

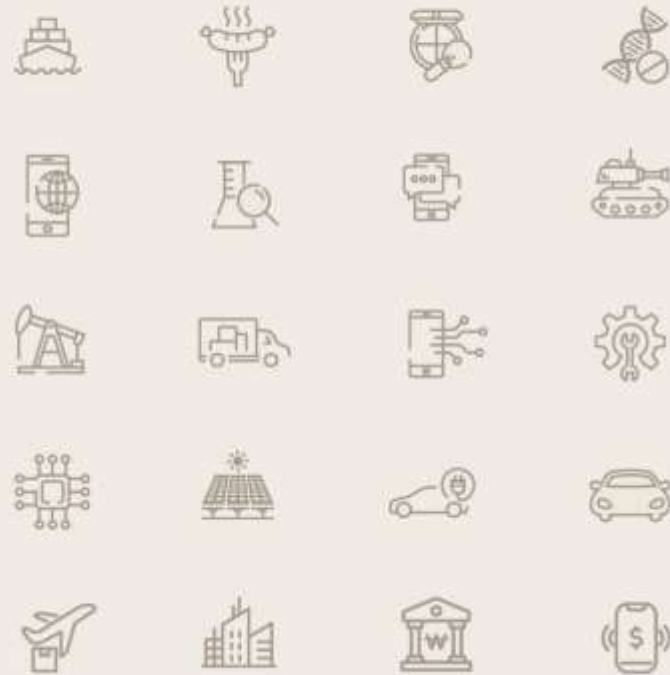


2026

기업분석팀

22 October, 2025

Yuanta Research



주제 1. '연결'의 지정학, 그 중심에 서다

주제 2. '혁신'으로 '번영'을 만드는 미래 동력

주제 3. K-Nexus 그룹



Yuanta Analyst



리서치센터장
윤여철
ycyoon@yuantakorea.com



부센터장/기업분석팀장 2차전지/신에너지
이안나
anna.lee@yuantakorea.com



인터넷/SW
이창영

changyoung.lee@yuantakorea.com



정유/화학
황규원

kyuwon.hwang@yuantakorea.com



스몰캡
권명준

myoungchun.kwon@yuantakorea.com



철강/비철금속
이현수

hyunsoo.yi@yuantakorea.com



화장품/의료기기/유통
이승은

seungeun.lee@yuantakorea.com



제약/바이오
하현수

hyunsoo.ha@yuantakorea.com



통신/지주
이승웅

seungwoong.lee@yuantakorea.com



조선/자동차
김용민

yongmin.kim@yuantakorea.com



미디어/엔터/디지털자산
이환욱

hwanwook.lee@yuantakorea.com



음식료/전력기기
손현정

hyunjeong.son@yuantakorea.com



반도체, USCPA
백길현

gilhyun.baik@yuantakorea.com



금융
우도형

dohyeong.woo@yuantakorea.com

Yuanta Analyst



전기전자
고선영

sunyoung.kou@yuantakorea.com



운송
최지운

jiyeon.choi@yuantakorea.com



방산/AI/로보틱스
백종민

jongmin.baik@yuantakorea.com



Research Assistant
김도엽

doyub.kim@yuantakorea.com



Research Assistant
서석준

seokjun.seo@yuantakorea.com



Research Assistant
조혜빈

hevin.cho@yuantakorea.com



Research Assistant
김고은

koeun2.kim@yuantakorea.com



Research Assistant
임석민

seokmin.lim@yuantakorea.com



Research Assistant
한동우

dongwoo.han@yuantakorea.com

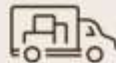


Research Assistant
배종성

jongsung.bae@yuantakorea.com

2026

Annual Outlook



CONTENTS

주제1. '연결'의 지정학, 그 중심에 서다

반도체 | 전기전자 | 2차전지 | 자동차 | 조선 | 철강 | 정유/화학 | 방산 25

주제2. '혁신'으로 '번영'을 만드는 미래 동력

전력기기 | 인터넷/게임 | 디지털자산 | 제약/바이오 149

주제3. K-Nexus 그룹

미디어/엔터 | 화장품/의료기기 | 음식료 | 운송 | 금융 | 지주 225





Sector Overview

Sector Overview

섹터	애널리스트	키워드	2026 산업 전망	Top Pick	투자포인트
'연결'의 지정학, 그 중심에 서다					
