COMPANY
UPDATE

2026. 2. 24

금융/소비재팀

이혜인 Analyst
hyeining.lee@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

# 감성코퍼레이션 (036620)

## 차별화된 성장과 주주환원의 콜라보

- 감성코퍼레이션은 '26년 매출액 3,106억원(+24% y-y), 영업이익 601억원(+36%) 기록하며, 의류 산업 내 차별화된 성장지속 기대
- 동사는 (1) 국내 아웃도어 시장 내 스노우피크 브랜드의 차별화된 성장세 지속과, (2) 중국 진출 확대에 따른 전사 실적 개선 기여도 확대를 기대.
- BUY 투자 의견과 목표주가 8,000원(Target PER 15배)으로 커버리지 개시

**26년에도 두 자릿수 성장 지속 전망:** 동사는 26년 매출액 3,106억원 (+24% y-y), 영업이익 601억원(+36% y-y. OPM 19%)를 기록하며, 두 자릿수 성장세를 지속할 수 있을 것으로 전망한다.

**투자포인트1. 국내 아웃도어 시장 내 차별화된 성장 지속:** 동사의 스노우피크 국내 실적은 26년 매출액 2,644억원(+12% y-y)로 전망하며, 특히 스노우피크 브랜드는 다른 기성 아웃도어 대비 역사가 짧은 만큼, 여전히 신규 아웃도어 브랜드에 대한 소비자들의 높은 관심도가 실적 성장에 기여할 것으로 기대된다.

**투자포인트 2. 중국, 드디어 실적 가시화 국면:** '26년 스노우피크의 중국 출점이 시작된다. 동사는 올해 중국 내 스노우피크 매장을 37개까지 확대할 예정으로, 이에 따라 '26년 수출 매출액 400억원(전체 대비 13%, 25E 80억원)을 기록할 것으로 전망한다.

**투자포인트 3. 과감한 주주환원 정책에 따른 밸류에이션 리레이팅까지:** 동사가 패션 업종 내에서 적극적인 주주환원 정책을 시행하고 있다는 점에도 초점이 필요하다. 동사는 '25~27년 순이익 50% 이상을 주주환원에 사용할 계획이며, 특히 '26년은 자사주 매입이 아닌 배당으로 주주환원 예정이다. ('26년 배당성향 약 36%)

**BUY 투자 의견과 목표주가 8,000원으로 커버리지 개시:** 목표주가 8,000원 (Target PER 15배), BUY 투자의견으로 커버리지 개시한다. 목표 PER 15배는 국내 패션 브랜드사가 해외 확장을 통해 높은 멀티플을 받았던 시기의 평균 배수를 적용했다. (F&F: '21~22년 MLB 중국 진출, 미스토홀딩스: '18~19년 미국 확장, 당시 PER 14~17배).

### SUMMARY FINANCIAL DATA

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 (십억원) | 220 | 251 | 311 | 376 |
| 영업이익 (십억원) | 36 | 44 | 60 | 77 |
| 순이익 (십억원) | 29 | 35 | 48 | 62 |
| EPS (adj) (원) | 322 | 384 | 532 | 690 |
| EPS (adj) growth (%) | 20.0 | 19.2 | 38.8 | 29.6 |
| EBITDA margin (%) | 19.0 | 20.0 | 21.0 | 21.7 |
| ROE (%) | 30.7 | 28.6 | 32.3 | 34.0 |
| P/E (adj) (배) | 9.6 | 15.0 | 12.4 | 9.5 |
| P/B (배) | 2.5 | 3.9 | 3.6 | 2.9 |
| EV/EBITDA (배) | 6.3 | 9.8 | 8.5 | 6.6 |
| Dividend yield (%) | 0.0 | 0.0 | 3.0 | 4.0 |

자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권 추정

▶ 종목 정보

BUY

| | | |
|---|---|---|
| 목표주가 | 8,000원 | 21.6% |
| 현재주가 | 6,580원 | |
| 시가총액 | 5,955.1억원 | |
| 주식수 (유동주식 비중) | 90,503,771주 (69.9%) | |
| 52주 최저/최고 | 3,385원/7,370원 | |
| 60일-평균거래대금 | 55.9억원 | |

▶ 수익률

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 감성코퍼레이션 (%) | 15.8 | 17.7 | 88.3 |
| Kosdaq 지수 대비 (%pts) | -0.0 | -20.0 | 26.6 |

▶ 주요 전망치 변화

| (원) | 신규 | 기존 | 증감 |
|---|---|---|---|
| 투자의견 | BUY | | |
| 목표주가 | 8,000 | | |
| 2025E EPS | 384 | | |
| 2026E EPS | 532 | | |

▶ 컨센서스

| | |
|---|---|
| 커버 증권사 수 | 1 |
| 목표주가 | 7,700 |
| 추천 점수 | 4.0 |

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

삼성증권

# 기업개요

## 캠핑 브랜드, 스노우피크의 의류 사업 전개

감성코퍼레이션은 1994년 7월 '버추얼텍'으로 설립되어 소프트웨어 개발 사업을 영위했으며, 2000년 코스닥 시장에 상장했다. 이후 2019년 보조배터리 및 충전 케이블 등 휴대폰 주변기기 사업을 영위하는 '비바워크'를 인수하며 사업 영역을 확장했다.

또한 같은 해 일본 프리미엄 캠핑 브랜드 '스노우피크(Snow Peak)'와 의류 제품 개발 및 판매에 대한 라이선스 계약을 체결하며 의류 사업에 본격 진출했다. (*스노우피크는 1958년 일본에서 설립된 프리미엄 아웃도어 브랜드로, 등산·낚시·캠핑 용품을 중심으로 높은 브랜드 인지도와 고가 전략을 특징으로 함.)

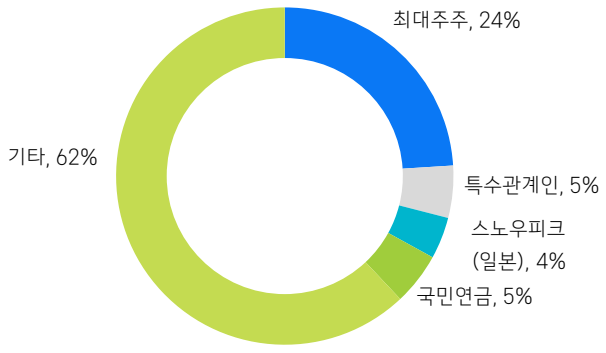
현재 동사는 ① 국내 및 중화권을 중심으로 한 스노우피크 의류 사업('25년 반기 기준 매출 비중 95%)과 ② 휴대폰 주변기기 판매 사업(매출 비중 5%)을 영위하고 있다. '25년 3분기 기준 최대주주이자 대표이사인 김호선이 지분 24%를 보유하고 있으며, 스노우피크 일본 법인과 국민연금이 각각 4%, 5%의 지분을 보유하고 있다.

**감성코퍼레이션: 주요 연혁**

| 연도 | 월 | 개요 |
|---|---|---|
| 1994 | 9 | 회사설립 |
| 2000 | 1 | 코스닥 상장 |
| | 8 | 모바일주변기기 ㈜ 비바워크 합병 |
| | 10 | 스노우피크 라이선스 계약 |
| 2020 | 2 | 스노우피크 어패럴 런칭 |
| 2021 | 6 | '감성코퍼레이션'으로 사명 변경 |
| 2023 | 5 | Snowpeak Taiwan 첫 수출 |
| | 12 | 중국 타이구리 상해매장 오픈 |
| 2024 | 9 | Snowpeak Inc.(일본) 첫 수출 |
| 2025 | 2 | 스노우피크 라이선스 5년 연장 계약 체결 완료. (동남아국가 및 인도 추가) |
| | 7 | 25년 자사주 총 133억 취득 및 소각완료 |
| | 8 | 신규 메인모델, '뷔'로 교체 |
| | 9 | 25년 자사주 총 150억 취득완료 |

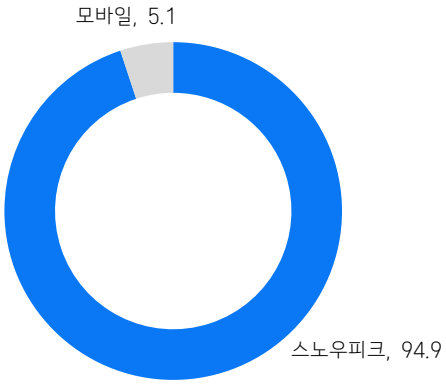
자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권

