

제이에스 코퍼레이션 (194370)

한경래 kyungrae.han@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

45,000

유지

현재주가

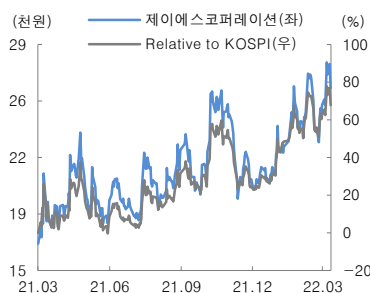
(22.03.29)

26,300

스몰캡업종

KOSPI	2,741.07
시가총액	351십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	1십억원
52주 최고/최저	27,900원 / 17,650원
120일 평균거래대금	49억원
외국인지분율	1.61%
주요주주	홍재성 외 5 인 60.44%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.3	24.6	17.1	39.2
상대수익률	-4.8	36.1	30.8	54.1



매도할 이유가 없다

투자의견 매수, 목표주가 45,000원 유지

– 어제 진행된 단체 컨콜에서 2022년 보수적인 사업 계획 제시로 컨콜 시작 이후 주가 하락. 2021년 상반기 컨콜에서도 연간 매출액 9,000억원, 영업이익 500억원 수준 제시 vs. 실제 실적은 매출액 9,870억원, 영업이익 610억원으로 호실적 달성. 상반기 확인되는 수주 흐름 및 환율 효과 감안 시 지난해와 같이 사업 계획 대비 상회할 가능성 높다고 판단

확인되는 상반기 업황 호조, 2022F PER 5.8배

- 1Q22 연결 매출액 2,633억원(+18% YoY), 영업이익 178억원(+68% YoY) 전망. 부문별 예상 매출액: **[의류]** 1,807억원(+6% YoY), **[핸드백]** 826억원(+58% YoY)
- 미국의 리오프닝 수요 지속 흐름 속에 공급망 병목 현상 심화로 Seller's market으로 전환됨에 따라 주요 OEM 벤더사들은 원부자재 가격 상승을 수주 단가로 전가 가능한 상황
- 1Q22 원/달러 평균 환율 1,205원(+8% YoY)으로 업황에 긍정적. 공급망 병목 현상으로 원부자재 소싱 리드타임 짧아지고, 출하 리드 타임 길어짐. 원부자재 구입 시 적용되던 환율 대비 출하 시기의 환율이 높아 이익률 개선 가능
- 2022년 연결 매출액 1조 1,092억원(+12% YoY), 영업이익 819억원(+34% YoY) 예상. **[의류]** 7,838억원(+6% YoY), **[핸드백]** 3,254억원(+33% YoY) 전망
- 2021년 핸드백 OPM 3.8%로 코로나19 관련 비용 증가 영향 받음. 올해 매출 고성장 시 이익률 회복 확실히 됨. 의류도 코로나19 비용 제외 및 환율 효과 감안 시 이익률 개선 가능한 만큼 전년 대비 1.2%p 개선 기대
- 2022F PER 5.8배. 상반기 확인되는 호실적 흐름에 업황까지 긍정적인 상황이나 여전히 낮은 수준의 멀티플. 추가 하락 시 매수 기회로 판단

구분	1Q21	4Q21	직전추정	당사추정	1Q22(F)			2Q22(F)		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	223	263	264	263	17.9	0.2	264	250	21.3	-5.0
영업이익	11	15	17	18	68.3	21.1	17	18	61.5	-1.3
순이익	5	19	13	13	168.4	-32.7	13	13	133.2	-3.3

자료: 제이에스코퍼레이션, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	403	987	1,109	1,216	1,300
영업이익	8	61	82	101	111
세전순이익	2	60	75	99	109
총당기순이익	2	48	60	78	86
지배지분순이익	2	48	60	78	86
EPS	177	3,619	4,514	5,852	6,442
PER	42.4	5.9	5.8	4.5	4.1
BPS	11,293	15,129	19,077	24,362	30,237
PBR	0.7	1.4	1.4	1.1	0.9
ROE	1.5	27.4	26.4	26.9	23.6

