

주간 탐방노트

- ☒ _____
- ☒ _____
- ☒ _____
- ☐ _____
- ☐ _____
- ☐ _____
- ☐ _____

SK증권 그린솔루션/항공우주/스몰캡
나승두

2022년 06월 첫째 주_2022.06.03.

SK COMPANY Analysis



Analyst
남승두

nsdoo@sk.com.kr
02-3773-8891

Company Data

자본금	445 억원
발행주식수	8,737 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,054 억원
주요주주	
바이오리더스	26.11%

외국인지분률	5.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/06/02)	1,165 원
KOSDAQ	891.14 pt
52주 Beta	0.53
52주 최고가	2,050 원
52주 최저가	1,150 원
60일 평균 거래대금	74 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.0%	-4.7%
6개월	-4.1%	3.7%
12개월	-25.2%	-17.8%

비엘팜텍 (065170/KQ | Not Rated)

2 분기부터 실적 기대감 고조

- 기능성 원료 개발 통한 자체 건기식 제품 생산 및 OEM/ODM 생산 사업 등 영위
- 2020 년 화재 발생 공장 복구하며 첨단 설비 도입 및 CAPA 2 배 증설
- 코로나19 겪으며 건기식 수요 크게 증가, ODM/ODM 위탁 생산 의뢰 증가
- 지난해 이미 화재 이전 수준 실적 뛰어넘어, 올해 이익 성장 도드라질 것
- 4 월부터 본격 판매한 체지방 감소 '모로실' 건기식, 2 분기부터 실적 기대감 높여

올해 3 월 사명 변경한 건기식 개발/제조/생산/판매 전문 업체

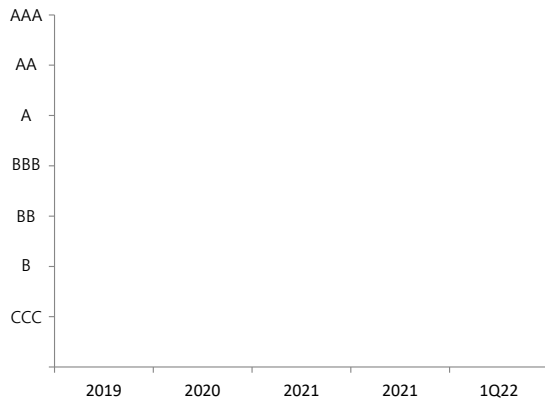
비엘팜텍은 기능성 원료 개발을 통한 건강식품 생산 및 OED/ODM, 화장품 및 진단 사업 등을 영위한다. 모회사 바이오리더스를 필두로 모든 계열회사들이 '비엘'이라는 이름으로 사명 통일 작업을 거쳤고, 비엘팜텍은 올해 3 월 '넥스트 BT'에서 '비엘팜텍'으로 사명을 변경하였다. 계열회사 비엘헬스케어(지분율 58.7%)는 기능성 개별인정원료 및 화장품 소재 등을 개발하고 자체 제품 및 OEM/ODM 제품 생산을 담당한다. 계열회사 비엘사이언스(지분율 100%)는 진단키트 생산 및 검체분석 서비스를 담당한다. 비엘팜텍은 비엘헬스케어가 개발/생산한 건강기능식품의 유통 및 판매를 담당한다. 지난해 기준 매출 비중은 건강기능식품 84.5%, 진단 및 메디컬 3.4%, 화장품 0.4%, 기타 11.8%로 구성되어 있다. 건강기능식품 관련 매출 비중이 가장 큰 만큼 계열회사 비엘헬스케어의 역할이 큰 것이 사실이다. 지난 2019 년 4 월 비엘헬스케어(舊 내추럴에프 앤피) 오창 공장에서 화재가 발생하면서 완벽히 복구하는데 약 1 년여의 시간이 걸렸다. 이 때문에 2018 년 531 억을 기록했던 비엘헬스케어의 매출이 2019 년 249 억까지 절반 이상 감소한 바 있다. 하지만 2020 년 6 월, 화재가 발생했던 오창 공장의 복구는 물론 추가 증설 및 첨단 시설 도입 등으로 화재 이전보다 생산 CAPA 를 2 배 이상으로 확대하는 데 성공하는 저력을 보였다.

새옹지마, 모두가 찾는 생산시설 효과

2019 년 오창 공장의 화재는 새옹지마였다. 화재를 극복하는 과정에서 다양한 제형 생산설비 도입 및 CAPA 증설 등을 추진했고, 마침 코로나 19 확산 영향으로 면역력 강화 식품 등을 중심으로 건강기능식품 수요가 크게 증가했다. 그런데 2019 년 대비 2020 년 건강기능식품 판매업자는 12.2% 급증하는 동안 건강기능식품 제조업자는 2.6% 증가하는데 그쳤다. 소비자들의 건강기능식품 수요는 크게 증가했는데, 이 수요를 뒷받침할 수 있는 공급망의 확충은 더뎠던 것이다. 이는 오히려 믿을 수 있는 생산 시설을 보유한 곳으로 OED/ODM 의뢰가 집중되는 계기가 되었다. 건강기능식품 제조 공장을 구축하는데 많은 비용이 드는 것도 사실이지만, 생산 시설의 GMP 승인 등을 받는데 많은 시간이 소요되기 때문이다. 비엘헬스케어가 2020 년 공장 복구 완료 이후 지난해 바로 화재 발생 이전 수준을 뛰어넘는 매출을 기록할 수 있었던 가장 큰 이유다. 국내 대표 건강기능식품 업체들의 위탁생산 의뢰도 계속 이어지는 가운데, 올해 자체적으로 개발한 원료들에 대한 추가 인증이 이어질 것으로 예상되고 이를 활용한 자체 제품 생산/판매가 더욱 확대될 전망이다. 가장 주목되는 제품은 '모로실' 원료를 활용한 다이어트 기능식품이다. 여타 원료보다 체지방 감소 효능이 높게 나타나면서 다이어트 건기식의 새로운 트렌드를 주도할 것으로 보인다. 4 월부터 본격적으로 제품 판매가 시작된 점을 감안하면 2 분기부터 실적 상승에 큰 기여를 할 것으로 전망한다.

