

감성코퍼레이션 (036620.KQ)

성장, 리레이팅, 환원의 삼위일체

투자의견

NR(신규)

목표주가

- 원(신규)

현재주가

5,920 원(06/17)

시가총액

541.7 십억원

미드/스몰캡 허준서_02)368-6175_pos03066@eugenefn.com

- 캠핑브랜드 스노우피크의 어패럴 부문 사업자, 브랜드 라이선스를 가진 스노우피크 재팬에게 동남아권 어패럴 사업권을 라이선싱 및 로열티 계약을 통해 영위 중
- 2025년 매출액 2,793억원 영업이익 450억원으로 각각 전년 비 26.7%, 24.8% 성장 전망, 올해는 일본과 중화권을 필두로 한 해외 매출 확대의 원년, 해외 매출분은 국내 매출분보다 고정비(임차료, 로열티 등)적어 수익성 높음
- 베인 캐피탈의 스노우피크 재팬 투자전략에 외형성장 필수적, 동사의 역할이 매우 중요하며 라이트다운, 바람막이 등 동사 어패럴 제품들은 기존 스노우피크 재팬의 어패럴 제품보다 가격경쟁력과 인지도에 강점, 볼륨 확보에 용이
- 2027년까지 전년도 당기순이익의 50%를 주주환원 재원으로 사용하는 기업가치 제고 계획 보유, 2025년 현재 자사주 매입소각 73억원 진행 완료, 최소 73억원의 추가 매입소각 기대(2025년 총 3회에 걸쳐 진행 예정)
- 성장국면의 매입소각은 ROE를 극대화, 추정치 기준으로 25년 1%p, 26년 2.8%p의 ROE 증가 전망
- 현재주가는 2025년 실적 추정치 기준 PER 15배 수준, 올해가 해외진출 확대의 원년이고 과거 해외진출로 리레이팅 받았던 사례(F&F, 젝시믹스)있는 만큼 해외진출 추이 주목하며 투자필요

주가(원,6/17)	5,920
시가총액(십억원)	542

발행주식수	91,500천주
52주 최고가	6,130원
최저가	2,490원
52주 일간 Beta	0.65
60일 일평균거래대금	55억원
외국인 지분율	12.6%
배당수익률(2025F)	0.0%

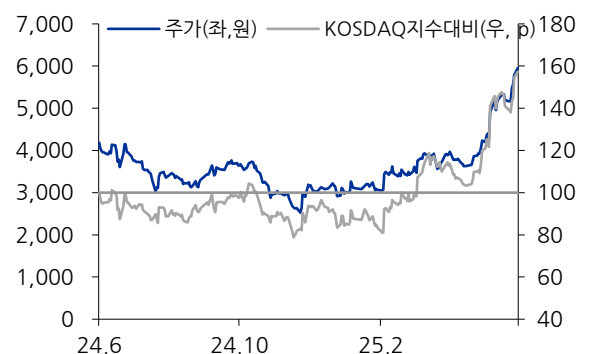
주주구성	
김호선	28.8%
자사주 등	2.1%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	32.8	76.2	51.3
절대기준	39.8	87.9	41.6

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	NR	-	신규
목표주가	-	-	-
영업이익(25)	45.0	-	신규
영업이익(26)	57.7	-	신규

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	177.9	220.4	279.3	337.7
영업이익	32.2	36.1	45.0	57.7
세전손익	29.6	37.0	45.7	58.5
당기순이익	24.2	29.3	36.2	46.8
EPS(원)	266.5	314.9	387.6	500.9
증감률(%)	58.3	18.2	23.1	29.2
PER(배)	11.9	9.8	15.2	11.8
ROE(%)	37.5	30.7	27.6	27.0
PBR(배)	3.7	2.5	3.7	2.8
EV/EBITDA(배)	7.2	6.3	9.9	7.4

