



금융서비스

글로벌텍스프리(204620.KQ)

GTF, 텍스리펀이 주는 GiFT

3Q23 review : 동사의 매출액은 261억원(YoY +109.5%), 영업이익 38억 원 (YoY 양전)를 달성해 4Q19 이후 분기 최대 실적을 달성했다. 이는 팬데믹 기간 비용구조 개선 작업에 따른 결과로 보이며, 고정비 효과로 개선될 영업이익률 상승 여력은 아직 남아있다고 판단한다.

높이뛰기 신기록에 도전하는 국내법인

수수로 사업은 P(인당 구매력)*Q(관광객수)로 정의된다. 올해 동사의 매출을 끌어올렸던 P는 2024년 에도 의료관광 확대와 환급제도 개정안을 바탕으로 높은 수준을 유지할 전망이다. Q의 경우에도, 역대 최장기간의 춘절 연휴를 앞두고 중국 단체관광 재개 효과가 가시화됨에 따라, 1Q24에 방한 중국인수가 19년도의 80% 이상을 회복할 전망이다.

매출 줄 모르는 질주, 브레이크가 고장 난 해외법인

해외법인 역시 국내법인 만큼이나 향후 성장세가 기대된다. 싱가포르 법인은 열대기후 지역의 겨울철 성수기 효과로 Q의 반등이 기대되며, 24년 부가가치세율 인상으로 P 상승 또한 예정되어 있다. 또한, 프랑스 법인은 24년 개최될 파리 올림픽의 영향으로 매출 성장이 이어질 것이라고 판단한다.

이에 그치지 않고, 동사의 새로운 해외 진출 시장으로 세계 최대 텍스 리펀 규모를 갖춘 1) 유럽과 2) 아직까지 저변 확대가 이루어지지 않은 동남아시아에 주목한다. 다음 진출지로 각각 스페인과 태국이 가장 적합할 것으로 보이며, 태국은 이미 일정 가시권 안에 들어온 것으로 보인다. 2024년 진출 시, 태국 법인 매출액이 152억 원에 이를 것으로 예상된다.

Valuation

동사의 주가 추정 기법으로 Historical PER Valuation을 채택하였다. 1) 동사와 비슷한 규모의 M/S를 가진 기업이 없기 때문에 Peer를 선정하는데 어렵다는 점, 2) 2019년 대비 회복률을 기준으로 매출을 추정했다는 점을 바탕으로 위 방식이 합리적이라고 판단하였다. Target PER의 경우, 2024년에 국내외 인바운드가 2019년 수준으로 회복할 것이라는 논리에 근거해 2019년 평균 PER인 23.94배를 적용하였다. 이에 따라, 가장 유력한 신시장인 태국 진출 여부를 Base/Bull case로 나누어,

Base case 목표가 8,300원, Upside Potential 80%,

Bull case(태국 진출 시) 목표가 10,300원, Upside Potential 123.4%를 제시한다.

Investment Fundamentals

FYE Dec	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	102	381	494	948	1,378
영업이익	-114	-138	-27	136	366
순이익	-55	-252	-142	94	241
EPS	-144	-544	-219	167.8	430
PER	N/A	N/A	N/A	28.6	23.94
PBR	1.64	1.88	1.88	2.5	3.5
OPM	-122.2	-36.1	-5.5	14.4	27
ROE	-7.7	-35.3	13.8	8.3	18.1

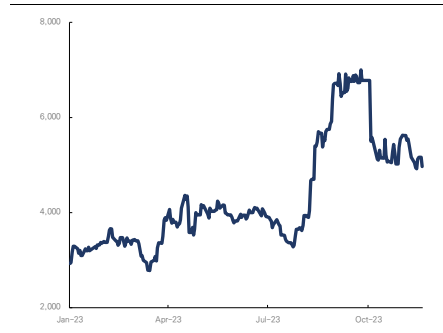
(억원, 원, 배)

투자의견	BUY
목표주가	8,300원(Base)
현재주가(11.28)	4,610원
상승여력	80%

Stock Data

KOSPI(11/28)	2,521.76
KOSDAQ	816.44
시가총액	2,882억원
발행주식수(주)	56,047,109
52주 최고/최저(₩)	7,430/2,390
외국인지분율(%)	8.47%
주요주주(%)	문양근 외 1인 17.75%
	프리미어성장투자파트너스(주) 6.31%
	사모투자합자회사
주가상승률(%)	1개월 -1.68%
	6개월 19.35%
	12개월 102.65%

Stock Price



Research Team 3

팀장	35기 이지연	s10ally@gmail.com
팀원	35기 이기혁	lhs0870@naver.com
팀원	37기 김나현	bestway1234@naver.com
팀원	37기 김현재	rlaguswo2222@naver.com
팀원	37기 남민수	skaalstn211@naver.com

CONTENTS

I . Intro	1
산업분석	1
기업개요	2
재무분석	3
II . Investment Point	4
1. 국내법인, P를 받침대로 두고 Q의 높이뛰기 시작	4
1-(1). 높은 P(1인당 구매력)가 유지 가능한 이유	4
1-(2). Q의 성공시대 시작	6
2. 해외법인, 독특한 효자 노릇	8
2-(1). 매분기 역대급 갱신 중인 해외법인	8
2-(2). 모멘텀으로 가득한 싱가포르	8
2-(3). 신뢰의 프랑스 법인	10
3. 새로운 해외시장진출, 준비는 끝났다	12
3-(1). 업황 턴어라운드와 넉넉한 실탄	12
3-(2). WHO IS NEXT?	13
3-(3). 새로운 시장, 이제 얼마 안남았다	15
III . Risk	16
V . Estimate Logic	17
매출 추정	17
비용 추정	19
VI. Valuation	20

I. Intro

2023년은 관광 업종에 있어 '회복'의 해였다. 하지만 관광업이 팬데믹 이전 수준까지 완전히 회복되기 까지 여전히 례이 남아있기 때문에, 인바운드 관광 형태에 무관하게 앞으로도 꾸준히 마켓 규모를 키워나갈 산업은 사후면세점이라고 판단한다.

산업 분석

사후면세점이란?

사전면세점 = Duty Free

* Duty: 관세와 소비세

면세점은 사전면세점과 사후면세점으로 나뉜다. 사전면세점(Duty Free)은 물건을 구입할 때 부가가치세와 개별소비세, 관세도 면제해주는 상점으로 공항과 시내 면세점이 여기에 해당한다. 사전면세점을 영업하기 위해서는 관세청의 허가가 필요한데, 절차가 어렵고 복잡하기 때문에 주로 대기업이 운영한다. 이러한 특성으로 전국 사전면세점은 총 51곳 밖에 없으며, 이는 사후면세점의 0.3% 정도밖에 되지 않는다.

사후면세점 = Tax Free

* Tax: 소비세만 해당

반면, 사후면세점(Tax Free)은 **세금이 포함된 가격을 먼저 지불한 후, 나중에 이에 대한 세금을 환급해주는 면세장**을 의미한다. 이때, 환급액은 부가가치세와 개별소비세만 포함된다. 사후면세점은 1) 출국 전 환급 신청을 통해 일정 세금을 돌려받는 사후환급과 2) 물품에 포함된 부가세를 즉시 차감하여 결제하는 즉시환급으로 나뉜다. 사후면세점은 관할 세무서에 등록만 하면 비교적 쉽게 개점할 수 있기 때문에 소규모 점포들이 많은 편이며, 전국에 약 20,000곳이 존재한다. 사후면세점 환급 실적은 코로나 이후 꾸준히 증가하고 있으며, 가맹점 수도 지속적으로 상승하는 추세다.

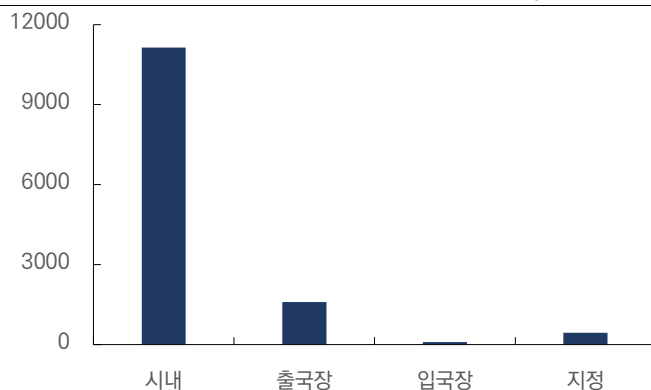
그림 1-1. 사전면세점 vs 사후면세점

구분	사전면세점	사후면세점
구입가격	면세가격	세금포함가격
면세세목	관세, 부가세, 개별소비세, 주세, 담배소비세	부가세, 개별소비세
대상품목	내국물품 + 외국물품	내국물품
이용자	외국인 + 출국 내국인	외국인
면세방법	사전면세	사후 환급 + 즉시환급
매장 수	51 개	약 2 만개

출처: RFS Team 3

그림 1-2. 면세점 형태별 매출액

(단위: 억 원)



출처: 한국면세점협회, RFS Team 3

MZ하게 바뀐 소비

최근 여행 Key Word

: 데일리케이션 (Daily + Vacation)

→ 일상생활을 그대로 경험하는

여행

이렇듯 사후면세점의 매출이 코로나 이전보다 더 증가하는 이유는 외국인 관광객의 소비트렌드 변화, 즉 **데일리케이션**과 관련이 있다. 이는 K-POP, K-드라마 등 K-콘텐츠 영향을 받은 것이며, 한국인의 일상을 따라하고자 하는 외국인의 수요에서 견인되었다. 이에 공항이나 면세점에서 주로 소비했던 과거에서, 지금은 길거리 로드샵에서 주로 소비한다. 또한 여행객 연령대가 어려짐에 따라, 면세점에서 물건을 싸들이하던 패턴에서, 더 저렴한 시내 유통점을 찾는 여행객들이 많아졌다. 이로 인해 관광객들의 발걸음이 사후면세점으로 돌아서고 있으며, 업황이 우호적으로 바뀌고 있다.

환급대행시장의 등장

사후면세점은 환급대행업체와 제휴를 맺어 환급을 진행한다. 국세청이 점포에서 고객들의 서류를 일일이 확인하고 환급하는 것이 번거롭기 때문이다. 또한, 부가가치세는 6개월을 과세기간으로 하기 때문에, 환급이 제때 이루어지지 않으면 관광객의 편의성이 저하된다. 이러한 니즈로 환급대행업체가 등장한 것이다.

현재 환급대행시장은 과점 상태

현재 우리나라의 환급대행시장은 **과점 상태**로, 리베이트율이 임계점에 다다름에 따라, **1) 가격경쟁은 제한적이며, 2) 시장 점유율도 거의 고정되어 있다.** 이는 업계의 현금흐름에 따른 재무적 건전성과 관련있다. 통상 환급대행업체는 환급 시 자사의 현금을 지급하고, 1달 뒤 해당 가맹점으로부터 돌려받기 때문이다. 즉, 환급 지급일로부터 1달간 시차가 존재하기 때문에 현금 자산의 충분한 확보가 중요할 수밖에 없는 것이다. 그러므로 현금 유동성이 풍부하고, 환급 시스템이 잘 갖춰진 기업만이 초기 시장 형성 과정에 진입했다. 이에 따라, 현재 국내에는 글로벌텍스프리, 글로벌블루, 나이스정보통신, 롯데정보통신 등이 존재하며, 각 기업의 수수료 수익률 및 리베이트 구조는 비슷하다. 따라서 각 기업의 환급 시스템이 얼마나 잘 갖춰져 있는지 봐야 하며, **시장점유율이 높을수록 수익이 증가하므로 높은 M/S를 확보할 수 있는 기업에 주목**해야 한다.

기업 개요

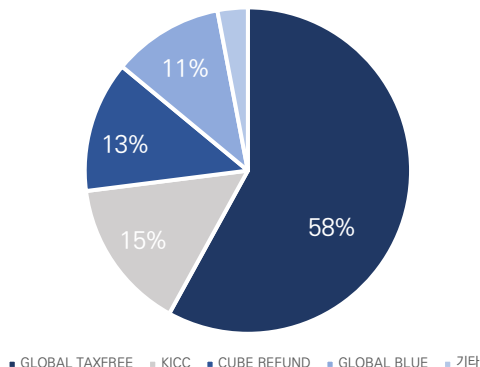
3Q23 기준

- 환급 사업 71.42%
- IT솔루션 24.27%
- 화장품 사업 4.31%

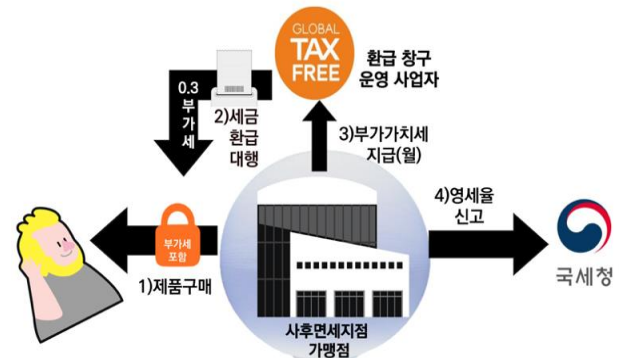
결국, 위와 같은 과점 산업 논리를 근거로 본 보고서에서는 **Tax Refund(내국세 환급 대행) 국내 M/S 1위 기업인 글로벌텍스프리**를 다뤄보고자 한다. 동사는 부가세 환급 사업부 이외에 화장품 및 IT솔루션 사업부를 두고 있긴 하지만, 전체 매출액의 70%를 차지하는 수수료 환급 사업부가 명실상부 동사의 주가와 매출을 책임지고 있다.

