



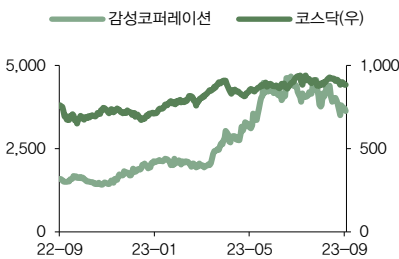
S.T.A.R Research
Company Report 23.09.24

Team6's Opinion

Buy

목표주가	5,370
현재주가	3,630
상승여력	48.0%

Stock Price



Key Information

KOSDAQ 지수	882.72
52주 최고/최저(원)	4,940 / 1,395
시가총액(억 원)	3,281
발행주식수(주)	92,260,242
23년 배당수익률(%)	N/A
주요주주 지분율(%)	29.72

ESG Grade

ESG평가 등급	N/A
환경(E)	N/A
사회(S)	N/A
지배구조(G)	N/A

Consensus

	2023F	2024F
매출액(억 원)	1,921.5	2,698.3
영업이익(억 원)	336.8	506.0
영업이익률(%)	17.53	18.75
순이익(억 원)	278.7	452.0
EPS(원)	309	500
PER(배)	12.00	7.42

S.T.A.R Research

현상준 gustkdwns@g.skku.edu 47th member
김수민 rachel1243@g.skku.edu 47th member

노현우 nhw091711@gmail.com 48th member
안태연 atytt0830@gmail.com 48th member

감성코퍼레이션 (KQ.036620)

캠핑, 감성(衣)을 입다

목표주가 5,370원으로 매수 제시

본 리서치 팀은 Historical Peer P/E Valuation에 따라 목표주가 5,370원으로 매수를 주장한다. 동사의 23년도 매출액과 영업이익은 각각 1,884억 원(YoY +60.5%), 358억 원(YoY +221%)으로 전망하며, 24년도 매출액과 영업이익은 각각 2,735억 원(YoY +145%), 520억 원(YoY +45.3%)으로 전망한다.

투자포인트. 중국 진출 통한 고성장

동사의 24년 중국향 매출은 127.1억 원을 기록할 것으로 전망한다. 이는 1) 스노우 피크의 브랜드(IP) 가치가 높아, 동사의 제품이 타경쟁사 대비 중국 아웃도어 시장 내 성공적인 초기 안착이 용이해 결국 Q 상승을 견인한다는 점과 2) 동사가 중국인 인바운드를 통한 브랜드 익스포저 증가 수혜를 받을 수 있다는 점에 기인한다.

또한, 동사는 중국의 로컬 대형 의류업체와 파트너십을 체결해 대리점 체제로 중국에 진출할 것으로 전망된다. 중국 내 대리점 전개 및 인건비 등 기타 부대비용들을 부담하는 리스크를 줄이며, 동사는 중국 내 사업을 안정적으로 전개할 것으로 판단된다.

리스크포인트. 중국 내 반일 감정으로 인한 우려

중국 내 반일 감정으로 인한 동사 실적에 대한 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 이는 12년 센카쿠 사태 당시에도 대부분 일본 기업들은 단기간 내 영업을 정상화했고, 일본 기업들이 중국 시장 내에서 지속적인 매출 성장을 보인다는 점에 기인한다.

보너스포인트. 아직 남은 내수 성장 ROOM

동사에게는 아직 내수 성장 여력이 남아있고, 이는 향후 동사의 중장기적 실적 상승을 견인하는 요인이 될 것으로 예상된다. 이는 1) 동사의 키즈 라인을 중심으로 한 제품라인 확대와 2) 경쟁 브랜드 대비 적은 매장 수 보유로 출점 여력이 남아있음에 기인한다.

투자지표	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억 원)	164	489	1,174	1,884	2,735
영업이익(억 원)	-51	12	162	358	520
영업이익률(%)	-31.2	2.37	13.84	18	19.1
순이익(억 원)	-50	3	153	278	410
순이익률(%)	-30.5	0.57	12.85	14.76	19.01
EPS(원)	-82	4	180	301	444
PER	-8.65	577.11	10.36	12.05	8.17

CONTENTS

산업분석

3

기업분석

7

투자포인트

9

투자포인트, 중화권 진출 통한 고성장

보너스포인트, 아직 남은 내수 성장 ROOM

매출액가정

14

비용가정

18

밸류에이션

20

Historical Peer P/Evaluation, 목표주가 5,370원으로 매수의견 제시

Appendix – 추정재무제표

22

산업분석

의류 · 패션 성공 공식 = 해외 진출!?

내수만으로는 벗어날 수 없는 저평가시장

의류주의 극심한 저평가

현재 의류주들의 저평가가 극심하다. [도표 1]에 나타나는 것처럼 에스제이그룹, 더네이처홀딩스 등의 브랜드 파워를 갖고 있는 기업들조차 저평가 기초에서 벗어나지 못하고 있다. 각각 ‘강골’과 ‘내셔널 지오그래픽’이라는 높은 충성도의 브랜드를 가지고 있는 기업이지만 매출 구조가 성장성이 닫힌 내수 매출 위주로 구성되어 있어 낮은 밸류에이션을 받고 있다

이럴 때 일수록 중요한 중국 모멘텀

중국 모멘텀 있는 의류주는 밸류 리-레이팅!

이와 같은 상황 속에서도 높은 밸류에이션을 받는 의류주들이 있다. 높은 밸류에이션을 받는 기업들의 특징은 중국 모멘텀이 있는 기업이다. F&F의 사례를 예시로 들어보면, 19년 F&F가 MLB의 중국 진출을 할 수 있다는 기대감을 통해 평균적으로 4~8 사이에 형성된 타 사의 밸류에이션 대비 높은 밸류에이션을 받을 수 있었다. [도표 2] 이를 통해 의류주의 밸류에이션 리-레이팅을 위해서는 중국 모멘텀이 필수적이라고 판단한다.

결국 중요한 것은 또 중국

앞선 상황들을 고려하였을 때, 본 리서치 팀은 **중국 向 모멘텀이 존재하는 의류주에 주목해야** 한다고 전망한다. 의류주는 현재의 저평가를 해소하기 위해서는 중국 모멘텀을 확보하는 것이 중요하다. 국내 매출의 추가적인 성장 요인이 남아 있지 않다면 새로운 성장 모멘텀을 위해서는 중국 시장에 진출하는 것이 필수적이다. 거기에 더해, 중국에서의 성공 가능성이 높다면 더 높은 기대감을 받을 수 있을 것으로 판단한다. 그렇기에 어떤 브랜드가 중국에서 잘 팔릴 수 있는지를 알기 위해서는 **현재 중국 패션 트렌드를 알아보는 것이 선행**되어야 한다.

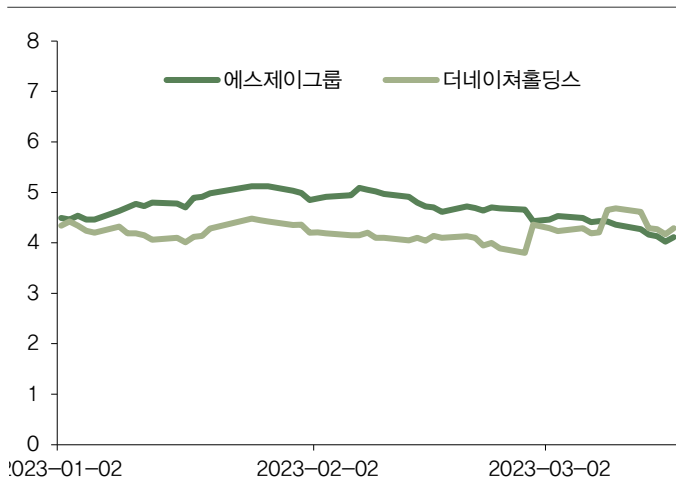
아웃도어로 미리 알아보는 중국의 패션 트렌드!

현재 중국의 패션 트렌드는...?

현재 중국은 ‘고프코어’ 열풍

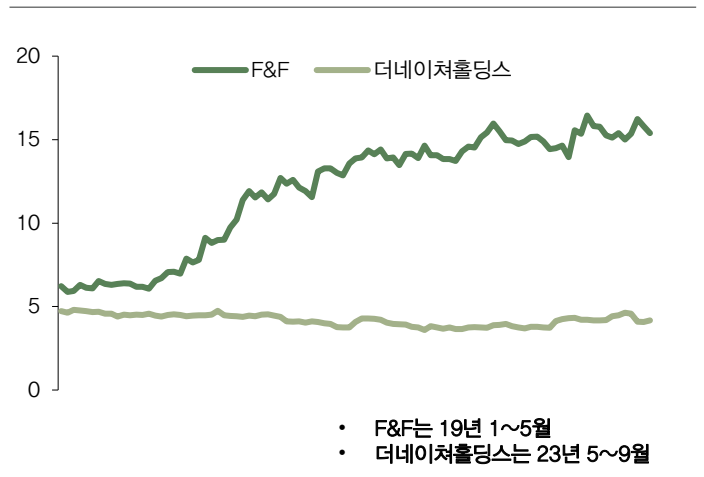
22년 이후 중국의 주요 패션 트렌드로 자리 잡은 것은 ‘**고프코어**’이다. 고프코어란 아웃도어에 최적화 되어 있는 기능성 의류를 일상복으로 믹스매치 하는 패션 트렌드로 ‘세련된 편안함’을 모토로 한다. 코로나로 시작된 아웃도어 열풍이 패션에도 이어져 현재 아웃도어 패션 브랜드가 중국 패션 트렌드를 주도하고 있다. 결국 고프코어는 아웃도어 활동에서 입는 옷을 일상생활에서도 착용하는 개념이기 때문에 현재 인기 있는 아웃도어 활동들의 옷들이 앞으로 높은 매출을 달성할 가능성이 높을 것으로 예상된다. 그렇다면 수 많은 아웃도어의 하위 카테고리 중에 현재 중국에서 가장 인기 있는 카테고리는 무엇일까?

도표 1. 섬유 · 의류 섹터 저평가



자료: Quantwise, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 2. 중국 모멘텀 Vs. 중국 모멘텀 부재



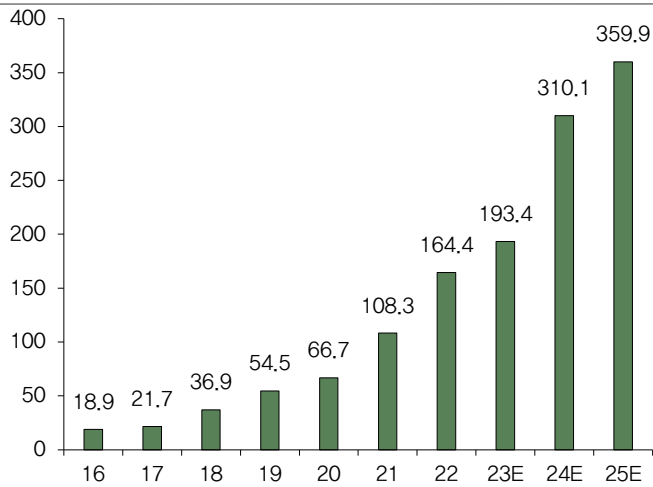
• F&F는 19년 1~5월
• 더네이처홀딩스는 23년 5~9월

자료: Quantwise, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

도표 3. 중국 캠핑 경제 주요 시장 규모

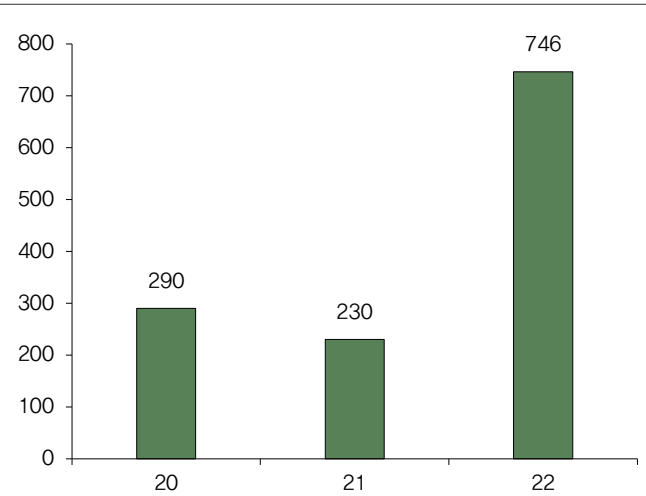
(단위: 억 달러)



