

제이에스 코퍼레이션 (194370)

한경래
kyungrae.han@daishin.com

유정현
junghyunyu@daishin.com

투자의견

BUY

신규

6개월 목표주가

30,000

신규

현재주가

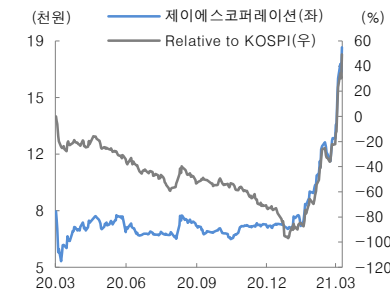
(21.03.24)

18,600

스몰캡

KOSPI	2,996.35
시가총액	248십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	1십억원
52주 최고/최저	18,600원 / 5,710원
120일 평균거래대금	8억원
외국인지분율	1.44%
주요주주	홍재성 외 6인 60.46%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	67.6	151.4	168.0	225.7
상대수익률	67.5	135.5	103.3	75.0



2021년 대변화의 시작

투자 의견 매수, 목표주가 30,000원 커버리지 개시

- 투자 의견 매수, 목표주가 30,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 2021년 예상 EPS 2,470원에 Target PER 12배 적용
- 최근의 주가 상승에도 여전히 21F PER 7배 수준 불과. 업황 회복세와 더불어 외형, 이익 더 가파른 증가세 고려 시 지속적인 주가 상승 전망

약진통상 인수로 외형, 이익 동반 레벨 업

- 인수 효과 9월부터 연결 실적으로 반영. 4Q 연결 매출액 2,196억원, 영업이익 46억원. 각각 QoQ +118.8%, +277.1% 기록
- 21년 상반기 주요 바이어들 발주 흐름 YoY +40% 이상 회복세
- 20년 하반기 할인 판매 통한 빠른 재고 소진 이후 구조적인 re-stocking 구간 진입 영향. 올해 CAPA +15~20% 증설
- 기존 최대주주인 사모펀드에 비해 동종 업종인 제이에스코퍼레이션 경영으로 고정비 절감도 가능(전체 고정비 20% 내외 절감 목표)
- 21년 OPM 5%로 +3.6%p YoY 기대

21년 핸드백 부문도 회복, 21F PER은 여전히 7배 수준 불과

- 21년 핸드백 매출액 2,312억원(+36.8% YoY) 예상
- 상반기 주주 흐름 YoY +40~50%로 19년 근접할 정도로 빠르게 회복. 2분기 높은 기저 효과 구간 진입. 바이어들의 생산 라인 증설 요청 증가
- 핸드백은 의류에 비해 생산 숙련도 중요. 중국에서 동남아로 생산시설 이전한 17년 이후 올해 베트남, 캄보디아 공장 생산 4~5년차 진입. 핸드백 부문 OPM 21년 4.0%로 3.9%p 개선 전망
- 21F PER 7배 수준. 동종 업체들 21F PER 대부분 12배 수준인 점 고려 시 50% 이상 업사이드 존제
- 핸드백 직접 경쟁 업체 시몬느 상장 계획. 상장 시 적용 PER 20배 수준 추정. 제이에스코퍼레이션 기업가치 상승에 긍정적으로 작용할 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	253	403	915	965	1,002
영업이익	11	8	44	54	62
세전순이익	12	2	41	50	58
총당기순이익	8	2	33	40	46
지배지분순이익	8	2	33	40	46
EPS	615	177	2,470	2,972	3,484
PER	20.4	42.4	7.5	6.3	5.3
BPS	11,755	11,293	13,344	15,900	18,968
PBR	1.1	0.7	1.4	1.2	1.0
ROE	5.3	1.5	20.1	20.3	20.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

투자 의견 매수, 목표주가 30,000 원으로 커버리지 개시

투자 의견 매수, 목표주가 30,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2021년 예상 EPS 2,470원에 의류 OEM 업종 평균 PER 12배를 적용했다. 미국 의류 업황 회복에 따른 약진통상(2020년 8월 인수)의 실적 및 수주 성장, 핸드백 부문 2019년 수준으로의 발주 회복이 확인된다.

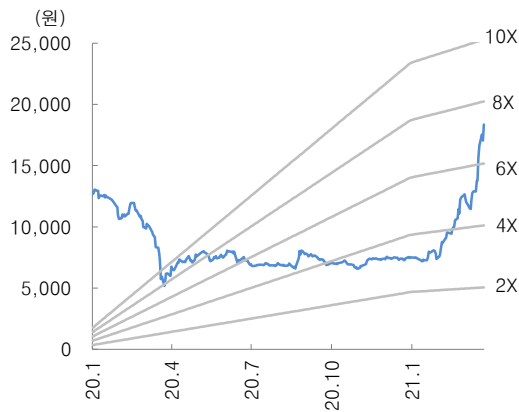
2021년 들어 의류 업체들의 주가 상승 및 Target PER 15배 수준의 멀티플을 적용시키는 점을 감안하면 2021F 7배 수준의 밸류에이션은 여전히 절대적 저평가 상태다. 하반기 상장 준비 중인 핸드백 1위 업체 시몬느가 약 20배 수준의 PER로 추정되는 부분까지 고려하면 2021년 과거 상장 공모가 23,000원을 넘어 역사적 신고가까지 가능한 변화의 원년으로 판단된다.