자료: 유진투자증권

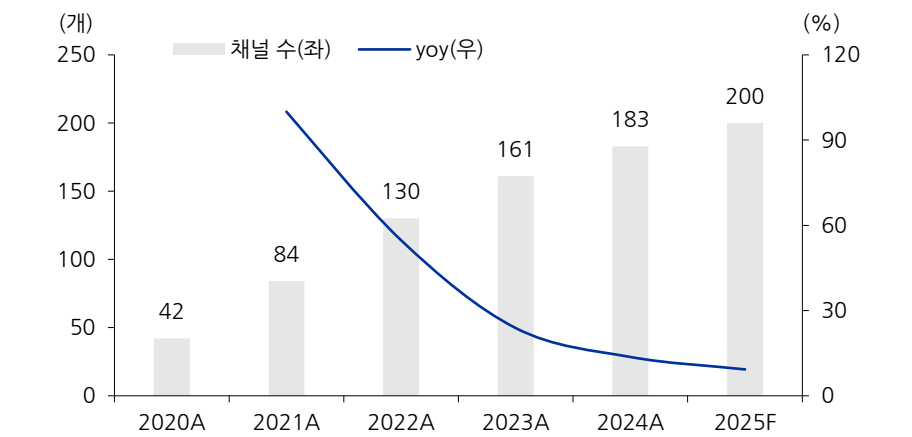


피크아웃 우려는 해외진출로 불식

2025 년은 해외진출 확대의 원년

2021 년부터 가파르게 성장해온 국내 오프라인 채널의 출점은 점차 둔화되고 있다. 올해 출점 목표는 200 개로 성장률은 전년 비 4%p 하락한 9%가 될 전망이다. 점포당 매출액은 꾸준히 성장하고 있지만 국내 시장의 성장한계는 명확해 보인다.

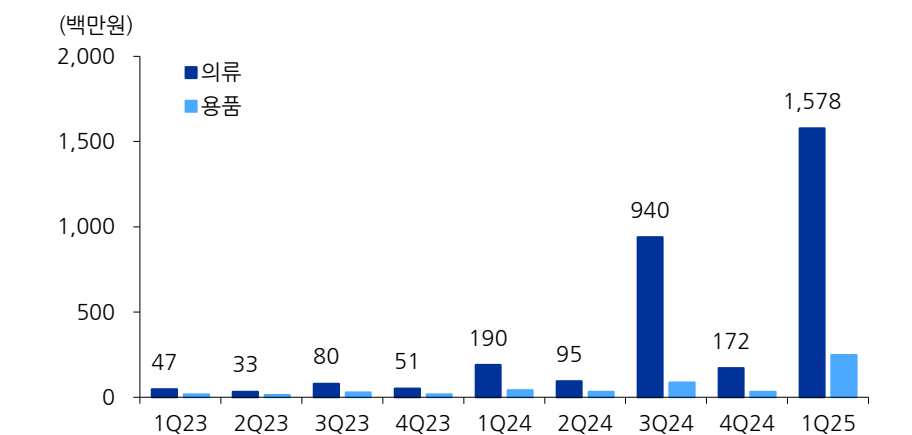
도표 1. 오프라인 채널 수 둔화하는데 비해



자료: 감성코퍼레이션, 유진투자증권

이를 불식시킬 수 있는 모멘텀은 해외진출이다. 지난해 3 분기에 본격적으로 시작된 해외수출은 올해 1 분기에 대만과 일본향으로 SS 시즌 물량을 보내며 큰폭으로 성장했다.