**감성코퍼레이션: 주주현황**



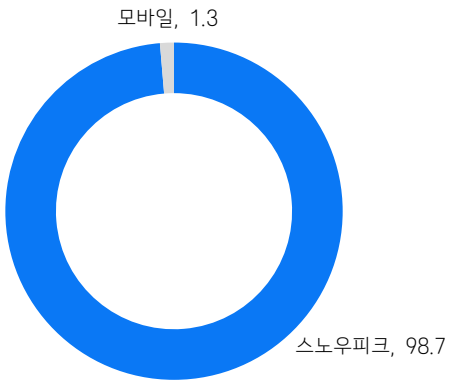

참고: 2025년 3분기 기준
자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권

### 전체 매출액 대비 사업부별 비중



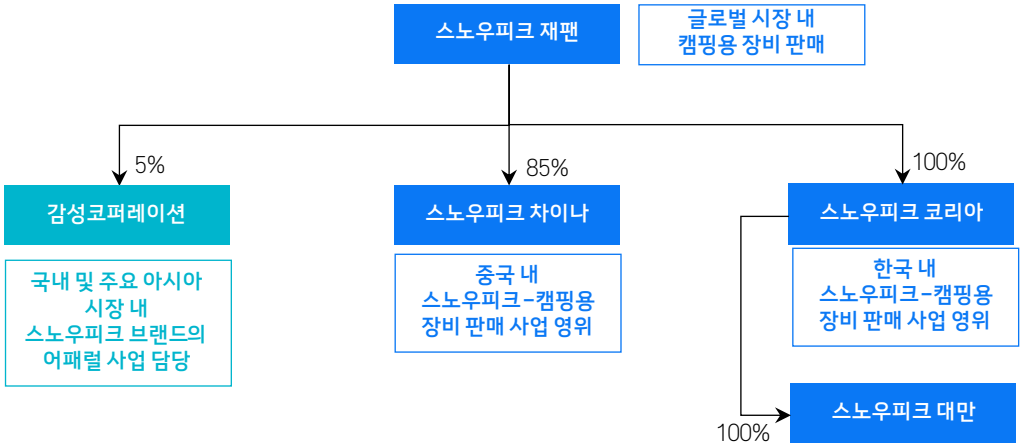

참고: 2024년 기준
자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권

### 전체 영업이익 대대 사업부별 영업이익 비중




참고: 2024년 기준
자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권

### 스노우피크 재팬과 감성코퍼레이션 사업 구조




자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권 정리

## 동사 핵심 경쟁력

동사의 핵심 경쟁력을 김호선 대표의 텐트 ODM 사업 운영 경험을 기반으로 한 (1) 차별화된 라이선싱 소싱 능력과, (2) 아웃도어 산업의 이해도에 있다.

### (1) 차별화된 라이선싱 소싱 능력 – 스노우피크 확보

동사는 2019년 스노우피크 일본 본사와 국내 의류 라이선스 계약을 체결하며 프리미엄 아웃도어 시장에 진입했다. 그 배경에는 김호선 대표의 기존 산업 네트워크가 자리한다. 김 대표는 2008~2011년 텐트 ODM 기업인 라이브플렉스(현 ES큐브) 대표로 재직하며 글로벌 아웃도어 브랜드 대상 제조 사업을 영위했으며, 이 과정에서 일본 스노우피크 본사와 직접적인 사업 관계를 구축했다.

특히 '19년 이전에도 복수의 기업이 스노우피크 국내 판권 확보를 추진했던 것으로 파악되나, 결국 동사가 최종적으로 라이선스를 확보할 수 있었던 것은 단순 유통 역량이 아닌 산업 이해도와 신뢰 기반 네트워크에 기인한 것으로 판단된다.

### (2) 텐트 ODM 기반의 아웃도어 산업 이해도

김 대표는 텐트 ODM 사업을 통해 소재 특성, 기능 설계, 시즌 수요 변동 등 아웃도어 산업의 구조적 특성을 체득했다. 이러한 경험은 브랜드 사업 전환 이후에도 제품 기획과 시장 대응 전략에 직접적으로 반영되며, 브랜드 런칭 초기부터 높은 성장세를 이끌 수 있었던 요인으로 작용한 것으로 판단된다.

특히 코로나 이후 캠핑·차박 수요가 확대되는 국면에서, 동사는 스노우피크의 글로벌 감성을 의류 카테고리의 확장에 성공했다. 이는 단순 수입, 유통이 아니라, 제조 기반에서 축적된 산업 이해도를 바탕으로 브랜드 정체성을 제품·유통·마케팅 전반에 일관되게 구현한 결과로 평가된다.

**ES큐브(텐트 ODM) 고객사**

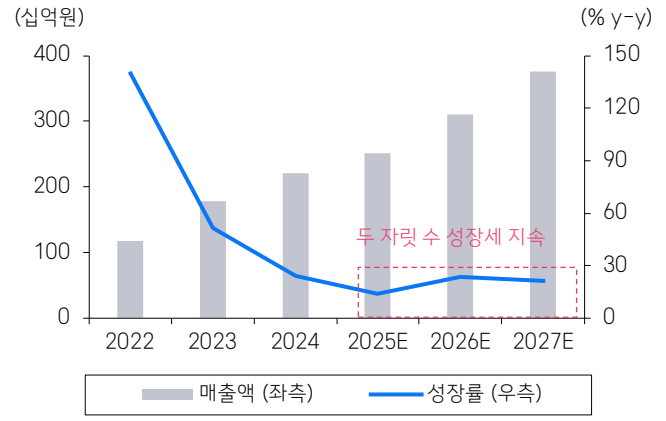
자료: ES큐브, 삼성증권 정리

### 제로 베이스에 더해지는 중국 진출 모멘텀

한편 동사는 '26년 매출액 3,106억원 (+24% y-y), 영업이익 601억원(+36% y-y. OPM 19%)를 기록하며, 두 자릿수 성장세를 지속할 수 있을 것으로 전망한다. 그 중 의류 사업(스노우피크)이 매출액 3,038억원(+25%), 영업이익 598억원(+20%, OPM 19%)를 기록하며, 전사 실적 개선에 기여할 것으로 기대한다.

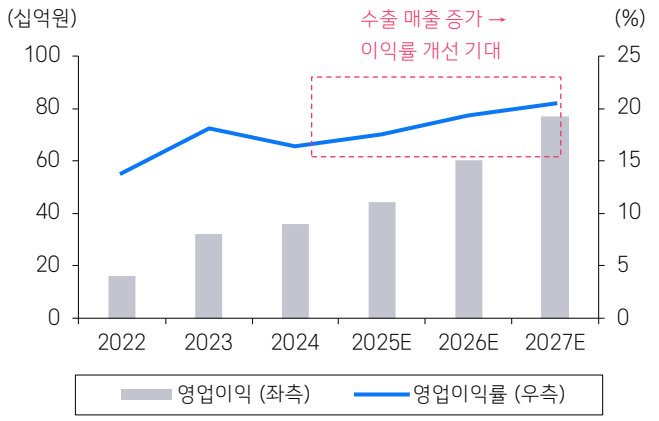
성장의 주요 요인은 (1) 국내 아웃도어 시장 내 스노우피크 브랜드가 차별화된 성장세를 이어가고, (2) 중국 내 스노우피크 매장 출점 확대가 전사 실적 성장을 견인할 예정이다. 이외 추가적으로 (3) 현재 동사는 과감한 주주환원 정책 시행 중 ('27년까지 전년도 이익의 50% 주주환원 계획)인 만큼, 밸류레이션 리레이팅까지 기대 가능하다는 판단이다.

