



고진감래 苦盡甘來

고진감래, 동사를 설명하는 가장 정확한 표현이다. 동사는 너무나 가혹했던 팬데믹 동안 살을 깎으며 체질개선에 성공하였다. 이제는 그동안 억눌렀던 관광수요의 세례를 온 몸으로 받을 것이다. 보수적으로 추정한 Base Case 기준 '23년 영업이익은 '19년 대비 142% 상승하며 역대급 실적을 선보일 것이다. 인고의 길을 지나, 기회의 시대를 맞이한 동사, 그 과실을 취할 자격이 있다. 2023E Bull Case EPS 302원, Base Case EPS 219원에 Target PER 22.46배를 적용한 6,780원과 4,925원을 각각 Bull, Base Case Target Price로 제시한다.

투자포인트 1. Greetings To Foreigners

전세계 관광객들의 회복소비(P) 파워는 굉장했다. 하지만 가장 중요한 귀빈인 중국인 관광객의 회복은 아직이다. 엄격한 방역 정책으로 억눌린 중국의 여행 수요는 강력하며, 이 영향력은 세계 각지에서 나타나고 있다. 그들을 위한 레드카펫은 이미 깔렸다. 한중 항공편은 올해 말까지 코로나19 이전 수준으로 회복할 전망이다(Q). 쓰나미처럼 밀고 들어올 중국인 관광객들은 살아나는 불씨에 기름을 들이부을 것이다.

투자포인트 2. 요요 없는 다이어트 성공

높아진 P와 Q에서 끝날 줄 알았다면 큰 오산이다. 팬데믹을 거치며 슬림해진 비용구조는 동사 Bottom-line의 가파른 성장을 야기할 것이다. 리베이트 경쟁의 위협도 사라졌다. 그 사이 비실비실해진 경쟁사들은 재무가 탄탄한 동사와 리베이트 경쟁을 할 체력이 남아있지 않기 때문이다. 이제 동사에게는 앞으로 치고 나갈 일만 남았다.

연결 손익계산서 - Bull Case								
(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
영업수익	41,164	32,963	41,536	59,767	10,184	38,144	49,360	108,819
YoY(%)	76.55%	-19.92%	26.01%	43.89%	-82.96%	274.55%	29.40%	120.46%
텍스리펀드사업부	41,164	32,963	41,536	59,767	10,184	7,738	19,007	78,466
화장품제조판매사업부	-	-	-	-	-	7,792	5,551	5,551
IT사업부	-	-	-	-	-	22,614	24,802	24,802
영업비용	33,343	32,154	40,840	52,839	21,613	51,914	52,077	85,998
영업이익	7,820	809	696	6,928	(11,429)	(13,769)	(2,717)	22,820
OPM(%)	19.00%	2.45%	1.68%	11.59%	-112.23%	-36.10%	-5.50%	20.97%
영업외손익	(4,502)	(2,203)	10,221	647	5,533	(11,415)	(11,499)	(103)
법인세비용차감전순이익	3,318	(1,395)	10,917	7,575	(5,897)	(25,184)	(14,216)	22,717
법인세비용	1,104	974	2,551	1,767	(423)	33	36	4,781
당기순이익	2,214	(2,369)	8,366	5,808	(5,473)	(25,217)	(14,252)	17,936
NPM(%)	5.38%	-7.19%	20.14%	9.72%	-53.74%	-66.11%	-28.87%	16.48%
지배기업소유주지분	2,214	(2,369)	8,366	5,801	(5,504)	(25,896)	(11,194)	17,257
비지배지분	-	-	-	6	31	679	(3,058)	679

Rating

Strong Buy

현재주가: 3,800 원

Bull Case: 6,780 원

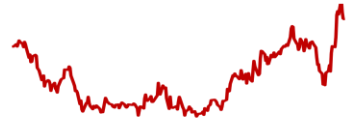
상승여력: 78%

Base Case: 4,925 원

상승여력: 30%

12M 추가추이

시가총액 2,085 억원



Balance sheet data

순자산(2022) 1,056 억원

PBR 1.97x

ROE -13.76 %

Earning data

12MF PER 18.04x

EPS 214 원

당기순이익 -142.5 억원

주요 주주

문양근 17.14%

이엔코퍼레이션 7.88%

프리미엄성장전략 M&A PEF 6.34%

Ardian Direct Asia III L.P. 3.80%

SMIC 2 팀

팀장 46기 김민철

팀원 46기 정승혁

47기 강연중

47기 강지웅

47기 문준서

CONTENTS

Intro	03
1. 산업 & 기업분석	04
2. 투자포인트 1: Greetings To Foreigners	09
3. 투자포인트 2: 요요 없는 다이어트 성공	17
4. Issue & Risk	20
5. 매출 추정	21
6. Valuation	25
Appendix	31

Intro

‘썰렁했던 명동 살아난 이유…2월 외국인 관광객 전년 대비 380% 증가’

CJ올리브영에 따르면 지난달 1~17일 명동 5개 매장 매출을 분석한 결과 외국인 매출이 지난해 같은 기간보다 30배 가까이 뛰었다. 올리브영 관계자는 "코로나19 이전인 '19년과 비교해도 2배 이상 늘어난 수치"라고 귀띔했다.'

한국경제 4월 4일 기사

코로나19의 겨울이 지나고 드디어 동사에게 봄이 찾아왔다. 2년간의 동면은 동사를 지치게 하였지만, 동사는 언젠간 다시 찾아올 봄을 기대하며 내실을 다지고 어려움을 견뎌냈다.

봄에는 먹이가 풍부해지고 살이 오르듯, 동사의 고객 수는 폭증할 것이다. 증편될 항공기와 관광 수요는 이를 분명히 보여준다. 이미 명동은 북적이고 있으며 로드샵들은 손님을 맞이하고 있다. 이제 회복되고 있는 중국인 관광객들까지 더해진다면 화룡점정일 것이다.

게다가 억눌린 수요는 **엄청난 보복 소비로 귀결**, 동사의 Top-line 성장을 이끌어낼 것이다. 중국인들의 저축액은 역대 최고 수준이며 이들은 그 돈을 탕진할 준비가, 동사는 수금할 준비가 되어있다.

동면을 취할 때 에너지 소비를 최소화하듯, 동사는 2년의 팬데믹이라는 겨울동안 **비용 효율화**를 통해 에너지 소비를 줄였다. 인건비의 절약, 즉시환급의 증가, 그리고 안정된 리베이트는 보다 쉽게, 에너지 소비 없이 먹이를 구할 수 있게 해줄 것이다.

자회사들에게도 봄이 찾아왔다. 프랑스 법인은 역대 최대 매출과 영업이익을 달성했고 싱가포르 법인도 무럭무럭 성장하고 있다.

동사. 동면에서 깨어나 기지개를 편다.

1. 산업 & 기업 분석

1.1. Tax Refund 사업이란?

1.1.1. 사전면세점 vs. 사후면세점

사전면세점
: 관세까지 사전면제

면세점은 크게 **사전면세점**과 **사후면세점**으로 나뉜다. **사전면세점**은 우리가 흔히 떠올리는 공항과 백화점 면세점으로, **세금이 포함되지 않은 가격으로 물건을 구매할 수 있으며** 소비세 성격의 **부가가치세, 개별소비세** 등과 더불어 **관세까지 면세**된다. 사전면세점은 **특허제로 운영**되며 그 요건이 상당히 까다롭기에, 주로 **대기업이 진출**한다. 이로 인해 전국 공항과 시내 면세점을 합쳐 **53개에 불과**하며, 이는 사후면세점 점포 수의 0.3% 수준이다.

사후면세점
: 소비세만 사후환급

사후면세점은 별도로 설립하는 사전면세점과 달리 **기존의 점포들이 사후면세점으로 등록**하는 구조이다. 사후면세점에서 물건을 구매할 때에는 **세금이 붙어있는 일반적인 가격으로 구매**하되, 외국인 소비자는 환급전표를 발급받은 뒤 **환급신청**을 통해 세액을 돌려받을 수 있다. 사전면세점과 달리 **부가가치세와 개별소비세만을 환급** 대상으로 한다.

사후면세점 신청
쉽고 간편

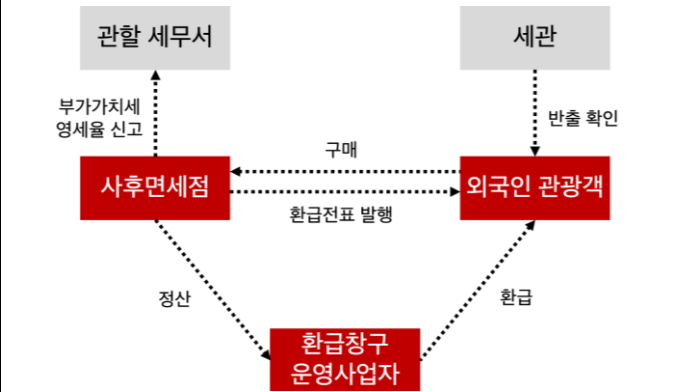
사후면세점은 **지정 요건을 만족시키기 쉽고, 신청 절차가 간단**하다. 외국인을 대상으로 영업을 하는 일반과세자로서 **국세체납이 없기만 하다면 지정이 가능**하며, 각 점포가 개별적으로 관할 세무서에 **지정을 신청**할 수 있다. 쉬운 요건과 간편한 절차로 인해 **소규모 점포들도 많은 편**이며, '19년 기준 전국 **2만여개의 점포가 등록**되어 있다.

그림 1-1. 사전면세점 사후면세점 차이

	사전면세점	사후면세점
면세 범위	관세, 부가가치세, 개별소비세	부가가치세, 개별소비세
면세 방법	면세된 가격으로 구입	사후 환급
이용 범위	내국인, 외국인	외국인
관련법	관세법	조세특례제한법 등
등록 방법	특허제(관세청)	신고제(관할 세무서)
물품 인도	출국장 (판매장)	판매장
점포 수	53개	2만여개

출처: 기획재정부, SMIC 2팀

그림 1-2. 환급창구운영사업자 사업 구조



출처: 한국관광공사, SMIC 2팀

1.1.2. 사후면세점, 왜 갈까?

사후면세점
Point 는 접근성

면제되는 세액을 고려할 때, 사전면세점은 사후면세점보다 우위에 있다. 그럼에도 **사후면세점 수는 코로나 이전까지 꾸준히 늘어났으며, 시장 규모 또한 빠르게 성장**하였다. 외국인 입장에서 **사후면세점의 가장 큰 장점은 접근성**이다. 상기했듯, 사후면세점은 조건이 적고 지정신청이 간편하여 개별 규모는 비교적 작으나 점포 수가 비교 불가능할 정도로 많다.

관광과 쇼핑을 동시에

이러한 특성으로 인해 사전면세점과 사후면세점은 **쇼핑의 행태가 다르다**. 사전면세점은 쇼핑만을 위한 공간의 성격이 짙은 데에 반해, 사후면세점은 관광지 길거리 곳곳에 있는 대부분의 점포를 포괄하기에 **관광과 쇼핑을 동시에 즐기는 형태**에 가깝다. 외국인이 관광지를 거닐다 들어가는 대부분의 점포가 사후면세점이라 생각하면 된다.

1.1.3. 환급창구운영사업자

적시 환급
& 재무적 부담

사후면세점의 경우 세금을 환급해주는 절차가 필요하다. 그러나 국세청이 환급절차를 주관하는 것은 매우 비효율적이다. 사후면세점 점포는 6개월마다 부가가치세 확정신고를 하기 때문에, 국세청이 환급대상 부가가치세를 회수하는 데 오랜 시간이 걸리기 때문이다. 사후면세점 제도의 정책목적이 외국인관광객의 물품 구매 증대이기에 적시 환급은 매우 중요하지만, 무작정 미리 환급을 해주게 되면 국세청이 과도한 재무적 부담을 지게 된다.

환급창구운영사업자
: 국세청 대행

이에 국세청은 환급창구운영사업자를 선정하여 환급 절차를 대행하도록 한다. 환급창구운영사업자는 환급창구에서 미리 환급을 해준 뒤 추후에 각 가맹점으로부터 해당 금액을 정산하여 회수하는 방식으로 환급에 걸리는 기간을 단축한다. 따라서 현금의 지급과 회수간 시차를 견딜 수 있도록 충분한 유동성과 재무건전성을 유지하는 것이 매우 중요하다. 환급창구운영사업자는 환급 인프라의 운영과 재무적 부담에 대한 대가로, 국세청의 허가를 받아 환급액 중 일부를 수수료로 수취하게 된다.

앞으로 소개할 기업 글로벌텍스프리는 국내 환급창구운영사업자 중 선두를 달리고 있다. 높은 국내 점유율과 해외진출을 통해 빠르게 성장하는 동사에 대해 알아보자.

1.2. 글로벌텍스프리를 소개합니다

1.2.1. 동사의 역사와 해외진출

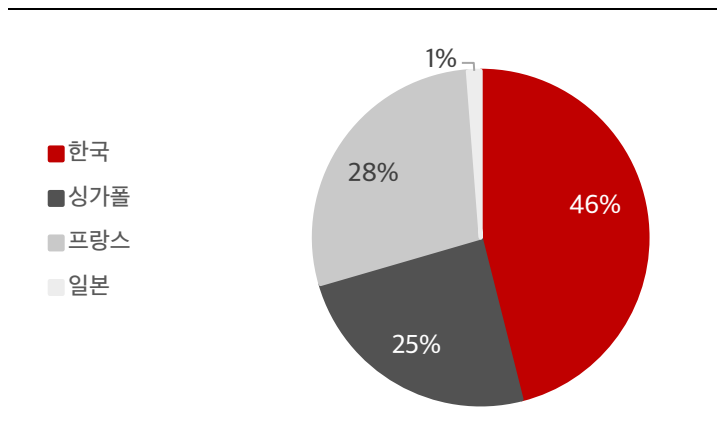
아시아 최초의
환급대행사

동사는 '05년 12월 설립되었다. 아시아 최초의 환급대행사로, 환급창구운영사업자로서 수취하는 수수료가 주 수입원이며 외화 환전 서비스 등도 제공하고 있다. '07년 김해국제공항, '11년 인천국제공항 환급창구를 개설하고 전자환급시스템을 국내 최초로 개발 및 구축하였다. 특히 '13년에는 알리페이, '15년에는 유니온페이와 환급업무를 제휴하여 방한 외국인 중 압도적 다수를 차지하는 중화권 관광객을 주 타겟으로 사업을 수행하고 있다.

인수를 통한
해외 진출

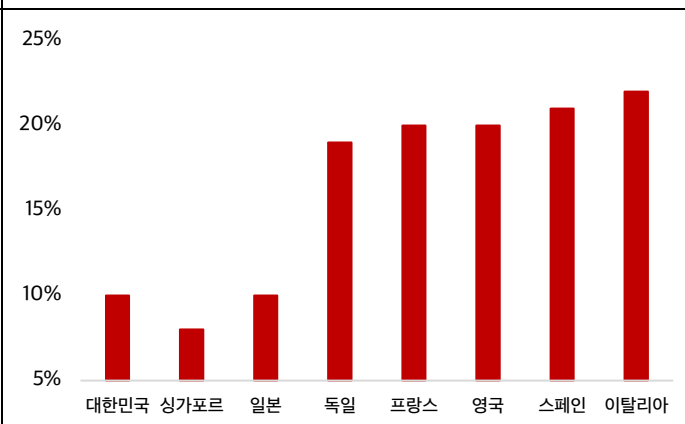
동사는 해외시장으로의 확장 또한 적극적으로 수행하고 있다. 동사의 해외진출 전략은 현지의 적당한 텍스리펀드 법인을 인수하면서 진출하는 구조이다. 현재 싱가포르와 프랑스에 본격적으로 진출해 있으며, 일본 법인 또한 영업을 이어나가고 있다.

그림 1-3. 텍스리펀드 사업 국가별 영업수익 비중 (단위: %)



출처: 글로벌텍스프리, SMIC 2팀

그림 1-4. 각 국 부가가치세율 (단위: %)



출처: Global Blue, SMIC 2팀

싱가포르 환급창구 독점 운영

싱가포르 현지 법인은 '11년 12월 설립되었다. '13년 7월에는 싱가포르 국세청으로부터 **부가세 환급사업자 허가**를 받았으며, '16년 4월에는 **싱가포르 중앙환급창구 단독 운영사업자**로 선정되었다. 이에 따라 동사는 **싱가포르 내 공항의 모든 환급창구를 독점적으로 운영**하고 있다. '18년 1월에는 싱가포르 현지 **Fintrax 그룹의 현재 텍스리펀드 영업권을 양수**하여 싱가포르 내 가맹점 중 20% 이상을 고객사로 확보하였다.

거대한 유럽시장 프랑스 진출

동사는 '18년 6월에 향후 유럽 전체 텍스리펀드 사업을 총괄할 영국 현지법인을 설립하며 **유럽 진출을 선언**하였다. 유럽은 아시아보다 부가가치세율이 높아 **시장규모가 훨씬 크기 때문**에, 동사는 유럽 시장에서의 진출을 통해 성장을 일궈내려 하고 있다. '18년 11월, 동사는 프랑스 텍스리펀드 기업 **Simply Tax Free**을 인수하며 프랑스에 진출하였다. Simply Tax Free는 당시 프랑스에 400여개의 가맹점을 두고 있었으며, 그 숫자는 현재 600여개까지 증가하였다.

1.2.2. 실적 분석

즉시환급제도 시행에 따른 영업수익 성장

동사의 실적은 **즉시환급제도의 시행**에 따라 '16년에 크게 성장하였다. 기존에는 모든 환급이 사후환급 형태였기에, 소액 구매 고객들은 굳이 환급을 받지 않는 경우가 많았다. 동사는 환급액의 일부를 수수료수익으로 수취하기에, **외국인 관광객의 소비가 환급까지 이어지도록 하는 것이 중요하다**. 즉시환급은 소액 구매 고객의 소비가 환급으로 즉시 이어지도록 함으로써 동사 Top-line 성장을 이끌어냈다.

'17년 약재 : 사드와 한한령

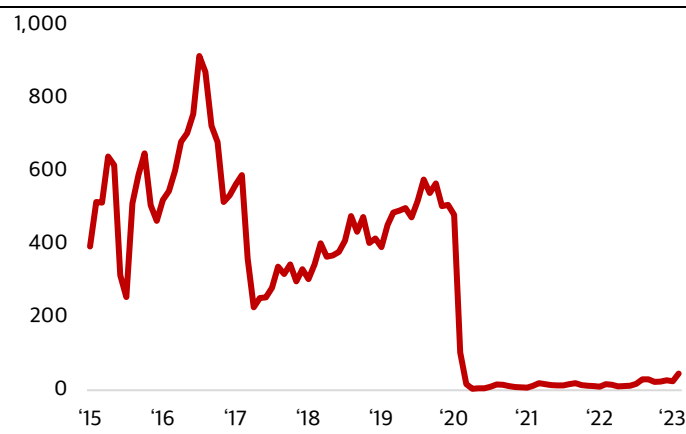
'17년, 주한미군의 사드 배치에 대응하여 **중국이 한한령을 발동함에 따라 중국 관광객이 급감**하였다. **3월 한국행 단체관광이 전면 금지**되었으며, 약 8개월 간 전면 금지 기조가 이어졌다. 이후 한한령이 점차 완화되면서 '17년 11월 베이징 시와 산둥 성, '18년 8월 상하이 시와 후베이 성, 충칭 시 등에서 점진적으로 방한 단체관광이 허용되었으며, '18년 11월에는 다시 전면 허용되었다. 이에 따라 동사의 매출은 **'17년 크게 감소한 뒤 다시 증가세로 돌아섰다**.

