

COMPANY ANALYSIS

BUY

Stock Price

목표주가	5,100원
현재주가	3,630원
상승여력	40.5%

Stock Information

시가총액	3,281억원
발행주식수	9,040만주
유동주식비율	70.3%
52주 최고가	4,940원
52주 최저가	1,395원
외국인 지분율	11.4%
KOSPI	2,559.74
KOSDAQ	882.72

Valuation Wide

Multiple	2022	2023E	2024E
P/E	10.4	11.2	9.3
MKT P/E	10.4	12.1	7.3

Share Performance

추가상승률	1M	6M	12M
절대주가(%)	-3.6	82.3	135.0
상대주가(%)	-11.8	77.1	96.7

Price Trend



KUVIC Research 1 Team

멘토 37기 Mentor 정은선
 메일 kuvic_korea@naver.com

팀장 39기 Senior 정승호
 팀원 39기 Senior 박규란
 39기 Senior 이재훈

Who We Are



감성코퍼레이션 (036620)

캠핑, 명품, 면세점, 다이공 Let's Go!

Key Point

중국 캠핑 시장의 성장과 함께, 해외 시장의 전망이 밝다. 중국 내에서 캠핑 시장을 장려하는 정책적 움직임이 확대되고 있고, 국내 주 고객층인 30-40대가 중국에서 아웃도어 스포츠 시장의 소비를 이끌고 있다. 지난 5월 진출한 대만에서는 이미 고급화 전략의 일환으로 국내 판매가 대비 10% 정도의 프리미엄을 붙여 판매 중인 것을 확인하였다.

‘스노우피크’의 브랜드 가치는 명품을 선호하는 중국인을 향한 고급화 전략에 확실한 우위를 점해줄 수 있다. 경쟁사와는 근본부터 다른 프리미엄 브랜드로서 중국 소비자들에게 명품 소비 심리를 자극하기에 유리하다.

2Q23부터 시작한 면세점 매장의 성장과 대리점 위주의 점포수 확대를 통해 마진율 개선도 기대해볼 수 있다.

2023F 매출액 2,030억원, 영업이익 381억원 전망

스노우피크 어패럴을 대표 브랜드로 하고 있는 의류 사업부 매출액은 2023년, 2024년 각각 1,854억원(YoY +91.1%), 2,499억원(YoY +34.8%)으로 전망하며, 액티몬을 대표 브랜드로 하고 있는 모바일 사업부 매출액은 각각 176억원(YoY -13.7%), 162억원(YoY -8.0%)로 전망한다. 전체 매출액은 각각 2,030억원, 2,660억원이고, 영업이익은 각각 381억원, 456억원으로 전망한다.

이러한 실적은 2Q23부터 개시한 면세점 매장의 성장과 중국 국경절 연휴에 가시화될 중국인 관광객의 증가에 기인한다. 또한, 2Q23부터 대만을 시작으로 해외 시장에도 진출하기 시작했으며, 중국향 매출도 이르면 하반기부터 확인해 볼 수 있다. 당장 2023년에는 수출 부문에서 극적인 성장을 확인하기는 힘들 전망이지만, 중화권 진출의 선봉장이 되고 있는 대만 시장의 매출을 주목할 시기임은 분명하다.

투자의견 ‘Buy’, 목표주가 ‘5,100원’

상승여력 40.5%와 함께 2024F 목표주가 5,100원으로 매수 의견을 제시한다. 중국 내에서 캠핑 및 아웃도어 시장을 장려하는 정책적 움직임에 따라 실적 성장 모멘텀이 몇 년간 지속될 것으로 전망한다. 스노우피크와 유사한 국내 실적을 보였던 디스커버리(F&F홀딩스)의 1-3년차 PER 평균인 13배를 2024년 목표 PER로 적용하였다. 과거 MLB의 사례처럼 면세점 및 백화점에서 다이공의 수요가 확인되면, 밸류에이션 상승 조정이 필요할 것으로 판단한다.

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	16.5	48.9	117.4	203.0	266.1
YoY (%)	122.5	197.4	139.9	72.9	31.0
영업이익 (십억원)	-5.1	1.2	16.3	38.1	45.7
YoY (%)	260.5	-122.6	1300.7	134.5	19.8
영업이익률 (%)	N/A	2.4	13.8	18.8	17.2
당기순이익 (십억원)	-5.0	0.3	15.1	29.3	35.1
EPS (원)	-82.0	3.8	180.4	324.4	388.5
P/E (배)	-8.7	577.1	10.4	11.2	9.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC Research 1팀

CONTENTS

I. 산업분석	3
아웃도어 시장을 부활시킨 ‘고프코어룩’	3
K-라이선스 패션	4
급성장 중인 중국의 아웃도어 시장	6
중국의 한국 단체관광 재개	6
의류 업종 투자 전략	8
II. 기업분석	10
아웃도어 산업에서 잔뼈가 굵은 경영진	10
SNOWPEAK	11
근본부터가 다른, 진정한 프리미엄	13
국내 경쟁사와의 비교	14
유통 채널의 변화	17
III. 투자 Point	19
중국 캠핑 시장의 성장에 올라타 진행되는 해외 진출	19
명품 선호하는 중국을 겨냥한 고급화 전략	21
면세점을 신호탄으로 변화하는 국내 유통 채널	22
IV. 투자 Risk	23
중국 소비 경기	23
고프코어룩의 일시적 유행	24
뮤트톤의 제품군	24
중국 내에서 거세진 일본 불매운동	26
V. Valuation	27
매출 추정 논리	27
비용 추정 논리	31
Historical PER Method	33

I. 산업분석

10여 년간 주춤했던 아웃도어 업계가 고프코어룩 덕분에 다시 살아나는 중

아웃도어 시장을 부활시킨 ‘고프코어룩’

아웃도어 업계는 등산복 열풍으로 큰 인기를 끌다 2014년 정점을 찍은 후 매년 실적 하향 추세였다. 최근, 주춤했던 아웃도어 업계가 부활하고 있다. 아웃도어 복장만의 기능성에 패셔너블한 감성을 부여한 ‘고프코어룩’이 국내 패션 트렌드로써 급부상했다. 고프코어(Gorpcore)는 야외활동 시 먹는 견과류 ‘고프(Gorp)’와 평범하고 편안한 룩을 뜻하는 ‘놈코어(Normcore)’의 합성어로, 아웃도어에 최적화된 기능성 의류를 일상복으로 소화하는 패션을 뜻한다. 국내에서 고프코어룩은 2-3년 전 주목받기 시작했으며, 코로나 시기에 홈 트레이닝 열풍이 일고 재택 근무가 일상화되면서 정장 대신 레깅스나 후리스와 같은 활동성 좋고 편한 의류의 수요가 급증했다. 2023년 9월 말 진행되는 <24SS 무신사 시즌 프리뷰> 에서도 첫번째로 제시하는 24SS 시즌 트렌드가 바로 고프코어다.

글로벌 아웃도어 브랜드의 선두 주자라고 할 수 있는 Lululemon과 The North Face의 사례에서도 기능성 의류 시장의 성장성을 확인할 수 있다. Lululemon은 지난 6월 1일 발표한 1Q23 실적에서 매출액 전년 동기대비 24% 증가, 영업이익의 54% 증가하여 어닝 서프라이즈를 기록했다. 어려운 매크로 환경이지만, 올해 매출 성장률 15%의 가이던스도 유지할 것임을 밝혔다. The North Face의 경우, 해당 브랜드 소유 기업인 VFC가 지난 5월 23일 실적 발표에서 전체 매출액은 전년 동기 대비 3% 감소했지만 대표 브랜드인 The North Face는 12% 증가했다고 밝힌 바 있다.

자료 1. 무신사에서 추천하는 고프코어룩



자료: 무신사스토어

자료 2. 중고거래까지 활발해지고 있는 고프코어룩



자료: 번개장터 (2023년 1분기)

K-라이선스 패션

해외 유명 브랜드의 라이선스를 의류에 접목하여 국내 시장에서 성공했고, 해외로도 활발히 진출 중

라이선스 어패럴 사업은 성공한 다른 브랜드에 로열티 수수료를 지급하고 해당 브랜드 명을 빌려와 제품화 하는 전략을 펼친다. 국내 기업 중 이러한 사업 전략으로 가장 큰 성공을 거둔 F&F의 MLB 이후로, 디스커버리와 내셔널지오그래픽 등의 브랜드 또한 아웃도어 시장에서 라이선스 브랜드로 자리잡게 되었다. 라이선스 어패럴 사업은 소비자에게 이미 익숙한 브랜드를 사용하는 것인 만큼 출시 초반부터 소비자에게 강한 인상을 줄 수 있다.

다만, 사람들에게 많이 알려진 유명 브랜드의 로고 디자인만 상품에 붙여서 판매하는, 이른바 '근본 없는 로고 플레이'만으로는 소비자들을 사로잡을 수 없다. 그러다보니 단지 보기 좋게 제품을 포장하는 데 그치지 않고 사 온 라이선스의 이미지를 재해석하고, 또 적극적으로 새로운 이야기를 발굴하려는 이벤트들이 이어지고 있다. 가령 코닥어패럴은 '필름' 제조사라는 정체성을 살리기 위해 독립 영화 제작자들을 발굴하기 위한 단편 영화제를 개최하고 있다.

라이선스 브랜드는 글로벌 본사가 직접 브랜드를 전개하겠다고 나설 경우 리스크가 큰 만큼 주의할 필요도 있다. 이랜드는 스포츠 브랜드 '푸마'와 라이선스 계약을 맺고 연 매출 2,000억원대의 브랜드로 키웠는데, 독일 본사가 푸마코리아를 설립, 직진출해 사업을 접은 바 있다. 이처럼 글로벌 본사에서 라이선스 계약을 연장하지 않으면 갑자기 브랜드 전개가 어려워져 치명적일 수 있다는 우려가 상존한다.

자료 3. 라이선스 패션 브랜드 (1)

브랜드	내용	라이선스
디스커버리 익스페디션	미국 자연탐사보도 채널	F&F
MLB	미국 메이저리그 야구	
내셔널지오그래픽	자연탐사보도 미디어	더네이처홀딩스
NFL	전미미식축구협회	
코닥	미국 필름 카메라 제조업체	하이라이트브랜드즈
플라로이드	미국 즉석사진기 업체	
CNN	미국 뉴스전문 채널	스톤글로벌
YALE	미국 동부 사립대학교	위즈코퍼레이션
Billboard	미국 음악 잡지 차트 발표	바바패션그룹
팬암	미국 항공사	에스제이그룹

자료: KUVIC 리서치 1팀

자료 4. 라이선스 패션 브랜드 (2)



자료: 각사 자료

해외 시장에서 양적 성장에 성공을 거둔 사례를 통해 향후 진출할 기업들의 해외 시장 성공 가능성에 대해 판단해볼 수 있다. 대표적으로, 국내 라이선스 어패럴 브랜드 중 해외 시장에서 가장 큰 성공을 거두었던 MLB의 사례를 들 수 있다. 현재까지도 많은 기업들이 MLB의 진출 과정을 추종하고 있는 상황이다.

MLB는 면세점에서 인기를 확인한 뒤 중국 사업을 전개했고, 면세점에서 타이공이 목격되면서 F&F의 추가도 급상승

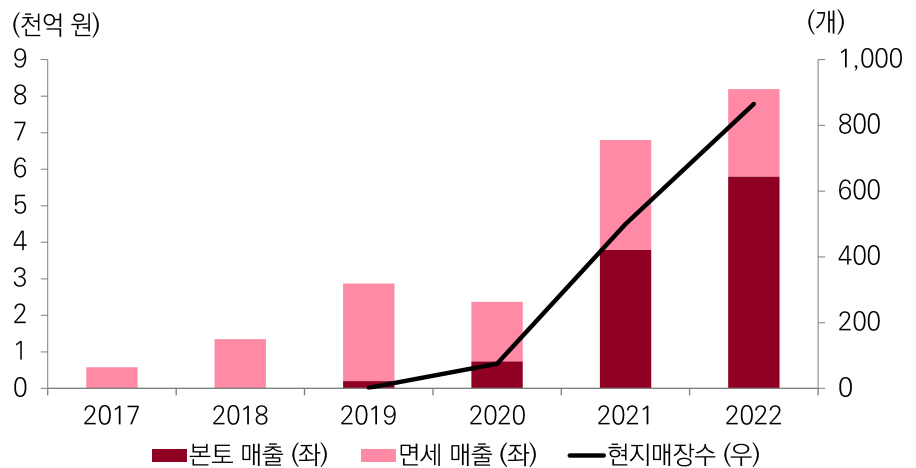
MLB는 중국의 문화적인 특성을 이용하여 현지화에 성공했다. 중화권 시장을 겨냥해 옷의 색감을 기존 라인업보다 화려하고 강렬하게 제작하였고, 이는 양적 성장을 이룩하는 데에 있어 가장 핵심적인 성공요인이 되었다. 또한, 중국 시장 진출 초기에 국내 중국인 관광객들을 먼저 공략하면서 중국인에게 또 다른 긍정적인 인식을 생성하였다. 면세점에서부터 브랜드의 가치를 쌓기 시작했던 것은 중국인들로 하여금 MLB 옷을 입는 사람은 해외 여행을 다녀올 정도의 재력이 되는 사람이라는 인식을 심어주었고, 이후에는 MLB 옷을 사기 위해 한국 여행을 오는 중국인도 있을 정도로 긍정적인 반응을 일으켰다. 무엇보다 면세점의 MLB 매장에서 타이공(중국 보따리상)들이 목격되면서 F&F의 추가도 뛰기 시작했다.

본격적으로 중국 시장에 진출하던 시기에 MLB는 양적 성장의 속도를 높이기 위해 대리점 위주의 출점 전략을 채택했다. 오프라인 유통 채널 중 대리점의 경우 최소한의 비용으로 유통망을 빠르게 확대할 수 있어 매출 자체를 증가시킬 수 있다는 장점이 있다. 또한 백화점 등의 타 유통 채널보다 판매수수료율이 낮고 매장 운영경비 또한 점주에게 전가할 수 있다는 점도 매력적이다.

MLB는 선제적으로 ‘디지털트랜스포메이션(DT)’ 전략을 채택해 글로벌 시장 확대와 고효율 경영을 이끌어냈다. 디지털트랜스포메이션이란, 소비자부터 생산 공장까지 커뮤니케이션의 디지털화를 통해 디지털 패션 시스템을 만드는 것이다. F&F는 상품기획, 생산, 물류, 디자인, 마케팅 등 패션 비즈니스의 전 과정을 디지털로 전환했으며 각 부처의 모든 데이터가 파이프라인처럼 연결되어 하나의 플랫폼에서 공유된다. 이를 통해 강력한 제품 적중률, 건전한 재고 관리로 선순환 수익 구조를 마련한 것이 높은 영업이익률로 직결되었다.

마지막으로 한류 마케팅 또한 중국 시장에서의 성공 원인이라고 꼽을 수 있다. MLB는 중국 런칭 첫 해인 2020년 1월에 가수 현아를 글로벌 홍보대사로 내세웠다. 당시 현아는 중국의 SNS인 ‘샤오홍슈’에서 국내 연예인 가운데 가장 많은 팔로워를 보유하고 있었다. 또한, 2022년 4월 SM엔터테인먼트의 에스파(Aespa)를 글로벌 홍보대사로 발탁하는 등 이러한 전략을 고수하고 있다.

자료 5. MLB 매출 추이 및 현지 매장수



자료: 회사 자료, KUVIC 리서치 1팀

급성장 중인 중국의 아웃도어 시장

최근 중국에서는 ‘경량화 신 도심 아웃도어 스포츠’ 문화의 등장에 따라 전통 아웃도어 스포츠 분야와 다른 소비양상을 보이고 있다. 중국 MZ들이 주류 소비자가 되어 ‘가벼운 옷차림’, ‘정교한 캠핑’, ‘근교 여행’ 등을 키워드로 한 아웃도어 활동과 엔터테인먼트를 결합하였으며 이를 통해 새롭게 개인화된 체험을 하는 야외 스포츠로 포지셔닝 되었다. 즉, 전통적인 아웃도어 스포츠가 전문성과 도전을 추구한다면 최근 중국에서 부상한 신 도심 아웃도어 스포츠는 휴식과 소셜 기능을 중시한다.

마평위데이터에 따르면 신 도심 아웃도어 스포츠 소비자는 대학생과 중장년층의 비중이 낮고 가족, 중산층을 대표하는 ‘바링호우(80년대생)’가 44%, 트렌드에 민감한 ‘지우링호우(90-95년생)’가 41.6%로 가장 큰 비중을 차지하는 핵심 그룹이다. 두 연령대의 소비자는 경제적 기반이 있으며 중고가 제품에 대한 소비 성향이 두드러진다. 남성의 비중이 높은 하이킹 등의 전통 아웃도어 스포츠와 달리 여성 소비자가 66%에 달하는 것 또한 새로운 변화이다.

2022년 5월 중국체육용품업연합회 캠핑산업전문위원회에서 발표한 <2022년 중국 캠핑시장 조사 연구 보고서>에 따르면, 중국 캠핑시장의 주요 소비자는 여성으로 그 비율이 약 60%이상을 차지하고 있다고 발표했다. 대부분의 여성 소비자는 소셜미디어를 통한 마케팅 홍보 등에 민감하고 영향을 많이 받는 편이라는 특징이 있다. 그리고 90년대 이후의 MZ 세대 젊은 소비자들은 최신 유행하는 캠핑 트렌드에 맞춘 제품 소비에 과감하게 투자하는 편이고, 주로 젊은 부모 세대를 이루고 있는 80년대생들은 가족, 자녀와의 교류 기회 마련을 위해 프리미엄 캠핑을 위해 아낌없이 투자하는 경향을 보인다.

