

지누스  
(013890)

한경래

kyungrae.han@daishin.com

이새롬

saerom.lee@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**130,000**

상향

현재주가

(20.07.20)

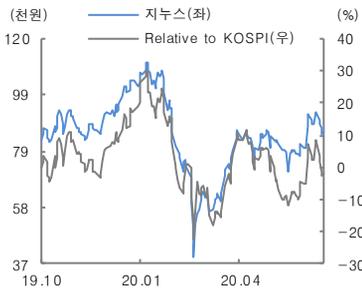
**89,000**

스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2198.2
시가총액	1,282십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	111,000원 / 39,700원
120일 평균거래대금	140억원
외국인지분율	17.76%
주요주주	이윤재 외 10 인 39.20%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.7	19.9	-11.9	0.0
상대수익률	9.7	3.6	-9.3	0.0



# 줄어든 리스크, 선명해진 방향성

## 투자 의견 매수 유지, 목표주가 130,000원으로 상향

- 투자 의견 매수 유지, 목표주가 130,000원으로 상향. 12M Forward EPS 반영 (7,956원 → 8,682원)하여 목표주가 상향
- 미국 현지 공장 증설로 추가적인 반덤핑 리스크 해소
- 미국 가구 시장 내 온라인 전환 가속화로 하반기 갈수록 우상향 하는 실적 감안 시 밸류에이션 정상화 기대

## 미국 복합 센터 설립으로 현지 시장 확실한 성장 기대

- 미국 조지아 주에 연간 메모리폼 매트리스 180만개 생산 가능한 복합 센터 투자 발표. 2021년초 가동 시작해 분기별 가동률을 확대할 계획
- 3가지 효과 기대
  - 1) 'Made In USA' 제품을 통한 미국 내 증가하는 수요 적극적인 대응,
  - 2) 추가적인 미국 반덤핑 리스크 가능성 제거,
  - 3) 현지 생산, 물류센터의 리드타임 축소, 운송비 절감 효과 등 기대
- 미국의 높은 인건비 등 원가 상승 우려 상쇄 위해
  - 1) 인도네시아, 중국공장 대비 높은 자동화율,
  - 2) 주요 고객사와의 협의를 통한 미국산 제품 가격 인상 및 추가적인 물량 확대로 현지 생산 업체 대비 가격 경쟁력 확보 가능할 전망

## 하반기에 더 가속화될 실적 우상향

- 2Q20 매출액 2,174억원(+19.2% YoY, +17.9% QoQ), 영업이익 255억원(+28.2% YoY, +9.6% QoQ) 예상
- 코로나19로 4월 판매 부진했지만 5월 이후 아마존, 월마트 등 주요 고객사 빠른 판매 회복세 및 가구 시장의 온라인 소비 전환 가속화 수혜 기대
- 2020년 하반기 상반기에 비해 가파른 실적 성장 예상
- 상반기 매트리스 주요 원재료 TDI 가격 하락 효과 하반기 반영돼 원가를 개선 가능. 2020년 하반기 매출액 5,687억원, 영업이익 797억원으로 상반기 대비 각각 41.6%, 63.4% 증가 예상

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	622	817	970	1,240	1,519
영업이익	53	104	129	184	239
세전순이익	58	92	127	183	238
총당기순이익	44	72	100	143	186
지배지분순이익	44	72	100	143	186
EPS	3,705	5,984	7,469	10,672	13,894
PER	0.0	15.5	11.9	8.3	6.4
BPS	14,158	29,273	32,749	41,409	52,593
PBR	0.0	3.2	2.7	2.1	1.7
ROE	28.3	26.3	23.8	27.1	27.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 지누스, 대신증권 Research Center

## 미국 복합 센터 설립으로 현지 시장 확실한 성장 기대

미국 조지아 주에 연간 메모리폼 매트리스 180만개 생산 가능한 복합 센터 투자를 발표했다. 토지, 건물에 510억원을 투자하고 기계 설비를 포함한 총 투자 규모는 900~1,000억원 수준으로 예상된다. 2021년초 가동 시작해 분기별 가동률을 확대할 계획이다.