'20년 약재 : 코로나

'19년까지 다시 상승세를 회복했던 동사의 영업수익은 '20년 **팬데믹에 의해 YoY -84%** 급감하였다. 전 세계적으로 코로나19가 확산되고 각국이 **출입국 제한조치를 시행**함에 따라 관광객의 방문이 끊겨 외국인 관광객 소비액에 의존하는 동사는 큰 위기에 직면했다.

그림 1-5. 월별 방한 중국 관광객 수 추이

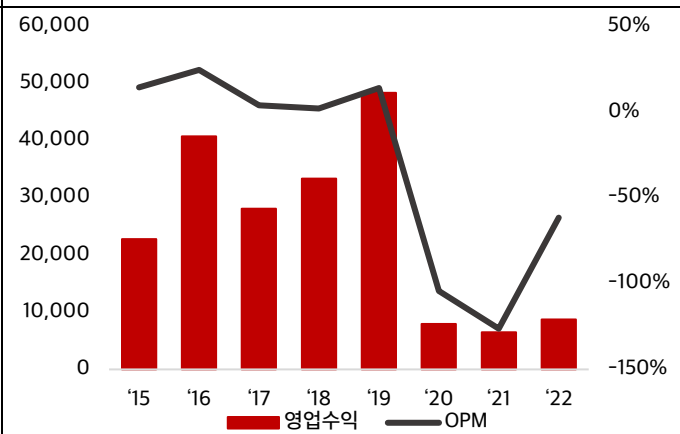
(단위: 천 명)



출처: 한국관광공사, SMIC 2팀

그림 1-6. 별도 기준 실적 추이

(단위: 백만 원, %)



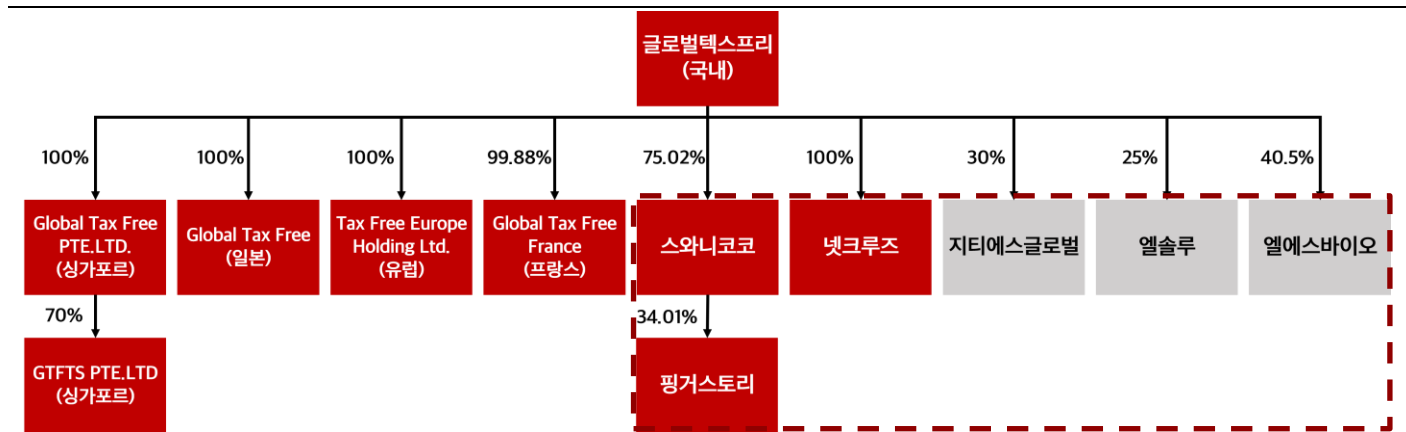
출처: 글로벌텍스프리, SMIC 2팀

1.2.3. 살아남기 위한 발악, 비관련 다각화

살아남아야 한다
비관련 다각화

팬데믹은 동사에게 고난의 연속이었다. 영업수익이 급감하면서 적자전환하였으며, 코로나19는 잦아들 기미가 보이지 않았다. 이에 동사는 텍스리펀드 사업과 관련되지 않은 **다양한 자회사 지분을 취득하며 활로를 모색**하였다. '20년에는 스와니코코, '21년에는 핑거스토리과 넷크루즈를 인수하였다. 이외에도 지티에스글로벌, 엘슬루, 엘에스바이오 등 다양한 회사에 지분투자를 하고 있다. 동사의 종속기업 및 관계기업 현황은 다음과 같다.

그림 1-7. 글로벌텍스프리 종속기업 및 관계기업 지분구조



출처: 글로벌텍스프리, SMIC 2팀

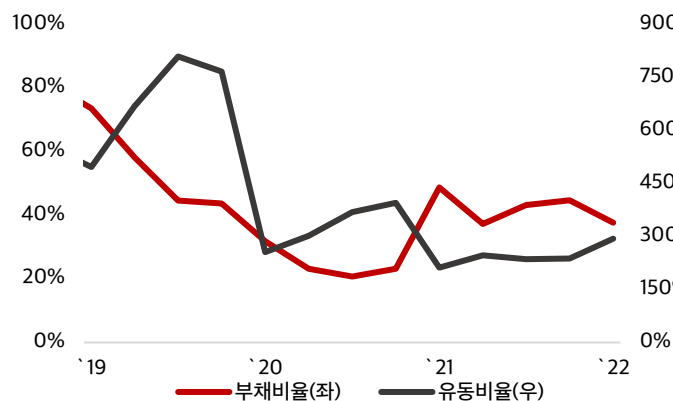
1.2.4. 재무분석

안정적인 부채비율과
유동비율

상기했듯 환급창구운영사업자는 재무구조가 매우 중요하며, 동사는 **40% 전후의 건조한 부채비율을 유지**하고 있다. 과거 '18년 프랑스 진출 인수자금 조달을 위해 300억 규모의 전환사채를 발행하며 부채비율이 일시적으로 높아졌으나, 이후 조기 상환과 전환에 따라 다시 감소하여 안정적인 수준을 유지하고 있다. 또한 **미리 세금을 환급하고 추후에 정산하여 회수**하는 동사의 사업모델 특성 상 **유동비율이 매우 중요**한데, 팬데믹으로 인해 실적이 악화되었음에도 불구하고 동사는 약 **300% 수준의 건전한 유동비율**을 유지하고 있다.

그림 1-8. 분기별 부채비율과 유동비율 추이

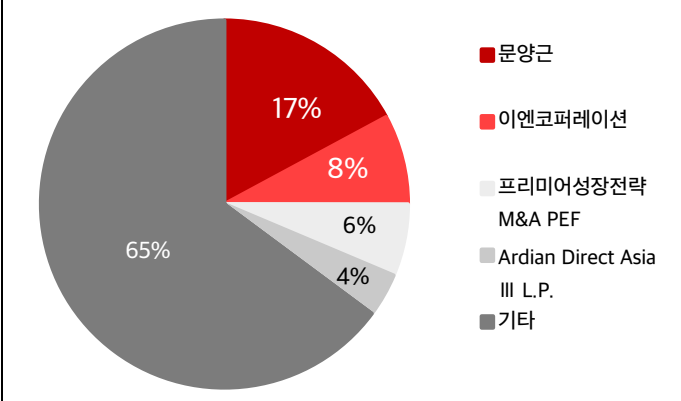
(단위: %)



출처: 글로벌텍스프리, SMIC 2팀

그림 1-9. 주요 주주 현황

(단위: 주, %)

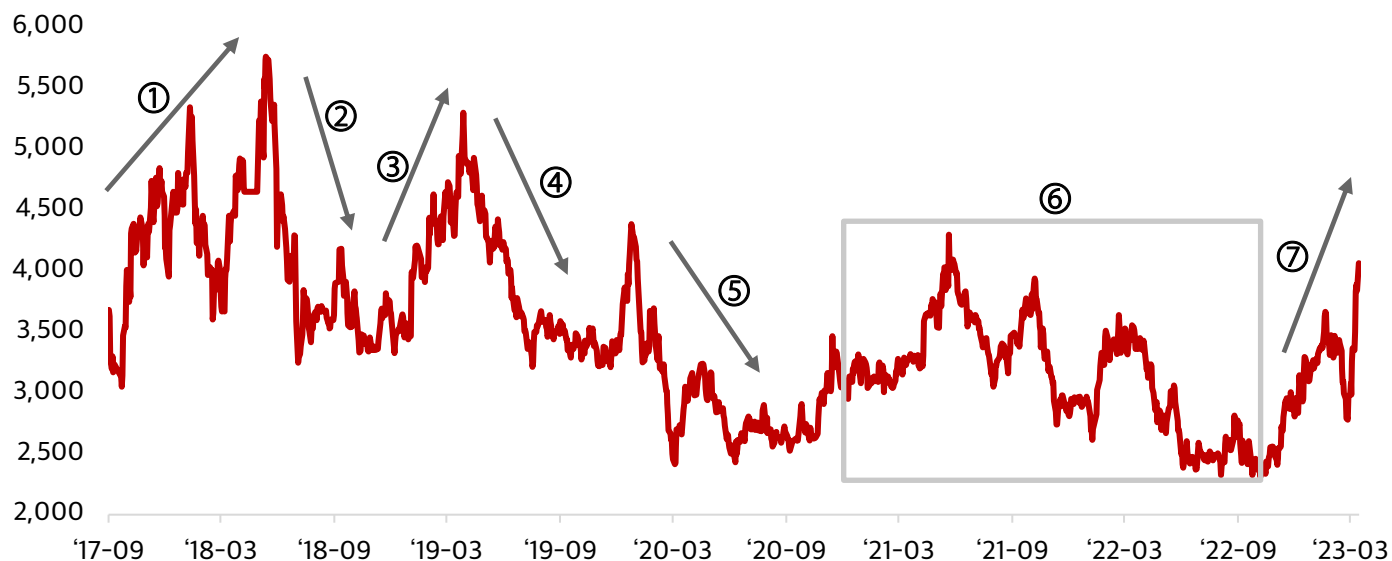


출처: 글로벌텍스프리, SMIC 2팀

1.2.5. 주가 분석

그림 1-10. 주가 추이

(단위: 원)



출처: 한국거래소, SMIC 2팀

① '17년 9월 ~'18년 5월

'17년 10월 한-중 통화스와프가 연장되고, 11월 중국 정부가 한국 단체관광을 일부 허용하면서 **한중 관계 개선에 대한 기대감**이 주가에 반영되었다.

② '18년 6월 ~ 10월

6월에 **전환사채(3,297,428주, 주식 총수 대비 17.1%)**가 발행되었다. 또한 '18년 7월 **무역전쟁이 개선**되었다. 동사에 대한 시장의 우려가 심화되며 주가가 하락하였다.

③ '18년 11월 ~ '19년 4월

'18년 11월 **중국 단체관광 제한이 전면 해제**되며 주가가 반등하였다. 또한 **유럽시장에의 진출이 가시화**되었으며, 감소했던 영업수익의 반등이 확인되어 주가는 상승세를 이어갔다.

④ '19년 5월 ~'19년 12월

미중 무역협상이 결렬되고 분쟁이 심화되었다. 특히 '19년 6월 1일부로 **중국이 한국인에 대한 비자 발급과 심사 요건을 대폭 강화**하면서 우려가 확산되었고 주가는 하락하였다.

⑤ '20년 1월 ~'20년 10월

코로나 팬데믹 사태가 발발하며 전 세계 관광 산업이 마비되었다. 방한 관광객 수는 전년 대비 5%미만으로 떨어졌으며, 동사의 주가는 **역사적인 저점**까지 떨어졌다.

⑥ '20년 11월 ~ '22년 10월

팬데믹 종결에 대한 기대감이 오르고 내릴 때마다 동사의 주가는 **횡보**하였다.

⑦ '22년 11월 ~ 현재

'22년 6월, 단기방문 및 전자비자 발급이 재개되었고, 10월에는 입국 후 PCR 검사 의무까지 폐지되면서 **입국 규제가 정상화**되었다. 6월부터 회복하던 관광목적 방한 외국인 수는 10월과 11월에 큰 폭으로 증가하였고, 이에 따라 동사의 주가도 상승세가 이어지고 있다.

투자포인트 1: Greetings To Foreigners

2.1. 먼저 온 손님, 동남아시아 여행객

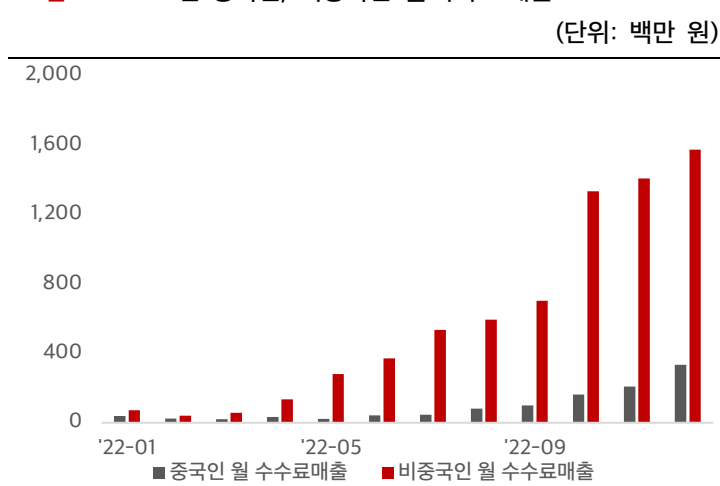
본격적 리오프닝의 시작

세계 각국에서 코로나 방역 대책이 대부분 완화되었으며, 본격적인 리오프닝은 시작되었다. 방한 외래관광객 수는 '22년 2분기부터 급증하여 현재까지 '19년 대비 60% 이상 회복되었고, 특히 싱가포르 등 일부 국가 관광객은 100% 이상 회복되었다. 사후면세점 텍스리펀드 사업을 영위하는 동사로서는 매우 반가운 일이다.

중국인이 전부는 아니다

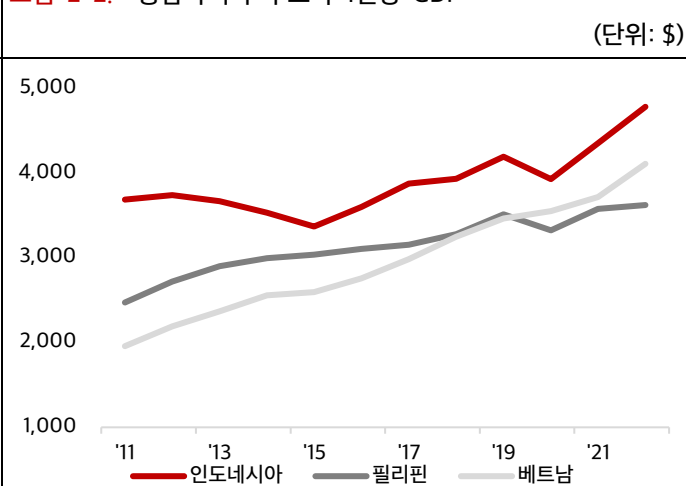
중국인 관광객이 동사에게 가장 큰 고객이라는 것은 부인할 수 없다. 하지만 '17년 사드 사태로 인해 중국인 매출이 급감했음에도 비중국인 매출이 꾸준히 증가하며 '19년 사상 최대 실적을 견인했으며, '22년에는 중국의 엄격한 제로코로나 정책으로 인해 중국인 매출이 거의 회복되지 못하였음에도 비교적 리오프닝이 빨랐던 나머지 국가의 수수료 매출이 빠르게 회복되어 동사의 '22년 영업수익은 '21년 대비 YoY 713% 성장, '19년 대비 33% 수준으로 회복할 수 있었다.

그림 2-1. '22년 중국인, 비중국인 월 수수료매출



출처: 글로벌텍스프리, SMIC 2팀

그림 2-2. 동남아시아 주요국 1인당 GDP



출처: Trading Economics, SMIC 2팀

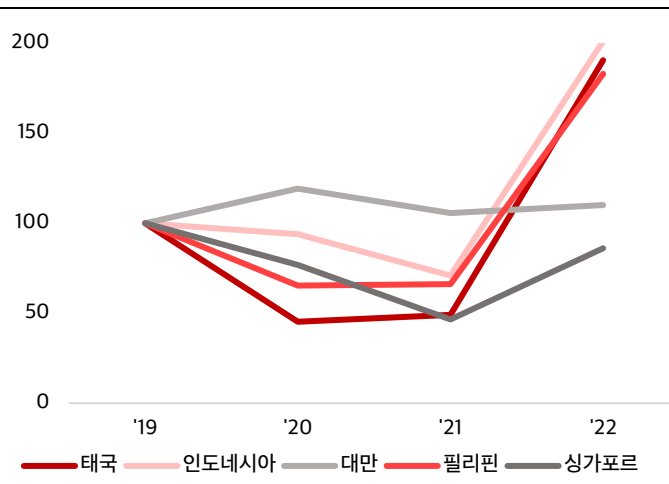
동남아시아 관광객의 구매력 증가

더군다나 비중국 관광객들의 영향력이 코로나19기간 이전보다 더욱 강력해졌다. 가파른 경제 성장과 동시에 인도네시아, 태국, 베트남을 비롯한 동남아시아 국가들의 1인당 GDP가 꾸준히 증가하고 있으며, K-pop, K-drama의 유행과 함께 한국 문화에 대한 관심도 늘어나고 있기 때문이다. 실제로 동남아시아 주요 국가에서 '한국 여행' 키워드의 언급량은 '18년 보다 두드러지게 높아졌다.

보복소비로 인한 강력한 구매력

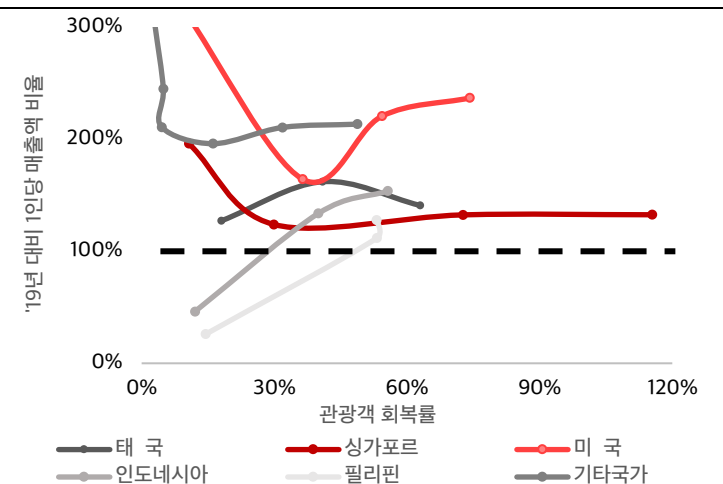
동남아시아의 경제 수준 상승과 한국에 대한 관심 증가는 동남아시아 관광객의 1인당 구매력 증가를 이끌었다. '19년 대비 관광객 회복률과 1인당 동사 매출 기여분(P) 변화 추이를 확인한 결과, 대다수 국가의 방한 관광객수가 '19년 대비 상당히 회복하였음에도 1인당 매출 기여분(P)은 '19년 대비 100% 이상으로 드러났다. 심지어 관광객이 100% 이상 회복된 국가에서도 동일한 양상을 보였다. 이는 코로나19기간동안 힘을 응축한 보복소비의 강력함을 보여준다.

