

KOSPI | 내구소비재와의류

제이에스코퍼레이션 (194370)

I don't think laughter equals happiness

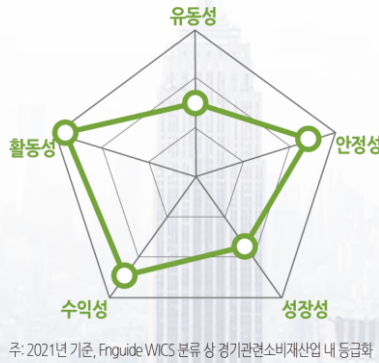
체크포인트

- 제목은 Michael Byungju Kim의 저서 'Offerings'의 구절. 동사는 현재 웃고 있지 않더라도 행복한 마음으로 때를 기다리는 중. 경기 회복 수혜의 준비를 잘 하고 있기 때문
- 투자포인트는 1) 의류 부문은 경기회복시 강한 반동이 예상되고, 2) 핸드백 부문은 2024년부터 증설효과가 기대되며, 3) 적극적인 주주환원 정책을 펼치고 있는 점
- 2023년 매출액 8,462억원(-13%YoY), 영업이익 515억원(-37%YoY), 2024년 매출액 9,701억원(+15%YoY), 영업이익 673억원(+31%YoY)을 전망. 현 주가는 2023년, 2024년 PER 각각 4.5배, 3.2배, 이는 역사적 밸류에이션뿐 아니라, 상대 밸류에이션으로도 저평가 수준
- 리스크 요인은 1) 경기불황에 의한 주문 감소, 2) 잠재적 오버행 요소인 미상환전환사채 200억원 보유하는 점

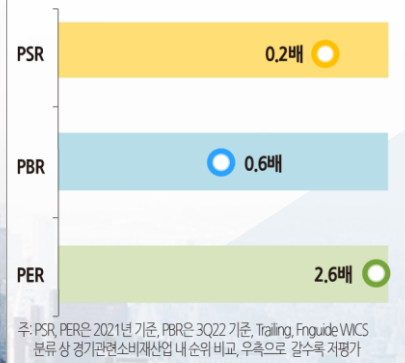
주가 및 주요이벤트



재무지표



밸류에이션 지표



제이에스코퍼레이션 (194370)

Analyst 최민주 mjchoi@kirs.or.kr
RA 양준호 junho.yang@kirs.or.kr

KOSPI
내구소비재와의류

핸드백 & 니트의류 OEM/ODM 회사

제이에스코퍼레이션은 1) 핸드백 OEM/ODM 사업(2022년 매출 비중 32%), 2) 2020년 약진 통상 인수를 통해 니트의류 OEM/ODM 사업(매출 비중 68%)을 영위

투자포인트 1) 의류 부문 경기회복시 강한 반등 예상

동사의 의류 부문 매출액은 2023년 미국 바이어의 재고축소 정책 영향으로 전년대비 13% 감소하지만, 경기가 점진적으로 회복되는 2024년에는 전년대비 14% 증가한 6,565억원을 전망함. 2020년 9월 약진통상을 인수 후, 1) 신규바이어를 지속적으로 확장하고, 2) 인건비가 저렴한 동남아 지역에 진입해 가격경쟁력을 확보하고 있기 때문에, 경기회복 시 매출과 영업이익이 더 탄력적으로 반등할 것으로 예상됨

투자포인트 2) 핸드백 2024년 증설효과 기대

핸드백 부문 매출액은 2023년 전년대비 14% 감소하지만, 2024년 전년대비 16% 증가한 3,136억원으로 전망함. 이는 1) 핸드백 OEM/ODM 업력이 길고 지속적인 고객관리로 바이어의 신뢰를 받고 있으며, 2) 동사의 주력 바이어 중 하나인 코치(중국 매출 비중 18%)는 리오프닝 효과가 기대되는 중국시장에서 투자를 지속할 것으로 예상되며, 이를 기반으로 3) 현재 인도네시아 보요랄리 지역에 증설 준비를 완료했기 때문임

투자포인트 3) 적극적인 주주환원 정책

동사는 주주에 대한 보호 및 기업가치 제고 목적으로 적극적인 행보 중. 구체적으로, 1) 기말 및 중간 배당금 지급, 2) 배당금 확대, 3) 자기주식 취득, 4) 대주주 일가의 주식 취득 등을 시행함

Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억원)	4,028	9,870	9,751	8,462	9,701
YoY(%)	59.2	145.0	-1.2	-13.2	14.6
영업이익(억원)	79	610	815	515	673
OP 마진(%)	2.0	6.2	8.4	6.1	6.9
지배주주순이익(억원)	24	483	646	367	515
EPS(원)	177	3,619	4,844	2,753	3,859
YoY(%)	-71.2	1,942.8	33.8	-43.2	40.2
PER(배)	42.4	5.9	2.8	4.5	3.2
PSR(배)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBIDA(배)	16.1	5.7	2.9	3.1	2.1
PBR(배)	0.7	1.4	0.7	0.6	0.5
ROE(%)	1.5	27.4	28.3	13.7	17.1
배당수익률(%)	6.0	2.8	6.3	6.8	6.8

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (3/24)	12,630원
52주 최고가	27,900원
52주 최저가	12,420원
KOSPI (3/24)	2,414.96p
자본금	13억원
시가총액	1,684억원
액면가	100원
발행주식수	13백만주
일평균 거래량 (60일)	5만주
일평균 거래액 (60일)	7억원
외국인지분율	0.99%
주요주주	홍재성 외 5인 60.69%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.9	-24.1	-54.7
상대주가	-12.6	-28.1	-48.8

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '영업이익 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

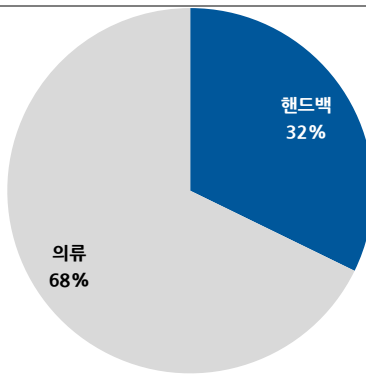
1 사업부문 및 연혁

제이에스코퍼레이션 사업부문

- 1) 핸드백 OEM/ODM
- 2) 니트의류 OEM/ODM

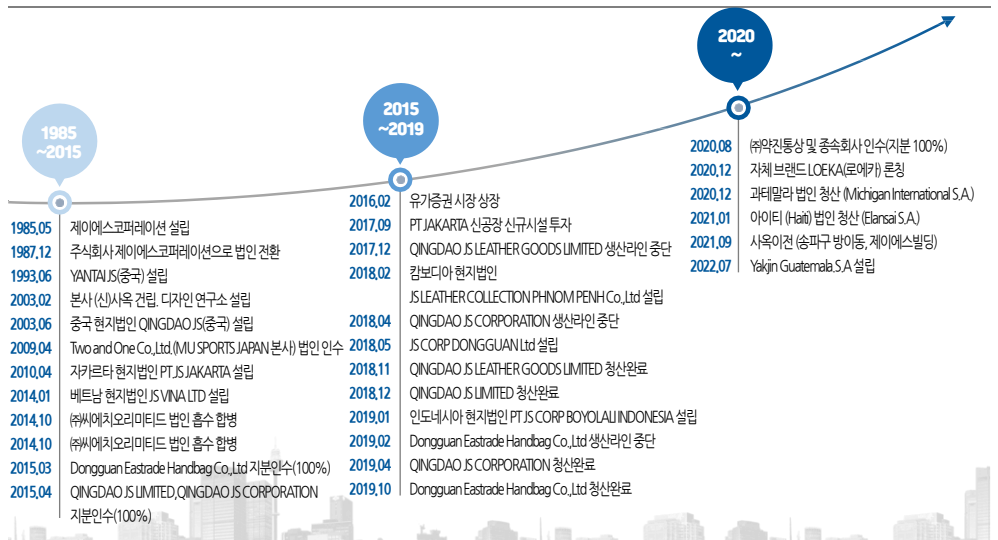
1985년 설립된 제이에스코퍼레이션은 1) 핸드백 OEM/ODM과 2) 2020년 약진통상(지분율 100%)을 인수하면서 니트의류 OEM/ODM 사업을 영위하고 있다. 핸드백 부문의 고객사는 게스(Guess), 마이클코어스(Michael Kors), 케이트스페이드(Kate Spade), 코치(COACH) 등이다. 생산지역은 동남아시아(인도네시아, 캄보디아, 베트남)이다. 의류 부문(약진통상)의 고객사는 갭(GAP, 브랜드는 GAP, OLD NAVY, BANANA REPUBLIC, ATHLETA 등), AEO(American Eagle Outfitters), 월마트(Walmart) 등으로 미국 브랜드를 중심으로 사업을 영위하고 있다. 의류 부문의 생산 기반 역시 대부분 동남아(베트남, 인도네시아, 캄보디아)이다. 2022년 기준 매출 비중은 1) 핸드백 OEM/ODM(32%), 2) 니트의류 OEM/ODM(68%)이다.

제이에스코퍼레이션의 사업부문별 매출 비중(2022년 기준)



자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협의회 기업리서치센터

제이에스코퍼레이션의 연혁



자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협의회 기업리서치센터

연혁

제이에스코퍼레이션은 1985년 05월에 설립되었다. 동사의 초기 해외 사업은 중국을 중심으로 확장되었다. 1993년 YANTAI JS를 시작으로, 2003년 중국 현지법인 QINGDAO JS가 설립되었으며, 3년 후 2006년 중국 동관 현지법인인 Dongguan Eastrade Handbag Co., Ltd도 신설되었다. 2010년 이후 동남아 생산지역으로 확장 및 이전하였는데, 2010년 자카르타 현지법인 PT. JS JAKARTA를 신설한 후, 2014년 베트남 현지법인 JS VINA LTD도 설립했다.

2014년 10월, (주)씨에치오리미티드 법인을 흡수합병하면서 사업 및 고객사의 범위를 확대했다. 이전에는 저가 핸드백을 수주받았다면, 당시 버버리를 주요 고객사를 둔 (주)씨에치오리미티드를 인수함으로써 현재 마이클코어스, 케이트스페이드와 같은 고가 핸드백 브랜드를 고객사로 확보하는 발판을 마련하게 되었다.

2016년 2월 유가증권시장에 신규 상장되었다. 2010년대 후반부터 중국공장을 축소 및 중단하고, 동남아 지역으로 사업을 확장했다. 2017년 중국 공장(QINGDAO JS LIMITED) 생산라인을 중단하면서, 인도네시아 공장(PT JAKARTA)에 신규라인 투자를 진행했다. 2018년에는 캄보디아 현지법인(JS LEATHER COLLECTION PHNOM PENH CO., LTD.)을 통해 더욱 저렴한 인력을 활용할 수 있는 지역으로 확장했다. 2018년 11월과 12월에도 중국 자회사 청산을 완료했다. 2019년 인도네시아 내 인건비가 더욱 낮은 보요랄리 지역에 현지법인(PT JSCORP BOYOLALI INDONESIA)을 신설했다.

2020년 08월 (주)약진통상(지분율 100%)을 사모펀드 칼라일(KKR)로부터 인수했다. 제이에스코퍼레이션이 인수하기 전, 약진통상의 주요 생산지역은 베트남, 캄보디아, 인도네시아로 우연찮게도 제이에스코퍼레이션의 주력생산 기지와 국가가 일치했다. 동사가 인수한 이후, 생산비 절감 및 관리 효율성 제고 목적으로 2020년 12월~2021년 1월에 걸쳐 미시간 법인(Michigan International S.A.)과 아이티 법인(Elansai S.A.)을 청산했다.

동사는 2020년 12월 내수 핸드백 브랜드 '로에카(LOEKA)'를 런칭했다. 로에카는 '빛의 사람'이라는 뜻으로 뉴트로, 미니멀, 클래식 콘셉트를 반영한 디자이너 브랜드로 주력 제품의 가격대는 79,000원~169,000원이다.

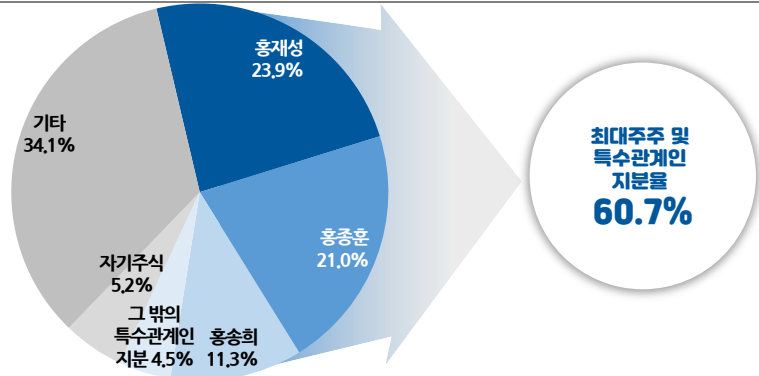
2021년 09월 송파구 방이동으로 사옥(제이에스빌딩)을 이전했다. 최근 미국 바이어들의 생산기지 다변화 전략에 맞춰, 2022년 7월 Yakjin Guatemala,S.A 신설을 통해 다시 중남미 지역에 포지션을 확보했다.

2 주주구성과 종속회사

**최대주주 및 특수관계인의
지분율은 60.7%(대표이사
홍재성 23.9%)**

2022년말 기준, 제이에스코퍼레이션의 최대주주 및 특수관계인의 지분 비율은 60.7%로 홍재성 대표이사(최대주주, 지분율 23.9%), 홍종훈(등기임원, 21.0%), 홍송희(최대주주의 특수관계인, 11.3%) 등이 포함되어 있다. 자기주식수는 696,909주로 전체 발행주식의 5.2%에 해당한다.

제이에스코퍼레이션의 주주구성



자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 종속회사는 (주)약진통상
2021년 8월, 칼라일로부터
약 600억원에 인수
지분 취득금액 143억원
인수금융 450억원

제이에스코퍼레이션의 주요 연결대상 종속회사는 (주)약진통상(지분율: 100%, 의류제조)이다. 그 밖에 15개의 연결대상 종속회사를 보유하고 있는데, 주로 베트남, 인도네시아, 캄보디아에 소재한 의류 및 핸드백 임가공업에 종사하는 해외 생산 법인이다.

1978년 설립된 약진통상은 겐, 올드네이버, 바나나 리퍼블릭, 노드스트롬, 월마트 등 글로벌 브랜드에 ODM(Original Development Manufacturing, 개발력을 갖춘 제조업체가 판매망을 갖춘 유통업체에 상품 또는 재화를 제공하는 생산방식) 및 OEM(Original Equipment Manufacturing, 주문자가 요구하는 제품과 상표명으로 완제품을 생산하는 방식)으로 제품을 공급하는 의류 수출 기업이다. 제이에스코퍼레이션은 '타법인 주식 및 출자증권 취득결정 공시'를 통해 2021년 8월 21일 '약진통상'의 주식 19,367,555주(지분율 100%)를 143억원에 취득했다고 공시했다. 계약대상은 글로벌 사모펀드인 칼라일그로스코리아(Carlyle Growth Korea IV, L.L.C., 70%)와 조용로(30%)이다. 지분 인수가 약 143억원이지만 기존 칼라일이 일으킨 인수금융 중 약 450억원도 함께 인수하기로 했다.