중국의 한국 단체관광 재개

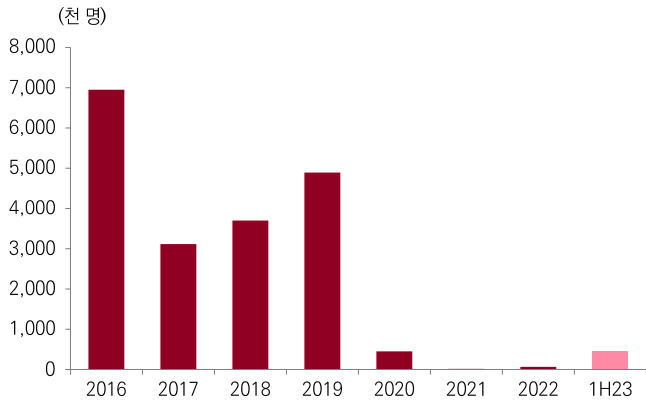
2017년 사드(THAAD) 미사일 방어체계 설치 이후로 중국은 한국 단체관광을 공식적으로 금지했다. 그러나 6년 5개월 만에 중국은 한국 단체관광을 다시 허용하기로 결정하며 2016년 방한객 이상의 수준을 기대하고 있다. 2016년 한국을 방문한 780만명의 중국인 중 관광 목적으로 방문한 이들은 약 690만명 정도로, 2022년 6만 5천명에 그쳤던 중국인 관광객이 올 하반기부터 10배 가까이 증가할 것이라는 전망이다.

한국관광공사 데이터랩의 자료를 통해 중국인 방한 관광객의 증가추세가 이미 올해 상반기부터 반영되고 있다는 사실을 확인할 수 있다. 전년 동기 대비 연령별 방한 관광객 증감률을 살펴보면, 상대적으로 20대의 증가폭은 크지 않다. 대신, 30-40대와 미성년 자녀 구성의 가족 단위 방한객이 많다는 사실을 유추할 수 있다. 상대적으로 구매력 있는 관광객 비중이 점차 늘어나면서, 소비 항목이나 지출 규모에 변화가 생길 전망이다.

항공편 이용 증가도 가시적으로 나타나고 있다. 2022년 6월을 기점으로 재개된 중국-제주 노선을 포함하여 항공편의 증편이 단체 관광객 수요를 단적으로 보여준다. 단체 관광객의 지표로 통하는 제주도 공항 중국노선은 작년까지 잠정 중단되었었다. 2023년 3월까지도 약 2천명 규모의 노선만 운영했는데, 4월부터는 1.5만명 수준으로 급증했다. 7월에는 약 5만명 정도로 증가했다. 7월 기준, 이미 77편으로 증편된 중국-한국 간 항공기 노선은 현재 15편의 추가 증편을 앞두고 있으며 중국인 단체 관광객 수요를 겨냥하고 있다.

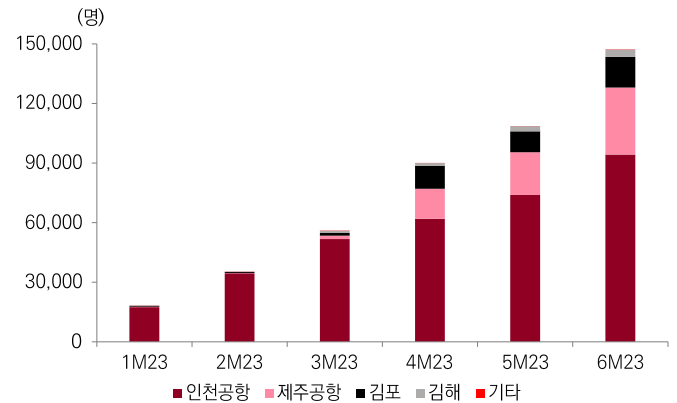
중국인 관광객이 면세점 및 백화점에서 구매해 간 상품들이 중국 본토에서 주목을 받아, 향후 중국 진출에 굉장히 유리한 고지를 선점했던 사례들도 있다. 중국의 한국 관광 재개는 국내 소비 증진 이외에도 부가적인 효과를 노려보기에 충분하다.

자료 6. 방한 중국인 관광객 추이



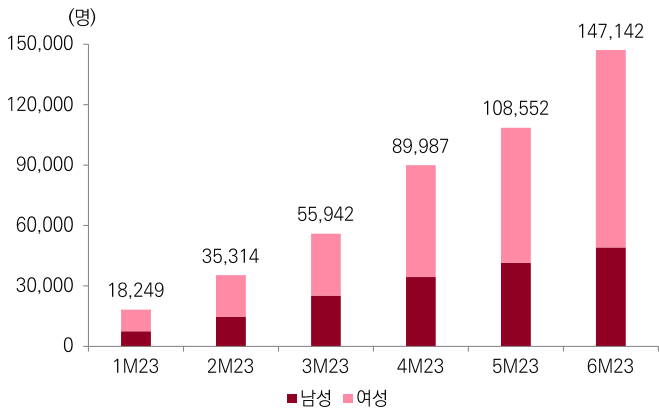
자료: 한국관광공사, KUVIC 리서치 1팀

자료 7. 2023년 상반기 방한 중국인 관광객 이용 공항



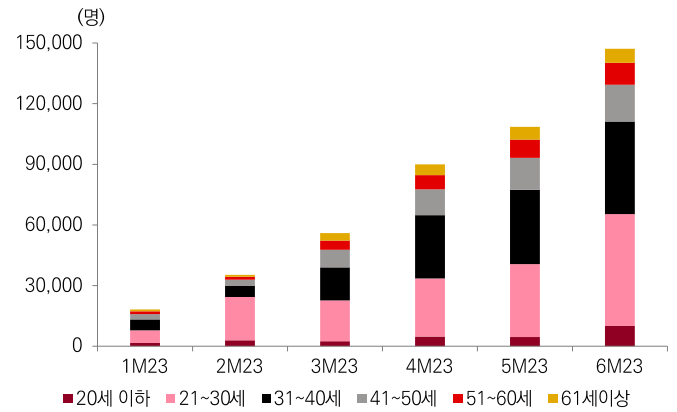
자료: 한국관광공사, KUVIC 리서치 1팀

자료 8. 2023년 상반기 방한 중국인 관광객 (성별)



자료: 한국관광공사, KUVIC 리서치 1팀

자료 9. 2023년 상반기 방한 중국인 관광객 (연령)



자료: 한국관광공사, KUVIC 리서치 1팀

의류 업종 투자 전략

의류 산업 특성상, 내수 시장을 뛰어넘어 해외 진출이 가능해야 시장에서 생존 가능

의류 산업은 서로 다른 기업이라 할지라도 비슷한 투자 전략이 적용 가능하다는 특징이 있다. 특히 의류업에서 해외 진출이 가장 핵심적인 투자 포인트로 언급되는 이유는 해외 진출 이후 유의미한 성장세를 보였던 사례 덕분이다. 내수 시장에서의 성장성 유지도 중요하지만, 소비재 산업의 경우에는 신규 시장 진출로 극적인 양적 성장을 불러일으키는 것이 더 중요하다. 특히 중국에서의 성공적인 진출이 가장 중요한 요소이며 밸류에이션 관점에서 의류 기업이 높은 멀티플을 부여받을 수 있는 확실한 근거가 된다.

국내의 경우, 2021년-2022년에 의류 업종 내 대부분의 기업들이 높은 실적 성장률을 보여왔기 때문에 현시점에서 과거 추세 유지에 부담이 큰 상황이라고 판단한다. 따라서, 이제 는 해외 시장에 성공적으로 진출할 기업들을 주목해야 할 시점이다. 대다수의 내수 위주 기업들이 제한된 성장성을 두고 고군분투하고 있는 반면, 감성코퍼레이션의 경우 중국 시장 진출을 비롯한 외형 성장에 주력하고 있다.

의류 산업의 투자에 있어서 주목해야 할 점은 브랜드 가치나 경영 역량 등의 정성적인 요소들을 정량적으로 보여주는 영업이익률이다. 이는 해당 산업에 일반적으로 적용되는 공통 인자들에 따라 추정할 수 있다. 대표적으로 높아질 요소에는 유통경로변화, 정사가 판매율, 지급 수수료를 변화, 판관비 효율성 제고, 생산지 해외비중 증가 등이 있다.

대리점 및 온라인 매출이 확대될수록 비용절감 및 이익률 개선이 가능함

유통경로변화부터 살펴보자면, 사업 초기에는 30% 중후반에 육박하는 지급수수료율에 더해 중간관리자 수수료, 인테리어비 등 부담해야 하는 비용이 많다. 그럼에도 불구하고 백화점 출점을 통해 소비자들에게 브랜드에 대한 인지도를 높이는 것이 중요하다. 이후 어느 정도 백화점 입점이 마무리되는 시점부터는 지급 수수료율이 낮을 뿐더러 다른 비용 부담이 적은 대리점 개선을 증가하는 형태로 유통 채널 비중의 변화를 주게 되면 영업이익률 측면에서 긍정적인 효과를 기대할 수 있다. 동사의 경우 온라인 매출 비중이 11%의 수준인데 반해 타 경쟁사들의 비중이 20-30% 수준임을 고려했을 때, 향후 확장 여력 충분하며 이 역시 이익률 개선 측면에서 긍정적인 요소로 작용할 것으로 판단한다.

강한 브랜드력으로 세일 없이 높은 판매가 및 정사가를 유지하는 것이 가장 중요

브랜드력을 바탕으로 높은 정사가 판매율을 확보하는 것은 가장 핵심적인 이익률 증대 요소이다. 브랜드력이 강하다는 것은 노세일 판매 전략을 고수할 수 있다는 말과 같다. 할인 판매를 최소화하고 정사가 판매가 많으면 매출의 원가율이 낮으며, 이익률이 높아지는 또 하나의 긍정적인 요소가 된다. 예를 들어, 아웃도어 의류 1위 브랜드로 자리하고 있는 The North Face의 경우, 광고비 지출이 Peer 대비 매우 적다. 이는 브랜드력이 강하면 소비자들이 자발적으로 해당 브랜드의 제품을 구매한다는 것을 시사한다. 감성코퍼레이션 또한 경쟁사 대비 광고비 지출이 상대적으로 적다.

강한 브랜드력은 곧 유통채널과의 지급수수료 협상에서 우위를 가져다주는 요소

브랜드력 상승에 따른 유통채널에 대한 지급 수수료율 변화를 통해 부차적으로 이익률을 확보할 수 있다. 인기 있고 매출이 잘 나오는 브랜드일수록 유통채널과의 관계가 개선되어 지급 수수료율이 낮아진다. 스노우피크 어패럴의 경우 아직 신생 브랜드로 재계약 매장도 많지 않고, 수수료율 측면에서 크게 이득을 보는 상황은 아닌 것으로 파악된다. 단, 동종 업계 중 내수 시장에서 독보적인 매출액 및 영업이익 성장세를 보이고 있으므로, 향후 유통사 향 지급 수수료율이 낮아질 모멘텀 또한 존재한다고 판단한다.

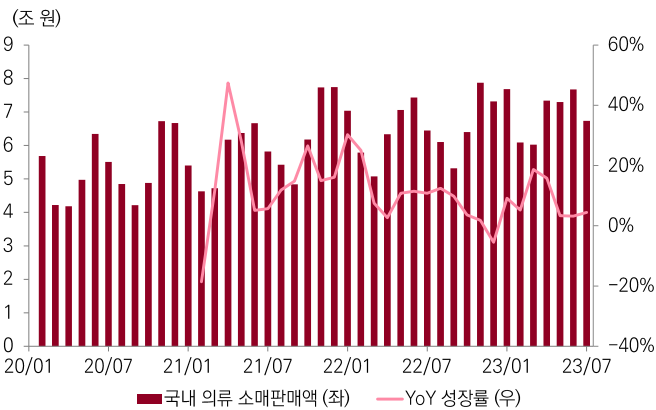
해외의 저렴한 인건비를 활용할 수 있는 OEM 업체와의 계약 확대

생산지의 해외비중 증가를 통해 인건비와 기타 부대비용을 절약하여 빠르게 이익률을 확보할 수 있는 방안이 있다. 동사의 경우, 제품 생산이 국내, 중국, 베트남 세 군데에서 20여 개 OEM업체를 통해 이루어지고 있다. 영업 초반에는 국내 비중이 상당 부분을 차지하였으나 지속적으로 낮아져 현재는 90% 가량이 중국과 베트남에서 생산되는 것으로 파악된다.

반대로 낮아질 요소는 기업 내에서 신규 브랜드 런칭이 있다. 성장하는 의류 업체의 경우 하나의 브랜드가 성공적으로 자리 잡으면 추가로 브랜드를 붙이는 식으로 확장한다. F&F의 경우 MLB에서 디스커버리, 그리고 스트레치엔젤스 등으로 확장했으며 더네이처홀딩스 또한 내셔널지오그래픽에서 NFL 순으로 확장했다. 이 과정에서 두 사 모두 출시 이후 몇 년간 이익률이 감소했다.

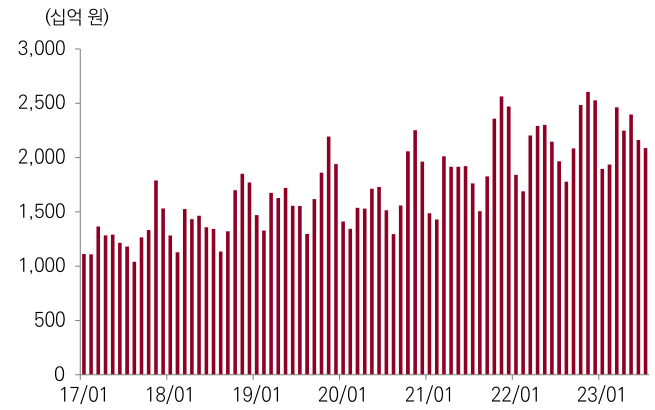
결론적으로, 규모의 경제를 달성하고 유통 수수료 협상력이 올라 가면서 온라인/대리점 유통 채널 비중이 올라가면 이익률이 높아질 수 있다. 가장 핵심은 제품 자체의 인기로 인해 정상가 판매율이 높은 것이다. 반대로 정상가 판매율이 떨어지고 신규 브랜드를 붙이거나 해외 진출 등으로 초기 비용이 발생하는 구간에 놓여 있거나 광고비를 효율 대비 과도하게 쓰게 되면 이익률에 좋지 않은 영향을 미칠 수 있다.

자료 10. 국내 의류 소매판매액



자료: 산업자원부, KUVIC 리서치 1팀

자료 11. 국내 온라인 의류 소매판매액



자료: 산업자원부, KUVIC 리서치 1팀

II. 기업분석

아웃도어 산업에서 잔뼈가 굵은 경영진

동사의 사업구조에서 가장 핵심은 경영진이다. 2019년, 김호선 현 대표가 전 사명인 버추얼텍의 당시 서지현 전 대표의 보유주식을 사들이며 최대주주로 올라섰고, 감성코퍼레이션으로 사명을 변경했다. 김 대표는 의류 회사에서 10년 이상의 직장 생활을 하며 제작 및 유통업 경영 감각을 길렀다. 이후 2008년부터 2011년까지 라이브플렉스(현 ES큐브) 대표이사로 국내외 10여개 기업의 텐트 제작 하청을 주로 하는 텐트사업을 책임졌고, 이 경험이 감성코퍼레이션 사업 확장의 단초가 됐다. 버추얼텍 인수 후, 김 대표는 기존 부실 사업 부문 정리를 통해 본격적으로 인수 이후 계획을 실행했다. 현재 주력 사업인 스노우피크 의류 사업과 액티몬 모바일(휴대폰 주변 기기) 사업 중심으로 재편하여 자원을 집중했다.

동사의 주요 사업 부문인 의류 사업은 과거 김 대표와 스노우피크 사이의 협력 관계에서 시작됐다. 김 대표는 텐트 제작 사업 기간 동안 스노우피크의 텐트를 단순 제작이 아닌 ODM 방식으로 생산했다. 이 과정에서 국내 아웃도어 시장의 유행과 성장세를 지켜보며 시장에 대한 가능성을 확신하게 됐다. 스노우피크는 과거 다른 어느 국가에도 사업권이나 라이선스를 맡기지 않고, 직영만 고집하고 있었음에도 김 대표의 제안에 응했다. 파트너십이 있던 스노우피크에 라이선스 사업 제안을 통해 동사는 한국, 대만, 홍콩, 중국 등의 사업권을 취득하여 스노우피크 어패럴을 출시하게 되었다.

본사도 매출 확대나 브랜딩을 어려워하던 의류 사업을 전개하게 된 것 또한 김 대표의 공이 크다. 김 대표는 스노우피크 브랜드 가치를 통해 기존 아웃도어 브랜드와 차별화 전략을 세우고, 일본 본사에서 볼 수 없던 의류 사업에 도전했다. 사업 초반 제품 디자인, 생산, 유통, 마케팅 등 사업체 전반을 파악하는 과정에서 발생하는 문제점들은 각 분야의 전문가들을 통해 그들의 노하우로 해결하고자 했다. 더불어 당시 라이프웨어라는 콘셉트 아래 캐주얼 브랜드와 경계가 모호한 느낌의 아웃도어 제품을 출시하는 기존 시장에서, 오히려 캠핑, 아웃도어 브랜드 정체성을 강조하며 제품 차별화를 통해 매출을 빠르게 확대할 수 있었다.