동사의 부가세 환급 사업의 비즈니스 모델은 4단계로 이루어진다. 1) 관광객이 쇼핑을 하고 2) 동사의 환급 창구에서 부가가치세를 환급받으면 3) 이에 대한 수수료를 매출로 취하는 방식이다. 이때 동사가 취하는 수수료는 부가가치세의 30%로, 공급가액의 약 3% 수준이다. 따라서, 외국인이 많이 올수록, 외국인 1명당 한국에서 소비하는 지출 금액이 많을 수록 수익성이 커지는 구조이다.

그림 1-3. 1H23 명동 상권 가맹점 점유율



(단위 : %) 그림 1-4. 글로벌텍스프리 비즈니스 모델



출처 : 글로벌텍스프리, RFS Team 3

출처 : 글로벌텍스프리, RFS Team 3

재무 분석: 왕관을 쓰려는 자, 그 무게를 충분히 버티고 있다

3Q19 대비 3Q23

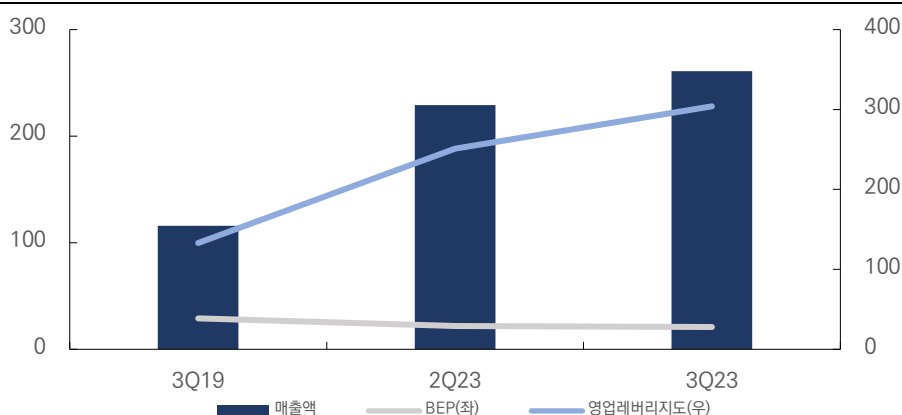
- 1) 직원수 184명 → 104명
- 2) 시내 환급창구 개수 -28.2%
- 3) 인천공항 창구 운영 중단

동사가 동종 업계 타사보다도 매력적인 이유는 비용구조에 있다. 인바운드가 저조했던 팬데믹 기간, 동사는 오히려 1) 직원 수를 절반 가까이 줄이고, 2) 운용 비용이 높은 환급 창구도 줄이는 등 경영 내실에 힘써 비용구조를 개편했기 때문이다.

이에 팬데믹 이후 크게 똬 매출액 대비 판관비 변화 폭이 감소하였다. 그 결과, 판관비율 안정화로 실적 개선 효과가 극대화되었다. 특히 2Q23 매출액 증가율은 YoY+122.9%로 역대 분기 최고 실적을 달성하였다. 나아가 3Q23에는 전 분기 대비 영업이익이 11.7% 증가해 실적 레벨업을 달성하였다.

그림 1-5. 글로벌텍스프리 재무 비교

(단위: 억 원, %)



출처: 글로벌텍스프리, RFS Team 3

이를 통해 BEP는 줄이고, 공헌이익률은 높였다. 실제로, 3Q19 대비 3Q23 월BEP는 28억원 → 20.9억원 (-25.3%) 줄었다. (해외 법인 합산시 24E 월BEP는 24→20억) 또한, 동기간 공헌 이익률도 20% → 45%로 증가해 3Q23 영업 레버리지 도는 304%를 달성했다.

이렇듯 안정적인 비용구조와 순조로운 사후면세점 업황으로, 집안의 안과 밖이 모두 평화로운 지금, 동사의 실적에 기폭제를 달아줄 포인트는 무엇이 있는지 알아보자.

II. Investment point

앞서 서술한 고정비 절감과 인력 슬림화를 통해 동사는 향후 매출 상승 시 이익이 폭발적으로 상승할 체력을 다져놓았다. 따라서 본 장에서는 동사의 높은 기초체력을 기반으로 2024년부터 본격적으로 펼쳐질 투자포인트를 다뤄보고자 한다.

Investment Point 1. 국내법인, P를 받침대로 두고 Q의 높이뛰기 시작

수수료 사업부 매출은 P(인당 구매력)*Q(방한 외국인수)로 정의된다. 그간 높게 상승한 P는 견고하게, 꿈틀거리기 시작한 Q는 본격적으로 유지 및 상승할 전망해 2024년에도 동사 매출은 고공행진할 전망이다.

1-(1). 높은 P(인당 구매력)가 유지 가능한 이유

높은 P는 앞으로도 유지될 예정

의료관광으로
높은 P 지속 전망

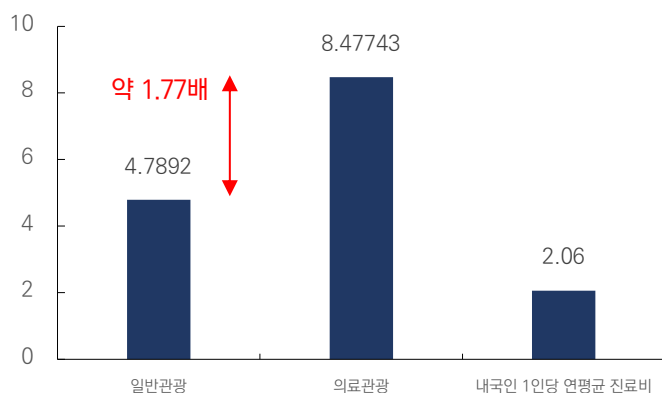
올해 동사의 매출이 9,10월 연속으로 신고점을 기록할 수 있었던 이유는 1인당 구매력의 상승 덕분이었다. 이는 1) 물가상승 2) 1H23 원화약세 3) 엔데믹 회복소비, 그리고 4) 병의원 의료서비스 중심으로의 관광 믹스 개선이 주도하였으며, 특히 앞으로도 의료관광을 중심으로 높은 P가 지속될 전망이다.

의료관광의 증가가 동사 매출에 도움이 되는 이유는 쉽게 말해 의료관광객이 일반 관광객보다 많은 지출을 하기 때문이다. 이는 1) 의료서비스 자체가 일반 서비스 및 재화보다 평균 단가가 높게 형성되어있을 뿐만 아니라 2) 외국인 환자는 국내 의료보험이 적용되지 않아 내국인 대비 2.5~3배 높은 수가(진료비)를 지불하며, 3) 방한시 관련 업계에 파급효과를 남기 때문이다.

실제로 2022년 미용성형 목적의 관광객의 총 지출 비용은 일반 관광객보다 약 1.8배 높았다. 이는 곧 동사가 수취하는 텍스리펀 수수료 금액도 일반 관광객 대비 의료관광객이 1.8배 높음을 시사한다.

그림 2-1. 의료관광객 총 지출 비용 비교

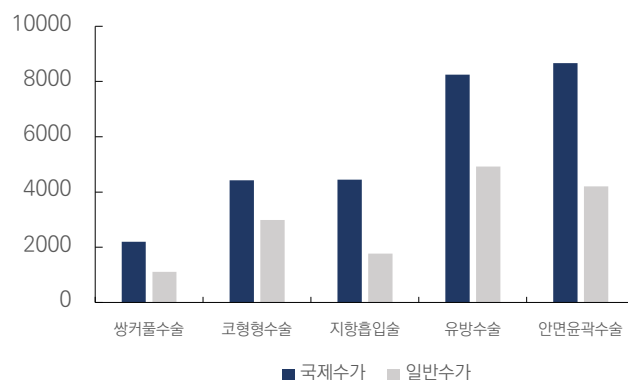
(단위 : 백만 원)



출처 : 한국보건산업진흥원, RFS Team 3

그림 2-2. 국제수가 및 일반수가 비교

(단위 : 십만 원)



출처 : 한국보건산업진흥원, 모두닥, RFS Team 3

2024/01/01부터
개정안 발효

더욱 Wide 해지는 동사의 P

앞서 의료서비스 중심의 관광 믹스 개선이 P의 높이(Height)를 높였다면, 2024년 개정안은 동사 매출에 집계되는 P의 범위를 더욱 넓힐 것이다. 특히 사후환급 최소 기준 인하(3→1.5만원)로 인한 동사의 수혜가 클 전망이다. 1) 리펀 규모가 작을수록 수수료 비율이 커질 뿐만 아니라 2) 올리브영, 다이소 등 저가 금액대 가맹점의 가파른 매출 상승과 시너지 효과를 낼 것이기 때문이다.

그림 2-3. 2024년 텍스리펀 관련 주요 개정안

현행	개정안
⑩ 사후환급 최소 기준 : 1회 거래가액 3만원 이상	⑩ 최소 기준 인하 : 1만5천원 이상
⑩ 즉시환급 한도 : 1회 거래가액 50만원 미만 : 총 거래가액 250만원 이하	⑩ 1회 한도 상향 : 1회 70만원 미만 (좌동)
⑩ 도심환급 한도 1회 거래가액 500만원 이상	⑩ 한도 상향 : 600만원 이하

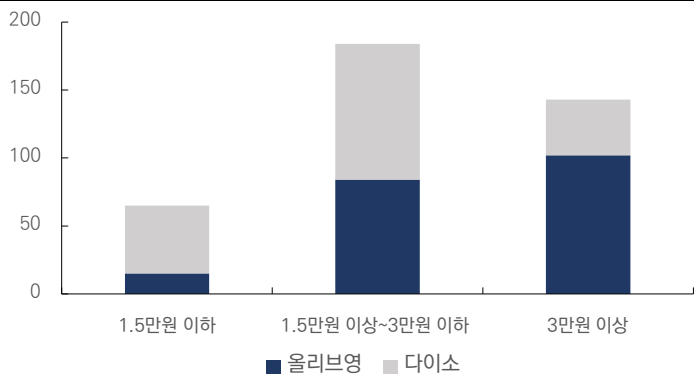
출처: 기획재정부, RFS Team 3

다이소 전매장 반영시
수혜효과는
더욱 클 것으로 전망

본 팀이 지난 11월 명동 올리브영 플래그십과 다이소에서 외국인을 대상으로 결제금액대를 설문조사한 결과 15,000~30,000원대 비중이 가장 많았다. 따라서 1월부터 개정안이 시행되면 그동안 반영되지 않았던 P가 반영될 것이다. 다이소 명동점만의 매출 기여도를 계산했을 시 분기 당 약 1.47억원의 추가 이익이 발생시켜 **전체 매출의 약 +0.8%를 기여**한다. 따라서 명동점 이외의 타 지역까지 전부 합산할 시, 위 개정안의 수혜효과는 상당할 것이라고 전망한다.

그림 2-4. 올리브영, 다이소 명동점 구입금액 구간별 객수

(단위: 명)



출처: RFS Team 3

그림 2-5. 다이소 명동점 15,000~30,000원 예상 발생액

일평균 방문객	3,043명	(A) 평일 2,900명, 주말 3,400명의 평균
일평균 외국인 방문객	2,434명	(B) 외국인:한국인=8:2 적용
범위 내 중앙값	22,500원	(C)
수수료 매출	818.18원	(D)=(C)/1.1*0.1*0.4
분기당 발생액	113,083,636원	(E)=(D)*365/4
국내법인 매출액	13,790,000,000원	3Q23 분기실적 반영
기여도	0.82%	

출처: RFS Team 3

즉, 병의원 중심의 관광객 MIX 변화에 따른 높은 P에 2024년에는 개정안 모멘텀까지 더해져 동사의 P는 너비와 높이를 모두 확장할 것이라고 판단한다.

1-(2). Q의 성공시대 시작

Q(방한 외국인 수)의 경우, 리서치에 앞서 지난 10월 일주일간 서울의 주요 관광상권 내 동사의 가맹점들을 답사하며 인바운드 현황을 피부로 느꼈다. 각 가맹점 관계자에게 인터뷰를 요청한 결과, 전체 20곳 중 11곳이 답변에 응해주었다. 전반적인 답변은 모두 일본인과 동남아인의 방문이 활발하다는 것이었다.