자료: 아이미디어리서치, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 4. 20~22년 노동절 소흥서 내 캠핑 검색량 증가율

(단위: %)



자료: 소흥서, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

캠핑, 아웃도어의 신성장자

현재 중국에서 가장 인기 있는 아웃도어 활동 중 하나는 **캠핑**이다. 중국의 캠핑 시장은 급성장하고 있다. 코로나로 인한 근거리 여행 및 아웃도어 활동 수요 증가에 따라, 중국 캠핑 시장 규모는 20년 66억 7000만 달러 규모로 증가했고 코로나 이후에도 캠핑 시장 규모는 22년 164억 4000만 달러로 급증했다. 이러한 성장세는 유지될 것으로 전망되며 이에 25년까지 중국의 캠핑 시장 규모는 약 360억 달러 달러까지 성장할 것으로 전망된다. [도표 3]

나날이 늘어가는 캠핑 인기

이러한 캠핑의 인기는 여러 지표를 통해서 확인할 수 있다. 중국 여행사 씨트립 조사에 따르면, 21년 캠핑 관련 검색이 예년 대비 8배 증가했다. 또한 20~22년 노동절 연휴 동안 '소흥서' 내 캠핑 검색량 증가율은 3년 평균 약 422%로 캠핑의 인기가 코로나 이후 급격히 상승하고 있음을 다시 한번 확인할 수 있다. [도표 4]

앞으로도 캠핑은 인기 많을 예정!

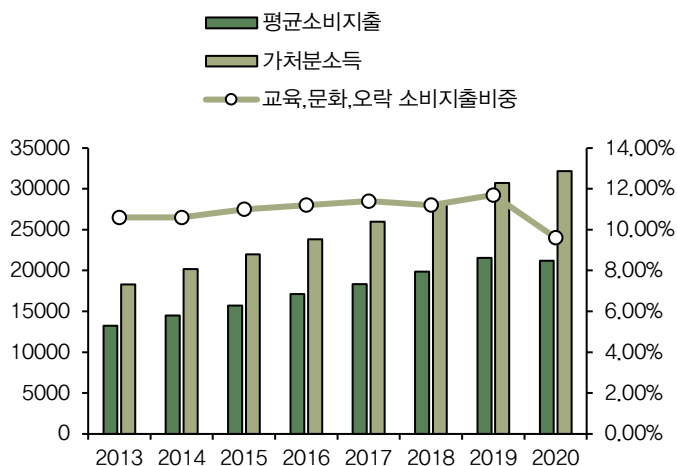
이런 캠핑의 인기는 코로나 특수로 끝나지 않을 것으로 전망된다. 캠핑과 같은 **여가 활동은 소득 수준이 증가함에 따라 동반하여 성장**한다. 실제 중국은 13년 10.6%이던 여가 소비지출 비중이 가처분소득이 상승함에 따라 19년 11.7%까지 상승하였다. [도표 5] 20년 코로나로 인해 잠시 여가 소비지출 비중이 하락하였지만 이는 일시적 현상으로 이후 중국 국민 1인당 가처분소득 상승에 따라 여가 소비에 해당하는 캠핑 관련 지출 역시 증가할 것으로 판단한다.

캠핑 인기가 이끈 캠핑용품 판매량 증가

증가하는 캠핑 인기는 **중국 캠핑용품 시장의 규모 또한 증가**시켰다. 중국 캠핑용품 시장 규모는 20년 250억 위안 이후 코로나를 거쳐 22년 324억 위안까지 3년간 CAGR +13.8%로 성장했다. 몇 년간 정체되어 있었던 캠핑용품 시장이 코로나로 촉발된 캠핑 인기에 힘입어 관련 용품의 매출의 급격한 상승을 가능케 했다. [도표 6]

도표 5. 중국 평균소비지출, 가처분소득, 여가소비 비중

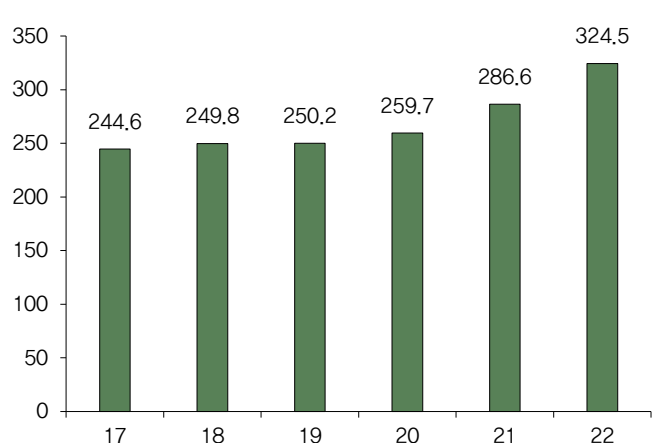
(단위: 위안, %)



자료: 중국 통계국, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 6. 중국 캠핑용품 시장 규모 추이

(단위: 억 위안)



자료: 중상정보망, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

캠핑 중에서도 감성 캠핑!

현재 인기가 급상승 중인 중국의 캠핑 안에서도 인기 있는 캠핑은 ‘**감성 캠핑**’이다. 기존의 전통 캠핑과 다르게 감성 캠핑은 캠핑장에서 캠핑 장비를 제공하거나, 휴양을 하듯 편안한 분위기에서 즐기는 캠핑을 의미한다.

잠재적 소비자 파악: 누가 캠핑을 즐기나?

‘캠핑의 인기와 다양한 캠핑의 종류 내에서 가장 인기있는 캠핑이 무엇인지 알아보았다. 결국 중국 내에서 어떤 패션 제품이 상품성을 가질 수 있을지 파악하기 위해서는 ‘**감성 캠핑**’을 즐기는 소비자가 어떤 특성을 가진지 파악해야 한다. **감성 캠핑**을 즐기는 소비자는 다음과 같은 특성을 지닌다.

캠핑 신화의 주역들!

여성 비율이 높은 중국 캠핑

22년 발간된 중국 캠핑시장 조사 연구 보고서에 따르면, 중국 캠핑 시장의 주요 소비자는 여성이고 그 **비율은 60%**에 달하는 것으로 파악된다. 소셜 미디어와 트렌드에 민감한 여성 소비자들이 캠핑 인구의 과반을 차지하기 때문에 중국의 SNS에 자주 언급되는 트렌디한 브랜드가 경쟁력이 있을 것으로 판단한다. **[도표 7]**

MZ세대와 가족 비율이 높음

여성 비율이 높음과 동시에 연령대로는 90~95년 생과 80년 대생들이 주요 소비자로 자리매김하고 있다. 이들은 가족 단위 또는 연인 단위로 캠핑을 즐기며 어느 정도 소비여력이 있는 소비자로 프리미엄 제품들에 대한 선호도가 높다.

1선 도시와 新 1선 도시 비율 높음

캠핑을 즐기는 소비자들을 지역으로 나누면 1선 도시와 新 1선 도시의 거주민이 많다. 약 65%의 캠핑족들이 1선 도시와 新 1선 도시에 거주하고 있으며 특히 ‘베이상광선’이라고 불리는 소비 여력이 높은 지역에 사는 사람의 비율은 약 77.4%로 이들은 전문적이고 브랜드 파워가 높은 제품을 선호한다. **[도표 8]**

결국, 프리미엄 제품이 성공할 것!

캠핑 소비자로 알아본 중국의 캠핑 트렌드는 결국 ‘**트렌디함과 브랜드 파워, 그리고 프리미엄**’이라는 단어들로 압축할 수 있다. 여성 소비자는 주로 ‘소홍서’와 같은 SNS에 자주 언급되는 트렌디한 느낌을 가지고 있는 제품을 선호하며 소비력 있는 소비자들은 전문적인 이미지를 가지고 있는 높은 브랜드 파워를 가지고 있는 고가의 가격을 형성하고 있는 제품이 캠핑 트렌드와 맞물려 높은 판매고를 올릴 것으로 예상된다.

TOP PICK: 감성코퍼레이션

TOP PICK: 감성코퍼레이션

이에 본 리서치 팀은 의류주의 전반적 저평가 상황에서 1) **중국 모멘텀**이 있고 2) **중국 캠핑 트렌드에 올라타며** 동시에 SNS 등지에서 자주 언급되는 트렌디함과 전문적인 이미지를 가지고 있는 브랜드 파워 및 그에 따른 프리미엄 제품 위주의 포트폴리오로 구성되어 있는 **감성코퍼레이션**을 **Top Pick**으로 제시한다.

도표 7. 21년 중국 캠핑 소비자 성별 분포

(단위: %)

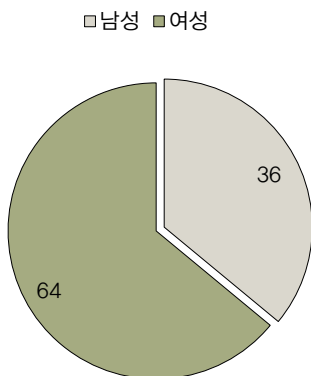
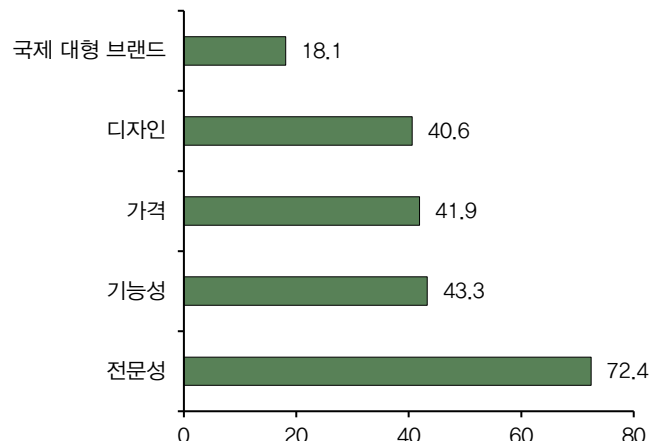


도표 8. 아웃도어 용품 선택 기준

(단위: %)



체크포인트. 중국이 아프다고 옷을 못 팔까요…?

중국 우려는 제한적일 것으로 전망

본 리서치 팀은 중국 경제 불황에 따른 패션·의류 소비 둔화 우려는 제한적일 것으로 전망한다. 이는 여러 지표를 확인해본 바 중국 경제 지표가 회복세로 접어들었음에 기인한다.

He's Back!

끊임없는 추락… 망가진 중국

중국은 흐름

23년 상반기 중국 경제는 리오프닝 효과의 수혜를 받는 듯 했으나 5월을 기점으로 리오프닝 효과가 사라진듯 보였다. 중국의 수출 및 수입은 5월을 기점으로 상승 추세에서 하락 추세로 전환했고 청년 실업률은 6월 21.3%로 사상 최대치를 달성했으며 고정자산투자 역시 5월을 기점으로 하락 추세가 심화되었다.

소매판매 비중 또한 큰 하락을 맞이함

패션 산업이 속해 있는 소매판매 또한 5월을 기점으로 하락 추세로 전환했다. 4월까지 3.5%에서 18.4%로 꾸준히 상승하던 소매판매는 5월 12.7%로 떨어진 것을 기점으로 7월 2.5%까지 하락했다. 이는 중국인들의 소비심리가 악화되었음을 방증한다.

