

## Company Update

Analyst 유옥재

02) 6915-5323

oneupyoo@ibks.com

## Not Rated

목표주가

현재가 (12/1) 108,000원

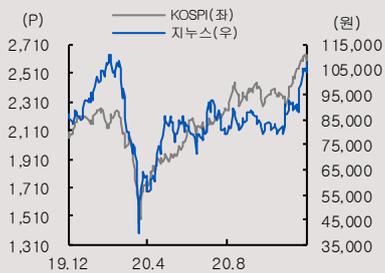
KOSPI (12/1)	2,634.25pt
시가총액	15,559억원
발행주식수	14,407천주
액면가	500원
52주 최고가	111,000원
최저가	39,700원
60일 일평균거래대금	76억원
외국인 지분율	22.4%
배당수익률 (2020F)	1.2%

주주구성  
이윤재 외 10 인 39.20%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	6%	3%	-5%
절대기준	24%	31%	19%

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated	-	-
목표주가	-	-	-
EPS(20)	6,043	-	-
EPS(21)	8,995	-	-

### 지누스 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 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.

# 지누스 (013890)

## On-line의 이케아

### 미국 온라인 침실 가구의 강자

지누스는 매트리스, 베개 및 침실 가구를 주력으로 제조/판매하는 온라인 전문 가구 업체임. 세계 최초 소형 박스 포장 매트리스를 개발, 온라인 유통 채널을 통해 판매하며 성장을 이룩함.

3Q20 누적 기준 주요 제품별 매출비중은 매트리스 43.4%, 침실가구 46.7%, 기타가구 3.1%, 기타상품 6.8%로 구성됨. 주요 유통 채널별 매출비중은 온라인 채널 87.9%, 오프라인 채널 12.1%.

동사는 밸류체인 전반을 직접 관리함으로써 높은 가격경쟁력을 보유하고 있음. 중국과 인도네시아 두개의 지역에 대규모 자체 생산설비를 운영함으로써 규모의 경제 및 효율적인 제조시설과 포장에 특화된 노하우를 통해, 경쟁력 있는 제품가격을 만들어 냄.

동사의 3분기 매출액은 전년 동기 대비 1,132 억원 증가(YoY +20.0%)함. COVID-19 상황하에서 주거 생활 시간이 늘어나면서 생활환경을 개선하려는 가구류의 수요가 증가하고, 비대면 거래에 대한 선호 추세가 강화되어 고객의 수요가 오프라인에서 온라인으로 전환되는 현상이 가속화하는 경향이 보임.

2020년 전체 실적은 매출액 9,890억원(YoY +21.0%), 영업이익 1,260억원(영업이익률 12.7%)수준으로 기대되며, 향후 반덤핑 관련 요인들로 동사의 실적 개선 추세는 이어질 것으로 보임. 반덤핑요인은, 매트리스에 대한 미국상무부의 반덤핑 조사결과가 주요 수출 7개국에 도출됨. 동사의 미국 수출 기지인 인도네시아의 경우 2.61%로 가장 양호한 수준

(단위: 억원,배)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	6,028	6,218	8,171	9,890	12,362
영업이익	872	531	1,039	1,260	1,613
세전이익	657	582	925	1,154	1,613
지배주주순이익	452	436	724	866	1,296
EPS(원)	3,627	3,503	5,667	6,043	8,995
증가율(%)	-24.1	-3.4	61.8	6.6	48.8
영업이익률(%)	14.5	8.5	12.7	12.7	13.0
순이익률(%)	7.5	7.0	8.9	8.8	9.8
ROE(%)	40.5	28.3	26.3	20.5	24.6
PER	-	-	16.4	17.1	11.5
PBR	-	-	3.5	3.2	2.6
EV/EBITDA	-	-	11.3	11.6	7.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## On-line의 이케아

### 미국 온라인 침실 가구의 강자

주력사업은 글로벌 온라인 매트리스, 베개 및 가구사업

과거 텐트로 대표되는 캠핑용품의 제조 및 판매 사업을 영위하였으나, 2000년대 중반부터 주력사업을 매트리스, 베개 및 가구사업으로 전환하여 영위하고 있는 업체로, 과거 캠핑사업은 정리했으며, 캠핑사업을 영위하면서 유지해 온 월마트 등 해외 대형 소매상과의 영업 네트워크를 바탕으로 사업 기반을 구축.

