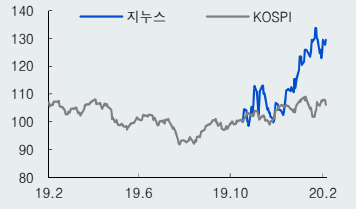
글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋대우

Company Report
2020.2.19

투자의견(신규)	매수
목표주가(12M,신규)	150,000원
현재주가(20/02/18)	107,500원
상승여력	40%

영업이익(19F,십억원)	105
Consensus 영업이익(19F,십억원)	113
EPS 성장률(19F,%)	555.4
MKT EPS 성장률(19F,%)	-35.0
P/E(19F,x)	4.0
MKT P/E(19F,x)	15.8
KOSPI	2,208.88
시가총액(십억원)	1,527
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	55.5
외국인 보유비중(%)	13.2
베타(12M) 일간수익률	0.25
52주 최저가(원)	81,800
52주 최고가(원)	111,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.5	0.0	0.0
상대주가	9.5	0.0	0.0



[유통]

김명주
02-3774-1458
myoungjoo.kim@miraeasset.com

경민정
02-3774-1437
minjeong_kyeong@miraeasset.com

지누스 (013890)

요즘 대세는 지누스

견조한 외형 성장 지속

장기적으로 지누스의 안정적인 외형 성장을 예상한다. 1) 온라인 침투율 증가에 따라 미국 내 꾸준한 매트리스 판매가 예상되고 2) 효율적인 글로벌 진출을 통하여 미국 이외의 국가 매출 또한 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

미국: 선진 시장임에도 불구하고 미국 시장 내에서 지누스의 양호한 외형 성장이 이어질 것이다. 우선 **최근 주택 착공 및 거래가 증가하면서 매트리스 수요 증가가 예상**된다. 또한 **온라인 침투율 증가**로 온라인 매트리스 구매 수요는 지속적으로 높아질 것이다. 20년 지누스의 미국 매출 성장 27% 예상한다.

글로벌: 지누스의 해외 진출 전략은 1) 아마존이 진출해 있어서 진출이 용이하고 2) 미국과 생활 패턴이 비슷하여 판매 및 마케팅이 용이한 국가 진출이다. **중국 여유 capa를 활용한 본격적인 글로벌 판매 시작**으로 Non-미국 향 매출이 20년도부터 본격 성장할 것이다. 20년도 Non 미국향 매출 성장 58% 예상한다.

개선되는 영업이익률

20년도 지누스의 영업이익률 개선을 예상한다. 1) 안정화된 TDI가격과 2) 매출 증대에 따른 영업이익 레버리지 효과 때문이다. 추가 제조 공장 증설이 필요없는 20년도는 중국 공장 capa를 활용한 매출 증대로 영업이익 레버리지 효과가 기대 가능하다. **20년도 15.2%로 19년F OPM 수준보다 2.2%p로 개선될 것**이다. 현재 지누스는 미중 무역 분쟁에 따라 중국산에서 생산되는 베드프레임 등 제품(매출 중 35~40%)에 대하여 관세 중 절반(12.5%)를 원가에 부담하고 있다. **무역분쟁이 해소 될 경우 4.4%p~5%p수준의 OPM 개선이 가능**하다.

안정화된 TDI 가격: 매트리스 매출 원가 중 30~35%(전체원가 중 10~15%)를 차지하는 TDI 등 화학제품 원자재 가격이 안정화되었다. 내년 상반기까지 TDI 가격 안정화에 따른 원가율 개선이 이루어질 것으로 예상한다. TDI 가격 안정화에 따른 원가율 개선은 1%~1.3%p 수준으로 추정한다.

목표주가 15만원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

지누스 목표주가 15만원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시한다. 20년도 순이익 추정에 Peer 배수를 적용하였다. 현재 지누스는 20년도 PER 13배 수준으로 Peer 대비 저평가되어있다.

1) 해외 진출 성과가 가시화되어 매출 비중이 높아지고 2) 카테고리 확장이 본격화 될 경우 **Peer 대비 밸류에이션 프리미엄은 충분히 가능**하다. 향후 1) 무역협상 타결에 따라 미중 관세가 완화되고 2) 미국 내 온라인 침투율 증가에 따라 기대 이상의 온라인 매트리스 시장 성장이 이루어질 경우 **지누스의 외형 성장과 OPM 개선 또한 가능**하다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	378	603	622	810	1,045	1,268
영업이익 (십억원)	80	87	53	105	159	209
영업이익률 (%)	21.2	14.4	8.5	13.0	15.2	16.5
순이익 (십억원)	60	45	44	79	117	154
EPS (원)	4,781	3,627	3,503	22,958	8,246	10,833
ROE (%)	95.7	40.5	28.3	35.6	36.0	33.4
P/E (배)	-	-	-	4.0	13.0	9.9
P/B (배)	-	-	-	4.9	3.9	2.8
배당수익률 (%)	-	-	-	1.3	1.2	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 지누스, 미래에셋대우 리서치센터

CONTENTS

I. 회사 소개 3
회사 소개 3

II. 투자포인트1: 미국을 넘어 글로벌 4
미국을 넘어 글로벌 4

III. 투자포인트2: 미국 내 매트리스 수요 증가 6
미국 내 양호한 매트리스 수요 6

IV. 투자포인트3: 높은 OPM 개선 가능성 8
OPM 20% 이상도 가능하다. 8

V. 밸류에이션 및 실적 추정 11
밸류에이션 및 실적 추정 11

VI. 리스크 요인 13
리스크 요인 13

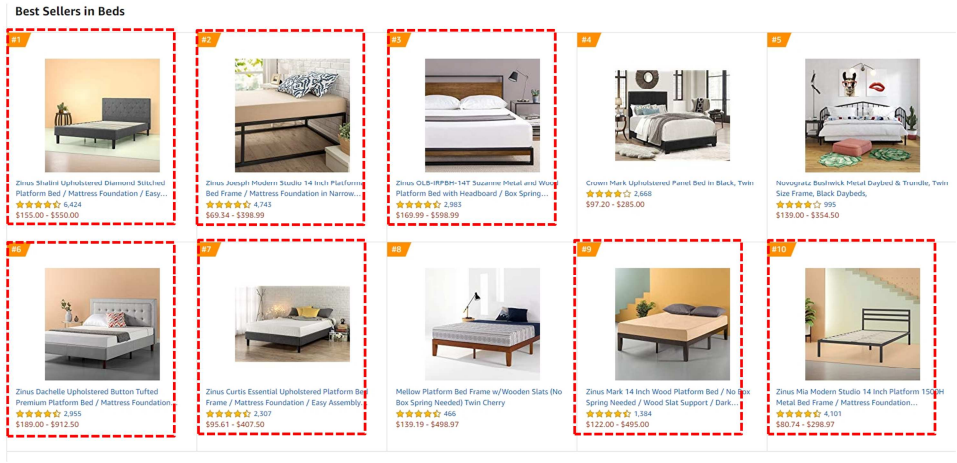
I. 회사소개

회사 소개

지누스는 침대 매트리스 및 가구 제조, 판매를 주요 사업으로 영위하는 기업이다. 지누스는 한국/중국/인도네시아를 중심으로 **수직 계열화된 사업 모델을 보유한 회사**다. 매출 중 대부분이 아마존 등 온라인 유통사의 도매 매출이기 때문에 경쟁사 대비 마케팅 비용이 압도적으로 낮다. 온라인 매출 비중이 높기 때문에 향후 미국 시장뿐 아니라 글로벌 시장 내 온라인 매트리스 및 가구 시장 성장 수혜가 예상된다.

