

에스제이그룹 (306040)

한경래

kyungrae.han@daishin.com

이새롬

saerom.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

36,000

유지

현재주가

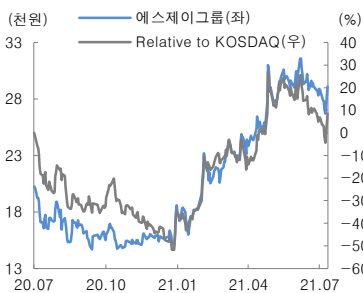
(21.07.26)

29,100

스몰캡업종

KOSDAQ	1,047.63
시가총액	287십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	31,600원 / 14,700원
120일 평균거래대금	35억원
외국인지분율	5.97%
주요주주	이주영 외 13 인 51.79% 국민연금공단 9.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	14.8	68.7	70.2
상대수익률	-4.0	12.9	60.1	29.1



건조한 브랜드력에 더해진 성수기 효과

투자 의견 매수, 목표주가 36,000원 유지

- 목표주가는 12MF EPS 2,758원에 Target PER 13배 적용
- 건조한 내수 브랜드력에 2Q21 성수기 효과 더해지며 영업 레버리지 본격화
2022년 LCDC, 팬암 등 신규 브랜드 런칭 및 수출 기대감 보유한 만큼 지속
적인 관심 필요

2Q21 Review

- 2Q21 매출액 390억원(+32.9% YoY), 영업이익 98억원(+57.3% YoY) 기록
추정치(매출액 386억원, 영업이익 92억원) 부합했으나, 컨센서스 영업이익
80억원 대폭 상회하는 호실적
- 주요 브랜드별 매출액: 캄골 187억원(+23.7% YoY), 캄골키즈 62억원
(+100.5% YoY), 헬렌카민스키 141억원(+26.5% YoY)
- [캄골] 여름 의류 및 가방 판매 호조로 채널별 실적은 오프라인 +25%, 온라
인 +21% 증가. 면세점 공백, 가시화되지 않은 수출에도 연초이후 캄골 분기
별 최대 매출 경신하고 있음. [캄골키즈] 2분기 점포수 42개(+13개 YoY) 및
점포당 효율 증가(+40% YoY)로 호실적 지속. 외형 고성장 및 수익률 개선 본
격화로 캐시카우 브랜드로 성장. 키즈 OPM 2020년 11% → 2021F 20% 내
외 전망 [헬렌카민스키] 성수기 효과로 모자 매출액 YoY +25%, QoQ +300%
이상, 의류 매출액은 YoY 2배 수준으로 확대. 오프라인 고성장과 더불어 온라
인 매출 비중 40% 이상 기록하며 전사 이익률 개선 견인
- 2Q21 OPM 25%로 YoY +3.9%p 개선. 1) 프리미엄 브랜드 헬렌카민스키의
최대 성수기 효과로 브랜드 OPM 30% 중반 기록하며 전체 이익률 개선 견인,
2) 캄골키즈 및 캄골 외형 확대에 따른 레버리지 효과 더해지며 2분기 판관
비율 50.2%로 역대 최저 수준(-2.6%p YoY, -2.5%p YoY) 달성
- 7월 거리두기 강화에도 전년 동월 대비 캄골 +12%, 키즈 +40%, 헬렌카민스
키 +20% 수준 예상. 9월 F/W 시즌 진입하며 건조한 실적 흐름 지속될 전망
- 2021년 예상 매출액 1,442억원(+34.7% YoY), 영업이익 291(+61.2% YoY)

(단위: 십억원, %)

구분	2Q20	1Q21	직전추정	잠정치	2021				3Q21(F)		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ	QoQ
매출액	29.5	34.2	38.6	39.0	32.4	14.1	38.7	32.3	32.6	-17.2	
영업이익	6.2	6.7	9.2	9.8	57.3	45.5	8.0	5.6	62.2	-43.1	
순이익	5.2	5.6	7.8	8.0	54.3	43.0	6.8	4.5	49.7	-43.5	

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	109	107	144	171	197
영업이익	16	18	29	36	46
세전순이익	16	19	29	36	47
총당기순이익	13	16	24	30	38
지배지분순이익	13	16	24	30	38
EPS	5,415	1,599	2,412	3,043	3,923
PER	3.7	9.8	12.1	9.6	7.4
BPS	9,369	8,367	10,503	13,282	16,990
PBR	2.1	1.9	2.8	2.2	1.7
ROE	33.0	20.6	25.4	25.4	25.7

