

감성코퍼레이션 (036620/KQ)

돋보이는 성장성과 스토리

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 5,600 원(신규편입)

현재주가: 3,370 원

상승여력: 66.2%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sks.co.kr
3773-9997

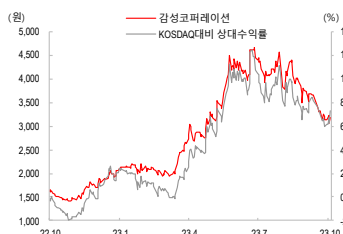
Company Data

발행주식수	9,039 만주
시가총액	288 십억원
주요주주	
김호선(외4)	29.86%
자사주	0.00%

Stock Data

주가(23/10/23)	3,370 원
KOSDAQ	769.25 pt
52주 최고가	4,665 원
52주 최저가	1,415 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



업황 침체 속에 돋보이는 성장력

동사가 전개 중인 캐주얼 아웃도어 의류 브랜드 'Snow Peak 어패럴'은 '20 년 초 런칭 이후 소비자들 사이에서 큰 인기를 얻으며 고 성장 중이다. 의류 소비 업황의 침체가 지속되는 환경에도 동사의 올해 매출액은 1,912 억 원(+63% YoY)를 달성할 것으로 전망한다. 올해 F/W 시즌부터는 고가의 헤비 아우터 제품군이 보강 돼 ASP 상승을 기대하며, 작년에 부족했던 여성 라인업을 대폭 보강해 매출과 이익률의 동반 상승을 전망한다. 국내 오프라인 매장 수도 '22년 138 개에서 '23년 말 170 개까지 증가할 것으로 전망한다.

구체화될 중국 진출 스토리

동사는 올해 초부터 스노우피크 어패럴의 중국 진출을 준비해 왔으며, 현지 파트너사 선정을 이미 완료해 올해 4 분기에 관련 매출 일부를 인식할 것으로 전망한다. 내년부터 본격적인 오프라인 매장 확대와 함께 중국 사업 매출이 성장해 나갈 것이다. 스노우피크 브랜드의 중국 내 인지도는 앞으로 빠르게 올라올 것으로 본다. 코로나 19 를 계기로 중국인들의 캠핑 수요가 급증했고, 스노우피크 본사가 올해 초부터 중국 사업 확장에 적극적으로 나서고 있기 때문이다. 중국 사업 관련 매출액은 보수적으로 추정해 '24년 299 억 원, '25년 884 억원으로 전망하며, 높은 ASP 와 홀세일이라는 사업 특성상 관련 영업이익률은 40%를 상회할 것으로 추정한다.

업종 내 중소형주 Top-Pick 으로 제시

동사에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 5,600 원 제시하며 업종 내 중소형주 Top-Pick 으로 제시한다. 국내 의류 소비 업황이 침체 국면인 와중에도 브랜드가 한창 성장기에 위치하고 있어 업황을 아웃퍼폼 할 수 있을 것으로 전망한다. 또한 이미 중국 진출을 위한 준비를 마쳤고, 내년부터 본격적인 매출 인식이 기대된다는 점을 고려했을 때 동사의 실적 성장 스토리는 당분간 유효할 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	16	49	117	191	275	370
영업이익	십억원	-5	1	16	35	57	86
순이익(지배주주)	십억원	-5	0	15	24	43	66
EPS	원	-73	4	168	267	477	730
PER	배	-9.8	613.8	11.1	12.0	6.7	4.4
PBR	배	2.1	5.9	3.3	3.7	2.4	1.5
EV/EBITDA	배	-12.3	59.1	8.8	7.3	4.6	2.7
ROE	%	-24.2	1.1	37.7	37.6	43.7	43.0

1. Summary

(1) 목표주가 산정 및 투자이견

투자이견 '매수', 목표주가
5,600 원 제시

감성코퍼레이션 목표주가 5,600 원, 투자이견 '매수' 제시하며 커버리지 개시한다. 동사의 목표주가는 12개월 선행 EPS 추정치인 459원에 Peer 그룹의 12개월 선행 PER 멀티플인 12.2배 적용해 산출했다.

(2) 기업 개요

의류와 모바일 사업으로 구성

동사의 사업은 의류 부문과 모바일 부문으로 나뉘는데, 의류 부문은 일본 캠핑장비 브랜드인 Snow Peak의 IP를 라이선스한 Snow Peak 어패럴 브랜드를 운영 중이다. 모바일 부문은 스마트폰 보조 배터리, 충전기 등 모바일 주변기기를 판매하는 Actimon이라는 브랜드를 운영 중이다.

의류 사업 매출이 고성장 하며
매출 비중 대부분을 차지

매출 비중은 의류가 약 83%, 모바일이 17%로 의류 부문이 대부분을 차지하고 있으며, 최근 Snow Peak 어패럴의 국내 매출이 고성장하면서 의류 부문 매출 비중이 크게 증가하는 추세다. 동사는 스노우피크 어패럴의 해외 진출을 준비 중인데, 1Q23 부터 대만 스노우피크 캠핑장비 매장에 일부 어패럴 제품을 수출하고 있으며, 4Q23 부터는 중국 파트너사를 통한 현지 진출이 예정되어 있다.

(3) 투자포인트: 중국 진출 가시화

4분기부터 중국 진출 본격화
전망

동사는 올해 스노우피크 어패럴의 중국 진출을 위한 준비를 지속해 왔으며, 현지 파트너사의 선정까지 완료된 것으로 파악하고 있다. 파트너사가 현지 유통과 마케팅을, 동사가 제품 디자인과 공급을 담당하게 되며, 4분기부터 오프라인 출점과 일부 홈세일 매출이 발생할 것으로 전망한다.

스노우피크의 중국 내 인지도
빠르게 올라올 것

동사는 스노우피크 어패럴의 중국 안착 가능성을 높다고 평가하는데, 앞으로 중국에서 스노우피크의 브랜드 인지도가 매우 빠르게 상승할 것으로 보기 때문이다. 먼저 중국에서 코로나 19를 기점으로 캠핑 인구와 캠핑산업 규모가 급성장했다. 과거 일본과 한국의 캠핑산업 성장 사례를 보면 개인의 소득 수준의 증가가 캠핑 산업의 성장 단계 돌입 시점과 밀접한 관련이 있었으나, 이번 중국에서의 캠핑산업 고 성장

사례에서는 코로나 19 팬데믹으로 캠핑 산업의 성장 단계 돌입 시점이 앞당겨졌다고 판단한다. 중국 캠핑산업 규모는 코로나 19 이전인 '19 년 54.5 억 위안에서 '22 년 164.4 억 위안으로 3년 사이에 3배 가까이 성장했다.

비어있는 중국 프리미엄 캠핑 시장 공략

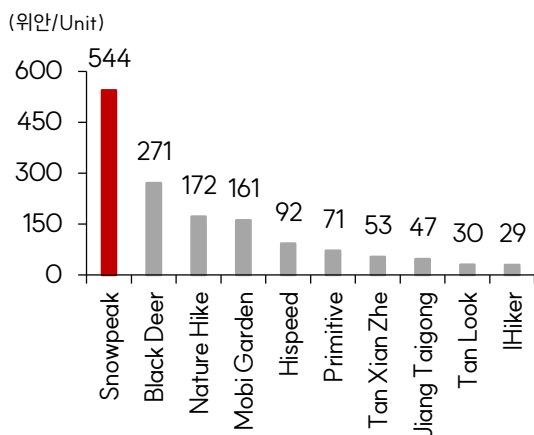
또한 스노우피크 캠핑장비는 하이엔드 프리미엄 시장에 포지셔닝한 브랜드인데, 현재 중국 내 캠핑장비 산업은 주로 저가 브랜드 중심으로 구성되어 있어 프리미엄 시장이 비어 있는 상태다. 따라서 스노우피크 오리지널 IP 의 중국 시장 침투가 매우 수월할 것으로 전망한다.

스노우피크 캠핑장비와 어패럴 간의 상승 효과 기대

추가적으로 스노우피크 오리지널 IP 의 중국 진출이 올해 초부터 본격화되면서 어패럴과의 상승 작용이 있을 것으로 전망한다. 스노우피크 본사는 올해 3 월 쯤저우 매장을 시작으로 10 월 현재 10 개 매장을 운영 중이다. 당사는 앞으로도 스노우피크 본사가 중국 진출에 매우 적극적으로 나설 것이라고 전망하는데, 스노우피크 본사의 주요 매출 국가인 일본, 미국, 유럽의 캠핑 산업이 이미 성숙기에 진입한 반면, 중국은 경제 규모와 성장성 측면에서 스노우피크 본사의 차기 성장 동력으로써 매력도가 높기 때문이다.

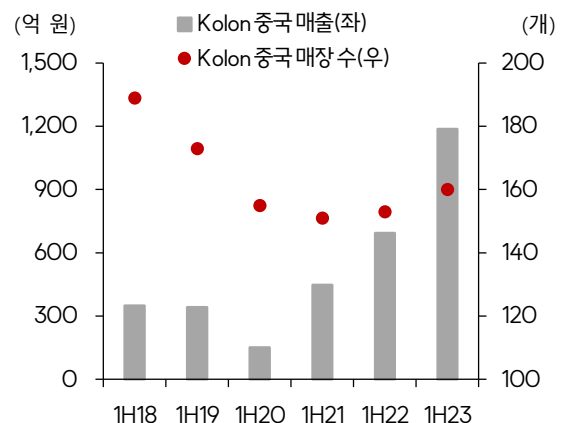
오리지널 IP 의 브랜드 가치 상승이 전망된다는 점은, 해당 IP 에서 파생된 어패럴 브랜드를 운영하는 동사 입장에서 중국 진출의 성공 가능성을 높이는 매우 중요한 요인이다. 또한 스노우피크 캠핑장비는 중국 내에서 캠핑 체험, 팝업 스토어 등 여러 행사를 진행하고 있는데, 여기서 스노우피크 어패럴의 제품을 홍보하는 등 오리지널 IP 와의 시너지도 기대할 수 있다.

