

삼천리자전거
(024950)

등산복을 벗고 사이클복으로

김태성 769.3084
ted_kim@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

숙박레저업종

현재가 15,500

목표주가
(상향)

20,000

KOSDAQ	568.36
시가총액	2,057 억원
시가총액비중	0.2%
자본금(보통주)	66 억원
52주 최고/최저	15,500 원 / 6,720 원
120일 평균거래대금	49 억원
외국인지분율	5.4%
주요주주	김석환 외 1 인 28.3%

주식수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	4.7	29.2	55.3	93.8
상대수익률	0.8	26.1	38.1	63.3



투자포인트

- 중장년층의 자전거시장 유입으로 인해 ASP인상 및 고마진 용품 매출 비중이 증가할 것으로 예상
- 전기자전거 국내 판매호조 및 해외 진출 가능성 고려할 때, 수익개선 가속화 기대
- 분기별 실적개선 모멘텀도 기대되며, 주가는 지속적으로 상승할 것으로 예상

Comment

삼천리자전거에 대해 투자 의견 매수를 유지하며 공공자전거 및 전기자전거의 높은 성장세, 자전거 용품 매출 증가를 고려하여 목표주가를 20,000 원으로 상향조정한다.

등산에서 자전거로: 중장년층 유입은 ASP 인상과 자전거 용품 시장 견인

2012년 실적에서 가장 눈에 띄는 변화는 중장년층 비중이 크게 증가했다는 것이다. 중장년층이 작년도 삼천리자전거 매출에 기여하는 비중은 15~20%였다. 중장년층은 고가 제품을 구매하고, 자전거 가격 못지 않게 자전거 용품을 구매하는 성향이 있다. 최근들어 등산용품 시장의 성장률이 둔화되는 가운데 캠핑 및 자전거 시장은 급격하게 성장하고 있어, 등산을 위주로 하던 중장년층이 일부는 캠핑시장으로, 일부는 자전거시장으로 유입되고 있는 것으로 추정된다. 이와 더불어 사교육비는 2009년 이후 연평균 4% 이상 감소하고 있어 중장년층의 가처분 소득이 증가하고 있으며, 이는 중장년층의 자전거 시장 유입을 통한 고가제품 소비 촉진과 자전거 용품시장의 급격한 성장을 가능하게 하는 또 하나의 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

전기자전거 '팬텀'도 선방

삼천리자전거가 올해 출시한 전기자전거 '팬텀'은 자전거시장에 큰 반향을 불러일으키고 있다. 전국적인 유통망을 기반으로 '팬텀' 초도물량은 전량 소진되었으며 현 추세 대로라면 올해 판매량은 동사의 목표량을 상회할 것으로 판단된다. 현재 '팬텀'의 해외시장 진출 관련 논의가 진행되고 있으며 국내에 이어 해외시장 진출에 성공할 경우 삼천리자전거의 매출은 다시 한번 업그레이드 될 것으로 예상된다. 전기자전거는 판매단가가 일반자전거의 4배 이상이며 이익률 또한 높다. 게다가 전기자전거 판매량 증가에 따라 부품의 공급단가가 낮아지는 원가구조를 보유하고 있어 판매량 증가에 따른 수익개선은 지속적으로 가속화 될 것으로 보인다.

장기적 성장세 + 단기적 분기별 수익 개선 모멘텀은 주가의 주요 동인

장기적인 성장 외에도 삼천리자전거는 분기별 수익 개선을 예상하고 있어 동사 주가는 건조한 성장을 이어갈 것으로 판단된다. 동사의 적극적인 마케팅 활동에 힘입어 1분기 영업이익은 전년 대비 두배 이상 증가할 것으로 예상된다. 2분기 들어 1일 최대 판매량은 전분기 대비 60% 가량 증가한 것으로 판단되며, 2분기 영업이익은 사상최대인 60억원대를 기록할 것으로 판단된다. 소비자 시장에서 동사가 유지하고 있는 독점적 지위 및 장/단기 수익개선세를 고려할 때, 현재 밸류에이션수준은 여전히 매력적이라고 판단되며 다양한 성장동력의 수익기여 증가를 고려할 때 주가의 상승세는 지속될 것으로 예상된다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	898	1,090	1,593	1,907	2,250
영업이익	24	80	167	234	307
세전순이익	22	95	187	254	327
총당기순이익	12	77	150	204	263
지배지분순이익	12	77	150	204	263
EPS	89	577	1,128	1,539	1,981
PER	90.4	17.3	13.7	10.1	7.8
BPS	5,393	5,785	6,771	8,170	10,010
PBR	1.5	1.7	2.3	1.9	1.5
ROE	1.7	10.3	18.0	20.6	21.8

