

제이에스코퍼레이션 (194370)

영구 CB 발행 관련 코멘트

2026년 7월 1일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	22,500 원 (상향)
✓ 상승여력	102.3%	✓ 현재주가 (6월 30일)	11,120 원

신한생각 | 지주사 요건 성립에 따른 시나리오 분석

7월 6일자로 영구전환사채(CB) 200억원, 일반전환사채 200억원 발행 발표. 지주사 요건 성립에 따른 일시적 재무비율 충족 목적으로 판단. 부채상환에 활용 시 주주가치 희석 최소화. 약진통상 상장 보류, 하얏트호텔 출자전환, 주주친화정책 등과 더불어 이번 결정도 주주이익에 반(反)하지 않는다고 판단. 역대 최대 실적, 지배구조 이벤트 등 주가 상승 요인 충분

추가적으로 기대할 만한 지배구조 관련 이벤트

2025년말 별도 자산총계 5,000억원 상회(6,574억원), 자회사 주식가액이 자산총계의 50% 이상으로 지주회사 요건 해당. 지주회사 지정 시 부채비율 상한 200%로 제한. 영구 CB는 자본으로 인정되며, 금번 조달자금 모두 부채상환에 활용 시 2026년말 부채비율은 무난하게 200% 하회 가능

향후 서울미라마(하얏트호텔) 지배구조가 관건. 현재 서울미라마는 제이에스코퍼레이션이 74.2%, 약진통상(제이에스코퍼레이션의 100% 자회사)이 25.8% 보유 중. 현재 구조상 지주회사 행위제한 규정 적용 시 기준이 모호하고, 제이에스-약진 간 이해상충 가능성 있어 구조 개편 필요. 제이에스코퍼레이션과 약진통상 합병 시 서울미라마 100%, 온타이드 47% 자회사로 올라오며 중복상장 가능성까지 깔끔하게 해소 가능

Valuation & Risk: 목표주가 22,500원으로 상향조정

목표주가 22,500원(종전 21,200원)으로 상향조정. 26~28년 지배순익 추정치 6.1%, 9.1%, 11.1% 상향조정 및 26F PER 6배(종전 동일) 적용. OEM 달러기준 성장률(YoY) 핸드백 2분기 10%, 3분기 15%, 의류 2분기 15%, 3분기 25% 수준으로 추정. 관세 이슈 해소 및 미국 소비 호조세. 호텔은 2분기 OCC, ADR 역대 최대 경신. 26년 예상 배당수익률도 7%로 매력적

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2024	1,117.5	121.3	97.4	1.9	23.4	0.4	6.8	7.1
2025	1,288.2	140.5	76.6	4.8	15.3	0.7	6.4	4.7
2026F	1,659.7	176.7	108.9	3.1	18.8	0.5	4.7	6.8
2027F	1,834.4	188.6	126.3	2.7	18.5	0.5	4.0	7.7
2028F	1,965.8	203.3	140.6	2.4	17.8	0.4	3.3	8.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[핵심성장]

최승환, CFA 연구위원
✉ hani86@shinhan.com

이병화 연구위원
✉ bh.lee@shinhan.com

Revision

실적추정치	상향
Valuation	유지

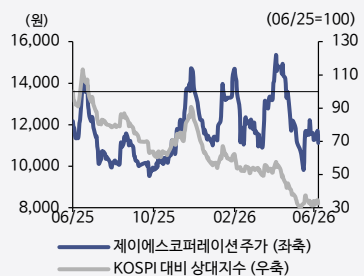
시가총액	322.7십억원
발행주식수(유동비율)	29.0백만주(43.8%)
52주 최고가/최저가	15,370원/9,520원
일평균 거래액 (60일)	1,835백만원
외국인 지분율	3.1%

주요주주 (%)

홍재성 외 6인	56.2
국민연금공단	6.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	0.0	(3.1)	(2.1)	(9.3)
상대	(0.0)	(39.7)	(64.5)	(53.9)