ESG 하이라이트

비엘팜텍 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
비엘팜텍 종합 등급	N/A	N/A	N/A
환경(Environment)	N/A	N/A	N/A
사회(Social)	N/A	N/A	N/A
지배구조(Governance)	N/A	N/A	N/A

<비교업체 종합 등급>

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 비엘팜텍 ESG 평가

N/A

자료: SK 증권

비엘팜텍 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

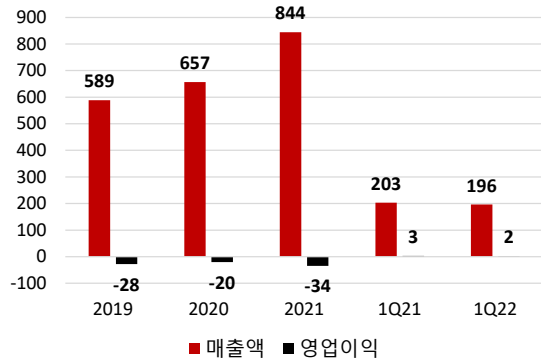
비엘팜텍 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
N/A	N/A	N/A

자료: 주요 언론사, SK 증권

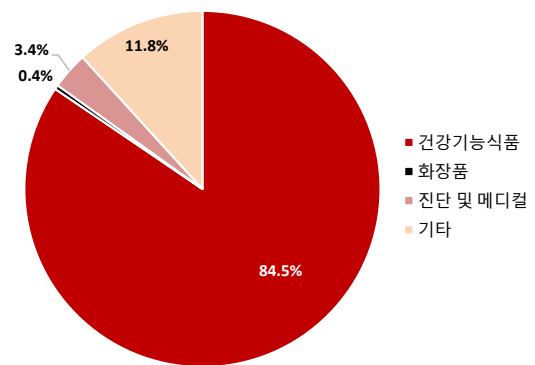
비엘팜텍 실적 추이

(단위: 억원)



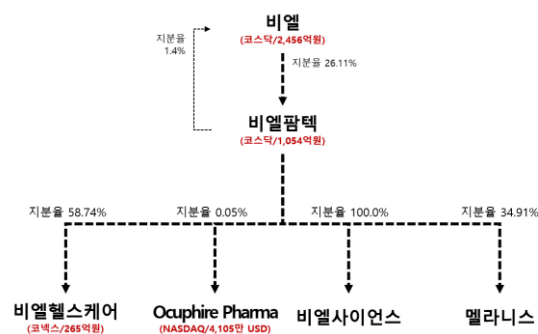
자료: 비엘팜텍 SK 증권

주요 사업 부문별 매출 비중(2021년 기준)



자료: 비엘팜텍 SK 증권

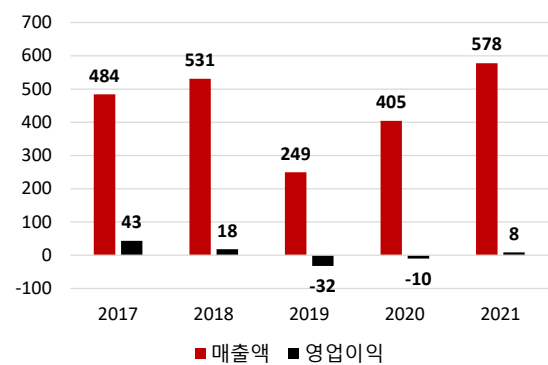
비엘그룹 지배구조도



자료: 비엘, 비엘팜텍, SK 증권

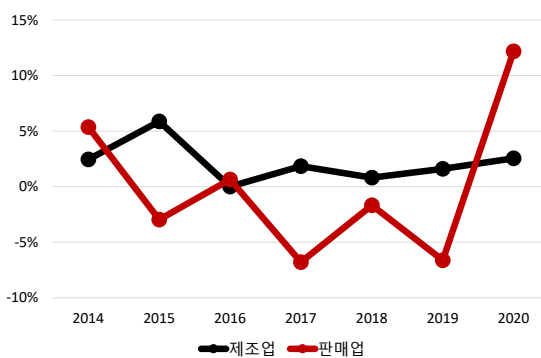
비엘헬스케어 실적 추이

(단위: 억원)



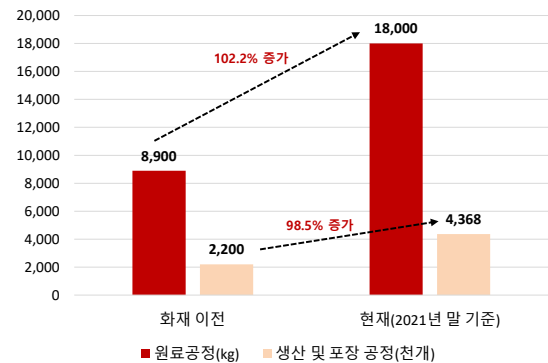
자료: 비엘헬스케어 SK 증권

건강기능식품 제조/판매업체 증감률 추이



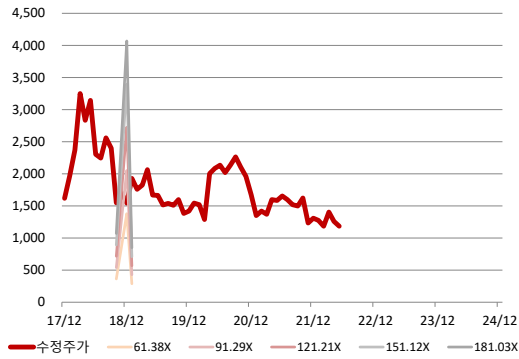
자료: 통계청, SK 증권

오창공장 화재 이전/이후 생산 CAPA 변화



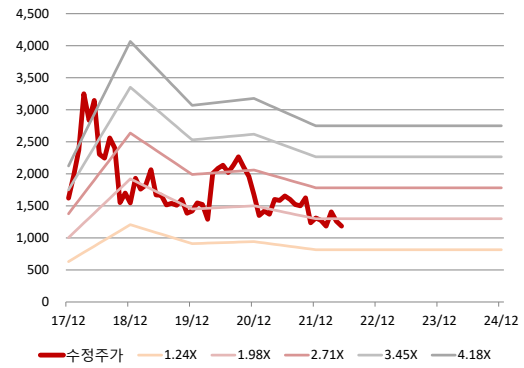
자료: 비엘팜텍 SK 증권

비엘팜텍 P/E Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

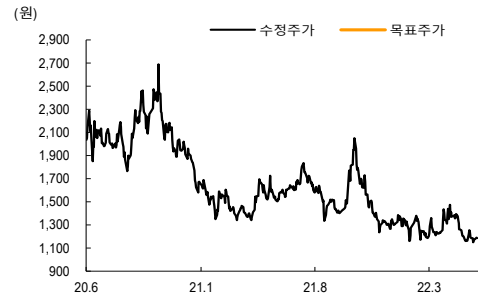
비엘팜텍 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격		괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비	

2022.06.03 Not Rated



Compliance Notice

- 작성자(나승두)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 기관투자자 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 (2022 년 6 월 3 일 기준)

