

제이에스코퍼레이션 (194370.KQ)

실적 슬적 보고 가세요

투자의견

NR

목표주가

NR

현재주가

16,100 원(10/23)

시가총액

215 (십억원)

유통/화장품/패션 이해니_02)368-6155_hnlee@eugenefn.com

- 3Q24E 매출액은 3,603억원(+34.2%, 이하 yoy), 영업이익은 407억원(+25.8%)을 예상한다.
- 의류 제조 사업 성수기 및 바이어 수주 증가에 따라 전년대비 29% 성장을 추정한다.
- 핸드백은 캐파 확장 안정화 직전 분기로 판단되며 5% 성장을 전망한다.
- 당사 의류, 가방 바이어인 갭, 게스 실적 성장에 따른 수주 증가가 기대된다.
- 갭(올드네이비)은 의류 매출 비중의 72%과 게스는 가방 매출 비중의 45%를 차지한다.
- 당사 의류 라인은 국내 피어 OEM 생산 의류 대비 고가의 기능성 라인으로 단가가 비교적 높아 영업이익 기여도가 높다.
- 직전분기 갭의 실적 발표에서 2024년 매출액 소폭 성장, 영업이익 50% 중후반대 성장을 제시하며 가이드언스를 상향했다.
- 게스 역시 2024년 매출액 9.5%~11.0% 성장, 영업이익률 7.2%~7.7% 가이드언스를 제공했다.
- 현재 시가총액은 2,147억원으로 12MF FWD PER은 2.5배 수준이다.
- 그간 호실적을 가렸던 호텔 인수 관련 일회성 비용은 일단락되었으므로 당분기부터는 실적 증가가 눈에 띄게 될 것이다.

주가(원, 10/23)	16,100
시가총액(십억원)	215

발행주식수	13,336천주
52주 최고가	21,900원
최저가	11,280원
52주 일간 Beta	-0.15
60일 일평균거래대금	7억원
외국인 지분율	2.1%
배당수익률(2024E)	6.2%

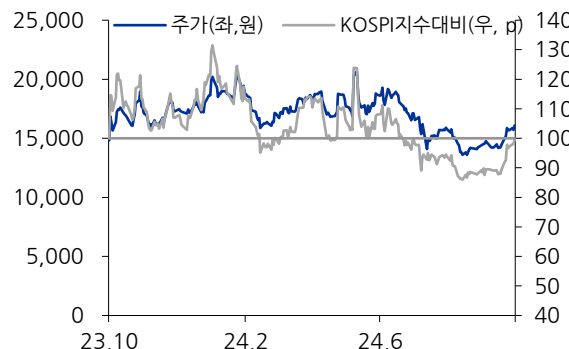
주주구성	
홍재성 (외 6인)	60.7%
이왕은 (외 1인)	0.3%
이순호 (외 1인)	0.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
절대기준	11.7	-12.9	41.2
상대기준	11.7	-12.0	30.9

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	NR	-	
목표주가	NR	-	
영업이익(24)	120	-	
영업이익(25)	159	-	

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	975	863	1,092	1,258
영업이익	81	84	120	159
세전손익	84	64	110	150
당기순이익	65	44	83	114
EPS(원)	4,844	3,321	6,253	8,544
증감률(%)	33.8	-31.4	88.3	36.6
PER(배)	2.8	5.2	2.6	1.9
ROE(%)	28.3	16.2	24.7	26.3
PBR(배)	0.7	0.8	0.6	0.4
EV/EBITDA(배)	2.9	3.4	6.4	4.6

자료: 유진투자증권



투자 포인트

1) 듀프 소비(저가 대체 소비)가 글로벌 트렌드를 이끌며 저가 브랜드의 시장 침투 두드러진다. 듀프 소비란 주로 패션, 뷰티, 가전제품 같은 카테고리에서 중고가 제품과 비슷하지만 가격은 저렴한 제품을 소비하는 것을 의미한다. 의류에서는 고가 브랜드인 룰루레몬, 알로의 레깅스 대신 저렴한 가격대의 대체 브랜드인 갭, 올드네이비 혹은 아마존, 쉬인의 레깅스를 구매한다.

2) 당사 의류, 가방 바이어인 갭, 게스 실적 성장에 따른 수주 증가가 기대된다. 갭(올드네이비)은 의류 매출 비중의 72%과 게스는 가방 매출 비중의 45%를 차지한다. 당사가 수주하는 의류 라인은 국내 피어 OEM 이 생산하는 의류 대비 고가의 기능성 라인이다. 단가가 비교적 높아 영업이익 기여도가 높다. 경기가 크게 좋아지지 않는 한 저가 선호 기조는 이어질 것으로 보인다. 직전분기 갭의 실적 발표에서 2024년 매출액 소폭 성장, 영업이익 50% 중후반대 성장을 제시하며 가이드언스를 상향했다. 게스 역시 2024년 매출액 9.5%~11.0% 성장, 영업이익률 7.2%~7.7% 가이드언스를 제공했다.

3) 3분기 연결 매출액은 3,603억원(+34.2%, 이하 yoy), 영업이익은 407억원(+25.8%)을 예상한다. 의류 제조 사업 성수기 및 바이어 수주 증가에 따라 전년대비 29% 성장을 예상한다. 핸드백은 캐파 확장 안정화 직전 분기로 판단되며 5% 성장을 전망한다. 당분기부터 연결로 반영되는 호텔 사업도 5성급 호텔 피어 OCC 추이 상 본업 실적 성장을 해치지 않는 무난한 실적을 보여줄 것이다.

