



기업분석 | 건설/건자재

Analyst  
김세련

02 3779 8634

sally.kim@ebestsec.co.kr

## Buy (maintain)

목표주가	120,000 원
현재주가	89,000 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

### Stock Data

KOSPI(7/20)	2,198.2 pt	
시가총액	12,822 억원	
발행주식수	14,407 천주	
52주 최고가 / 최저가	111,000 / 39,700 원	
90일 일평균거래대금	120.3 억원	
외국인 지분율	17.8%	
배당수익률(20.12E)	0.0%	
BPS(20.12E)	30,572 원	
KOSPI 대비 상대수익률	1개월	10.0%
	6개월	-9.0%
	12개월	n/a
주주구성	이윤재(외 11인)	39.2%
	자사주(외 1인)	5.9%

### Stock Price



# 지누스 (013890)

## 미국 현지 생산을 위한 첫걸음!

### 미국 조지아주 생산/물류센터 510억원 투자 결정

지누스는 7/20 510 억원을 투자하여 미국 조지아주 소재의 토지 및 건물에 대한 매입을 발표했다. 해당 공장/물류센터 부지는 기존 오프라인 리테일러가 사용하던 곳으로서, 자동화 설비 등의 시설 구축을 통해 지누스의 매트리스 생산 공장으로 활용될 예정이다. 미국 공장은 2021년 2분기부터 본격적 가동이 나타날 것으로 예상되며, 연간 Capa는 매트리스 180만개 수준으로 인도네시아 생산법인과 맞먹는다. 이로써 지누스는 매출의 90% 가량을 담당하는 미국에 지역적 생산 거점을 확보, 폭발적으로 증가하는 온라인 매트리스 시장에 대응할 수 있게 되었다. 미국 자체 생산의 경우 인도네시아 대비 인건비가 높아 절대 마진율은 다소 낮아질 여지가 있지만, 해상 운송에 소요되는 시간과 비용의 절감 및 미국 자체 생산분에 대한 가격 차별화 등을 통해 마진 감소 분은 어느 정도 상쇄할 수 있을 것으로 기대된다.

### 반덤핑 제소 관련 센터먼트 개선, Peer 대비 저평가 메리트 부각

지누스의 투자 센터먼트를 누르는 가장 큰 요인인 반덤핑제소가 10/27 DOC 예비판정을 기다리고 있는 상황에서 금번 미국 현지 투자는 이러한 우려를 일부 상쇄하는 모멘텀이 될 것으로 보인다. 2분기 실적 역시 온라인 매트리스 부문의 고성장세가 예상되고, 미국 오프라인 판매 채널의 재가동에 따른 하반기 알파 성장성이 기대되기 때문에 펀더멘탈 안정성은 변함이 없다. Peer인 미국 온라인 매트리스 업체인 Purple은 코로나 수혜로 주가가 슈팅한 상황이고, 오프라인 매트리스 업체 역시 지누스보다 높은 밸류에이션을 받고 있는 실정이다. 이러한 밸류에이션 디스카운트가 금번 투자로 인해 어느 정도 해소될 수 있을 것으로 기대한다. 목표 EPS를 Forward 기준으로 변경, 목표주가를 120,000 원으로 상향 조정한다. 목표 배수는 20X로 Peer 3사 (Purple, Tempur, Sleep Number)의 평균 수준이다.

### Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	622	817	904	1,019	1,158
영업이익	87	104	113	131	150
세전계속사업손익	58	92	108	126	145
순이익	44	72	82	95	109
EPS (원)	3,503	5,098	5,749	6,680	7,688
증감률 (%)	-3.4	45.5	12.8	16.2	15.1
PER (x)	14.2	18.2	15.5	13.3	11.6
PBR (x)	3.5	3.5	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA (x)	1.3	8.6	9.7	8.0	6.6
영업이익률 (%)	14.0	12.7	12.5	12.8	12.9
EBITDA 마진 (%)	8.9	14.1	13.9	14.2	14.3
ROE (%)	28.3	26.3	20.2	20.1	19.6
부채비율 (%)	192.1	101.8	105.4	98.7	87.9