미국 가구시장의 온라인 점유율은 2017년 15.1%에서 2020년 18.4% 수준

동사는 매트리스를 소형 박스 포장화 함으로서 매트리스 산업의 커다란 혁신을 가져옴. 이로 인해 막대한 물류비용 때문에 수입제품이 거의 없이 로컬생산에 의존하던 미국 침대 시장에 대한 수출이 가능해졌으며, 침대 및 가구 전문점이 독점하고 있던 침대 판매시장에서 온라인 판매 경로를 개척하여 미국 침대 유통 시장에 변화를 일으킴. 미국 가구시장의 온라인 점유율은 2017년 15.1%에서 2020년 18.4% 수준을 보일 것으로 보임. 동사전망에 따르면 17~23년 미국 오프라인 가구시장의 성장률은 평균 0.7% 수준으로 Flat한 양상이 전망되고, 온라인 가구시장의 성장률은 평균 6.4% 수준을 보일 것으로 기대.

온라인 시장에서 월등한 숫자의 사용후기와 높은 평점을 유지함으로써 경쟁 업체에 비해 우위를 선점

소비자의 구매 결정에 있어서 리뷰가 큰 영향을 끼치는 온라인 시장에서 월등한 숫자의 사용후기와 높은 평점을 유지함으로써 경쟁 업체에 비해 우위를 선점하고 있으며 브랜드 인지도를 강화하고 있음. 2020년 3분기말 현재 812,000여 개의 고객 사용후기를 축적 중.

특히 일부 주력 제품의 누적 리뷰는 출시부터 지금까지 줄곧 아마존에서의 Best Selling 포지션을 유지하고 있으며, 회사의 리뷰 평균 점수는 4.4~4.5 Point수준으로 경쟁 브랜드업체들이 3.9 ~4.2 Point수준을 보이는데 비해 높은 고객 만족도를 보이고 있음.

규모의 경제 및 효율적인 제조시설과 포장에 특화된 노하우를 통해, 경쟁력 있는 제품가격 보유

동사는 밸류체인 전반을 직접 관리함으로써 높은 가격경쟁력을 보유하고 있음. 중국과 인도네시아 두개의 지역에 대규모 자체 생산설비를 운영함으로써 규모의 경제 및 효율적인 제조시설과 포장에 특화된 노하우를 통해, 경쟁력 있는 제품가격을 만들어 냄. 동사의 12인치 메모리폼 매트리스의 경우 미국 온라인에서 \$300대 후반 수준의 가격을 제시하고 있으나, 전통적인 오프라인 미국매트리스 업체의 오프라인 판매가는 \$3,000에 육박하고 있고, 직접제조하지 않는 마케팅중심의 미국 온라인 매트리스업체는 \$900대 수준의 가격을 형성하고 있어 동사의 판매가격과 큰 격차를 보임.

3분기 매출액은 전년 동기 대비 1,132 억원 증가 (YoY +20.0%).

동사의 3분기 매출액은 전년 동기 대비 1,132 억원 증가(YoY +20.0%)함. COVID-19 상황하에서 주거 생활 시간이 늘어나면서 생활환경을 개선하려는 가구류의 수요가 증가하고, 비대면 거래에 대한 선호 추세가 강화되어 고객의 수요가 오프라인에서 온라인으로 전환되는 현상이 가속화하는 경향이 보임.

지역별로 보면, 미국 외 지역 매출이 전년 동기 대비 136.8%의 높은 성장률을 기록함. 미국 외 지역의 분기별 매출증가율은 1분기 -5.6%, 2분기 +150.6%, 3분기 +273.6%로 성장 추세가 가속화되는 중.