매수	91.41%	중립	8.59%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	240	573	403	365	423
현금및현금성자산	92	317	227	124	218
매출채권및기타채권	59	81	51	103	105
재고자산	67	92	65	112	78
비유동자산	442	466	488	979	880
장기금융자산	38	69	39	160	264
유형자산	297	287	301	485	429
무형자산	63	59	63	309	147
자산총계	682	1,039	891	1,343	1,303
유동부채	375	302	167	317	370
단기금융부채	279	226	116	190	231
매입채무 및 기타채무	85	63	41	108	120
단기충당부채					
비유동부채	29	21	216	297	278
장기금융부채	7		198	269	246
장기매입채무 및 기타채무				0	1
장기충당부채					
부채총계	405	323	382	614	648
지배주주지분	202	599	455	661	585
자본금	199	308	310	435	445
자본잉여금	352	646	643	930	1,000
기타자본구성요소	0	0	-7	-7	-7
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-335	-323	-440	-621	-822
비지배주주지분	76	117	54	68	70
자본총계	278	716	509	729	655
부채외자본총계	682	1,039	891	1,343	1,303

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동현금흐름	5	-6	36	55	31
당기순이익(손실)	-27	12	-175	-166	-201
비현금성항목등	95	52	303	246	250
유형자산감각상각비	15	17	14	23	31
무형자산감각상각비	3	2	2	2	4
기타	77	32	287	220	215
운전자본감소(증가)	-57	-65	-97	-19	-9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-45	20	25	-46	-3
재고자산감소(증가)	17	-23	-2	-18	3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	-61	-1	19	18
기타	-120	40	-69	-65	-34
법인세납부	-1	-7			
투자활동현금흐름	22	-145	-223	-337	3
금융자산감소(증가)	58	-101	-12	-53	-71
유형자산감소(증가)	-37	-43	-233	-173	57
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	-3
기타		2		10	3
재무활동현금흐름	0	375	96	179	59
단기금융부채증가(감소)	-35	-132	-76	46	-17
장기금융부채증가(감소)	30	198	179	134	75
자본의증가(감소)	5	312			
배당금의 지급					
기타		3	6	1	0
현금의 증가(감소)	22	225	-90	-103	94
기초현금	71	92	317	227	124
기말현금	92	317	227	124	218
FCF	1	-28	-22	-471	213

자료 : 비엘팜텍 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	837	877	589	657	844
매출원가	559	531	364	453	634
매출총이익	278	346	224	204	211
매출총이익률 (%)	33.3	39.4	38.1	31.0	25.0
판매비와관리비	251	325	252	224	245
영업이익	28	21	-28	-20	-34
영업이익률 (%)	3.3	2.4	-4.7	-3.1	-4.1
비영업손익	-48	-7	-138	-123	-171
순금융비용	16	5	6	19	25
외환관련손익	-3	0	1	3	-4
관계기업투자등 관련손익	0	0	-3	-58	
세전계속사업이익	-21	14	-166	-144	-206
세전계속사업이익률 (%)	-2.5	1.6	-28.2	-21.9	-24.4
계속사업법인세	6	2	9	22	-5
계속사업이익	-27	12	-175	-166	-201
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	-27	12	-175	-166	-201
순이익률 (%)	-3.2	1.4	-29.7	-25.3	-23.8
지배주주	-31	13	-118	-179	-202
지배주주귀속 순이익률(%)	-3.65	1.48	-20.08	-27.32	-23.94
비지배주주	4	-1	-56	14	1
총포괄이익	-29	-6	-200	-193	-154
지배주주	-33	-4	-144	-206	-156
비지배주주	4	-2	-56	13	1
EBITDA	45	40	-12	5	0

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
성장성 (%)					
매출액	13.2	4.8	-32.9	11.6	28.5
영업이익	52.5	-24.7	적전	적지	적지
세전계속사업이익	적지	흑전	적전	적지	적지
EBITDA	28.6	-11.7	적전	흑전	-96.4
EPS(계속사업)	적지	흑전	적전	적지	적지
수익성 (%)					
ROE	-13.8	3.3	-22.4	-32.2	-32.4
ROA	-3.7	1.4	-18.1	-14.9	-15.2
EBITDA마진	5.4	4.6	-2.0	0.8	0.0
안정성 (%)					
유동비율	63.9	189.9	241.8	114.9	114.3
부채비율	145.9	45.1	75.1	84.2	99.0
순차입금/자기자본	67.9	-18.6	6.7	45.5	37.1
EBITDA/이자비용(배)	2.6	3.4	-1.1	0.2	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-77	22	-191	-236	-227
BPS	508	973	734	760	658
CFPS	-33	56	-165	-203	-188
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	181.0	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	N/A	61.4	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	4.6	4.2	3.1	3.5	3.1
PBR(최저)	2.9	1.4	1.7	1.2	1.9
PCR	-49.7	27.8	-8.6	-8.3	-7.0
EV/EBITDA(최고)	26.9	54.5	-126.8	553.4	11,967.0
EV/EBITDA(최저)	19.4	16.4	-74.5	202.4	8,015.2

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sksec.co.kr
02-3773-8891

Company Data

자본금	71 억원
발행주식수	7,115 만주
자사주	50 만주
액면가	100 원
시가총액	2,853 억원
주요주주	
최진우(외4)	16.98%

외국인지분률	3.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/06/02)	4,020 원
KOSDAQ	891.14 pt
52주 Beta	0.99
52주 최고가	7,150 원
52주 최저가	3,920 원
60일 평균 거래대금	34 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.3%	-7.2%
6개월	-21.5%	-15.2%
12개월	-35.5%	-29.1%

대아티아이 (045390/KQ | Not Rated)

철도 산업의 미래는 대아티아이가 중심

- 철도신호제어시스템 및 철도 통신/전송망 구축 사업 등 영위
- 우리나라 철도중앙관제시스템 구축 담당, 연말 수주잔고 3,000 억원 예상
- 올해 4 월, 한국형 열차제어시스템(KTCS-2) 전라선 적용 시작
- 철도공단, 향후 2 조 2 천억원 투입 해 2032 년까지 KTCS-2 전환 도입 추진
- 제 2 철도교통관제센터 구축 추진도 긍정적, 동사의 비중 있는 역할 담당 가능성 ↑