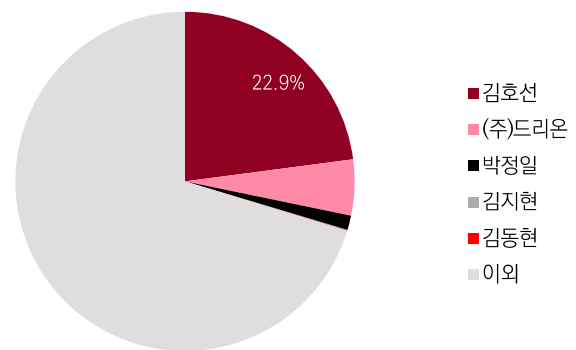
2Q23 반기보고서 기준, 김호선 대표를 제외한 동사의 등기임원 5명 중 2명 또한 라이브플렉스 출신이다. 김종주 사외이사는 1982년부터 현재까지 ES큐브에도 몸담고 있으며, 김문철 감사는 11년간 라이브플렉스 감사직을 맡다가 김호선 대표와 함께 동사의 임원직을 맡게 되었다.

자료 12. 감성코퍼레이션 연혁

2019년	3월	김호선 대표이사 취임
	4월	비바워크 인수 (모바일 주변기기 사업 시장 점유율 상위업체)
	5월	Apparel 브랜드 (주) 데브그루 설립
	8월	(주) 비바워크 합병
2020년	3월	(주) 데브그루 Snowpeak Apparel 런칭
2021년	3월	사명변경 (버추얼텍 → 감성코퍼레이션 (주))
		메인모델 배우 류승범 발탁
2022년	6월	SNOWPEAK APPAREL (주) 데브그루 합병
	4월	스노우피크 어패럴 오프라인 매장 100호점 개점
2023년	10월	기업부설 디자인연구소 설립
	5월	대만향 수출, 중화권 진출
	8월	메인모델 배우 현빈 발탁

자료: 회사 자료, KUVIC 리서치 1팀

자료 13. 감성코퍼레이션 지분 구조



자료: KUVIC 리서치 1팀

SNOWPEAK

프리미엄 이미지와 더불어
두터운 매니아층을 기반으로
소비자들에게 매력적인 멤버십
정책을 펼치는 본사

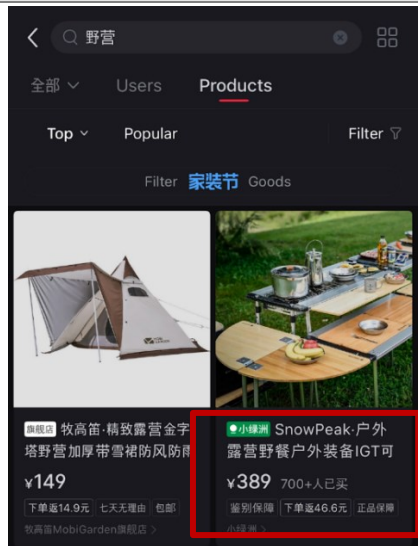
스노우피크는 일본의 캠핑 브랜드이지만, 한국에서도 연이은 캠핑 붐에 따라 각광받고 있다. 스노우피크의 한정판 텐트는 공식 온라인몰에서 1분 안에 품절이 되기도 하고, 스노우피크의 로고가 새겨진 컵을 구하기 위해 전국의 아울렛을 순회하는 매니아들도 존재한다. 이것은 본래 스노우피크가 가지고 있는 멤버십 철학 때문이다. 스노우피크는 1980년대부터 이미 고객들에게 소비자가 아닌 멤버로서 여러가지 이벤트를 제공하고 있는데, 자유롭고 긴밀한 커뮤니티라는 이미지 메이킹을 통해 두터운 팬 층을 형성했다. 지금 캠핑 시장에서는 스노우피크만큼 이미지를 탄탄하게 구축한 브랜드 가치 높은 기업은 찾아보기 힘들다.

이는 한국에서도 영향력을 발휘하는 토대가 되었는데, 스노우피크 어패럴은 사업 초기 모델을 류승범으로 발탁하면서 브랜드 스토리텔링에 성공했다는 평가를 받았다. 스노우피크 어패럴은 라이선스 브랜드임에도 불구하고, 온라인 편집숍 무신사에서 본사와 구분되어 오히려 본사보다 8배 많은 수의 좋아요를 보인다. 즉, 의류부문에서는 어패럴이 오히려 본사보다 디자인과 가격 측면에서 소비자에게 매력적으로 어필하고 있다. 스노우피크 본사의 감성을 선호하고 실용성을 중시하는 캠핑족에게 캠핑웨어를 넘어 라이프스타일 의류로 자리 잡고 있다.

스노우피크는 국내 뿐만 아니라 중국에서도 캠핑 브랜드로는 높은 인지도를 형성하고 있다. 중국의 SNS인 샤오홍슈를 통해 스노우피크의 캠핑 관련 브랜드력을 정성적으로 파악해 보았다. ‘캠핑’이라는 키워드로 검색을 하고 Top 순으로 정렬을 하면 첫 번째로 위치한 텐트는 중국의 로컬 브랜드 ‘모비가든’의 제품이고, 다음으로 위치한 캠핑 장비는 스노우피크의 제품이다. 스노우피크 본사의 중국 내 브랜드 입지는 충분히 견고한 것으로 판단된다.

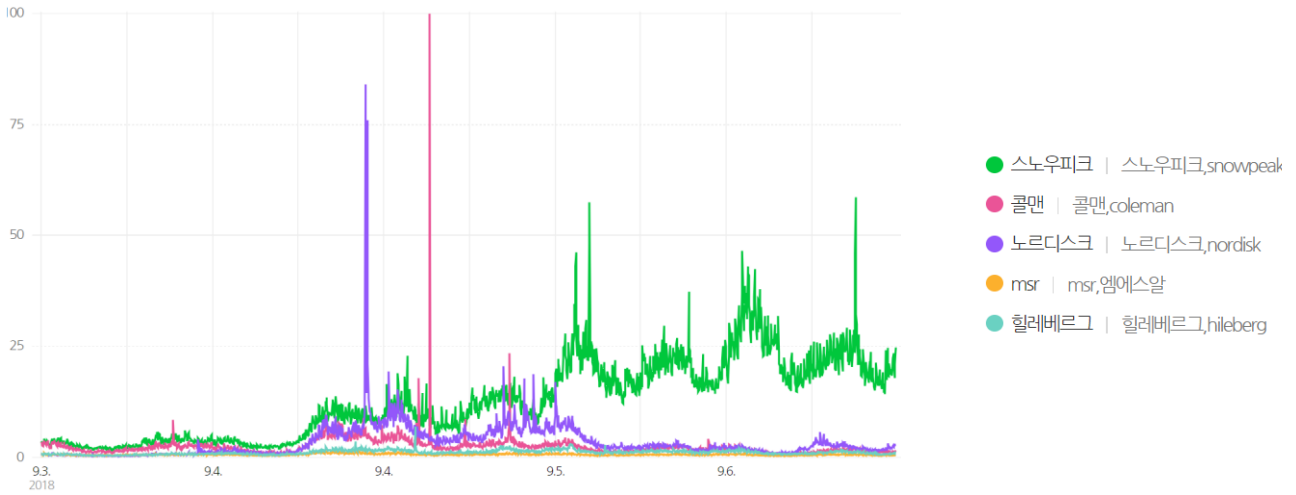
중국 내에서 스노우피크의 브랜드 입지가 커진 원인은 크게 두 가지이다. 첫 번째는 브랜드 근원의 ‘감성’이다. 브랜드 자체가 제품군을 지나치게 다양화하지 않고 양질의 제품을 제작해 파는 전략을 고수하고 있기 때문에, 일본 본연의 장인 정신이 부각되는 것이다. 두 번째는 ‘명품’ 브랜드라는 인식이다. 중국 내에서 명품 소비 문화는 고액 자산층 위주로 두드러진다. 고소득층은 유행 편승에 따라 명품을 소비하기도 하지만, 한국무역협회에 따르면 중국의 고소득층이 명품 소비 시 품질과 브랜드력을 가장 중시하는 만큼, 품질과 감성 두 마리 토끼를 모두 잡은 스노우피크라는 브랜드가 중국 내에서 반응이 좋은 것은 어찌 보면 당연한 사실이라고도 할 수 있다.

자료 14. 샤오홍슈로 확인한 스노우피크의 중국 내 입지



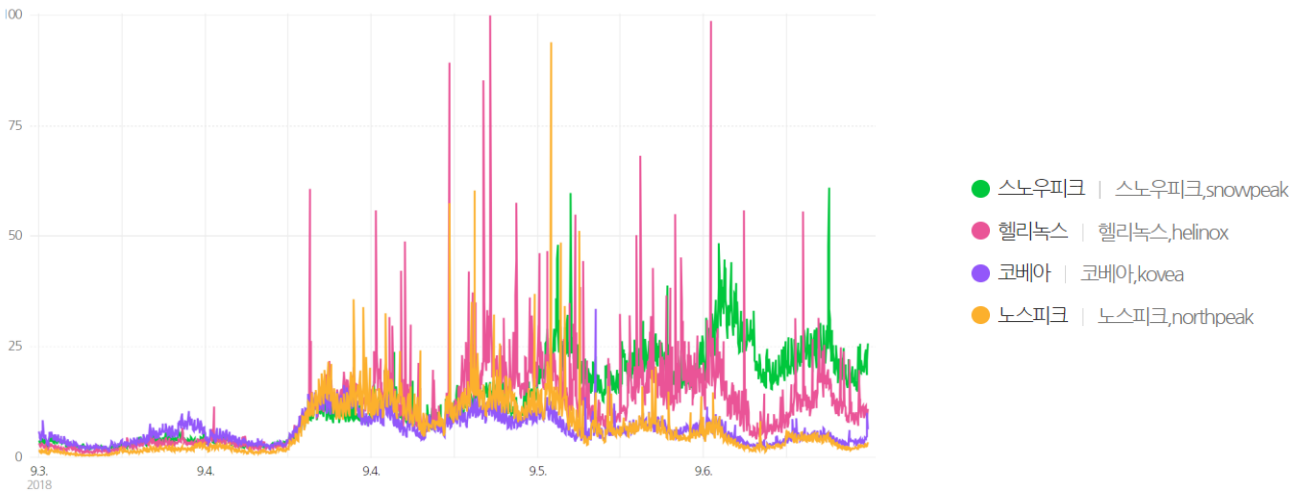
자료: 샤오홍슈, KUVIC 리서치 1팀

자료 15. 최근 5년, 해외 캠핑 경쟁기업 검색량



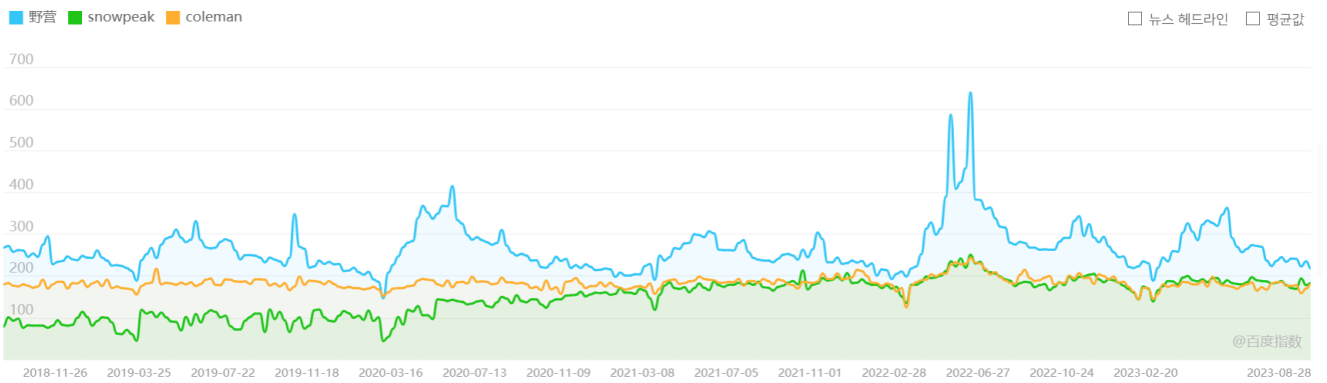
자료: 네이버 데이터랩, KUVIC 리서치 1팀

자료 16. 최근 5년, 국내 캠핑 경쟁기업 검색량



자료: 네이버 데이터랩, KUVIC 리서치 1팀

자료 17. 최근 5년, 중국 캠핑 및 경쟁기업 검색량



자료: 바이두, KUVIC 리서치 1팀

근본부터가 다른, 진정한 프리미엄

국내 경쟁사 모두 해외 진출 과정에서 고급화 전략을 펼치고 있는 상황으로, 라이선스 브랜드부터 프리미엄 이미지인 동사의 경쟁력이 뛰어나다고 판단

동사의 스노우피크 어패럴과 마찬가지로, F&F의 MLB로 대표되는 고급화 전략을 통해 중국 시장으로의 진출을 꾀하는 더네이처홀딩스의 ‘내셔널지오그래픽’의 일반적인 브랜드 이미지는 스노우피크와 뿌리부터 차별점이 있는 것으로 판단한다. 스노우피크의 브랜드 측면에서의 특징으로는 1) 캠핑 분야 대표 프리미엄 브랜드 2) 인기 제품의 경우 6개월~1년 이상의 대기 기간 3) 한 번 쓰기 시작하면 양질의 고객 로열티를 갖게 되는 점 등을 꼽을 수 있다. 이는 브랜드에 녹아 있는 독특한 철학과 제품의 우수성은 물론, 1년에 1~2회 오프라인 행사 외에는 일체 마케팅을 펼치지 않고, 수요 대비 제품 공급량이 적어 소비자의 애를 태우는 마케팅 전략에서 기인한다. 무엇보다 고가 브랜드로서 명품 소비 심리 유발이 결정적이다. 이러한 강한 브랜드력을 기반으로 스노우피크 어패럴은 국내 런칭 이후 빠르게 출점 확대 효과가 나타나며 감성코퍼레이션의 가파른 외형 성장을 이끌고 있다.

스노우피크 어패럴의 제품 특성으로는 컬러감에 있어 다른 의류 브랜드와의 차이가 특히 돋보인다. 디자인은 일본 스노우피크 브랜드의 오리지널 감성을 살린 헤리티지 라인도 있으나, 많은 부분은 범용적인 라인이다. 그림에도 불구하고, 다른 아웃도어 브랜드와는 디자인이나 디테일에서 차별점을 가지고 이것이 컬러, 원단과 합쳐져 긍정적인 반응을 이끌어 내고 있다. 원단은 우븐 소재, 루트 라인을 활용했을 경우 시장에서의 반응이 매우 좋은 것으로 확인되며 정상가가 비싸다. 업계에서는 컬러, 디자인, 원단 측면에서 스노우피크 어패럴의 제품이 최고라는 이야기가 종종 나오고 있는 상황이다.

헤비 아우터 라인업 확대로 탑라인, 바텀라인 모두에서 긍정적인 전망

제품의 라인업은 사실 남성 캐주얼 중심으로 구성되어 있으나, 최근에는 잡화 및 여성, 키즈 라인까지 제품군을 빠르게 확장 중이며, 무신사와의 전략적 협업으로 마케팅을 강화하고 있다. 겨울 시즌 라인업에 집중하고 있는 국내 경쟁사와 달리, 사계절 제품군마다 인기 제품이 있어 분기별 매출이 안정적이다. 또한, 다가오는 겨울 시즌부터는 기존의 경량 및 중경량 패딩 중심에서 헤비아우터 라인업이 추가될 것으로 확인되고 있다. 그에 따라 매출 및 이익단에서 성장을 기대해 볼만 하다. 노세일 브랜드 정책을 유지하면서 영업이익률도 방어 중이다.

최근 3년간, 중화 시장에서 선호 한국 배우 TOP3를 유지 중인 현재 모델 ‘현빈’

중국에서는 험일과 함께, 험한 소비의 모습도 보인 바 있다. 동사는 이러한 상황을 인지하고 올 8월에 해외 진출도 함께 고려하여 기존의 배우 류승범에서 배우 현빈으로 메인 모델을 교체했다. <2023 해외한류실태조사 보고서>에 따르면, 중화 시장의 선호하는 한국 배우 부문에서 현빈을 택한 응답율은 2020년, 2021년 종합 2위, 2022년 조사에서는 종합 3위를 차지했다. 이렇게 브랜드 인지도 추가 확보 작업을 통해 다가오는 성수기인 4분기에 폭발적인 매출 성장의 기반을 다지고 있고, 향후 중국 시장 진출도 긍정적인 것으로 판단한다.

국내 경쟁사와의 비교

MLB의 성공 사례를 바탕으로 국내 의류 기업들은 중국 진출 성공의 공식을 적용하고 있다. 현재 스노우피크 어패럴이 취하고 있는 전략과 MLB의 경우를 비교하여 당사의 중국 진출 성공 가능성을 가늠하고자 한다.