주가

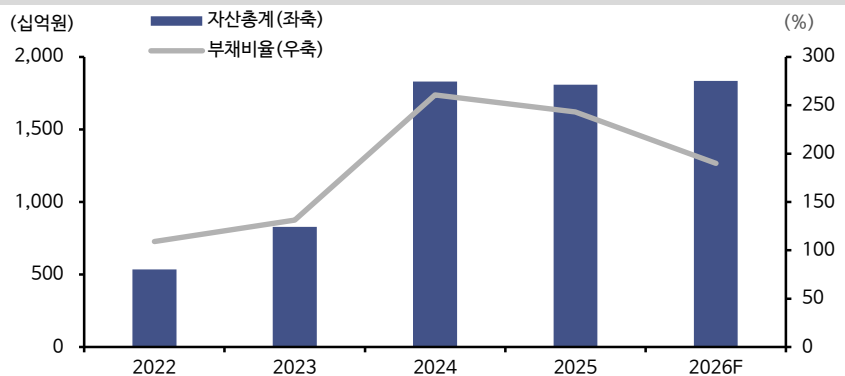


제이에스코퍼레이션 5호, 6호 CB 발행 개요

구분	5호 CB	6호 CB
권면총액	200억원	200억원
발행일	2026년 7월 6일	2026년 7월 6일
만기일	2031년 7월 6일(5년)	2056년 7월 6일(30년)
표면금리	0%	0%
만기이자율	0%	1%
Option	Call(28/7/6)	Put(29/1/6), Call(27/7/6)
전환비율	100%	100%
전환가액	11,668원	11,668원
전환에 따라 발행할 주식 수	1,714,089주	1,714,089주

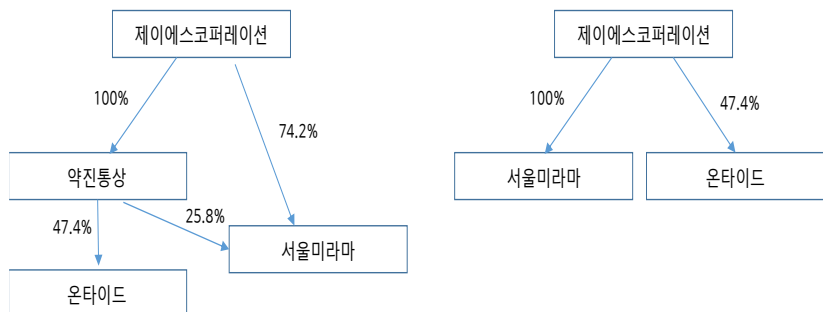
자료: 신한투자증권

연결 자산총계와 부채비율 추이 및 전망



자료: 신한투자증권 추정/ 2026년 CB 발행 자금 전액 차입금 상환 활용 가정

현 지배구조(좌), 약진통상 흡수합병 시 예상 지배구조(우)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 추정치 변경

(십억원, %)	2026F			2027F			2028F		
	변경전	변경후	% Change	변경전	변경후	% Change	변경전	변경후	% Change
매출액	1,417.3	1,659.7	17.1	1,483.3	1,834.4	23.7	1,552.6	1,965.8	26.6
영업이익	168.9	176.7	4.6	176.3	188.6	7.0	186.6	203.3	9.0
지배순이익	102.6	108.9	6.1	115.8	126.3	9.1	126.5	140.6	11.1

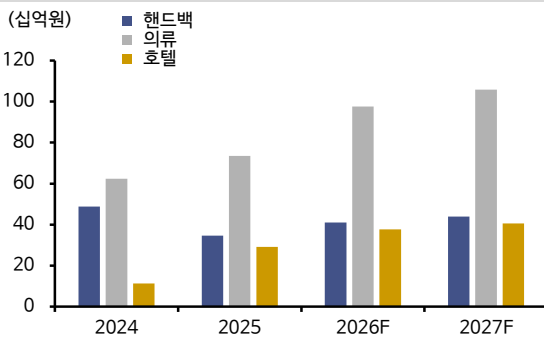
자료: 신한투자증권

밸류에이션 테이블

2026F 지배순이익	(십억원)	108.9
목표배수	(배)	6.0
Fair value	(십억원)	653.2
상장주식수	(주)	29,016,758
주당 적정가치	(원)	22,510
목표주가	(원)	22,500
현 추가	(원)	11,120
Upside	(%)	102.3

