

Company Basic

Analyst 이 건재

02) 6915-5676

geonjaelee83@ibks.com

매수

목표주가 100,000원

현재가 (8/4) 60,800원

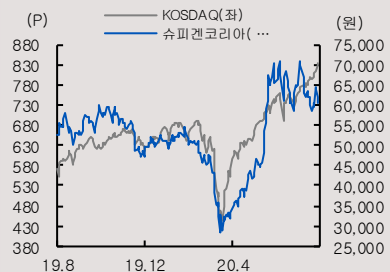
KOSDAQ (8/4)	835.35pt
시가총액	378십억원
발행주식수	6,216천주
액면가	500원
52주 최고가	71,200원
최저가	28,200원
60일 일평균거래대금	9십억원
외국인 지분율	17.5%
배당수익률 (2020F)	2.3%

주주구성	
김대영 외 3 인	40.99%
국민연금공단	6.11%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-15%	-6%	-19%
절대기준	-5%	19%	10%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	100,000	-	-
EPS(20)	9,513	-	-
EPS(21)	10,105	-	-

슈피겐코리아 추가추이



본 조서분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

슈피겐코리아 (192440)

사야할 이유가 명확하다!

영업이익률 상승 중

동사는 지속적인 매출 성장과 북미지역에서의 브랜드 인지도 상승에도 불구하고 영업이익률이 하락하며 시장에서 낮은 밸류에이션을 적용 받았음. 하지만 올해 2분기를 기점으로 영업이익률 개선세가 확실히 되어 밸류에이션 리레이팅이 나타날 것으로 전망됨.

영업이익률 개선은 본업의 수익률개선과 함께 자회사 슈피겐뷰티가 수주한 북미지역 COVID-19 물품 공급 프로젝트에 의한 것으로 슈피겐코리아의 3Q20 실적은 역대 최고 실적을 기록할 것으로 판단됨.

본업 성장은 지속된다

COVID-19 확산으로 아마존이 생필품 최우선 판매 정책을 4월 한달간 시행하며 동사는 4월 영업을 사실상 진행하지 못함. 하지만 동사의 2분기 실적은 매출액 748억 원(+17%, YoY), 영업이익 114억원(+31.5%, YoY)으로 전년동기 대비 큰 폭의 성장을 나타냄. 영업환경이 좋지 못한 상황에서도 서프라이즈한 실적을 도출할 수 있었던 원인은 1. 아이폰 SE2 출시, 2. 제품 믹스 개선 3. 성공적인 인도시장 진출에 의한 것으로 하반기에도 성장세 지속 가능한 것으로 판단됨.

목표주가 10만원, 커버리지 개시

슈피겐코리아에 대해 투자의견 매수와 목표주가 10만원을 제시함.

목표주가 10만원은 동사의 12MF EPS 9,908원에 Target Multiple 10.0(x)를 적용한 것으로 본업의 이익률 개선세와 가파른 자회사의 성장성을 고려했을 때 무리없는 수준이며 향후 이익률 개선 정도에 따라 멀티플 추가 상승도 가능할 것으로 판단됨.

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	267	309	400	433	502
영업이익	49	44	69	79	100
세전이익	55	53	77	83	105
지배주주순이익	43	40	59	63	81
EPS(원)	6,870	6,489	9,513	10,105	13,052
증가율(%)	5.0	-5.5	46.6	6.2	29.2
영업이익률(%)	18.4	14.2	17.3	18.2	19.9
순이익률(%)	16.1	12.9	14.8	14.5	16.1
ROE(%)	17.7	14.5	18.4	16.7	18.5
PER	7.6	7.9	6.5	6.1	4.8
PBR	1.2	1.1	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	4.2	5.0	3.5	2.6	1.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