지누스는 '**Mattress in a Box**(매트리스를 종기 상자에 압축 포장하여 배송)'를 처음으로 상업화한 회사다. 2015년부터 **아마존 베스트셀러**로서 미국 온라인 시장 내 높은 판매량을 기록하고 있다.

그림 1. 아마존에서 판매되고 있는 지누스 매트리스 및 프레임



자료: 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 지누스 매트리스 포장

자료: 지누스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 지누스 프레임 포장

자료: 지누스, 미래에셋대우 리서치센터

II. 투자포인트1: 미국을 넘어 글로벌

미국을 넘어 글로벌

중장기적으로 **지누스는 1) 글로벌 매트리스 시장 성장 및 2) 글로벌 가구 시장 내 온라인 침투율 증가에 따른 수혜를 받을 것**으로 예상한다. 1) 중국/인도네시아에 제조 공장을 보유하고 있고 2) 미국 등 다수의 국가에 온오프라인 판매 채널을 확보하고 있는 지누스는 글로벌 온라인 가구 시장 성장에 큰 수혜를 받을 수 있다. 지누스는 현재 매트리스/침실용 가구를 넘어서 쇼파 등 일반 가구로 카테고리 확장 중이다.

글로벌 온라인 매트리스 시장의 지속 성장

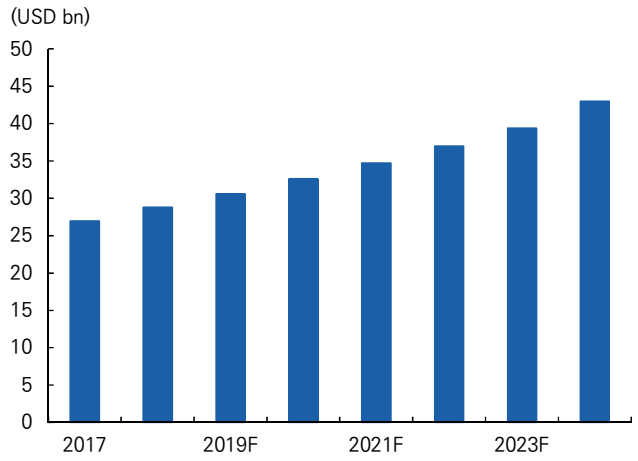
글로벌 온라인 매트리스 시장은 꾸준히 고성장 할 것이다. **1) 매트리스 교체 주기 감소에 따른 수요 증가와 2) 온라인 침투율 증가** 때문이다. 이에 따라 글로벌 제조 공장 및 유통 채널을 확보하고 있는 지누스의 수혜가 예상된다. 지누스는 20년 중국 공장 Capa를 활용하여 유럽 국가 및 멕시코, 브라질 등 아마존이 경쟁력을 확보하고 있는 국가에 진출 예정이다.

다수의 매트리스 산업 리서치 기관(Express Wire 등)에 따르면 글로벌 매트리스 시장은 18년부터 24년까지 CAGR 6~7% 성장이 예상된다. 1) 글로벌 유통 기업의 온라인 진출과 2) 기존 온라인 기업의 배송 경쟁력 강화 등에 따라 온라인 매트리스 시장은 소매 시장 성장보다 높은 10% 이상의 고성장을 이어갈 것이다.

그림 4. 지누스 글로벌 지역 확장 계획

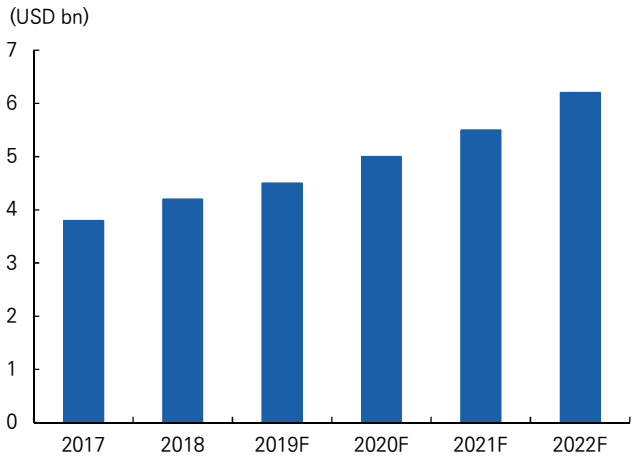
자료: 지누스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 글로벌 매트리스 시장 추정



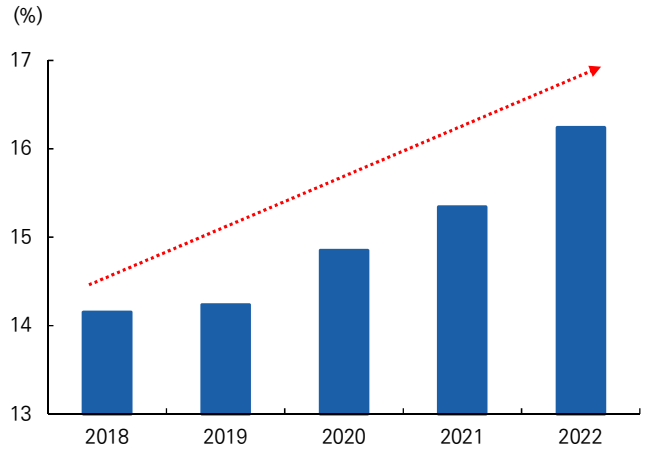
자료: Statista, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 글로벌 온라인 매트릭스 시장 추정



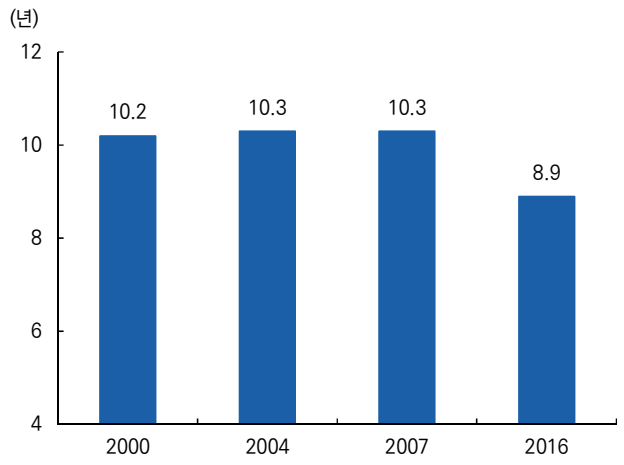
자료: Technavio, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 글로벌 온라인 매트리스 시장 침투율



