

KOSDAQ | 내구소비재와의류

토박스코리아 (215480)

어린이의 경험이 있는 분들에게 소개합니다!

체크포인트

- 동사는 전현직 어린이를 타겟층으로 삼는 유아동용품 전문 기업. 신발을 중심으로 2023년 견조한 실적을 달성할 것으로 전망
- 투자포인트는 1) 확고한 유아동 신발 수입(유통)브랜드 포트폴리오로 프리미엄 시장 공략, 2) 자사브랜드 성장이 전사 수익성 견인, 3) 유아동 카테고리(의류, 화장품, 교구 등) 다각화
- 2023년 매출액 582억원(+14%YoY), 영업이익 60억원(+21%YoY) 전망. 2023년 예상 PER, PBR은 각각 9.4배, 1.3배로 역사적 하단 수준
- 의류와 신발 등 소비재 산업은 경기 민감 업종으로 경기침체 우려는 리스크 요인. 동사는 1) 대주주의 지분매입, 2) 자기주식 취득 등의 방식으로 이러한 리스크에 적극적으로 대응 중

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PBR, PER은 2022년 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 경기관련 소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

토박스코리아 (215480)

Analyst 최민주 mjchoi@kirs.or.kr
RA 양준호 junho.yang@kirs.or.kr

KOSDAQ
내구소비재와의류

수입(유통)브랜드와 자사브랜드로 유아동 신발 시장 평정

동사 매출은 1) 유아동 신발 및 용품을 판매하는 별도법인 (주)토박스코리아(2022년 매출액 비중 58%)와 2) 유아동 의류를 주로 판매하는 종속법인 (주)스타일노리터(42%)로 구성. 아이템 별 매출 비중은 유아동 신발(52%), 유아동 의류(43%), 기타(5%)임.

투자포인트 1) 확고한 유통브랜드 포트폴리오로 프리미엄 시장 공략

2023년 유통브랜드 매출은 241억원으로 전년 대비 21% 성장할 전망. 동사는 30여개 글로벌 유아동 신발 브랜드의 국내 유통권을 보유. 대표적 브랜드는 메듀즈(독점), 씨엔타(독점), 힐라, 오즈어그웨어, 멜리사&미니멜리사(독점), 헌터, 크로스. 올해는 2021년에 들어온 메듀즈와 오즈어그웨어, 1H23 독점유통권을 확보한 멜리사&미니멜리사가 성장을 견인할 전망. 주력채널은 백화점, 아울렛, 복합쇼핑몰 등 프리미엄 오프라인 채널임.

투자포인트 2) 자사브랜드 성장이 전사 수익성을 견인

2023년 자사브랜드 매출은 120억원(+18%YoY) 전망. 동사는 유통브랜드 구성 중 비어있는 카테고리에 자사브랜드를 출시해 토박스코리아 매장의 라인업을 강화 중. 특히 다이노솔즈와 베이비스레스의 성장세가 눈에 띄며 향후에도 활약이 기대됨. 자사브랜드는 수익성이 가장 양호해, 자사브랜드 매출 비중 확대에 따라 전사 이익률 향상 중.

투자포인트 3) 유아동 카테고리(의류, 화장품, 교구 등) 다각화

동사는 최근 몇 해 동안 의류, 화장품, 교구 등으로 유아동 카테고리를 확장했고, 이러한 준비가 향후 매출 성장으로 이어질 가능성이 높다고 판단됨. 2021년 9월 스타일노리터 지분 인수를 통해 의류업으로 영역을 확장, 2022년 8월 슈슈앤썬시 상표권 인수로 화장품 시장에 진출. 또한 2019년 10월 자사브랜드 몽쥬르(화장품, 이너웨어)를 런칭.

Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억원)	253	361	512	582	651
YoY(%)	-10.7	42.7	41.8	13.5	11.9
영업이익(억원)	-30	29	50	60	73
OP 마진(%)	-11.8	8.0	9.7	10.4	11.2
지배주주순이익(억원)	-35	35	39	47	57
EPS(원)	-423	364	407	488	596
YoY(%)	적전	흑전	12.0	19.7	22.3
PER(배)	N/A	19.9	10.3	9.4	7.7
PSR(배)	1.9	1.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBIDA(배)	N/A	14.9	4.9	4.1	3.8
PBR(배)	2.4	2.6	1.3	1.3	1.1
ROE(%)	-15.5	14.2	13.7	14.3	15.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (4/20)	4,600원
52주 최고가	7,500원
52주 최저가	4,040원
KOSDAQ (4/20)	885.71p
자본금	48억원
시가총액	442억원
액면가	500원
발행주식수	10백만주
일평균 거래량 (60일)	7만주
일평균 거래액 (60일)	3억원
외국인지분율	13.78%
주요주주	이선근 외 6인 18.91%
	Golden Eagle International Trading Limited 12.03%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.6	-4.2	-37.2
상대주가	-1.6	-26.4	-34.1

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

1 사업부문 소개

토박스코리아는 유아동 신발,

의류 사업을 영위

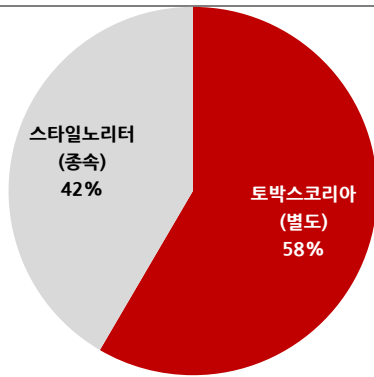
1) ㈜토박스코리아(비중 58%)

2) ㈜스타일노리터(비중 42%)

토박스코리아의 매출은 1) 유아동 신발 및 용품을 판매하는 별도법인 (주)토박스코리아(2022년 매출액 비중 58%)와 2) 유아동 의류를 판매하는 종속법인 (주)스타일노리터(42%)로 구성된다. 아이템별 매출 비중은 유아동 신발(52%), 유아동 의류(43%), 기타(5%)이다.

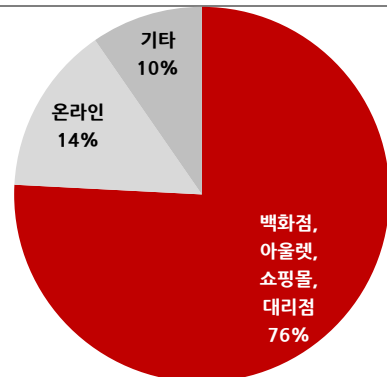
동사의 유통 채널별 비중을 살펴보면, 백화점, 프리미엄아울렛, 쇼핑몰, 대리점과 같은 오프라인 채널이 76%를 차지한다. 현재 백화점 53개, 아울렛 17개, 쇼핑몰 9개, 대리점 44개로 총 123개점의 오프라인 매장을 운영 중이다. 자사몰, 외부몰 등 온라인 채널 비중은 14%이다. 그 밖에 홀세일(도매) 채널 등을 포함한 기타 비중은 10%이다.

토박스코리아 매출 비중(2022년 기준)



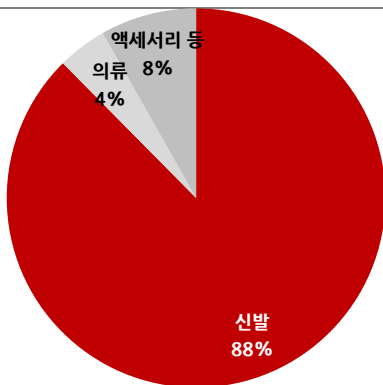
자료: 토박스코리아, 한국R협회의 기업리서치센터

유통 채널별 매출 비중(2022년 기준)



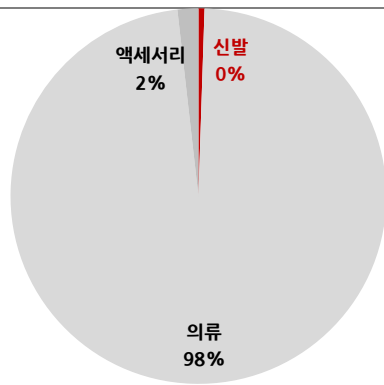
자료: 토박스코리아, 한국R협회의 기업리서치센터

㈜토박스코리아 아이템별 매출 비중(2022년 기준)



자료: 토박스코리아, 한국R협회의 기업리서치센터

㈜스타일노리터 아이템별 매출 비중(2022년 기준)



자료: 토박스코리아, 한국R협회의 기업리서치센터

먼저 (주)토박스코리아(별도)의 주요 제품은 유아동 신발(2022년 매출비중 88%)로 글로벌 30여개의 프리미엄 키즈 브랜드의 국내 유통권 혹은 독점유통권을 확보하여 판매하고 있다. 주요 브랜드로는 '메듀즈', '씨엔타', '미니멜리

사, '크룩스' 등이 있다. 뿐만 아니라 동사는 수입 상품 구성 중 비어있는 카테고리에 자사브랜드를 출시하여 포트폴리오를 갖추고 있는데, 자사브랜드로 '다이노솔즈', '베이비브레스', '미니위즈'를 보유하고 있다. 국내 최초로 프리미엄 유아동 슈즈 셀렉숍 개념을 도입하여 'TOEBOX' 상호로 주로 백화점과 같은 프리미엄 채널에 입점해 판매하고 있다.

동사는 사업모델을 다각화하고자 2021년 9월 (주)스타일노리타는 지분 70%를 문창기 외 2인으로부터 취득했다(매입대금 46.2억원). (주)스타일노리타는 유아동 의류(2022년 매출 비중 98%)와 액세서리(2%) 사업을 영위하고 있다. 주요 유통채널은 백화점, 가두점과 대리점, 자사몰이다.

TOEBOX(토박스) 매장 소개



자료: 토박스코리아, 한국R협의회 기업리서치센터

(주)스타일노리타 아이템 소개



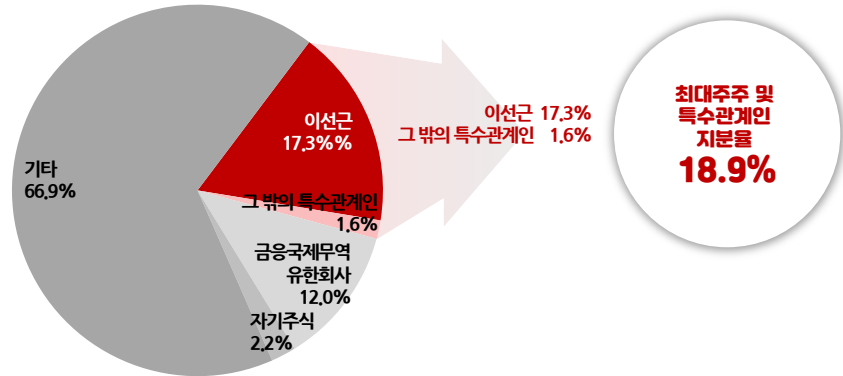
자료: 토박스코리아, 한국R협의회 기업리서치센터

2 주주구성과 연혁

**최대주주 및 특수관계인의
지분 비율은 18.9%
(대표이사 이선근 17.3%)**

2022년말 기준, 토박스코리아의 최대주주 및 특수관계인의 지분 비율은 18.9%로 이선근 대표이사(최대주 주, 지분율 17.3%), 배은영(특수관계인, 1.2%) 등이 포함되어 있다. 현재 금융국제무역유한회사가 지분율 12.0%를 보유하고 2대주주로 올라와 있는데, 이는 2016년 중국의 Golden Eagle사로부터 투자 받은 것이다. 2022년말 기준 자기주식수는 208,797주로 전체 발행주식의 2.2%에 해당한다. 참고로, 동사는 2023년 3월 29일 자기주식취득 신탁계약 체결(20억원)을 결정해 현재까지 꾸준히 자기주식을 취득하고 있다.

토박스코리아의 주주구성



자료: 토박스코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

토박스코리아의 연혁

2012.01	2013.04	2015.02	2016.03	2016.06	2017.04	2019.10	2020.12	2021.06	2021.09	2022.08	2023.03
•(주)토박스코리아 법인 설립	•'CIENTA' Exclusive Distributor 계약	•자사브랜드 'Baby's Breath' 출시	•자사브랜드 'MINIWIZ' 출시	•Golden Eagle 55억 원 투자 유치, 홍콩 합작법인 설립	•코스닥 상장	•유아동 화장품 'Mon Jour' 출시	•DINOSOLES' 브랜드 인수	•'MEDUSE' Exclusive Distributor 체결	•유아동 패션 기업 스타일 노리터' 인수	•Shu Shu & Sassy' 상표권 인수	•'Melissa', 'Mini Melissa' Exclusive Distributor 체결

자료: 토박스코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

연혁

토박스코리아는 2012년 1월에 이선근 대표이사에 의해 설립되었다. 대우SBI 스펙 1호 주식회사와 2016년 10월 28일 합병계약을 체결하며, 2017년 4월 28일 코스닥시장에 상장했다.

동사는 현재 30여개의 수입브랜드를 국내에서 유통하고 있으며 자사브랜드도 꾸준히 선보이는 중이다. 주요 유통 브랜드 및 자사브랜드 런칭을 중심으로 연혁을 살펴보자. 2013년 씨엔타(CIENTA)의 독점유통사(EXCLUSIVE DISTRIBUTOR)로 계약을 체결하면서 수입브랜드 유통을 시작했다. 자사브랜드 베이비브레스(Baby's Breath)와 미니위즈(MINIWIZ)를 2015년, 2016년에 각각 출시했다. 같은 해 중국 GOLDEN EAGLE사로부터 55억원 투자를 유치하며 홍콩에 합작법인을 설립했다.

동사는 2019년부터 자사브랜드 런칭과 카테고리 확장에 더욱 박차를 가했다. 10월 유아동 화장품 몽쥬르(MON JOUR)를 출시했고, 이듬해 마이크로(MICRO, 키보드)를 런칭하며 사업영역을 확장했다. 2020년 12월 다이너소슬즈(DINOSOLES) 브랜드를 인수해 유아동 신발 자사브랜드 포트폴리오를 강화했다. 2021년 5월 맥포머스(MAGFORMERS, 자석교구)와 제휴하며 유통권을 확보했다. 같은 해 9월 유아동 의류 사업을 주력으로 영위하는 스타일노리터 지분 70%를 (주)토박스코리아의 종속회사인 (주)토박스랩을 통하여 인수해 현재 연결대상종속기업으로 보유 중이다. 2022년 8월 유아동 화장품 브랜드 슈슈앤세시(Shu Shu & Sassy)의 상표권 양수계약을 체결 후 본격적인 전개를 준비 중이다. 최근 수입(유통)브랜드 역시 포트폴리오가 강화되었는데, 2021년 매듀즈(MEDUSE), 2023년 멜리사&미니멜리사(MELISSA & MINI MELISSA)의 독점유통권을 확보했다. 동사는 현재 유아동 화장품과 더불어 액세서리 제품군, 유아동 장난감 및 육아용품 등 프리미엄 컨셉에 맞는 다양한 제품군을 지속적으로 출시하면서 토탈 키즈 플랫폼으로 도약 중이다.

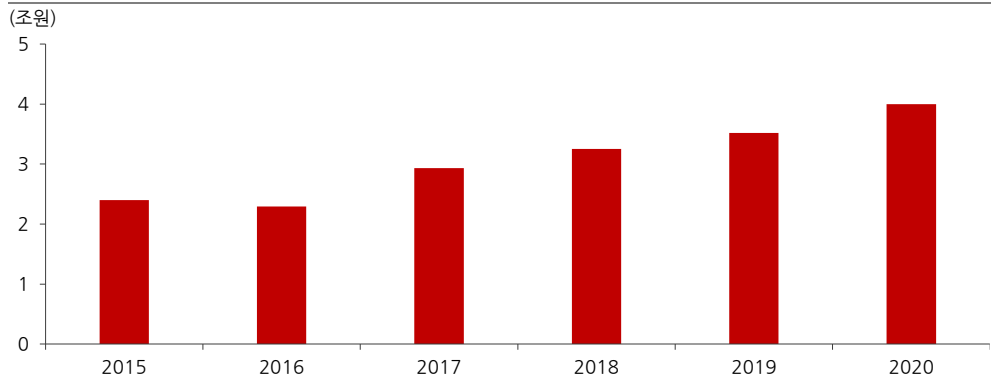
산업 현황

국내 유아용품 시장 꾸준한 성장세 시현

- 국내 유아용품 시장**
2015~2020년 CAGR 11%
1) 고급화, 전문화로 P 상승
2) 세분화, 다양화로 Q 증가

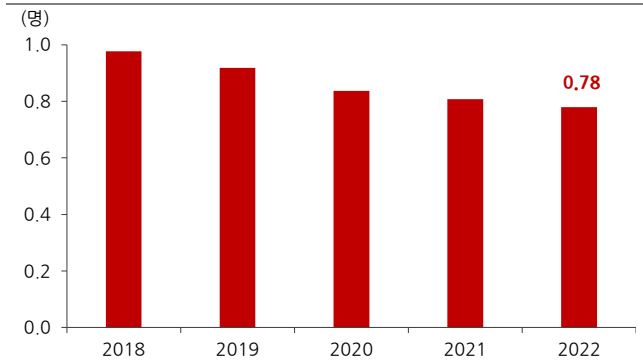
통계청에 따르면 2020년 국내 유아용품 시장은 약 4조원으로 집계되었다. 동 시장 규모가 2015년에 2.4조원을 기록한 것을 감안하면, 최근 5년 동안 연평균 11%로 꾸준하게 성장했다. 유아용품 산업은 과거 의류, 완구 등에 한정되어 있었으나, 최근에는 애니메이션, 캐릭터, 키즈카페 및 유아전문사진관, 교육, 식품, 엔터테인먼트, 금융 등 다양한 분야로 확장 및 발전하는 추세이다.

국내 유아용품 시장 규모



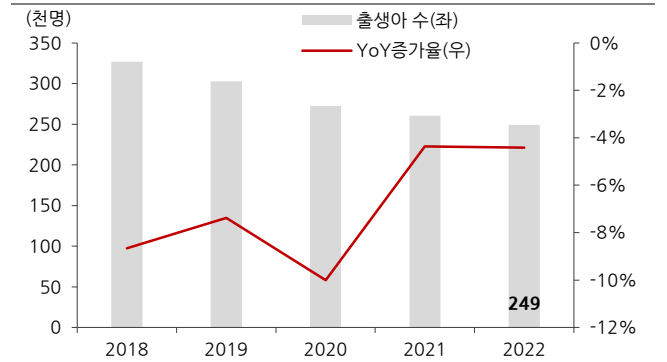
자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

한국의 합계 출산율 추이



자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

한국의 출생아 수 추이



자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

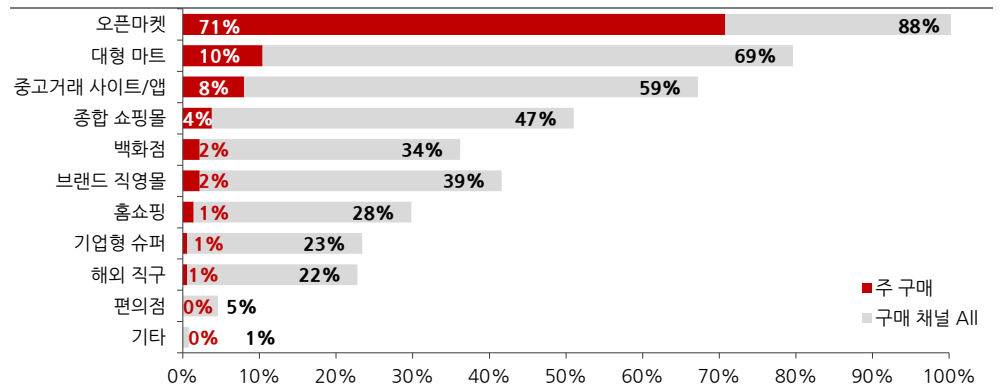
2022년 한국 합계 출산율은 0.78명으로 역대 최저치, 출생아 수 역시 24.9만명 (-4%YoY) 기록

반면 국내 출산율과 출생아 수는 지속적으로 하락하는 추세를 보여주고 있다. 2018년 0.98명이었던 합계 출산율 (여자 1명이 평생 낳을 것으로 예상되는 평균 출생아 수)은 매해 하락하면서 2022년에는 0.78명으로 역대 최저치를 기록했다. 한국의 출생아 수 역시 2018년 32.7만명에서 2022년 24.9만명으로 감소하면서 한 해도 빠짐없이 감소하는 추세를 기록하고 있다. 한국의 출생아 수는 2017~2022년 연평균 7% 감소하며 우려감을 자아내고 있다. 한국의 출산율 하락의 원인으로는 혼인적령기 인구 수 감소, 초혼 수 감소, 초혼 연령의 증가, 혼인 후 초산까지 소요 기간 증가 등 복합적인 요인이 있다. 게다가 최근 몇 해 동안 코로나로 인해 결혼과 출산이 미뤄진 점, 주

택가격 상승과 이자율 상승으로 인한 가처분 소득 감소 등도 영향을 미치고 있다.

이러한 암울한 출산율 상황과는 반대로 육아용품 시장에서 아이 1인당 객단가는 빠르게 증가하고 있다. 육아용품 산업은 유아를 소비대상으로 하는 산업이지만, 주 구매자는 유아의 부모를 비롯한 어른이라는 특성이 있다. 이러한 육아용품의 고성장은 1) ‘텐 포켓(Ten Pockets, 1명의 아이에게 부모는 물론 양가 조부모와 친척, 심지어 부모의 친구까지 대략 10여명이 지갑을 연다는 신조어)’ 및 ‘골드키즈(Gold Kids, 왕자나 공주처럼 대접받는 외동자녀를 의미)’ 현상에 따라 육아용품이 고급화 및 전문화된 점, 2) 높아진 초혼 연령, 맞벌이 가구의 증가 등으로 부모의 경제력과 육아의 피로감이 동시에 높아짐에 따라 부모의 손길을 대체할 수 있는 양질의 제품과 서비스에 소비하는 지출이 증가하고 있는 점, 3) 이러한 니즈에 맞춰 과거에 비해 사용하는 육아 용품이 세분화되고 다양화된 점 등에 기인한다.

육아용품 주요 구매 채널

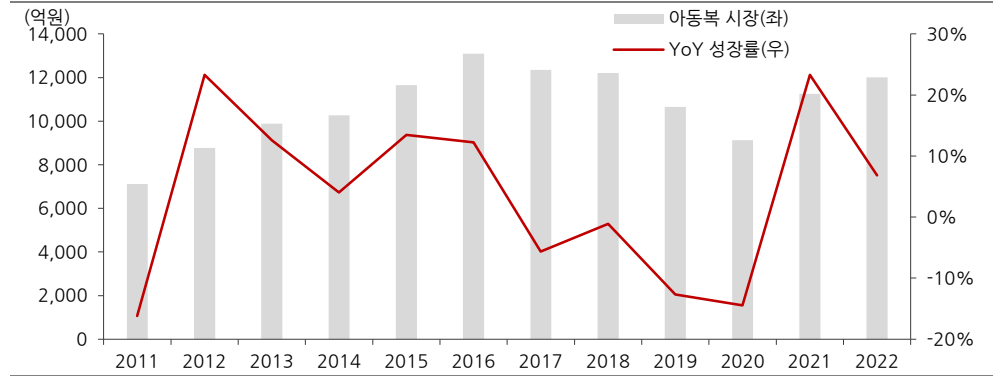


자료: 오픈 서베이 보고서, 한국R협의회 기업리서치센터

**육아용품 구매는
주로 온라인 채널을 활용**

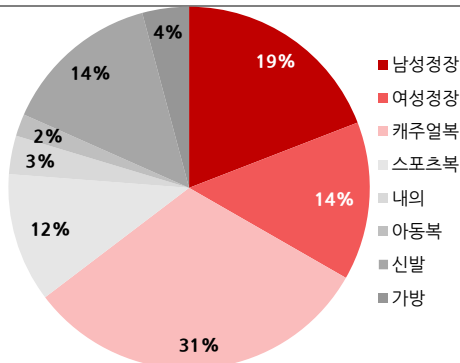
2020년 오픈 서베이 보고서에 따르면 부모들이 주로 사용하는 유아동 제품 구매채널은 온라인 오픈마켓으로 드러났다. 주 구매채널은 온라인 오픈마켓, 대형마트, 중고거래사이트, 종합쇼핑몰 순서로 조사되었다. 신생아의 경우 주양육자가 아이를 돌보느라 오프라인 쇼핑이 어렵고, 국내에서 육아용품 블로그 등이 활성화되어 있어 정보의 수집이 용이하며, 코로나 시기에 비대면 거래 확산으로 신규 플랫폼인 라이브커머스 등이 일반화됨에 따라 온라인 구매가 확대되고 있다고 판단된다.

국내 아동복 시장 규모



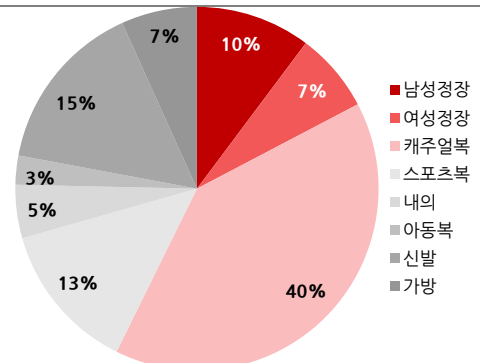
자료: 한국섬유산업연합회, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 패션시장 복종별 비중(2011년)



자료: 한국섬유산업연합회, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 패션시장 복종별 비중(2021년)



자료: 한국섬유산업연합회, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 아동복 시장 규모

2021년 1.2조원(+23%YoY)

2021년 복종별 비중

캐주얼복(40%) > 신발(15%) >

스포츠복(13%) > 남성정장

(10%) > 여성정장(7%) > 가방

(7%) > 내의(5%) > 아동복

(3%)

국내 아동복 시장은 2021년 1.2조원 규모로 전년 대비 23% 성장했다. 2021년 큰 폭의 성장은 보복소비와 전년 코로나 발발에 의한 기저효과에 기인했다. 2011~2021년 연평균성장률은 4.7%로 앞서 언급한 '텐 포켓' 및 '골드키즈' 효과에 의해 견조한 성장을 시험하고 있다.

참고로 2021년 기준 패션시장을 복종별로 구분하면, 캐주얼복(40%) 시장이 가장 크고, 이어서 신발(15%), 스포츠복(13%), 남성정장(10%) 순서이며, 여성정장(7%), 가방(7%), 내의(5%), 아동복(3%)이 뒤를 따른다. 주목할 점은 2011년 패션시장의 상당부분을 차지했던 남성정장(19%), 여성정장(14%) 비중이 10년 뒤 절반 수준으로 축소된 반면에, 캐주얼복의 비중은 2011년 31%에서 2021년 40%로 대폭 확대되었고 스포츠복 역시 12%에서 13%로 소폭 확대되었다는 점이다. 아동복 시장 역시 패션시장에서 차지하는 비중은 가장 작지만, 2011년 2%에서 2021년 3%로 그 비중이 확대되었다.

영유아 화장품 시장

2019년 5.3억달러(+5%YoY)

국내 영유아 화장품 시장 역시 제품의 세분화(Q의 증가), 고급화(P의 상승)에 따라 시장 규모가 증가하는 추세이다. 업계전문가에 따르면 유아동 화장품 시장이 유아 전용 샴푸, 클렌저, 자외선 차단제, 로션, 크림 및 기타 카테고리별로 세분화되고 있다. 2019년 기준 5.3억달러를 기록하며 전년 대비 5% 성장했다. 2015~2019년 동안 연평균 8%로 견조하게 성장했다.



투자포인트

1 확고한 유아동 신발 수입(유통)브랜드 포트폴리오로 프리미엄 시장 공략

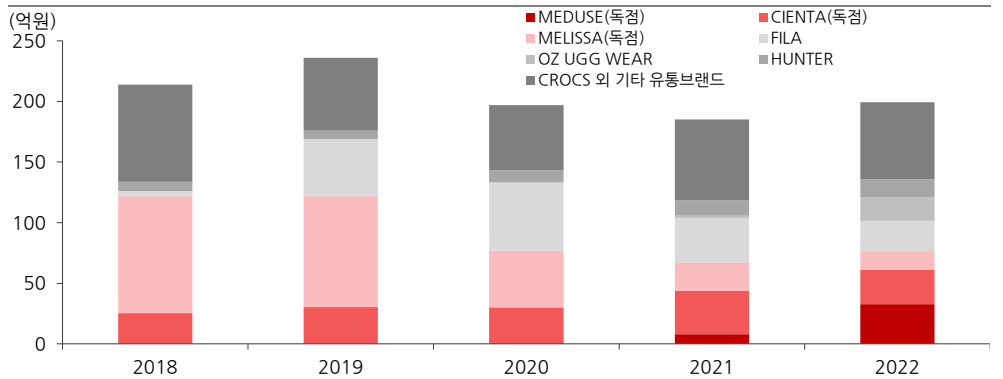
2023년 수입(유통)브랜드
 매출 241억원(+21YoY) 전망
 <주요브랜드>
 메듀즈(MEDUSE, 프랑스),
 씨엔타(CIENTA, 스페인),
 필라(FILA, 이탈리아),
 오즈어그웨어
 (OZ UGG WEAR, 호주),
 멜리사&미니멜리사(MELISSA&
 MINI MELISSA, 브라질),
 헌터(HUNTER, 영국),
 크록스(CROCS, 미국)

별도법인 토박스코리아의 2023년 유아동 신발 유통브랜드 매출은 241억원으로 전년대비 21% 성장할 전망이다. 앞서 기업개요에서 언급한대로 토박스코리아(별도)는 수입(유통)브랜드(2022년 매출비중 66%)와 자사브랜드(34%)를 운영하고 있다. 동사는 30여개 글로벌 유아동 신발 브랜드의 국내 유통권을 보유하고 있는데, 대표적으로 메듀즈(MEDUSE, 프랑스), 씨엔타(CIENTA, 스페인), 필라(FILA, 이탈리아), 오즈어그웨어(OZ UGG WEAR, 호주), 멜리사&미니멜리사(MELISSA&MINI MELISSA, 브라질), 헌터(HUNTER, 영국), 크록스(CROCS, 미국)로 아이 엄마들 사이에서 이름만 들으면 알 만한 유명한 브랜드들이다.

특히 토박스코리아는 메듀즈, 씨엔타, 멜리사&미니멜리사 브랜드의 국내 독점유통사(EXCLUSIVE DISTRIBUTOR)로 계약되어 있어, 토박스코리아 매장을 통한 직접판매는 물론이고 기타 다른 유통채널에 홀세일로 파는 권한 역시 동사에게 부여되어 있다. 2022년 기준 토박스코리아의 별도매출액 중 독점판매권을 보유한 브랜드의 비중은 25%로 높다. 메듀즈는 2021년에 계약을 시작해서 2022년에 전년대비 4배 이상 매출이 증가해 성장잠재력이 매우 높다. 씨엔타의 경우 동사와 10년 이상 거래를 유지하고 있는데 매출액이 꾸준히 유지되고 있어 동사의 효자브랜드이다. 멜리사(성인)와 미니멜리사(유아동)는 2023년 상반기 동사와 독점유통사 계약을 맺어 2022년 실적을 저점으로 지속적으로 성장해 나갈 것으로 전망한다.

그 밖에 오즈어그웨어는 호주의 어그부츠 브랜드로 2022년 겨울 의미있는 실적성장을 보여줬다. 메듀즈, 멜리사, 크록스와 같은 브랜드가 주로 여름용이기 때문에 겨울용 포트폴리오가 부족했는데 오즈어그웨어와의 계약을 통해 안정적인 포트폴리오를 구축했다. 동사는 향후에도 다양한 판매채널 확보, 그동안 구축해온 브랜드 이미지 및 매출 규모 등을 바탕으로 해외 브랜드 업체와의 교섭에 있어 타사 대비 우위에 있다고 판단된다.

토박스코리아(별도) 유통브랜드 매출 추이



자료: 토박스코리아, 한국IR협회의 기업리서치센터

전 세계에서 검증받은 트렌디한 프리미엄 유아동 슈즈 브랜드 보유

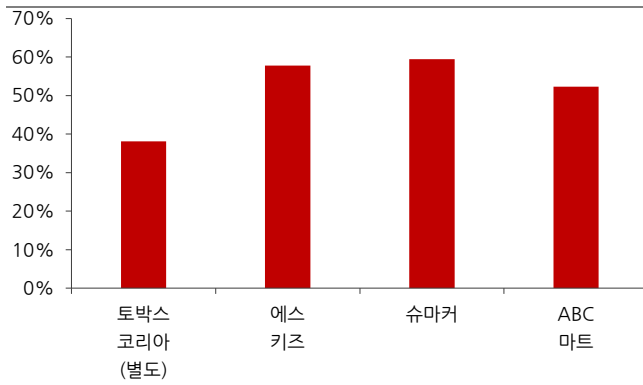


자료: 토박스코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

토박스코리아(별도)는 양호한 수익성 시현 중
2022년 영업이익률 비교
토박스코리아(별도) 13.1% Vs.
에스키즈 1.3%
슈마커 1.8%
에이비씨마트 9.7%

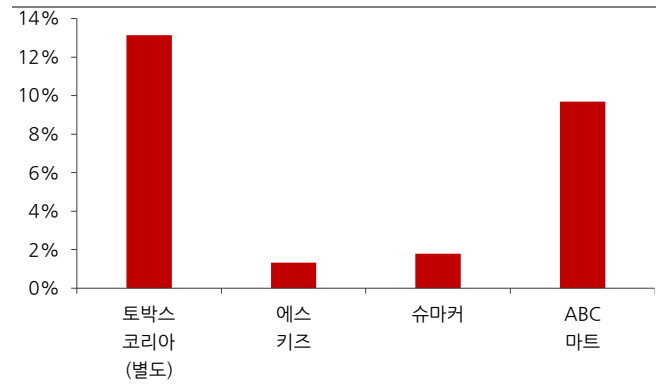
토박스코리아(별도)의 영업이익률은 2021년(8.5%), 2022년(13.1%)로 상승추세에 있으며 2023년에는 13.5%로 다시 한 번 상승할 것으로 전망한다. 동사의 2022년 영업이익률은 13.1%로, 국내에서 신발을 수입하는 타사 에스키즈, 슈마커, 에이비씨마트(3사 평균 영업이익률 4.3%) 대비 양호한 수익성을 시현했다. 이는 동사는 1) 주요 제품군에 대해 독점 판매계약을 체결하여 매입가, 판매가 및 할인을 결정 등에 있어 가격결정력이 높은 편으로 나이키, 아디다스 등 독점권이 없는 브랜드를 유통하는 3사 대비 매출원가율(토박스코리아(별도) 38.1% Vs. 3사 평균 56.5%)이 매우 낮으며, 2) 프리미엄 유아동 신발에 특화되어 주로 성인 신발을 판매하는 3사 대비 경쟁강도가 낮고, 3) 자사브랜드(비중 34%)를 일부 보유하고 있지만, 3사는 대부분의 매출이 유통매출이기 때문이다.

토박스코리아(별도)와 신발유통 3사 매출원가율 비교(2022년 기준)



자료: 토박스코리아, 에스키즈, 슈마커, ABC마트, 한국IR협의회 기업리서치센터

토박스코리아(별도)와 신발유통 3사 영업이익률 비교(2022년 기준)

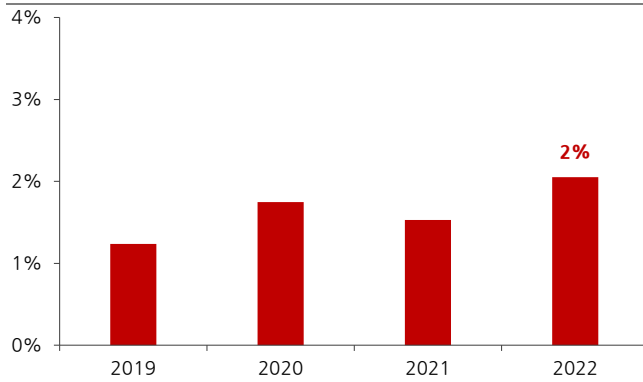


자료: 토박스코리아, 에스키즈, 슈마커, ABC마트, 한국IR협의회 기업리서치센터

뿐만 아니라 동사는 1) 광고 효율이 높고, 2) 매출액에서 인건비가 차지하는 비율도 낮은 편으로 이 역시 양호한 수익성을 뒷받침하는 중요한 배경이다. 동사는 이름을 대면 알 만한 수입브랜드를 유통하고 있기 때문에 브랜드 홍보를 위한 대대적인 광고의 필요성이 낮다. 동사의 매출액 대비 광고선전비 비중은 1~2%로 매우 낮다.

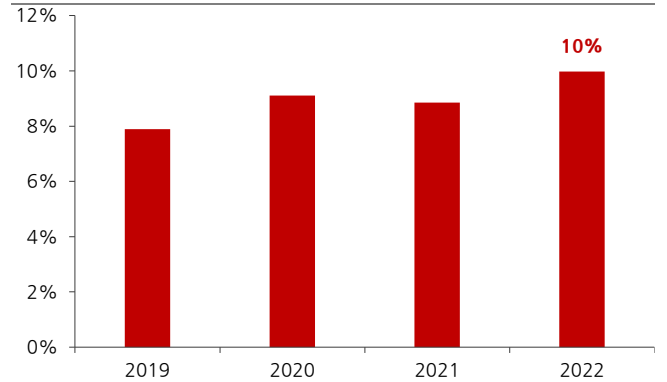
또한 2022년말 기준 동사의 임직원수는 33명이다. 매출액 대비 인건비의 비중은 10%이다. 이렇게 적은 임직원수로 500억원대의 매출을 창출하는 것이 가능한 이유는 1) 동사는 신발 사업을 주력으로 하고 있고, 2) 유통브랜드는 더 적은 인원을 필요로 하기 때문이다. 신발 사업은 의류 사업 대비 매 시즌(봄여름/가을겨울) 준비하는 아이템수가 적고, 스테디셀러가 많은 편으로 디자인 및 원재료 소싱 등에 필요한 인력이 적다. 유통브랜드 사업은 브랜드를 선정하는 안목과 유통권을 영업할 수 있는 소수의 정예 인력을 필요로 한다. 그 밖에 브랜딩, 디자인, 마케팅, 원재료 소싱 등 기획/광고/제조 등의 인력에 대한 필요성이 제한적이다.

토박스코리아(연결) 매출액 대비 마케팅비용 추이



자료: 토박스코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

토박스코리아(연결) 매출액 대비 인건비 추이

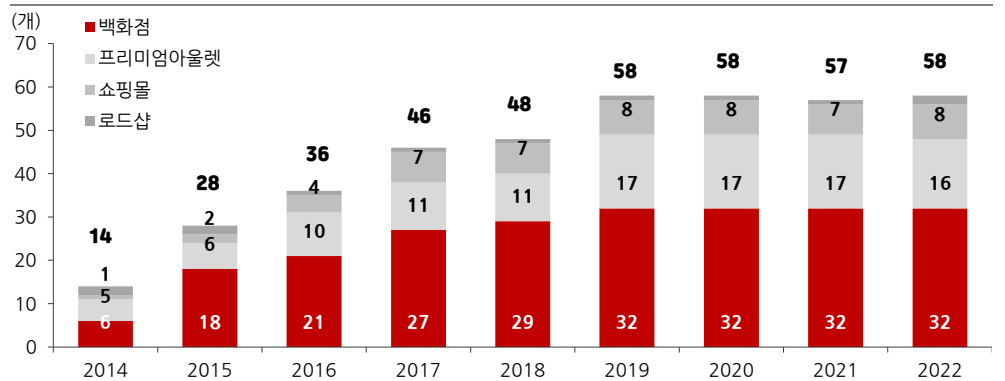


자료: 토박스코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

토박스코리아(별도)의 주력 유통채널은 백화점, 아울렛, 복합쇼핑몰 등 프리미엄 오프라인 채널

토박스코리아(별도)의 2023년 3월 기준 매장수는 58개로 주력 채널은 백화점, 아울렛, 복합쇼핑몰 등 프리미엄 오프라인 채널이다. 동사는 2020년 수익성이 낮은 비효율 매장을 정리하고, 효율이 좋은 기존 매장은 위치를 좋은 곳으로 이동, 면적을 확장하는 등 리뉴얼을 지속하고 있다. 프리미엄 채널 입점 전략을 통해 수입(유통)브랜드의 가격 정책을 일관성 있게 유지하고, 안정적으로 매출을 창출하고 있다. 백화점 및 아울렛의 특성상 동일 콘셉트의 매장 입점을 제한하고 있어 동사가 입점하고 있는 매장에 경쟁 업체가 입점할 가능성이 낮으며, 신규 매장의 경우에도 기존 타 매장의 매출 상위 업체를 중심으로 입점하고 있는데 동사의 매출 효율이 높은 편이라 프리미엄 채널 입점에 있어 유리한 조건을 보유하고 있다.

토박스코리아(별도) 채널 현황



자료: 토박스코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

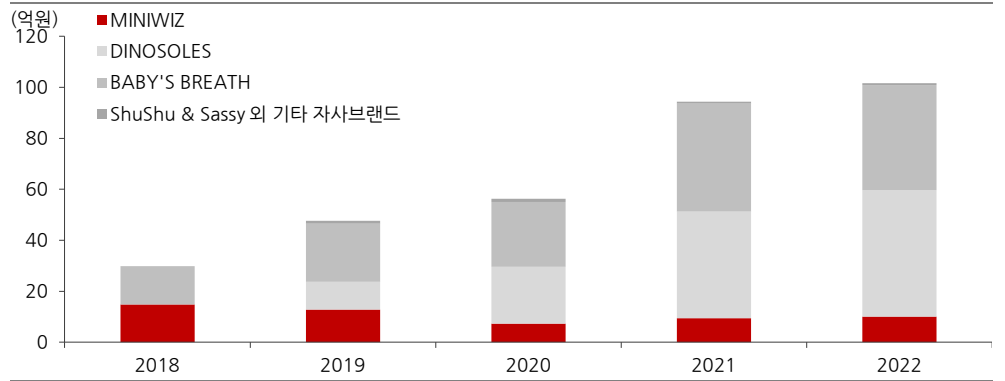
2 자사브랜드 성장이 전사 수익성을 견인

**2023년 자사브랜드 매출
120억원(+18%YoY) 전망**
<주요브랜드>
다이노솔즈(DINOSOLE),
베이비브레스
(BABY'S BREATH)
미니위즈(MINIWIZ)

토박스코리아(별도)의 2023년 자사브랜드 매출은 120억원으로 전년 대비 18% 성장할 전망이다. 자사브랜드 역시 유아동 신발이 중심이며, 2022년 기준 매출 비중은 34%이다. 자사브랜드 매출은 2020년 56억원(+18%YoY), 2021년 94억원(+67%YoY), 2022년 102억원(+8%YoY)으로, 최근 3년 동안 연평균 29% 고성장을 하고 있다.

동사는 유통브랜드 구성 중 비어있는 카테고리에 자사브랜드를 출시해 토박스코리아 매장의 라인업을 강화하고 있다. 동사의 대표적인 유아동 신발 자사브랜드로는 다이노솔즈(DINOSOLE), 베이비브레스(BABY'S BREATH), 미니위즈(MINIWIZ)가 있다. 특히 다이노솔즈와 베이비브레스의 성장세가 눈에 띄며 향후에도 동 브랜드의 활약이 기대된다.

토박스코리아(별도) 자사브랜드 매출 추이



자료: 토박스코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

**다이노솔즈와 베이비브레스를
중심으로 자사브랜드 고성장 중**

다이노솔즈의 2022년 매출액은 50억원으로 최근 3년(2019~2022년) 동안 연평균 66% 고성장을 했다. 다이노솔즈는 하버드 대학교 출신 John.w와 유명한 신발 디자이너인 Jacop의 합작으로 탄생한 브랜드이다. 공룡 발바닥, 밀림을 연상시키는 아웃솔(신발 아랫부분), 감각적인 LED 라이트를 접목한 신선한 디자인이 특징으로 남이는 물론 여아, 부모 모두에게 사랑받는 브랜드로 자리매김했다. 동사는 다이노솔즈의 한국 상표권을 인수함으로써 자사 브랜드로 편입했다.

베이비브레스의 2022년 매출액은 41억원으로 최근 3년(2019~2022년) 연평균 22% 매출액 고성장세를 시현하고 있다. 베이비브레스는 자색 안개꽃에서 모티브를 얻은 브랜드로 여아를 대상으로 전개하고 있다. '샤론', '오데뜨', '클라라', '코코' 등의 여아들이 선호할 만한 컨셉별 제품군을 기획해서 선보이고 있다. 예를 들어 '클라라'는 탈부착 코사지(Corsage, 여성이 옷에 다는 작은 꽃 장식) 컨셉, '코코'는 친환경소재에 퀼팅(Quilting, 피륙과 피륙 사이에 심이나 솜을 넣고 바느질하여 무늬를 두드러지게 하는 기법)을 적용한 모델이다.

자사브랜드 소개



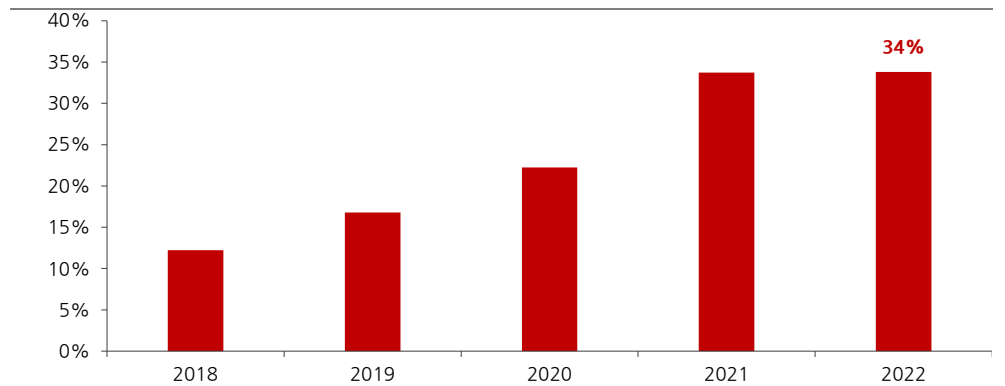
자료: 토박스코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사 부문별 수익성 비교
자사브랜드(별도) > 유통브랜드
(별도) > 스타일노리터(중속)

동사의 사업부문은 크게 별도법인의 1) 유통브랜드, 2) 자사브랜드, 3) 연결대상중속법인인 스타일노리터로 구분된다. 이익률은 자사브랜드(별도) > 유통브랜드(별도) > 스타일노리터(중속) 순서로 자사브랜드의 수익성이 가장 양호하다. 유통브랜드 중에서는 독점유통권을 보유하는 브랜드가 단순히 유통권을 보유하는 브랜드보다 수익성이 좋은 편이다. 참고로 2022년 기준 별도법인의 영업이익이익률은 13.1%, 스타일노리터는 5.0%이다.

자사브랜드는 유통구조 상 유통의 단계가 줄어들기 때문에 통상적으로 이익률이 가장 높다. 토박스코리아(별도) 매출 중 자사브랜드 비중이 2019년 17%, 2020년 22%, 2021년 34%, 2022년 34%로 지속적으로 높아지고 있는 추세이기 때문에, 믹스변화에 따른 전사 영업이익률 상승이 기대된다.

토박스코리아(별도) 매출액 중 자사브랜드 비중



자료: 토박스코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 유아동 카테고리(의류, 화장품, 교구 등) 다각화

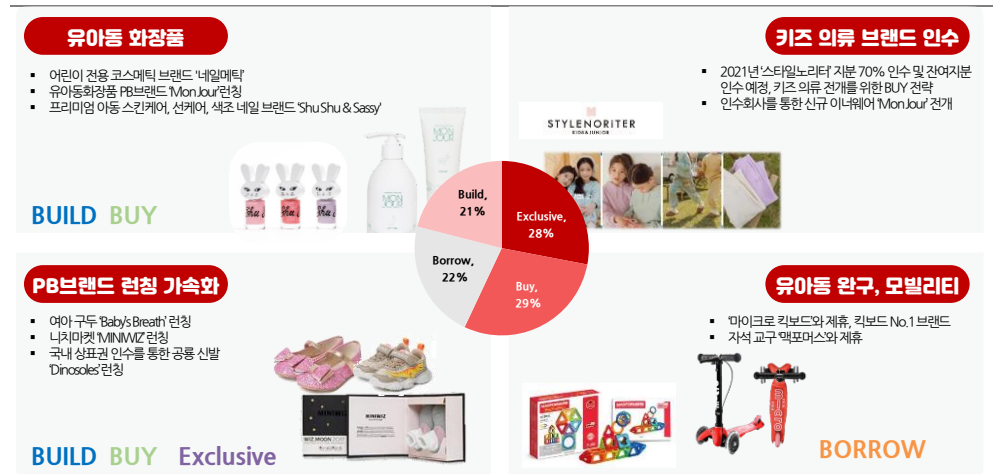
유아동 의류, 화장품, 교구, 키보드 등 카테고리를 확장 중

- 스타일노리터 지분 인수
- 슈슈앤세서 상표권 인수
- 몽쥬르 런칭
- 마이크로키보드, 맥포머스 제휴

유아동 신발을 중심으로 사업을 영위하던 동사는 최근 몇 해 동안 의류, 화장품, 교구, 키보드 등으로 카테고리를 확장했고, 향후 이러한 준비가 매출 성장으로 이어질 가시성이 높다고 판단된다. 동사는 백화점 내에서 입지를 다지면서 더 넓은 공간을 확보하고 있고, 동사의 주력인 유아동 신발과 시너지를 낼 수 있는 카테고리를 1) 직접 자사브랜드로 키우거나(BUILD), 2) 상표권 혹은 브랜드를 인수하거나(BUY), 제휴를 맺어 3) 유통(BORROW) 혹은 4) 독점유통(EXCLUSIVE)하는 방식을 통해 확장하고 있다.

먼저 동사는 2021년 9월 스타일노리터 지분 인수를 통해 사업 다각화에 성공했다. 스타일노리터는 2013년에 설립된 유아동 의류 브랜드이다. 현재 백화점(NC백화점 등)과 가두점 및 대리점과 같은 64개 오프라인 채널과 자사몰을 비롯한 온라인 채널에 유통되고 있다. 특히 온라인 비중이 40% 이상으로 높은 편이어서 경쟁강도가 심한 유아동 의류 조닝에서 꾸준한 흑자를 내고 있다. 2022년 매출액과 영업이익은 각각 214억원, 11억원으로 5.0%의 영업이익률을 기록 중이다. 참고로 동사는 종속회사 토박스랩을 통해 스타일노리터의 지분 70%를 46.2억원에 인수하였고, 나머지 30% 지분도 향후 인수할 것으로 보인다.

토박스코리아 카테고리 확장 전략



주: 1) 'BUILD'는 직접 자사브랜드로 키우는 방식, 2) 'BUY'는 상표권 혹은 브랜드를 인수, 3) 'BORROW'는 유통권을 확보하는 방식, 4) 'EXCLUSIVE'는 독점유통권을 확보하는 방식을 의미
 자료: 토박스코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

한편 동사는 2022년 8월 슈슈앤세서(Shu Shu & Sassy) 브랜드 상표권을 인수해 유아동 화장품 시장에 진출했다. 슈슈앤세서는 토끼 캐릭터 컨셉의 프리미엄 아동 화장품 브랜드로 스킨케어, 선크림, 색조 네일 제품 및 네일스티커 등 제품군을 보유하고 있다. 백화점과 호텔과 같은 프리미엄 채널에 체험존을 열어 재미있는 콘텐츠로 아이와 부모 모두의 만족도를 높이는 브랜드로 자리매김할 것으로 예상된다. 슈슈앤세서는 아이들의 관심도는 높지만 경쟁이 적은 영역이라 선점효과가 있을 것으로 판단되고, 중장기적으로 35개 매장을 확보하며 고객과의 소통을 강화할 계획이다. 뿐만 아니라 동사는 2019년 10월 자사브랜드 몽쥬르(Mon Jour)를 런칭해 화장품과 이너웨어를 전개하고 있다.

동사는 국내에서 높은 점유율을 확보하고 있는 유아동 키보드 브랜드 '마이크로(MICRO, 스위스)'와도 제휴를 맺고 있다. 또 안전성 및 교육 효과 측면에서 탁월해 전 세계적으로 인지도가 높은 스템(과학·기술·공학·수학의 영문 약자) 교구인 자석교구 '맥포머스(MAGFORMERS)'의 유통권 역시 보유하고 있다. 이러한 성공적인 레퍼런스와 프리미엄 채널을 기반으로 동사는 아이들 성장에 필수적인 완구 및 교구, 육아용품 등의 카테고리에서 인지도가 높은 브랜드들과 지속적으로 계약을 맺어갈 것으로 예상된다.

토박스코리아 사업다각화 전략

	TOEBOX	ShuShu.Sassy	STYLENORITER KIDS&JUNIOR	monjour	goorm
카테고리	신발+액세서리	화장품+의류+SPA	의류	이너웨어	인테리어 가구
목표 매장수(개)	65	35	70	30	-
타겟 나이대(세)	2 ~ 10	3 ~ 7	8 ~ 13	4 ~ 10	-
성장전략	자체제작	M&A, 자체제작	M&A	자체제작	제휴

자료: 토박스코리아, 한국IR협회의 기업리서치센터

**스타일노리터 인수를 통해
기존 오프라인 채널에서
온라인채널까지 확장
2023년 해외(싱가포르 등)
진출 계획**

종합하자면 동사는 토박스코리아(별도)와 스타일노리터(종속)를 통해 다양한 가격대 및 채널에서 브랜드를 전개한 경험과 노하우를 바탕으로 유아동 카테고리를 확장하는데 있어 개별 브랜드에 맞는 전략을 수립하기가 용이하다고 판단된다. 토박스코리아(별도)의 주력 채널은 백화점, 프리미엄아울렛, 복합쇼핑몰 등 프리미엄 오프라인 채널이다. 온라인은 자사몰을 비롯해 네이버스토어, 쿠팡, SSG 등 프리미엄 채널 입점을 전략으로 삼고 있다. 또한 스타일노리터는 전국의 대리점/가두점 및 자사몰과 같은 온라인 채널에서 영업을 영위하고 있다.

뿐만 아니라 최근 복합쇼핑몰과 같은 유통사는 체험마케팅, 고객과의 접점 확대 등을 강조하고 있다. 동사는 이러한 흐름에 맞춰 매장 내 공룡과 뷰티 등을 테마로 한 어린이 체험공간, 새로운 인테리어 컨셉 적용 등 차별화된 오프라인 매장을 선보이고 있다. 어린이를 위한 새로운 놀이, 체험, 공간 형성 등의 노하우와 역량을 바탕으로 최근 강화한 카테고리 등을 전개하는데 있어 경쟁력이 있을 것으로 예상된다.

동사는 2023년 상반기 싱가포르 법인 설립을 완료하고 연내 백화점 1~2군데 입점을 목표하고 있다. 동사의 신발 포트폴리오와 스타일노리터 의류 제품군으로 매장을 꾸려 해외에 선보일 예정이다. 싱가포르를 시작으로 향후 인도네시아와 말레이시아 등 동남아 국가로의 확장이 기대된다.

실적 추이 및 전망

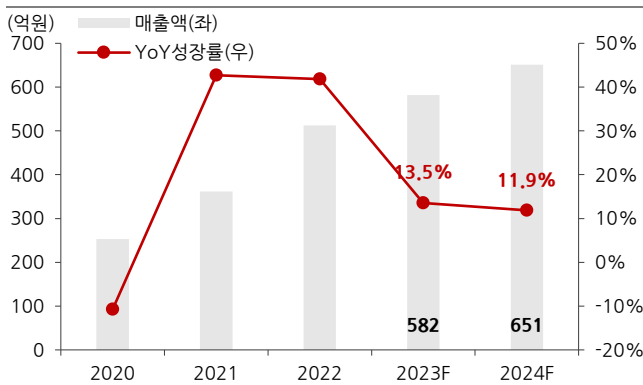
1 2022년 매출액 512억원(+42%YoY), 영업이익 50억원(+72%YoY)

2022년
매출액 512억원(+42%YoY),
영업이익 50억원(+72%YoY)
기록

동사의 2022년 매출액은 전년대비 42% 증가한 512억원을 기록했다. 세부적으로 토박스코리아(별도)의 1) 유통브랜드가 8% 증가한 199억원, 2) 자사브랜드 역시 8% 증가해 102억원을 달성했다. 3) 연결대상종속법인인 스타일노리터의 매출액은 2022년 온기로 반영됨에 따라 전년대비 162% 증가한 214억원을 기록했다. 유아동 신발 브랜드 중에서는 2021년에 들어온 메듀즈와 오즈어그웨어의 절대 매출액 증가 폭이 컸다. 자사브랜드 중에서는 다이노솔즈가 꾸준한 성장을 보여주면서 매출액 증가에 기여했다.

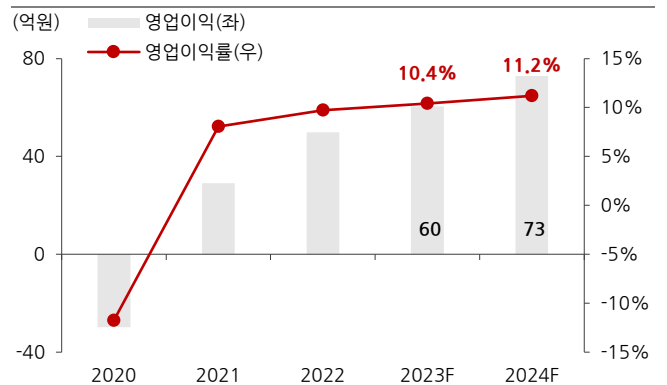
동사의 영업이익은 전년대비 72% 증가한 50억원, 영업이익률 9.7%(+1.7%pYoY)를 기록했다. 1) 스타일노리터의 2022년 영업이익률은 5.0%로 전년(7.3%) 대비 아쉬운 수익성을 시현했지만, 2) 매출의 58%를 차지하는 토박스코리아(별도)의 영업이익률이 13.1%로 전년(8.5%) 대비 큰 폭으로 상승해 전사 영업이익률 상승에 기여했다.

토박스코리아의 연간 매출 전망



자료: 토박스코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

토박스코리아의 연간 영업이익 전망



자료: 토박스코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %YoY, %)

구분	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	253	361	512	582	651
(주)토박스코리아	253	280	301	361	419
(주)스타일노리터	-	82	214	221	232
영업이익	-30	29	50	60	73
지배주주순이익	-35	35	39	47	57
전년대비 증감률					
매출액	-10.7	42.7	41.8	13.5	11.9
영업이익	적전	흑전	71.5	21.3	20.5
지배주주순이익	적전	흑전	13.2	19.7	22.3
영업이익률	-11.8	8.0	9.7	10.4	11.2
지배주주순이익률	-13.8	9.6	7.6	8.1	8.8

자료: 토박스코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 2023년 연간 실적 전망

2023년

매출액 582억원(+14%YoY),

영업이익 60억원(+21%YoY)

전망

2023년 매출액 582억원(+14%YoY), 영업이익 60억원(+21%YoY), 영업이익률 10.4%(+0.7%pYoY)를 전망한다. 올해 실적은 토박스코리아(별도)의 유통브랜드와 자사브랜드 매출액이 전년대비 각각 21%, 18% 증가하며 성장을 견인할 전망이다. 유통브랜드 중에서는 2021년에 들어와 2022년에도 괄목할만한 성장을 보여주었던 매듀즈와 오즈어그웨어가 2023년에도 꾸준한 성장세를 보여줄 것으로 전망한다. 또한 2023년 상반기 독점유통권을 확보한 멜리사&미니멜리사 역시 기대가 큰데, 올 여름 시즌을 시작으로 지속적으로 주목해야할 브랜드라고 판단된다. 자사브랜드 중에서는 다이노솔즈, 베이비브레스의 견조한 성장을 예상한다.

올해 영업이익률은 0.7%p 상승할 것으로 전망하는데, 이는 매출원가율 0.5%p 하락 추정에 기인한다. 동사 매출에서 유통브랜드가 차지하는 비중은 약 40%로, 2023년 연간 환율이 전년대비 소폭 낮아질 것으로 전망함에 따라 매출원가율 하락이 예상된다.

Valuation

2023년 예상 PER, PBR은 각각 9.4배, 1.3배로 역사적 하단 수준

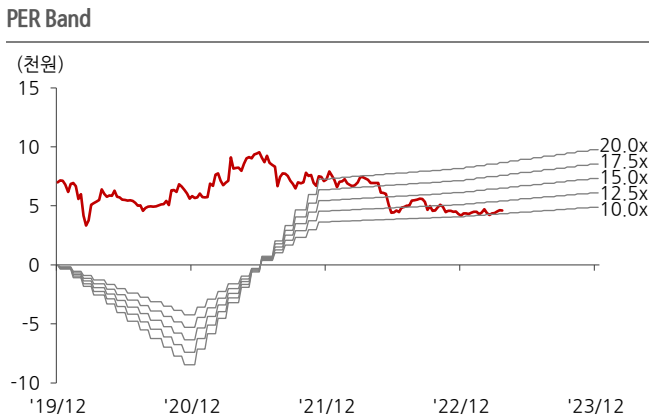
**2023년 예상 PER, PBR은
각각 9.4배, 1.3배로
역사적 하단 수준**

현재 동사는 2023년 예상 EPS 기준 PER 9.4배에 거래되고 있다. 최근 5개년(2019~2023년) 동안 동사의 주가가 PER밴드 10~20배 범위에서 거래되고 있는 점을 감안하면, 현 주가는 역사적 밸류에이션의 하단 수준이다.

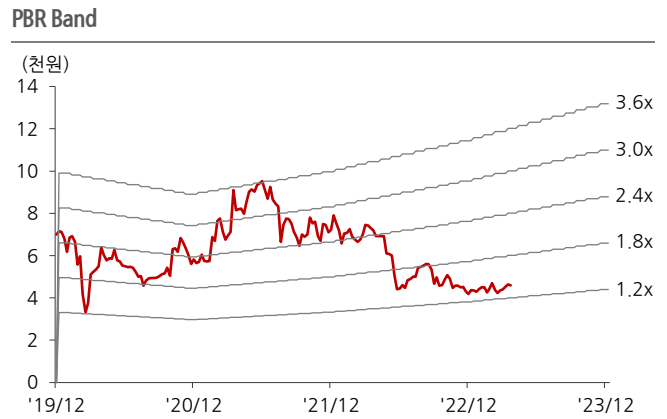
또한 동사는 2023년 PBR 1.3배로 최근 5개년(2019~2023년) PBR밴드 1.2~3.6배 범위에서 거래된 점을 감안하면, PBR 밸류에이션 역시 역사적 하단 수준이다. PBR 밸류에이션을 추가 지표로서 활용하면 동사의 밸류에이션 부담이 더욱 완화된다.

동사는 유아동 신발 조닝에서 수입브랜드를 유통하는 비즈니스를 넘어서 자사브랜드를 인수 혹은 육성하는 방식으로 성장과 수익성 향상을 동시에 이끌어냈다. 최근 몇 년 동안 진행 중인 카테고리 다변화(유아동 의류, 화장품, 교구 등)와 해외 진출 등에서 가시적인 성과를 보여준다면 추가적인 밸류에이션 확장이 가능할 것으로 판단된다.

한편 세부 비즈니스 모델이 상이해 직접적인 비교는 어렵지만 참고해 볼만한 영유아 및 유아동 관련 사업을 영위하는 국내 상장회사로는 꿈비(영유아 및 유아동 가구, 용품), 제로투세븐(영유아 화장품/분유 등 제품의 POE 캔 뚜껑), 네오팜(화장품/영유아전용 화장품 포함), 아가방컴퍼니(영유아 및 유아동 의류 및 용품), 메디앙스(영유아 생활용품, 화장품, 수유용품 등)가 있다.



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

영유아 및 유아동 관련 사업을 영위하는 국내 상장사의 밸류에이션

(단위: 억원)

		토박스코리아	꿈비	제로투세븐	네오팜	아가방컴퍼니	메디앙스
시장 구분		KQ	KQ	KQ	KQ	KQ	KQ
주가(원)		4,600	21,450	8,290	18,050	3,690	3,355
시가총액		442	1,703	1,661	1,481	1,214	396
자산총계	2019	321	N/A	1,277	1,227	1,878	1,397
	2020	276	92	1,111	1,330	1,864	1,371
	2021	384	115	980	1,434	1,951	1,407
	2022	416	160	994	1,553	2,084	1,164
자본총계(지배)	2019	227	N/A	728	1,057	1,350	829
	2020	223	30	723	1,177	1,329	871
	2021	266	54	743	1,303	1,489	931
	2022	305	81	796	1,422	1,614	810
매출액	2019	284	N/A	2,136	832	1,342	973
	2020	253	185	1,410	816	1,225	745
	2021	361	209	864	879	1,510	715
	2022	512	272	904	850	1,743	714
영업이익	2019	11	N/A	112	230	-35	-1
	2020	-30	21	6	219	-39	-4
	2021	29	23	72	224	59	45
	2022	50	11	93	214	145	16
영업이익률(%)	2019	4.0	0.0	5.3	27.6	-2.6	-0.2
	2020	-11.8	11.3	0.4	26.8	-3.2	-0.5
	2021	8.0	11.1	8.3	25.5	3.9	6.3
	2022	9.7	4.2	10.3	25.2	8.3	2.3
당기순이익(지배)	2019	2	N/A	93	192	-158	326
	2020	-35	20	-6	181	-20	40
	2021	35	17	12	177	132	44
	2022	39	13	41	170	104	-117
ROE(%)	2019	0.8	N/A	13.7	23.3	-11.1	49.1
	2020	-15.5	67.2	-0.9	16.2	-1.5	4.7
	2021	14.2	41.1	1.6	14.3	9.4	4.8
	2022	13.7	19.6	5.4	12.5	6.7	-13.5
PER(배)	2019	357.9	N/A	22.5	19.8	N/A	3.1
	2020	N/A	N/A	N/A	12.9	N/A	12.3
	2021	19.9	N/A	188.4	11.5	13.0	16.8
	2022	10.3	N/A	33.4	9.3	10.8	N/A
PBR(배)	2019	2.4	N/A	2.8	3.6	0.9	1.2
	2020	2.4	N/A	2.3	1.9	0.8	0.6
	2021	2.6	N/A	2.9	1.5	1.2	0.8
	2022	1.3	N/A	1.7	1.1	0.7	0.4
PSR(배)	2019	1.9	N/A	1.0	4.6	0.9	1.1
	2020	1.9	N/A	1.2	2.9	0.9	0.7
	2021	1.9	N/A	2.5	2.3	1.1	1.0
	2022	0.8	N/A	1.5	1.9	0.6	0.5
배당수익률(%)	2019	N/A	N/A	N/A	1.6	N/A	N/A
	2020	N/A	N/A	N/A	2.3	N/A	N/A
	2021	N/A	N/A	N/A	2.8	N/A	N/A
	2022	N/A	N/A	N/A	3.7	N/A	N/A
POR(배)	TTM	8.9	150.3	17.8	6.9	8.4	24.6
PER(배)	TTM	11.3	129.1	40.2	8.7	11.7	N/A

주:1) 시가총액과 주가는 4월 20일 종가 기준, 2) TTM은 2022년 1분기~2022년 4분기 실적 기준, 자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터


리스크 요인
경기침체 우려

**의류와 신발 등 소비재 산업은
경기 민감 업종으로
경기침체 우려는 리스크 요인**

의류와 신발과 같은 소비재 산업은 대표적인 경기 민감 업종으로 2022년 5월부터 미국 유통업체를 중심으로 경기침체 및 재고확대 우려가 이슈화되었다. 2022년 ‘고물가, 고금리, 경기침체’라는 거시 경제 환경에 순차적으로 직면하게 됨으로써 소비자의 가치분소독이 감소하고 있고, 이는 의류/신발 소매판매에도 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 결과적으로 경기침체로 인한 소비 위축은 토박스코리아의 단기 실적에도 부정적인 영향을 줄 수 있다고 전망된다.

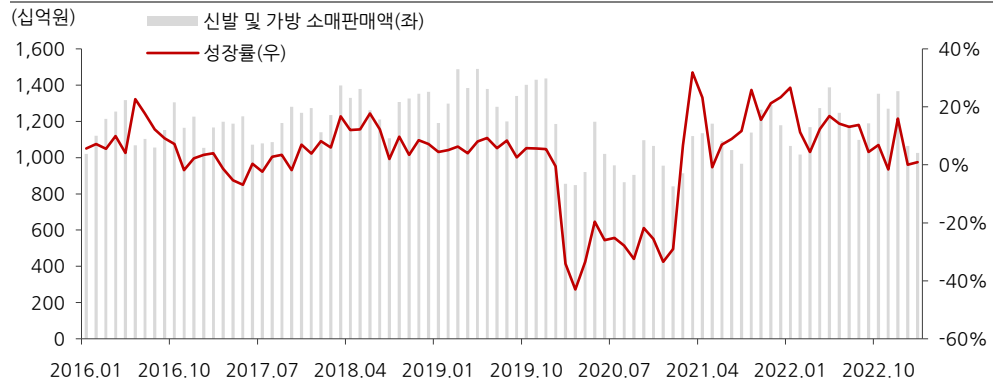
국내 신발 및 가방 소매판매액 추이를 살펴보면, 2020년 코로나 발발로 인해 큰 폭의 감소세를 시현했지만, 2021~2022년 여름까지 보복소비 행태를 보이며 두 자리 수 이상 성장했다. 이는 당시 소비자의 소비패턴이 해외 여행 등에서 국내 소비활동으로 일시적으로 옮겨간 영향도 있다고 판단한다. 2022년 하반기부터는 최근 2년 동인의 기고효과 및 경기둔화 우려로 인해 신발 및 가방 소매판매액이 주춤하는 모양새다.

의류비 지출전망 CSI도 최근 위축된 경기를 반영하고 있다. 소비자심리지수(CCSI, Consumer Composite Sentiment Index)란 소비자를 대상으로 경기에 대한 판단이나 전망 등을 조사하여 경제상황에 대한 심리를 종합적으로 나타내는 지표로서, 한국은행이 우리나라 가계부문의 현재생활형편, 생활형편전망, 가계수입전망, 소비지출전망, 현재경기판단, 향후경기전망 총 6개의 주요 개별지수를 표준화하여 합성해 발표한다. 이 중 ‘소비지출전망 CSI’와 의류비 지출전망에 대한 심리지수인 ‘의류비 지출전망 CSI’를 살펴보면 소비자의 소비지출에 대한 심리를 파악해 볼 수 있다.

소비지출전망 CSI는 2021년 10월부터 2022년 8월까지 110이상을 유지했는데, 2022년 9월부터 현재까지(2023년 2월 제외) 110 이하의 수치를 기록하며 한 단계 하락했다. 의류비 지출전망 CSI는 2021년 5월부터 2022년 6월까지 95이상을 유지했지만, 2022년 7월부터 95 이하 수준을 유지하고 있다. 참고로, 소비자심리지수가 100을 넘으면 앞으로 생활형편이나 경기, 수입 등이 좋아질 것으로 보는 사람이 많다는 의미이며 100 미만이면 경기 상황이 상대적으로 좋지 않다고 평가하는 사람이 많다는 의미이다.

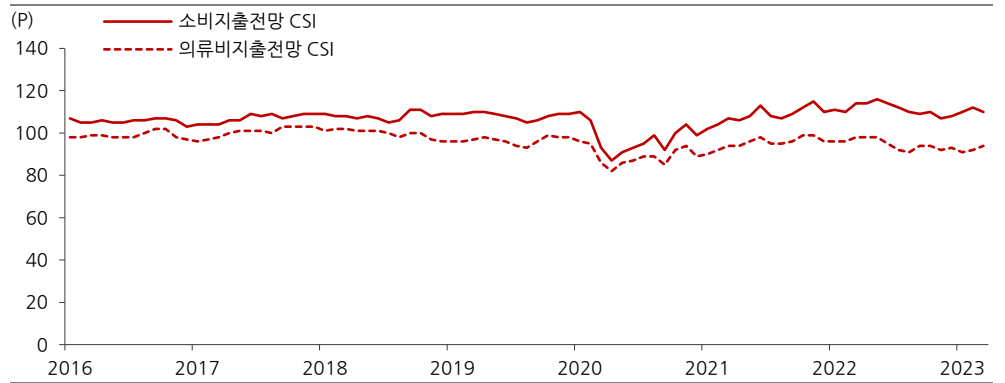
다만 이러한 글로벌 및 국내 경기 침체 우려는 동사에만 적용되는 리스크는 아니다. 동사는 이러한 리스크에 대응하기 위해 적극적으로 주주에 대한 보호 및 기업가치 제고를 위한 행보를 보여 주고 있다. 구체적으로 1) 대주주의 지분매입, 2) 자기주식 취득 등을 최근 몇 년 동안 여러 차례 진행했다. 또한 동사는 최근 몇 년 동안 재고를タイト하게 관리해 재고자산회전율을 정상화시키고, 꾸준히 부채비율을 낮추면서 내실을 다지고 있어 경기 불황에 제한적인 영향을 받을 것으로 판단된다.

신발 및 가방 소매판매액 추이



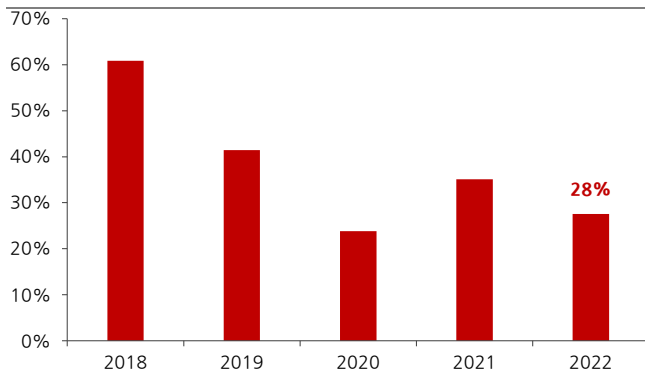
자료: 통계청, 한국R협의회 기업리서치센터

의류비 지출전망 CSI 추이



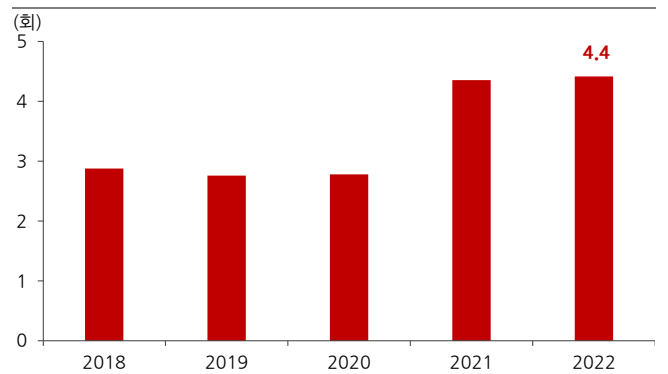
자료: 한국은행, 한국R협의회 기업리서치센터

토박스코리아 부채비율 추이



자료: 토박스코리아, 한국R협의회 기업리서치센터

토박스코리아 재고자산회전을 추이



자료: 토박스코리아, 한국R협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	253	361	512	582	651
증가율(%)	-10.7	42.7	41.8	13.5	11.9
매출원가	149	155	208	233	257
매출원가율(%)	58.9	42.9	40.6	40.0	39.5
매출총이익	104	206	305	349	394
매출이익률(%)	41.1	57.0	59.5	60.0	60.5
판매관리비	134	177	255	289	321
판매비율(%)	53.0	49.0	49.8	49.7	49.3
EBITDA	-20	40	65	77	73
EBITDA 이익률(%)	-7.9	11.1	12.6	13.2	11.2
증가율(%)	적전	흑전	62.1	18.6	-5.3
영업이익	-30	29	50	60	73
영업이익률(%)	-11.8	8.0	9.7	10.4	11.2
증가율(%)	적전	흑전	71.5	21.3	20.5
영업외손익	-5	6	-1	1	1
금융수익	7	8	6	6	5
금융비용	10	1	2	3	2
기타영업외손익	-3	-1	-5	-2	-2
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-35	35	49	61	74
증가율(%)	적전	흑전	39.0	25.0	20.3
법인세비용	0	-1	7	12	16
계속사업이익	-35	36	42	49	57
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-35	36	42	49	57
당기순이익률(%)	-13.8	10.0	8.1	8.4	8.8
증가율(%)	적전	흑전	14.5	17.5	17.4
지배주주지분 순이익	-35	35	39	47	57

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	45	58	21	48	38
당기순이익	-35	36	42	49	57
유형자산 상각비	10	11	15	16	-0
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	33	17	-27	-17	-17
기타	37	-6	-9	0	-2
투자활동으로인한현금흐름	-23	13	-49	-1	0
투자자산의 감소(증가)	-11	59	-31	-1	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-10	-9	-13	0	0
기타	-2	-37	-5	0	1
재무활동으로인한현금흐름	-25	-17	-15	3	3
차입금의 증가(감소)	0	-8	-5	3	3
사채의증가(감소)	-9	-2	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-16	-7	-10	0	0
기타현금흐름	-0	0	0	-0	0
현금의증가(감소)	-3	54	-43	50	42
기초현금	13	11	65	21	71
기말현금	11	65	21	71	113

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	249	298	315	391	458
현금성자산	11	65	21	71	113
단기투자자산	146	93	111	112	113
매출채권	15	27	42	47	53
재고자산	66	100	133	150	168
기타유동자산	12	14	8	10	11
비유동자산	26	86	100	85	86
유형자산	16	25	33	16	17
무형자산	1	30	30	30	30
투자자산	3	12	25	26	27
기타비유동자산	6	19	12	13	12
자산총계	276	384	416	476	545
유동부채	51	63	88	99	110
단기차입금	0	5	0	0	0
매입채무	3	3	12	14	15
기타유동부채	48	55	76	85	95
비유동부채	2	37	2	2	2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	5	0	0	0
기타비유동부채	2	32	2	2	2
부채총계	53	100	90	101	113
지배주주지분	223	266	305	352	409
자본금	45	48	48	48	48
자본잉여금	209	236	236	236	236
자본조정 등	-11	-32	-32	-32	-32
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-21	14	54	100	158
자본총계	223	284	326	375	432

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023F	2024F
P/E(배)	N/A	19.9	10.3	9.4	7.7
P/B(배)	2.4	2.6	1.3	1.3	1.1
P/S(배)	1.9	1.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	N/A	14.9	4.9	4.1	3.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	-423	364	407	488	596
BPS(원)	2,472	2,766	3,175	3,663	4,259
SPS(원)	3,063	3,798	5,328	6,050	6,768
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	-15.5	14.2	13.7	14.3	15.1
ROA	-11.7	11.0	10.4	11.0	11.2
ROIC	-24.5	19.0	26.8	25.9	29.1
안정성(%)					
유동비율	491.7	476.4	358.6	393.7	414.7
부채비율	23.8	35.1	27.6	27.0	26.1
순차입금비율	-53.6	-40.8	-31.6	-40.1	-44.0
이자보상배율	-3.5	24.6	118.5	48.2	52.7
활동성(%)					
총자산회전율	0.8	1.1	1.3	1.3	1.3
매출채권회전율	12.5	17.3	14.9	13.1	13.0
재고자산회전율	2.8	4.4	4.4	4.1	4.1

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.