독보적 철도신호제어시스템 전문 업체

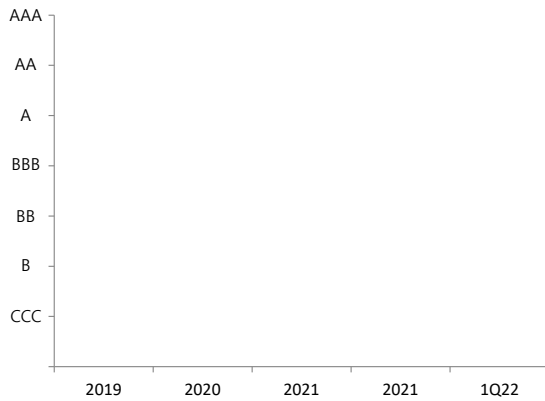
대아티아이는 철도신호시스템 및 철도 통신/전송망 구축 사업 등을 영위한다. 철도신호 시스템이란 열차의 위치와 선로 상황 등을 확인하여 열차의 간격 및 운행을 조정하는 시스템을 말한다. 열차 사고를 방지하는 가장 중요한 안전장치로써, 열차의 속도가 더 빨라질수록 철도신호제어 시스템의 중요성은 더욱 크게 부각될 수밖에 없다. 대아티아이는 철도중앙관제시스템인 CTC(Centralized Traffic Control)를 국산화하여 우리나라 각 지역 관제설비/시스템을 하나로 통합하는 작업을 수행하였다. 그 외에도 열차자동방호시스템(ATP), 전자연동장치(EI), 철도통신시스템(LTE-R) 관련 사업 등을 영위한다. 지난해 기준 철도신호제어(SIG) 부문이 87.4%로 가장 많은 매출 비중을 차지하고 있으며, 그 외 매출은 통신(I&C) 10.9%, 시뮬레이터(M&S) 1.3%, 기타 0.4% 등으로 구성되어 있다. 올해 1 분기말 기준 수주잔고는 2,600 억원을 넘어섰는데, 일반적으로 4 분기 수주가 집중된다는 점을 감안한다면 올해 연말 수주잔고는 3,000 억원에 육박할 가능성이 높다. 탄탄한 수주잔고는 안정적 실적의 기반으로 작용 중이다.

올해부터 한국형 열차제어시스템 도입 시작

지난 4 월부터는 익산~여수 EXPO 전라선 구간의 한국형 열차제어시스템(KTCS-2, Korean Train Control System) 적용이 시작되었다. 기존에는 해외 기술 기반의 자동열차제어시스템(ATC)을 사용했으나, 이제는 국산 기술로 개발한 열차제어시스템을 사용하게 된 것이다. 이번에 적용되기 시작한 KTCS-2는 세계 최초로 철도 전용 무선통신망(LTE-R)을 적용하였는데, 후행 열차에 제공되는 제한속도 및 제한거리 등에 대한 정보는 LTE-R 통신망을 이용해 무선 전송되는 방식이다. 대아티아이가 지난 2015년부터 국가 R&D 사업에 참여하여 국산 기술을 개발했고, 2020년에는 전라선 구간 시범 사업을 수주했으며, 올해부터 실제 열차 운행에 적용되기 시작했다. 해당 구간에 필요한 전자연동장치 및 지상신호시스템, 그리고 KTCS-2 통합 관리를 위한 CTC 까지 모두 대아티아이가 담당했다. 국가철도공단은 향후 2032년까지 2 조 2 천억원을 투자해 96 개 노선 4,848km를 KTCS-2로 전환한다는 계획을 밝힌 바 있다. 우리나라 최초의 KTCS-2 구축 사업을 담당했던 대아티아이의 최대 수혜가 예상된다. 제 2 철도교통관제센터의 구축 추진도 긍정적이다. 철도 노선 증가로 인한 기존 철도교통관제센터의 업무 포화도를 낮추고, 이중화 구축을 통해 중단 없는 관제 업무를 추진하기 위한 제 2 철도교통관제센터 구축 사업은 오는 2027년 운영을 목표로 오송철도차량기지 인근 부지에 추진될 예정이다. 대아티아이는 경부고속철도 2 단계 구간 고속철도 CTC 100% 국산화를 비롯하여 경부고속철도 1 단계, 호남고속철도, 수도권고속철도 등을 모두 통합하는 고속철도 관제시스템 구축 및 운영/보수 경험이 있다. KTCS-2 사업과 함께 맞물려 제 2 철도교통관제센터 구축에도 비중 있는 역할을 수행할 가능성이 높다는 판단이다.

ESG 하이라이트

대아티아이 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
대아티아이 종합 등급	N/A	N/A	N/A
환경(Environment)	N/A	N/A	N/A
사회(Social)	N/A	N/A	N/A
지배구조(Governance)	N/A	N/A	N/A

<비교업체 종합 등급>

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 대아티아이 ESG 평가

N/A

자료: SK 증권

대아티아이 ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

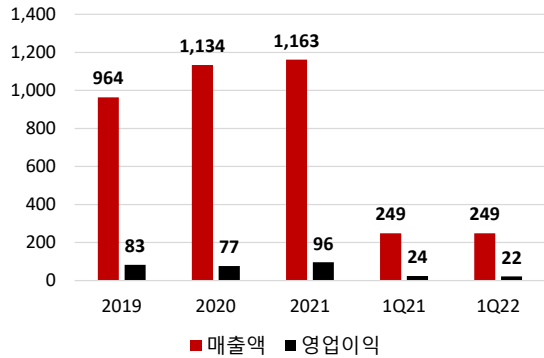
대아티아이 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
N/A	N/A	N/A

자료: 주요 언론사, SK 증권

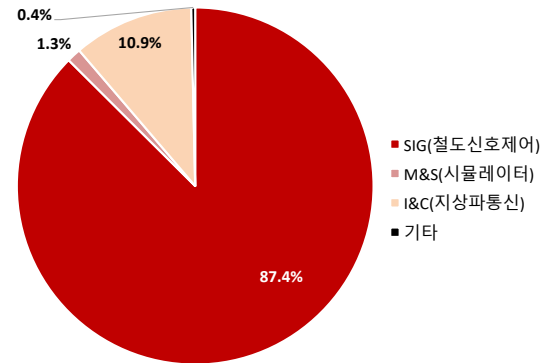
대아티아이 실적 추이

(단위: 억원)



자료: 대아티아이 SK 증권

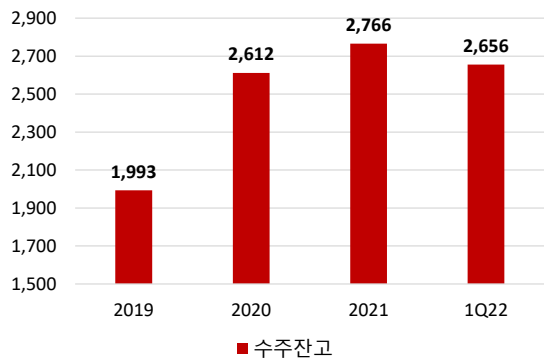
주요 사업 부문별 매출 비중(2021년 기준)



자료: 대아티아이 SK 증권

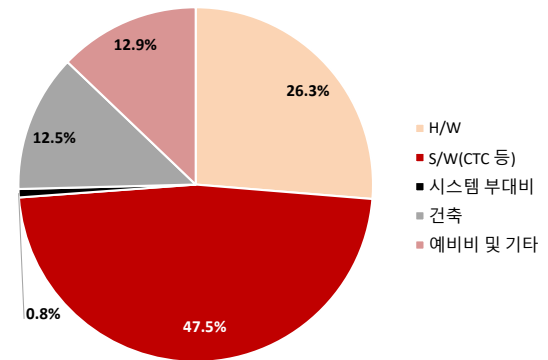
대아티아이 수주잔고 추이

(단위: 억원)



