

제이에스 코퍼레이션 (194370)

유정현 junghyun.yu@daishin.com
정한솔 hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

27,000

상향

현재주가

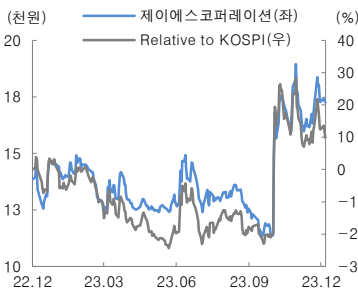
17,260

(23.12.28)

섬유·복합업종

KOSPI	2655.28
시가총액	230십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	2십억원
52주 최고/최저	18,950원 / 11,310원
120일 평균거래대금	16억원
외국인지분율	1.17%
주요주주	홍재성 외 5인 60.69% 에셋플러스자산운용 5.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.0	40.2	21.3	22.8
상대수익률	-0.3	30.2	17.1	5.5



수주 회복과 구조적 원가율 하락으로 수익성 개선 지속

- 4분기 달러 기준 매출 성장률 핸드백 +18%, 의류 +25%(yoy) 전망
- 성과급 지급 시점 고려한 4분기 실질 영업이익 증가율 +34%(yoy) 전망
- 구조적인 실적 개선 흐름으로 저평가 매력 재차 부각될 것으로 예상

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 27,000원으로 8% 상향

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 27,000원(전환 가능 주식수 희석 EPS 기준 P/E 6배)로 8% 상향. 목표주가 상향은 2024년 실적 상향 조정에 기인

동사의 valuation은 3분기 실적 발표 이후 주가가 급등했음에도 불구하고 2024년 기준 P/E가 4배 수준(희석 EPS 기준)에 불과한 저평가 상태. 이는 중 소형 의류 OEM 기업으로서 동사의 경기에 민감한 사업 구조와 2023년 상반기 실적 부진 영향 때문. 그러나 업황 회복으로 인도네시아 보요랄리 지역 등 원가가 낮은 지역에 투자한 효과가 이제 본격적으로 나타나고 있고, 실적 개선으로 5% 수준의 양호한 배당 수익률도 시장의 주목을 받고 있음. 상기 요인들로 실적 발표 시점 때마다 주가는 계단식 상승 흐름을 보일 것으로 전망

4Q23 Preview: 수주 회복과 구조적 원가율 하락으로 수익성 개선 지속

4분기 매출액과 영업이익은 각각 2,153억원(+18%, yoy), 226억원(+23%, yoy)을 기록할 것으로 추정. 전년도 4분기 낮은 기저에 고객사 re-stocking 효과로 양호한 매출 성장 예상. 달러 기준으로 핸드백 +18%, 의류 +25%(yoy) 성장 예상되나 전년비 환율 하락(yoy -2.7%) 영향으로 원화 환산 매출 성장률은 달러 기준 대비 소폭 낮을 것으로 추정

전년동기대비 환율 하락의 불리한 여건에도 불구하고 매출 회복과 구조적인 원가율 하락 효과로 4분기 영업이익률도 yoy +40bps 개선된 10.5%로 전망. 여기에는 2022년 성과급이 23년 1분기에 지급된 반면 2023년은 4분기에 지급된 비용 요인이 반영된 것으로 이 효과를 제거한 4분기 실질 영업이익률은 11.4%(yoy +130bps), 영업이익 실질 증가율은 34%로 추정됨. 수주 회복과 원가율 하락이 맞물리며 수익성 개선 흐름 정착 예상

(단위: 십억원, %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23(F)			1Q24				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	182	268	215	215	18.2	-19.8	215	204	21.7	-5.4
영업이익	18	32	22	23	23.0	-30.0	22	16	82.3	-28.5
순이익	5	27	19	19	256.9	-31.7	15	12	107.8	-37.6

