

# 제이에스 코퍼레이션 (194370)

**한경래** 이사  
kyungrae.han@daishin.com saerom.lee@daishin.com

**투자이견** BUY  
매수, 유지

**6개월 목표주가** 42,000  
상향

**현재주가** 23,050  
(21.10.25)

스몰캡업종

## 놀라운 이익률, 더 놀라운 저평가

투자이견 매수 유지, 목표주가 42,000원으로 11% 상향

- 목표주가는 2022년 실적 추정치 상향(EPS 3,796원 → 4,199원) 반영
- 1) 상반기에 이어 일부 매출 이연에도 3분기 놀라운 이익률 기록, 2) 이익률 개선 속도 감안해 4분기, 22년 실적 상향, 3) 동사 주요 핸드백 바이어 미국 내 높은 선호도, 중기적인 수요 증가 기대. 22F PER 5.5배로 설명하기 힘든 수준의 저평가 상태. 실적에 걸맞은 재평가 필요

**3Q21 연결 영업이익 249억원(+1,923% YoY, +129% QoQ) 호실적 기록**

- 3Q21 연결 매출액 2,945억원(+193.5% YoY), 영업이익 249억원(+1,922.9% YoY) 기록. 선적 지연으로 약 200억원 매출액 4분기로 이연됨에도 영업이익 추정치 대비 14% 상회. OPM 8.5%(+7.3%p YoY)
- **[의류]** 매출액 2,349억원(+34% YoY), 영업이익 211억원(OPM 9%)  
3분기 성수기와 더불어 원가율, 판관비율 동반 개선으로 OPM +3.0%p QoQ
- **[핸드백]** 매출액 596억원(+55% YoY), 영업이익 38억원(OPM 6.4%)  
핸드백 정상 수준 마진율로 회복 흐름. 중기적으로 7~8% 회복 기대

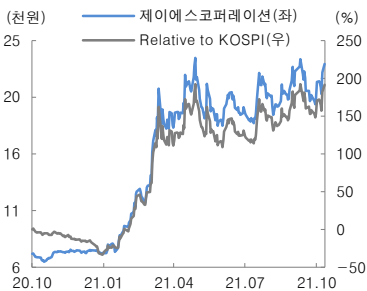
**22년에도 이어질 Re-Stocking, 22년 영업이익 735억원(+19%) 전망**

- 미국 투자은행 Piper Sandler의 미국 10대 패션 트렌드 설문 조사 결과: 핸드백 선호 브랜드 1위 마이클 코어스, 3위 코치, 4위 케이트 스페이드. 주요 핸드백 바이어 상위권. 미국 내 높은 인기 확인. 중기적인 수요 확대 기대
- 3분기까지 확인된 이익률 개선세 → 구조적 펀더멘탈 개선 22년 온기 반영. 22년 연결 매출액 1조 94억원(+11%), 영업이익 735억원(+19%), OPM 6.7% (+0.4%p) 전망

(단위: 십억원, %)

KOSPI	3,020.54
시가총액	307십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	1십억원
52주 최고/최저	23,550원 / 6,560원
120일 평균거래대금	34억원
외국인지분율	0.95%
주요주주	홍재성 외 6인 60.46%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.7	24.3	21.3	232.6
상대수익률	1.7	33.9	28.0	160.0



구분	3Q20	2Q21	3Q21				4Q21(F)			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	100	206	323	295	193.5	42.8	323	258	17.4	-12.5
영업이익	1	11	22	25	1,922.9	129.3	22	16	235.8	-37.4
순이익	4	5	18	19	433.3	246.5	18	12	흑전	-36.8

자료: 제이에스코퍼레이션, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	253	403	982	1,095	1,161
영업이익	11	8	62	73	87
세전순이익	12	2	54	72	85
총당기순이익	8	2	41	56	67
지배지분순이익	8	2	41	56	67
EPS	615	177	3,060	4,199	4,933
PER	20.4	42.4	7.5	5.5	4.6
BPS	11,755	11,293	13,934	17,664	22,140
PBR	1.1	0.7	1.7	1.3	1.0
ROE	5.3	1.5	24.3	26.6	25.1