이제는 다시 돌아갈래~

8월: 반등의 신호탄

7월까지의 하락 이후 8월을 기점으로 중국 경제는 회복 국면에 접어들 것으로 전망한다. 이는 1) 가계 소비와 기업 재고 사이클 완만한 회복과 2) 선행지표를 통해 9월에도 경기 회복세가 유지되고 있음에 기인한다. 인민은행에서 진행한 2/4분기 PBOC 도시 가계 설문 조사에 따르면, 2개 분기 연속으로 소비 확대 의향이 반등하기 시작했으며, 반대로 저축 확대 의향이 감소하기 시작한 점에서 가계 소비가 앞으로 증가할 수 있다는 가능성을 보여주었다. 또한 기업 재고 사이클을 선행하는 PPI의 경우, 8월을 기점으로 -3%대로 하락폭이 감소했다는 점을 볼 때, 중국 정부의 기업 재고 조정 정책 효과가 하반기부터 본격적으로 작동할 것임을 보여준다. [도표 9]

선행지표로 보는 경제 회복 가능성

선행지표를 통해서도 경기 회복의 조건이 갖추었음을 확인할 수 있다. EPMI란 중국 PMI를 선행하는 지표로 EPMI와 PMI는 동일한 방향성을 띠는 경우가 많다. 9월 EPMI의 경우, 2개월 만에 경기 확장 국면에 진입했음을 의미하는 50을 상회한 54를 기록하였으며 이는 8월 대비 +5.9%p 상승한 값이다. 최근 5년 평균 전월 대비 +4.9%p 상승했던 역사적 수치를 상회하며 현재 중국 경제가 상승 궤도에 올라서고 있음을 확인할 수 있다.

24년 전망: 더블 딥은 아니야!

중국의 8월부터 시작된 회복 기조는 24년에도 이어질 것으로 전망한다. 8월 중국 경기의 반등은 정부의 내수 소비 위주의 정책 등과 같은 정책들이 생각보다 강했던 코로나 여파와 그에 따른 기업들의 회복 둔화였다. 다만 8월 지표는 이러한 기저효과의 둔화를 의미한다고 판단, 23년 하반기를 시작으로 24년까지 점진적인 회복을 할 것으로 예상한다.

도표 9. 23년 중국 주요 경제 지표 추이

(단위: %)

YoY%	12월	1~2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월
소매판매	(1.8)	3.5	10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6
수출(달러)	(9.9)	(6.8)	14.8	8.5	(7.5)	(12.4)	(14.5)	(8.8)
수입(달러)	(7.5)	(10.2)	(1.4)	(7.9)	(4.5)	(6.8)	(12.5)	(7.3)
실업률	5.5	5.6	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.2
고정투자자산	5.1	5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2

* 초록 음영은 시장 컨센스 상회

기업분석

기업 개요

기업 개요

동사는 00년 코스닥 상장 시 소프트웨어, 컴퓨터 프로그램 개발 사업을 영위하였으나, 19년 액티몬(ACTiMON)이라는 브랜드로 보조배터리, 케이블 등의 제조 및 판매 사업을 영위하던 자회사 비바위크를 합병하였다. 이후 21년, 스노우피크 어패럴 의류 사업을 영위하던 자회사 데브그루를 합병하며 감성코퍼레이션으로 사명을 변경 후, 현재는 스노우피크 어패럴을 통한 의류 제조 및 판매와 보조배터리, 스피커 등 모바일 주변기기 제조 및 판매 사업을 도모하고 있다.

사업부 분석

사업부문 및 매출비중

동사의 사업부는 의류사업부문과 모바일사업부문으로 이루어져 있으며, 2Q23 기준 사업부 별 매출액 비중은 각각 86.5%, 13.5%이다. [도표 10] 두 사업부문은 제품의 기획, 디자인, 판매를 하고 있으며 제품은 모두 외주 생산 뒤 공급받고 있다.

의류사업부문

의류사업부문(스노우피크)

동사는 의류사업부문을 통해 상하의, 아우터, 신발, 가방 등의 의류 및 용품을 기획, 판매하고 있으며, 현재 총 149개의 매장을 운영하고 있다. 23년 4월 말부터 동사는 스노우피크 대만 매장을 통해 해외 진출을 시작했으며, 23년 하반기부터 중국 파트너사와의 계약을 바탕으로 중국으로 진출해 본격적인 아시아 시장 수출을 시작한다. 국내에서 스노우피크는 과거 탐 아웃도어 브랜드들의 런칭 초기와 유사한 높은 실적 성장세를 보이고 있으며, 대만 시장에서도 빠른 재고 소진으로 최근 3차 물량을 공급하는 등 좋은 성과를 내고 있다.

모바일사업부문

모바일사업부문(액티몬)

동사는 모바일사업부문에서 자체 브랜드 액티몬(ACTiMON)을 통해 보조배터리, 충전기, 스피커 등의 모바일주변기기를 기획, 판매하고 있다. 동사는 제조사와의 독점 계약과 온·오프라인 유통 경로 선점을 통해 유통 네트워크에 있어 경쟁력을 확보하였고 이를 바탕으로 공급 품목을 증가시키고 있다. 모바일사업부문은 상대적으로 작은 규모를 가지고 있지만 지속적으로 안정적인 매출을 기록하고 있다. [도표 11] 모바일 주변기기 시장 확대를 바탕으로 동사 역시 이러한 흐름을 이어갈 것으로 전망된다.

도표 10 사업부문 매출 비중

(단위: %)

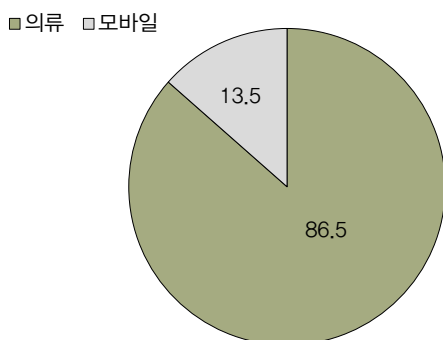
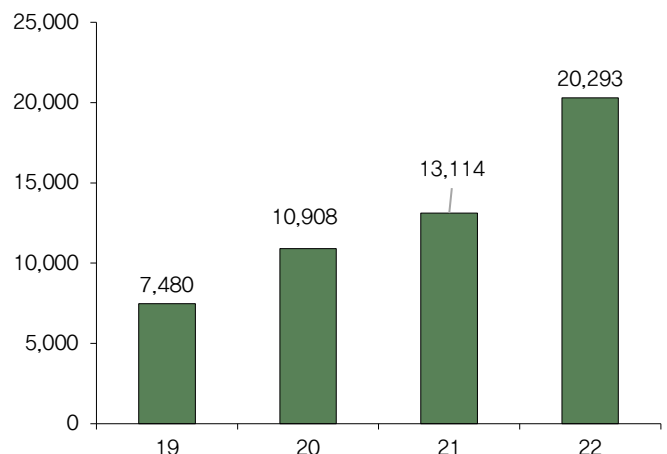


도표 11. 액티몬 매출 추이

(단위: 백만원)



기업분석

재무 분석

안정적인 재무 구조 유지 및 영업이익률 상승 추세

동사는 지속적으로 안정적인 재무 구조를 유지하고 있다. 스노우피크 어패럴 신규 사업을 준비했던 19년에 부채가 281% 증가하여 부채비율이 크게 상승했지만, 스노우피크를 런칭한 20년부터 현재 시점까지 지속적으로 50~60%대의 부채비율을 유지하고 있다. 유동비율 또한 19년 109%에서 지속 개선되어 2Q23 289%까지 증가한 수치를 보여 양호한 재무 구조를 나타내고 있다. [도표 12] 동사는 김호선 현 대표가 19년 기업을 인수하기 전부터 20년까지 지속적으로 영업손실을 기록했지만 이후 실적 상승을 통해 현재 17%까지 영업이익률이 증가한 상태이다. [도표 13] 내수 성장과 해외 진출을 바탕으로 한 매출액 증가가 동사의 영업이익률 상승을 견인할 것으로 전망된다.

영업활동 현금흐름 흑자 전환

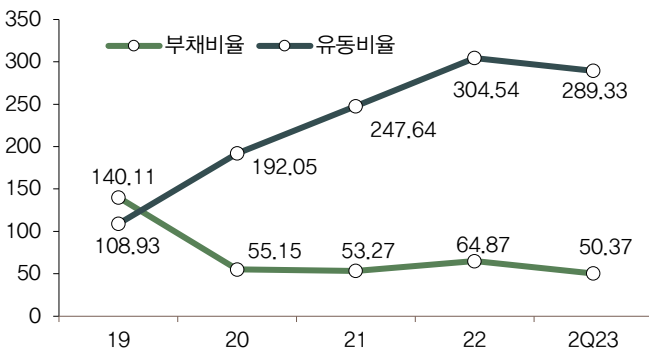
동사는 20년 신규 사업 진출 이후 자본유보율이 기존 45%에서 20% 이하로 크게 감소했지만, 스노우피크 어패럴이 런칭한 3년 차인 22년에 자본유보율을 53%까지 회복하였다. 또한, 동사는 20년 이후 재고자산회전을 역시 감소했지만, 20년 4.04회에서 22년 5.43회로 증가 추세에 있어 원활한 재고자산 순환이 이뤄지고 있다고 판단된다. [도표 14] 동사는 2Q23 영업활동 현금흐름이 큰 폭으로 흑자 전환 했는데, 의류 산업의 특성 상 2Q와 4Q에 큰 매출과 재고감소를 보여 해당 시기에 영업현금흐름이 흑자를 띄고 재고가 쌓이는 1Q와 3Q에 적자를 띄는 것으로 보인다. [도표 15]

오버행 이슈

제한적인 오버행 우려

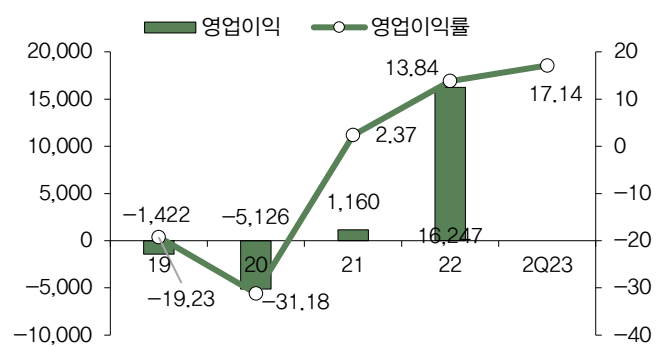
동사는 22년 2월, 운영자금 조달을 위해 60억 원 규모의 전환사채(CB)를 발행했다. 3Q23 현재, 동사의 보통주 전환 예정 전환사채 규모는 186만 주(약 34억 5천만원)이다. 동사의 총 발행 주식 수가 9,040만 주라는 것을 감안할 때, 약 1.85%의 해당 전환사채의 비중은 주가에 큰 영향을 미치지 않을 것으로 판단되어 오버행 물량에 따른 주가 하락의 가능성은 낮을 것으로 전망된다.