회사 개요

북미시장을 기반으로 성장

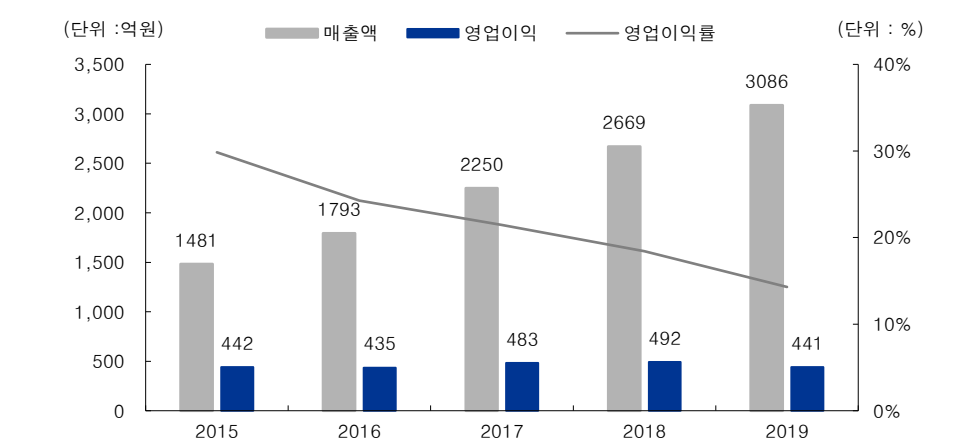
매출 빠르게 증가하지만
OPM 하락하며 절대
영업이익 정체

낮은 멀티플 적용 원인

동사는 핸드폰 액세서리 전문기업으로 2014년 11월 코스닥 시장에 상장함. 자체적으로 확립한 미국내 온라인 유통 지배력과(아마존) ‘슈피겐’이란 브랜드 빌드업으로 영업이익률은 30%를 초과해 자본시장의 러브콜을 받으며 코스닥 시장에 성공적으로 안착함.

슈피겐코리아는 상장 후 유통채널 다변화, 중국시장 진출, 브랜드 라인 추가확보 등을 시행하며 실적 성장을 위해 노력했지만 지금껏 이러한 노력들은 절반의 성공만 거둔 것으로 판단됨.

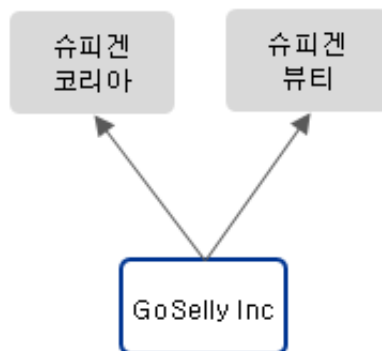
그림 1. 매출액, 영업이익 추이



자료: 슈피겐코리아, IBK투자증권

절반의 성공이라 말할 수 있는 이유는 동사 매출이 매년 두 자릿수 성장세를 나타냈지만 절대적 영업이익은 2015년 이후 정체된 모습을 보이며 영업이익률이 점진적으로 하락하고 있기 때문. 동사는 그간 감소하는 영업이익률로 인해 밸류에이션 측면에서 시장의 저평가를 받고 있었지만 올해부터는 본업 성장 + 자회사 슈피겐뷰티의 성장이 동시에 나타나며 과거와는 다른 모습의 실적 성장이 나타날 것으로 예상됨.

그림 2. 슈피겐코리아 사업 구조



자료: 슈피겐코리아, IBK투자증권

이익률이 개선되고 있다!