MLB와 스노우피크 어패럴은 모두 면세점을 통해 중국향 수출의 전초전을 펼치는 전략

스노우피크 어패럴과 MLB의 영업 전략의 공통점으로는 1) 면세점에서부터 중국인 소비자를 대상으로 브랜드력을 확장한 것 2) 고급화, 노세일 판매 전략을 통한 마진 확보 3) 한류 마케팅 등을 꼽을 수 있다. 고급화 전략은 국내 의류 업종들이 해외 시장에 진출할 때 한국의 패션 브랜드 이미지가 트렌드에 예민하거나 양질의 제품이라고 여겨지는 점에서 기인한 것으로 판단된다. 종합하면, 전략의 가장 큰 공통점은 본격적인 현지 시장 진출 전 면세점에서부터 브랜드력을 키워 중국인들의 소비 심리를 자극한다는 점이다.

F&F는 중국 시장에 직접 진출했지만, 감성코퍼레이션은 중국 파트너사의 유통망을 통해서 영업을 전개할 전략

F&F는 현지 법인을 설립하여 직영점과 대리점을 직접 전개하는 방식으로 브랜드를 수출했다. 현지 법인을 설립하는 경우 직접적인 재고 관리가 가능하며, 일관된 할인 정책을 채택할 수 있다. 또한, 본사의 마케팅 방향성이 함께 적용되기 때문에 브랜드 이미지 보존에 큰 도움이 된다. 이에 반해 감성코퍼레이션은 중국 파트너사를 선정하고 파트너사가 중국 시장에 형성한 유통망을 통해 스노우피크 어패럴의 영업을 전개해 나갈 것으로 전망된다. 이러한 방식은 현지의 유통망을 직접 개척하지 않아도 되고, 파트너사의 신뢰도를 기반으로 소비자 인지도를 확보할 수 있기 때문에 안정성이 높다. 하지만 이 방식에서는 타사의 유통망을 이용하기 때문에 소정의 수수료를 지급해야 한다. 따라서 과거 한국에 진출했던 해외 라이선스 기업들처럼, 현지 진출이 성공적으로 안착되고 나면 유통권 계약 만료 후에 당사의 직접 진출로 전향할 가능성도 충분하다.

2019년부터 계획한 중국 진출이 이번달부터 본격적으로 시작되는 내셔널지오그래픽의 행보를 주목할 시기

다음으로, 더네이처홀딩스의 내셔널지오그래픽 어패럴 중국시장 진출 시도 사례를 분석하고자 한다. 내셔널지오그래픽의 중국 시장 진출 계획은 2019년부터 나왔다. 하지만 팬데믹 등의 내외부 상황 악화로 사업 진행 속도가 매우 더뎠고, 그후로 4년이 지난 2023년 9월에 중국 난징에 첫 정식 매장을 열었다. 지난 4월 베이징 1호점을 냈지만, 이는 팝업스토어 형태로 운영하고 있었다.

내셔널지오그래픽 어패럴은 2019년 홍콩, 대만을 시작으로 해외 진출에 첫 발을 디뎠다. 2020년 중순 해외 진출을 통해 코스닥 시장 입성 시 성장 동력을 확보하기 위함이었다. 당시 당사는 오프라인 매장을 통해 진출을 시작했다. 홍콩에서는 현지 법인을 통해 직접 진출하는 반면, 대만에서는 파트너사에 제품을 납품하는 방식으로 진출했다. 중화권 진출이 원활하게 진행되면서 해외 판매처를 북미, 유럽, 중국 등으로 확장할 계획이었으나, 팬데믹으로 내셔널지오그래픽의 추가적 해외 진출 계획이 사실상 무산됐다. 현지 오프라인 매장 운영 자체가 어려워진 데다가 바이어들과 직접 만날 수도 없었기 때문이다.

당시 중화권 시장의 위기에 대응하기 위해 주요 판매처를 오프라인에서 온라인 쇼핑 플랫폼으로 전환했다. 현지 대형 온라인 쇼핑 플랫폼 티몰과 중국 SNS 틱톡의 ‘더우인’을 통해 제품을 판매하면서 온라인 유통 채널을 확대하고 오프라인 매출 의존도를 안정적인 수준으로 낮췄다. 기존 홍콩, 대만 진출 과정에서 가장 핵심이었던 오프라인 매장 유통에 큰 변화가 있었다는 사실에 주목할 만 하다.

내셔널지오그래픽의 중국 사업 JV 설립 시, 지분율 협상의 지연이 사업 진출에 걸림돌이 되었다는 분석도 존재

더네이처홀딩스의 경우 중국 업체 Bestseller와 지분율 51%의 JV(조인트 벤처, 합작법인) 형태의 진출 전략을 채택했다. 현지 유통망이 잘 구축되어 있는 파트너사가 사업을 주도한다는 점은 긍정적인 요소이다. 다만, JV의 지분율 협상이 향후 나비효과로 돌아올 수도 있다. 참고로, 휠라의 경우 중국의 안타스포츠와 15% 지분율로 JV를 설립하고 중국 사업을 전개했는데, 2021년에 휠라의 중국 내 시장 점유율은 아디다스를 제치고 2위를 차지했으며, 2022년 상반기에는 나이키의 매출액을 뛰어넘어 1위를 기록할 만큼 대성공했다. 안

타스포츠는 힐라를 등에 업고 2022년 매출액 기준 나이키와 아디다스에 이어 세계 3위에 올랐다. 이러한 이유 때문에 더네이처홀딩스의 JV 지분을 협상이 지연되면서 중국 진출이 늦어졌다는 분석도 있다.

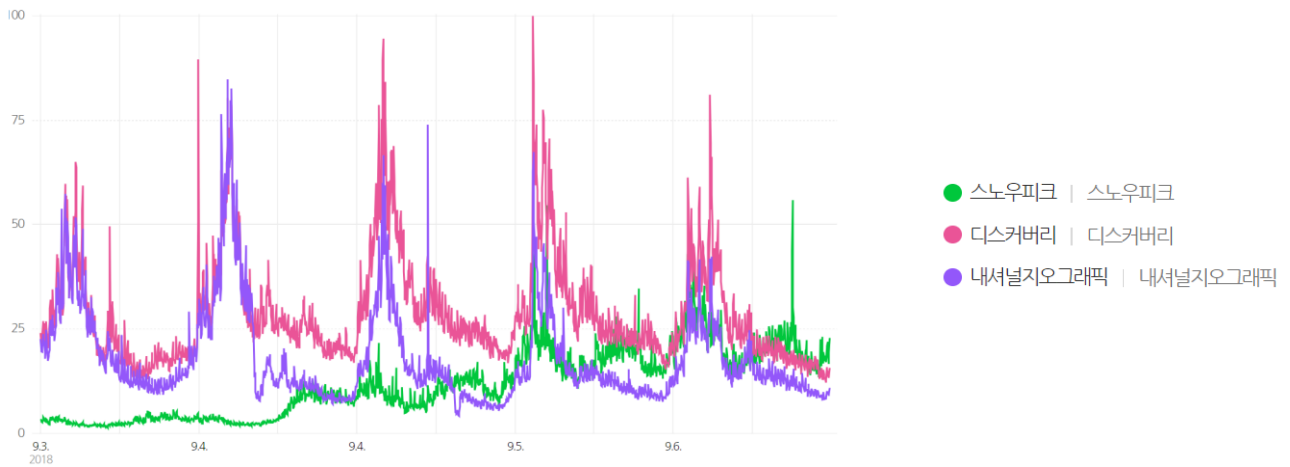
더네이처홀딩스와 감성코퍼레이션은 모두 중국 시장 진출 전에 대만 시장을 공략 중

더네이처홀딩스의 사례와 감성코퍼레이션의 해외 진출 전략을 비교했을 때, 첫 해외 진출 시장으로 두 브랜드 모두 대만을 활용한 점이 유사하다. 그러나 라이선스 브랜드로서 특징을 고려했을 때, 스노우피크 어패럴이 상대적으로 유리한 입장에 있다. 두 기업 모두 고급화 전략을 통해 해외 진출을 펼치고 있기 때문이다. 대만은 일본 브랜드에 대한 긍정적인 인식이 널리 자리잡고 있어 본사를 일본에 두고 있는 당사는 이미 매출 성장 동인을 확보하고 있다.

하지만, 정가 판매율이 중요한 의류 업계 특성으로 인해 감성코퍼레이션이 내수 시장에서 우위를 점하고 있는 상황

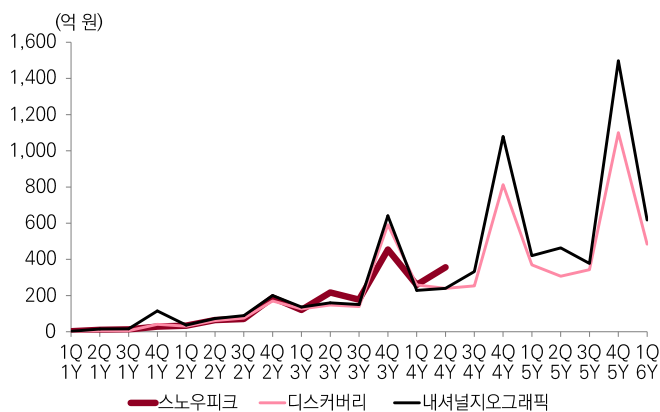
반대로 두 브랜드의 가장 큰 차이점은 사업 전개 속도와 정가 판매율이라고 판단한다. 더네이처홀딩스는 중국 진출 이후에 현지 내 사업 확대 속도가 극단적으로 느렸다. 본래 사업 진행 속도도 동종 업계 평균에 못 미치는 데다가, 중국 진출 직후 팬데믹까지 겹쳐 이 같은 특징이 더욱 부각됐다. 동시에 내수 시장에서는 할인폭이 커져 마진이 훼손되었고, 이로 인해 브랜드의 가격 하한선이 사라지며 브랜드 이미지 또한 타격을 입었다. 의류 사업은 할인 판매를 시작하면 다시 정가 판매율을 회복하기 어려운 특성이 있는데, 더네이처홀딩스가 이 경우이다. 반면, 당사의 스노우피크 어패럴의 경우 브랜드 가치가 매우 강력하여, 백화점과 아울렛 모두 인기 품목에서 정가에 매진이 발생하기 때문에 내수 시장에서는 내셔널지오그래픽과 상반된 브랜드 파워를 보여주고 있다.

자료 18. 최근 5년, 국내 경쟁기업 검색량



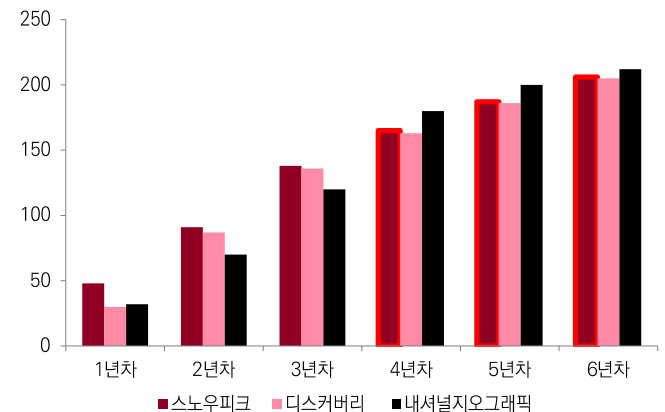
자료: 네이버 데이터랩, KUVIC 리서치 1팀

자료 19. 브랜드 출범 이후 매출액 추이



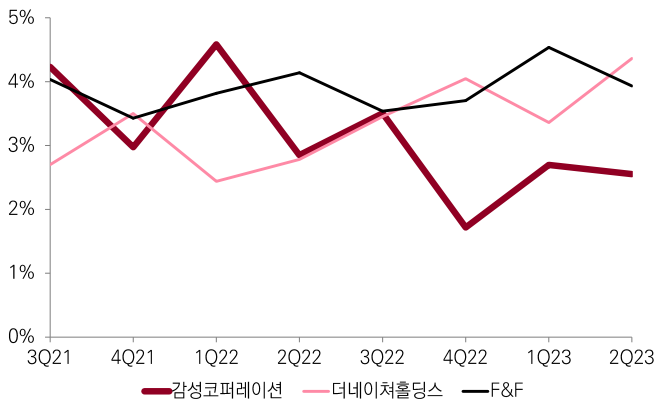
자료: 각사, KUVIC 리서치 1팀

자료 20. 국내 경쟁사 매장수 추이



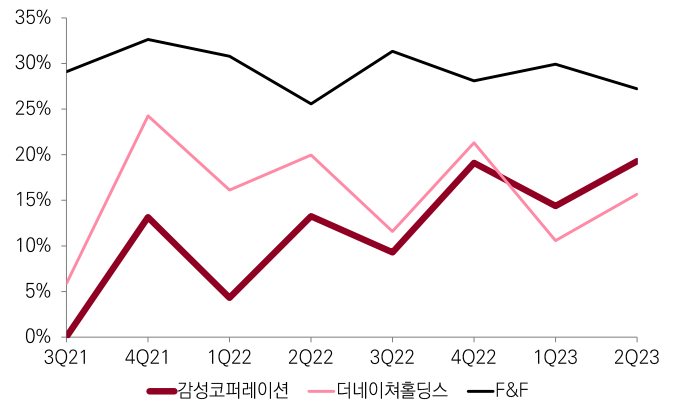
자료: 각사, KUVIC 리서치 1팀 추정

자료 21. 매출액 대비 광고선전비



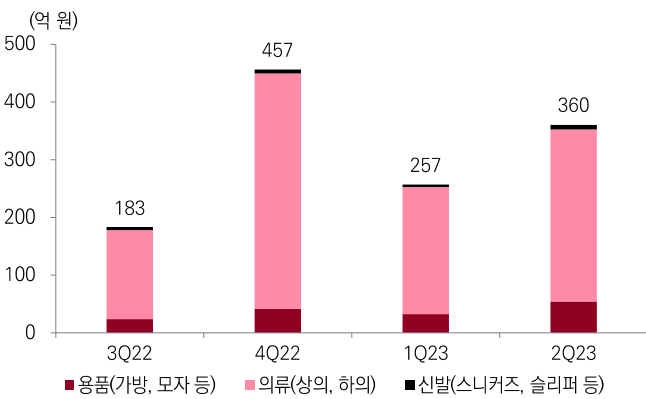
자료: Quantiwise, KUVIC 리서치 1팀

자료 22. 국내 경쟁사 영업이익률 추이



자료: Quantiwise, KUVIC 리서치 1팀

자료 23. 삼성코퍼레이션 의류 사업부 매출 구성



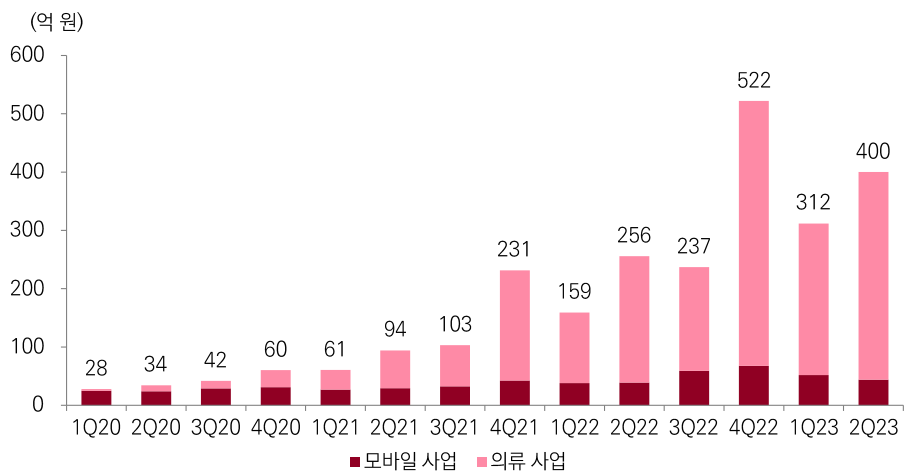
자료: KUVIC 리서치 1팀

자료 24. 스노우피크 어패럴 매장 추이

	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
백화점										
롯데	19	21	23	23	24	27	29	29	28	29
신세계	8	11	12	12	12	12	14	13	13	13
현대	4	3	4	7	9	10	11	11	11	11
갤러리아	4	4	4	4	4	4	4	4	4	5
AK	4	4	3	3	3	3	3	3	3	3
기타	1	1	1							
합계	40	44	47	49	52	56	61	60	59	61
쇼핑몰										
롯데몰	4	4	4	4	4	5	5	5	5	5
스타필드	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3
기타	1	2	2	4	3	4	4	4	5	4
합계	7	9	9	11	10	12	12	12	13	12
아울렛										
롯데	5	9	9	9	9	10	13	13	13	14
신세계			1	1	1	2	3	3	3	4
현대	1	1	1	1	2	3	3	3	6	6
합계	6	10	11	11	12	15	19	19	22	24
대리점	14	20	24	30	37	43	46	53	55	63
면세점									3	3
오프라인 합계	67	83	91	101	111	126	138	144	152	163
온라인몰	7	6	6	8	9	9	9	4	4	4

자료: 회사 자료, KUVIC 리서치 1팀

자료 25. 삼성코퍼레이션 매출 추이



자료: KUVIC 리서치 1팀

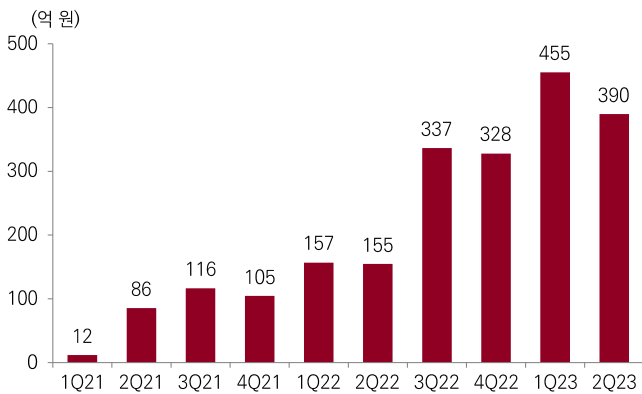
유통 채널의 변화

스노우피크 어패럴은 출시 직후부터 빠르게 국내 백화점 입점률을 높여가면서 브랜드 인지도를 확대하는 방안을 적극적으로 이용했다. 이와 같은 전략 덕분에 백화점 입점 매장 내에서 본사와의 관련성 또는 본사의 팬층을 빠르게 흡수하며 가파른 성장세를 이어나갔다. 스노우피크 어패럴이 백화점 입점에도 불구하고 영업이익률을 꾸준히 확보할 수 있었던 것은, 경량패딩이나 타슬란 쇼츠처럼 인기 상품을 품절될 때까지 정가로 판매했기 때문이다. 덕분에 이월 상품이 발생하지 않아 아울렛이나 대리점에서 신상품 위주로 판매하면서 정가 매출을 극대화했다.

