1	41.1
유형자산상각비	4.5	5.0	6.2	5.4	4.8
무형자산상각비	0.2	0.7	3.6	(0.4)	0.0
외화환산손실(이익)	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(1.0)	0.3	0.3	0.3	0.3
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
운전자본변동	0.1	(8.7)	(15.1)	(6.3)	(11.1)
(법인세납부)	(34.3)	(10.3)	(16.0)	(15.3)	(15.8)
기타	9.6	18.2	16.0	15.3	15.8
투자활동으로인한현금흐름	(10.7)	(52.9)	(33.1)	(23.3)	(30.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(11.2)	(25.5)	(18.0)	(17.0)	(19.0)
유형자산의감소	1.6	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.1)	(0.1)	0.0	(0.0)	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(13.1)	(5.4)	(9.6)
기타	(1.0)	(27.4)	(2.0)	(0.9)	(1.5)
FCF	(7.8)	(28.0)	2.4	16.2	15.3
재무활동으로인한현금흐름	(17.8)	89.5	(2.3)	(2.3)	(2.3)
차입금의증가(감소)	(16.8)	12.7	0.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(1.0)	(5.0)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
기타	0.0	81.8	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.2	(0.3)	(0.3)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(24.9)	49.9	(13.5)	7.3	2.5
기초현금	77.5	52.8	102.7	89.2	96.5
기말현금	52.6	102.7	89.2	96.5	99.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

02월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	532.5	518.9	649.6	703.6	799.1
증가율 (%)	(0.1)	(2.5)	25.2	8.3	13.6
매출원가	157.3	159.3	197.9	214.7	243.9
매출총이익	375.2	359.6	451.7	489.0	555.2
매출총이익률 (%)	70.5	69.3	69.5	69.5	69.5
판매관리비	344.2	336.8	408.6	444.3	504.8
영업이익	31.3	17.3	45.3	51.5	59.0
증가율 (%)	(3.5)	(44.8)	162.1	13.6	14.6
영업이익률 (%)	5.9	3.3	7.0	7.3	7.4
영업외손익	(0.2)	(6.2)	(2.5)	(2.1)	(2.1)
금융손익	(0.5)	(0.6)	(0.5)	(0.6)	(0.5)
기타영업외손익	0.3	(5.6)	(1.9)	(1.5)	(1.6)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	31.2	11.1	42.9	49.4	56.9
법인세비용	6.3	8.8	16.0	15.3	15.8
계속사업이익	24.6	8.0	26.8	34.1	41.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	24.6	8.0	26.8	34.1	41.1
증가율 (%)	64.6	(67.6)	237.0	27.0	20.5
순이익률 (%)	4.6	1.5	4.1	4.8	5.1
(지배주주)당기순이익	24.6	10.4	28.3	35.7	42.4
(비지배주주)당기순이익	0.0	(2.4)	(1.4)	(1.6)	(1.3)
총포괄이익	24.5	7.9	26.8	34.1	41.1
(지배주주)총포괄이익	24.5	10.3	34.9	44.3	53.4
(비지배주주)총포괄이익	0.0	(2.4)	(8.0)	(10.2)	(12.3)
EBITDA	36.1	23.0	55.1	56.5	63.8
증가율 (%)	(1.0)	(36.3)	139.9	2.4	12.9
EBITDA 이익률 (%)	6.8	4.4	8.5	8.0	8.0

