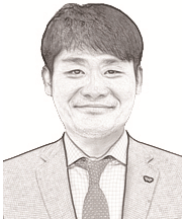


# SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

자본금	13 억원
발행주식수	1,334 만주
자사주	44 만주
액면가	100 원
시가총액	2,237 억원
주요주주	
홍재성(외4)	57.20%
한화자산운용(외1)	7.27%
외국인지분률	1.20%
배당수익률	1.50%

## Stock Data

주가(17/02/22)	16,550 원
KOSPI	2094.12 pt
52주 Beta	0.79
52주 최고가	35,100 원
52주 최저가	13,400 원
60일 평균 거래대금	8 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	14.1%	11.9%
6개월	-15.0%	-17.6%
12개월	-50.2%	-54.7%

제이에스코퍼레이션 (194370/KS | 매수(신규편입) | T.P 22,000 원)

## 성장 궤도 재진입에 성공

최대 거래처의 발주 회복과 베트남을 통한 생산능력 확대, 신규 거래처 증가로 재도약을 위한 발판이 마련되었다. 2017 년은 성장궤도의 재진입으로 매출액 29%, 영업이익 77% 증가가 예상된다. 2018 년에도 20%이상의 수익 증가에는 무리가 없어 보인다. 투자의견 매수, 목표주가 22,000 원을 제시하며 신규편입한다.

## 2017 년은 정상화의 원년

2017 년은 정상화의 원년이다. 2017 년 매출액 2,403 억원, 영업이익 220 억원으로 전년 대비 각각 29%, 77% 증가하며 실적이 성장궤도에 안착할 것으로 전망된다. 주된 이유는 최대 거래처인 Kate spade 의 물량 회복, GUESS 의 주문 증가, 신규거래처 확보에 따른 외형성장 등이다. 매출액의 34%(15 년 기준)를 차지하는 Kate spade 는 지난해 하반기부터 사실상 이전 수준의 물량을 회복하였다. GUESS 는 베트남공장 신규증설과 탈중국화 경향의 수혜가 예상된다.

## 정상화에서 다시 성장으로

베트남 공장 본격 가동과 인도네시아 공장 가축라인 생산안정화, 신규고객 확보로 2018 년에는 성장의 결실을 맺을 것이다. 베트남 공장은 생산능력 증대를 위해 중고가 라인을 중심으로 건설되고 있다. 금년 4 월 완공이 예정되어 있으며 최대 생산량은 500 만 PCS 로 단일 공장으로는 세계 최대 규모이다. 베트남 공장 신설로 인건비 절감, 외주 생산 물량의 자체 생산을 통한 품질 및 생산능력 확대가 가능할 전망이다. 370 만 PCS 의 생산능력을 지닌 인도네시아 자카르타 공장은 가축라인을 신설함에 따라 제품 대응력이 향상될 것이다.

## 투자의견 매수, 목표주가 22,000 원을 제시하며 신규편입

투자의견 매수, 목표주가 22,000 원을 제시하며 신규편입한다. 목표 PER 은 16 배로 동종업체의 평균 11 배와 비교해서 다소 높은 수준이다. 이는 동사가 지닌 성장 잠재력과 생산능력 확대에 따른 M/S 확대 가능성 등을 반영한 것이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	1,049	1,620	2,403	1,885	2,430	2,904
yoy	%	-6.7	54.4	48.4	-21.6	28.9	19.5
영업이익	억원	119	214	216	124	220	292
yoy	%	272.5	80.2	0.7	-42.4	77.3	32.7
EBITDA	억원	127	227	242	154	258	346
세전이익	억원	88	245	263	142	234	304
순이익(지배주주)	억원	60	189	196	108	181	235
영업이익률%	%	11.3	13.2	9.0	6.6	9.1	10.1
EBITDA%	%	12.2	14.0	10.1	8.2	10.6	11.9
순이익률	%	5.8	11.8	8.2	5.7	7.4	8.1
EPS	원	785	2,209	1,653	818	1,354	1,760
PER	배	0.0	0.0	0.0	20.2	12.4	9.5
PBR	배	0.0	0.0	0.0	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	10.8	6.3	4.3
ROE	%	18.6	41.3	25.6	8.4	10.7	12.5
순차입금	억원	50	138	-163	-531	-606	-741
부채비율	%	58.7	121.5	61.2	28.0	26.9	27.5