중국 주요 캠핑장비 브랜드별 ASP



자료: Tmall, SK 증권 추정

코오롱스포츠 중국 법인 매출 및 매장 수



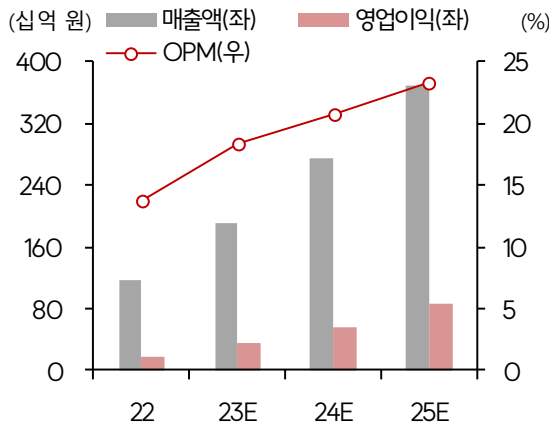
자료: 전자공시시스템, Anta Sports, SK 증권

1. 전사 실적 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	15,904	25,576	23,707	52,214	31,117	40,065	31,388	88,600	117,401	191,170	274,862	370,162
의류	12,089	21,692	17,793	45,535	25,922	35,676	27,350	84,649	97,108	173,597	259,846	355,447
모바일	3,815	3,884	5,914	6,680	5,195	4,389	4,038	3,951	20,293	17,573	15,016	14,715
매출총이익	9,346	16,345	14,036	34,267	20,288	27,572	20,919	64,327	73,994	133,106	193,277	257,811
의류	8,682	15,684	12,896	33,931	19,032	26,540	20,142	63,589	71,192	129,303	190,677	255,345
모바일	664	661	1,616	1,959	1,256	1,032	777	738	4,900	3,803	2,600	2,467
영업이익	685	3,388	2,204	9,971	4,473	7,726	4,833	18,026	16,248	35,059	56,959	86,259
의류	339	3,083	1,249	8,710	3,518	7,143	4,360	17,580	13,382	32,601	55,396	84,777
모바일	345	305	955	1,260	955	583	473	447	2,866	2,458	1,563	1,481
영업이익률	4	13	9	19	14	19	15	20	14	18	21	23
의류	3	14	7	19	14	20	16	21	14	19	21	24
모바일	9	8	16	19	18	13	12	11	14	14	10	10
YoY Growth												
매출액	162	172	129	126	96	57	32	70	140	63	44	35
의류	258	236	151	141	114	64	54	86	171	79	50	37
모바일	42	32	82	58	36	13	-32	-41	55	-13	-15	-2
영업이익	흑전	흑전	흑전	228	553	128	119	81	1,301	116	62	51
의류	흑전	흑전	흑전	293	936	132	249	102	7,349	144	70	53
모바일	165	흑전	261	99	177	91	-50	-65	179	-14	-36	-5

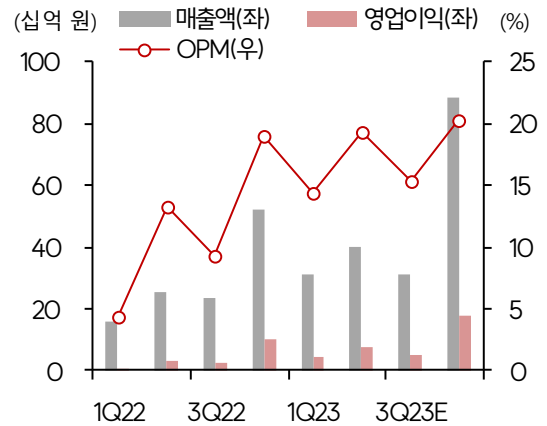
자료: 삼성코퍼레이션, SK증권 추정

삼성코퍼레이션 연간 실적 추정치



자료: SK증권 추정

삼성코퍼레이션 분기별 실적 추정치



자료: SK증권 추정

(1) 3Q23 실적 전망

동사의 3Q23 실적은 매출액 314 억원(+32% YoY), 영업이익 48 억원(+119% YoY)으로 추정한다. 사업 부문별로 의류는 매출액 274 억원(+54% YoY), 영업이익 44 억원(+249% YoY), 모바일은 매출액 40 억원(-32% YoY), 영업이익 5 억원(-50% YoY)으로 추정한다.

**스노우피크 어패럴의 성장세 지속
중**

의류 부문 실적은 3 분기에 국내 의류 소비 업황이 부진했음에도 불구하고 오프라인 매장 증가와(2Q22 111개 → 2Q23 161개 추정), 스노우피크 어패럴 S/S 제품의 인기로 고성장을 이어갔을 것으로 본다. 실제로 스노우피크 어패럴과 경쟁 브랜드의 무신사 제품별 리뷰 추이를 보면 3Q23 스노우피크 어패럴의 상대적 강세를 확인할 수 있다.

**모바일 부문 실적은 하향 안정화
전망**

모바일 부문 실적은 작년 3 분기부터 인기를 얻었던 액티몬의 도킹형 보조배터리의 소비 추세가 작년 4 분기에 고점을 형성한 후 하향 안정화 추세에 있고, 후속 히트 상품의 부재로 전년 대비 다소 부진한 흐름 보일 것으로 추정한다.

(2) 4Q23 실적 전망

동사의 4Q23 실적은 매출액 886 억원(+70% YoY), 영업이익 180 억원(+81% YoY)으로 추정한다. 사업 부문별로 의류는 매출액 846 억원(+86% YoY), 영업이익 176 억원(+102% YoY), 모바일은 매출액 40 억원(-41% YoY), 영업이익 4 억원(-65% YoY)으로 추정한다.

**헤비 아우터 제품 보강과
오프라인 출점 증가가 4분기
실적 성장 견인할 것**

의류 부문 실적은 4분기가 의류 소비의 계절적 성수기임과 더불어 1) 스노우피크 어패럴이 이번 F/W 시즌부터 고가의 헤비 아우터 제품 라인업이 강화됐다는 점과, 2) 여성과 아동복 카테고리 제품 라인업이 보강됐다는 점과, 3) 오프라인 매장 출점이 지속될 것으로 전망(4Q22 138개 → 4Q23E 170개)된다는 점을 고려했을 때 매출액 고성장을 전망하며, ASP 증가 효과로 영업이익률도 상승할 것으로 전망한다.

**모바일 부문 실적 하향 안정화
전망**

모바일 부문 실적은 액티몬의 도킹형 보조배터리의 소비가 3 분기에 이어 안정화 흐름을 지속할 것으로 추정하며, 추가적인 히트 상품이 없다는 가정 하에 4 분기 매출액이 전년 대비 역 성장할 것으로 전망한다.

2. 중국 실적 전망

중국 사업이 추가 업사이드의
핵심

동사의 스노우피크 어패럴은 현재 대만의 스노우피크 캠핑 매장에 어패럴 제품을 소량 수출하고 있으며, 올해 4 분기를 시작으로 본격적인 중국 진출을 앞두고 있다. 스노우피크 어패럴의 해외 진출은 동사의 실적이 내수 의류 산업의 한계를 뛰어 넘어 지속적으로 성장하기 위한 아주 중요한 이벤트다. 향후 중국에서의 오프라인 매장 출점 속도와 현지 소비자들의 반응에 따라 주가 역시 크게 반응할 것으로 전망한다.

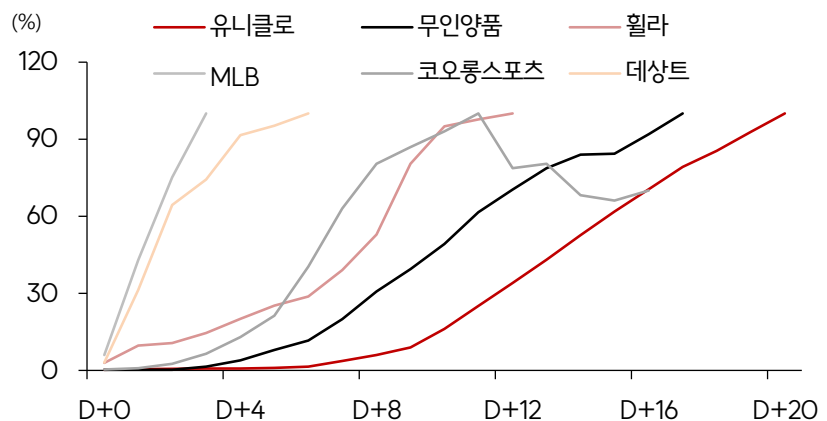
타 브랜드의 진출 사례를 참고 해
추정

아직 현지 매장 출점이 이루어지지 않았으므로, 스노우피크 어패럴의 중국 매출을 정교하게 추정하기에는 알려진 정보가 많지 않다. 따라서 당사는 중국 매출 추정을 위해 1) 스노우피크 본사의 브랜드 파워, 2) 유니클로, 무인양품, 휠라, 코오롱스포츠, 데상트의 중국 진출 사례, 3) 중국 내 캠핑 산업, 4) 중국 내 타 아웃도어 의류 브랜드 현황 등의 요소를 고려했으며, 오프라인 매장 수 추정치에 매장당 매출 추정치를 곱하는 방식으로 매출액을 추정했다.

(1) 매장 수 추정

스노우피크 어패럴의 중국 매장 출점 속도를 추정하기 위해 과거 중국에 진출한 타 브랜드의 출점 직후 연도별 매장 수를 비교해 보았다.