그림 2-3. 동남아시아 주요 국가들의 '한국 여행' 언급량 ('18년=100)



출처: 한국관광공사, SMIC 2팀

그림 2-4. '19년 대비 관광객 회복률과 1인당 매출액 회복률 (단위: %)



출처: 글로벌텍스프리, SMIC 2팀

2.2. 주인공은 마지막에 등장하는 법. 중국인

2.2.1. 여전한 중국인들의 한국 사랑

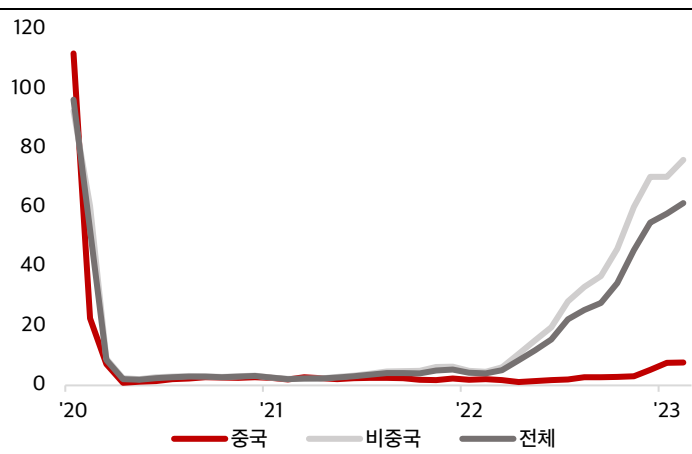
본 게임은 중국인 관광객 회복

하지만 본 게임은 아직 시작되지 않았다. 동사의 가장 큰 고객인 중국인 관광객이 아직 돌아오지 않았기 때문이다. 중국 외 국가들과 달리 중국 관광객의 경우 중국 정부의 강한 제로코로나 정책으로 인해 '19년 대비 10%도 채 회복하지 못하였다. 동사의 전체 수수료 매출에서 중국인 관광객의 기여분이 압도적이므로, 중국인 인바운드가 절실한 상황이다.

억눌려왔던 한국 여행 수요 : '19년 보다 높은 선호

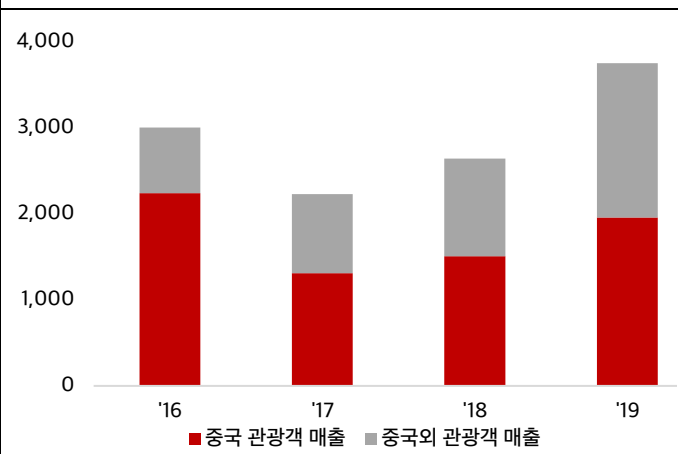
지금까지 억눌려왔던 중국인들의 한국 여행 수요는 굉장히 크다. 중국 정부가 '22년 12월 28일 코로나19 방역대책 전면 완화를 예고하며 중국인들의 해외여행 수요가 폭증했는데, 이때부터 '23년 1월 8일까지 중국인들이 글로벌 온라인 여행사 trip.com을 통해 예약한 여행지 순위에서 한국은 2위를 차지했다. Sabre가 중국인 관광객의 여행지 선호도를 조사한 결과에서도 한국은 '19년 5위에서 '23년 3위로 올라섰다.

그림 2-5. '19년 동월 대비 월별 관광객수 추이 ('19년=100)



출처: 한국관광공사, SMIC 2팀

그림 2-6. 중국, 비중국 수수료 매출 (단위: 천만 원)



출처: 글로벌텍스프리, SMIC 2팀

SNS 지표로 확인한 한국 사랑

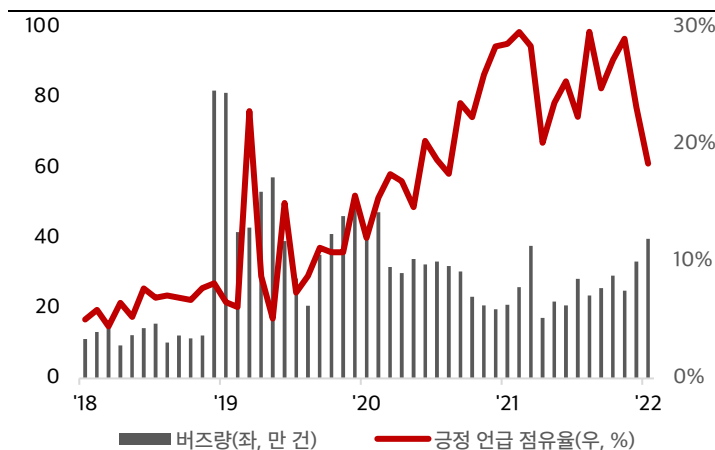
또한 중국인의 '한국 여행'에 대한 소셜평판지수(SNS에서 전반적인 감정을 하나의 지수로 측정된 지표)를 보면 **긍정 언급 점유율이 코로나19기간 이전보다 크게 상승하였다**. 더불어 '한국 여행' 언급량(버즈량)도 같은 추세를 보이는데, 이는 중국인들의 **한국 여행에 대한 수요가 코로나19기간 이전 대비 크게 증가하였음을** 보여준다.

드디어 열린 한중 관광의 길

하지만, **중국인들의 한국 관광은 제로코로나 정책과 오미크론 대유행으로 인해 제한되어** 있었다. 전 세계적으로 코로나19 방역이 완화되어가던 '23년 1월에 중국 코로나19 확진자 수는 급증했으며, 코로나19 재유행을 우려한 한국은 중국인 입국 단기비자 발급을 중단하고 입국자에 대한 PCR검사를 의무화하였다. 이에 중국 정부는 한국에 대해 동일한 보복성 조치를 시행하였지만, 하지만 '23년 2월 중순부로 **양국 모두 해당 규제를 철폐하면서** 그토록 고대하던 **한국 관광의 길이 열렸다**.

그림 2-7. '한국 여행' 긍정 언급 점유율, 버즈량

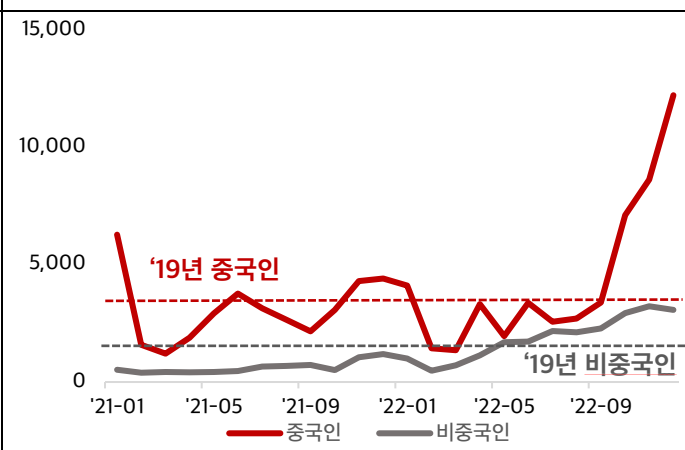
(단위: 만 건, %)



출처: 한국관광공사, SMIC 2팀

그림 2-8. 중국인, 비중국인 관광객의 1인당 매출 기여분

(단위: 원/명)



출처: 글로벌텍스프리, SMIC 2팀

1인당 동사 매출 기여분의 급격한 상승

방한 중국인 관광객의 증가는 동사에게 엄청난 모멘텀이 될 것이다. 리오프닝에 따른 보복소비로 인해 현재 1인당 매출 기여분(P)이 코로나19기간 이전 대비 상당히 높은 수준이기 때문이다. '19년 4,811원/명이었던 중국인 관광객의 1인당 매출 기여분(P)은 '22년 12월 12,234원/명으로 3배 이상 상승하였다 (동 기간 비중국인: 2,276원/명에서 3,764원/명으로 상승). 동사에게 **중국인 관광객의 회복이 특히 중요한 이유이다.**

중국인 1인당 매출 기여분의 상승은 현재 진행형

중국 관광객의 1인당 매출 기여분의 상승은 **여기서 끝이 아니다.** '23년 1, 2월 중국인 여행객(Q)은 '19년 대비 3.8%, 2.7%에 불과하지만, 동사와 같이 한국에서 텍스리펀드 사업을 영위하는 Global Blue Korea의 중국인 매출(P*Q)은 46%, 36% 수준이다. 이를 통해 역산한 Global Blue Korea의 P는 '19년 동기간 대비 각각 12.1배, 13.3배로, 폭발적으로 상승하고 있다. 물론 Global Blue Korea와 동사 가맹점들 간의 차이로 인해 이 결과를 그대로 동사에 대입하는 것은 무리가 있으나, **중국인들의 1인당 매출 기여분(P)이 '19년 대비 매우 가파르게 상승하고 있다는 것은 틀림없다.**

1인당 매출 기여분 하락은 제한적일 것

한편, 이렇게 높아진 인당 구매력이 앞으로도 유지될 수 있을지 의문이 들 수 있다. 보복소비로 인해 높아진 인당 구매력이 소비가 정상화됨에 따라 다시 낮아질 수도 있지 않냐는 것이다. 하지만 본 보고서에서는 앞서 중국 외 국가들의 사례에서와 같이 **중국인 관광객의 1인당 매출 기여분(P) 하락이 크지 않을 것으로** 추정한다.

동사에겐 오히려
우호적인 인플레이션

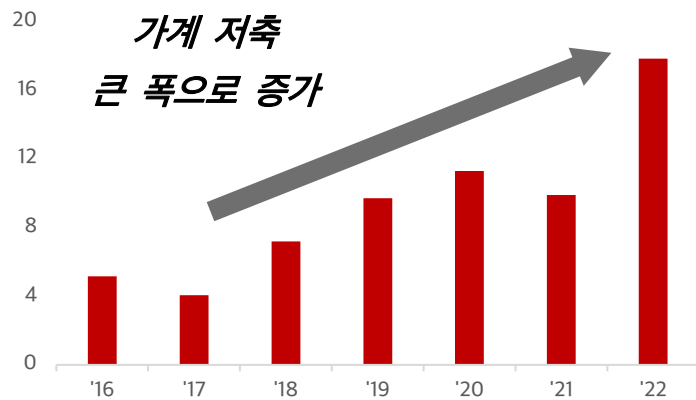
인플레이션 또한 1인당 매출을 지속적으로 끌어올린 요인이었다. 인플레이션에 따라 제품가격이 상승하면 물건값의 일정 비율로 결정되는 환급수수료 또한 증가하기 때문이다. '19년을 100으로 하여 산출한 CPI는 '20년 100.6, '21년 103.1, '22년 108.36으로 지속적으로 상승하였다. 특히 동사의 수수료 매출에 직접적으로 영향을 미치는 **상품 물가**의 경우 **소비자물가지수**보다도 2% 가량 높은 상승률을 보여왔기에 인플레이션은 동사에게 우호적임이 틀림없다.

2.2.2. 저금통 깎 준비 완료

중국 가계 저축
증가액은 사상 최고치

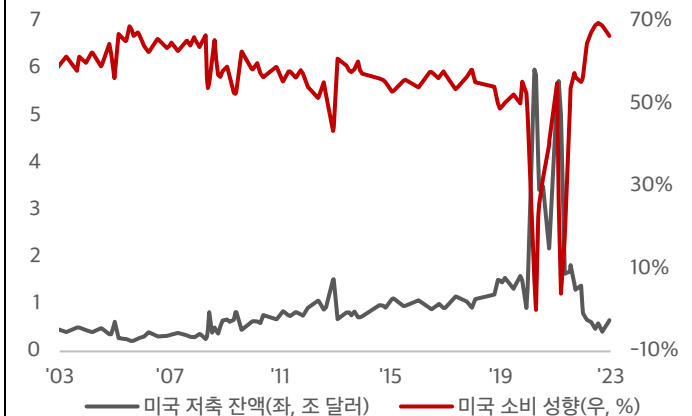
중국인의 막대한 저축액은 앞서 설명한 폭발적인 인당 매출 기여분(P) 증가를 설명한다. 지난해 14억 중국 인구의 돈은 갈 곳을 잃었다. 가구, IT제품 등 내구재에 대한 수요는 '20년 폭발적으로 증가한 후 지속적으로 감소하는 추세이며, 제로코로나 정책의 영향으로 여행과 이동에 제약이 있었다. 그 영향으로 '22년 중국 가계 저축 증가액은 17.84조 위안으로 **사상 최고치를 갱신했다**.

그림 2-9. 중국 가계 저축 추이 (단위: 조 위안)



출처: Global Blue, SMIC 2팀

그림 2-10. 미국 저축 잔액과 소비 성향 (단위: 조 달러, %)



출처: Refinitiv, SMIC 2팀

미국과 같이
가계저축 ↓
소비 ↑ 기대

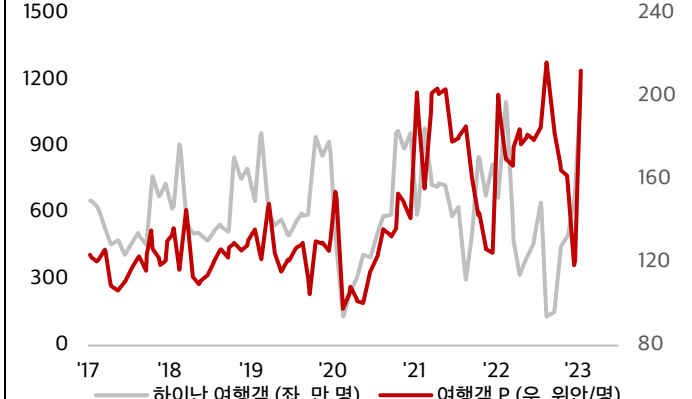
이 돈뭉치는 앞으로 어디로 향할까? 2년 전 미국의 사례에서 힌트를 얻을 수 있다. '20년 급증한 미국 가계 저축총액은 리오프닝이 시작됨과 동시에 급감하며 소비를 강하게 이끌었다. 그 효과는 동사에서도 확인할 수 있었다. 방한 미국인 관광객의 1인당 매출기여분(P)이 드라마틱하게 증가한 것이다.

그림 2-11. 중국 Customer Confidence Index(CCI) (단위: 원/명)



출처: Statista, SMIC 2팀

그림 2-12. 중국 하이난 여행 매출 (단위: 만 명, 위안/명)



출처: WIND, SMIC 2팀

미국의 데자뷰 중국

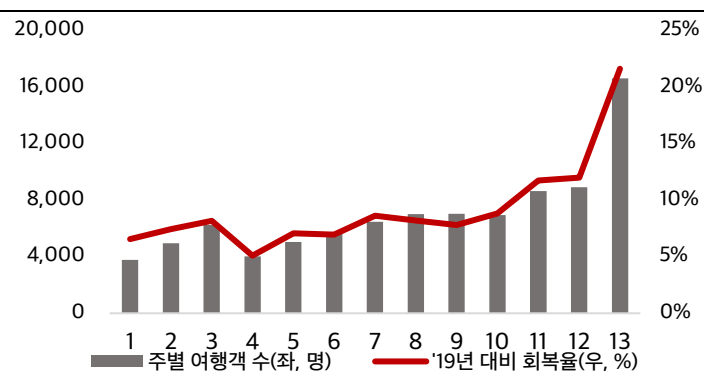
유사한 상황이 중국에서 펼쳐지고 있다. 중국 가계 저축 증가액이 '22년 최고치를 기록한 후 '23년 1월 리오프닝이 시작되자 소비로 이어지고 있다. 소비자심리지수에 해당하는 중국의 CCI 지수는 '23년 1월에 눈에 띄게 반등하였으며, 최근 중국의 하와이라고 불리는 하이난의 1인당 여행 매출과 관광객수를 확인해보면 두 지표 모두 역대 최고수준을 기록하고 있다. 이런 훈풍이 한국으로 불어오게 된다면 동사에게 엄청난 수혜가 될 것임이 자명하다.

2.2.3. 항공사 증편은 중국인 관광객을 위한 레드카펫

중→한 항공편 빠르게 회복 중

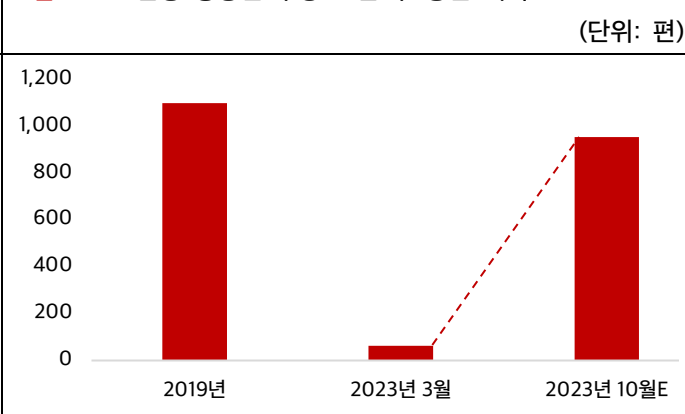
중국인의 방한은 현실화되고 있다. 한국에 도착한 중국 국적 항공사 여객 수는 '23년 첫 주부터 '19년 동기간 대비 회복률이 점차 상승하고 있으며 특히 항공편의 대규모 증편이 이루어진 3월 26일을 기점으로 그 상승세가 가팔라졌다. 한중 양국은 3월 현재 주당 63회에 불과한 한중 항공편을 '23년 10월 주당 954회까지 확대하기로 합의하였다. 이는 코로나19기간 이전의 87% 수준으로, 빠른 항공편 증편에 따른 관광객의 신속한 유입이 기대된다.

그림 2-13. '23년 주차 별 한국 도착 중국 국적 항공사 여객 수와 '19년 대비 회복률 (단위: 명, %)



출처: 에어포털, SMIC 2팀

그림 2-14. 한중 항공편 주당 노선 수 증편 계획 (단위: 편)

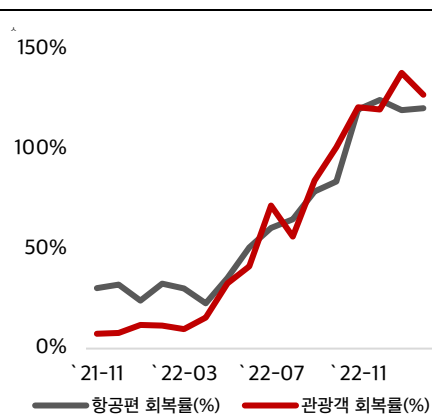


출처: WIND, SMIC 2팀

싱가포르 관광객 회복률: 항공편 회복률 상회

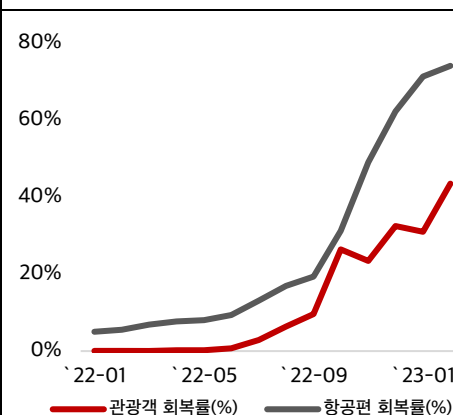
한중 항공편 노선의 증편은 방한 중국인 관광객 수의 급격한 증가로 이어질 것이다. '19년 대비 방한 관광객 회복률이 100%를 상회한 싱가포르의 사례를 통해 이를 엿볼 수 있다. 싱가포르의 경우 '22년 3월 백신 접종을 완료한 관광객에 대해 격리가 면제되었는데, 이 시기에 항공편과 관광객 회복률이 동시에 급증하였다. 항공편 회복률이 100% 가까이 상승하였음에도 관광객 회복률은 하락하지 않고 오히려 항공편 회복률보다 가파르게 상승한다.

