

제이에스코퍼레이션 (194370)

본진 철수, 멀티 확장! 반격을 준비하며

Mid-Small cap

심의섭



02 3770 5719
euiseob.shim@yuantakorea.com

투자의견 : N/R

주가 (07/06)	12,450원
자본금	13억원
시가총액	1,660억원
주당순자산	12,592원
부채비율	10.83
총발행주식수	13,335,601주
60일 평균 거래대금	8억원
60일 평균 거래량	54,146주
52주 고	19,450원
52주 저	11,850원
외인지분율	1.09%
주요주주	홍재성 외 4인 59.51%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(2.0)	(22.4)	(29.5)
상대	5.8	(17.1)	(25.9)
절대(달러환산)	(6.2)	(25.8)	(27.0)



자료: Myresearch

글로벌 유명 브랜드 핸드백 ODM 전문 기업

- 1985년 설립, 2016년 코스피 시장에 상장한 글로벌 유명 브랜드 핸드백 ODM 전문 기업. 중국, 인도네시아, 베트남, 캄보디아 법인에서 생산하여 바이어들에게 공급하고 있으며, 주요 바이어로 Kate Spade, GUESS, Michael Kors 등이 있음.
- 30년이 넘는 업력과 더불어 꾸준한 Capa 증설과 M&A를 통한 거래처 확대를 통해 성장해온 업체. 디자인, 소재 개발부터 제조까지 전체 생산 과정에 대해 높은 기술력과 품질 경쟁력을 갖추고 있음. 지역별 매출 비중은 미주 지역 65%, 유럽 23%, 아시아, 호주 등 기타 12%.
- 글로벌 핸드백 시장은 매스티지(masstige) 브랜드 열풍 이후 저성장 경기 속 경쟁 심화가 지속되고 있지만 동사의 주요 바이어들은 브랜드 파워를 바탕으로 지속 성장하고 있음. 반면 품질 경쟁 심화로 인한 중소 ODM, OEM 업체들의 도산으로 동사의 경쟁력은 더욱 부각되고 있음.

고난의 행군

- 2016년 높은 기대를 받으며 상장하였지만 주요 바이어의 일시적 이탈과 트럼프 정부 출범 이후 TPP 탈퇴, 중미 무역전쟁 격화 등 대내외적으로 비우호적 상황 지속, 실적과 주가 큰 폭 하락. 빠르게 상승하는 중국 인건비와 지속되는 정치적 불안 속에서 동사는 3Q17 중국 법인 철수 공시. 생산기지 철수 및 캄보디아 진출, 자카르타, 베트남 신규 가동에 따른 비용 발생.
- 1Q18 주요 바이어의 피인수 과정에서 거래선 이탈이 재발생하였으나 신규 벤더와 품질 마찰로 최근 다시 돌아온 것으로 파악. 매출 영향은 2Q~3Q 일부 나뉘어 반영될 예정.

비로소 자유로워지다

- 현 시점에서 볼 때 동사 실적에 악영향을 미칠 수 있는 요인들은 대부분 제거되었다는 판단. 생산기지 이전 관련 비용은 4Q17~1Q18에 걸쳐 2/3이상 반영. 정치적 이슈에 영향을 덜 받게 되었고, 인건비 절감으로 GPM 또한 회복될 전망. 신규 가동에 필요한 인력 수급도 원활히 진행되고 있는 것으로 파악. 생산 Capa 지속 확대 속에서 신규 바이어 유입도 기대해 볼 수 있을 것이며, 이에 따른 영업 레버리지 발생으로 하반기 선순환 궤도 진입 및 본격적인 실적 턴어라운드 전망. 매출 전 과정이 달러로 결제되는 구조를 가지고 있어 빠르게 상승하는 환율 또한 동사 실적에 긍정적.
- 지금까지 동사의 발목을 잡았던 악재들로부터 비로소 자유로워질 수 있을 것으로 기대. 우호적 상황 속에서 실적을 통해 충분히 시장 신뢰를 회복할 수 있을 것으로 전망. 관심과 기대를 갖기에 좋은 시점.

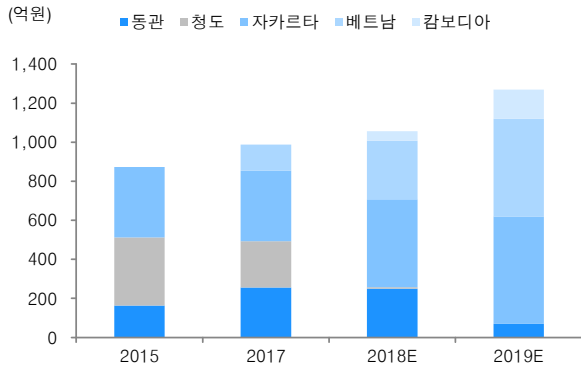
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E
매출액	1,620	2,403	1,885	2,363	2,611
영업이익	214	216	124	152	161
지배주주순이익	189	196	105	58	69
영업이익률	13.2	9.0	6.6	6.4	6.2
EPS	2,167	1,653	796	434	516
PER	-	-	27.5	37.5	23.7
PBR	-	-	1.8	1.3	1.0
ROE	41.5	25.6	8.3	3.7	4.4