표 1. 제이에스코퍼레이션 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

비교		
EPS	2,470	2021년 예상 EPS
Target PER	12.0	국내 의류 OEM/ODM 평균 밸류에이션
목표주가	30,000	
현재주가	18,600	
현재 PER	7.5	2021년 예상 EPS 기준
상승여력(%)	61	

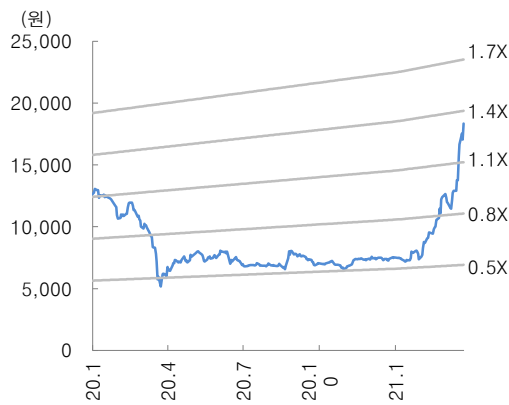
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 12MF PER 밴드



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 2. 12MF PBR 밴드



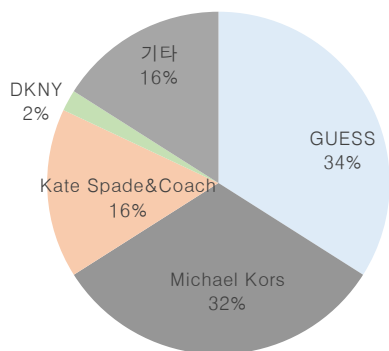
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

핸드백, 의류 브랜드 OEM/ODM 업체

제이에스코퍼레이션은 핸드백 OEM/ODM 생산 업체다. 주요 브랜드 고객사로 마이클 코어스, 코치, 케이트 스페이드, 게스, 버버리 등이 있다. 해외 생산 법인으로 캄보디아 (1, 2공장), 인도네시아(1, 2공장), 베트남 공장을 보유하고 있다. 생산 CAPA는 베트남 700만Pcs, 인도네시아 670만Pcs, 캄보디아 330만Pcs 수준이다. 2020년 브랜드별 매출 비중은 게스 34.5%, 마이클코어스 32.3%, 케이트 스페이드/코치 15.7%, 기타 17.6%다.

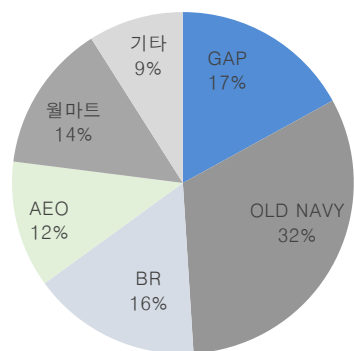
2020년 8월 의류 OEM/ODM 업체 약진통상을 약 600억원에 인수(지분율 100%)했다. 약진통상은 의류 브랜드 OEM 전문 업체다. 해외 생산 법인으로 베트남(640만Pcs/월), 캄보디아(230만Pcs/월), 인도네시아(230만Pcs/월) 공장을 갖추고 있다. 2020년 약진통상 브랜드별 매출 비중은 갭 17.2%, 올드네이비 31.9%, 바나나리퍼블릭 16.2%, 월마트 PB브랜드 14.1% 등으로 이뤄졌다. 2020년 9월부터 연결 실적으로 반영되어 2021년부터 연간 실적부터 온기로 반영될 예정이다.

그림 3. 2020 년 핸드백 브랜드별 매출 비중



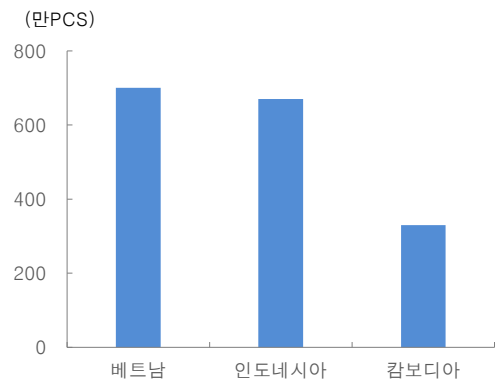
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 4. 2020 년 의류 브랜드별 매출 비중



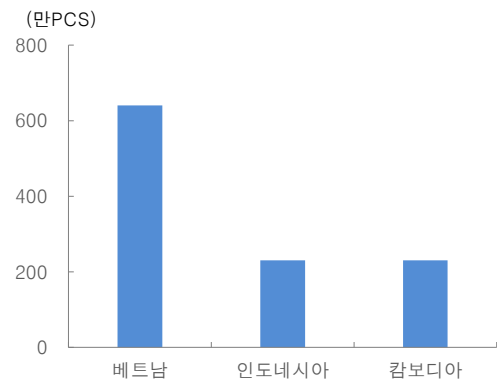
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 5. 핸드백 해외 법인별 CAPA



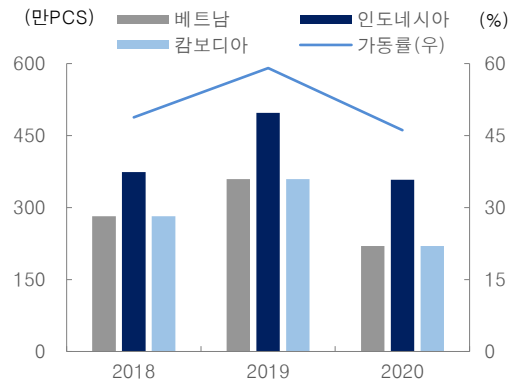
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 6. 의류 해외 법인별 CAPA



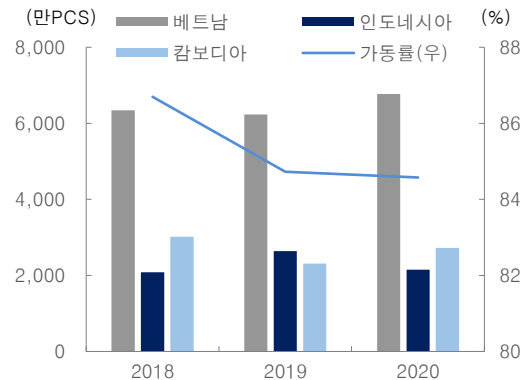
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 7. 핸드백 생산 실적 및 가동률 추이