칼라일 그룹은 2013년 그로스펀드(한국성장금융)를 통해 2,048억원에 약진통상을 인수한 후 프라이빗 딜, IPO 추진 등의 방식으로 수차례 매각을 시도했다. 하지만 지지부진한 실적개선세, 가격차이 등의 이유로 엑시트에 실패한 가운데, 2019년 화재와 2020년 코로나까지 덮치면서 매도가격보다는 딜의 종결성에 방점을 두고 최종 매각대상자로 제이에스코퍼레이션이 낙점되었다. 매각 전기(2019년) 기준 약진통상의 매출액과 당기순이익은 각각 5,560억원, 10억원(당기순이익률 0.2%)이다.

산업 현황

1 의류는 전통적인 경기민감 업종, 2H22년부터 미국 소매판매 둔화

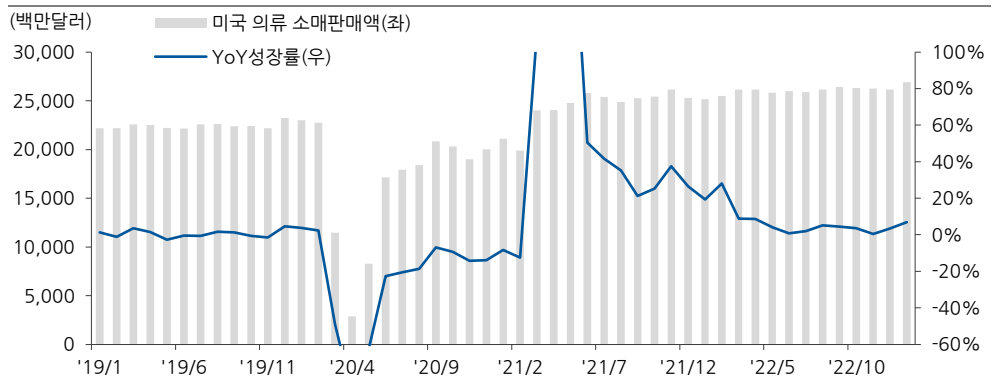
2022년 하반기부터
미국 의류시장
판매 둔화 & 재고 확대
→ 한국 OEM업체 역시
2022년 하반기부터 오더 감소

동사 매출의 68%를 차지하는 의류 OEM/ODM(약진통상) 산업의 현황은 미국의 의류 업황에 크게 영향받는 구조이다. 미국 의류회사들은 2022년 상반기 예년보다 재고가 더 많은 상황에서 경기 둔화 상황을 맞이했고, 최근 이에 대응하기 위해 주문량을 감소시키는 모습을 보였다. 이에 대부분의 한국 OEM회사들은 2022년 상반기 바이어의 주문량이 증가했으나, 2022년 하반기부터 주문량 감소를 체감하고 있는 중이다.

약진통상은 국내 OEM/ODM 대형 3사 한세실업(상장사, 2022년 매출액 2.2조원), 세아상역(비상장사, 2021년 매출액 2.0조원), 한솔섬유(비상장사, 2021년 매출액 1.3조원)와 유사한 고객사에게 비슷한 종류의 아이템을 납품하고 있다. 이들 의류 OEM/ODM 업체의 고객은 주로 미국 고객사이며, 저가의 니트의류를 생산하고 있다. 다만, 국내 OEM/ODM 대형 3사는 꾸준한 성장을 통해 1~2조원 수준의 매출액 규모를 달성한 반면, 동사는 5,000억원대에서 1조원대 매출을 향해 성장하는 중이다.

대부분의 저소득 미국인들에게 의류에 대한 인식은 패션아이템보다는 필수소비재 개념이라, 미국 저가의류 시장은 매우 규모가 크고 경쟁이 치열하다. 저가의류 시장은 세부적으로, 저가 중심 의류회사(겝, AEO 등)의 브랜드, 마트(월마트, 타겟 등)의 PB브랜드, 글로벌 SPA브랜드(ZARA, H&M, Forever24 등)가 있다. 미국 저소득층에게 의류는 가격탄력성이 높은 편으로, 저가의류의 소매판매 및 재고는 실업률, 인플레이션 등 경기변동에 따라 영향을 크게 받는다. 따라서 저가브랜드를 주력으로 생산하는 동 업체들의 실적 역시 경기 영향을 크게 받는 상황으로, 현재 미국의 의류 판매 및 재고상황을 면밀하게 확인할 필요가 있다.

미국 의류 소매판매액 추이



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협회의 기업리서치센터

2018~2022년

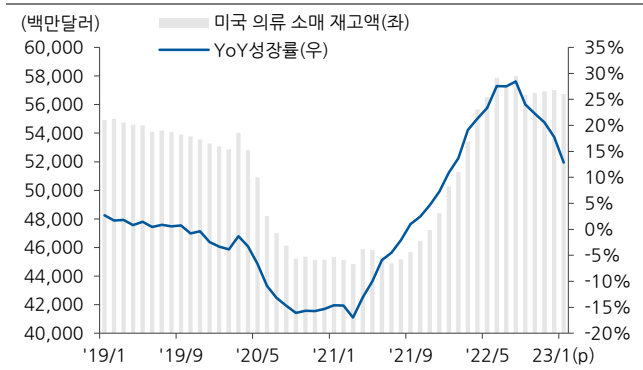
미국 의류 소매판매액

연평균성장률 4%

2022년 미국 의류 소매판매액은 3,119억달러로 전년대비 7% 증가했다. 조금 더 긴 호흡에서 살펴보면 2018~2022년 동안 의류 소매판매액은 연평균 4% 성장했다. 2020년 코로나 발발로 인해 소비가 급격히 위축되면서 의류판매액은 전년대비 25% 급감했다. 이듬해와 2022년 이연수요가 발생하면서 전년대비 각각 45%, 7% 증가했다.

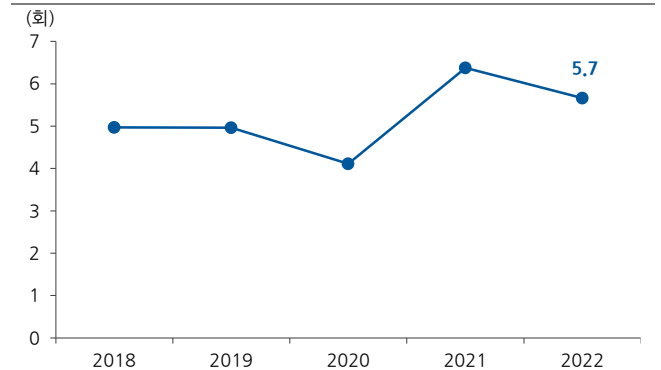
미국 의류 소매판매는 2022년 4월까지만 해도 전년대비 평균 16% 성장하면서 양호했지만, 글로벌 유동성 급증 및 러시아의 우크라이나 침공에 의해 인플레이션 우려가 부각되었던 2022년 5월부터 급격히 둔화되기 시작했다. 2022년 5월~12월 소매판매액의 전년대비 평균 성장률은 3%로 내려왔다. 엮힌 데 덮친 격으로 동 기간(2022년 5월~12월) 의류의 도매재고와 소매재고의 전년대비 평균 성장률은 각각 60%, 24%로 급증했다. 즉, 2022년 하반기 판매는 급격히 둔화되는 국면에서 채널 재고는 급증하는 상황이 발생했기에, 월마트, 잭과 같은 미국의 의류 바이어들이 재고축소에 주력하며 국내 OEM업체에 기존 주문을 취소하거나, 신규 주문을 축소하는 상황이 발생했다.

미국 의류 소매 재고액 추이



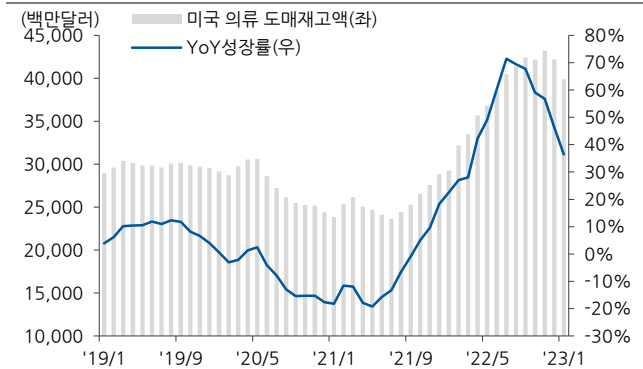
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 의류 소매 재고자산 회전율



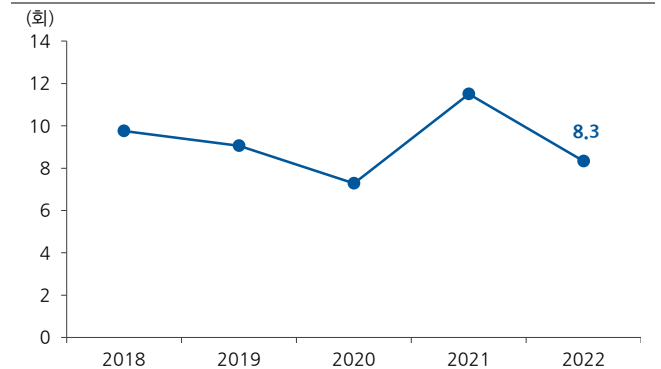
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 의류 도매 재고액 추이



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 의류 도매 재고자산 회전율



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 의류 시장
소매 재고자산 회전을 &
도매 재고자산 회전을
하락 추세

미국의 의류재고 급증에는 코로나로 인해 수요와 공급의 엇박자가 발생했던 당시 배경설명이 필요하다. 2021년 코로나 위기가 완화되면서 의류 시장에서 이연수요가 발생했지만, 베트남을 중심으로한 동남아 생산기지의 섀다운이 지속됨에 따라 공급 공백의 이슈가 있었다. 통상적으로 의류 바이어들은 북미지역 겨울시즌 도래에 따른 의류 아이템당 가격도 비싸고 블랙프라이데이, 크리스마스과 같은 쇼핑시즌이 몰려있는 4분기 성수기 시즌 대응을 위해 OEM/ODM 업체에 주문했던 의류를 3분기말까지 인도받는다. 하지만 많은 미국 의류회사들이 이때 동남아지역 섀다운과 미국 항구도시의 하역 지연으로 인해 제대로 공급받지 못해 2021년 4분기 성수기 시즌 수요에 대응하지 못 했다.

2021년 성수기 판매기회를 놓친 실패사례를 경험삼아 대부분 미국 바이어는 2022년에는 발주시기를 예년보다 앞당겼고, 제품 인도 시기 역시 더 빠르게 준비했을 것으로 판단된다. 게다가, 2022년 상반기 면화와 같은 의류 원재료 가격이 매월 상승하며 최고가를 경신했던 시점이라 조금 더 빨리 발주함으로써 원재료를 조금 더싼 가격으로 선점하고자 하는 니즈도 있었다. 이렇듯, 미국 의류회사들이 2022년 상반기 예년보다 재고를 더 많이 더 일찍 확보해둔 상황에서, 고물가, 고금리, 경기불황에 대한 우려가 순차적으로 불거지면서 수요감소에 대응하기 위해 뒤늦게 2023년을 위한 주문량을 감소시키게 된 것이다. 이러한 흐름에 따라, 대부분의 한국 OEM회사들은 2022년 상반기 바이어의 주문량이 증가했으나, 2022년 하반기부터 주문량 감소를 체감하게 되었다.

의류 소매 재고자산 회전율과 도매 재고자산 회전율을 살펴보면, 2020년 회전율이 하락했다가, 2021년 예년보다 상승했으며, 2022년 재차 하락하는 추이를 보여주고 있다. 재고자산 회전율은 재고가 연간 몇 번 회전하는가를 산정한 것으로 매출액에서 평균 재고액을 나누어 계산한다. 업황이 호조일 때는 준비한 재고가 빠르게 소진되면서 회전율 수치가 상승하고, 그 반대일 경우에는 느리게 소진되면서 회전율 수치가 하락한다. 2020년에는 코로나로 인해 매출액이 급격히 둔화되면서 회전율이 낮아졌고, 2021년에는 매출은 빠르게 회복되었지만 상기 언급한 생산차질로 인해 재고가 갖춰지지 못하면서 회전율이 높게 형성되었다. 문제가 되기 시작한 2022년에는 재고는 높게 쌓아 둔 반면 판매가 둔화되면서 회전율이 낮아지게 된 것이다. 향후 판매는 점진적으로 회복되고 동시에 바이어가 오더를 감소시켜 재고가 정상화되면, 회전율이 다시 상승하면서 업황 호조가 도래할 것으로 사료된다.

2 의류 OEM/ODM 사업 실적 영향 요소

의류 OEM/ODM 사업

실적 영향 요소

- 1) 규모의 경제
- 2) 생산 아이템(우븐, 니트)
- 3) 바이어(고가, 중가, 저가)
- 4) 생산기지
- 5) 환율

경기변동과 같은 거시적인 경제 상황 이외의 개별 의류 OEM/ODM 사업의 실적에 영향을 미치는 요소는 크게

1) 규모의 경제, 2) 생산하는 아이템(우븐 혹은 니트 의류), 3) 바이어 구성, 4) 생산기지, 5) 환율이다.

OEM/ODM 산업은 대표적인 노동집약적 산업으로 회사의 매출액 규모가 클수록 대체적으로 바이어에게 아이템당 받는 생산수량이 많아 개별 생산인력의 생산성이 좋아지면서 이익률이 높아진다. 우븐의류는 니트의류보다 생산 난이도가 높은 반면 수익성도 좋다.

브랜드력이 확고한 고가의류는 저가의류 대비 Markup(판매단가/생산단가 배수)이 5~10배로 높기 때문에, 생산 단가 인하 압박이 적은 편이고 OEM/ODM 업체 입장에서는 수익성이 양호하다. 반면, 저가의류 고객사의 경우 Markup이 2~3배로 낮아 매출에서 생산단가가 차지하는 비중이 높기 때문에 생산단가를 민감하게 관리한다. 따라서 저가의류를 주력으로 하는 OEM/ODM 업체의 이익률은 고가의류를 주력으로 하는 업체 대비 낮은 편이다.

2010년대 중국의 최저임금이 가파르게 오르면서 임금이 상대적으로 저렴한 베트남을 비롯한 동남아시아로의 생산기지 재편이 일어났다. 2020년대 들어서는 방글라데시, 캄보디아와 같이 동남아시아 중에서도 인건비가 더 저렴한 국가로 투자가 확대되고 있다.