## 2017 년은 실적회복의 원년

**2017 년은 실적정상화의 원년,  
매출액, 영업이익 각각 29%, 77%  
증가 예상**

2017 년은 정상화의 원년이다. 2017 년 매출액 2,403 억원, 영업이익 220 억원으로 전년대비 각각 29%, 77% 증가하며 실적이 정상궤도에 안착할 것으로 전망된다. 주된 이유는 최대 거래처인 Kate spade 의 물량 회복, GUESS 의 주문 증가, 신규거래처 확보에 따른 외형성장 등이다

**최대 거래처인 Kate spade 향 물량  
증가, 2017 년에는 242 만개까지  
증가할 것으로 전망**

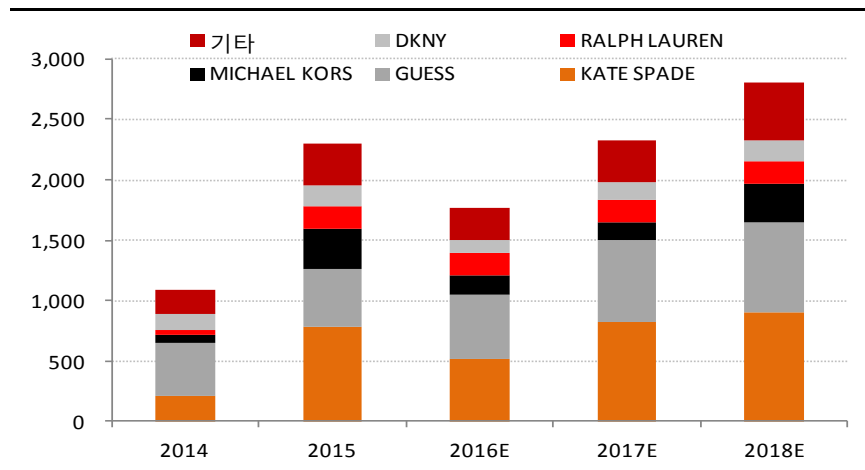
Kate spade 는 매출액의 34%(2015 년 기준)를 차지하는 최대 거래처였다. 그러나 중국 공장의 아웃소싱 확대와 품질문제가 불거짐에 따라 발주물량이 감소하면서 매출비중이 25%(3Q16 누적 기준)까지 하락하였다. 하지만 이후 적극적인 대처로 매출하락을 이끌었던 요인들을 제거하면서 지난해 하반기부터는 사실상 이전 수준의 물량을 회복한 상황이다. 2017 년에는 Kate spade 의 동남아 지역 신규매장 확대 정책에 따라 물량이 증가할 가능성도 높아졌다. Kate spade 향 물량은 2015 년 232 만개에서 2016 년 136 만개로 떨어졌지만, 2017 년에는 242 만개까지 증가할 것으로 예상된다.

**GUESS 향 매출은 안정적으로 증가,  
MICHAEL KORS 향은 내년부터  
정상화될 것**

안정적 거래처인 GUESS 향 매출은 성장이 예상된다. 베트남 공장 PVC 라인 신규가동에 따른 주문물량 증가가 예상되기 때문이다. 매출액은 2015 년 474 억원에서 16 년 531 억원, 17 년에는 674 억원까지 증가할 것으로 전망된다. MICHAEL KORS 향은 금년까지 의미 있는 개선이 힘들 것이다. 생산기지의 탈 중국화 경향이 뚜렷하기 때문이다. 그러나 2018 년부터는 자카르타 공장의 가족생산라인 확보로 예전 수준의 매출회복이 기대된다.

거래처별 매출 추이

(단위 : 억원)



자료 : 제이에스코퍼레이션, SK 증권 추정

## 2018 년은 다시 성장으로

### 2018 년은 성장의 결실을 맺는 첫해

금년이 실적정상화의 원년이라면 2018 년은 성장의 결실을 맺는 한 해일 것이다. 베트남 공장 본격 가동과 인도네시아 공장의 가족라인 생산안정화, 신규고객 확보가 성장의 주된 이유이다. 2018 년 매출액은 2,904 억원, 영업이익은 305 억원으로 금년대비 각각 20%, 33% 증가가 예상된다.