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

표 1. 제이에스코퍼레이션 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

비교		
EPS	4,199	2022년 예상 EPS
Target PER	10.0	국내 의류 OEM/ODM 평균 밸류에이션
목표주가	42,000	
현재주가	23,050	2021.10.25 기준
현재 PER	7.5	2021년 예상 EPS 기준
상승여력(%)	82.2	

자료: 대신증권 Research Center

표 3. 제이에스코퍼레이션 실적 추이 및 전망

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21F	2020	2021F	2022F
연결 매출액	53.4	29.5	100.3	219.6	223.4	206.2	294.5	257.8	402.8	981.8	1094.5
핸드백	53.4	29.5	38.4	47.8	52.2	54.7	59.6	76.0	169.0	242.4	277.1
의류	0.0	0.0	62.0	171.8	171.2	151.5	234.9	181.8	233.8	739.4	817.4
연결 영업이익	1.4	0.7	1.2	4.6	10.6	10.9	24.9	15.6	7.9	61.9	73.5
지배주주순이익	1.9	0.2	3.5	-3.2	4.8	5.4	18.7	11.8	2.4	40.7	56.0
YoY											
연결 매출액	5.9	-56.3	28.4	284.6	318.2	599.6	193.5	17.4	59.2	143.7	11.5
핸드백	5.9	-56.3	-50.9	-16.3	-2.3	85.3	55.4	59.0	-33.2	43.4	14.3
의류							278.9	5.8	0.0	216.3	10.6
연결 영업이익	-55.1	-86.3	-35.7	269.7	642.2	1561.7	1922.9	235.8	-28.4	678.8	18.8
지배주주순이익	-42.3	-95.1	270.3	적전	155.7	2823.5	433.3	흑전	-71.2	1624.5	-37.4
영업이익률	2.7	2.2	1.2	2.1	4.7	5.3	8.5	6.0	2.0	6.3	6.7
순이익률	3.5	0.6	3.5	-1.5	2.2	2.6	6.3	4.6	0.6	4.1	5.1

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

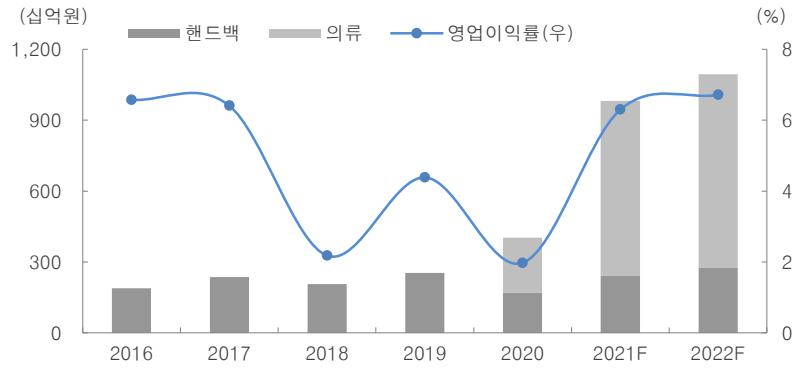
표 4. 미국 10대 설문 조사 핸드백 브랜드 선호 순위

(단위: %)

1 위	마이클 코어스	18%
2 위	루이비통	16%
3 위	코치	14%
4 위	케이트 스페이드	12%
5 위	구찌	6%

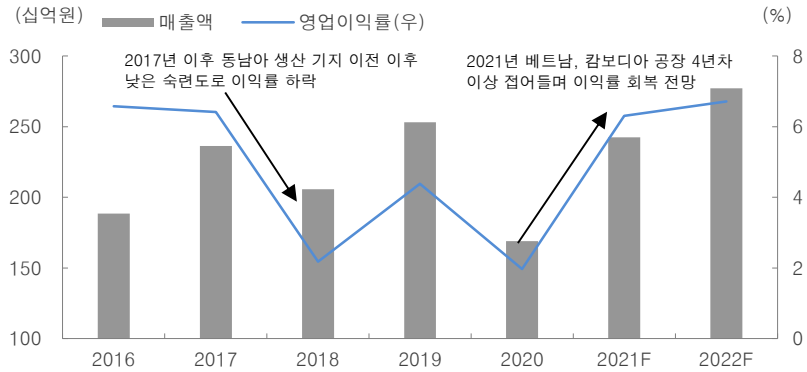
자료: Piper Sandler, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 연결 영업실적 전망