밸류에이션: 현재 시가총액은 2,147억원이다. 현재 시가총액 기준 12MF FWD PER은 2.5배 수준이다. 그동안은 호텔 인수 관련 일회성 비용이 호실적을 가리는 요소였다. 당분기부터는 호텔 인수가 완료되며 영업외 비용이 사라진다. 관련 차입은 증가했으나 본업과 호텔 연결 반영으로 일부 상쇄 될 것이다. 전환사채 물량 역시 콜옵션을 감안하면 전체 주식 중 10% 정도로 추산된다. 당분기부터는 본업 경쟁력 강화를 통한 실적 증가가 눈에 띄게 될 것이다. 바이어를 함께 공유하는 한세실업의 낮아진 PER이 5.2배 수준이다. 당사 실적에 PER 3배 적용 시 시가총액은 2578억원으로 Upside 20.1%, 4배 적용 시 3437억원으로 Upside 60.1%를 추정한다.

1) 듀프 소비 트렌드로 저가 브랜드 부활로 우호적인 환경 조성

양적 완화 시기 고가 제품이나 브랜드를 선호하던 성향이 경기 둔화로 흐려졌다. 이에 글로벌 소비 트렌드는 저가가 지배적이다. 그 중에서도 듀프 소비라는 저가 대체 소비가 가장 두드러진다. 듀프 소비란 'Dupe', 'Dooop'이라는 축약어와 소비를 합친 신조어로서 복제품을 뜻하는 Duplication에서 발생했다.

브랜드 제품을 여전히 좋아하지만 살 수 없다면 비슷한 제품으로 대체한다. 주로 패션, 뷰티, 가전제품 같은 카테고리에서 중고가 제품과 비슷하지만 가격은 저렴한 제품을 소비하는 것을 의미한다. 제품의 품질이 같은 것은 아니지만 비슷한 제품을 구매하면서 소비 욕구를 채울 수 있다.

의류에서는 듀프 트렌드의 반영으로 고가 브랜드인 롤루레몬, 알로의 레깅스 대신 저렴한 가격대의 대체 브랜드인 겍, 올드네이비 혹은 아마존, 쉬인의 레깅스를 구매한다. 가방에서는 듀프 소비와 Y2K가 합쳐졌다. 프라다의 디자인과 비슷하지만 저렴한 게스 가방을 사거나, Y2K의 대표 브랜드인 코치 가방을 명품 대비 저렴하게 구매한다.

도표 1. 레깅스 브랜드 가격 비교

브랜드	평균 가격	저가 라인	고가 라인
롤루레몬	154,500	125,000	184,000
알로요가	177,550	138,300	216,800
아마존	23,694	13,533	33,854
올드네이비	36,211	11,474	60,948

자료: 회사자료, 유진투자증권/ 환율 1,55 원 가정

도표 2. 룰루레몬 vs. 아마존 Dupe



자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 3. 룰루레몬 vs. Old Navy Dupe



자료: 유튜브, 유진투자증권

도표 4. 프라다 vs. 게스 Dupe



자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 5. Y2K의 대표 브랜드 코치



자료: 유튜브, 유진투자증권

2) 갭, 게스(바이어)의 양호한 가이드언스

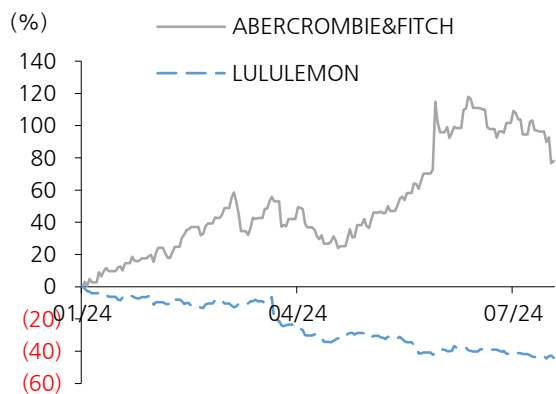
당사에 유리한 듀프 소비 트렌드가 왔다. 정확히 말하면 당사에 의류, 가방 생산 오더를 발주하는 바이어들에 적합한 트렌드가 왔다. 의류 매출 비중의 72%를 차지하는 갭(올드네이비)과 가방 매출 비중의 45%를 차지하는 게스의 실적 성장에 따른 수주 증가가 기대된다. 마트 의류(비중 18%) 역시 2년간 경기 둔화 우려로 수주가 줄었으나, 2분기까지의 수주는 양호하게 흘러가고 있다.

듀프 소비 트렌드를 반영하며 아베크롬비 주가는 좋은 흐름을 보이고 있다. 고가 소비 대표주인 룰루레몬의 주가와는 다른 모습이다. 갭(올드네이비), 게스는 변동성이 있긴 하지만 7월까지의 10%대의 YTD 수익률을 기록했다. 갭은 산하 브랜드인 올드네이비의 성장성에 힘입어 실적 가이드언스를 상향했다. 재작년 적자에서 벗어난 모습이 지속되며 큰 폭의 이익 성장이 기대된다. 게스도 매출 소폭 성장과 더불어 영업이익 개선세가 목도되고 있다.