이번 발표로 크게 3가지 효과가 기대된다. 1) 'Made In USA' 제품을 통한 미국 내 증가하는 수요 적극적인 대응, 2) 추가적인 미국 반덤핑 리스크 가능성 제거, 3) 현지 생산, 물류센터의 리드타임 축소, 운송비 절감 효과 등이 기대된다.

인도네시아 대비 높은 미국의 인건비 등 원가 상승 요인이 있지만 1) 인도네시아, 중국 공장 대비 높은 자동화율, 2) 주요 고객사와의 협의를 통한 미국산 제품의 공급 가격 인상 및 추가적인 물량 확대로 현지 생산 업체 대비 가격 경쟁력 확보 가능할 전망이다. 몇 년전부터 주요 고객사에서 미국 생산 시설 투자를 요구해왔던 만큼 증설 물량의 안정적인 공급 확대가 예상된다.

현재 인도네시아 매트리스 공장에서 미국으로 해상 운송에 1.5~2개월 걸리는 리드타임도 미국 현지 센터를 통해 단축해 적극적으로 시장 진출할 수 있게 됐다.

## 하반기에 더 가속화될 실적 우상향

2020년 2분기 매출액 2,174억원(+19.2% YoY, +17.9% QoQ), 영업이익 255억원(+28.2% YoY, +9.6% QoQ)이 예상된다. 코로나19로 4월 판매는 부진했지만 5월 이후 아마존, 월마트 등 주요 고객사의 빠른 판매 회복세 및 가구 시장의 온라인 소비 전환이 더 가속화되며 수혜가 예상된다. 2분기 매트리스, 침실 가구 매출액은 각각 1,126억원(+28% YoY), 993억원(+25% YoY)이 전망된다.

2020년 하반기는 상반기에 비해 가파른 실적 성장이 예상된다. 글로벌 코로나19 확진자는 증가하고 있지만 가구 시장의 온라인 소비 확대 및 아마존, 월마트에 이어 웨이퍼어, 코스트코 등 고객 다변화로 외형 성장이 지속될 전망이다. 상반기 매트리스 주요 원재료 TDI 가격 하락 효과가 하반기에 반영돼 상반기 대비 원가율 개선도 가능하다. 2020년 하반기 매출액 5,687억원, 영업이익 797억원으로 상반기 대비 각각 41.6%, 63.4% 증가가 예상된다.

## 인도네시아 반덤핑 제소, 유리 섬유 소송은 지연되는 흐름

최근 미국 상무부에 반덤핑 관련 섹션 자료 제출 완료하고 실사 진행할 예정이다. 진행되는 속도를 고려할 때 빨라야 4분기에서 내년 이후 결과가 나올 것으로 예상된다. 유리 섬유 소송 건은 고소장 내용을 변경하는 데만 4~5개월 걸렸고 코로나19로 지연된 이후 피해자 모집 활동이 증진된 걸로 보이며 추가적인 진전 사항은 없다.

위의 이슈들은 회사 외부 변수인 만큼 예단하긴 힘들지만 시기적으로 단기에 결론이 나기 힘든 상황이다. 하반기 갈수록 개선되는 펀더멘털, 미국 현지 공장 증설을 통한 추가적인 반덤핑 리스크를 해소한 만큼 하반기 주가 회복세가 기대된다.