2분기 영업이익률 전년 대비 +1.7% 상승한 15.2%

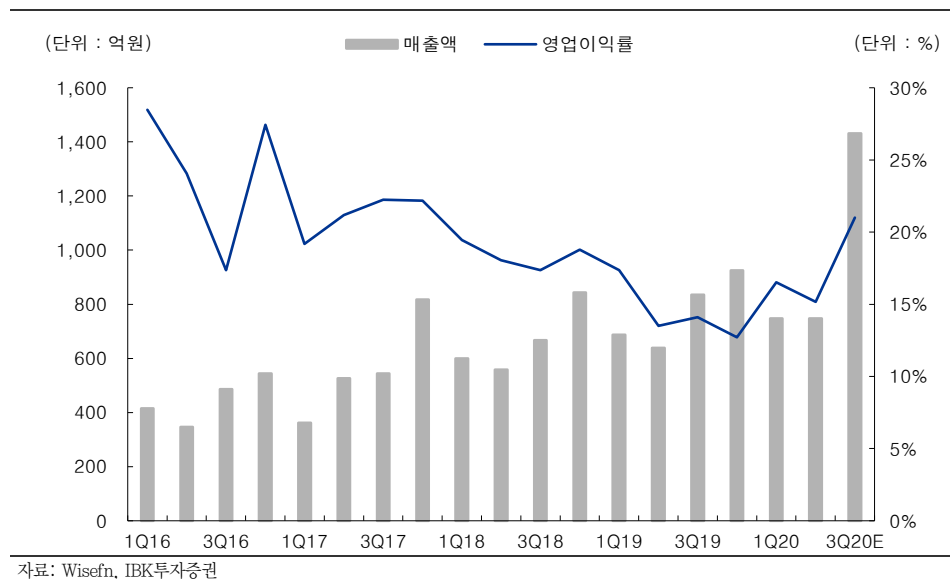
이익률 개선은
멀티플의 상향으로
이어질 것

슈피겐코리아의 2분기 잠정실적은 매출액 748억원(+17%, YoY), 영업이익 114억원(+31.5%, YoY)으로 전년동기 대비 큰 폭의 실적 개선이 나타남. 2분기인 4, 5, 6월중 4월은 COVID-19 확산으로 아마존이 생활필수품 판매를 우선시 하는 정책을 시행해 동사가 제대로 된 영업활동을 하지 못했던 점을 감안했을 때 올해 2분기 실적은 거의 서프라이즈에 가까운 수준인 것으로 판단됨.

2분기 실적 개선의 이유는 지난 4월 애플이 출시한 아이폰SE2 효과가 슈피겐코리아에도 반영되었기 때문으로 애플의 보급형 아이폰 모델 출시가 동사에게 긍정적인 사업환경 변화인 것으로 확인됨. 애플이 향후 보급형 아이폰 출시를 지속적으로 계획하고 있어 사업 환경은 동사에게 유리한 방향으로 흘러가는 것으로 보임.

이와 함께 적자를 유지하던 중국 사업의 정리가 지난해 완료 되고 신규로 진출한 인도 시장이 예상보다 높은 매출과 이익을 달성하며 의미있는 실적을 나타내고 있음.

그림 3. 분기별 실적 추이



웨어러블 기기 판매량 증가

TWS와 같은 웨어러블
기기의 판매 증가로 관련
액세서리 매출 증가

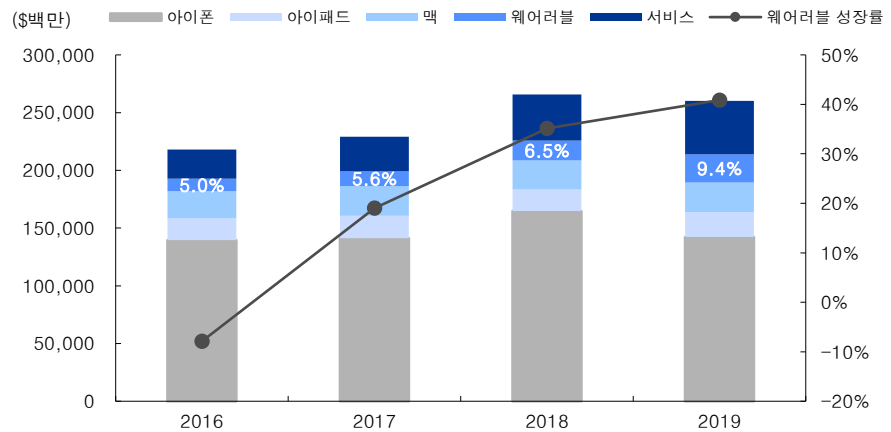
스마트폰 시장 성숙도가 높아짐에 따라 핸드셋의 글로벌 출하량 성장세는 둔화되었지만 스마트폰과 연계되어 사용하는 웨어러블 디바이스 특히 무선 이어폰이라 불리는 TWS(True Wireless Stereo)는 가파른 성장세를 이어가고 있음.

애플의 웨어러블 디바이스 매출 비중은 2016년 5%에서 → 2019년 9.4%로 서비스 사업의 뒤를 이어 가장 가파르게 성장하고 있는 사업부이며 향후 애플 글라스와 워치가 확산된다는 가정하에 웨어러블 디바이스향 액세서리 시장도 가파른 성장을 이어갈

것으로 전망됨.

결국 이 웨어러블 디바이스향 액세서리 시장은 동사의 새로운 먹거리가 될 것으로 판단되며 이미 브랜드 파워를 확보한 동사는 웨어러블 액세서리 시장에서도 경쟁력을 확보하는데 무리가 없을 것으로 보임.