### 베트남 공장, 500 만 PCS capa 로 4 월 완공 예정, 인건비 절감, 생산성 향상 등 가능

베트남 공장은 생산능력 증대를 위해 중고가 라인을 중심으로 건설되고 있다. 금년 4 월 완공이 예정되어 있으며 최대 생산량은 500 만 PCS 로 단일 공장으로는 세계 최대 규모이다. 베트남 공장 신설로 인건비 절감(평균 임금 640 달러에서 320 달러로), 외주 생산 물량(2014~15 년 청도 공장 외주생산 비율 29%)의 자체 생산을 통한 품질 및 생산능력 확대가 가능할 전망이다. 첫해 생산량은 80 만개로 시작되며 중국 동관 외주물량과 자카르타 생산량 일부를 감당할 예정이다. 연간 감가상각비는 10 억원 정도로 추정된다. 370 만 PCS 의 생산능력을 지닌 인도네시아 자카르타 공장은 가족라인을 신설함에 따라 제품 대응력이 향상될 것이다.

### 생산법인 현황



Jakarta Indonesia  
Size : 23,000 m<sup>2</sup>  
Employees : 3,500



Ho Chi Minh Vietnam  
Size : 80,000 m<sup>2</sup>  
Employees : 7,000



Dongguan China  
Size : 42,000 m<sup>2</sup>  
Employees : 1,200



Qingdao China 1  
Size : 25,000 m<sup>2</sup>  
Employees : 1,000



Qingdao China 2  
Size : 80,000 m<sup>2</sup>  
Employees : 2,500



Qingdao China 3  
Size : 18,000 m<sup>2</sup>  
Employees : 700

자료 : 제이에스코퍼레이션

## 다양한 고객확보는 진행형

추가적인 브랜드 계약 가능성 높은  
상황

1998 년 GUESS 를 시작으로 GAP, Kate Spade, Michael Kors, Burberry, RALPH LAUREN 등으로 고객사를 확대해왔다. 조만간 코치, 알렉산더왕 등 추가 브랜드에 서로 가지적인 성과가 있을 것으로 기대된다. 이와 같은 고객사 다변화가 예상되는 이유는 베트남 공장 신설과 자카르타 공장의 숙련도 향상을 통한 생산능력 확대로, 주요 고객사의 탈 중국화에 대한 대응이 가능해졌기 때문이다.

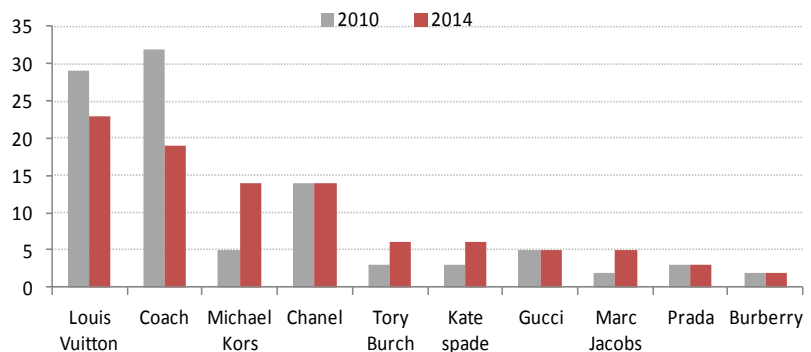
### 거래선 확보 현황

브랜드명	거래개시일
GUESS	1998년 01월
GAP	2000년 04월
RALPH LAUREN	2002년 06월
Kate spade	2004년 03월
Burberry	2006년 03월
MICHAEL KORS	2006년 10월
DKNY	2006년 12월
Tommy Hilfiger	2008년 12월
MILLY New York	2013년 01월
SamsaNite	2013년 12월
VIVIENNE TAM	2014년 01월
Calvin Klein	2014년 04월
RALPH LAUREN Collection	2015년 12월

자료: 제이에스코퍼레이션

### 브랜드별 글로벌 시장 점유율

(단위 : %)



자료 : Global Handbags Market Report

## 실적 및 밸류에이션

**2017년 매출액 2,403억원,  
영업이익 220억원으로 전년대비  
각각 29%, 77% 증가 예상**

2017년 매출액 2,403억원, 영업이익 220억원으로 전년대비 각각 29%, 77% 증가할 것으로 예상된다. 최대 고객사인 Kate spade의 물량 회복, GUESS의 꾸준한 발주 증가, 신규거래처 확보에 따른 외형성장이 가능하기 때문이다. 지난 4분기 실적(매출액 533억원, 영업이익 37억원, 영업이익률 7.7%)이 이를 확인시켜준 것으로 판단된다. 2018년에도 성장은 지속될 것이다. 매출액은 2,904억원, 영업이익은 292억원으로 금년대비 각각 20%, 33% 증가가 예상된다. 베트남 공장의 본격적인 가동이 외형증가를 이끄는 가운데 자카르타 고급라인 생산안정화, 신규고객 증가 등이 나타날 것이다.