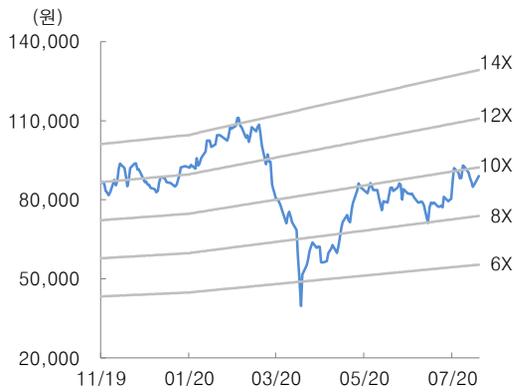
표 1. 지누스의 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비교
EPS	8,682	12개월 Forward EPS
Target PER	15.0	Peer 그룹 평균 PER
목표주가	130,000	
현재주가	89,000	
현재 PER	11.9	2020년 예상 EPS 기준
상승여력(%)	46.1	

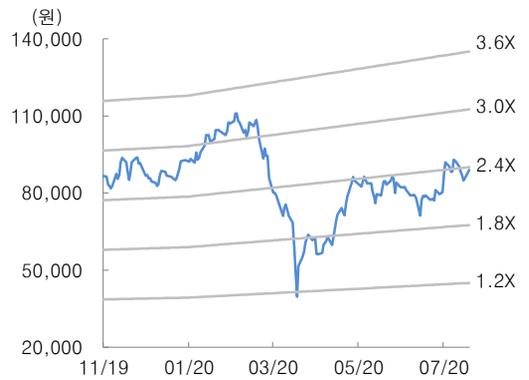
자료: 지누스, 대신증권 Research Center

그림 1. 지누스 Forward PER 밴드



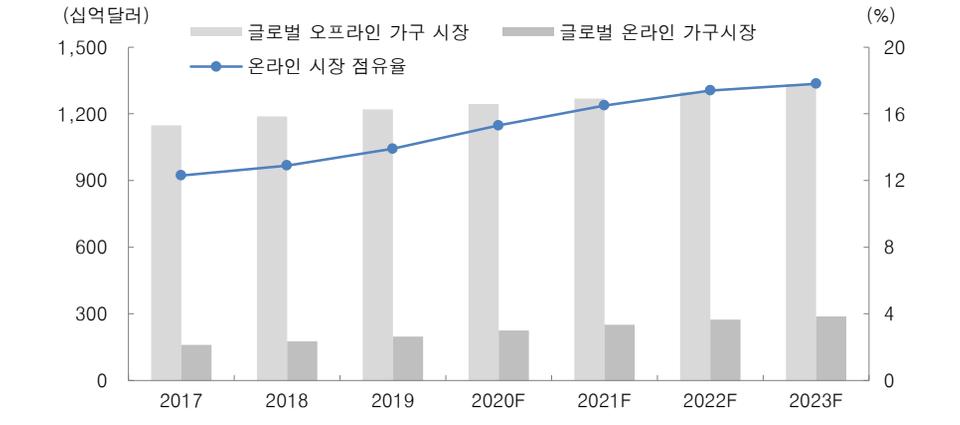
자료: 지누스, 대신증권 Research Center

그림 2. 지누스 Forward PBR 밴드



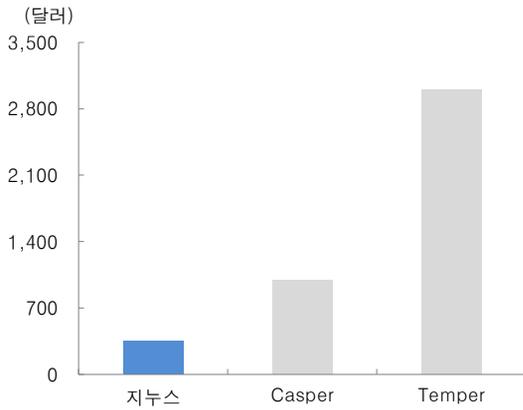
자료: 지누스, 대신증권 Research Center

그림 3. 미국 온라인 가구 시장, 비중 추이 및 전망



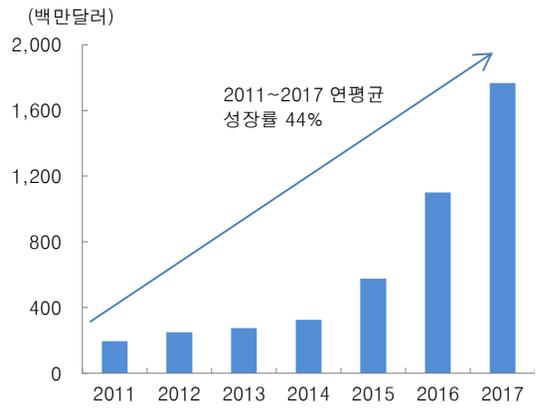
자료: statista, 대신증권 Research Center

그림 4. 주요 경쟁 업체 대비 가격 비교



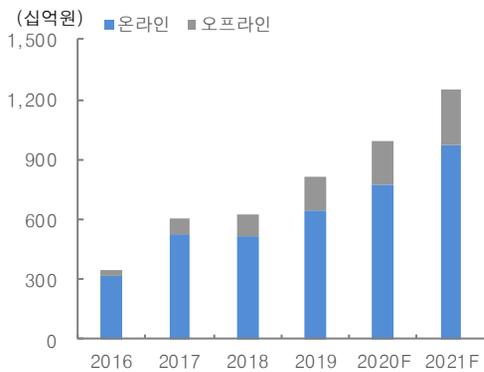
자료: 지누스, 대신증권 Research Center

그림 5. 미국 온라인 매트리스 시장 규모 추이



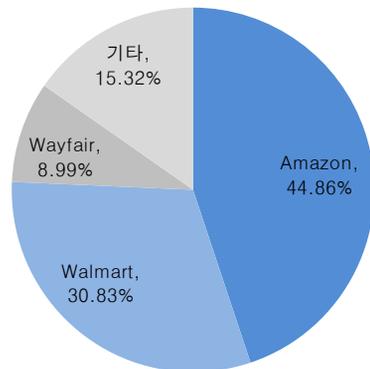
자료: Internet Retailer, 대신증권 Research Center