각 브랜드의 가이드언스는 긍정적이다. 직전분기 갭의 실적 발표에서 2024년 온기 매출액 소폭 성장, 영업이익 50% 중후반대 성장을 제시하며 가이드언스를 상향했다. 그 전분기 실적 발표에서는 영업이익 40% 중반대 성장 가이드언스를 주었었다, 비교적 저렴한 가격에 제품력이 있는 애슬레저 브랜드로서 갭과 올드네이비의 애슬레저 라인이 자리잡은 모습이다.

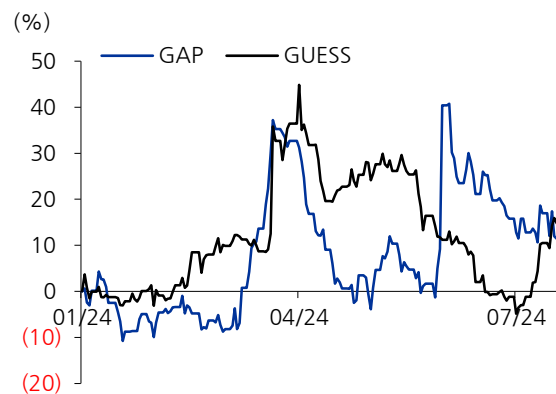
게스 역시 직전분기 실적 발표에서 2024년 온기 매출액 9.5%~11.0% 성장, 영업이익률 7.2%~7.7% 가이드언스를 제공했다. 그 전분기 가이드언스 대비해서는 매출액 성장률과 영업이익률 범위가 하향되었지만 무난한 실적으로 보인다,

도표 6. 아베크롬비 vs. 룰루레몬 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 7. 갭 vs. 게스 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 8. GAP 실적 추이

(백만달러, %)	22.02~ 22.04	22.05~ 22.07	22.08~ 22.10	22.11~ 23.01	23.02~ 23.04	23.05~ 23.07	23.08~ 23.10	23.11~ 24.01	24.02~ 24.04	24.05~ 24.07
매출액	3,477.0	3,857.0	4,039.0	4,243.0	3,276.0	3,548.0	3,767.0	4,298.0	3,388.0	3,720.0
영업이익	(197.0)	(28.0)	186.0	(30.0)	(10.0)	106.0	250.0	214.0	205.0	293.0
순이익	(162.0)	(49.0)	282.0	(273.0)	(18.0)	117.0	218.0	185.0	158.0	206.0
매출액 증감률	(12.9)	(8.4)	2.4	(6.2)	(5.8)	(8.0)	(6.7)	1.3	3.4	4.8
영업이익증감률	(182.1)	(106.8)	21.6	(475.0)	(94.9)	(478.6)	34.4	(813.3)	(2,150.0)	176.4
순이익증감률	(197.6)	(119.0)	(285.5)	1,606.3	(88.9)	(338.8)	(22.7)	(167.8)	(977.8)	76.1
영업이익률	(5.7)	(0.7)	4.6	(0.7)	(0.3)	3.0	6.6	5.0	6.1	7.9
순이익률	(4.7)	(1.3)	7.0	(6.4)	(0.5)	3.3	5.8	4.3	4.7	5.5
재고자산	3,169.0	3,135.0	3,043.0	2,389.0	2,299.0	2,226.0	2,377.0	1,995.0	1,952.0	2,107.0
재고 증감률	33.7	37.4	11.8	(20.8)	(27.5)	(29.0)	(21.9)	(16.5)	(15.1)	(5.3)

자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 9. GAP 가이드نس 변화

(백만달러, %)	2023	Current FY 2024 Outlook	Prior FY 2024 Outlook	Q3 2024 Outlook
Net sales	14,889	Up slightly on a 52-week basis	Up slightly on a 52-week basis	Up slightly
Operating Income	560	Mid to High 50% growth	Mid 40% growth	OPM: 50 to 75 bps

자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 10. GUESS 실적 추이

(백만달러, %)	22.02~ 22.04	22.05~ 22.07	22.08~ 22.10	22.11~ 23.01	23.02~ 23.04	23.05~ 23.07	23.08~ 23.10	23.11~ 24.01	24.02~ 24.04	24.05~ 24.07
매출액	593.5	642.7	633.4	817.8	569.8	664.5	651.2	891.1	591.9	732.6
영업이익	36.4	53.4	54.8	103.6	(0.9)	64.6	54.8	144.8	(19.9)	47.8
순이익	8.0	24.0	21.8	95.8	(11.8)	39.0	55.7	115.3	13.0	(10.6)
매출액 증감률	14.1	2.2	(1.5)	2.2	(4.0)	3.4	2.8	9.0	3.9	10.2
영업이익증감률	36.9	(38.8)	(16.6)	(17.4)	(102.5)	20.9	(0.1)	39.9	2,057.0	(26.0)
순이익증감률	(33.6)	(60.8)	(26.9)	40.1	(248.1)	62.9	155.1	20.3	(210.3)	(127.2)
영업이익률	6.1	8.3	8.7	12.7	(0.2)	9.7	8.4	16.3	(3.4)	6.5
순이익률	1.3	3.7	3.4	11.7	(2.1)	5.9	8.6	12.9	2.2	(1.4)
재고자산	483.9	535.5	574.6	510.9	528.9	554.4	562.4	466.3	554.9	603.3
재고 증감률	19.5	24.5	19.1	10.5	9.3	3.5	(2.1)	(8.7)	4.9	8.8

자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 11. GUESS 가이드نس 변화

(백만달러, %)	2023	Current FY 2025 Outlook	Prior FY 2025 Outlook	Q3 2025 Outlook
Net sales	2,777	9.5% to 11.0% growth	10.7% to 12.7% growth	14.5% to 16.5% growth
Operating margin	6.1%	7.2% to 7.7% range	7.3% to 8.1% range	4.7% to 5.8% range

자료: 회사자료, 유진투자증권

3) 의류 제조 성수기

3분기 매출액은 3,603억원(+34.2%, 이하 yoy), 영업이익은 407억원(+25.8%)을 예상한다. 의류 OEM 에서 3 분기는 겨울용 고단가 의류를 제조하기 때문에 성수기이다. 당사의 의류 사업부문은 성수기에 해당하며, 전년동기대비 29% 성장을 예상한다. 핸드백은 5% 성장이 기대된다. 캐파 확장 안정화에 따른 실적 개선이 이어질 것이다.