자료: 제이에스코퍼레이션, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	987	975	859	958	1,019
영업이익	61	81	83	95	102
세전순이익	60	84	81	90	99
총당기순이익	48	65	62	70	76
지배지분순이익	48	65	62	70	76
EPS	3,619	4,844	4,674	5,226	5,733
PER	5.9	2.8	3.7	3.3	3.0
BPS	15,129	19,149	24,865	31,153	37,953
PBR	1.4	0.7	0.7	0.6	0.5
ROE	27.4	28.3	21.2	18.7	16.6

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	858	957	859	958	0.1	0.1
영업이익	83	88	83	95	0.5	7.6
지배지분순이익	62	64	62	70	0.5	8.1
영업이익률	9.6	9.2	9.7	9.9		
순이익률	7.2	6.7	7.3	7.3		

자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

표 3. 제이에스코퍼레이션 실적 추이 및 전망

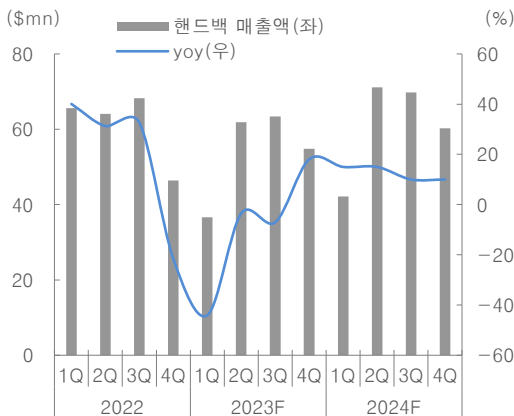
(단위: 십억원, %)

	2022				2023F				2022	2023F	2024F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	265	264	264	182	167	208	268	215	975	859	958
핸드백	79	81	91	63	47	81	83	72	314	284	314
의류	184	181	172	117	121	128	185	143	654	576	644
영업이익	19	23	22	18	9	19	32	23	81	83	95
핸드백	7	8	9	7	4	13	16	10	31	40	44
의류	13	13	13	9	5	7	16	12	48	40	51
영업이익률	7.0	8.7	8.2	10.1	5.3	9.3	12.0	10.5	8.4	9.7	9.9
핸드백	8.6	10.1	9.7	10.8	8.5	15.4	19.7	14.5	9.8	13.9	13.9
의류	6.8	7.4	7.6	7.8	4.1	5.3	8.8	8.5	7.4	7.0	7.9
YoY											
매출액	18.5	28.1	-10.3	-30.7	-36.8	-21.4	1.6	18.2	-1.2	-11.9	11.6
핸드백	51.4	47.6	53.4	-11.2	-40.8	0.6	-9.0	14.8	32.3	-9.7	10.8
의류	7.4	19.6	-27.0	-36.0	-34.5	-29.6	7.9	21.6	-11.7	-12.0	11.8
영업이익	76.3	110.7	-13.3	25.5	-52.3	-15.6	49.8	23.0	33.6	2.0	14.1
핸드백	120.3	616.8	840.7	64.1	-41.4	53.3	84.1	54.0	229.3	29.1	10.5
의류	61.4	47.5	-38.5	-33.2	-60.9	-49.4	25.6	32.2	-7.0	-16.6	27.5

주: K-IFRS 연결기준

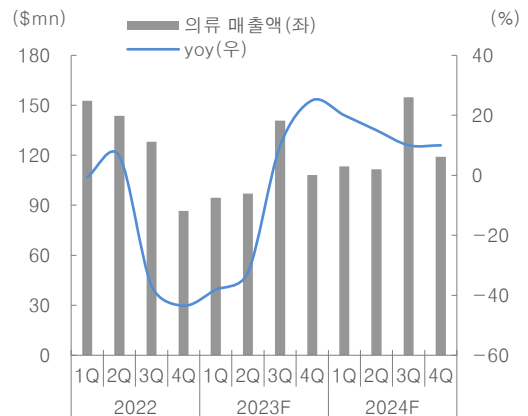
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 1. 핸드백 사업부 매출액(증가율)



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 2. 의류 사업부 매출액(증가율)