그림 2-15. 한국-싱가포르 항공편, 관광객 회복률 (단위: %)



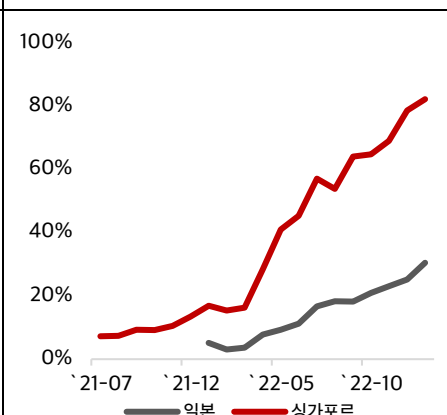
출처: 한국관광공사, 에어포털, SMIC 2팀

그림 2-16. 한국-일본 항공편, 관광객 회복률 (단위: %)



출처: 한국관광공사, 에어포털, SMIC 2팀

그림 2-17. 일본 & 싱가포르 아웃바운드 회복률 (단위: %)



출처: JNTO, 싱가포르 통계청, SMIC 2팀

싱가포르와 다른 일본: 아웃바운드 수요 차이

하지만 일본의 경우는 싱가포르와 다른 양상을 보인다. '19년 대비 방한 관광객 회복률이 항공편 증가율만큼 상승하지 못한다. 이는 **일본과 싱가포르의 아웃바운드 수요 차이**에 기인한다. 코로나19기간 이전 대비 현재 양국의 아웃바운드 회복률은 상당한 차이를 보인다. 싱가포르의 경우 가파른 아웃바운드 회복률을 보이는 반면 일본의 회복률은 저조하다. 즉, **항공편 회복률과 관광객 회복률이 동행하기 위해서는 국가 자체의 아웃바운드 수요가 핵심**이다.

일본은 아웃라이어

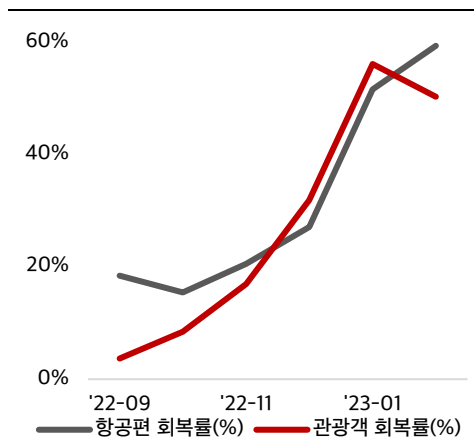
중국은 일본과 싱가포르 중 어느 국가의 양상을 따라갈까? 본 보고서는 **중국이 싱가포르와 유사한 양상을 띠 것이라고 확신**한다. '19년 대비 항공편수 회복률이 비교적 높은 나머지 국가들에 대한 관광객과 항공편 회복률의 추이를 보면 대부분의 국가에서 항공편 회복률에 맞춰 관광객수가 회복된다. 일본만이 아웃라이어인 셈이다.

일본 수요 위축

1. 유레 없는 엔저

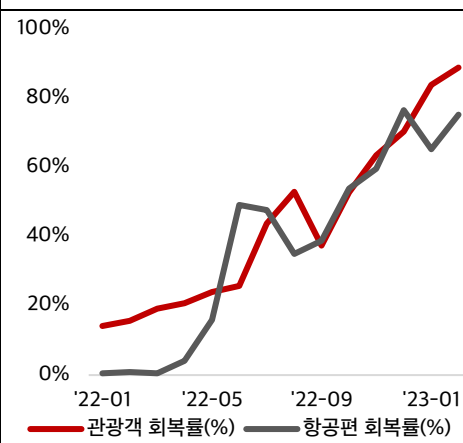
일본이 관광객수 회복률에 있어 다른 양상을 보이는 원인을 1) **환율**과 2) **코로나19에 대한 두려움**에서 찾을 수 있다. 코로나19로 인해 전 세계에 기록적인 유동성이 공급된 후, 인플레이션 방지를 위해 미국을 비롯한 전 세계 국가들에서 유레없는 속도로 금리를 상향했다. 하지만 **일본은 지속적으로 저금리 정책을 유지**하였다. 그 결과 엔화의 가치는 크게 하락했으며, 이는 **일본인들의 해외 여행 수요에 부정적 영향**을 미쳤다.

그림 2-18. 대만 항공편, 관광객 회복률 (단위: %)



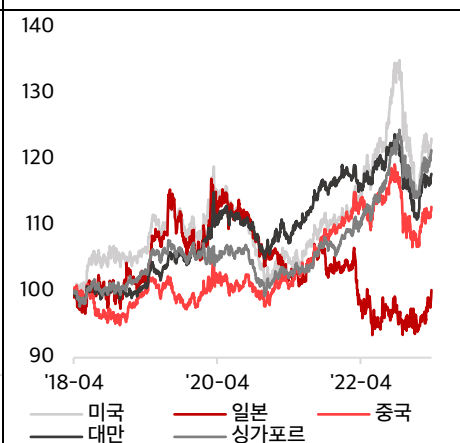
출처: 에어포털, SMIC 2팀

그림 2-19. 태국 항공편, 관광객 회복률 (단위: %)



출처: 에어포털, SMIC 2팀

그림 2-20. 원화 대비 주요국 환율 추이 ('18년 04월 01일 환율 = 100)



출처: Investing.com, SMIC 2팀

일본 수요 위축

2. 코로나 19 에 대한 우려

환율뿐만 아니라 **일본인들의 코로나19에 대한 여전히 두려움** 또한 일본 아웃바운드의 회복을 **지연**시켰다. 일본 최대 여행사 JTB에서 일본인들을 대상으로 실시한 설문조사 결과에 따르면, 응답자 중 22.3%는 지정학적 긴장과 **코로나19**를, 21.8%는 **엔화 약세**를 여행을 주저하는 이유로 꼽았다.

중국인 관광 빠르게 회복할 것

중국은 위 두 요건 모두에 해당되지 않는다. 1) **원-위안화 환율의 경우 대다수 통화 환율과 같이 상승 추세**이며, 2) **중국인들은 코로나19에 대한 경각심이 크지 않을** 것이다. 일본은 전체 인구 대비 코로나 누적 확진자 수 비율이 26%에 불과하지만, 중국의 경우 63%에 달한다는 사실이 이를 뒷받침한다. 결국, **항공편 회복과 동시에 중국인들은 밀려올** 것이다.

탑승객 중 사후면세점 이용객 비율 증가

항공편 증편을 통한 입국자수 증가의 효과에 더해 **탑승객 중 사후면세점을 이용하는 비율이 높아짐**으로써 동사의 **고객회복은 가속화**될 것이다. 홍콩발 유럽향 항공편 통계를 통해 이를 확인할 수 있다. 해당 항공편은 '19년 대비 27% 운영 중이지만, 탑승객 중 사후면세 이용객

수는 '19년 대비 41%나 회복했다. 항공 편당 사후면세점 이용객은 '19년 대비 152% 수준으로 증가했다는 의미이다.

2.2.4. 리오프닝의 피날레를 장식할 중국인 단체관광객

마지막 모멘텀
단체관광 허용

마지막 남은 모멘텀은 중국인 한국 단체관광 허용이다. 중국 정부는 '23년 2월 6일과 3월 15일 두 차례에 걸쳐 중국인 단체관광 허용 국가를 발표하였으나, 한국은 포함되지 못했다. '23년 2월 한중 상호간 관광 목적 단기비자 발급 제한이 해제되며 중국인 관광객 회복이 시작되었으나, 중국인 단체관광은 아직 시작되지 못하고 있는 상황이다. 실제로 중국 최대 여행 사이트 Ctrip에는 아직 한국 자유여행상품이 등록되어있지 않다.

단체관광 허용 배제
: 정치적 이유

단체관광 허가를 100% 확신할 수는 없으나, 본 보고서에서는 **최소한 올해 안에 중국인 단체관광 허용 국가에 한국이 포함될 것**이라고 확신한다. 현재 단체관광이 허용된 국가는 60개국에 달한다. 대부분의 국가들이 허용되고, 중국과 외교적 갈등이 있는 미국, 일본, 한국 등만 배제되었음을 고려할 때, **배제의 이유는 오롯이 정치적 이슈임을** 유추할 수 있다.

화해의 제스처로
활용했던 과거

하지만 **추후 단체관광은 허용될 것**이다. 그 근거는 외교적 선례에 있다. 과거 한한령에 따른 단체관광 규제 당시 '17년 10월 양국관계 정상화를 합의한 뒤, 11월 문재인 전 대통령의 **방중 시점에 맞추어 단체관광 제한을 일부 해제**했다. 외교 관계의 화해 제스처로 활용한 것이다.

한중일 정상회의
4년 만에 개최예정

현재 한중일 3국은 '19년 이후 **4년 만에 한중일 정상회의 개최를 추진**하고 있다. 3월 16일 이루어진 **한일정상회담**에서 양국은 **한중일 정상회의 재개 필요성을 공개적으로 강조**하였다. 더불어 4월 3일에 이루어진 **중일 외교장관회담**에서도 **동일한 의견을 표명**했다. 이에 외교부는 한중일 정상회의가 **올해 개최될 수 있다**고 밝혔으며 본 보고서는 한중일 관계개선 기조에 맞추어 **중국이 한국행 단체관광을 해제할 것으로 판단**하며, 4월에 있을 것으로 기대되는 한중 상호간 입국자에 대한 PCR검사 해제는 그 신호탄이 될 것으로 기대한다.

주변 상황도 긍정적
: 판호 발급 등

주변 상황도 나쁘지 않다. 한한령 이후 금지되었던 **한국 콘텐츠가 작년부턴 중국 OTT에서 서비스**되고 있으며, 한국 게임에 대해 수년 간 발급되지 않던 **중국 판호가 지난 3월 21일 한국 게임 5종에 대해 발급**되는 등, 한국에 대한 중국 규제가 풀려가고 있는 상황이다. 엔데믹에 따라 한국과 중국 정부 **한중 노선 운항 확대에도 합의한 상황**임을 고려할 때, **한국행 단체관광 허용 가능성은 굉장히 높다.**

2.3. 알짜배기 해외법인

성장세가 두드러지는
해외법인

[2.1, 2.2]에서는 리오프닝의 수혜를 오롯이 흡수할 한국법인에 대해서 다루었다. 하지만 **리오프닝의 낙수효과는 국내 만으로 한정되지 않는다.** 동사의 프랑스, 싱가포르 법인은 한국 매출이 부진했던 '22년 텍스리펀드 사업부 매출의 55%를 차지하며 **동사 Top-line을 책임**졌다.

2.3.1. 진격의 싱가포르 법인

빠르게 회복중인
싱가포르 법인

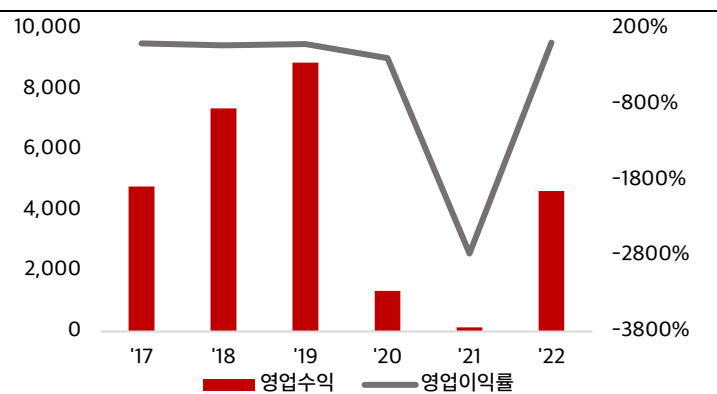
동사의 싱가포르 법인은 코로나 이전까지 빠르게 성장해왔다. '17년부터 '19년까지, 연평균 **36%의 성장률**은 이를 확실히 증명해준다. 그러나 코로나 직격탄을 맞은 '20~'21년에는 급감한 영업수익과 적자전환을 받아들여야 했다. 동사 입장에서 다행인 점은 **싱가포르의 리오프닝이 빠르게 일어났**다는 점이다. 완화된 규제를 등에 업고 관광객들이 몰밀듯이 들어온 덕분에

에 싱가포르 법인은 빠르게 '19년도 수준으로 회복될 것으로 보인다. 더욱 긍정적인 것은 싱가포르 관광객 수의 피크는 멀었다는 점이다.

아직 Peak 는 멀었다.

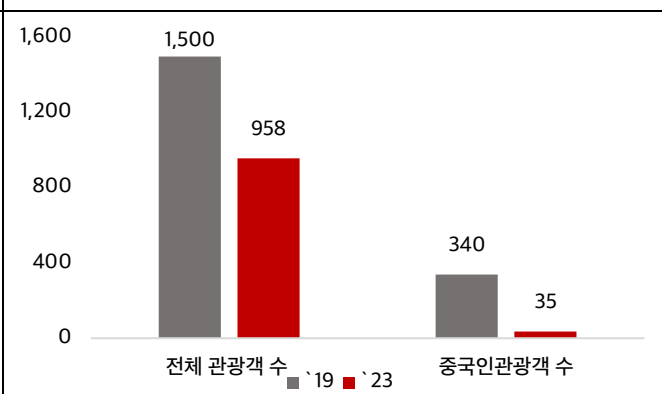
싱가포르에 오는 관광객은 급격히 회복되고 있으나 아직 '19년 대비 갈 길이 멀다. '23년 1월 입국자 95만명은 '19년 입국자 150만명에 비하면 약 64% 수준으로 아직 50%의 상승여력이 존재한다. 특히 중국 관광객의 수가 '19년 대비 1/10에도 미치지 못한다는 점은 싱가포르 텍스리펀드 시장이 더욱 기대가 되는 이유이다. 중국인 입국자는 '23년 2월까지 35,300명으로 꾸준히 상승했지만 '19년의 입국자 수인 339,550명이라는 숫자를 회복하기에는 요원하다. 앞으로 증가할 관광객 수를 고려한다면 동사의 영업수익 상승은 볼 보듯 뻔하다.

그림 2-21. 싱가포르 법인 영업수익 (단위: 백만 원, %)



출처: 글로벌텍스프리, SMIC 2팀

그림 2-22. 싱가포르 입국 관광객 수 (단위: 천 명)



출처: Singapore Tourism Analytic Network, SMIC 2팀

세금 잔치에
콩고물

그 뿐이 아니다. 싱가포르 부가세율 상승은 부가세의 30%를 영업수익으로 인식하는 동사의 Top-line 성장에 긍정적이다. 싱가포르는 '23년 들어 부가세율을 7%에서 8%로 올렸으며, '24년에는 8%에서 9%로 올릴 계획을 하고 있다. 제품 값을 100만원으로 가정했을 때, 부가세는 각각 6.54, 7.41, 8.26만원이며 이에 따른 동사의 영업수익은 부가세에 70%를 할인한 1.96, 2.22, 2.48만원이다. 비록 부가세율 1%의 변동이지만 동사의 영업수익에는 약 13%, 11%의 증가가 일어난다. 2년에 걸쳐 제도적 수혜만으로 24% 영업수익 성장이 일어나는 것이다.

2.3.2. 프랑스 법인

작년 역대 최대실적
경신. 더욱 기대되는
올해!

동사는 지난 '19년 1월 프랑스의 'Simply Tax Free'를 인수하여 프랑스에서 사업을 확장하였다. 총 600여개의 사후 면세점을 가맹점으로 두고 있는 프랑스 법인은 '22년 영업수익 약 54억 원, 영업이익 약 19억원을 달성하여 역대 최대 실적을 경신했다. 이는 '19년 보다 영업수익은 4배, 영업이익 9배 증가한 수치이다. 20%의 부가가치세율을 바탕으로 '22년의 OPM은 34.7%를 웃돌았으며, 코로나19로부터 해방된 올해도 성장이 기대된다.

상기 투자포인트 1.의 논의를 종합하면 다음과 같다.

첫째, 리오프닝이 먼저 시작된 동남아시아는 경제 발전과 한국에 대한 선호도 증가로 인해 '22년 동사 Top-line 회복을 이끌었다.

둘째, 여행에 목말라있는 중국인 관광객은 두둑해진 지갑을 들고 찾아올 것이며, 앞으로 증편될 항공편을 타고 '23년 동사의 본격적인 Top-line 성장을 이끌 것이다.

셋째, 상대적으로 이른 리오프닝을 맞이하며 '22년을 책임진 동사의 알짜배기 해외 법인은 아직 더 성장할 체력이 남아있다.

투자포인트 2: 요요 없는 다이어트 성공

3.1. 리베이트와 M/S 경쟁

경쟁의 핵심
: 리베이트!

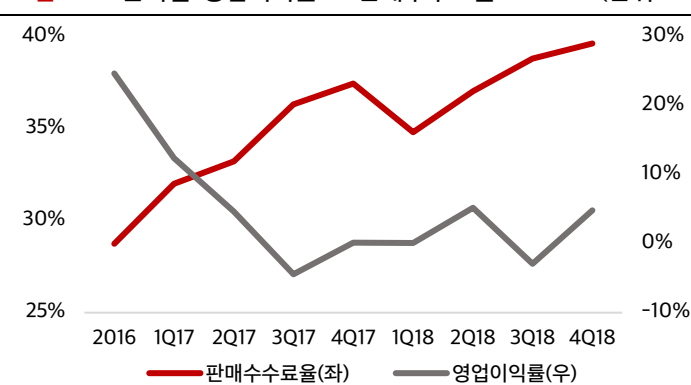
텍스리펀드 시장에서 환급 대행사들은 신규 가맹점을 유치하고, 기존 가맹점을 유지하기 위해 가맹점에 '리베이트(판매수수료)'를 제공한다. 특히, 대형 사후 면세점들은 환급 대행사와 계약을 맺는 대가로 상당한 리베이트를 수취하기에 환급 대행사들의 리베이트율은 시장 M/S 변동과 밀접한 관계가 있다.

3.1.1. 리베이트 전쟁에서 승리한 동사

시작된 치킨게임

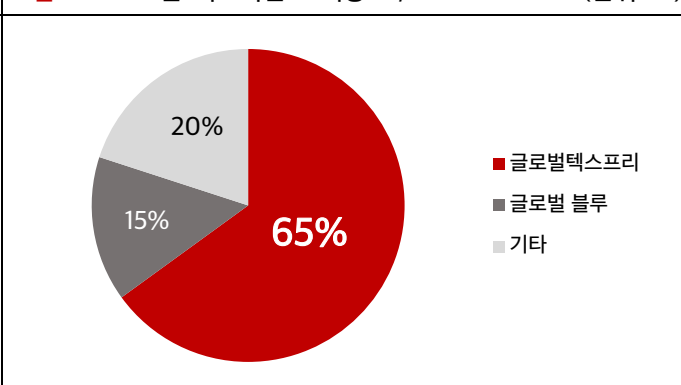
'17년 중국의 한한령으로 중국인 관광객 수가 폭락하여 업계 전체의 수수료 수익이 급락했다. 이를 타개하기 위해 후발주자인 KT 종속회사 'KTis'와 롯데주류 계열사 '큐브 리펀드'는 M/S를 높이고자 마진을 희생하며 리베이트율을 끌어올렸다. 그 결과, 동사를 포함한 모든 환급 대행사들도 M/S를 지키기 위해 리베이트율을 높였고, 치킨게임 구도로 흘러갔다.

