

감성코퍼레이션 (036620/KQ)

본격적인 중국 시장 침투 시작

의류: 형권훈 / kh.hyung@sk.co.kr / 3773-9997

- Signal:** 1분기 국내 실적 고성장, 중국 매출 기여도 상승
- Key:** 올해 본격적인 중국 사업 확장 시작, 수출 실적 기여도 상승 전망
- Step:** 의류 섹터 내 Top-pick 의견, 매수 추천

매수(유지)

목표주가: 8,100 원(상향)
 현재주가: 5,800 원
 상승여력: 39.7%

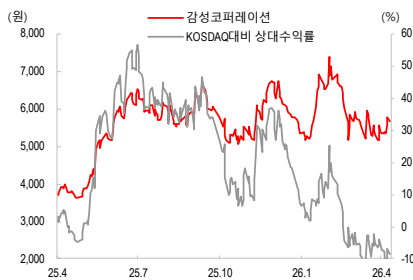
STOCK DATA

주가(26/04/21)	5,800 원
KOSDAQ	1,174.85 pt
52주 최고가	7,370 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	9,050 만주
시가총액	514 십억원
주요주주	
김호선(외 4)	29.74%
자사주	0.71%
외국인 지분율	16.42%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	306	362	411
영업이익	십억원	58	73	78
순이익(지배주주)	십억원	46	57	60
EPS	원	503	631	665
PER	배	11.3	9.0	8.5
PBR	배	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	배	7.7	6.2	5.7
ROE	%	31.4	33.5	30.2
배당성향	%	50.7	50.7	50.7

1분기 실적 호조 예상

동사의 1분기 실적은 매출액 574 억 원(+23.1% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 92 억 원(+34.4%, OPM 16.0%) 기록한 것으로 보는데, 어패럴 매출이 +24.4% 성장해 실적을 견인했을 것이다. 1~2 월 누적 기준 국내 의류 소매판매 금액이 +12.1% 성장해 소비 업황이 좋았고, 2 월까지 한파가 이어지며 F/W 시즌 상품을 중심으로 판매 호조를 보였을 것이다. 영업이익률은 16.0% 예상하며, 전년 동기 대비 1.3%p 개선될 것이다. 어패럴 타라인 성장에 따른 영업 레버리지 효과와, 국내 대비 수익성이 높은 수출 매출 비중이 증가한 영향이다.

중국 실적 기여도가 높아진다

올해부터 중국향 수출 실적의 기여도가 크게 증가할 것으로 전망한다. 동사는 작년 수출 매출액 78 억 원 기록해 어패럴 사업 내 비중이 3%에 불과했다. 올해는 중국 오프라인 매장 출점이 본격화됨에 따라 수출 매출액 327 억 원 기록해 매출 비중이 11%까지 증가할 것으로 전망한다. 수출은 홀세일 방식으로 현지에서 필요로 하는 제품을 수출하면 즉시 매출로 인식한다. 현지 사업 운영과 관련 비용 지출이 파트너사인 비인러 편의 뒤편이기 때문에 감성코퍼레이션 입장에서는 현지 사업과 관련한 비용이 들지 않아 영업이익 기준 국내 사업 대비 수익성이 높다. 이에 따라 올해 연간 OPM 19.4%로 전년 대비 1.1%p 개선될 것으로 전망한다.

의류 업종 Top-pick 관점 유지

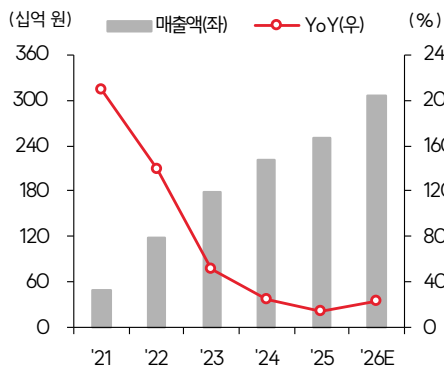
감성코퍼레이션에 대해 섹터 내 Top-pick 관점을 유지한다. 국내 사업의 안정적인 이익 체력에 올해 중국 사업 실적이 실적의 상방 요인으로 작용할 것이다. 실적 잠재력에 비해 동사의 주가는 당사의 추정치 기준 12MF PER 은 11 배의 부담 없는 멀티플에 거래되고 있다. 당사는 감성코퍼레이션의 적정 멀티플로 15 배를 부여했는데, 과거 F&F 와 미스토홀딩스의 해외 수출 사례를 근거로 15 배 멀티플을 적용하는 데 무리가 없다고 판단한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS 를 기준 대비 5.5% 상향 적용함에 따라 기존 7,700 원에서 8,100 원으로 상향한다.