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

표 4. 글로벌 OEM 기업 Valuation 비교

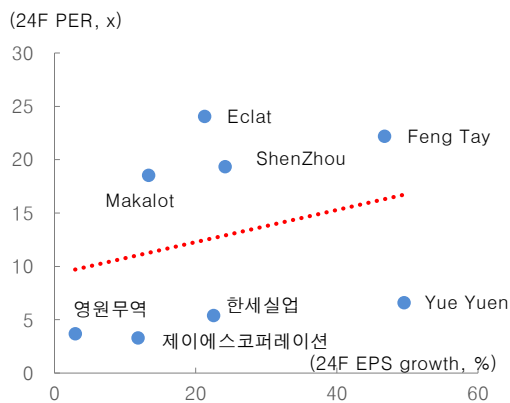
(단위: 십억원, USDmn, 원, USD, %, 배)

	제이에스 코퍼레이션 (194370 KS)	한세실업 (105630 KS)	영원무역 (111770 KS)	화승 엔터프라이즈 (241590 KS)	Makalot (1477 TT)	Eclat (1476 TT)	ShenZhou (2313 HK)	Feng Tay (9910 TT)
주가	17,260	21,050	45,600	8,490	11	18	10	1
시가총액	230	842	2,021	514	2,762	5,026	15,647	1,803
매출액	22A	975	2,205	3,911	1,654	1,077	4,131	8,970
	23F	859	1,730	3,721	1,350	1,031	3,755	7,942
	24F	958	1,967	3,850	1,912	1,157	4,311	8,589
영업이익	22A	81	180	823	53	149	456	396
	23F	83	169	703	23	156	680	300
	24F	95	197	731	114	186	879	420
EPS	22A	4,844	2,141	15,222	-165	0.5	0.8	0.4
	23F	4,674	3,185	12,015	-89	0.5	0.6	0.4
	24F	5,226	3,903	12,365	1,366	0.6	0.8	0.5
영업이익률	22A	8.4	8.1	21.0	3.2	13.8	19.5	11.0
	23F	9.7	9.7	18.9	1.7	15.2	20.8	18.1
	24F	9.9	10.0	19.0	6.0	16.1	21.4	20.4
P/E	22A	7.2	7.2	3.1	N/A	16.0	25.5	7.6
	23F	3.7	6.6	3.8	N/A	21.1	24.0	9.9
	24F	3.3	5.4	3.7	6.2	18.5	24.1	6.6
P/B	22A	1.9	1.9	0.9	2.0	3.7	3.8	0.5
	23F	0.7	1.3	0.6	1.0	5.2	3.4	0.4
	24F	0.6	1.1	0.5	0.8	4.9	3.1	0.4
EV/EBITDA	22A	2.9	4.3	1.9	7.8	10.5	25.6	3.8
	23F	2.7	4.8	2.3	8.9	14.4	17.3	4.0
	24F	1.9	3.9	1.5	4.8	12.3	13.8	3.4
ROE	22A	28.3	17.1	26.8	-1.9	24.2	15.6	7.2
	23F	21.2	21.5	17.6	-1.0	25.8	14.2	4.2
	24F	18.7	21.7	15.7	14.0	27.3	16.3	6.2

주: 2023.12.28 기준

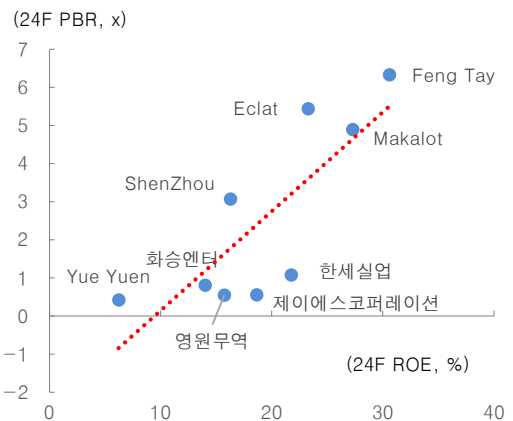
자료: Bloomberg, Fnguide, 대신증권 Research Center