도표 2. 해외수출 금액 큰폭의 성장 시작

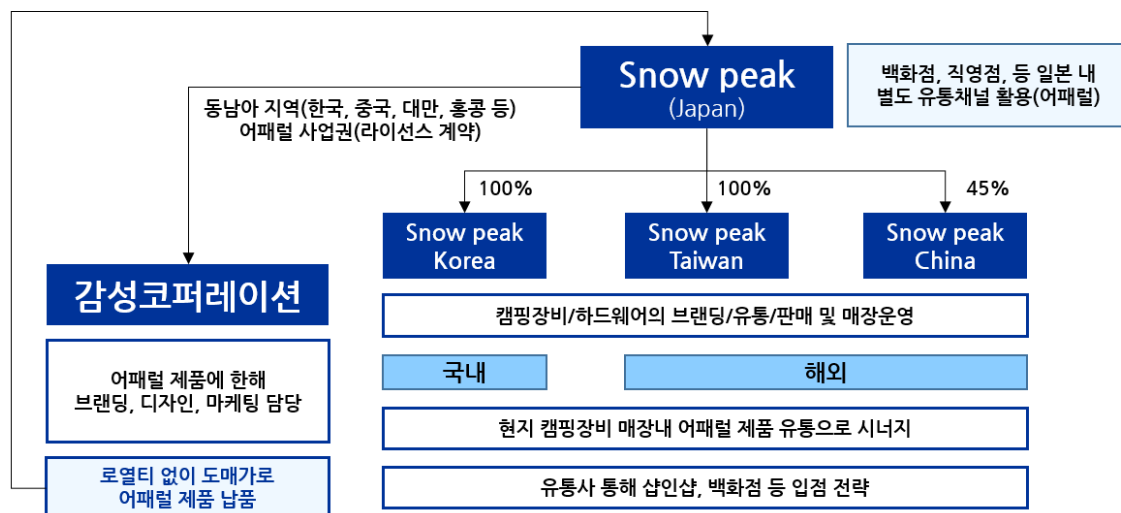


자료: 감성코퍼레이션, 유진투자증권

매출확대와 수익성 개선 두마리 토끼 다잡기

해외 매출은 국내 매출분보다 수익성이 높다. 한정된 시장규모를 확장시킨다는 장점을 제외하고도 긍정적인 부분이다. 국내에서 스노우피크 어패럴 제품을 판매할 때 감성코퍼레이션이 부담해야 하는 비용은 스노우피크 재팬에 지급하는 판매수수료(로열티)뿐만 아니라 국내 백화점 및 판매점등 유통채널에 지급하는 지급수수료 및 지급임차료 등 변동비성 비용이 있다. 해외매출분에는 유통채널에 지급하는 비용이 획기적으로 줄어들며 일본향 매출분은 로열티를 지급하는 Snow peak Japan 에게 주는 물량이라 판매수수료도 제거된다. 매장운영관련 임차료 등 고정비성 비용 및 변동비가 줄어든 수익성 높은 매출이 추가되면서 동사는 양적/질적 성장을 기대할 수 있다.

도표 3. 스노우피크와 감성코퍼레이션 사업 구조



자료: 유진투자증권

2025 년 매출액 2,793 억원 영업이익 450 억원 전망

전사 매출액과 영업이익은 각각 26.7%, 24.8% 성장을 전망한다. 의류 부문만 별도로는 29.8%의 성장세다. 동사는 매출원가율 30% 선에서 OEM 방식으로 제품을 사입하고 이외에도 판관비, 판매수수료, 지급수수료, 지금임차료 등 대부분 변동비성 비용을 부담한다. 다만 급여와 상각비등 고정비 존재하고 TV 광고 축소 등 고정비성 비용 절감할 사업계획을 고려했을 때 성장국면에서 수익성이 개선되는 레버리지효과가 기대된다.

타인자본 및 기타 금융상품 등 영업외단에서도 별도 특이사항 없어 당기순이익 훼손도 크지 않은 재무구조다. 당기순이익이 중요한 이유는 후술할 기업가치재 고계획의 주주환원재원 기준이 전년도 **당기순이익의 50%** 수준이기 때문이다.