1. 기업 개요

감성코퍼레이션은 일본의 럭셔리 캠핑장비 전문 브랜드인 'Snowpeak(이하 스노우 피크)'로부터 브랜드 사용권 및 의류 사업권을 라이선스해 '스노우피크 어패럴' 브랜드를 운영하고 있다. 기존 아웃도어 브랜드와 달리 캠핑이 주는 감성을 녹여낸 소재와 컬러감을 토대로 국내 캐주얼 아웃도어 시장 점유율을 빠르게 늘려가고 있다.

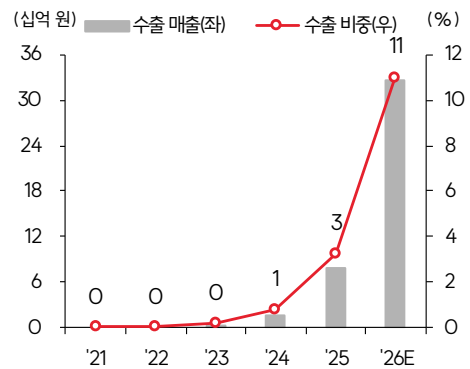
동사의 매출은 최근 5년 간 매우 빠르게 성장해 왔다. '21년 358억 원이었던 어패럴 매출이 '25년 2,415억 원까지 성장해 CAGR +61%를 기록했다. 스노우피크 어패럴은 지금껏 국내 사업을 중심으로 실적이 성장해왔으며, 작년 연간 기준으로 어패럴 매출의 97%가 국내에서 나왔다.

감성코퍼레이션 연도별 매출 추이



자료: 감성코퍼레이션, SK 증권

감성코퍼레이션 내수/수출 매출 비중 ('25)



자료: 감성코퍼레이션, SK 증권

동사는 국내뿐만 아니라 중국으로의 지역 확장을 시도 중이다. 이미 일본의 스노우 피크 본사로부터 중국 사업 라이선스를 취득했으며, '23년 말 상하이 타이구리 백화점에 1호점 플래그십 매장을 오픈했다. 중국 사업의 파트너사는 현지 프리미엄 골프웨어 브랜드를 운영하는 'BIEMFLDLKK(이하 비인러펀)'이다. 중국에서의 사업 확장 속도가 '23년 말 당시 예상했던 것보다 다소 늦어졌지만, 올해 추가 매장 입점을 통해 중국 사업에 다시 속도감이 붙고 있다.

비인러펀과의 지분 관계는 없으며, 동사는 물건의 홀세일 공급과 브랜드 마케팅을 담당하고, 비인러펀은 현지 물류, 유통, 마케팅을 담당한다. 따라서 동사는 중국에 수출한 제품에 대해 매출을 인식하게 된다.

2. 실적 추정 및 밸류에이션

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	'24	'25	'26E
매출액	46,677	53,624	45,909	104,184	57,444	63,118	65,400	120,228	220,397	250,394	306,190
의류	44,591	51,680	43,451	101,808	55,463	61,271	63,065	117,971	209,218	241,530	297,770
모바일	2,085	1,945	2,458	2,376	1,981	1,847	2,335	2,257	11,178	8,864	8,420
영업이익	6,847	8,742	6,201	22,839	9,202	12,463	11,761	24,747	36,053	44,629	58,173
/OPM	15	16	14	22	16	20	18	21	16	18	19
의류	6,837	8,679	5,913	22,680	9,118	12,404	11,610	24,610	35,573	44,110	57,742
모바일	9	63	287	159	84	59	151	137	481	519	431
YoY %											
매출액	26	7	7	16	23	18	42	15	24	14	22
영업이익	48	-13	23	40	34	43	90	8	11	24	30