2020년 3분기 누적 영업이익은 866억원으로 전년 동기 대비 123억원 증가(YoY +16.5%)하여 양호한 증가세를 보임. 한편 이익증가폭을 제한한 요인은 글로벌 선사들이 교역량 부족으로 상반기에 운항선박 수를 대폭 감소시킴. 반면 물동량이 회복세에도 불구하고 최근 선박량의 증가가 제때 이루어지지 않아, 최근 국제 해상운임은 수년래 최고 수준까지 급등. 전세계적인 온라인 쇼핑의 폭발적인 증가로 인해 Fedex 와 UPS 같은 미국의 운송업체들이 주문을 모두 수용하지 못하는 물류 병목 현상이 발생하여 통관물류비가 19년3Q누적 255억원에서 20년3Q누적 399억원으로 증가.

2020년 전체 실적은 매출액 9,890억원(YoY +21.0%), 영업이익 1,260억원(영업이익률 12.7%)수준으로 기대되며, 향후 반덤핑 관련 요인들로 동사의 실적 개선 추세는 이어질 것으로 보임.

매트리스에 대한 미국상무부의 반덤핑 조사결과가 주요 수출 7개국에 도출됨. 동사의 경우 2.61%로 가장 양호한 수준. → 미국 판매 활성화, 재고감소와 물류부담 감소 기대

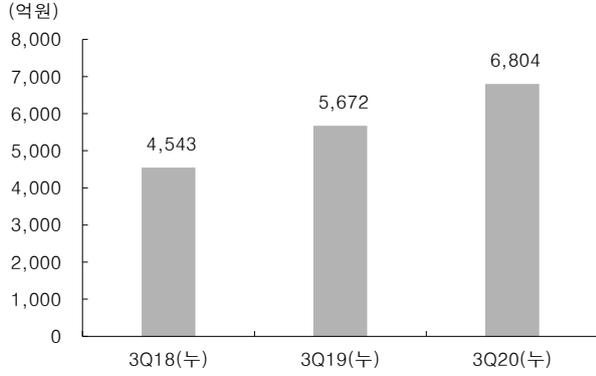
반덤핑요인은, 매트리스에 대한 미국상무부의 반덤핑 조사결과가 주요 수출 7개국에 도출됨. 동사의 미국 수출기지인 인도네시아의 경우 2.61%로 가장 양호한 수준이며, 나머지 국가 세르비아, 터키, 말레이시아(13.7~43%), 캄보디아, 태국, 베트남(253~990%)의 경우 향후 수출에 지장을 초래할 가능성이 높아짐. 반덤핑 관세 및 소나기 수출에 대한 큰 불확실성이 사라졌기 때문에 미국 주요 고객의 요청에 의해 일시적으로 DO 구조 (미국 지누스 창고를 통한 매출)로 전환하였던 물량이 다시 기존의 DI 구조 (미국 지누스 창고를 통하지 않는 직사업)로 전환될 예정이며, 이에 따라 미국 판매 활성화 및 재고감소가 나타날 것으로 보이며 또한 물류부담도 감소 할 것으로 기대됨.

표 1. 인도네시아 반덤핑 제소 예비 판정

국가별 예비판정 요약				
	필수답변자 1.	필수답변자 2.	국가전체	소나기 수출
인도네시아 (지누스)	2.61%	N/A	<b>2.61%</b>	혐의 없음
말레이시아	42.92%	42.92%	42.92%	TBC
태국	763.28%	763.28%	572.56%	
베트남	190.79%	989.90%	989.90%	
세르비아	13.65%	N/A	13.65%	
터키	20.03%	N/A	20.03%	
캄보디아	252.74%	252.74%	252.74%	