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 8. 의류 생산 실적 및 가동률 추이



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

약진통상 인수로 확실한 외형, 이익 동반 레벨 업

약진통상 인수를 통해 2021년 외형, 이익 동반 한 단계 레벨 업이 확실시된다. 4Q20 실적부터 인수 효과가 나타났다. 4Q 연결 매출액 2,196억원, 영업이익 46억원으로 각각 전분기 대비 +118.8%, +277.1%를 기록했다. 약진통상의 매출액은 1,718억원, 영업이익 58억원(OPM 3.4%)으로 매출, 영업이익의 대부분을 기여했다.

코로나19로 실적 부진이 불가피했던 2020년 상반기 대비 하반기 인수 시점 이후 실적 개선세가 나타난 점이 고무적이다. 2020년 인수 8월 이후인 9~12월 매출액 2,338억원, 영업이익 33억원(OPM 3.3%)으로 외형 증가에 따른 이익률 개선세가 확인된다.

하반기 글로벌 시장의 점진적인 경제 재개로 인한 수출 회복세와 2018~2019년 베트남 공장 화재로 인한 이익률 하락(OPM 2018년 2.3, 2019년 2.6%) 이후 생산 시설 복구에 따른 원가율 개선세가 더해진 효과로 추정된다.

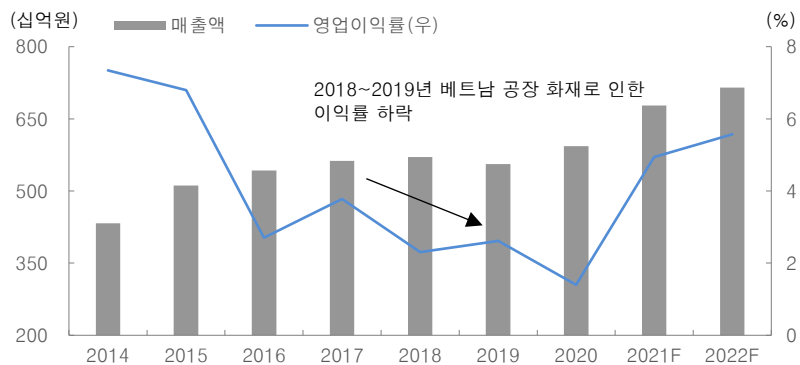
2021년 약진통상 영업이익 343억원(+314% YoY) 전망

2021년 약진통상의 매출액 6,835억원(+15.3% YoY), 영업이익 343억원(+313.6% YoY)이 예상된다. 약진통상은 코로나19에도 불구하고 방호복 신규 매출로 2020년 매출액이 전년 대비 6.7% YoY 증가를 기록했다. 낮지 않은 기저에도 2021년 높은 외형 성장으로 사상 최대 실적이 기대된다.

2021년 상반기 주요 브랜드 바이어들의 발주 흐름은 YoY +40% 이상으로 파악된다. 2020년 하반기 브랜드 업체들의 할인 판매를 통한 빠른 재고 소진 이후 구조적인 re-stocking 구간에 진입한 영향이다. 이에 맞춰 2020 4분기에 의류 생산 라인의 점진적인 증설도 이뤄지고 있다. 올해 15~20%의 CAPA 증설을 진행 중이다.

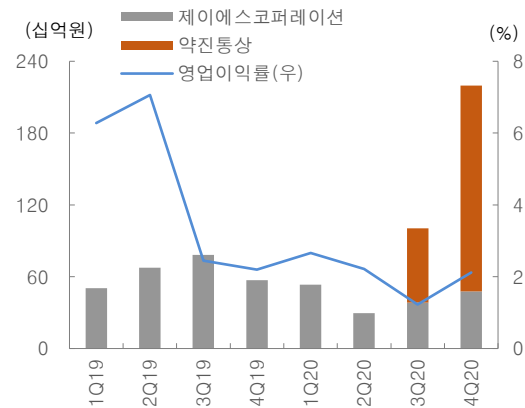
약진통상은 2018~2019년 주요 생산 법인인 베트남 공장의 화재로 인한 비용 부담 증가로 영업이익률이 2018년 2.3%, 2019년 2.6% 낮은 수준을 기록했었다. 설비 복구 이후 2020년 하반기 이익률 개선세를 확인했다. 추가적으로 최대주주인 칼라일 사모펀드에 비해 동종 업종인 제이에스코퍼레이션의 경영으로 고정비 절감이 이뤄질 전망이다. 전체 고정비의 20% 이상의 절감을 목표로 하고 있다. 2021년 영업이익률은 5%로 전년 대비 3.6%p 개선이 기대된다.

그림 9. 약진통상 영업 실적 추이 및 전망



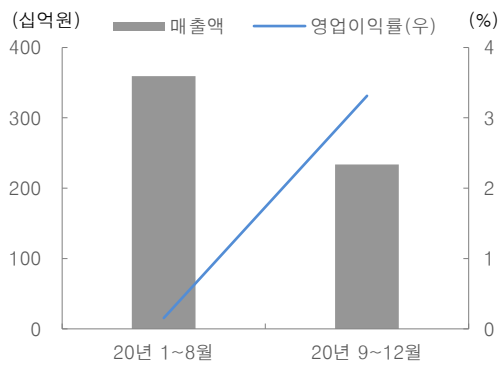
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 10.분기별 실적 추이



주: 3Q20 실적에서 약진통상은 9월만 반영
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 11.약진통상 인수 전후 실적 비교



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

2021년 핸드백 부문 매출액 +37% YoY 전망

2021년 기존 핸드백 부문도 회복이 예상된다. 2021년 핸드백 매출액은 2,312억원 (+36.8% YoY)이 예상된다. 핸드백 부문은 2020년 2분기부터 코로나19로 직접적인 영향을 받았다. 주요 핸드백 브랜드(마이클코어스, 코치, 케이트 스페이드 등) 포지셔닝이 하이엔드 명품이 아닌 준명품 라인에 속해 있으므로 2020년 명품 호황에 비해 다소 늦게 회복 구간에 접어들었다.