**감성코퍼레이션: 매출액 및 성장률 추이**



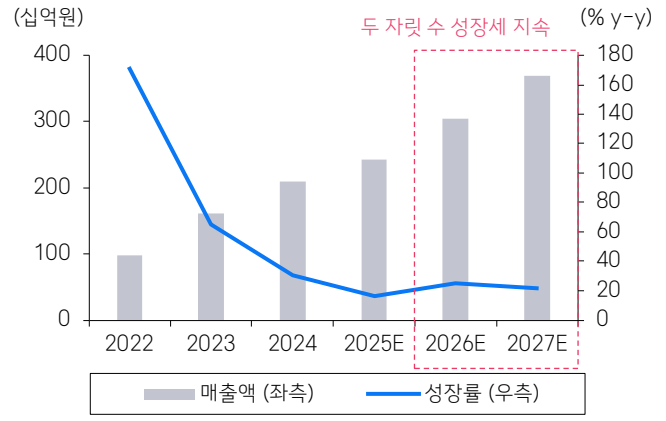

자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권 추정

**감성코퍼레이션: 영업이익 및 영업이익률 추이**



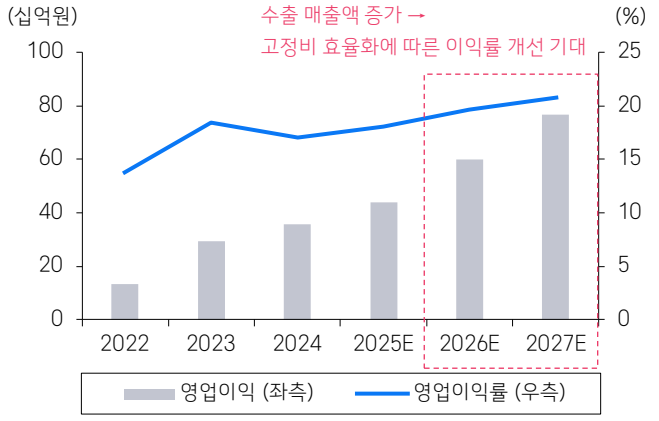

자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권 추정

**스노우피크: 매출액 및 성장률**



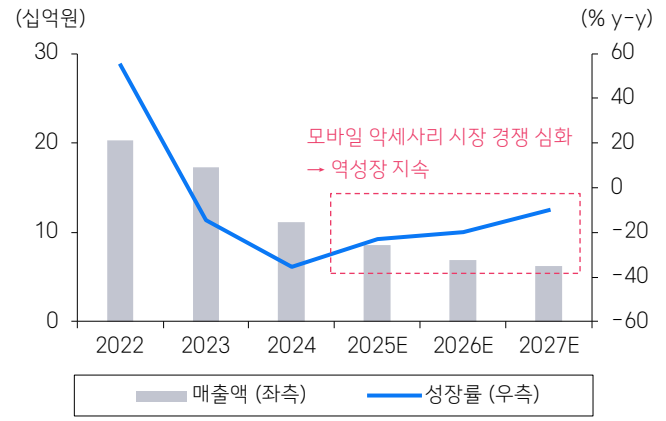

자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권 추정

**스노우피크: 영업이익 및 영업이익률**



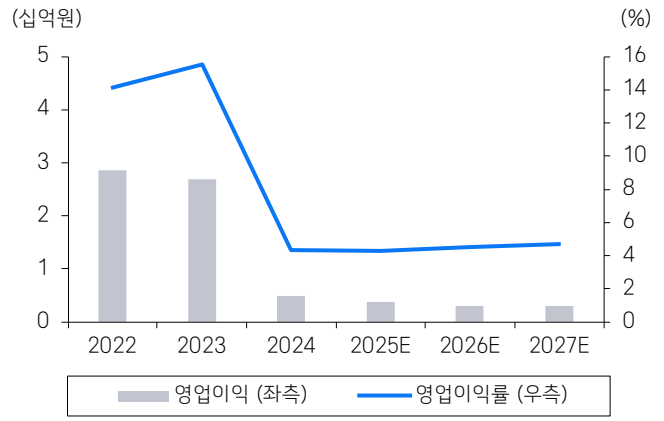

자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권 추정

### 모바일 사업부: 매출액 및 성장률




자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권 추정

### 모바일 사업부: 영업이익 및 영업이익률




자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권 추정

### 감성코퍼레이션: 실적 추이

| (KRWb) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Sales** | **37** | **50** | **43** | **90** | **47** | **54** | **46** | **105** | **54** | **61** | **72** | **124** | **220** | **251** | **311** | **376** |
| Apparel | 34 | 47 | 40 | 88 | 45 | 52 | 44 | 103 | 52 | 59 | 70 | 123 | 20 | 243 | 304 | 370 |
| Domestic | 34 | 47 | 39 | 88 | 43 | 52 | 38 | 102 | 49 | 58 | 45 | 113 | 209 | 235 | 264 | 291 |
| Export | 0.2 | 0.1 | 1.0 | 0.2 | 1.8 | 0.2 | 5.4 | 0.6 | 3.0 | 1.4 | 25.1 | 9.8 | 1.6 | 8.1 | 39.4 | 78.8 |
| Mobile | 2.9 | 2.8 | 2.9 | 2.5 | 2.1 | 1.9 | 2.5 | 2.1 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 11.2 | 8.6 | 6.9 | 6.2 |
| **영업이익** | **5** | **10** | **5** | **16** | **7** | **9** | **6** | **22** | **9** | **11** | **14** | **27** | **36** | **44** | **60** | **77** |
| Apparel | 4.4 | 10.1 | 4.8 | 16.3 | 6.8 | 8.7 | 5.9 | 22.3 | 8.5 | 10.8 | 13.8 | 26.6 | 35.6 | 43.8 | 59.8 | 76.7 |
| Mobile | 0.2 | -0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| **(% to Sales)** | | | | | | | | | | | | | | | | |
| **OPM** | **12.4** | **20.0** | **11.7** | **18.1** | **14.7** | **16.3** | **13.5** | **21.2** | **15.8** | **17.9** | **19.6** | **21.4** | **16.4** | **17.6** | **19.3** | **20.5** |
| Apparel | 12.8 | 21.4 | 12.0 | 18.6 | 15.3 | 16.8 | 13.6 | 21.7 | 16.3 | 18.3 | 19.7 | 21.7 | 17.0 | 18.0 | 19.7 | 20.7 |
| Mobile | 7.7 | (2.1) | 8.1 | 3.1 | 0.4 | 3.3 | 11.7 | 0.4 | 0.4 | 3.1 | 14.0 | 0.5 | 4.3 | 4.3 | 4.5 | 4.7 |
| **(% y-y)** | | | | | | | | | | | | | | | | |
| **Sales** | **19.5** | **25.0** | **20.8** | **26.6** | **25.5** | **7.1** | **6.6** | **16.7** | **14.8** | **13.8** | **56.2** | **18.2** | **23.9** | **14.1** | **23.6** | **21.1** |
| Apparel | 32.1 | 32.4 | 26.2 | 30.5 | 30.3 | 9.4 | 8.2 | 17.7 | 16.4 | 14.7 | 61.1 | 19.0 | 30.3 | 16.0 | 25.1 | 21.8 |
| Domestic | 31.5 | 31.3 | 22.8 | 31.8 | 26.5 | 9.4 | (2.1) | 16.0 | 14.4 | 11.8 | 16.9 | 10.1 | 29.9 | 12.8 | 12.4 | 10.1 |
| Export | 255.4 | 176.1 | 808.8 | 220.3 | 691.0 | 68.5 | 427.3 | 214.4 | 62.2 | 574.3 | 363.6 | 1427.2 | 452.1 | 409.5 | 385.8 | 100.1 |
| Mobile | (43.2) | (35.6) | (24.1) | (36.4) | (29.3) | (31.1) | (15.4) | (15.4) | (17.5) | (11.5) | (30.0) | (18.7) | (35.5) | (23.0) | (20.0) | (10.0) |
| **영업이익** | **3.3** | **29.8** | **(2.7)** | **10.1** | **48.2** | **(12.9)** | **22.7** | **36.6** | **23.9** | **24.7** | **126.7** | **19.3** | **11.8** | **22.4** | **36.2** | **28.2** |
| Apparel | 23.3 | 42.2 | 5.0 | 13.8 | 55.6 | (14.0) | 22.7 | 37.2 | 23.9 | 25.0 | 133.6 | 19.3 | 20.4 | 23.0 | 36.6 | 28.4 |
| Mobile | (75.0) | nm | (61.0) | (86.0) | (96.0) | nm | 22.9 | (87.8) | (16.3) | (16.3) | (16.3) | (16.3) | (82.2) | (23.0) | (16.3) | (6.0) |

자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권 추정

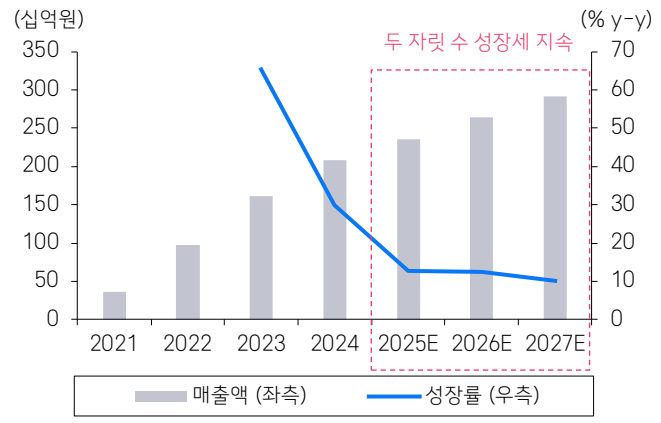
# 투자 포인트 1. 국내 아웃도어 시장 내 차별화된 성장 지속 기대

## '26년 스노우피크 국내, 여전히 두 자릿수 성장 기대

동사 스노우피크의 국내 실적은 '26년 매출액 2,644억원을 기록하며 전년 대비 12% 성장할 것으로 전망한다. 특히 스노우피크는 국내 아웃도어 시장에서 차별화된 성장성을 시현 중에 있는데, 실제로 3Q25 누적 기준 국내 아웃도어 시장 성장은 -4%로 역성장했으나, 스노우피크는 +15%로 견조한 성장세를 기록했다.

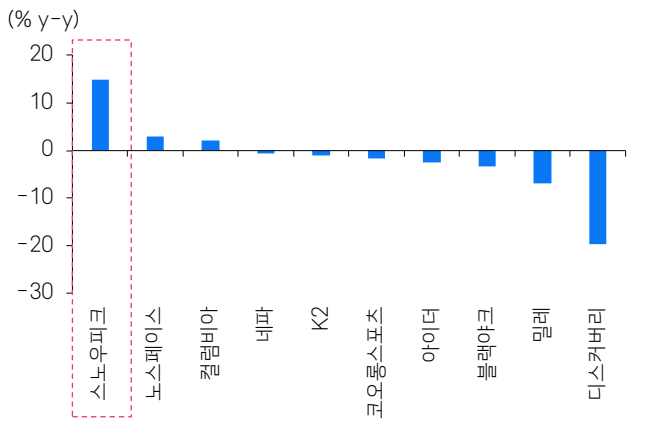
또한 향후에도 스노우피크가 차별화된 성장을 기록할 수 있다고 판단하는 요인은 (1) 다른 기성 아웃도어 대비 역사가 짧은 만큼, 여전히 신규 아웃도어 브랜드에 대한 소비자들의 높은 관심도가 실적 성장에 기여하고, (2) 의류에서 시작된 스노우피크 브랜드에 대한 관심이 현재는 모자, 가방 등 기타 액세서리 제품까지 확대되고 있는 만큼, 제품 믹스 다변화에 따른 성장까지 기대 가능하다는 판단이다.

**스노우피크 국내 매출액 추이 및 전망**




자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권 추정

**3Q25 누적: 국내 아웃도어 브랜드사별 매출액 성장률**




자료: 한국섬유신문, 감성코퍼레이션, 삼성증권

### 1. 국내 아웃도어 시장, 일정 수준 이상의 브랜드 인지도 확보 시 매출 하방 견조

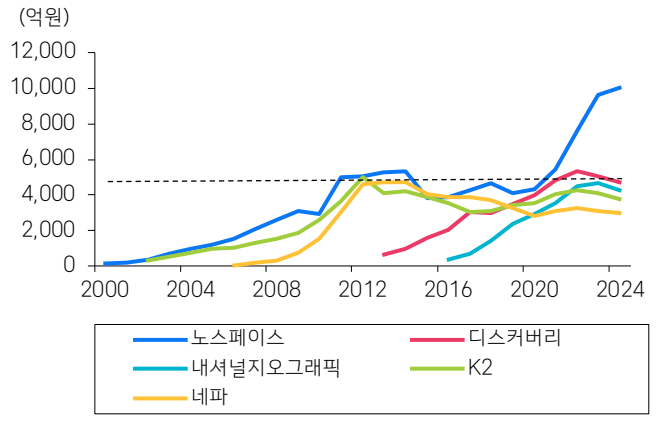
국내 아웃도어 시장은 사계절 활용성과 일상 착용 수요를 동시에 확보한 시장으로, 유행에 따른 일시적 소비보다는 생활 필수재에 가까운 수요를 보유하고 있다. 이러한 시장 특성 상, 신규 아웃도어 브랜드 역시 일정 수준의 인지도 확보에 성공할 경우 매출 규모의 빠른 성장은 물론, 고성장기 이후에도 비교적 안정적인 실적 흐름을 유지하는 경향이 나타난다.

