

FS Research

황세환 연구원

admin@fsresearch.net

투자의견	Not Rated
목표주가	-
현재주가(3/22)	2,985원
상승여력	-

시가총액	1,638억원
총발행주식수	9,206,632주
60일 평균 거래량	844,660주
52주 고	33,500원
52주 저	11,850원
외인지분율	5.2%
신용비율	2.7%
자본금	274억원
액면가	500원

주요주주	
문양근 외	22.1%

행사기간	미전환된 주식수
'22.10.29~24.09.29	2,300,194주

주요 자회사	지분률
싱가포르법인	100.0%
일본법인	100.0%
유럽법인	100.0%
스와니코코	75.0%

FS리서치 텔레그램	FS리서치 홈페이지
	

P, Q, C 개선의 정석

돌아오는 관광객, 돈보따리 짊어지고 온다

코로나19로 인한 방역조치가 해제되면서 거의 3년여간 부진했던 여행수요가 증가하고 있고 향후에도 높은 성장률을 보일 것으로 예상된다. 이에 따라 국내로 유입되는 해외 관광객도 급증할 것으로 전망돼, 동사의 실적에도 긍정적인 영향이 기대된다. 주목해야할 점은 입국자 1인당 매출액이다. 2016년부터 2019년까지 중국인 입국자 1명당 동사에서 발생하는 매출액은 3,300~3,900원대에 형성되어 있었다. 올해 9월까지의 비슷한 수준의 매출액이 발생하였는데, 10월부터 입국자가 큰폭으로 증가하기 시작하더니 1인당 매출액도 3,390원에서 7,118원으로 급증하였다. 1인당 매출액은 11월과 12월에도 상승하여 12월에는 12,234원을 기록하며 코로나 이전 대비 3~4배 증가하였다. 중국인을 제외한 해외 관광객의 1인당 매출액 역시 동일한 흐름을 보이고 있다.

K-드라마보다 드라마틱한 실적 개선세

중국인 입국자수는 올해 2019년 대비 30% 수준을 회복할 것으로 기대하였는데 내년에는 100% 회복할 것으로 기대한다. 과거 대비 1인당 매출액이 상승했기 때문에 중국인 입국자수가 2019년 수준만 회복해도 중국인 관련 매출액이 349억원 발생할 것으로 기대된다. 중국외 외국인 입국자 역시 100% 회복하면서 316억원의 매출이 예상된다. 이에 따라 본사는 665억원의 매출액, 영업이익은 178억원, 해외 법인은 영업이익 88억원으로 보면 연결 기준으로 내년 영업이익은 270억원으로 전망된다. 가장 좋은 실적을 냈던 2019년에 주가가 5,400원까지 상승한 경험이 있다. 2019년 영업이익은 69억원인데 반해, 내년 예상 영업이익이 270억원인 점을 감안하면 현 주가 2,985원은 매력적으로 보인다. 천연하자면 명동을 직접 방문해본 결과, 동남아, 중동, 일본, 중국, 유럽 등 정말 다양한 지역에서 여행을 왔다는 점이 느껴졌고, 평일 저녁시간임에도 관광객들이 정말 많았으며 H&B 스토어가 특히 붐볐다. 또한 환급창구에서는 현재 관광객들의 구매가 타이공에 의한 대량 물건 구매가 아닌 순수 관광객들의 구매라고 언급하고 있다. 이는 K-POP과 K-드라마의 영향이 크다고 판단되며 일시적으로 끝날 트렌드는 아닐 것으로 보인다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2020	2021	2022P	2023F	2024F
매출액	102	381	494	978	1,295
영업이익	-114	-138	-27	142	270
영업이익률	-111.8	-36.2	-5.5	14.5	20.8
세전이익	-59	-252	-142	141	269
지배주주순이익	-55	-259	-143	141	215
PER	N/A	N/A	N/A	11.6	7.6
PBR	1.6	1.4	1.8	1.5	1.5