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

표 1. 제이에스코퍼레이션 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

비고		
EPS	4,514	2022년 예상 EPS
Target PER	10.0	국내 의류 OEM/ODM 평균 밸류에이션
목표주가	45,000	
현재주가	26,300	2022.03.29 기준
현재 PER	5.8	2022년 예상 EPS 기준
상승여력(%)	71.1	

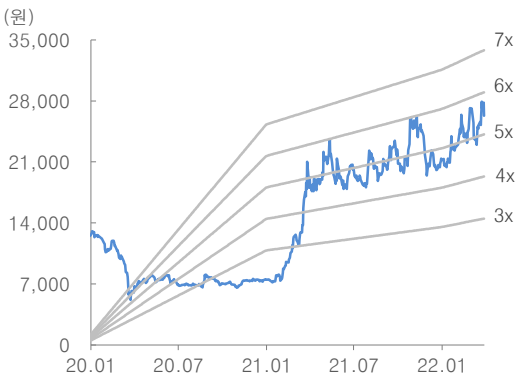
자료: 대신증권 Research Center

표 3. 제이에스코퍼레이션 실적 추이 및 전망

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
연결 매출액	223.4	206.2	294.5	262.8	263.3	250.3	312.4	283.2	987.0	1109.2	1216.3
핸드백	52.2	54.6	59.6	79.2	82.6	77.8	80.9	84.0	245.6	325.4	375.3
의류	171.2	151.5	234.9	183.6	180.7	172.5	231.5	199.2	741.3	783.8	841.1
연결 영업이익	10.6	10.9	24.9	14.7	17.8	17.5	27.6	18.9	61.0	81.9	100.7
지배주주순이익	4.8	5.4	18.7	19.3	13.0	12.6	20.9	13.7	48.3	60.2	78.0
YoY											
연결 매출액	318.2	599.8	193.5	19.7	17.9	21.3	6.1	7.8	145.0	12.4	9.7
핸드백	-2.3	85.3	55.4	65.8	58.3	42.5	35.8	6.1	45.3	32.5	15.3
의류			278.9	6.9	5.6	13.8	-1.4	8.5	217.1	5.7	7.3
연결 영업이익	642.2	1561.6	1923.0	216.1	68.3	61.5	11.0	29.1	667.4	34.2	23.0
지배주주순이익	155.8	2823.7	433.3	흑전	168.4	133.2	11.8	-29.1	1942.8	-24.7	-29.6
영업이익률	4.7	5.3	8.5	5.6	6.7	7.0	8.8	6.7	6.2	7.4	8.3
순이익률	2.2	2.6	6.3	7.4	4.9	5.0	6.7	4.8	4.9	5.4	6.4

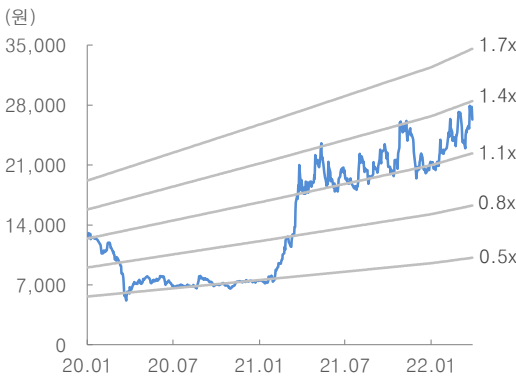
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 1. 12MF PER 밴드



자료: 제이에스코퍼레이션, Quantilwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 12MF PBR 밴드



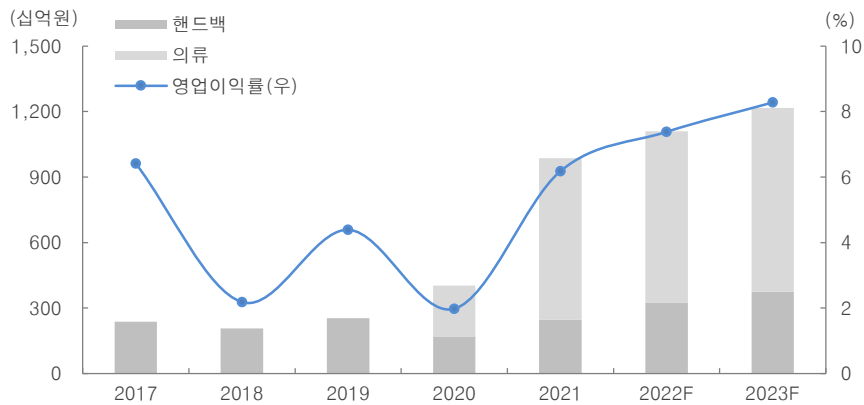
자료: 제이에스코퍼레이션, Quantilwise, 대신증권 Research Center