주: IFRS 연결 기준

자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 지누스 목표주가 재산정

	2018	2019	2020E	2021E
EPS (원)	3,503	5,098	5,749	6,680
EPS Growth (%)	-3.4	45.5	12.8	16.2
PER (X)	14.2	18.2	15.7	13.5
적용 EPS (원)	6,215	2020~2021년 평균 EPS		
Target Multiple (X)	20	온라인 Peer인 Purple 연초 멀티플 보수적 적용		
목표주가 (원)	120,000			
현재주가 (원, 7/20)	89,000			
Upside (%)	34.8			
기존목표주가 (원)	105,000			
변동률 (%)	14.3			

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 지누스 2Q20 Preview

(단위: 십억원)	2Q20E	2Q19	YoY (%,%p)	1Q20	QoQ (%,%p)	컨센서스	Gap (%,%p)
매출액	207.3	182.3	13.7	184.3	12.5	207.9	-0.3
영업이익	24.5	19.9	23.0	23.3	5.2	26.0	-5.8
영업이익률 (%)	11.8	10.9	0.9	12.6	-0.8	12.5	-0.7
순이익	18.5	17.2	7.6	17.1	8.3	17.9	3.3
순이익률 (%)	8.9	9.4	-0.5	9.3	-0.3	8.6	0.3

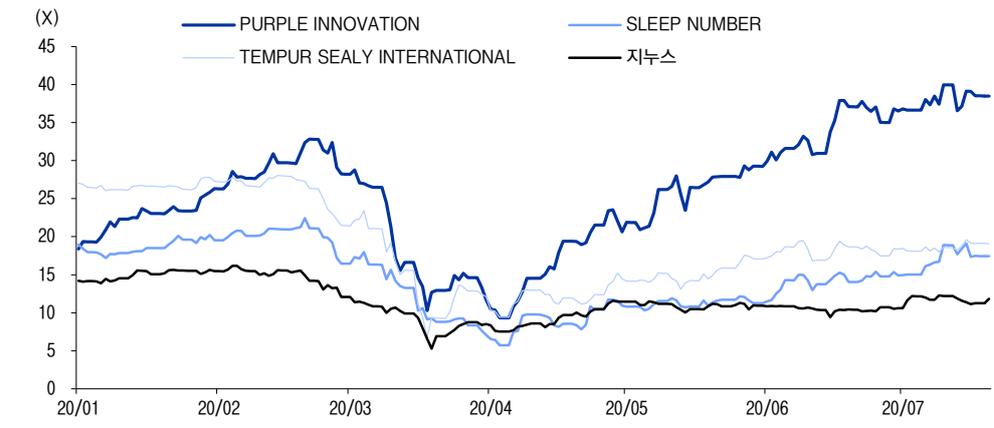
자료: 지누스, FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 지누스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
<b>매출액</b>	<b>817</b>	<b>904.0</b>	<b>1,019</b>	<b>156</b>	<b>182</b>	<b>229</b>	<b>250</b>	<b>184</b>	<b>207</b>	<b>250</b>	<b>262</b>
Mattress	457	517	564	93	96	132	136	111	116	145	145
Bedroom Furniture	333	355	394	58	81	89	106	68	85	95	107
Other Furniture 및 기타	27	32	61	6	6	8	8	5	7	10	11
Sales Growth (YoY %)	31.4	10.6	12.7	49.0	25.9	11.7	49.2	18.0	13.7	9.3	5.0
Mattress	31.1	13.3	9.0					19.8	21.1	9.8	6.9
Bedroom Furniture	41.8	6.4	11.0					18.2	4.5	7.6	0.5
Other Furniture 및 기타	-29.1	16.7	92.0					-14.5	20.4	21.1	31.2
Sales Growth (QoQ %)				-6.7	16.7	25.5	9.3	-26.3	12.5	20.6	4.9
Mattress					3.0	38.2	2.6	-18.0	4.1	25.3	-0.1
Bedroom Furniture					40.3	9.4	19.6	-35.7	24.1	12.7	11.6
Other Furniture 및 기타					0.1	40.3	4.7	-41.9	41.0	41.0	13.4
매출총이익	260	289	327	54	57	74	74	60	66	79	84
매출총이익률 (%)	31.8	32.0	32.1	34.7	31.4	32.4	29.8	32.5	31.9	31.7	32.0
<b>영업이익</b>	<b>104</b>	<b>113.2</b>	<b>131</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>32</b>	<b>30</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>35</b>
영업이익률 (%)	12.7	12.5	12.8	14.3	10.9	14.0	11.8	12.6	11.8	12.3	13.2
(YoY %)	95.7	9.0	15.5	306.4	125.5	7.4	231.1	4.1	23.0	-3.7	16.8
(QoQ %)				150.2	-11.0	61.0	-7.7	-21.3	5.2	26.1	12.0
<b>순이익</b>	<b>72</b>	<b>82</b>	<b>95</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>25</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>24</b>	<b>22</b>
순이익률 (%)	8.9	9.0	9.3	9.9	9.4	10.8	6.1	9.3	9.0	9.5	8.5
(YoY %)	66.1	12.8	16.2	508.7	33.5	6.4	202.6	10.7	8.0	-3.9	47.5
(QoQ %)				208.2	11.5	43.4	-38.6	12.8	8.8	27.5	-5.8