당사의 주요 의류 바이어인 갱(올드네이비)의 트렌드 부합에 따른 실적 개선이 수주 증가를 이끌었을 가능성이 높다. 당사가 수주하는 의류 라인은 국내 피어 OEM 이 생산하는 의류 대비 고가의 IPSS 라인이다. IPSS 는 Intermediate Performance Seamless Sleepwear 의 약자로서 갱(올드네이비) 그룹의 기능성 의류 라인, 기능성 애슬레저 의류, 파자마 등을 포함한다. 저가 의류 라인 대비 가격이 높기 때문에 영업이익 기여도가 높다. 게다가 최근 저렴하면서 품질 좋은 애슬레저 의류에 대한 소비자의 수요가 늘어났다. 경기가 크게 좋아지지 않는 한 저가 선호 기조는 이어질 것으로 보인다.

3분기부터 연결 실적에 반영되는 호텔 사업부문도 양호한 성장 흐름을 기대한다. 호텔 사업 실적이 당사 본업의 실적을 희석하는 부정적 작용을 할 것으로 보이지 않는다. 당사가 인수한 남산 하얏트 호텔은 5성급 하이엔드로서 피어 그룹은 신라 호텔, 파르나스 호텔, 인터컨티넨탈 호텔로 판단한다. 피어 그룹 호텔 모두 경기 위축 구간임에도 불구하고 OCC 는 견조하게 성장하고 있다.

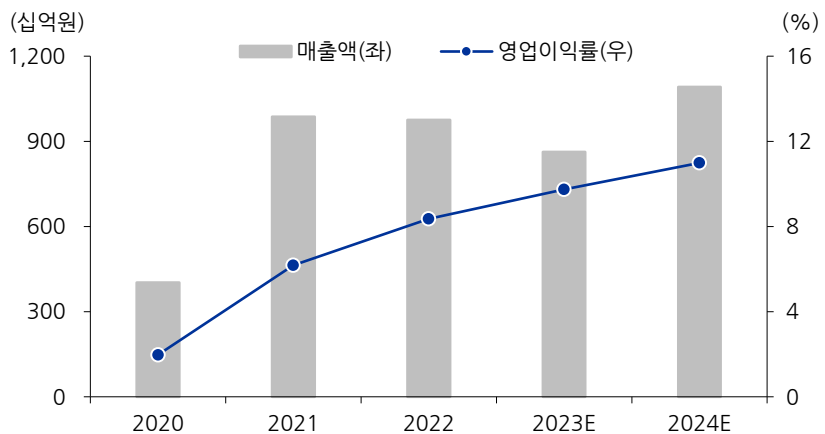
호텔 인수는 2024 년 5 월 잔금 납입을 완료하며 종료되었다. 호텔 인수가격은 7,300억원(부채 제외 시 3,800억원)이다. 호텔 인수에 따른 득과 실이 있다. 득은 호텔의 사업 실적이 연결로 반영되는 점이다. 국내 탑티어 호텔이기 때문에 매출과 영업이익 모두 양호한 성장을 보여줄 것이다. 다만 실은 차입금이 늘어나며 이자 비용 증가가 순이익 단에 영향을 미친다. 호텔 인수 및 공장 확장 관련하여 발행한 전환사채는 2024 년 9 월 25 일부터 상환 가능해졌다. 미상환 전환사채 주식수는 약 195 만주인데 이 중 40%에는 콜옵션이 부여되어 있다. 이를 감안하면 시장에 나올 가능성이 있는 주식수는 117 만주 수준으로 전체 10% 미만이다.

도표 12. 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	167.4	207.6	268.5	219.3	207.4	228.7	360.3	295.5	987.0	975.1	862.8	1,091.9
OEM	165.4	204.4	267.6	216.4	206.2	230.2	325.4	252.5	1,001.9	966.0	853.7	1,014.3
의류	117.6	121.6	183.3	144.0	137.8	152.0	237.3	168.1	756.7	644.7	566.5	695.1
핸드백	47.8	82.8	84.3	72.4	68.4	78.2	88.1	84.5	245.1	321.3	287.2	319.2
호텔	-	-	-	-	-	-	34.0	42.0	-	-	-	76.0
영업이익	8.9	19.3	32.3	23.5	19.3	26.1	40.7	33.9	61.0	81.5	84.0	119.9
%	5.3	9.3	12.0	10.7	9.3	11.4	11.3	11.5	6.2	8.4	9.7	11.0
OEM	8.9	19.3	32.4	23.4	19.3	26.3	35.8	27.8	61.6	81.1	83.9	109.2
지배순이익	5.6	10.9	27.2	0.6	10.9	37.9	19.1	15.5	48.3	64.6	44.3	83.4
%	3.3	5.2	10.1	0.3	5.3	16.6	5.3	5.2	4.9	6.6	5.1	7.6
< %yoy >												
매출액	(36.8)	(21.4)	1.6	20.5	23.9	10.1	34.2	34.7	145.0	(1.2)	(11.5)	26.6
OEM	(36.0)	(21.7)	0.7	19.7	24.7	12.6	21.6	16.7	-	(3.6)	(11.6)	18.8
의류	(33.8)	(31.9)	6.4	23.9	17.2	24.9	29.4	16.7	-	(14.8)	(12.1)	22.7
핸드백	(40.8)	0.3	(9.9)	12.2	43.1	(5.6)	4.6	16.7	-	31.1	(10.6)	11.1
호텔	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
영업이익	(52.3)	(15.6)	49.8	27.8	117.0	35.4	25.8	43.9	667.4	33.6	3.2	42.7
OEM	(51.4)	(15.0)	48.7	26.9	118.2	36.2	10.5	18.8	-	31.7	3.5	30.1
순이익	(66.3)	(45.8)	20.1	(89.2)	94.7	248.7	(30.1)	2,643.3	1,942.8	33.8	(31.4)	88.3