그림 6. 온라인, 오프라인 매출 추이 및 전망



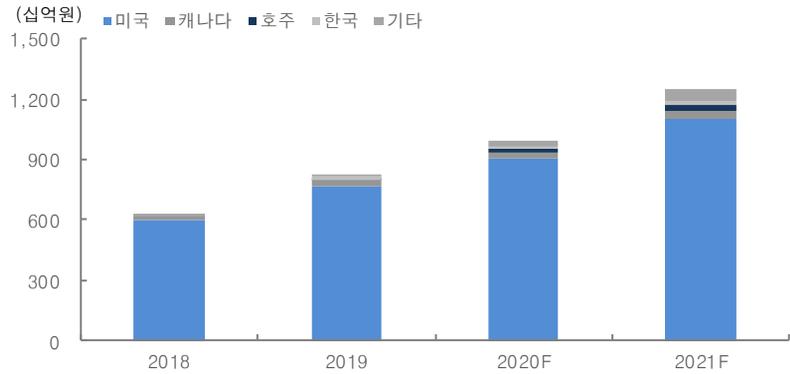
자료: 지누스, 대신증권 Research Center

그림 7. 2020년 예상 채널별 매출 비중



자료: 지누스, 대신증권 Research Center

그림 8. 지역별 매출액 추이 및 전망



자료: 지누스, 대신증권 Research Center

그림 9. 2020년 예상 지역별 매출 비중



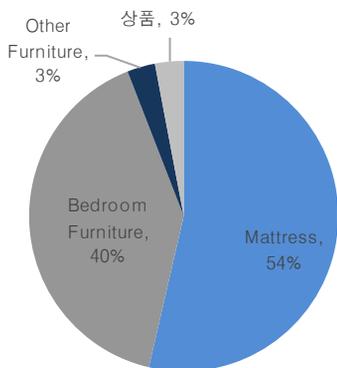
자료: 지누스, 대신증권 Research Center

그림 10. 글로벌 확장 계획 국가



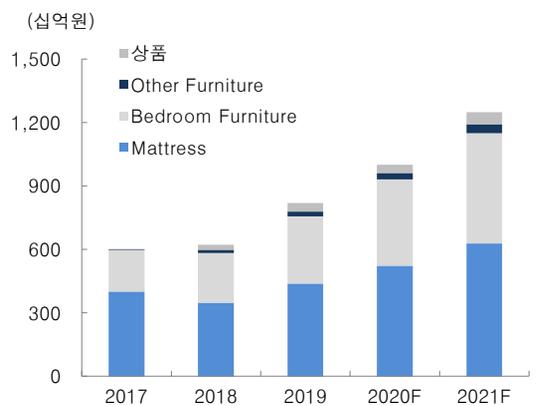
자료: 지누스, 대신증권 Research Center

그림 11. 2020년 예상 제품별 매출 비중



자료: 지누스, 대신증권 Research Center

그림 12. 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 지누스, 대신증권 Research Center

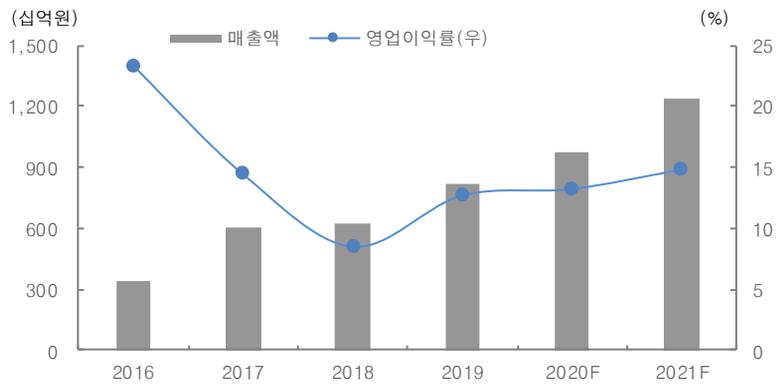
표 2. 지누스의 분기별 영업 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	156.2	182.3	228.7	249.9	184.3	217.4	271.1	297.6	817.1	970.4	1240.5
매출원가	101.9	125.0	154.5	175.5	124.3	150.4	181.6	200.3	556.9	656.6	834.5
판관비	31.9	37.4	42.2	44.9	36.7	41.4	51.5	55.7	156.3	185.2	222.2