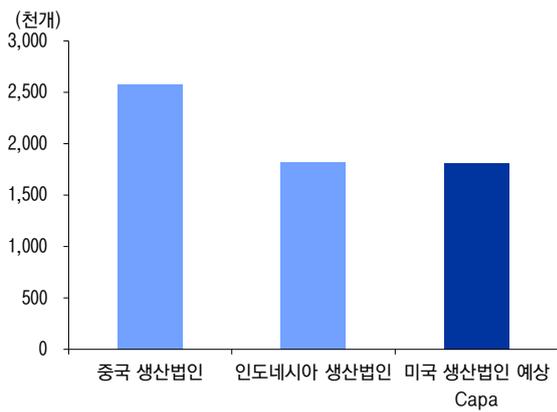
자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 미국 Mattress Peers 12M Forward PER 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 Mattress 생산법인별 생산능력



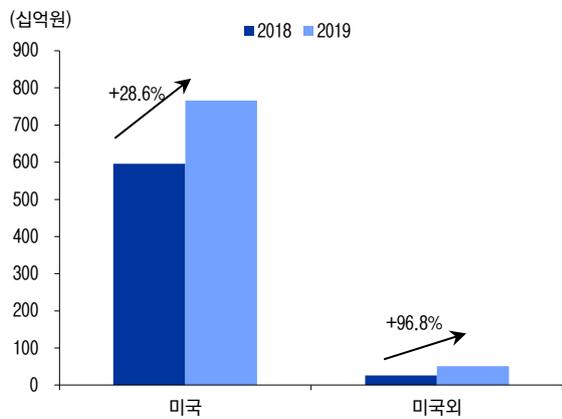
자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 지누스 매입 자산인 미국 조지아주 공장/물류센터 부지



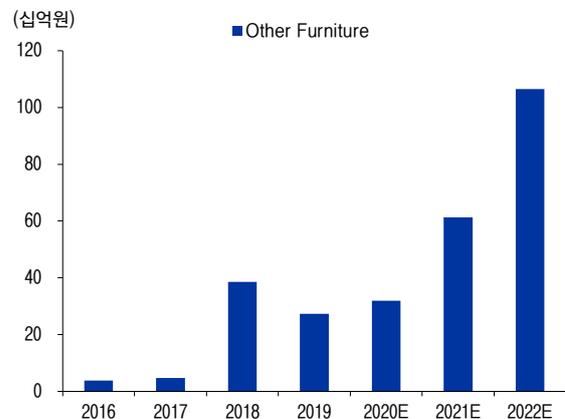
자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 지누스 2019년 기준 미국, 미국외 지역 매출 성장률