표 4. 미국 10 대 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%

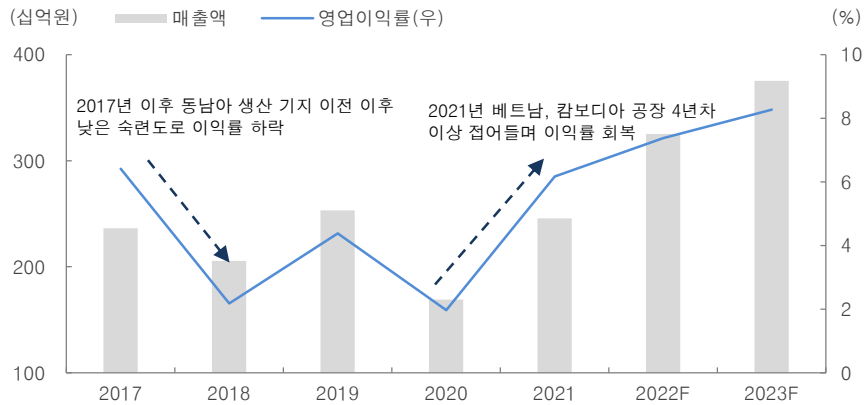
자료: Piper Sandler, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 3. 연결 영업실적 전망



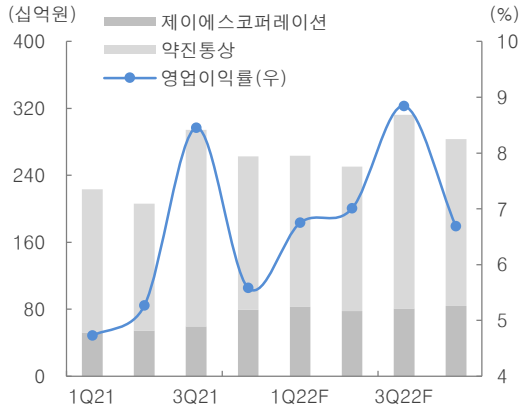
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 4. 제이에스코퍼레이션 영업 실적 추이



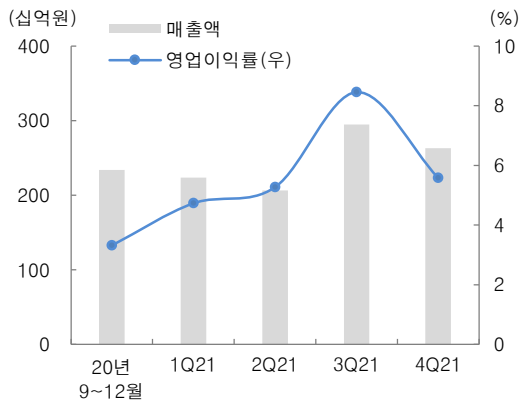
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 5. 분기별 실적 추이



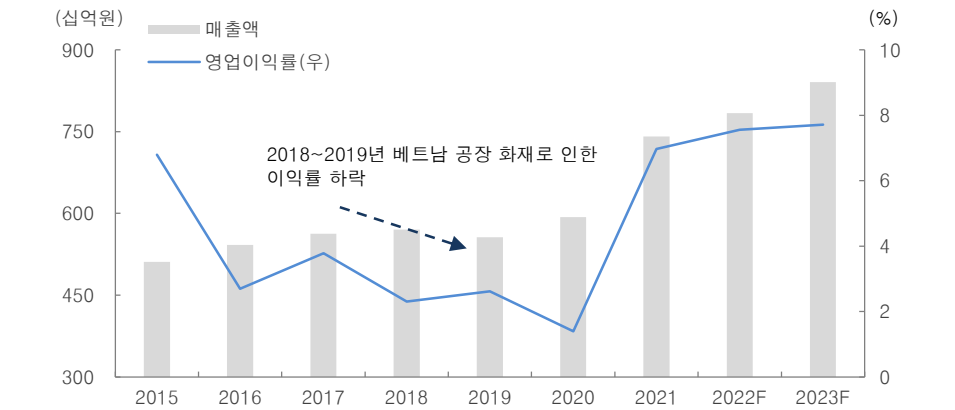
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 6. 약진통상 인수 이후 실적 개선