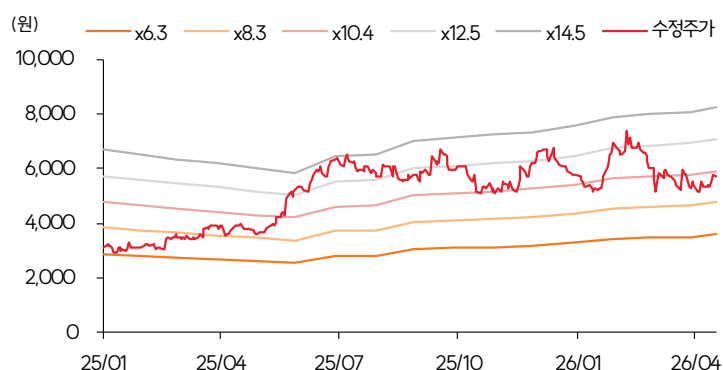
자료: 삼성코퍼레이션, SK 증권

삼성코퍼레이션 목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	내용	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	49.4	
상장주식 수	주	(B)	90,503,771	
12MF EPS	원	(C)	545	(A)/(B)
Target PER	배	(D)	15	
목표주가	원	(E)	8,100	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	5,800	
주가 업사이드	%	(G)	39.7	(E)/(F)-1

자료: SK 증권

삼성코퍼레이션 수정주가 및 12MF PER 밴드차트



자료: Quantwise, SK 증권

3. 투자 포인트

동사의 투자포인트는 본격적인 중국 사업 확장에 따른 수출 매출 증가다. 동사는 제품을 도매가로 중국에 수출하면 곧바로 매출로 인식하며, 일반적으로 최종 소비자가 고객인 B2C 사업에 비해 GPM 은 낮은 반면, 판관비가 크게 절감되기 때문에 OPM 은 더 높다. 도매 사업이기 때문에 절대적인 매출 볼륨은 크지 않아도, 수익성이 좋아 이익 기여도는 높다.

최근까지 '23 년 말 상하이 타이구리 백화점에 입점한 1 개 매장만을 운영하고 있었지만, 올해 4 월부터 본격적으로 오프라인 매장을 늘려 나갈 계획이다. 4 월에 광저우 UC 점을 오픈했으며, 추후 광저우 타이구리 백화점과 충칭, 샤먼 등 1 선 도시 및 신 1 선 도시의 핵심 상권 위주로 매장을 추가할 계획이다. 동사는 매장 수를 공격적으로 늘리기보다는 매장 당 매출 규모를 크게 가져가는 전략을 택했다. 프리미엄 아웃도어 브랜드를 지향하는 바, 주요 도시와 상권 위주로 입점해 구매력이 높은 소비자 중심으로 접점을 만들고, 프리미엄 브랜드의 이미지를 가져가기 위함이다.

스노우피크 어패럴 상하이 타이구리점 전경



자료: 감성코퍼레이션, SK 증권

스노우피크 어패럴 광저우 UC 점 전경



자료: 감성코퍼레이션, SK 증권

현지 유통사의 역량은 우수하다고 평가한다. 비인러펀은 골프웨어 브랜드를 운영하고 있는데, 럭셔리 가격대에 포지셔닝 해 있다. 폴로 티셔츠를 14 만 원, 셔츠를 20 만 원에 판매할 정도로 중국 1인당 GDP 를 감안하면 상당히 고가의 브랜드다. 이미 럭셔리 세그먼트에서 20 년 넘게 브랜드를 운영해온 경험이 있기 때문에 럭셔리 아웃도어 브랜드를 지향하는 스노우피크 어패럴과 결이 잘 맞는다.

또한 비인러펀은 현지 주요 상권에 1,000 개가 넘는 오프라인 매장을 운영하고 있다. 스노우피크 어패럴의 지향점이 럭셔리 아웃도인 만큼, 경제력이 높은 주요 도시의 백화점이나 대형 복합쇼핑몰 같은 주요 상권에 매장을 운영하는 것이 필수적인데, 비이러펀의 유통 네트워크로 좋은 위치에 수월하게 입점할 수 있을 것이다.