그림 3-1. 분기별 영업이익률 & 판매수수료율 (단위: %)



출처: 글로벌텍스프리, SMIC 2팀

그림 3-2. '23년 텍스리펀드 시장 M/S (단위: %)



출처: 글로벌텍스프리, SMIC 2팀

순이익률 ↓↓

리베이트율의 증가는 동사의 Bottom Line에 치명적이었다. '16년에 5.4%였던 당기순이익율은 '17년에 -7.4%로 곤두박질쳤다. '18년에는 파생상품 평가이익이 발생해 20.1%로 크게 상승했지만, 영업이익율은 1.7%로 부진은 여전했다. 그러나 이는 비단 동사만의 문제가 아니었다. 큐브 리펀드와 Global Blue의 당기순이익율은 각각 -25.8%, -27.1%로, 더욱 심각한 상황이었다.

위기는 기회로!
1등으로 발돋움

하지만 결국 치킨게임의 승자는 동사였다. 치열한 리베이트 경쟁 속에서 점유율 15%의 2위 업체 'KTis'는 막대한 손해를 버티지 못하고 사업을 동사에게 양도하였다. 덕분에 동사의 시장 점유율은 65%로 늘었고, 리베이트 경쟁은 경쟁사들 사이의 암묵적 합의하에 종료되었다. '17년부터 끝없이 오르던 판매수수료율은 '19년을 기점으로 현재까지 수익 대비 40% 수준에서 꾸준히 유지되고 있다.

3.1.2. 견조하게 유지될 M/S와 리베이트율

비실비실
경쟁사들

그렇다면 경쟁사들이 리베이트를 통해 치킨게임을 다시 걸 가능성은 없을까? 본 보고서는 현 상태에서 M/S 변동이 일어나지 않을 것이라고 단언한다.

1) 선택과 집중이 필요한 Global Blue Korea

그림 3-3. Global Blue Korea 영업수익, 당기순이익

Global Blue Korea 재무 상황				
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2022
영업수익	9,760	9,160	6,960	260
YoY(%)		-6.10%	-24%	-96.20%
당기순이익	(2,650)	(1,330)	(2,870)	(4,470)
당기순이익률(%)	-27%	-15%	-41%	-1719%

출처: Global Blue Korea, SMIC 2팀

그림 3-4. Global Blue Holdings 재무 상황

Global Blue Holdings 재무 상황			
(단위: 백만 유로)	2020	2021	2022
부채	1,050	1,058	1,147
자본	(39)	(167)	4
자산	1,011	892	1,151
부채 비율(%)	-2700%	-635%	26750%
비고: '22년 6월에 유상증자	금액: \$206.65 mil.		

출처: Global Blue Holdings, SMIC 2팀

Global Blue 의
치명적 단점

가장 큰 경쟁사인 Global Blue Korea부터 알아보자. 전세계 1위 Global Blue Korea는 유독 한국에서 힘을 쓰지 못한다. 이는 Global Blue Korea 사업 정책의 영향이 크다. Global Blue Korea는 키오스크나 유인창구에서 문제가 발생할 시, 해당 문제를 모두 본사에서 해결해야 한다는 원칙이 있다. 가맹점 입장에서는 A/S가 신속하지 않은 Global Blue Korea를 선택할 유인이 없다. 그에 반해 동사는 현장 해결을 원칙으로 할 뿐 아니라 본사 또한 명동에 위치하고 있어 신속한 대처가 가능하다는 장점이 있다.

위태로운
Global Blue

더 나아가 모회사 Global Blue Holdings의 위태로운 재무 건전성은 한국 사업 확장을 가로막고 있다. 동사와 달리 Global Blue Holdings는 코로나 사태 2년동안 재무 건전성이 크게 악화되었다. 부채비율이 26000%를 넘어갔으며, 자금난에 허덕이다 '22년 6월에 급하게 2억 2500만 달러, 한화 3,000억 규모의 유상증자를 실행했다.

Global Blue 항복!

정리하자면 Global Blue Korea는 더 이상 한국시장에서 출혈경쟁을 할 여력도, 의사도 없다. 코로나19 이전기간인 '18, '19년에도 각각 -26억, -13억의 적자를 내던 한국 사업부를 확장하는 것은 어불성설이다. 대신에, 부가가치세율이 20%에 육박하고, 관광객 수가 많아 수익성이 좋은 유럽에서 사업 확장을 피하는 것이 합리적이다. 이 모든 상황을 종합했을 때, Global Blue Korea는 동사의 아성을 넘볼 수 없을 것이다.

그림 3-5. 큐브 리퍼드 재무 상황

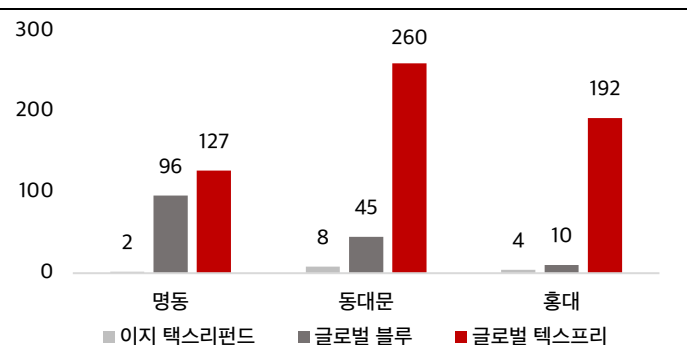
(단위: 백만 원)

큐브 리퍼드 재무 상황				
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2022
영업수익	11,190	15,740	2,120	830
YoY(%)		40.66%	-86.53%	-60.85%
당기순이익	(2,650)	(752)	(1,620)	(640)
당기순이익률(%)	-24%	-5%	-76%	-77%

출처: Job Korea, SMIC 2팀

그림 3-6. 명동, 동대문, 홍대 가맹점 비교

(단위: 개)



출처: Visit Korea, SMIC 2팀

고객층이 다른
Global Blue Korea

게다가 Global Blue Korea 가맹점의 대부분은 명동 소재 백화점에 집중되어 있어 동사의 타겟층과 겹치지 않는다. Global Blue Korea의 명동 가맹점 96곳 중 88곳은 백화점으로 로드샵은 8개에 불과하다. 그에 반해 동사는 127 곳의 가맹점 중 로드샵이 80개로 그 비중이 압도적으로 높다. 이는 동대문과 홍대에도 적용된다. 즉, Global Blue Korea와의 리베이트 경쟁은 그 확률이 매우 낮다.

2) 자금줄이 끊어진 큐브 리펀드

큐브 리펀드:
자금줄 단절

큐브 리펀드가 '19년처럼 다시 치킨게임을 걸 가능성은 0에 수렴한다. 당시의 리베이트 경쟁은 롯데의 자금력 덕분에 성립이 가능했기 때문이다. 큐브 리펀드는 '18년 롯데지주에 인수되었지만, '22년까지 5년동안 약 52억의 순손실이 발생했다. 동시에 '18년 별도재무제표상 25억 6천만 원이던 종속기업(큐브 리펀드)에 대한 투자자산은 '22년까지 총 4년동안 전액 손상 처리되었다. 이는 롯데지주 경영진이 향후 5년간의 사업계획을 반영하여 회수 가능 금액을 추정한 결과이기에 본 보고서에서는 큐브 리펀드의 사업적 가치가 현저히 떨어지며, 롯데지주가 향후 큐브리펀드에게 추가투자할 가능성이 극히 적다고 판단한다.

3) 신규 시장 진입자

시장 진입의
어려움

텍스리펀드 시장에 신규 업체가 진입할 유인이 극도로 낮다. 신규 업체가 해당 시장에 진입할 이유는 크게 2가지로 추릴 수 있는데 첫째는 수익을 얻기 위해서, 둘째는 고객 정보 확대를 위해서이다. 그러나 두 경우 모두 신규 업체 입장에서는 달성할 수 없는 목표라 본 보고서는 판단한다.

수익 기대 금지

해당 시장에 진입하고 가맹점을 확보하기 위해서는 리베이트를 높여 경쟁사의 가맹점을 빼앗아야 한다. 즉, 자본력을 바탕으로 치킨게임을 걸어 점유율을 확대하는 것이다. 그러나 이는 동시에 소기의 목표인 수익성과 상충되며 시장 진입의 장벽으로 작용한다.

배보다 배꼽이 크다

고객 정보 확보 또한 신규 진입 업체 입장에서는 수지타산이 맞지 않는다. 신규업체의 진입은 치킨게임을 필히 동반하는데, 이 때 텍스리펀드 업체들은 정보 가치 그 이상의 리베이트를 지급하게 된다. 일례로, 국내 대형 VAN사들 또한 고객 정보 확보를 위해 시장에 진입했지만 '17년 치킨 게임 당시 불어나는 리베이트를 감당하지 못하고 KTis처럼 사업에서 철수하거나 사업 규모를 줄였다.

4) 과속방지턱으로 작용하는 장기계약

급격한 변동의
어려움

보통 2~3년 단위로 맺는 텍스리펀드 사업자와 가맹점 사이의 계약은 M/S 변동의 과속방지턱으로 작용한다. 가맹점들은 기존 계약이 종료되어야 새 계약을 체결할 수 있기에 시장의 신규 진입자가 마구잡이로 가맹점을 확보해 급격하게 M/S를 늘리는 것은 사실상 불가능하다. 이러한 계약 구조는 동사의 압도적인 M/S 사수에 유리하게 작용한다.

모든 주요 경쟁사들의 재무가 불안정한 상황에서 추가적인 M/S 경쟁은 일어나지 않을 것이다. 즉, 치킨게임 재발로 인한 OPM 감소는 기우라고 판단한다.

3.2. 추가적 비용 절감

3.2.1. 인건비 감소

인건비 감소로
비용 효율화!

코로나19 기간 이전 대비 앞으로의 영업이익율은 인건비 감소를 통해 큰 폭으로 개선될 것이 확실하다. 동사는 '19년 말에 184명이었던 인력을 '22년 말 91명으로 축소했고, 대규모 구조조정과 임금 삭감을 실시해 비용 효율화를 실현하여 그 결과 '19년도 대비 '21년의 국내 급여는 절반 이하로 감소했다. 동사는 관광객 인바운드를 대비하여 인력을 소폭 증원할 예정이지만, 동시에 최소 인력 운용 방침을 밝혔다.

3.2.2. 즉시 현금

즉시 현금
→ 유인창구, 키오스크
방문 불필요

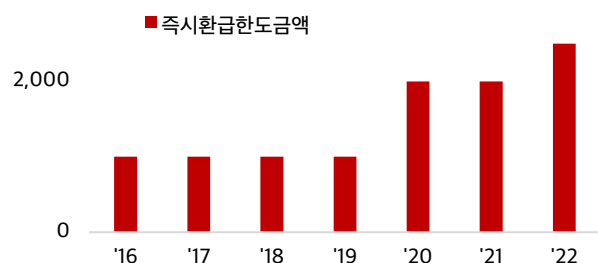
즉시 현금이란 사후면세점에서 물건 구매 시 현금 전표를 받아서 별도로 키오스크나 유인 창구를 방문할 필요 없이 사전면세점과 같이 물건을 구매하는 즉시 현금 금액을 제외하고 물건 값을 지불하는 시스템이다. 즉시현금 한도는 '16년 즉시현금이 시작된 이래로 꾸준히 상승되고 있으며 즉시 현금의 비중은 '19년 30%대에서 '23년 45%까지 점진적으로 증가했다.

즉시 현금 확대
→ 비용 절감

즉시 현금의 범위 확대는 부가세를 현금해줄 별도의 키오스크나 유인창구를 설치할 필요가 없다는 점에서 동사의 비용 절감에 큰 도움이 될 것이다. 더불어 수취하는 수수료 중 20%를 지불해야 하는 타사 키오스크나 유인 창구를 사용하지 않는다는 장점이 있다. 동사의 현금 서비스를 자동으로 택하기에 지급 수수료 비용 절감을 기대할 수 있는 것이다. 이런 비용절감 효과 덕분에 동사의 손익분기점은 '19년 28억원에서 '22년 20억원으로 크게 감소했다.

그림 3-7. 즉시현금 한도 상황

(단위: 천 원)



출처: 국세청, SMIC 2팀

그림 3-8. 즉시현금 절차



출처: 글로벌텍스프리, SMIC 2팀

4. Issue & Risk

4.1. 전환사채와 교환사채

동사는 오버행 이슈가 지속적으로 거론되던 기업이다. 그 주 원인은 2대 주주였던 이엔코퍼레이션이다. 하지만, 현재 교환사채 대상 물량을 제외한 모든 물량은 이미 매도한 상황이다. 잔여 물량은 예약결제원에 예약되어 있기에 매도가 불가하며, 해당 교환사채의 교환가격은 3700원으로 현 주가와 큰 차이가 없기에 단기적으로 교환될 가능성이 크지 않다.

그림 4-1. 동사 전환사채 & 교환사채 물량

전환사채 & 교환사채					
구분	액면금액	전환가격	주식 수	상장주식 대비(%)	
전환사채	발행	13,000			
	기전환/상환	(7,100)			
	잔여	5,900	2,565	2,300,195	4.19%
교환사채	발행	11,000			
	기교환/상환	(5,000)			
	잔여	6,000	3,700	1,621,622	2.95%
	발행	10,000			
기교환/상환	-				
잔여	10,000	3,700	2,702,703	4.92%	
교환사채 합계			4,324,324	7.88%	
전환사채 & 교환사채 합계			6,624,519	12.07%	

출처: 글로벌텍스프리 & 이엔코퍼레이션, SMIC 2팀

그림 4-2. 이엔코퍼레이션 대량보유상황보고서

요약정보			
보고특례 적용 전문투자자 구분	-		
발행회사명	글로벌텍스프리(주)	발행회사와의 관계	주요주주
보고구분	변동		
보유주식 등의 수 및 보유비율	보유주식 등의 수	보유비율	
	직접 보고서	5,740,262	10.46
	이연 보고서	4,408,183	8.03
보고사유	- 보유주식 장내매각에 따른 지분변동		
보유목적	단순투자		

출처: 이엔코퍼레이션, SMIC 2팀

현실적으로 시장에 나올 수 있는 유일한 물량은 전환사채 물량이다. 해당 사채가 전환될 경우 단기적인 수급 이슈가 있을 수 있으나, 이는 총 주식 수 대비 4% 수준으로 그 영향이 크지 않을 것이다. 또한 본 보고서에서는 전환사채의 전량 교환을 가정하고 EPS를 추정하였으므로, 본 보고서의 TP는 타당하다고 주장한다.

5. 매출 추정

동사의 과거 매출을 Breakdown한 데이터는 아래와 같다. 동사는 수수료, 환급 대행 및 환전 서비스를 통한 매출, 상품매출, 각 자회사가 영위하는 IT사업부, 화장품 제조판매 사업부 매출이 발생한다. 각 과거 데이터는 아래와 같으며 텍스리펀드사업부의 매출은 상세 추정을 위해 IR 자료 데이터를 활용하였기에 재무제표와는 소폭의 오차가 발생한다.

글로벌 텍스프리 과거 영업수익 데이터

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022
중국인 수수료 매출	26,940	15,756	18,144	23,544	3,120	490	83	99	228	707	1,117
비중국인 수수료 매출	9,192	11,052	13,632	21,576	3,588	522	170	787	1,834	4,319	7,110
국내 매출	36,132	26,808	31,776	45,120	6,708	1,012	253	886	2,062	5,025	8,226
싱가포르	-	4,790	7,376	8,889	1,341	132	206	1,148	1,510	1,782	4,646
일본	-	644	773	978	314	78	22	22	64	128	235
프랑스	-	-	-	1,501	832	1,633	821	972	1,487	2,091	5,372
한국 대행환급수수료 등	-	0	1,989	3,533	999	951	83	98	113	12	306
해외 법인 매출	-	5,434	10,138	14,900	3,486	2,794	1,131	2,239	3,175	4,013	10,558
텍스리펀드사업부	36,132	32,242	41,914	60,020	10,194	3,806	1,384	3,125	5,237	9,038	18,785
IT사업부	-	-	-	-	-	22,614	1,163	1,221	1,153	21,265	24,802
화장품제조판매사업부	-	-	-	-	-	7,792	5,506	5,367	6,135	(11,457)	5,551
상품	-	-	-	-	-	4,557	444	(28)	(62)	54	407
총 합계	36,132	32,242	41,914	60,020	10,194	38,951	7,113	6,560	7,226	9,862	49,746

5.1. 국내 텍스리펀드사업부

동사의 국내 텍스리펀드사업부 매출은 관광객의 국적을 기준으로 중국, 비중국인으로 구분하여 추정하였으며 **중국인의 회복세에 따라 Base와 Bull Case** 두가지로 추정하였다. 텍스리펀드 사업부 매출 공식은 아래와 같이 표현되며 상세 추정을 위하여 '23년을 분기 단위로 쪼개어 추정하였다.

$$\begin{aligned} \text{매출} &= P \times Q = \text{관광객 1인당 매출액} \times \text{관광객 수} \\ &= \text{관광객 1인당 매출액} \times '19\text{년 관광객 수} \times '19\text{년 대비 관광객 회복률} \\ &= \sum \text{관광객 분기 평균 인당 월매출액} \times '19\text{년 분기 총 관광객 수} \times \text{분기 관광객 회복률} \end{aligned}$$

위와 같은 공식을 이용하기 위하여 '23년 분기별, 국적별 분기 평균 인당 월별 매출액과 '19년 대비 관광객수 회복률을 추정한다. 이를 위해 사용한 과거 기간별 관광객수와 국적별 월별 매출액은 아래와 같다. (후술할 내용에서는 분기 평균 인당 월매출액을 P로 생략하여 기재)

국적별 월 매출액 (단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	'21-01	'21-02	'21-03	'21-04	'21-05	'21-06	'21-07	'21-08	'21-09	'21-10	'21-11	'21-12	'22-01	'22-02	'22-03	'22-04	'22-05	'22-06	'22-07	'22-08	'22-09	'22-10	'22-11	'22-12	
중국	3,877	5,056	4,901	4,811	4,921	4,953	4,399	5,007	44	19	23	32	41	49	44	45	41	43	56	53	39	24	20	34	22	43	46	82	100	163	209	335	
비중국	1,316	1,514	1,565	2,262	2,214	2,211	2,129	2,473	27	21	24	22	26	30	46	55	52	40	86	93	72	40	58	135	280	372	535	595	704	1,335	1,408	1,576	
대만	3,202	3,691	3,309	4,650	4,696	4,566	4,403	4,945	1	-	-	-	-	-	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	4	9	20	35	70	115	172
일본	450	583	809	1,378	1,356	1,321	1,294	1,558	1	1	1	1	1	2	1	2	1	2	3	3	1	1	2	2	3	5	21	53	81	145	162	197	
태국	2,581	2,530	2,585	4,037	3,617	3,971	4,149	4,347	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	-	-	-	11	51	64	92	67	72	207	176	199	
말레이시아	2,314	2,232	2,411	3,149	2,688	3,651	3,299	3,030	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	1	4	11	16	19	18	28	55	61	86
싱가포르	3,134	3,328	3,707	5,081	4,876	5,518	5,447	4,708	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6	24	14	10	14	27	45	58	62	47	83	164	189	294	
베트남	2,294	2,338	1,969	3,277	2,733	2,788	3,390	4,116	-	-	-	-	1	3	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	30	33	87	76	52	
미국	709	879	913	1,276	1,150	1,187	1,305	1,441	12	11	10	9	10	14	23	22	17	15	33	27	19	10	18	34	61	80	107	108	114	197	189	137	
인도네시아	2,323	2,463	2,582	3,925	3,627	3,982	4,385	3,859	-	-	-	-	1	1	-	-	-	-	1	1	1	-	1	2	3	7	23	27	24	60	72	73	
필리핀	970	1,087	1,284	2,147	1,791	2,226	1,949	2,360	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	6	17	15	21	43	54	52	
기타국가	992	1,155	1,240	1,471	1,692	1,392	1,472	1,396	13	9	11	11	13	13	16	29	30	21	41	33	35	16	22	53	103	131	185	212	213	308	314	313	