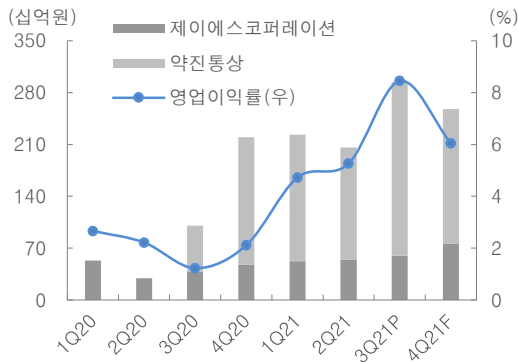
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 2. 제이에스코퍼레이션 영업 실적 추이



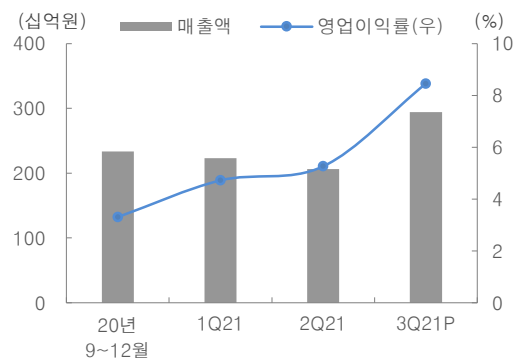
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 3. 분기별 실적 추이



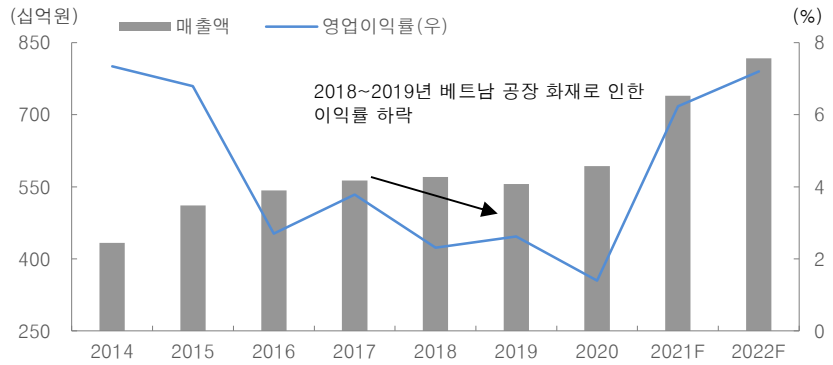
주: 3Q20 실적에서 약진통상은 9월만 반영  
 자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 4. 약진통상 인수 이후 실적 개선



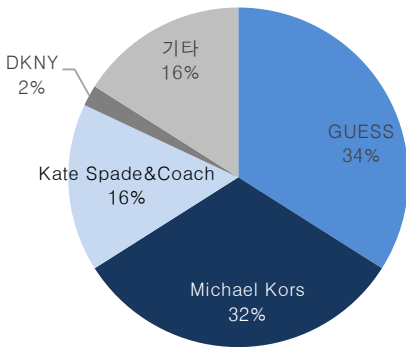
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 5. 약진통상 영업 실적 추이 및 전망



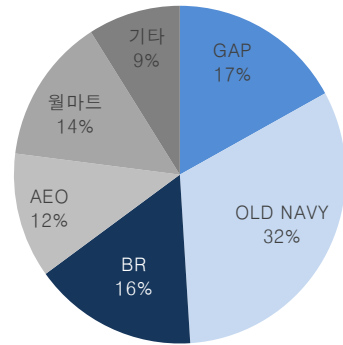
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 6. 2020년 핸드백 브랜드별 매출 비중



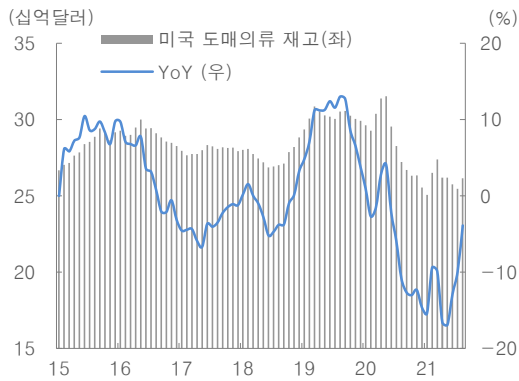
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 7. 2020년 의류 브랜드별 매출 비중



