

믿음을 가질 때

매수
(유지)목표가: 150,000원
상승여력: 44.2%

김명주 myoungjoo.kim@miraeeasset.com

경민정 minjeong_kyeong@miraeeasset.com

다사다난했던 20년

위기가 기회로

- 1) 코로나19에 따른 미국 및 글로벌 물류 이슈 및 2) 반덤핑 불확실성 등에 따라 20년 외형 성장 부진
- 글로벌 물류 대란 이슈는 여전히 존재. 단기적으로 높은 시장 수요 대비 지누스의 매출을 누르는 요인이 될 것
- 물류 대란 이슈는 온라인 침투율이 낮은 미국 내 소비자의 온라인 채널 의존도가 높아지고 있다는 증거 (20년F 한국 33.6% vs 미국 14.1%)
- 지누스 온라인 매출 비중 80% 이상. 단기 잡음 보다 온라인 시장 성장이라는 중장기 트렌드에 주목해야 하는 이유. 21년 소파 등을 시작으로 가구 카테고리 확대 시작

21년은 모든 것이 좋다

우호적 환경 예상

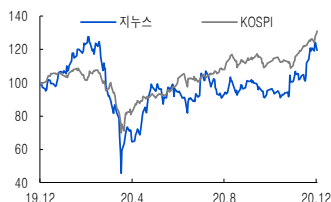
- 미국 상무부 (10/28일) 인도네시아 등 7개 국가 매트리스 제조사에 대한 반덤핑 예비 관세 결정. 지누스 2.6% vs 경쟁사 13~990%
- 미국 매트리스 수입 물량 중 6개 국가(7개 국가에서 인도네시아 제외)의 비중은 60% 이상. 미국 생산 공장까지 이미 확보한 지누스의 상대적 수혜는 분명
- 미국 신규 공장 등을 고려 시 매트리스 생산 Capa 현재 대비 약 50% 수준으로 확대

목표주가 및 투자 의견

목표주가 15만원, 투자 의견 매수 유지

- 21년도 지누스 PER 12.7배 수준. 유통사 평균으로 거래. 미국 내 온라인으로의 소비 이전이 본격화 되기 전인 19년도 보다 낮음
- Non-US 매출 성장률 20년 1~3Q 137%YoY. 3Q20 274%YoY
- 1) 21년도 기타 국가의 고성장과 2) 가구의 카테고리 확장은 밸류에이션을 높이는 요인

Key data



현재주가(20/12/4, 원)	104,000	시가총액(십억원)	1,498
영업이익(20F, 십억원)	126	발행주식수(백만주)	14
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	127	유동주식비율(%)	54.9
EPS 성장률(20F, %)	-1.3	외국인 보유비중(%)	22.7
P/E(20F, x)	18.6	베타(12M) 일간수익률	1.10
MKT P/E(20F, x)	18.7	52주 최저가(원)	39,700
KOSPI	2,731.45	52주 최고가(원)	111,000

Share performance

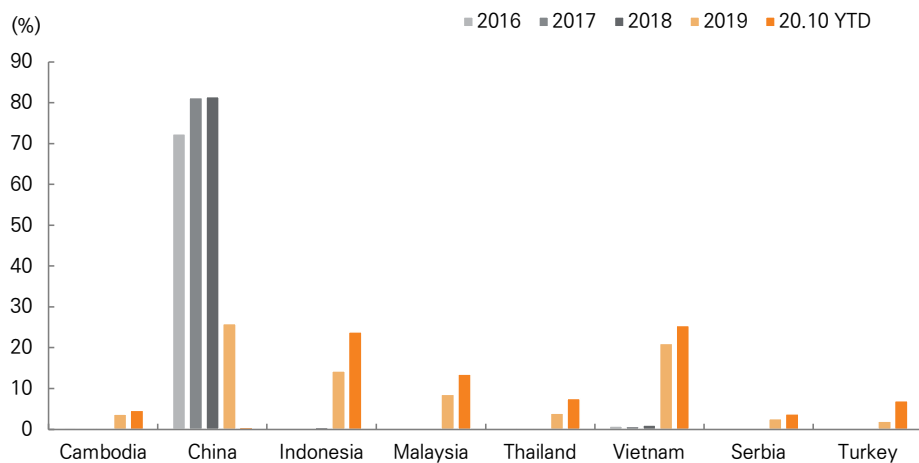
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.4	26.2	21.2
상대주가	-1.3	-0.6	-8.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (십억원)	378	603	622	817	984	1,212
영업이익 (십억원)	80	87	53	104	126	172
영업이익률 (%)	21.2	14.4	8.5	12.7	12.8	14.2
순이익 (십억원)	60	45	44	72	80	118
EPS (원)	4,781	3,627	3,503	5,667	5,593	8,219
ROE (%)	95.7	40.5	28.3	26.3	19.2	23.1
P/E (배)	-	-	-	16.4	18.6	12.7
P/B (배)	-	-	-	3.5	3.2	2.6
배당수익률 (%)	-	-	-	1.3	1.2	1.2