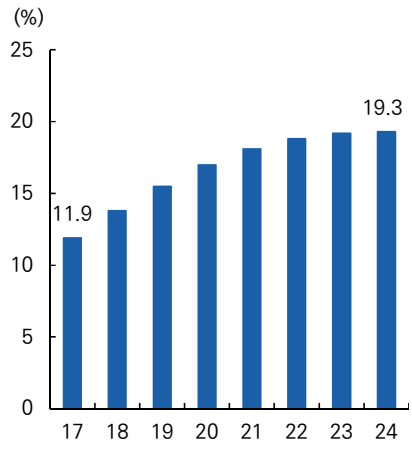
주: Technavio와 Statista 자료를 활용하여 당사가 계산
자료: Technavio, Statista, 지누스 증권신고서, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 미국 시장 내 매트리스 교체 주기



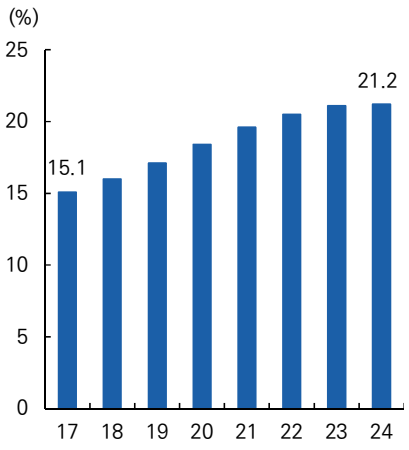
자료: Better Sleep Council , bedtimesmagazine, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 글로벌 가구 온라인 침투율



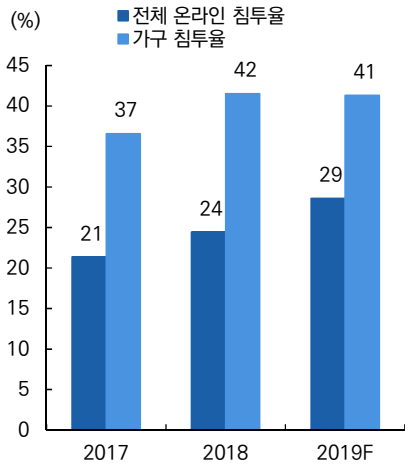
주: Furniture & Homeware segment임
자료: Statista, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 미국 가구 온라인 침투율



주: Furniture & Homeware segment임
자료: Statista, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 한국 가구 온라인 침투율



주: 19년도는 당사 추정치임
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

III. 투자포인트2: 미국 내 매트리스 수요 증가

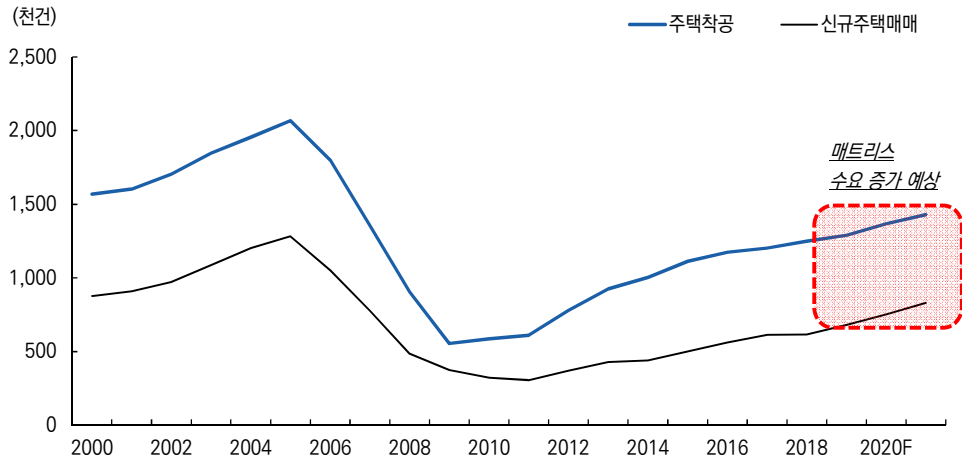
미국 내 양호한 매트리스 수요

선진 시장인 미국 내에서도 중장기적으로 양호한 매트리스 수요 증가를 예상한다. 최근 6~9개월간 양호한 주택 착공 및 거래를 고려 시 단기적으로 소매 시장 내 매트리스 수요는 견조할 것이다. 덧붙여 아마존, 월마트 등 유통사의 배송 경쟁력 강화에 따라 미국 내 온라인 침투율 증가로 온라인 매트리스 구매 수요는 주택 경기와는 별개로 장기적으로도 견조할 것으로 예상된다.

양호한 주택 경기가 이끄는 매트리스 시장 성장

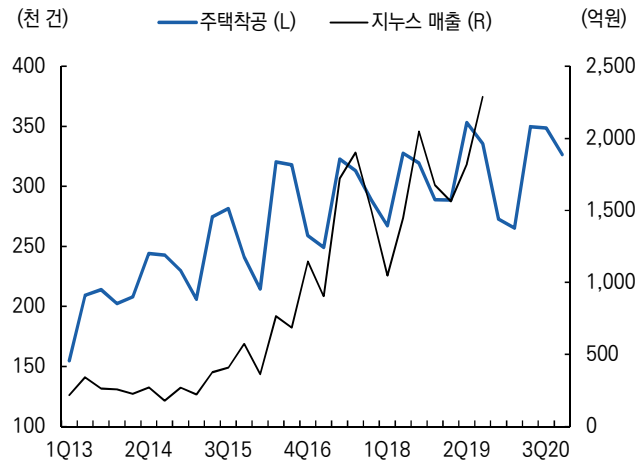
최근 6~9개월 간 미국 시장 내 주택 착공 및 주택 거래 지표가 양호하다. **주택 착공 및 거래가 미국 가구 매출의 선행 지표 중 하나**임을 고려 할 때 단기적으로 **소매 시장에서의 양호한 매트리스 수요가 지누스의 외형 성장을 견인** 할 것이다. 짧아지고 있는 매트리스 교체 주기 또한 1) 가격 경쟁력을 가지고 2) 온라인 매출 비중이 높은 지누스에게 긍정적 요인이다

그림 12. 주택 착공과 신규 주택 거래 추이 및 전망



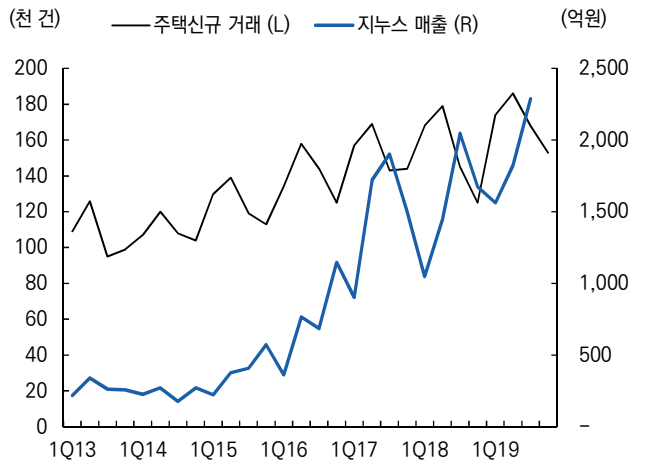
자료: FRED, National Assoncation Realtors, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 미국 주택 착공과 지누스 매출 추이