최근에는 점차 생산량을 늘려가며 재고를 확보하는 모습을 보이고 있다. 무엇보다 전국의 대표적인 백화점 수가 약 70개 정도라는 점을 고려했을 때 이미 61점에 입점하여 스노우피크 어패럴의 백화점향 매출은 어느덧 성장세가 약해질 시기에 놓였다. 동사는 브랜드 인지도가 꽤 확보된 상황이므로 백화점 지점 확대에는 과거보다 소극적일 것으로 판단한다.

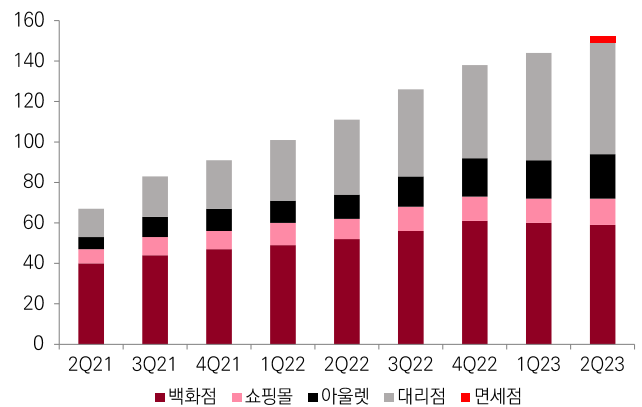
현재 상황에서 주력 유통 채널로 추진하고 있는 것은 대리점과 직영점이다. 두 종류의 유통 채널 모두 수수료 등의 비용 측면에서 백화점에 비해 우위에 있다. 또한 비인기 상품이나 재고 등을 빠르게 아울렛으로 전환할 수 있기 때문에 소비자 니즈에 발 빠르게 대응하기 좋다. 대리점과 직영점의 가장 큰 차이는, 대리점에서는 인기 상품만 중심으로 입점시킬 수 있고, 직영점은 상대적으로 다양한 품목을 판매하여 소비자들의 선택지를 넓힐 수 있다는 것이다. 최근 두 채널이 모두 빠르게 증가하고 있으며, 이는 다른 의류 기업의 성장 과정에서도 마찬가지로 볼 수 있는 가장 뚜렷한 특징이다. 국내 경쟁사로 분석한 디스커버리와 내셔널지오그래픽의 경우 각각 약 150여 개, 210여 개의 대리점 및 직영점을 운영하고 있다. 이를 기반으로, 스노우피크 어패럴의 점포 확장 추세는 지속될 것으로 보인다.

자료 26. 삼성코퍼레이션 재고자산 추이



자료: Quantwise, KUVIC 리서치 1팀

자료 27. 스노우피크 어패럴 유통 채널 추이



자료: KUVIC 리서치 1팀

자료 28. 삼성코퍼레이션 주가 추이



자료: Quantwise, KUVIC 리서치 1팀

자료 29. 주가 변동 이슈

20/01 ~ 20/02	'스노우피크어패럴' 브랜드 전개 시작
20/02 ~ 20/03	지속적 영업이익 적자. 브랜드 본격적 전개 이전 관련 상승률 반납.
20/03 ~ 20/06	1Q20 기준 당세(모바일+의류 사업부) 영업이익 흑자 전환 성공
20/06 ~ 21/03	공격적인 백화점 매장 수 확장. 코로나19로 손님이 찾아오지 않아 불안정적 영업 지속
21/03 ~ 21/07	사명을 신규 사업에 걸맞게 버츄얼텍에서 삼성코퍼레이션으로 변경. 영화배우 류승범을 광고 모델로 기용 백신 접종률 높아지며 백화점에 손님이 찾아오기 시작
21/07 ~ 21/10	해외여행 대신 아웃도어 수요가 젊은 세대에서 급증해 아웃도어 의류 전반적으로 출시된 F/W 신상품 매출 급증
	본격적으로 내수 시장 내 브랜드력 성장 시작
	경량 조끼와 경량 패딩이 전국 주요 백화점에서 매출 1~3위 품목으로 기록
21/10 ~ 22/11	9월에 스노우피크어패럴 브랜드 출시 후 첫 흑자 달성 성공
21/10 ~ 22/11	글로벌 경기 둔화. 의류 업종 내 독보적인 실적 성장세에도 불구하고 극복하지 못한 매크로
22/11 ~ 23/07	스노우피크어패럴 대만 첫 수출 및 연내 중화권 시장 진출 발표로 인한 기대감 반영
23/08 ~ 현재	중국 진출 파트너사 발표가 늦어지면서 상승분 반납 중. 저점 매수 기회로 판단

자료: KUVIC 리서치 1팀

III. 투자 Point

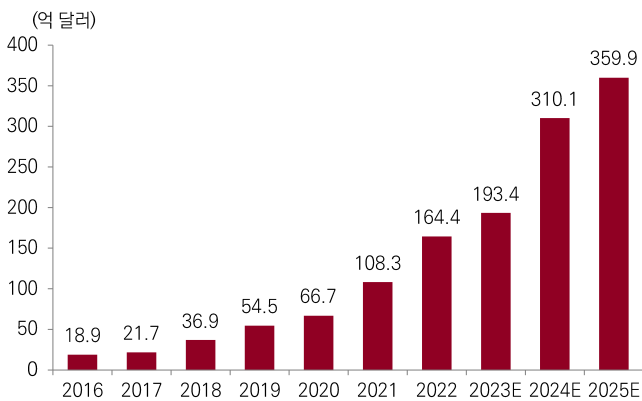
중국 캠핑 시장의 성장에 올라타 진행되는 해외 진출

중국 캠핑시장은 팬데믹 이후 본격적으로 성장하기 시작해 급성장 중이다. 향후 중국의 가계 소득 증가와 함께 캠핑에 우호적인 정부의 소비 활성화 정책까지 더해지면서 지속적으로 성장할 것으로 전망된다. 중국 캠핑시장은 2020년부터 급성장을 시작해 아직 3년이 채 되지 않았다. 중국산업연구망에 따르면 2021년 당시 중국의 캠핑 인구 보급률이 약 1%에 불과했으며, 미국의 15.8%와 일본의 11.2%에 비해 매우 낮은 수준이라고 분석했다. 그러나 포스트 코로나 시대에 중국 정부에서는 내수경기 진작, 소비 시장 활성화 등을 위한 다수의 정책들을 내놓고 있어 중국 캠핑시장은 큰 시장 수요를 바탕으로 지속적인 성장을 기록할 것으로 전망된다. 2022년 11월 중국 내에서 2025년까지 캠핑 시장 규모를 현재의 두 배 가량인 3조 위안으로 만들겠다는 정책을 내놓았다. 제조와 유통 과정에서 적극적인 정부의 지원으로 캠핑 업계의 성장세는 가속되고 있다. 즉, 중국 내 캠핑 시장의 성장성을 뒷받침해주는 정책 배경이 마련되었다는 의미이다.

이러한 상황에서 본 리서치 팀은 중국 내 스노우피크라는 브랜드에 대한 긍정적 인식을 SNS 노출도와 같은 정성적 방식으로 파악했으며, 스노우피크 어패럴의 주 고객층인 30-40대가 신 도심 아웃도어스포츠 소비자 중 80%를 차지한다는 점에서 스노우피크의 현지 침투율을 긍정적으로 제시하고자 한다. 또한 방한 단체관광 재개 이후, 전년 대비 증가한 방한 관광객 중에서 가장 크게 증가한 그룹도 30-40대였다. 그들의 구매력을 기반으로 면세점을 통해 브랜드력을 확고히 하려는 당사의 마케팅 전략에 속도가 붙을 것으로 판단한다.

지난 5월에는 대만항 수출이 시작되어 초도물량이 매진되는 성과를 보였고 후속 주문에 적극 대응 하고 있다. 현재는 대만 스노우피크의 매장을 통해 제한적 판매가 이루어지고 있지만, 동사의 자체적인 어패럴 매장을 오픈하는 것이 목표이다. 일찍이 대만에 진출하였던 스노우피크 본사는 현지에서 프리미엄 브랜드 이미지를 구축하며 영업 중이고, 덕분에 동사의 해외 진출에 대한 성공 확률은 경쟁사 대비 높다고 판단한다. 대만 매장에서 판매되는 제품은 국내 판매가 대비 10% 이상의 프리미엄을 붙여 판매 중인 것도 좋은 근거가 되어준다. 국내 출시 초기에는 마진율이 상대적으로 낮은 백화점 입점을 통해 브랜드 인지도를 높이는데 열중했고, 이후 대리점, 아울렛과 자체몰 등 마진이 높은 유통 채널을 확장해 나가고 있는 상황이다.

자료 30. 중국 캠핑 경제 주요시장 규모



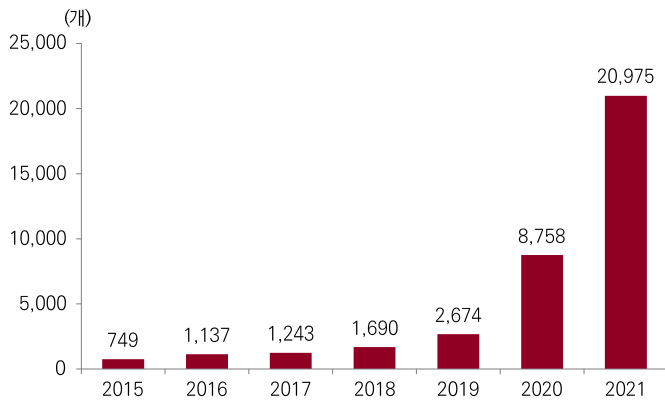
자료: 아이미디어리서치(艾媒咨询), KUVIC 리서치 1팀

자료 31. 중국 아웃도어 스포츠 산업 관련 정책

시기	부서	정책	주요 내용
2022년 3월	국무원	〈국민 건강 증진 공공서비스 시스템 구축에 관한 의견〉	<ul style="list-style-type: none"> 자연자원의 아웃도어 스포츠 시범 개방을 위해 수역, 공역, 삼림 등에서 가능한 아웃도어 스포츠 활동 목록 제정 아웃도어 스포츠 장비 기자재의 편리한 운송 추진 아웃도어 스포츠 장비 제조기업의 서비스업 확장 장려
2022년 11월	국가체육총국 등 8개 부처	〈2022-2025년 아웃도어 스포츠 산업 발전 계획〉	<ul style="list-style-type: none"> 아웃도어 스포츠 산업의 발전 목표 제시, 관련 인프라 증가 및 보급 확대 2025년까지 아웃도어 스포츠 산업 총 규모 3조 위안 초과, 아웃도어 스포츠 캠프 1만 개 구축 등 아웃도어 스포츠용품 제조업 전환 및 업그레이드 가속화 아웃도어 스포츠 용품 제조 분야에서 신소재/선진 기술/설비 응용 확대, 방설/수상/빙공 등 아웃도어 스포츠 장비 기자재연구 개발 제조 수준 제고 등 아웃도어와 관광의 심층적인 융합 추진

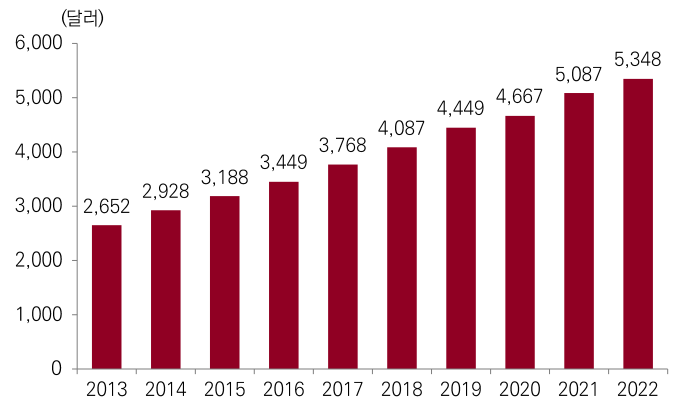
자료: 각 정부부처, KUVIC 리서치 1팀

자료 32. 중국 캠핑 관련기업 신규 등록 수



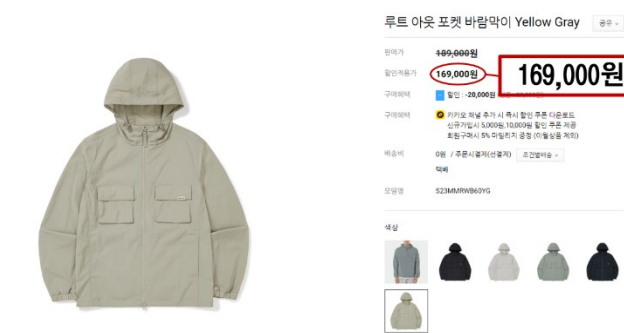
자료: 화징(華經)산업연구원, KUVIC 리서치 1팀

자료 33. 중국 국민 1인당 평균 가처분소득



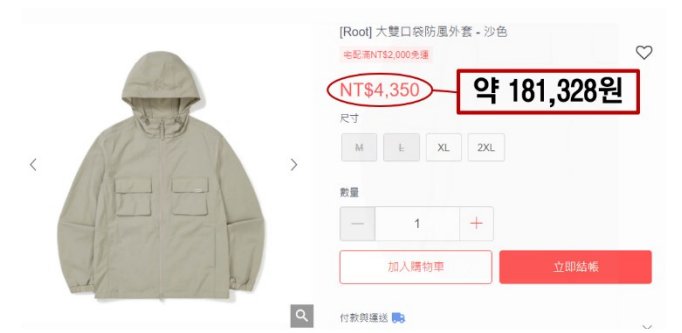
자료: 중징(中經)데이터, KUVIC 리서치 1팀

자료 34. 국내 스노우피크 제품 가격



자료: 스노우피크 어패럴, KUVIC 리서치 1팀

자료 35. 대만 스노우피크 제품 가격



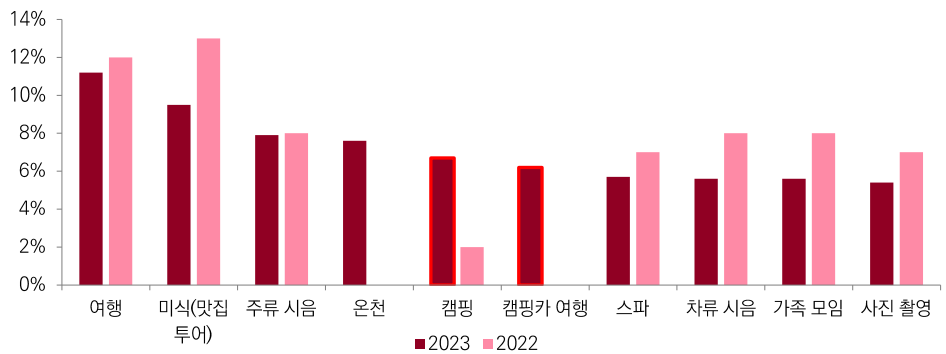
자료: 스노우피크 대만, KUVIC 리서치 1팀

명품 선호하는 중국을 겨냥한 고급화 전략

후룬 연구원의 2023 중국 고액 자산층 명품 소비 트렌드 설문 조사에 의하면, 전년 대비 명품 지출을 확대하겠다고 한 응답자 비중이 증가한 것으로 나타났으며, 2023년 출국 제한이 완화됨에 따라 국외 명품 소비 시장이 더 커질 전망이다. 또한, 여행과 외출 활동이 증가함에 따라 전년 대비 의류(5%), 잡화(4%)에 대한 지출을 확대하려고 하는 응답자의 비중이 가장 많이 증가했다. 여가 활동 선호도에서도 캠핑(6.7%), 캠핑카 여행(6.2%)은 2023년 여가 생활 선호도 10위 안으로 신규 진입해 코로나19로 인한 이동 제한이 풀린 후에 야외 활동의 인기도가 증가한 것으로 해석된다.