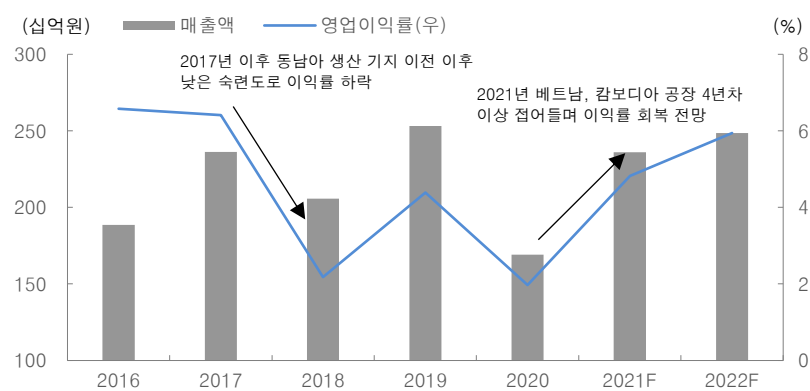
2021년 상반기 수주 흐름은 YoY 40%를 상회하는 수준으로 파악된다. 2019년에 근접할 정도로 빠른 회복세다. 특히 2분기에는 높은 기저 효과 구간에 들어가기 때문에 증가율이 더 확대될 예정이다. 미국의 빠른 경기 회복으로 바이어들의 생산 라인 증설 요구가 계속되는 것으로 파악된다. 하반기까지 보복 소비가 이어진다면 추가적인 매출 상향이 가능할 전망이다.

핸드백 부문 원가율 개선에도 주목

핸드백은 의류에 비해 생산 숙련도가 원가에 중요하다. 원가 절감을 위해 기존 생산 거점이었던 중국에서 동남아로 이전 작업을 거쳤다. 2017년 베트남, 2018년 캄보디아, 2020년 인도네시아 보요랄리 공장이 순차적으로 가동을 시작했다.

공장 이전 후 생산 초기인 2017년부터 원가율이 상승했다. 75% 수준이었던 매출원가율은 2017년 78.3%, 2018년 80.1%, 2019년 81%를 기록했다. 2020년에는 코로나19로 실적 부진이 불가피했으나 올해부터는 베트남, 캄보디아 공장이 생산 4~5년차에 접어든다. 매출 회복과 함께 과거 수준으로의 원가율 개선이 예상된다. 영업이익률은 2021년 4.0%, 2022년 6.2%로 회복 흐름이 기대된다.

그림 12.제이에스코퍼레이션 영업 실적 추이



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

중국을 떠나는 의류 OEM 벤더사들

중국산 의류 제품 미국
시장 점유율 급격히 하락

경공업 제조설비들의 탈중국 현상은 이전부터 계속 있었던 현상이었지만 2019년 미중 무역 분쟁이 탈중국을 가속화하는 1차 계기로 작용하면서 그 해 중국산 섬유·의복 제품들의 미국 수출액은 전년 대비 8% 감소했다. 미국 전체 의류 수입액이 1% 증가했고, 베트남과 방글라데시산 의류 수입액이 각각 11%, 9% 증가한 것과는 대조적이다.

2020년은 코로나19 영향으로 이러한 현상이 더 심해졌다. 미국의 의류 수입액은 yoy 19% 감소했는데, 이 기간 중국산 의류 수입액은 27% 급감했다. 베트남과 방글라데시산의 의류 품목의 수입액이 각각 5%, 11% 감소에 그친 것과 사뭇 다른 양상이다.

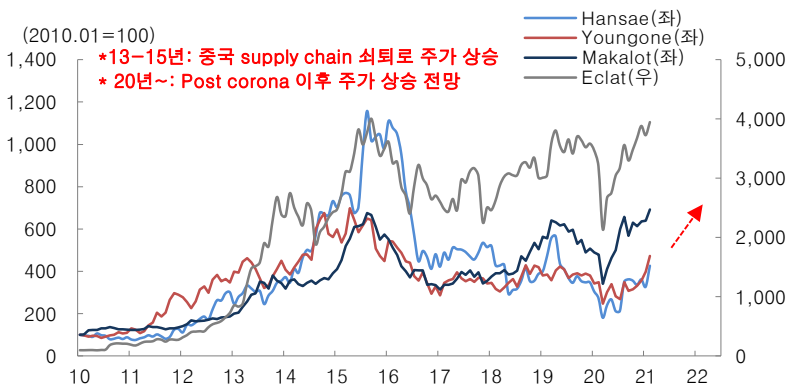
여기서 미국 시장 내 중국산 제품의 수입 감소는 코로나19 사태 이전인 2019년 하반기부터 이미 시작되었음을 주목해야 한다. 미국의 중국산 의류 수입액이 본격적으로 줄어들기 시작한 시점은 지난해 10월이며, 코로나19 팬데믹 상황이 기폭제로 작용하면서 더 많은 의류 제조 설비들이 이제 중국을 등지고 떠나는 계기로 작용하고 있다.