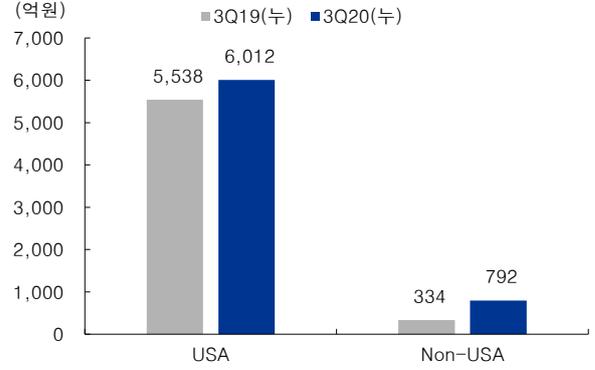
자료: 지누스, IBK투자증권 리서치본부

그림 1. 누적 매출액 추이



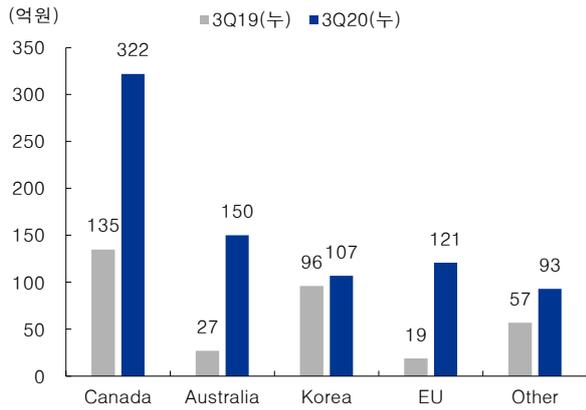
자료: 지누스, IBK투자증권 리서치본부

그림 2. 지역별 누적 매출액 추이



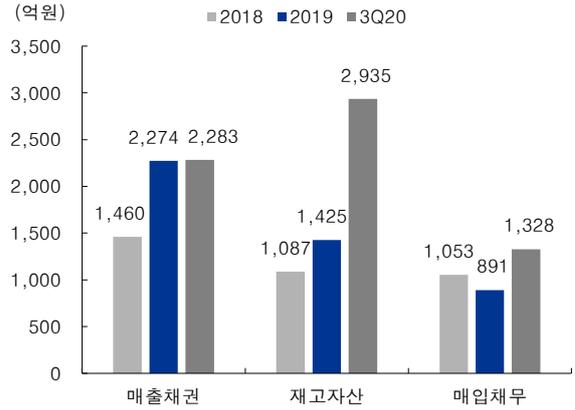
자료: 지누스, IBK투자증권 리서치본부

그림 3. Non-USA 세부 지역별 누적 매출액



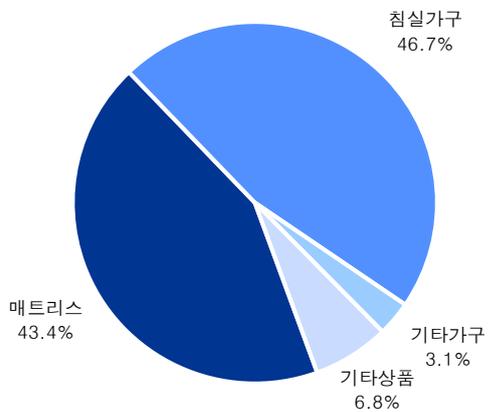
자료: 지누스, IBK투자증권 리서치본부

그림 4. 매출채권/재고자산/매입채무 추이



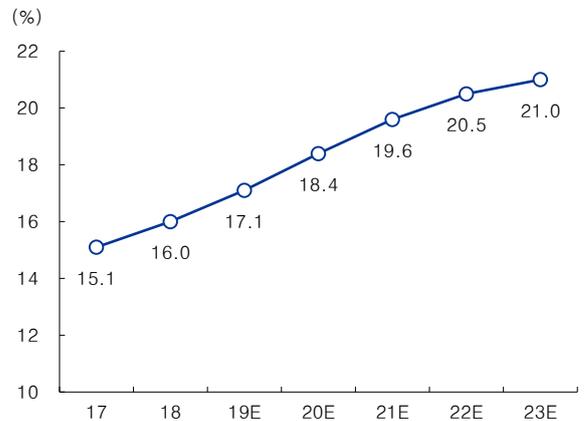
자료: 지누스, IBK투자증권 리서치본부

그림 5. 주요 제품별 매출비중(3Q20누)