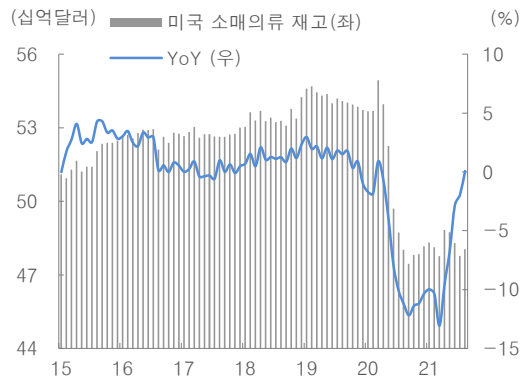
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 8. 미국 도매 의류 재고(YoY)



자료: US Census, 대신증권 Research Center

그림 9. 미국 소매 의류 재고(YoY)



자료: US Census, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

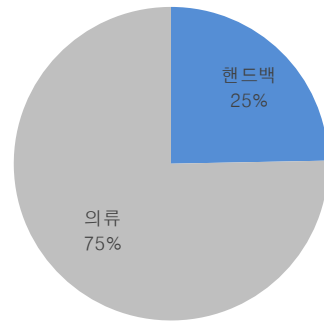
- 핸드백 OEM/ODM 생산 업체
- 주요 고객사는 마이클 코어스, 코치, 케이트 스페이드, 게스, 버버리
- 2020년 8월 의류 OEM/ODM 업체 약진통상을 약 600억원에 인수
- 2020년 9월부터 연결 실적으로 반영, 2021년부터 연간 실적부터 온기로 반영될 예정
- 자산 5,320억원, 부채 3,708억원, 자본 1,612억원 (1H21 기준)  
(발행주식수: 13,335,601/ 자기주식수: 817,942, 1H21 기준)

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

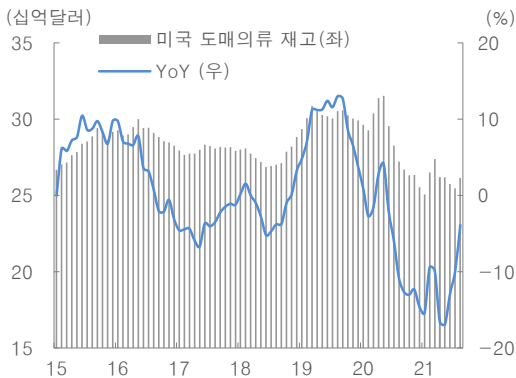
제이에스코퍼레이션 사업부문별 매출 비중



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

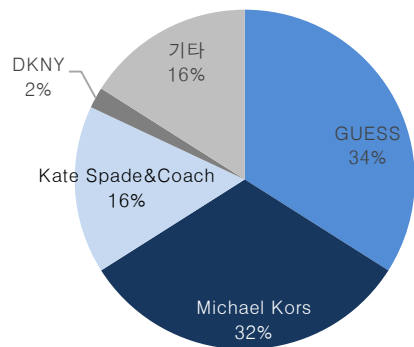
Earnings Driver

미국 도매 의류 재고(YoY)



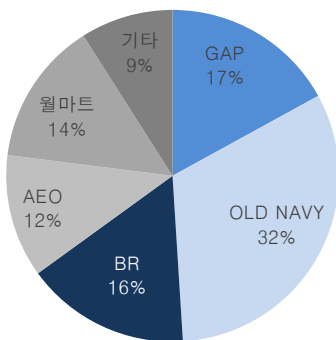
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

2020년 핸드백 브랜드별 매출 비중



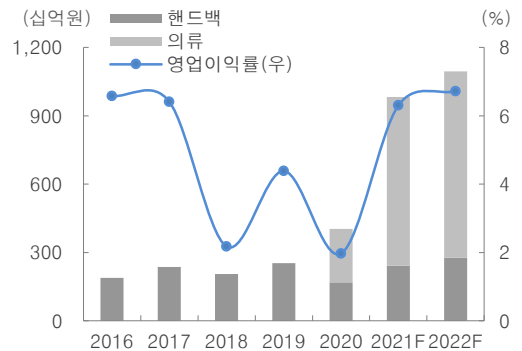
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