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

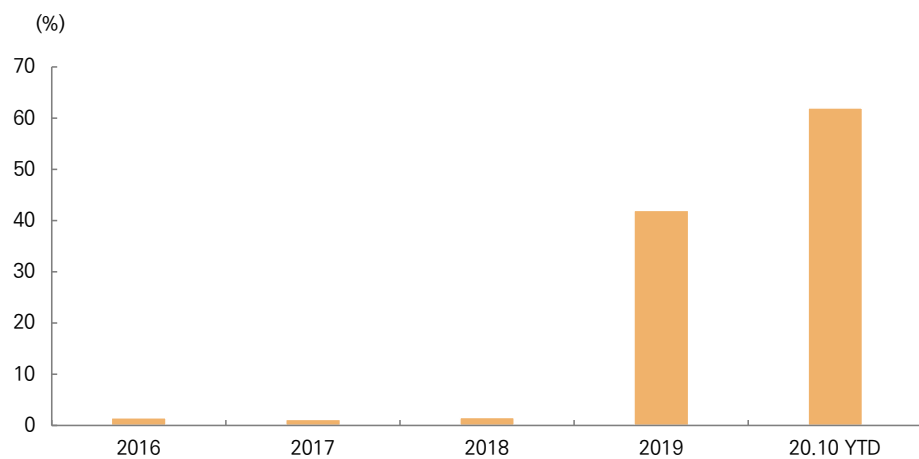
그림 1. 미국 매트리스 수입 물량 중 8개국 비중



주: HS 코드는 940421, 940429

자료: USA Trade, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 미국 매트리스 수입 물량 중 6개국 비중



주1: HS 코드는 940421, 940429

주2: 6개국은 7개국에서 인도네시아를 제외한 나라

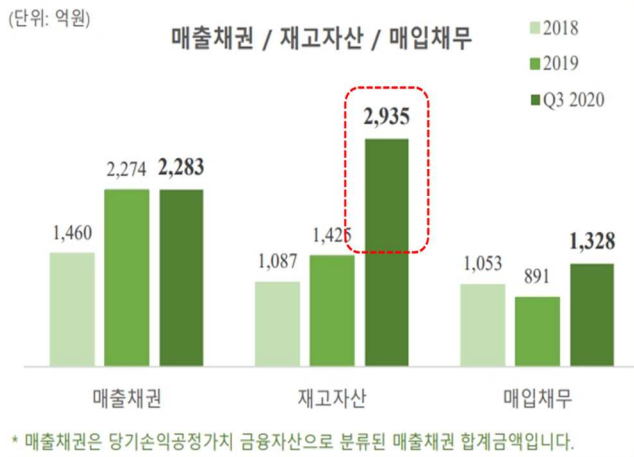
자료: USA Trade, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 국가별 매트리스 반덤핑 예비판정 덤핑률