중국 진출 브랜드 진출 이후 연도별 매장 출점 추이



자료: 각 브랜드 및 언론보도 종합, SK증권

주: 중국 진출 이후부터 22년 사이의 브랜드별 최대 매장 수 대비 각 연도별 매장 수의 비율임

파트너사의 유무가 출점 속도에 중요한 요소

위 차트에서 확인할 수 있듯, 브랜드별로 중국 진출 초기 출점 속도에 큰 차이가 존재했다. 당사는 이 차이가 중국 진출 방식의 차이에 기인한다고 판단했으며, 현지 파트너사 없이 직접 중국에 진출한 '무인양품', '유니클로', '코오롱스포츠(~2017)'의 초기 출점 속도가 현지 파트너사나 대리상을 통해 진출한 '힐라', '데상트', 'MLB'에 비해 훨씬 느리다는 점이 그 근거다.

대리상의 유무도 출점 속도의 변수. 스노우피크는 직영으로 진출

파트너사 또는 대리상을 통해 진출한 브랜드 중에서도 대리상을 통해 진출한 MLB의 오프라인 출점 속도가 가장 빨랐다. 반면 대리상을 거치지 않고 파트너사가 직영 매장 위주로 운영하는 데상트와 힐라의 경우 그보다 속도가 느리다는 점을 확인할 수 있었다. 스노우피크 어패럴의 경우 현지 파트너사의 직영 매장을 통해 중국에 진출하기 때문에, 초기 출점 속도가 데상트, 힐라와 유사할 것으로 전망하며, 당사는 보수적인 가정 하에 24년 50개, 25년 100개 출점을 전망한다.

(2) 점포당 매출액 추정

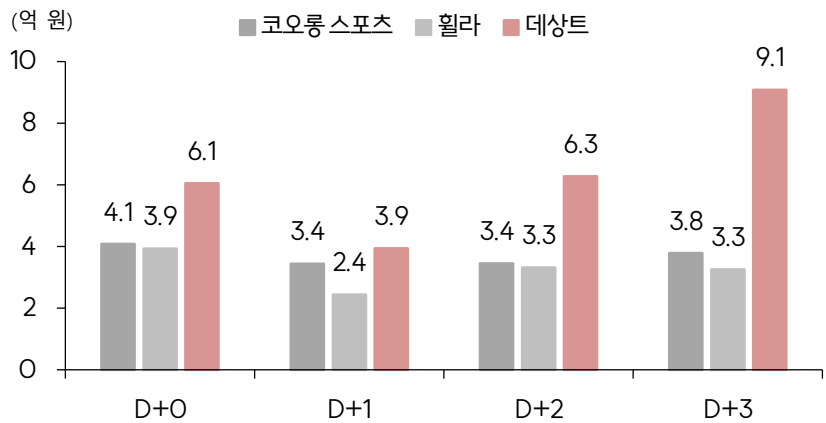
당사는 스노우피크 어패럴의 진출 초기 점포당 매출액 추정을 위해 타 브랜드의 중국 진출 사례를 참고했는데, 여기에 더해 1) '16 년 중국 정부의 스포츠산업 육성 정책을 기점으로 스포츠 관련 소비가 급증했다는 점과 2) 코로나 19 를 기점으로 아웃도어 시장이 급성장했다는 점을 추가로 고려했다.

기준으로 삼을 만한 타 브랜드의 사례를 보면, 소매가격 기준 진출 초기의 브랜드별 점포당 연간 매출액은 힐라의 경우 2~3 억 원, 데상트는 4~6 억 원 수준이었다. 파트너사 없이 직진출한 코오롱 스포츠가 오프라인 매장 50 개를 달성한 진출 5 년차 시점의 점포당 연간 매출액은 3~4 억원 수준이다.

스노우피크 점포당 매출액 '24년 7억 원, '25년 10억 원으로 추정

당사는 스노우피크 어패럴의 초기 매장 당 매출액이 힐라와 코오롱 스포츠보다는 데상트와 유사할 것으로 본다. 그 이유는 힐라와 코오롱 스포츠의 경우 2010년대 초반 시점의 금액으로, 물가상승과 중국 아웃도어 인구 증가 요인이 반영되지 않은 수치이기 때문이다. 따라서 비교적 최근인 2017년의 데상트 진출 사례를 적용하는 것이 타당하다고 판단하며, 당사는 스노우피크 어패럴의 점포당 연간 매출액을 '24년 7억원, '25년 10억원으로 추정했다.

브랜드별 시점별 중국 매장 당 연간 매출액 추이



자료: 각 브랜드 및 언론보도 종합, SK증권
 주1: 코오롱 스포츠의 경우 매장 수 50개 초과하기 시작한 진출 5년차 시점을 D+0으로 설정함
 주2: 힐라는 2009년, 데상트는 2017년에 중국 진출 시작해 이 때를 D+0으로 설정함

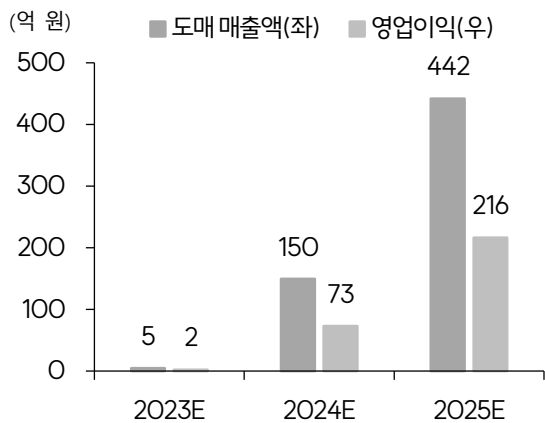
(3) 추정 결과

스노우피크 어패럴의 중국 매장 수를 '24년 50개, '25년 100개로 가정하고, 점포당 연간 매출액은 '24년 7억원, '25년 10억원을 가정했을 때 당사가 산출한 중국 소매기준 매출액은 '24년 299억원, '25년 884억원이다. 동사가 인식하는 매출액은 도매 기준 금액이므로, 타 브랜드의 소매가격 대비 도매가격의 평균적인 비율인 50%를 적용하면 동사가 인식할 매출액을 '24년 150억원, '25년 442억원으로 추정된다.

중국 관련 영업이익 '24년 73억 원, '25년 216억원으로 보수적으로 추정

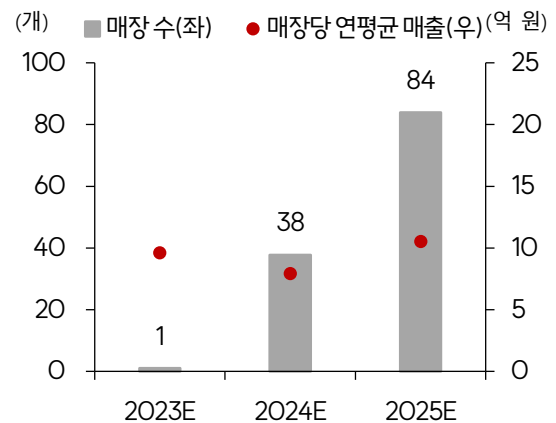
'23년 당사가 추정한 스노우피크 어패럴 국내 부문의 매출원가율은 25.5%다. 동사는 중국 내 제품가격을 국내보다 높게 가져가려고 하지만, 보수적으로 중국 내에서 판매된 제품 믹스와 제품가격이 국내와 유사하다고 가정할 경우 동사의 중국 관련 매출총이익률은 $(50 - 25.5) \div 50$ 인 49%로 추정한다. 중국 사업의 경우 홀세일 방식의 비즈니스 특성상 판매관리비가 크지 않아 매출총이익 중 상당부분이 영업이익으로 인식될 것으로 가정했을 때, 결과적으로 스노우피크 어패럴 중국 관련 영업이익을 '24년 73억원, '25년 216억원으로 추정한다.

스노우피크 어패럴 중국 실적 추정치



자료: SK증권 추정

스노우피크 어패럴 중국 오프라인 매장 추정치



자료: SK증권 추정

3. 목표주가 및 투자의견

투자의견 '매수', 목표주가
5,600 원 제시

삼성코퍼레이션 목표주가 5,600 원, 투자의견 '매수' 제시하며 커버리지 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS 추정치인 459원에 Target PER 12.2배를 적용해 산출했다. '23년 10월 현재 의류업종의 12개월 선행 PER이 6배 수준인 것에 비해 동사의 Target PER을 높게 부여한 이유는 1) 스노우피크 어패럴이 한창 브랜드 성장기에 위치하고 있어 타사 대비 실적 성장성이 높다는 점과 2) '24년부터 중국 진출이 본격화돼 수출 기업의 멀티플을 부여할 수 있다고 판단했기 때문이다.

과거 의류 업종 내에서 해외 수출 모멘텀이 존재했던 대표적인 종목으로는 F&F와 힐라홀딩스가 있다. F&F의 경우 해외 진출 모멘텀이 '19년 초부터, 힐라홀딩스의 경우 '18년 초부터 본격적으로 주가에 반영되기 시작했다. 해당 시점의 F&F의 평균 12개월 선행 PER은 12.5배였고, 힐라홀딩스는 11.9배 수준이었다.

F&F '19년 영업이익 전년대비 성장률 65%, 힐라홀딩스 '18년 영업이익 성장률은 64%. 삼성코퍼레이션 '24E 영업이익 성장률 59%로 과거 두 기업의 성장률과 유사하므로 12.5배와 11.9배의 평균치인 12.2배를 적용하는데 무리가 없다고 판단한다. 따라서 동사의 12개월 선행 EPS 추정치인 459원에 Target PER 12.2배를 적용한 5,600원을 목표주가로 제시한다.