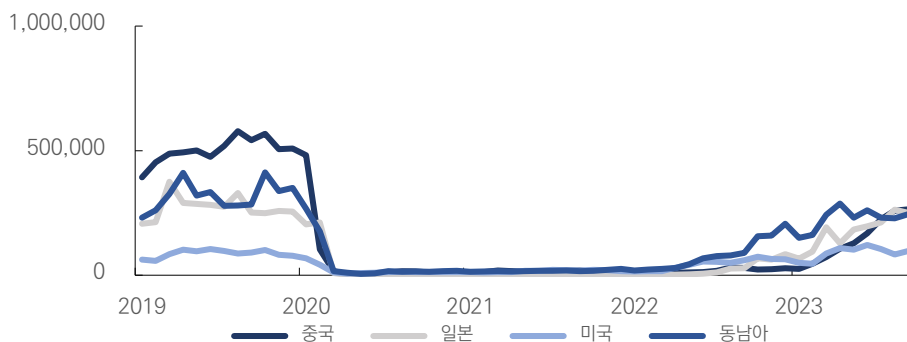
전세계에서 온 관광객은 지금도 인천 공항에 착륙 중

소프트파워:
강제나 보상보다는 사람의
마음을 끄는 힘으로 원하는 것
을 얻는 능력

올해 인바운드 회복을 주도했던 비중국권 관광객의 유입은 내년에도 계속될 전망이다. 이는 K-문화로 인해 국가 소프트파워 자체가 높아졌기 때문이다. 즉, 특정 이벤트로 인한 일시적 유입이 아닌 꾸준히 한국을 방문하고 싶어하는 수요 자체가 강해졌다. 이러한 강한 수요는 장기적으로 관광객을 기복 없이 끌어들이는데 핵심 역할을 할 것이다.

그림 2-6. 방한 외국인 현황

(단위 : 백 명)

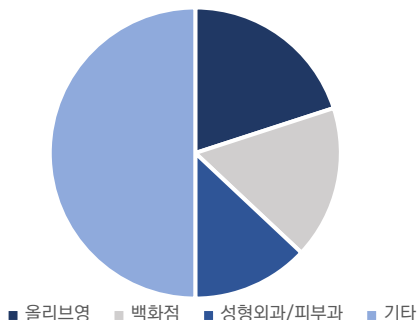


출처 : 한국관광공사, RFS Team 3

특히, K-POP의 확산에 따라 아이돌의 피부관리법과 스타일링을 따라하기 위해 주요 쇼핑처가 피부과, 성형외과, 백화점, 올리브영으로 이동함에 따라, 병의원과 올리브영을 주 가맹점으로 두고 있는 동사의 수혜는 더욱 커질 것이다. 특히, 시내 면세의 약 20%를 차지하는 올리브영은 동사만을 텍스리펀 독점 사업자로 두고 있기 때문에, 올리브영의 매출 상승에 비례하는 만큼의 직접적인 효과가 기대된다.

그림 2-7. 2023년 시내 면세의 업체별 비중

(단위 : %) 그림 2-8. 5년만에 31위 → 7위로 급부상한 한국의 문화적 영향력



순위	31위	25위	20위	12위	10위	9위	8위	7위	6위	5위	4위	3위	2위	1위
한국	17년							22년						
독일				17년		22년								
일본									17년		22년			
미국														
프랑스														
이탈리아														
호주														
스페인										22년	17년			
영국									22년	17년				
스위스								22년	17년					

출처 : 진흥원, RFS Team 4

출처 : 미국 U.S.News 와트스쿨, RFS Team 3

중국 단체방문 본격화

동사의 사업은 관광객 유형이 개인관광이든, 단체관광이던지 간에 일단 '많이' 오면 매출이 높아지는 구조이다. 즉, 싼커와 유커 둘다 많이 오면 올수록 좋다. 이에 최근 중국인 관광객을 싼커가 이끌었다면, 4Q23부터는 유커의 수도 본격적으로 커질 것이라고 전망한다.

하드블록

·투어사가 단체관광을
위해서 항공사에 다량의
항공권을 요구하는 것

이는 지난 8월 단체관광 규제 해제의 효과가 가시화되고 있기 때문이다. 규제 해제 직후에는 중국 내 한국행 비자발급 병목현상과 항저우 아시안 게임으로 인해 즉각적인 효과를 기대하기 힘들었다. 하지만, 2~3개월 간의 패키지 상품 제작기간과 하드블록 시간을 거친 지금, 유커의 움직임이 심상치 않다.

실제로 11월부터 단체 관광객을 태우는 전세기 운항이 본격화되고 있다. 지난 10월 말, 제주공항은 중국 노선을 공격적으로 증편한 바 있다. 또한, 연말연초 성수기에 돌입하면서 중국 주요 공항 5개의 12~1월 운항편수는 17년 3월 한한령이 시행되기 이전 연말인 16년 12월 운항편수와 같은 편수가 잡혀있다.

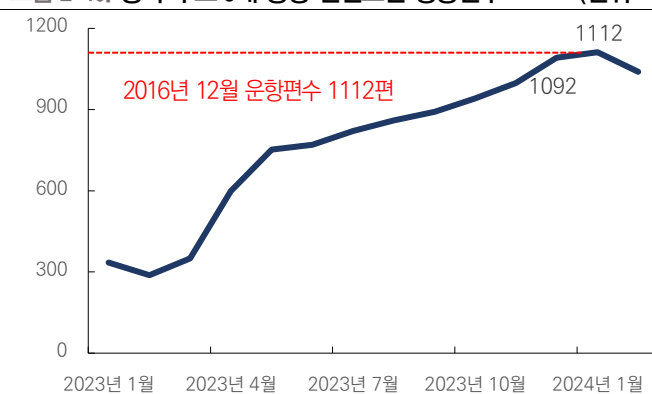
그림 2-9. 제주공항 중국노선 증편 일정

현행	개정안
10월 말	중국 텐진(주 4회), 창춘(주 2회), 항저우(주 3회) 등 정기노선 추가 기존 운항 중인 홍콩(주 4회), 마카오(주 3회) 노선 증편 확정
11월	11/3, 주 2회 제주~허난성 정저우 노선 전세기(180석) 운항 시작 허페이(주 2회)와 푸저우(주 2회) 노선 전세기 운항 예정
12월	광저우(주 4회) 포함해 중국 최다 인구 도시인 충칭과 청두, 칭다오, 장사, 우한 등 운항 준비 중

연말까지 22개 도시, 주 158회 전망

출처: RFS Team 3

그림 2-10. 중국 주요 5개 공항 인천노선 항공편수 (단위: 개)



출처: RFS Team 3

이러한 전세기 운항 회복을 바탕으로, 방한 중국인수는 2024년 춘절 연휴에 극대화될 것으로 전망한다. 유례없던 역대 최장기간의 9일 연휴가 예상되기 때문이다. 그간 춘절 연휴는 항상 7일이었다. 실제로 온라인 여행 서비스 제공업체인 Qunar에 따르면, 발표된지 30분 만에 자사 플랫폼에서 기차표와 국제선 항공권에 대한 검색이 두 배로 늘어났다.

그림 2-11. 중국 2024 휴일 일정 발표(10.26 발표)

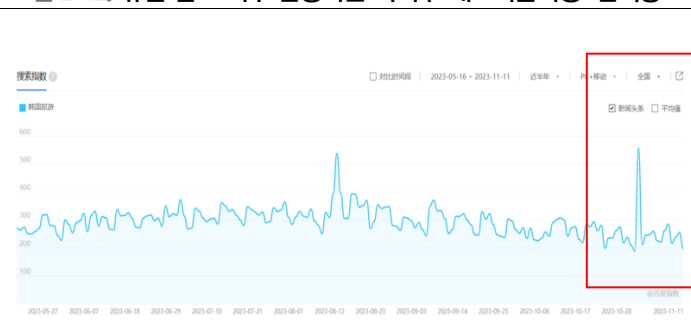
【国务院办公厅关于2024年部分节假日安排的通知】
一、元旦：1月1日放假，与周末连休。
二、春节：2月10日至17日放假调休，共8天。2月4日（星期日）、2月18日（星期日）上班。鼓励各单位结合带薪年休假等制度落实，安排职工在除夕（2月9日）休息。
三、清明节：4月4日至6日放假调休，共3天。4月7日（星期日）上班。
四、劳动节：5月1日至5日放假调休，共5天。4月28日（星期日）、5月11日（星期六）上班。
五、端午节：6月10日放假，与周末连休。
六、中秋节：9月15日至17日放假调休，共3天。9月14日（星期六）上班。
七、国庆节：10月1日至7日放假调休，共7天。9月29日（星期日）、10月12日（星期六）上班。

2.10~2.17 연휴 발표

2.9에는 직원에게 유급 연차 휴가 및 자체 사내 시스템과 연계해 휴무할 것으로 권고

출처: 중국 국무원, RFS Team 3

그림 2-12. 휴일 발표 이후 급증하는 바이두 내 '서울여행' 검색량



출처: 바이두자수, RFS Team 3

Investment Point 2. 해외법인, 독특한 효자 노릇

동사의 매출을 책임지는 건 국내법인 뿐만이 아니다. 3Q23 기준 환급 사업부의 매출 중 31.3%를 해외법인이 차지하고 있기 때문이다. 특히, YoY +83%의 높은 매출액 성장률을 보이는 싱가포르 법인과, 20%의 높은 부가가치세율을 바탕으로 약 43%의 영업이익을 기록한 프랑스 법인에 주목해야한다.

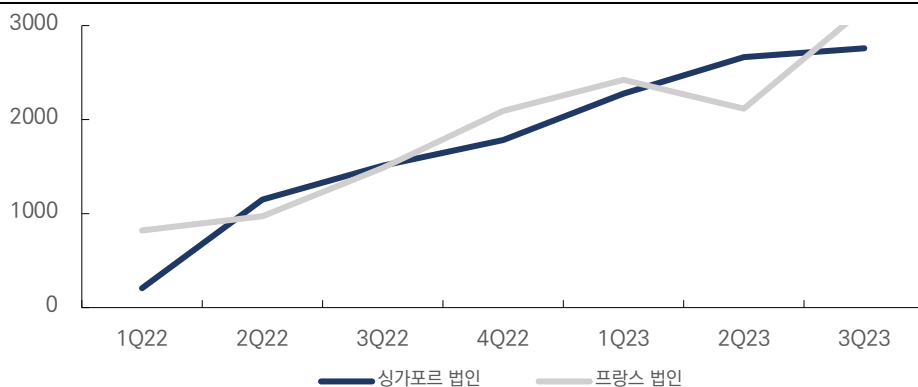
2-(1). 매분기 역대급 갱신 중인 해외법인

매출 줄 모르는
해외 법인

국내 사업이 부진했던 22년도에도 프랑스, 싱가포르 법인은 텍스리펀드 사업부문 매출의 54%를 책임지며 든든한 지지자가 되어주었다. 3Q23기준, 각각 약 28%, 44%의 높은 영업 이익률을 기록하며 동사의 견조한 영업이익에 일조하였다. 따라서, 글로벌 인바운드가 회복됨에 따라, 관광객 증가에 따른 수혜는 국내 법인 뿐만 아니라, 해외법인에도 고스란히 이어질 것이라고 판단한다.

그림 2-13. 해외법인 매출액 추이

(단위: 백만 원)



출처: 글로벌텍스프리, RFSTeam 3

2-(2). 돌보적 모멘텀으로 가득한 싱가포르

특히, 동사의 싱가포르 법인은 창이공항 내 단독 사업자로서, 1Q24에 더해질 겨울 성수기 시즌과 부가가치세율 인상 수혜를 톡톡히 받아 점진적으로 우상향하는 매출을 그려나갈 것이라고 판단한다.

싱가포르 창이공항 내 유일한 텍스리펀 사업자

지난 10월, 동사는 창이국제공항 중앙환급창구 단독 운영사업자로 재선정됨에 따라 2030년까지 안정적으로 수익을 창출할 수 있게 되었다. 이는 싱가포르를 방문한 모든 외국인 관광객은 동사를 통해서만 텍스리펀을 받을 수 있음을 의미한다. 만약 경쟁사와 계약을 맺은 가맹점에서 물건을 구매하게 되더라도 동사가 수수료를 수취하고 대신 환급해주게 되므로, 동사는 관광객 증가의 수혜를 온전히 누릴 수 있다. 위의 결과로 싱가포르 법인의 영업이익의 약 30% 가량을 차지하는 대항환급수수료 부문을 유지할 수 있어, 지속적인 운영권 독점에 따른 수혜가 기대된다.