국가	수출업체/제조업체	덤핑률
캄보디아	Best Mattresses International Company Limited/	252.74%
	Rose Lion Furniture International	
	그 외 다른 수출업체 및 제조업체	252.74%
인도네시아	PT Zinus Global Indonesia	2.61%
	그 외 다른 수출업체 및 제조업체	2.61%
말레이시아	Delandis Furniture (M) Sdn. Bhd.	42.92%
	Far East Foam Industries Sdn. Bhd.	42.92%
	Vision Foam Ind. Sdn. Bhd	42.92%
	그 외 다른 수출업체 및 제조업체	42.92%
세르비아	Healthcare Europe DOO Ruma	13.65%
	그 외 다른 수출업체 및 제조업체	13.65%
태국	Nicso (Thailand) Co., Ltd.	763.28%
	Saffron Living Co.	763.28%
	그 외 다른 수출업체 및 제조업체	572.56%
터키	BRN Yatak Baza Ev Tekstili Insaat Sanayi Ticaret A.S.	20.03%
	그 외 다른 수출업체 및 제조업체	20.03%
베트남	Wanek Furniture Co., Ltd./ Millennium Furniture Co., Ltd./	190.79%
	Comfort Bedding Company Limited	
	Vietnam Glory Home Furnishings Co., Ltd.	989.90%
	Separate Rate	190.79%
	Vietnam-Wide Entity	989.90%

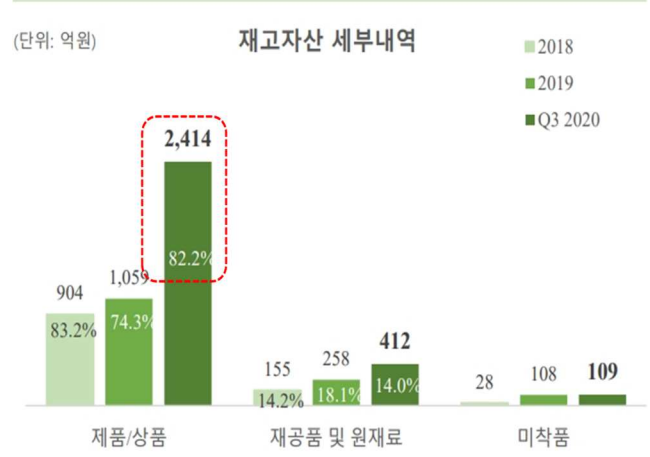
자료: 미국 ITA, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 지누스 재고자산 현황



자료: 지누스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 지누스 재고자산 세부내역



자료: 지누스, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 지누스 실적 추정

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
매출	105	145	205	167	156	182	229	250	184	224	272	304	622	817	984	1,212
미국	102	136	198	159	144	171	218	233	173	196	232	268	596	766	869	1,034
캐나다	2	4	5	8	5	4	4	9	3	12	18	15	18	23	47	65
한국	1	2	1	1	3	3	3	4	5	2	4	4	5	13	15	18
기타	0	3	0	-1	3	4	3	4	4	15	18	16	3	15	53	95
매출총이익	30	38	64	44	54	57	74	74	60	72	92	103	176	260	327	397
영업이익	5	9	30	9	22	20	32	29	23	29	35	39	53	104	126	172
순이익	3	13	23	5	15	17	25	15	17	18	20	25	44	72	80	118
YoY																
매출	4.9	6.4	44.6	-25.7	49.0	25.9	11.7	49.2	18.0	23.1	18.8	21.5	3.2	31.4	20.4	23.2
영업이익	-66.9	-40.3	150.2	-79.6	306.4	125.5	7.4	229.6	4.1	44.6	7.7	32.3	-39.1	95.7	21.0	36.6
순이익	-75.5	-38.6	12.0	-172.7	508.7	33.5	6.4	202.6	10.7	6.4	-19.2	67.6	-3.4	66.1	10.7	47.7