그림 4. 애플 웨어러블 사업부 매출 비중 추이



자료: Apple, IBK투자증권

직원수와 더불어 사업 다양성도 UP

자회사 '슈피겐뷰티'의 성장에 놀라지 마시라

임직원의 증가세가 가파른 이유는 글로벌 마케팅 대응을 국내에서 가능한 시스템으로 만들고 있기 때문

코스닥 시장에 상장한 2014년부터 사업 확장을 지속해온 동사는 지속적으로 임직원을 충원해 2020년 1분기 기준 임직원 수는 상장 초기 대비 +243% 증가한 467명으로 가파른 성장을 이어가고 있음. 동사는 임직원 수 증가와 함께 글로벌 사업지역을 빠르게 확대하고 있으며 올해 상반기에는 인도시장 점유율 확대, 하반기에는 일본시장 직접 진출을 계획하고 있으며 온라인 마케팅 전문회사답게 대부분의 업무를 국내 인원을 통해 해결하고 있음.

표 1. 임직원 추이

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	1Q 20
한 국	86	117	151	186	233	316	348
미 국	50	70	95	102	103	110	110
인 도	0	0	0	0	0	6	6
중 국	0	0	5	3	7	3	3
합 계	136	187	251	291	343	435	467
증가 인원	-	51	64	40	52	92	32
증감율	-	38%	34%	16%	18%	27%	7%

자료: 슈피겐, IBK투자증권

향후 한국을 대표하는
미디어커머스 기업이 될
가능성이 높은 것으로
판단

해외 사업지역 확대와 함께 동사는 자회사 ‘슈피겐뷰티’를 활용해 품질 좋은 국내 제품을 선별, 아마존 플랫폼에 판매하는 온라인 마케팅 사업을 2019년부터 진행중.

2019년부터 시작된 자회사 ‘슈피겐뷰티’의 사업은 올해 최고의 성장기회를 확보.

COVID-19으로 북미지역에 세정제 품귀현상이 나타나고 미중 분쟁이 심화 되자 캘리포니아 주정부가 약 600억원 규모의 세정제 공급을 아마존에 의뢰. 아마존은 중국을 제외한 글로벌 공급처를 찾던 중 신뢰할 수 있는 기업으로 ‘슈피겐뷰티’를 선정했으며 ‘슈피겐뷰티’는 현재 이 프로젝트를 수행하고 있음. 프로젝트는 올해 3분기 완료되며 실적은 3분기에 전액 반영될 예정임.

슈피겐뷰티가 설립 2년만에 캘리포니아 주정부가 발주하는 프로젝트를 수행할 수 있었던 이유는 슈피겐코리아가 오랜기간 축적해온 아마존과의 신뢰가 밑바탕에 깔려 있었기 때문으로 판단됨. 이번 프로젝트 수행 완료 후 ‘슈피겐뷰티’는 다양한 프로젝트를 진행하며 북미에서 영업하는 한국을 대표하는 미디어커머스 회사가 될 것으로 판단됨.

최근 국내에서 에코마케팅, 블랭크코퍼레이션, 브랜드엑스코퍼레이션과 같이 제품의 기획, 디자인, 마케팅만을 전문적으로 수행하고 실질적 제품 생산은 성숙된 국내 제조업체에 위탁하는 미디어커머스 회사들이 증가하고 있음.

이는 과거와 달리 새로운 미디어의 광고효과가 높고 소비자 접근성이 좋아 이를 활용한 판매시장이 빠르게 증가하고 있기 때문. ‘슈피겐뷰티’는 향후 품질 좋은 국내 제품을 북미시장에 전문적으로 판매하는 미디어커머스 기업으로 발전할 것으로 예상되며 투자자들은 ‘슈피겐뷰티’의 변화에 관심을 가져야 할 것으로 판단됨.

투자의견 및 Valuation

투자의견 매수 및 목표주가 10만원으로 신규 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견을 매수, 목표주가 10만원으로 신규 커버리지를 개시함.

목표주가는 12MF 예상 EPS 9,908원에 Target Multiple 10.0(x)를 적용해 산출했음. Target Multiple 10.0(x)는 동사의 지난 5년 평균 PER 8.4배에 20% 수준의 프리미엄을 부여한 것으로 1. 본업의 영업이익률 개선 + 2. 자회사 슈피겐 뷰티의 가파른 성장세를 고려했을 때 무리가 없는 수준이라 판단.

