

제이에스 코퍼레이션 (194370)

한경래

이새롬

kyungrae.han@daishin.com

saerom.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

32,000

상향

현재주가

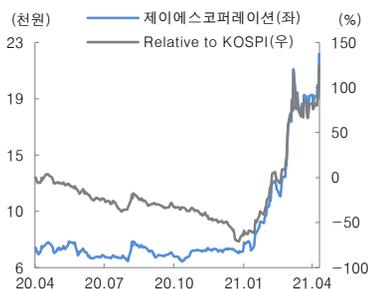
22,150

(21.04.29)

스몰캡업종

KOSPI	3174.07
시가총액	295십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	1십억원
52주 최고/최저	22,150원 / 6,560원
120일 평균거래대금	16억원
외국인지분율	1.05%
주요주주	홍재성 외 6 인 60.46%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.2	200.1	231.1	192.2
상대수익률	12.1	181.4	142.7	79.3



실적으로 확실히 입증, 이제 다시 시작

투자 의견 매수 유지, 목표주가 32,000원으로 상향

- 투자 의견 매수 유지, 목표주가 32,000원으로 상향. 2021년 예상 EPS 추정치 상향(2,471원 → 2,640원) 반영
- 1Q21 실적 통해 업황 호조 및 약진통상 인수로 인한 펀더멘털 개선 동시 확인. 하반기까지 지속될 실적 성장에 대한 높은 가시성 확보. 적극적인 매수 구간으로 판단

1Q21 연결 영업이익 107억원(+651% YoY, +130% QoQ) 기록

- 1Q21 연결 매출액 2,234억원(+318.2% YoY, +1.7% QoQ), 영업이익 107억원(+650.8% YoY, +130.2% QoQ) 기록. 1분기부터 놀라운 이익률 기록 연결 OPM 4.8%, +2.7%p QoQ, +2.1%p YoY 개선.
- 판관비 178억원으로 전분기 대비 22.2% 절감. 단기간에 전사 고정비 포함한 경상비 절감 효과 확인
- **[의류(약진통상)]** 매출액 1,718억원(+23.7% YoY), 영업이익 78억원(흑전 YoY, +33.6% QoQ), OPM 4.5% 추정. 약진통상 인수 이후 첫번째 분기였던 4Q20 OPM 3.4%에서 1.1%p 개선
- **[핸드백]** 매출액 516억원(-3.4% YoY), 영업이익 29억원, OPM 5.6% 추정. 전년 동기 대비 2.9%p의 높은 개선. 전사 고정비 절감 및 인도네시아 보요랄리 2공장 1Q20 가동 시작에 따른 가동률 확대(20% → 50%) 영향

2, 3분기 오더 흐름 지속 및 비용 절감에 따른 이익률 개선 기대

- 21년 연결 매출액 9,694억원(+140.7%), 영업이익 476억원(+499.1%) 전망
- 2분기 의류 오더 흐름 YoY +30% 상회 및 핸드백 YoY +100% 상회 하는 수준으로 파악. 특히 핸드백 2분기 높은 기저 구간 진입
- 3분기 대비한 4월 오더 흐름도 지속 성장세로 추정
- 예상보다 더 좋은 업황 호조로 의류 Capa 15% 이상 증설 진행 중 핸드백 인도네시아 보요랄리 2공장 하반기 가동률 확대 예상
- 여전히 21F PER 8.4배 불과. 업황 호조와 더불어 약진통상 인수 이후 단기간에 펀더멘털 개선까지 확인된 만큼 적극적인 매수 유효하다고 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	253	403	969	1,044	1,084
영업이익	11	8	48	57	62
세전순이익	12	2	44	53	58
총당기순이익	8	2	35	42	47
지배지분순이익	8	2	35	42	47
EPS	615	177	2,640	3,163	3,499
PER	20.4	42.4	8.4	7.0	6.3
BPS	11,755	11,293	13,515	16,262	19,345
PBR	1.1	0.7	1.6	1.4	1.1
ROE	5.3	1.5	21.3	21.2	19.7

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

표 1. 제이에스코퍼레이션 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

비교	
EPS	2,640 2021년 예상 EPS
Target PER	12.0 국내 의류 OEM/ODM 평균 밸류에이션
목표주가	32,000
현재주가	22,150
현재 PER	8.4 2021년 예상 EPS 기준
상승여력(%)	44.5