자료: FS리서치, 텔레그램-<https://t.me/FSResearch> 홈페이지- <http://www.fsresearch.co.kr/>

주 : 23, 24년 PBR의 자본총계는 22년 4분기 기준

I. 기업개요

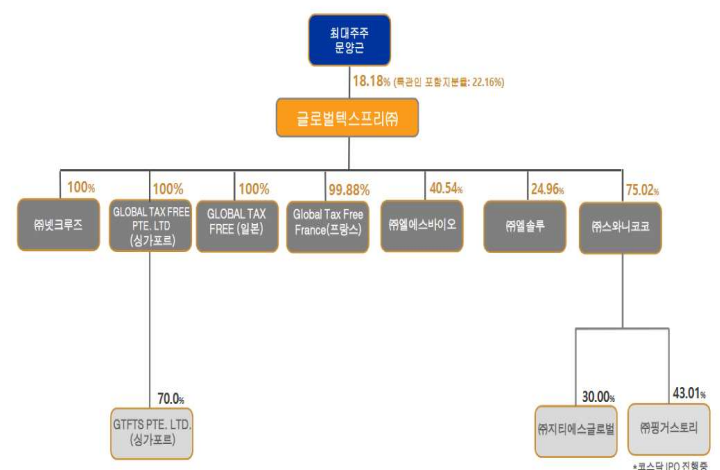
동사는 2005년 설립된 세금환급(Tax Refund) 대행사업자로 외국인들이 사후면세점에서 구매한 물건의 세금을 환급 대행해주는 업무를 하고 있다. 환급 구조를 살펴보면 먼저 외국인 관광객이 사후면세점(백화점, H&B스토어 등)에서 물건을 구매시 부가가치세 10%를 포함한 금액으로 결제를 하게 된다. 즉, 외국인은 물건 구매시 물건에 대한 세금을 먼저 지불하는 것이다. 이 세금은 내국세이기 때문에 외국인은 환급을 받을 수 있고 원래는 국세청에 신청해야하는 환급절차를 동사와 같은 대행사업자들이 수수료를 받고 해주는 것이다. 외국인 관광객은 구매한 물건의 영수증으로 세금 환급창구에서 신청을 하면 환급 대행사가 부가가치세의 보통 30% 수수료를 제외하고 세금을 환급해준다. 즉, 세금의 30%, 물건값의 3%가 동사의 매출이 된다. 먼저 관광객에게 현금(세금환급)을 지불해주고, 보통 한 달쯤 뒤에 해당 사후면세점으로부터 세금이 동사로 유입되는 현금흐름을 보인다. 동사는 국내 1위 사업자로 약 60%를 점유하고 있다. 시장의 특성은 점유율 경쟁이 치열하진 않고 영세한 업체가 신규 진입하기는 어려운 시장이다. 시장규모가 크지 않은 상황에서 점유율 경쟁은 출혈경쟁이 될 수 밖에 없어, 제 살 깎아먹기 밖에는 안될 것이기 때문에 업체간에 암묵적으로 가격 경쟁을 통한 점유율 싸움은 지양하는 것으로 판단된다. 동사의 점유율도 2019년 케이티스의 사업부를 인수하면서 증가한 것이지 그동안 큰 변화는 없었다. 동사의 점유율도 뺏기기는 어렵겠지만, 반대로 점유율을 확장하는 것도 쉽진 않다. 영세업체들의 신규 진입이 어려운 이유는 관광객한테 세금을 환급해준 이후 한달뒤에 가맹점으로부터 돈을 받을 수 있기 때문에 현금 유동성이 필요하고, 가맹점을 모집하기가 쉽지 않기 때문이다. 하지만 자금력 있는 업체가 손실을 감수하고 점유율을 확보하는 전략으로 간다면 실적에는 부정적일 수 있다.