매출원가율	65.3	68.6	67.6	70.2	67.5	69.2	67.0	67.3	68.2	67.7	67.3
판관비율	20.4	20.5	18.4	18.0	19.9	19.1	19.0	18.7	19.1	19.1	17.9
영업이익	22.4	19.9	32.0	29.6	23.3	25.5	38.1	41.7	103.9	128.5	183.9
당기순이익	15.4	17.2	24.7	15.1	17.1	19.8	29.8	33.1	72.4	99.8	142.6
영업이익률	14.3	10.9	14.0	11.8	12.6	11.7	14.0	14.0	12.7	13.2	14.8
당기순이익률	9.9	9.4	10.8	6.1	9.3	9.1	11.0	11.1	8.9	10.3	11.5

자료: 지누스, 대신증권 Research Center

그림 13. 지누스의 영업 실적 추이 및 전망



자료: 지누스, 대신증권 Research Center

## 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

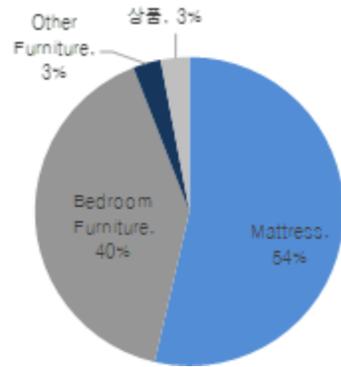
- 1979년 캠핑용품 제조사로 설립된 온라인 전문 가구 기업
- 2019년 10월 코스피 상장
- 침실 가구 OEM 사업에서 2014년부터 아마존 판매 시작, 현재 북미 온라인 매트리스 시장 MS 1위(27%)
- 1H19 매출 비중 매트리스 54.7%, 침실용 가구 41.8%, 기타 3.5
- 자산 7,550억원, 부채 3,809억원, 자본 3,741억원 (4Q19 기준)  
(발행 주식수: 14,206,749주, 자사주: 678,430 주 41Q19 기준)