#### 국내 아웃도어, 매출 3,000억원은 무난히 달성

실제 국내 아웃도어 브랜드 사례를 살펴보면, 노스페이스는 1997년 국내 시장 진출 이후 약 10년 만에 매출 3,000억원 규모에 도달했으며, 디스커버리는 2012년 본격적인 국내 전개 이후 2022년 약 5,320억원의 매출을 기록했다. 또한 K2, 네파 등 일부 브랜드는 피크아웃 이후에도 매출 3,000억원 내외 수준을 안정적으로 유지하고 있다. 이는 국내 아웃도어 시장에서 일정 수준 이상의 브랜드 인지도와 유통망을 확보할 경우, 매출 하방이 견조하게 형성됨을 시사한다.

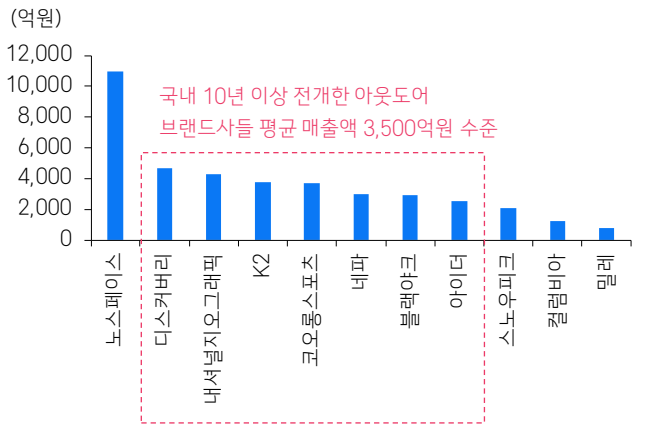
동사는 2020년부터 스노우피크 의류 브랜드를 국내에서 본격적으로 전개하기 시작했으며, '26년을 기점으로 약 7년차에 접어들 예정이다. '26년 기준 국내 매출액은 약 2,644억원으로 추정되는 가운데, 기존 국내 아웃도어 브랜드들의 성장 경로를 감안할 때, 중기적으로 매출 3,000억원 수준까지의 외형 성장은 충분히 가시권에 있다고 판단한다.

**아웃도어 브랜드: 국내 매출액 추이**




자료: 한국섬유신문, dart, 삼성증권

**2024년 국내 아웃도어 브랜드 매출액**

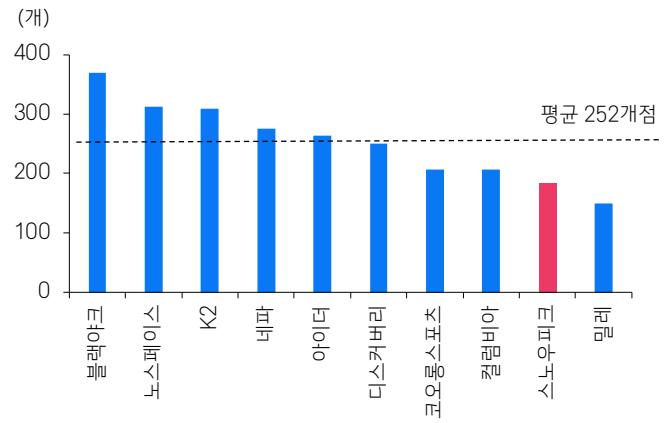



자료: 한국섬유신문, dart, 삼성증권

#### 매장 수 기준으로도 성장 여력 충분

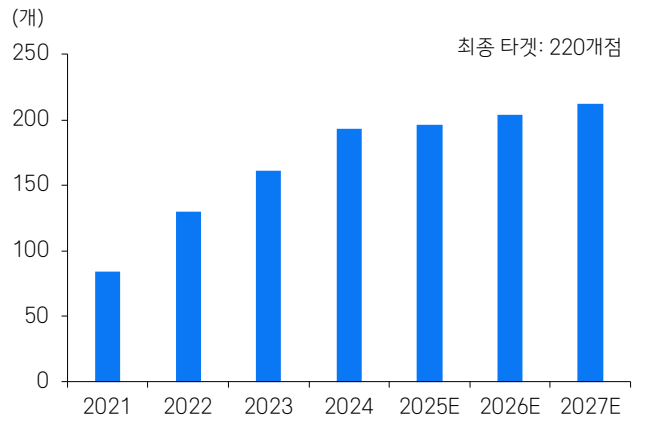
추가적으로 매장 수 측면에서도 성장 여력은 충분하다.'24년 기준 국내 주요 아웃도어 브랜드들의 평균 매장 수는 약 252개 수준으로 파악되는 반면, '25년 말 기준 동사의 국내 매장 수는 196개에 그친다. 동사가 여전히 국내 시장에서도 출점 확대를 계획하고 있는 만큼, 중기적으로 매장 수 증가에 따른 외형 성장 여력 역시 유효하다고 판단한다.

### 아웃도어 브랜드: 국내 매장 수




자료: 한국섬유신문, dart, 삼성증권

### 스노우피크 매장수 추이 및 전망



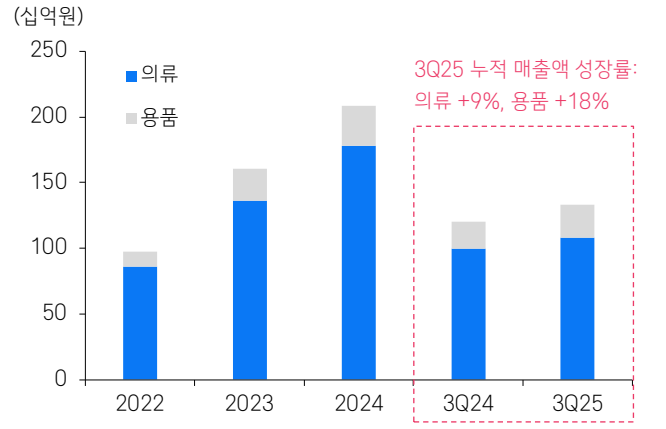

자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권 추정

## 2. 의류 외 카테고리로 확대되는 소비자 관심

스노우피크에 대한 소비자 관심은 초기 의류 중심에서 점차 모자, 가방 등 액세서리 카테고리로 확대되고 있다. 실제로 25년 3분기 누적 기준 의류 매출액은 약 1,081억원, 용품(가방+신발+모자 등) 매출액은 247억원으로 각각 9%, 18% y-y 성장, 용품 판매 성장세가 더욱 확대되었다.

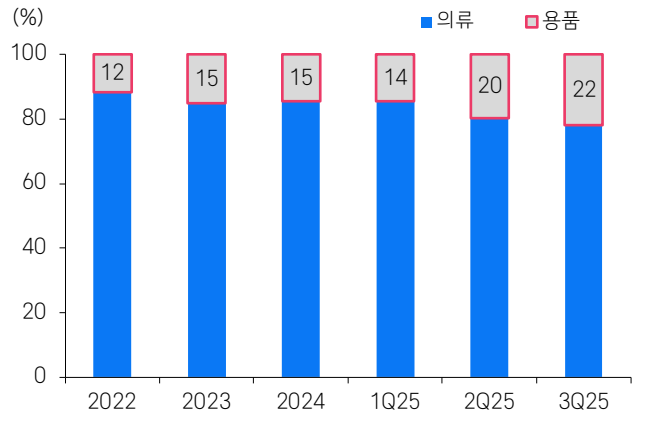
또한 '25년 3분기 기준 용품 매출액 비중은 전체 내수 매출액 대비 약 22% 수준으로 이는 '24년 15% 대비 약 7%p 상승한 수준이다. 이는 결국 의류 제품을 통해서 브랜드 인지도가 일정 수준 이상 확보되었음을 의미하며, 향후 모자, 신발, 가방 등 제품 믹스 다변화를 통해 추가적인 외형 성장으로 이어질 가능성이 높다는 판단이다.

### 의류 및 용품 매출액 추이




자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권

### 의류 및 용품 매출액 비중 추이




자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권

# 투자포인트 2. 중국, 드디어 실적 가시화 국면

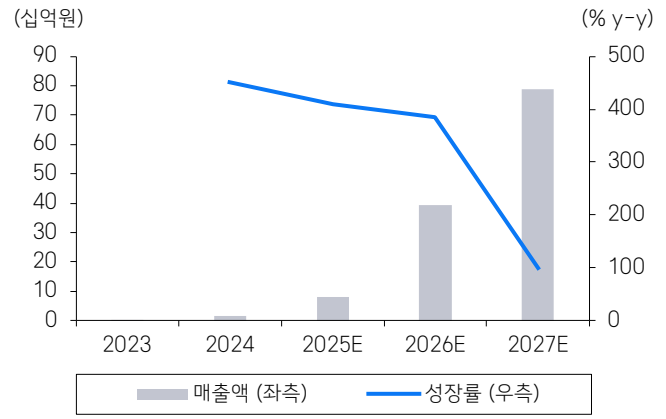
## 중국은 플러스 알파 요인으로 작용할 전망

동사는 '26년부터 중국 내 매장 확대에 본격적으로 나설 계획으로, 올해는 안정적인 국내 실적을 기반으로 중국 진출 모멘텀이 실적에 '플러스 알파'로 기여할 것으로 전망한다.