국내 OEM/ODM 업체들이 대부분 미국 시장을 주력으로 생산하며 달러로 결제하기 때문에, 환율이 높을수록 매출과 영업이익에 긍정적인 영향을 미친다. 2022년 하반기 환율이 가장 높은 수준으로 유지되었기 때문에 매출 감소는 완화되었고, 영업이익에도 긍정적인 영향을 미쳤다. 하지만 2023년 하반기 환율이 하향안정화된다면, 2022년 하반기의 고회율은 역기저효과라는 부담으로 다가올 수 있다.

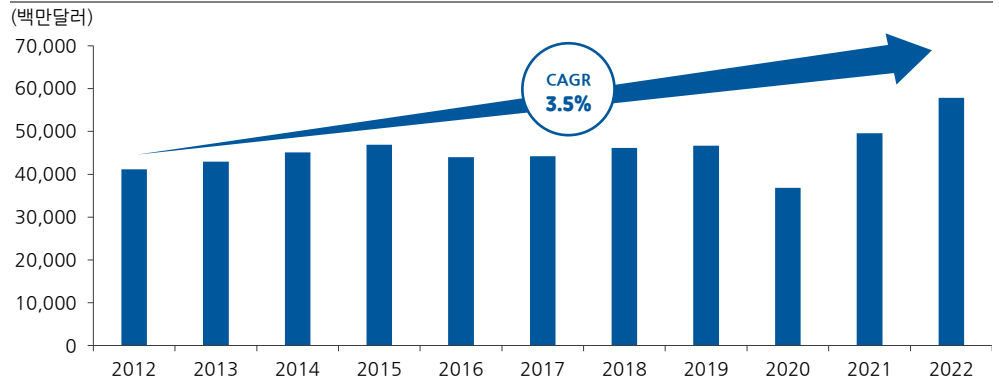
3 OEM 생산기지 현황

**의류는 노동집약적 산업으로
미국은 생산을 인건비가 저렴한
개발도상국에 의존 중
→ 2012~2022년
미국 니트의류 수입액
연평균 성장률 3.5%**

미국 의류산업은 자국내 생산보다는 인건비가 저렴한 개발도상국에서의 수입에 의존하고 있다. 또한 의류제조산업은 노동집약적인 산업이기 때문에, 미국 수입의류의 수입국은 중장기적인 관점에서 인건비가 저렴한 국가로 비중의 변화를 보이고 있다. 한국 의류 OEM/ODM 업체도 이러한 흐름에서 맞춰 미국의 수요 대응 및 제조원가 관리 차원에서 생산기지를 변화/이동하고 있다.

미국의 의류산업은 성숙산업으로 미국의 니트의류 수입액은 2012~2022년 동안 연평균 성장률 3.5%를 기록했다. 하지만 최근 3년 동안 코로나 발발로 인해 이러한 흐름이 어그러졌는데, 2020년 수요감소에 대응하기 위해 미국의 의류 바이어들이 주문을 취소하면서 미국의류수입액이 전년대비 21% 감소했다. 하지만 정부의 즉각적인 유동성 공급정책과 소비자의 보복소비에 대응하면서, 미국의류수입액은 2021년 전년대비 35% 증가했고, 2022년 재차 17% 증가했다.

미국 니트외류 수입액 추이



자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 의류 수입국 비중

2013년: 중국(36%, 1위),

베트남(11%, 2위)

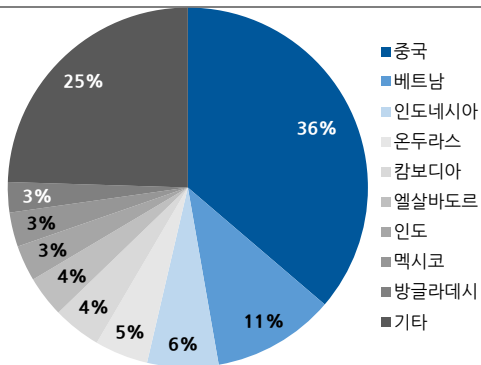
→ 2022년: 중국(22%, 1위),

베트남(18%, 2위)

2022년 기준 미국외류의 수입국 비중은 중국(22%), 베트남(18%), 방글라데시(6%), 캄보디아(5%), 인도네시아(5%), 온두라스(5%), 인도(5%), 니카라과(4%), 엘살바도르(3%) 순서이다. 상위 9개국 점유율은 73%로 높은 편이다. 상위 9개국은 크게 중국(22%), 동남아시아 및 인도(39%), 중남미(12%)로 구성되어 있다.

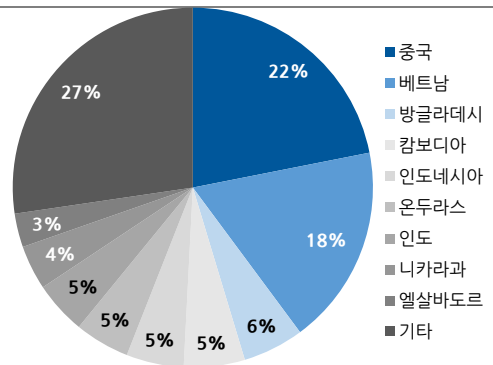
수입국 비중을 2013년과 비교할 때 특징적인 점은 1) 1위국인 중국의 비중이 2013년(36%)에서 2022년(22%)로 크게 축소된 점, 2) 2위국인 베트남의 비중이 2013년(11%)에서 2022년(18%)로 크게 확대된 점, 3) 2013년 9위국이었던 방글라데시가 2022년 3위국으로 올라오면서 비중이 확대된 점이다. 2013년 기준 상위 9개국 점유율은 75%로 2022년과 유사하고, 지역은 크게 중국(36%), 동남아시아 및 인도(28%), 중남미(12%)로 분배되어 있다.

미국 니트외류 주요 수입국 비중(2013년 기준)



자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 니트외류 주요 수입국 비중(2022년 기준)



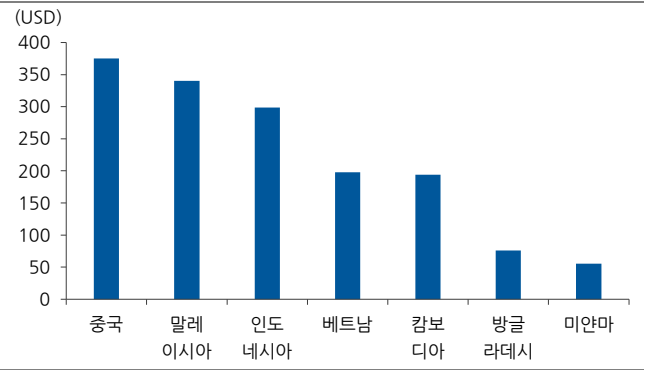
자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

중국 및 동남아 주요 국가 최저임금 및 제조업 숙련공 평균임금 (단위: 달러)

국가 (GDP 순위)	생산			
	최저임금	제조업 숙련공 평균 임금	산업용 전기	산업용수 비용
중국	185~358	2,788	0.088	0.83
인도	150~224	606	0.100	0.29
인도네시아	116~298	357	0.072	0.83
태국	259~280	436	0.102	1.22
필리핀	129~253	422	0.113	0.45
말레이시아	253~317	881	0.082	0.24
베트남	131~188	465	0.073	0.33

주: 1) 지역별 최저임금에 편차가 있으며, 최저임금이 가장 높은 지역과 낮은 지역을 기입,
 2) 중국은 최저임금에 더해 유럽 복지국가 수준의 '사회보험료'를 기업에서 일정량 부담,
 3) 2021년 기준, 자료: KOTRA, 한국IR협회의 기업리서치센터

중국 및 동남아 주요 국가 최저임금



주: 2022년 기준
 자료: tradingeconomics.com, 한국IR협회의 기업리서치센터

수입국 비중 변화 원인

- 1) 중국의 급격한 인건비 상승으로 동남아로 생산기지 이전
- 2) 미국과 중국의 무역분쟁
- 3) 단납기 발주를 위한 증نام비 비중 유지

이러한 수입국 비중 변화는 1) 중국의 급격한 인건비 상승에 의한 동남아로의 생산기지 이전, 2) 미국과 중국의 무역분쟁, 3) 증남미의 인건비가 동남아에 비해 높음에도 불구하고 미국 바이어들의 단납기 발주를 위해 어느 정도 증남미 비중을 유지하려는 전략에 기인한다.

중국, 인도를 비롯한 동남아시아 국가들은 지역에 따라 최저임금에 편차가 있다. 이는 지역이 매우 광범위하거나, 개발도상국의 경우에는 수도권과 지방의 토지 가격, 인구밀도, 항만시설과의 지리적 접근성, 전력 및 용수와 같은 인프라 상황이 지역별로 큰 편차가 존재하기 때문이다.

2021년 코트라가 취합한 자료에 따르면 최저임금이 높은 국가(국가 내 최저임금이 가장 높은 지역 기준) 순서는 중국, 말레이시아, 인도네시아, 태국, 필리핀, 인도, 베트남이다. tradingeconomics.com 자료까지 통합해서 살펴보면 베트남보다 최저임금이 저렴한 국가로는 캄보디아, 방글라데시, 미얀마가 있다.

당연히 최저임금이 개발도상국내 의류제조업의 인건비에 큰 영향을 미치지만, 실질적으로 제조업 숙련공의 평균임금이 더 중요한 수치이고 이는 최저임금과 차이가 날 수 있다. 가령, 베트남에서 의류 산업뿐 아니라 IT산업도 GDP에서 차지하는 비중이 크다. 통상적으로 IT업종에 종사하는 숙련공의 인건비가 의류업종에 종사하는 숙련공의 인건비보다 더 높다. 따라서 의류제조 회사는 타 산업에 인력을 빼앗기지 않기 위해 실질적으로 최저임금보다 더 높은 인건비를 숙련공에게 지급하고 있다.

이렇듯, 제조업 숙련공의 평균임금과 최저임금과 격차가 발생하는데, 이러한 격차는 중국이 7.8배로 매우 높은 편이다. 사실상 중국에서의 의류제조업은 경쟁력이 많이 상실되었다고 판단된다. 베트남 역시 제조업 숙련공의 평균임금(465달러)이 최저임금 대비 2.5배 높다. 따라서 베트남의 최저임금 기준 경쟁력은 타 국가대비 높아 보이지만, 실질적인 평균임금 기준 경쟁력은 인도네시아(357달러), 필리핀(422달러), 태국(436달러)에 비해 낮은 편이다.

2012~2022년 CAGR 비교

미국 니트 의류 수입액 3.5% vs.

미국향 수출액: 중국 -2%

베트남 +10%

방글라데시 +12%

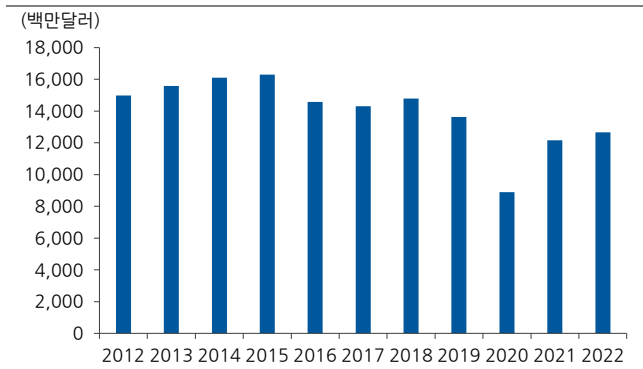
캄보디아 +6%

인도네시아 +1%

상기 언급한 내용들을 종합적으로 살펴보면, 미국의 수입국 비중의 변화를 더 잘 이해할 수 있다. 먼저, 미국 니트 의류 수입국 중 중국이 차지하는 비중은 2012년 36%로 가장 높았지만, 2022년 22%까지 낮아졌다. 중국의 미국향 니트 의류 수출액은 2012~2022년 동안 연평균 -2% 감소했다. 미국 니트 의류 수입액이 동 기간 3.5% 성장한 것과 대조적이다.

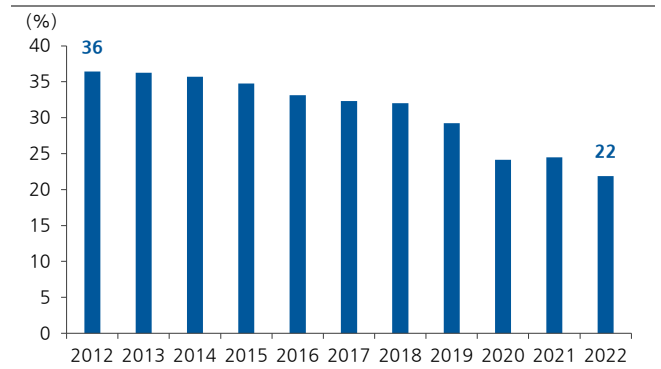
미국 니트 의류 수입국 중 베트남이 차지하는 비중은 2012년 10%에서 2022년 18%로 상승해 중국을 턱밑까지 따라왔다. 2012~2022년 베트남의 미국향 니트 의류 수출액 연평균성장률은 +10%로 높다. 베트남이 중국과 미국의 무역분쟁, 중국의 인건비 상승에 의한 경쟁력 상실의 수혜를 가장 많이 받았다고 분석되는 대목이다.