에이유브랜즈 중국 파트너사 개요 및 JV 내 역할	
구분	비인러펀 (Biemlofen)
개요	2003년 설립, 광저우 기반 중국 골프웨어 1위, 선전 증시 상장사
규모	연매출 7,800억 원, 순이익 1,520억 원, 중국 내 1,300+ 매장
포트폴리오	Biemlofen(자체), CERRUTI 1881, KENT & CURWEN, CARNAVAL DE VENISE
JV 내 역할	스노우피크 어패럴 중국 내 독점 유통 및 매장 운영
핵심 기여	프리미엄 유통 인프라 + 국가대표급 브랜드 신뢰: 상하이 첸탄 타이구리 1호점, 광저우 UC점 700㎡ 대형 플래그십 확보, 충칭·샤먼 등 1~신1선 도시 300㎡ 이상 대형 매장 순차 확대 예정. 중국 국가대표팀 12년 공식 파트너로 축적된 프리미엄·신뢰 브랜드 자산 이식 가능

자료: 에이유브랜즈, SK 증권

동사는 올해 연말 기준 중국 매장 목표치로 30 개 매장을 제시했는데, 입점 초기에는 우선 1선 대도시의 럭셔리 백화점이나 대형 쇼핑몰을 중심으로 매장을 오픈할 계획인데, 대형 플래그십 매장들을 오픈해 브랜드 인지도를 확보한 뒤 중형 매장들은 그 후에 본격적으로 오픈한다는 전략이다.

본격적인 마케팅 활동과 온라인 판매도 시작할 예정이다. 기존에 운영 중이던 상하이 타이구리 매장의 연 매출이 약 40 억 원 수준인 것으로 파악되는데, 별도의 현지 마케팅 없이 달성한 매출인 만큼, 매장 수가 많아지고 마케팅 활동이 본격화되면 그 이상의 점포당 매출도 충분히 달성 가능하다. 동사는 광저우에 오프라인 매장이 열리는 시점인 4 월에 맞춰 마케팅과 온라인 판매(티몰 입점 등)를 시작할 계획이다.

당사는 올해 감성코퍼레이션의 수출 매출을 279 억 원으로 추정하며, 영업이익에는 84 억 원 기여할 것으로 본다. 점포당 평균 연매출을 30 억 원으로 가정했는데 현재 운영 중인 상하이 타이구리 매장의 작년 매출이 약 40 억 원 수준 기록했고, 올해 출점하는 매장 역시 주요 도시의 주요 상권에 입점하는 점을 감안하면 무리가 없는 수치라고 판단한다. 오히려 상하이 매장의 작년 매출이 여타 마케팅이나 온라인 판매 없이 달성한 것임을 감안하면, 본격적인 출점과 마케팅이 시작되는 올해 점포당 매출의 추가적인 업사이드를 기대해볼 수 있다.

4. 중국에서의 브랜드 인지도 관련

스노우피크 어패럴이라는 브랜드가 중국 소비자들 사이에서 얼마나 인지도가 있는지, 그래서 결국 중국 패션 시장에 안정적으로 자리잡을 수 있을지에 대한 시장 참여자들의 질문을 많이 받고 있다. 아직 단서가 충분하지 않고, 패션업에 정해진 성공 공식이 없기 때문에 이러한 의문이 드는 게 자연스럽다.

하지만 최소한 이러한 의문을 덜어줄 만한 포인트가 존재한다. 우선 스노우피크 어패럴의 광고모델이 BTS 멤버인 '뷔'라는 점이다. 뷔는 BTS 멤버 중에서도 중국 내에서 가장 인기가 많다. 뷔의 중국 팬사이트에서 구매한 앨범 공동구매 매출은 '22년 자료 기준 역대 1~3위를 모두 석권했다. 마침 BTS가 군 전역 이후 올해 새로운 앨범 'ARIRANG'으로 활동 중이므로 뷔의 광고모델 효과는 더욱 커질 것으로 전망한다. 유명 스타를 광고모델로 사용하는 것이 브랜드의 성공을 결정하진 않지만, 현재 기준 스노우피크 어패럴의 다소 부족한 현지 브랜드 인지도를 빠르게 끌어올려줄 만한 요소인 것은 분명하다. 이미 상하이 매장을 통해 광고모델의 효과를 체감한 바 있다.

