2019 4월 9일

기업분석 | Mid-Small Cap

슈피겐코리아 (192440)

아마존 셀러에서 아마존 디벨로퍼로 진화

Analyst
김한경
02 3779 8848
hkkim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	105,000 원
현재주가	83,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(4/8)		751.92 pt
시가총액		5,191 억원
발행주식수		6,216 천주
52 주 최고가 /최저가		83,500 / 42,000 원
90 일 일평균거래대금		47.29 억원
외국인 지분율		14.6%
배당수익률(19.12E)		1.9%
BPS(19.12E)		48,671 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	36.3%
	6 개월	77.0%
	12 개월	48.4%
주주구성		
김대영외 5 인		60.7%

Stock Price

5G, 폴더블 스마트폰 출시로 케이스 교체수요 상승

5G, 폴더블폰 등 신기술 기반 스마트폰 출시가 본격화되며 스마트폰 케이스 교체 수요가 증가할 전망이다. 동사는 지난 3월 자사 히트 브랜드인 터프아머, 울트라 하이브리드, 씬핏 총 3종의 폴더블 폰 전용 케이스 시제품을 최초로 공개했다. 해당 제품은 갤럭시 폴더블 출시 시기에 맞춰 북미 및 유럽 지역에 순차 출시될 예정이다. 폴더블 전용 케이스 출시로 제품 라인업 확대 및 제품 믹스 개선 효과가 기대된다.

아마존 셀러에서 아마존 디벨로퍼로 진화

슈피겐코리아는 아마존닷컴에서 장기간 체득해온 노하우를 바탕으로 '아마존 세이버' 사업을 전개한다. 성공적인 아마존 진출을 꿈꾸는 국내 소비재 기업들을 대상으로 기본적인 서비스 노하우부터 통관, 패키징까지 제공하는 토탈 서비스를 런칭했다. 사내 벤쳐로 시작했던 화장품 사업(슈피겐BS), 유기농 화장품 전문 회사 라엘 등 성공사례가 축적되고 있어 동사 솔루션에 대한 국내 기업들의 요청이 쇄도하는 상황이다.

투자의견 매수, 목표주가 105,000원으로 상향

슈피겐코리아에 대해 투자의견 매수를 유지하며 목표주가는 105,000원으로 상향 조정한다. 목표주가 상향 근거는 5G, 폴더블 스마트폰 출시에 따른 케이스 교체 수요 상승, 화웨이 등 대응 스마트폰 기종 다변화, 아마존 세이버 사업 개시에 따른 비즈니스 확장이다. 동사는 스마트폰 출하량 둔화에도 성장을 지속해왔으며, 자체 브랜드로 아마존 카테고리 내 최상위 셀러에 등극한 만큼 IT 기업 보다는 소비재 기업으로 간주하는 것이 타당하다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	225.0	266.9	303.8	353.0	407.1
영업이익	48.3	49.2	55.6	65.6	77.3
세전계속사업손익	45.0	55.0	60.8	69.9	81.0
순이익	40.7	42.7	46.8	53.1	61.6
EPS (원)	6,714	7,082	7,761	8,810	10,211
증감률 (%)	n/a	5.5	9.6	13.5	15.9
PER (x)	6.8	7.4	10.8	9.5	8.2
PBR (x)	1.3	1.2	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	3.4	3.8	5.8	4.5	3.4
영업이익률 (%)	21.5	18.4	18.3	18.6	19.0
EBITDA 마진 (%)	22.0	19.1	18.9	19.2	19.6
ROE (%)	19.6	17.7	16.6	16.4	16.6
부채비율 (%)	16.3	13.6	11.7	10.8	10.0