이제는 올해 시장이 회복할 경우 국가간 시장 점유율이 어떻게 변할지 조망하는 것이 매우 중요하다. 전체 시장이 20% 회복하고 미중간 분쟁 여파로 인한 탈중국 현상이 지속되면서 베트남과 방글라데시산의 점유율이 확대된다고 가정할 경우 베트남과 방글라데시산 의류 수입액은 각각 +32%, +27% 증가 할 것으로 예상된다. 반면, 중국산 의류 수입액 증가율은 14%에 그치는 등 시장의 평균 회복치를 하회할 것으로 전망된다.

2021년의 회복이 2020년 극심한 부진 뒤에 오는 것이긴 하지만, 베트남과 방글라데시산 의류 수입액이 크게 증가하는 것은 분명히 의미가 있다. 과거 2013~2015년, 글로벌 의류 OEM 산업이 중국의 대규모 supply chain 탈퇴로 베트남과 방글라데시 지역을 중심으로 하는 우리나라와 대만의 OEM 기업들의 실적이 대폭 개선되었던 사례가 되풀이될 가능성이 크기 때문이다.

최근 빠르게 감소하고 있는 미국 도소매 의류 재고액도 올해 수주에 대한 긍정적인 기대감을 갖기에 충분하다. 도소매 의류 재고 레벨은 코로나19 이전 보다도 낮은 수준인데 소비가 본격적으로 회복되는 2분기를 앞두고 고객사들의 re-stocking 수요 증가로 인한 발주 증가는 국내외 벤더사들의 실적 개선에 매우 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다.

그림 1. 글로벌 의류 주요 벤더사 주가 흐름



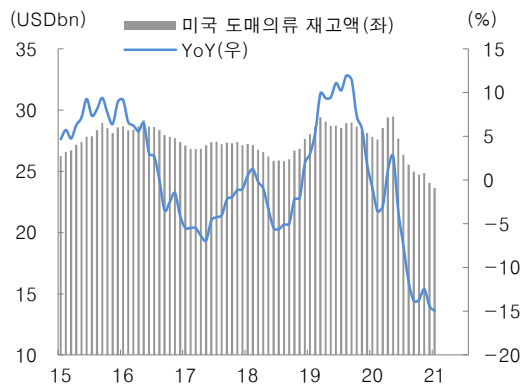
자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

표 2. 미국의 국가별 의류 수입액 증가율(yoy) (단위: %)

	총계	중국	베트남	방글라데시
2019-01	7.9	9.0	14.5	8.2
2019-02	1.8	-2.8	7.0	13.3
2019-03	7.5	-12.7	18.9	27.5
2019-04	4.1	3.4	10.4	6.0
2019-05	6.0	2.0	8.3	19.4
2019-06	5.3	2.8	8.8	9.6
2019-07	8.6	8.5	18.4	-4.4
2019-08	1.5	1.4	5.9	13.7
2019-09	-2.1	-17.9	16.8	-3.1
2019-10	-12.6	-34.0	-1.9	10.6
2019-11	-9.5	-29.1	3.8	12.2
2019-12	-4.0	-27.2	19.6	5.5
2020-01	-10.7	-34.7	3.9	16.4
2020-02	-11.0	-45.3	2.5	4.1
2020-03	-14.6	-51.3	6.8	-2.1
2020-04	-41.9	-48.8	-19.2	-13.5
2020-05	-52.0	-35.9	-38.9	-67.5
2020-06	-30.0	-15.2	-16.3	-56.1
2020-07	-24.0	-32.6	-5.7	-9.5
2020-08	-15.7	-26.1	2.5	16.6
2020-09	-10.2	-18.2	-1.5	-1.5
2020-10	-3.8	-2.2	0.4	2.9
2020-11	-1.7	1.4	14.3	-10.4
2020-12	-13.0	-10.8	-10.0	-13.7

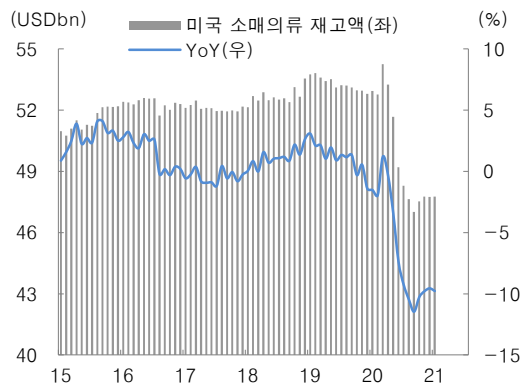
자료: KITA, 대신증권 Research Center

그림 13.미국 도매 의류 재고(YoY)



자료: US Census, 대신증권 Research Center

그림 14.미국 소매 의류 재고(YoY)



자료: US Census, 대신증권 Research Center

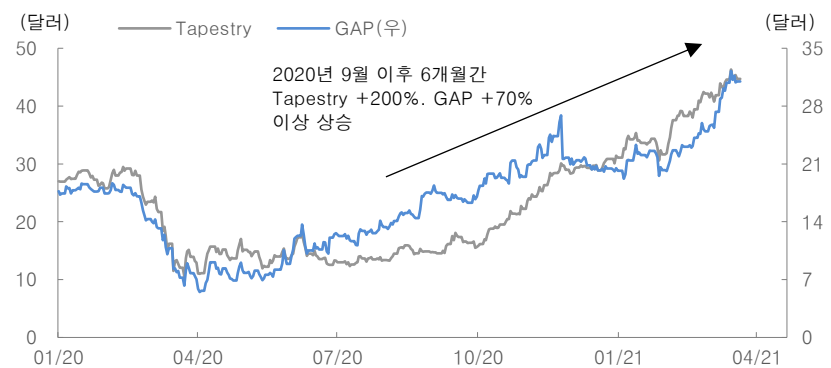
주요 브랜드 고객사들의 주가 상승은 이미 업황 회복 반영 중

제이에스코퍼레이션의 핸드백, 의류 사업부의 주요 바이어는 Tapestry, GAP이다. Tapestry는 코치, 케이트 스페이드 브랜드를 보유한 명품 그룹이다. GAP은 자체 브랜드 GAP, Old Navy, 바나나 리퍼블릭 등을 보유하고 있다. 이 업체들의 주가는 2020년 하반기부터 중장기 상승세를 기록 중이다. Tapestry는 2020년 9월초 대비 200%의 압도적인 주가 상승을 보이고 있고, GAP도 70% 이상의 높은 주가 상승세를 이어가고 있다.