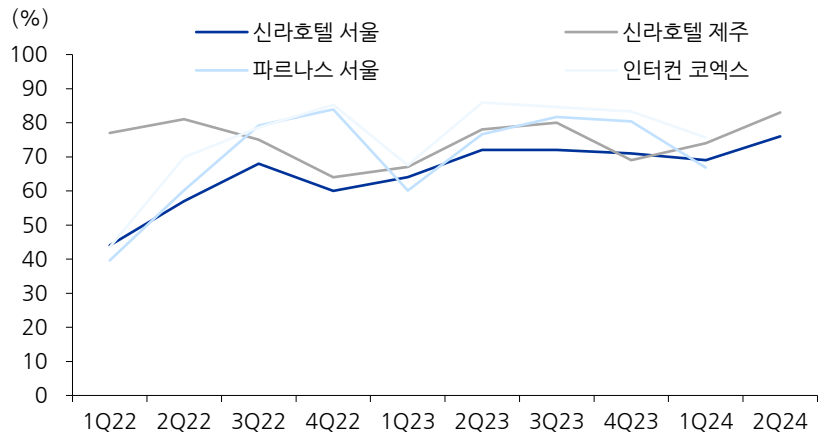
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 13. 제이에스코퍼레이션 실적 추이 및 전망



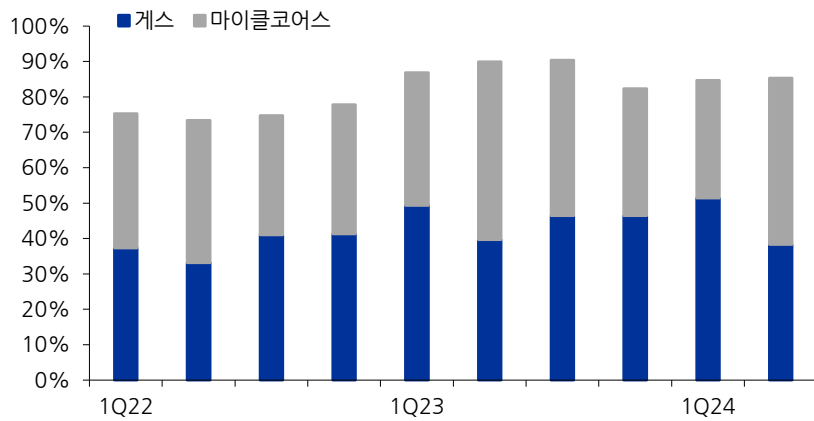
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 14. 피어 호텔별 OCC



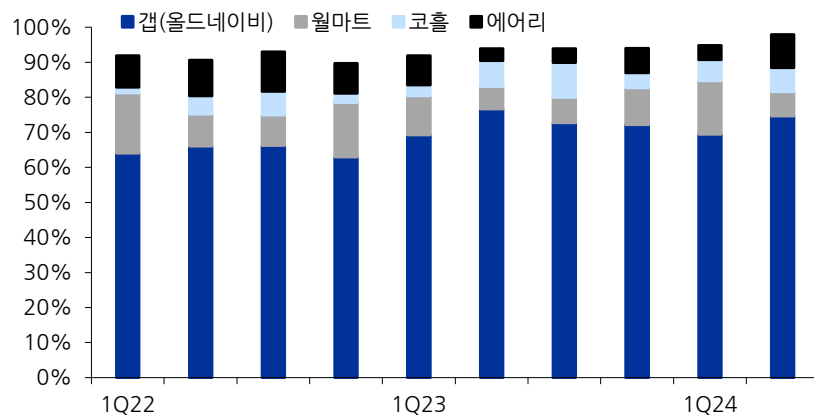
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 15. 핸드백 바이어별 비중



자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 16. 의류 바이어별 비중



자료: 회사자료, 유진투자증권

밸류에이션

현재 시가총액은 2,147 억원이다. 현재 시가총액 기준 12MFWD PER은 2.5 배 수준이다. 그동안은 호텔 인수 관련 일회성 비용이 호실적을 가리는 요소였다. 당분기부터는 호텔 인수가 완료되며 영업외비용이 일단락되었다. 관련 차입은 증가했으나 본업과 호텔 연결 반영으로 일부 상쇄 될 것이다. 전환사채 물량은 콜옵션을 감안하면 전체 주식 중 10% 정도로 추산된다. 당분기부터는 본업 경쟁력 강화를 통한 실적 증가가 눈에 띄게 될 것이다. 바이어를 함께 공유하는 한 세실업의 낮아진 PER이 5.2 배 수준이다. 당사 실적에 PER 3 배 적용 시 시가총액은 2578 억원으로 Upside 20.1%, 4 배 적용 시 3437 억원으로 Upside 60.1% 를 추정한다.