돌아오는 싱가포르 관광 성수기를 기다리고 있는 Q

비수기: 8~10월

성수기: 11~2월, 6~7월

1Q24, 싱가포르는 마침내 팬데믹 회복 구간을 마치고 전통적인 성수기 사이클에 진입할 전망이다. 따라서 현재 싱가포르 관광객이 8월 이후 점차 감소하는 추세는 결코 피크아웃이 아닌, 더운 열대기후로 인한 관광 비수기 현상이라고 판단한다. 실제로 팬데믹 이전인 2019년에도 관광객 추이는 6~8월에 1차 피크 이후 12~2월에 다시 한번 2차 피크를 기록했다.

그림 2-14. 싱가포르 입국자 월별 추이

(단위: 천 명)

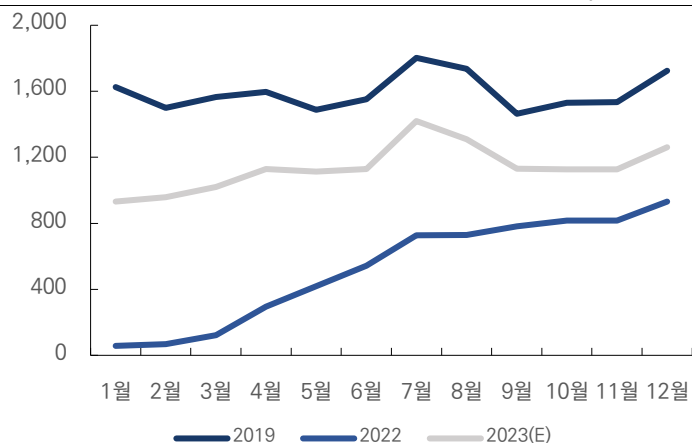
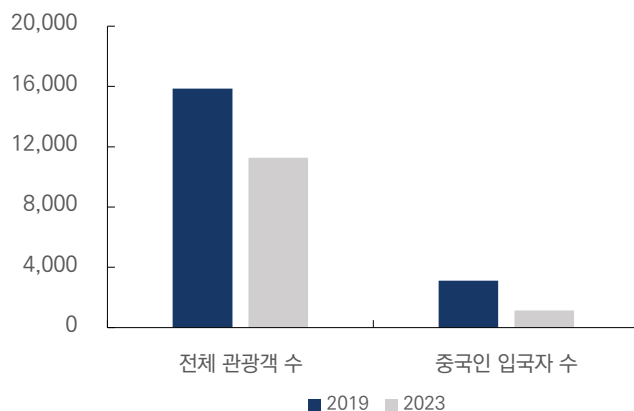


그림 2-15. 싱가포르 입국자 수

(단위: 천 명)



출처: Singapore Tourism Analytic Network, RFS Team 3

출처: Singapore Tourism Analytic Network, RFS Team 3

또한, 아직 19년 관광객 수준까지 도달하기에는 한참 멀었다는 점도 긍정적이다. 올해 10월까지 입국자 수는 총 1127만명으로, 19년 1590만명 기준 41%의 상방이 열려있다. 특히 동기간 중국인 입국자는 112만명으로, 19년도 310만명에 비하면 175% 가량의 회복 가능성이 있다. 이에 **2023년 12월 관광객 수는 126만명을 돌파할 것**으로 추정한다. (19년 10~12월 관광객 수 +12% 증가분 반영) 따라서, 비수기에 잠시 주춤했던 싱가포르의 Q는 돌아오는 성수기를 맞아 빠르게 회복할 것이라고 판단한다.

2024부터 부가가치세 8% → 9%

부가가치세율 변화

2023: 7% → 8%

2024: 8% → 9%

24년 싱가포르의 부가가치세율이 9%로 인상됨에 따라, 기존 공급가액 대비 +11%의 증가한 수수료(P)의 혜택을 누리게 된다. 예를 들어, 관광객이 동사의 가맹점에서 100SGD짜리 제품을 구매한다고 가정하면, 부가가치세는 세율변화에 따라 7.41SGD → 8.26SGD로 인상된다. 동사의 싱가포르 법인 평균 수수료율은 15%로, 이에 따른 동사의 영업수익은 7.41SGD의 15%인 1.11SGD → 8.26SGD의 15%인 1.24SGD로 증가한다. 즉, 동사는 **비용의 증가 없이 법안의 변화만으로 영업수익 +11%의 혜택**을 누리는 것이다.

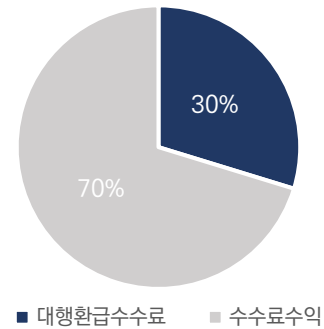
그림 2-16. 부가세율 인상에 따른 영업수익 증가율 (100GSD 기준)

부가세율	8%	9%	(A)
부가세	7.41	8.26	(B) 제품가격-제품가격/{(1+(A))}
환급 수수료율	15%	15%	(C) 싱가포르 법인 평균 수수료율
영업수익	1.11	1.24	(D)=(B)*(C)
기여도	11%		(B)=1.24/1.11-1

출처 : Inland Revenue Authority of Singapore, RFS Team 3

그림 2-17. 싱가포르 법인 영업수익 비중

(단위 : %)



출처 : 글로벌텍스프리, RFS Team 3

따라서, 1) 성수기를 맞아 지속적으로 증가할 관광객 수와 2) 세제 혜택으로 인한 우호적인 사업환경 변화는 싱가포르 법인의 P와 Q를 모두 증대시켜 시너지를 이룰 것이라고 판단한다.

2-(3). 신뢰의 프랑스 법인

역대급 실적의 프랑스 법인

프랑스 법인은 높은 20%의 부가가치율을 바탕으로 올해 3분기까지 영업수익 77억 원, 영업이익 33억 원, OPM 약 43%를 달성했다. 이는 역대 최대 실적으로, 올해 3분기까지의 실적만으로도 이전 사상 최대 실적을 기록했던 22년도 전체 영업수익 54억, 영업이익 19억원을 훨씬 뛰어 넘는 수치다. 관광객(Q)가 아직 전년 전체 관광객 수에 미치지 못한 점으로 보았을 때, 올해의 호실적은 프랑스 관광객의 인당 지출액(P) 증가에 기인한 것으로 판단된다.

명품 사랑과 함께 이어질 중국인들의 프랑스 사랑

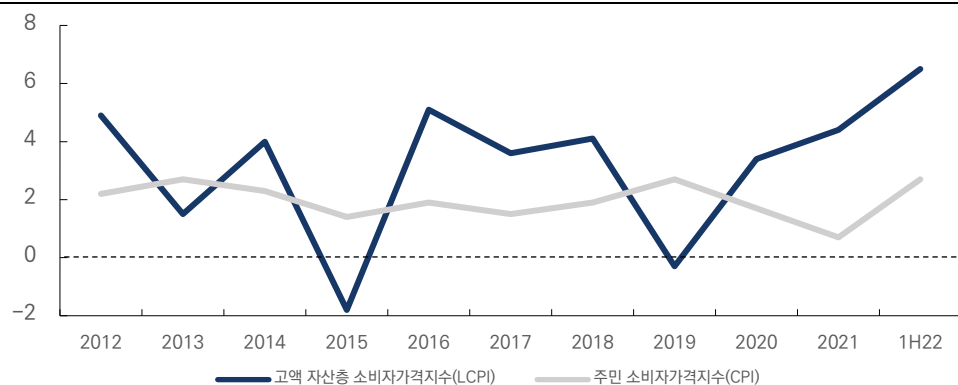
큰 손 중국인,
타 국 대비 2배 소비

프랑스 관광객의 지출액 증가에 가장 큰 영향을 미친 건 단연 타 국적 관광객 대비 중국인 관광객의 증가세다. 올해 8~10월 일본인 관광객은 +140%, 미국 관광객은 +22% 증가한데 비해 중국 관광객의 수는 작년 동기 대비 +5,314% 증가했다. 중국인 관광객은 팬데믹 이전 1인당 약 1,600달러에서 많게는 3,200달러를 지출하며 프랑스 관광객 1인당 평균 지출액 700달러의 2배 이상을 가볍게 상회하던 프랑스의 효자 관광객이었다. 이처럼 프랑스에서 큰 손이라 불리는 중국인 관광객은 동사에게는 핵심 타겟이다.

명품 1등 시장
프랑스

중국인 관광객의 회복세는 앞으로도 지속될 전망이다. 명실상부 명품 1등 시장인 프랑스는, 중국인 관광객들에게는 거부하기 힘든 선택지이기 때문이다. 중국인들의 명품 사랑은 이미 유명한 사실이다. 이를 증명하듯, 지난 1월 중국의 제로코로나 정책 폐기 직후 디올, 셀린느 등 명품 브랜드를 운영하고 있는 프랑스의 시가총액 1위 기업인 LVMH는 1Q23 매출액 +YoY 17%를 기록하며 실적 호조세를 맞이했다.

그림 2-18. 고액 자산층 소비자 가격지수

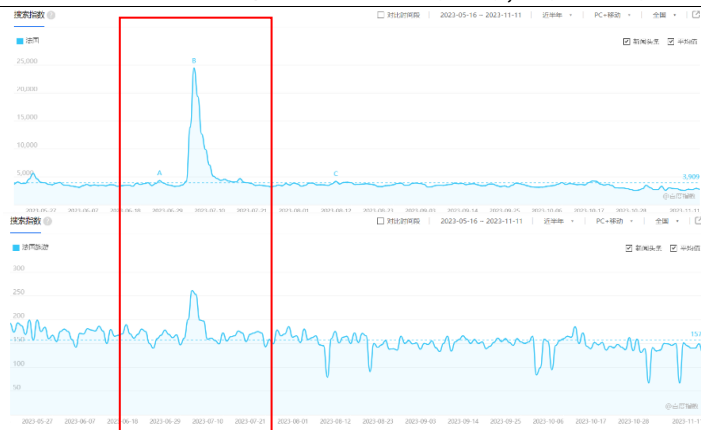


출처: 후룬 연구소, RFS Team 3

중국 고액 자산층의 소비욕구 견조

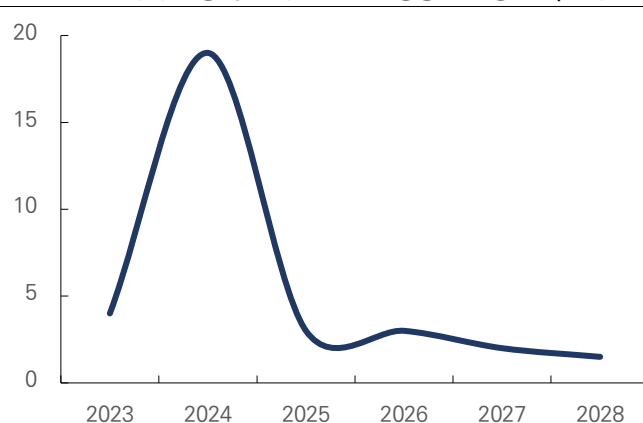
또한, 현재 고액 자산층 중국인들의 소비 욕구는 극에 달했다. 실제로, 고액 자산층 소비자가격지수(LCPI)는 22년 7월 기준 6.5로 10년만에 최고치를 갱신했다. 중국 부호 연구조사 기관인 후룬 연구원에서 23년 고액 자산층 소비자를 대상으로 선호도 조사를 시행한 결과, 여가 부문에서는 여행이, 여행 테마에서는 쇼핑이 각각 11%로 1위를 기록했다. 중국 고액 자산층의 소비욕구는 견조하며, 이에 따라 명품의 메카, 프랑스도 관광지로서 수혜를 입을 것으로 보인다.

그림 2-19. 휴일 발표 이후 급증하는 바이두 내 '프랑스여행', '프랑스' 검색량



출처: 바이두자신, RFS Team 3

그림 2-20. 파리 관광객 인바운드 YoY 성장률 전망 (단위: %)



출처: Euromonitor International, RFS Team 3

2024년 파리올림픽 예정

한편, 24년에는 파리 올림픽이 예정되어 있다. 판매될 총 티켓은 올림픽 1000만장, 패럴림픽 티켓 300만장으로 총 1300만장이다. 이미 약 70%의 티켓이 판매가 완료된 가운데, 올림픽 기간동안 파리의 숙박업소들은 지금부터 3배 이상의 요금을 책정하고 있다. 지난 하계 올림픽이었던 리우 올림픽이 있던 16년에 브라질은 전년대비 5.2% 증가한 관광수입 증가를 맞이한 바 24년까지 지속적으로 동사에게 우호적인 영업환경이 기대된다. 또한, 중국인의 프랑스 명품 사랑은 파리 올림픽 모멘텀과 맞물려 24년에 프랑스에 방문하는 중국인은 더욱 증가할 것으로 전망한다. 실제로 파리올림픽 3차 티켓 판매일이었던 지난 7월 15일, 바이두 검색엔진 내 '프랑스', '프랑스여행' 키워드는 기하급수적으로 증가했다.

