

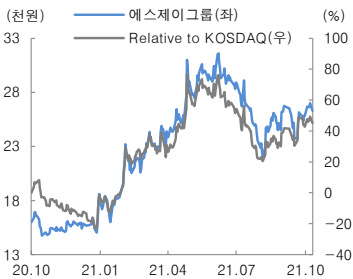
에스제이
그룹
(306040)

이메일 saerom.lee@dashin.com
한경채 kyungae.han@dashin.com

투자 의견 Buy
매수, 유지
6개월 목표주가 34,000
하향
현재주가 26,300
(21.10.25)
스몰캡업종

KOSDAQ	994.31
시가총액	259십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	31,600원 / 14,750원
120일 평균거래대금	28억원
외국인지분율	5.26%
주요주주	이주영 외 13 인 51.83%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.9	-1.5	7.3	58.4
상대수익률	3.3	4.6	10.9	28.7



중국 성과 없어도 22년 충분한 업사이드

투자의견 매수, 목표주가 34,000원으로 하향(-6%)

- 목표주가는 2022F EPS 3,064원에 Target PER 11배 적용 (EPS 기준 12MF → 2022F, Target PER 13배 → 11배)
- 하이난 면세점 입점 및 티몰(글로벌) 가시적 성과 지연으로 중국 기대감 다소 완화. Target Multiple 11배로 하향했으나 2022년 전망 감안 시 여전히 저평가
- 3Q21부터 신규 브랜드 선제적인 비용 반영으로 고정비 증가 불가피하나 2022년에도 외형 성장에 따른 견조한 이익률 가능

2021년 연간 영업이익의 전년 대비 56% 증가할 전망

- 2021년 매출액 YoY 36% 증가한 1,456억원, 영업이익 YoY 56% 증가한 281억원 전망. 3Q21 매출액 328억원(+34.1% YoY), 영업이익 51억원(+48.0% YoY) 달성
- 연간 브랜드별 매출액은 캄골 840억원(+23.0% YoY), 캄골키즈 315억원(+109.1% YoY), 헬렌카민스키 295억원(+25.9% YoY) 예상
- 9월부터 재난지원금, 위드코로나 분위기 확산으로 오프라인 중심 판매 증가세 지속. 10월 매출액 전년 동월 대비 30% 수준 성장 기대
- 2021F OPM 19.3%.
2021년 판관비 YoY 31% 증가할 전망이나 연간 브랜드 이익률 캄골 키즈 20%(+9%p YoY), 헬렌카민스키 23%(+3%p YoY) 달성하며 연간 이익률은 YoY +2.5%p 개선 견인

2022년에도 충분한 업사이드 보유

- 2022F 매출액 1,768억원(+21% YoY), 영업이익 363억원(+29% YoY)
- 캄골키즈 2H21 백화점 키즈 브랜드 점당 효율 1위로 성장. 2022년 누적 점포수 57개(+9개 YoY) 계획, 경쟁 브랜드 70개 내외 매장 보유한 만큼 캄골키즈의 고성장 지속될 전망
- 중국 성과에 대한 기대감 반영하지 않더라도 2022년 기존 브랜드 내수 실적 견조한 흐름, 신규 브랜드 연결 반영, 면세점 회복 초입인 점 감안 추가적인 업사이드 보유

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	109	107	146	177	207
영업이익	16	18	28	36	44
세전순이익	16	19	28	37	44
총당기순이익	13	16	23	30	36
지배지분순이익	13	16	23	30	36
EPS	5,415	1,599	2,343	3,064	3,651
PER	11.1	9.8	11.2	8.6	7.2
BPS	9,369	8,367	10,434	13,241	16,677
PBR	2.1	1.9	2.5	2.0	1.6
ROE	33.0	20.6	24.7	25.7	24.2

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

표 16. 에스제이그룹 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

비고		
EPS	3,064	2022F EPS
Target PER	11	
목표주가	34,000	
현재주가	26,300	2021.10.25
현재 PER	8.6	2022F 기준
상승여력(%)	29.3	