삼성코퍼레이션 목표주가 산정 테이블

항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	41.5	
상장주식 수	주	(B)	90,393,576	
12MF EPS	원	(C)	459	(A)/(B)
Target PER	배	(D)	12	
목표주가	원	(E)	5,600	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	3,370	
주가 업사이드	%	(G)	66.2	(E)/(F)-1

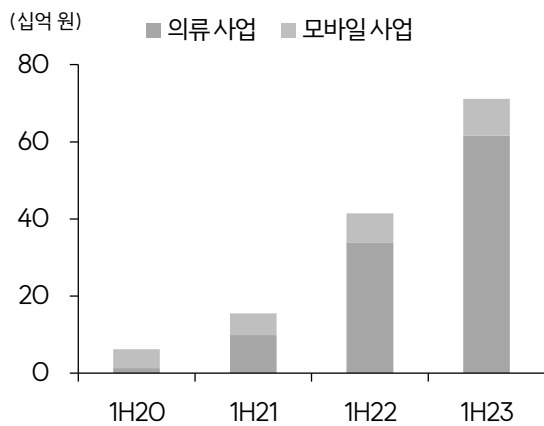
자료: SK증권 추정

2. 사업 현황

의류 사업과 모바일 사업으로 구성. 의류 사업이 전사 실적 성장을 견인 중

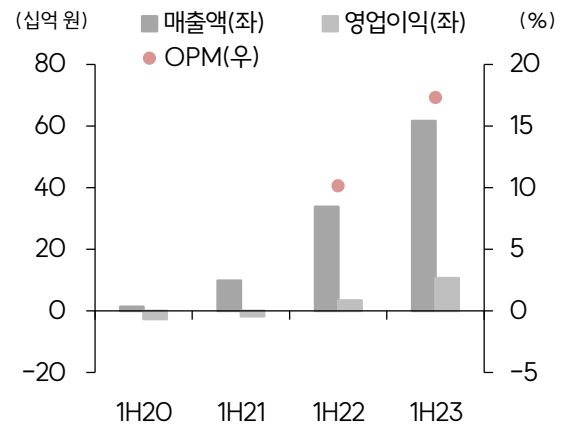
삼성코퍼레이션의 사업부는 크게 1) 의류 사업(브랜드명 '스노우피크 어패럴'), 2) 모바일 사업(브랜드명 '액티몬') 두 개로 구성되어 있으며 '22 년 기준 사업부별 매출 비중은 의류가 83%, 모바일이 17% 수준이다. 동사의 1H23 매출이 약 +72% YoY 성장했는데, 매출 비중이 상대적으로 큰 의류 사업의 매출이 같은 기간 82% 성장해 동사의 전체 실적 성장을 견인 중이다.

삼성코퍼레이션 사업별 반기 매출 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권

삼성코퍼레이션 의류 사업 실적 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권

(1) 의류 사업

스노우피크는 캠핑장비 계에서 매우 인지도가 높은 브랜드

동사는 일본의 프리미엄 캠핑장비 브랜드인 '스노우피크'의 IP를 라이선스한 '스노우피크 어패럴' 브랜드를 국내에서 전개하고 있다. 스노우피크는 이른바 '캠핑용품계의 에르메스'로 통하는 고가의 프리미엄 브랜드이다. 일본 특유의 장인정신이 반영된 듯, 제품의 품질과 고객의 경험을 극대화하는 데 우선순위를 두고 있으며, 따라서 별도의 마케팅도 잘 하지 않는 것으로 알려져 있다. 올해로 브랜드 탄생 65 주년을 맞이해 캠핑 장비 쪽에서는 오랜 역사와 이에 기반한 브랜드 헤리티지를 갖고 있으며, 오랜 역사만큼 캠핑족들 사이에서는 두터운 팬층이 존재하는 것으로 알려져 있다.

감성코퍼레이션이 스노우피크의 헤리티지를 디자인으로 잘 풀어냈다고 평가

스노우피크 어패럴은 라이선서인 스노우피크의 이런 헤리티지를 살린 고급스러운 원단과 색감을 의류 디자인에 적용하고 있다. 스노우피크 어패럴은 '20년 2월 런칭한 신생 브랜드임에도 불구하고 연간 매출액이 '20년 49억원 → '21년 358억원 → '22년 971억원 → '23E 1,773억원을 기록해 고성장이 오고 있다. 런칭한 지 얼마 지나지 않았음에도 브랜드가 빠르게 성장할 수 있었던 결정적인 요소는 스노우피크의 브랜드 헤리티지와, 이를 잘 녹여 디자인한 제품이라고 분석한다.

스노우피크 어패럴 베스트셀링 아이템

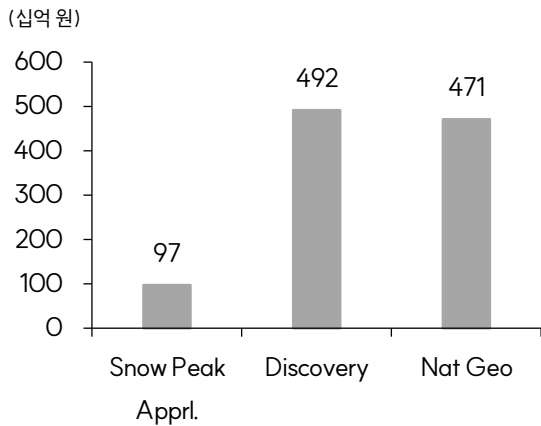


자료: 스노우피크 어패럴, SK증권
 주: '23.09.22 현재 기준 베스트셀러 1~8위에 해당하는 제품

아직 한참 남은 국내 매출 업사이드

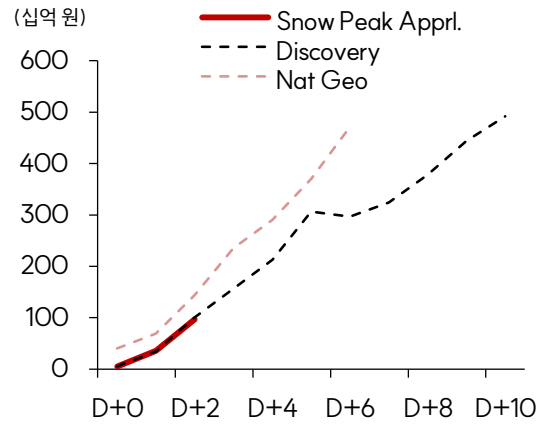
스노우피크 어패럴의 '23년 매출액은 1,773억원으로 추정하며, 국내 아웃도어 의류 경쟁 브랜드인 'Discovery'와 'National Geographic'의 국내 매출이 각각 4,920억원, 4,732억원인 것을 감안하면 앞으로 국내 매출의 업사이드 여력은 충분히 남아있다고 판단한다. 향후 스노우피크 어패럴의 내수 성장을 이끌 동력으로는 1) 오프라인 매장 증가 2) 제품 카테고리 추가 3) 마케팅 확대를 제시한다.

타 아웃도어 브랜드와 매출 비교(2022)



자료: 전자공시시스템, 언론보도, SK 증권

브랜드별 런칭 이후 시점 별 매출액

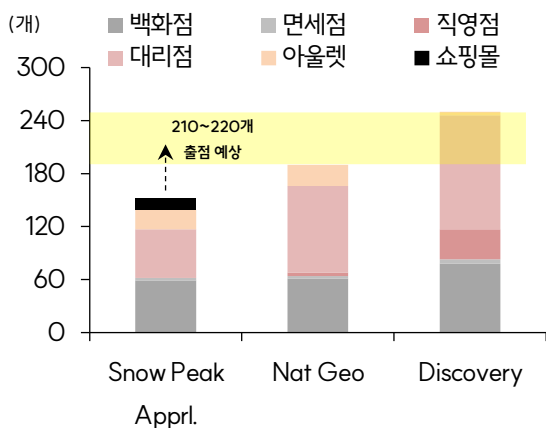


자료: 전자공시시스템, 언론보도, SK 증권

국내 오프라인 매장 수 한계치
210~220개로 제시

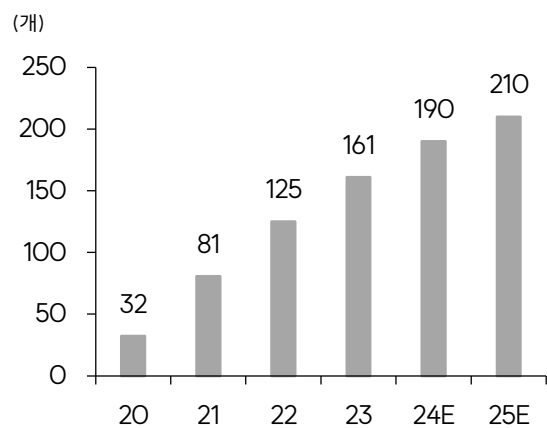
1) 오프라인 매장 증가: '23년 9월 21일 기준 스노우피크 어패럴의 오프라인 매장 수는 163개로, 브랜드 런칭 이후 꾸준히 증가 중이다. 동사는 국내 오프라인 매장 수 210~220개를 목표로 제시하고 있으며, 이는 Discovery와 Nat Geo 국내 매장 수가 각각 250개, 190개인 것을 고려하면 큰 무리 없이 달성 가능한 수치다. 백화점, 아울렛, 면세점의 매장 수는 타 브랜드와 유사한 수준까지 출점이 완료된 것으로 분석하며, 앞으로는 대리점 위주로 40~50개의 출점이 이어질 것으로 전망한다.