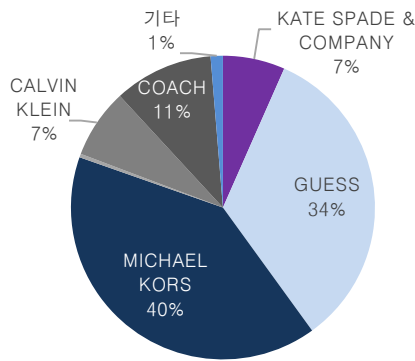
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 7. 약진통상 영업 실적 추이 및 전망



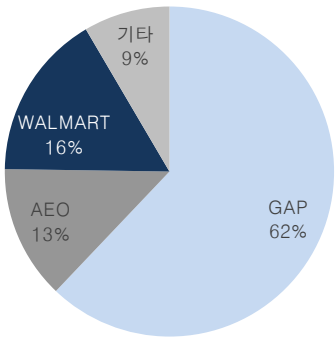
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 8. 2021 년 핸드백 브랜드별 매출 비중



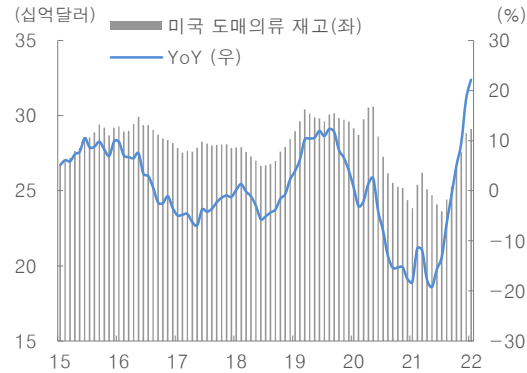
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 9. 2021 년 의류 브랜드별 매출 비중



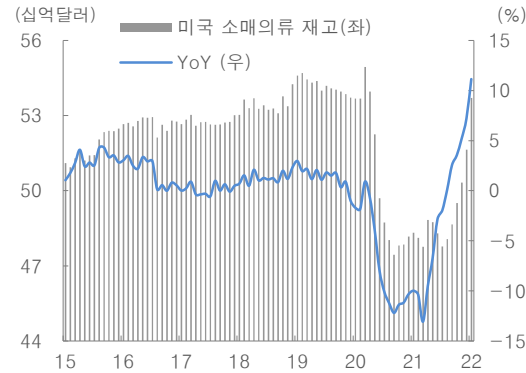
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 10. 미국 도매 의류 재고(YoY)



자료: US Census, 대신증권 Research Center

그림 11. 미국 소매 의류 재고(YoY)



자료: US Census, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

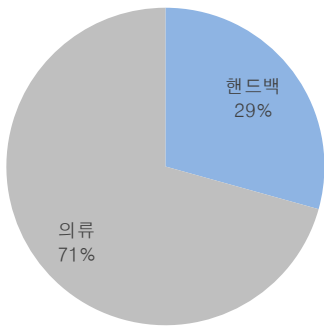
- 핸드백 OEM/ODM 생산 업체
- 주요 고객사로는 마이클 코어스, 코치, 케이트 스페이드, 게스, 버버리
- 2020년 8월 의류 OEM/ODM 업체 약진통상을 약 600억원에 인수
- 2020년 9월부터 연결 실적 반영, 2021년 연간 실적부터 온기 반영
- 자산 5,523억원, 부채 3,504억원, 자본 2,019억원 (2021 기준)
(발행주식수: 13,335,601/ 자기주식수: 727,942, 2021 기준)