도표 12. 부채비율 및 유동비율 추이 (단위: %)



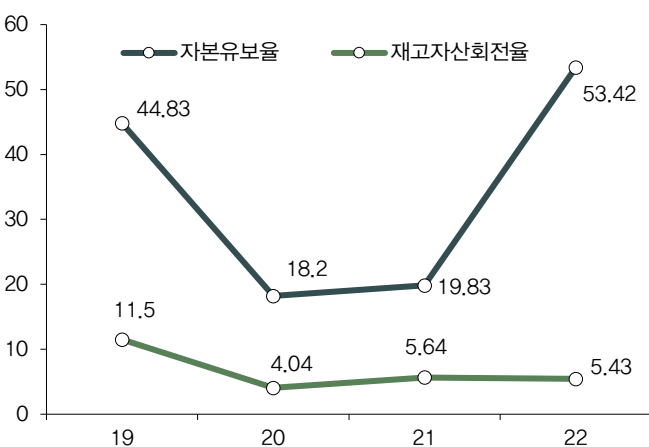
자료:감성코퍼레이션, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 13. 영업이익 및 영업이익률 추이 (단위: 백만원, %)



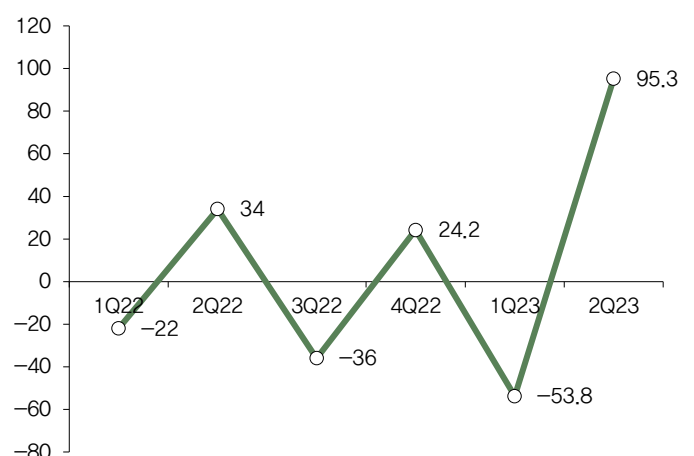
자료:감성코퍼레이션, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 14. 자본유보율 및 재고자산회전을 추이 (단위: %, 회)



자료:감성코퍼레이션, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 15. 영업현금흐름 추이 (단위: 억 원)



자료: 감성코퍼레이션, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트. 중국 진출 통한 고성장

중화권 진출 통한 고성장

동사의 24년 중국向 매출은 127.1억 원을 기록할 것으로 전망한다. 이는 1) 스노우피크의 브랜드 (IP) 가치가 높아 타 브랜드 대비 우위 선점이 용이하다는 점, 2) 중국인 인바운드를 통한 브랜드 의 스포저 수혜를 받을 수 있다는 점에 기인한다.

스노우피크의 브랜드 파워를 통한 수혜

스노우피크의 브랜드가치

동사는 스노우피크의 브랜드 파워를 바탕으로 중국 시장 내 경쟁우위를 가질 수 있을 것으로 전망 된다. 이는 1) 중국 내 캠핑 시장이 고성장하는 가운데 2) 동사는 중국에서 선호도가 높은 스노우피크 의 브랜드 파워에 의한 직접적인 Q 수혜를 입을 수 있다는 점에 기인한다.

스노우피크 브랜드 파워로 중국 시장 내 경쟁우위

중국 캠핑 산업은 빠르게 성장 중

[산업분석]에서 언급했듯이, 코로나를 거치면서 중국에서의 캠핑 수요는 빠르게 성장했다. 이러한 성장세는 코로나 이후에도 지속될 것으로 예상되어 이후 동사의 중국 진출 시 Q 상승을 견인할 것으로 판단된다.

중국 고가 캠핑 용품 시장을 주도하는 스노우피크

중국의 캠핑 열풍은 캠핑 장비에 대한 관심으로 이어졌는데, 특히 고가 브랜드에 대한 선호가 강한 중국 내에서 스노우피크는 높은 기술력과 인지도로 고가 캠핑 용품 시장을 주도하고 있다. 중국 최대 포털인 바이두 내 스노우피크 검색량 추이를 통해 이러한 관심을 확인할 수 있으며, 일본 스노우피크 본사는 22년 10월 중국 첫 진출 이후 22년 매출 성장률 70%를 기록했다. **[도표16]**

장비 다음은 어패럴

캠핑 산업의 경우 장비가 우선적으로 성공한 뒤 의류를 출시하여 확장하는 전략이 일반적이다. 장비의 경우 취미 수준의 캠핑족들이 중저가 브랜드를, 애호가 및 전문가 수준의 캠핑족들이 고가 프리미엄 브랜드를 선호하는 경향이 있는 반면, 상대적으로 저렴한 어패럴의 경우 취미 수준의 캠핑족들도 고가 브랜드에 대한 수요가 더욱 높은 것으로 나타났다. 이러한 현상은 소득 수준 증가로 하이엔드 브랜드에 대한 선호가 높은 중국에서 더욱 심하게 나타날 것으로 예상되며, 네이처하이크와 같은 중국 로컬 '가성비' 브랜드들이 어패럴로 쉽게 확장하지 못하는 이유로 작용한다.

여성 소비자 타겟. 동사 어패럴로 구매 확장 용이

한편 동사는 여성 소비자를 주요 타겟층으로 한다는 점에서, 캠핑 용품에서 동사 어패럴로의 구매 확장이 용이할 것으로 예상된다. 스노우피크 본사는 22년 말 중국에 합작법인(JV)을 설립, 23년 4월 부터 과일렛 매장을 운영 중이다. 그에 따라 중국 소셜 플랫폼인 소홍서와 틱톡 등에서 'SnowPeak' 를 태그한 포스트 수가 23년 4월 29개에서 6월 690개로 증가했는데, 이는 중국 내 2030 세대, 특히 여성을 중심으로 스노우피크에 대한 수요가 나타남을 시사한다. **[도표 17]** 중국의 캠핑 산업 주요 소비자가 여성이라는 점을 감안할 때 이들의 스노우피크 장비에 대한 선호는 동사가 중국 내 라이프스타일 브랜드로 자리잡는데 기여할 것으로 예상된다.

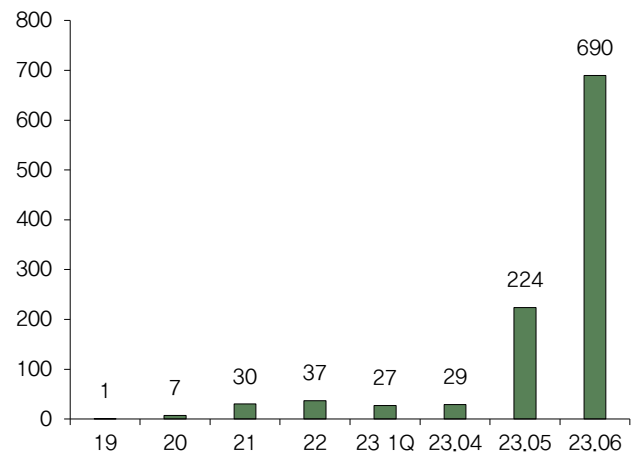
도표 16. 중국 바이두 내 스노우피크 검색량 추이



자료: baiduindex, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 17. 소홍서 #snowpeak 포스트 수 추이

(단위: 개)



자료: 소홍서(小红书), 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트. 중국 진출 통한 고성장

스노우피크의 브랜드 파워 통한 중국 시장 우위 선점

중국의 아웃도어 어패럴 시장에서 동사의 우위 선점이 용이할 것으로 전망된다. 실제로 동사는 4월 말 대만에 진출, 스노우피크 본사의 오프라인 매장과 온라인에서만 제한적으로 판매를 시작했음에도 불구하고 9월 현재 초도 공급 물량 완판 이후 2, 3차 물량 납품으로 긍정적인 추이를 확인할 수 있었다. 이는 대만에 앞서 진출한 스노우피크 본사가 성공적인 고가 브랜드 이미지와 포지셔닝 구축으로 매년 30~40% 이상 매출 성장을 보이는 것에 기인한다. **[도표 18]** 이러한 추이는 스노우피크 본사의 브랜드 파워가 동사의 어패럴 매출에 반영됨을 뒷받침하며, 결과적으로 이미 본사의 장비가 고가 브랜드로 중국 내에서 포지셔닝에 성공한만큼 동사의 어패럴이 향후 중국 진출 시 수혜를 볼 것으로 판단된다.

중국인 인바운드를 통한 브랜드 익스포저 상승

면세입점 통한 중국 내 브랜드 인지도 상승

중국인 인바운드로 하반기 면세 호조

동사는 중국인 인바운드로 인한 하반기 면세 호조에 수혜를 받을 것으로 기대된다. 특히 24년 3분기부터 중국인 인바운드가 19년 대비 100%로 회복이 기대된다는 점, 후쿠시마 오염수 방류 이슈로 중국 내 일본 여행이 꺼려진다는 점은 동사가 관광 재개로 인한 수혜를 직접적으로 누릴 수 있음을 뒷받침한다. **[도표 19]** 실제로 중국 정부가 단체 관광객의 방한을 허용, 중국인 단체 관광객이 6년 만에 면세점을 찾으면서 국내 주요 면세점 중 하나인 롯데면세점은 지난 달 23일부터 월말까지 불과 일주일동안 중국인 매출이 직전 일주일보다 16%가량 증가했다. 이와 같은 중국인 단체 관광 정상화는 중국 내 동사의 브랜드 노출도를 높여 중국시장에 본격적으로 진출 시 초기 안착과 성공에 기여할 수 있을 것으로 예상된다.

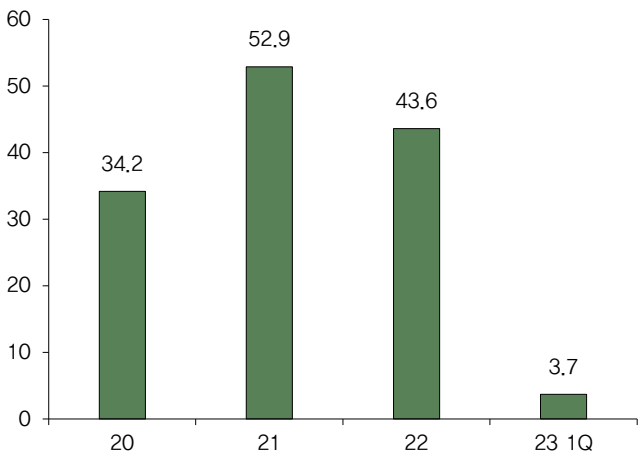
MLB와 유사한 동사의 중국 진출 전략: 면세 노출 → 로컬 진출

동사는 면세입점을 통해 중국 내 익스포저를 높이고 중국 본토에 본격적으로 진출하려 한다는 점에서, 앞서 중국시장에 성공적으로 안착한 MLB와 유사한 전략을 펼치는 것으로 파악할 수 있다. 과거 MLB는 중국인 관광객이 몰리자 면세점에 공격적으로 매장을 입점, 면세점 매출을 늘리며 브랜드 노출도를 높이는 데 주력하였다. 이러한 전략은 MLB의 중국 매출을 진출 첫 해(19년) 1.3%에서 23년 상반기 38.5%로 확대하며 MLB가 단시간에 중국 내 인기 브랜드로 자리잡는 데 기여하였다.

중국인 인바운드+면세 입점= 중국 내 브랜드 입지 상승

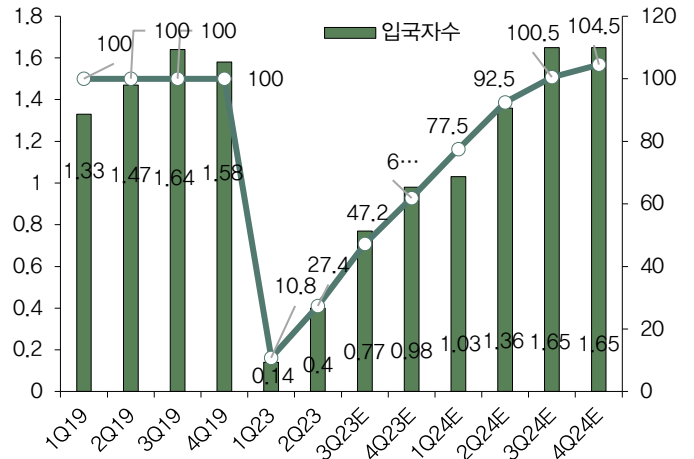
동사 역시 이러한 전략에 따라 중국 내 브랜드 입지를 높이려 한다. 동사는 22년 9월 롯데면세점 입점을 시작으로 지속적으로 면세 점포를 늘리는 중이며, 하반기 제주 시내 면세점에 추가로 입점하였다. 이러한 지표와 관광객 인바운드 회복세를 고려했을 때 동사의 전략은 본격적인 중국 진출에 앞서 브랜드 입지를 높이는데 기여할 것으로 예상하며, 향후 중화권을 넘어 아시아 시장에서의 성공 기반이 될 것으로 전망된다.