주: 17년부터 연결 기준임. 주택 착공 후 매매 가능 주택으로 되는 기간을 1년으로 설정
자료: FRED, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 미국 신규 주택 거래와 지누스 매출 추이



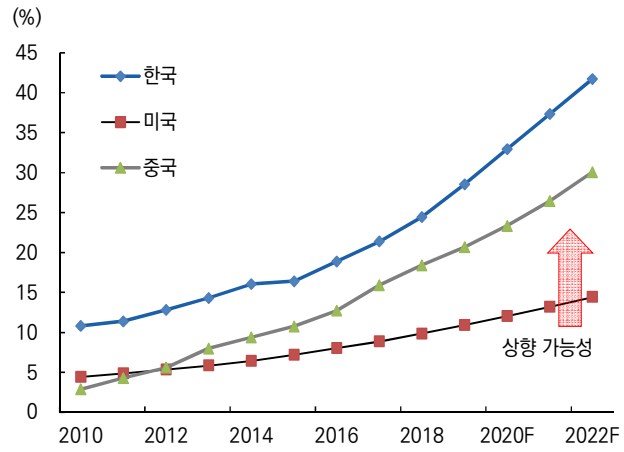
자료: FRED, 미래에셋대우 리서치센터

온라인 매트리스 구매 수요 증가

소매 시장 내 매트리스 수요 증가와 별개로 미국 온라인 침투율 증가에 따라 온라인 매트리스 시장 성장은 견조할 것으로 판단한다. 16년도 12% 수준이었던 가구 카테고리의 온라인 침투율은 21년도 18%까지 높아질 것으로 예상된다. **소매시장 내 지속적인 온라인 침투율 증가는 온라인 매트리스 구매 수요를 높이는 요인** 중 하나다.

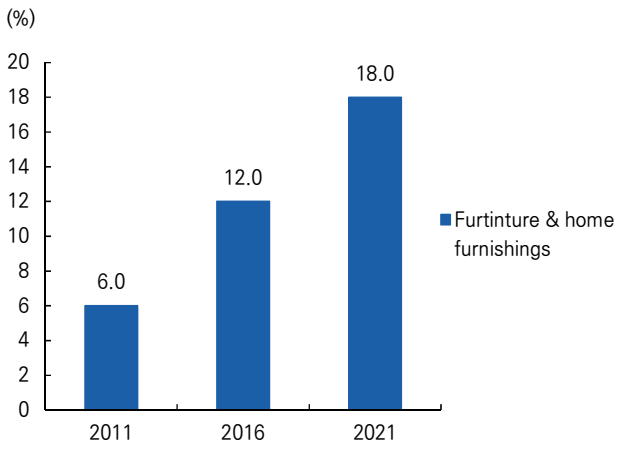
최근 미국 온오프라인 유통사, 특히 지누스의 가장 큰 도매 고객인 아마존과 월마트는 온라인 배송 경쟁력 강화를 통해 차별화를 진행 중이다. 온오프라인 유통사의 배송 경쟁력 강화는 온라인 침투율 증가를 가속화 시키는 요인 중 하나다.

그림 15. 미국 vs 한국 vs 중국 온라인 침투율 추이



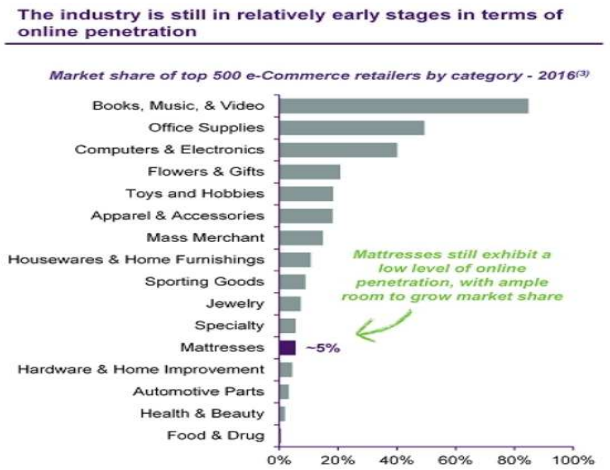
주: 미국/중국 추정치는 당사 정용제 위원 추정치
자료: 각국 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 미국 시장 내 가구 온라인 침투율 추이



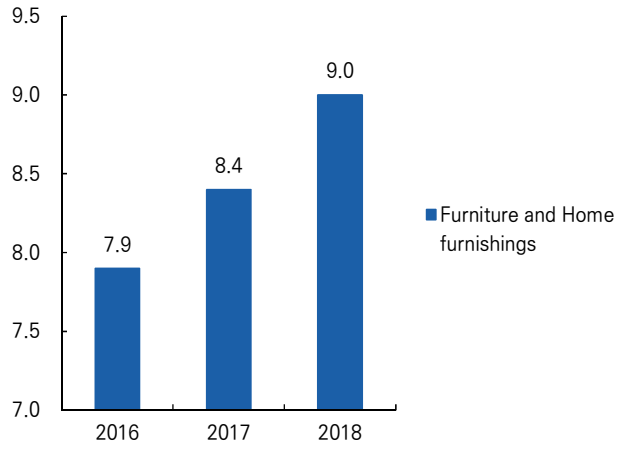
자료: Emarketer, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 매트리스 온라인 침투율 (2016년 자료)



주: 미국 이커머스 기업 500개 대상으로 산정한 값임
자료: Purple Innovation IR 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 아마존 온라인 커머스 매출 중 가구 비중



자료: Emarketer, 미래에셋대우 리서치센터

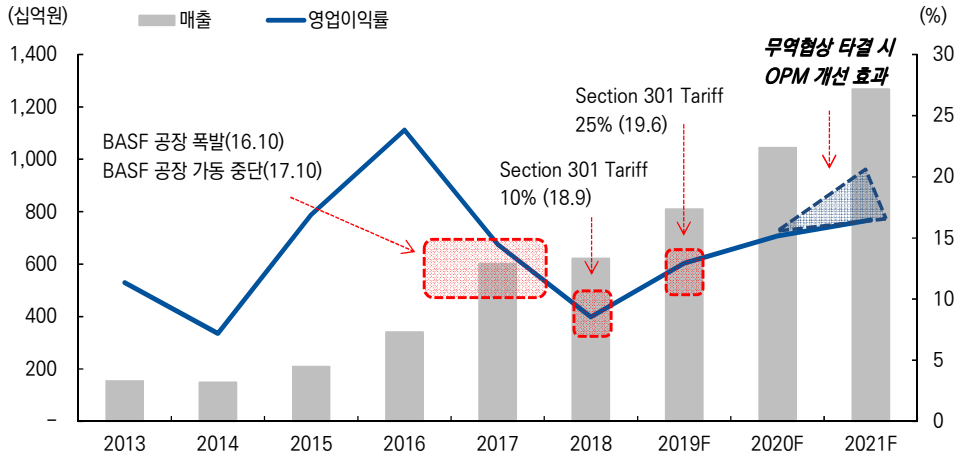
IV. 투자포인트3: 높은 OPM 개선 가능성

OPM 20% 이상도 가능하다.