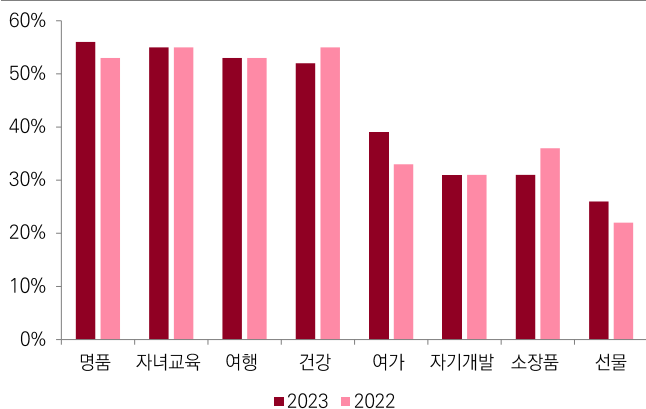
CNBC에 따르면 1인당 명품 소비액이 가장 많은 국가는 한국(\$325), 미국(\$280), 중국(\$55) 순이다. 인구 수를 감안하면 중국의 총 명품 소비액이 전세계 1위이다. 즉, 중국은 명품을 상당히 좋아하는 나라이다. 기본적으로 명품의 이미지를 가지고 있는 스노우피크의 브랜드력과 2023년의 중국 내 명품 소비 트렌드에 대한 경향성을 종합적으로 고려했을 때, 당사의 스노우피크 어패럴이 중국 시장에 충분히 매력적일 것이라고 판단한다.

자료 36. 중국 고액 자산층의 여가 활동 선호도



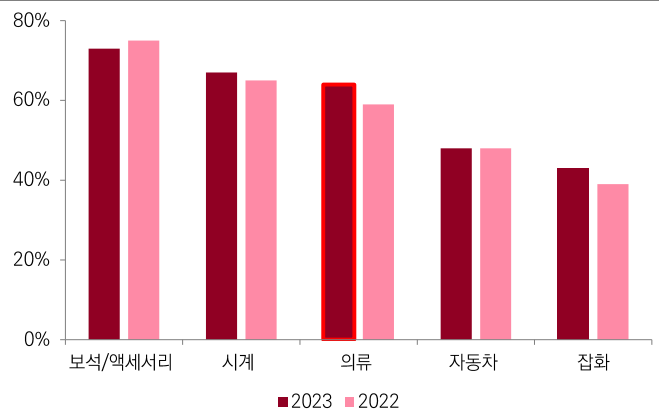
자료: 2023 중국 고액 자산층 명품 소비 트렌드 설문 조사(2023中国高净值人群品牌倾向报告), KUVIC 리서치 1팀

자료 37. 중국 고액 자산층의 향후 3년 내 지출 확대할 소비 분야



자료: 2023 중국 고액 자산층 명품 소비 트렌드 설문 조사(2023中国高净值人群品牌倾向报告), KUVIC 리서치 1팀

자료 38. 중국 고액 자산층의 향후 3년 내 지출 확대할 명품 소비



자료: 2023 중국 고액 자산층 명품 소비 트렌드 설문 조사(2023中国高净值人群品牌倾向报告), KUVIC 리서치 1팀

면세점을 신호탄으로 변화하는 국내 유통 채널

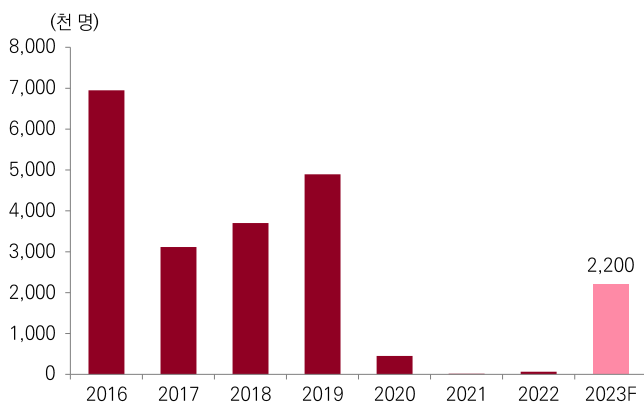
동사는 면세점 입점을 통한 스노우피크 어패럴의 중국 소비자층 확보를 위해 중국의 국내 관광재개 직전에 3곳(서울 2, 제주 1)의 면세점에 빠르게 입점하였다. 과거 MLB는 중국 진출에 앞서 몇 년간 면세점을 통해 중국발 수요를 확인한 뒤 진출했다. 덕분에 중국 내 인지도를 확보를 위한 광고선전비 등을 절약할 수 있었고, 무엇보다 소비자가 원해서 본토로 진출했다는 인식 덕분에 첫 매장을 포함해 팝업 스토어나 온라인에서도 꾸준한 인기를 얻었다.

스노우피크 어패럴도 대만 진출과 더불어 면세점 입점을 통해 점진적으로 중국 소비자들에게 노출되는 방향으로 영업을 전개하고 있다. 실제로 9월 중순, 면세점에 입점해 있는 3곳의 스노우피크 어패럴 매장에 문의한 결과, 관광재개 이후 서울 소재 현대백화점 면세점과 롯데 면세점 본점의 소비자들이 대부분 중국인이라는 점에서 전략이 긍정적인 효과를 보고 있는 것으로 판단된다. 제주공항 면세점은 내국인 위주로 방문 중이라는 답변을 받았다. 이를 통해, 제주공항 면세점에 입점한 매장도 9월 말 직항 노선이 재개되면 마찬가지로 수혜를 볼 것으로 전망한다.

한국은행은 싱가포르와 비슷한 속도로 우리나라를 방문하는 중국인 관광객 수가 증가한다면 올해 하반기에 연간 누적으로 220만명에 이를 것으로 추정했다. 또한, 중국 입국자 수는 올해 4분기에 2019년 같은 기간의 85%까지 회복할 것으로 전망했다. 본격적 관광객 회복 효과는 중국 3대 연휴 중 하나인 국경절 연휴(9월 29일~10월 6일) 기간에 가시화될 것으로 보인다. 중국인 관광객을 타겟으로 한 적절한 시기에 면세점에 입점하여, 올 하반기부터 면세점을 통한 노출 효과를 기대해볼 수 있다.

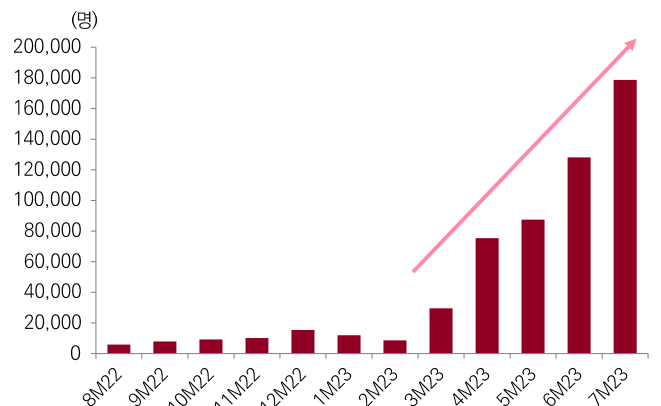
또한, 스노우피크 어패럴의 유통 채널 구조를 백화점 중심에서, 마진이 높은 대리점 위주로 점차 확대하고 있다. 대리점을 이용한 수수료 절감과 선발매를 통한 전략적 홍보 모두 취하겠다는 계획이다. 백화점 측면에서는 점유율 상승여력 대신 매장당 매출 상승이 주된 목표인 반면, 대리점의 경우 아직 경쟁사 대비 양적 성장의 가능성은 상대적으로 많이 남아 있다.

자료 39. 연간 방한 중국인 관광객



자료: 한국은행, KUVIC 리서치 1팀

자료 40. 월간 방한 중국인 관광객



자료: 한국관광공사, KUVIC 리서치 1팀

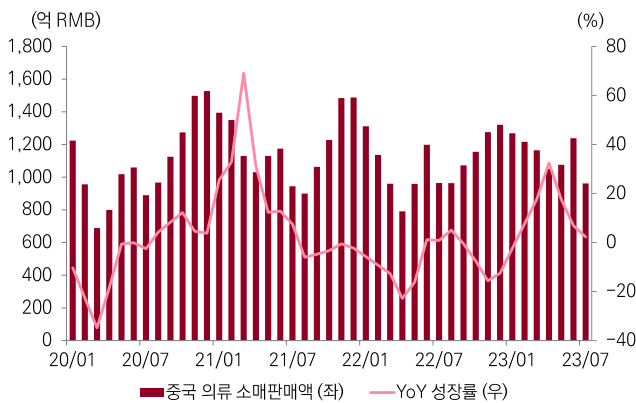
IV. 투자 Risk

중국 소비 경기

중국의 경기 리스크를 최우선적인 투자 리스크로 제시한다. 중국 소비자 물가지수가 지난 7월, 2년 5개월 만에 전년 동월 대비 역성장을 기록했다. 물가는 하락하는 와중에 소비 또한 활성화되지 않으면서 중국 경제가 디플레이션에 접어들었다는 분석도 나왔다. 중국 시장 진출이 주요 투자 포인트인 당사 입장에서는 분명히 신경 쓰이는 부분일 수밖에 없다. 의류 산업은 겨울 매출액이 중요한 지표가 되는데, 최근 3년간 겨울 의류 소매판매액 추이는 지속적으로 감소하는 중이다. 특히 2022년, 2023년 겨울에는 전년 동기 대비 유의미한 역성장 추세를 보였다. 중국 전체 소매판매액 중 의류 비중 또한 지속적으로 감소하는 추이를 보이고 있고, 의류업 생산자물가지수 또한 2022년부터 전년 동월 대비 지속적으로 상승 중에 있다.

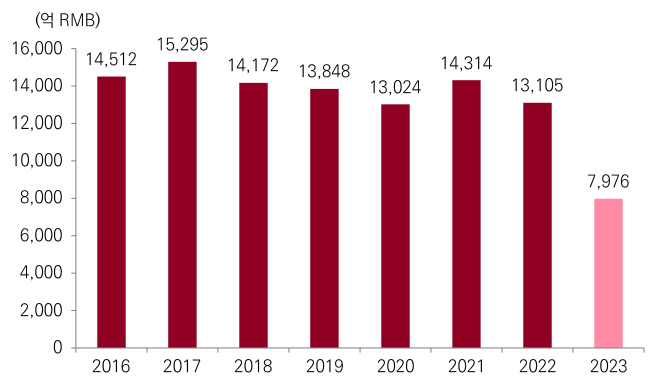
이처럼 전체적인 중국 의류 업종 경기가 좋다고는 할 수 없는 상황에 직면해 있는데, 고급화 마케팅 전략을 펼치고 있는 당사의 경우에는 전체 집단 소매액보단 고소득층의 소비 추이가 좀 더 유의미한 지표가 될 수 있다. 2023년 초부터 백화점의 소매 판매액 누적 성장률이 지속적으로 양수를 기록 중이며, 인터넷 접근 및 전자 상거래가 가능한 계층의 소비가 집계되는 온라인 시장의 의류 소매판매액 또한 증가 추세에 있다. 이를 통해 중산층 이상의 의류 소비는 견조한 모멘텀을 유지 중인 것으로 판단한다.

자료 41. 중국 의류 소매판매액 (월별)



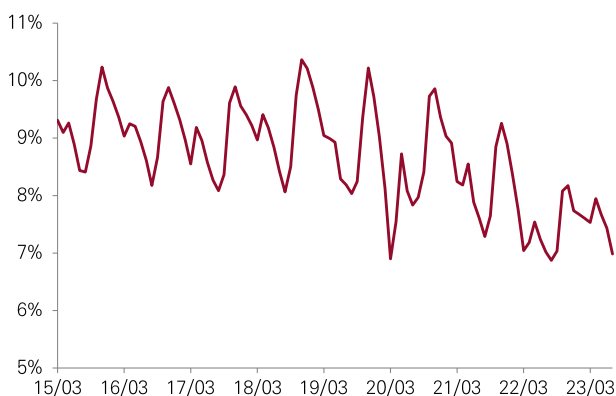
자료: 중국 국가통계국, KUVIC 리서치 1팀

자료 42. 중국 의류 소매판매액 (연간)



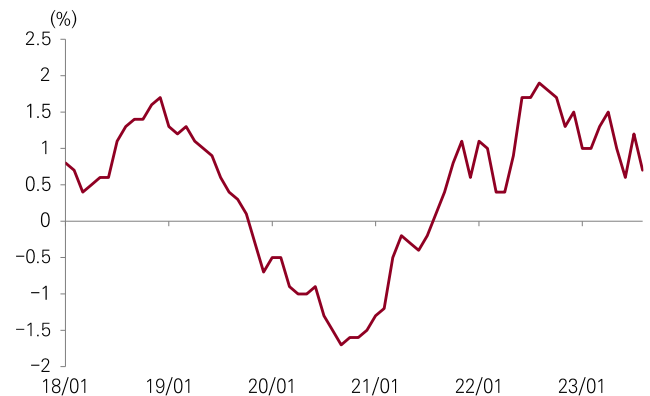
자료: 중국 국가통계국, KUVIC 리서치 1팀, 주) 2023년은 7월까지의 누계

자료 43. 중국 전체 소매판매액 중 의류 비중



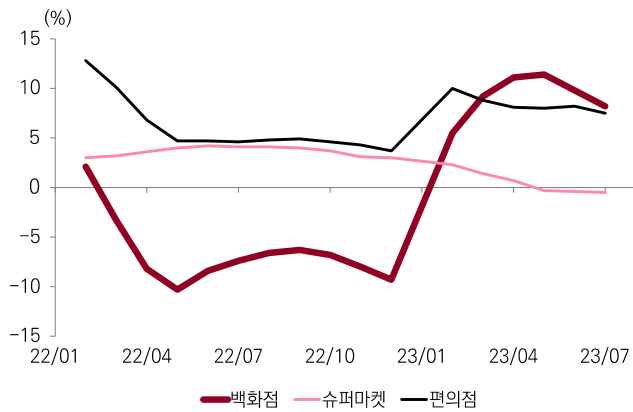
자료: 중국 국가통계국, KUVIC 리서치 1팀

자료 44. 중국 의류업 생산자물가지수 (YoY %)



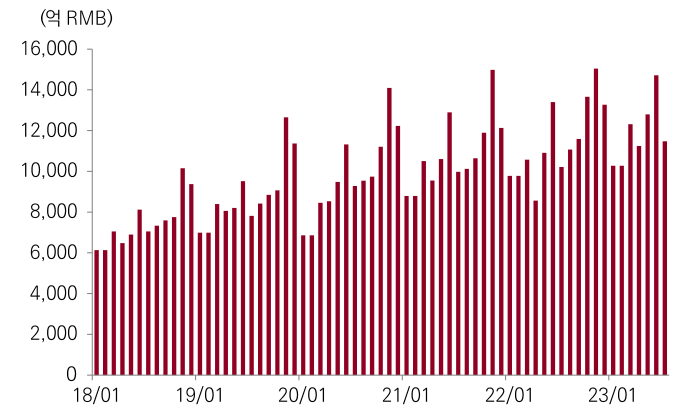
자료: 중국 국가통계국, KUVIC 리서치 1팀

자료 45. 중국 소매판매액 누적성장률



자료: 중국 국가통계국, KUVIC 리서치 1팀

자료 46. 중국 온라인 의류 소매판매액



자료: 중국 국가통계국, KUVIC 리서치 1팀

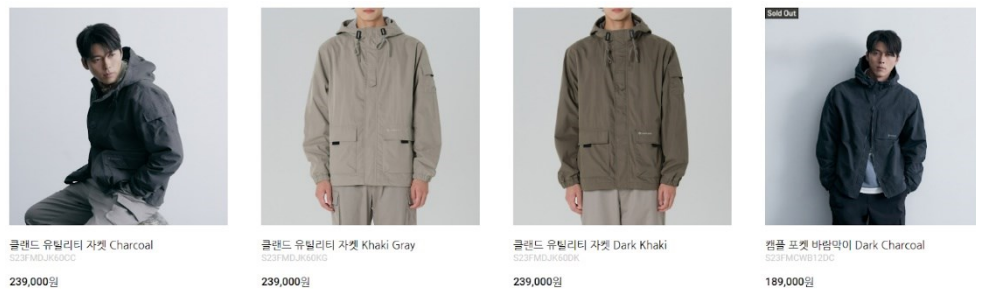
고프코어룩의 일시적 유행

고프코어룩을 포함하여 모든 패션에는 유행이 있다. 전세계 유명 브랜드들이 앞다투어 고프코어룩 스타일의 제품을 출시하고 있지만, 이러한 긍정적인 흐름이 언제까지 유지될지는 미지수다. 고프코어룩의 경우 과거 사례에서 메가 트렌드로 자리잡은 적 또한 없기 때문에 일시적인 유행으로 그칠 것이라는 의견도 존재한다. 그러나 중국에서는 2025년까지 도심과 가까운 곳에서 즐길 수 있는 아웃도어 활동이 적극적으로 장려될 예정이다. 이러한 정부 차원의 움직임을 바탕으로 중국 시장 진출 초기 브랜드 전개에 성공한다면, 고프코어룩이 일시적인 유행으로 그친다고 하더라도 지속적인 매출 성장을 기대할 수 있다. 한편 한국에서는 스노우피크 어패럴이 고프코어룩보다는 미니멀 캐주얼로 분류되고 있기 때문에, 이러한 관점에서도 유행 이후 일상복으로의 인식 전환 가능성이 높다.