도표 4. 삼성코퍼레이션 실적 추이 및 전망(별도)

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	117.4	177.9	220.4	279.3	337.7	420.7
YoY(%)	139.9	51.6	23.9	26.7	20.9	24.6
의류	97.1	160.5	209.2	271.7	331.0	415.0
모바일	20.3	17.4	11.2	7.7	6.7	5.7
매출원가	43.4	57.2	67.8	83.2	99.5	123.1
매출총이익	74.0	120.7	152.6	196.1	238.2	297.6
판관비	57.7	88.5	116.6	151.1	180.4	223.7
영업이익	16.2	32.2	36.1	45.0	57.7	73.9
YoY(%)	1300.5	98.5	11.8	24.8	28.4	28.0
OPM	13.8	18.1	16.4	16.1	17.1	17.6
영업외손익	(0.7)	(2.6)	0.9	0.7	0.8	0.7
세전이익	15.6	29.6	37.0	45.7	58.5	74.6
법인세비용	0.5	5.4	7.7	9.4	11.7	15.0
당기순이익	15.1	24.2	29.3	36.2	46.8	59.7

자료: 삼성코퍼레이션, 유진투자증권

Snow peak 의 글로벌 구글 트렌드 추이도 견조하게 유지되고 있다. 지역별로 구분했을 때 기대감이 높은 홍콩, 대만 등 중화권의 트렌드가 강세다. 해외 수출분 실적을 고려했을 때 연간 20%이상 성장은 무난하게 달성 가능할 것으로 전망한다.

도표 5. Snowpeak 구글트렌드 추이

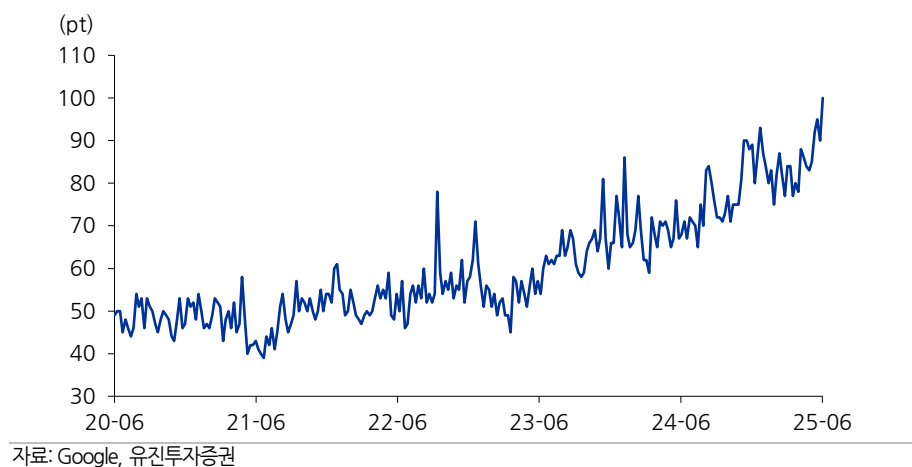
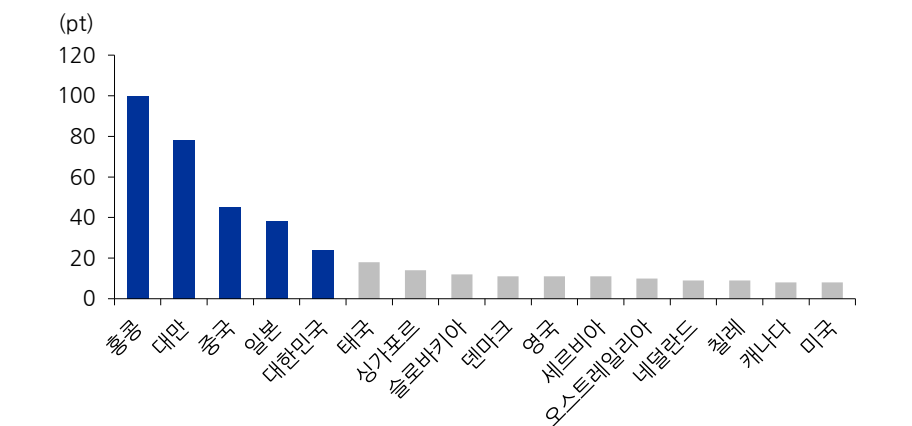