이들의 가파른 주가 상승은 2020년 4분기 실적 시기 전후로 예상보다 빠른 재고 소진에 경기 회복으로 인한 업황 회복이 확인되면서 시작됐다. 2021년 들어 가파른 업황 회복을 반영해 2021년 실적 추정치 또한 상향되고 있다. Tapestry, GAP의 예상 2021년 매출액은 각각 54.4억달러(+9.7% YoY), 161.6억달러(+17.1% YoY)다. 영업이익은 각각 9.6억달러, 8.7억달러로 2020년 적자에서 회복해 2019년 이상의 이익 수준을 보고 있다.

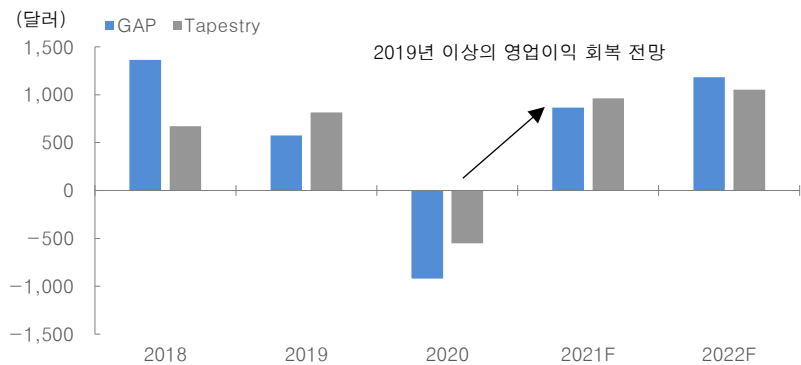
GAP은 지난 2월 1.4억달러를 투자해 신규 물류 센터를 건설하겠다고 발표했다. 폭증하는 온라인 수요에 맞춰 재고 회전을 및 공급량을 증가하기 위한 결정이다. 약진통상으로의 GAP 매출 비중은 65%를 상회하며 가장 큰 바이어이므로 향후 추가적인 라인 증설도 예상된다.

그림 15. Tapestry, GAP 주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 16.Tapestry, GAP 영업이익 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 3. Tapestry, GAP 영업실적 추이 및 전망

(단위: 백만달러 %)

	2017	2018	2019	2020P	2021F
Tapestry					
매출액	5880.0	6027.1	4961.4	5442.0	5775.5
영업이익	670.8	814.1	-550.8	961.3	1052.4
OPM	11.4	13.5	-11.1	17.7	18.2
GAP					
매출액	16580.0	16383.0	13800.0	16158.5	16697.4
영업이익	1362.0	574.0	-920.0	866.1	1184.3
OPM	8.2	3.5	-6.7	5.4	7.1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미얀마 쿠데타로 다른 동남아 생산 공장의 반사 수혜 가능

미얀마 쿠데타 사태로 글로벌 의류 브랜드 업체들의 생산 공장이 화재가 나거나 가동이 힘든 상황이다. 미얀마에서 의류 수출 비중은 전체 수출의 30% 이상을 차지하는 핵심 산업이다. 글로벌 패스트 리테일링 의류 생산에서 약 2% 이상을 차지하는 것으로 추정된다. 최근의 사태 이후 글로벌 메이커 의류 업체인 H&M, 베네통 그룹은 이미 미얀마의 신규 발주를 중단했다. H&M 그룹은 현재에 45개의 직거래 공급 업체가 있지만 이를 주변 동남아 국가 생산 기지로 발주를 변경했다.

제이에스코퍼레이션은 베트남, 인도네시아, 캄보디아에 생산 기지를 보유하고 있다. 이미 주요 의류 바이어로부터 추가 발주 문의가 들어올 것으로 기대된다. 추가 수주 확보 시 추가적인 실적 향상이 가능할 전망이다.

2021년 연결 영업이익 436억원(+448% YoY) 전망

2021년 연결 매출액 9,148억원(+127.1% YoY), 영업이익 436억원(+448.4% YoY)이 전망된다. 핸드백, 의류 사업부 매출액은 각각 2,312억원(+36.8% YoY), 6,835억원(+15.3% YoY)이 예상된다. 바이어들의 재고 감소 이후 업황 회복에 따른 re-stocking 수요 증가로 2021년 상반기 높은 수주 레벨이 담보됐다. 2분기부터는 높은 기저 효과 구간에 진입하는 점도 긍정적이다.

핸드백 공장의 숙련도 향상에 따른 원가율 절감, 약진통상 인수 이후 고정비 절감 효과로 2021년 연결 영업이익률은 4.8%로 전년 대비 2.8%p 개선이 기대된다.

2021F PER 7 배 수준. 여전히 동종 업종 내 가장 저평가 상태

2021년 들어 의류 업종은 전체 지수 대비 아웃퍼폼하며 주가 상승 중이다. 주요 종목들은 2021년 EPS 추정치가 상향됨에 따라 주가가 동반 상승하고 있지만 2021F PER은 대부분 12배 수준의 멀티플을 받고 있으며, Target PER은 15배 내외를 적용하고 있다.

