

제이에스 코퍼레이션 (194370)

한경채 kyungjaehan@dashin.com
이새롬 saeromlee@dashin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

30,000

목표주가

유지

현재주가

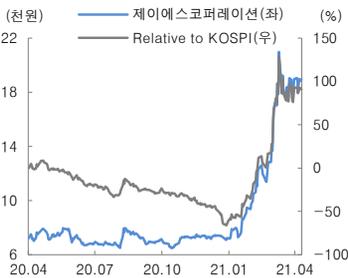
18,950

(21.04.26)

스몰캡

KOSPI	3,217.53
시가총액	253십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	1십억원
52주 최고/최저	21,000원 / 6,560원
120일 평균거래대금	14억원
외국인지분율	1.07%
주요주주	홍재성 외 6 인 60.46%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.8	134.8	175.0	166.9
상대수익률	-14.7	129.2	100.4	56.7



1분기부터 입증할 실적, 달라질 기업 가치

투자의견 매수, 목표주가 30,000원 유지

- 투자의견 매수, 목표주가 30,000원 유지. 목표주가는 2021년 예상 EPS 2,471원에 Target PER 12배 적용
- 약진통상 인수 이후 21년 첫번째 분기 실적에 대한 불확실성으로 약 1개월 간 기간 조정 중이나 미국의 높은 보복 소비 확인 및 지속적인 업황 개선 감안 시 적극적인 매수 기회로 판단

예상보다 더 좋은 상반기 오더 흐름

- 1Q21 매출액 2,178억원(+307.7% YoY), 영업이익 83억원(+484.6% YoY)으로 1Q21부터 달라진 외형, 이익 보여줄 전망
- 의류, 핸드백 매출액 각각 1,665억원, 513억원 예상
- 약진통상 인수 이후 고정비 절감 효과로 영업이익률 전분기 대비 1.7%p 개선된 3.8% 기대. 상대적으로 단기간에 이익률 개선 흐름
- 핸드백 부문 2Q21부터 높은 기저효과 구간 진입. 2Q21 핸드백 발주 +100% YoY 상회하는 것으로 추정
- 의류 부문도 2분기가 1분기 대비 10% 이상 높은 발주 흐름인 만큼 전사 실적 QoQ 확실한 성장세 전망

2021년 실적으로 입증할 달라진 가치. 선제적 대응 필요

- 2021년 연결 매출액 9,568억원(+137.5% YoY), 영업이익 436억원(+448.7% YoY) 전망. 4월부터의 하반기용 오더 흐름도 긍정적으로 진행 중인 점 감안하면 하반기 실적 추정치 상향 가능성 높음
- 2021F PER 7.7배 수준으로 동종 업종 내 절대적인 저평가 구간. 1Q21 실적부터 달라지는 기업 가치 입증할 예정

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	253	403	957	1,031	1,070
영업이익	11	8	44	56	66
세전순이익	12	2	41	52	62
총당순이익	8	2	33	41	50
지배지분순이익	8	2	33	41	50
EPS	615	177	2,471	3,100	3,732
PER	20.4	42.4	7.7	6.1	5.1
BPS	11,755	11,293	13,345	16,029	19,344
PBR	1.1	0.7	1.4	1.2	1.0
ROE	5.3	1.5	20.1	21.1	21.1

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

표 14. 제이에스코퍼레이션의 연결 영업실적 추이 및 전망

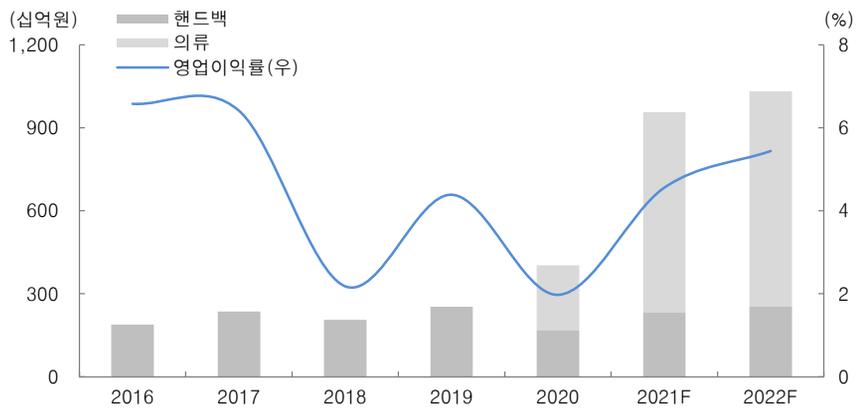
(단위: 십억원, %)