뮤트톤의 제품군

스노우피크 어패럴의 낮은 채도의 색감이 중국 현지화 전략에서 불리한 요소로 작용할 수 있다는 평가도 있다. 중국은 전통적으로 화려한 색상을 선호한다. 도시의 네온사인과 만연한 빨간색 간판이 이를 반증한다. 비교 사례로, MLB의 성공 요인 중 하나는 이러한 중국의 문화를 고려하여, 현지 매장과 제품 라인업을 화려한 색깔로 출시하여 브랜드를 현지화 하는데 집중한 것이다. 반면, 스노우피크 어패럴의 제품 라인업은 화려한 색감과 거리가 멀다.

자료 47. 무채색 계열의 대표 라인업

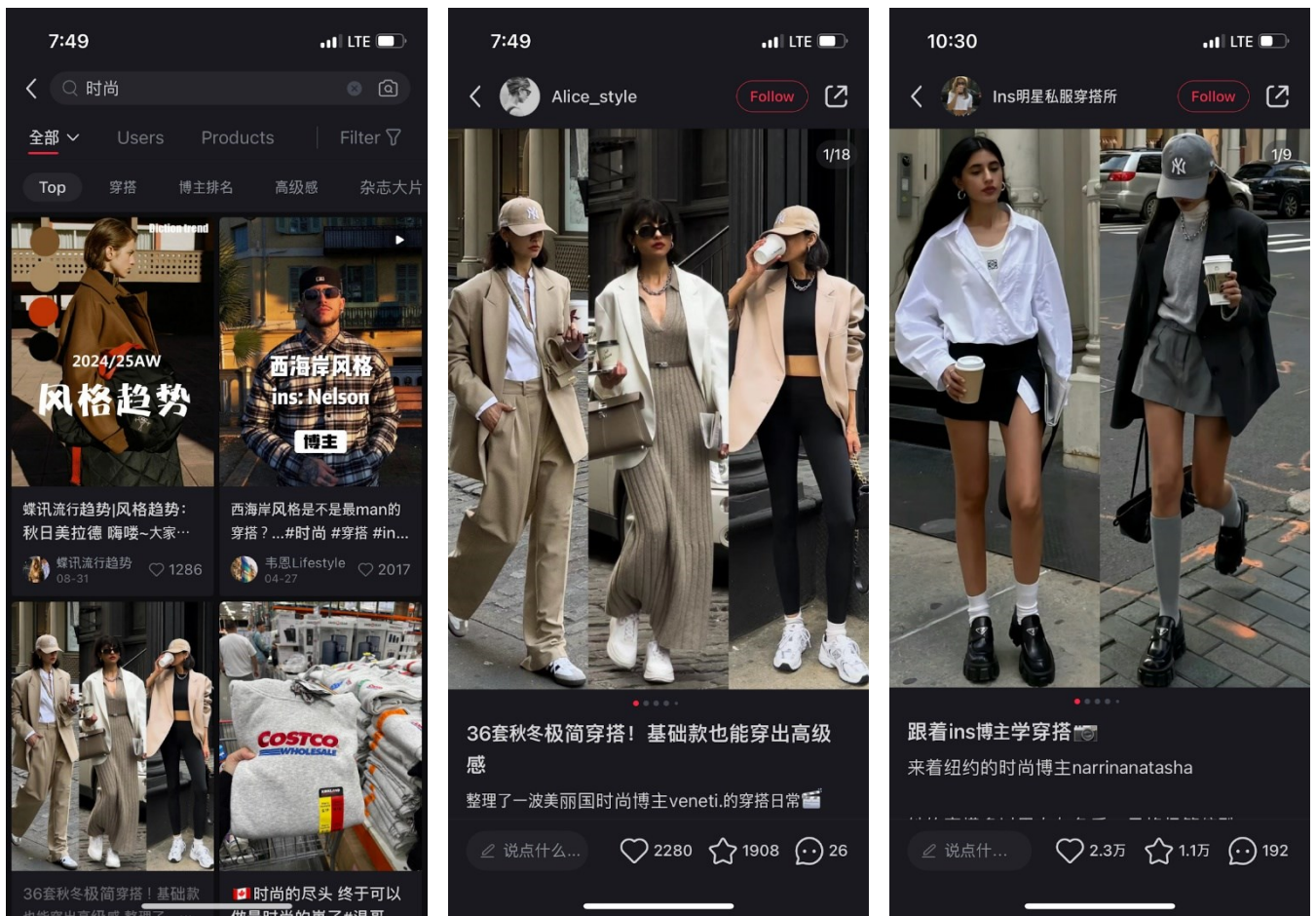


자료: 스노우피크 어패럴, KUVIC 리서치 1팀

그러나 중국의 스트리트 패션 SNS 게시물을 살펴보면, 중국인들이 화려한 색상을 선호하는 경향이 있음에도 무채색 계열의 패션도 긍정적인 반응을 얻고 있음을 확인할 수 있다. 실제로는 무채색 또는 베이지톤 스타일의 의류 소비가 상대적으로 화려한 색상의 의류 소비보다 더 많다. 우리나라와 마찬가지로, 화려한 색깔은 중국인에게도 ‘포인트’이지 ‘베이직’이 아닌 것이다. 샤오홍슈의 최근 인기 스타일 트렌드 또한 스노우피크 어패럴의 대표적 색감과 같은 계열이 중심을 이루고 있다. 해당 SNS 앱에서 ‘패션’ 키워드로 검색한 결과, 가장 상위에 노출된 인플루언서의 게시물과 상품 모두 무채색 및 뮤트톤으로 나타났다. 이는 현재 한국에서 유행하는 일상 스타일과도 매우 유사하다. 즉, 최근 중국에서 젊은 세대의 소비자는 오히려 흐릿한 색감의 스타일을 선명한 색감보다 선호한다는 것을 알 수 있다.

스노우피크 어패럴의 면세점 매장 내 중국 소비자의 반응, 제품군의 안정적인 색감, 중국 내 유행 중인 패션들을 종합적으로 고려했을 때, 브랜드 이미지를 관통하는 색감은 리스크가 아닌 기회이다.

자료 48. 샤오홍슈의 ‘패션’ 관련 상위 인플루언서의 인기 게시물



자료: 샤오홍슈, KUVIC 리서치 1팀

중국 내에서 거세진 일본 불매운동

스노우피크 본사의 소재지는 일본이기 때문에, 현 시점 중국 내에서 부각되는 반일 감정은 투자 리스크다. 지난 8월 25일 일본의 후쿠시마 제1원자력발전소의 오염수 방류로 중국 내 대일본 불매운동이 매우 거세졌다. 샤오홍슈에서는 특히 일본산 화장품에 대한 거부감이 극심하게 드러나는 것으로 판단된다. 일본 단체 여행 취소 요청이 잇달아 접수되는 현상으로 보아 일본 여행 자제 움직임 또한 관찰된다. 중국 내 불매운동이 장기화된다면 반일 소비심리에서 스노우피크 역시 자유롭지 못하다. 아직 중국 내 SNS에서 스노우피크의 캠핑 장비 관련 브랜드 순위가 매우 높지만, 더 상위 순위에 중국 브랜드들이 위치하고 있으므로 스노우피크에 대한 수요가 현지 기업인 모비가든 등으로 대체될 가능성이 있다.

자료 49. 오염수 방류로 인한 일본 화장품 브랜드 불매 리스트



자료: 샤오홍슈

V. Valuation

매출 추정 논리

국내 의류 사업부

기본적으로 < 점포당 매출액(P) × 점포수(Q) >의 추정 방법을 적용했다.

점포당 매출액의 경우, 스노우피크보다 먼저 시장에 진출했던 디스커버리와 내셔널지오그래픽의 계절별 경향성과 신장률을 추종한다고 가정했다. 국내 아웃도어 의류 산업의 경우 평균적으로 상반기와 하반기 매출액 비중이 3.5 : 6.5로 나타나는 경향성이 있음을 고려해 전체적인 추정의 방향성을 잡았다. 또한, 두 경쟁 브랜드의 4~6년차 연간 점포당 매출액 대비 각 계절(분기)의 매출액 비중을 고려해 보았다. 실제로 계절별 매출액 비중이 두 회사 간에 비슷한 추이를 보였기 때문에 현재까지 발표된 스노우피크의 분기별 실적에 이러한 경향성을 반영하여 4Q25F까지의 분기별 점포당 매출액을 추정하였다.

자료 50. 점포당 매출액 추정

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
점포당 매출액 추정 (억 원)	1Q3Y	2Q3Y	3Q3Y	4Q3Y	1Q4Y	2Q4Y	3Q4Y	4Q4Y	1Q5Y	2Q5Y	3Q5Y	4Q5Y	1Q6Y	2Q6Y	3Q6Y	4Q6Y
스노우피크	1.1	1.8	1.3	3.1	1.8	2.3	1.8	5.5	2.2	2.1	1.9	6.7	2.8	2.6	2.4	8.4
디스커버리	1.3	1.3	1.1	4.4	1.8	1.6	1.6	5.0	2.2	1.8	1.9	5.9	2.5	2.3	2.4	7.7
내셔널지오그래픽	1.7	1.7	1.4	5.3	1.7	1.6	2.0	6.0	2.3	2.5	1.9	7.6	3.1	3.0	2.4	9.1
연내 분기별 매출 비중	1Q3Y	2Q3Y	3Q3Y	4Q3Y	1Q4Y	2Q4Y	3Q4Y	4Q4Y	1Q5Y	2Q5Y	3Q5Y	4Q5Y	1Q6Y	2Q6Y	3Q6Y	4Q6Y
스노우피크	15%	25%	18%	42%	15%	20%	16%	48%	17%	16%	15%	52%	17%	16%	15%	52%
디스커버리	16%	17%	14%	54%	18%	16%	16%	50%	19%	15%	16%	50%	17%	15%	16%	52%
내셔널지오그래픽	16%	17%	14%	53%	15%	14%	18%	53%	16%	17%	14%	53%	18%	17%	14%	52%

자료: 각사, KUVIC 리서치 1팀 추정

점포수는 두 경쟁사와 스노우피크 어패럴의 모든 입점 매장을 대조했고, 앞서 진출한 경쟁사들의 점포수 및 입점 매장을 향후 입점할 목표로 가정하여 추정하였다. 스노우피크 어패럴의 미입점 유통 채널 중(즉, 남아있는 공간), 두 경쟁사가 입점한 채널 수 중 각 브랜드 별 최솟값(적어도 한 곳은 따라간다는 의미)을 채택하여 향후 2년 내 당사의 채널별 입점 확대량을 판단했다.

당사가 유통채널 전략 중 가장 적극적으로 확대하고 있는 대리점의 경우, 타 유통채널과 마찬가지로 4분기에 매출이 집중되는 효과를 극대화하기 위해서 3분기 출점수가 가장 큰 경향성을 반영했다. 따라서 3분기에는 최근 1년간의 최대 확장폭인 7점씩 증가하는 것으로 추정하고, 나머지 분기는 가장 최근(2Q23)의 증가폭과 마찬가지로 2점씩 출점한다고 추정하였다.

이때, 대리점 확대 추정에서는 경쟁사 디스커버리를 제외했는데, 과거 디스커버리는 과도한 대리점 출점으로 운영 효율에 악영향을 받아 30여개 점포를 정리한 바 있기 때문이다. 이에 따라, 내셔널지오그래픽만 비교군으로 설정하면서, 당사의 8년차 대리점 개설 목표값을 100-105점 수준으로 예측한다. 다시 말하면, 최근의 대리점 성장세를 바탕으로 추정해보면, 2027년의 대리점 수가 내셔널지오그래픽 수준을 달성할 것으로 추정된다.

면세점은 출점 가능한 지점의 수도 적을 뿐더러, 상대적으로 아웃도어 브랜드 입점이 활발하지 않아 2025년까지 1개점 추가 입점할 것으로 예상된다.

온라인몰의 수적 성장은 현재 회사 전략에 따라 이루어지지 않을 것으로 본다. 무신사처럼 노출도가 높은 온라인몰이 더 이상 생기진 않을 것이라고 가정한다면, 직영몰 또는 백화점 온라인몰을 제외하고는 입점할 수 있는 채널이 없으며 이미 두 종류의 채널에는 입점되어 있다. 따라서 확대 가능성이 적다고 판단하여 온라인 채널의 추가 출점 경우는 제외한다.

자료 51. 스노우피크 유통 채널별 점포수 추정

스노우피크 채널별 매장 추정 (개)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
오프라인	101	111	126	138	144	152	163	165	167	173	185	187	190	193	204	206
백화점	49	52	56	61	60	59	61	61	61	63	66	66	66	66	68	68
롯데	23	24	27	29	29	28	29	29	29	30	31	31	31	31	32	32
신세계	12	12	12	14	13	13	13	13	13	13	14	14	14	14	14	14
현대	7	9	10	11	11	11	11	11	11	12	13	13	13	13	14	14
갤러리아	4	4	4	4	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
AK	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
기타	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
쇼핑몰	11	10	12	12	12	13	12	12	12	13	13	13	13	13	14	14
롯데몰	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
스타필드	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4
기타	4	3	4	4	4	5	4	4	4	4	4	4	4	4	5	5
아울렛	11	12	15	19	19	22	24	24	24	25	27	27	27	28	29	29
롯데	9	9	10	13	13	13	14	14	14	15	15	15	15	16	17	17
신세계	1	1	2	3	3	3	4	4	4	4	5	5	5	5	5	5
현대	1	2	3	3	3	6	6	6	6	6	7	7	7	7	7	7
대리점	30	37	43	46	53	55	63	65	67	69	76	78	80	82	89	91
면세점	-	-	-	-	-	3	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4
온라인몰	8	9	9	9	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
합계	109	120	135	147	148	156	167	169	171	177	189	191	194	197	208	210

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

자료 52. 국내 매출액 추정

매장수 추정 (개)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
	1Q3Y	2Q3Y	3Q3Y	4Q3Y	1Q4Y	2Q4Y	3Q4Y	4Q4Y	1Q5Y	2Q5Y	3Q5Y	4Q5Y	1Q6Y	2Q6Y	3Q6Y	4Q6Y
스노우피크	109	120	135	147	148	156	167	169	171	177	189	191	194	197	208	210
디스커버리	99	110	123	136	143	150	156	163	169	175	181	186	191	196	201	205
내셔널지오그래픽	82	95	108	120	135	150	165	179	183	187	194	198	202	202	210	210
경쟁사 국내 매출액 (억 원)	1Q3Y	2Q3Y	3Q3Y	4Q3Y	1Q4Y	2Q4Y	3Q4Y	4Q4Y	1Q5Y	2Q5Y	3Q5Y	4Q5Y	1Q6Y	2Q6Y	3Q6Y	4Q6Y
스노우피크	121	217	178	455	260	356	305	932	384	375	363	1,287	543	516	497	1,766
디스커버리	126	148	139	592	259	240	254	813	370	307	343	1,100	484	447	482	1,587
내셔널지오그래픽	136	160	150	641	229	240	333	1,080	421	464	378	1,498	618	598	500	1,905

자료: 각사, KUVIC 리서치 1팀 추정

해외 의류 사업부 - 중국

중국의 경우에도 국내 매출 추정 논리와 마찬가지로 < 점포당 매출액(P) × 점포수(Q) >의 추정 방법을 적용했다. 먼저, 점포수의 경우에는 파트너사를 통해 사업을 전개할 계획이라는 점에서 과거 안타스포츠와 파트너십을 맺어 중국에 진출했던 FILA 사례와 유사하다고 판단했다. 동사와 진출 일정을 조율하고 있는 파트너사도 중국에서 안타스포츠와 비슷한 급의 업체로 알려져 있기 때문에 이와 같은 추정에 무리는 없다고 생각한다. 파트너사는 중국 진출 3년 후 스노우피크 어패럴의 매출액 가이던스를 3,000억 원으로 제시했는데, 해당 가이던스를 맞추려면 점포가 적어도 200여 개는 출점해야 한다. FILA의 사례에서도 중국 진출 3년차에 점포수 227개를 달성한 바가 있고, 점포당 매출액 측면에서는 동사와 차이가 있지만 파트너십을 통한 유통망 전개 측면에서는 충분히 유사한 사례임이 분명하다.

다음으로, 점포당 매출액은 당사가 아직 중국 시장에 진출하지 않은 점을 고려해 3가지의 시나리오로 나누었다. 진출 시기는 가이드선으로 제시된 2024년 1분기로 가정하였으며, 이에 따라 점포당 매출액의 신장률을 핵심 변수로 잡고 케이스를 분류했다.

먼저, **BASE** 케이스는 국내 1-3년차 점포당 매출액을 반영했다. 국내 1-3년차 점포당 매출액은 각각 약 1억원, 4억원, 7억원이다. 당사는 파트너십을 맺어 중국 사업을 하게 되면 파트너사에 도매가로 제품을 납품하게 된다. 파트너사가 가져가는 마진율을 일반적인 의류업종의 평균치인 40%로 가정하면, 당사가 진출 3년차에 인식하게 되는 가이드선 매출액은 1,800억 원이다. 국내 점포당 매출액 성장 속도를 기준으로 하면, 3년차에 가이드선 달성이 가능하다는 점에서 이 케이스를 BASE로 잡았다.