그림1. 부가가치세 환급구조



자료 : 글로벌텍스프리

그림2. 글로벌텍스프리 자회사



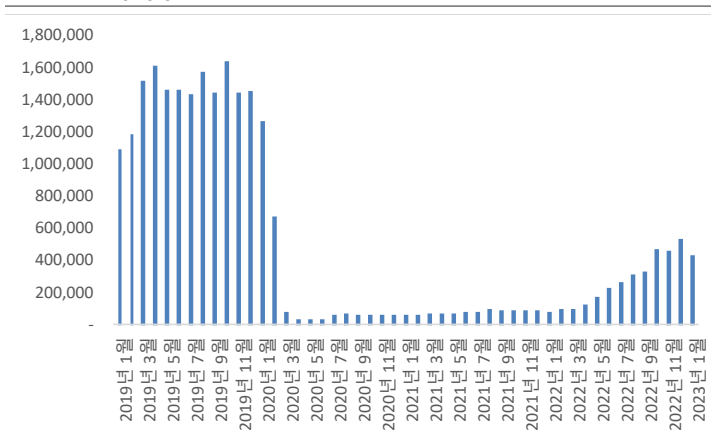
자료 : 글로벌텍스프리

II. 투자포인트

돌아오는 관광객, 돈보따리 짊어지고 온다

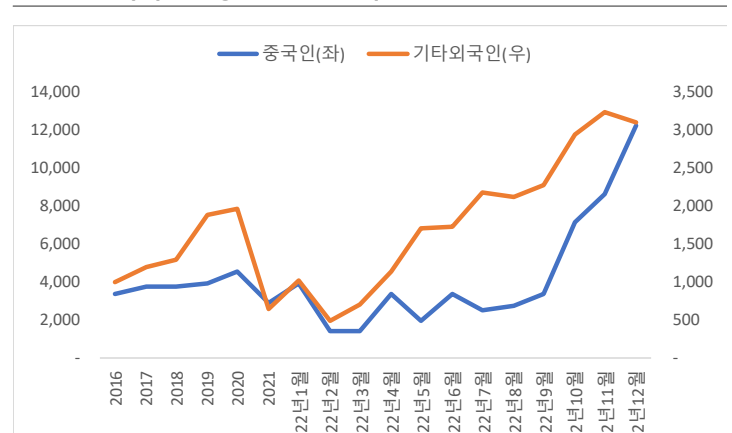
코로나19로 인한 방역조치가 해제되면서 그동안 거의 3년여간 부진했던 여행수요가 증가하고 있고 향후에도 높은 성장률을 보일 것으로 예상된다. 이에 따라 국내로 유입되는 해외 관광객도 급증할 것으로 추정돼, 동사의 실적에도 긍정적인 영향이 예상된다. 주목해야할 점은 입국자 1인당 매출액이다. 2016년부터 2019년까지 중국인 입국자 1명당 동사에서 발생하는 수수료는 3,300~3,900원대에 형성되어 있었다. 올해 9월까지의 비슷한 수준의 수수료가 발생하였는데, 10월부터 입국자가 큰폭으로 증가하기 시작하더니 1인당 매출액도 3,390원에서 7,118원으로 급증하였다. 1인당 매출액은 11월과 12월에서 상승하여 12월에는 12,234원을 기록하며 코로나 이전 대비 3~4배 증가하였다. 중국인을 제외한 해외 관광객의 1인당 매출액 역시 동일한 흐름을 보이고 있다. 중국 외 입국자의 1인당 매출액은 2016년부터 2019년까지 지속적으로 상승하여 1,001원에서 2019년 1,877원이 되었다. 코로나 시기에 급격하게 하락한 이후 2022년 6월부터 코로나 이전 수준을 회복하더니 지난해 11,12월에는 3천원을 넘어섰다. 중국 외 입국자의 1인당 매출액이 급격히 상승한 시기도 관광객이 크게 증가한 10월이라는 점이 동일하다. 즉, 본격적으로 여행이 재개된 시기에 들어온 관광객들이 보복 소비를 하고 있는 것으로 추정된다. 중요한 점은 2022년 12월 중국인 입국자수는 27,300명으로 2019년 월평균 중국인 입국자수 50만명에 한참 못 미치는 수준이다. 따라서 보복 소비가 지속된다는 가정하에 2019년 입국자 1인당 매출액의 2배 수준인 8,000원이 지속되고 월평균 중국인 입국자수가 예전 수준인 50만명까지 상승한다면 중국쪽 수수료만 연간 480억원이 발생할 수 있다. 같은 방법으로 중국외 수수료를 계산하면 연간 345억원까지 추정이 가능하다.