	2018	2019	2020	2021F	2022F
연결 매출액	205.6	253.1	402.8	956.8	1030.9
핸드백	205.6	253.1	169.0	233.5	253.0
의류			233.8	723.3	777.9
연결 영업이익	4.5	11.1	7.9	43.6	56.1
지배주주순이익	5.9	8.2	2.4	33.0	41.3
YOY					
연결 매출액	-13.0	23.1	59.2	137.5	7.7
핸드백	-13.0	23.1	-33.2	38.2	8.3
의류				209.4	7.5
연결 영업이익	-70.5	147.9	-28.4	448.7	28.6
지배주주순이익	-1.2	-40.2	71.2	-1294.8	-25.4
영업이익률	2.2	4.4	2.0	4.6	5.4
순이익률	2.8	3.2	0.6	3.4	4.0

주: 2020년 의류 매출은 9월부터 반영

자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 42. 제이에스코퍼레이션의 연결 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

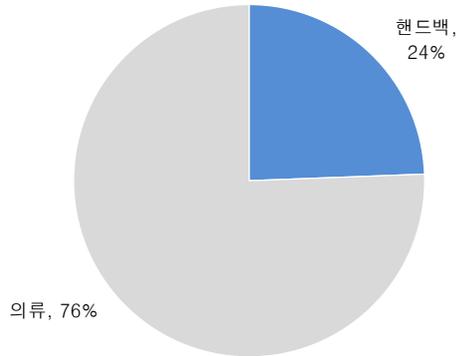
- 핸드백 OEM/ODM 생산 업체
- 주요 고객사로는 마이클 코어스, 코치, 케이트 스페이드, 게스, 버버리
- 2020년 8월 의류 OEM/ODM 업체 약진통상을 약 600억원에 인수
- 2020년 9월부터 연결 실적으로 반영. 2021년부터 연간 실적부터 온기로 반영될 예정
- 자산 5,044억원, 부채 3,537억원, 자본 1,507억원 (4Q20 기준)
(발행주식수: 13,335,601 / 자기주식수: 997,942, 4Q20 기준)

주가 변동요인

- 바이어 재고 소진에 따른 핸드백, 의류 생산법인 기동률 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

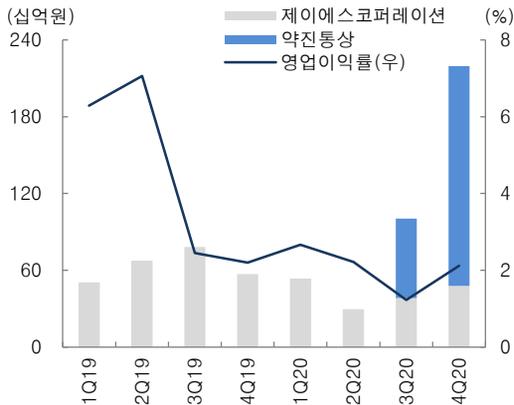
제이에스코퍼레이션 사업부문별 매출 비중



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

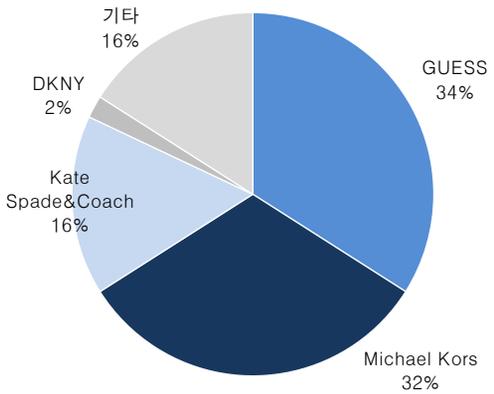
2. Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이