(1위) 중국의 미국향 니트 의류 수출액 추이(2013~2022년)



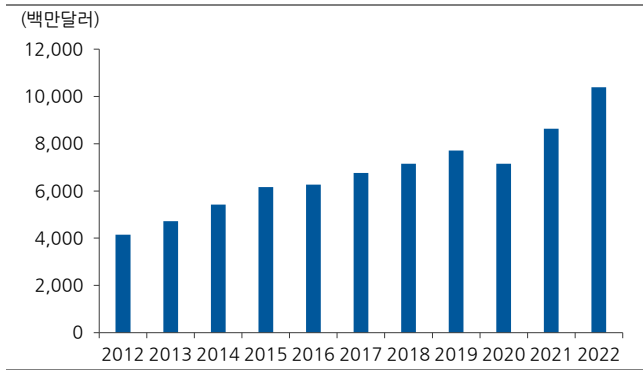
자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 니트 의류 수입 중 중국이 차지하는 비중 추이(2013~2022년)



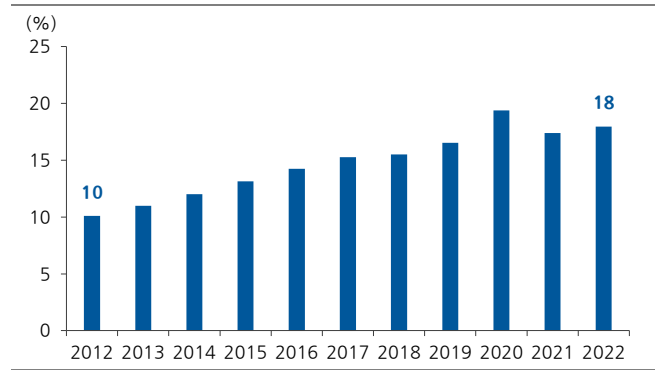
자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

(2위) 베트남의 미국향 니트 의류 수출액 추이(2013~2022년)



자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 니트 의류 수입 중 베트남이 차지하는 비중 추이(2013~2022년)

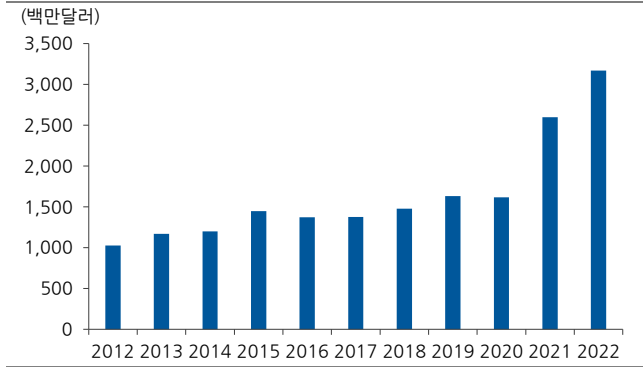


자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

또한 방글라데시의 성장이 눈에 띄는데, 방글라데시의 미국향 니트 의류 수출액은 2012~2022년 연평균 12%로 매우 가파르게 성장해오고 있다. 낮은 인건비를 무기로 현재 미국 수입국 3위 지위를 차지하고 있다. 최근 10년 동안 비중은 2%에서 5%까지 상승했다. 주목할 점은 2021년, 2022년 각각 전년 대비 60%, 22% 미국향 수출액이 급증했는데 2021년 베트남의 코로나 확산으로 인한 생산 차질이 발생했을 때 대안국가로 떠오른 것으로 파악된다.

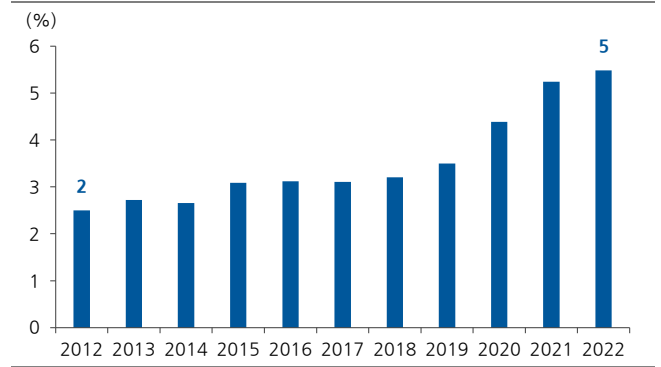
캄보디아 역시 최근 10년 동안 미국에 니트외류를 연평균성장률 +6%로 수출하고 있다. 방글라데시와 함께 향후에도 비중이 지속적으로 높아질 것으로 전망된다. 최근 10년 동안 비중은 4%에서 5%로 상승했다.

(3위) 방글라데시의 미국향 니트외류 수출액 추이(2013~2022년)



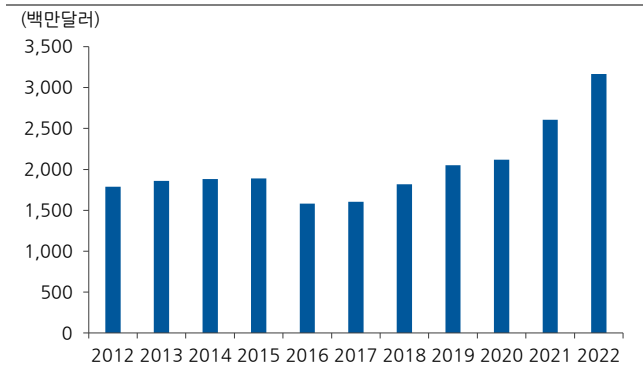
자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 니트외류 수입 중 방글라데시가 차지하는 비중 추이(2013~2022년)



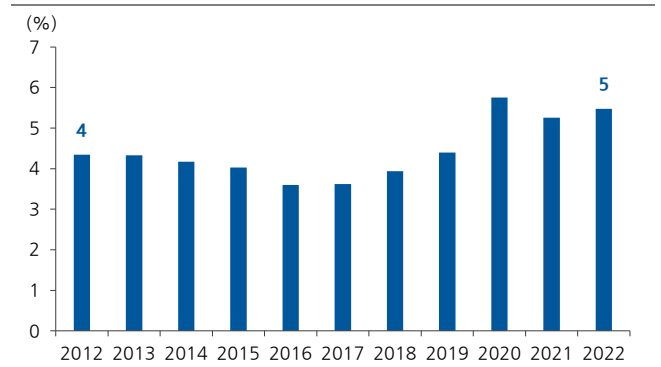
자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

(4위) 캄보디아의 미국향 니트외류 수출액 추이(2013~2022년)



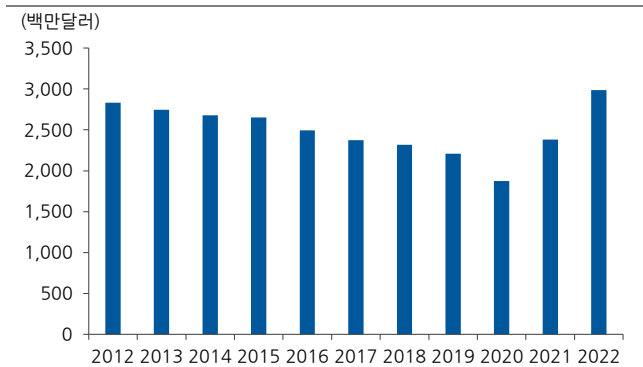
자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 니트외류 수입 중 캄보디아가 차지하는 비중 추이(2013~2022년)



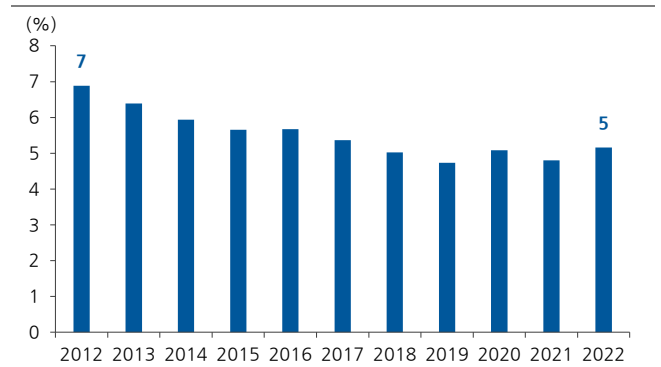
자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

(5위) 인도네시아의 미국향 니트외류 수출액 추이(2013~2022년)



자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 니트외류 수입 중 인도네시아가 차지하는 비중 추이(2013~2022년)



자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

인도네시아는 2012년부터 2020년까지는 미국향 니트외류 수출액이 감소 추세(연평균 -5%)를 보이다가, 2021년과 2022년에 전년대비 각각 27%, 25% 급증했다. 참고로, 2012~2022년 연평균 성장률은 +1%이다. 인도네시아는 낮은 인건비를 강점으로 보유한 주요 의류 생산국(2013년 기준 중국, 베트남에 이어 3위)이다. 하지만 최저임금, 인프라 등에 있어서 베트남 대비 경쟁력이 낮다고 평가받아 투자가 제한적으로 일어났다. 그런데 최근 베트남의 인력 수급이 어려워지고 실질적인 임금이 상승하면서 인도네시아의 상대 매력도가 상승한 것으로 보인다. 또한 자바섬 중심부가 아닌 외곽지역의 인프라가 개선되고 인력수급도 용이해, 베트남 대비 저렴한 실질임금을 바탕으로 투자가 활발하게 진행되는 것으로 판단된다.

미국의 생산기지 전략

- 1) 베트남의 매력도 점검 필요
- 2) 방글라데시& 캄보디아 부상
- 3) 인도네시아 외곽지역 투자 ↑
- 4) 중남미지역 투자 ↑

종합하자면, 미국의 생산기지 전략에서 향후 주시해야 할 점은 1) 베트남의 인력수급 경쟁 및 실질임금 상승에 따른 매력도 점검 필요, 2) 방글라데시와 캄보디아의 부상, 3) 인도네시아 외곽지역 투자 확대, 4) 단납기 오더 대응이 가능한 중남미지역 투자 확대이다.

미국의 생산기지 선정에 있어서 최근 10년 동안 매해 비중을 확대하며 존재감을 과시한 베트남의 2021년 공급 차질은 미국 의류 바이어의 전략적 의사결정에 큰 영향을 미친 것으로 사료된다. 또한 2022년 하반기 과잉재고를 겪으면서 수요둔화에 기민하게 대응할 수 있도록, 단납기 생산이 가능한 중남미 인접국가에 대한 중요성 역시 한층 높아졌다. 베트남은 여전히 낮은 인건비와 갖춰진 인프라를 기반으로 향후에도 성장을 유지할 것으로 전망된다. 하지만, 큰 흐름에서는 동남아시아 내에서 방글라데시, 캄보디아, 인도네시아로의 분산과 중남미 지역의 투자 확대가 예상된다. 제이에스코퍼레이션 역시 최근 미국 바이어들의 생산기지 다변화 요구에 맞춰, 2022년 7월 Yakjin Guatemala.S.A를 신설하며 과테말라 지역에 투자를 단행했다.

투자포인트

1 의류부문 경기회복시 강한 반등 예상

의류부문 매출액 전망치

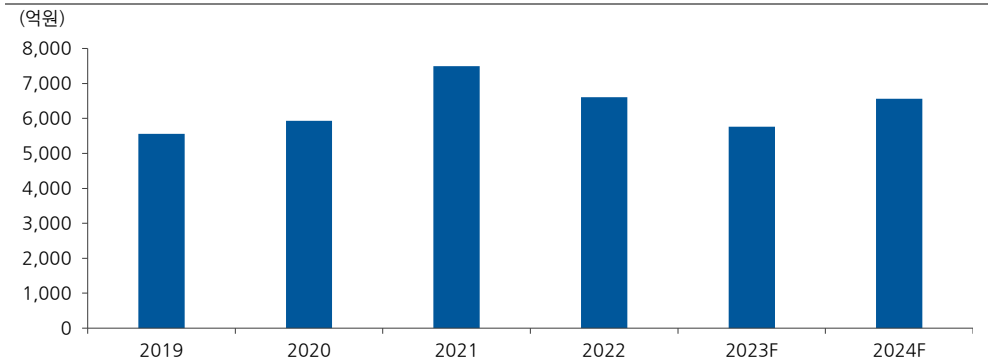
2023년 5,759억원(-13%YoY)

2024년 6,565억원(+14%YoY)

2023년 제이에스코퍼레이션의 의류부문 매출액은 전년대비 13% 감소한 5,759억원을 예상한다. 2023년 실적은 미국 바이어의 재고조정 과정으로 상반기까지 주문 감소가 불가피해 보이지만, 하반기부터 완만하게 턴어라운드 하는 상저하고의 흐름이 예상된다. 바이어의 원가절감 니즈는 OEM업체의 판매가격 하락과 연동되기 때문에 매출감소와 함께 영업이익률 하락이 불가피해 보인다. 2023년 동사 의류부문 영업이익은 전년대비 30% 감소한 335억원(영업이익률 5.8%, -1.5%pYoY)이 예상된다.

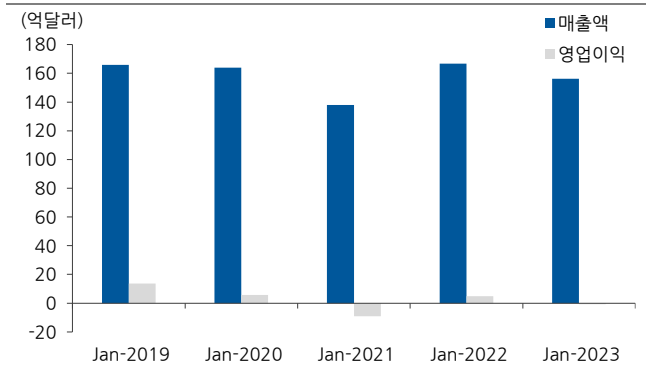
하지만 경기가 점진적으로 회복되는 2024년 매출액은 전년대비 14% 증가한 6,565억원으로 전망한다. 영업이익 역시 전년대비 37% 증가한 460억원(영업이익률 7.0%, +1.2%pYoY)으로 회복할 것으로 전망한다. 동사는 2020년 9월 약진통상을 인수 후, 1) 의류부문 신규바이어를 지속적으로 확장하려는 노력을 기울이고 있고, 2) 인건비가 저렴한 지역에 진입해 가격경쟁력을 확보하고 있기 때문에, 경기회복 시 매출과 영업이익이 더 탄력적으로 반등할 것으로 예상된다.

제이에스코퍼레이션 니트의류 부문 매출액 추이 및 전망



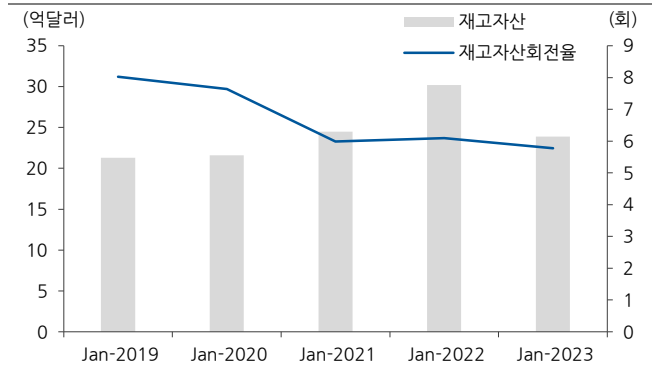
자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협회의 기업리서치센터

GAP 최근 5년 동안 매출액 및 영업이익 추이



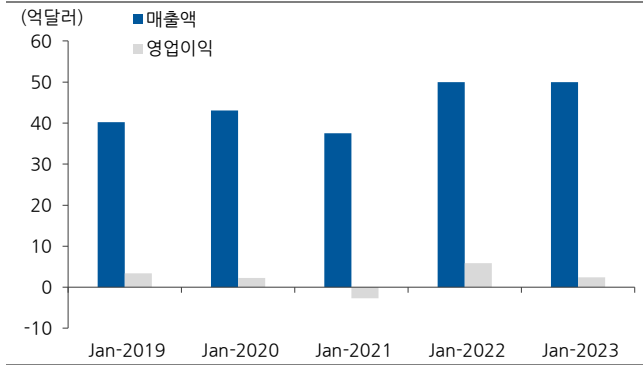
주: 시계열 표시는 결산기말 기준 (Jan-2019 = 2018년 2월~2019년 1월)
 자료: REFINITIV, 한국IR협회의 기업리서치센터

GAP 최근 5년 동안 재고 및 재고자산 회전을 추이



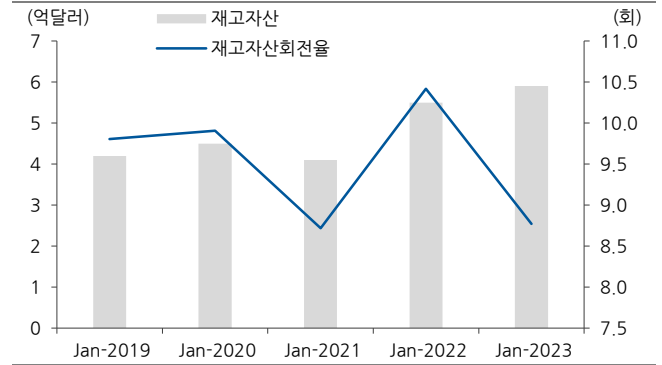
주: 시계열 표시는 결산기말 기준 (Jan-2019 = 2018년 2월~2019년 1월)
 자료: REFINITIV, 한국IR협회의 기업리서치센터

AEO 최근 5년 동안 매출액 및 영업이익 추이



주: 시계열 표시는 결산기말 기준 (Jan-2019 = 2018년 2월~2019년 1월)
 자료: REFINITIV, 한국IR협회의 기업리서치센터

AEO 최근 5년 동안 재고 및 재고자산 회전을 추이



주: 시계열 표시는 결산기말 기준 (Jan-2019 = 2018년 2월~2019년 1월)
 자료: REFINITIV, 한국IR협회의 기업리서치센터

**의류부문 주요바이어
 갭과 AEO 현황**

동사의 주요 의류바이어인 갭(매출 비중 63%)과 AEO(13%)의 최근 실적을 살펴보면 의류경기 업황과 매우 유사한 추이를 보여주고 있다. 판매부진으로 인해 매출액 감소, 영업이익률 하락을 겪고 있다. 또한 재고 수준은 예년보다 높아졌고, 재고재산화전율은 낮아지고 있는 추세이다.