주: 영업이익은 회사발표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준

자료: 삼천리자전거, 대신증권 리서치센터

표 1. 연간 실적 추정 변경

(단위: 억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	1,490	1,775	1,593	1,907	6.92	7.44
매출총이익	455	545	426	514	-6.28	-5.66
매출총이익률	30.5	30.7	26.8	27.0	-3.77	-3.75
판매비와 관리비	284	317	259	280	-8.74	-11.60
기타영업손익	0	0	0	0	0.00	0.00
영업이익	171	229	167	234	-2.21	2.56
영업이익률	11.5	12.9	10.5	12.3	-0.98	-0.59
영업외손익	-4	-4	7	8	NA	NA
세전순이익	179	236	187	254	4.24	7.63
지배지분순이익	147	194	150	204	2.05	5.37
순이익률	9.9	10.9	9.4	10.7	-0.45	-0.21
EPS(지배지분순이익)	1,106	1,461	1,128	1,539	2.05	5.37

자료: 삼천리자전거, 대신증권 리서치센터

등산에서 자전거로: 중장년층 유입은 ASP 인상과 자전거 용품 시장 견인

2012년 삼천리자전거 실적에서 가장 눈에 띄는 변화는 중장년층 비중이 크게 증가했다는 것이다. 중장년층이 작년도 삼천리자전거 매출에 기여하는 비중은 15~20% (알톤스포츠 역시 10~15%)였다. 중장년층은 고가 제품을 주로 소비하고, 자전거 가격 못지 않게 자전거 용품도 구매하는 성향이 있다.

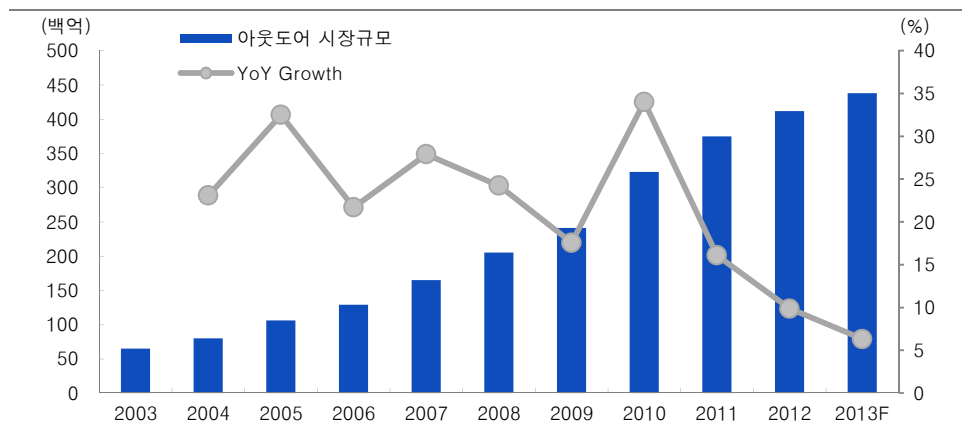
[그림1] 및 [그림2]에서 보듯, 최근들어 등산용품 시장의 성장률은 급격히 둔화되고 있는 가운데 캠핑 및 자전거 시장은 급격하게 성장하고 있어, 등산 인구가 점차 캠핑시장 및 자전거시장으로 유입되고 있는 것으로 추정된다. 등산시장의 성장을 주도한 것이 중장년층이었으며 캠핑 및 자전거시장으로 유입되는 것도 상당수가 중장년층이라는 사실을 고려할 때, 중장년층을 중심으로 등산에서 캠핑/자전거로 트렌드가 변화하고 있는 것이다.