반도체 Overweight	백길현	Resonance	<ul style="list-style-type: none"> • 체질 변화가 만든 순환 국면, 재고자산 회전을 추세적 상승: 2H25 이후 업계 재고는 빠르게 감소하며 2026년초 약 3주 수준으로 정상화될 것. 금번 재고 회전을 상승은 2023년 초유의 재고 누적 사태와 7년전 Server cycle 말기의 아쉬움을 최소화하고 공급업체는 생산·출하·재고 모두를 lean하게 관리하면서 시장 대응력을 높여 나갈 것으로 기대. • Marginal downturn vs. Structural demand: 트럼프 행정부의 지연된 관세 여파와 2025년 하반기 강한 재고 축적에 따른 기저효과(Base effect)가 맞물릴 경우, 2026년 상반기에는 일시적으로 가격 상승 모멘텀이 약화될 가능성(Marginal downturn)을 배제할 수 없을 것. 반면 비수기에도 서버 주문이 견조하게 유지된다면 2026년 하반기 high-single 수준의 가격 상승세가 재차 강화될 가능성을 배제할 수 없을 것. 나아가 2027년에는 Edge AI 확산에 따라 Consumer IT 세트 수요의 성장 모멘텀이 부각되면, 메모리 시장은 단기 반등을 넘어 구조적 상승 사이클(structural upcycle)로 이어질 수 있을 것. • 반도체 업종 투자전략: 1H26 메모리 공급 업체들이 가격 협상 테이블에서 우위를 점해 나갈 것으로 예상. 재고는 3주 수준으로 공급사들의 Bit 생산 증가율이 극히 제한적인 구간이기 때문. 2H26에는 Hyperscaler/Enterprise의 Server 투자 확대가 이어지며 출하량 증가가 외형 성장을 재차 견인할 것으로 기대. 공급업체의 가동률이 지속 높아지며, 2027년 전공정 소재/부품 기업들은 사상 최대 실적을 기록할 것으로 전망. 한편 1Cnm DRAM 투자 확대에 따라 메모리 공정 내 EUV 사용량이 빠르게 증가할 전망. 삼성전자와 SK하이닉스의 경우, 1Cnm 에서 EUV 적용 레이어 수가 평균 6~7개 수준으로, 전세대(D1b) 대비 두 배 가까이 증가하는 것으로 파악. EUV 관련 장비·소재·부품 밸류체인 전반의 투자 모멘텀이 강화될 것으로 예상. [관련 글로벌/국내 소부장 밸류체인 page 18~19] 	<p style="text-align: center;">삼성전자</p> <p>투자의견: Buy TP: 118,000원</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 2025년 하반기 전통 서버의 교체 수요뿐 아니라 계절적 성수기 효과가 뚜렷하게 나타나고, 주요 서버 업체들은 4분기까지도 재고 축적 의지가 매우 강한 것으로 파악된다. 이러한 흐름은 단기 수요 모멘텀을 강화하며 2026년 상반기 진입 시점을 메모리반도체 시장의 변곡점으로 만들 가능성이 높다. 단기적으로 관세 여파나 2H25 기저효과에 따른 일시적 가격 모멘텀 둔화 가능성은 있으나, 업황의 상승 추세 내 단기 조정 국면일 것으로 추정한다. 한편 동사 미국 파운드리 법인의 사업화 가시성이 확보는 향후 동사 주가 모멘텀으로 작용할 것으로 기대한다.
			<p style="text-align: center;">SK하이닉스</p> <p>투자의견: Buy TP: 570,000원</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 주요 서버 고객들은 2025년 4분기까지도 재고 축적 의지가 매우 강한 것으로 파악된다. 1H26 메모리 공급 업체들이 가격 협상 테이블에서 지속 우위를 점할 것으로 기대한다. 재고는 3주 수준으로 공급사들의 Bit 생산 증가율이 극히 제한적인 구간이기 때문이다. 이러한 흐름은 단기 수요 모멘텀을 강화하며 2026년 상반기 진입 시점을 메모리반도체 시장의 변곡점으로 만들 가능성이 높으나, 업황의 상승 추세 내 단기 조정 국면일 것으로 추정한다. 동사 1c DRAM을 포함해 고부가 DRAM 시장 내 경쟁력은 지속 될 것으로 기대된다는 점이 긍정적이다. 	