도표 6. Snowpeak 지역별 구글트렌드 지표



Snow peak 외형 확장에 필수적 역할 담당

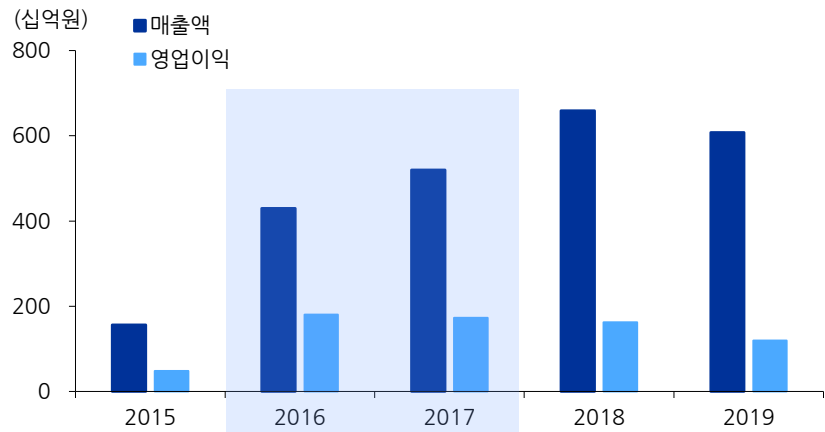
스노우피크 재팬의 외형확장 전략에 동사 역할 필수적

작년 4 월 사모펀드 베인 캐피탈의 Snow peak Japan 인수가 있었다. 공개매수 방식으로 약 3 천억원을 인수비용으로 지불, 현재는 자발적 상장폐지가 완료된 상태다. 베인 캐피탈은 과거에도 브랜드가치가 유망하거나 외형성장과 수익성 개선이 이뤄질 수 있을 것으로 보이는 기업을 인수 후 실질적인 기업가치를 상승시켜 매각하는 투자전략을 구사해왔다(카버코리아, 휴젤, 클래시스등, 도표 8, 9, 10 참고). Snow peak Japan 투자도 같은 방식이 적용될 것이라고 보는 것이 합리적이다.

고가의 캠핑장비를 판매하는 브랜드 특성상 단기간의 외형성장에 어려움이 있을 수 있다. 캠핑은 매니악한 취미고 장비의 구입에 높은 구매력이 필요하기 때문이다. 국내에서 이미 어패럴로 스노우피크의 브랜드 로열티를 성공적으로 구축한 동사의 역할이 필수적인 이유다. 의류는 캠핑장비보다 상대적으로 가격접근성이 좋고 소모 주기가 짧아 외형성장에 더 유리한 조건을 갖추고 있다.

베인캐피탈의 과거 투자 사례들을 봤을 때(투자기간마다 다르지만) 인수 후 1 년 이 지난 시점에 투자회사의 매출액과 이익이 크게 증가했었고, 공교롭게도 올해 는 Snow peak Japan 을 인수한지 1 년이 지난 시점이다. **본격적인 외형성장이 시작될 원년**이며 지난해와 올해 1 분기 큰 폭으로 증가한 동사 수출금액이 이를 증명한다.