또한 기존 매장의 매출 규모에서도 힌트를 얻을 수 있다. 상하이 타이구리 매장의 작년 연간 매출은 약 40억 원 수준으로 파악된다. 과거 중국에 진출한 타 브랜드의 경우 플래그십 매장임에도 연 10억 원 미만의 매출을 기록한 사례가 있었고, 1,000개가 넘는 매장을 운영 중인 국내 F사의 M 브랜드의 경우 매장당 평균 연 12억 원의 매출을 기록하고 있음을 고려하면 스노우피크 어패럴의 매출 규모는 고무적이다. 타 브랜드의 사례와 달리 현지 마케팅이 전무한 상황에서 기록한 매출이라는 점도 고려해야 한다.

K팝 아이돌별 중국 팬사이트 앨범 공동 구매 매출 순위

순위	아티스트명	발매일	총 매출			판매량	앨범명	소속 그룹
			Total Sales (CNY)	Total Sales (USD)	Total Sales (KRW)			
1	V	2020.2.21	31,551,100	4,679,028	6,117,811,927	230,300	MAP OF THE SOUL:7	BTS
2	V	2022.6.10	26,386,753	3,913,155	5,116,436,293	167,865	PROOF	BTS
3	V	2019.4.12	21,470,400	3,184,060	4,163,147,060	170,400	MAP OF THE SOUL:PERSONA	BTS
4	JUNGKOOK	2019.4.12	20,941,200	3,105,580	4,060,534,280	166,200	MAP OF THE SOUL:PERSONA	BTS
5	KARINA	2022.7.8	20,873,228	3,095,500	4,047,354,452	335,000	Girls	aespa
6	HYUNJIN	2022.10.7	19,372,331	2,872,917	3,756,327,821	349,119	MAXIDENT	Stray Kids
7	WONYOUNG	2022.8.22	16,735,877	2,481,930	3,245,114,904	300,229	After LIKE	IVE
8	JUNGKOOK	2020.2.21	15,218,600	2,256,918	2,950,912,334	115,118	MAP OF THE SOUL:7	BTS
9	ROSÉ	2022.9.16	15,150,328	2,246,794	2,937,674,435	218,992	BORN PINK	BLACKPINK
10	LISA	2020.10.2	14,461,516	2,144,643	2,804,112,459	133,532	THE ALBUM	BLACKPINK

자료: KPOPCHARTS(2022), SK 증권

BTS 복귀 이후 중국에서도 4주 연속 'ARIRANG' 앨범 1위 기록



자료: 한타차트, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	127	134	153	183	214
현금및현금성자산	27	33	27	34	45
매출채권 및 기타채권	34	33	41	48	55
재고자산	60	63	78	92	104
비유동자산	27	50	57	64	69
장기금융자산	3	25	30	35	40
유형자산	9	9	11	12	12
무형자산	3	3	3	3	3
자산총계	154	185	210	246	283
유동부채	28	39	46	53	60
단기금융부채	3	13	16	19	22
매입채무 및 기타채무	11	11	13	15	17
단기충당부채	2	3	3	4	5
비유동부채	13	12	8	9	9
장기금융부채	6	4	4	4	4
장기매입채무 및 기타채무	5	5	5	5	5
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	42	51	54	62	69
지배주주지분	112	134	156	184	214
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	37	38	38	38	38
기타자본구성요소	-0	-2	-2	-2	-2
자기주식	0	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	48	70	93	121	150
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	112	134	156	184	214
부채와자본총계	154	185	210	246	283