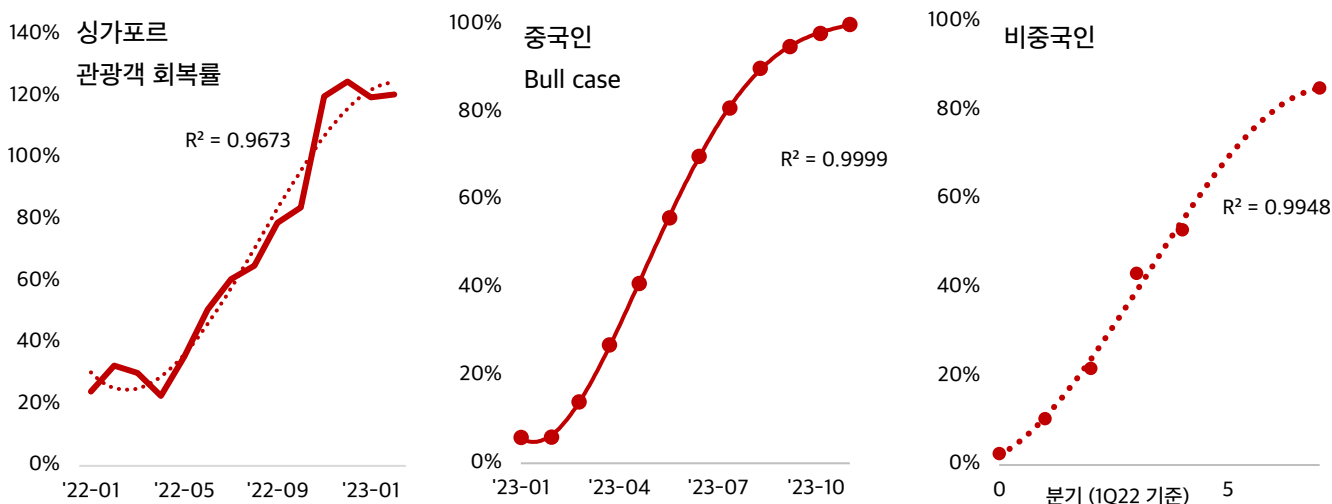
국적별 관광객 수 (단위: 천 명, 명)	2016	2017	2018	2019	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	'21-01	'21-02	'21-03	'21-04	'21-05	'21-06	'21-07	'21-08	'21-09	'21-10	'21-11	'21-12	'22-01	'22-02	'22-03	'22-04	'22-05	'22-06	'22-07	'22-08	'22-09	'22-10	'22-11	'22-12
중국	579	260	308	408	1,014	1,220	1,323	1,337	455	420	1,360	1,590	1,233	1,031	1,011	1,264	1,366	1,700	2,151	1,641	1,194	1,480	1,857	1,703	3,234	5,960	5,986	8,107	9,311	10,331	15,719	
비중국	582	608	726	795	2,030	2,634	2,326	2,549	8,580	8,080	9,809	9,902	14,148	16,604	19,266	17,441	18,347	24,332	27,034	23,479	15,320	15,318	21,012	55,591	87,476	130,649	147,211	153,142	205,203	351,551	331,355	418,586
대만	68	76	91	103	275	328	320	316	35	40	55	47	64	33	47	64	63	69	61	58	64	50	49	122	178	377	943	3,057	3,719	10,672	17,063	28,358
일본	184	185	239	265	771	838	829	742	16	31	31	40	36	44	54	97	72	176	273	177	103	91	112	535	668	2,042	7,737	20,324	23,413	63,905	59,089	81,012
태국	33	36	40	40	112	138	84	151	92	60	70	84	162	143	84	77	118	149	177	214	173	276	234	2,581	7,281	15,045	14,375	8,710	11,199	31,421	25,755	37,694
말레이시아	23	23	29	31	81	92	56	145	12	42	32	6	10	41	45	42	23	56	220	169	131	76	103	803	1,858	2,689	2,915	3,318	5,252	11,160	11,788	19,231
싱가포르	17	16	18	19	37	63	37	90	3	4	10	7	13	3	12	34	53	80	1,924	3,217	993	956	2,018	3,381	6,043	9,549	6,747	6,182	13,621	23,306	31,319	48,860
베트남	14	18	27	33	63	129	96	103	80	50	112	97	173	445	493	507	304	303	492	976	615	279	357	472	722	4,534	7,224	9,221	10,195	21,853	17,191	12,203
미국	55	55	62	67	147	246	210	206	2,242	1,957	2,839	3,587	6,687	7,804	8,246	5,800	7,718	9,185	8,907	5,750	3,127	3,847	5,733	19,169	28,486	41,871	37,516	31,417	45,126	58,193	48,323	46,403
인도네시아	12	12	14	16	45	54	31	62	976	1,034	1,201	1,514	1,356	1,771	1,470	872	1,167	1,369	1,794	1,294	1,026	1,214	1,314	2,160	3,035	4,007	3,735	4,842	10,146	9,730	14,585	
필리핀	14	18	22	24	51	95	46	93	1,668	2,026	2,166	1,704	2,398	2,649	3,515	3,721	2,932	3,497	3,391	3,287	2,370	2,447	3,488	3,280	4,103	6,409	8,185	6,940	9,162	16,511	14,176	18,614
기타국가	161	169	184	196	448	650	617	642	3,456	2,836	3,293	3,050	3,091	4,086	4,999	5,629	6,192	9,650	10,220	7,837	6,450	6,270	7,704	23,934	35,977	45,098	57,562	60,238	78,674	104,384	96,921	111,626

* '21~'22년 데이터 단위는 명

5.1.1. 중국인, 비중국인 관광객 회복률 추정

1) 중국인 관광객 회복률 추정

동사의 매출은 중국인의 회복률에 따라 Base와 Bull Case로 구분하여 추정하였다. Base Case의 경우 한국은행의 전망치인 중국인 관광객 회복률 40%에 부합하는 4Q23 회복률 66.9%에 도달하는 경우, Bull Case는 폭발적인 수요를 바탕으로 '23년 12월에 중국인 관광객 100%를 회복하는 Case로 구분하여 추정하였다. Base Case는 회복률이 linear하게 증가하는 것으로 추정하였으며, Bull Case는 싱가포르와 같이 한국관광수요 폭증으로 인해 초반에는 지수함수적으로 증가한 이후 회복세가 감소하는 양상의 모델링을 통해 추정하였다.



2) 비중국인 관광객 회복률 추정

비중국인은 국제관광기구에 따르면 '23년 말까지 80~95% 회복할 것으로 추정된다. 비중국인의 경우 리오프닝은 중국보다 이르게 진행되었기에 이미 '23년 2월까지 53% 회복되었다. 보수적인 추정을 위하여 회복률이 낮을 때에는 빠르게 회복률이 증가하고 회복률이 높아질수록 회복률 증가 속도는 낮아질 것으로 판단하여 S자 곡선을 가질 것으로 모델링하였다. 1Q23의 회복률은 비중국인 관광객 1,2월 회복률로 추정하였으며 이후 4Q23은 국제관광기구 추정치를 반영하여 85%로 추정한 후 다항식 근사를 통해 회복률을 추정하였다. 회복률 추정결과는 아래와 같다.

'23년 관광객 회복률 추정

(단위: %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E
중국인 BASE CASE	0.4%	0.6%	1.5%	2.6%	8.9%	28.2%	47.6%	66.9%	40.0%
중국인 BULL CASE (싱가포르 모델링)	0.4%	0.6%	1.5%	2.6%	8.9%	41.0%	80.0%	97.0%	60.2%
비중국인	3%	10%	22%	43%	53%	69%	79%	85%	72.3%

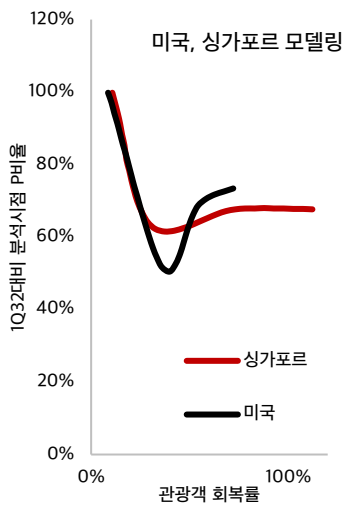
5.1.2. 중국인, 비중국인 관광객 P 추정

1) 중국인 P 추정

'23년 중국인 각 분기의 P를 추정하기 위하여 P와 Q 사이의 관계를 모델링하여 추정하였다. 모델로 사용하기 위한 proxy는 싱가포르와 미국이며 지정 근거는 4Q22 관광객 회복이 68%

이상, 중국 여행객과 유사한 경제력을 갖추었다고 판단되는 국가이다. Base Case는 미국, 싱가포르 모델을 활용하여 도출하였으며, Bull Case는 미국의 회복률이 Bull Case 모델로 사용할 수 있을 정도로 올라오지 못했기 때문에 싱가포르 모델만 사용하여 추정하였다.

*19년 대비 인당 월 매출액 비율							*19년 대비 외국인 관광객 회복률						
(단위: %)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	(단위: %)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
중국	894%	582%	391%	294%	258%	399%	중국	0.32%	0.49%	0.43%	0.56%	1.52%	2.65%
비중국	131%	118%	149%	130%	170%	159%	비중국	2.59%	3.05%	2.54%	10.39%	21.74%	43.22%
대만	392%	323%	392%	194%	188%	129%	대만	0.06%	0.07%	0.06%	0.21%	2.41%	17.76%
일본	1733%	615%	964%	233%	233%	159%	일본	0.03%	0.08%	0.04%	0.39%	6.21%	27.50%
태국	0%	85%	40%	127%	162%	141%	태국	0.36%	0.38%	0.61%	18.01%	40.88%	62.96%
말레이시아	0%	74%	240%	159%	172%	158%	말레이시아	0.20%	0.33%	0.38%	5.81%	20.48%	29.18%
싱가포르	0%	126%	196%	124%	133%	133%	싱가포르	0.30%	6.28%	10.69%	29.91%	72.68%	115.44%
베트남	113%	0%	0%	6%	71%	102%	베트남	1.50%	1.90%	1.99%	4.42%	27.70%	49.63%
미국	218%	218%	322%	165%	221%	237%	미국	11.56%	12.28%	8.65%	36.38%	54.33%	74.20%
인도네시아	6%	12%	16%	46%	134%	154%	인도네시아	13.75%	7.72%	7.82%	12.06%	39.98%	55.64%
필리핀	0%	0%	0%	26%	112%	128%	필리핀	23.72%	11.32%	16.17%	14.48%	53.17%	53.12%
기타국가	303%	246%	211%	196%	211%	214%	기타국가	2.99%	4.91%	4.55%	16.15%	31.85%	48.76%



앞선 투자포인트에서 언급한 바와 같이 중국 당국의 코로나 해제 이후 중국인들의 구매력은 '19년을 크게 상회하고 있으며, Global Blue ([2.2.1.])에서 제공하는 구매력 데이터에 따르면 1Q23의 관광객 분기 평균 인당 월 매출액은 4Q22보다 높을 것으로 판단된다. 그러나 4Q22의 P는 19년도 수준의 무려 4.2배에 해당하는 값이기에 합리적인 추정을 위하여 1Q23의 P는 4Q22와 동일하다고 추정하였다.

모델링을 위하여 싱가포르와 미국의 리오프닝 시작 지점을 1Q22, 분석 기간은 4개 분기로 지정하여 분석하였다. 상관관계를 분석한 두 데이터는 '19년 대비 관광객수 회복률과 리오프닝 시작분기인 1Q22 P대비 분석시점 P비율이다. 모델링을 진행한 결과 왼쪽과 같은 상관관계를 도출할 수 있었다.

2) 비중국인 P 추정

비중국인 P의 경우 '23년 말에는 보복수요는 존재하지만 그 강도는 약해질 것이다. 그러나 앞서 서술한 바와 같이 동아시아의 경제 성장, 한국인에 대한 관심도 증가로 인해 꾸준하게 P가 증가하고 있는 추세를 띤다. 다소 약하겠지만 보복수요의 효과까지 더해질 것이기에 회복률이 50%를 넘은 국가들의 19년 대비 P값의 최소값인 112% 수준 정도를 4Q23 비중국인 P에 반영해주는 것은 무리한 추정이 아니다. 보수적인 추정을 위하여 4Q22부터 P는 지속적으로 하락할 것이라 추정하였고 상기 논의를 종합한 중국인, 비중국인의 P는 다음과 같다.

*23년 관광객 P 추정									
(단위: 원/명)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E
중국인 BASE CASE (싱가포르 모델링)	19,235	14,572	11,370	19,982	19,982	12,788	12,589	13,388	13,329
중국인 BASE CASE (미국 모델링)	19,235	14,572	11,370	19,982	19,982	11,789	12,589	14,387	16,675
중국인 BULL CASE (싱가포르 모델링)	19,235	14,572	11,370	19,982	19,982	12,189	13,564	13,528	13,511
비중국인	3,291	2,875	3,628	3,921	3,574	3,227	2,880	2,533	2,971

상기 논의를 종합하여 추정한 한국 수수료 매출액은 다음과 같다. 앞서 언급했던 바와 같이 Base Case는 싱가포르, 미국 모델을 활용하여 추정하였으며 보수적 추정을 위하여 두 모델링을 통해 얻은 매출액 중 최소값을 반영하였다

글로벌텍스프리 '23년도 한국 수수료 매출 추정

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E
중국인 인당 월 매출액 (원/명)	3,877	5,056	4,901	4,811	6,919	33,055	19,235	14,572	11,370	19,982	16,785	19,982	12,788	12,589	13,388	13,329
'19년 대비 관광객수 회복률(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%	1.5%	2.6%	0.0%	8.9%	28.2%	47.6%	66.9%	40.0%
중국인 수수료 매출 (BASE, 싱가포르)	26,940	15,756	18,144	23,544	3,120	490	83	99	228	707	1,117	1,803	4,404	7,924	11,974	26,104
중국인 인당 월 매출액 (원/명)	3,877	5,056	4,901	4,811	6,919	33,055	19,235	14,572	11,370	19,982	16,785	19,982	11,789	12,589	14,387	16,675
'19년 대비 관광객수 회복률(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%	1.5%	2.6%	0.0%	8.9%	28.2%	47.6%	66.9%	40.0%
중국인 수수료 매출 (BASE, 미국)	26,940	15,756	18,144	23,544	3,120	490	83	99	228	707	1,117	1,803	4,060	13,926	12,867	32,655
중국인 인당 월 매출액 (원/명)	3,877	5,056	4,901	4,811	6,919	33,055	19,235	14,572	11,370	19,982	16,785	19,982	12,189	13,564	13,528	13,511
'19년 대비 관광객수 회복률(%)	-	-	-	-	-	-	0.4%	0.6%	1.5%	2.6%	-	8.9%	41.0%	80.0%	97.0%	60.2%
중국인 수수료 매출 (BULL)	26,940	15,756	18,144	23,544	3,120	490	83	99	228	707	1,117	1,803	6,095	14,359	17,542	39,799
비중국인 인당 월 매출액 (원/명)	1,316	1,514	1,565	2,262	2,984	2,649	3,291	2,875	3,628	3,921	3,679	3,574	3,227	2,880	2,533	2,971
'19년 대비 관광객수 회복률(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	10.4%	21.7%	43.2%	0.0%	53.0%	68.8%	79.1%	85.0%	72.3%
비중국인 수수료 매출	9,192	11,052	13,632	21,576	3,588	522	170	787	1,834	4,319	7,110	3,846	5,852	5,296	5,488	20,481
한국 수수료 매출 (BASE)	36,132	26,808	31,776	45,120	6,708	1,012	253	886	2,062	5,025	8,226	5,648	10,084	16,220	17,908	46,585
한국 수수료 매출 (BULL)	36,132	26,808	31,776	45,120	6,708	1,012	253	886	2,062	5,025	8,226	5,648	11,947	19,654	23,030	60,280

5.2. 해외 사업부 및 기타 매출 추정

- 프랑스 법인의 경우 리오프닝이 빠르게 진행되면서 '22년 이미 관광객이 '19년도 수준으로 회복하였다. 이에 따라 '23년 매출은 '22년 매출과 동일하게 추정하였다.
- 일본 법인의 경우 매출 비중이 적으며 '23년 빠른 여행객 회복을 통해 '19년 수준의 매출을 가져올 수 있을 것으로 추정하였다.
- 싱가포르의 '22년 관광객 회복률은 33%, '23년 2월은 63%로 이미 상당 수준 회복하였다. 올해 싱가포르의 여행객 회복률은 80%이상으로 전망되며 보복소비로 인한 P증가로 '19년 수준의 영업수익을 창출할 수 있을 것으로 기대된다. 이에 더해 '23년 부가세율이 7%에서 8%로 증가하기 때문에 이 효과를 '19년 매출에 반영하여 추정하였다.
- 상품 매출은 팬데믹 시기에 동사가 임시로 진행했던 사업으로 인해 발생했던 매출이므로 '23년은 발생하지 않을 것으로 추정하였다.
- IT사업부와 화장품제조판매사업부의 경우 '22년의 사업보고서, 감사보고서 등이 존재하지 않아 상세 매출 추정이 불가능하여 '22년 flat으로 추정하였다.

위와 같은 추정 논리를 이용하여 추정한 동사의 매출은 다음과 같다.