코로나로 일시적으로 소매 경기가 위축되었던 2020년(결산기말 2021년 1월 기준) 갭의 매출액은 138억달러로 전년 대비 16% 급감했다. 영업이익률 역시 -6.6%로 적자를 기록했다. 2021년 보복소비로 인해 매출액이 전년 대비 21% 성장했지만, 2022년 전년 대비 다시 6% 감소하며 어려운 국면을 맞이하고 있다. 최근 영업이익률은 -0.4%로 다시 적자로 돌아섰다.

갭의 2023년 1월 기준 재고자산은 24억달러로 전년 대비 21% 감소해 재고관리를 잘 한 것처럼 보일 수 있지만, 현재 재고자산 레벨은 매출액이 유사했던 2017년~2018년(재고자산 평균 19억달러) 대비 여전히 높은 수준이다. 이는 최근 2년 동안 재고가 급증했기 때문이다. 즉, 2021년 1월 말 기준 재고자산이 판매부진으로 인해 전년 대비 13% 증가했고, 1년 뒤 또다시 재고를 전년 대비 23% 증가시켜 준비했다.

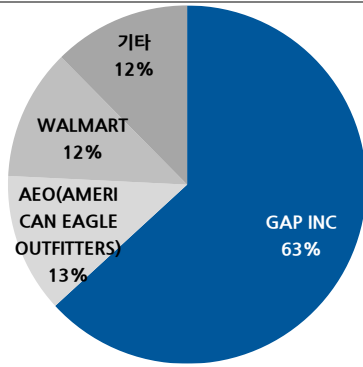
갭의 재고자산 회전율은 코로나 이전 7.8회 수준을 유지하다가, 코로나 시기 판매부진으로 6회로 하락했고, 이듬해 판매와 재고가 동시에 확대되면서 6회를 유지했다. 2023년 1월 말 기준으로 5.8회까지 하락하면서 재고의 순환이 더더 지고 있다.

AEO의 2020년(결산기말 2021년 1월 기준) 매출액 역시 전년 대비 13% 감소하고, 영업적자(영업이익률 -7.2%)를 기록했다. 하지만 이듬해 매출액이 전년 대비 33% 급증하며 보복소비의 수혜를 받았다. 2022년 전년과 유사한 매출액 50억달러를 기록했지만, 영업이익률은 4.8%로 전년 대비 7.0%p 하락하며 경기둔화의 영향을 받았다.

AEO의 재고자산은 2017년 1월부터 한 해를 제외하고 지속적으로 증가했다. 동사의 재고자산회전율은 코로나 이전 9.9회 수준을 유지하다가, 코로나 시기에 급격한 매출 둔화를 겪으며 8.7회까지 하락했다. 하지만 2021년(결산

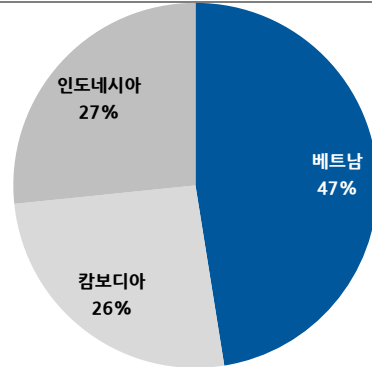
기말 2022년 1월 기준) 보복소비의 수혜로 매출이 급증하면서 10.4회까지 재고자산 순환이 좋아졌다. 2022년(결산기말 2023년 1월 기준) 재고는 전년 대비 7% 증가했지만 매출성장은 0%에 그치면서 재고자산회전율이 8.8회로 낮아졌다.

의류 부문 바이어 비중(2022년 기준)



자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협회의 기업리서치센터

의류 부문 생산지역 비중(2022년 기준)



자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협회의 기업리서치센터

의류 부문

주력아이템: 저가 니트 의류

바이어: 갭, AEO, 월마트

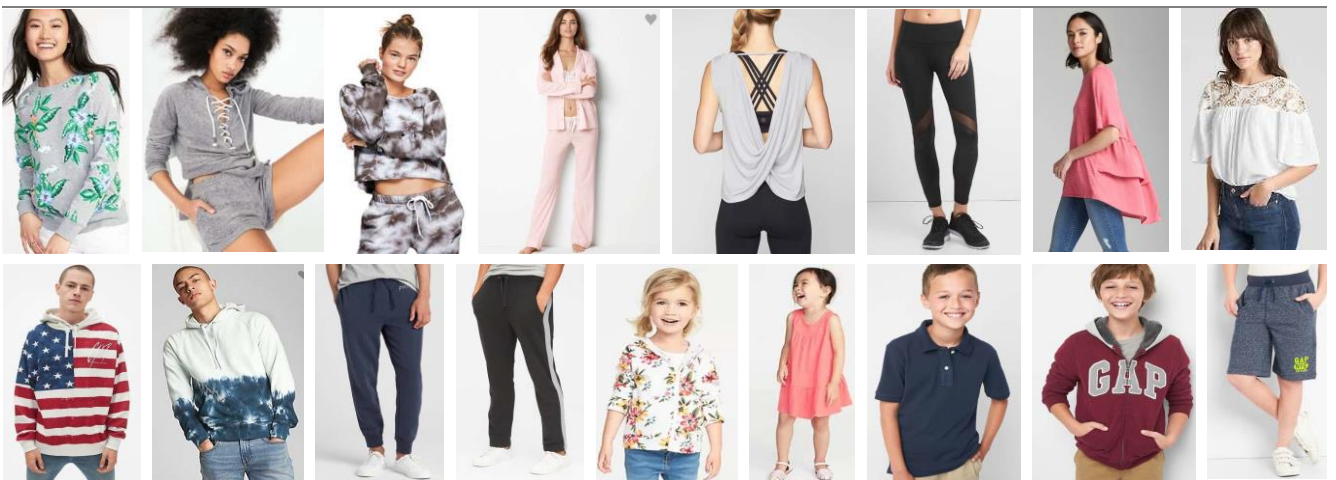
생산기지: 베트남, 인도네시아,

캄보디아

동사는 니트 의류 생산을 주력으로 하고 있다. 바이어는 대부분 미국의 저가의류 회사로 2022년 기준 갭(GAP, 브랜드는 GAP, OLD NAVY, BANANA REPUBLIC, ATHLETA 등)이 의류부문 매출의 63%를 차지하고 있다. 그 다음으로 AEO(American Eagle, 매출비중 13%), 월마트(Walmart, 매출비중 12%)가 뒤를 따르고 있다.

산업현황에서 언급한대로, 미국 저가의류 시장은 경기변동에 따라 영향을 크게 받는다. 따라서 저가 브랜드를 주력으로 생산하는 동사의 실적은 경기 영향을 크게 받는 상황이다. 동사는 이러한 경기 사이클에서 오는 변동성을 견뎌내고자 2020년 9월 약진통상을 인수 후 의류부문 신규바이어를 지속적으로 확장하려는 노력을 기울이고 있다. 현재 마트바이어와 콜스, 포에버21의 주문이 확대되고 있다. 동사의 이러한 노력에 힘입어, 경기가 회복되는 2024년 동사의 실적 역시 두 자리 수 이상 성장을 시현할 수 있을 것으로 전망한다.

의류 부문 주요제품(니트 의류)



자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협회의 기업리서치센터

의류 부문 생산라인 현황

(단위: 만PCS, 명)

지역	베트남				캄보디아		인도네시아	합계
	VINA KOREA	YAKJIN VIETNAM	MICHIGAN HAIDUONG	YAKJIN SAIGON	YAKJIN CAMBODIA	YTC CORPORATION	YAKJIN JAYA	
최대 생산능력	2,000	3,300	1,400	2,600	3,000	1,600	4,200	18,100
2020	1,595	2,196	1,118	1,327	1,224	1,083	2,641	11,184
2021	1,573	2,473	1,262	887	1,575	1,129	3,579	12,478
2022	1,062	1,790	1,060	869	1,326	1,284	2,681	10,072
가동인원	2,490	3,860	1,921	1,535	3,572	2,400	3,602	19,380

자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사는 동남아시아를 중심으로 생산한다. 현재 의류부문 생산국가는 베트남(47%), 인도네시아(27%), 캄보디아(26%)이다. 동사는 인건비가 저렴한 동남아시아 지역에 위치하고 있어 가격경쟁력을 확보하고 있다. 2022년말 기준 동사의 의류 생산가능 피스(pieces) 수는 18,000여 피스이다. 매출규모가 가장 컸던 2021년 기준으로 12,500여 피스(라인활용율/가동률 약 70%)를 생산해 아직 캐파의 여유가 있다.

2 핸드백 부문 2024년부터 증설효과 기대

핸드백 부문 매출액 전망치

2023년 2,703억원(-14%YoY)

2024년 3,136억원(+16%YoY)

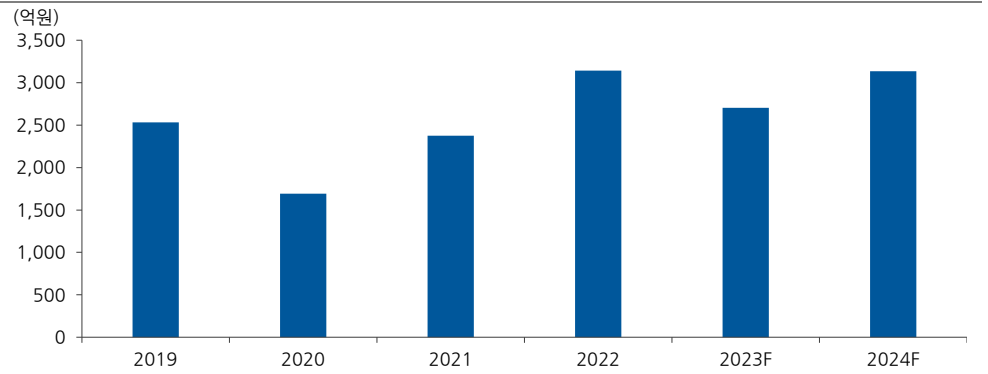
2023년 제이에스코퍼레이션의 핸드백 부문 매출액은 전년대비 14% 감소한 2,703억원을 예상한다. 2023년 실적은 2022년 4분기의 분위기를 이어가며 전년대비 감소할 것으로 전망된다. 2022년 3분기까지 성장세가 가팔랐던 만큼 2023년 4분기부터 점진적인 회복이 예상된다. 2023년 동 부문 영업이익은 전년대비 46% 감소한 180억원(영업이익률 7.0%, -3.7%pYoY)이 예상된다.

하지만 2024년 매출액은 경기회복과 함께 전년대비 16% 증가한 3,136억원으로 전망한다. 영업이익은 전년대비 19% 증가한 213억원(영업이익률 6.8%, -0.2%pYoY)을 예상한다. 동사는 1) 핸드백 OEM/ODM 업력이 길고 지속적인 고객관리로 바이어의 신뢰를 받고 있으며, 2) 동사의 주력 바이어 중 하나인 코치(중국 매출 비중 18%)는 리오프닝 효과가 기대되는 중국시장에서 투자를 지속할 것으로 예상되며, 이를 기반으로 3) 현재 인도네시아 보요랄리 지역에 증설 준비를 완료했기 때문에 수요 회복에 따라 매출이 증가할 것으로 전망된다.

2024년 영업이익률이 소폭 하락할 것으로 전망한 이유는 1) 환율이 하향 안정화됨에 따라 2022년과 같은 고환율 수혜를 기대하기 어렵고, 2) 증설로 인해 발생하는 일시적인 생산성 하락을 반영했기 때문이다.

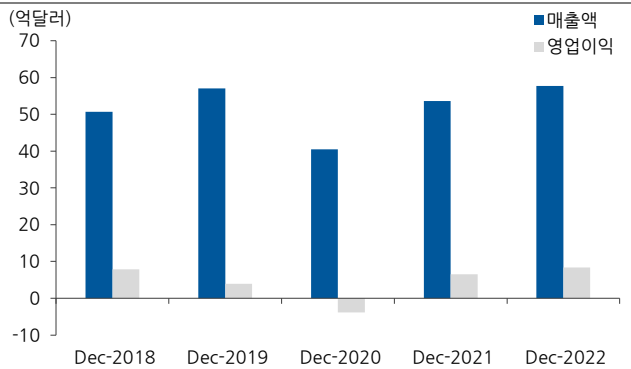
하지만 중장기적인 관점에서 증설을 긍정적으로 판단하며 영업이익률 역시 상승할 것으로 예상한다. 이는 1) 통상적으로 의류/핸드백 OEM/ODM 업태에서 신규로 채용된 인력의 숙련도가 향상되는 1~2년 후부터는 영업레버리지 효과가 발생하고, 2) 동사는 인건비가 저렴한 인도네시아 보요랄리 지역에 증설을 준비하고 있기 때문에 그 효과가 배가될 것으로 전망되기 때문이다.