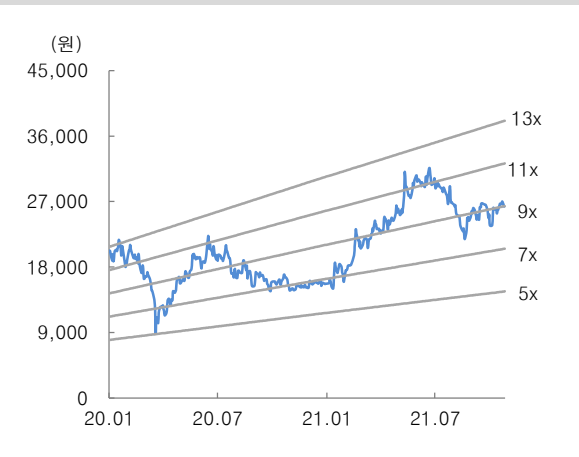
자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

표 17. 에스제이그룹 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출액	24.9	29.5	24.4	28.4	34.2	39.0	32.8	39.6	109.5	107.1	145.5	176.8
강골	19.0	15.1	15.0	19.2	22.7	18.7	18.9	23.8	77.9	68.3	84.0	94.6
헬렌카민스키	2.5	11.1	6.0	3.8	3.3	14.1	7.1	5.1	22.3	23.4	29.5	36.3
강골키즈	3.4	3.1	3.3	5.3	8.1	6.2	6.8	10.4	9.2	15.1	31.5	44.2
영업이익	3.5	6.2	3.4	4.9	6.7	9.8	5.1	6.6	16.4	18.0	28.1	36.3
순이익	3.2	5.2	3.0	4.3	5.6	8.0	4.1	5.3	13.2	15.7	22.9	30.0
YoY												
매출액	3.6	3.5	-12.1	-2.7	37.3	32.9	34.1	39.4	59.5	-2.2	35.9	21.4
강골	-2.6	-8.9	-22.9	-13.8	19.3	23.7	26.0	23.7	28.5	-12.3	23.0	12.6
헬렌카민스키	-8.9	11.7	-3.4	13.0	32.3	26.5	17.9	32.2	75.6	5.0	25.9	23.2
강골키즈	81.3	73.0	55.7	55.8	139.8	98.0	106.1	97.7	513.3	63.6	109.1	40.6
영업이익	125.5	19.4	-33.0	5.5	94.6	57.3	48.0	32.5	110.6	10.2	56.0	29.1
순이익	-	-	-	-	72.4	54.3	36.5	24.6	251.3	18.5	46.5	30.8
영업이익률	13.9	21.1	14.1	17.4	19.6	25.0	15.5	16.6	14.9	16.8	19.3	20.5
순이익률	13.0	17.5	12.3	15.0	16.3	20.4	12.5	13.4	12.1	14.6	15.8	17.0