도표 18. 스노우피크 대만(본사의 자회사) 매출 성장률 (단위: YoY %)



자료: SnowPeak, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 19. 분기별 외국인 입국자 수 추이 및 전망 (단위: 백만명)



자료: 관광지식정보시스템, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트. 중국 진출 통한 고성장

동사의 중국 진출 전략: 파트너십 체결

파트너십을 통한 중국 내 사업 전개

동사는 중국의 로컬 대형 의류업체와 대리점 체재로 파트너십을 체결하며 중국 내 사업을 전개할 예정이다. 해당 파트너사는 중국 내 대리점 전개 및 관련 인건비 등의 기타 부대비용들을 부담한다. 이러한 전략은 로컬 기업을 통해 사업을 전개한다는 점에서 제품 현지화에 용이하고, 시중에 앞선 수주로 재고 부담이 적다는 점에서 동사의 리스크를 줄일 것으로 판단된다.

리스크포인트. 중국 내 반일 감정으로 인한 우려

타격 크지 않을 것으로 예상

중국 내 반일 감정의 실적 영향은 제한적

최근 일본의 해양 오염수 방류로 중국 내 반일 감정이 거세지고 있다. 이에 따라 동사가 일본 기업의 어퍼럴 라이선스를 취득, 사업을 전개한다는 점에서 동사의 실적이 감소할 것에 대한 우려가 제기되고 있다. 그러나 동사에 대한 영향은 제한적일 것으로 전망한다.

과거의 사례: 2012 센카쿠 사태

중국 내 반일감정의 격화는 이번이 처음이 아니다. 과거 일본의 센카쿠 열도 국유화 선언에 따라 중국 내 반일 시위가 전역으로 확대되어 각종 폭력과 방화 피해가 속출하였으며, 이로 인해 중국 내 일본 기업들은 임시 휴업 조치를 취하는 등 활동이 위축되었다.

반일 감정에도 중국은 여전히 매력적인 소비시장

이에 따라 일본 기업들은 1) 생산거점의 분산, 2) 현상 유지의 두 가지 대응방식을 택했다. 그러나 이러한 대응방식과 관계없이 대다수 기업의 공통된 반응은 거대 소비시장으로서 중국의 중요성은 변하지 않는다는 것이었다. 실제로 일본 대표 의류 브랜드인 유니클로의 경우, 영업 중단으로 중국 매출이 평소보다 20% 감소했음에도 불구하고 중국 내 매장을 확장하며 중국을 중심으로 아시아 시장의 판매를 확대하는 방침을 유지했다.

센카쿠 사태 이후 : 유니클로의 현재

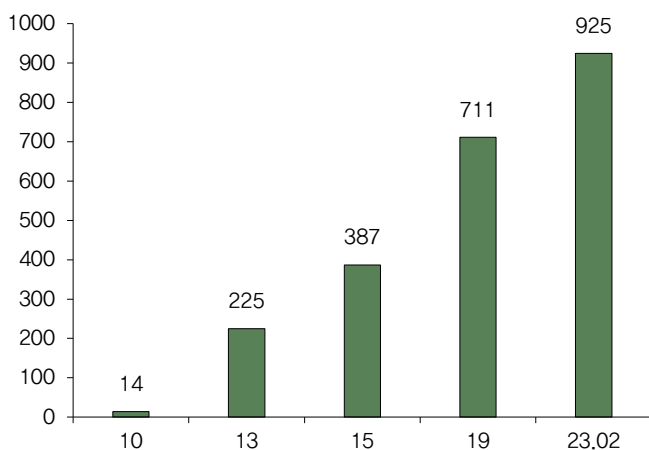
장기화 우려와 달리 대부분의 기업이 3개월 후인 12월부터 정상화 움직임을 보이기 시작했다. 특히 중국 내 사업 방침을 유지한 유니클로는 단기적으로 매출에 타격을 입었으나 중장기적으로 중국 내에서 지속적인 성장을 기록 중이다. 설립 초인 2010년 중국 내 14개 매장에서 23년 2월 기준 925개의 매장을 갖추었고 중국 내 영업이익률은 18년 17%로 상승, 유니클로 해외 매출액이 일본 내수 매출을 상회하는 데 기여하였다. [도표 20]

반일감정과 소비 간 상관관계 x

결론적으로, 중국 내 반일 감정의 동사 실적에 대한 영향은 제한적일 것으로 예상하며, 중국 소비자들의 일본 제품 신뢰도가 높다는 점을 고려했을 때 정치적인 반일감정과 실제적인 소비 간 상관관계는 크지 않은 것으로 판단된다. [도표 21] 이에 따라 향후 피해가 발생하더라도 비교적 단기간 내에 정상화가 가능할 것으로 예상된다.

도표 20. 중국 내 일본 유니클로 점포 수 추이

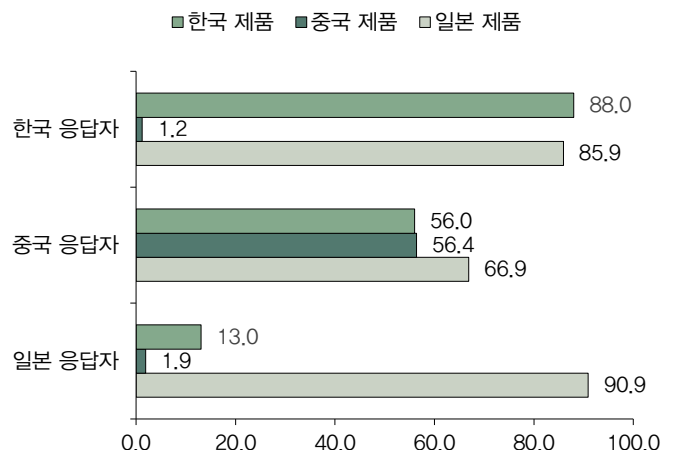
(단위: 개)



자료: 유니클로, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 21. 중국 내 일본 제품 신뢰도

(단위: %)



자료: 매경리서치, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

보너스 포인트, 아직 남은 내수 성장 ROOM

아직 남은 내수 성장 room

동사에게는 아직 내수 성장 여력이 남아있고, 이는 향후 동사의 중장기적 실적 상승을 견인하는 요인이 될 것으로 예상된다. 이는 1) 동사의 키즈 라인을 중심으로 한 제품 라인 확대와 2) 남아있는 출점 여력에 기인한다.

키즈 라인 확대로 내수 성장 가속화

키즈 라인 확대

동사는 지속적인 키즈 라인 확대로 내수 성장폭을 키워 나갈 것으로 전망된다. 이는 1) 국내 아동복 시장의 가파른 성장세 2) 패밀리룩 중심의 키즈 라인 확대 전략 3) 성공한 타 키즈 브랜드와 유사한 런칭 전략에 기인한다.

에잇 포켓? 이제는 텐 포켓!

아동복 시장의 가파른 성장

동사의 키즈 라인 확대를 통한 제품 라인 다각화는 동사의 Q를 증가시킬 것으로 전망된다. 이는 최근 아동복 수요 증가에 따른 시장 확대에 기인한다. 00년대 초반부터 출산율이 급격히 감소하여 아동복 시장의 위축이 예상되었지만, 최근 프리미엄 브랜드에 대한 수요 증가에 힘입어 아동복 시장이 20년부터 22년까지 9,120억에서 1조 2,016억으로 2년 만에 32% 성장했다. [도표 22] 프리미엄 아웃도어 브랜드인 동사는 이러한 추세에 따라 키즈 라인을 확대하여 수익을 극대화할 예정이다.

패밀리룩 중심의 키즈 라인 전개

스노우피크의 패밀리룩 중심의 키즈 라인 확대 또한 동사의 Q 증가를 견인할 것으로 예상된다. 최근 키즈 브랜드의 트렌드는 패밀리룩 수요의 확대이다. 22년 2월 출시된 무신사 키즈는 출시 1년 후인 23년 2월 전분기 대비 3배의 거래량을 기록했고, 이 중 패밀리룩 구매량이 약 60%를 차지했다. 스노우피크는 같은 제품을 다양한 사이즈로 출시하여 패밀리룩 중심의 키즈라인 확대를 진행하고 있다. 또한, 한국관광공사의 조사에서 캠핑 소비자 중 72.4%가 캠핑 동반자로 가족을 선택한 만큼, 앞으로 가족 단위의 캠핑복 구매, 그 중에서도 패밀리룩 중심의 소비가 증가할 것으로 예상되기에 스노우피크의 위와 같은 전략은 동사의 Q를 증가시킬 것으로 판단된다.

약속된 성장 - MLB 키즈, 캥골 키즈

MLB는 먼저 출시한 MLB의 브랜드 파워를 바탕으로 10년 MLB 키즈를 출시했고, 이렇게 출시된 MLB 키즈는 출시 후 4년 내 매출액 비중이 전체 기업 매출액의 16.45%까지 확대되었다. 또한, 에스제이그룹 브랜드인 캥골 역시 브랜드 입지를 구축한 후 18년 키즈 라인을 확대하는 전략을 사용했고, 4년 후 키즈 라인 매출 비중이 전체 매출의 22.04%까지 확대되었다. [도표 23] 스노우피크 또한 기존에 다진 브랜드 입지를 통해 올해 키즈 라인을 출시했고, 3Q23 스노우피크의 키즈 라인이 안정적인 판매를 유지하고 있기 때문에 지속적인 키즈 판매 비중 확대를 바탕으로 동사가 높은 수익을 낼 수 있을 것으로 전망된다.

도표 22. 아동복 시장 규모 추이

(단위: 억 원)

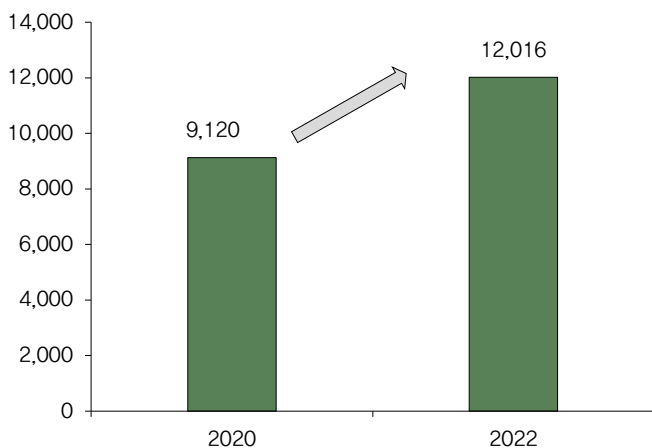
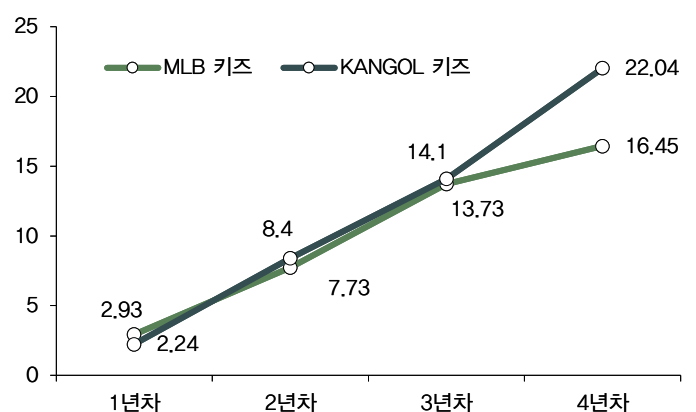


도표 23. 타 브랜드 키즈 라인 매출 비중 추이

(단위: %)



자료: 한국섬유산업협회, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

자료: 각 사, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

보너스 포인트, 아직 남은 내수 성장 ROOM

늘어가는 매장 수, 늘어날 매출액

매장 수 확대를 통한 외형성장

외형 성장을 통한 실적 향상

매장 수 확대를 통한 외형 성장은 동사에 가파른 매출액 증가를 가져올 것으로 추정한다. 이는 스노우피크가 아직 경쟁사에 비해 현저히 적은 매장 수를 보유하고 있으며, 동시에 국내 탑 아웃도어 브랜드 수준의 성장세를 가지고 있다는 점에 기인한다.