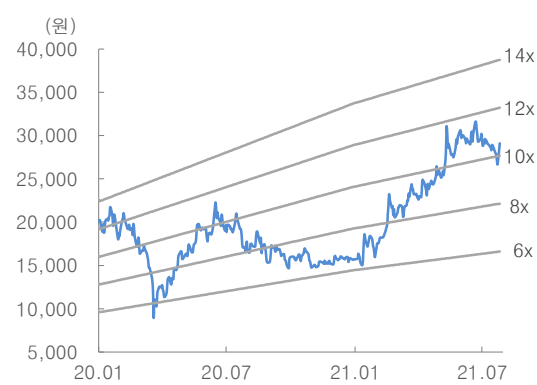
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

표 3. 에스제이그룹 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

비고		
EPS	2,758	12MF EPS
Target PER	13	국내 동종사 해외진출 가시화 구간 20% 할인
목표주가	36,000	
현재주가	29,100	2021.07.26
현재 PER	10.5	12MF 기준
상승여력(%)	23.7	

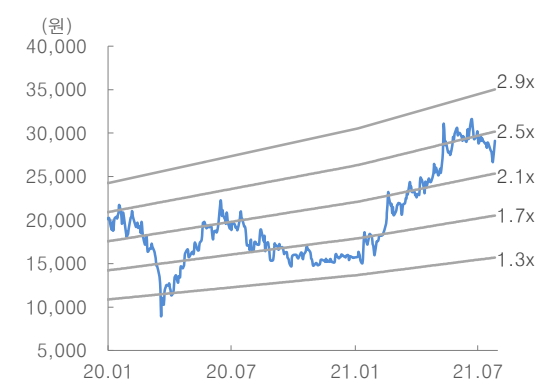
자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

그림 1. 에스제이그룹 12MF PER 밴드



자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

그림 2. 에스제이그룹 12MF PBR 밴드



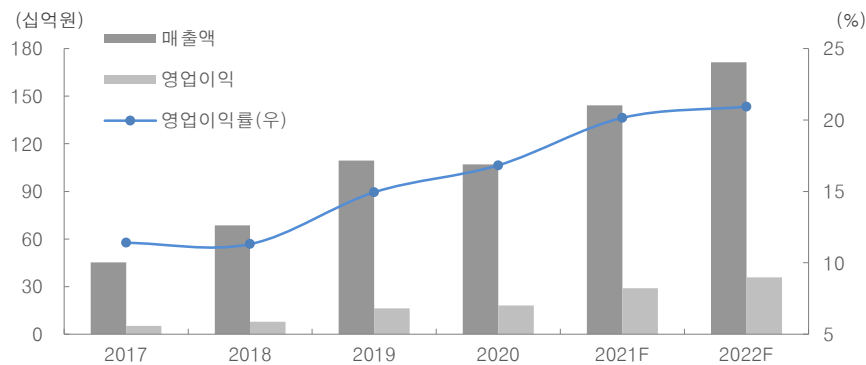
자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

표 4. 에스제이그룹 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출액	24.9	29.5	24.4	28.4	34.2	39.0	32.3	38.7	109.5	107.1	144.3	171.3
강골	19.0	15.1	15.0	19.2	22.7	18.7	17.7	23.5	77.9	68.3	82.6	90.9
헬렌카민스키	2.5	11.1	6.0	3.8	3.3	14.1	7.9	5.1	22.3	23.4	30.3	34.6
강골키즈	3.4	3.1	3.3	5.3	8.1	6.3	6.2	9.7	9.2	15.1	30.2	39.3
영업이익	3.5	6.2	3.4	4.9	6.7	9.8	5.6	6.9	16.4	18.0	29.1	35.9
순이익	3.2	5.2	3.0	4.3	5.6	8.0	4.5	5.6	13.2	15.7	23.6	29.8
YoY												
매출액	3.6	3.5	-12.1	-2.7	37.3	32.9	32.2	36.4	59.5	-2.2	34.7	18.7
강골	-2.6	-8.9	-22.9	-13.8	19.3	23.7	18.1	22.4	28.5	-12.3	20.9	10.1
헬렌카민스키	-8.9	11.7	-3.4	13.0	32.3	26.5	32.1	32.2	75.6	5.0	29.5	14.2
강골키즈	81.3	73.0	55.7	55.8	139.8	100.5	86.6	84.2	513.3	63.6	100.6	30.0
영업이익	125.5	19.4	-33.0	5.5	94.6	57.3	62.2	39.4	110.6	10.2	61.2	23.4
순이익	-	-	-	-	72.4	54.3	49.7	31.1	251.3	18.5	50.8	26.2
영업이익률	13.9	21.1	14.1	17.4	19.6	25.0	17.2	17.8	14.9	16.8	20.1	20.9
순이익률	13.0	17.5	12.3	15.0	16.3	20.4	13.9	14.4	12.1	14.6	16.4	17.4