도표 17. Valuation

구분	하단1	현재 주가 PER	상단1	상단2	상단2
적용 PER(X)	2.0X	2.4X	3.0X	4.0X	5.0X
시가총액(십억원)	171.9	209.4	257.8	343.7	429.7
Upside(%)	(17.9)	-	23.1	64.2	105.2

자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 18. 핸드백 생산실적 및 가동률 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	2022	2023
생산능력(천개)								
JAKARTA	1,257	1,346	1,238	866	844	1,013	1,230	866
BOYOLALI	654	654	959	947	786	1,203	742	947
VINA	850	850	918	873	1,080	908	850	873
PHNOMPENH	961	1,048	1,101	1,694	1,241	1,163	721	1,694
합계	3,722	3,899	4,216	4,379	3,951	4,287	3,543	4,379
생산실적(천개)								
JAKARTA	1,091	1,087	940	816	684	779	961	816
BOYOLALI	597	549	650	704	657	867	510	704
VINA	497	894	877	817	973	803	623	817
PHNOMPENH	589	914	1,188	997	1,077	992	663	997
합계	2,775	3,443	3,655	3,335	3,391	3,441	2,757	3,335
가동률(%)								
JAKARTA	86.8	80.7	75.9	94.2	81.0	76.9	78.2	94.2
BOYOLALI	91.3	83.9	67.8	74.3	83.6	72.1	68.7	74.3
VINA	58.5	105.2	95.5	93.7	90.1	88.5	73.3	93.7
PHNOMPENH	61.3	87.2	107.9	58.9	86.7	85.3	91.9	58.9
합계	74.5	88.3	86.7	76.1	85.8	80.3	77.8	76.1

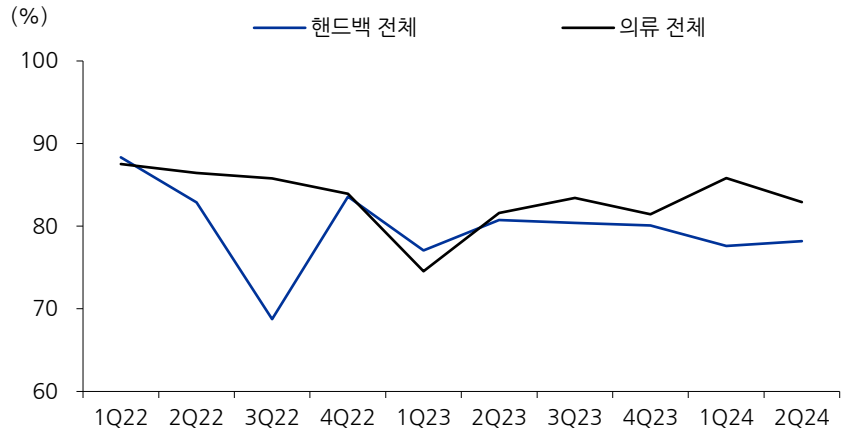
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 19. 의류 생산실적 및 가동률 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	2022	2023
생산능력(천개)								
Vina Korea	2,782	3,707	2,935	3,190	2,648	3,962	3,331	3,190
Yakjin Vietnam	4,828	4,676	4,465	6,130	4,514	3,972	4,612	6,130
Michigan Haiduong	2,777	3,219	3,583	4,375	3,889	4,098	3,431	4,375
Yakjin SaiGon	1,616	-	-	-	-	-	2,694	-
Yakjin Cambodia	4,051	3,341	4,351	4,681	4,462	4,926	4,212	4,681
YTC Corporation	4,008	4,645	3,897	4,240	5,727	4,211	4,474	4,240
Yakjin Jaya Indonesia	8,137	6,963	8,852	8,541	8,957	7,403	-13,092	8,541
합계	28,200	26,551	28,083	31,157	30,197	28,573	9,662	31,157
생산실적 (천개)								
Vina Korea	2,416	3,228	2,670	2,905	2,430	2,480	3,243	2,905
Yakjin Vietnam	4,309	4,225	3,766	4,816	3,723	4,111	4,257	4,816
Michigan Haiduong	2,201	2,704	2,842	3,658	2,978	3,120	2,617	3,658
Yakjin SaiGon	1,218	-	-	-	-	-	2,247	-
Yakjin Cambodia	3,021	3,188	3,957	3,774	3,478	3,319	3,761	3,774
YTC Corporation	3,206	3,888	2,680	3,219	4,045	3,824	3,848	3,219
Yakjin Jaya Indonesia	5,366	5,242	6,467	6,312	6,777	5,661	4,523	6,312
합계	21,738	22,475	22,381	24,683	23,431	22,515	24,494	24,683
가동률 (%)								
Vina Korea	86.8	87.1	91.0	91.1	91.8	62.6	97.4	91.1
Yakjin Vietnam	89.3	90.4	84.3	78.6	82.5	103.5	92.3	78.6
Michigan Haiduong	79.2	84.0	79.3	83.6	76.6	76.1	76.3	83.6
Yakjin SaiGon	-	-	-	-	-	-	83.4	-
Yakjin Cambodia	74.6	95.4	90.9	80.6	78.0	67.4	89.3	80.6
YTC Corporation	80.0	83.7	68.8	75.9	70.6	90.8	86.0	75.9
Yakjin Jaya Indonesia	65.9	75.3	73.1	73.9	75.7	76.5	-34.5	73.9
합계	77.1	84.7	79.7	79.2	77.6	78.8	253.5	79.2