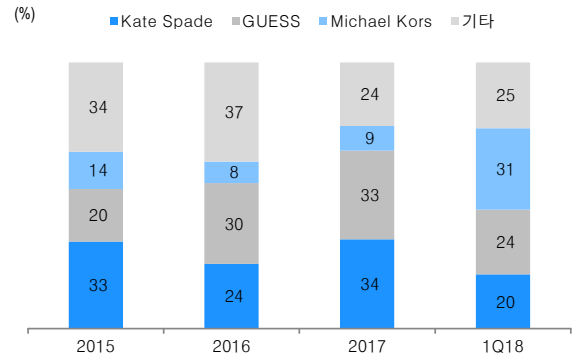
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 생산실적 추이 및 전망



자료: 제이에스코퍼레이션, 유안타증권 리서치센터

브랜드별 매출 비중 추이



자료: 제이에스코퍼레이션, 유안타증권 리서치센터

제이에스코퍼레이션 (194370) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액	1,049	1,620	2,403	1,885	2,363
매출원가	758	1,202	1,806	1,410	1,850
매출총이익	291	417	597	475	513
판매비	173	203	382	351	361
영업이익	118	214	216	124	152
EBITDA	127	227	242	152	183
영업외손익	-33	31	48	18	-86
외환관련손익	-22	24	32	30	-93
이자손익	-3	-12	-12	9	5
관계기업관련손익	-3	26	0	0	0
기타	-6	-8	28	-20	2
법인세비용차감전순이익	86	245	263	142	65
법인세비용	17	51	67	37	7
계속사업순이익	69	194	196	105	58
중단사업순이익	0	-4	0	0	0
당기순이익	69	191	196	105	58
지배지분순이익	68	189	196	105	58
포괄순이익	69	199	193	107	26
지배지분포괄이익	69	198	193	107	27

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
영업활동 현금흐름	64	166	180	-64	-4
당기순이익	69	191	196	105	58
감가상각비	8	12	25	27	29
외환손익	20	-6	-9	-25	18
중속, 관계기업관련손익	3	-26	0	0	0
자산부채의 증감	-48	-30	-127	-120	-62
기타현금흐름	12	26	95	-51	-48
투자활동 현금흐름	-11	-44	-71	-559	113
투자자산	8	8	5	256	-77
유형자산 증가 (CAPEX)	-16	-10	-50	-115	-82
유형자산 감소	0	0	1	1	6
기타현금흐름	-3	-42	-27	-700	267
재무활동 현금흐름	-12	-31	229	332	-44
단기차입금	-14	-176	-29	-14	8
사채 및 장기차입금	0	149	0	-161	0
자본	0	0	53	202	0
현금배당	0	-10	0	-27	-32
기타현금흐름	2	6	204	331	-19
연결범위변동 등 기타	-1	2	8	5	-2
현금의 증감	40	93	346	-287	64
기초 현금	6	47	140	485	199
기말 현금	46	140	485	199	262
NOPLAT	95	170	161	92	134
FCF	40	105	-13	-78	10

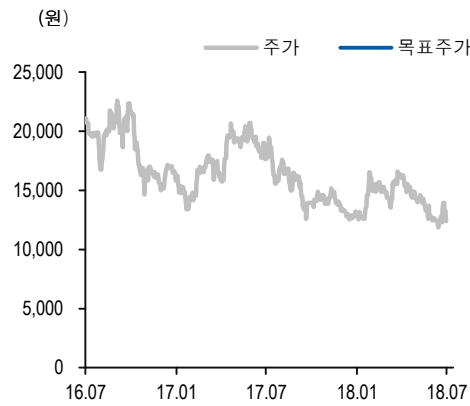
자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
유동자산	216	802	1,086	1,407	1,296
현금및현금성자산	46	140	485	199	262
매출채권 및 기타채권	96	347	337	380	320
재고자산	44	247	246	328	386
비유동자산	337	443	504	581	608
유형자산	244	104	153	246	268
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	62	126	117	111	106
자산총계	553	1,245	1,590	1,988	1,905
유동부채	171	497	529	421	326
매입채무 및 기타채무	76	290	171	216	206
단기차입금	83	122	118	109	83
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	21	186	74	14	15
장기차입금	0	20	0	0	0
부채총계	192	683	604	434	340
지배지분	359	550	985	1,552	1,563
자본금	8	11	12	13	13
자본잉여금	-9	-3	234	769	789
이익잉여금	345	529	726	804	830
비지배지분	2	12	2	2	1
자본총계	360	562	986	1,554	1,564

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
EPS	840	2,167	1,653	796	434
BPS	4,453	4,922	7,990	11,979	12,161
DPS	124	0	250	250	300
PER	n/a	n/a	n/a	27.5	37.5
PBR	n/a	n/a	n/a	1.8	1.3
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	15.2	9.2
PSR	n/a	n/a	n/a	1.5	0.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액 증가율 (% YoY)	-6.7	54.4	48.4	-21.6	25.3
영업이익 증가율 (% YoY)	272.3	81.2	0.7	-42.5	22.2
지배순이익 증가율 (% YoY)	특전	178.6	3.9	-46.3	-45.1
매출총이익률 (%)	27.8	25.8	24.9	25.2	21.7
영업이익률 (%)	11.3	13.2	9.0	6.6	6.4
지배순이익률 (%)	6.5	11.7	8.2	5.6	2.4
ROIC	28.7	32.8	24.2	12.4	14.3
ROA	12.3	15.2	12.3	5.3	3.0
ROE	21.1	41.5	25.6	8.3	3.7
부채비율 (%)	53.4	121.5	61.2	28.0	21.8
영업이익/이자비용 (배)	38.3	14.8	15.0	20.4	64.5

세이에스코퍼레이션 (194370) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-09	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.3
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	13.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성사: 심의섭)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.