### 주가 변동요인

- 북미 지역 온라인 가구 시장 성장에 따른 수혜 지속
- 관세 이슈, 원자재 가격 안정화로 수익성 회복
- 글로벌 판매 지역 확대, 오프라인 매출 증가로 외형 성장

자료: 지누스, Research Center

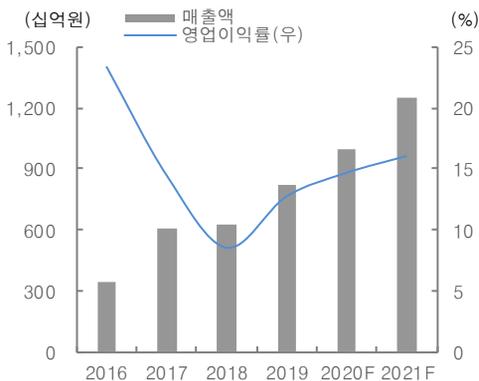
### 지누스 사업부별 매출 비중



주: 2020F 기준  
자료: 지누스, 대신증권 Research Center

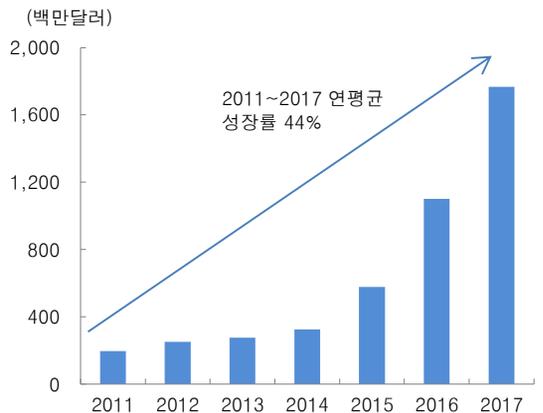
## Earnings Driver

### 영업 실적 추이 및 전망



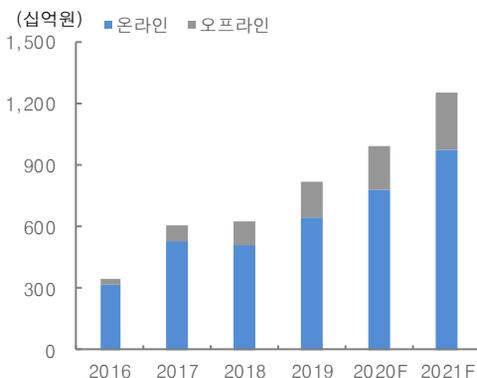
자료: 지누스, 대신증권 Research Center

### 미국 온라인 매트리스 시장 추이



자료: 지누스, 대신증권 Research Center

### 온라인 및 오프라인 채널 동반 성장



자료: 지누스, 대신증권 Research Center

### 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 지누스, 대신증권 Research Center

재무제표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	622	817	970	1,240	1,519
매출원가	445	557	657	834	1,009
매출총이익	176	260	314	406	509
판매비와관리비	123	156	185	222	270
영업이익	53	104	129	184	239
영업이익률	8.5	12.7	13.2	14.8	15.7
EBITDA	60	123	145	200	256
영업외손익	5	-11	-1	-1	-1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	19	26	20	21	22
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-19	-37	-22	-23	-24
외환관련손실	13	24	19	19	19
기타	5	0	0	1	2
법인세비용차감전순손익	58	92	127	183	238
법인세비용	-15	-20	-27	-40	-52
계속사업순손익	44	72	101	143	186
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	44	72	100	143	186
당기순이익률	7.0	8.9	10.3	11.5	12.2
비재분순이익	0	0	0	0	0
지배분순이익	44	72	100	143	186
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	42	76	104	146	189
비재분포괄이익	0	0	0	0	0
지배분포괄이익	42	76	104	146	189