자료: 대신증권 Research Center

표 3. 제이에스코퍼레이션 실적 추이 및 전망

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F
연결 매출액	53.4	29.5	100.3	219.6	223.4	247.3	266.7	232.0	253.1	402.8	969.4
핸드백	53.4	29.5	38.4	47.8	52.2	59.5	63.4	59.3	253.1	169.0	233.8
의류	0.0	0.0	62.0	171.8	171.8	187.8	203.3	172.7	0.0	233.8	735.6
연결 영업이익	1.4	0.7	1.2	4.6	10.7	12.7	15.1	9.2	11.1	7.9	47.6
지배주주순이익	1.9	0.2	3.5	-3.2	4.9	10.1	13.2	7.0	8.2	2.4	35.2
YoY									0.0	0.0	0.0
연결 매출액	5.9	-56.3	28.4	284.6	318.2	739.1	165.8	5.7	23.1	59.2	140.7
핸드백	5.9	-56.3	-50.9	-16.3	-3.4	102.0	65.2	24.2	23.1	-33.2	38.3
의류							228.0	0.5	0.0	0.0	214.6
연결 영업이익	-55.1	-86.3	-35.7	269.7	650.8	1836.2	1128.2	97.5	147.9	-28.4	499.1
지배주주순이익	-42.3	-95.1	270.3	적전	155.8	5388.0	276.9	흑전	40.2	-71.2	1390.2
영업이익률	2.7	2.2	1.2	2.1	4.8	5.1	5.7	3.9	4.4	2.0	4.9
순이익률	3.5	0.6	3.5	-1.5	2.2	4.1	5.0	3.0	3.2	0.6	3.6

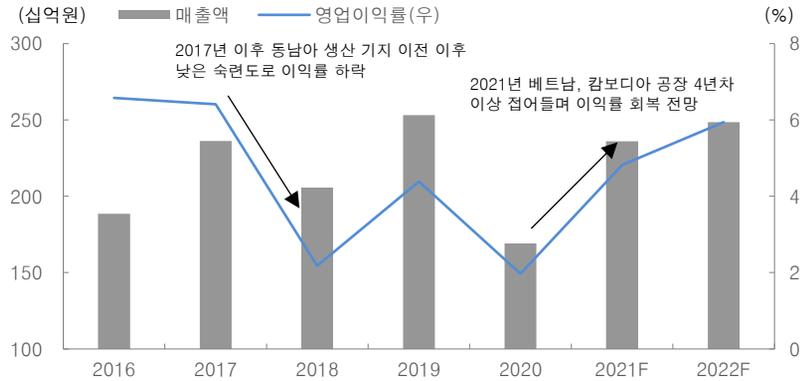
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center, 주: 의류는 20년 9월부터 반영

그림 1. 연결 영업실적 전망



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 2. 제이에스코퍼레이션 영업 실적 추이



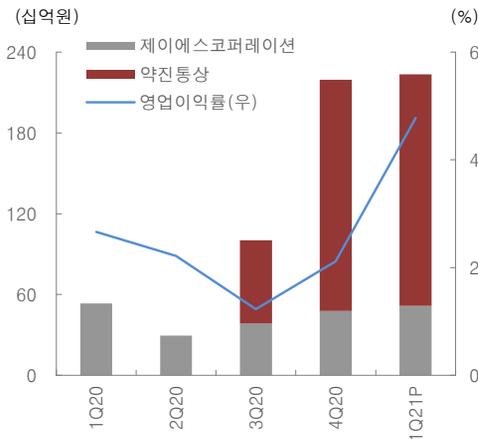
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 3. Tapestry, GAP 주가 추이



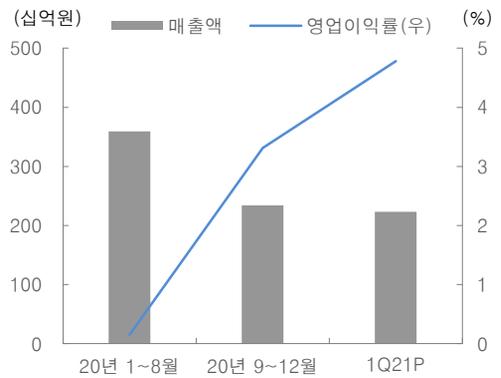
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 분기별 실적 추이



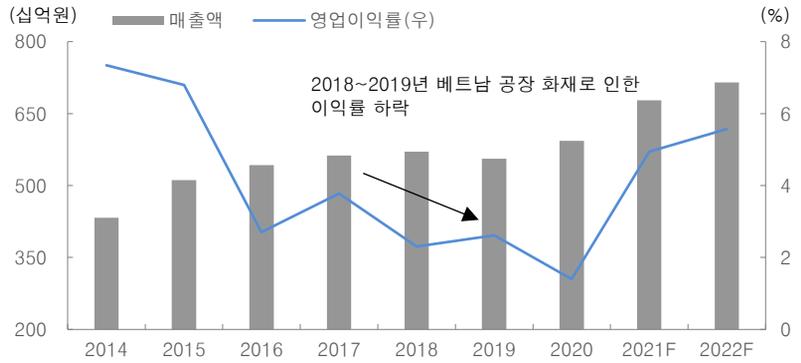
주: 3Q20 실적에서 약진통상은 9월만 반영
 자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 5. 약진통상 인수 전후 실적 비교