다음으로, **BULL** 케이스는 올 하반기 혹은 내년 상반기까지 당사의 면세점에서 MLB의 과거 사례처럼 타이공의 수요가 두드러지게 확인될 경우를 가정했다. 즉, MLB의 중국 진출 사례처럼 중국 점포당 매출액이 첫 해부터 극적인 모습을 보였던 것을 반영해주었다.

마지막으로, **BEAR** 케이스는 FILA의 중국 진출 사례를 반영했다. 초기 FILA의 중국 점포당 매출 신장률은 굉장히 더뎠다. 하지만, 스노우피크 어패럴도 중국의 파트너사를 통해서 사업 전개할 계획이기 때문에 FILA의 사례가 반복될 확률도 존재한다는 점에서 BEAR 케이스로 잡게 되었다.

해외 의류 사업부 - 대만

대만 시장의 경우에도 중국과 마찬가지로 1Q24에 브랜드를 본격적으로 전개한다고 가정했다. 지난 5월 최초로 대만 시장에 초도 물량을 수출하였으며, 본격적으로 대만에 매장을 열기 전인 올해 3, 4분기에도 현재와 같은 방식으로 수출한다고 가정했다. 3, 4분기 수출액은 국내의 계절별 매출 비중을 반영하여 추정했다. 2024년부터는 2Q23에 먼저 진출한 내셔널지오그래픽의 매장 확대 추이를 분기별로 반영하고, 점포당 매출액은 스노우피크 어패럴의 국내 런칭 후 초기 2년 추이를 반영했다.

자료 53. 중국 매출액 추정			자료 54. 대만 매출액 추정		
(억 원)	2024F	2025F	(억 원)	2024F	2025F
매장수 추정 (개)			매장수 추정 (개)		
스노우피크	66	215	스노우피크	8	20
FILA	66	215	내셔널지오그래픽	8	20
점포당 매출액 추정			점포당 매출액 추정		
BULL	14.1	8.5	대만 매출액	13	142
BASE	1.2	3.7			
BEAR	0.5	1.0			
중국 매출액					
BULL	931	1,828			
BASE	76	794			
BEAR	33	215			

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

모바일 사업부

액티몬(ACTIMON)이라는 자체 브랜드로 보조배터리, 충전기류, 스피커, 케이블 등 휴대폰 액세서리 등을 판매하는 사업을 하고 있다. 4Q22에 고속 도킹형 보조배터리를 출시하면서 인기를 끌었고, 분기 최고 매출액을 달성했다. 하지만 이후 유사 품질의 제품이 많아지면서 경쟁이 심화되고 있는 상황이다. 현재 네이버쇼핑에서 ‘보조배터리’ 제품을 검색하면 랭킹 30위에 머물고 있고, 유사 성능의 저렴한 경쟁 제품에 순위를 내어준 상황이다. 따라서, 향후 매출액은 소폭 감소할 것으로 추정한다.

자료 55. 네이버쇼핑 ‘보조배터리’ 1위 제품과 삼성코퍼레이션 제품



프라임큐 일체형 도킹형 미니 보조배터리 5000mAh C타입

7,500원 2,500원 오늘출발

디지털/가전 > 휴대폰액세서리 > 휴대폰배터리 > 보조배터리

리뷰 4,677 · 구매건수 13,333 · 등록일 2023.03. · 찜하기 3186 · 신고하기 특특



액티몬 PD20W 고속 일체형 미니 도킹형 보조배터리 5000mAh C타입

11,500원 2,500원 오늘출발

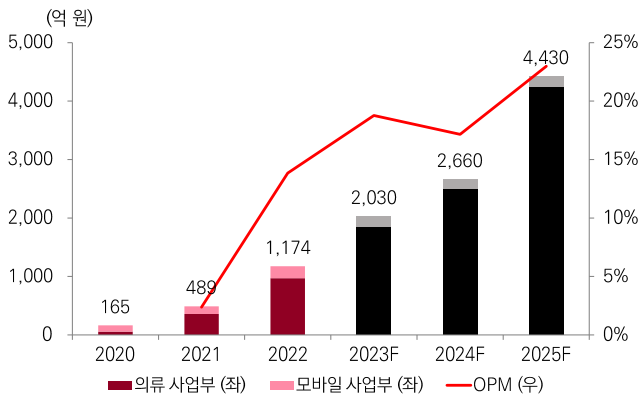
디지털/가전 > 휴대폰액세서리 > 휴대폰배터리 > 보조배터리

품목 : 보조배터리 | 단자 : Type-C | 부가기능 : 잔량표시, 과충전방지 | 용도 : 스마트폰용
대량구매시 추가할인 혜택 컬러인쇄 및 선물포장가능

리뷰 2,807 · 구매건수 5,869 · 등록일 2022.12. · 찜하기 1660 · 신고하기 특특

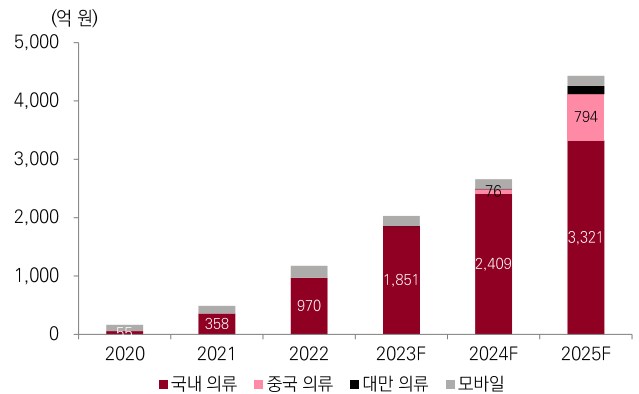
자료: KUVIC 리서치 1팀

자료 56. 삼성코퍼레이션 매출 및 영업이익률



자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

자료 57. 삼성코퍼레이션 매출 구성



자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

비용 추정 논리

동사는 생산설비 없이 상품을 매입해 판매하는 사업 구조를 지니고 있다. 따라서 매출원가에는 재료원가만 존재하고 다른 노무원가 등의 원가는 포함하지 않는다. 2022년 GPM과 OPM은 각각 63.0%, 13.8%이다. 비용 계정 중에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 재고자산 관련 원가와 판매수수료다.

매출원가는 원재료 및 상품 매입액과 재고자산 변동액으로 구성된다. 먼저, 원재료 매입액은 전체 매출 중에서 0.5%를 차지하는 의류 제품 매출과 관련되며, 이에 1년 선행하여 반영됨을 가정했다. 상품 매입액은 사업 부문별로 매출원가를 제시해주었던 것과는 달리 전체 값만 알 수 있었다. 따라서, 상품 매입액의 매출액 대비 비율을 조정하여 부문별로 일정한 수준을 유지하는 매출원가율의 경향성을 지속시키는 방법을 택했다. 재고자산 변동액은 먼저 재고자산 취득원가를 구한 뒤 재고자산 평가충당금을 차감하여 재고자산 기말 금액을 구해 각 연도의 차이로 추정하였다. 재고자산 취득원가는 당사의 사업 연차에 해당하는 경쟁사들의 당시 매출액 대비 비율을 평균한 값에 매출액을 곱하여 추정했다. 평가충당금은 동사의 과거 산정 비율을 그대로 반영했다.

판매수수료 및 지급임차료는 그 특성 상 유통 채널과 가장 밀접한 관계가 있을 것으로 판단하여, 유통 채널의 수수료율을 감안하여 변화하는 매출액 대비 비율을 추정하였다. 이후 각각의 계정에 대한 추정치를 매출액에 곱하여 결과를 산출해냈다. 마지막에는 해외 진출을 고려하여 수출 및 점포수 확대에 따라 증가하는 비용 계정에서 추가 지출이 있을 것으로 추정했다.

자료 58. 매출원가 - 상품 매입액

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	489	1,174	2,030	2,660	4,430
의류	358	970	1,854	2,499	4,258
모바일	131	204	176	162	173
매출원가	215	434	697	910	1,345
의류	110	272	557	781	1,207
모바일	105	162	140	129	138
상품 매입액	322	649	873	931	1,684
매출액 대비	66%	55%	43%	35%	38%

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

자료 59. 매출원가 - 재고자산 변동액

(억 원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
재고자산 취득원가	108	339	522	549	905
매출액 대비	22%	29%	26%	21%	20%
경쟁사 평균	31%	24%	26%	21%	20%
F&F	31%	34%	30%	21%	19%
더네이처홀딩스		13%	22%	21%	22%
재고자산 평가충당금	3	11	16	17	27
재고자산 장부금액	105	328	506	532	878
재고자산 변동액	223	178	26	346	346

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

자료 60. 사업부문별 일정한 수준을 유지하는 매출원가율

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
매출액	159	256	237	522	312	400
의류	121	217	178	455	260	356
모바일	38	39	59	68	52	44
매출원가	66	92	97	179	108	125
의류	34	60	49	129	69	91
모바일	32	32	48	50	39	34
매출원가율	41%	36%	41%	34%	35%	31%
의류	28%	28%	27%	28%	27%	26%
모바일	83%	83%	81%	74%	76%	76%
매출총이익	93	163	140	343	203	275
의류	87	157	129	325	191	265
모바일	7	7	11	18	13	10

자료: KUVIC 리서치 1팀

자료 61. 사업부문별 연간 매출원가율에 동일한 경향성 반영

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	489	1,174	2,030	2,660	4,430
의류	358	970	1,854	2,499	4,258
모바일	131	204	176	162	173
매출원가	215	434	697	910	1,345
의류	110	272	557	781	1,207
모바일	105	162	140	129	138
매출원가율	44%	37%	34%	34%	30%
의류	31%	28%	30%	31%	28%
모바일	80%	79%	80%	80%	80%
매출총이익	274	740	1,333	1,751	3,086
의류	248	699	1,297	1,718	3,051
모바일	26	41	36	33	35

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

자료 62. 삼성코퍼레이션 매출원가 종합

매출원가 (억 원)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
재고자산 원가	94	215	434	697	910	1,345
원재료 매입액	3	1	2	3	4	7
상품 매입액	148	322	649	873	931	1,684
재고자산 변동액	-57	-108	-217	-178	-26	-346
기타비용	12	-	-	-	-	-
합계	106	215	434	697	910	1,345

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

자료 63. 삼성코퍼레이션 지급임차료 및 판매수수료 추정

(억 원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
오프라인 합계 (개)	91	138	165	187	206
백화점	47	61	61	66	68
쇼핑몰	9	12	12	13	14
아울렛	11	19	24	27	29
대리점	24	46	65	78	91
면세점	-	-	3	3	4
온라인몰 (개)	6	9	4	4	4
지급임차료	18	56	81	104	168
매출액 대비	3.6%	4.8%	4.0%	3.9%	3.8%
판매수수료	135	331	566	740	1,227
매출액 대비	27.7%	28.2%	27.9%	27.8%	27.7%

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

자료 64. 삼성코퍼레이션 추정 손익계산서

(억 원)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	164	489	1,174	2,030	2,660	4,430
YoY	n.a	197.7%	139.9%	72.9%	31.0%	66.5%
매출원가	106	215	434	697	910	1,345
재고자산 원가	94	215	434	697	910	1,345
기타비용	12	-	-	-	-	-
매출총이익	58	274	740	1,333	1,751	3,086
판매비와관리비	109	262	577	952	1,294	2,068
급여	28	28	39	51	60	69
소모품비	5	4	8	15	20	34
지급임차료	2	18	56	81	104	168
지급수수료	5	20	53	87	121	200
감가상각비	10	17	26	30	33	34
광고선전비	8	21	32	71	100	165
판매촉진비	3	1	9	11	15	24
판매수수료	31	135	331	566	791	1,301
운반비	4	6	8	18	26	42
기타	13	13	16	21	25	30
영업이익	(51)	12	162	381	456	1,018
금융수익	30	21	21	24	24	24
금융비용	27	30	26	25	25	25
기타영업외수익	2	2	2	1	1	1
기타영업외비용	4	0	3	0	0	0
지분법손익	-	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
법인세비용차감전순이익	(50)	3	156	381	457	1,018
법인세비용	-	-	5	88	105	235
계속영업이익(손실)	(50)	3	151	293	351	783
중단영업이익(손실)	-	-	-	-	-	-
당기순이익	(50)	3	151	293	351	783

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

Historical PER Method

감성코퍼레이션에 대해 목표 주가 5,100원, 투자 의견 BUY를 제시한다. 목표 주가는 BASE 케이스를 기준으로 하였고, 이는 국내 1-3년차 점포당 매출액 수준으로 중국 매장이 성장할 것을 가정했다. 따라서 국내 1-3년차 점포당 매출액이 스노우피크와 유사한 수준을 보였던 디스커버리(F&F홀딩스)의 1-3년차 PER에 대한 평균값인 13배를 적용했다.

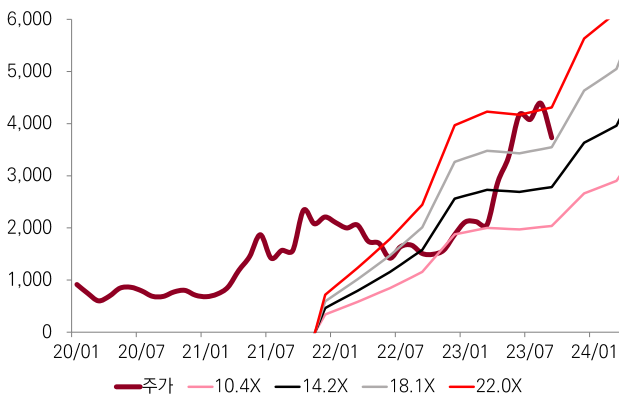
BULL 케이스의 경우, 중국 시장에 진출하자마자 역사적인 매출 신장률을 기록했던 과거 F&F의 MLB 사례를 바탕으로 목표 PER를 설정했다. 중국 시장 진출 첫 해(2020년)의 F&F의 PER 배수 19배를 적용했고, TP는 13,000원이다. BEAR 케이스의 경우, 중국 시장 진출 및 성장이 지연되는 상황을 가정했다. 따라서 2020년-2022년 팬데믹으로 중국 진출이 지연된 더네이처홀딩스의 해당 기간 평균 PER인 7배를 적용했고, TP는 2,700원이다.

자료 65. Historical PER Method

PER Valuation		
	2024F	Note
당기순이익 (억 원)	351.2	
Target PER	13.0	F&F홀딩스의 2012-2014년 PER 평균
시가총액 (억 원)	4,566	
유통주식수 ('000)	90,394	
주당 공정가치 (원)	5,051	
목표 주가 (원)	5,100	
현재 주가 (원)	3,630	2023.09.20. 종가
상승 여력 (%)	40.5%	

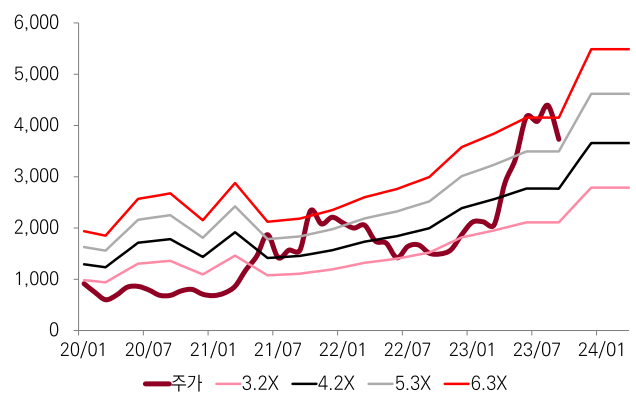
자료: KUVIC 리서치 1팀

자료 66. 감성코퍼레이션 PER 밴드



자료: Quantwise, KUVIC 리서치 1팀

자료 67. 감성코퍼레이션 PBR 밴드



자료: Quantwise, KUVIC 리서치 1팀

자료 68. 시나리오별 밸류에이션

	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
BULL						
매출액	164	489	1,174	2,030	3,515	5,464
의류 사업부	55	358	970	1,854	3,353	5,291
모바일 사업부	109	131	204	176	162	173
매출총이익	58	274	740	1,332	2,476	3,758
영업이익	-51	12	162	380	802	1,237
당기순이익	-50	3	151	293	617	951
GPM	35.4%	56.0%	63.0%	65.6%	70.4%	68.8%
OPM	N/A	2.4%	13.8%	18.7%	22.8%	22.6%
NPM	N/A	0.6%	12.8%	14.4%	17.6%	17.4%
BASE						
매출액	164	489	1,174	2,030	2,660	4,430
의류 사업부	55	358	970	1,854	2,499	4,258
모바일 사업부	109	131	204	176	162	173
매출총이익	58	274	740	1,333	1,751	3,086
영업이익	-51	12	162	381	456	1,018
당기순이익	-50	3	151	293	351	783
GPM	35.4%	56.0%	63.0%	65.7%	65.8%	69.7%
OPM	N/A	2.4%	13.8%	18.8%	17.2%	23.0%
NPM	N/A	0.6%	12.8%	14.4%	13.2%	17.7%
BEAR						
매출액	164	489	1,174	2,030	2,617	3,851
의류 사업부	55	358	970	1,854	2,455	3,679
모바일 사업부	109	131	204	176	162	173
매출총이익	58	274	740	1,333	1,715	2,622
영업이익	-51	12	162	381	440	808
당기순이익	-50	3	151	293	338	622
GPM	35.4%	56.0%	63.0%	65.7%	65.5%	68.1%
OPM	N/A	2.4%	13.8%	18.8%	16.8%	21.0%
NPM	N/A	0.6%	12.8%	14.4%	12.9%	16.1%

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.