자료: 대아티아이 SK 증권

제2 철도교통관제센터 총 사업비 비중 추정



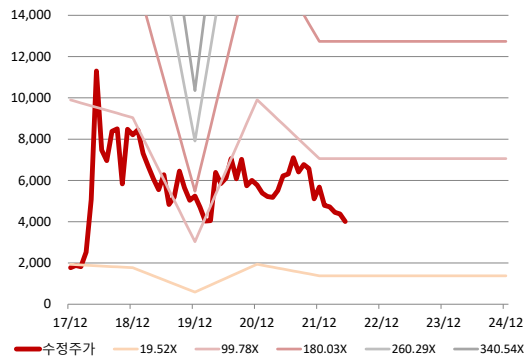
자료: KDI, SK 증권

제2 철도교통관제센터 건설사업 추진 경위

구분	내용	비고
2016. 10.	- 철도관제 발전방향 관련 협의(국토부, 공단, Korail)	
2017. 02.	- 철도관제 발전방안 보고, 제2철도교통관제센터 건설 및 관제시스템 고도화 필요	국토부 안전정책관
2017. 07.	- 철도교통관제시스템 발전방안 마련 요청	국토부 → 공단
2017. 12.	- 기술조사 용역 착수(2018년 1월 완료)	철기연
2019. 01.	- 관제센터 중장기 발전전략 수립, 제2철도교통관제센터 구축 등 근본적 개선 추진	국토부
2019. 01.	- 제2철도교통관제센터 예비타당성조사 면제 신청	국토부 → 기재부
2019. 01.	- 입지선정위원회 개최 및 입지 선정(오송철도차량기지 인근)	
2019. 04.	- 예비타당성조사 면제사업 선정	기재부 → 국토부
2019. 09.	- 협조요청 공문 수신(dPtksvustjd 시기 등 감안 협조 요청)	국토부 → KDI
2019. 10.	- 사업계획(보완) 제출(총 사업비 3,000억원 → 3,503억원 증액)	국토부 → 기재부, KDI
2020. 09.	- 사업계획 변경 통보(보완자료 제출에 따른 사업계획 변경 통보)	기재부 → KDI

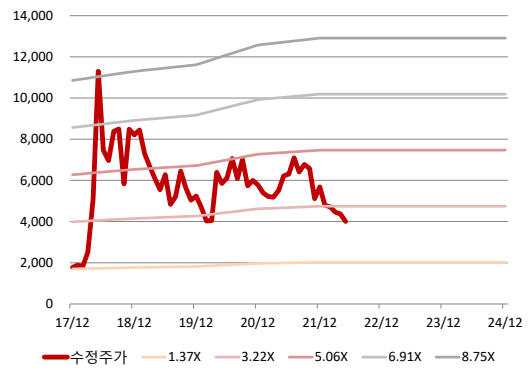
자료: KDI, SK 증권

대아티아이 P/E Band Chart



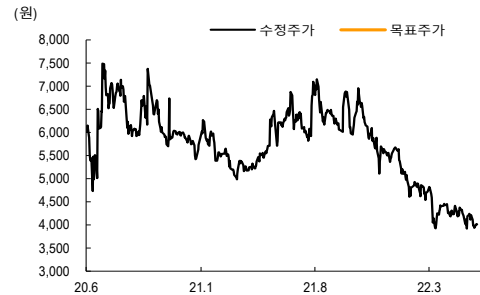
자료: Quantwise, SK 증권

대아티아이 P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격		괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비	
2022.06.03	Not Rated					
2021.04.22	Not Rated					
2020.11.05	Not Rated					



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 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 (2022 년 6 월 3 일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	789	713	929	1,069	1,099
현금및현금성자산	42	91	41	78	143
매출채권및기타채권	465	461	493	432	409
재고자산	42	24	31	29	29
비유동자산	482	533	554	611	834
장기금융자산	181	221	264	341	397
유형자산	54	62	89	88	91
무형자산	125	112	62	68	27
자산총계	1,271	1,246	1,483	1,680	1,934
유동부채	351	280	462	573	633
단기금융부채	42	1	10	14	13
매입채무 및 기타채무	271	223	331	474	515
단기충당부채	3	7	11	8	14
비유동부채	21	31	54	59	251
장기금융부채			21	22	205
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채			0	3	1
부채총계	371	311	516	633	884
지배주주지분	883	918	944	1,022	1,050
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	165	165	168	171	171
기타자본구성요소	-13	-13	-13	-13	-13
자기주식					
이익잉여금	646	681	692	757	794
비지배주주지분	17	17	22	25	-1
자본총계	899	935	966	1,047	1,049
부채외자본총계	1,271	1,246	1,483	1,680	1,934

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동현금흐름	0	76	264	316	150
당기순이익(손실)	67	63	23	73	53
비현금성항목등	34	58	135	79	119
유형자산감가상각비	5	7	20	20	21
무형자산감가상각비	9	14	11	10	9
기타	20	37	104	48	88
운전자본감소(증가)	-72	-38	113	177	-24
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-74	0	-30	61	-61
재고자산감소(증가)	-25	18	-7	2	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	29	-47	107	143	95
기타	-150	-9	-17	93	-180
법인세납부	-32	-11	-10	-15	-5
투자활동현금흐름	-126	28	-290	-256	-240
금융자산감소(증가)	-93	56	-252	-229	-45
유형자산감소(증가)	-12	-15	-8	-5	-10
무형자산감소(증가)	-16	-1	-3	-16	-1
기타	9	25	50	26	22
재무활동현금흐름	42	-55	-25	-20	151
단기금융부채증가(감소)	42	-42	-1	2	0
장기금융부채증가(감소)			-10	-11	138
자본의증가(감소)				4	
배당금의 지급		14	14	15	16
기타		1			31
현금의 증가(감소)	-85	49	-50	37	65
기초현금	126	42	91	41	78
기말현금	42	91	41	78	143
FCF	-44	71	213	251	175