제이에스코퍼레이션 핸드백 부문 매출액 추이 및 전망



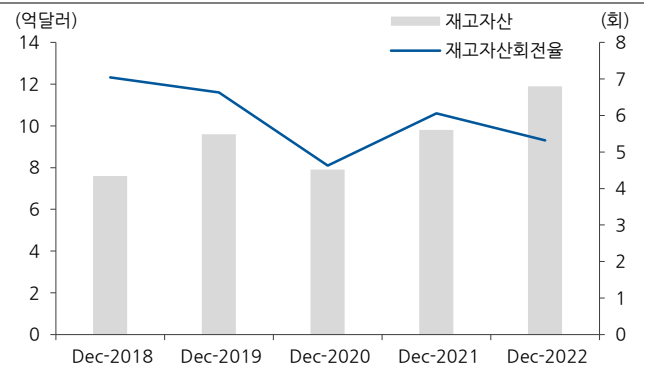
자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협의회 기업리서치센터

Capri Holdings 최근 5년 동안 매출액 및 영업이익 추이



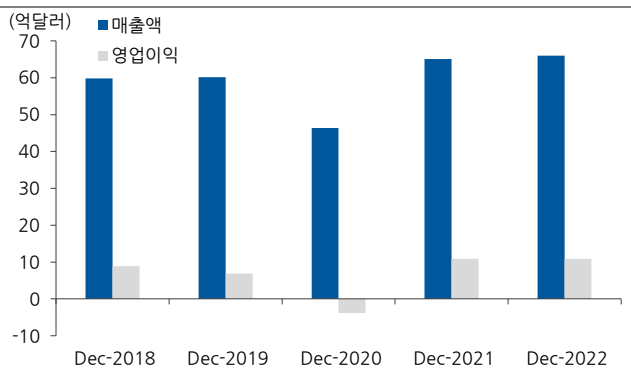
주: 1) 시계열 표시는 결산기말 기준 (Dec-2018=2018년 1월~2018년 12월), 2) Capri Holdings는 마이클코어스 브랜드를 보유하는 회사로 동사 핸드백 매출의 38%를 차지함
자료: REFINITIV, 한국IR협의회 기업리서치센터

Capri Holdings 최근 5년 동안 재고 및 재고자산 회전을 추이



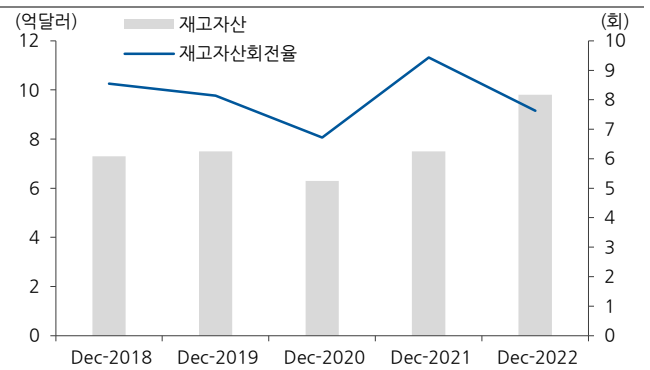
주: 1) 시계열 표시는 결산기말 기준 (Dec-2018=2018년 1월~2018년 12월), 2) Capri Holdings는 마이클코어스 브랜드를 보유하는 회사로 동사 핸드백 매출의 38%를 차지함
자료: REFINITIV, 한국IR협의회 기업리서치센터

Tapestry 최근 5년 동안 매출액 및 영업이익 추이



주: 1) 시계열 표시는 결산기말 기준 (Dec-2018=2018년 1월~2018년 12월), 2) Tapestry는 코치, 케이트스페이드 브랜드를 보유하는 회사로 동사 핸드백 매출의 14%를 차지함
자료: REFINITIV, 한국IR협의회 기업리서치센터

Tapestry 최근 5년 동안 재고 및 재고자산 회전을 추이



주: 1) 시계열 표시는 결산기말 기준 (Dec-2018=2018년 1월~2018년 12월), 2) Tapestry는 코치, 케이트스페이드 브랜드를 보유하는 회사로 동사 핸드백 매출의 14%를 차지함
자료: REFINITIV, 한국IR협의회 기업리서치센터

**핸드백 부문 주요바이어
Capri Holdings와 Tapestry 현황**

동사의 주요 핸드백 바이어인 Capri Holdings(매출 비중 38%, 마이클코어스 브랜드 보유)와 Tapestry(14%, 코치, 케이트스페이드 브랜드 보유)의 최근 실적 지표는 의류업 대비 양호하다. 매출이 여전히 성장세이며, 영업이익률도 높은 수준을 유지하고 있다. 다만, 매출성장률은 2021년 대비 둔화되기 시작했고 재고 수준은 예년보다 높으며, 재고재산화전을 역시 낮아지고 있어 유의할 필요가 있다.

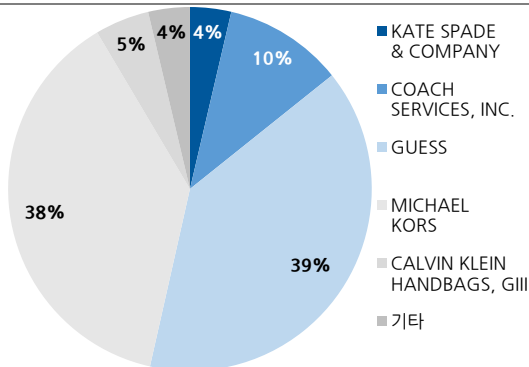
2020년 Capri Holdings의 매출액은 41억달러로 전년대비 29% 급감했다. 같은 해 영업이익률은 -9.4%로 영업적자를 기록했다. 2021년 이연소비에 힘입어 매출액이 전년대비 32% 성장했다. 동사는 2022년에도 호황을 유지했는데 전년대비 8% 증가했고 영업이익률도 14.6%로 전년대비 2.5%p 상승했다.

하지만 업황 호조와 함께 재고를 꾸준히 확보하면서, 재고자산이 2021년, 2022년 전년대비 각각 24%, 21% 증가했다. 2022년말 기준 재고자산은 12억달러로 최근 6년 동안 최고 수준이다. 재고자산회전율은 코로나 이전 평균 6.8회였는데, 최근 매출 성장률이 둔화되었음에도 재고확보를 공격적으로 하면서 2022년 5.3회까지 하락했다.

Tapestry의 2020년 매출액 역시 전년대비 23% 감소하고, 영업이익률 -8.2%를 기록하며 코로나의 영향을 크게 받았다. 하지만 이듬해 매출액이 전년대비 40% 급증하며 보복소비의 수혜를 받았다. 2022년 전년과 유사한 매출액 66억달러를 달성했고, 영업이익률은 16.5%를 기록해 전년대비 소폭 하락(-0.2%p)하며 선방했다.

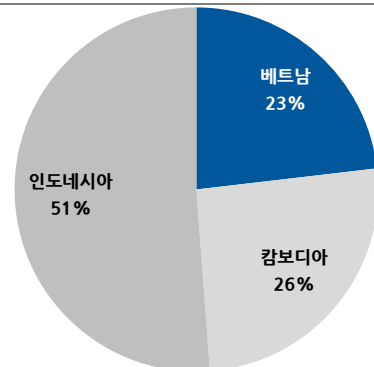
Tapestry 역시 보복소비에 대응하며 재고를 공격적으로 확보해, 재고자산이 2021년, 2022년 전년대비 각각 19%, 31% 급증했다. 2022년말 기준 재고자산은 10억달러로 최근 6년 동안 최고 수준이다. 재고자산회전율은 코로나 이전 평균 8.3회였는데, 2022년 매출 성장률은 1%에 그쳤음에도, 재고자산은 31% 증가하면서 재고자산회전율은 7.6회까지 하락했다.

핸드백 부문 바이어 비중(2022년 기준)



자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협의회 기업리서치센터

핸드백 부문 생산기지 비중(2022년 기준)



자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협의회 기업리서치센터

**핸드백 부문
주력아이템: 중고가 핸드백
바이어: 마이클코어스, 게스,**

동사의 바이어는 대부분 미국의 패션브랜드로 중고가 핸드백을 주력으로 취급하는 회사이다. 2022년 기준 게스(Guess)가 핸드백 부문 매출의 39%를 차지하고 있다. 마이클코어스(Michael Kors)의 매출 비중이 38%로 그 다음으로 높다. 코치(Coach, 매출 비중 10%), 캘빈클라인(CALVIN KLEIN, 5%), 케이트스페이드(Kate Spade, 4%)

코치, 케이트 스페이드
 생산기지: 인도네시아,
 캄보디아, 베트남

가 뒤를 따르고 있다.

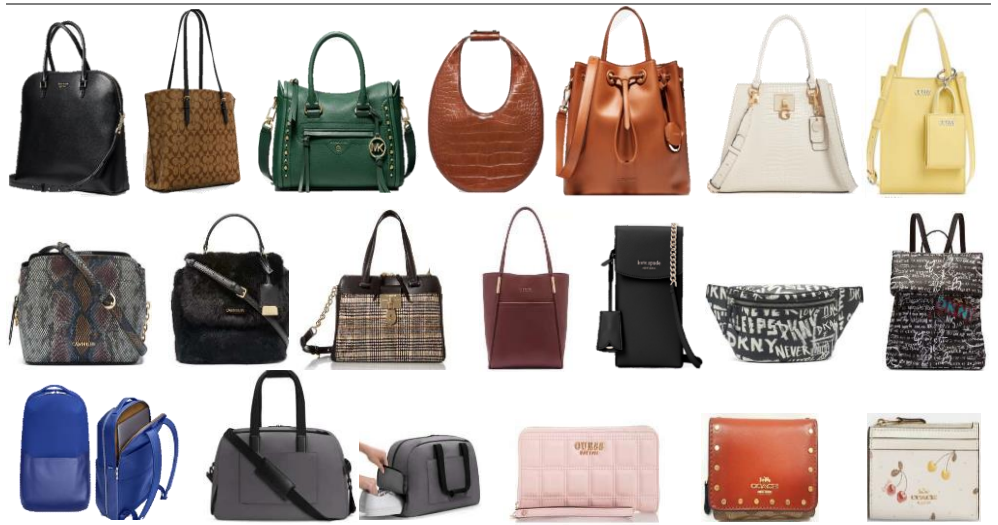
동사는 마이클코어스, 게스, 코치, 케이트스페이스 등을 주요 고객사로 가족, PVC, 패브릭 소재 등 다양한 핸드백 제품을 공급하고 있다. 상대적으로 가족과 같은 고급 원재료를 사용한 고가 제품일수록 판매가격이 비싸고 OEM/ODM업체의 납품가격도 비싸기 때문에, 고급 원재료를 사용한 고가 핸드백이 매출과 영업이익에 기여도가 높다.

핸드백 시장은 크게 1) 고가 명품, 2) 중고가(컨템포러리, 현 시각 기준으로 가장 유행하고 각광받는 패션 브랜드나 콘셉트를 의미하는 패션 용어로, 좋은 품질과 고유의 디자인을 가진 준명품 브랜드를 의미하는 말로도 사용됨), 3) 중저가 시장으로 분류된다. 고가 명품 핸드백 시장은 잘 알려져 있다시피 고객층의 경기 비탄력적 소비에 힘입어 불황에도 꾸준한 인기와 실적을 유지한다. 하지만 중고가 핸드백 시장의 경우 호황기에는 소비가 급증하고 불황기에는 소비가 둔화되는 등 소비가 경기에 탄력적으로 영향을 받는다. 이는 1) 소비층이 다양하게 섞여 있고, 2) 고객들의 브랜드에 대한 충성도가 고가 명품 브랜드 대비 약한데 반해, 3) 가격대는 일반적인 중저가 브랜드 대비 비싸기 때문이다.

동사의 핸드백 부문 매출은 2020년 코로나 발발로 인해 갑작스럽게 경기가 위축되었을 때 전년대비 33% 급감했다. 하지만 각 정부의 코로나 대책 및 내수경기 진작 정책에 따라, 2021년 매출이 전년대비 40% 증가한 2,375억 원을 시현하며 2019년 매출(2,531억원) 수준으로 회복했다. 2022년 전세계적으로 코로나의 영향권에서 벗어나고 이연소비가 발생하면서 또 다시 전년대비 32% 증가한 3,143억원을 기록하며 실적을 마감했다.

하지만 작년부터 인플레이션과 급격한 금리 상승이 진행되었고, 경기 위축이 우려됨에 따라 바이어들이 재고조정을 시작했고 2022년 4분기부터 동사의 매출은 감소세로 돌아섰다. 이는 2023년 4분기부터 점진적으로 회복될 것으로 예상하며, 2024년 매출액은 경기회복과 함께 전년대비 다시 증가할 것으로 전망한다.

핸드백 부문 주요제품



자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협의회 기업리서치센터

핸드백 부문 생산라인 현황

(단위: 만PCS, 명)

지역 명칭	베트남		캄보디아		인도네시아		중국	합계
	JS VINA	JS PHNOM PENH 1	JS PHNOM PENH 2	JS JAKARTA	JS BOYOLALI	JS DONGGUAN		
최대 생산능력	340	170	240	500	260	R&D	1,510	
2020	220	100	106	322	36	-	784	
2021	231	135	159	497	159	-	1,181	
2022	294	123	203	424	226	-	1,270	
가동인원	3,549	2,154	1,981	5,236	4,238	158	17,316	

자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협의회 기업리서치센터

현재 동사의 핸드백 부문 생산국가는 인도네시아(51%), 캄보디아(26%), 베트남(23%)으로 인건비가 저렴한 동남아시아 지역에 위치하고 있어 가격경쟁력을 확보하고 있다. 핸드백의 경우 의류에 비해 제품당 단가가 비싸기 때문에, 인건비가 비싼 중국에서 상대적으로 오래 버텼다. 하지만 중국의 인건비 상승으로 동사 역시 2017년부터 철수하기 시작했고 동남아를 중심으로 생산기지를 재편했다. 동사는 현재 인도네시아 내 인건비가 더욱 낮은 보요랄리 지역에 증설을 준비 중에 있다. 이 지역은 자바섬의 중간에 위치하고 인구도 많은 편이라 인건비가 저렴한 편으로 생산기지로써 중장기 경쟁력을 보유하고 있다.

2022년말 기준 동사의 핸드백 생산가능 피스(pieces) 수는 1,510여 피스이다. 2022년 1,270여 피스(라인활용율/가동률 약 84%)를 생산해 가동률이 높은 편이다. 따라서 동사는 2022년 5월 증설을 결정하고 공사를 발행했다. 다만, 2023년 상반기까지는 오더 감소세가 예상돼 증설의 진행은 점진적으로 이루어질 것으로 전망한다.