20년 지누스 OPM은 19년 대비 2.2%p 개선될 것으로 예상한다. 1) 안정화된 TDI 가격과 2) 매출 증대에 따른 영업이익 레버리지 효과 때문이다. 추가 제조 공장 증설이 필요 없는 20년도는 중국 공장 capa를 활용한 매출 증대로 영업이익 레버리지 효과가 기대 가능하다. 20년도 OPM 추정에 1) 안정적인 TDI 가격과(2월 수준 TDI 가격이 유지 및 6개월 이연되어 매출원가에 반영된다고 가정) 2) 영업이익 레버리지 효과를 반영하였다.

또한 중국에 부과되고 있는 **미중 무역전쟁에 따른 관세가 완화 될 경우 추가적인 OPM 개선이 가능**하다. 현재 중국 공장에서 이루어지고 있는 원가 효율화 작업 또한 수익성 개선에 기여하는 요소 중 하나다. 현재 1) 수준의 TDI가격이 안정적으로 유지되고 2) 관세 완화에 따른 원가 개선까지 이루어질 경우 **중장기적으로 OPM 20% 이상도 가능**하다.

그림 19. 지누스 OPM 추이



주: 연결기준
자료: 지누스, 미래에셋대우 리서치센터

TDI 가격 안정화, 20년도 OPM 개선 요인

매출 원가율에 가장 큰 영향을 미치는 TDI 가격이 크게 안정화되어 USD 1,659/ton 수준을 유지하고 있다. 18년 월평균 대비 19년도 월평균 가격은 56% 떨어진 가격에 거래되었다.

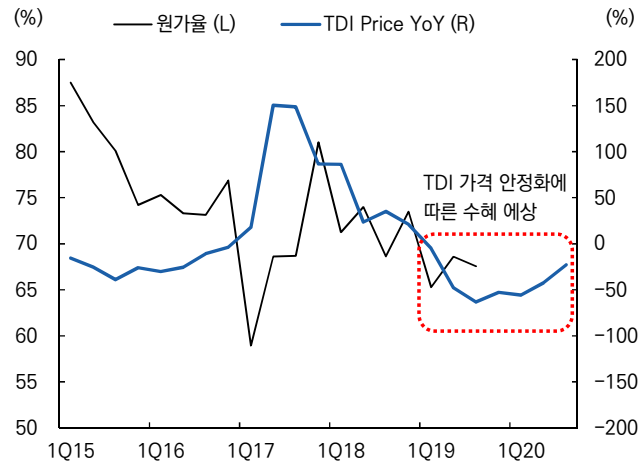
TDI 매입 후 평균적으로 6개월 후 원가로 반영된다고 추정한다. 이에 따라 **19년 하반기에 매입되었던 TDI가 20년도 상반기에 원가로 반영될 것**이며 이는 지누스의 매출 원가 개선에 긍정적 요인이다. 20년도 실적 추정에는 TDI가격이 현 수준을 유지한다고 가정하였으며 이를 통한 원가율 개선은 1%~1.3%p로 추정한다.

표 1. TDI 가격에 따른 원가율 변화 추이 (억원, 원)

	2016	2017	2018	3Q19	2019F	2020F
매출	3,415	6,028	6,218	5,672	8,100	10,449
매출원가	2,101	4,236	4,454	3,815	5,419	6,853
원가율	**61.5**	**70.3**	**71.6**	**67.3**	**66.9**	**65.6**
원가율 변화		8.8	1.4	-4.4	-4.7	-1.3
원가중 TDI/MDI 비중	3.6	11.4	12.6	8.0		
영업이익률	23.8	14.5	8.5	13.1	12.9	15.2
영업이익률 변화		-9.4	-5.9	4.6	4.4	2.2
원자재 평균 매입가격 (원/KG)						
TDI	**3,720**	**4,579**	**3,815**	**2,116**		
MID	2,620	4,100	4,072	3,289		
Polyol	1,883	1,937	1,985	1,866		
Others	3,556	3,355	3,578	4,368		
폼	-	76,744	68,069	-		
스프링	24,848	19,751	19,663	25,229		
프레임	609	656	651	671		
TDI 가격 추이						
TDI 월평균 스팟 가격 ($/톤)	**2,703**	**4,577**	**4,411**	**2,052**	**1,974**	
원화 환산	2,973	5,035	4,852	2,257	2,171	
6개월 래깅 가격 ($/톤)	**1,912**	**3,795**	**5,158**	**3,100**	**2,871**	**1,752**
원화 환산	2,104	4,175	5,674	3,410	3,158	1,927
YoY		**98.5**	**35.9**	**-39.9**	**-44.3**	**-39.0**

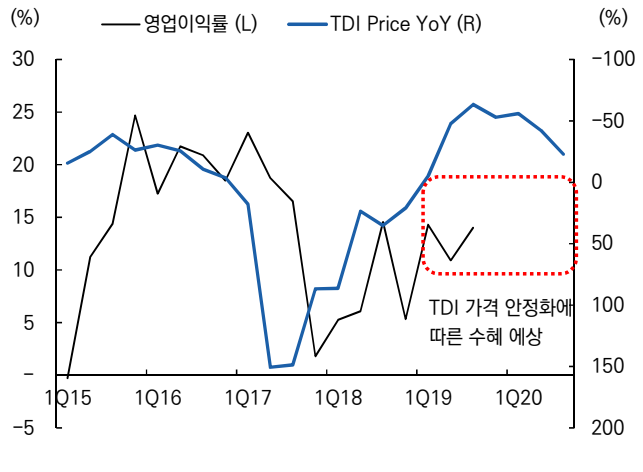
주1: 2019년, 2020년 원가율은 당사 추정임
주2: 20년 TDI 6개월 래깅 가격은 19.7부터 20.2월 기간의 월평균임
주3: TDI 가격 원화 환산 시 1,100원 적용
자료: 지누스 사업보고서, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. TDI 가격과(6개월 이연) 매출원가율 추이



자료: 지누스, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. TDI 가격과(6개월 이연, 역축) 영업이익률 추이

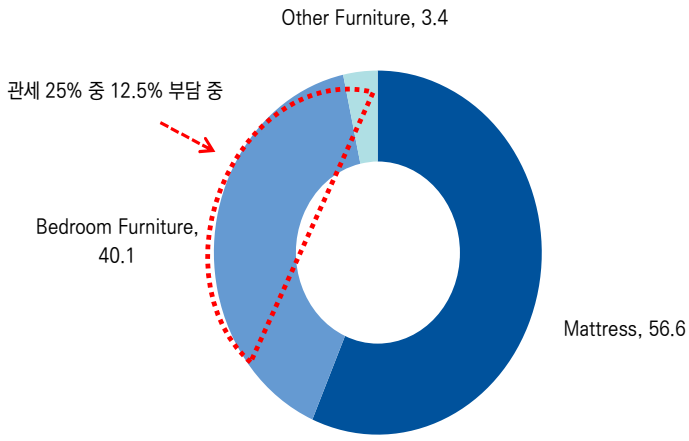


자료: 지누스, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

트럼프 관세 완화, 뜻밖의 선물

미중 무역 갈등에 따라 지누스는 현재 중국에서 제조되어 미국으로 수입되는 가구(매출 중 약 35%)에 대하여 관세(25% 중 12.5%)를 부담하고 있다. (18년 9월 10%, 19년 6월 25% 적용) 21년도 관세 부담이 사라진다고 가정 시 OPM은 21% 수준까지도 달성 가능하다. **미중 무역 갈등에 따른 OPM 감소 효과는 4.4%p-5%p으로 추정**한다.