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	982	1,095	1,161
매출원가	206	346	824	918	963
매출총이익	48	57	158	177	198
판매비와관리비	37	49	99	103	111
영업이익	11	8	62	73	87
영업이익률	4.4	2.0	6.3	6.7	7.5
EBITDA	17	19	70	83	96
영업외손익	1	-6	-5	-2	-2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	1	2	2
외환관련이익	8	18	14	14	14
금융비용	0	-3	-5	-5	-5
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	1	-4	-1	1	1
법인세비용차감전순손익	12	2	54	72	85
법인세비용	-4	1	-13	-16	-19
계속사업순손익	8	2	41	56	67
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	2	41	56	67
당기순이익률	3.2	0.6	4.2	5.1	5.7
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	8	2	41	56	67
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	10	0	39	54	65
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	10	0	39	54	65

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	615	177	3,060	4,199	4,993
PER	20.4	42.4	7.5	5.5	4.6
BPS	11,755	11,293	13,934	17,664	22,140
PBR	1.1	0.7	1.7	1.3	1.0
EBITDAPS	1,267	1,399	5,227	6,229	7,228
EV/EBITDA	8.5	16.1	6.8	5.1	3.8
SPS	18,977	30,206	73,621	82,075	87,044
PSR	0.7	0.2	0.3	0.3	0.3
CFPS	1,467	1,534	4,757	6,057	7,040
DPS	500	450	500	550	600

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	23.1	59.2	143.7	11.5	6.1
영업이익 증가율	147.9	-28.4	678.8	18.8	18.7
순이익 증가율	40.3	-71.8	1,658.9	37.2	18.9
수익성					
ROC	7.1	5.0	14.8	18.5	22.0
ROA	5.7	2.3	12.0	13.4	14.8
ROE	5.3	1.5	24.3	26.6	25.1
안정성					
부채비율	28.5	234.7	183.2	140.8	106.3
순차입금비율	-14.9	132.8	90.5	49.6	21.3
이자보상배율	31.1	3.0	0.0	0.0	0.0

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	116	301	324	371	418
현금및현금성자산	30	35	41	69	99
매출채권 및 기타채권	27	84	95	102	107
재고자산	44	165	170	175	180
기타유동자산	15	18	18	25	32
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	527	568	609
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	27	24
차입금	0	4	4	3	2
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7	26	27	24	22
부채총계	45	354	341	332	314
자배지분	157	151	186	236	295
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	79	79	79	79	79
이익잉여금	84	81	117	166	226
기타지분변동	-8	-11	-11	-11	-11
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	157	151	186	236	295
순차입금	-23	200	168	117	63

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	21	-6	58	72	77
당기순이익	8	2	41	56	67
비현금항목의 가감	11	18	23	25	27
감가상각비	6	11	10	10	9
외환손익	0	5	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	5	3	14	16	19
자산부채의 증감	3	-23	7	7	1
기타현금흐름	-2	-4	-13	-16	-19
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	-30	-31
단기차입금	1	42	-15	-20	-20
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	10	0	-1	-1
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-7	-5	-6	-6	-7
기타	-4	-6	-13	-3	-3
현금의 증감	18	5	7	28	30
기초 현금	12	30	35	41	69
기말 현금	30	35	41	69	99
NOPLAT	7	11	47	57	68
FCF	-2	14	47	62	72

자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

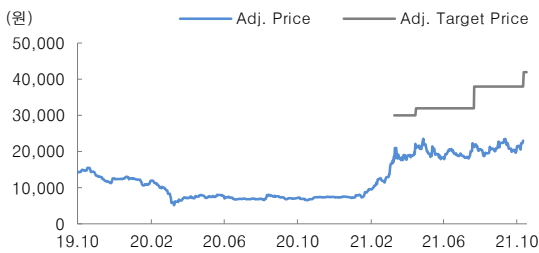
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	21.10.26	21.09.29	21.08.05	21.07.08	21.04.30	21.04.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	42,000	38,000	38,000	32,000	32,000	30,000
과리율(평균%)		(44.98)	(45.05)	(38.32)	(37.79)	(37.20)
과리율(최대/최소%)		(38.29)	(38.29)	(26.41)	(26.41)	(26.17)
제시일자	21.04.07	21.03.25				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	30,000	30,000				
과리율(평균%)	(37.93)	(37.63)				
과리율(최대/최소%)	(30.00)	(30.00)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20211023)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.6%	7.9%	0.5%

산업 투자의견

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