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	6	39	35	47	53
당기순이익(손실)	29	35	46	57	60
비현금성항목등	14	17	22	26	28
유형자산감가상각비	6	6	7	8	8
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	9	11	15	18	19
운전자본감소(증가)	-30	-5	-18	-18	-15
매출채권및기타채권의감소(증가)	-12	1	-7	-7	-7
재고자산의감소(증가)	-21	-3	-14	-14	-12
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	-0	2	2	2
기타	-16	-17	-27	-34	-35
법인세납부	-8	-8	-12	-15	-16
투자활동현금흐름	-3	-26	-14	-14	-14
금융자산의감소(증가)	1	1	-0	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-6	-2	-9	-9	-9
무형자산의감소(증가)	-0	-0	0	0	0
기타	2	-25	-5	-5	-5
재무활동현금흐름	-3	-7	-20	-26	-28
단기금융부채의증가(감소)	0	10	3	3	3
장기금융부채의증가(감소)	-3	-3	0	0	0
자본의증가(감소)	8	2	0	0	0
배당금지급	0	0	-23	-29	-31
기타	-8	-16	0	0	0
현금의 증가(감소)	-0	6	-6	7	11
기초현금	27	27	33	27	34
기말현금	27	33	27	34	45
FCF	-0	37	26	38	44

자료 : 삼성코퍼레이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	220	250	306	362	411
매출원가	68	77	102	136	154
매출총이익	153	173	204	227	257
매출총이익률(%)	69.2	69.2	66.7	62.6	62.6
판매비와 관리비	117	128	146	153	179
영업이익	36	45	58	73	78
영업이익률(%)	16.4	17.8	19.0	20.3	19.1
비영업손익	1	-4	-1	-1	-2
순금융손익	-0	1	-3	-3	-3
외환관련손익	0	-1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	37	41	58	72	76
세전계속사업이익률(%)	16.7	16.4	18.8	19.9	18.5
계속사업법인세	8	8	12	15	16
계속사업이익	29	35	46	57	60
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	29	35	46	57	60
순이익률(%)	13.3	14.2	14.9	15.8	14.6
지배주주	29	35	46	57	60
지배주주귀속 순이익률(%)	13.3	14.2	14.9	15.8	14.6
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	28	35	46	57	60
지배주주	28	35	46	57	60
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	42	51	65	81	87

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	23.9	13.5	22.4	18.3	13.5
영업이익	11.8	23.8	30.3	26.2	6.8
세전계속사업이익	23.8	11.6	40.3	25.4	5.3
EBITDA	13.1	21.1	29.3	24.4	6.7
EPS	18.2	24.3	28.5	25.4	5.3
수익성 (%)					
ROA	21.8	20.9	23.0	25.0	22.7
ROE	30.7	28.7	31.4	33.5	30.2
EBITDA마진	19.0	20.2	21.4	22.5	21.1
안정성 (%)					
유동비율	447.5	345.9	331.7	342.3	358.5
부채비율	37.2	38.0	34.5	33.6	32.2
순차입금/자기자본	-18.8	-11.7	-4.5	-5.8	-9.1
EBITDA/이자비용(배)	39.6	98.4	16.0	17.2	16.3
배당성향	0.0	0.0	50.7	50.7	50.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	315	391	503	631	665
BPS	1,210	1,499	1,747	2,057	2,385
CFPS	377	458	584	719	758
주당 현금배당금	0	0	257	322	340
Valuation지표 (배)					
PER	9.8	14.7	11.3	9.0	8.5
PBR	2.5	3.8	3.3	2.8	2.4
PCR	8.2	12.6	9.7	7.9	7.5
EV/EBITDA	6.2	10.0	7.7	6.2	5.7
배당수익률	0.0	0.0	4.5	5.7	6.0

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.04.22	매수	7,900원	6개월		
2026.01.21	매수	7,700원	6개월	-22.87%	-4.29%
2025.11.14	매수	7,300원	6개월	-18.76%	-7.53%
2024.04.22	매수	5,600원	6개월	-24.76%	19.29%



COMPLIANCE NOTICE

작성자(증권사)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의건은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 04 월 22 일 기준)	매수	93.87%	중립	6.13%	매도	0.00%
--	----	--------	----	-------	----	-------