그림 3. 글로벌 의류 및 신발 OEM 기업 EPSG-P/E



자료: Bloomberg, Fnguide, 대신증권 Research Center

그림 4. 글로벌 의류 및 신발 OEM 기업 ROE-P/B



자료: Bloomberg, Fnguide, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

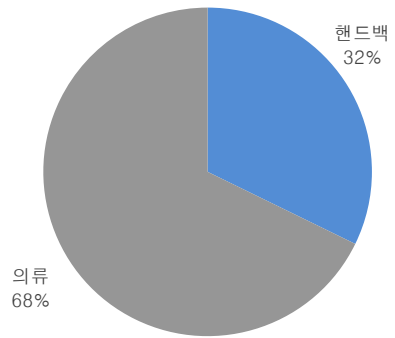
- 의류 브랜드 업체로부터 주문을 받아 OEM, ODM 방식으로 제조하여 수출하는 패션 기업
- 주요 바이어로는 Coach, Michael Kors, Guess, GAP, WALMART, AEO 등이 있음
- 현재 4개 국가에서 현지법인을 운영하고 있음
- 자산 7,887억원, 부채 4,878억원, 자본 3,009억원
- 발행주식 수: 13,335,601주 (자기 주식수: 696,909주)

주가 변동요인

- 원/달러 환율
- 미국 소매경기, 주요 고객사 실적 개선 여부 등

주: 자산 규모는 2023년 09월 기준
 자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

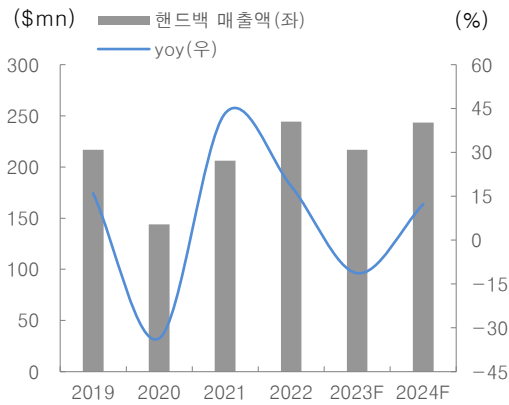
사업부별 비중 추이



주: 2022년 말 기준
 자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

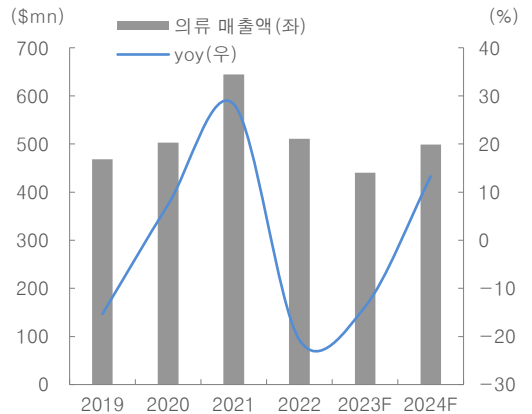
2. Earnings Driver

핸드백 부문 매출액(yoy)



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

의류 부문 매출액(yoy)



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	987	975	859	958	1,019
매출원가	831	802	692	768	819
매출총이익	156	173	167	190	201
판매비와관리비	95	92	84	95	98
영업이익	61	81	83	95	102
영업이익률	6.2	8.4	9.7	9.9	10.0
EBITDA	81	100	106	117	128
영업외손익	-1	2	-2	-5	-3
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	0	0	0
외환관련이익	18	46	34	34	34
금융비용	-7	-9	-14	-15	-13
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	5	10	12	10	10
법인세비용차감전순손익	60	84	81	90	99
법인세비용	-11	-19	-18	-21	-23
계속사업순손익	48	65	62	70	76
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	48	65	62	70	76
당기순이익률	4.9	6.6	7.3	7.3	7.5
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	48	65	62	70	76
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	52	63	63	70	77
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	52	63	63	70	77