LG경제연구소가 발간한 자료에 따르면 (“시니어 마케팅의 출발점, 드러내고 싶지 않은 보편적 고민”, LG경제연구소) 등산복 시장이 급격하게 성장한 가장 큰 동인은 중장년층의 구매였으며 이는 1)절제 보이고자하는 중장년층의 욕구와 2)등산복 구매를 통해 운동을 많이 해서 건강해질 것 같다는 막연한 안도감에 기인한 결과로 판단된다. 이와 같은 구매 요인은 자전거 시장에도 동일하게 작용하고 있는 것으로 판단된다. 더군다나 중장년층의 소비 특징이 상품 구매시 신뢰를 매우 중요시하며 새로운 것을 시도하는데 보수적이기 때문에 자전거 브랜드를 선택하는데 있어 “삼천리자전거”를 선호하고 있는 것으로 보인다.

중장년층 소비의 또 하나의 특징은 본인의 필요보다 시대에 뒤쳐지는 것으로 보이기 싫어서 새로운 상품이나 서비스를 사용한다는 것이다. 따라서, 레저를 위해 자전거를 타는 것이 하나의 트렌드로 자리잡게 되면 남들에게 뒤쳐지는 것으로 보이는 것이 싫어서라도 자전거를 구매하는 중장년층은 더욱 증가할 것이며 이는 자전거 시장의 성장을 가속화할 것으로 예상된다.

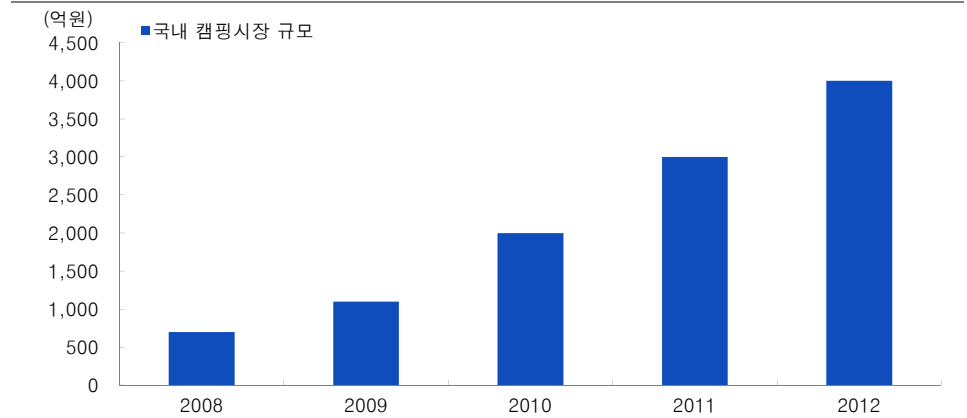
사교육비는 2009년 이후 연평균 4% 이상 감소하고 있어 중장년층의 가처분 소득 역시 증가하고 있는 것으로 판단된다. 이는 중장년층의 자전거 시장 유입을 통한 고가제품 소비 촉진과 자전거 용품시장의 급격한 성장을 가능하게 하는 또 하나의 요인으로 작용할 것으로 보인다.

그림 1. 아웃도어 시장은 성장률이 눈에 띄게 줄어든 가운데...



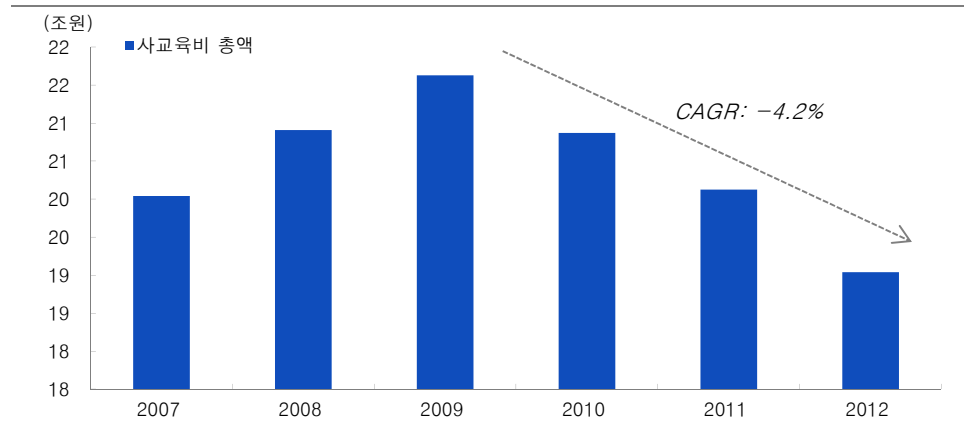
자료: 패션비즈 대신증권 리서치센터

그림 2. 캠핑 시장과 자전거 시장의 성장이 이어지고 있어 등산인구가 캠핑시장과 자전거시장으로 유입되고 있는 것으로 판단되며 이 가운데 상당수가 중장년층으로 추정된다



자료: 코오롱스포츠, 대신증권 리서치센터

그림 3. 2009년 이후 사교육비 총액은 감소하고 있어 중장년층의 가처분 소득은 증가하고 있는 것으로 추정된다



자료: 통계청, 대신증권 리서치센터

전기자전거 ‘팬텀’도 선방!