자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 지누스 기타사업부문 매출 추이 비교



자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 미국 반덤핑 과세 Timeline

절차	소요일자 비교
무역위원회 조사 예비단계 시작	0 반덤핑 제소와 동시에 무역위원회 (이하 ITC) 조사 시작
ITC 예비단계 질문서 답변 마감	14 미국 생산자, 수입자, 외국 수출자에게 질문서 발송. 미답변 정보는 추후 불리하게 적용
상무부 예비단계 조사 시작	20 상무부 (이하 DOC) 조사 시작
ITC Staff conference	21 해당 회의에서 제소자와 피제소자가 법적 주장을 펼칠 수 있음. 주요 쟁점 확인 가능
DOC CBP trade status 공개	26 무역통계자료를 통해 Mandatory respondent를 결정 (수출이 가장 많은 기업 1~2개)
DOC Mandatory respondent 선정	29 Mandatory respondent로 선정되지 않을 경우 Voluntary respondent라도 신청해야함
DOC 조사 대상 물품 선정 마감	43 해당 기업 생산 물품 중 반덤핑 조사 대상에 제외되어야 하는 제품이 있다면 의견 주장
ITC 예비판정 투표	43 미국 산업의 실질적 피해에 관한 결정. 실질적 피해나 위협이 있다고 결정되면 조사 지속
ITC 예비판정	45 만약 실질적 피해나 위협이 없다면, 반덤핑 조사 파기 (주로 위협이 있는 것으로 판결)
DOC Section A 답변 기한	71 Mandatory respondent의 판매 및 생산 정보에 대한 본격 조사, 빠른 자료 요청 대응 필요
DOC Section B, C, D 답변 기한	88 중요한 쟁점에 대해 의견을 주장할 수 있는 기간도 상당히 짧음
DOC 예비판정	160 반덤핑 과세 부과 기준 설정 (경우에 따라 90일 이전 소급적용 되기도 함)
DOC 최종 판정	235 Respondent들의 생산비용 자료 실사, 현장검증. 수출자의 법적, 사실적 주장 최종 제기
ITC 최종판정	280 상무부 예비판정 후 120일
반덤핑 order	287 ITC와 DOC 모두 반덤핑과세 부과 동의 시, 덤핑 과세 부과

자료: USKoreaTrade, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 가장 빠른 절차 기준이며, 연장 시 최대 427일 소요

## 지누스(013890)

### 재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	364	531	624	768	872
현금 및 현금성자산	70	89	186	259	320
매출채권 및 기타채권	132	209	211	249	277
재고자산	109	143	158	178	202
기타유동자산	53	91	69	81	73
<b>비유동자산</b>	150	224	268	249	261
관계기업투자등	12	11	96	74	73
유형자산	93	206	146	158	167
무형자산	45	6	25	16	20
<b>자산총계</b>	<b>515</b>	<b>755</b>	<b>892</b>	<b>1,016</b>	<b>1,133</b>
<b>유동부채</b>	257	307	328	374	399
매입채무 및 기타채무	122	122	167	188	212
단기금융부채	112	158	131	154	151
기타유동부채	23	28	30	33	36
<b>비유동부채</b>	82	74	130	131	131
장기금융부채	67	64	10	10	10
기타비유동부채	15	9	120	121	121
<b>부채총계</b>	<b>339</b>	<b>381</b>	<b>458</b>	<b>505</b>	<b>530</b>
<b>지배주주지분</b>	176	374	434	511	603
자본금	6	7	7	7	7
자본잉여금	1	121	121	121	121
이익잉여금	179	250	314	391	483
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>176</b>	<b>374</b>	<b>434</b>	<b>511</b>	<b>603</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	27	-15	128	81	109
당기순이익(손실)	44	72	82	95	109
비현금수익비용가감	6	36	35	39	42
유형자산감가상각비	6	18	23	27	31
무형자산상각비	1	2	2	2	2
기타현금수익비용	-1	16	10	10	10
영업활동 자산부채변동	-23	-123	12	-53	-42
매출채권 감소(증가)	-8	-71	-3	-38	-28
재고자산 감소(증가)	-36	-30	-15	-20	-24
매입채무 증가(감소)	19	-6	45	21	25
기타자산, 부채변동	2	-16	-16	-16	-16
<b>투자활동 현금</b>	<b>-104</b>	<b>-79</b>	<b>-44</b>	<b>-15</b>	<b>-29</b>
유형자산처분(취득)	42	-5	-26	23	-3
무형자산 감소(증가)	0	0	-19	10	-5
투자자산 감소(증가)	-48	-45	-45	-45	-45
기타투자활동	-98	-29	47	-3	23
<b>재무활동 현금</b>	<b>94</b>	<b>112</b>	<b>11</b>	<b>6</b>	<b>-20</b>
차입금의 증가(감소)	94	1	39	24	-2
자본의 증가(감소)	0	121	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-18	-18	-18
기타재무활동	0	-10	-28	-18	-18
<b>현금의 증가</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>97</b>	<b>73</b>	<b>61</b>
기초현금	52	70	89	186	259
기말현금	70	89	186	259	320