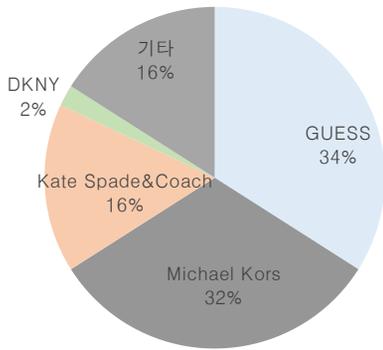
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 6. 약진통상 영업 실적 추이 및 전망



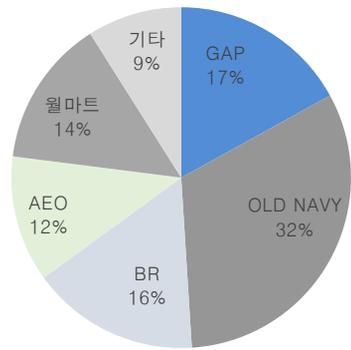
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 7. 2020년 핸드백 브랜드별 매출 비중



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 8. 2020년 의류 브랜드별 매출 비중



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

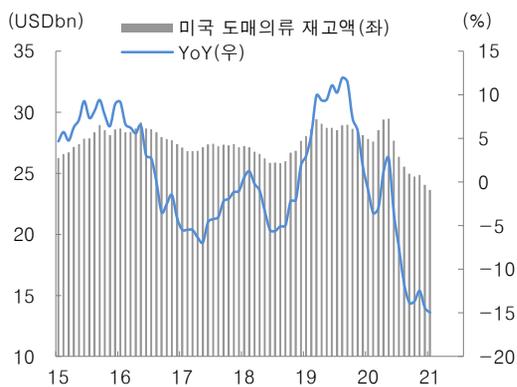
표 2. 미국의 국가별 의류 수입액 증가율(yoy)

(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 9. 미국 도매 의류 재고(YoY)



자료: US Census, 대신증권 Research Center

그림 10. 미국 소매 의류 재고(YoY)



자료: US Census, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

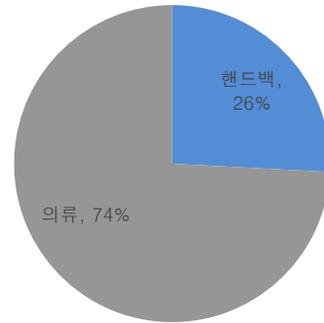
- 핸드백 OEM/ODM 생산 업체
- 주요 고객사는 마이클 코어스, 코치, 케이트 스페이드, 게스, 버버리
- 2020년 8월 의류 OEM/ODM 업체 약진통상을 약 600억원에 인수
- 2020년 9월부터 연결 실적으로 반영, 2021년부터 연간 실적부터 온기로 반영될 예정
- 자산 5,044억원, 부채 3,537억원, 자본 1,507억원 (4Q20 기준)
(발행주식수: 13,335,601/ 자기주식수: 997,942, 4Q20 기준)

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

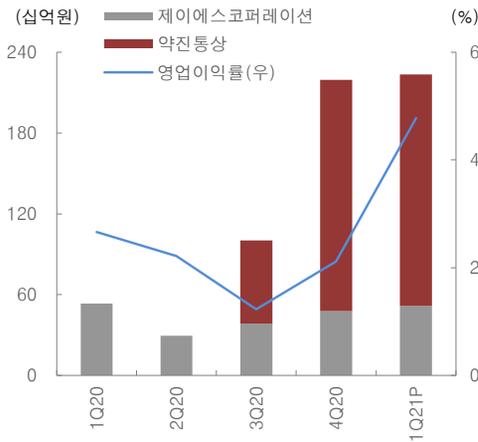
제이에스코퍼레이션 사업부문별 매출 비중



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

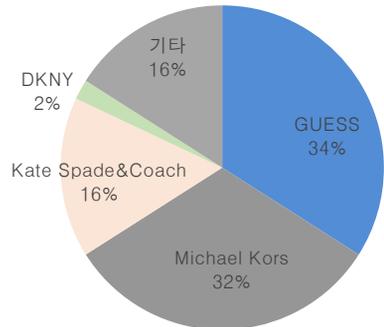
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이