삼천리자전거가 올해 출시한 전기자전거 ‘팬텀’은 자전거시장에 큰 반향을 불러일으키고 있다. ‘팬텀’은 삼천리자전거가 내놓은 2세대 전기자전거로 올해 총 5개의 모델을 보유하고 있다. 주행방식은 PAS (Power Assist System)방식으로 페달을 밟을 때, 모터가 힘을 보조해주어 적은 힘으로 장거리를 갈 수 있는 특징이 있으며 주행거리는 대략 70Km가량으로 알려져있다.

삼천리자전거의 전국 유통망을 기반으로 ‘팬텀’ 초도물량 1,500대는 전량 소진되었으며 현재 하반기 예상 물량의 일부를 앞당겨 생산하고 있다. 현 추세대로라면 올해 판매량은 동사의 목표량을 상회하는 2만대 수준일 것으로 판단되며 수도권뿐 아니라 지방에서도 요청물량이 증가하고 있는 것으로 파악되고 있다.

국내 시장에서의 판매 호조와 더불어 해외시장 진출 관련 논의가 진행되고 있으며 해외시장 진출에 성공할 경우 삼천리자전거의 매출은 다시 한번 업그레이드 될 것으로 예상된다. 전기자전거는 판매단가가 일반자전거의 4배 이상이며 이익률 또한 높다. 게다가 전기자전거 판매량 증가에 따라 부품의 공급단가가 낮아지는 원가구조를 보유하고 있어 판매량 증가에 따른 수익개선은 지속적으로 가속화 될 것으로 보인다.

그림 4. 올해 출시한 2세대 전기자전거 팬텀은 일반자전거와 차이가 없는 모델로 구성되어 판매 호조를 이어가고 있다. 전기자전거 판매단가가 일반자전거의 4배 이상임을 고려할 때, 전기자전거 판매로 인한 수익 개선세는 가속화 될 것이다



자료: 삼천리자전거, 대신증권 리서치센터

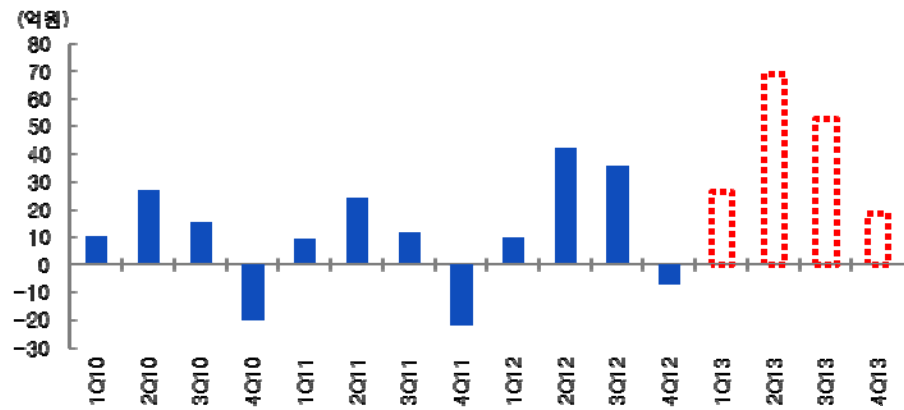


자료: 삼천리자전거, 대신증권 리서치센터

장기적 성장세 + 단기적 분기별 수익 개선 모멘텀은 주가의 주요 동인

장기적인 성장 외에도 삼천리자전거는 분기별 수익 개선을 예상하고 있어 동사 주가는 건조한 성장을 이어갈 것으로 판단된다. 동사의 적극적인 마케팅 활동에 힘입어 1분기 영업이익은 전년대비 두배 이상 증가할 것으로 예상된다. 2분기 들어 1일 최대 판매량은 전분기 대비 60% 가량 증가한 것으로 판단되며, 2분기 영업이익은 사상최대인 60억원대를 기록할 것으로 보인다. 소비자 시장에서 동사가 유지하고 있는 독점적 지위 및 장/단기 수익개선세를 고려할 때, 현재 밸류에이션수준은 여전히 매력적이라고 판단되며 다양한 성장동력의 수익기여 증가를 고려할 때 주가의 상승세는 지속될 것으로 예상된다.