주: IFRS 연결 기준
자료: 슈피겐코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

5G, 폴더블 스마트폰 출시로 케이스 교체수요 상승할 전망

올해에는 5G, 폴더블 등 다양한 종류의 신기술 기반 스마트폰이 출시된다. 정체되어있던 스마트폰 시장에 활력을 불어넣으며 기기 교체수요를 자극할 전망이며 이에 비례해 신규 케이스 수요도 증가할 전망이다. 동사는 지난 3월 자사 히트 브랜드인 터프아머, 울트라 하이브리드, 씬핏 총 3종의 갤럭시 폴더블 전용 케이스 프로토타입을 공개했다. 시장에서는 동사의 폴더블 기기 대응력에 의구심을 품고 있었으나 이번에 구체적인 디자인을 공개하며 이러한 우려를 불식시켰다. 폴더블 전용 케이스는 2분기 갤럭시 폴드 출시 시점에 맞춰 북미, 유럽 시장에서 순차적으로 판매될 예정이다. 폴더블 케이스 출시로 제품 라인업 확대가 지속될 전망이며 기존 제품들 대비 ASP가 높아 제품 믹스 개선 효과가 점진적으로 반영될 전망이다.

그림1 삼성전자 갤럭시 폴드

자료: 삼성전자, 이베스트투자증권 리서치센터

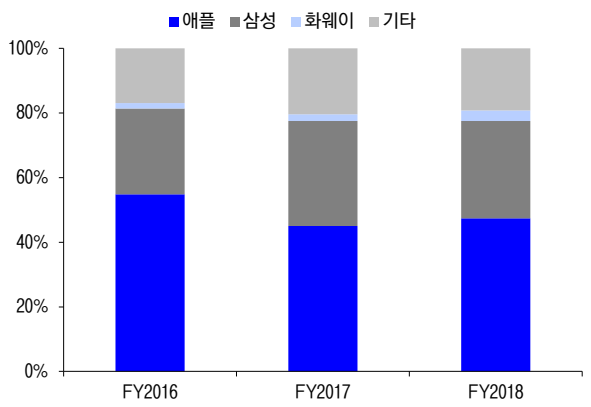
그림2 슈피겐 갤럭시 폴드 케이스 프로토타입

자료: 슈피겐코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

아시아 공략 강화 및 대응 스마트폰 기종 다변화

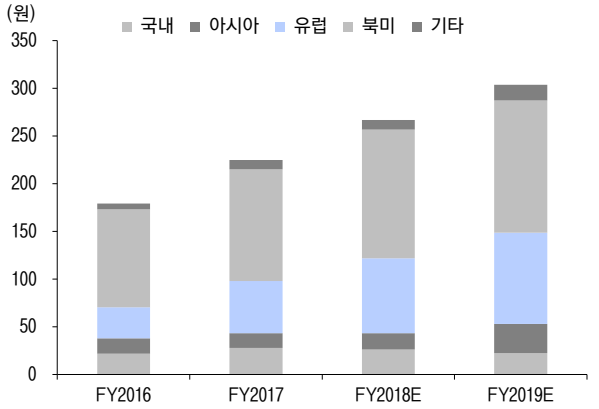
슈피겐코리아는 올해 아시아 시장 공략을 강화한다. 3월 중국 및 일본, 6월에는 인도 아마존에 직접 진출하게 된다. 동사는 화웨이 P30 등 중국 제조사들의 신규 모델 출시에 대응하고자 중국 시장 진출 시기를 앞당겼으며 지난 3월부터 판매를 개시했다. 올해부터는 중국 스마트폰 기기 전용 케이스 라인업을 늘리는 한 편 알리바바 티몰에도 입점해 이전 보다 더욱 적극적으로 중저가 모델에 대응하고 있다. 화웨이 P30 케이스 예약 판매량은 전작 대비 10배 이상 증가한 20만대를 기록해 좋은 시그널이 감지되는 상황이다. 중국 진출은 지역 확장이라는 의미도 있지만 아이폰, 갤럭시 기기에 치중되어 있던 케이스 매출을 좀 더 다변화시킬 수 있는 기회이다. 또한 로컬 커머스 플랫폼이 강세인 지역에서도 성과를 창출한다면 슈피겐의 브랜드파워가 입증되는 계기가 될 수 있다. 동사는 화웨이와 더불어 OPPO, VIVO 등에 대해서도 케이스 라인업을 늘릴 예정이다.