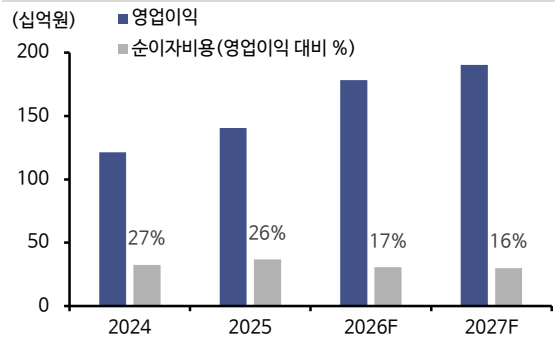
자료: 신한투자증권

부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 신한투자증권 추정

영업이익과 순이자비용 추이 및 전망



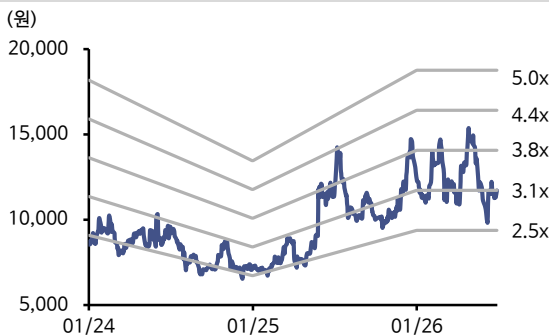
자료: 신한투자증권 추정

제이에스코퍼레이션 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	293.7	317.3	356.8	320.4	308.0	429.5	492.1	430.1	1,117.5	1,288.2	1,659.7	1,834.4
YoY	41.6	38.8	(1.3)	0.2	4.9	35.3	37.9	34.2	29.5	15.3	28.8	10.5
핸드백	77.1	81.4	81.1	73.0	66.1	94.4	93.3	87.5	321.8	312.6	341.4	351.6
의류	182.8	194.8	233.6	198.1	205.7	291.6	353.7	290.6	712.6	810.1	1,141.6	1,295.5
호텔	33.3	40.2	41.8	48.1	36.2	43.4	45.1	52.0	78.3	163.4	176.7	187.3
영업이익	28.3	28.1	41.1	43.0	30.8	38.3	54.9	52.7	121.3	140.5	176.7	188.6
YoY	47.1	7.6	(5.3)	32.3	8.7	36.2	33.6	22.7	44.3	15.9	25.8	6.8
Margin	9.6	8.9	11.5	13.4	10.0	8.9	11.2	12.3	10.9	10.9	10.6	10.3
지배순이익	12.0	20.4	23.2	20.9	12.2	23.7	37.0	36.0	97.4	76.6	108.9	126.3
YoY	10.4	(62.8)	82.3	9.8	1.2	16.4	59.4	71.7	(11.2)	(21.4)	42.2	16.0
Margin	4.1	6.4	6.5	6.5	3.9	5.5	7.5	8.4	8.7	5.9	6.6	6.9