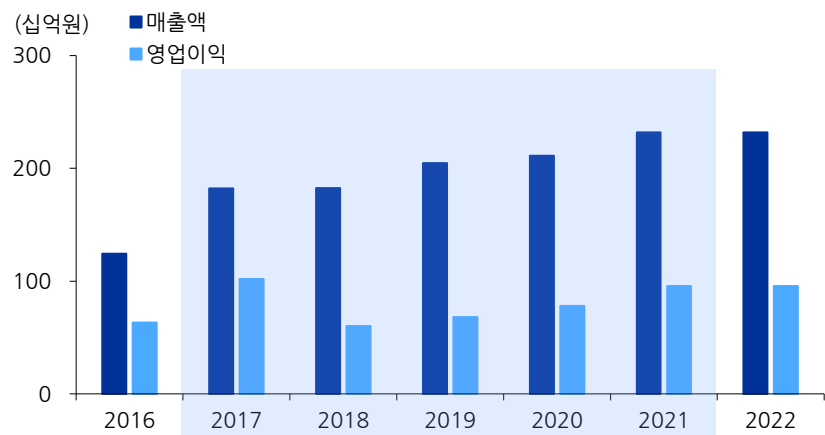
도표 7. 카버코리아 실적 추이



자료: 유진투자증권

*주) 베인캐피탈의 투자기간은 음영처리

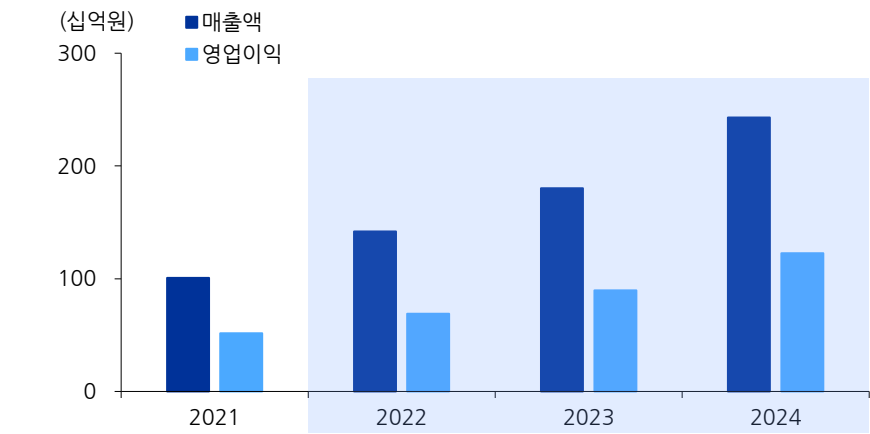
도표 8. 휴젤 실적 추이



자료: 유진투자증권

*주) 베인캐피탈의 투자기간은 음영처리

도표 9. 클래스시스 실적 추이



자료: 유진투자증권

*주) 베인캐피탈의 투자기간은 음영처리

Snow peak Japan 도 어패럴 제품을 일부 판매하고 있다. 다만 감성코퍼레이션이 국내 시장을 기반으로 중화권까지 구축한 어패럴 브랜드의 가치는 대체 불가능하다고 판단한다. 그간 제품을 직접 디자인하고 OEM 으로 제품을 생산해왔는데 동사의 디자인 능력은 그간의 국내성장 및 면세점 중화권 고객의 반응으로 이미 확인된 부가가치기 때문이다. 비록 베인캐피탈의 투자가 볼트온 전략까지 이어 지지는 않았지만 베인캐피탈 입장에서 동사가 구축해 놓은 어패럴 브랜딩 파워 와 사업구조는 외형성장에 활용하기에 매력적인 선택지다.