그림3. 입국자수 추이



자료 : 한국관광 데이터랩

그림4. 입국자 1명당 발생 매출액 추이



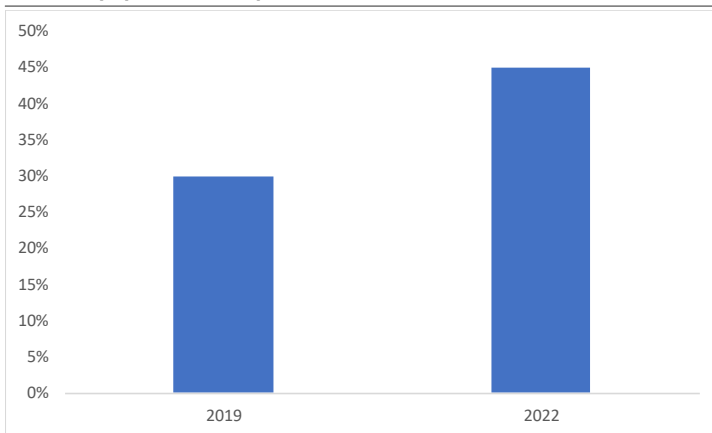
자료 : 글로벌텍스프리, FS리서치

II. 투자포인트

차원이 다른 이익률을 보여줄 것

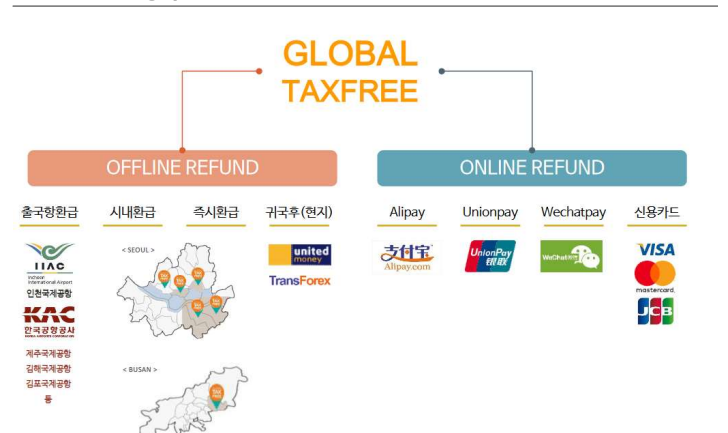
앞서 해외 관광객이 다시 유입되면 과거 대비 매출액이 크게 증가할 것을 전망하였다. P, Q, C의 관점에서 P와 Q가 좋아진다는 것을 언급한 것이다. 여기에 비용구조까지 이미 개선된 상황이다. 2019년 3분기 누적 비용과 2022년 3분기 누적 비용을 비교해보자. 먼저 고정비인 감가상각비는 23.7억원 -> 1천만원으로 급감하였고 임차료는 7.4억원 -> 8,400만원, 연구개발비 5.6억원 -> 1.1억원, 인건비 57.4억원 -> 44.9억원 등 고정비가 크게 감소하였다. 뿐만 아니라 매출 구조가 변화하면서 고정비가 세이브되는 효과도 있을 것으로 추정된다. 동사는 현재 유인 환급창구 9개와 무인환급 자동화기기(KIOSK)를 총 70개 운영하고 있다. 과거 케이티스 시절에는 인천공항에도 환급창구를 운영하였는데 인천공항의 임차료가 비싸고 사람이 직접 환급업무를 해야하기 때문에 고정비가 많이 투입될 수밖에 없는 구조였다. 과거에는 인천공항에서 매출이 발생하는 경우가 90%였는데, 현재는 50%대까지 하락했고 40% 이상은 즉시 환급으로 이뤄지고 있다. 즉시 환급은 물건 구매 후 여권스캔을 통해 외국인인 것을 확인하면 매장에서 물건값+환급수수료만 결제하여 부가가치세를 물건을 구입한 자리에서 바로 환급받는 시스템을 말한다. 즉시 환급 비중이 높아지면 매장에서 환급이 자동으로 이뤄지기 때문에 인건비와 임차료를 줄일 수 있어 이익구조가 좋아질 수 있다. 즉시 환급 비중은 계속 상승 중에 있고 향후에는 알리페이나 위챗페이 등 모바일 환급 비중도 상승할 것으로 예상돼, 비용구조가 개선될 것으로 기대된다. 과거 대비 비용구조가 개선되면서 동사의 월간 손익분기점은 20억 후반에서 10억 후반으로 감소하였고 작년 12월에는 본사 기준으로 흑자전환하였다. 동사의 공헌이익률은 40% 중반으로 추정되고 비용구조도 사람이 필요없는 시스템으로 변화하고 있기 때문에 매출 증가에 따른 높은 이익률이 가능할 것으로 추정된다. 정리하자면 이미 개선된 비용구조를 기반으로 향후 돈보따리를 들고오는 외국인 관광객의 유입이 증가할수록 높은 이익 개선을 보일 것으로 판단된다.