그림3 제조사별 케이스 매출 비중



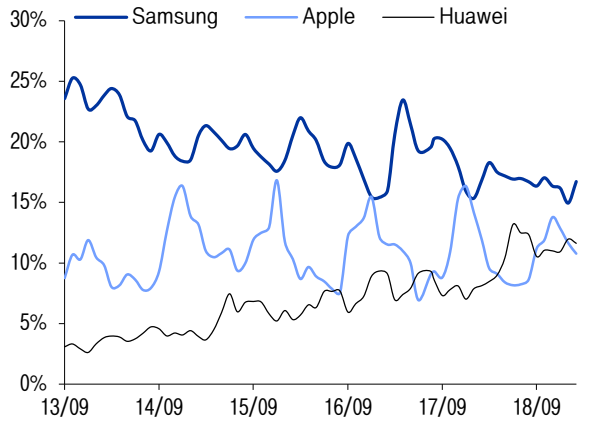
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 슈피겐 지역별 매출 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 스마트폰 시장 점유율



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 슈피겐 화웨이 P30 케이스

자료: 슈피겐코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

아마존 셀러에서 아마존 디벨로퍼로 진화

슈피겐코리아는 오랜 기간 아마존닷컴 셀러로서 체득해온 노하우를 바탕으로 '아마존 세이버' 사업을 개시했다. 동사는 성공적인 아마존 진출을 꿈꾸는 국내 소비재 기업들을 대상으로 기본적인 서비스 노하우부터 통관, 패키징까지 제공하는 토탈 서비스를 이번 상반기부터 제공한다. 과거에는 일회성 컨설팅 서비스에 그쳤으나 성공 사례가 하나 둘씩 등장하고 있어 아마존 진출을 희망하는 국내 기업들의 요청이 쇄도하는 상황이다.

사내 벤처로 시작했던 화장품 사업(슈피겐BS), 유기농 화장품 전문 회사 라엘 등에 컨설팅을 제공한 결과 해당 회사들의 판매량이 가파르게 올라오고 있다. 슈피겐 뷰티는 '글램 업'이라는 브랜드로 미국 아마존에 진출했으며 시트마스크 부문 판매 2위를 기록했으며, 라엘 생리대의 경우 유기농 생리대 부문 판매 1위에 랭크됐다. 라엘의 경우 올해 3월까지 기록한 매출이 작년 연간 매출(100억원 수준)을 상회하는 쾌거를 기록 중이다. 언론에 따르면 올해 라엘이 목표로하는 매출액은 500~1,000억원이다. 슈피겐은 아마존 솔루션을 제공하는 한편 가능성이 보이는 브랜드에 대해 지분 투자도 적극적으로 진행할 전망이다. 동사는 일인가구 타겟 생활용품 브랜드 게이즈에 15억원을 투자했으며, 라엘에는 25억원을 투자해 8% 수준의 지분을 보유중인 것으로 파악된다.

그림7 라엘 유기농 생리대

자료: 라엘, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 글램업 시트마스크

자료: 슈피겐코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 매수, 목표주가 105,000원으로 상향

슈피겐코리아에 대해 투자의견 매수를 유지하며 목표주가는 105,000원으로 상향 조정한다. 목표주가 상향 근거는 1) 5G, 폴더블 스마트폰 출시로 케이스 교체 수요 증가, 2) 아시아 공략 강화 및 대응 스마트폰 기종 다변화, 3) 아마존 세이버 사업 개시에 따른 비즈니스 확장이다.