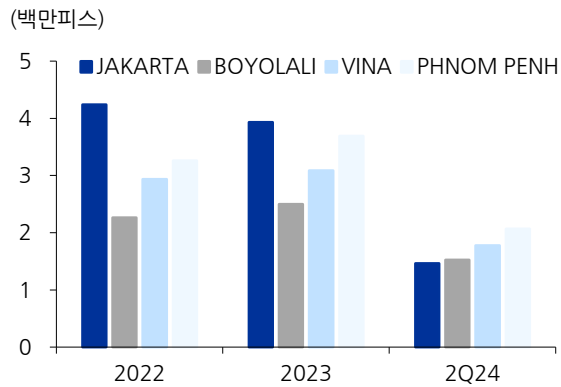
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 20. 핸드백, 의류 가동률 추이



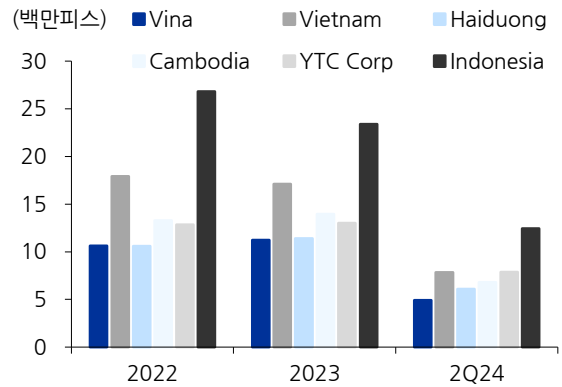
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 21. 핸드백 생산실적



자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 22. 의류 생산실적



자료: 회사자료, 유진투자증권

제이에스코퍼레이션 NDR Q&A

캐파 현황(2Q24)

자카르타는 줄었고 보요랄리는 천천히 늘어서 전분기 대비 캐파 감소
과테말라는 운영 초기 단계고 풀가동까지 2년반 필요
보요랄리는 자카르타 인근이라 풀가동까지 과테말라 대비 빠름

캐파 증설 계획: 진행된 보요랄리, 과테말라 외 추가 증설 계획은 없음

가방, 의류 가동률

가방은 80%가 최적의 가동률임. 100% 넘으면 오히려 마진 안 나옴
가동률 85% 이상은 야근 수당 추가되면서 비용 발생하므로 마진 하락

바이어 현황(2Q24)

가방: 게스 + 마이클코어스 85%

태피스트리(코치, 케이트스페이드)는 카프리와 합병 진행하며 작년 2 분기부터
매출 중단. 재개 가능성은 관망

의류: 갱(올드네이비) 72%, 월마트 11%, 콜스 7%, 에어리 7%

신규 고객사 유치

의류(타겟, 유니클로 등) 신규 고객사 유치 노력 중

2분기 실적 설명

매출액 2,287 억원(+10.1% yoy). 의류 매출 +25%, 핸드백 매출 -9%

영업이익 261 억원(+35.5%), 순이익 380 억원(+245.5%)

일회성 비용: 실제(일회성 이익 291 억원 제외) 당기순이익 148 억 추정,

핸드백 매출 역신장 이유

1) 1Q23 생산분 2Q23 매출 인식. 2023년 1분기 매출 대비 2분기 매출 높아보이며 기저 발생, 2) 핸드백 생산 공장을 자카르타에서 보요랄리로 이전하며 수출 차질 발생

의류 매출 선방 이유

바이어 수주의 P, Q 모두 상향. 특히 올드네이비의 IPSS 비중 많이 올라감
올드네이비 매출에서 IPSS 의류 비중 2Q 14%에서 3Q 18%까지 상승 기대
제품/고객사별로 구분 시, *IPSS 단가가 일반 의류 단가 대비 50% 이상 높음
* IPSS(Intermediate Performance Seamless Sleepwear)
겍(올드네이비) 그룹의 기능성 의류 라인, 기능성 애슬레저 의류, 파자마 등 포함

의류 원가율

2분기 의류 원가율 79.5%까지 떨어짐. 작년 84.4%에서 꾸준히 하향 중
하지만 2분기 수준 이하로 기대는 어려움. 3-4분기 80% 초반대 원가율 예상
원가율 감소 주요 요인은 해외 공장 비용 컨트롤하며 판관비 감소

약진통상 인수

20년 8월 제이에스코퍼레이션이 약진통상 지분 100% 인수

지분 18% 매각(2024.06.24 공시)

추가수익스왑 계약 통해 지분 18% 매각

기초자산: 주식회사 약진통상 보통주 3,562,945 주(18.4%), 약 300 억원

하얏트 남산 호텔 인수

2023.5 하얏트 인수 결정, 2023.12 7300 억 밸류에 취득

호텔 차입금 3500억 + 본사 차입금 작년 1200억 + 본사 차입금 올해 500억 =
5200억 수준. 조달 금리 5%대

호텔 실적

2023년 매출 1,300억, 영업이익 115억, 순이익 -125억
호텔 실적은 2분기부터 BS 반영, 3분기부터 IS 반영

희석 물량

EB 물량 전환 완료 추정

CB 9월 25일 전환 가능 시점 도래

전체 주식수 1,300만주 중 13% 차지. 이 중 콜옵션 40%(1년반동안상환가능)