제이에스코퍼레이션도 1월 저점 대비 2배의 주가가 상승한 상황이지만 주가 상승보다 EPS의 성장세가 더 가파르다. 상장 공모가 23,000원 대비 여전히 낮은 수준으로 현 주가에서도 50% 이상의 상승이 기대된다.

또한 핸드백 사업부의 직접적인 피어 업체 시몬느가 상장을 준비하고 있다. 시몬느가 국내 핸드백 OEM/ODM 1위 업체고, 제이에스코퍼레이션이 2위다. 시몬느는 2019년 매출액 1조178억원, 영업이익 1,351억원, 당기순이익 1,061억원을 기록했다. 2020년 감사보고서가 공시되지 않았으나 코로나19 여파로 역성장이 불가피할 것으로 보인다. 시장에서 언급되는 목표 시가총액은 2조원 수준이다. 2021년 업황 회복에 따라 실적 반등이 예상되는 점을 고려해도 적용 PER은 20배 수준으로 추정된다.

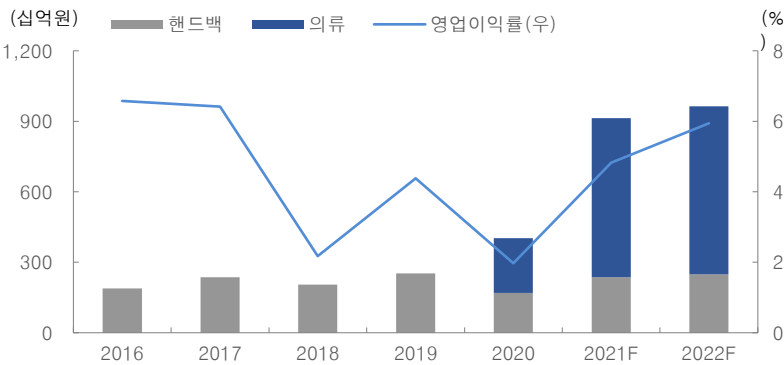
국내에서 직접적인 피어 업체의 높은 밸류에이션 반영은 제이에스코퍼레이션의 기업가치에도 긍정적으로 작용 가능하다. 1) 약진통상 인수에 따른 외형, 이익 동반 성장 및 의류 사업 다각화, 2) 숫자로 확인되고 있는 업황 회복세, 3) 실적 대비 업종 내 밸류에이션 저평가, 4) 피어 업체의 상장 모멘텀 등을 종합하면 2021년 기업가치의 정상화는 지속될 것으로 판단한다.

표 4. 제이에스코퍼레이션의 연결 영업실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	2018	2019	2020	2021F	2022F
연결 매출액	205.6	253.1	402.8	914.8	965.0
핸드백	205.6	253.1	169.0	231.2	243.6
의류			233.8	683.5	721.5
연결 영업이익	4.5	11.1	7.9	43.6	53.9
지배주주순이익	5.9	8.2	2.4	32.9	39.6
YoY					
연결 매출액	-13.0	23.1	59.2	127.1	5.5
핸드백	-13.0	23.1	-33.2	36.8	5.3
의류				192.4	5.6
연결 영업이익	-70.5	147.9	-28.4	448.4	23.8
지배주주순이익	1.2	40.2	-71.2	1294.1	20.3
영업이익률	2.2	4.4	2.0	4.8	5.6
순이익률	2.8	3.2	0.6	3.6	4.1

주: 2020 년 의류 매출은 9 월부터 반영
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 17.연결 영업실적 전망



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

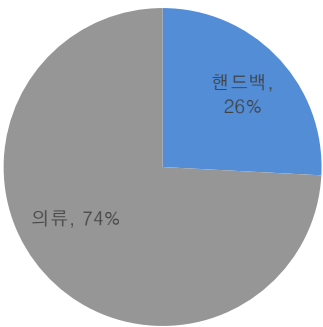
- 핸드백 OEM/ODM 생산 업체
- 주요 고객사로는 마이클 코어스, 코치, 케이트 스페이드, 게스, 버버리
- 2020년 8월 의류 OEM/ODM 업체 약진통상을 약 600억원에 인수
- 2020년 9월부터 연결 실적으로 반영, 2021년부터 연간 실적부터 온기로 반영될 예정
- 자산 5,044억원, 부채 3,537억원, 자본 1,507억원 (4Q20 기준)
(발행주식수: 13,335,601/ 자기주식수: 997,942, 4Q20 기준)

주가 변동요인

- 바이어 재고 소진에 따른 핸드백, 의류 생산법인 가동률 증가
- 100% 연결자회사 실적 반영에 따른 외형, 수익성 확대
- 핸드백 공장 운영 효율 증가 및 고정비 절감 효과로 레버리지 기대

자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

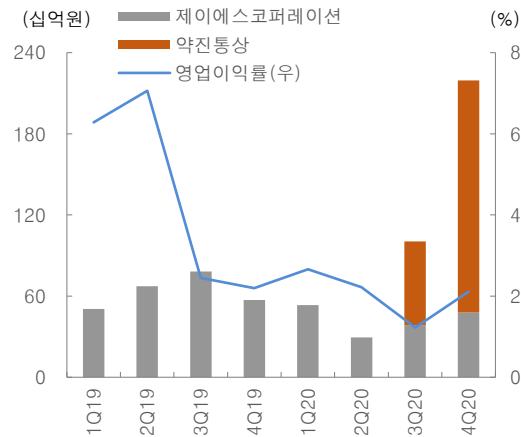
제이에스코퍼레이션 사업부문별 매출 비중



주: 2021년 매출액 기준
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

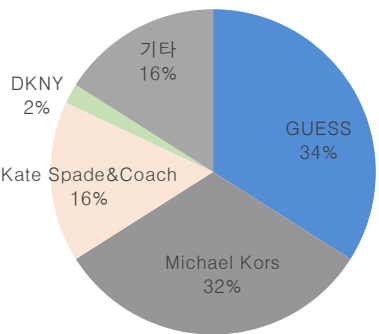
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이