도표 10. 감성코퍼레이션 제품 라인업



자료: 감성코퍼레이션, 유진투자증권

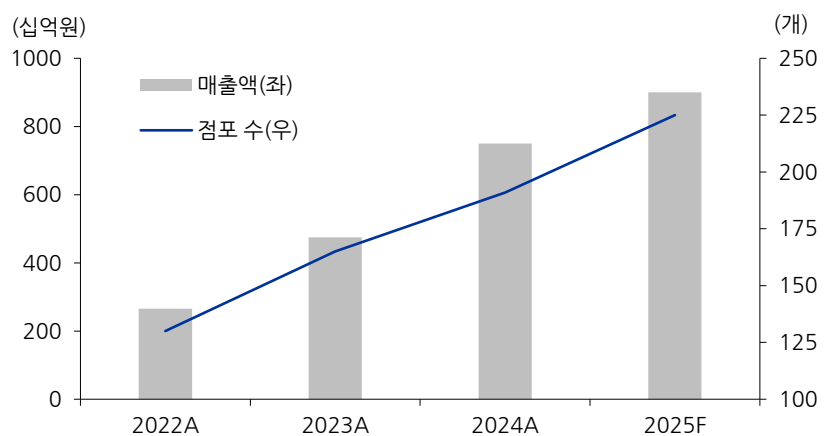
진행중인 일본, 대만에 이어 중화권 확장 기대감까지

최근 가파른 주가상승은 중국 진출 모멘텀에 대한 시장기대치를 반영하고 있는 것으로 보인다. 진출에 대한 공식적인 청사진은 공유된 바 없지만 국내 브랜드 중 **코오롱스포츠의 중국 진출 사례와 국내 초기 출점 흐름등을 고려해 추정해 볼 수 있을 것이다.**

코오롱스포츠는 2016 년 중국 시장에 진출했고 초기에 급격하게 오프라인 채널을 증가시켰다 2022 년 130 개 수준으로 축소시킨 뒤 연간 30 개 내외의 출점으로 2024 년 말 기준 191 개의 오프라인채널을 갖추고 있다. 동기간 매출액도 크게 늘며 점포당 매출액도 40 억원 수준으로 증가했다. 스노우피크 어패럴의 국내 출점도 비슷한 수준으로 진행됐다. 2020 년 42 개에서초기 연간 40 개 내외의 출점으로 2022 년 130 개를 달성했고 출점 성장률이 둔화되는 국면에 점포당 연간 매출은 꾸준히 증가해 10 억원 이상을 기록했다.

이를 고려해 보수적으로 연간 30 개 수준의 출점을 가정해볼 수 있으며 점포당 매출액 성장률을 고려한 2027 년 연간 중국 매출은 약 3 천억원을 전망한다. 이 경우 감성코퍼레이션이 인식할 매출액은 절반인 1,500 억원을 예상할 수 있으며 30%의 마진률을 적용했을 때 추가되는 영업이익은 450 억원 수준이다. 보수적인 추정 하에서도 진출 3 년차에 2025 년 연간 영업이익이 중국시장에서만 창출된다. 성장률과 규모 면에서 압도적인 시장이다.

도표 11. 코오롱스포츠의 중국 점포수와 매출 추이



자료: 연론 종합, 유진투자증권

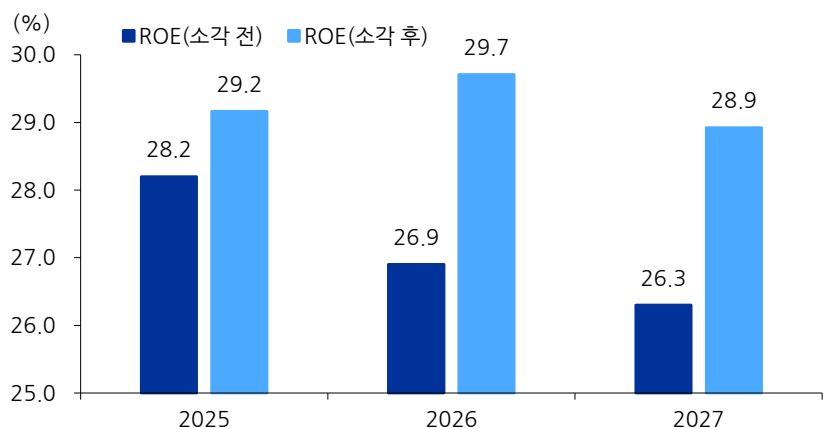
성장국면에서 ROE 를 극대화할 기업가치 재고 계획

전년도 당기순이익의 50%를 주주환원 재원으로 활용

중소형사 중 최고 수준의 주주환원이다. 기술했다시피 건전한 재무구조로 인해 영업이익이 크게 훼손되지 않는 비용구조를 가지고 있는 상황에 전년도 당기순이익의 절반을 주주환원 재원으로 활용하는 것은 회사가 창출하는 영업가치를 극대화한다. 이미 올해 73 억원의 자사주 매입소각을 완료했으며 전년도 당기순이익을 고려한 주주환원재원은 최소 146 억원이라 하반기 중으로 최소 73 억원의 두차례 매입소각이 예정돼있다. 매입소각은 한번에 큰 규모로 진행하는 것보다 꾸준히 반복적으로 진행하는 것이 효과가 더 좋기 때문에 회사의 환원에 대한 이해도도 높은 것으로 보인다.