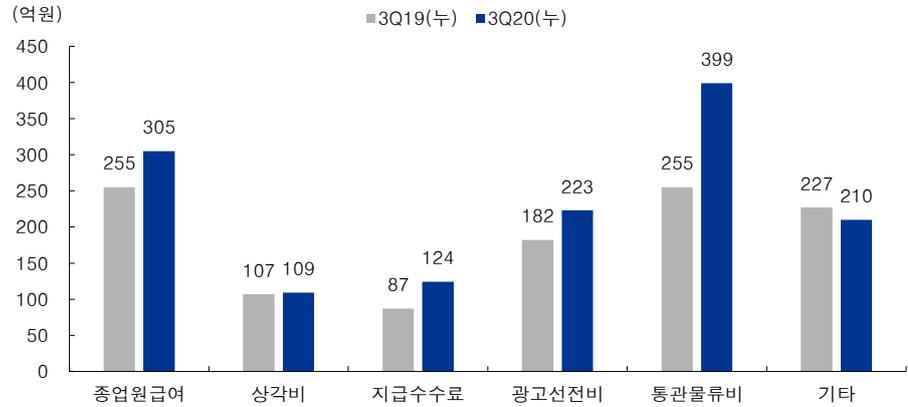
자료: 지누스, IBK투자증권 리서치본부

그림 6. 미국 가구 시장의 현황 및 전망(온라인 시장점유율)



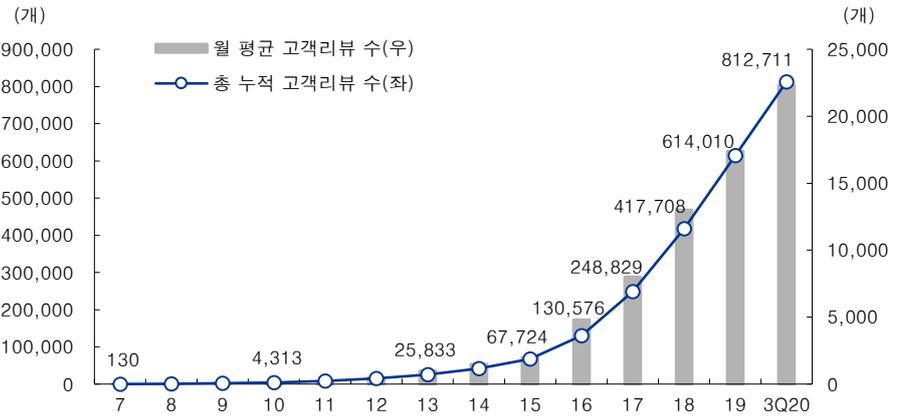
자료: 지누스, IBK투자증권 리서치본부

그림 7. 2019/ 2020 각 년도 3분기까지의 누적 판매비와 관리비



자료: 지누스, IBK투자증권 리서치본부

그림 8. 지누스 고객 리뷰 현황



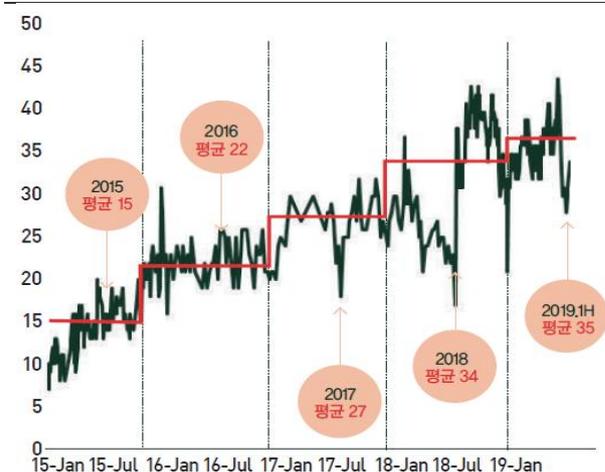
자료: 지누스, IBK투자증권 리서치본부

그림 9. 고객 사용후기/평점 비교(아마존 기준)