주: 순이익은 지배주주기준

자료: 지누스, 미래에셋대우 리서치센터

지누스 (013890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	622	817	984	1,212
매출원가	445	557	657	815
매출총이익	177	260	327	397
판매비와관리비	123	156	201	225
조정영업이익	53	104	126	172
영업이익	53	104	126	172
비영업손익	5	-12	-16	-14
금융손익	-6	-12	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	58	92	110	158
계속사업법인세비용	15	20	29	39
계속사업이익	44	72	80	118
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	44	72	80	118
지배주주	44	72	80	118
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	42	76	91	118
지배주주	42	76	91	118
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	60	123	134	189
FCF	-36	-67	85	74
EBITDA 마진율 (%)	9.6	15.1	13.6	15.6
영업이익률 (%)	8.5	12.7	12.8	14.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.1	8.8	8.1	9.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
유동자산	364	531	598	714
현금 및 현금성자산	70	89	83	135
매출채권 및 기타채권	132	209	253	285
재고자산	109	143	173	195
기타유동자산	53	90	89	99
비유동자산	150	224	256	267
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	93	206	229	240
무형자산	45	6	6	6
자산총계	515	755	854	981
유동부채	257	307	318	343
매입채무 및 기타채무	122	122	148	166
단기금융부채	112	158	137	138
기타유동부채	23	27	33	39
비유동부채	82	74	75	76
장기금융부채	67	64	63	63
기타비유동부채	15	10	12	13
부채총계	339	381	393	419
지배주주지분	176	374	461	563
자본금	6	7	7	7
자본잉여금	1	121	131	131
이익잉여금	179	250	322	424
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	176	374	461	563

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
영업활동으로 인한 현금흐름	12	-22	122	102
당기순이익	44	72	80	118
비현금수익비용가감	28	55	70	57
유형자산감가상각비	6	18	8	17
무형자산상각비	1	2	0	0
기타	21	35	62	40
영업활동으로인한자산및부채의변동	-38	-130	7	-34
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-71	-88	-31
재고자산 감소(증가)	-36	-30	47	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	19	-6	11	14
법인세납부	-20	-12	-32	-39
투자활동으로 인한 현금흐름	-89	-72	-41	-34
유형자산처분(취득)	-47	-45	-37	-28
무형자산감소(증가)	-30	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-10	-25	-9	-6
기타투자활동	-2	-1	5	0
재무활동으로 인한 현금흐름	94	112	-89	-15
장단기금융부채의 증가(감소)	99	43	-24	1
자본의 증가(감소)	0	121	10	0
배당금의 지급	0	0	-10	-17
기타재무활동	-5	-52	-65	1
현금의 증가	18	19	-6	52
기초현금	52	70	89	83
기말현금	70	89	83	135

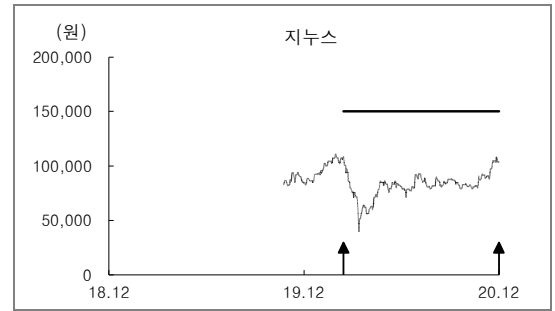
자료: 지누스, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2018	2019	2020F	2021F
P/E (x)	-	16.4	18.6	12.7
P/CF (x)	-	9.3	9.9	8.6
P/B (x)	-	3.5	3.2	2.6
EV/EBITDA (x)	-	11.5	11.7	8.0
EPS (원)	3,503	5,667	5,593	8,219
CFPS (원)	5,782	9,962	10,457	12,155
BPS (원)	14,471	26,610	32,953	39,996
DPS (원)	0	1,250	1,250	1,250
배당성향 (%)	0.0	13.9	21.1	14.3
배당수익률 (%)	-	1.3	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	3.2	31.4	20.4	23.2
EBITDA증가율 (%)	-34.1	105.0	8.9	41.0
조정영업이익증가율 (%)	-39.1	96.2	21.2	36.5
EPS증가율 (%)	-3.4	61.8	-1.3	47.0
매출채권 회전을 (회)	4.9	4.8	4.3	4.5
재고자산 회전을 (회)	7.1	6.5	6.2	6.6
매입채무 회전을 (회)	4.7	5.7	6.7	7.1
ROA (%)	10.2	11.4	10.0	12.9
ROE (%)	28.3	26.3	19.2	23.1
ROIC (%)	19.0	23.1	17.2	23.8
부채비율 (%)	192.1	101.8	85.3	74.4
유동비율 (%)	142.0	172.8	187.8	208.4
순차입금/자기자본 (%)	45.6	24.9	14.3	1.7
조정영업이익/금융비용 (x)	9.0	8.1	0.0	0.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

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



* 과리율 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
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
73.62%	14.11%	11.04%	1.23%

* 2020년 9월 30일 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.