표 2. 슈피겐코리아, 목표주가 산정 내역

구분	(원)	비고
12MF EPS	9,908	
타겟 PER	10	
주당가치	99,080	
목표주가	100,000	
현재주가	60,800	8월 4일 주가
상승여력(%)	64.5	

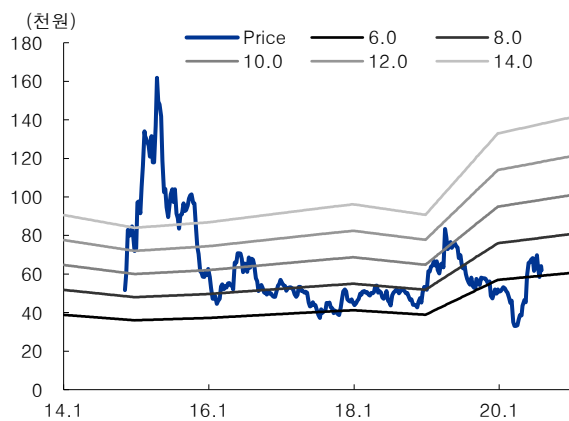
자료: IBK투자증권

표 3. 슈피겐코리아, 실적 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E
매출액	687	639	835	924	747	748	1,431	1,078	3,086	4,004
케이스	559	509	670	723	570	557.9	723	830	2,461	2,680.9
보호필름	62	61	81	112	93	95	108	128	316	424
기타	66	70	84	89	85	95	600	120	309	900
매출원가	210	194	288	317	235	232	494	368	1,009	1,328
원가율	30.6%	30.3%	34.4%	34.3%	31.4%	31.0%	34.5%	34.1%	32.7%	33.2%
판매비	357	359	430	490	389	402	627	564	1,636	1,982
판매비율	52.0%	56.2%	51.5%	53.0%	52.0%	53.8%	43.8%	52.3%	53.0%	49.5%
영업이익	119	86	118	117	124	114	311	147	441	694
영업이익률	17.4%	13.5%	14.1%	12.7%	16.5%	15.2%	21.7%	13.6%	14.3%	17.3%
순이익	104	83	117	99	134	94	248	114	403	590
순이익률	15.1%	13.0%	14.0%	10.7%	17.9%	12.6%	17.3%	10.6%	13.1%	14.7%

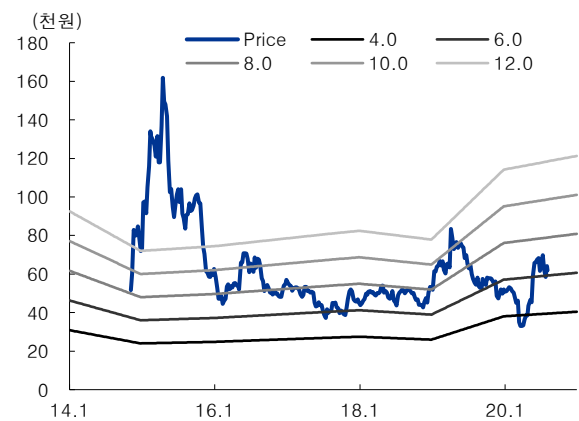
자료: IBK투자증권

그림 5. PER Band



자료: IBK투자증권

그림 6. PBR Band



자료: IBK투자증권

슈피겐코리아 (192440)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	267	309	400	433	502
증가율(%)	18.6	15.6	29.8	8.1	15.9
매출원가	81	101	133	129	145
매출총이익	186	208	268	304	357
매출총이익률 (%)	69.7	67.3	67.0	70.2	71.1
판매비	137	164	198	225	257
판매비율(%)	51.3	53.1	49.5	52.0	51.2
영업이익	49	44	69	79	100
증가율(%)	1.8	-10.4	57.5	13.2	27.4
영업이익률(%)	18.4	14.2	17.3	18.2	19.9
순금융손익	5	9	8	4	5
이자손익	3	3	3	4	5
기타	2	6	5	0	0
기타영업외손익	1	0	-1	0	0
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	55	53	77	83	105
법인세	12	13	18	20	24
법인세율	21.8	24.5	23.4	24.1	22.9
계속사업이익	43	40	59	63	81
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	43	40	59	63	81
증가율(%)	5.0	-5.7	46.6	6.2	29.2
당기순이익률 (%)	16.1	12.9	14.8	14.5	16.1
지배주주당기순이익	43	40	59	63	81
기타포괄이익	1	0	2	0	0
총포괄이익	44	40	61	63	81
EBITDA	51	50	75	83	103
증가율(%)	3.3	-1.6	49.3	10.3	25.0
EBITDA마진율(%)	19.1	16.2	18.8	19.2	20.5