자료 : 대아티아이, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	858	1,027	1,142	1,134	1,163
매출원가	647	794	893	949	950
매출중이익	211	233	249	185	213
매출총이익률 (%)	24.6	22.6	21.8	16.4	18.3
판매비와관리비	140	154	159	109	117
영업이익	71	78	90	77	96
영업이익률 (%)	8.3	7.6	7.9	6.8	8.3
비영업손익	6	-3	-62	-1	3
순금융비용	-6	-3	-4	-4	-2
외환관련손익	0	0	4	-6	4
관계기업투자등 관련손익	1	2	-19	-17	
세전계속사업이익	77	75	28	76	99
세전계속사업이익률 (%)	9.0	7.3	2.5	6.7	8.5
계속사업법인세	10	12	5	10	27
계속사업이익	67	63	23	65	72
중단사업이익				8	-19
*법인세효과				4	2
당기순이익	67	63	23	73	53
순이익률 (%)	7.8	6.1	2.0	6.4	4.6
지배주주	71	65	22	71	50
지배주주귀속 순이익률(%)	8.23	6.28	1.89	6.23	4.33
비지배주주	-4	-2	2	2	3
총포괄이익	69	59	40	91	45
지배주주	73	61	38	89	42
비지배주주	-4	-2	1	2	3
EBITDA	86	99	122	107	126

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
성장성 (%)					
매출액	-13.4	19.7	11.2	-0.7	2.5
영업이익	-49.3	9.7	15.7	-15.1	25.2
세전계속사업이익	-42.8	-2.6	-62.6	168.9	30.9
EBITDA	-46.0	15.6	22.7	-12.0	18.0
EPS(계속사업)	-33.4	-8.6	-66.5	190.9	10.1
수익성 (%)					
ROE	8.3	7.2	2.3	7.2	4.9
ROA	5.5	5.0	1.7	4.6	2.9
EBITDA마진	10.0	9.7	10.7	9.4	10.9
안정성 (%)					
유동비율	225.0	255.2	201.0	186.5	173.7
부채비율	41.3	33.2	53.4	60.4	84.3
순차입금/자기자본	-21.0	-20.5	-33.2	-51.2	-36.1
EBITDA/이자비용(배)	354.4	760.0	93.6	140.7	38.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	99	91	30	88	97
BPS	1,240	1,291	1,327	1,437	1,476
CFPS	120	120	74	142	113
주당 현금배당금	20	20	20	20	
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	21.9	124.7	340.5	84.7	73.5
PER(최저)	16.8	19.5	134.7	28.3	51.2
PBR(최고)	1.8	8.8	7.8	5.2	4.9
PBR(최저)	1.4	1.4	3.1	1.7	3.4
PCR	14.8	68.3	70.5	40.7	50.1
EV/EBITDA(최고)	16.2	79.6	58.3	45.3	37.6
EV/EBITDA(최저)	12.1	11.3	21.8	12.2	25.4

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.co.kr
02-3773-8891

Company Data

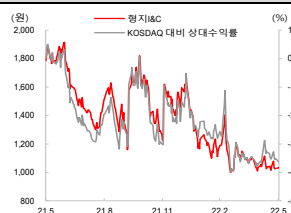
자본금	195 억원
발행주식수	3,896 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	404 억원
주요주주	
최병오(외3)	52.72%

외국인지분률	0.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/06/02)	1,035 원
KOSDAQ	891.14 pt
52주 Beta	0.79
52주 최고가	1,915 원
52주 최저가	1,000 원
60일 평균 거래대금	8 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.0%	1.3%
6개월	-15.5%	-8.7%
12개월	-42.0%	-36.3%

형지 I&C (011080/KQ | Not Rated)

반등의 지렛대가 될 2022 년

- 'YEZAC', 'BON', 'Carries Note' 등의 자체 브랜드를 보유한 의류 전문 업체
- 제품 기획/디자인 및 생산/유통까지 One Stop Solution 자체 보유
- 코로나 19 겪으며 오프라인 매출 감소했지만, 온라인 매출 비중은 20%까지 증가
- Amazon, 무신사, 쿠팡 등 판매채널 다변화 추진, 올해 말 자사몰 오픈 준비
- 골프웨어 비롯 외형 확장 시도, 해외 유명 브랜드와의 콜라보 등도 기대

자체 브랜드 보유한 의류 전문 업체

형지 I&C 는 의류 제조 및 도/소매 사업을 영위하고 있다. 남성 셔츠 전문 브랜드 'YEZAC', 남성 캐주얼 및 정장 브랜드 'BON', 커리어 여성복 전문 브랜드 'Carries Note' 등의 자체 브랜드를 보유 중이다. 지난해말 기준 세 브랜드를 모두 합하여 백화점 122 개, 아울렛 87 개, 직영 및 대리점 14 개 점포를 보유 중이며, 매출 비중은 백화점 54%, 아울렛 38%, 대리점 6%, 기타 2%로 구성되어 있다. 코로나 19 확산 영향으로 2020 년부터 오프라인 매출이 감소하며 2 년 연속 영업적자를 기록했다. 그럼에도 한 가지 고무적인 부분은 2019 년 10%대 중반 수준이었던 온라인 매출 비중이 코로나 19 를 겪으며 20% 중반까지 상승했다. 이익률 개선에 긍정적인 영향을 미치면서 올해 1 분기부터 영업흑자 전환에 성공했다.

올해 Turn-Around 를 기대하는 세 가지 이유

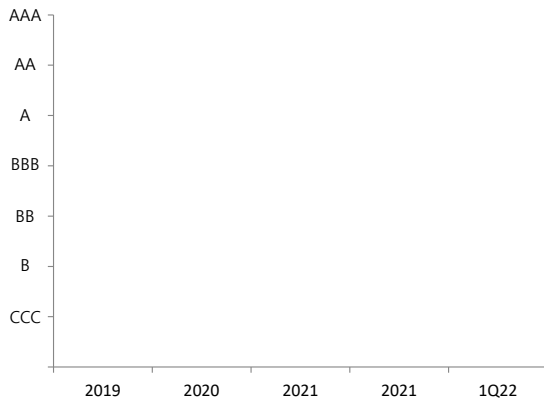
올해 형지 I&C 의 Turn-Around 를 기대하는 이유는 크게 세 가지다. 첫째, 해외 시장의 개척이다. 2020 년 11 월 Amazon 일본에 먼저 입점한 이후 지난해 4 월에는 Amazon 미국에 입점했다. 현재 해외에서 발생하는 매출 비중은 크지 않지만, Amazon 전담팀을 구성하는 등 올해를 기점으로 보다 본격적인 외형 확장을 시도할 예정이다. 입점 초기 New Release 남성 셔츠 부분(브랜드 YEZAC) 2 주간 1 위를 기록하는 등 초기 시장 반응은 나쁘지 않다는 판단이다. 둘째, 홈쇼핑/라이브커머스를 비롯하여 자사몰 오픈까지 판매채널 확대를 추진 중이다. YEZAC 이 아마존에 진출했다면 BON 은 무신사에, Carries Note 는 쿠팡에 입점했다. 올 하반기부터 본격적인 판매채널 확대 효과가 나타날 것으로 기대한다. 현재 개발/준비 중인 자사몰은 올해 말 공식 오픈을 목표로 한다. 자사몰 운영이 시작되면 수수료 절감, 용이한 재고 관리 등의 효과를 얻을 수 있을 것으로 판단한다. 내년에는 이익률 개선이 더욱 도드라지게 나타날 것으로 기대하는 가장 큰 이유다. 셋째, 제품의 기획/디자인부터 생산 및 유통까지 One Stop Solution 을 구축했다는 점이다. 형지 I&C 는 자체적인 디자인 개발 연구소, 셔츠 등 제품 생산 공장, 제품 유통을 위한 물류센터를 모두 보유 중이다. 소비자들의 기호와 제품 트렌드에 맞춰 제품 구성 및 수급 조절을 빠르고 용이하게 할 수 있다는 점에서 경쟁 우위에 있다는 판단이다.