그림 5. 동사의 분기별 수익개선 및 사상최대 이익 달성은 주가의 단기적인 모멘텀이 될 것이다



자료: 코오롱스포츠, 대신증권 리서치센터

Valuation

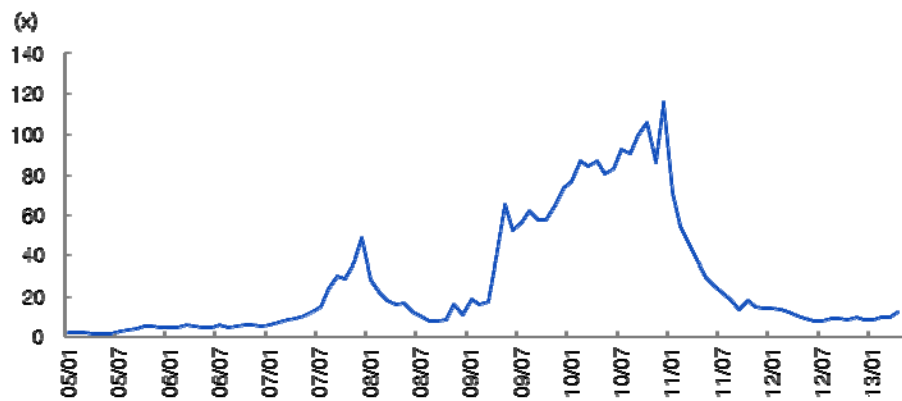
당사는 2013년 기준 PER 18배를 적용, 목표주가를 20,000 원으로 설정하였다. 향후 전기자전거 및 해외수출 관련 수익시현 가능성에 따라 목표주가는 더욱 상향될 가능성이 높다.

금번에 신규로 PER 18배를 적용한 이유는 삼천리자전거의 리레이팅 시기가 도래했다고 판단하기 때문이다. 이는 1)전기자전거 및 공공자전거 시장의 성장 가시화에 따라 장기 성장률이 상향조정되었고 (장기성장률은 기존 대비 0.5% 가량 증가한 것으로 가정), 2)당사 수익추정치에 근거할 때 2013년 ROE 18%, EPS성장률 94%에 달하고 있으며, 3)2012년 수익이 가이던스에 부합되면서 수익의 안정성 및 예측가능성이 높아졌기 때문에 기존 테마주로서의 디스카운트가 해소되는 국면에 진입하였기 때문이다.

이전 목표주가에 적용하던 PER14배는 삼천리자전거가 테마주로 거래되기 이전인 2008년도 연평균 PER을 적용한 것으로 해당 연도 ROE는 11%였다. 과거 Valuation차트를 보더라도 PER 18배는 2008년 상단에 위치한 수준으로 ROE 및 EPS성장률을 고려할 때, PER 18배는 현 성장동력을 고려한 타당한 수준으로 판단된다.

향후 캠핑 및 자전거를 결합한 프랜차이즈 사업의 성공여부 및 전기자전거의 해외수출 가시화에 따라 추가적인 리레이팅 또한 가능할 것으로 판단된다.

그림 6. 삼천리자전거 Forward PER



자료: 대신증권 리서치센터

표 2. PER 18배의 내재성장률 관련 주요 가정

We	[%]	8.9
Wd	[%]	5.0
Tax	[%]	19.7
Debt/Asset	[%]	0.2
Equity/Asset	[%]	0.8
WACC	[%]	7.9
Dividend (30% 배당성향 가정)	[억원]	45
PER 14 배인 경우 내재 장기 성장률 (implied growth rate)	[%]	5.86
PER 18 배인 경우 내재 장기 성장률 (implied growth rate)	[%]	6.33
: 기존 대비 내재 장기 성장률 0.5% 가량 증가한 것으로 가정		

자료: 대신증권 리서치센터

- Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상