투자지표

(12월 결산)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	6,870	6,489	9,513	10,105	13,052
BPS	42,034	47,368	56,006	64,753	76,350
DPS	1,150	1,300	1,400	1,500	1,600
밸류에이션(배)					
PER	7.6	7.9	6.5	6.1	4.8
PBR	1.2	1.1	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	4.2	5.0	3.5	2.6	1.5
성장성지표(%)					
매출증가율	18.6	15.6	29.8	8.1	15.9
EPS증가율	5.0	-5.5	46.6	6.2	29.2
수익성지표(%)					
배당수익률	2.2	2.5	2.3	2.4	2.6
ROE	17.7	14.5	18.4	16.7	18.5
ROA	15.4	12.5	15.3	13.5	14.9
ROIC	59.8	45.1	57.5	58.4	71.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	13.6	17.5	22.7	24.1	23.3
순차입금 비율(%)	-42.1	-23.1	-35.9	-41.3	-48.1
이자보상배율(배)	218.7	69.4	114.4	130.6	146.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	19.7	19.7	24.4	23.9	23.0
재고자산회전율	14.2	12.1	10.0	7.9	7.6
총자산회전율	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	194	186	275	343	425
현금및현금성자산	53	52	107	141	197
유가증권	63	33	35	44	51
매출채권	15	17	16	20	23
재고자산	20	31	49	61	71
비유동자산	103	160	152	157	160
유형자산	45	46	45	42	39
무형자산	3	18	18	17	16
투자자산	29	58	60	61	61
자산총계	297	346	427	499	585
유동부채	31	36	61	77	89
매입채무및기타채무	5	7	11	13	15
단기차입금	6	6	6	8	9
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4	16	18	20	21
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	36	52	79	97	111
지배주주지분	261	294	348	403	475
자본금	3	3	3	3	3
자본잉여금	49	49	49	49	49
자본조정등	1	1	1	1	1
기타포괄이익누계액	-1	-1	1	1	1
이익잉여금	209	242	293	348	420
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	261	295	348	402	474
비이자부채	30	36	62	78	91
총차입금	6	16	17	19	20
순차입금	-110	-68	-125	-166	-228

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	38	33	49	54	74
당기순이익	43	40	59	63	81
비현금성 비용 및 수익	13	19	5	0	-2
유형자산감가상각비	2	5	5	3	2
무형자산상각비	0	1	1	1	1
운전자본변동	-2	-19	-15	-13	-10
매출채권등의 감소	-3	3	29	-4	-3
재고자산의 감소	4	-15	-17	-13	-10
매입채무등의 증가	-4	-3	-24	3	2
기타 영업현금흐름	-16	-7	0	4	5
투자활동 현금흐름	-37	-24	-8	-26	-20
유형자산의 증가(CAPEX)	-5	-2	-1	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-4	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-2	16	-1	0
기타	-30	-16	-23	-25	-20
재무활동 현금흐름	-4	-10	14	5	2
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-4	-10	14	5	2
기타 및 조정	1	0	0	1	0
현금의 증가	-2	-1	55	34	56
기초현금	55	53	52	107	141
기말현금	53	52	107	141	197

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

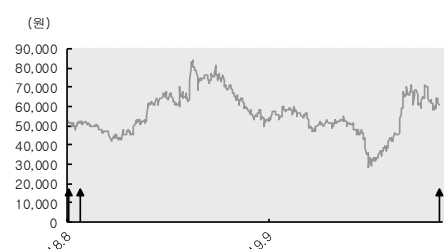
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2019.07.01~2020.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	133	86.9
중립	20	13.1
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

슈피겐코리아	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2020.08.05	매수	100,000							