브랜드별 오프라인 채널별 매장 수



자료: 각 브랜드 홈페이지, SK 증권
주: 채널 구분 기준은 브랜드마다 상이함

스노우피크 어패럴 오프라인 매장 수

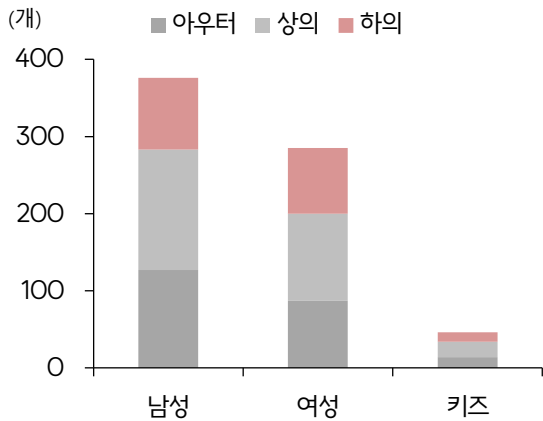


자료: 스노우피크 어패럴 홈페이지, SK 증권 추정

헤비 아우터와 여성 제품 대폭 보강

2) **제품 카테고리 추가:** 제품 카테고리도 확장 중인데, 우선 작년에 비해 여성 제품 라인업이 대폭 추가되었다. '22 년 까지만 해도 동사 제품 중 남성 제품의 비중이 약 70~80%를 차지했으나 '23 년 9 월 기준 남성과 여성 제품의 비중이 각각 57%, 43%로 여성 제품 라인업의 비중이 크게 증가했다. 또한 아우터 제품의 경우 작년에는 경량 패딩, 아노락, 바람막이 등이 주력 제품이었으나 헤비 아우터 제품 라인업도 이번 23 F/W 시즌부터 보강하고 있다.

각 제품 카테고리별 품목 수



자료: 스노우피크 어패럴, SK 증권

스노우피크 어패럴 23F/W 주요 아우터 라인업



자료: 스노우피크 어패럴, SK 증권

마케팅에 의한 추가적인 매출 성장 여력도 남아있다

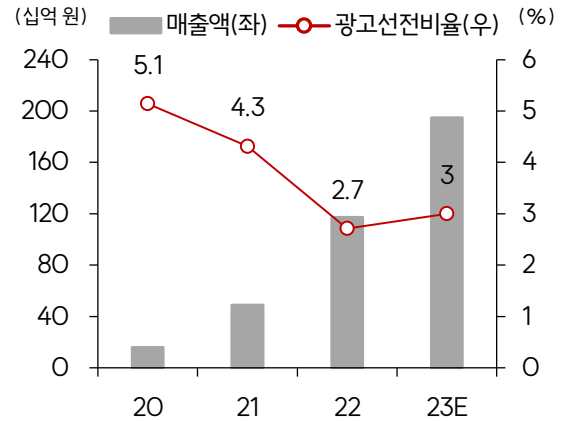
3) **마케팅 확대:** 그 동안 스노우피크 어패럴 브랜드는 공격적인 마케팅 없이도 성장해왔으나, 올해 F/W 시즌부터 현빈을 모델로 사용하고 있고(기존 모델 류승범), 드라마 제작 지원(PPL), 버스 광고, 내년에 예정된 TV광고 등 마케팅 활동을 통한 추가적인 매출 성장이 가능할 것으로 전망한다. 동사는 앞으로 매출액의 약 3%를 마케팅비용으로 지출할 계획이다.

23F/W 시즌부터 현빈으로 광고모델 변경



자료: 스노우피크 어패럴, SK 증권

삼성코퍼레이션 매출액 대비 광고선전비



자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

(2) 모바일 사업

모바일 사업은 히트 상품 부재
가정 시 실적 하향 안정화 전망

동사의 모바일 사업은 스마트폰 주변기기 브랜드인 '액티몬'을 전개하고 있으며, 주로 스마트폰 충전 어댑터, 무선 충전기, 보조배터리를 판매하고 있다. '22년 동사의 도킹형 보조배터리 제품이 히트를 치면서 '21년 100 억원대 매출에서 '22년 203 억원으로 급성장했다. 다만 네이버 스마트스토어의 리뷰 수를 근거로 올해 1분기부터 판매량이 하향 안정화되고 있는 것으로 추정한다. 향후 히트 상품이 다시 나오지 않는 이상은 스마트폰 산업이 이미 성숙기에 진입함에 따라 스마트폰 주변기기를 판매하는 동사의 모바일 사업 매출도 도킹형 보조배터리 출시 전인 '21년 수준으로 하향 안정화될 것으로 전망한다.

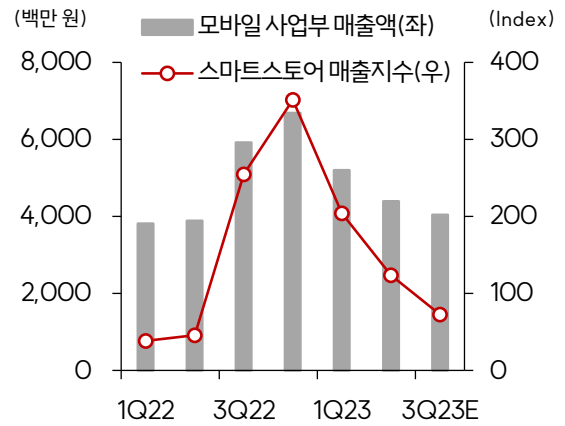
액티몬 도킹형 보조배터리

5000 PD 20W ACTIMON
일체형 C-TYPE



자료: 액티몬, SK 증권

모바일 사업부 매출액 vs 네이버스토어 매출지수



자료: 네이버스마트스토어, SK 증권 추정
주: 매출지수는 액티몬 제품 일평균 리뷰 수에 가격을 곱한 값

2. 투자포인트

스노우피크 어패럴의 중국 사업 성공 가능성 긍정적으로 평가

삼성코퍼레이션의 투자 포인트는 “스노우피크 어패럴의 중국 진출에 따른 추가적인 실적 성장 모멘텀”이다. 삼성코퍼레이션은 올해 초부터 중국 현지의 유통 파트너사를 물색하는 등 스노우피크 어패럴의 중국 진출을 위한 준비를 해 오고 있다. 회사에 따르면 선정은 완료가 되었고, 4 분기부터는 중국에서 매출이 발생할 것으로 전망하고 있다. 현 시점에서 무엇보다 중요한 포인트는 “스노우피크 어패럴이 중국 소비자들의 선택을 받을 수 있을까”의 여부일 것이며, 당사는 그 가능성에 대해 긍정적인 관점을 제시한다.

‘라이선스의 인지도와 ‘인지도를 제품 소비로 연결’시키는 것이 핵심

스노우피크 어패럴의 비즈니스 모델은 “라이선스 브랜드 의류 사업”이므로, “라이선스한 브랜드의 인지도”와 “그 인지도를 이용해 의류 소비를 일으킬 수 있는지”가 핵심이다. 이를 중국에 적용시켜 보면 1) “스노우피크가 중국에서 얼마나 브랜드 인지도가 있는지”와 2) “브랜드 아이덴티티를 제품에 잘 녹여 브랜드의 인지도를 의류로 전이시키는데 성공할 지”가 중국에서의 성패를 가를 핵심 요소라고 생각하며, 당사는 스노우피크와 삼성코퍼레이션이 이 두 조건을 충족시킬 확률이 높다고 분석한다.

(1) 브랜드 인지도

스노우피크가 중국에서 인지도를 갖기 위한 필요조건으로 1) 스노우피크가 중국에서 사업을 전개하고 있어야 하고, 스노우피크가 “고급 캠핑용품” 브랜드라는 점에서 2) 중국인들이 캠핑에 관심이 있어야 하고 3) 고급 캠핑용품 시장에서 스노우피크가 경쟁력을 갖춰야 한다.

스노우피크의 중국 시장 공략
올해 초부터 본격화

1) 스노우피크의 중국 사업 전개: 스노우피크는 '22년 10월 'Renen International Business Management(仁恩国际商业管理有限公司)', 'CITC Juxin Capital Management(中信聚信资本管理有限公司)와 JV 를 통해 중국 현지 법인 "Snow Peak Natural Cultural Development(雪诺必克自然文化发展有限公司)" 를 설립해 중국에 진출하기 위한 준비를 마쳤고, 올해 3월부터 중국에 오프라인 체험 매장과 직영매장을 본격적으로 출점하기 시작했으며, 중국 최대 전자상거래 사이트인 Tmall 에도 입점해 온라인 판매도 진행하고 있다.

브랜드 인지도를 차곡차곡
쌓아가는 중

'23년 3월 중국 첫 정규매장인 쑤저우의 신규역점(翠湖寒店) 이후로 10월 현재까지 매달 평균 1~2 개의 매장을 신규로 내고 있다. 매장의 컨셉은 타 국가의 스노우 피크 매장과 유사한데, 도시나 근교에 대형 카페나 캠핑 체험공간을 마련해 고객들이 편하게 공간에 머물면서 자연스럽게 매장 내부에 전시된 스노우피크의 제품을 직접 보고 체험할 수 있게 했다. 단순히 제품을 판매하는 것뿐만 아니라 고급 캠핑용품 브랜드로서의 이미지를 쌓아가고자 하는 스노우피크의 전략을 확인할 수 있다.