224,510	Zinus	★★★★☆	4.4
32,294	I社	★★★★☆	4.2
4,816	P社	★★★★☆	3.9
3,406	T社	★★★★☆	3.9
1,526	C社	★★★★☆	3.9
1,026	S社	★★★★☆	4.2
667	S社	★★★★☆	4.1

자료: 지누스, IBK투자증권 리서치본부

그림 10. 아마존(침실가구) 상위 100개 품목 중 지누스 품목 수



자료: 지누스, IBK투자증권 리서치본부

표 2. 지누스 경쟁우위

Brand	가격	제품의 다양성	생산	물류	마케팅	판매채널
지누스	USD 353.69 (지누스 메모리 폼 12인치 그린티 매트리스, 퀸사이즈)	침실 가구 분야의 전체를 대상으로 한 358개 품목 (136 종류의 매트리스 포함)  다양한 가구 분야로 영역 확장	중국과 인도네시아의 대규모 자체 생산 설비 운영  규모의 경제를 실현한 효율적인 제조 시설	미국 내 두 개의 대형 물류 창고를 직접 운영  거대 소매업 기업인 아마존, 월마트 등과 협업  대형 물류 파트너의 효율적인 협업	디지털 마케팅과 소셜 미디어 캠페인  독자적인 마케팅 팀에 의한 주요 온라인 채널의 스폰서 광고 선점	주로 온라인 채널 이용  오프라인 채널에서 월마트와 협업
전통적인 오프라인업체	USD 2,999.00	침실 제품 45가지 (온라인 매트리스 12가지 포함)  침대 및 침실 품목에 집중	미국 내 32개 생산 시설 보유	전문점의 물류 관리에 의존	매스 마케팅	매트리스 및 가구 전문점을 통한 판매로 오프라인 채널 의존도가 높음
마케팅 중심의 온라인 업체	USD 995.00	침실 제품 29가지(매트리스 5가지 포함)	제조 시설 없이 외주 가공에 의존함	미국 내에 소규모 물류 창고 보유	자사 온라인 채널로 고객을 유입하기 위한 매스 마케팅	주로 자체적인 온라인 채널의 판매에 의존

자료: 지누스, IBK투자증권 리서치본부

지누스 (013890)

포괄손익계산서

(억원)	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	6,028	6,218	8,171	9,890	12,362
증가율(%)	59.6	3.2	31.4	21.0	25.0
매출원가	4,236	4,454	5,569	6,671	8,340
매출총이익	1,792	1,764	2,602	3,219	4,022
매출총이익률 (%)	29.7	28.4	31.8	32.5	32.5
판매비	920	1,233	1,563	1,961	2,409
판매비율(%)	15.3	19.8	19.1	19.8	19.5
영업이익	872	531	1,039	1,260	1,613
증가율(%)	9.6	-39.1	95.7	21.3	28.0
영업이익률(%)	14.5	8.5	12.7	12.7	13.0
순금융손익	-154	0	-112	-126	0
이자손익	-59	-56	-120	0	0
기타	-95	56	8	-126	0
기타영업외손익	-60	51	-2	21	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	657	582	925	1,154	1,613
법인세	206	146	200	288	403
법인세율	31.4	25.1	21.6	25.0	25.0
계속사업이익	452	436	724	866	1,210
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	452	436	724	866	1,210
증가율(%)	-24.1	-3.4	66.1	19.6	39.7
당기순이익률 (%)	7.5	7.0	8.9	8.8	9.8
지배주당당기순이익	452	436	724	866	1,296
기타포괄이익	-93	-18	38	99	0
총포괄이익	358	418	762	965	1,210
EBITDA	912	597	1,230	1,426	1,784
증가율(%)	10.9	-34.5	106.1	15.9	25.1
EBITDAmargin(%)	15.1	9.6	15.1	14.4	14.4