그림 22. 지누스 카테고리 별 매출 추이



주: 3Q19 기준
자료: 지누스, 미래에셋대우 리서치센터

V. 밸류에이션 및 실적 추정

밸류에이션 및 실적 추정

지누스 투자의견 매수, 목표주가 15만원으로 커버리지 개시한다. 2020년 순이익에 Peer 배수를 적용하였다. 1) 해외 진출 성과가 가시화되어 매출 비중이 높아지고 2) 카테고리 확장이 본격화 될 경우 **Peer 대비 밸류에이션 프리미엄은 충분히 가능**하다.

1) 도매(월마트/아마존) 매출 비중이 높고 2) 제조 공장을 직접 보유하고 있는 지누스의 정확한 Peer는 부재하다. 그러나 1) 미국 시장 내 매출 비중이 높고 2) 판매 제품 카테고리가 동일한 템퍼 실리와 슬립 넘버원을 Peer로 산정, 목표 주가를 산정하였다.

최근 미국 시장 내 자사 채널 매출 비중이 높은 Casper(CSPR)가 뉴욕거래소에 상장하였다. 19.3월 투자 받았던 기업가치 USD 1.1bn(19년 단순 환산 매출 기준, 약 PSR 2.6배)보다 크게 하회한 USD 476mn(19년 단순 환산 매출 기준, 약 PSR 1.1배)에 상장하였다. Casper는 지누스와 달리 1) 보유 공장이 없고 2) 오프라인 매장 확장 및 운영에 따른 고정비 부담이 크다**. 1) 지누스와 비즈니스 모델이 다른고 2) 적자 회사인 Casper의 상장**은 지누스의 밸류에이션을 떨어뜨리는 요인이 아닌 **미국 온라인 매트리스 시장의 높은 성장 가능성에 대한 긍정적 시그널을 주는 요인**이라 판단한다.

밸류에이션

표 2. 밸류에이션 **(십억원, x, %)**

20F 순이익	117	
배수	18	Peer 평균
적정시가총액	2,109	
주수(천주)	14,207	
목표주가	**150,000**	
현재주가	107,500	2.18 기준 기준
상승여력(%)	40	

주: 주식수에는 전환사채 200,000주, 주식매수청구권 871,440주 미포함되어있음
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 지누스 Peer Valuation

이름	티커	시가총액		수익률					P/E(X)		P/B(X)		ROE(%)	
		Local (십억원, mn)	USDmn	1W	1M	3M	YTD	1Y	20F	21F	20F	21F	20F	21F
지누스	013890 KS	1,520	1,278	2.4	6.0	13.1	14.2	-	13.0	9.9	3.9	2.8	36.0	33.4
템퍼실리	TPX US	5,160	5,160	6.1	9.2	12.9	10.2	68.3	17.2	14.3	11.9	12.0	70.9	79.2
슬립넘버	SNBR US	1,585	1,585	4.5	14.8	14.6	13.2	29.4	18.8	16.3	-	-	-90.3	-701.9
퍼플이노베이션	PRPL US	768	768	5.6	29.9	74.8	63.6	151.3	29.1	21.0	-	-	14.1	-

주: 슬립넘버는 2018년 자사주 매입함
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

실적 추정

2020년 지누스 매출 1조 449억원(29% YoY), 영업이익 1,585억원 (51% YoY) 추정한다. 2월(보고르 공장), 8월(카라왕 공장) 가동을 시작한 인도네시아 공장이 안정화됨에 따라 3Q19 발생한 공급 부족의 이슈는 20년도에는 발생하지 않을 것이다. 20년도 1) 캐나다, 일본 등 18~19년 이루어졌던 글로벌 지역 확장 성과 가시화와 2) 미국 내 양호한 매트리스 수요 지속에 따라 견조한 외형 성장이 예상된다.

20년도 OPM은 19년F OPM 수준보다 20년도 15.2%로 2.2%p 개선될 것으로 추정한다. 1) 안정화된 TDI 가격과 2) 매출 증대에 따른 영업이익 레버리지 효과 때문이다. 추가 제조 공장 증설이 필요 없는 20년도는 중국 공장 capa를 활용한 매출 증대로 영업이익 레버리지 효과가 발생한다. (인도네시아 공장 Capa 중국 공장의 1.2배 수준) 또한 향후 무역 협상 타결이 이루어져 중국 내 제작되는 제품의 관세 부담이 사라질 경우 4.4%p~5%p의 OPM개선이 가능하다.

최근, 미국 내 아마존과 월마트 등을 중심으로 온오프라인 유통기업들이 온라인 배송 경쟁력을 강화하고 있다. 유통사의 배송 경쟁력 강화는 소매시장 내 온라인 침투율을 높이는 요인 중 하나다. 향후 예상보다 미국 소매 시장 내 **온라인 침투율이 빠르게 높아질 경우 미국 내 외형 성장은 당사 추정인 27% 이상도 가능할** 것이다. 3Q19 기준 미국 소매시장 내 온라인 침투율은 10.5% 수준이다. (vs 19년 한국 28.4%, 가구 41.0%)

표 4. 지누스 실적 추정 **(십억원, %)**

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F	2021F
매출	**105**	**145**	**205**	**167**	**156**	**182**	**229**	**243**	**189**	**224**	**312**	**320**	**622**	**810**	**1,045**	**1,268**
미국	102	136	198	159	144	171	218	231	173	206	295	300	596	765	973	1,168
캐나다	2	4	5	8	5	4	4	5	7	5	7	7	18	19	27	32
한국	1	2	1	1	3	3	3	4	4	5	5	5	5	13	19	22
기타	0	3	0	-1	3	4	3	3	5	8	6	7	3	14	26	46
매출총이익	30	38	64	44	54	57	74	82	69	74	105	112	176	268	360	433
영업이익	**5**	**9**	**30**	**9**	**22**	**20**	**32**	**31**	**27**	**25**	**51**	**55**	**53**	**105**	**159**	**209**
순이익	3	13	23	5	15	17	25	22	17	21	39	40	44	79	117	154
YoY																
매출	4.9	6.4	44.6	-25.7	49.0	25.9	11.7	45.0	21.2	22.9	36.3	31.7	3	30	29	21
영업이익	-66.9	-40.3	150.2	-79.6	306.4	125.5	7.4	241.5	22.6	28.0	57.8	80.6	-39	97	51	32
순이익	-75.5	-38.6	12.0	-172.7	508.7	33.5	6.4	334.4	9.2	21.1	59.7	84.5	-3	81	48	31

주: 순이익은 지배주주기준
자료: 지누스, 미래에셋대우 리서치센터

VI. 리스크 요인

리스크 요인

지누스의 **리스크 요인**은 **1) 온라인 매트리스 시장 내 경쟁자의 지속적인 등장**과 **2) 미국 내 모기지 금리 상승 등에 따른 주택 거래 급감**, 그리고 **3) TDI 가격 폭등**이다.