그림5. 즉시환급 매출비중



자료 : 글로벌텍스프리

그림6. 환급창구 종류



자료 : 글로벌텍스프리

III. 실적 전망

올해 사상최대 이익 기대, 근데 내년이 훨씬 드라마틱하다

올해 본사만 매출액 398억원에 영업이익은 71억원이 예상된다. 매출액은 실적이 가장 좋았던 2019년에 못미치지만, 영업이익은 사상최대 실적이 기대된다. 중국인 관광객은 올해 225만명이 입국하여 2019년 대비 30%를 조금 넘는 수준까지 회복될 것으로 기대하여 중국인 관련 매출액 157억원이 발생할 것으로 추정했다. 중국외 외국인 관광객은 2019년의 약 70%까지 회복된 연간 860만명으로 추산하였고 1인당 수수료는 2,800원으로 추정하여 올해 241억원의 매출액이 발생할 것으로 판단했다. 영업이익은 월 BEP를 넘어가는 매출은 공헌이익률 45%를 가정하여 추정했다. 싱가포르와 프랑스 법인은 작년 2분기부터 손익분기점을 넘었다. 프랑스는 팬데믹을 넘어서는 수준으로 회복했고 올해 월 2억원의 영업이익은 가능할 것으로 예상된다. 싱가포르도 관광객은 50% 이상 회복되었고 월 3억정도 영업이익이 가능하다. 이미 지난해 4분기 세금 환급을 하는 싱가포르, 프랑스 법인의 매출은 66억원, 영업이익은 14억원 수준으로 추정된다. 올해 관광객이 더 많아지는 것을 감안하면 두 법인의 연간 영업이익은 보수적으로 봐도 66억원정도는 가능할 전망이다.

중국인 입국자수는 올해 2019년 대비 30% 수준을 회복할 것으로 기대하였는데 내년에는 100% 회복할 것으로 기대한다. 과거 대비 1인당 매출액이 상승했기 때문에 중국인 입국자수가 2019년 수준만 회복해도 중국인 관련 매출액이 349억원 발생할 것으로 기대된다. 중국외 외국인 입국자 역시 100% 회복하면서 316억원의 매출이 예상된다. 이에 따라 본사는 665억원의 매출액, 영업이익은 178억원, 해외 법인은 영업이익 88억원으로 보면 연결 기준으로 내년 영업이익은 270억원으로 전망된다. 가장 좋은 실적을 냈던 2019년에 주가가 5,400원까지 상승한 경험이 있다. 2019년 영업이익은 69억원인데 반해, 내년 예상 영업이익이 270억원인 점을 감안하면 현 주가 2,985원은 매력적으로 보인다.

표1. 실적 추이 및 전망

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
IT사업부문			226.1	47.4	50.0	50.0
영업손익			17.7	6.8	5.0	5.0
화장품사업			77.9	230.1	230.0	230.0
영업손익			(26.1)	(0.7)	0.0	0.0
글텍 본사	484.0	79.4	65.0	87.9	398.2	664.9
영업손익	67.7	(82.8)	(82.1)	(56.0)	71.2	177.7
텍스프리 해외법인	113.7	22.4	12.3	128.3	300.0	350.0
영업손익	1.6	(31.5)	(47.2)	22.7	66.0	87.5
연결매출액	597.7	101.8	381.4	493.6	978.2	1,294.9
영업비용	528.4	216.1	519.1	520.8	836.0	1,024.7
영업이익	69.3	(114.3)	(137.7)	(27.2)	142.2	270.2
영업이익률	11.6%	-112.2%	-36.1%	-5.5%	14.5%	20.9%

자료 : 전자공시시스템, FS리서치

▶ Compliance Note

- 동 자료는 투자에 대한 참고자료일뿐, 투자로 인한 손실이 발생했을시에 FS리서치에서 책임지지 않습니다.
 - 동 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
 - 동 자료에 언급된 내용은 신의성실하게 작성하였지만, 모든 내용이 100% 정확하다고 할 수 없습니다.
 - 당사는 자료 작성일 현재 분석대상 기업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
-