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	3,705	5,984	7,469	10,672	13,894
PER	0.0	15.5	11.9	8.3	6.4
BPS	14,158	29,273	32,749	41,409	52,593
PBR	0.0	32	27	2.1	1.7
EBITDAPS	4,795	9,627	10,218	14,092	17,990
EV/EBITDA	1.3	11.3	9.3	6.6	4.8
SPS	49,944	63,932	68,305	87,317	106,902
PSR	0.0	1.5	1.3	1.0	0.8
CFPS	5,782	9,962	10,667	14,255	18,150
DPS	0	1,250	1,500	2,000	2,000

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	32	31.4	18.8	27.8	22.4
영업이익 증가율	-39.1	95.7	23.8	43.0	30.0
순이익 증가율	-3.4	66.1	37.8	42.9	30.2
수익성					
ROC	17.0	21.0	19.1	23.2	26.9
ROA	12.4	16.4	15.9	20.0	22.4
ROE	28.3	26.3	23.8	27.1	27.8
안정성					
부채비율	192.1	101.8	85.7	66.1	55.4
순차입금비율	45.6	19.4	16.0	5.1	-7.4
이자보상배율	9.0	8.1	25.7	0.0	0.0

자료: 지누스, 대신증권 Research Center

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	364	531	597	706	886
현금및현금성자산	70	89	89	123	209
매출채권 및 기타채권	132	209	252	302	357
재고자산	109	143	165	190	230
기타유동자산	53	91	91	91	91
비유동자산	150	224	267	271	274
유형자산	93	206	251	256	260
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	57	17	16	15	15
자산총계	515	755	864	977	1,161
유동부채	257	307	312	302	327
매입채무 및 기타채무	135	132	148	148	173
차입금	110	131	120	110	110
유동성채무	2	7	7	7	7
기타유동부채	10	37	37	37	37
비유동부채	82	74	86	86	86
차입금	57	37	50	50	50
전환증권	10	0	0	0	0
기타비유동부채	15	36	36	36	36
부채총계	339	381	399	389	414
자본지분	176	374	465	588	747
자본금	6	7	7	7	7
자본잉여금	1	121	121	121	121
이익잉여금	179	250	340	462	621
기타자본변동	-10	-4	-3	-2	-2
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	176	374	465	588	747
순차입금	80	73	75	30	-55

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	12	-22	47	65	113
당기순이익	44	72	100	143	186
비현금항목의 가감	28	55	52	60	72
감가상각비	7	19	17	16	17
외환손익	-1	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	22	36	36	44	56
자산부채의 증감	-38	-130	-72	-98	-93
기타현금흐름	-22	-19	-32	-40	-52
투자활동 현금흐름	-89	-72	-60	-20	-20
투자자산	-1	0	0	0	0
유형자산	-47	-45	-60	-20	-20
기타	-41	-27	0	0	0
재무활동 현금흐름	94	112	-18	-40	-37
단기차입금	45	18	-11	-10	0
사채	10	0	0	0	0
장기차입금	43	6	13	0	0
유상증자	0	121	0	0	0
현금배당	0	0	-10	-20	-27
기타	-3	-33	-10	-10	-10
현금의 증감	18	19	0	34	85
기초 현금	52	70	89	89	123
기말 현금	70	89	89	123	209
NOPLAT	40	81	102	143	186
FCF	-31	55	58	140	183

[Daishin House View 4차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research Center 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한경래)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

#### 지누스(013890) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	20.07.21	20.05.09	20.03.17	20.03.01	20.01.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	130,000	120,000	120,000	120,000	128,000
과리율(평균%)		(36.84)	(42.83)	(38.42)	(20.39)
과리율(최대/최소%)		(22.50)	(28.00)	(33.17)	(13.28)

제시일자	20.06.29
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

#### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20200718)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	87.7%	11.3%	0.5%

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상