Investment Point 3. 새로운 해외 시장 진출, 준비는 끝났다.

앞선 [Investment Point2]에서 동사의 해외법인이 매출 개선에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 확인하였다. 지금부터는 향후 동사의 해외 시장으로 적합한 국가와 진행 상황, 예상 매출액을 분석해보고자 한다.

3-(1). 업황 턴어라운드와 넉넉한 실탄

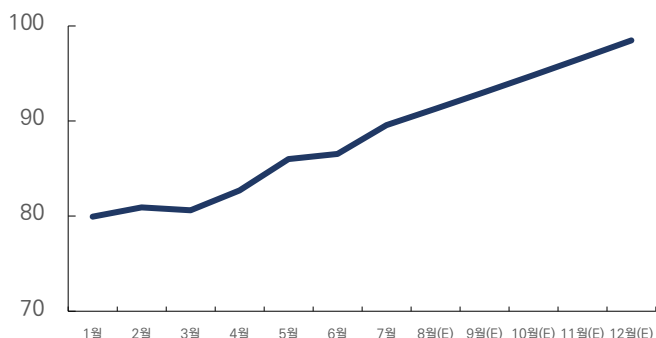
업황도 좋고,
현금도 많고

적극적인 해외 시장 진출은 동사의 주요한 매출 성장 전략이다. 지난 3년간, 코로나19의 장기화로 인해 전세계적으로 관광산업이 위축되었고, 자연스레 동사의 국외 M&A 움직임도 둔화되었다. 하지만 이제는 업황이 턴어라운드되었다. 엔데믹에 기인한 관광 활성화로 외국인 관광객이 꾸준히 증가하고 있으며, 올해 12월에는 19년 대비 외국인 관광객 회복률이 98.5%에 이를 것으로 예상된다. 이에 따라, **해외시장 진출을 위한 현금도 충분히 확보한 상태**이다. 동사는 22년을 기점으로 지속적으로 500억 이상의 현금성 자산을 보유하고 있다.

즉, 관광 산업이 엔데믹에 기인한 빠른 회복세를 보이고 있고, 넉넉한 현금성 자산을 확보함으로써 동사가 **본격적으로 해외로 진출할 수 있는 최적의 환경이 조성되었다고 판단한다.**

그림 2-21. 19년 대비 글로벌 외국인 관광객 회복률

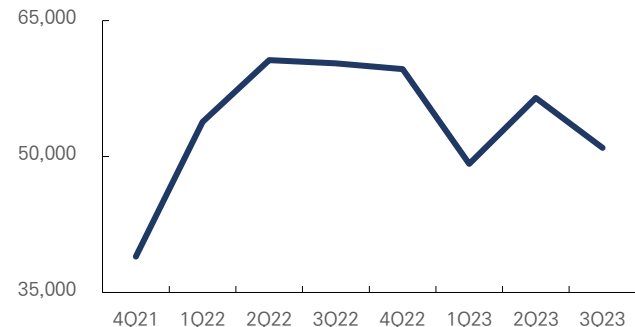
(단위: %)



출처: UNWTO, RFS Team3

그림 2-22. 현금 및 현금성 자산 추이

(단위: 백만 원)



출처: UNWTO, RFS Team3

P,Q 를 통한
유럽과 동남아시아
시장 분석

동사가 향후 진출 시장으로 주목하고 있는 곳은 1) 유럽 2) 동남아시아가 있다. 우선 1) 유럽은 세계 최대 텍스 리펀 시장이기 때문이다. 그 근거는 높은 부가가치세율에서 찾을 수 있다. 통상적으로 유럽 국가의 부가가치세율은 20% 정도로 매우 높다. 또한 2) 동남아시아는 블루오션으로, 향후 많은 텍스 리펀 기업들의 진출이 예상되는 곳이다. 아직 저변 확대가 되어있지 않았고, 관광지로서의 수요도 높기 때문에 시장성의 확대 가능성이 매우 높다고 판단된다.

새로운 해외 시장에서 예상되는 매출을 파악하기 위해서는 P, Q 분석이 선행되어야 한다. 우선 P에서는, 부가가치세율, 환급수수료율, 사후환급 최소 금액, 외국인 관광객의 소비액에 주목해야 한다. 부가가치세율, 환급수수료율, 외국인 관광객의 소비액은 높을수록, 사후환급 최소금액은 낮을수록 매출 향상에 도움이 된다. 또한 Q는 외국인 관광객 수, 19년도 대비 외국인 관광객 회복률로 나뉘볼 수 있다. 전체적인 관광객 수와 코로나 이전 대비 현재 회복률을 비교함으로써 Q의 추이를 가늠해야 할 것이다. 따라서, 앞서 언급한 주요 기준을 바탕으로 동사의 진출 가능성이 높은 유럽과 동남아시아의 주요 시장을 분석해보고자 한다.

3-(2). WHO IS NEXT?

그림 2-23. 유럽 주요 국가 P항목 비교

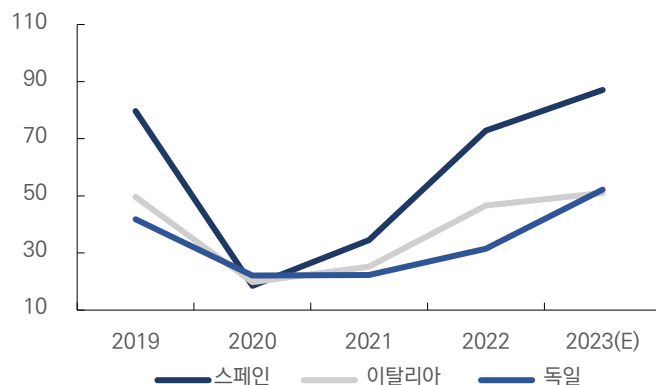
(100 EUR 기준)

나라	부가세율	환급수수료율	영업수익	사후 환급 최소금액
스페인	21%	30%	24.79	X
이탈리아	22%	30%	24.59	154.94 EUR
독일	19%	30%	25.21	25 EUR

출처: 아헨장르센터, RFS Team3

그림 2-24. 유럽향 외국인 관광객 소비액

(단위 : 십 억 달러)



출처: UNWTO, RFS Team3

유럽 : 스페인, 독일, 이탈리아

스페인 P

1) 사후 환급최소금액X

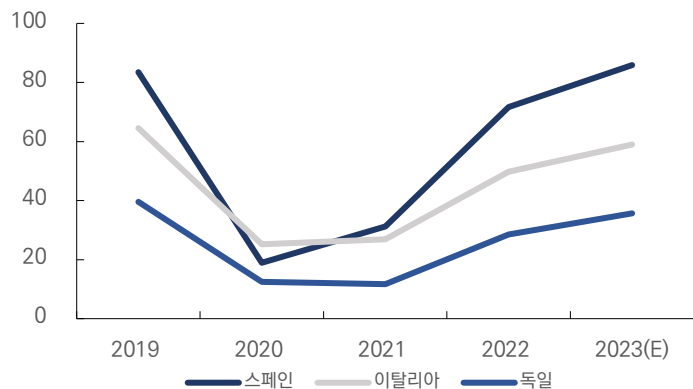
2) 관광객 소비액 ↑

동사가 주목하고 있는 시장은 유럽 시장은 스페인, 독일, 이탈리아가 있다. 해당 시장은 높은 부가가치세율, 환급수수료율에 기인하여 P가 매우 높게 나타난다. 제품가격이 100EUR일때, 제품 당 영업수익은 스페인 24.79EUR, 이탈리아 24.59EUR, 독일 25.21EUR이다. 여기서 주목해야될 것은 사후 환급 최소금액이다. 스페인은 사후 환급 최소금액이 없기 때문에 면세 받을 수 있는 금액의 범위가 다른 국가보다 훨씬 넓다. 또한, 전체 외국인 관광객의 소비액을 연도별로 살펴보면, 스페인은 2020년도를 제외하고 다른국가에 비해 관광객 소비액이 매우 높다. 위 데이터를 바탕으로 2023년(E) 외국인 관광객 전체 소비액을 추정한 결과, 스페인은 약 870억 달러로, 각각 이탈리아의 1.71배, 독일의 1.6배이다.

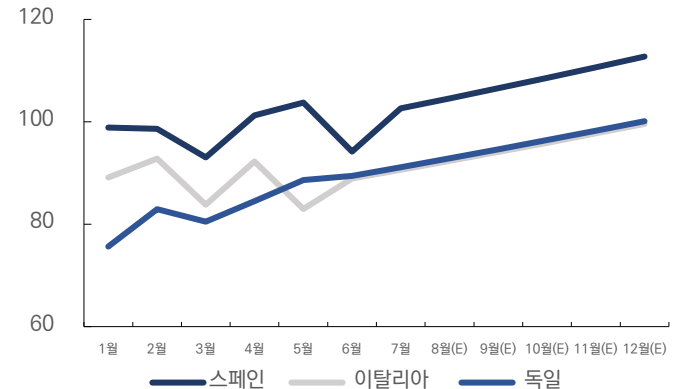
그림 2-25. 유럽향 외국인 관광객 수

(단위 : 백만 명)

그림 2-26. 19년 대비 23년 유럽향 외국인 관광객 수 회복 (단위 : %)



출처: UNWTO, RFS Team3



출처: UNWTO, RFS Team3

스페인 Q

이미 코로나를 넘어섰다

유럽은 높은 외국인 관광객 수와 견조한 회복률을 보인다. 특히, 스페인은 코로나 방역 조치가 있었던 2020년도를 제외하면 2019년부터 2023년까지 가장 높은 외국인 관광객 수를 보인다. 또한, 올해 스페인은 코로나19 이전을 능가하는 회복률을 보인다. 특히, 7월에는 19년도 대비 103% 가장 회복률을 보이며 1천만명이 넘는 관광객 수를 기록하였다. 앞서 글로벌 외국인 관광객 월별 회복률 1.9%를 적용하면, 12월 스페인은 19년도 대비 113%의 회복률을 기록할 전망이다, 2023년(E) 전체 외국인 관광객은 약 8천 5백명으로 추정한다.

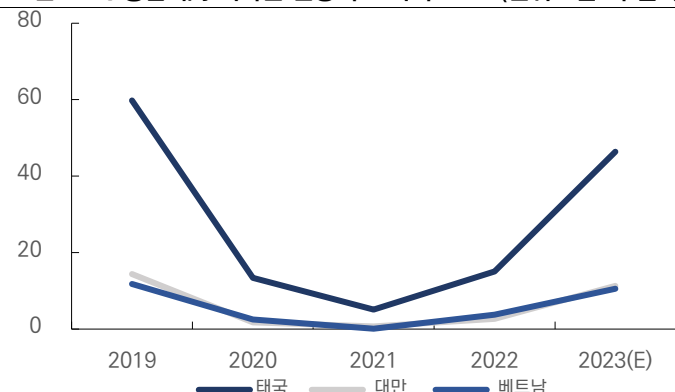
즉, 유럽 주요 시장의 P와 Q를 분석한 결과, 다음 해외 시장으로 스페인이 가장 매력적이라고 판단한다.

그림 2-27. 동남아 주요 국가 P항목 비교 (100 THB/TWD/VND 기준)

나라	부가세율	환급수수료율	영업수익	사후 환급 최소금액
태국	7%	15%	14.02	2,000 THB
대만	5%	15%	14.29	2,000 TWD
베트남	8%	15%	13.89	2,000,000 VND

출처: 여행정보센터, RFS Team3

그림 2-28. 동남아향 외국인 관광객 소비액 (단위 : 십 억 달러)



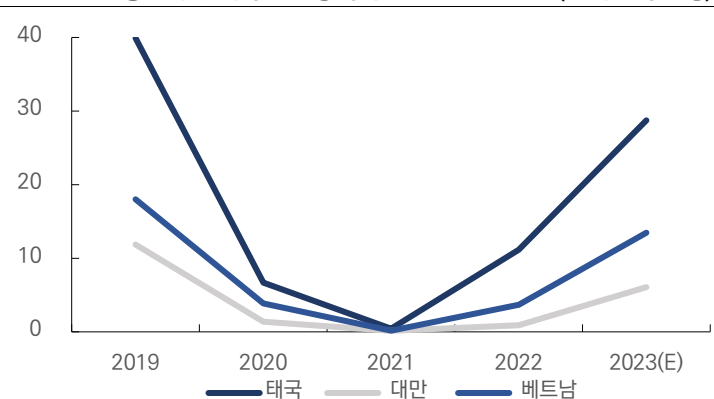
출처: UNWTO, RFS Team3

동남아시아 : 태국, 대만, 싱가포르

태국 P 관광객 소비액이 다른 국가의 4~5배

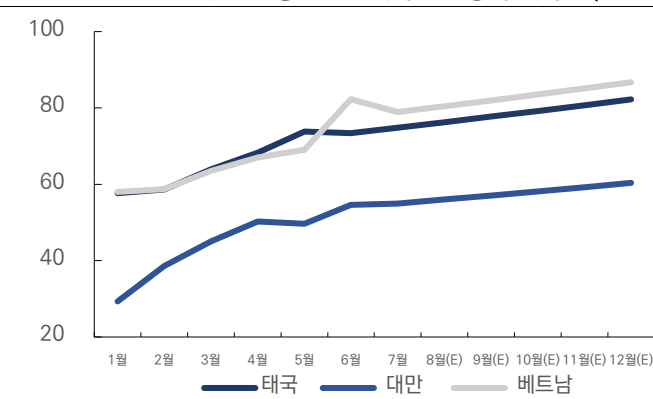
동남아시아 국가 진출 가능성이 있는 국가는 태국, 대만, 싱가포르이다. 우선, 동남아시아 국가들은 낮은 부가가치세율과 환급수수료율에 따라 P가 다소 낮게 나타난다. 제품 가격이 100THB/TWD/VND일 때, 제품 당 영업수익은 태국 14.02THB, 대만 14.29TWD, 베트남 13.89VND이다. 눈여겨 볼 것은 전체 외국인 관광객 소비액이다. 2019년부터 2023년까지 전체 외국인 관광객 소비액을 분석해본 결과, 태국은 다른 두 나라의 소비액 보다 4~5배 높게 나타난다. 위 데이터를 바탕으로 2023년(E) 외국인 관광객 전체 소비액을 추정한 결과 결과, 태국은 약 460억 달러로 대만, 베트남에 비해 4.1배 가량 높다.