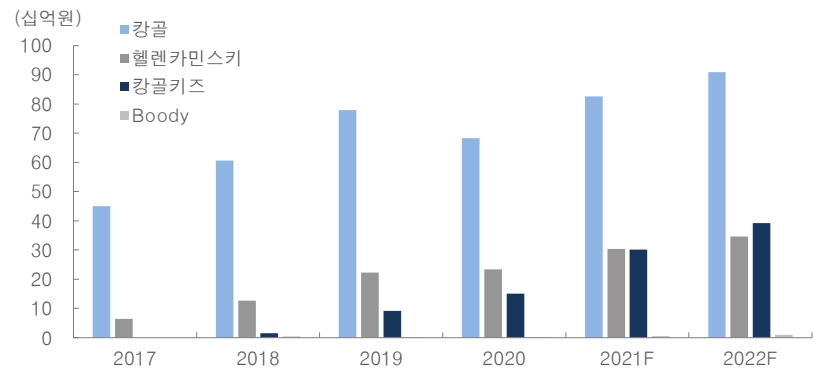
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 에스제이그룹의 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

그림 2. 브랜드별 매출액 추이 및 전망



자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

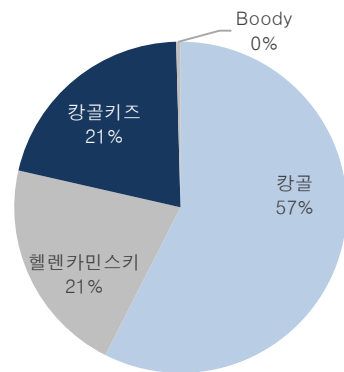
- 2008년 설립, 2019년 11월 코스닥 상장
- Kangol & Hellenkaminski 브랜드 라이선스 기반 패션 업체
- 2019년 매출 비중 Kangol 71%, Hellenkaminski 20%, Kangol Kids 8%
- Kangol/Hellenkaminski 성공에 이어 2018년 Kangol Kids 브랜드 런칭, Kangol Kids 매출액 성장률은 18~20F CAGR 239%
- 자산 1,295억원, 부채 428억원, 자본 867억원 (1Q21 기준)
(발행주식수: 9,865,828/ 자기주식수: 78,094, 1Q21기준)

주가 변동요인

- Hellenkaminski, Kangol Kids 중심 외형 성장세
- 21년 Kangol 인터내셔널 JV 통한 수출 증가 및 글로벌 브랜드로 도약
- Kangol Kids 턴어라운드, 고정비 효율화에 따른 수익성 확대

자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

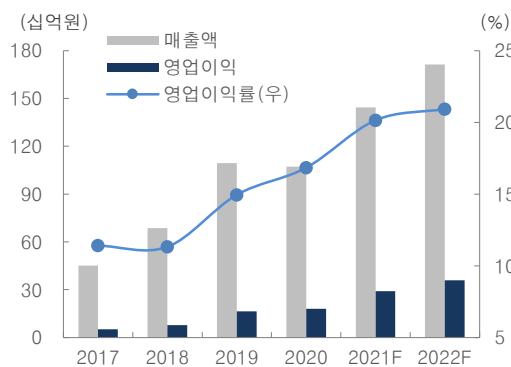
에스제이그룹 사업부문별 매출 비중



주: 2021년 예상 매출액 기준
자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

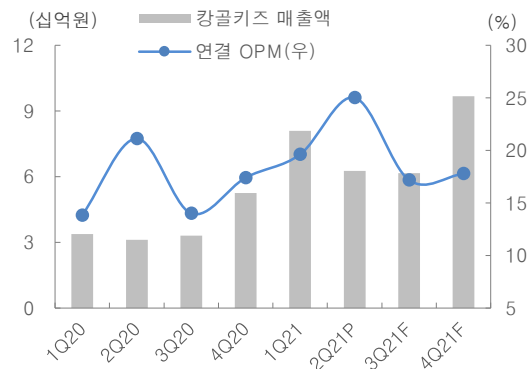
2. Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



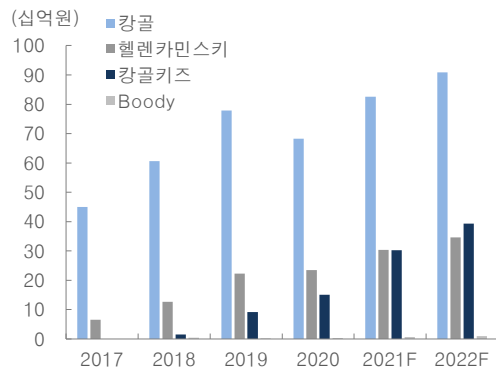
자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