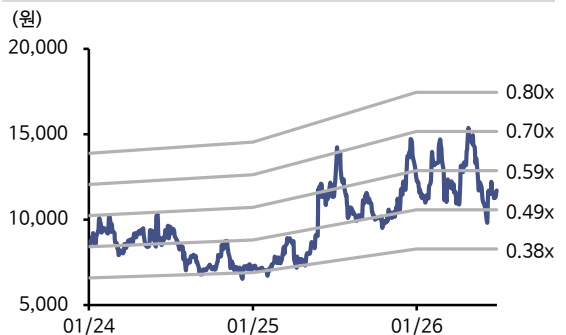
자료: 신한투자증권

PER 밴드 차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

PBR 밴드 차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	1,830.5	1,809.0	1,860.4	1,881.3	1,905.8
유동자산	464.4	468.1	518.4	538.9	563.1
현금및현금성자산	85.0	133.6	88.8	64.5	55.1
매출채권	155.3	141.2	181.9	201.1	215.5
재고자산	154.1	144.9	186.6	206.3	221.0
비유동자산	1,366.1	1,340.9	1,342.0	1,342.4	1,342.7
유형자산	1,307.7	1,300.4	1,300.5	1,300.6	1,300.6
무형자산	2.5	2.5	2.1	1.8	1.5
투자자산	39.4	24.3	25.7	26.4	26.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,323.1	1,281.5	1,227.2	1,148.0	1,060.9
유동부채	418.3	542.5	478.6	412.6	343.6
단기차입금	220.3	184.3	144.3	124.3	104.3
매입채무	89.5	85.2	109.7	121.3	130.0
유동성장기부채	5.7	166.2	116.3	58.2	0.0
비유동부채	904.8	739.0	748.7	735.3	717.3
사채	114.0	99.9	99.9	99.9	99.9
장기차입금(경기금융부채 포함)	525.6	369.9	339.9	309.9	279.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	507.4	527.5	633.1	733.3	844.9
자본금	1.4	2.9	2.9	2.9	2.9
자본잉여금	96.9	85.8	85.8	85.8	85.8
기타자본	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
기타포괄이익누계액	11.0	1.3	1.3	1.3	1.3
이익잉여금	364.3	436.5	522.1	622.3	733.8
지배주주지분	474.2	527.4	633.0	733.2	844.8
비지배주주지분	33.2	0.1	0.1	0.1	0.1
*충차입금	866.8	832.6	714.2	606.6	499.0
*순차입금(순현금)	752.1	671.2	590.8	504.4	403.8

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	36.1	127.9	102.3	131.9	150.4
당기순이익	102.2	85.8	108.9	126.3	140.6
유형자산상각비	22.5	22.3	19.9	19.9	19.9
무형자산상각비	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3
외화환산손실(이익)	(0.1)	1.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(22.6)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(64.6)	18.3	(27.1)	(14.8)	(10.6)
(법인세납부)	(22.4)	(36.9)	(30.7)	(35.6)	(39.6)
기타	20.5	37.3	30.7	35.6	39.6
투자활동으로인한현금흐름	(273.9)	(1.2)	(28.1)	(23.8)	(22.9)
유형자산증가(CAPEX)	(25.6)	(10.8)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
유형자산감소	1.4	0.7	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(0.5)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	(1.2)	1.8	(1.4)	(0.6)	(0.5)
기타	(248.0)	7.3	(6.7)	(3.2)	(2.4)
FCF	58.1	144.8	74.2	117.3	136.2
재무활동으로인한현금흐름	204.6	(79.8)	(138.8)	(132.2)	(136.7)
차입금증가(감소)	188.5	(31.6)	(118.5)	(107.5)	(107.7)
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(10.8)	(15.4)	(20.3)	(24.7)	(29.0)
기타	26.9	(32.8)	(0.0)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	19.8	(0.2)	(0.2)
연결법위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	4.3	1.7	0.0	0.0	0.0
현금증가(감소)	(28.9)	48.6	(44.8)	(24.3)	(9.4)
기초현금	113.9	85.0	133.6	88.8	64.5
기말현금	85.0	133.6	88.8	64.5	55.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,117.5	1,288.2	1,659.7	1,834.4	1,965.8
증감률 (%)	29.5	15.3	28.8	10.5	7.2
매출원가	906.9	1,046.7	1,361.2	1,515.0	1,625.2
매출총이익	210.6	241.5	298.5	319.4	340.6
매출총이익률 (%)	18.8	18.7	18.0	17.4	17.3
판매관리비	89.3	101.0	121.8	130.7	137.3
영업이익	121.3	140.5	176.7	188.6	203.3
증감률 (%)	44.3	15.9	25.8	6.8	7.8
영업이익률 (%)	10.9	10.9	10.6	10.3	10.3
영업외손익	17.9	(21.6)	(37.1)	(26.7)	(23.1)
금융손익	(26.0)	(27.8)	(36.8)	(31.7)	(26.4)
기타영업외손익	43.8	6.2	(0.3)	5.0	3.3
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	139.1	118.9	139.6	161.9	180.2
법인세비용	36.9	33.2	30.7	35.6	39.6
계속사업이익	102.2	85.8	108.9	126.3	140.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	102.2	85.8	108.9	126.3	140.6
증감률 (%)	(6.9)	(16.1)	26.9	16.0	11.3
순이익률 (%)	9.1	6.7	6.6	6.9	7.2
(지배주주)당기순이익	97.4	76.6	108.9	126.3	140.6
(비지배주주)당기순이익	4.8	9.2	0.0	0.0	0.0
중포괄이익	119.2	74.8	108.9	126.3	140.6
(지배주주)총포괄이익	113.1	66.8	108.9	126.3	140.6
(비지배주주)총포괄이익	6.1	7.9	0.0	0.0	0.0
EBITDA	144.0	163.2	197.0	208.9	223.5
증감률 (%)	44.7	13.3	20.7	6.0	7.0
EBITDA 이익률 (%)	12.9	12.7	11.9	11.4	11.4