그림 2-29. 동남아향 외국인 관광객 수 (단위 : 백만 명)



출처: UNWTO, RFS Team3

그림 2-30. 19년 대비 23년 동남아향 외국인 관광객 회복률 (단위 : %)



출처: UNWTO, RFS Team3

태국 Q 1) 동남아시아 관광객 수 1위 2) 빠른 회복세

전체 외국인 관광객 수는 태국이 압도적이다. 2019년부터 2023년(E)까지의 전체 외국인 관광객 추이를 살펴보면, 태국이 압도적으로 높게 나타난다. 특히, 19년도의 경우, 태국의 전체 외국인 관광객은 약 4천만 명으로, 각각 대만의 3.37배, 베트남의 2.22배이다. 여기서 주목해야 할 것은 빠른 회복세이다. 각 국가들의 19년도 동월 대비 올해 1월부터 7월까지의 회복률을 살펴본 결과, 태국은 58%에서 75%, 대만은 29%에서 55%, 베트남은 58%에서 79% 회복하였다. 비록 유럽에 비해 절대적인 외국인 관광객 수는 낮지만, 가파른 회복률을 보인다는 점을 눈여겨 볼 만하다.

앞선 결과를 바탕으로, 동남아시아 국가 중에서는 **태국이 최고의 선택지**로 판단한다.

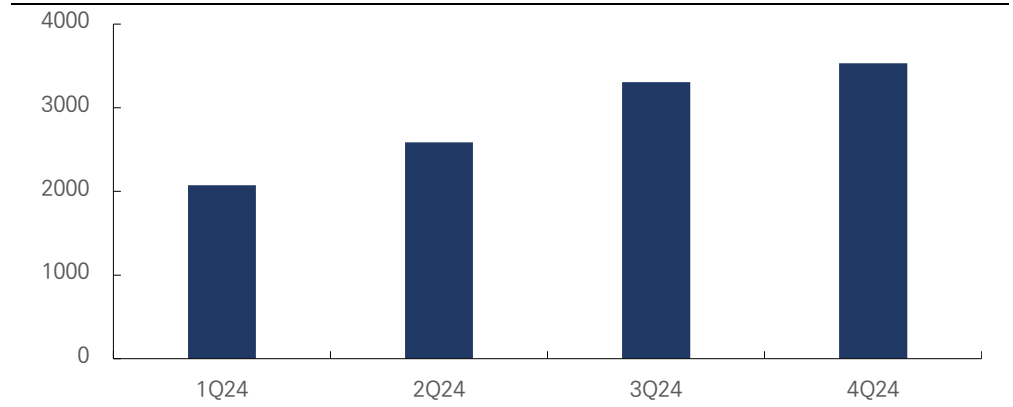
3-(3). 새로운 시장, 이제 얼마 안남았다.

실제로 동사는 신시장에 진출하기 위해 발 빠르게 움직이고 있으며 그 중, **다음 해외 진출 시장으로 태국이 유망한 것으로 보인다**. 텍스 리펀 시장에서 동사와 태국 정부의 이해관계가 서로 일치하기 때문이다. 우선, 동사는 태국의 시장성에 주목한다. 비록 유럽 국가들에 비해선 낮지만, 태국의 전체 외국인 관광객 수는 우리나라의 2~3배에 달하며 빠른 회복률을 보인다. 또한, 태국은 아직 텍스 리펀 시장의 저변 확대가 이루어지지 않은 기회의 땅이다. 아직 타 기업들도 태국에 진출하지 못했기 때문에, 발빠른 협상으로 초반 시장 점유율 확보에 성공한다면, 선두주자로 거듭날 수 있다. 동사는 한국, 일본, 싱가포르 등 아시아 국가를 기반으로 운영 중이기 때문에 태국에서도 경쟁력이 있을 것으로 예상된다.

한편, 태국에서는 정부와 국영 은행에서 환급 업무를 진행 중인데, 민간 기업들에게 맡겨 비용 개선을 하려는 움직임이 있다. 이번 달에, 태국 정부가 공공, 민간 부문에서 외국 투자 유치에 적극적인 경제 정책 기조를 보인 것도 같은 맥락이다.

그림 2-31. 2024(E) 태국 법인 매출액

(단위 : 백만 원)



출처 : 글로벌텍스프리, RFS Team 3

2024년 태국 예상 매출액
: 약 152억 원

이러한 이해관계에 따라 동사는 태국 정부의 올해 3분기 입찰에 참여한 것으로 추정된다. 최근, 동사의 IR팀도 특정 국가를 따로 언급하진 않았지만 지속적으로 해외 시장 진출에 노력하고 있고, 좋은 소식이 있다면 올해 안으로 나올 것이라고 말한 바 있다. **따라서 본 리서치 팀은 태국이 일정 가시권 안으로 들어왔으며, 4Q23 안으로 태국 진출이 유력하다고 판단한다**. 2024(E) 태국 외국인 관광객 수와 18년도 싱가포르 법인의 1인당 매출액, 그리고 19년도 대비 태국 내 외국인 관광객 소비액의 회복률을 통해 2024년 태국 법인의 매출액을 도출한 결과, 약 152억에 이를 것으로 추정한다. 또한, 소비액이 100% 회복될 경우, 전체 시장이 약 196억 규모로 커질 것으로 판단한다.

III. Risk

전환사채 발행

동사는 올해 50억 원의 전환사채를 발행했다. 이는 **총 주식 수 대비 2.3%에 해당**하며, 조달된 자금은 운영자금에 사용될 예정이다. 자금조달의 목적이 시설자금에 쓰이는 경우, 장기적으로 기업의 생산성이 증가하여 호재로 작용할 수 있다. 하지만 운영자금의 경우 재료비, 인건비 등 다양한 비용에 사용될 수 있어 확보된 자금이 기업의 생산성 증대와 연관된다고 보기 어렵다.

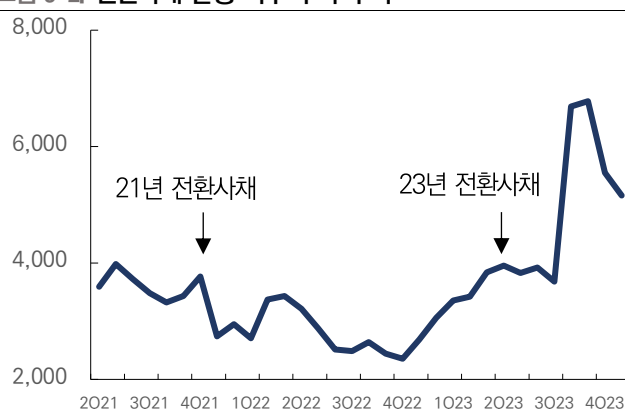
전환사채를 볼 때는 전환가액이 중요하다. 전환가액이 주가 대비 낮으면 낮을수록 투자자의 차익실현의 욕구가 커져 주식으로 나올 가능성이 커지기 때문이다. 이번 전환사채의 전환가액은 3,969원으로 현재 주가 대비 23% 낮은 수치이며, 이는 21년도 대비 19% 낮은 수준이다. 또한 이번 발행은 표면이자율과 만기이자율이 0%이기 때문에 전환사채 물량이 온전히 주식으로 나온다고 봐도 무방하다. 21년 발행 전환사채의 경우 주식으로 전환하지 않고 채권의 형태로 만기까지 보유할 가능성이 있다. 하지만 이자율이 0%인 경우 그 가능성이 희박하므로 물량이 그대로 주식으로 나오는 것이다. 이는 반드시 나올 물량으로 인식되기 때문에 악재로 작용할 수밖에 없다.

그림 3-1. 21년 전환사채 vs 23년 전환사채

구분	2021 전환사채	2023 전환사채
발행 금액	130 억	50 억
만기이자율	2%	0%
전환가액	3,662 원	3,969 원
전환 시 발행되는 주식 수	3,548,034	1,259,763
총 주식 수 대비 비율	7.28%	2.3%

출처 : DART, RFS Team 3

그림 3-2. 전환사채 발행 이후 주가 추이



출처 : 한국거래소, RFS Team 3

하지만 본 팀은 위 내용을 역으로 생각해보고자 한다. 전환사채의 이자율은 회사의 주가 상승 여력이 낮고, 신용 등급이 낮을수록 높게 책정된다. 반대로 생각하면 동사의 신용 등급과 상승 동력이 투자자들 사이에서 높게 평가되었다는 것이다. 특히 **만기이자율이 0%임에도 불구하고 투자가 진행된 것은 동사의 주가 상승에 대한 확신이 있기 때문에 가능한 것이다.** 또한 사채 발행일로부터 1년간은 전환 및 권면분할이 금지되어 있다. 올해 실질적으로 시장에 나올 수 있는 물량은 935,673주이며, 이는 **총 주식 수 대비 1.6%수준**이다. 작년 전환가능 주식 수 3,528,265 주(6.8%)를 생각해 봤을 때 현저히 낮은 수준이다.

단기적으로 전환사채로 인한 주가 변동은 미미할 것이며, 그보다 투자자가 집중하고 있는 동사의 상승 동력에 집중할 필요가 있다.

V. Estimate Logic

매출 추정

동사의 2024년 예상 매출은 [Investment Point3]의 태국 신시장 추가 여부를 기준으로 Bull case와 Base case를 나누어 산정하였다.

Bull case: 태국 법인 미진출 시

단위 : 백만원	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23(E)	1Q24(E)	2Q24(E)	3Q24(E)	4Q24(E)
부가세 환급	1,386	3,125	5,237	9,150	10,923	16,793	20,068	20,601	22,030	23,849	26,943	26,852
국내법인	337	983	2,175	5,149	5,975	11,708	13,790	15,308	16,592	18,290	20,141	21,100
해외법인-싱가포르	206	1,148	1,510	1,782	2,275	2,663	2,758	2,519	2,526	2,956	3,062	2,796
해외법인-프랑스	821	972	1,487	2,091	2,424	2,116	3,183	2,424	2,550	2,226	3,348	2,550
해외법인-일본	22	22	64	128	249	306	337	350	363	377	391	406
비중(%)	16.3%	31.3%	41.8%	47.1%	61.8%	72.4%	76.8%	73.9%	76.9%	78.4%	80.2%	79.9%
화장품	1,220	1,377	1,589	1,366	1,098	939	834	1,059	983	954	957	988
비중(%)	17%	20%	22%	13%	16%	15%	14%	15%	15%	14%	14%	15%
IT솔루션	5,448	5,211	5,699	8,443	5,577	5,395	5,182	6,149	5,576	5,576	5,621	5,730
비중(%)	77%	76%	78%	82%	83%	84%	85%	85%	84%	85%	85%	85%
상품	444	260	-	451	63	53	55	57	55	56	56	56
비중(%)	6%	4%	0%	4%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
합계	8,498	9,973	12,525	19,410	17,661	23,180	26,139	27,866	28,644	30,434	33,577	33,626

Bull case: 태국 법인 진출 시

단위 : 백만원	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23(E)	1Q24(E)	2Q24(E)	3Q24(E)	4Q24(E)
부가세 환급	1,386	3,125	5,237	9,150	10,923	16,793	20,068	20,601	24,106	26,435	30,250	30,384
국내법인	337	983	2,175	5,149	5,975	11,708	13,790	15,308	16,592	18,290	20,141	21,100
해외법인-싱가포르	206	1,148	1,510	1,782	2,275	2,663	2,758	2,519	2,526	2,956	3,062	2,796
해외법인-프랑스	821	972	1,487	2,091	2,424	2,116	3,183	2,424	2,550	2,226	3,348	2,550
해외법인-일본	22	22	64	128	249	306	337	350	363	377	391	406
해외법인-태국	-	-	-	-	-	-	-	-	2,075	2,586	3,308	3,533
비중(%)	16.3%	31.3%	41.8%	47.1%	61.8%	72.4%	76.8%	73.9%	78.5%	80.1%	82.0%	81.8%
화장품	1,220	1,377	1,589	1,366	1,098	939	834	1,059	983	954	957	988
비중(%)	17%	20%	22%	13%	16%	15%	14%	15%	15%	14%	14%	15%
IT솔루션	5,448	5,211	5,699	8,443	5,577	5,395	5,182	6,149	5,576	5,576	5,621	5,730
비중(%)	77%	76%	78%	82%	83%	84%	85%	85%	84%	85%	85%	85%
상품	444	260	-	451	63	53	55	57	55	56	56	56
비중(%)	6%	4%	0%	4%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
합계	8,498	9,973	12,525	19,410	17,661	23,180	26,139	27,866	30,719	33,019	36,884	37,158

한금 사업부: 국내법인

한금 사업부 매출

$$= PXQ$$

$$= \text{1인당 매출액} \times \text{관광객수}$$

P(방한 외국인 1인당 매출액)는 관광객이 현재와 같은 높은 수준의 구매력을 보일 것이라는 가정하에, 분기별 물가상승률 전망치와 2024년 개정안 발효시 기대효과를 반영하였다. 기대효과와 경우, 1번 법안으로 인한 다이소 명동점의 매출 기여도가 0.8%라는 계산에 따라 전체 법안의 매출 기여도가 +1%라고 보수적으로 산정했다.