스노우피크 캠핑장비 매장 중국 출점 현황

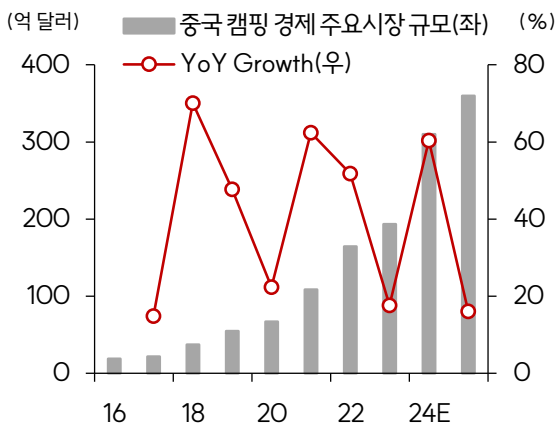
출점일	매장명	위치
2023-03-08	Snow Peak 美罗百货新区店	쑤저우
2023-03-27	Snow Peak 北京祥云店	베이징
2023-04-29	Snow Peak 北京南洋店	베이징
2023-06-08	Snow Peak 咖啡馆酒	청두
2023-06-12	Snow Peak 杭州天目里店	항저우
2023-06-18	Snow Peak 京西大悦城店	베이징
2023-07-10	Snow Peak 北京紫阳山庄店	베이징
2023-08-09	Snow Peak 289 艺术园区店	광저우
2023-08-26	Snow Peak 杭州世贸店	항저우
2023-10-14	Snow Peak 上海前滩店	상하이

자료: Baidu 언론보도, SK 증권

코로나 19로 중국인들의 캠핑 관심도 급증

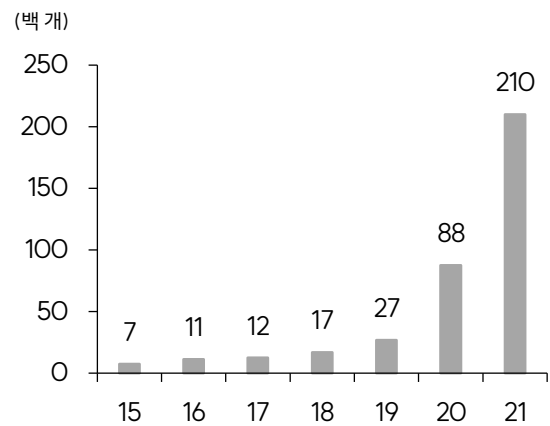
2) 중국인들의 캠핑 관심도: 우리나라 캠핑 산업이 코로나19를 기점으로 급 성장한 것처럼 중국도 마찬가지로 '21년과 '22년을 거치면서 크게 성장했다. 중국 상업산업 연구소의 통계에 따르면 중국 주요 캠핑시장 규모는 '19년 376억 위안(한화 6.8조 원)에서 '22년 1,135억 위안(한화 20.7조 원)으로 3년 만에 200% 이상 성장했으며, '23년에는 1,334억 위안(24.3조원)에 달할 것으로 전망된다.

중국 캠핑 경제 주요시장 규모



자료: 중국상업산업연구소, SK증권

중국 캠핑 관련 기업 신규 등록 수



자료: 화징산업연구원, SK증권

중국 캠핑산업의 꾸준한 성장 전망

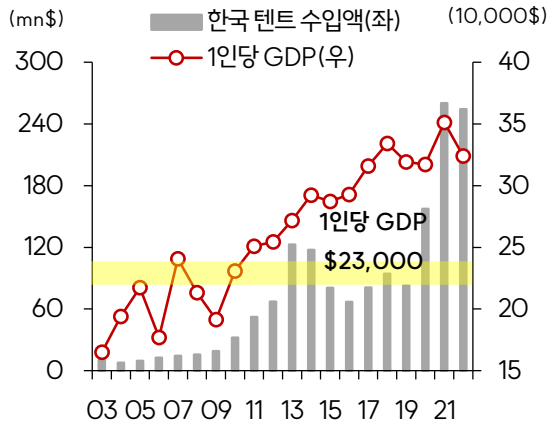
중국 캠핑 산업의 급성장을 코로나 19로 인한 일시적 유행으로 치부할 수 있겠으나 당사는 경제 규모와 캠핑 산업 규모 간의 관계를 근거로 향후 중국 캠핑 산업의 성장 곡선의 기울기가 단기적으로 완만해질 수는 있겠으나 장기적으로는 꾸준히 고 성장할 것으로 전망한다.

캠핑은 기본적으로 시간적, 금전적 여유를 요구한다. 최소한 하루에서 이틀 정도는 시간을 내서 차를 끌고 자연 속으로 간 다음 텐트를 포함한 각종 캠핑용품품을 사용해 숙식을 해야 하기 때문이다. 개인의 소득과 생활의 수준이 일정 수준 이상 되어야 본격적으로 즐길 수 있는 활동으로, 타 아웃도어 활동에 비해 그 진입장벽이 높다.

소득 수준과 캠핑 대중화의 상관관계

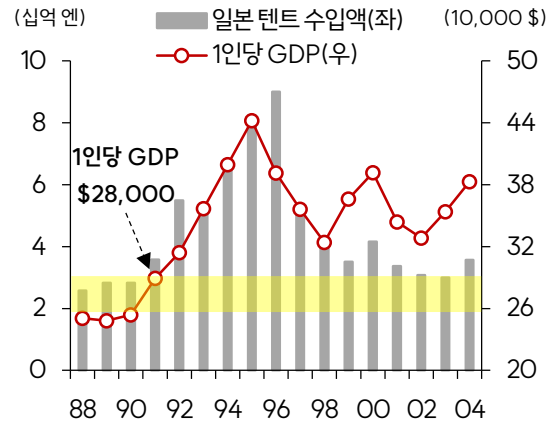
실제로 일본과 한국의 캠핑 산업의 성장 추이와 각국의 1인당 GDP의 성장 추이를 비교해 보면 두 나라 모두 1인당 GDP가 \$20,000~\$25,000을 안정적으로 상회하는 시점에 캠핑용 텐트의 수입액이 급성장하기 시작했다. 일본의 경우 1인당 GDP가 \$25,000을 넘어가기 시작한 1991년부터, 한국의 경우 1인당 GDP가 \$20,000를 추세적으로 넘어서기 시작한 2010년부터 캠핑용 텐트의 수입액이 급증하기 시작했다.

한국 텐트 수입액 vs 1인당 GDP



자료: Trass, SK 증권
주: HS 코드 6306

일본 텐트 수입액 vs 1인당 GDP



자료: 일본관세청, SK 증권
주: HS 코드 6306.22

소득 수준을 달성한 지역만
합산해도 인구 수가 1.3억 명

'22년 기준 중국의 1인당 GDP는 \$12,600로, 캠핑 대중화의 문턱 값인 \$20,000과 거리가 멀어 보일 수 있으나, 중국은 각 행정구역마다 경제 수준의 편차가 큰 나라로, 지역별로 따져볼 필요가 있다. '22년 기준 중국의 행정구역 중에서 1인당 GDP가 \$20,000이 넘는 지역은 베이징(\$28,294), 상하이(\$26,747), 장쑤성(\$21,467)이 있으며 이 3개 행정구역의 인구만 합산해도 1.3억 명이다.

나머지 지역에서도 물론 캠핑을 즐기는 인구가 다수 존재하겠지만 위 3개 지역만큼은 캠핑 산업의 성장에 필요한 생활수준 조건을 충족하고 있다고 분석한다. 위 3개 지역에서 본격적인 캠핑의 대중화를 전망하며, 나머지 지역에서도 향후 경제 성장에 따라 차례로 캠핑 대중화 단계로 진입할 것으로 전망한다.

SNS의 발달로 과거 한국과
일본보다 캠핑 대중화 빨라질
가능성 존재

또한 과거 우리나라와 일본과의 캠핑산업 성장 시기와는 다르게 지금은 SNS의 발달로 정보전달이 빨라져 트렌드의 전파 속도 역시 빨라졌다. 따라서 위 3개 지역에서의 캠핑 대중화는 나머지 지역의 캠핑 수요를 자극해 우리나라와 일본보다 캠핑 대중화의 시점이 앞당겨질 가능성도 충분히 있다고 본다.

‘22년 중국 행정구역별 1인당 GDP 및 인구 수

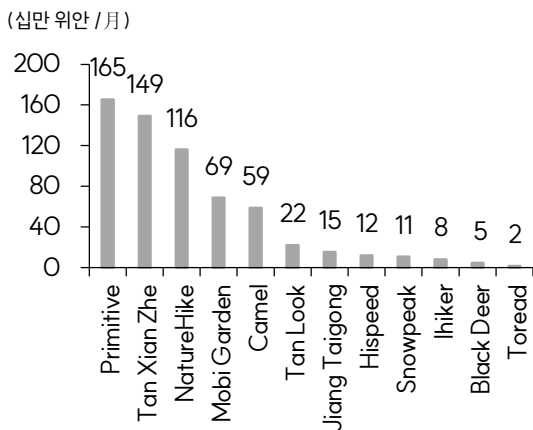
지역명	1인당 GDP(\$)	인구 수(만 명)
베이징시	28,294	2,189
상하이시	26,747	2,489
장쑤성	21,467	8,505
푸젠성	18,856	4,187
톈진시	17,727	1,373
저장성	17,617	6,540
광둥성	15,151	12,684

자료: 국가통계국, SK증권
 주: 빨간색 글씨로 처리된 지역은 스노우피크 매장이 출점된 5개 지역

프리미엄 캠핑 시장 내에서 스노우피크의 경쟁자 부재

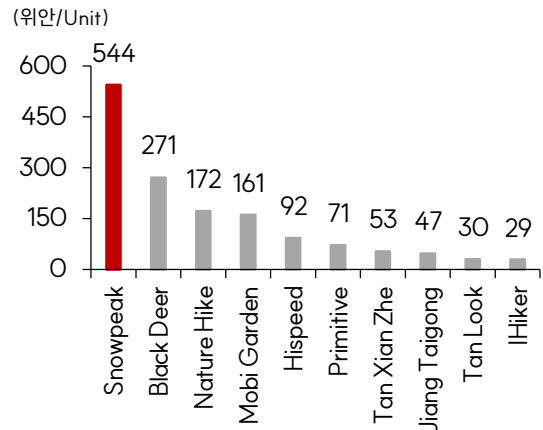
3) 스노우피크 경쟁력: 당사가 파악한 바에 따르면 중국 내에서 스노우피크의 경쟁자라고 할 만한 브랜드는 찾지 못했다. 중국 전자상거래 사이트인 Tmall 에서 판매량이 많은 캠핑용품 브랜드와 스노우피크의 평균 판매단가를 비교해보면 스노우피크의 1/5 수준인 저가 브랜드가 다수였고 ‘Black Deer’ 정도가 스노우피크의 절반 수준이었다.