올해가 해외진출의 원년이고, 회사는 성장국면에 있다. 증가하는 EPS(분자증가)에 매입소각이 반복적으로 곁들여 진다면 자본의 감소(분모감소)까지 이뤄져 ROE 가 극대화될 전망이다. 중장기적 실적 추정치 및 향후 주주환원이 모두 매입소각으로 이뤄진다는 가정 하에 개선되는 ROE 는 올해부터 향후 3 개년간 각각 1%p, 2.8%p, 2.7%p 다.

도표 12. 매입소각 시나리오 전/후 ROE



자료: 유진투자증권

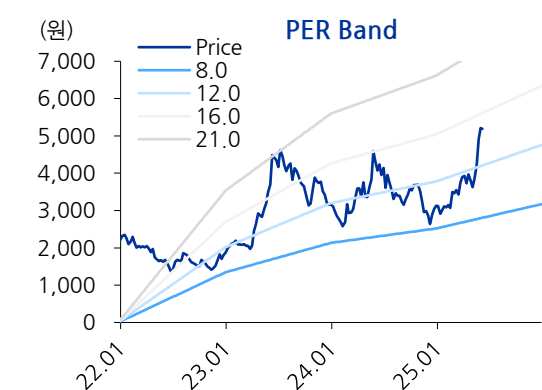
해외진출 확대 시 밸류에이션 리레이팅도 기대

현재 주가는 2025 년 실적 기준 PER15 배 수준

높은 성장세에도 매출이 내수에 한정되면 소비재는 높은 멀티플을 부여받기 어렵다. 하지만 해외진출을 성공했을 때 밸류에이션 리레이팅을 받았던 과거 사례들에 주목해 감성코퍼레이션이 그 흐름의 초입에 있다고 판단한다.

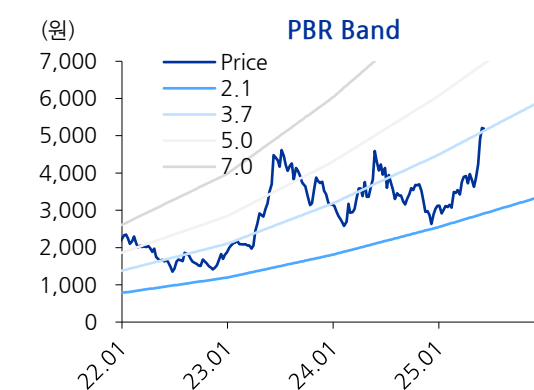
F&F 는 MLB 와 디스커버리 라이선싱으로 어패럴 사업을 하고 있다. 2020 년 MLB 의 중국 매출이 본격 확대되며 12MF PER 기준 20 배 이상 평가받은 바 있다. 텍시믹스도 중국진출이 가시화되며 지난해 하반기 약 17 배의 멀티플로 평가된 점을 고려하면 감성코퍼레이션의 현재 주가 수준은 중화권 및 일본, 대만 등 해외진출 모멘텀을 반영하기 시작한 단계라고 판단한다. 높은 주주환원을 및 건전한 재무구조 등을 추가적인 밸류에이션 프리미엄을 위한 요건도 갖추고 있다. 다만 가장 중요한것은 시장의 기대만큼 해외 진출이 순탄하게 이뤄지느냐다. 검증의 시험대는 시작됐고, 성공적으로 증명해낸다면 폭발적인 주가상승이 기대된다.

도표 13. 감성코퍼레이션 PER 밴드



자료: 유진투자증권

도표 14. 감성코퍼레이션 PBR 밴드



자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)