Q의 경우, 방한 관광객이 많은 순서에 따라 중국/일본/동남아/미국/기타로 분류하였으며, 각 분기에 글로벌 인바운드 회복률인 3.8%의 멀티플을 부여했다. 다만, 중국의 경우 춘절이 있는 1Q24에 2019년의 80%를, 4Q24에는 100% 회복할 것이라고 가정해 2019년 방한 중국인수를 단계적으로 반영했다.

환급사업부 국내법인 매출 Breakdown

단위 : 백만원	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23(E)	1Q24(E)	2Q24(E)	3Q24(E)	4Q24(E)
중국인 수수료 매출	83	99	228	706	988	2,887	3,315	4,257	4,918	5,958	7,136	7,386
인당 중국인 지출액	2,026	2,893	2,935	9,479	6,851	7,179	4,429	4,457	4,535	4,614	4,685	4,758
방한 중국인수	40,967	34,224	77,686	74,481	144,220	402,173	748,404	955,133	1,084,399	1,291,341	1,523,080	1,552,271
중국인 비중(%)	24.6%	10.1%	10.5%	13.7%	16.5%	24.7%	24.0%	27.8%	29.6%	32.6%	35.4%	35.0%
일본인 수수료 매출	4	10	155	504	1,018	1,652	3,141	3,387	3,578	3,779	3,985	4,203
인당 일본인 지출액	728	848	2,355	2,358	2,879	4,108	4,332	4,498	4,577	4,656	4,729	4,802
방한 일본인수	5,493	11,787	65,831	213,756	353,611	402,173	725,023	752,836	781,715	811,703	842,840	875,172
일본인 비중(%)	1.2%	1.0%	7.1%	9.8%	17.0%	14.1%	22.8%	22.1%	21.6%	20.7%	19.8%	19.9%
동남아인 수수료 매출	46	313	743	2,357	2,646	4,563	3,084	3,223	3,405	3,597	3,793	4,000
인당 동남아인 지출액	672	2,193	4,512	4,508	4,770	5,859	4,371	4,399	4,476	4,553	4,624	4,696
방한 동남아인수	68,503	142,716	164,676	522,872	554,693	778,738	705,541	732,606	760,710	789,891	820,192	851,656
동남아인 비중(%)	13.6%	31.8%	34.2%	45.8%	44.3%	39.0%	22.4%	21.1%	20.5%	19.7%	18.8%	19.0%
미국인 수수료 매출	47	175	329	523	337	827	1,217	1,272	1,344	1,420	1,497	1,579
인당 미국인 지출액	1,322	3,617	1,998	2,592	1,854	2,490	4,271	4,298	4,373	4,449	4,518	4,589
방한 미국인수	35,546	48,381	164,676	201,773	181,754	332,111	284,998	295,931	307,283	319,071	331,311	344,020
미국인 비중(%)	13.9%	17.8%	15.1%	10.2%	5.6%	7.1%	8.8%	8.3%	8.1%	7.8%	7.4%	7.5%
기타 관광객 수수료 매출	74	288	607	918	885	1,515	3,033	3,169	3,348	3,537	3,730	3,933
기타 비중(%)	22.0%	29.3%	27.9%	17.8%	14.8%	12.9%	22.0%	20.7%	20.2%	19.3%	18.5%	18.6%
대행환급수수료	83	98	113	141	101	264	386	403	426	450	475	501
대행환급수수료 비중(%)	24.6%	10.0%	5.2%	2.7%	1.7%	2.3%	2.8%	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%
합계	337	983	2,175	5,149	5,975	11,708	13,790	15,308	16,592	18,290	20,141	21,100

환급 사업부: 해외법인

1) 싱가포르

부가가치세율 인상에 따른 영업수익 증가율을 매출액에 반영하였다. 23년에는 부가가치세율 상승 (7%→8%)에 따른 영업수익 증가율 13%를 코로나 이전인 19년도 매출액에 곱하여 추정하였다. 24년에는 부가가치세율 상승 (8%→9%)에 따른 영업수익 증가율 11%를 각각 전년 동기별 매출액에 곱하여 산출하였다.

2) 프랑스

통상적으로 1,4분기는 비수기임으로 4Q23관광객 수가 1Q23관광객 수와 비슷한 수준일 것으로 예상하였다. 따라서, 4Q23 매출액은 1Q23 매출액과 동일할 것으로 예상하였다. 24년 매출의 경우, 프랑스 올림픽에 기인한 예상 관광 수입 증가율(5.2%)을 각각 23년도 동기별 매출에 곱하여 산출하였다.

3) 일본

3Q23 매출액에 글로벌 외국인 관광객 동기별 예상 성장률(3.8%)을 곱하여 각 동기 매출액을 추정하였다.

4) 태국

본격적으로 24년부터 매출이 발생될 것으로 가정하였다. P는 앞서 진출한 싱가포르에서 본격적인 점유율 확대에 성공한 18년도 1인당 동기별 매출액과 동일하다고 추정하였다. Q는 23년 월별 관광객 수에 글로벌 외국인 관광객 월별 예상 성장률(1.9%)을 곱한 뒤, 동기별 더하였다. 또한 올해 태국 내 외국인 관광객 지출액이 19년도에 비해 77.6% 회복되었으므로 24년 4개분기에 Discount 22.4%를 적용하였다.

기타 사업부

마지막으로, 기타 화장품 사업부와 IT솔루션 사업부의 경우, 특별한 경향성이 없어 직전 4개 분기를 이동평균 하였다.

환급사업부 해외법인 매출 Breakdown

단위 : 백만원	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23(E)	1Q24(E)	2Q24(E)	3Q24(E)	4Q24(E)
싱가포르 법인	206	1,148	1,510	1,782	2,275	2,663	2,758	2,519	2,526	2,956	3,062	2,796
싱가포르 법인 비중(%)	19.7%	53.6%	49.3%	44.5%	46.0%	52.4%	43.9%	47.6%	33.6%	36.3%	30.3%	30.1%
프랑스 법인	821	972	1,487	2,091	2,424	2,116	3,183	2,424	2,550	2,226	3,348	2,550
프랑스 법인 비중(%)	78.2%	45.4%	48.6%	52.3%	49.0%	41.6%	50.7%	45.8%	33.9%	27.3%	33.1%	27.5%
일본 법인	22	22	64	128	249	306	337	350	363	377	391	406
일본 법인 비중(%)	2.1%	1.0%	2.1%	3.2%	5.0%	6.0%	5.4%	6.6%	4.8%	4.6%	3.9%	4.4%
태국 법인	-	-	-	-	-	-	-	-	2,075	2,586	3,308	3,533
1인당 매출액	-	-	-	-	-	-	-	-	290	411	460	432
외국인 관광객수	-	-	-	-	-	-	-	-	9,216,161	8,107,541	9,264,000	10,546,684
태국 법인 비중(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	27.6%	31.7%	32.7%	38.0%
합계	1,049	2,142	3,062	4,001	4,948	5,085	6,278	5,292	7,514	8,144	10,109	9,284

비용 추정

본 비용 추정은, Bull case의 영업수익을 적용하였다.

판매비의 경우, 가맹점에게 지불하는 리베이트로 외국인 관광객이 가맹점을 많이 이용할수록 증가한다. 올해 외국인 관광객 수가 코로나 이전 대비 88.6%가량 회복될 것으로 가정하고, 19년도 판매비에 Discount 11.4%를 적용하였다. 24년에는 회복률 100%를 가정하여, 19년도 판매비와 동일할 것으로 판단했다.

관리비의 경우, 지급수수료가 가장 큰 비중을 차지한다. 지급수수료는 용역을 제공받은 대가로 지불하는 비용으로, 키오스크 사용을 통해 발생한 비용이다. 키오스크 사용이 증가할수록 매출액이 증가하므로, 지급수수료는 매출액에 비례하여 추정하였다. 인건비의 경우 올해 기간제 근로자를 17명 뽑았으며, 내년에도 비슷하게 인력을 채용할 것으로 가정했을 때, 직원 수 증가율을 분기별로 나누어 추정하였다. 유무형자산상각비와 연구개발비, 광고선전비의 경우, 경향성이 없음으로 4개 분기 이동평균을 적용하였다.

금융수익과 비용, 기타수익과 비용의 경우 값이 일정하지 않고, 경향성이 보이지 않아 4개 분기 이동평균을 적용하였다. 법인세비용의 경우 23년 법인세율 개정안을 참고하여 법인세비용차감전 이익을 기준으로 2억원 이하면 9%, 2억원 초과 200억원 이하면 19%, 200억원 초과 3천억원 이하면 21%, 3천억원 초과이면 24%를 적용하여 추정하였다.

단위 : 백만원	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23(E)	1Q24(E)	2Q24(E)	3Q24(E)	4Q24(E)
영업수익	8,497	9,947	12,455	18,461	17,549	22,920	26,088	27,866	30,719	33,019	36,884	37,158
(-) 영업비용	10,521	11,007	12,946	17,603	16,315	19,492	22,255	22,764	22,669	24,657	26,578	27,289
인건비	3,187	3,351	3,527	4,041	4,051	4,060	4,268	4,394	4,523	4,656	4,793	4,934
23년 대비 24년 직원 수 분기별 증가율(%)								2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
유무형자산상각비	581	629	644	692	624	654	678	662	654	662	664	661
연구개발비	206	154	246	240	285	229	223	244	245	235	237	240
광고선전비	1,139	1,026	1,072	1,051	974	817	1,084	981	964	962	998	976
판매비	599	852	1,483	2,969	3,606	6,226	4,506	5,220	4,446	5,376	5,086	5,892
관리비	4,061	4,446	5,480	8,447	6,387	7,167	11,072	10,858	11,448	12,377	14,399	14,190
관리비/영업수익 비율(%)	47.8%	44.7%	44.0%	45.8%	36.4%	31.3%	42.4%	39.0%	37.3%	37.5%	39.0%	38.2%
기타원가성비용	375	119	16	(281)	28	25	25	25	25	25	25	25
기타	372	430	478	443	360	315	399	380	364	364	377	371
영업이익	(2,024)	(1,060)	(491)	858	1,234	3,428	3,833	5,102	8,050	8,362	10,306	9,869
(+) 금융수익	954	565	1,271	383	3,086	1,574	2,002	1,761	2,106	1,861	1,932	1,915
(-) 금융원가	3,598	3,106	951	3,090	579	549	4,663	2,220	2,003	2,359	2,811	2,348
(+) 기타수익	416	551	537	306	58	92	29	121	75	80	76	88
(-) 기타비용	82	370	300	4,986	901	511	153	1,638	801	776	842	1,014
(+) 법인세비용차감전계속사업이익	(4,334)	(3,420)	66	(6,528)	2,899	4,034	1,048	3,127	7,428	7,168	8,662	8,510
(-) 법인세비용	283	141	69	(457)	262	273	577	594	1,783	1,720	2,079	2,043
당기순이익	(4,617)	(3,561)	(3)	(6,071)	2,637	3,761	471	2,533	5,645	5,448	6,583	6,468

VI. Valuation

동사의 가치평가 방식으로 Historical PER Valuation을 채택하였다. 1) 동사와 비슷한 규모의 M/S를 가진 기업이 국내에 없기 때문에 Peer 그룹을 선정하는데 어려움이 있고, 2) 현재 동사의 방점이 2019년 대비 인바운드 회복률을 주안점에 두고 있기 때문이다.