스노우피크는 현재 일본·대만·중국 시장에 진출해 있으나, 이 중 중국은 프리미엄 입지 확보 난이도와 현지 운영 구조 이슈 등으로 출점 속도가 가장 더뎠다. 중국의 경우, '23년 12월 상하이 첸탄 타이구리 내 1호점 오픈 이후, '24~25년에는 프리미엄 상권 내 적합한 부지 확보 지연과 스노우피크 중국(스노우피크 재팬 자회사)의 중국 내 사업 운영 과정에서의 조율 이슈 등으로 추가 출점이 제한적인 상황이었다.

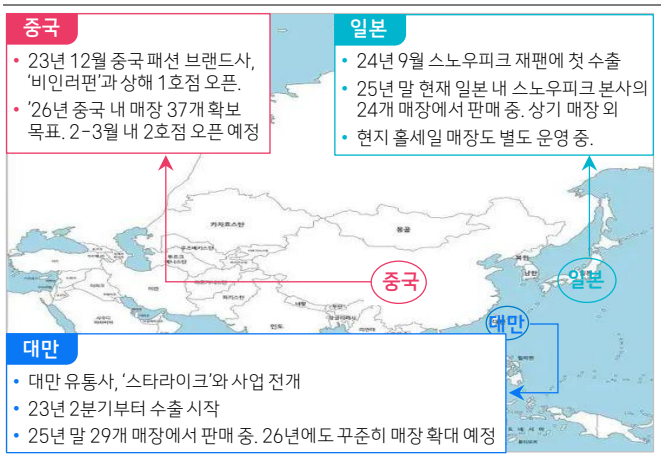
하지만 동사는 '26년에는 현재 공사 중인 광저우 타이구리 2호점 오픈을 시작으로 연내 약 37개 매장 출점을 계획하고 있다. 과거 출점 지연이 입지 선별 및 부지 확보에 충분한 시간이 소요된 결과였음을 감안할 때, '26년부터는 중국 출점 계획이 정상화되며 중국 사업의 실적 기여도가 점진적으로 가시화될 것으로 판단한다.

**스노우피크: 수출 매출액 추이 및 전망**




자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권 추정

**스노우피크 해외 진출 현황 및 계획**



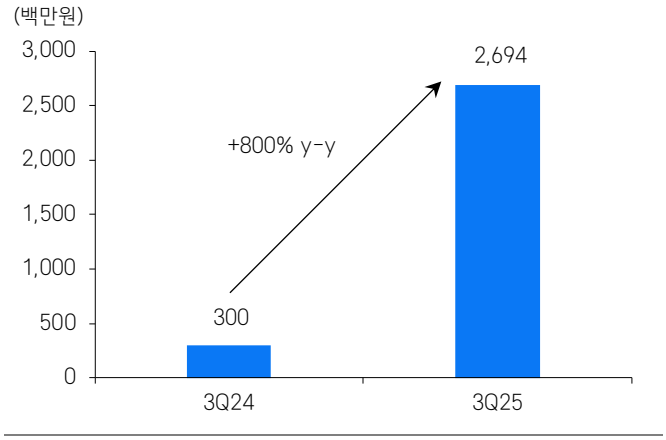

자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권

### 1. 본격 출점 전 중국 내 수요 확인 단계 통과

일부 채널을 통해 스노우피크의 중국 내 수요가 이미 확인되고 있다. (1) '25년 면세 채널 매출은 전년 대비 35% 성장했으며, 이 중 약 60% 이상이 중국 소비자 수요에서 발생한 것으로 파악된다. 또한 (2) '25년 3분기 누적 중국 수출 매출액은 27억 원으로, 전년 동기 대비 약 9배 증가해 중국 시장 내 수요 확대를 뚜렷하게 보여준다.

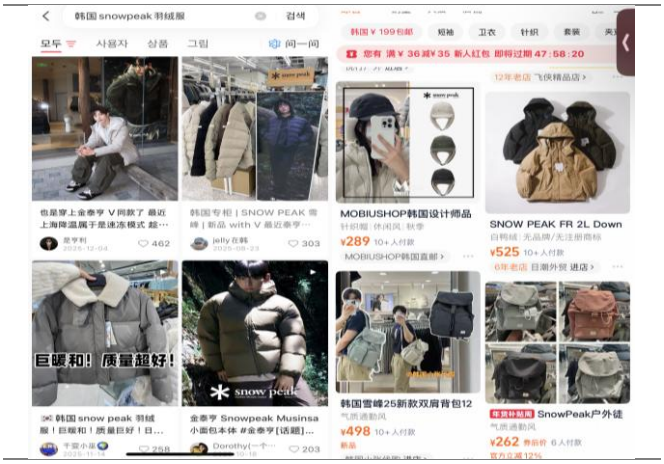
이와 함께 중국 현지 온·오프라인 채널에서도 긍정적인 반응이 나타나고 있다. (3) 동사는 아직 중국 내 공식 온라인 채널을 오픈하지 않은 상황임에도 불구하고, 주요 이커머스 플랫폼을 통해 일부 제품 유통이 이뤄지고 있으며, 이러한 흐름은 스노우피크에 대한 중국 내 실수요가 이미 형성돼 있음을 의미한다. 또한 이러한 선행 수요는 올해 오픈 예정인 중국 신규 매장에서의 초기 매출 형성에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.

**스노우피크: 중국 수출 매출액 추이**




참고: 3분기 누적 기준
자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권

**스노우피크: 중국 이커머스 내 이미지**



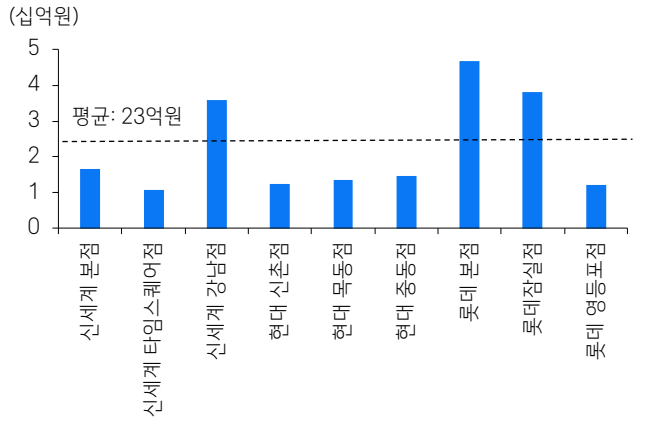

자료: 샤오홍슈, 티몰, 삼성증권

### 2. '26년 중국 내 매장 37개 확대 시, 수출 매출 300억원 가시권

'26년 중국 내 매장 37개 확대 시, 수출 매출액 약 300억원이 추가될 것으로 전망한다. 동사는 연내 중국 내 약 37개 대리점 출점을 계획하고 있으며, 출점 효과가 본격 반영되는 '26년에는 중국향 수출 매출이 유의미하게 증가할 것으로 판단된다.

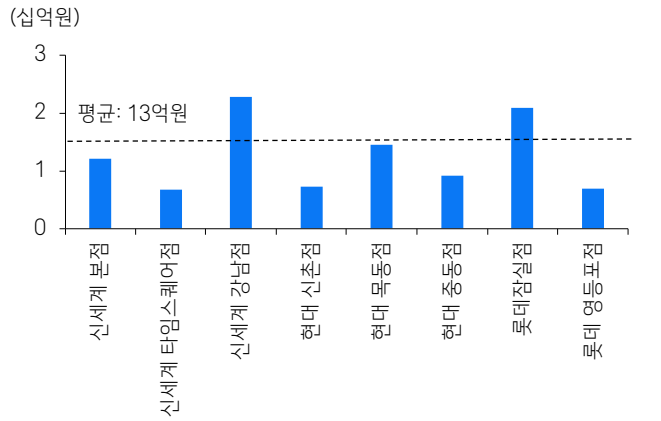
점당 수출 매출액은 약 11~12억원을 기록할 것으로 전망한다. 이에 대한 이유는 (1) '24년 기준 국내 수도권 주요 아웃도어 브랜드들의 평균 점당 매출액은 약 23억원 수준이고, (2) 코오롱스포츠의 중국 점당 매출액 또한 약 26억원을 기록했기 때문이다. 또한 (3) 국내 브랜드들의 평균적인 수출 공급가가 소비자가의 40~50% 수준임을 고려할 때, 점당 약 11~12억원의 수출 매출 효과가 발생할 것으로 추정된다. 따라서 분기별 매장 오픈 시점 차이와 이에 따른 매출 인식 기간을 고려해, '26년 중국향 수출 매출은 약 300억원 수준까지 확대될 수 있을 것으로 판단한다.