글로벌텍스프리 '23년 매출 추정

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E
중국인 인당 월 매출액 (원/명)	3,877	5,056	4,901	4,811	6,919	33,055	19,235	14,572	11,370	19,982	16,785	19,982	12,788	12,589	13,388	13,329
'19년 대비 관광객수 회복률(%)							0.4%	0.6%	1.5%	2.6%		8.9%	28.2%	47.6%	66.9%	40.0%
중국인 수수료 매출 (BASE, 싱가포르)	26,940	15,756	18,144	23,544	3,120	490	83	99	228	707	1,117	1,803	4,404	7,924	11,974	26,104
중국인 인당 월 매출액 (원/명)	3,877	5,056	4,901	4,811	6,919	33,055	19,235	14,572	11,370	19,982	16,785	19,982	11,789	12,589	14,387	16,675
'19년 대비 관광객수 회복률(%)							0.4%	0.6%	1.5%	2.6%		8.9%	28.2%	47.6%	66.9%	40.0%
중국인 수수료 매출 (BASE, 미국)	26,940	15,756	18,144	23,544	3,120	490	83	99	228	707	1,117	1,803	4,060	13,926	12,867	32,655
중국인 인당 월 매출액 (원/명)	3,877	5,056	4,901	4,811	6,919	33,055	19,235	14,572	11,370	19,982	16,785	19,982	12,189	13,564	13,528	13,511
'19년 대비 관광객수 회복률(%)							0.4%	0.6%	1.5%	2.6%		8.9%	41.0%	80.0%	97.0%	60.2%
중국인 수수료 매출 (BULL)	26,940	15,756	18,144	23,544	3,120	490	83	99	228	707	1,117	1,803	6,095	14,359	17,542	39,799
비중국인 인당 월 매출액 (원/명)	1,316	1,514	1,565	2,262	2,984	2,649	3,291	2,875	3,628	3,921	3,679	3,574	3,227	2,880	2,533	2,971
'19년 대비 관광객수 회복률(%)							2.5%	10.4%	21.7%	43.2%		53.0%	68.8%	79.1%	85.0%	72.3%
비중국인 수수료 매출	9,192	11,052	13,632	21,576	3,588	522	170	787	1,834	4,319	7,110	3,846	5,852	5,296	5,488	20,481
한국 수수료 매출 (BASE, 싱가포르)	36,132	26,808	31,776	45,120	6,708	1,012	253	886	2,062	5,025	8,226	5,648	10,256	13,219	17,461	46,585
한국 수수료 매출 (BULL)	36,132	26,808	31,776	45,120	6,708	1,012	253	886	2,062	5,025	8,226	5,648	11,947	19,654	23,030	60,280
싱가폴		4,790	7,376	8,889	1,341	132	206	1,148	1,510	1,782	4,646					10,065
일본		644	773	978	314	78	22	22	64	128	235					978
프랑스				1,501	832	1,633	821	972	1,487	2,091	5,372					5,372
한국 환급수수료 매출			1,989	3,533	999	951	83	98	113	12	306					1,771
텍스리펀드 사업부 매출 (BASE)	36,132	32,242	41,914	60,020	10,194	3,806	1,384	3,125	5,237	9,038	18,785					64,771
텍스리펀드 사업부 매출 (BULL)	36,132	32,242	41,914	60,020	10,194	3,806	1,384	3,125	5,237	9,038	18,785					78,466
IT사업부						22,614	1,163	1,221	1,153	21,265	24,802					24,802
화장품제조판매사업부						7,792	5,506	5,367	6,135	(11,457)	5,551					5,551
상품						4,557	444	(28)	(62)	54	407					-
총 합계 (BASE)	36,132	32,242	41,914	60,020	10,194	38,769	8,497	9,685	12,462	18,900	49,545					95,123
총 합계 (BULL)	36,132	32,242	41,914	60,020	10,194	38,769	8,497	9,685	12,462	18,900	49,545					108,819

6. Valuation

6.1. 비용 추정 방법

논의를 시작하기 앞서, 본 장에서 기재하는 모든 비용추정은 5. 매출 추정의 텍스리펀드 사업부 **Bull Case 영업수익**을 기준으로 작성되었다. 동사의 연결재무제표에는 텍스리펀드사업(글로벌텍스프리), 화장품제조판매사업(스와니코코), IT사업(넷크루즈, 핑거스토리)의 모든 비용이 합산 되어있다. 상기의 사업들은 비용구조에 있어서 그 차이가 극심하므로, 사업부별로 나누어서 각각의 비용을 추정하는 것이 적합하다. 이후 모든 사업부의 영업비용을 합산하여 총 영업비용을 도출할 수 있다.

우선 별도재무제표에서 국내 텍스리펀드 사업의 비용을 확인하고, '23년의 비용을 추정하였다. 하지만 '21년부터 연결종속회사가 된 스와니코코와 넷크루즈의 '22년 감사보고서를 확인할 수 없으므로(스와니코코는 '21년 감사보고서만 확인가능), '21년과 '22년의 연결비용에서 별도 비용을 차감하면 텍스리펀드 해외사업, 화장품제조판매사업, IT사업의 모든 비용이 합산된 채로 도출되었다. 이에 현실적으로 **화장품제조판매사업과 IT사업의 '23년 비용 추정이 불가능**하다. 따라서 동사가 '21년, '22년 연결재무제표 주석에 기재한 영업부문 재무현황을 토대로 확인한 화장품제조판매사업부문과 IT사업부문의 '22년 영업수익과 영업비용을 '23년에 적용하여 추정하였다. 그 근거는 다음과 같다.

첫째, 화장품제조판매사업부의 스와니코코는 '21년과 '22년에 영업손실을 보았고, '22년 영업수익은 '21년에 비해 감소했지만 **영업손실 규모가 거의 동일**하다. 스와니코코는 제품 전량 생산은 OEM에 맡기고, 오로지 판촉에 집중하기 때문에 **변동비의 비율이 매우 높고**, 이에 **매출이 감소하더라도 영업손실 규모가 비슷**하다고 추정된다. 또한 지난 2년간 영업손실 규모는 '23년 전 사업부 영업이익에 비해 **상당히 미미**하다. 둘째, IT 사업부에 있는 넷크루즈와 핑거스토리의 **영업수익과 영업이익은 지속적인 상승세**에 있으며, 성장중인 회사인 것을 보아 '23년에는 더 높은 영업수익과 영업이익을 기록할 것으로 보이지만 보수적으로 '22년을 '23년에 적용할 수 있다.

사업부별 요약재무현황 합계		텍스리펀드사업부		화장품제조판매사업부		IT사업부		
(단위: 백만 원)	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
영업수익	38,144	49,360	7,738	19,007	7,792	5,551	22,614	24,802
영업비용	51,914	52,077	20,670	22,495	10,400	7,183	20,844	22,399
영업이익	(13,769)	(2,717)	(12,931)	(3,488)	(2,608)	(2,619)	1,770	3,390
당기순이익	(25,217)	(14,252)	(27,402)	(9,770)	928	(1,773)	1,257	(2,709)
영업자산	96,762	120,752	66,179	69,716	18,156	26,850	12,427	24,186
영업부채	42,609	39,753	32,236	32,394	5,116	1,845	5,257	5,514

따라서 위 3개 자회사와 관련된 사업부문의 영업비용을 '22년 flat 처리하여 '23년을 추정하는 것이 현 상황에서 가장 합리적인 추정이라고 판단한다. 마지막으로 과거 해외 텍스리펀드 사업의 비용은 '16년부터 '20년까지 연결비용에서 별도비용을 차감하여 도출할 수 있다. 이에 텍스리펀드사업 영업부문재무현황을 고려하여 '22년 비용을 추정하고, 이를 바탕으로 '23년 비용을 추정하였다.

6.2. 텍스리펀드 사업부 영업비용 추정

텍스리펀드사업부의 영업비용은 국내 텍스리펀드사업부 영업비용과 해외 텍스리펀드사업부 영업비용으로 나누어서 추정하였다.

국내 텍스리펀드 사업부 영업비용 추정 - Bull case

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
영업수익	40,752	28,129	33,387	48,399	7,943	6,504	8,754	62,051
영업비용	30,724	27,017	32,705	41,627	16,220	14,716	14,145	44,817
% of sales	75.39%	96.05%	97.96%	86.01%	204.21%	226.26%	161.57%	72.23%
급여	5,717	4,956	5,437	6,243	4,191	2,982	4,925	5,354
퇴직급여	529	503	627	871	713	501	647	653
복리후생비	563	415	520	608	463	482	508	508
판매수수료	11,712	9,720	12,589	19,306	3,086	764	3,302	24,752
지급수수료	4,804	4,721	5,347	6,670	2,176	1,556	2,327	9,937
지급임차료	2,752	2,071	3,478	1,134	346	80	163	1,134
감가상각비	666	784	841	2,617	3,117	1,146	8	17
무형자산상각비	496	615	607	688	649	265	12	116
기타영업비용	3,485	3,231	3,258	3,490	1,481	6,940	2,252	2,346

국내 텍스리펀드사업부 영업비용은 급여 관련 계정(급여, 퇴직급여, 복리후생비)를 제외한 나머지 항목을 고정비와 변동비로 분류하여 추정하였다. 급여는 임직원수를 바탕으로 추정하였다. '23년에 약 20여명의 인력을 총원하면 충분할 것이라는 동사의 가이드라인을 바탕으로, 7월까지 임직원수가 120명이 된다고 추정하였다. 이후 임원수와 급여가 '23년에도 동일하다고 가정하고, '22년 월평균 직원 수 대비 '23년 월평균 직원 수 증가율을 바탕으로 추정하였다. 퇴직급여와 복리후생비는 급여에 연동하여 추정하였다. 판매수수료는 관광객이 회복되고 있는 '22년 4분기 판매수수료율이 리베이트 경쟁이 종식된 '19년도 수준과 매우 유사하고, 앞으로 상승하지 않을 것이라는 점을 고려하여 '19년의 판매수수료율을 적용하여 추정하였다. 지급수수료는 타사 키오스크를 통해 영업수익이 발생할 때 지불하는 비용이므로, 인천공항 환급창구 사업자가 아니었던 '18년의 지급수수료율을 적용하여 추정하였다. 지급임차료는 인력이 '19년 대비 줄었음에도 불구하고 유인창구수가 '19년도 수준까지 오를 수도 있다는 보수적인 가정 하에 '19년 값을 flat 처리하여 추정하였다. 감가상각비와 무형자산상각비는 [App.3.]에 상세한 추정 과정을 수록하였고, 기타영업비용은 금액적 중요성이 작고, 일시적이거나 절대적인 추이가 일정한 항목들이 있어 0 또는 average flat 처리하였다.

해외 텍스리펀드 사업부 영업비용 추정 - Bull case

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2022E	2023E
영업수익	411	4,834	8,149	11,368	2,241	10,253	16,414
영업비용	2,619	5,138	8,136	11,212	5,393	8,350	11,600
% of sales	636.83%	106.28%	99.84%	98.63%	240.64%	81.45%	70.67%
급여	1,105	2,238	2,458	3,357	1,460	1,715	2,059
잡급	-	-	-	-	156	-	-
퇴직급여	71	197	222	249	207	226	271
복리후생비	70	73	59	113	146	106	127
판매수수료	202	302	811	1,434	315	1,157	1,852
지급수수료	477	1,128	2,900	3,868	1,169	3,568	5,713
지급임차료	171	314	325	44	57	51	51
유형자산 및 무형자산상각비	187	505	952	1,654	1,653	1,020	1,020
기타영업비용	336	381	410	493	229	507	507

해외 텍스리펀드사업부의 영업비용은 '20년까지의 정보 밖에 없으므로 이를 바탕으로 '22년과 '23년의 영업비용을 추정하였다. 급여는 '20년 대비 '22년 국내 급여 증가율을 적용하여 '22년을 추정하였으며, '23년은 국내 급여 회복율과 유사하게 전년대비 20% 상승하여 추정하였다. 퇴직급여와 복리후생비는 그 추이가 급여와 연동되지 않고 일정한 양상을 보이기에 '18~'20년 average flat 처리하여 '22년을 추정하였다. '23년은 급여와 동일한 상승률을 적용하여 추정하였다. 판매수수료와 지급수수료는 그 추이가 일정한 '18년~'19년의 매출대비 비율을 바탕으로 추정하였다. '22년 감가상각비 및 무형자산상각비는 '22년 영업부문재무현황에 공시된 텍스리펀드사업부 영업비용에서 국내 영업비용을 차감하여 도출한 해외 영업비용에서 여타 비용을 제하고 역산하여 두 계정의 합계 추정치를 도출하였다. '23년은 '22년 flat 처리하여 추정하였다. 기타영업비용은 국내 영업비용 추정시와 마찬가지로 금액적 중요성이 작고, 일시적이거나 절대적인 추이가 일정한 항목들이 있어 0 또는 average flat 처리하였다. 6.1부터 6.2까지의 과정을 거쳐 추정한 모든 사업부의 영업비용을 합산하여 총 영업비용을 도출하였다.

6.3. 연결 영업외손익 추정

연결 영업외손익							
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
영업외비용	(2,121)	10,217	647	5,533	(11,415)	(11,499)	(103)
금융손익	999	8,828	987	8,262	(334)	(7,571)	68
이자손익	349	(411)	(1,664)	(1,902)	(163)	(151)	68
외환손익	10	(60)	45	6	7	(51)	-
외화환산손익	(322)	(0)	642	(464)	540	299	-
당기손익-공정가치측정금융자산평가손익	-	383	(119)	10,410	4,189	(4,877)	-
당기손익-공정가치측정금융자산처분손익	-	2,330	(67)	-	(944)	(1,161)	-
보험차익	-	-	-	-	1	-	-
파생상품거래손익	962	-	-	(3,311)	(1,988)	115	-
파생상품평가손익	-	6,587	2,150	3,522	(1,976)	(1,746)	-
기타손익	(3,120)	1,389	(340)	(2,729)	(11,081)	(3,928)	(171)
유형자산관련손익	(50)	(57)	(97)	(134)	(2,334)	14	-
무형자산관련손익	(4)	(362)	(33)	(2,692)	(7,441)	(325)	-
리스해지손익	-	-	-	27	5	4	-
복구충당부채환입액	-	-	14	70	13	43	-
잡손익	(5)	38	(146)	33	261	422	143
관계기업주식처분손익	-	1,804	-	-	-	-	-
지분법손익	-	-	-	-	326	8	-
기타의손실충당금환입	-	-	-	-	-	655	-
기타채권손상차손	-	-	-	-	(1,767)	(135)	-
기부금	(35)	(34)	(58)	(34)	(145)	(482)	(314)
합병비용	(3,026)	-	-	-	-	(4,132)	-
협회비	-	-	(20)	-	-	-	-

영업외손익은 연결재무제표를 바탕으로 추정하였다. 성격상 대응되는 계정은 합산하여 손익 개념으로 추정하였다. 금액적 중요성이 낮고, 추정이 난해하며, 일시적인 손익은 average 또는 0 flat 처리하였다. 이자비용은 이자발생부채에 유효이자율을 곱하여 추정하였다. 유효이자율은 시장금리가 높은 수준으로 유지되고 있다는 점을 고려하여 '22년 값을 대입하여 추정하였다. 이자비용 추정에 대한 상세한 추정 논리는 [App.4.]에 수록하였다. 외화환산손익 및 외환손익은 현 시점 환율이 '22년 말 환율과 큰 차이가 없다는 점을 반영하여 0 flat 처리하였다.

6.4. 법인세비용 및 비지배지분 순이익 추정

법인세비용추정 - Bull Case							
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
법인세비용차감전순이익	(1,395)	10,917	7,575	(5,897)	(25,184)	(14,216)	22,717
법인세비용	974	2,551	1,767	(423)	33	36	4,781
유효법인세율(%)	-69.84%	23.37%	23.32%	7.18%	-0.13%	-0.25%	21.05%

법인세비용은 '23년에 개정된 법인세율을 고려하여 추정하였다. 법인세비용차감전순이익 2억 원 이하는 9%, 2억원 초과 200억 이하는 19%, 200억 초과는 21%를 적용하여 추정하였다.

한편, 종속법인인 스와니코코(지분율 75.02%)와 종속법인의 자회사인 핑거스토리(스와니코코 지분율 34.01%)의 지분율을 고려하여 '23년 비지배지분 순이익을 추정해야 하나, '22년 스와니코코의 감사보고서를 확인할 수 없는 관계로 추정이 사실상 불가능하다. 하지만 일회성 비용으로 두 자회사의 영업외손익이 크게 변동한 '22년이 아닌 '21년의 비지배지분은 6억 8천만원 수준으로 동년 당기순이익의 -2.62%에 불과하므로, '21년 비지배지분 순이익을 flat처리하여 추정하였다.

6.5. 최종 손익계산서 Table

상기 논의를 종합한 최종 Bull Case 연결 손익계산서는 다음과 같다.

연결 손익계산서 - Bull Case								
(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
영업수익	41,164	32,963	41,536	59,767	10,184	38,144	49,360	108,819
YoY(%)	76.55%	-19.92%	26.01%	43.89%	-82.96%	274.55%	29.40%	120.46%
텍스리펀드사업부	41,164	32,963	41,536	59,767	10,184	7,738	19,007	78,466
화장품제조판매사업부	-	-	-	-	-	7,792	5,551	5,551
IT사업부	-	-	-	-	-	22,614	24,802	24,802
영업비용	33,343	32,154	40,840	52,839	21,613	51,914	52,077	85,998
영업이익	7,820	809	696	6,928	(11,429)	(13,769)	(2,717)	22,820
OPM(%)	19.00%	2.45%	1.68%	11.59%	-112.23%	-36.10%	-5.50%	20.97%
영업외손익	(4,502)	(2,203)	10,221	647	5,533	(11,415)	(11,499)	(103)
법인세비용차감전순이익	3,318	(1,395)	10,917	7,575	(5,897)	(25,184)	(14,216)	22,717
법인세비용	1,104	974	2,551	1,767	(423)	33	36	4,781
당기순이익	2,214	(2,369)	8,366	5,808	(5,473)	(25,217)	(14,252)	17,936
NPM(%)	5.38%	-7.19%	20.14%	9.72%	-53.74%	-66.11%	-28.87%	16.48%
지배기업소유주지분	2,214	(2,369)	8,366	5,801	(5,504)	(25,896)	(11,194)	17,257
비지배지분	-	-	-	6	31	679	(3,058)	679

6.6. Valuation - Historical PER Method

6.6.1. Valuation Method 선정 논리

본 보고서의 논리에 따르면, 코로나19의 여파로 인고의 시간을 버텨왔던 동사는 드디어 밀려오는 중국인 관광객과 회복수요 인해 폭발적으로 증가한 1인당 구매액의 수혜를 직면하여 Top Line과 Bottom Line이 급성장할 것이다. 또한, 프랑스와 싱가포르를 비롯한 해외 자회사들의 선전이 이어질 예정이다. 더군다나, 위기를 기회로 삼아 비용구조를 개선한 동사는 구조적으로 높아진 이익체력을 보여줄 것이다. 따라서, 이러한 논리를 반영하려면 PER Method가 가장 적합하다고 판단하였다.

한편, 텍스리펀드 사업에 주력하는 국내 상장기업은 동사밖에 없다. 큐브리펀드의 롯데지주, 이지 텍스리펀드의 한국정보통신은 다른 사업들을 주력으로 한다. 해외 기업으로는 Global Blue가 있으나, Global Blue는 전 세계 여러 국가에서 사업을 영위하므로 한국, 프랑스, 싱가포르, 일본에만 집중하는 동사와는 큰 차이가 존재한다. 따라서 동사의 Valuation을 위해 이러한 Peer들을 채택하는 것보다 Valuation의 시점과 대응되는 과거에 주목하는 것이 더욱 합리적이다. 그러므로 본 보고서는 **Historical PER Method**를 선정하였다.

6.6.2. Target Multiple 선정

본 보고서는 '19년 1월 1일부터 1Q19 실적발표 전날인 '19년 5월 14일 까지의 동사의 평균 19F PER인 22.46x를 Target Multiple로 제시하며, 이에 대한 근거는 다음과 같다.

코로나19의 여파로 사라진 외국인 관광객이 보복소비와 함께 돌아오면서 **획득한 체질개선**을 거친 동사의 실적은 강하게 턴어라운드할 예정이다. 동시에, 해외 사업에서도 Top-line이 성장함과 동시에 코로나19기간 이전보다 **높아진 수익성**을 보여주고 있다. 현재 동사가 마주한 상황과 시장의 기대감은 지난 '19년도 상반기와 상당히 유사하다.

'19년 상반기에는 사드보복 이후 급감한 중국인 관광객이 다시 한국에 돌아오고 있으며, 일부 중국 단체 관광객이 '19년 1월부터 입국한 것이 확인됨에 따라 단체 관광객 복귀와 동시에 실적이 크게 개선될 것이라는 기대감이 있었다. 또한, KTis와 프랑스 및 싱가포르 현지 법인 인수 효과가 발생하며 해외 사업도 확장될 것이라는 전망도 존재했다. 하지만 이후 '19년 5월 15일에 동사 1Q19실적이 직전분기 대비 적자전환으로 발표되고, 미중 무역 갈등이 심화됨에 따라 우려가 더해진 바 있다.