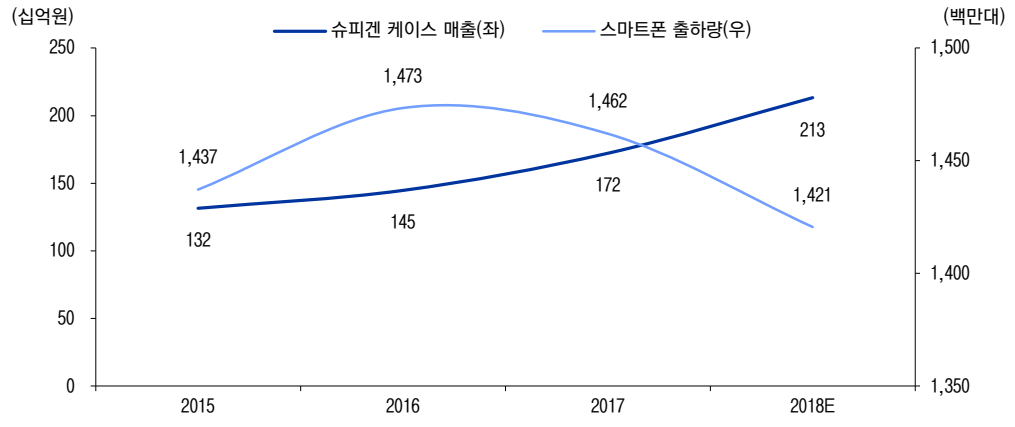
목표주가는 슈피겐코리아 2019년 EPS 7,764원에 타겟 멀티플 13.6배를 적용해 산출했다. 타겟 멀티플은 국내 경기소비재 기업의 12개월 P/E 평균치를 적용했다. 동사는 스마트폰 출하량 둔하와 무관하게 성장을 지속해왔으며 자체 브랜드로 다양한 국가에서 카테고리 내 최상위 셀러로 등극했다. 따라서 IT 기업이 아닌 소비재 기업으로 간주하는 것이 타당하다.

표1 슈피겐코리아 밸류에이션

항목	내용	세부
2019F 순이익	47.1	
유통주식수(백만)	6.0	
2019F EPS(원)	7,764	
Target P/E	13.6	국내 경기소비재 기업 12개월 선행 P/E 평균
목표주가	**105,000**	
현 주가	83,500	4/8 종가
Upside	25.7%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 스마트폰 출하량 vs 슈피겐 케이스 매출



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 슈피겐코리아 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	**60.0**	**55.8**	**66.8**	**84.4**	**67.2**	**65.4**	**80.1**	**91.2**
케이스	47.3	43.9	54.3	67.8	54.8	53.7	67.8	75.1
보호필름	5.6	5.8	5.7	7.5	5.7	5.9	5.8	7.5
기타	7.0	6.1	6.7	9.0	6.7	5.8	6.4	8.6
YoY								
매출액	*66%*	*6%*	*23%*	*3%*	*12%*	*17%*	*20%*	*8%*
케이스	*74%*	*13%*	*32%*	*4%*	*16%*	*22%*	*25%*	*11%*
보호필름	*87%*	*14%*	*0%*	*0%*	*1%*	*2%*	*2%*	*0%*
기타	*16%*	*-28%*	*-11%*	*-15%*	*-5%*	*-5%*	*-5%*	*-5%*
매출총이익	42.1	39.1	46.0	59.1	47.0	45.8	56.2	63.9
GPM	*70%*	*70%*	*69%*	*70%*	*70%*	*70%*	*70%*	*70%*
영업이익	**11.7**	**10.1**	**11.6**	**15.8**	**11.8**	**10.5**	**15.2**	**18.1**
OPM	*19%*	*18%*	*17%*	*19%*	*18%*	*16%*	*19%*	*20%*
YoY	*68%*	*-10%*	*-4%*	*-13%*	*2%*	*4%*	*31%*	*14%*
QoQ	*-36%*	*-14%*	*15%*	*37%*	*-25%*	*-11%*	*45%*	*18%*
세전이익	12.8	13.2	12.1	17.0	13.3	11.9	16.4	19.3
순이익(지배)	**10.0**	**10.0**	**8.7**	**14.0**	**10.2**	**9.1**	**12.6**	**14.9**
NPM	*17%*	*18%*	*13%*	*17%*	*15%*	*14%*	*16%*	*16%*
YoY	*181%*	*8%*	*-16%*	*-20%*	*2%*	*-9%*	*45%*	*6%*
QoQ	*-43%*	*0%*	*-13%*	*61%*	*-27%*	*-11%*	*38%*	*18%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 슈피겐코리아 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	FY2017	FY2018E	FY2019E	FY2020E	FY2021E
매출액	**225.0**	**266.9**	**303.8**	**353.0**	**407.1**
케이스	172.2	213.3	251.4	291.0	335.4
보호필름	22.1	24.7	25.0	28.8	31.8
기타	30.7	28.9	27.4	33.2	39.9
YoY					
매출액	26%	19%	14%	16%	15%
케이스	19%	24%	18%	16%	15%
보호필름	159%	12%	1%	15%	11%
기타	194%	-6%	-5%	21%	20%
매출총이익	158.7	186.3	212.9	248.5	287.8
GPM	71%	70%	70%	70%	71%
영업이익	**48.3**	**49.2**	**55.6**	**65.7**	**77.4**
OPM	*21%*	*18%*	*18%*	*19%*	*19%*
YoY	*11%*	*2%*	*13%*	*18%*	*18%*
세전이익	45.0	55.0	60.8	69.6	80.7
순이익(지배)	**40.7**	**42.7**	**46.8**	**52.9**	**61.3**
NPM	*18%*	*16%*	*15%*	*15%*	*15%*
YoY	*5%*	*5%*	*10%*	*13%*	*16%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