**수도권 주요 백화점 내 아웃도어 브랜드 매출액**




참고: 2024년 연간 기준. 국내 아웃도어 브랜드 10~11개사 평균 매출액
자료: 어패럴뉴스, 삼성증권

**수도권 주요 백화점 내 스노우피크 매출액**



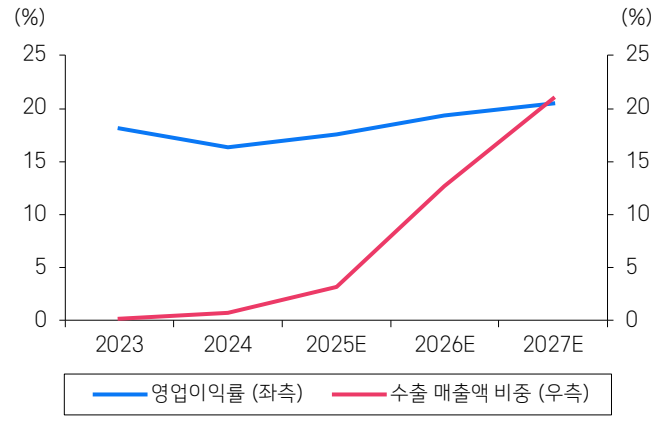

참고: 2024년 연간 기준
자료: 어패럴뉴스, 삼성증권

### 3. 이익 개선까지 가능한 대리점 방식

중국 진출에 따른 외형 성장과 함께 '26년 영업이익률은 약 19.3%로 전년 17.6% 대비 1.8%p 상승할 것으로 전망한다. 동사는 중국 진출 방식으로 대리점 전략을 채택했으며 이는 직접 운영 대비 인건비·임차료 등 고정비 투입을 최소화할 수 있고 매출 증가가 곧바로 이익 개선으로 연결될 수 있는 구조인 만큼, 매출과 이익의 동반 성장을 기대할 수 있다.

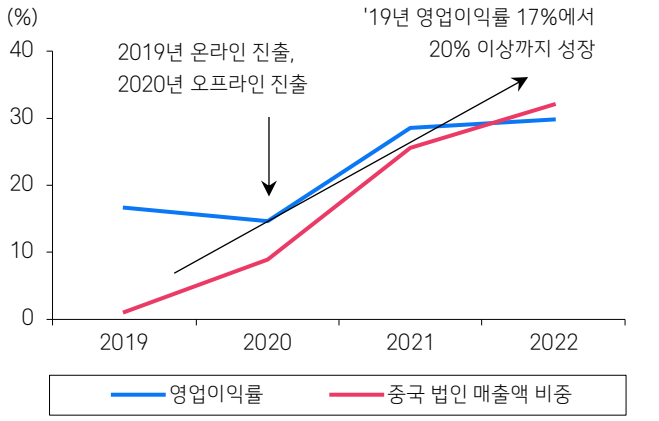
이와 유사한 사례로는 F&F가 있다. F&F는 중국 진출 전인 2019년 영업이익률이 17%였으나, '20년부터 중국 시장에서 대리점 중심의 매장 확대 전략을 통해 연간 20%를 상회하는 영업이익률을 달성했다. 동사 역시 '26년을 기점으로 해외 매출 비중이 점진적으로 확대될 것으로 예상되는 만큼, 점진적인 수익성 개선이 가능할 것으로 판단한다.

**스노우피크: 수출 매출액 비중 및 영업이익률 추이**




자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권 추정

**F&F: 수출 매출액 비중 및 영업이익률 추이**



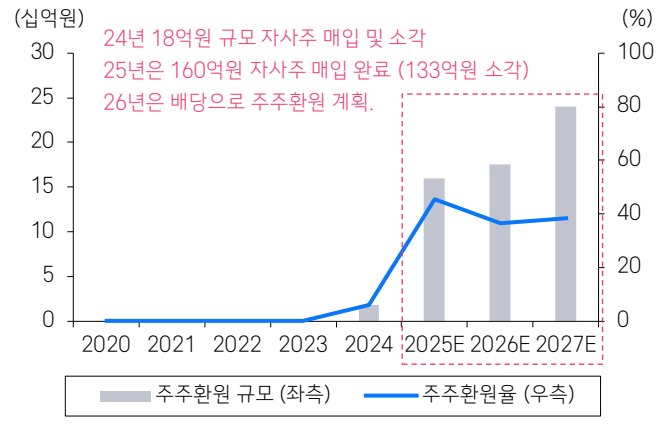

자료: F&F, 삼성증권

# 투자포인트 3. 과감한 주주가치 제고 행보

동사가 패션 업종 내에서 적극적인 주주환원 정책을 시행하고 있다는 점에도 주목할 필요가 있다. 동사는 2025~2027년 순이익의 50% 이상을 주주환원에 활용할 계획으로, (1) '25년에는 '24년 순이익의 50% 규모에 해당하는 160억원 규모의 자사주 매입 완료했다. ('25년 말 기준 이 중 133억원 소각 완료, 총 발행주식수 대비 3.23% 규모) 그리고 (2) '26년에는 자사주 매입이 아닌 배당을 통해 주주환원을 이어갈 계획으로, '25년 순이익 기준 약 50%을 배당 재원으로 활용할 계획이다.

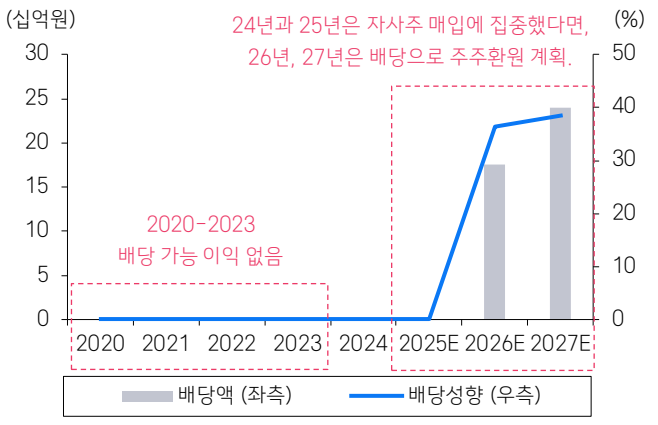
동사의 이와 같은 주주가치 제고 정책이 실제 이행되는 것으로 확인될 경우, 이는 동사 밸류에이션 상승으로 이어질 가능성이 높은 것으로 판단된다. 특히 의류 산업은 배당성향이 Valuation 멀티플과 높은 상관관계를 보이고 있는 가운데, 동사의 '26년 배당성향 36%는 글로벌 스포츠 브랜드사의 평균 배당성향 26% 대비 높은 수준이기 때문이다.

**감성코퍼레이션: 주주 환원 규모 및 주주환원율**



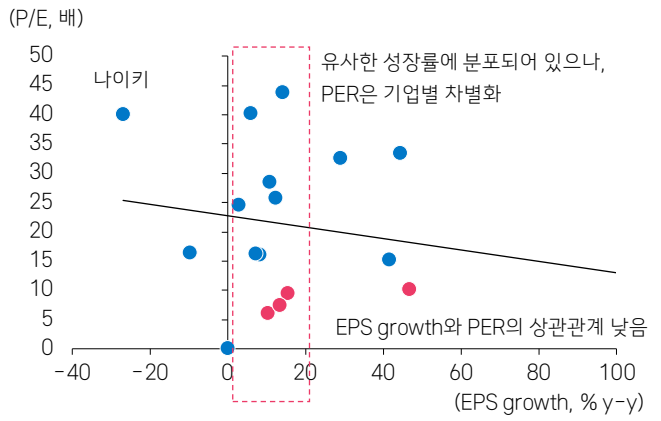

자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권

**감성코퍼레이션: 배당규모 및 배당성향**



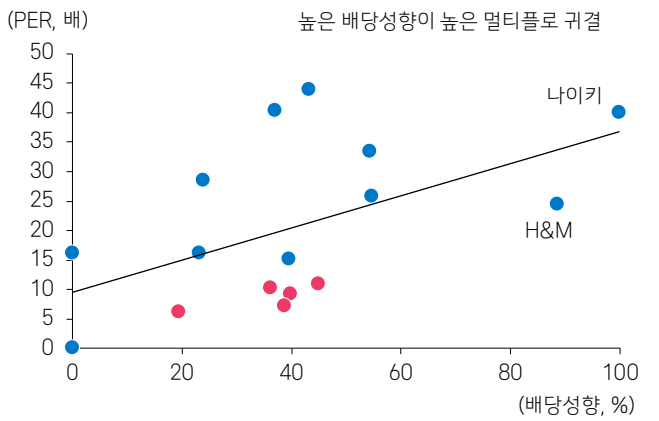

자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권

### 국내외 패션 기업: EPS growth 및 PER 상관관계



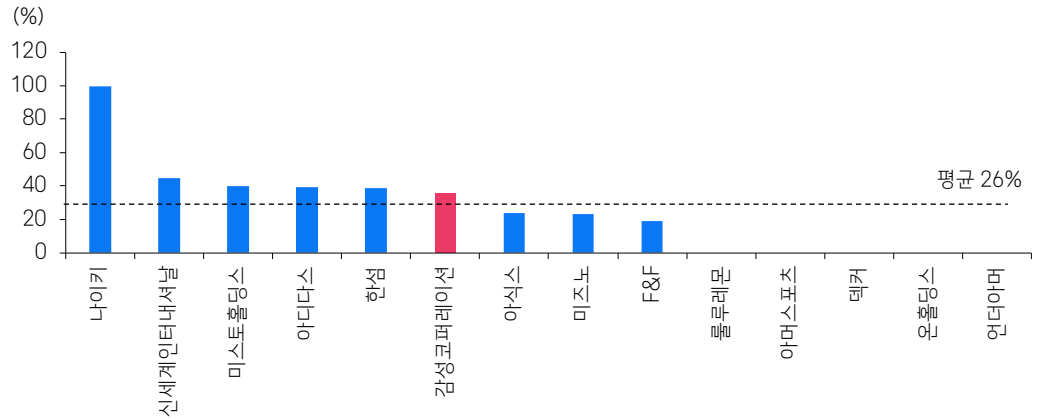

참고: 빨강- 국내 기업
자료: Bloomberg, 삼성증권

### 국내외 패션 기업: 배당 성향 및 PER 상관 관계




자료: Bloomberg, 삼성증권

### 국내외 브랜드 26E 배당성향




자료: Bloomberg, 삼성증권

# BUY 투자 의견과 목표주가 8,000원으로 커버리지 개시

## 목표주가 8,000원, Target PER 15배 적용

목표주가 8,000원 (Target PER 15배), BUY 투자의견으로 커버리지를 개시한다. 목표 PER 15배는 국내 패션 브랜드사가 해외 확장을 통해 높은 멀티플을 받았던 시기의 배수를 적용했다. (F&F: 과거 '21~22년 MLB 중국 진출 확대하며, 실적 개선 기록했던 당시, '22년 매출액 +21% 및 PER 15~17배, / 미스토홀딩스: '18~19년 히트 아이템을 통해 미국 시장 내 높은 성장세를 기록. '18년 매출액 +17%,'19년 매출액 +17%, PER 14~15배)