자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>622</b>	<b>817</b>	<b>904</b>	<b>1,019</b>	<b>1,158</b>
매출원가	445	557	615	692	783
<b>매출총이익</b>	<b>176</b>	<b>260</b>	<b>289</b>	<b>327</b>	<b>374</b>
판매비 및 관리비	123	156	176	197	224
<b>영업이익</b>	<b>87</b>	<b>104</b>	<b>113</b>	<b>131</b>	<b>150</b>
(EBITDA)	55	115	126	145	165
금융손익	-6	-12	-11	-11	-12
이자비용	6	13	12	12	13
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	11	1	6	6	7
<b>세전계속사업이익</b>	<b>58</b>	<b>92</b>	<b>108</b>	<b>126</b>	<b>145</b>
계속사업법인세비용	15	20	27	31	35
계속사업이익	44	72	82	95	109
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>44</b>	<b>72</b>	<b>82</b>	<b>95</b>	<b>109</b>
지배주주	44	72	82	95	109
<b>총포괄이익</b>	<b>42</b>	<b>76</b>	<b>78</b>	<b>91</b>	<b>105</b>
매출총이익률 (%)	28.4	31.8	32.0	32.1	32.3
영업이익률 (%)	14.0	12.7	12.5	12.8	12.9
EBITDA마진률 (%)	8.9	14.1	13.9	14.2	14.3
당기순이익률 (%)	7.0	8.9	9.0	9.3	9.4
ROA (%)	10.2	11.4	9.9	9.9	10.2
ROE (%)	28.3	26.3	20.2	20.1	19.6
ROIC (%)	13.1	18.5	17.8	20.1	21.5

### 주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	14.2	18.2	15.5	13.3	11.6
P/B	3.5	3.5	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	1.3	8.6	9.7	8.0	6.6
P/CF	n/a	10.2	10.8	9.4	8.3
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.2	31.4	10.6	12.7	13.6
영업이익	7.2	19.1	9.0	15.5	14.5
세전이익	-11.5	58.9	17.0	16.2	15.1
당기순이익	-3.4	66.1	12.8	16.2	15.1
EPS	-3.4	45.5	12.8	16.2	15.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	192.1	101.8	105.4	98.7	87.9
유동비율	142.0	172.8	190.3	205.2	218.7
순차입금/자기자본(x)	40.3	7.8	-14.4	-25.6	-31.0
영업이익/금융비용(x)	14.7	7.8	9.4	10.5	11.5
총차입금 (십억원)	142	118	123	128	133
순차입금 (십억원)	71	29	-63	-131	-187
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,503	5,098	5,749	6,680	7,688
BPS	14,158	26,336	30,572	35,999	42,434
CFPS	3,976	7,601	8,204	9,424	10,666
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

지누스 목표주가 추이		투자의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2020.03.16	신규	김세련										
		2020.03.16	Buy	105,000	-11.4		-27.7							
		2020.07.21	Buy	120,000										

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세련)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
(업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	86.9% 13.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2019. 7. 1 ~ 2020. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)