슈피겐코리아 (192440)

재무상태표

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	170.1	193.9	248.5	286.5	325.2
현금 및 현금성자산	55.1	53.0	101.9	131.1	160.4
매출채권 및 기타채권	14.1	14.7	16.4	19.0	22.0
재고자산	17.7	19.9	21.4	24.9	28.7
기타유동자산	83.3	106.3	108.8	111.4	114.2
비유동자산	87.5	102.9	89.4	96.8	108.4
관계기업투자등	9.9	2.7	2.8	3.2	3.7
유형자산	42.4	44.7	48.5	52.0	56.1
무형자산	1.6	3.1	4.7	6.3	7.9
자산총계	**257.6**	**296.8**	**337.9**	**383.3**	**433.7**
유동부채	34.0	31.3	31.1	33.0	35.0
매입채무 및 기타재무	9.0	11.1	11.4	13.3	15.3
단기금융부채	5.4	5.7	5.7	5.7	5.7
기타유동부채	19.7	14.5	14.0	14.0	14.0
비유동부채	2.1	4.2	4.2	4.3	4.3
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	2.1	4.2	4.2	4.3	4.3
부채총계	**36.2**	**35.5**	**35.4**	**37.3**	**39.3**
지배주주지분	221.4	261.3	302.6	346.0	394.3
자본금	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
자본잉여금	49.4	49.4	49.4	49.4	49.4
이익잉여금	169.0	208.9	248.8	292.3	340.6
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**221.4**	**261.3**	**302.6**	**346.0**	**394.3**

손익계산서

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**225.0**	**266.9**	**303.8**	**353.0**	**407.1**
매출원가	66.3	80.5	90.9	104.5	119.3
매출총이익	**158.6**	**186.3**	**212.9**	**248.5**	**287.8**
판매비 및 관리비	110.3	137.1	157.3	182.9	210.5
영업이익	**48.3**	**49.2**	**55.6**	**65.6**	**77.3**
(EBITDA)	49.5	51.1	57.5	67.7	79.7
금융손익	-2.8	5.7	4.6	4.0	3.4
이자비용	0.1	0.2	2.7	3.0	3.0
관계기업등 투자손익	-0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.4	0.2	0.6	0.3	0.3
세전계속사업이익	**45.0**	**55.0**	**60.8**	**69.9**	**81.0**
계속사업법인세비용	4.4	12.3	14.0	16.8	19.4
계속사업이익	40.7	42.7	46.8	53.1	61.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**40.7**	**42.7**	**46.8**	**53.1**	**61.6**
지배주주	40.7	42.7	46.8	53.1	61.6
총포괄이익	**36.7**	**43.9**	**46.8**	**53.1**	**61.6**
매출총이익률 (%)	70.5	69.8	70.1	70.4	70.7
영업이익률 (%)	21.5	18.4	18.3	18.6	19.0
EBITDA 마진률 (%)	22.0	19.1	18.9	19.2	19.6
당기순이익률 (%)	18.1	16.0	15.4	15.0	15.1
ROA (%)	17.2	15.4	14.7	14.7	15.1
ROE (%)	19.6	17.7	16.6	16.4	16.6
ROIC (%)	52.2	38.7	39.7	41.2	43.7