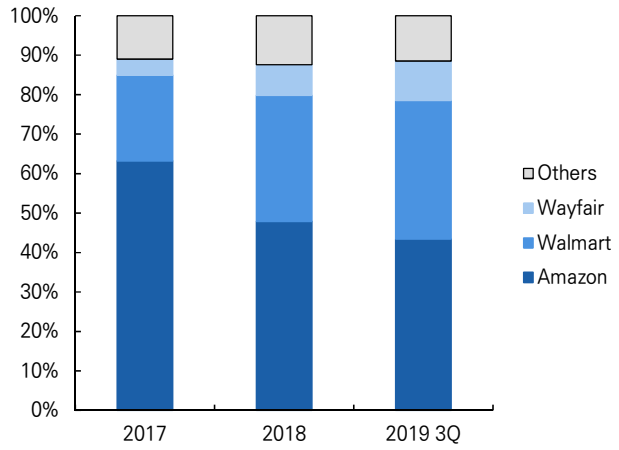
지누스의 경쟁력은 1) 높은 도매 매출 비중에 따른 가격 경쟁력과 2) 다양한 SKU다. 온라인 매트리스 시장 내 경쟁자의 증가는 지누스가 가격 경쟁력을 유지할 경우 충분히 대응 가능하다. 그러나 1) 미국 내 주택 거래 급감에 따른 매트리스 수요 감소 및 2) TDI가격 폭등의 경우는 지누스의 외형 성장 및 영업이익률에 부정적인 영향을 줄 것이다.

경쟁자의 증가

지누스의 경쟁력은 1) 높은 도매 매출 비중에 따른 낮은 마케팅비 부담과 2) 제조 공장 보유에 따른 가격 경쟁력이다. 다양한 SKU또한 온라인 매트리스 판매사 대비 높은 경쟁력이다. **지누스의 경쟁력이 유지될 경우 경쟁자의 증가는 리스크 요인이 아닌 시장 성장 촉진 요인**으로 작용 가능하다.

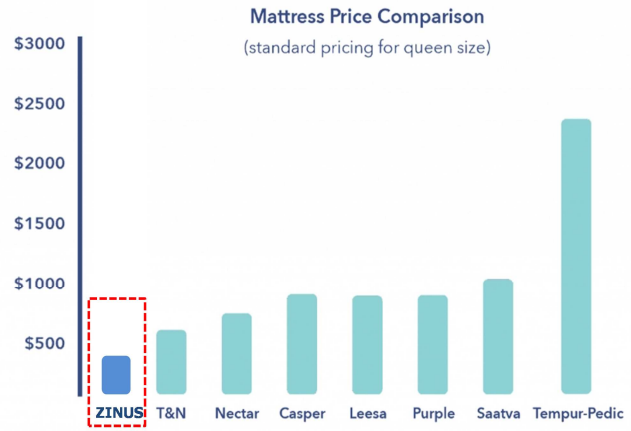
지누스는 Casper(CSPR)나 Purple Innovation(PRPL) 대비 유통 기업이 직매입 하는 도매 매출 비중이 높다. 이에 따른 1) 효율적인 마케팅비 지출과 2) 제조 공장 보유에 따라 타 온라인 매트리스 판매사 대비 높은 가격 경쟁력을 유지할 수 있다. (19년 3Q기준 매출액 대비 지누스 마케팅 관련 비용 3.2% vs Casper 36.5% vs Purple 30.9%) 그러나 향후 **아마존 등 지누스 매트리스 구매처인 유통기업의 PB브랜드 SKU 증가 및 경쟁력 확보 시 이는 지누스에게 큰 위협 요인**이다.

그림 23. 지누스 판매 채널별 매출 비중



자료: 지누스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 미국 내 주요 회사 매트리스 가격 비교

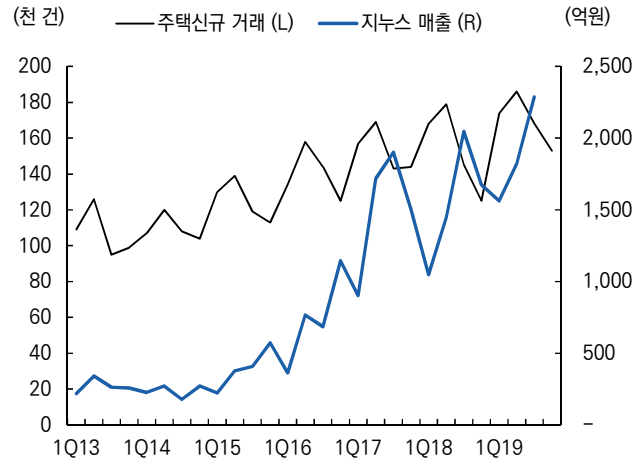


주: 지누스 가격(USD 353.69)은 당사가 추가
자료: Sleepopolis, 미래에셋대우 리서치센터

미국 내 모기지 금리 상승에 따른 주택 거래 급감

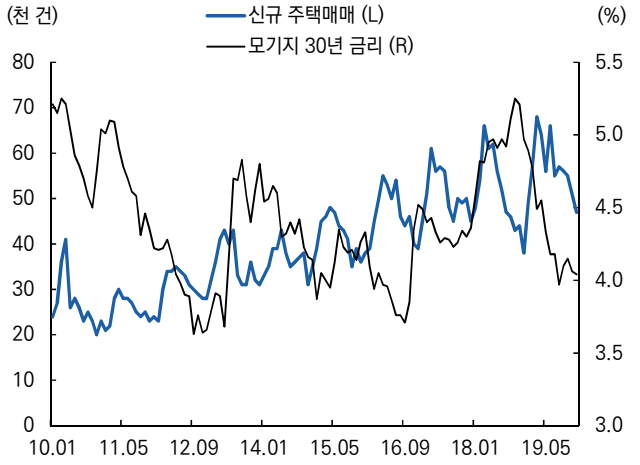
단기적으로 미국 내 증가한 주택 거래는 지누스 매트리스 수요 증가에 긍정적 요인이다. 향후 미국 내 **모기지 금리의 가파른 상승에 따라 주택 거래가 급감**하게 될 경우 이는 단기적으로 **지누스 외형 성장에 부정적 요인**으로 작용할 가능성이 높다.