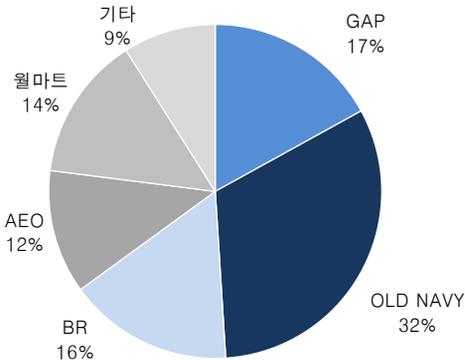
자료: 제이에스코퍼레이션 대신증권 Research Center

2020년 핸드백 브랜드별 매출 비중



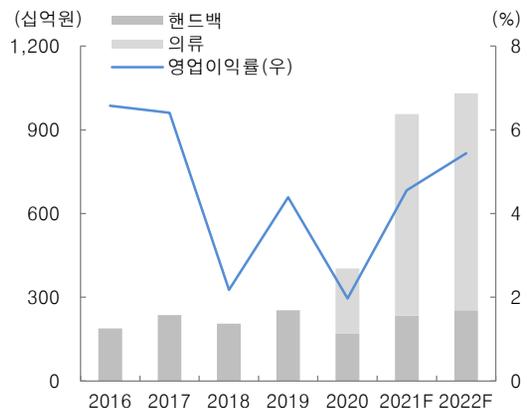
자료: 제이에스코퍼레이션 대신증권 Research Center

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	957	1,031	1,070	
매출원가	205	346	811	869	895	
매출총이익	48	57	146	161	175	
판매비와관리비	37	49	102	105	109	
영업이익	11	8	44	56	66	
영업외이익	4.4	2.0	4.6	5.4	6.2	
EBITDA	17	19	54	66	75	
영업외손익	1	-6	-2	-4	-4	
관계기업손익	0	0	0	0	0	
금융수익	1	1	2	2	2	
오환관련이익	8	18	14	14	14	
금융비용	0	-3	-5	-7	-7	
오환관련손실	0	0	0	0	0	
기타	1	-4	1	1	1	
법인세비용차감전순이익	12	2	41	52	62	
법인세비용	-4	1	-8	-10	-12	
계속사업순이익	8	2	33	41	50	
중단사업순이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	8	2	33	41	50	
당기순이익	3.2	0.6	3.4	4.0	4.7	
비재배분순이익	0	0	0	0	0	
재배분순이익	8	2	33	41	50	
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0	
가법공익	0	0	0	0	0	
포괄순이익	10	0	31	39	48	
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0	
재배분포괄이익	10	0	31	39	48	

Valuation 지표		(단위: 원 배%)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	615	177	2,471	3,100	3,732	
PER	20.4	42.4	7.7	6.1	5.1	
BPS	11,755	11,293	13,345	16,029	19,344	
PBR	1.1	0.7	1.4	1.2	1.0	
EBITDAPS	1,267	1,399	4,023	4,923	5,642	
EV/EBITDA	8.5	16.1	7.9	5.8	4.4	
SPS	18,977	30,206	71,750	77,304	80,240	
PSR	0.7	0.2	0.3	0.2	0.2	
CFPS	1,467	1,534	3,798	4,548	5,304	
DPS	500	450	450	450	450	

재무비율		(단위: 원 배%)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
성장성						
매출액증가율	23.1	59.2	137.5	7.7	3.8	
영업이익증가율	147.9	-28.4	448.7	28.6	17.9	
순이익증가율	40.3	-71.8	1,320.6	25.4	20.4	
수익성						
ROIC	7.1	5.0	11.0	14.7	18.0	
ROA	5.7	2.3	8.5	10.5	11.7	
ROE	5.3	1.5	20.1	21.1	21.1	
안정성						
부채비율	28.5	234.7	191.2	156.9	124.6	
순차입금비율	-14.9	132.8	98.9	60.6	31.4	
이자보상배율	31.1	3.0	0.0	0.0	0.0	

자료: 제이에스큐에이치션 대안증권 Research Center

재무상태표		(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	116	301	317	353	389	
현금및현금성자산	30	35	33	60	89	
매출채권및기타채권	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	519	549	580	
유동부채	38	324	310	305	290	
매입채무및기타채무	25	110	122	137	142	
차입금	8	195	180	160	140	
유동상채무	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	
자본비율	157	151	178	214	258	
자본금	1	1	1	1	1	
자본잉여금	79	79	79	79	79	
이익잉여금	84	81	109	145	189	
기타자본변동	-8	-11	-11	-11	-11	
비자본비율	0	0	0	0	0	
자본총계	157	151	178	214	258	
순차입금	-23	200	176	130	81	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
영업활동 현금흐름	21	-6	50	62	60	
당기순이익	8	2	33	41	50	
비현금성목의가감	11	18	18	19	21	
감가상각비	6	11	10	10	9	
오환손익	0	5	-1	-1	-1	
자본법평가손익	0	0	0	0	0	
기타	5	3	9	11	13	
자산부채의증감	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	
현금의증감	18	5	-1	27	29	
기초 현금	12	30	35	33	60	
기말 현금	30	35	33	60	89	
NOPLAT	7	11	35	45	53	
FCF	-2	14	35	49	57	