경쟁사에 비해 적은 매장 수

앞서 언급했듯 동사는 아직 경쟁사 아웃도어 브랜드에 비해 현저히 적은 매장 수를 보유하고 있다. 현재 노스페이스, 디스커버리 등 아웃도어 선두주자 9개 브랜드는 평균 245개의 매장을 보유하고 있고, 보편적으로 브랜드 당 200개 지점이 해당 브랜드 매장 포화 상태의 기준이 된다. 아직 스노우피크는 149개의 매장만을 보유하고 있는 상태이며, 이후 하이엔드 브랜드 이미지 제고 차원에서 상대적으로 적은 약 220개까지 매장 확대 후 유지할 예정이다.

런칭 초 매장 확대 효과 - 디스커버리, 내셔널 지오그래픽

향후 위와 같은 매장 수 확대가 동사의 매출 증가를 견인할 것으로 예상된다. 디스커버리는 출시 3년 차 136개의 매장을 6년 차 205개까지 확대하며 매출액을 약 205% 증가시켰고, 내셔널 지오그래픽은 3년 차 120개의 매장을 6년 차 212개로 확대하며 매출액을 약 148% 증가시켰다. [도표 24] 현재 외형성장이 둔화된 국내 탑 10 아웃도어 브랜드의 연평균 매출액 증가율이 6.3%인 것을 감안하면 런칭 초기 매장 확대는 해당 브랜드의 매출과 브랜드 파워를 크게 끌어올린 요소라고 판단된다.

약속된 성장 - 스노우피크

스노우피크 역시 앞서 언급한 브랜드들과 동등한 성장세를 가지고 있고, 유사한 성장 단계를 밟고 있다고 판단된다. 스노우피크는 1년 차부터 3년 차까지 디스커버리, 내셔널 지오그래픽과 동등한 매출액과 매출액 증가율을 보이며 국내 탑 아웃도어 브랜드들과 유사한 실적 성장세를 나타내고 있다. [도표 25] 또한, 상기 언급한 브랜드들과 마찬가지로 런칭 초기인 현재, 매장 수를 빠르게 늘려가고 있다. 빠르게 늘어나고 있는 매장 수와 더불어 스노우피크가 상기 서술한 두 아웃도어 브랜드와 동등한 성장세를 나타내고 있다는 점을 고려할 때, 향후 매장 수 확대는 동사의 매출을 크게 증가시킬 것이라 판단된다.

도표 24. 타 브랜드 매장 수 · 매출액 추이 (단위:개, 억 원)

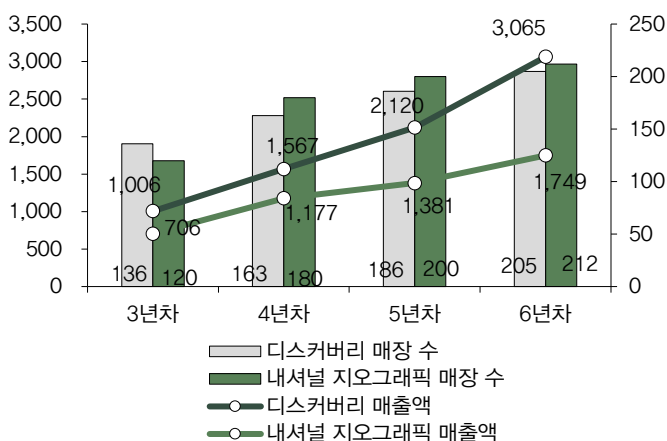
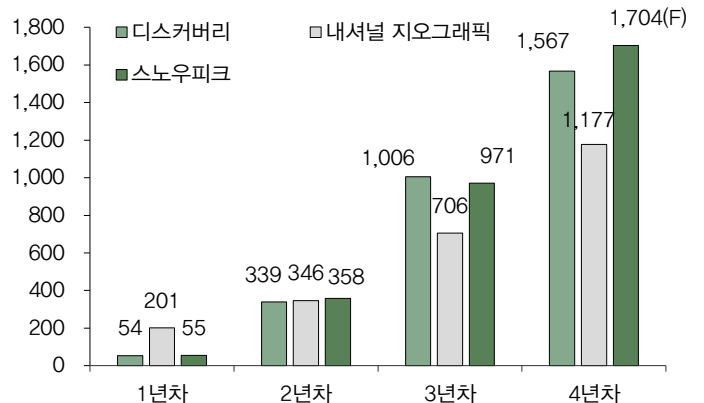


도표 25. 3개 브랜드 매출액 추이 (단위: 억 원)



매출액가정

본 리서치 팀은 감성코퍼레이션의 매출액 가정을 1) 의류 사업 부문, 2) 모바일 사업 부문으로 나눠 가정하였다. 특히 의류 사업의 경우, 24년 스노우피크 어패럴의 해외 진출이 본격화된다는 점을 고려해 1) 중국과 대만, 2) 국내로 국가별로 나눠 매출액을 추정했다.

의류 사업 부문

1) 중국 向

동사의 중국向 매출은 23년 하반기, 24년 동사의 중국 내 대리점 점포 수 * 점포당 분기별 매출액을 가정해 오프라인 매출을 추정했다. 동사는 대리점 형태로 중국 진출 예정이기에, 직수출 형태로 매출 발생분으로 모두 인식하는 것과 달리 중국 현지에서 발생한 매출의 40%를 수수료로 받는 도매 형식으로 매출이 인식될 것으로 판단된다.

점포 수(Q) 추정

[투자포인트]에서 언급한 바와 같이, 동사는 23년 하반기에 중국 내 전국 유통망을 지닌 공급 업체와 파트너십을 맺어 대리점 형태로 중국 시장을 진출할 것으로 판단되며 약 1~5개의 매장을 낼 것으로 밝혔다. 동종업계인 F&F와 내셔널 지오그래픽의 경우, 첫 중국 진출 시 매장 및 팝업 스토어를 2개를 내며 중국 내 인지도 체크 및 수요를 예측했던 점을 봤을 때 동사도 올해 대리점 2개를 내며 중국 내 수요를 확인할 것으로 판단된다. 향후 24년의 대리점 점포 수는 F&F가 중국 진출을 시작한 19년 4분기 ~ 20년 4분기 점포 수와 내셔널 지오그래픽의 23년 9월 ~ 24년 중국 매장 출점 계획을 반영한 점포 수의 평균치 및 추이를 반영해 중국 내 대리점 진출 속도를 추정했다.

도표 26. 감성코퍼레이션 점포 수 추정

(단위: 개)

브랜드	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
스노우 피크 어패럴	2	5	13	27	42
N사(추정 점포 수)	7	12	22	19	19
19,20년 당시 M사	2	2	3	34	75

점포당 분기별 매출액

점포당 분기별 매출액의 경우, 중국 시장 진출 당시 동종 의류 업계들의 점포당 월 매출을 차용해 추정했다. 먼저, 4Q23의 경우 대리점을 첫 개시하는 오픈 분기인 특성상 가장 큰 점포당 월 매출을 기록할 것으로 판단된다. 타경쟁사가 중국에 첫 점포를 개시했을 때 1주 동안 20만 위안(한화 약 3600만원)을 기록했으며, 중국 대규모 쇼핑 축제인 광군제가 있어 견조한 수요가 예상되고, 겨울 헤비 아우터를 위주로 판매한다는 계절적 특성과 중국 내 평균 ASP가 국내보다 1.5배 정도 높은 점을 고려했을 때 동사의 4Q23 점포당 월 매출을 1.2억으로 설정해 매출액을 추정했다.

24년의 월별 점포당 매출액은 1Q 0.7억, 2Q 0.8억, 3Q 0.7억, 4Q 0.9억으로 계절적 특성을 반영해 추정했다. 이는 동기간(첫 중국 진출 시) 동종업계 경쟁사인 휠라 코리아, F&F가 중국 진출 시 발생한 월별 점포당 매출액을 평균 낸 값에서 30% 할인한 값이다. 이는 기준을 삼은 경쟁사가 중국 진출 당시 이미 중국 내 큰 브랜드 입지를 확보했던 점과 중국 내 합작 법인을 설립해 중국 시장에 진출하는 등 진입 방식에 차이점이 존재한다고 판단돼 이를 반영해 향후 매출액을 추정했다.

2) 대만 向

동사의 대만向 매출은 대만 스노우 피크 본사의 20년, 21년, 22년 3개년의 분기별 매출 증감율을 반영해 매출을 추정했다. 이는 동사가 아직 대만에 직접적으로 진출해 제품을 판매하는 형식이 아닌, 대만 스노우피크 본사의 매장의 의류 분야에서 동사의 제품이 팔리는 형식이기에 대만 본사의 매출 추이와 유사할 것으로 판단된다. [투자포인트]에서 언급된 것처럼 대만 내 스노우피크는 캠핑 장비로써 인지도를 지녔고 이것이 의류에도 효과가 전이돼 동사가 9월 내 3차 초도 물량을 납품할 수 있었던 것으로 판단된다. 또한 대만 내 캠핑 시장이 연평균 16.04% 성장할 것으로 판단돼 이를 고려해 24년 매출액을 추정했다.

매출액가정

도표 27. 감성코퍼레이션 해외 매출 추정

(단위: 억 원)

		1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
중국向	점포 수	-	-	-	2	5	13	27	42	2	42
	점포당 분기별 매출	-	-	-	3.6	2.1	2.4	2.1	2.7	3.6	9.3
중국 총 매출		-	-	-	7.2	10.5	31.2	56.7	113.4	7.2	211.8
중국 순 매출					4.3	6.3	18.7	34	68	4.3	127.1
대만向		0.7	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	2.2	2.6
합계		0.7	0.5	0.5	4.4	6.9	19.4	34.7	68.7	6.5	129.7

3) 국내 向

동사의 국내向 매출액은 개괄적으로 1)오프라인, 2)온라인으로 나누고, 세부적으로 오프라인 매출액을 1)백화점, 쇼핑몰, 아울렛, 2)대리점, 3)면세점 등 판매 채널별로 비중을 임의로 나눠 향후 매출액을 추정했다. 이는 판매 채널별로 비중을 나눠 향후 점포당 분기별 매출액 증감율을 도출하고, 브랜드 파워가 강화될수록 판매 채널 내 대리점 매출액 비중이 높아지는 추이를 반영하기 위해 이와 같이 나눠 매출을 추정했다.

점포당 분기별 매출액 증감율을 도출하기 위해 21년 판매 채널별 매출 비중을 백화점 및 기타(백화점, 아울렛, 쇼핑몰), 대리점, 온라인 각각 80%, 9%, 11%로 가정했다. 이는 의류 브랜드들이 소비자들에게 제품을 널리 알리기 위해 초기 입점 시 백화점 및 아울렛 위주로 매장을 개시해 필연적으로 초기 브랜드들의 매출 대부분이 백화점에서 발생함에 기인한다. 22년의 경우, 백화점 및 기타(백화점, 아울렛, 쇼핑몰), 대리점, 온라인 비중을 각각 75%, 15%, 10%로 가정해 점포당 분기별 매출액 증감율을 추정했다. 이는 동종업체인 내셔널 지오그래픽도 마찬가지로 초기에 판매채널 비중 백화점이 가장 컸지만 이후 매출액 내 대리점 비중이 16% 대로 성장했던 점을 고려하면 합리적인 가정이라고 판단된다.