따라서, 현재 동사의 상황과 상당히 유사했던 '19년 1월 1일부터 1Q19 실적발표 이전인 동년 5월 14일까지의 동사 2019F PER인 22.46x를 Target PER Multiple로 선정하였다(상세 산정 방식은 App.5.에 수록). 22.46의 PER은 동사가 '19년 동안 받던 2019F PER과 큰 차이가 없으므로, 합리적인 수준의 Targer Multiple이라고 생각한다. (2019F PER 추이는 App.6.참고).

6.6.3. 목표주가 및 투자 의견

상기 논의를 종합하고, 전환사채로 인한 추가희석가능주식수 및 비지배지분을 고려하여, 2023E Base Case EPS 219원과 Bull Case EPS 302원에 Target PER 22.46x를 곱한 **4,925원**, **6,780원**을 각각 Base Case, Bull Case 목표주가로 산출하였으며, 각각 현재주가 3,800원 대비 상승여력 **30%**, **78%**로 투자 의견 **Strong Buy**를 제시한다.

Base Case - PER Method (2023F)		Bull Case - PER Method (2023F)	
2023E 지배주주귀속 당기순이익 (단위: 백만 원)	12,535	2023E 지배주주귀속 당기순이익 (단위: 백만 원)	17,257
유통가능주식수 (단위: 천 주)	54,878	유통가능주식수 (단위: 천 주)	54,878
추가희석가능주식수 (단위: 천 주)	2,300	추가희석가능주식수 (단위: 천 주)	2,300
2023E EPS (단위: 원)	219	2023E EPS (단위: 원)	302
Target PER Multiple	22.46x	Target PER Multiple	22.46x
목표주가 (단위: 원)	4,925	목표주가 (단위: 원)	6,780
현재주가 (단위: 원)	3,800	현재주가 (단위: 원)	3,800
상승여력	30%	상승여력	78%

6.7. 왜 동시에 지금 당장 투자해야 하는가? - 향후 주가 모멘텀 요소들

최근 국내 증시는 지수 상단 제약에 무게가 실리면서, **순환매 장세**가 지속적으로 나타나고 있다. 올 초부터 ChatGPT 가 불러온 AI 열풍, 로봇과 2차전지관련주들의 급등, 삼성 시스템 반도체 투자계획과 비메모리 반도체 소부장주의 급등이 차례대로 이어졌다.

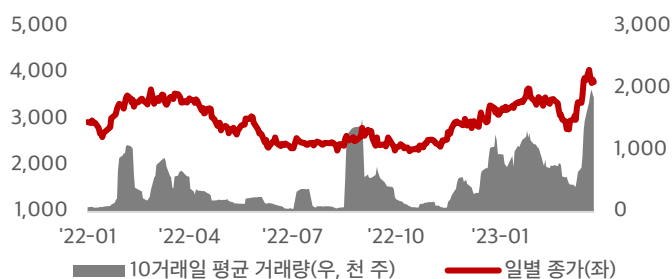
그 영향을 받아, '23년 4월 3일 기준 투자자 예탁금은 53조 505억원으로 지난해 9월 2일(54조 7126억원)이후 가장 높은 수준이다. 투자자 예탁금은 언제든지 주식시장에 투입될 수 있는 증시 대기 자금으로, 주식투자의 열기를 확인하는 지표이다. 현재까지의 예탁금 증가는, 일부 종목들이 크게 급등하자 **추격매수**에 나선 개인투자자들과 **주가 상승에 따른 차익 실현 자금**으로 해석된다.

그렇다면 순환매의 바통을 이어받아 앞으로 시장의 관심과 자금이 쏟아질 섹터는 어디인가? 본 보고서는 **중국인 국내 인바운드 관련주**들이라고 강력하게 제시한다.

가장 최신 데이터인 '23년 2월 중국인 관광목적 입국자수는 '19년 대비 2.72% 수준에 불과하고, 본격적인 항공기 증편은 3월 26일이 되어서야 시작되었다. 하지만, 중국인 관광객 유입이 시작되어, 명동이 다시 살아나고 있다는 **뉴스가 벌써 서서히 나오고** 있다. 본 보고서가 분석한 결과, 중국인 관광객은 비행기 증편과 동시에 물밀듯이 들어올 것이 확실하다([그림 2-13,15,18,19.] 참고). 즉, **현 시점이 시장의 관심이 가속화되는 초입**이라고 판단된다.

중국인 인바운드의 수혜를 직면할 동시에 대한 관심도 시작되었다. 10거래일 평균거래량 추이는 '22년 이후 최고 수준이다. 하지만 지금부터가 메인이다. 주가상승을 견인할 각종 이벤트들을 소개한다.

향후 주가 모멘텀 이슈		
월	일자	내용
4월	6일~9일	필리핀 부활절 연휴
	10일	한국관광 데이터랩 3월 데이터 업데이트
	13일~15일	태국 송끄란 연휴
	21일~26일	인도네시아 르바단 연휴
5월	1일~5일	중국 노동절 연휴
	10일	한국관광 데이터랩 4월 데이터 업데이트
	중순	1Q23 실적발표(5월 2주차 금요일인 5월 12일로 추정)
	미정	제주공항 환승 중국단체관광객에 대한 환승 무비자 제도 재개
	미정	한중일 정상회담 일정조율 실무협의 예정



4월 동남아국가들의 연휴기간부터 시작해서, 5월에는 **중국 3대 연휴** 중 하나인 **노동절 연휴**가 예정되어 있기에, 관광객들의 입국이 가속화되며 시장의 관심이 쏟아질 것이다. 이후에는 **1Q23 실적발표**가 5월 12일에 있을 것으로 추정된다(과거 3개년 동안 5월 둘째 주 금요일날 1분기 보고서 발표). 지난 4Q22 국내 텍스리퍼נס사업부는 적자를 기록했지만, '22년 12월은 흑자로 마무리한 만큼 1Q23에 턴어라운드 가 확실시된다. 실적발표를 통해 턴어라운드가 확인된다면 주가가 상승 모멘텀을 이어 나갈 것이다.

또한 5월에는 **제주공항 환승 중국단체관광객에 대한 환승 무비자 제도 재개**와 **정상회담 일정조율 실무협의**가 예정되어 있다. 투자포인트에서도 언급했듯, 올해 실시될 한중일 정상회의 이전에 중국인 단체관광객 규제가 해제될 가능성이 높은 상태이다. 이에 양국이 실무협약하는 과정에서 중국인 단체관광객 복귀 기대감이 더욱 커질 것으로 보인다.

시장의 관심을 한몸에 받아 상승을 이어나갈 글로벌텍스프리, 지금 당장이 **투자 적기**이다.

Appendix

App.1. 연결 재무상태표

연결 재무상태표 (단위: 백만 원)		2018	2019	2020	2021	2022
자산	유동자산	99,376	101,719	52,200	79,950	97,265
	현금및현금성자산	79,976	74,991	44,356	38,962	59,664
	단기금융상품	-	-	-	-	8,288
	매출채권및미수금	17,077	24,617	3,308	9,126	18,921
	당기손익-공정가치측정금융자산	-	-	-	19,904	4,906
	기타유동채권	913	519	1,176	630	2,252
	기타유동자산	1,410	1,592	1,168	1,671	1,412
	당기법인세자산	-	-	104	83	168
	재고자산	-	-	2,089	1,439	1,655
	매각예정자산	-	-	-	8,136	-
	비유동자산	12,789	24,818	54,269	50,036	48,095
	관계기업투자	-	-	-	1,126	18,307
	당기손익-공정가치측정 금융자산	2,215	1,529	31,006	23,775	6,043
	기타포괄손익-공정가치측정 금융자산	62	4,238	61	188	257
	유형자산	3,126	7,861	4,714	2,910	2,623
	무형자산	4,070	9,243	17,156	20,769	19,207
	기타비유동채권	965	1,947	1,311	858	1,089
	기타비유동자산	2,352	-	21	395	569
	이연법인세자산	-	-	-	16	-
	자산총계	112,165	126,536	106,469	129,987	145,359
부채	유동부채	9,950	20,543	20,374	37,844	33,095
	매입채무및미지급금	6,863	10,627	5,912	8,922	14,059
	선수수익	-	-	32	2,015	2,264
	단기차입금	-	-	468	590	-
	유동전환사채	-	-	6,933	10,108	7,858
	유동교환사채	-	-	-	1,018	-
	유동파생상품부채	-	-	1,533	4,091	4,118
	유동성충당부채	-	-	6	6	5
	당기법인세부채	493	1,782	3	465	352
	기타유동부채	2,595	8,134	5,486	10,630	4,440
	비유동부채	28,300	33,091	5,295	4,764	6,658
	장기차입금	-	-	-	-	431
	전환사채	15,446	17,919	-	-	975
	기타비유동부채	2,118	6,472	3,820	2,607	3,858
	이연법인세부채	1,213	757	1,475	2,157	1,393
	순확정급여부채	372	942	-	-	-
	파생상품부채	9,151	7,002	-	-	-
	부채총계	38,250	53,634	25,670	42,609	39,753
자본	지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	73,915	72,761	70,742	75,938	86,815
	자본금	9,729	18,627	19,398	24,368	26,630
	주식발행초과금	62,247	53,521	57,044	78,836	91,603
	기타자본구성요소	(11,629)	(18,658)	(19,467)	(15,137)	(8,095)
	이익잉여금(결손금)	13,568	19,271	13,766	(12,129)	(23,323)
	비지배지분	-	142	10,058	11,440	18,792
	자본총계	73,915	72,903	80,799	87,378	105,607
자본과부채총계		112,165	126,536	106,469	129,987	145,359

App.2. 연결 현금흐름표

연결 현금흐름표					
(단위 : 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동현금흐름	588	9,324	4,075	(8,423)	(10,039)
당기순이익(손실)	8,366	5,808	(5,473)	(25,217)	(14,252)
당기순이익조정을 위한 가감	(4,984)	6,710	(1,175)	17,759	13,431
영업활동으로인한자산·부채의변동	(3,284)	(3,687)	11,484	(2,870)	(8,885)
이자지급(영업)	(0)	(0)	(0)	(463)	(523)
이자수취(영업)	886	1,217	1,144	399	1,147
법인세납부(환급)	(395)	(724)	(1,905)	1,970	(957)
투자활동현금흐름	2,911	(8,927)	(19,289)	(26,876)	19,198
단기대여금의 감소	-	-	1	2	2
단기대여금의 증가	-	(5)	-	-	(1,500)
단기금융상품의 취득	-	-	-	-	(6,475)
단기금융상품의 처분	-	-	-	-	8,761
당기손익-공정가치측정 금융자산의 취득	(500)	(500)	(14,160)	(38,955)	(5,972)
당기손익-공정가치측정 금융자산의 처분	9,358	1,000	1	21,413	40,837
기타포괄-공정가치측정 금융자산의 취득	-	(5,179)	-	(125)	-
관계기업 투자주식의 취득	-	-	-	(3,600)	(17,142)
관계기업 투자주식의 처분	-	-	-	2,800	2,864
유형자산의 취득	(775)	(1,477)	(273)	(382)	(322)
유형자산의 처분	61	677	8	342	74
무형자산의 취득	(2,869)	(764)	(527)	(587)	(213)
무형자산의 처분	-	-	415	-	306
보증금의 감소	96	718	245	1,129	83
보증금의 증가	(78)	(1,224)	(36)	(46)	(70)
장기선급금의 증가	(2,382)	-	-	(741)	(758)
선수금의 증가	-	-	-	1,275	-
선수금의 감소	-	-	-	-	(1,275)
연결범위의 변동	-	-	-	126	-
사업결합으로 인한 현금유출	-	(2,173)	(4,962)	(9,528)	-
재무활동현금흐름	30,232	(5,911)	(15,360)	29,554	11,446
차입금의 차입	-	-	471	2,120	433
차입금의 상환	-	-	-	(2,000)	(595)
리스부채의 상환	-	(2,205)	(1,448)	(1,466)	(1,420)
교환사채의 발행	-	-	-	4,680	-
전환사채의 발행	30,000	-	-	13,000	-
전환사채의 상환	-	-	(14,377)	(10,391)	-
주식의 발행	(12)	(139)	(6)	26,762	10,478
보증금의 수취	-	-	-	-	2,066
보증금의 지급	-	-	-	(170)	-
종속기업에 대한 소유지분의 변동	-	-	-	(2,981)	-
종속기업의 자기주식취득	-	-	-	-	(6)
종속기업 합병으로 인한 증감	-	-	-	-	491
자기주식의 취득	(11)	(3,843)	-	-	-
주식선택권 행사	255	276	-	-	-
현금및현금성자산의순증가(감소)	33,662	(4,985)	(30,635)	(5,394)	20,702
외화표시 현금의 환율변동 효과	(69)	529	(62)	351	96
기초현금및현금성자산	46,314	79,976	74,991	44,356	38,962
기말현금및현금성자산	79,976	74,991	44,356	38,962	59,664

App.3. 별도 감가상각비 & 무형자산상각비 추정

별도 감가상각비 & 무형자산상각비 추정		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
(단위: 백만 원)								
기초	차량운반구	1	53	32	30	20	-	66
총장부가	비품	2,369	2,021	1,525	1,328	884	-	47
	시설장치	530	455	416	548	390	-	-
	사용권자산	-	-	-	4,669	1,669	-	-
	소프트웨어	1,858	1,479	1,004	789	499	-	110
	특허권	6	12	9	6	4	-	-
	상표권	2	1	1	1	0	-	471
	회원권	221	417	417	830	609	855	581
	영업권	-	-	-	1,231	-	-	-
	기타무형자산	-	-	-	1,840	-	-	-
취득 /처분 /대체	차량운반구	52	(22)	(1)	(10)	(20)	66	-
	비품	(348)	(496)	(197)	(443)	(884)	47	-
	시설장치	(75)	(39)	133	(159)	(390)	-	-
	사용권자산	-	-	4,669	(3,000)	(1,669)	-	-
	소프트웨어	(379)	(475)	(215)	(290)	(499)	110	-
	특허권	6	(2)	(3)	(3)	(4)	-	-
	상표권	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	471	-
	회원권	196	-	413	(221)	246	(274)	-
	영업권	-	-	1,231	(1,231)	-	-	-
기타무형자산	-	-	1,840	(1,840)	-	-	-	
기말 총장부가	차량운반구	53	32	30	20	-	66	66
	비품	2,021	1,525	1,328	884	-	47	47
	시설장치	455	416	548	390	-	-	-
	사용권자산	-	-	4,669	1,669	-	-	-
	소프트웨어	1,479	1,004	789	499	-	110	110
	특허권	12	9	6	4	-	-	-
	상표권	1	1	1	0	-	471	471
	회원권	417	417	830	609	855	581	581
	영업권	-	-	1,231	-	-	-	-
기타무형자산	-	-	1,840	-	-	-	-	
상각비	유형자산 감가상각비	784	841	2,617	3,117	1,146	8	17
	차량운반구	7	11	12	10	9	4	8
	비품	714	770	766	621	377	4	9
	시설장치	63	60	66	77	68	-	-
	사용권자산	-	-	1,773	2,408	691	-	-
	무형자산상각비	615	607	688	649	265	12	116
	소프트웨어	613	604	455	416	262	11	22
	특허권	2	3	3	3	3	1	-
	상표권	0	0	0	0	0	-	94
	회원권	-	-	-	-	-	-	-
영업권	-	-	-	-	-	-	-	
기타무형자산	-	-	230	230	-	-	-	
상각률	차량운반구	27%	25%	39%	41%	93%	12%	12%
	비품	33%	43%	54%	56%	85%	18%	18%
	시설장치	13%	14%	14%	17%	35%	-	-
	사용권자산	-	-	76%	76%	83%	-	-
	소프트웨어	37%	49%	51%	65%	105%	20%	20%
	특허권	23%	28%	38%	60%	166%	-	-
	상표권	26%	35%	54%	116%	368%	0%	20%
	회원권	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	영업권	-	-	0%	0%	-	-	-
기타무형자산	-	-	25%	25%	-	-	-	

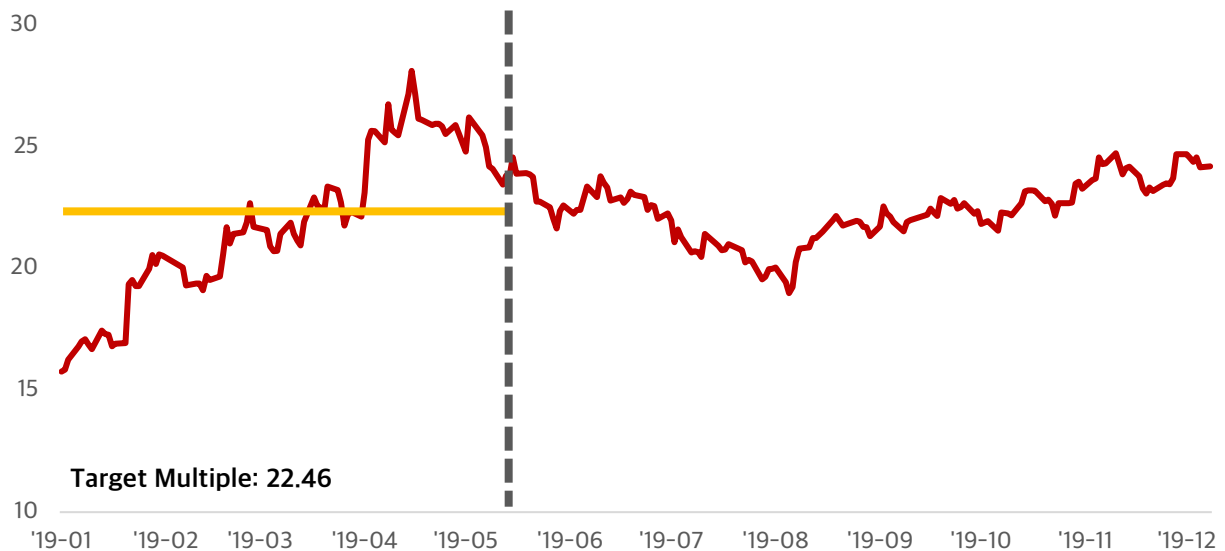
App.4. 이자비용 추정

이자발생부채 (단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
이자발생부채	5,991	20,158	32,525	16,708	24,953	17,562	14,629
단기차입금	-	-	-	468	590	-	-
기타유동부채	1,985	2,595	8,134	5,486	10,630	4,440	4,440
유동전환사채	-	-	-	6,933	10,108	7,858	5,900
유동교환사채	-	-	-	-	1,018	-	-
전환사채	1,373	15,446	17,919	-	-	975	-
장기차입금	-	-	-	-	-	431	431
기타비유동부채	2,632	2,118	6,472	3,820	2,607	3,858	3,858
이자비용	248	1,222	2,688	2,593	411	1,309	1,090
유효이자율(%)	4%	6%	8%	16%	2%	7%	7%

App.5. Target Multiple 산정

Target Multiple 산정				
증권사	발행 시기	'19년 추정 eps	평균 주가	'19F PER
상상인증권	`19.01.14	206	4,328	21.01x
하나증권	`19.02.20	196	4,328	22.08x
유안타증권	`19.03.29	202	4,328	21.42x
신한증권	`19.04.03	169	4,328	25.61x
하나증권	`19.04.11	195	4,328	22.19x
컨센서스		194	4,328	22.46x

App.6. 2019F PER 추이



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.