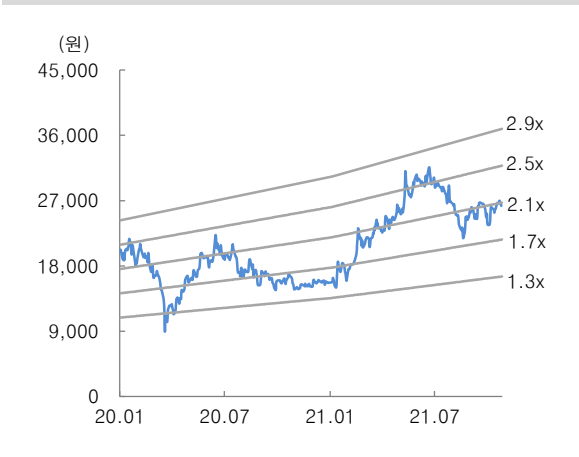
자료: 대신증권 Research Center

그림 40. 에스제이그룹 12MF PER 밴드



자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

그림 41. 에스제이그룹 12MF PBR 밴드



자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

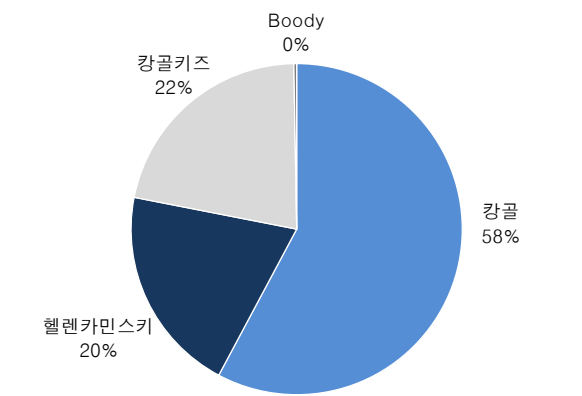
- 2008년 설립, 2019년 11월 코스닥 상장
- 캄골 & 헬렌카민스키 브랜드 라이선스 기반 패션 업체
- 2019년 매출 비중 캄골 71%, 헬렌카민스키 20%, 캄골키즈 8%
- 캄골/헬렌카민스키 성공에 이어 2018년 캄골키즈 브랜드 런칭, 캄골키즈 매출액 성장률은 18~20F CAGR 239%
- 자산 1,381억원, 부채 437억원, 자본 944억원 (1H21 기준)
(발행주식수: 9,865,828/ 자기주식수: 78,094, 1H21기준)

주가 변동요인

- 헬렌카민스키, 캄골키즈 중심 외형 성장세
- 21년 캄골인타내셔널 JV 통한 수출 증가 및 글로벌 브랜드로 도약
- 캄골키즈 턴아라운드, 고정비 효율화에 따른 수익성 확대

자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

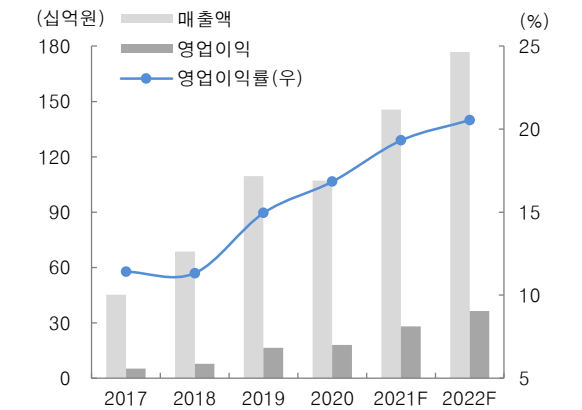
에스제이그룹 사업부문별 매출 비중



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

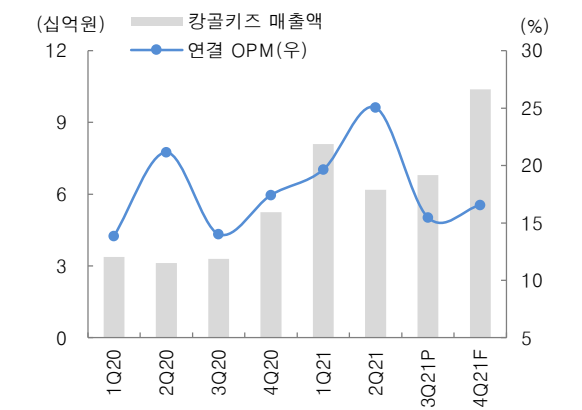
2. Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



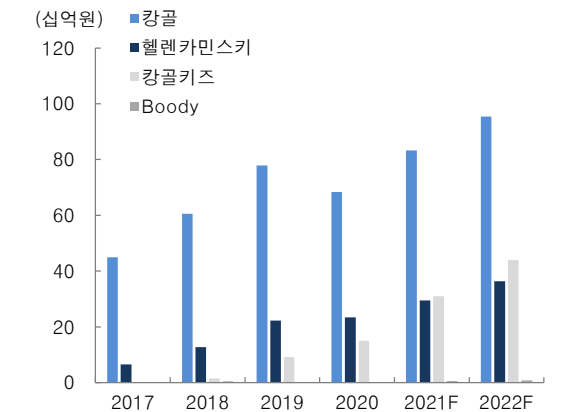
자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