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,627	3,503	5,667	6,043	8,995
BPS	10,566	14,158	26,336	32,598	40,417
DPS	0	0	1,250	1,250	1,250
밸류에이션(배)					
PER	-	-	16.4	17.1	11.5
PBR	-	-	3.5	3.2	2.6
EV/EBITDA	-	-	11.3	11.6	7.8
성장성지표(%)					
매출증가율	59.6	3.2	31.4	21.0	25.0
EPS증가율	-24.1	-3.4	61.8	6.6	48.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	1.3	1.2	1.2
ROE	40.5	28.3	26.3	20.5	24.6
ROA	15.5	10.2	11.4	9.7	10.3
ROIC	36.8	20.8	21.2	17.1	21.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	158.8	192.1	101.8	122.4	102.8
순차입금 비율(%)	19.9	54.3	19.7	34.0	-18.2
이자보상배율(배)	14.1	9.0	8.1	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.6	4.9	4.8	4.3	3.8
재고자산회전율	10.0	7.1	6.5	4.2	4.6
총자산회전율	2.1	1.5	1.3	1.1	1.0

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(억원)	2017	2018	2019	2020F	2021F
유동자산	2,618	3,643	5,312	7,558	10,165
현금및현금성자산	524	704	893	1,041	3,459
유가증권	12	126	392	93	121
매출채권	1,229	1,309	2,068	2,549	3,899
재고자산	662	1,087	1,425	3,334	2,000
비유동자산	786	1,504	2,239	2,845	2,999
유형자산	557	935	2,064	2,519	2,605
무형자산	111	446	60	55	48
투자자산	45	31	26	31	35
자산총계	3,404	5,148	7,551	10,403	13,164
유동부채	1,802	2,566	3,074	4,736	5,040
매입채무및기타채무	834	1,053	891	1,509	1,500
단기차입금	627	1,099	1,310	1,752	1,645
유동성장기부채	22	23	72	71	71
비유동부채	287	819	735	1,014	946
사채	0	100	0	0	0
장기차입금	148	565	371	693	593
부채총계	2,088	3,385	3,809	5,749	5,986
자배주주지분	1,315	1,762	3,741	4,696	5,823
자본금	62	62	71	72	72
자본잉여금	9	9	1,210	1,314	1,314
자본조정등	-17	12	19	4	4
기타포괄이익누계액	-96	-108	-59	19	19
이익잉여금	1,357	1,787	2,500	3,288	4,414
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,315	1,762	3,741	4,696	5,823
비이자부채	1,290	1,598	1,787	3,018	3,463
총차입금	798	1,787	2,022	2,731	2,523
순차입금	262	957	738	1,596	-1,057

현금흐름표

(억원)	2017	2018	2019	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	294	116	-221	98	1,365
당기순이익	452	436	724	866	1,210
비현금성 비용 및 수익	373	284	549	-7	172
유형자산감가상각비	35	57	176	159	165
무형자산상각비	5	9	16	8	7
운전자본변동	-214	-379	-1,300	-520	-17
매출채권등의 감소	-368	-80	-700	-305	-1,350
재고자산의 감소	-66	-356	-305	-399	1,334
매입채무등의 증가	214	208	-201	181	-9
기타 영업현금흐름	-317	-225	-194	-241	0
투자활동 현금흐름	-385	-887	-722	-660	-499
유형자산의 증가(CAPEX)	-307	-478	-449	-774	-250
유형자산의 감소	0	6	0	2	0
무형자산의 감소(증가)	-74	-298	-11	-4	0
투자자산의 감소(증가)	31	-6	5	5	-4
기타	-35	-111	-267	111	-245
재무활동 현금흐름	271	945	1,122	740	68
차입금의 증가(감소)	0	425	62	357	-100
자본의 증가	0	0	1,209	0	0
기타	271	520	-149	383	168
기타 및 조정	-61	6	9	11	85
현금의 증가	119	180	188	189	1,019
기초현금	405	524	704	893	1,082
기말현금	524	704	893	1,082	2,101

**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 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2019.10.01~2020.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	89.7
중립	16	10.3
매도	0	0