**투자이건 매수, 목표주가  
22,000원을 제시하며 신규편입**

투자이건 매수, 목표주가 22,000원을 제시하며 신규편입한다. 목표 PER은 16배로 동종업체의 평균 11배와 비교해 다소 높은 수준이다. 이는 동사가 지닌 성장 잠재력과 생산능력 확대에 따른 M/S 확대 가능성 등을 반영한 것으로 적정한 수준이다.

### 실적추이

(단위: 억원)

	2014	2015	1Q16	2Q	3Q	4QP	2016P	2017E	2018E
매출액	1,620	2,403	396	425	531	533	1,885	2,430	2,904
영업이익	214	216	21	25	41	37	124	220	292
영업이익률	13.2%	9.0%	5.3%	5.9%	7.7%	6.9%	6.6%	9.1%	10.1%
세전이익	245	263	-2	34	11	100	143	234	305
순이익	191	196	19	21	3	64	107	180	235
KATE SPADE & COMPANY	204	787	66	61	196	193	516	823	902
GUESS	445	474	81	144	151	155	531	674	750
MICHAEL KORS	61	339	85	37	22	20	164	148	320
RALPH LAUREN CORP	47	180	39	37	51	52	179	183	180
DKNY	134	170	38	24	25	28	115	154	171
기타	194	345	64	89	59	54	266	346	480
합계	1,085	2,295	373	392	504	502	1,771	2,328	2,803

자료: 제이에스퍼레이션 SK 증권 추정

주: 거래처별 실적은 별도기준

## 주요 업체 밸류에이션

(단위: 백만달러)

구분	년도	영원무역	한세실업	화승인더	푸젠그룹(대만)	유원공업(홍콩)
매출액	2015	1,401	1,403	660	8,476	8,435
	2016E	1,759	1,333	842	9,066	8,510
	2017E	1,840	1,616	1,045	9,621	8,877
영업이익	2015	174	126	39	389	406
	2016E	157	79	64	557	568
	2017E	170	91	86	639	586
P/E(x)	2015	14.4	20.5	19.3	13.3	14.3
	2016E	10.3	15.1	13.0	10.8	12.5
	2017E	9.9	13.8	9.8	9.6	11.8
P/B(x)	2015	1.6	5.0	3.2	1.8	1.2
	2016E	1.1	2.2	1.8	1.5	1.3
	2017E	1.0	2.0	1.5	1.2	1.2
ROE(%)	2015	12%	27%	19%	14%	9%
	2016E	11%	15%	19%	15%	11%
	2017E	10%	15%	17%	14%	11%

자료: Bloomberg

## 투자의견변경

일시

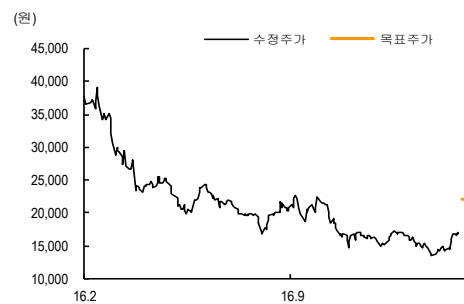
투자의견

목표주가

2017.02.27

매수

22,000원



## Compliance Notice

- 작성자(이지훈)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 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 2월 27일 기준)

매수	95.65%	중립	4.35%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	802	1,086	1,361	1,516	1,810
현금및현금성자산	140	485	184	240	374
매출채권및기타채권	347	337	402	459	548
재고자산	247	246	294	335	400
<b>비유동자산</b>	443	504	689	729	728
장기금융자산	70	97	89	89	89
유형자산	104	153	228	253	252
무형자산	7	10	36	34	33
<b>자산총계</b>	1,245	1,590	2,050	2,245	2,539
<b>유동부채</b>	497	529	416	439	506
단기금융부채	156	275	112	92	92
매입채무 및 기타채무	217	100	119	136	162
단기충당부채	1	1	1	1	1
<b>비유동부채</b>	186	74	32	37	40
장기금융부채	161	48	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	683	604	448	476	547
<b>지배주주지분</b>	550	985	1,600	1,768	1,991
자본금	11	12	13	13	13
자본잉여금	-3	234	769	769	769
기타자본구성요소	0	4	13	13	13
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	529	726	807	988	1,223
비지배주주지분	12	2	1	1	1
<b>자본총계</b>	562	986	1,602	1,770	1,992
<b>부채외자본총계</b>	1,245	1,590	2,050	2,245	2,539