그림 25. 미국 신규 주택 거래 지누스 매출 추이



자료: FRED, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 미국 신규 주택 거래와 모기지 금리(30년, 역축) 추이

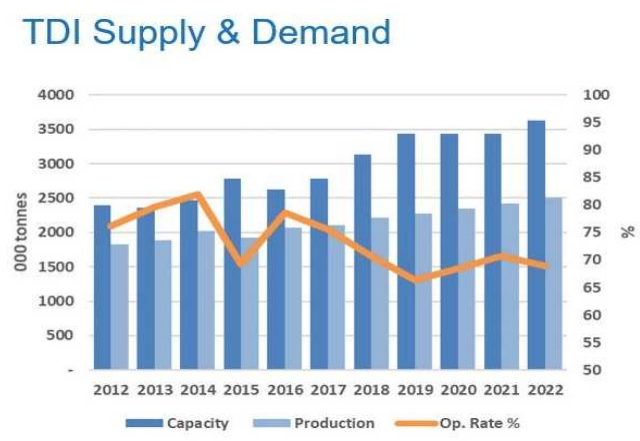


자료: FRED, 미래에셋대우 리서치센터

TDI 가격 폭등

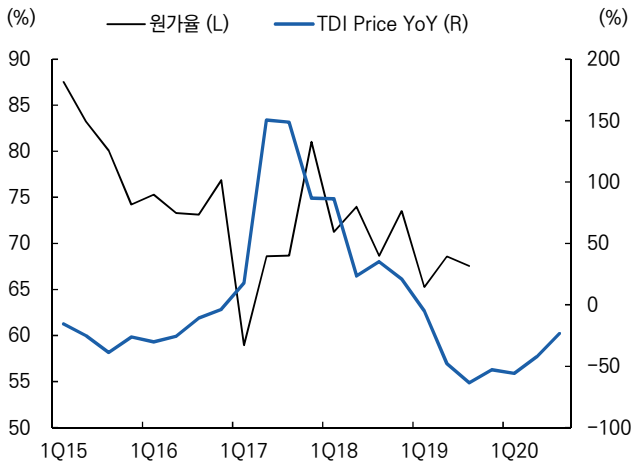
2017년 지누스 원가율 상승을 이끌었던 **TDI 가격이 다시 폭등할 경우 회사의 마진이 크게 하락할 가능성**이 있다. 그러나 2016년 10월 바스프 공장 폭발 이후 TDI 생산 capa증가에 따라 공급이 크게 증가하였기 때문에 1) 폭발적인 수요 증가나 2) 비정상적인 공급 감소 이벤트가 발생하지 않을 경우 TDI 가격은 크게 급등하지 않을 것으로 예상된다. 현재 TDI 가격 (2월 기준) USD 1,659/ton이며 바스프 공장 폭발 전 가격(16.1월~9월 평균)은 USD2,046/ton 수준이었다. 폭발 전 대비 23% 낮은 가격에 거래되고 있다.

그림 27. TDI Supply & Demand forecast



자료: ICIS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. TDI 가격(6개월 이연)과 지누스 원가율 추이



자료: Bloomberg, Datagudie, 미래에셋대우 리서치센터

지누스 (013890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	**622**	**810**	**1,045**	**1,268**
매출원가	**445**	**542**	**685**	**836**
매출총이익	**177**	**268**	**360**	**432**
판매비와관리비	**123**	**163**	**201**	**224**
조정영업이익	**53**	**105**	**159**	**209**
영업이익	**53**	**105**	**159**	**209**
비영업손익	**5**	**-5**	**-3**	**-4**
금융손익	-6	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	58	100	156	205
계속사업법인세비용	15	21	39	51
계속사업이익	44	79	117	154
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**44**	**79**	**117**	**154**
지배주주	44	79	117	154
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**42**	**89**	**117**	**154**
지배주주	42	89	117	154
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	60	108	174	226
FCF	-36	55	41	100
EBITDA 마진율 (%)	9.6	13.3	16.7	17.8
영업이익률 (%)	8.5	13.0	15.2	16.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.1	9.8	11.2	12.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	**364**	**485**	**647**	**854**
현금 및 현금성자산	70	62	96	189
매출채권 및 기타채권	132	191	252	305
재고자산	109	158	208	252
기타유동자산	53	74	91	108
비유동자산	**150**	**228**	**256**	**268**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	93	206	233	244
무형자산	45	6	6	6
자산총계	**515**	**712**	**903**	**1,122**
유동부채	**257**	**351**	**418**	**476**
매입채무 및 기타채무	122	177	233	282
단기금융부채	112	142	142	142
기타유동부채	23	32	43	52
비유동부채	**82**	**94**	**101**	**107**
장기금융부채	67	72	72	72
기타비유동부채	15	22	29	35
부채총계	**339**	**445**	**519**	**583**
지배주주지분	**176**	**267**	**384**	**538**
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	1	1	1	1
이익잉여금	179	258	375	529
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**176**	**267**	**384**	**538**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	**12**	**84**	**84**	**128**
당기순이익	44	79	117	154
비현금수익비용가감	28	-22	55	69
유형자산감가상각비	6	4	15	17
무형자산상각비	1	0	0	0
기타	21	-26	40	52
영업활동으로인한자산및부채의변동	-38	49	-49	-43
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-46	-60	-53
재고자산 감소(증가)	-36	-10	-50	-44
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	19	64	48	43
법인세납부	-20	-16	-39	-51
투자활동으로 인한 현금흐름	**-89**	**-34**	**-50**	**-34**
유형자산처분(취득)	-47	-29	-42	-28
무형자산감소(증가)	-30	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-10	-7	-7	-6
기타투자활동	-2	3	-1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**94**	**-61**	**0**	**0**
장단기금융부채의 증가(감소)	99	35	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-5	-96	0	0
현금의 증가	**18**	**-9**	**34**	**94**
기초현금	52	70	62	96
기말현금	70	62	96	190

예상 주당가치 및 valuation (요약)

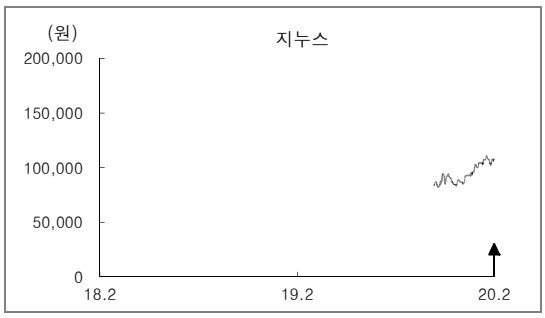
	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	-	4.0	13.0	9.9
P/CF (x)	-	5.6	8.9	6.9
P/B (x)	-	4.9	3.9	2.8
EV/EBITDA (x)	-	13.2	9.2	6.6
EPS (원)	3,503	22,958	8,246	10,833
CFPS (원)	5,782	16,448	12,088	15,660
BPS (원)	14,471	19,083	27,329	38,162
DPS (원)	0	1,250	1,250	1,250
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	1.3	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	3.2	30.2	29.0	21.3
EBITDA증가율 (%)	-34.1	80.0	61.1	29.9
조정영업이익증가율 (%)	-39.1	98.1	51.4	31.4
EPS증가율 (%)	-3.4	555.4	-64.1	31.4
매출채권 회전율 (회)	4.9	5.1	4.8	4.6
재고자산 회전율 (회)	7.1	6.1	5.7	5.5
매입채무 회전율 (회)	4.7	4.2	3.9	3.8
ROA (%)	10.2	12.9	14.5	15.2
ROE (%)	28.3	35.6	36.0	33.4
ROIC (%)	19.0	25.3	27.6	31.2
부채비율 (%)	192.1	166.6	135.0	108.4
유동비율 (%)	142.0	138.0	154.9	179.2
순차입금/자기자본 (%)	45.6	42.8	19.3	-4.5
조정영업이익/금융비용 (x)	9.0	0.0	0.0	0.0

자료: 지누스, 미래에셋대우 리서치센터

지누스
요즘 대세는 지누스

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
지누스(013890)				
2020.02.19	매수	150,000	-	-



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.05%	9.82%	6.13%	0.00%

* 2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.