3 적극적인 주주환원 정책

주주 보호 및 환원 정책

1) 배당금 지급 및 확대

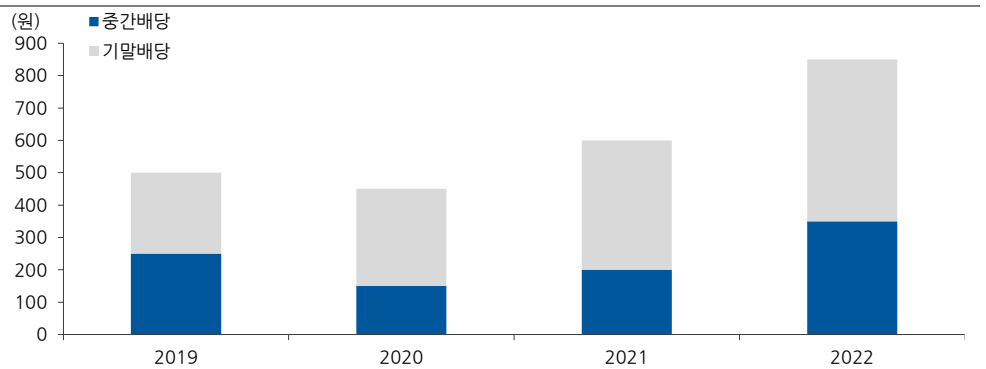
(중간배당 및 기말배당)

2) 자기주식 취득

3) 대주주 일가의 주식 취득

제이에스코퍼레이션은 적극적으로 주주에 대한 보호 및 기업가치 제고를 위한 행보를 보여주고 있다. 구체적인 내용으로 1) 기말 및 중간 배당금 지급, 2) 배당금 확대, 3) 자기주식 취득, 4) 대주주 일가의 주식 취득 등이 있다. 동사는 실적이 향상됨에 따라 주당배당금(DPS, Dividend Per Share)을 증가시킴으로써 주주환원 정책을 펼치고 있다. 동사는 2020년 450원, 2021년 600원, 2022년 850원 주당배당금을 지급했다. 2022년 중간배당금(350원)과 기말배당금(500원)을 합산한 주당배당금은 850원(배당성향 약 17%)으로, 2022년말 종가 기준 배당수익률 6.3% 수준으로 매우 높은 편이다.

배당금 추이



자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협의회 기업리서치센터

또한 2022년 하반기 경기둔화에 의한 바이어의 재고 조정 이슈로 의류, 신발, 핸드백 OEM/ODM 회사들의 주가가 부진을 면치 못했는데, 동사는 자기주식 취득 및 대주주 일가의 주식 취득 방식으로 주가를 방어해 주주를 보호하는 행보를 취했다. 동사는 2022년 05월 20일부터 2022년 11월 19일까지 자기주식 총 116,467주(보통주식의 발행주식총수 13,335,601주의 0.9%에 해당)를 취득했다. 참고로, 2022년말 기준 자기주식수는 696,909주(전체 발행주식의 5.2%)이다. 뿐만 아니라, 2022년 최대주주의 특수관계인(홍유주, 홍지호) 역시 장내로 제이에스코퍼레이션 주식을 취득했다.

실적 추이 및 전망

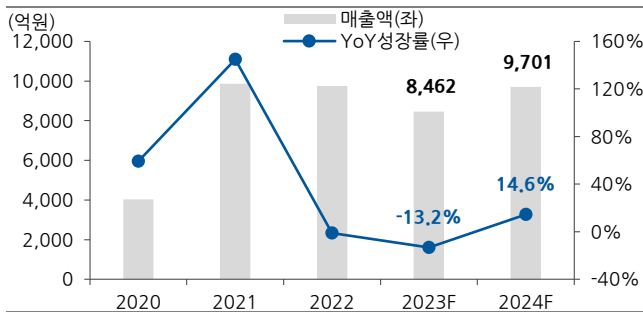
1 2022년 매출액 9,751억원(-1%YoY), 영업이익 815억원(+34%YoY) 기록

2022년
매출액 9,751억원(-1%YoY),
영업이익 815억원(+34%YoY)
기록

2022년 매출액 9,751억원(-1%YoY), 영업이익 815억원(+34%YoY), 영업이익률 8.4%(+2.2%pYoY)를 기록했다. 부문별로는, 1) 의류부문 매출액이 전년대비 12% 감소한 6,608억원, 영업이익이 전년대비 7% 감소한 479억원(영업이익률 7.3%, +0.4%pYoY), 2) 핸드백 부문 매출액이 전년대비 32% 증가한 3,143억원, 영업이익이 전년대비 250% 급증한 336억원(영업이익률 10.7%, +6.6%pYoY)을 기록했다.

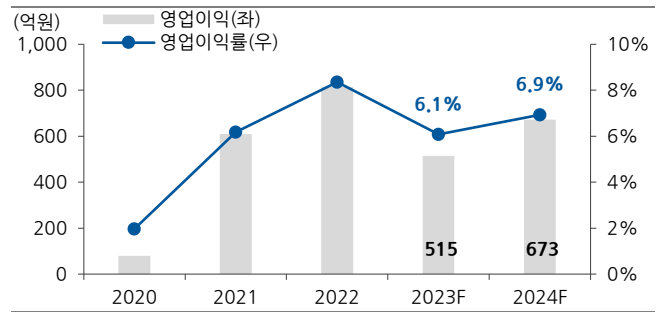
2022년 실적은 상고하저의 실적이었다. 산업현황에서 기술했듯이, 미국 바이어들은 2021년 공급공백 및 미국시장의 보복소비에 대응하고자 2022년 상반기 선제적으로 재고를 많이 비축했다. 이러한 흐름에 따라, 대부분의 한국 OEM회사들은 2022년 상반기 바이어의 주문량이 증가했다. 하지만, 경기둔화의 여파로 2022년 하반기부터 주문량 감소를 체감하게 되었다. 다만, 2022년 하반기 환율이 가장 높은 수준으로 유지되었기 때문에 매출 감소는 완화되었고, 영업이익에도 긍정적인 영향을 미쳤다.

제이에스코퍼레이션의 연간 매출 전망



자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협의회 기업리서치센터

제이에스코퍼레이션의 연간 영업이익 전망



자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 2023년 연간 실적 전망

2023년
매출액 8,462억원(-13%YoY),
영업이익 515억원(-37%YoY)
전망

2023년 매출액 8,462억원(-13%YoY), 영업이익 515억원(-37%YoY), 영업이익률 6.1%(-2.3%pYoY)를 전망한다. 세부적으로, 1) 의류부문 매출액은 전년대비 13% 감소한 5,759억원, 영업이익은 전년대비 30% 감소한 335억원(영업이익률 5.8%, -1.5%pYoY)을 예상하고, 2) 핸드백 부문 매출액은 전년대비 14% 감소한 2,703억원, 영업이익은 전년대비 46% 감소한 180억원(영업이익률 7.0%, -3.7%pYoY)을 전망한다.

미국 의류 및 핸드백 바이어의 재조정 과정으로 상반기까지 주문 감소가 불가피해 보이지만, 하반기부터 완만하게 턴어라운드하는 상저하고의 흐름이 예상된다. 3분기부터 매출 감소폭이 큰 폭으로 줄어들 것으로 예상되고, 4분기에는 전년동기대비 10%전후의 매출성장을 전망한다.

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %YoY, %)

구분	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	4,028	9,870	9,751	8,462	9,701
핸드백	1,692	2,375	3,143	2,703	3,136
의류	2,336	7,495	6,608	5,759	6,565
영업이익	79	610	815	515	673
지배주주순이익	24	483	646	367	515
전년대비 증감률					
매출액	59.2	145.0	-1.2	-13.2	14.6
영업이익	-28.4	667.4	33.6	-36.8	30.7
지배주주순이익	-71.2	1,942.8	33.8	-43.2	40.2
영업이익률	2.0	6.2	8.4	6.1	6.9
지배주주순이익률	0.6	4.9	6.6	4.3	5.3

자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 2024년 연간 실적 전망

**2024년
매출액 9,701억원(+15%YoY),
영업이익 673억원(+31%YoY)
전망**

2024년 매출액 9,701억원(+15%YoY), 영업이익 673억원(+31%YoY), 영업이익률 6.9%(+0.9%pYoY)를 전망한다. 구체적으로, 1) 의류부문 매출액은 전년대비 14% 증가한 6,565억원, 영업이익은 전년대비 37% 증가한 460억원(영업이익률 7.0%, +1.2%pYoY), 2) 핸드백 부문 매출액은 전년대비 16% 증가한 3,136억원, 영업이익은 전년대비 19% 증가한 213억원(영업이익률 6.8%, -0.2%pYoY)을 전망한다.

먼저 자회사 약진통상(의류 부문)은 1) 신규바이어(마트바이어, 콜스, 포에버21 등)의 주문 확대가 예상되며, 2) 생산기지의 가격경쟁력을 확보하고 있기 때문에, 경기회복 시 경쟁사 대비 더 높은 매출액 및 영업이익 성장률이 예상된다.

핸드백 부문은 경기회복 시 1) 오랫동안 신뢰를 받고 있는 게스, 신규로 진입했지만 만족도가 높은 코치 등으로부터 주문량이 확대될 것으로 전망되고, 2) 현재 인도네시아 보요랄리 지역에 증설준비도 완료했기 때문에 2024년 경기 회복에 따라 매출이 증가할 것으로 전망된다.

특히, 코치(중국 매출 비중 18%)는 중국 시장에서 여타 서구권 경쟁사와 다른 공격적인 전략을 펼치고 있고 중국 소비시장은 2023년에 리오프닝 효과가 기대되기 때문에, 코치의 중국에서의 활약에 따라 동사 핸드백 부분의 턴어라운드가 앞당겨 질 수 있다고 판단한다. 구체적으로, 코치 브랜드를 보유하고 있는 Tapestry는 중국 80개 도시에 360여개 매장을 보유하고 있다. 최근 2년 동안 중국에서 약 60여개의 매장을 오픈했고, 현재 3,4선 도시로의 공격적인 매장 확장을 계획하고 있다. 서구권 경쟁사들이 소비여력을 근거로 입점하기 꺼려하는 3,4선 도시까지 선제적으로 진출함으로써 중국 중고가 핸드백 시장에서 선점 효과를 누리하고자 하는 전략이다. 당사는 보수적인 관점에서 이러한 효과가 2024년부터 점진적으로 발생할 것으로 추정했으나, 코치의 중국 전략 성공 여부에 따라 추가적인 실적 향상이 가능하다.

2024년 매출액(+15%YoY) 대비 영업이익(+31%YoY) 성장을 더 가파르게 보는데, 이는 절대 매출 규모가 큰 의류 부문에 기인한다. 환율 하향안정화 가정에도 불구하고, 의류 부문 영업이익률 개선 효과가 클 것으로 보는 이유는 1) 약진통상을 인수 후 제이에스코퍼레이션이 지속적으로 비효율적으로 발생되는 비용을 절감시키고 있고, 2) 약진통상의 절대 매출액이 인수 전 5,000억원대인데 반해 2024년 이후 6,500억원~7,000억원으로 레벨업될 것으로 예상됨에 따라 규모의 경제 효과가 발생할 것으로 판단하기 때문이다.



Valuation

2023년 2024년 예상 PER은 각각 4.5배, 3.2배

현주가는 저평가로 판단

1) 역사적으로 하단 수준

2) 경쟁사 대비 저평가

현재 동사는 2023년, 2024년 예상EPS 기준 PER 각각 4.5배, 3.2배에 거래되고 있다. 약진통상을 인수 후 최근 3년 동안 동사는 PER밴드 3~9배 범위에서 거래되었다. 현 주가는 동사의 역사적 밸류에이션 밴드 상에서 하단 수준으로 저평가라고 판단된다.

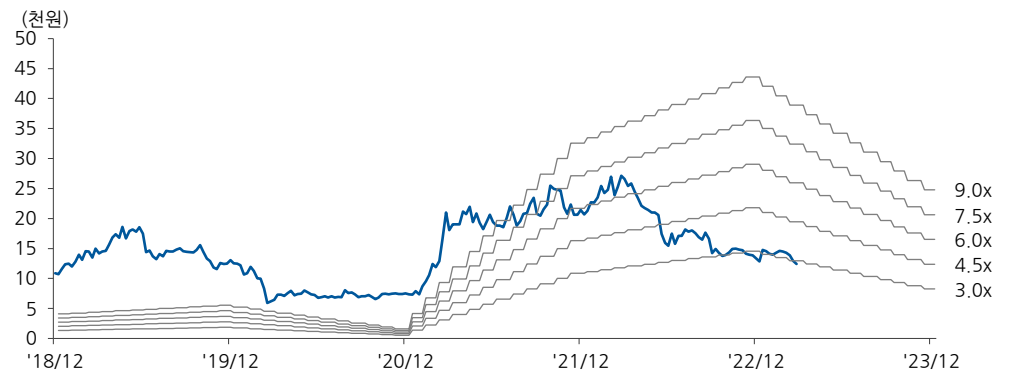
국내 주식시장 상장사 중 핸드백과 니트의류 OEM/ODM 사업을 동시에 영위하는 회사는 없다. 다만, 동사의 니트의류 OEM/ODM 사업이 2022년 매출액과 영업이익에서 차지하는 비중이 각각 68%, 59%로 높기 때문에, 니트의류 OEM/ODM 업체와 비교해서 살펴볼 수 있겠다. 의류 OEM/ODM 회사 중 규모나 복종 측면에서 유사성을 띠는 회사로는 한세실업, 호전실업, 태평양물산이 있다. 참고로 영원무역의 주력사업은 패딩을 비롯한 우븐 의류 OEM/ODM 사업이다. 호전실업, 태평양물산은 미래 추정치 컨센서스가 존재하지 않기 때문에, 제이에스코퍼레이션과 실질적으로 밸류에이션 비교가 가능한 회사는 한세실업이다.

한세실업(2022년 매출액 2.2조원)의 장점은 제이에스코퍼레이션(9,571억원) 대비 매출액의 절대규모가 크다는 점이다. 앞서 설명했듯이, 니트의류 OEM/ODM 업체에서 매출액 규모가 크면 대체로 아이템당 수주 규모가 커져 생산성이 향상되고 이는 결국 수익성 제고로 이어진다. 제이에스코퍼레이션의 장점은 니트의류 OEM/ODM 사업에만 국한되지 않고 핸드백 OEM/ODM 사업도 영위함으로써 사업의 다각화가 이루어져 있다는 점이다.

2023년, 2024년 PER 밸류에이션 기준 제이에스코퍼레이션의 주가는 한세실업 대비 각각 18%, 38% 할인되어 거래되고 있다. 2022년 확정치 기준으로 밸류에이션 차이를 살펴보면, 제이에스코퍼레이션(2022년 PER 2.8배)이 한세실업(7.2배) 대비 61% 할인되어 거래되었다. 상기 언급한 한세실업과 제이에스코퍼레이션의 정성적인 차이점을 종합적으로 고려해볼 때, 이와 같은 밸류에이션 할인은 다소 과도하다고 사료되어, 제이에스코퍼레이션은 경쟁사 대비 저평가되었다고 판단된다.