Tmall 주요 캠핑 브랜드 월 매출 추정치



자료: Tmall, SK증권 추정
 주: 쿠폰 할인에 의한 가격 추가 할인은 미적용 (23.09.21 기준)

Tmall 주요 캠핑 브랜드 ASP 추정치



자료: Tmall, SK증권 추정
 주: 브랜드별 월 매출액을 월 판매량으로 나눈 값 (23.09.21 기준)

향후 해외 브랜드 중에서 중국에 진출하는 브랜드가 나올 수 있겠지만 스노우피크는 이미 올해 초부터 중국에 매장을 내고 프리미엄 브랜드로서 입지를 구축해 나가고 있다. 그 선점 효과로 스노우피크의 입지는 중국에서 굳건하게 유지될 것으로 전망한다.

(2) 의류로의 브랜드 이미지 전이

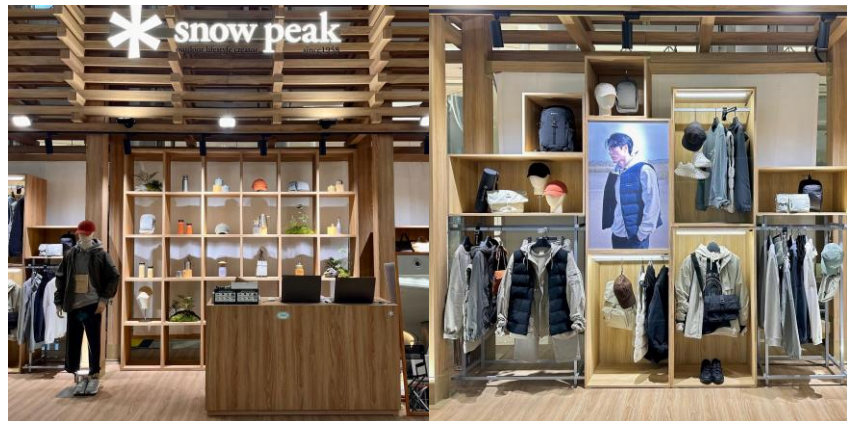
브랜드 인지도가 어패럴로 전이될
가능성은 반반으로 판단

스노우피크 어패럴의 비즈니스 모델이 “라이선스 브랜드 의류 사업”임을 상기해보면, 지금까지는 스노우피크가 중국에서 브랜드 입지를 가져갈 가능성이 높은 이유에 대해 설명했다. 중국에서 스노우피크 어패럴의 성공을 위한 나머지 한 부분은 “스노우피크의 인지도를 어패럴로 전이시키는 것”이다. 당사는 그 가능성에 대해서 반반 정도라는 의견을 제시한다. 그 근거는 1) 한국에서 이미 스노우피크 어패럴 브랜드를 성공적으로 런칭시킨 경험이 있는 한편 2) 중국에서의 마케팅과 세일즈는 현지 파트너사가 주도하게 될 것인데, 아직 파트너사에 대한 정보가 명확하지 않기 때문이다.

캠핑을 마케팅과 세일즈에 적극
활용한 한국의 사례

먼저 감성코퍼레이션은 한국에서 이미 스노우피크의 브랜드 이미지를 성공적으로 의류로 전이시킨 경험이 있다. 그리고 그게 가능했던 것은 당연히 스노우피크와 브랜드 로고를 공유한다는 점이 가장 크게 작용했겠지만, 캠핑을 즐기지 않는 일반 대중들까지 브랜드를 소비하게 된 배경에는 애초에 전문적인 아웃도어 의류보다는 일상 캐주얼을 타겟팅한 디자인과 색감을 사용했다는 점과, 스노우피크가 캠핑용품에서 갖는 감성을 마케팅 도구로 적극 활용했다는 점도 크다고 본다.

스노우피크 매장 전경



자료: 언론보도, SK증권

캠핑 감성을 이용한 마케팅 사례 1



자료: 스노우피크 어패럴 인스타그램, SK 증권

캠핑 감성을 이용한 마케팅 사례 2



자료: 스노우피크 어패럴 인스타그램, SK 증권

중국의 경우 파트너사의 역량이
중요

다만 감성코퍼레이션이 아무리 스노우피크 어패럴의 제품 기획과 디자인을 잘 해도 중국 현지에서의 마케팅과 유통 등 실제 고객과의 접점이 존재하는 사업 영역은 주로 현지 파트너사가 담당할 것이기 때문에 따로 고민해볼 문제다. 월라가 중국에서 나이키에 준하는 인지도와 매출을 달성할 수 있었던 것도 중국 1등 스포츠 브랜드인 "Anta Sports"를 파트너사로 두고 있었기 때문이라고 해도 과언이 아닐 만큼 파트너사는 중국 사업 성패의 중요한 요소로 작용한다.

중국 파트너사를 선정함에 있어서는 1) 직접 브랜드를 성공시킨 경험이 있는지, 2) 중국 내 유통 네트워크를 보유하고 있는지, 3) 브랜드 마케팅과 제품 판매에 있어서 감성코퍼레이션이 충분히 통제 가능한 지가 중요하다고 본다.

동사가 밝힌 파트너사 선정 기준

감성코퍼레이션은 아직 현지 파트너사를 밝히지 않았으나 동사가 밝힌 파트너사 선정 기준은 1) 브랜드 성공 경험 보유, 2) 애국소비 이미지 보유, 3) 스노우피크 어패럴을 좋은 유통 채널에 출점할 수 있도록 유통망을 보유한 기업이다. 기업에서 밝힌 대로라면, 감성코퍼레이션이 선정한 파트너사는 동사가 제시한 기준을 대부분 충족하기에 파트너사로 인한 리스크는 높지 않다고 판단한다.

다만 현지 브랜드 전개의 속도와 방향성은 현 시점에서 여전히 불확실성이 남아있는 상황으로, 향후 브랜드가 전개됨에 따라 매장 수나 현지 반응은 꾸준히 모니터링할 필요가 있다.

3. Appendix

스노우피크 어패럴 중국 매출 업사이드

스노우피크 어패럴이 캠핑에 헤리티지를 가진 브랜드임을 감안했을 때, 중국의 캠핑 산업 규모와, 캠핑 산업 대비 스노우피크 어패럴의 매출액 비율을 가지고 중국 내 스노우피크 어패럴의 매출액 업사이드를 산정해볼 수 있다. 그 산정식은 다음과 같으며, 여기에는 1) 경제수준이 캠핑산업 규모와 관련성이 있고, 2) 캠핑 산업의 규모와 스노우피크 어패럴의 매출 간에 관련성이 있다는 가정이 깔려 있다.

$$\begin{aligned}
 & \text{중국 명목 GDP} \\
 & \times \text{GDP 대비 캠핑산업 규모} \\
 & \times \text{캠핑 산업 대비 스노우피크 어패럴 매출} \\
 \hline
 & = \text{중국 스노우피크 매출액}
 \end{aligned}$$

Base 시나리오 가정 시 GDP 대비 캠핑산업 규모는 '22년 기준 중국 명목 GDP 인 약 20조 달러 대비 캠핑산업 규모인 164.4억 달러인 0.08%를 사용했으며, 캠핑산업 규모 대비 스노우피크 어패럴 매출액의 비율은 '21년 한국 캠핑산업 규모인 6.3조원 대비, 브랜드 성숙기 진입이 예상되는 '25년 스노우피크 어패럴 내수 매출액 추정치인 약 3,000억원을 적용한 4.76%를 사용했다.

'22년 기준 1인당 GDP가 \$20,000 이상인 베이징, 상하이, 장쑤성에 대해 위 산식을 토대로 스노우피크 어패럴의 매출액 업사이드를 계산해보면 약 1,500억원으로 산출된다. 중국 전체 GDP를 토대로 계산하면 약 9,500억원 수준이다. 9,500억원의 매출액을 점포 수와 점포당 매출로 나눠서 역산해볼 수도 있다. 감성코퍼레이션은 중국 출점 목표치에 대해 제시하지 않았으나 단순 추정으로 약 600개 정도의 매장을 중국에 출점할 경우 9,500억원의 매출액을 달성하기 위해서는 점포당 약 15.8억원의 매출을 내야 한다.