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	172	182	-99	126	175
당기순이익(손실)	191	196	108	180	234
비현금성항목등	82	191	37	78	112
유형자산감가상각비	12	25	28	34	51
무형자산상각비	1	1	2	3	3
기타	12	95	21	0	4
운전자본감소(증가)	-35	-127	-74	-61	-101
매출채권및기타채권의 감소(증가)	78	22	-66	-56	-89
재고자산감소(증가)	-46	57	-47	-41	-65
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-43	-145	20	17	26
기타	-24	-61	19	20	27
법인세납부	-66	-79	-170	-71	-70
<b>투자활동현금흐름</b>	-42	-69	-562	-45	-36
금융자산감소(증가)	17	-25	-461	0	0
유형자산감소(증가)	-10	-49	-110	-59	-50
무형자산감소(증가)	-1	-4	-2	-2	-2
기타	-49	9	10	15	15
<b>재무활동현금흐름</b>	-39	225	363	-25	-4
단기금융부채증가(감소)	0	-29	-34	-20	0
장기금융부채증가(감소)	0	50	-161	0	0
자본의증가(감소)	0	203	591	0	0
배당금의 지급	-10	0	-27	0	0
기타	-2	0	-6	-5	-4
<b>현금의 증가(감소)</b>	93	346	-301	55	134
기초현금	47	140	485	184	240
기말현금	140	485	184	240	374
FCF	-53	99	-293	83	126

자료 : 제이에스퍼레이션 SK증권

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	1,620	2,403	1,885	2,430	2,904
<b>매출원가</b>	1,202	1,806	1,405	1,830	2,187
<b>매출총이익</b>	417	597	480	600	717
매출총이익률 (%)	25.8	24.9	25.5	24.7	24.7
<b>판매비와관리비</b>	203	382	356	380	425
영업이익	214	216	124	220	292
영업이익률 (%)	13.2	9.0	6.6	9.1	10.1
<b>비영업손익</b>	31	48	18	14	12
<b>순금융비용</b>	12	12	-7	-9	-11
외환관련손익	24	32	22	5	5
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-1	0	0	0	0
세전계속사업이익	245	263	142	234	304
세전계속사업이익률 (%)	15.2	11.0	7.6	9.6	10.5
계속사업법인세	51	67	35	54	70
<b>계속사업이익</b>	194	196	108	180	234
중단사업이익	-4	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	191	196	108	180	234
<b>순이익률 (%)</b>	11.8	8.2	5.7	7.4	8.1
지배주주	189	196	108	181	235
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	11.65	8.16	5.74	7.43	8.08
비지배주주	2	0	-1	-1	-1
<b>총포괄이익</b>	199	193	96	168	222
지배주주	196	193	96	168	222
비지배주주	3	0	0	0	0
EBITDA	227	242	154	258	346

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	54.4	48.4	-21.6	28.9	19.5
영업이익	80.2	0.7	-42.4	77.3	32.7
세전계속사업이익	178.0	7.4	-45.9	64.1	30.1
EBITDA	78.2	6.5	-36.3	67.1	34.4
EPS(계속사업)	181.4	-25.2	-50.6	65.6	30.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	41.3	25.6	8.4	10.7	12.5
ROA	20.9	13.8	5.9	8.4	9.8
EBITDA마진	14.0	10.1	8.2	10.6	11.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	161.2	205.2	327.0	345.7	357.6
부채비율	121.5	61.2	28.0	26.9	27.5
순차입금/자기자본	24.5	-16.5	-33.2	-34.3	-37.2
EBITDA/이자비용(배)	15.7	16.9	19.6	47.7	78.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,209	1,653	818	1,354	1,760
BPS	4,922	7,990	12,000	13,261	14,928
CFPS	2,315	1,873	1,044	1,635	2,166
주당 현금배당금	0	250	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	0.0	0.0	47.8	12.6	9.7
PER(최저)	0.0	0.0	17.9	9.9	7.6
PBR(최고)	0.0	0.0	3.3	1.3	1.1
PBR(최저)	0.0	0.0	1.2	1.0	0.9
PCR	0.0	0.0	15.8	10.2	7.7
EV/EBITDA(최고)	0.0	0.0	28.8	6.4	4.4
EV/EBITDA(최저)	0.0	0.0	9.2	4.6	3.0