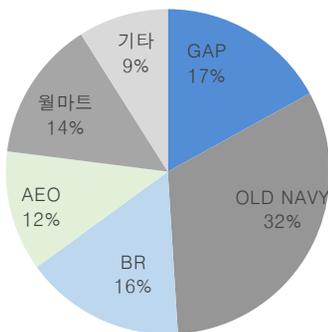
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

2020년 핸드백 브랜드별 매출 비중



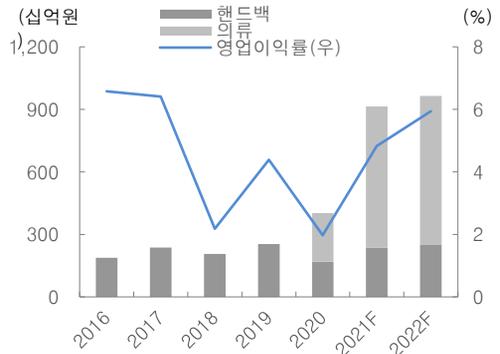
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

2020년 의류 브랜드별 매출 비중



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

연결 실적 전망



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

재무제표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	253	403	969	1,044	1,084
매출원가	206	346	842	903	934
매출총이익	48	57	127	141	150
판매비와관리비	37	49	80	84	88
영업이익	11	8	48	57	62
영업이익률	4.4	2.0	4.9	5.5	5.7
EBITDA	17	19	58	67	71
영업외손익	1	-6	0	-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	3	1	1
법인세비용차감전순이익	12	2	44	53	58
법인세비용	-4	1	-9	-11	-12
계속사업순이익	8	2	35	42	47
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	2	35	42	47
당기순이익률	3.2	0.6	3.6	4.0	4.3
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	8	2	35	42	47
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	10	0	33	40	45
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	10	0	33	40	45

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	650	192	2,640	3,163	3,499
PER	19.3	39.3	8.4	7.0	6.3
BPS	11,755	11,293	13,515	16,262	19,345
PBR	1.1	0.7	1.6	1.4	1.1
EBITDAPS	1,267	1,399	4,324	5,002	5,351
EV/EBITDA	8.5	16.1	8.1	6.3	5.3
SPS	18,977	30,206	72,694	78,319	81,290
PSR	0.7	0.2	0.3	0.3	0.3
CFPS	1,467	1,534	4,041	4,627	5,014
DPS	500	450	450	450	450

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	23.1	59.2	140.7	7.7	3.8
영업이익 증가율	147.9	-28.4	499.1	20.0	8.9
순이익 증가율	40.3	-71.8	1,417.9	19.8	10.6
수익성					
ROC	7.1	5.0	11.9	15.0	16.9
ROA	5.7	2.3	9.3	10.6	11.0
ROE	5.3	1.5	21.3	21.2	19.7
안정성					
부채비율	28.5	234.7	188.8	154.6	124.6
순차입금비율	-14.9	132.8	96.5	58.3	31.4
이자보상배율	31.1	3.0	0.0	0.0	0.0

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	116	301	319	356	389
현금및현금성자산	30	35	36	63	89
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	521	553	580
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	180	217	258
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	79	79	79	79	79
이익잉여금	84	81	111	148	189
기타지분변동	-8	-11	-11	-11	-11
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	157	151	180	217	258
순차입금	-23	200	174	127	81

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	21	-6	52	63	57
당기순이익	8	2	35	42	47
비현금항목의 가감	11	18	19	20	20
감가상각비	6	11	10	10	9
외환손익	0	5	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	5	3	10	11	12
자산부채의 증감	3	-23	7	11	1
기타현금흐름	-2	-4	-9	-11	-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	27	25
기초 현금	12	30	35	36	63
기말 현금	30	35	36	63	89
NOPLAT	7	11	38	46	50
FCF	-2	14	38	50	54

자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

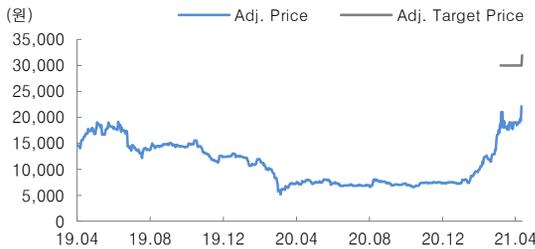
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

제이에스코퍼레이션(194370) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.04.30	21.04.27	21.04.07	21.03.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	32,000	30,000	30,000	30,000
과리율(평균.%)		(37.20)	(37.76)	(37.81)
과리율(최대/최소.%)		(26.17)	(30.00)	(30.00)
제시일자				
투자의견				
목표주가				
과리율(평균.%)				
과리율(최대/최소.%)				
제시일자				00.06.29
투자의견				
목표주가				
과리율(평균.%)				
과리율(최대/최소.%)				

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210427)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.3%	8.7%	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