내년 또 한 단계 레벨업을 준비한다

올해 5 월 YEZAC 브랜드에서 출시한 하이브리드 골프웨어를 시작으로 내년에는 골프 등 다양한 분야로의 외형 확장과 해외 유명 브랜드와의 콜라보 등을 계획 중이다. 올해가 코로나 19 를 극복하는 과정에서 정상 궤도로 확실히 돌아오는 시기라면, 내년에는 한 단계 성장하는 성장기를 맞이할 가능성이 높다는 판단이다.

ESG 하이라이트

형지 I&C 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
형지 I&C 종합 등급	N/A	N/A	N/A
환경(Environment)	N/A	N/A	N/A
사회(Social)	N/A	N/A	N/A
지배구조(Governance)	N/A	N/A	N/A

<비교업체 종합 등급>

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치센터의 형지 I&C ESG 평가

형지 I&C는 옥수수 추출물, 식물성 재생섬유 등 친환경 소재인 식물성 섬유를 활용한 의류 생산 비중을 늘리고 있다. 가공 시 공해물질이 발생하지 않는 환경 친화적 원단, 친환경 리사이클 소재 등 친환경 패션기업으로 변모 중이다.

자료: SK 증권

형지 I&C ESG 채권 발행 내역

(단위: 백만원, %)

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

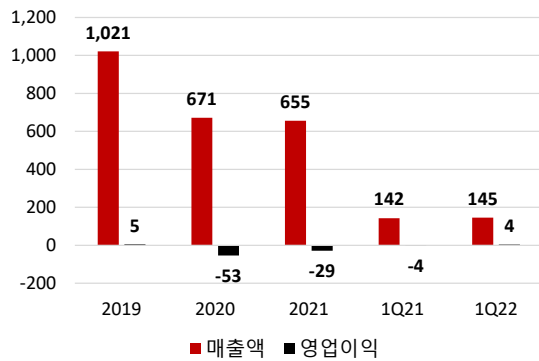
형지 I&C ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
N/A	N/A	N/A

자료: 주요 언론사, SK 증권

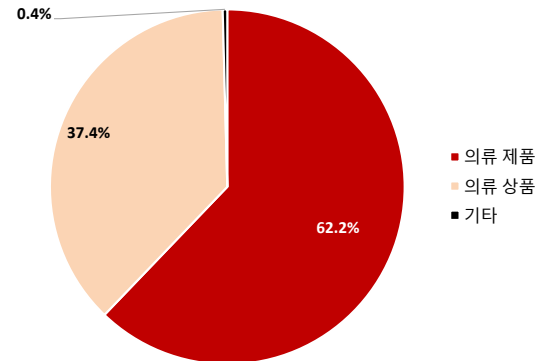
형지 I&C 실적 추이

(단위: 억원)



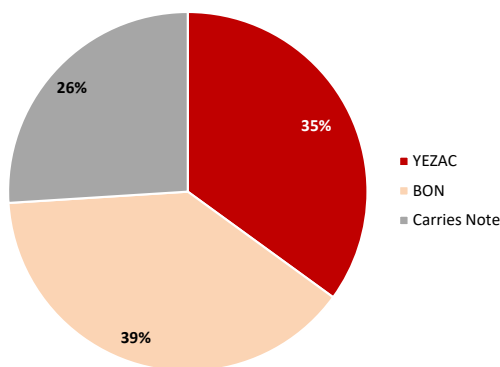
자료: 형지 I&C, SK 증권

주요 사업 부문별 매출 비중(2021년 기준)



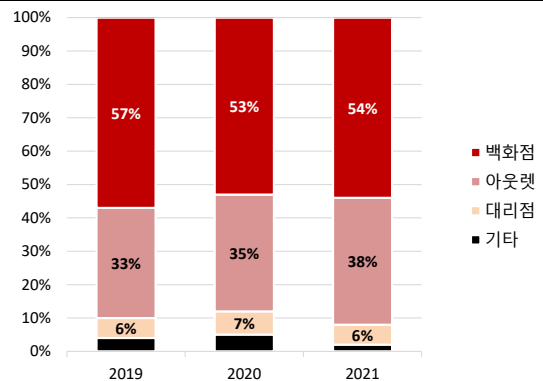
자료: 형지 I&C, SK 증권

주요 브랜드별 매출 비중(2021년 기준)