Target PER의 경우, 2024년에 국내외 인바운드가 2019년 수준으로 회복할 것이라는 논리에 근거해 2019년 평균 PER인 23.94배를 적용하였다.

따라서, 2024년 태국 진출 여부에 따라 Base case 목표가 8,300원, Upside Potential 80%를, Bull case 목표가 10,300원 Upside Potential 123.4%를 제시한다.

P/E Valuation

구분	Base	Bull (태국 진출 시)	단위	비고
24E 당기순이익	19,473,609,780	24,143,957,499	(원)	(A) 추정
Target P/E	23.94	23.94	(배)	(B)
적정 기업가치	466,198,218,129	578,006,342,527	(원)	(C)=(A)×(B)
유통주식수	56,046,377	56,046,377	(주)	(D)
적정주가	8,318	10,313	₩	(E)=(C)÷(D)
목표주가	8,300	10,300	₩	2024E 목표주가
현재주가	4,610	4,610	₩	23.11.28 기준 종가
상승여력	80%	123.4%	%	

출처 : RFS Team 3

Appendix: 가맹점 현장 답사

관광객은 도시에서 쇼핑을 한 물품을 가지고 3개월 이내에만 환급 받으면 되기 때문에, 현재의 관광업황과 동사의 매출 사이에는 시간차가 존재한다. 따라서, 현재의 국내 인바운드 상황이 어떠한지 구체적으로 알기 위해서는 직접 현장 분위기를 느끼는 것이 필요하다고 판단했다. 이에, 11월 5~11일 일주일 간 동사의 서울 시내 환급 창구 15개 점과 주요 가맹점 5개 점을 방문하였고, 이 중 11개 점이 인터뷰에 응해주었다.

본 팀이 인터뷰를 통해 얻은 정보는 아래와 같다.

Q1: 외국인 방문객 현황

A1: 한국인:외국인= 약 6:4

일본인이 가장 많다는 답변(6곳)이 중국(2곳)보다 많았음

다만, 8월 이후 중국인이 유의미하게 늘었다는 답변도 있었음(2곳)

핵심 거라상권인 명동의 경우, 다이소와 올리브영의 일평균 방문객이 각각 3,000명이라는 답변을 얻을 정도로 유사했음

일본인 300명 내외로 증가세 가장 뚜렷, 8월 이후 중국인 방문 빈도 증가

'A' 백화점

한달전부터 중국인 단체관광객 최대 증가세, 그 외 일본 및 태국인 다수

'B' 백화점

외국인 비중 전년대비 6% 증가, 텍스리펀 또한 비례해서 증가

'C' 백화점

외국인 방문객 1%에서 5%로 증가, 텍스리펀 또한 비례해서 증가

'D' 백화점

직원들 사이에서는 우스갯소리로 더현대 서울이 아니라 '더현대 베이징'이라고도 함, 그만큼 중국인 방문객 압도적,

'E' 백화점

최근 일본인 방문객이 중국과 유사한 수준으로 증가

10명 중 3명이 외국인, 그 중 일본인이 4할, 중국인이 1~2할

'A' 로드샵

한국인: 외국인 = 6.5 : 3.5, 일평균 일본인 100명~200명, 최근 한달 일본인 증가세가 매우 주목됨, 기타 국가 일평균 50명

'B' 로드샵

한국인: 외국인 = 6: 4, 10월 초반부터 일본인 증가세, 기타 국가: 서양권 고객의 증가

'C' 로드샵

평일 2,900명, 주말 3,500명 정도 방문, 외국인 80% 이상, 일본, 동남아 많음

'D' 로드샵

일평균 방문객 3,000명 중 동양인 2/3, 서양인 1/3, 일본인이 확실히 많음

'E' 로드샵

일본인 매우 급증, 중국 및 타 국적 방문율 미미

'A' 성형외과

Q2: 최근 1~2개월 이내에 눈에 띄게 변화한 점?

A2: 여행 관련 상품 추가 출시 (1곳), 외국인 가능 직원 신규채용(1곳), 텍스프리 건수 증가(2곳), 기타(1곳)

외국인 VIP 담당 마케팅 팀 확장, 중국어 능통자 신규 채용

'D' 백화점

대략 2개월 전부터 텍스 리펀 대기번호 증가세 →외국어 가능(영/일/중) 직원 신규 채용, 관광객에게 랜드마크화,

'E' 백화점

혼잡시 20m 이상의 대기 행렬,대기번호 주말 900~ 1000번대, 평일 300~ 500번대까지 증가

해당 로드샵이 외국인 관광객에게 랜드마크화된 느낌, 관광객 증가로 트레블 테마 상품 많이 출시중,

'C' 로드샵

텍스리펀 건수 10건중 3건 → 7~8건으로 확대,대부분 결제금액 3~5만원대

일본인 관광객 방문 증가세로 트레블 카드(미츠이 스이토모)사용률 증가, 대부분 바구니 가득 쇼핑

'D' 로드샵

텍스리펀 건수의 괄목할만한 성장

'A' 성형외과

Q3: 주로 어떤 물건을 사가는지?

A3: 중저가 상품 위주(3곳), 필러 시술(1곳)

명품에 비해 **중저가 브랜드**에 방문객이 몰리는 추세

'D' 백화점

보통 마스크팩과 색조화장품을 위주로 구매, 적게는 마스크팩 2~3개 구매, 많게는 색조 화장품까지 여러 개 구입

'A' 로드샵

주로 **중저가 선글라스** 위주 구매

'B' 로드샵

캐릭터 상품과 선물용 상품 주로 구매, **최근 화장품 구매세 증가**

'D' 로드샵

필러의 경우 외국인이 더 많이 찾는 추세

'A' 성형외과

+) 인터뷰가 아닌 현장에서 느낀 분위기



'E' 백화점 텍스리펀 환급창구



'A' 로드샵



'B' 백화점

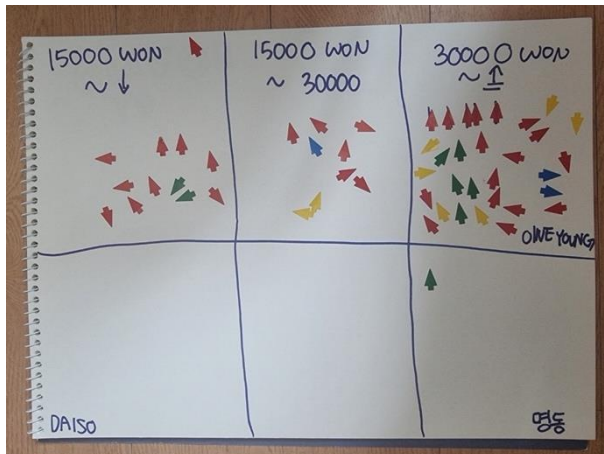


'D' 로드샵

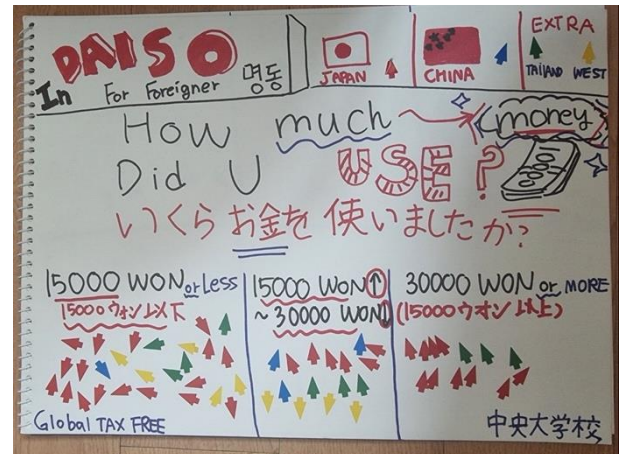
출처: RFS Team 3

또한, 앞서 5p.에서 기술한 <다이소 명동점 15,000~30,000원 예상 발생액> 추정을 근거로 하는 인터뷰와 설문조사 자료는 다음과 같다.

올리브영 명동 플래그십점



다이소 명동점



출처 : RFS Team 3

설문조사 집계 결과

(단위 : 개, %)

	1.5만원 이하	1.5만원~3만원	3만원 이상	합계
올리브영	15 (7%)	84 (42%)	102 (52%)	201
다이소	50 (22%)	100 (52%)	41 (26%)	191

출처 : RFS Team 3

예상 포괄손익계산서 (요약)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	38	49	94.4	137.8
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	38	49	94.4	137.8
판매비와관리비	52	52	80.8	101.2
조정영업이익	-14	-3	13.6	36.6
영업이익	-14	-3	13.6	36.6
비영업손익	-11	-11	-2.9	-3.1
금융손익	0	0	0.4	-1.7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-25	-14	11.1	31.8
계속사업법인세비용	0	0	-1.7	7.6
계속사업이익	-25	-14	9.4	24.2
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-25	-14	9.4	24.2
지배주주	-26	-11	9.4	24.2
비지배주주	1	-3	1	1
총포괄이익	-25	-15	9.4	24.3
지배주주	-26	-12	9.4	24.3
비지배주주	1	-3	1	1
EBITDA	-8	0	10.6	33.6
FCF	-9	-10	-6.1	23
EBITDA 마진율 (%)	-21.7	-0.3	11.2	24.4
영업이익률 (%)	-36.1	-5.5	14.4	27
지배주주귀속 순이익률 (%)	-67.9	-22.7	10	17.6

예상 현금흐름표 (요약) (십억원)	2021	2022	2023E	2024E
영업활동으로 인한 현금흐름	-8	-10	16.4	24.3
당기순이익	-25	-14	9.4	24.3
비현금수익비용가감	18	13	1	1
유형자산감가상각비	3	1	1	1
무형자산상각비	3	2	2	0
기타	12	11	3	-2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3	-9	-3	5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-15	-13	-6
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	5	18	3
법인세납부	0	-1	-8	8
투자활동으로 인한 현금흐름	-27	19	-15	0
유형자산처분(취득)	0	0	2	-1
무형자산감소(증가)	-1	0	0	1
장단기금융자산의 감소(증가)	-18	20	0	0
기타투자활동	-8	-1	-17	0
재무활동으로 인한 현금흐름	30	11	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	8	-3	0	0
자본의 증가(감소)	27	10	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-5	4	0	0
현금의 증가	-5	21	-4	18
기초현금	44	39	60	56
기말현금	39	60	56	74

예상 재무상태표 (요약)	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	80	97	106	130
현금 및 현금성자산	39	60	56	74
매출채권 및 기타채권	10	20	33	39
재고자산	1	2	2	2
기타유동자산	30	15	15	15
비유동자산	50	48	65	65
관계기업투자등	26	26	43	43
유형자산	3	3	5	4
무형자산	21	19	17	18
자산총계	130	145	171	195
유동부채	38	33	51	54
매입채무 및 기타채무	12	17	35	38
단기금융부채	22	13	13	13
기타유동부채	4	3	3	3
비유동부채	5	7	7	7
장기금융부채	1	2	2	2
기타비유동부채	4	5	5	5
부채총계	43	40	58	61
지배주주지분	76	87	96	121
자본금	24	27	27	27
자본잉여금	78	92	92	92
이익잉여금	-12	-23	-14	11
비지배주주지분	11	18	13	15
자본총계	87	105	113	134

예상 주당가치 및 valuation (요약)	2021	2022	2023E	2024E
P/E (x)	N/A	N/A	28.6	23.94
P/CF (x)	-16.7	-15.6	16.9	19.4
P/B (x)	1.9	1.9	2.5	3.5
EV/EBITDA (x)	-12	-588.6	21	11.8
EPS (원)	-544	-219	167.8	430
CFPS (원)	-177	-196	285.5	428.2
BPS (원)	1,571	1,630	2,016	2391
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0	0	0	0
배당수익률 (%)	0	0	0	0
매출액증가율 (%)	274.6	29.4	92.7	46
EBITDA증가율 (%)	-21.7	-0.4	N/A	217
조정영업이익증가율 (%)	적자	적자	N/A	169.1
EPS증가율 (%)	적자	적자	N/A	156.3
매출채권 회전율 (회)	9.6	9.4	9.5	9.4
재고자산 회전율 (회)	21.6	31.9	26.8	29.3
매입채무 회전율 (회)	N/A	N/A	N/A	N/A
ROA (%)	-21.3	-10.4	5.5	12.4
ROE (%)	-35.3	-13.8	8.3	18.1
ROIC (%)	-60.3	-13.7	34.8	90
부채비율 (%)	48.8	37.6	47.9	41.5
유동비율 (%)	211.3	293.9	207.8	240.7
순차입금/자기자본 (%)	-51	-58.7	-41.6	-52.2
조정영업이익/금융비용 (x)	-33.5	-2.1	7.3	20