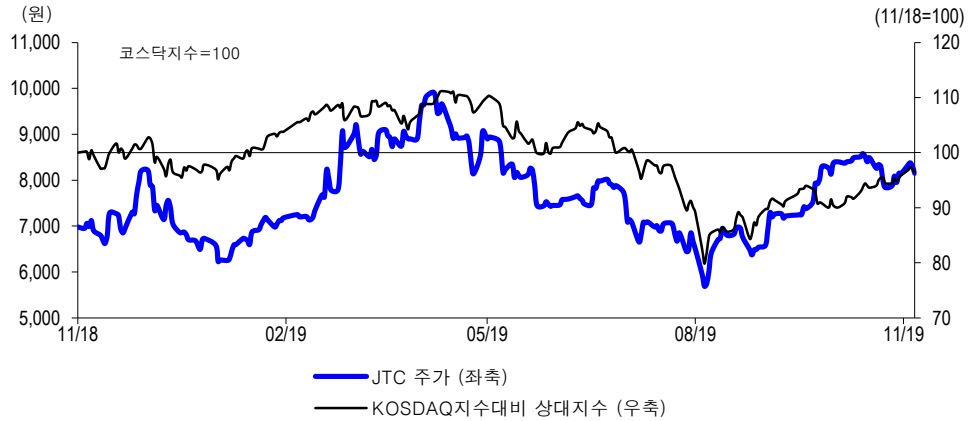
주요 투자지표

02월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (당기순이익, 원)	979	233	767	974	1,173
EPS (지배순이익, 원)	979	303	808	1,020	1,211
BPS (자본총계, 원)	5,741	6,971	7,673	8,582	9,691
BPS (지배자본, 원)	5,741	6,701	7,444	8,399	9,546
DPS (원)	194	65	65	65	65
PER (당기순이익, 배)	0.0	37.4	10.9	8.6	7.1
PER (지배순이익, 배)	0.0	28.8	10.3	8.2	6.9
PBR (자본총계, 배)	0.0	1.2	1.1	1.0	0.9
PBR (지배자본, 배)	0.0	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	(0.3)	11.4	4.7	4.4	3.8
배당성향 (%)	19.9	22.0	8.0	6.4	5.4
배당수익률 (%)	N/A	0.7	0.8	0.8	0.8
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	6.8	4.4	8.5	8.0	8.0
영업이익률 (%)	5.9	3.3	7.0	7.3	7.4
순이익률 (%)	4.6	1.5	4.1	4.8	5.1
ROA (%)	10.0	2.7	7.1	8.2	8.9
ROE (지배순이익, %)	18.5	5.5	11.4	12.9	13.5
ROIC (%)	26.5	1.8	17.9	19.5	20.8
안정성					
부채비율 (%)	65.6	47.6	48.5	45.3	43.2
순차입금비율 (%)	(7.8)	(21.0)	(14.7)	(15.8)	(15.2)
현금비율 (%)	90.8	155.8	115.0	117.2	109.2
이자보상배율 (배)	110.1	74.4	167.9	190.8	218.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	11.6	8.0	8.1	7.6	7.8
재고자산회수기간 (일)	40.8	43.3	40.9	43.7	42.8
매출채권회수기간 (일)	13.6	13.9	10.8	11.5	11.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

JTC (950170)

주가차트



Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 강수연, 성준원)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자(강수연, 성준원)은 상기 회사(JTC)의 기업설명회에 해당회사 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2019년 11월 06일 기준)

매수 (매수)	95.63%	Trading BUY (중립)	1.46%	중립 (중립)	2.91%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----

메모



신한금융투자 영업망

고객지원센터: 1588-0365 / 서울특별시 영등포구 여의대로 70

서울지역									
강남	02) 538-0707	노원역	02) 937-0707	마포	02) 718-0900	삼풍	02) 3477-4567	연희동	02) 3142-6363
강남중앙	02) 6354-5300	논현	02) 518-2222	명동	02) 752-6655	송파	02) 449-0808	영업부	02) 3772-1200
광교	02) 739-7155	답십리	02) 2217-2114	목동	02) 2653-0844	스타시티	02) 2201-8315	잠실신천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	대치센트레빌	02) 554-2878	반포	02) 533-1851	신당	02) 2254-4090	중부	02) 2270-6500
구로	02) 857-8600	도곡	02) 2057-0707	보라매	02) 820-2000	압구정	02) 511-0005		
남대문	02) 757-0707	마곡역	02) 887-0809	삼성역	02) 563-3770	여의도	02) 3775-4270		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	수원	031) 246-6066	의정부	031) 848-9100	판교	031) 8016-0266		
분당	031) 712-0109	안산	031) 485-4481	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010		
산본	031) 392-1141	인천	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600	평촌	031) 381-8686		
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	동래	051) 505-6400	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777		
김해	055) 327-7707	마산	055) 297-2277	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500		
대구·경북지역								제주지역	
구미	054) 451-0707	대구위브더제니스	053) 793-8282	포항	054) 252-0370			서귀포	064) 732-3377
대구	053) 423-7700	월배	053) 642-0606					제주	064) 743-9011
대전·충청지역								강원지역	
대전	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600	천안불당	041) 622-7680	강릉	033) 642-1777
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911				
군산	063) 442-9171	여수	061) 682-5262	수원	062) 956-0707				
PWM Lounge									
경희궁	02) 2196-4655	마포중앙	02) 718-5029	순천연향동	061) 727-6703	의정부	031) 848-0125	충북	043) 232-1088
과천	02) 3679-1410	명동	02) 3783-1257	스타시티	02) 466-4227	일산중앙	031) 960-3786	판교	031) 8016-8677
광교영업부	02) 777-1559	문정역	02) 449-0808	신제주	064) 743-0754	전북	063) 286-9911	평촌	031) 386-0583
노원	02) 937-6782	부산서면	051) 243-3070	안산	031) 485-4481	종로	02) 722-4650	평택	031) 657-0136
대구	053) 944-0120	산본중앙	031) 396-5094	울산	052) 261-6127	종로중앙	02) 712-7106	포항남	054) 252-0370
대구위브더제니스	053) 790-8557	서여의도	02) 3775-2341	월배	053) 793-6797	창원	055) 285-5500		
PWM센터									
강남	02) 508-2210	목동	02) 2649-0101	서울FC	02) 778-9600	이촌동	02) 3785-2536	부산	051) 819-9011
강남대로	02) 523-7471	반포	02) 3478-2400	서초	02) 532-6181	인천	032) 464-0707	PVG강남	02) 559-3399
광주	062) 524-8452	방배	02) 537-0885	스타	02) 2052-5511	일산	031) 906-3891	PVG서울	02) 6050-8100
대구	053) 252-3560	분당	031) 717-0280	압구정	02) 541-5566	잠실	02) 2143-0800		
대전	042) 489-7904	분당중앙	031) 718-5015	압구정중앙	02) 547-0202	태평로	02) 317-9100		
도곡	02) 554-6556	서교	02) 335-6600	여의도	02) 782-8331	해운대	051) 701-2200		
해외현지법인/사무소									
뉴욕	(1-212) 397-4000	홍콩	(852) 3713-5333	상해	(8621) 6888-91356	호치민	(84-8) 6299-8000	호치민 사무소	(84-8) 3824-6445
인도네시아	(62-21) 5140-1133								