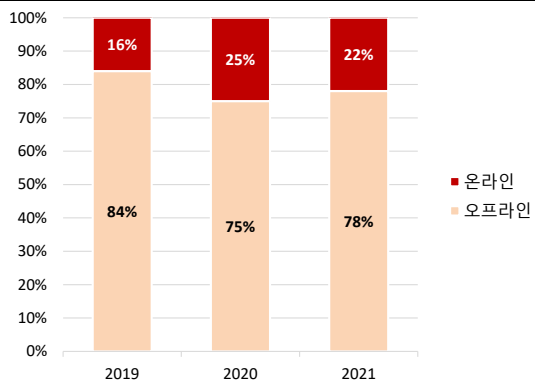
자료: 형지 I&C, SK 증권

판매 채널별 매출 비중 추이



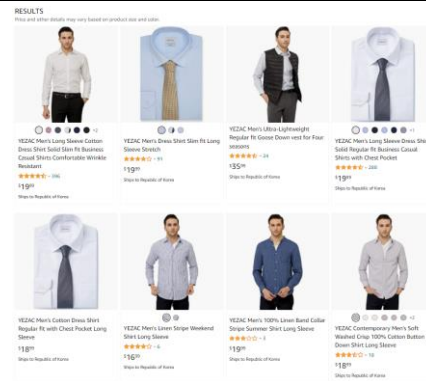
자료: 형지 I&C, SK 증권

온/오프라인 매출 비중 추이



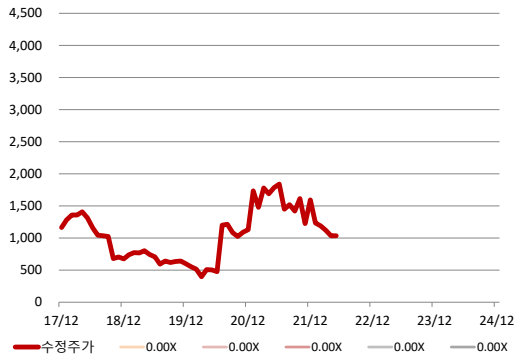
자료: 형지 I&C, SK 증권

Amazon에서 판매 중인 YEZAC 셔츠



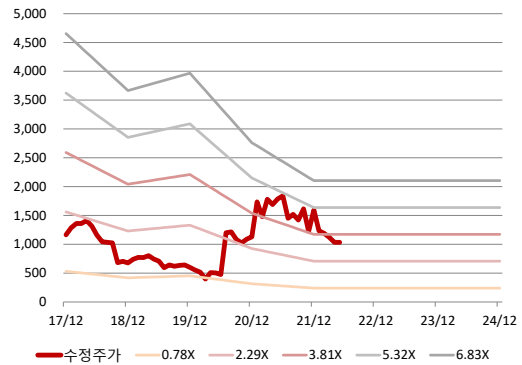
자료: Amazon, SK 증권

형지 I&C P/E Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

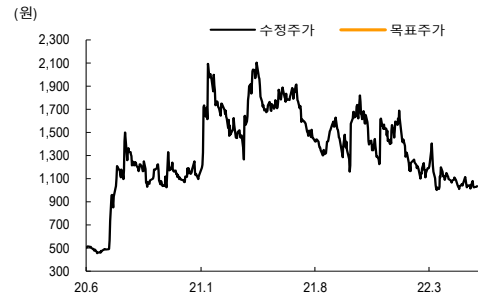
형지 I&C P/B Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비

2022.06.03 Not Rated



Compliance Notice

- 작성자(나승두)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 기관투자자 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 (2022 년 6 월 3 일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	548	560	482	350	433
현금및현금성자산	9	44	52	36	69
매출채권및기타채권	127	103	95	65	79
재고자산	408	408	332	245	239
비유동자산	212	121	155	146	140
장기금융자산	4	3	5	0	1
유형자산	32	23	45	39	34
무형자산	2	1	2	2	2
자산총계	760	681	637	496	573
유동부채	406	438	367	275	248
단기금융부채	204	222	172	151	96
매입채무 및 기타채무	147	172	153	94	118
단기충당부채	3	1	1	1	1
비유동부채	88	34	44	63	205
장기금융부채	51		16	28	176
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채			0	0	
부채총계	494	472	411	339	453
지배주주지분	265	209	226	158	120
자본금	195	195	195	195	195
자본잉여금	276	276	276	276	276
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-205	-262	-264	-329	-367
비지배주주지분					
자본총계	265	209	226	158	120
부채외자본총계	760	681	637	496	573

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동현금흐름	20	45	64	-7	-54
당기순이익(손실)	-259	-62	-1	-68	-40
비현금성항목등	134	94	-1	38	41
유형자산감가상각비	28	20	17	13	11
무형자산감가상각비					
기타	105	74	-18	25	30
운전자본감소(증가)	157	23	84	46	-44
매출채권및기타채권의 감소(증가)	4	23	6	29	-16
재고자산감소(증가)	139	-12	105	81	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-67	15	-17	-35	12
기타	89	43	2	30	-67
법인세납부			0		
투자활동현금흐름	-18	34	-7	-2	-8
금융자산감소(증가)	-1	1	2	6	-1
유형자산감소(증가)	-16	-11	-11	-8	-7
무형자산감소(증가)					
기타	0	29			
재무활동현금흐름	-17	-44	-49	-6	96
단기금융부채증가(감소)	-37	-36		-42	-28
장기금융부채증가(감소)	20	-8	-49	36	124
자본의증가(감소)					
배당금의 지급					
기타					
현금의 증가(감소)	-15	35	8	-16	33
기초현금	24	9	44	52	36
기말현금	9	44	52	36	69
FCF	57	37	45	-5	-47

자료 : 형지&C, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	1,135	1,088	1,021	671	655
매출원가	516	428	414	301	267
매출총이익	619	659	607	371	389
매출총이익률 (%)	54.5	60.6	59.5	55.2	59.3
판매비와관리비	707	668	603	424	418
영업이익	-88	-9	5	-53	-29
영업이익률 (%)	-7.8	-0.8	0.4	-7.9	-4.4
비영업손익	-95	-55	-5	-9	-10
순금융비용	16	17	23	13	28
외환관련손익	-2	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-40	-72	-4	0	-2
세전계속사업이익	-183	-64	-1	-63	-40
세전계속사업이익률 (%)	-16.1	-5.9	-0.1	-9.3	-6.0
계속사업법인세	53	-1	0	5	0
계속사업이익	-236	-62	-1	-68	-40
중단사업이익	-23	0			
*법인세효과					
당기순이익	-259	-62	-1	-68	-40
순이익률 (%)	-22.8	-5.7	-0.1	-10.1	-6.1
지배주주	-259	-62	-1	-68	-40
지배주주귀속 순이익률(%)	-22.84	-5.73	-0.09	-10.06	-6.06
비지배주주					
총포괄이익	-260	-57	17	-69	-39
지배주주	-260	-57	17	-69	-39
비지배주주					
EBITDA	-60	12	22	-40	-18

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019	2020	2021
성장성 (%)					
매출액	-11.1	-4.2	-6.1	-34.2	-2.4
영업이익	적전	적지	흑전	적전	적지
세전계속사업이익	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	적전	흑전	90.4	적전	적지
EPS(계속사업)	적지	적지	적지	적지	적지
수익성 (%)					
ROE	-65.6	-26.3	-0.4	-35.2	-28.6
ROA	-28.3	-8.7	-0.1	-11.9	-7.4
EBITDA마진	-5.3	1.1	2.2	-5.9	-2.8
안정성 (%)					
유동비율	135.0	127.9	131.5	127.0	174.5
부채비율	186.2	225.7	181.6	일부잠식	일부잠식
순차입금/자기자본	91.4	83.2	59.2	일부잠식	일부잠식
EBITDA/이자비용(배)	-3.7	0.7	0.9	-3.0	-0.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-606	-160	-2	-173	-102
BPS	681	537	581	404	308
CFPS	-594	-108	43	-139	-74
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	2.6	2.8	1.4	3.7	6.8
PBR(최저)	1.7	1.2	0.9	0.8	3.8
PCR	-2.0	-6.3	14.1	-8.1	-21.6
EV/EBITDA(최고)	-15.7	66.1	21.1	-18.3	-56.2
EV/EBITDA(최저)	-11.7	38.1	16.0	-6.7	-35.9

memo