점포 수(Q) 추정

동사의 23년, 24년 오프라인 매장은 각각 170개, 192개로 추정했다. 동사는 23년까지 170개 점포를 낼 것으로 밝혔기에 이를 반영했고, 24년의 경우 F&F와 내셔널 지오그래픽의 동기간(5년차) 점포 수 증가율의 평균치인 13%를 적용해 점포 수를 추정했다. 유통망 중 백화점, 아울렛, 쇼핑몰은 대부분 입점 완료된 상태로 향후 추가 입점 가능한 점포 수는 10개 내외(롯데, 신세계, 현대 위주)로 판단돼 23년 대비 24년 백화점 및 기타 점포 수는 5개 증가할 것으로 가정했다. 이외 대리점 수는 타기업의 동사와 동일한 연차(5년차)의 점포 수 증가율인 12%를 이용해 동사의 24년 점포수를 추정했다. 면세점의 경우, 23년과 24년 동일하게 4개 점포를 유지할 것으로 가정했다. 또한, 동사의 점포는 연간 2회 매장수가 크게 늘어나는데 상반기는 3월 중심으로, 하반기는 9월 중심으로 매장수가 늘어나는 점을 반영해 분기별 매장 수 추이를 추정했다.

점포당 분기별 매출액

동사의 23년, 24년 백화점 및 기타 점포당 분기별 매출을 각각 3.2억, 4억으로 가정했고 23년, 24년 대리점 점포당 분기별 매출은 각각 1억, 1.7억으로 가정해 매출액을 추정했다. 동사의 경우 21년 2분기에 점포수가 공시돼 21년 대비 22년의 점포당 분기별 매출 증감율을 도출할 수 있어 이를 23년 매출액에 반영했고, 24년의 경우 실적 성장세가 둔화될 것으로 판단해 40%를 할인한 수치로 매출액을 추정했다. 의류의 경우 계절별로 매출액이 상이하므로 각 분기별 점포당 매출액 추이에 계절성을 반영해 매출액을 추정했다.

점포당 분기별 매출액 추이를 보면 백화점의 경우 235%, 187%, 162%로 감소하는 추이를 보였고 대리점의 경우 198%, 212%, 230%로 분기별 매출이 증가하는 패턴을 보였다. 궁극적으로 24년 백화점 비중이 67%, 대리점 비중 23%, 온라인 비중 10%로 대리점 매출액 비중이 23년 대비 53% 증가해, 향후 꾸준한 국내 실적 성장세를 견인할 것으로 판단된다. 이외 면세 매출의 경우, 유커(단체관광)의 비중이 절대적으로 컸던 시기인 16년도의 중국인 면세점 매출액 증가율인 5.2%를 반영해 매출액을 추정했다. 또한, 의류 마일리지 차감분도 매년 발생하고 있어 21년, 22년 분기별 매출액 대비 비율의 평균치를 향후 매출액에 반영했다.

매출액가정

도표 28. 삼성코퍼레이션 국내 의류 사업 부문 매출 추정

(단위: 억 원)

		1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
백화점 etc.	점포 수	91	94	96	99	99	102	103	104	99	104
	점포당 분기별 매출	2.1	2.9	2.7	5.5	2.6	3.6	3.1	6.8	12.9	16
	합계	193	273	259	548	262	358	321	705	1,274	1,647
	매출액 대비 비중 (%)	75	75	75	72	71	67	69	65	74	67
대리점	점포 수	53	55	65	67	67	73	79	83	67	83
	점포당 분기별 매출		0.9	0.7	2	0.9	1.5	1.1	3.3	1	1.7
	합계	34	52	48	133	68	121	93	271	267	552
	매출액 대비 비중 (%)	14	14	14	17	18	23	20	25	15	22
면세	점포 수	-	3	4	4	4	4	4	5	4	5
	합계	-	2.7	3.7	3.9	3.7	3.9	4.1	5.3	10.3	17
오프라인 합계		234	328	311	685	334	483	418	982	1,557	2,216
온라인		23	33	31	76	37	54	46	109	162	246
의류 사업 마일리지 차감		-3	-4	-3	-15	-4	-11	-7	-21	-23	-41
차감 후 합계		254	356	338	746	366	526	458	1,070	1,697	2,422

매출액가정

모바일 사업 부문

동사의 모바일 사업 부문 매출액은 내수 시장을 겨냥한 사업부이며, 일정한 추이도 존재하지 않는 특성상 3,4분기 3개년 수치의 평균값으로 23년 매출을 추정했다. 22년엔 기업이 동사의 특정 상품을 대량 구매하면서 일시적으로 매출이 54.7% 증가했지만 이는 일시적 현상으로 판단된다. 따라서 24년의 경우, 1분기 매출을 이전 3개년 평균치로 설정하고 일시적 실적 상승이 없던 20년, 21년 QoQ 변화율의 평균치를 반영해 매출을 추정했다. 동사가 스노우피크 어패럴 사업을 하기 전 동사가 모바일 악세서리 부문에서 높은 점유율을 가지고 있어 견조한 수익을 보장해줄 것으로 판단된다.

이외에도 동사는 판매시점에 반품이 예상되는 부분의 금액은 환불부채 및 반품자산으로 설정하고 있어, 환불부채 설정 상품매출이 존재하는데 이는 지난 3개년 일정한 추이가 존재하지 않아 22년의 매출액 대비 환불부채 설정 상품 매출 비중인 -0.15%, -0.39%를 각각 의류와 모바일 사업 부문에 적용해 최종적으로 매출액을 산출했다.

도표 29. 모바일 사업 부문 매출 추정

(단위: 억 원)

구분	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
모바일 사업	52	44	42	46	45	47	49	44	184	186

도표 30. 감성코퍼레이션 매출액 테이블

(단위: 억 원)

구분		1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
의류 사업 부문	국내	254	356	338	746	366	526	458	1,070	1,697	2,422
	해외	0.7	0.5	0.5	4.4	6.9	19.4	34.7	68.7	6.5	129.7
	합계	255	357	339	750	373	545	493	1,139	1,704	2,552
모바일 사업 부문		52	44	42	46	45	47	49	44	184	186
환불부채 상품 매출		5.1	0.2		-5.7				-1.8	-0.4	-1.8
합계		311	401	381	791	418	593	542	1,182	1,884	2,735

비용가정

매출원가

동사의 매출원가율은 3개년 평균 36.6%를 유지하고 있으며 기존 40%대에서 2Q23엔 31.2%로 감소하는 추세를 보여 의류 산업 내 중요한 GPM 상승을 견인하고 있다. 동사와 같은 의류 ODM의 경우, 독자적 생산 시설 없이 제품 생산을 100% 외주 가공하는 형식의 BM이다. 동사의 모바일 사업 부문도 모두 외주 가공을 맡기는 특성상 종업원 급여, 감가상각비와 같은 **고정비성 매출원가는 존재하지 않아** 동사의 **주요 변동비성 매출원가인 상품 매입액, 재고자산 변동액**으로 매출원가를 추정했다. 원재료 매입액의 경우, 의류 사업부문에서 파생된 것인데 그 비중이 3개년 평균치가 0.3%으로 현저히 작아 23년, 24년에 동일한 수치로 비용을 가정했다.

변동비성 매출원가

[상품 매입액] 상품 매입액의 경우, 3개년 평균 분기별 매출액 대비 상품 매입액 비중을 23년, 24년 매출액에 적용해 비용을 추정했다. 의류 산업의 경우, 2분기와 4분기에 성수기인 특성을 지녀 1Q, 3Q의 매출액 대비 상품 매입액 비중은 71%로 매우 높은 수치를 보이는데 이는 S/S시즌, F/W시즌 준비로 성수기 이전에 의류 재고를 미리 매입하는 현상에 기인한다. 이러한 계절적 특성을 반영해 매출액 대비 상품 매입액 비중을 향후 매출액의 1Q와 3Q엔 71%, 2Q와 4Q엔 25%로 설정해 비용을 추정했다.

[재고자산 변동액] 재고자산 변동액의 경우도, 2개년 평균 분기별 매출액 대비 상품 매입액 비중을 23년, 24년 매출액에 적용해 비용을 추정했다. 상품 매입액의 상황과 마찬가지로 1Q, 3Q의 매출액 대비 재고자산 변동액은 -38.5%, 2Q, 4Q의 매출액 대비 재고자산 변동액은 16%로 분기별 다른 수치를 보이는데 이는 계절적 특성에 기반한 재고자산 증가와 감소 비중에 의해 발생했으며 향후 매출액에도 동일한 수치를 적용해 비용을 추정했다.

판매비와 관리비

판매비와 관리비는 변동비성 판매관리비와 고정비성 판매관리비로 구분하여 추정하였다. 변동비성 판매관리의 주요 항목은 **판매수수료, 지급수수료**가 있으며, 고정비성 매출원가의 주요 항목은 인건비 항목인 **급여, 퇴직급여, 복리후생비, 광고선전비, 지급임차료**가 있다. 이외 비용들의 경우, **감가상각비** 및 **사용권자산상각비**는 해외 사업 확장 및 국내 영업 부문 경쟁력을 확보하기 위해 영업 시설을 강화하며 약 2배 증가한 수치를 보였고 이러한 상황을 반영해 3개년 비용의 분기별 증가율 평균치로 추정했다 이외 비용의 경우 매출액 대비 비용의 3개년 평균치 또는 증감률을 적용해 추정하였다.

변동비성 판매관리비

[판매수수료] 판매수수료의 경우, 23년 1,2분기 매출액 대비 판매수수료 비율 평균치인 31%를 23년, 24년 해당 계정에 적용하여 비용을 추정했다. 이는 동사가 백화점, 아울렛, 대리점 등 판매 채널에 납부하던 40% 이상의 수수료 비율이, 동사의 실적 성장세의 지속에 기인해 30%대로 감소하는 방향으로 개선되며 비용 효율화가 발생한 것으로 판단된다. 즉, 동사가 아웃도어 부문에서 높은 인기와 매출 성장을 도모해 판매채널과의 협상으로 기존 40%대에서 30%대로 감소했다고 판단된다. 실제 1Q21 42.9%, 1Q22 35.4%, 1Q23 31.6%로 매출액 대비 판매수수료 비율이 꾸준히 감소했고 이는 향후 매출액에도 31%대로 유지되는 조건으로 작용할 것이다.

[지급수수료] 지급수수료의 경우, 매출액 대비 지급수수료 비율의 3개년 연평균치인 5%를 적용해 향후 비용을 추정했다. 이는 동사가 일본 스노우피크 본사와 어패럴 라이선스 계약을 하며 지급하게 된 수수료로, 매출액의 약 5%를 꾸준히 지불한다는 점에 기인한다. 또한, 24년엔 동사의 중국 진출로 발생하는 해외 어패럴 매출에서도 5%의 수수료를 중국 현지의 스노우피크 법인에 지급할 것으로 전망돼 이를 향후 비용 추정에 반영했다.

고정비성 판매관리비

[급여, 퇴직급여, 복리후생비] 인건비의 경우, 23년엔 1분기와 2분기 급여를 기반으로 21년, 22년의 분기별 급여 변화율을 반영해 보수적으로 3,4분기 비용을 추정했다. 24년의 경우, 국내 연평균 종업원 수 증가율과 평균임금액 성장률을 반영해 23년 대비 38.4% 증가한다는 가정하에 비용을 추정했다. 이는 국내 키즈 라인 의류 종류와 신발 및 용품 관련 디자인과 종류 확대를 위해 지속적인 인력 추가 채용이 발생할 것으로 판단되며 평균 임금 상승분을 가중한 값이며 이를 반영해 비용을 추정했다.