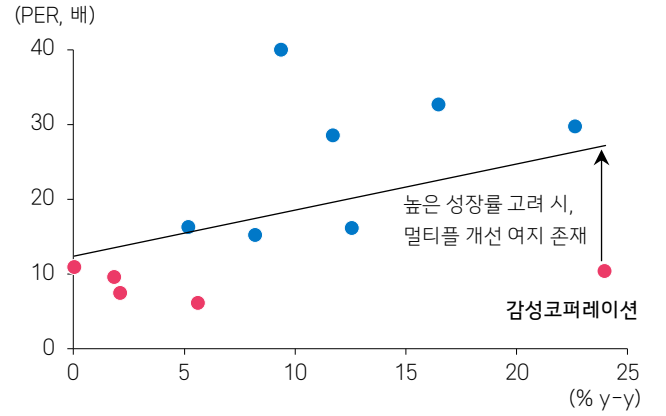
한편 현재 동사는 26E PER 12배에서 거래 중이며, 이는 국내 브랜드사 평균 26E PER 11배 대비 높은 수준이다. 다만, 현재 동사는 (1) 국내 시장에서의 두 자릿수 성장세가 지속되고, 2) 향후 중국 시장 확대를 통해 전체 매출액의 20%가 해외에서 발생할 것으로 예상되는 만큼, 밸류에이션 프리미엄 정당화가 가능하다는 판단이다. 또한 (3) 패션 산업 내 매출액 성장률과 PER 멀티플 간의 상관관계와 '26년 동사의 매출액 성장 전망치가 23%임을 고려할 때, 여전히 밸류에이션 리레이팅 가능하다는 판단이다.

**감성코퍼레이션: PER Valuation**

| | | 비고 |
|---|---|---|
| EPS (원) | 532 | 2026년 추정 EPS |
| Target P/E (배) | 15 | 국내 브랜드사가 해외 시장 진출 확대했을 당시의 평균 멀티플 적용 |
| **목표주가 (원)** | **8,000** | |

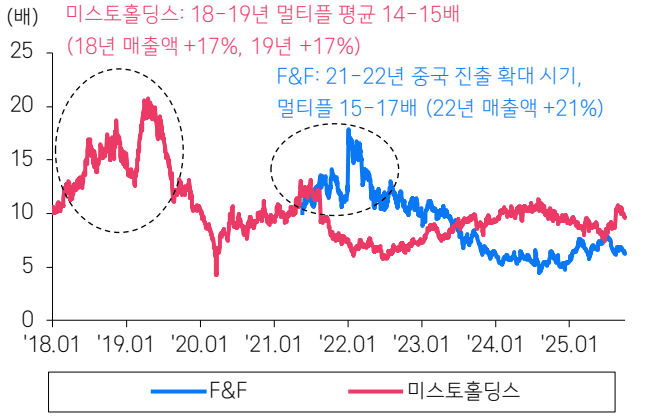
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

### 브랜드사: 26E Sales growth vs. 26E PER




자료: Bloomberg, 삼성증권

### 국내 브랜드사 PER 추이




자료: Quantiwise, 삼성증권

### 글로벌 브랜드사 peer valuation

| 기업명 | 시가총액 | P/E (배) | | EPS Growth (%) | | P/B (배) | | ROE (%) | | 배당성향 (%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | (십억원) | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E |
| F&F | 2,781 | 6.9 | 6.5 | 9.1 | 6.8 | 1.3 | 1.1 | 20.5 | 18.6 | 20.9 | 20.9 |
| 미스토홀딩스 | 2,809 | 11.1 | 10.2 | 23.6 | 9.3 | 1.3 | 1.1 | 12.7 | 12.2 | 38.8 | 38.7 |
| 감성코퍼레이션 | 595 | 12.7 | 9.9 | 36.8 | 28.8 | 3.4 | 2.6 | 30.7 | 30.2 | 9.7 | 15.0 |
| 신세계인터내셔날 | 448 | 14.1 | 10.5 | 146.0 | 34.0 | 0.5 | 0.5 | 3.7 | 4.9 | 45.9 | 35.3 |
| 한섬 | 471 | 7.8 | 6.5 | 28.2 | 20.2 | 0.3 | 0.3 | 4.0 | 4.7 | 31.7 | 28.6 |
| **국내 평균** | | **10.5** | **8.7** | **48.7** | **19.8** | **1.3** | **1.1** | **14.3** | **14.1** | **29.4** | **27.7** |
| 나이키 | 135,032 | 40.0 | 26.9 | (27.0) | 48.5 | 7.0 | 6.9 | 17.4 | 24.2 | 100.1 | 72.4 |
| 아디다스 | 48,479 | 15.0 | 12.6 | 39.7 | 18.7 | 3.8 | 3.3 | 26.4 | 26.2 | 38.6 | 39.4 |
| 룰루레몬 | 30,207 | 13.7 | 14.1 | (9.5) | (2.9) | 4.2 | 3.6 | 33.0 | 27.5 | 0.0 | 0.0 |
| 아머스포츠 | 32,422 | 34.5 | 27.2 | 25.0 | 27.0 | 3.6 | 3.1 | 10.9 | 12.0 | 0.0 | 0.0 |
| 아식스 | 33,032 | 30.3 | 26.5 | 23.5 | 14.3 | 10.1 | 8.2 | 37.8 | 34.8 | 23.0 | 23.2 |
| 덱커 | 24,252 | 17.2 | 16.1 | 16.1 | 6.5 | 6.7 | 5.3 | 39.4 | 35.5 | 0.0 | 0.0 |
| 온홀딩스 | 22,645 | 28.2 | 21.6 | 69.8 | 30.2 | 5.8 | 4.5 | 22.1 | 22.5 | 0.0 | 0.0 |
| 언더아머 | 4,669 | 68.6 | 33.1 | (59.3) | 107.2 | 2.1 | 2.0 | 3.1 | 6.2 | 0.0 | 0.0 |
| 미즈노 | 2,971 | 18.0 | 16.6 | 9.9 | 8.3 | 1.8 | 1.7 | 10.6 | 10.8 | 25.9 | 26.3 |
| **글로벌 스포츠 평균** | | **29.5** | **21.6** | **9.8** | **28.6** | **5.0** | **4.3** | **22.3** | **22.2** | **20.9** | **17.9** |

참고: 26년 2월 24일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

## 리스크 요인 점검

주요 리스크 요인은 (1) 국내외 아웃도어 브랜드 간 경쟁 심화와 (2) 스노우피크 브랜드 라이선스 만료 가능성이다. 다만 동사의 스노우피크 브랜드는 김호선 대표의 아웃도어 시장의 경험과 이에 기반한 차별화된 제품 경쟁력을 확보하고 있는 만큼 경쟁 심화에 따른 매출 둔화 가능성은 제한적일 것으로 판단된다.

또한 동사는 스노우피크 재팬과 2025년 1월 국내를 포함해 대만·중국 등 아시아 주요 지역에서 재계약에 성공했으며, 추가로 동남아와 인도 지역까지 라이선스를 확보함에 따라 향후 진출 국가 확대에 대한 기대도 유효한 상황이다.

**원브랜드 리스크에 대한 우려는 과도하다고 판단**

한편 일각에서는 동사의 스노우피크 원브랜드 리스크에 대한 우려도 제시되고 있다. 현재 동사가 중장기적인 추가 브랜드 론칭 계획을 공식화하지 않은 만큼, 실적이 스노우피크 단일 브랜드에 집중되어 있다는 점은 구조적인 한계로 인식될 수 있다.

다만, 당사는 이러한 우려가 현 시점에서는 다소 과도할 수 있다고 판단한다. 이에 대한 이유는 (1) 스노우피크 브랜드는 국내 시장 내 성장 여력이 여전히 유효하고, (2) 해외 진출이 이제 본격화되는 초기 국면이기 때문이다. 특히 주요 아시아 진출 국가인 중국 진출이 시작 단계에 있는 만큼, 중장기적으로 해외 실적 가시화가 기대되는 상황이다. (3) 마지막으로 최근 동사는 스노우피크 라이선스 지역을 신흥국(동남아, 인도 등)까지 확보하며 사업 영역을 확장하고 있다.

이는 동일 브랜드 내에서의 지리적 확장 전략으로, 브랜드 다각화 없이 외형 성장 동력을 확보했음을 의미한다. 결국, 스노우피크 브랜드의 성장 잠재력이 국내외에서 여전히 풍부함을 감안할 때, 현 시점에서는 브랜드 다변화 보다, 스노우피크의 추가 성장 가능성에 초점을 맞추는 전략이 합리적이라고 판단한다.