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

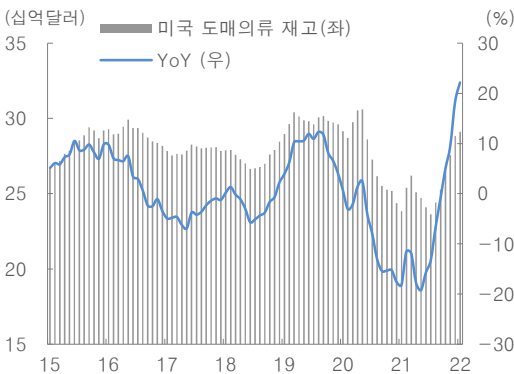
제이에스코퍼레이션 사업부문별 매출 비중



주: 2022년 예상 매출액 기준
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

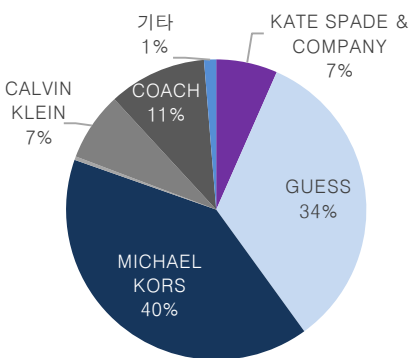
Earnings Driver

미국 도매 의류 재고(YoY)



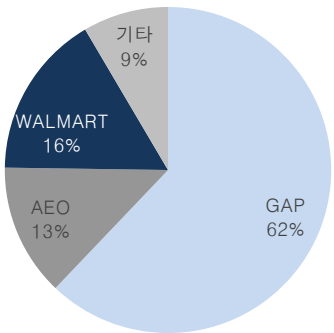
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

2021년 핸드백 브랜드별 매출 비중



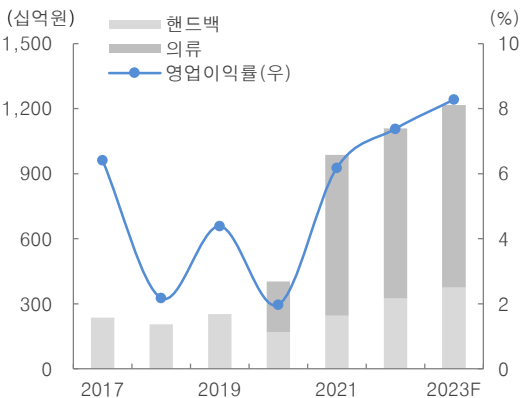
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

2021년 의류 브랜드별 매출 비중



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

연결 실적 전망



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	403	987	1,109	1,216	1,300
매출원가	346	831	932	1,011	1,074
매출총이익	57	156	178	205	226
판매비와관리비	49	95	96	105	115
영업이익	8	61	82	101	111
영업이익률	2.0	6.2	7.4	8.3	8.5
EBITDA	19	81	99	116	127
영업외손익	-6	-1	-7	-2	-2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	0	2	2	2
외환관련이익	18	18	11	11	11
금융비용	-3	-7	-7	-5	-5
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-4	5	-1	1	1
법인세비용차감전순이익	2	60	75	99	109
법인세비용	1	-11	-15	-21	-23
계속사업순이익	2	48	60	78	86
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2	48	60	78	86
당기순이익률	0.6	4.9	5.4	6.4	6.6
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	2	48	60	78	86
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	0	52	64	82	90
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	52	64	82	0

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	177	3,619	4,514	5,852	6,442
PER	42.4	5.9	5.8	4.5	4.1
BPS	11,293	15,129	19,077	24,362	30,237
PBR	0.7	1.4	1.4	1.1	0.9
EBITDAPS	1,399	6,075	7,395	8,736	9,515
EV/EBITDA	16.1	5.7	5.0	3.9	3.2
SPS	30,206	74,014	83,179	91,210	97,479
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
CFPS	1,534	6,024	8,047	9,741	10,520
DPS	450	600	600	600	600