강골 키즈 영업 레버리지에 따른 연결 OPM 확대



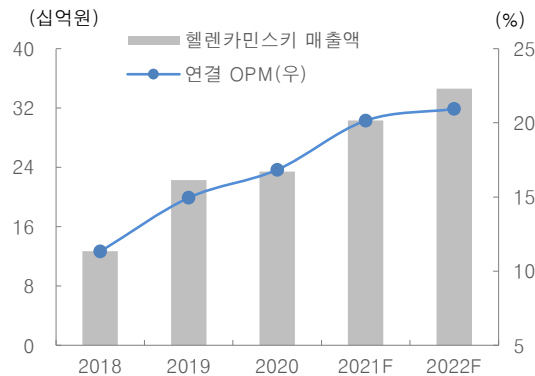
자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

브랜드별 매출액 추이 및 전망



자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

헬렌카민스키 매출액 및 연결 OPM 추이



자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	109	107	144	171	197
매출원가	28	29	38	44	50
매출총이익	81	78	107	127	147
판매비와관리비	65	60	78	91	100
영업이익	16	18	29	36	46
영업이익률	14.9	16.8	20.1	20.9	23.5
EBITDA	19	21	31	39	49
영업외손익	0	1	0	1	0
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	0	1	1
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	-1	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	16	19	29	36	47
법인세비용	-3	-3	-5	-6	-8
계속사업순이익	13	16	24	30	38
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	13	16	24	30	38
당기순이익률	12.0	14.6	16.4	17.4	19.5
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	13	16	24	30	38
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	13	16	24	30	39
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	13	16	24	30	39

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	5,415	1,599	2,412	3,043	3,923
PER	3.7	98	12.1	9.6	7.4
BPS	9,369	8,367	10,503	13,282	16,990
PBR	2.1	1.9	2.8	2.2	1.7
EBITDAPS	2,534	2,140	3,093	3,938	4,996
EV/EBITDA	8.4	6.0	8.1	5.8	4.1
SPS	14,779	10,856	14,607	17,361	19,965
PSR	1.4	1.4	2.0	1.7	1.5
CFPS	2,364	1,783	2,941	3,852	4,910
DPS	134	140	239	302	375

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	59.5	-2.2	34.5	18.9	15.0
영업이익 증가율	110.6	10.2	60.4	24.0	29.1
순이익 증가율	271.8	19.2	50.8	26.2	28.9
수익성					
ROIC	78.2	70.6	94.2	97.0	102.4
ROA	25.3	16.6	21.3	22.1	23.6
ROE	33.0	20.6	25.4	25.4	25.7
안정성					
부채비율	32.3	51.5	41.3	35.7	28.2
순차입금비율	-57.8	-33.7	-37.6	-45.7	-50.9
이자보상배율	40.3	28.2	0.0	0.0	0.0

자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	71	82	98	129	163
현금및현금성자산	37	25	31	53	73
매출채권 및 기타채권	10	8	11	14	18
재고자산	16	19	24	29	35
기타유동자산	8	29	32	33	37
비유동자산	21	43	48	49	52
유형자산	3	4	4	4	4
관계기업투자금	7	0	0	0	0
기타비유동자산	11	39	44	45	48
자산총계	92	125	146	178	215
유동부채	19	18	20	22	27
매입채무 및 기타채무	14	13	16	18	19
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	5	5	5	5	8
비유동부채	4	24	22	24	20
차입금	0	14	12	13	10
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	11	10	11	10
부채총계	22	42	43	47	47
자배지분	69	83	104	131	168
자본금	2	5	5	5	5
자본잉여금	45	42	41	41	42
이익잉여금	22	37	59	86	122
기타지분변동	0	-1	-1	-1	-1
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	69	83	104	131	168
순차입금	-40	-28	-39	-60	-85

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	15	14	19	25	31
당기순이익	0	0	24	30	38
비현금항목의 가감	4	2	5	8	10
감가상각비	2	3	2	3	3
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2	-1	4	6	7
자산부채의 증감	-3	-3	-5	-7	-10
기타현금흐름	14	15	-5	-6	-8
투자활동 현금흐름	-16	-36	-8	-2	-7
투자자산	-9	3	0	-1	0
유형자산	-1	-2	-1	-1	-3
기타	-6	-36	-7	0	-4
재무활동 현금흐름	29	10	-6	-3	-6
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-3	14	-2	1	-3
유상증자	46	0	-1	0	1
현금배당	-1	-1	-1	-2	-3
기타	-14	-3	-2	-1	-1
현금의 증감	28	-12	6	22	20
기초 현금	9	37	25	31	53
기말 현금	37	25	31	53	73
NOPLAT	13	15	24	30	38
FCF	14	16	25	32	38