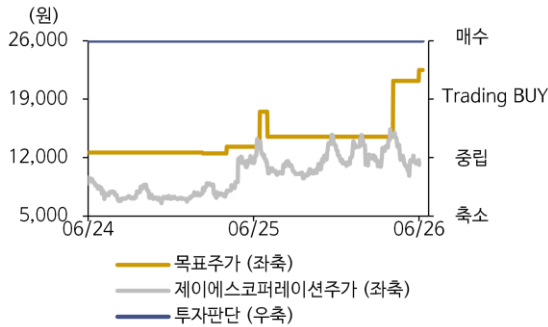
주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	3,815	3,014	3,752	4,352	4,844
EPS (지배순이익, 원)	3,637	2,691	3,752	4,352	4,844
BPS (자본총계, 원)	18,546	18,179	21,820	25,272	29,116
BPS (지배지분, 원)	17,334	18,174	21,815	25,267	29,111
DPS (원)	500	600	800	900	1,000
PER (당기순이익, 배)	1.9	4.3	3.1	2.7	2.4
PER (지배순이익, 배)	1.9	4.8	3.1	2.7	2.4
PBR (자본총계, 배)	0.4	0.7	0.5	0.5	0.4
PBR (지배지분, 배)	0.4	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (배)	6.8	6.4	4.7	4.0	3.3
배당성향 (%)	12.2	22.7	21.3	20.7	20.6
배당수익률 (%)	7.1	4.7	6.8	7.7	8.5
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	12.9	12.7	11.9	11.4	11.4
영업이익률 (%)	10.9	10.9	10.6	10.3	10.3
순이익률 (%)	9.1	6.7	6.6	6.9	7.2
ROA (%)	7.7	4.7	5.9	6.8	7.4
ROE (지배순이익, %)	23.4	15.3	18.8	18.5	17.8
ROIC (%)	39.3	7.2	12.0	10.8	11.1
안정성					
부채비율 (%)	260.8	242.9	193.8	156.5	125.6
순차입금비율 (%)	148.2	127.2	93.3	68.8	47.8
현금비율 (%)	20.3	24.6	18.6	15.6	16.0
이자보상배율 (배)	3.1	3.4	4.3	5.4	6.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	7.7	9.0	10.4	8.9	8.5
재고자산회수기간 (일)	46.8	42.4	36.5	39.1	39.7
매출채권회수기간 (일)	40.0	42.0	35.5	38.1	38.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

제이에스코퍼레이션(194370)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 06월 19일	매수	12,600	(37.9)	(23.4)
2024년 12월 20일		6개월경과	(42.3)	(37.8)
2025년 03월 10일	매수	12,500	(31.8)	(28.6)
2025년 04월 07일	매수	12,500	(39.6)	(37.2)
2025년 05월 02일	매수	13,300	(17.8)	7.1
2025년 07월 14일	매수	17,500	(30.3)	(20.6)
2025년 07월 31일	매수	14,500	(23.4)	1.4
2026년 02월 01일		6개월경과	(12.1)	6.0
2026년 05월 04일	매수	21,200	(43.4)	(29.5)
2026년 07월 01일	매수	22,500	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최승환, 이병화)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 제이에스코퍼레이션의 주권의 모집 주선, 인수 관련 계약을 체결하고 해당 업무를 수행하고 있거나, 최근 40일 이내에 주권의 모집 주선, 인수 관련 업무를 수행한 사실이 있습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY: 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 06월 26일 기준)

매수 (매수)	89.10%	Trading BUY (중립)	7.52%	중립 (중립)	3.38%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------