콜옵션 물량 제외 시 120만주 이하 8% 수준

배당 계획

연간 1,000원 배당 목표. 중간 배당 600원 기록

영업이익 기준 맞춰서 배당 늘릴 것

제이에스코퍼레이션(194370.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	534	763	1,714	1,821	1,951
유동자산	313	492	544	677	828
현금성자산	64	242	169	259	368
매출채권	96	95	139	162	180
재고자산	141	132	214	234	257
비유동자산	221	271	1,170	1,144	1,123
투자자산	53	99	42	44	46
유형자산	166	170	989	979	971
기타	2	2	138	121	106
부채총계	278	470	1,304	1,310	1,321
유동부채	236	277	466	465	468
매입채무	89	97	201	199	202
유동성이자부채	135	166	251	251	251
기타	12	14	14	15	15
비유동부채	43	193	838	845	853
비유동이자부채	37	188	645	645	645
기타	5	5	192	200	208
자본총계	255	293	410	511	629
지배지분	255	293	383	484	602
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	83	90	93	93	93
이익잉여금	179	212	289	389	508
기타	(7)	(10)	1	1	1
비지배지분	0	0	27	27	27
자본총계	255	293	410	511	629
총차입금	173	354	896	896	896
순차입금	109	112	727	637	529

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	124	96	(49)	(11)	9
당기순이익	65	44	83	114	133
자산상각비	18	15	28	28	24
기타비현금성손익	30	59	(377)	(523)	(522)
운전자본증감	30	6	(94)	(44)	(40)
매출채권감소(증가)	9	(7)	(40)	(22)	(19)
재고자산감소(증가)	51	8	(81)	(20)	(24)
매입채무증가(감소)	(27)	11	41	(1)	3
기타	(3)	(7)	(14)	(0)	(0)
투자현금	(65)	(214)	(185)	112	112
단기투자자산감소	(12)	(115)	2	(2)	(2)
장기투자증권감소	21	(80)	58	116	116
설비투자	63	21	13	0	0
유형자산처분	0	2	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
재무현금	(40)	180	244	(13)	(15)
차입금증가	(30)	191	221	0	0
자본증가	(10)	(11)	(11)	(13)	(15)
배당금지급	9	11	11	13	15
현금 증감	19	62	13	88	107
기초현금	32	52	114	127	215
기말현금	52	114	127	215	322
Gross Cash flow	113	118	60	33	49
Gross Investment	23	92	281	(70)	(74)
Free Cash Flow	90	26	(221)	103	123

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	975	863	1,092	1,258	1,328
증가율(%)	(1.2)	(11.5)	26.6	15.2	5.5
매출원가	802	691	881	1,007	1,049
매출총이익	173	171	210	251	279
판매 및 일반관리비	92	87	90	92	94
기타영업손익	(4)	(5)	4	2	2
영업이익	81	84	120	159	184
증가율(%)	33.6	3.2	42.7	32.6	16.0
EBITDA	100	100	148	187	209
증가율(%)	22.9	(0.0)	49.0	26.1	11.6
영업외손익	2	(20)	(10)	(9)	(9)
이자수익	1	7	14	15	16
이자비용	4	14	32	41	41
지분법손익	5	(22)	79	116	116
기타영업손익	1	10	(72)	(100)	(100)
세전순이익	84	64	110	150	175
증가율(%)	40.4	(23.2)	70.9	36.6	16.9
법인세비용	19	20	26	36	42
당기순이익	65	44	83	114	133
증가율(%)	33.7	(31.4)	88.2	36.6	16.9
지배주주지분	65	44	83	114	133
증가율(%)	33.8	(31.4)	88.3	36.6	16.9
비지배지분	(0)	0	0	0	0
EPS(원)	4,844	3,321	6,253	8,544	9,992
증가율(%)	33.8	(31.4)	88.3	36.6	16.9
수정EPS(원)	4,844	3,321	6,253	8,544	9,992
증가율(%)	33.8	(31.4)	88.3	36.6	16.9

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,844	3,321	6,253	8,544	9,992
BPS	19,149	21,946	28,730	36,274	45,166
DPS	850	900	1,000	1,100	1,200
밸류에이션(배, %)					
PER	2.8	5.2	2.6	1.9	1.6
PBR	0.7	0.8	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA	2.9	3.4	6.4	4.6	3.6
배당수익률	6.3	5.2	6.2	6.8	7.5
PCR	1.6	1.9	3.6	6.5	4.4
수익성(%)					
영업이익율	8.4	9.7	11.0	12.6	13.9
EBITDA이익율	10.2	11.5	13.6	14.9	15.7
순이익율	6.6	5.1	7.6	9.1	10.0
ROE	28.3	16.2	24.7	26.3	24.5
ROIC	18.6	17.4	12.6	10.8	12.4
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	42.6	38.1	177.3	124.8	84.0
유동비율	132.8	177.5	116.8	145.6	177.0
이자보상배율	19.2	6.1	3.8	3.9	4.5
활동성(회)					
총자산회전율	1.8	1.3	0.9	0.7	0.7
매출채권회전율	9.2	9.0	9.3	8.4	7.8
재고자산회전율	5.8	6.3	6.3	5.6	5.4
매입채무회전율	9.4	9.3	7.3	6.3	6.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)