3개 도시 GDP 대비 캠핑산업 규모(가로축) vs 캠핑산업 규모 대비 스노우피크 어패럴 매출액(세로축)

	0.02%	0.04%	0.06%	0.08%	0.10%	0.12%	0.14%	0.16%
2.8%	226	452	678	904	1,129	1,355	1,581	1,807
3.3%	267	534	800	1,067	1,334	1,601	1,868	2,134
3.8%	308	615	923	1,231	1,539	1,846	2,154	2,462
4.3%	349	697	1,046	1,395	1,743	2,092	2,440	2,789
4.8%	390	779	1,169	1,558	1,948	2,337	2,727	3,116
5.3%	430	861	1,291	1,722	2,152	2,583	3,013	3,444
5.8%	471	943	1,414	1,886	2,357	2,828	3,300	3,771
6.3%	512	1,025	1,537	2,049	2,562	3,074	3,586	4,099

자료: SK 증권 추정
 주: '22년 중국 GDP를 기준으로 추정 / 베이징, 상하이, 장쑤성 3개 도시에 대한 값

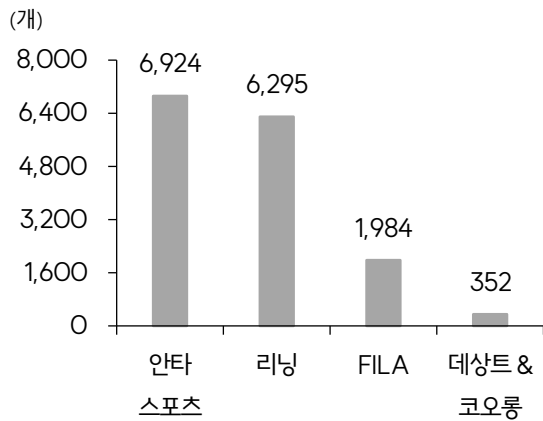
GDP 대비 캠핑산업 규모(가로축) vs 캠핑산업 규모 대비 스노우피크 어패럴 매출액(세로축)

	0.02%	0.04%	0.06%	0.08%	0.10%	0.12%	0.14%	0.16%
2.8%	1,384	2,769	4,153	5,538	6,922	8,306	9,691	11,075
3.3%	1,635	3,270	4,906	6,541	8,176	9,811	11,447	13,082
3.8%	1,886	3,772	5,658	7,544	9,430	11,316	13,202	15,088
4.3%	2,137	4,274	6,410	8,547	10,684	12,821	14,958	17,095
4.8%	2,388	4,775	7,163	9,550	11,938	14,326	16,713	19,101
5.3%	2,638	5,277	7,915	10,554	13,192	15,830	18,469	21,107
5.8%	2,889	5,778	8,668	11,557	14,446	17,335	20,225	23,114
6.3%	3,140	6,280	9,420	12,560	15,700	18,840	21,980	25,120

자료: SK 증권 추정
 주: '22년 중국 전체 GDP를 기준으로 산출

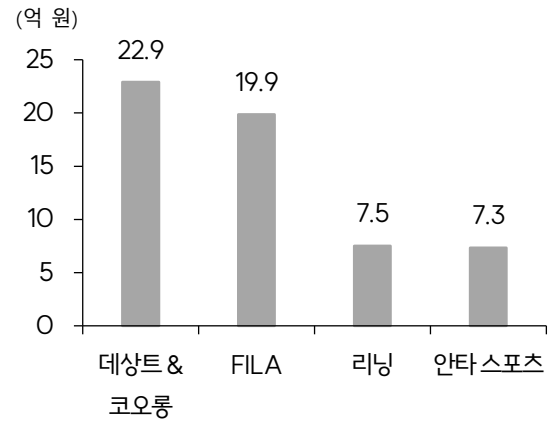
중국 내 브랜드별 점포당 매출을 비교해 보면 중저가 포지션의 현지 1위, 2위 스포츠웨어 브랜드인 Anta Sports와 Li Ning의 점포당 매출은 각각 7.3억원, 7.5억원 수준이다. 한편 FILA의 경우 점포 당 매출액이 20억원에 달하며, 데상트와 코오롱 스포츠를 합산한 점포 당 매출액은 약 16.5억원이다. 브랜드별로 점포당 매출에 차이가 큰 이유는 1) 중저가와 고가 브랜드 간의 ASP 차이 2) 점포 수가 늘어날수록 점포당 매출액이 줄어드는 효과로 설명 가능하다.

주요 브랜드별 중국 내 오프라인 매장 수



자료: Anta Sports, Li Ning, SK 증권

주요 브랜드별 중국 점포당 매출



자료: Anta Sports, Li Ning, SK 증권

스노우피크 어패럴이 1) 고가 브랜드를 지향하고 2) 점포 수 600 개를 가정한다면 Anta Sports와 Li Ning 보다는 FILA나 데상트, 코오롱 스포츠의 점포당 매출과 유사할 것으로 추정할 수 있다. 따라서 점포 수 600개로 매출액 9,500억을 내기 위한 점포 당 매출액 15.8억원은 큰 무리가 없는 수준이라고 판단한다.

스노우피크 어패럴 중국 점포 수(가로축) vs 점포 당 매출액(세로축)

	300	400	500	600	700	800	900	1,000
8	2,400	3,200	4,000	4,800	5,600	6,400	7,200	8,000
10	3,000	4,000	5,000	6,000	7,000	8,000	9,000	10,000
12	3,600	4,800	6,000	7,200	8,400	9,600	10,800	12,000
14	4,200	5,600	7,000	8,400	9,800	11,200	12,600	14,000
16	4,800	6,400	8,000	9,600	11,200	12,800	14,400	16,000
18	5,400	7,200	9,000	10,800	12,600	14,400	16,200	18,000
20	6,000	8,000	10,000	12,000	14,000	16,000	18,000	20,000
22	6,600	8,800	11,000	13,200	15,400	17,600	19,800	22,000

자료: SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	30	66	102	158	241
현금및현금성자산	6	9	9	25	63
매출채권 및 기타채권	8	18	31	44	60
재고자산	10	33	56	80	108
비유동자산	14	18	18	17	17
장기금융자산	4	3	4	5	7
유형자산	4	6	5	3	1
무형자산	4	4	4	4	4
자산총계	45	84	120	174	258
유동부채	12	22	37	52	69
단기금융부채	7	4	6	9	12
매입채무 및 기타채무	4	12	24	34	46
단기충당부채	1	2	3	5	6
비유동부채	3	11	6	2	3
장기금융부채	1	8	1	1	1
장기매입채무 및 기타채무	2	3	4	4	4
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	16	33	42	54	72
지배주주지분	29	51	77	120	186
자본금	39	45	45	45	45
자본잉여금	26	27	29	29	29
기타자본구성요소	-1	-0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-18	-3	21	64	130
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	29	51	77	120	186
부채외자본총계	45	84	120	174	258

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-1	-0	9	20	39
당기순이익(손실)	0	15	24	43	66
비현금성항목등	3	6	15	16	22
유형자산감가상각비	2	3	4	2	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	1	3	11	14	20
운전자본감소(증가)	-4	-21	-23	-25	-29
매출채권및기타채권의감소(증가)	-5	-10	-13	-13	-15
재고자산의감소(증가)	-4	-23	-23	-24	-28
매입채무및기타채무의증가(감소)	3	8	10	10	12
기타	1	4	2	2	3
법인세납부	-0	0	-7	-13	-20
투자활동현금흐름	4	-3	-4	-3	-4
금융자산의감소(증가)	-1	0	-2	-2	-2
유형자산의감소(증가)	-2	-3	-2	0	0
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-0	0	0
기타	7	-0	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	0	6	-7	3	3
단기금융부채의증가(감소)	-1	2	-5	3	3
장기금융부채의증가(감소)	1	5	-1	0	0
자본의증가(감소)	5	7	2	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-6	-7	-2	0	0
현금의 증가(감소)	3	3	0	16	38
기초현금	3	6	9	9	25
기말현금	6	9	9	25	63
FCF	-3	-3	8	20	39

자료 : 삼성코퍼레이션, SK증권

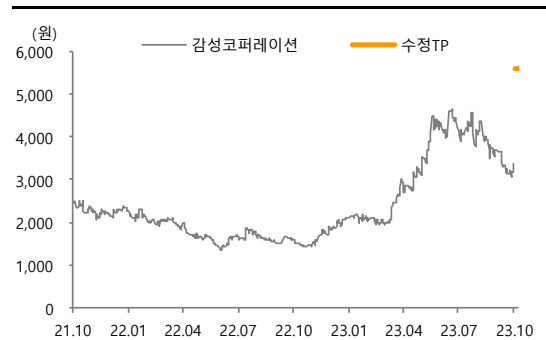
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	49	117	191	275	370
매출원가	22	43	83	82	112
매출총이익	27	74	108	193	258
매출총이익률(%)	56.0	63.0	56.6	70.3	69.6
판매비와 관리비	26	58	73	136	172
영업이익	1	16	35	57	86
영업이익률(%)	2.4	13.8	18.3	20.7	23.3
비영업손익	-1	-1	-4	-1	0
순금융손익	-1	-1	-0	-1	0
외환관련손익	-0	0	-0	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	0	16	31	56	86
세전계속사업이익률(%)	0.6	13.3	16.1	20.5	23.4
계속사업법인세	0	0	7	13	20
계속사업이익	0	15	24	43	66
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세외과	0	0	0	0	0
당기순이익	0	15	24	43	66
순이익률(%)	0.6	12.8	12.6	15.7	17.8
지배주주	0	15	24	43	66
지배주주귀속 순이익률(%)	0.6	12.8	12.6	15.7	17.8
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-0	14	24	43	66
지배주주	-0	14	24	43	66
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	3	19	39	59	87

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	197.6	139.9	62.8	43.8	34.7
영업이익	흑전	1,300.5	115.8	62.5	51.4
세전계속사업이익	흑전	5,433.1	97.6	83.1	53.5
EBITDA	흑전	554.0	108.0	50.9	47.8
EPS	흑전	4,576.0	58.3	79.0	53.0
수익성 (%)					
ROA	0.7	23.5	23.7	29.3	30.5
ROE	1.1	37.7	37.6	43.7	43.0
EBITDA마진	5.9	16.1	20.5	21.5	23.6
안정성 (%)					
유동비율	247.6	304.5	277.3	305.0	350.6
부채비율	53.3	64.9	55.0	45.0	38.6
순차입금/자기자본	-8.2	-3.9	-10.2	-19.1	-32.3
EBITDA/이자비용(배)	1.5	12.5	45.1	31.6	34.8
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4	168	267	477	730
BPS	373	568	854	1,331	2,061
CFPS	26	198	313	502	743
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	613.8	11.1	12.0	6.7	4.4
PBR	5.9	3.3	3.7	2.4	1.5
PCR	86.1	9.5	10.2	6.4	4.3
EV/EBITDA	59.1	8.8	7.3	4.6	2.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.10.24	매수	5,600원	6개월		



Compliance Notice

작성자(형권훈)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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 24일 기준)

매수	94.33%	중립	5.67%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------