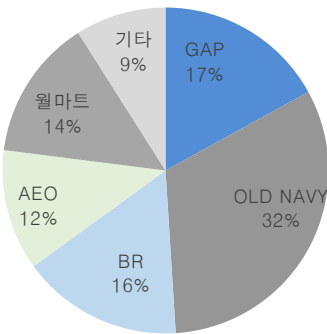
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

2020년 핸드백 브랜드별 매출 비중



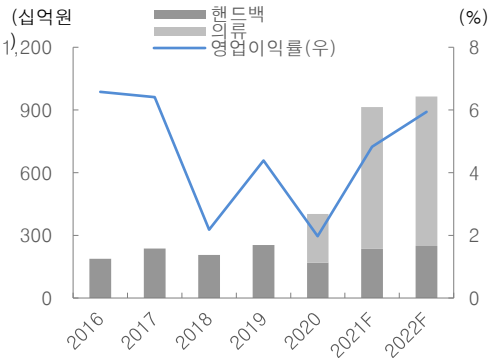
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

2020년 의류 브랜드별 매출 비중



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

연결 실적 전망



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	253	403	915	965	1,002
매출원가	205	346	771	807	832
매출총이익	48	57	143	158	170
판매비와관리비	37	49	100	104	108
영업이익	11	8	44	54	62
영업이익률	4.4	2.0	4.8	5.6	6.2
EBITDA	17	19	54	64	71
영업외손익	1	-6	-2	-4	-4
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	2	2	2
외환관련이익	8	18	14	14	14
금융비용	0	-3	-5	-7	-7
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	1	-4	1	1	1
법인세비용차감전순손익	12	2	41	50	58
법인세비용	-4	1	-8	-10	-12
계속사업순손익	8	2	33	40	46
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	2	33	40	46
당기순이익률	3.2	0.6	3.6	4.1	4.6
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	8	2	33	40	46
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	10	0	31	38	44
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	10	0	31	38	44

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	615	177	2,470	2,972	3,484
PER	20.4	42.4	7.5	6.3	5.3
BPS	11,755	11,293	13,344	15,900	18,968
PBR	1.1	0.7	1.4	1.2	1.0
EBITDAPS	1,267	1,399	4,022	4,763	5,332
EV/EBITDA	8.5	16.1	7.9	6.0	4.7
SPS	18,977	30,206	68,596	72,364	75,123
PSR	0.7	0.2	0.3	0.3	0.2
CFPS	1,467	1,534	3,797	4,388	4,996
DPS	500	450	450	450	450

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	23.1	59.2	127.1	5.5	3.8
영업이익 증가율	147.9	-28.4	448.4	23.8	14.9
순이익 증가율	40.3	-71.8	1,319.9	20.3	17.2
수익성					
ROIC	7.1	5.0	11.0	14.2	16.9
ROA	5.7	2.3	8.5	10.1	11.1
ROE	5.3	1.5	20.1	20.3	20.0
안정성					
부채비율	28.5	234.7	191.3	158.2	127.0
순차입금비율	-14.9	132.8	99.2	62.1	34.2
이자보상배율	31.1	3.0	0.0	0.0	0.0

자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	116	301	316	351	383
현금및현금성자산	30	35	33	58	83
매출채권 및 기타채권	27	84	95	100	102
재고자산	44	165	170	175	180
기타유동자산	15	18	18	18	18
비유동자산	86	203	202	196	191
유형자산	52	125	124	118	113
관계기업투자금	0	20	20	20	20
기타비유동자산	33	59	59	58	58
자산총계	202	504	518	547	574
유동부채	38	324	310	305	290
매입채무 및 기타채무	25	110	122	137	142
차입금	8	195	180	160	140
유동성채무	0	10	0	0	0
기타유동부채	4	8	8	8	8
비유동부채	7	30	31	31	32
차입금	0	4	4	4	4
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7	26	27	27	28
부채총계	45	354	341	336	322
자배지분	157	151	178	212	253
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	79	79	79	79	79
이익잉여금	84	81	109	143	184
기타지분변동	-8	-11	-11	-11	-11
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	157	151	178	212	253
순차입금	-23	200	177	132	87

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	21	-6	50	60	56
당기순이익	8	2	33	40	46
비현금항목의 가감	11	18	18	19	20
감가상각비	6	11	10	10	9
외환손익	0	5	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	5	3	9	10	12
자산부채의 증감	3	-23	7	11	1
기타현금흐름	-2	-4	-8	-10	-12
투자활동 현금흐름	8	-29	-9	-4	-4
투자자산	10	-24	0	0	0
유형자산	-15	-5	-9	-4	-4
기타	13	-1	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-10	41	-33	-28	-28
단기차입금	1	42	-15	-20	-20
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	10	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-7	-5	-6	-6	-6
기타	-4	-6	-13	-3	-3
현금의 증감	18	5	-1	25	25
기초 현금	12	30	35	33	58
기말 현금	30	35	33	58	84
NOPLAT	7	11	35	43	50
FCF	-2	14	35	48	54

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한경래)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

제이에스코퍼레이션(194370) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210320)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.2%	8.8%	1.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상