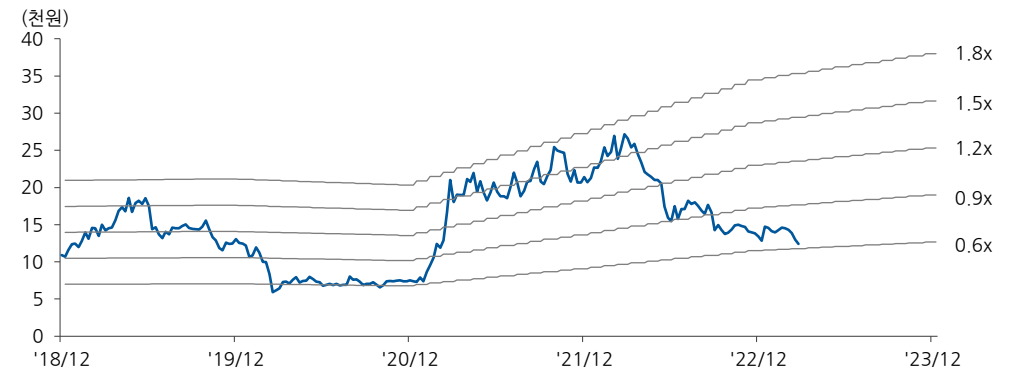
향후, 동사가 대만 OEM업체(Makalot Industrial Co., Ltd., Eclat Textile Co., Ltd.)와 같이 OEM/ODM 사업의 수직계열화(염색, 원단 개발 및 제조 사업 영위) 등을 추진하여 실적변동성을 크게 줄일 수 있다면, 밸류에이션이 추가적으로 확장될 가능성도 열려 있다고 판단된다.

PER Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

제이에스코퍼레이션과 주요 경쟁사의 밸류에이션 비교

(단위: 원, 달러, 억원, 백만달러)

	제이에스 코퍼레이션	한세실업	호전실업	태평양물산	영원무역	Makalot Industrial Co., Ltd.	Eclat Textile Co., Ltd.
시장 구분	KS	KS	KS	KS	KS	TWSE	TWSE
주가(원,달러)	12,630	15,090	7,770	1,548	43,600	8	15
시가총액	1,684	6,036	758	753	19,320	1,816	4,197
자산총계	2,016	11,795	2,923	6,133	31,045	493	780
	2020	5,044	10,211	2,721	6,760	30,383	664
	2021	5,523	12,162	3,027	7,650	35,476	802
	2022	5,338	12,392	3,161	7,212	45,136	799
	2024F	5,338	12,392	3,161	7,212	45,136	799
차분총계(지배)	1,568	3,978	1,240	1,726	18,435	304	606
	2020	1,506	4,214	1,071	1,679	18,348	359
	2021	2,018	4,644	1,198	1,642	22,189	495
	2022	2,554	5,371	1,343	2,009	28,145	502
	2024F	2,554	5,371	1,343	2,009	28,145	502
매출액	2,531	16,150	3,098	9,716	23,883	904	940
	2020	4,028	16,983	2,925	7,850	24,664	888
	2021	9,870	16,720	3,449	8,929	27,925	1,044
	2022	9,751	22,048	4,800	10,846	39,110	1,049
	2023F	8,462	20,991	N/A	N/A	37,097	1,192
	2024F	9,701	22,150	N/A	N/A	38,496	1,286
영업이익	111	849	193	432	2,376	83	183
	2020	79	649	15	-20	2,597	95
	2021	610	1,067	206	14	4,425	122
	2022	815	1,796	406	684	8,230	145
	2023F	515	1,554	N/A	N/A	6,659	166
	2024F	673	1,702	N/A	N/A	6,754	183
영업이익률(%)	4.4	5.3	6.2	4.4	10.0	9.2	19.5
	2020	2.0	3.8	0.5	-0.3	10.5	10.7
	2021	6.2	6.4	6.0	0.2	15.8	11.7
	2022	8.4	8.1	8.5	6.3	21.0	13.8
	2023F	6.1	7.4	0.0	0.0	18.0	13.9
	2024F	6.9	7.7	0.0	0.0	17.5	14.2
당기순이익(지배)	82	-2	28	112	1,663	64	144
	2020	23	351	-173	-121	1,477	73
	2021	483	673	118	-138	2,981	96
	2022	646	856	270	251	6,745	115
	2023F	367	1,108	N/A	N/A	4,672	126
	2024F	515	1,177	N/A	N/A	4,800	142
ROE(%)	5.3	-0.1	2.3	7.0	9.8	21.3	24.6
	2020	1.5	8.6	-15.0	-7.1	8.0	21.4
	2021	27.4	15.2	10.4	-8.3	14.7	22.3
	2022	28.3	17.1	20.1	12.5	26.8	24.2
	2023F	13.7	18.9	N/A	N/A	15.3	24.1
	2024F	17.1	17.5	N/A	N/A	13.7	27.8
PER(배)	20.4	N/A	44.4	11.8	9.1	18.3	25.7
	2020	42.4	20.0	N/A	N/A	9.5	20.6
	2021	5.9	13.0	7.6	N/A	6.5	22.2
	2022	2.8	7.2	2.9	3.3	3.1	16.1
	2023F	4.5	5.5	N/A	N/A	4.3	14.5
	2024F	3.2	5.2	N/A	N/A	4.2	12.9
PBR(배)	1.0	1.7	1.0	0.7	0.8	3.8	6.1
	2020	0.7	1.6	0.7	0.5	0.8	4.2
	2021	1.4	1.9	0.7	0.6	0.9	4.4
	2022	0.7	1.1	0.6	0.4	0.7	3.7
	2023F	0.6	1.0	N/A	N/A	0.6	3.4
	2024F	0.5	0.8	N/A	N/A	0.5	3.3
PSR(배)	0.7	0.4	0.4	0.1	0.6	1.3	3.9
	2020	0.2	0.4	0.3	0.1	0.6	1.7
	2021	0.3	0.5	0.3	0.1	0.7	2.0
	2022	0.2	0.3	0.2	0.1	0.5	1.8
	2023F	0.2	0.3	N/A	N/A	0.5	1.5
	2024F	0.2	0.3	N/A	N/A	0.5	1.4
배당수익률(%)	4.0	2.9	1.7	1.1	1.2	4.3	2.7
	2020	6.0	2.9	2.2	0.0	1.6	2.6
	2021	2.8	2.3	2.5	0.0	2.3	3.2
	2022	6.3	3.3	3.7	1.8	3.3	4.1

주:1) 제이에스코퍼레이션의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 3월 24일 종가 기준
 자료: Fnguide, REFINITV, 한국IR협의회 기업리서치센터

리스크 요인

1 경기불황에 의한 주문 감소

리스크요인 1)

경기불황에 의한 주문 감소

전술한 바와 같이, 2022년 하반기부터 이어진 주문감소는 2023년 상반기까지 이어질 것으로 전망한다. 바이어의 원가절감 니즈로 인해 주문량 감소와 함께 납품단가 인하 압력도 예상된다. 다만, 이러한 글로벌 경기 침체 우려는 동사에만 적용되는 리스크는 아니다. 동사는 동남아 지역의 저렴한 인건비를 바탕으로 가격경쟁력을 확보하고 있기 때문에, 어려운 시기를 잘 버텨내면 제이에스코퍼레이션과 같은 역량 있는 OEM/ODM 업체는 업황회복 시에 더욱 탄력적으로 반등에 성공할 것으로 예상된다. 또한 제이에스코퍼레이션의 주가는 2022년 4월 고점(29,200원) 대비 약 57% 하락했기 때문에, 이러한 경기 둔화 우려가 주가에 반영되어 있다고 판단된다.

2 미상환 전환사채는 잠재적 오버행 요소

리스크요인 2)

미상환 전환사채

200억원 보유

동사는 2022년말 기준, 미상환 전환사채 200억원을 보유하고 있다. 동 전환사채는 2021년 9월 2일에 발행했고, 만기일은 2026년 9월 2일, 전환청구기간은 2022년 9월 2일부터 2026년 8월 2일까지이다. 현재 전환가액은 17,565원(리픽싱 80%가 적용된 최저 조정가액)이다. 미상환 전환사채는 주가가 전환가액 이상으로 상승 시 투자자가 주식으로 전환하여 매도할 수 있기 때문에, 투자시 반드시 고려해야하는 오버행(주식 시장에서 언제든지 매물로 쏟아질 수 있는 잠재적인 과잉 물량 주식을 의미하는 용어) 리스크이다. 전환권이 행사된다면 이는 전체 발행 주식수의 약 9%에 해당되어 적지 않은 물량이다. 또한 주가하락으로 최저 조정가액과 주가의 괴리감이 커지면 사채권자로부터 조기상환청구권(Put option)이 행사될 수도 있다.

다만, 동사는 이러한 리스크를 해소하기 위해 적극적으로 주주에 대한 보호 및 기업가치 제고를 위한 행보를 보여 주고 있다. 구체적으로 1) 분기 배당금 지급 및 배당금 확대, 2) 자기주식 취득, 3) 대주주 일가의 주식 취득 등을 진행했다.

뿐만 아니라, 이번 경기불황에 대비한 바이어의 주문감소를 잘 견디면 중장기적으로 매출규모를 키우고 원가를 절감할 수 있는 체력을 보유하고 있고, 2023~2024년 전망치 대비 주가가 낮게 형성되어 있어 밸류에이션 부담이 적은 점은 긍정적으로 고려할 요소이다.

미상환 전환사채 보유 내역

구분	제2회 무기명식 이권부 무보증 사모전환사채
발행 권면총액(억원)	200
발행일	2021년 09월 02일
만기일	2026년 09월 02일
전환청구가능 기간	2022년 09월 02일 ~ 2026년 08월 02일까지
전환가액(원)	1주당 17,565원

자료: 제이에스코퍼레이션, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	4,028	9,870	9,751	8,462	9,701
증가율(%)	59.2	145.0	-1.2	-13.2	14.6
매출원가	3,461	8,307	8,018	7,117	8,110
매출원가율(%)	85.9	84.2	82.2	84.1	83.6
매출총이익	567	1,563	1,733	1,345	1,591
매출이익률(%)	14.1	15.8	17.8	15.9	16.4
판매관리비	488	953	918	831	918
판매비율(%)	12.1	9.7	9.4	9.8	9.5
EBITDA	187	810	995	688	821
EBITDA 이익률(%)	4.6	8.2	10.2	8.1	8.5
증가율(%)	10.4	334.2	22.9	-30.9	19.2
영업이익	79	610	815	515	673
영업이익률(%)	2.0	6.2	8.4	6.1	6.9
증가율(%)	-28.4	667.4	33.6	-36.8	30.7
영업외손익	-62	-14	21	-44	-13
금융수익	7	2	6	11	17
금융비용	34	66	89	65	60
기타영업외손익	-36	49	104	10	30
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	17	595	836	471	660
증가율(%)	-86.2	3,380.1	40.4	-43.7	40.2
법인세비용	-6	112	190	104	145
계속사업이익	23	483	646	367	515
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	23	483	646	367	515
당기순이익률(%)	0.6	4.9	6.6	4.3	5.3
증가율(%)	-71.8	1,981.8	33.7	-43.2	40.2
지배주주지분 순이익	24	483	646	367	515

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	-56	262	1,239	720	450
당기순이익	23	483	646	367	515
유형자산 상각비	103	193	176	170	145
무형자산 상각비	4	8	4	3	3
외환손익	91	26	95	0	0
운전자본의감소(증가)	-225	-518	303	190	-182
기타	-52	70	15	-10	-31
투자활동으로인한현금흐름	-291	70	-650	-216	-31
투자자산의 감소(증가)	-252	-136	192	10	-10
유형자산의 감소	12	5	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-58	-120	-630	0	0
기타	7	321	-213	-226	-21
재무활동으로인한현금흐름	413	-364	-403	-115	-100
차입금의 증가(감소)	520	-452	-252	-7	7
사채의증가(감소)	0	200	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-50	-62	-95	-107	-107
기타	-57	-50	-56	-1	0
기타현금흐름	-17	8	9	0	0
현금의증가(감소)	49	-24	195	390	318
기초현금	299	347	323	518	907
기말현금	347	323	518	907	1,226

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	3,010	3,596	3,128	3,424	4,111
현금성자산	347	323	518	907	1,226
단기투자자산	2	15	118	354	405
매출채권	806	1,142	936	812	931
재고자산	1,646	1,942	1,409	1,223	1,402
기타유동자산	209	174	147	128	147
비유동자산	2,033	1,927	2,209	2,026	1,887
유형자산	1,247	1,275	1,661	1,490	1,345
무형자산	35	29	20	17	15
투자자산	514	508	299	290	299
기타비유동자산	237	115	229	229	228
자산총계	5,044	5,523	5,338	5,450	5,999
유동부채	3,236	3,014	2,356	2,216	2,351
단기차입금	1,953	1,577	1,111	1,111	1,111
매입채무	686	785	524	454	521
기타유동부채	597	652	721	651	719
비유동부채	301	490	427	420	426
사채	0	182	0	0	0
장기차입금	36	0	300	300	300
기타비유동부채	265	308	127	120	126
부채총계	3,537	3,504	2,783	2,636	2,777
지배주주지분	1,506	2,018	2,554	2,813	3,221
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	790	820	827	827	827
자본조정 등	-89	-70	-78	-78	-78
기타포괄이익누계액	-23	19	5	5	5
이익잉여금	814	1,235	1,786	2,046	2,453
자본총계	1,507	2,019	2,555	2,814	3,222

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023F	2024F
P/E(배)	42.4	5.9	2.8	4.5	3.2
P/B(배)	0.7	1.4	0.7	0.6	0.5
P/S(배)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	16.1	5.7	2.9	3.1	2.1
배당수익률(%)	6.0	2.8	6.3	6.8	6.8
EPS(원)	177	3,619	4,844	2,753	3,859
BPS(원)	11,293	15,129	19,149	21,097	24,150
SPS(원)	30,206	74,014	73,118	63,454	72,743
DPS(원)	450	600	850	850	850
수익성(%)					
ROE	1.5	27.4	28.3	13.7	17.1
ROA	0.7	9.1	11.9	6.8	9.0
ROIC	4.0	16.8	19.3	13.4	18.6
안정성(%)					
유동비율	93.0	119.3	132.8	154.5	174.9
부채비율	234.7	173.6	108.9	93.7	86.2
순차입금비율	132.8	88.5	42.7	16.2	2.9
이자보상배율	3.0	15.0	19.2	7.9	11.2
활동성(%)					
총자산회전율	1.1	1.9	1.8	1.6	1.7
매출채권회전율	7.5	10.1	9.4	9.7	11.1
재고자산회전율	3.9	5.5	5.8	6.4	7.4

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자경보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.