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,619	4,844	4,674	5,226	5,733
PER	5.9	2.8	3.7	3.3	3.0
BPS	15,129	19,149	24,865	31,153	37,953
PBR	1.4	0.7	0.7	0.6	0.5
EBITDAPS	6,075	7,465	7,936	8,789	9,607
EV/EBITDA	5.7	2.9	2.7	1.9	1.6
SPS	74,014	73,118	64,390	71,836	76,448
PSR	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
CFPS	6,024	8,472	8,539	9,242	10,060
DPS	600	850	850	850	850

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	145.0	-1.2	-11.9	11.6	6.4
영업이익 증가율	667.4	33.6	2.0	14.1	7.9
순이익 증가율	1,981.8	33.7	-3.5	11.8	9.7
수익성					
ROC	14.5	17.7	17.8	19.3	19.4
ROA	11.5	15.0	15.8	17.1	16.4
ROE	27.4	28.3	21.2	18.7	16.6
안정성					
부채비율	173.6	108.9	56.2	41.8	30.5
순차입금비율	88.5	42.7	15.6	-0.9	-5.3
이자보상배율	15.0	19.2	33.8	35.4	72.6

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	360	313	259	324	341
현금및현금성자산	32	52	26	66	69
매출채권 및 기타채권	117	96	85	95	101
재고자산	194	141	124	138	147
기타유동자산	17	24	24	24	24
비유동자산	193	221	259	266	319
유형자산	127	166	207	204	229
관계기업투자금	18	3	-17	-36	-56
기타비유동자산	48	52	69	98	147
자산총계	552	534	518	589	661
유동부채	301	236	140	138	130
매입채무 및 기타채무	118	89	82	88	91
차입금	158	111	11	6	6
유동성채무	9	0	10	10	10
기타유동부채	17	36	37	35	23
비유동부채	49	43	46	35	25
차입금	0	30	35	25	15
전환증권	18	0	0	0	0
기타비유동부채	31	13	11	10	10
부채총계	350	278	186	174	154
자배지분	202	255	332	415	506
자본금	1	1	2	2	2
자본잉여금	82	83	107	132	157
이익잉여금	124	179	230	289	355
기타지분변동	-5	-7	-8	-8	-8
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	202	255	332	416	506
순차입금	179	109	52	-4	-27

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	26	124	111	78	95
당기순이익	48	65	62	70	76
비현금항목의 가감	32	48	52	54	58
감가상각비	20	18	23	22	26
외환손익	-5	-2	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	17	32	31	33	34
자산부채의 증감	-52	30	18	-22	-15
기타현금흐름	-2	-19	-21	-23	-24
투자활동 현금흐름	7	-65	-59	-27	-78
투자자산	-8	22	2	-9	-30
유형자산	-11	-63	-63	-20	-50
기타	27	-24	2	2	2
재무활동 현금흐름	-36	-40	-74	-4	-9
단기차입금	-45	-55	-100	-5	0
사채	20	0	0	0	-10
장기차입금	0	30	5	-10	-10
유상증자	2	0	25	25	25
현금배당	-6	-9	-11	-11	-11
기타	-7	-6	6	-4	-4
현금의 증감	-2	19	-26	40	3
기초 현금	35	32	52	26	66
기말 현금	32	52	26	66	69
NOPLAT	49	63	64	73	79
FCF	57	18	24	76	55

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:유정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 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	24.01.03	23.12.19	23.12.02	23.10.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	27,000	25,000	25,000	25,000
과리율(평균%)		(31.83)	(32.10)	(31.82)
과리율(최대/최소%)		(24.20)	(24.20)	(24.20)

제시일자	24.01.03	23.12.19	23.12.02	23.10.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	27,000	25,000	25,000	25,000
과리율(평균%)		(31.83)	(32.10)	(31.82)
과리율(최대/최소%)		(24.20)	(24.20)	(24.20)

제시일자	24.01.03	23.12.19	23.12.02	23.10.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	27,000	25,000	25,000	25,000
과리율(평균%)		(31.83)	(32.10)	(31.82)
과리율(최대/최소%)		(24.20)	(24.20)	(24.20)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231227)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.0%	9.0%	0.0%

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