## 포괄손익계산서

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **178** | **220** | **251** | **311** | **376** |
| 매출원가 | 57 | 68 | 74 | 89 | 105 |
| **매출총이익** | **121** | **153** | **177** | **222** | **271** |
| (매출총이익률, %) | 67.8 | 69.2 | 70.5 | 71.4 | 72.2 |
| 판매 및 일반관리비 | 88 | 117 | 133 | 162 | 194 |
| **영업이익** | **32** | **36** | **44** | **60** | **77** |
| (영업이익률, %) | 18.1 | 16.4 | 17.6 | 19.3 | 20.5 |
| **영업외손익** | **-3** | **1** | **0** | **1** | **2** |
| 금융수익 | 1 | 4 | 1 | 3 | 5 |
| 금융비용 | 3 | 2 | 1 | 2 | 3 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -0 | -1 | -0 | -0 | 0 |
| **세전이익** | **30** | **37** | **44** | **61** | **79** |
| 법인세 | 5 | 8 | 9 | 13 | 17 |
| (법인세율, %) | 18.4 | 20.9 | 20.9 | 20.9 | 20.9 |
| 계속사업이익 | 24 | 29 | 35 | 48 | 62 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **순이익** | **24** | **29** | **35** | **48** | **62** |
| (순이익률, %) | 13.6 | 13.3 | 14.0 | 15.5 | 16.6 |
| 지배주주순이익 | 24 | 29 | 35 | 48 | 62 |
| 비지배주주순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 37 | 42 | 50 | 65 | 82 |
| (EBITDA 이익률, %) | 20.8 | 19.0 | 20.0 | 21.0 | 21.7 |
| EPS (지배주주) | 268 | 322 | 384 | 532 | 690 |
| EPS (연결기준) | 268 | 322 | 384 | 532 | 690 |
| 수정 EPS (원)* | 268 | 322 | 384 | 532 | 690 |

## 재무상태표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **96** | **127** | **155** | **219** | **268** |
| 현금 및 현금등가물 | 27 | 27 | 40 | 84 | 107 |
| 매출채권 | 22 | 34 | 39 | 46 | 56 |
| 재고자산 | 39 | 60 | 70 | 83 | 100 |
| 기타 | 8 | 6 | 5 | 5 | 6 |
| **비유동자산** | **18** | **27** | **30** | **33** | **37** |
| 투자자산 | 4 | 3 | 4 | 4 | 5 |
| 유형자산 | 7 | 9 | 10 | 13 | 16 |
| 무형자산 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 기타 | 4 | 11 | 13 | 13 | 13 |
| **자산총계** | **115** | **154** | **184** | **252** | **305** |
| **유동부채** | **31** | **28** | **38** | **58** | **65** |
| 매입채무 | 2 | 3 | 3 | 4 | 5 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 8 | 15 | 15 |
| 기타 유동부채 | 28 | 26 | 26 | 39 | 46 |
| **비유동부채** | **6** | **13** | **13** | **29** | **37** |
| 사채 및 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 15 | 21 |
| 기타 비유동부채 | 6 | 13 | 13 | 14 | 16 |
| **부채총계** | **37** | **42** | **51** | **87** | **102** |
| **지배주주지분** | **78** | **112** | **134** | **164** | **203** |
| 자본금 | 45 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| 자본잉여금 | 30 | 37 | 38 | 38 | 38 |
| 이익잉여금 | 21 | 48 | 70 | 101 | 139 |
| 기타 | -18 | -19 | -21 | -21 | -21 |
| **비지배주주지분** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** |
| **자본총계** | **78** | **112** | **134** | **164** | **203** |
| 순부채 | -21 | -19 | -29 | -43 | -59 |

## 현금흐름표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동에서의 현금흐름** | **27** | **6** | **32** | **40** | **49** |
| 당기순이익 | 24 | 29 | 35 | 48 | 62 |
| 현금유출입이없는 비용 및 수익 | 14 | 14 | 17 | 16 | 18 |
| 유형자산 감가상각비 | 5 | 6 | 6 | 5 | 5 |
| 무형자산 상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 10 | 9 | 10 | 11 | 14 |
| 영업활동 자산부채 변동 | -10 | -30 | -9 | -14 | -18 |
| **투자활동에서의 현금흐름** | **-5** | **-3** | **-7** | **-8** | **-9** |
| 유형자산 증감 | -3 | -6 | -4 | -8 | -8 |
| 장단기금융자산의 증감 | -0 | 1 | -0 | -0 | -1 |
| 기타 | -2 | 2 | -3 | -0 | -0 |
| **재무활동에서의 현금흐름** | **-4** | **-3** | **-11** | **12** | **-18** |
| 차입금의 증가(감소) | -3 | 1 | 3 | 30 | 6 |
| 자본금의 증가(감소) | 3 | 8 | 2 | 0 | 0 |
| 배당금 | 0 | 0 | 0 | -18 | -24 |
| 기타 | -4 | -12 | -16 | 0 | 0 |
| 현금증감 | 18 | -0 | 13 | 44 | 23 |
| 기초현금 | 9 | 27 | 27 | 40 | 84 |
| 기말현금 | 27 | 27 | 40 | 84 | 107 |
| **Gross cash flow** | **39** | **44** | **52** | **64** | **81** |
| **Free cash flow** | **24** | **-0** | **28** | **32** | **41** |

## 재무비율 및 주당지표

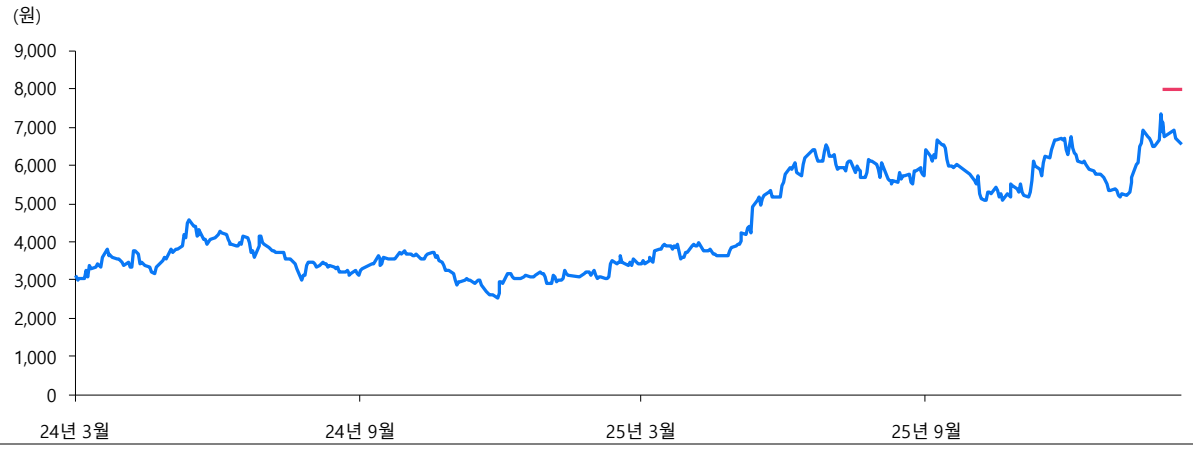
| 12월 31일 기준 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **증감률 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 51.6 | 23.9 | 14.1 | 23.6 | 21.1 |
| 영업이익 | 98.5 | 11.8 | 22.4 | 36.2 | 28.2 |
| 순이익 | 60.3 | 21.0 | 20.1 | 37.1 | 29.6 |
| 수정 EPS** | 48.6 | 20.0 | 19.2 | 38.8 | 29.6 |
| **주당지표** | | | | | |
| EPS (지배주주) | 268 | 322 | 384 | 532 | 690 |
| EPS (연결기준) | 268 | 322 | 384 | 532 | 690 |
| 수정 EPS** | 268 | 322 | 384 | 532 | 690 |
| BPS | 859 | 1,210 | 1,482 | 1,822 | 2,248 |
| DPS (보통주) | 0 | 0 | 0 | 194 | 266 |
| **Valuations (배)** | | | | | |
| P/E*** | 11.8 | 9.6 | 15.0 | 12.4 | 9.5 |
| P/B*** | 3.7 | 2.5 | 3.9 | 3.6 | 2.9 |
| EV/EBITDA | 7.2 | 6.3 | 9.8 | 8.5 | 6.6 |
| **비율** | | | | | |
| ROE (%) | 37.5 | 30.7 | 28.6 | 32.3 | 34.0 |
| ROA (%) | 24.4 | 21.8 | 20.8 | 22.1 | 22.4 |
| ROIC (%) | 49.8 | 37.8 | 34.0 | 40.0 | 43.6 |
| 배당성향 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 36.4 | 38.5 |
| 배당수익률 (보통주, %) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 3.0 | 4.0 |
| 순부채비율 (%) | -26.6 | -16.9 | -21.6 | -26.0 | -29.3 |
| 이자보상배율 (배) | 28.5 | 34.2 | 96.0 | 49.6 | 46.2 |

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권 추정

## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 2월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 2월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

## 2년간 목표주가 변경 추이




## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

| | |
|---|---|
| 일 자 | 2026/2/24 |
| 투자의견 | BUY |
| TP (원) | 8000 |
| 괴리율 (평균) | |
| 괴리율 (최대or최소) | |

**투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

**기업**

**BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
**HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
**SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

**산업**

**OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
**NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
**UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2025.12.31 기준
매수(85.8%)·중립(14.2%)·매도(0%)

# 삼성증권

**삼성증권주식회사**
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

**삼성증권 Family Center:** 1588 2323

**고객 불편사항 접수:** 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA