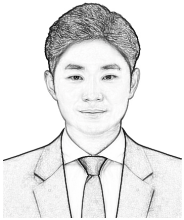


# SK COMPANY Analysis



## SK 중소성장기업분석팀



Analyst  
박찬술

rightsearch@sk.com.kr  
02-3773-9955

### Company Data

자본금	13 억원
발행주식수	1,334 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	2,874 억원

주요주주	
홍재성(외6)	60.46%
자사주	7.48%
외국인지분률	0.90%
배당수익률	1.40%

### Stock Data

주가(21/05/06)	21,600 원
KOSPI	3147.37 pt
52주 Beta	0.72
52주 최고가	22,150 원
52주 최저가	6,560 원
60일 평균 거래대금	30 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	19.4%	18.8%
6개월	216.9%	137.5%
12개월	184.3%	77.1%

## 제이에스코퍼레이션 (194370/KS | Not Rated)

### 2Q21 부터 성장성 보여줄 것

- Guess, Michael Kors, Tapestry, Gap 등 핸드백, 의류 브랜드 ODM 업체
- 2020 년 (주)약진통상 인수를 통해서 외형을 확대. 현재 미국 경제 정상화 수혜 예상
- 3 월 미국 의류 소매 판매가 전월 대비 18.3% 반등, GAP 은 긍정적인 가이드언스 제시
- 1Q21 에 고객사와의 가격 협상, (주)약진통상 추가 비용 절감 등으로 이익률 개선
- 3Q21 까지 전 분기 대비 매출액과 영업이익이 계속 증가할 것으로 예상

### 글로벌 핸드백, 의류 업체들과 2Q21 부터 본격 성장

제이에스코퍼레이션은 핸드백 및 의류 ODM 사이다. 2020 년 기준 매출 비중이 높은 핸드백 고객사는 Guess, Michael Kors, Tapestry, 의류 고객사는 GAP, American Outfitters(AEO)가 있다. 2020 년 칼라일 그룹으로부터 의류 ODM 사 (주)약진통상을 인수하면서 외형 확장(2019 년 기준 합산 매출액 8,158 억원)을 진행했다.

칼라일 그룹은 2018 년 베트남 공장 화재 발생으로 (주)약진통상이 순손실을 기록하고, 2020 년 코로나 19 까지 발생하면서 (주)약진통상의 매각을 추진했다. 인수 당시 제이에스코퍼레이션이 차입을 통해 기존 사업 대비 매출 규모가 큰 업체를 인수하는 것이 성공할 수 있을지에 대한 의문이 있었다. 하지만 인수 후 3Q20 부터 (주)약진통상의 실적이 반등(영업이익 흑자전환)했고, 2020 년 9 월부터 연결 실적에 반영되며 지금은 외형확대에 따른 실적 기대가 높아진 상황이다.

(주)약진통상은 GAP, AEO, Walmart 등 미국 고객사 비중이 높다. 21 년 4 월 15 일 발표된 미국 3 월 의류 소매 판매는 전월 대비 18.3% 증가했는데, 1Q21 에 지급된 3 차 1,400 달러 보조금과 백신 및 따뜻한 날씨 효과의 영향이 있었다. 미국에서는 7 월까지 집단 면역 달성을 목표로 백신 보급이 확대되고 있는데, 5 월 14 일 발표되는 소매판매 지표로 이런 추세가 지속되는 것이 확인될 것으로 생각한다.

### 주요 고객사의 2021 년 가이드언스

불확실성이 아직 높은 코로나 19 상황에서도 제이에스코퍼레이션의 일부 고객사가 올해 실적 가이드언스를 제시한 점이 눈에 띈다. Guess 의 경우 코로나 19 발생 이후 정상 운영 중인 매장수가 2021 년 1 월 말 70%에서 3 월 말에는 77%로 증가했다고 밝혔으며, 앞으로 셋 다우이 없다는 가정하에 올해 실적이 전년과 유사할 것으로 봤다. 반면 GAP 은 올해 전년 대비 15% 이상 성장할 것이라는 긍정적 전망을 내놨다. 외부 활동이 증가하면서 미국 의류 업체의 실적이 2H21 에 크게 반등할 것이라는 시각에 힘을 실어주는 발언이다.

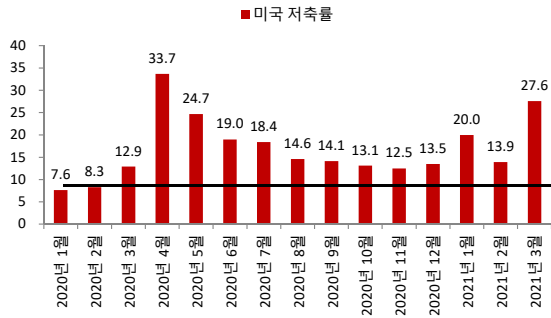
### 1Q21 실적으로 예상해보는 2021 년

제이에스코퍼레이션은 1Q21(연결) 매출액 2,234 억원(QoQ, +1.74%), 영업이익 107 억원(QoQ, +130.2%)을 기록했다. 특히 의류 매출액이 전년 동기 대비 25% 가량 증가한 것으로 추정된다. 영업이익률의 경우 고객사와의 가격 협상 및 의류 생산 공정상 비용 감축 효과로 핸드백 5%대 증반, 의류 4%대 증반으로 개선된 것으로 추정한다.

현재 의류 생산 CAPA 증설에 대한 논의가 진행 중이며, 수주 상황을 감안할 때 2Q21 전사 연결 매출액은 2,669 억원, 영업이익 128 억원을 예상한다. 3Q21 의 경우 분기 계절성을 감안하면 2Q21 실적을 능가할 가능성이 높다는 판단이다. 연간 매출액은 1 조원에 육박하고, 영업이익률 4.6%을 예상한다.

미국 저축률(소비여력)

(단위 : %)

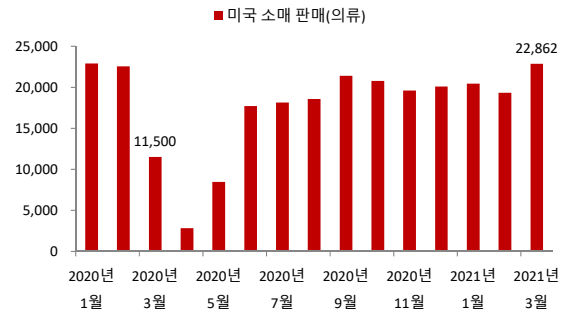


자료 : U.S. Bureau of Economic Analysis, SK 증권

주 : 검정 선은 코로나19 이전 저축률 수준

미국 소매 판매(의류 판매액)

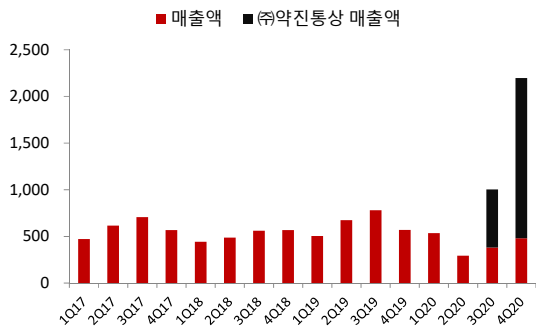
(단위 : 백만달러)



자료 : U.S. Census Bureau, SK 증권

제이에스코퍼레이션 매출액 추이

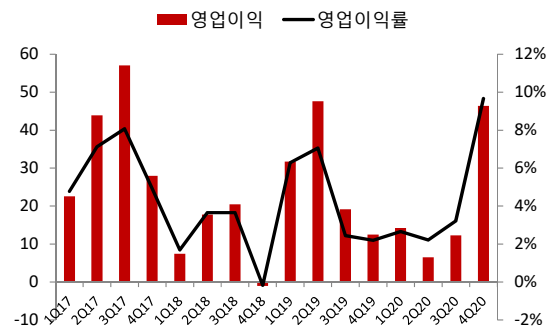
(단위 : 억원)



자료 : 제이에스코퍼레이션, SK 증권

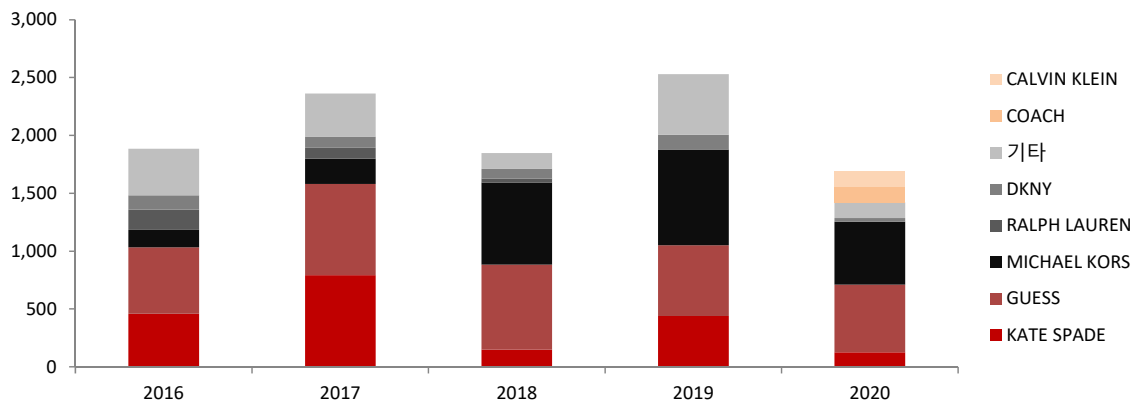
제이에스코퍼레이션 영업이익 및 영업이익률 추이

(단위 : 억원, %)



자료 : 제이에스코퍼레이션, SK 증권

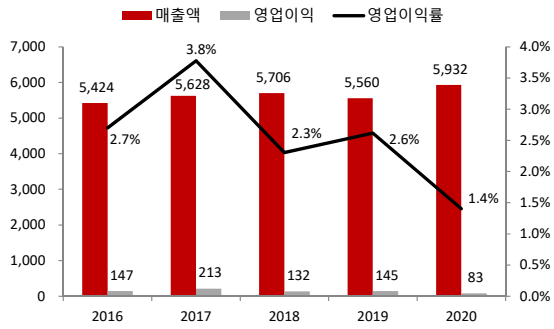
제이에스코퍼레이션 핸드백 부문 고객사별 매출 비중 추이



자료 : 제이에스코퍼레이션, SK 증권

(주)약진통상 실적 추이

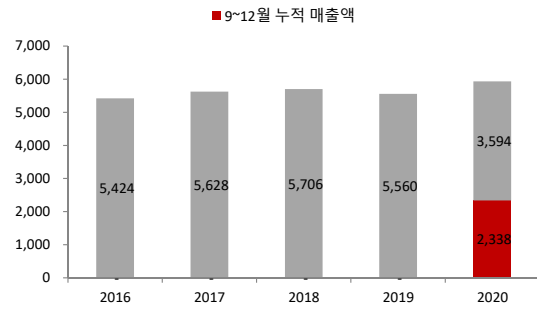
(단위: 억원, %)



자료: 제이에스코퍼레이션, SK 증권

(주)약진통상 매출액 추이

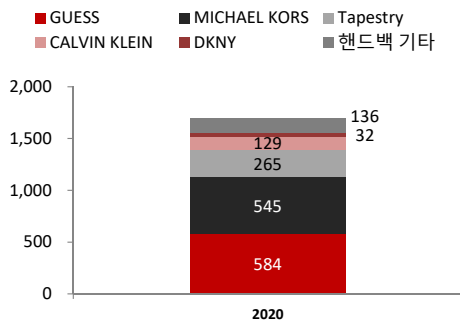
(단위: 억원)



자료: 제이에스코퍼레이션, SK 증권

주요 고객사 및 브랜드별 매출액 비중(핸드백)

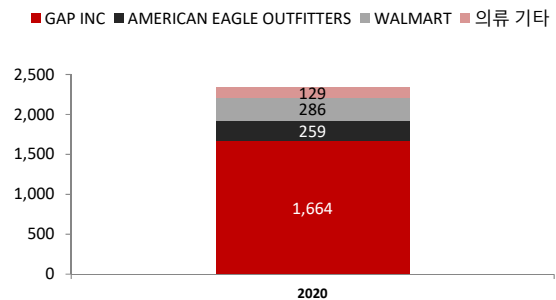
(단위: 억원)



자료: 제이에스코퍼레이션, SK 증권

주요 고객사 및 브랜드별 매출액 비중(의류)

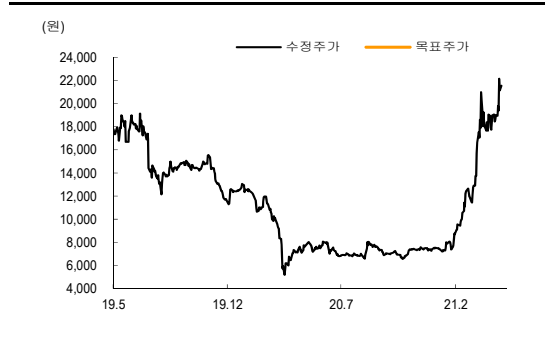
(단위: 억원)



자료: 제이에스코퍼레이션, SK 증권

주: 9~12월 누적 매출액

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.05.06	Not Rated				
2021.03.18	Not Rated				



**Compliance Notice**

- 작성자(박찬솔)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 5 월 6 일 기준)**

매수	91.06%	중립	8.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019	2020
<b>유동자산</b>	1,407	1,296	1,243	1,157	3,010
현금및현금성자산	199	262	118	299	347
매출채권및기타채권	379	319	344	267	834
재고자산	328	386	393	437	1,646
<b>비유동자산</b>	581	608	652	859	2,033
장기금융자산	90	88	83	104	268
유형자산	246	268	301	525	1,247
무형자산	38	34	36	12	35
<b>자산총계</b>	1,988	1,905	1,895	2,016	5,044
<b>유동부채</b>	421	326	329	376	3,236
단기금융부채	129	83	71	100	2,104
매입채무 및 기타채무	166	164	180	196	951
단기충당부채	1	1	1	1	2
<b>비유동부채</b>	14	15	13	71	301
장기금융부채				57	247
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					1
<b>부채총계</b>	434	340	342	447	3,537
<b>지배주주지분</b>	1,552	1,563	1,551	1,568	1,506
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	769	789	789	789	790
기타자본구성요소	-45	-49	-60	-73	-89
자기주식	-60	-79	-93	-106	-118
이익잉여금	804	830	831	843	814
비지배주주지분	2	1	1	2	1
<b>자본총계</b>	1,554	1,564	1,553	1,569	1,507
<b>부채외자본총계</b>	1,988	1,905	1,895	2,016	5,044

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019	2020
<b>영업활동현금흐름</b>	-64	-4	66	207	-56
당기순이익(손실)	105	58	59	82	23
비현금성항목등	67	72	81	113	181
유형자산감가상각비	27	29	34	56	103
무형자산상각비	2	2	3	2	4
기타	38	41	44	55	74
운전자본감소(증가)	-120	-62	-42	29	-225
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-37	18	-33	76	-134
재고자산감소(증가)	-82	-62	-18	-44	-64
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	58	-2	15	16	-42
기타	-133	21	-71	134	-252
법인세납부	-127	-79	-35	-24	-16
<b>투자활동현금흐름</b>	-559	113	-119	76	-291
금융자산감소(증가)	-442	189	-47	235	-114
유형자산감소(증가)	-115	-77	-69	-146	-47
무형자산감소(증가)	-1	-2	-4	0	-12
기타	2	5	8	16	23
<b>재무활동현금흐름</b>	332	-44	-90	-100	413
단기금융부채증가(감소)	-14	8	-3	6	417
장기금융부채증가(감소)	-161			-15	80
자본의증가(감소)	591				1
배당금의 지급	27	32	58	70	50
기타	5	2	4	1	41
<b>현금의 증가(감소)</b>	-287	64	-144	180	49
기초현금	485	199	262	118	299
기말현금	199	262	118	299	347
FCF	-103	58	-28	-108	-1,660

자료 : 제이에스코퍼레이션, SK증권

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019	2020
<b>매출액</b>	1,885	2,363	2,056	2,531	4,028
<b>매출원가</b>	1,410	1,850	1,646	2,049	3,461
<b>매출총이익</b>	475	513	410	482	567
매출총이익률 (%)	25.2	21.7	19.9	19.0	14.1
<b>판매비와관리비</b>	351	361	365	371	488
<b>영업이익</b>	124	152	45	111	79
영업이익률 (%)	6.6	6.4	2.2	4.4	2.0
<b>비영업손익</b>	18	-86	34	13	-62
순금융비용	-9	-5	-10	-5	19
외환관련손익	30	-93	33	19	-36
관계기업투자등 관련손익					-5
<b>세전계속사업이익</b>	142	65	78	124	17
세전계속사업이익률 (%)	7.6	2.8	3.8	4.9	0.4
<b>계속사업법인세</b>	37	7	20	42	-6
<b>계속사업이익</b>	105	58	59	82	23
<b>중단사업이익</b>					
<b>*법인세효과</b>					
<b>당기순이익</b>	105	58	59	82	23
순이익률 (%)	5.6	2.4	2.9	3.3	0.6
지배주주	105	58	59	82	24
지배주주귀속 순이익률(%)	5.59	2.45	2.85	3.24	0.59
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	107	26	62	99	3
지배주주	107	27	62	99	4
비지배주주	0	0	0	0	-1
<b>EBITDA</b>	152	183	82	169	187

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2016	2017	2018	2019	2020
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-21.6	25.3	-13.0	23.1	59.2
영업이익	-42.5	22.2	-70.5	147.9	-28.4
세전계속사업이익	-46.0	-54.3	20.5	58.4	-86.2
EBITDA	-37.0	19.9	-55.3	106.6	10.4
EPS(계속사업)	-50.1	-45.5	1.3	40.2	-71.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.3	3.7	3.8	5.3	1.5
ROA	5.9	3.0	3.1	4.2	0.7
EBITDA마진	8.1	7.7	4.0	6.7	4.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	334.5	398.2	378.2	307.6	93.0
부채비율	28.0	21.8	22.0	28.5	234.7
순차입금/자기자본	-34.9	-29.7	-25.0	-14.9	132.8
EBITDA/이자비용(배)	25.1	77.9	50.6	47.4	7.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	796	434	439	615	177
BPS	12,094	12,312	12,327	12,546	12,177
CFPS	1,011	669	717	1,051	981
주당 현금배당금	250	300	450	500	450
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	49.1	47.7	37.8	31.1	73.7
PER(최저)	18.4	28.9	23.9	16.2	29.2
PBR(최고)	3.2	1.7	1.4	1.5	1.1
PBR(최저)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.4
PCR	16.3	19.1	15.4	12.0	7.7
EV/EBITDA(최고)	29.0	12.5	22.4	13.8	20.2
EV/EBITDA(최저)	9.1	6.6	12.5	6.5	14.6