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	59.2	145.0	12.4	9.7	6.9
영업이익 증가율	-28.4	667.4	34.2	23.0	9.9
순이익 증가율	-71.8	1,981.8	24.7	29.6	10.1
수익성					
ROIC	5.0	14.5	18.9	24.1	25.9
ROA	2.3	11.5	14.1	15.8	16.1
ROE	1.5	27.4	26.4	26.9	23.6
안정성					
부채비율	234.7	173.6	140.2	104.3	76.6
순차입금비율	132.8	88.5	57.3	30.3	12.8
이자보상배율	3.0	15.0	0.0	0.0	0.0

자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	301	360	418	468	505
현금및현금성자산	35	32	56	80	96
매출채권 및 기타채권	84	117	130	145	155
재고자산	165	194	205	210	220
기타유동자산	18	17	26	33	33
비유동자산	203	193	194	196	208
유형자산	125	127	121	115	119
관계기업투자금	20	18	26	34	43
기타비유동자산	59	48	47	47	46
자산총계	504	552	612	664	713
유동부채	324	301	312	297	277
매입채무 및 기타채무	110	118	134	139	139
차입금	195	158	160	140	120
유동성채무	10	9	0	0	0
기타유동부채	8	17	17	17	17
비유동부채	30	49	45	42	32
차입금	4	0	3	2	2
전환증권	0	18	18	18	18
기타비유동부채	26	31	24	22	12
부채총계	354	350	357	339	309
자배지분	151	202	254	325	403
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	79	82	82	82	82
이익잉여금	81	124	176	247	325
기타지분변동	-11	-5	-5	-5	-5
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	151	202	255	325	403
순차입금	200	179	146	99	52

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	-6	26	123	105	103
당기순이익	2	48	60	78	86
비현금항목의 가감	18	32	47	52	54
감가상각비	11	20	17	16	16
외환손익	5	-5	6	6	6
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	17	25	30	32
자산부채의 증감	-23	-52	31	-4	-14
기타현금흐름	-4	-2	-15	-21	-23
투자활동 현금흐름	-29	7	9	9	-1
투자자산	-24	-8	-8	-8	-8
유형자산	-5	-11	-10	-10	-20
기타	-1	27	27	27	27
재무활동 현금흐름	41	-36	-17	-35	-34
단기차입금	42	-45	2	-20	-20
사채	0	20	0	0	0
장기차입금	10	0	3	-1	0
유상증자	0	2	0	0	0
현금배당	-5	-6	-8	-8	-8
기타	-6	-7	-15	-7	-7
현금의 증감	5	-2	24	23	17
기초 현금	30	35	32	56	80
기말 현금	35	32	56	80	96
NOPLAT	11	49	65	80	87
FCF	14	57	72	85	84

[Compliance Notice]

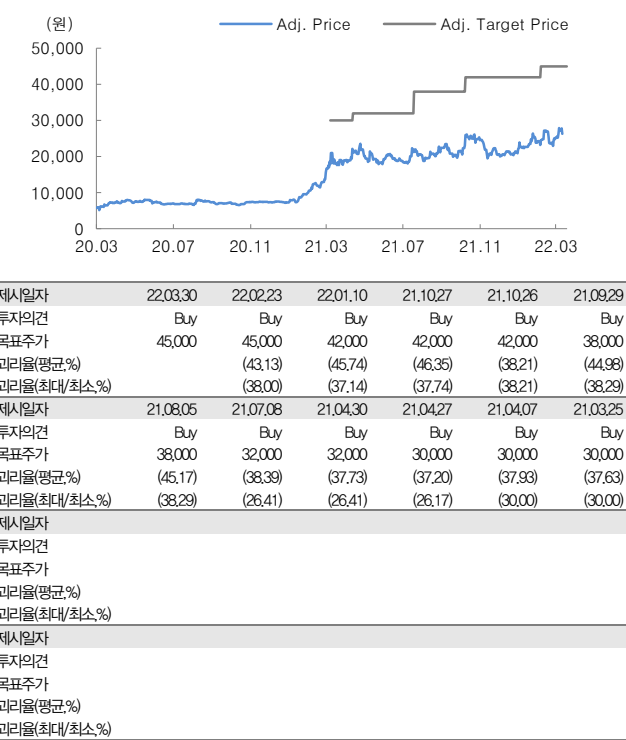
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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:20220327)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.3%	7.7%	0.0%

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