비용가정

[광고선전비] 광고선전비의 경우, 2개년 평균 광고선전비 증가율인 45.5%만큼 지속적으로 증가할 것으로 가정해 비용을 추정했다. 이는 동사가 올해부터 스노우피크 의류 모델을 광고단가가 더 비싼 모델로 고용하고, 온라인 매출 비중을 늘리기 위해 SNS를 위주로 한 마케팅 활동을 하며 홍보를 강화하는 등 광고선전비 지출 여력이 커질 것으로 판단됨에 기인한다.

영업외손익

동사의 영업외손익은 3개년 평균치를 반영해 비용을 추정했다. 동사의 경우 국내, 베트남 등 낮은 인력비로 노동 생산 가능한 업체로부터 외주가공 생산을 맡기는데 이들과 원화로 거래해 외환 차손으로 인한 우려 적다. 24년 중국에 진출하는 경우도 동사가 직수출을 하는 것이 아닌 도매 형태로 납품하기에 상대적으로 환율 리스크에 영향을 덜 받을 것으로 판단된다. 또한 동사의 영업외손익 대부분은 금융손익과, 이자손익에서 발생하는데 이들 값이 일정한 추이를 보이지 않아 평균값으로 향후 매출액에도 일괄적으로 추정했다.

법인세 비용

동사는 18년부터 20년까지 법인세 차감 전 순이익이 적자 형태를 보였으며, 일시적 차이의 증감으로 인해 법인세 및 이연 법인세의 변동폭으로 22년엔 유효법인세율이 3%로 나타나는 등 추이가 일정하지 않은 형태를 보이고 있다. 이에 동사의 영업이익 및 당기순이익이 안정화된 시점인 4Q22, 1Q23, 2Q23의 평균 유효법인세율인 18.5%를 적용해 비용을 추정했다.

도표 31. 삼성코퍼레이션 비용 가정

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	164	489	1,174	1,884	2,735
매출원가	106	215	434	641	875
매출총이익	58	274	740	1,243	1,860
판매비와관리비	109	262	577	885	1,340
영업이익	-51	12	162	358	520
금융손익	4	-10	-5	-3	-3
이자손익	-17	-14	-12	-13	-13
기타손익	-3	0.7	-1	-1	-1
법인세차감전순이익	-50	3	686	341	503
법인세비용	-	-	187	63	93
당기순이익	-50	3	499	278	410

밸류에이션

Historical Peer P/E Valuation

본 리서치팀은 동사의 24년 목표 주가를 산출하기 위해 Historical Peer P/E Valuation을 사용하였다. 24년 EPS 444원에 동사와 유사한 상황에 있었다고 판단되는 F&F의 Target P/E 12.1를 적용하여 목표주가 5,370원, 상승여력 48.0%로 강력 매수 의견을 제시한다.

Why Historical Peer P/E Valuation?

동사는 현재 국내에 어패럴 사업을 영위한지 3년차인 기업으로 매출액이 급격히 성장하고 있다. 20년 어패럴 사업을 시작한 뒤, 낮은 매출액으로 인해 실적보단 기대감으로 인해 주가가 형성되어 과도한 P/E가 형성되어 Historical P/E Valuation을 사용하기 적합하지 않다고 판단하였다.

마찬가지로 현재 동사의 Peer 중 중국 진출 모멘텀을 받고 있으면서 동사와 같이 중국에서의 성공 가능성이 높다고 전망되는 기업이 없다고 판단하였다. 실제 '더네이처홀딩스'의 경우, 동사와 같이 중국 진출 모멘텀이 있지만 프리미엄 브랜드로서의 브랜딩에 어려움을 겪고 있어 동사의 Peer로는 적절치 않다고 판단하였다. F&F 또한 중국에서의 매출 증대가 예상되지만 중국 매출 증가에 따른 영업이익의 성장이 중국 진출만큼의 성장성은 부족하다고 판단하여 Peer Valuation은 부적합하다고 판단한다.

Peer 선정 기준

Peer 선정 기준은 다음과 같다. 1) 추가적인 매출 성장을 위한 중국으로의 진출 모멘텀이 있으며 2) 기존의 쌓아온 브랜드 파워와 3) 프리미엄 제품을 선호하는 중국인의 특성에 맞춘 포지셔닝을 통해 중국에서 성공적으로 안착할 수 있는지를 고려하였다. 현재 중국 모멘텀이 있다고 판단되는 기업은 내셔널 지오그래픽을 런칭한 '더네이처홀딩스'와 MLB를 런칭한 'F&F'가 있다. 본 리서치 팀은 두 개의 기업 중 F&F가 동사의 Peer에 적합하다고 판단한다. 이는 1) 내셔널 지오그래픽은 브랜드 파워는 있다고 판단되나 프리미엄 제품으로의 포지셔닝의 어려움으로 인해 중국에서의 성공 가능성이 낮다고 판단되며 2) 반대로 MLB는 브랜드 파워가 높으며 구찌와 같은 명품 업체들과의 꾸준한 협업으로 프리미엄 제품으로서 포지셔닝에 성공하였다고 판단하는 데에 기인한다.

시점 선정 기준

본 리서치 팀은 동사의 중국 진출 모멘텀이 F&F의 중국 진출이 가시화된 시점부터 실제 중국 진출을 하기 전인 19년 1월부터 5월까지와 유사하다고 판단한다. 이는 1) F&F가 6월 실제 중국에 진출하기 전 시점이며 2) 홍콩 등 중화권에서의 성공 및 3) 면세점을 매출 증가를 통한 중국에서의 성공 가능성이 높게 점쳐졌다는 점에서 현재 동사의 상황과 유사하다는 점에 기인한다.

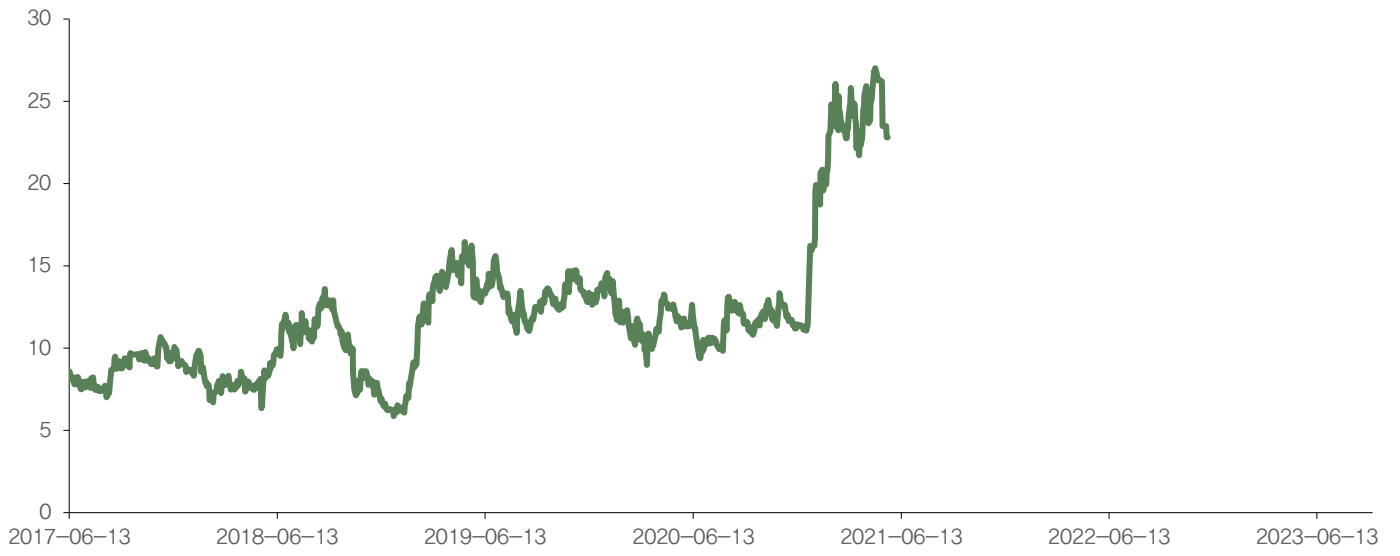
적정주가 산출

감성코퍼레이션의 적정주가를 산출하기 위해 F&F가 중국 진출로 기대감을 받았던 19년 1월부터 5월까지의 평균 12M Fwd P/E인 12.1를 Target P/E로 설정하였다. 24F EPS 453원에 Target P/E 12.1를 곱하여 목표주가 5,480원 상승여력 51.0%를 산출하였다.

도표 32. 감성코퍼레이션 Historical Peer P/E Valuation

2024F 순이익	감성코퍼레이션		F&F
시가총액 (억 원)	44,551		3,281
Target P/E (배)		12.1	
24F EPS (원)		444	
목표주가 (원)	5,372	수정주가 (원)	5,370
상승여력 (%)		48.0	

도표 33. F&F Historical P/E



Appendix – 추정재무제표

도표 34. 삼성코퍼레이션 추정재무제표

(단위: 억 원)

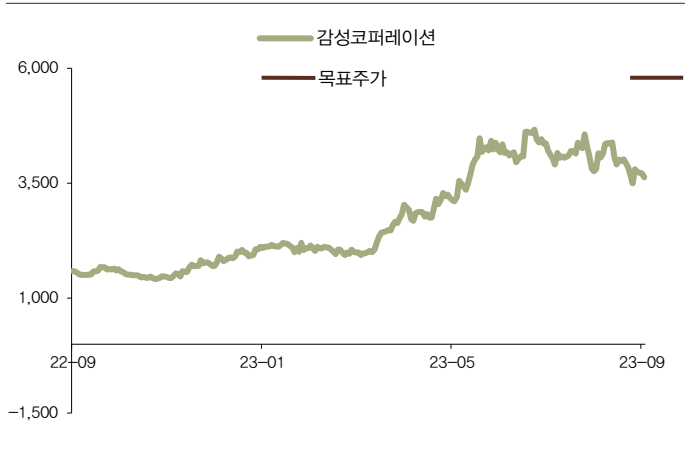
	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	164	489	1,174	1,884	2,735
매출원가	106	215	434	641	875
매출총이익	58	274	740	1,243	1,860
판매비와관리비	109	262	577	885	1,340
영업이익	-51	12	162	358	520
금융손익	4	-10	-5	-3	-3
이자손익	-17	-14	-12	-13	-13
기타손익	-3	0.7	-1	-1	-1
법인세비용차감전 순이익	-50	3	156	341	503
법인세비용	-	-	5	63	93
당기순이익	-50	3	153	278	410
매출액 증가율(%)	219	298	240	60.5	145
영업이익 증가율(%)	적자	흑전	1,358	221	45.3
순이익 증가율(%)	적자	흑전	5,100	182	47.5

투자 참고사항

투자의견 및 목표주가 변동내역

일자	투자의견	목표가(KRW)
2023.09.24	BUY	5,370

감성코퍼레이션 (KQ. 036620) 주가 및 목표주가 추이



투자기간 및 투자등급/의견

종목추천 투자기간: 24개월

CONVICTION BUY(강력매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상 괴리율
BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만
HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +15%미만
SELL(매도)	추천기준일 증가대비 0%미만

* 추천일 증가대비 추천종목의 예상 목표가격 및 수익률을 의미함

Compliance Note

본 자료는 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R의 제작물로서 모든 저작권은 작성한 학회의 조사분석담당자 본인에게 있습니다.
 본 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 부당한 간섭 및 압력없이 작성 하였습니다.
 본 자료는 학회의 동의 없이 어떠한 경우에도 변형, 복제, 배포, 전송, 대여할 수 없습니다.
 본 자료에 수록된 내용은 학회 및 조사분석담당자가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 본 학회는 그 정확성과 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 본 학회와 담당자는 투자의견을 제시한 것일 뿐 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용할 수 없습니다.