캄골키즈 영업 레버리지에 따른 연결 OPM 확대



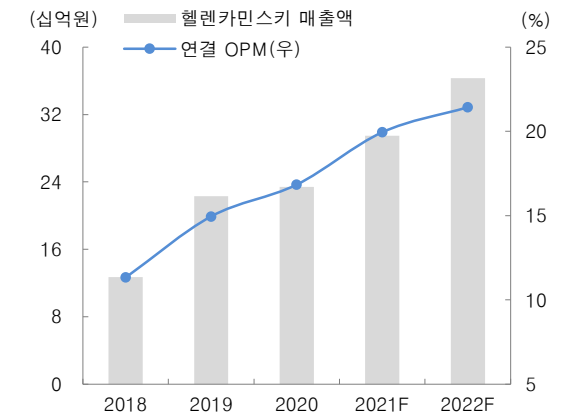
자료: 에스제이그룹, 대신증권 Research Center

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	146	177	207
매출원가	28	29	38	46	54
매출총이익	81	78	107	131	153
판매비와관리비	65	60	79	95	110
영업이익	16	18	28	36	44
영업외수익	14.9	16.8	19.3	20.5	21.0
EBITDA	19	21	30	39	47
영업외손익	0	1	0	1	0
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	0	1	1
오환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	-1	-1	-1	-1
오환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	16	19	28	37	44
법인세비용	-3	-3	-5	-7	-8
계속사업순이익	13	16	23	30	36
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	13	16	23	30	36
당기순이익	120	146	158	170	173
비지배자분이익	0	0	0	0	0
지배자분이익	13	16	23	30	36
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	13	16	23	30	36
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	13	16	23	30	36

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	5,415	1,599	2,343	3,064	3,651
PER	11.1	9.8	11.2	8.6	7.2
BPS	9,369	8,367	10,434	13,241	16,677
PBR	2.1	1.9	2.5	2.0	1.6
EBITDAPS	2,534	2,140	3,009	3,986	4,716
EV/EBITDA	8.4	6.0	7.4	5.0	3.7
SPS	14,779	10,866	14,752	17,919	20,965
PSR	1.4	1.4	1.8	1.5	1.3
CFFS	2,364	1,783	2,868	3,899	4,609
DPS	134	140	232	304	375

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증감률	59.5	-2.2	35.9	21.5	17.0
영업이익 증감률	110.6	10.2	56.0	29.1	19.8
순이익 증감률	271.8	19.2	46.5	30.8	19.2
수익성					
ROIC	78.2	70.6	89.7	93.8	93.3
ROA	25.3	16.6	20.6	22.4	22.7
ROE	33.0	20.6	24.7	25.7	24.2
안정성					
부채비율	32.3	51.5	43.5	35.0	26.2
순차입금비율	-57.8	-33.7	-40.1	-46.7	-52.6
이자보상배율	40.3	28.2	0.0	0.0	0.0

자료: 에스제이그룹 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	71	82	103	129	159
현금및현금성자산	37	25	38	56	78
매출채권 및 기타채권	10	8	11	14	17
재고자산	16	19	24	29	34
기타유동자산	8	29	29	30	30
비유동자산	21	43	45	47	48
유형자산	3	4	5	5	5
관계기업투자금	7	0	0	0	0
기타비유동자산	11	39	40	42	43
자산총계	92	125	148	176	208
유동부채	19	18	20	22	23
매입채무 및 기타채무	14	13	16	18	20
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	5	5	5	5	3
비유동부채	4	24	24	23	20
차입금	0	14	13	12	10
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	11	11	11	10
부채총계	22	42	45	46	43
자본부분	69	83	103	131	165
자본금	2	5	5	5	5
자본잉여금	45	42	41	41	42
이익잉여금	22	37	58	86	119
기타자본변동	0	-1	-1	-1	-1
비자본부분	0	0	0	0	0
자본총계	69	83	103	131	165
순차입금	-40	-28	-41	-61	-87

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	15	14	18	25	31
당기순이익	0	0	23	30	36
비현금항목의가감	4	2	5	8	10
감가상각비	2	3	2	3	3
오환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2	-1	4	6	7
자산부채의증감	-3	-3	-5	-7	-7
기타현금흐름	14	15	-5	-6	-8
투자활동 현금흐름	-16	-36	-3	-2	-3
투자자산	-9	3	0	-1	0
유형자산	-1	-2	-1	-1	-3
기타	-6	-36	-3	-1	0
재무활동 현금흐름	29	10	-5	-5	-5
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-3	14	-1	-1	-2
유상증자	46	0	-1	0	1
현금배당	-1	-1	-1	-2	-3
기타	-14	-3	-2	-1	-1
현금의증감	28	-12	14	18	22
기초 현금	9	37	25	38	56
기말 현금	37	25	38	56	78
NOPLAT	13	15	23	30	36
FCF	14	16	24	32	36