현금흐름표

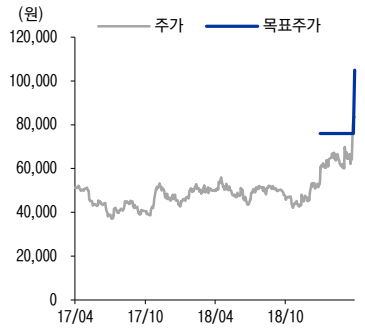
(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**35.0**	**33.7**	**66.0**	**49.2**	**53.9**
당기순이익(손실)	40.7	42.7	46.8	53.1	61.6
비현금수익비용가감	9.9	13.1	21.9	0.3	-3.0
유형자산감가상각비	0.9	1.6	1.7	1.8	1.9
무형자산상각비	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4
기타현금수익비용	2.4	-0.5	20.0	-1.8	-5.3
영업활동 자산부채변동	-11.3	-5.9	-2.8	-4.3	-4.7
매출채권 감소(증가)	5.4	-3.1	-1.7	-2.7	-2.9
재고자산 감소(증가)	-9.6	3.8	-1.5	-3.5	-3.8
매입채무 증가(감소)	-5.7	-4.3	0.4	1.9	2.0
기타자산, 부채변동	-1.3	-2.3	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-22.4**	**-34.9**	**-10.1**	**-10.3**	**-11.3**
유형자산처분(취득)	-33.8	-5.0	-5.5	-5.3	-6.1
무형자산 감소(증가)	-0.3	-1.8	-1.9	-1.9	-2.0
투자자산 감소(증가)	33.0	-28.6	-2.7	-3.1	-3.3
기타투자활동	-21.3	0.4	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**-6.1**	**-1.7**	**-6.9**	**-9.6**	**-13.3**
차입금의 증가(감소)	2.8	2.5	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-3.1	-3.0	-6.9	-9.6	-13.3
배당금의 지급	3.1	3.0	6.9	9.6	13.3
기타재무활동	-5.8	-1.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**5.2**	**-2.1**	**49.0**	**29.2**	**29.3**
기초현금	49.9	55.1	53.0	101.9	131.1
기말현금	55.1	53.0	101.9	131.1	160.4

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	6.8	7.4	10.8	9.5	8.2
P/B	1.3	1.2	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	3.4	3.8	5.8	4.5	3.4
P/CF	5.6	5.8	7.6	9.7	8.9
배당수익률 (%)	1.1	2.2	1.9	2.6	3.6
성장성 (%)					
매출액	25.5	18.6	13.8	16.2	15.3
영업이익	11.0	1.8	13.0	18.0	17.8
세전이익	-1.9	22.3	10.4	15.0	15.9
당기순이익	5.5	5.0	9.6	13.5	15.9
EPS	7.8	5.5	9.6	13.5	15.9
안정성 (%)					
부채비율	16.3	13.6	11.7	10.8	10.0
유동비율	499.6	619.4	798.5	868.7	928.9
순차입금/자기자본(x)	-51.8	-50.9	-61.0	-62.5	-63.0
영업이익/금융비용(x)	327.9	218.7	20.6	21.9	25.8
총차입금 (십억원)	5	6	6	6	6
순차입금 (십억원)	-115	-133	-184	-216	-248
주당지표(원)					
EPS	6,714	7,082	7,761	8,810	10,211
BPS	35,611	42,034	48,671	55,665	63,435
CFPS	8,140	8,976	11,056	8,596	9,424
DPS	500	1,150	1,600	2,200	3,000

자료: 화승인더, 이베스트투자증권 리서치센터

슈피겐코리아 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 평균대비
2019.01.08	변경	김한경									
2019.01.08	Buy	76,000	9.9		-14.7						
2019.04.09	Buy	105,000									

Compliance Notice

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

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 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (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	93.2% 6.8%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2018. 4. 1 ~ 2019. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)