Sector Overview

섹터	애널리스트	키워드	2026 산업 전망	Top Pick	투자포인트
'연결'의 지정학, 그 중심에 서다					
전기/전자 Overweight	고선영	선택적 성장 (Selective Growth)	<ul style="list-style-type: none"> '26년 IT 세트 제품별 출하량 성장세는 서버>PC>스마트폰. 특히, 서버의 경우 북미 빅테크들의 AI 클러스터 구축과 신규 반도체칩 출시로 뚜렷한 성장세 지속될 전망. 'AI 서버 투자 확산 → 첨단 부품 채택 증가 → 부품 수요 고도화 → 글로벌 공급망 경쟁 심화 → 한국의 구조적 성장'이라는 전기전자 업종 내 흐름 지속 확인될 것으로 판단. 부품 선호도는 연간 기준 MLCC>기판>카메라모듈 순. 기판의 성장세가 지속될 것이나 이미 2H25 주가가 선행적으로 움직이며 급속한 성장세를 보였다는 점을 감안할 필요. 1H26 NVIDIA Rubin 출시를 앞두고 기판의 영향력이 MLCC 대비 우월할 것. 2H26 들어서는 여타 부품 중에서도 MLCC에 대한 주목이 보다 커질 전망. 기존 모바일에 한정되었던 산업 내 성장 동력이 전장, 서버로 확대되고 있으며 제품 믹스 전환으로 마진 개선도 나타나고 있기 때문. 관련 수혜가 한국, 일본 내 일부 기업으로 한정되어 있다는 점도 우호적. 	대덕전자 투자의견: Buy TP: 39,000원	All-rounder, 다재다능함이 곧 무기 <ul style="list-style-type: none"> • 목표주가 39,000원 상향. 1H26 Top pick 제시. 실적 개선세가 확인될 '26년 예상 EPS에 글로벌 Peer '26년 평균 P/E 에서 10% 할인 적용. 패키지기판 뿐만 아니라 메인보드인 MLB까지 동사 전 사업부문에서 긍정적인 모멘텀 이어지는 상황. '26년 실적 턴어라운드 강도에 대한 확신이 리레이팅에 대한 근거로 작용. • 기존 패키지 내 비메모리를 넘어 메모리까지 성장에 가세하는 상황. 서버 중심의 견조한 출하량 이어지면서 90% 이상의 메모리 가동률 지속될 것으로 기대. OpenAI 관련 투자 나비효과가 '26년 본격화될 전망. 기존 2배 이상의 Capa 증설이 예정 되어있는 MLB 부문의 성장은 상반기 핵심 요인이 될 전망.
			삼성전기 투자의견: Buy TP: 260,000원	다시 그리는 청사진, 서버로 보는 미래 <ul style="list-style-type: none"> • 목표주가 260,000원으로 상향 조정. 2H26 Top pick 제시. 리레이팅 전제 조건인 이익 레벨업, P/B 상단 복귀 등 조건은 이미 만족했으며 이제 시선을 '26년으로 돌릴 필요. '26년 BPS에 더해 목표 P/B를 기존 Peer P/B 비교에서 동사 컴포넌트 사업 부분 호조 시기인 '19~'21년 평균 PBR(2.1배)으로 변경해 적용.. • 서버는 성장의 핵심 축으로 2H26 MLCC 업황에 대한 기대감을 높여주는 요인이 될 것. 컴포넌트 사업 내 제품 포트폴리오 변화가 지속되는 중. 기존 IT에서 벗어나 전장, 서버 비중이 점차 커지고 있는 상황. FC-BGA에서도 서버의 영향력이 확인되는 중. 	



Sector Overview

섹터	애널리스트	키워드	2026 산업 전망	Top Pick	투자포인트
'연결'의 지정학, 그 중심에 서다					
2차전지 Neutral	이안나	공급망 재편 중심에 선 한국 2차전지	<ul style="list-style-type: none"> 2026년 글로벌 2차전지 시장의 핵심은 '미국과 중국의 패권 경쟁에 따른 공급망 재편'이며, 한국 기업들이 재편의 중심에 서게 될 전망. 미국은 0BBBA(중국산 부품/기술 전면 배제), 고율의 관세 정책까지 동원하여 핵심 광물과 배터리 분야에서 중국의 독점적 공급망을 견제하고 있음. 이러한 정책 기조는 특히 중국산 흑연에 대한 25% 관세 부과(2025년 12월 5일 최종 결정)나 중국산 BESS에 대한 누적 관세율(최대 82.4%) 적용 등으로 구체화되며, 미국 내에서 한국 배터리 및 소재 기업들에게 LFP까지도 시장 점유율을 확대할 결정적인 기회를 제공 주요 시장 별 전망은 엇갈리고 있음. 미국 EV 시장은 IRA 보조금(30D, 45W)이 2025년 9월 말 종료됨에 따라 2026년에는 -6% 역성장하는 '수요 절벽'이 예상됨. 반면, 미국 BESS 시장은 AI 데이터센터 등으로 인한 구조적인 전력 수요 증가에 힘입어 폭발적인 성장 기대. 0BBBA의 강력한 세제 혜택(ITC/PTC)으로 경제성을 확보한 천연가스+BESS가 전력망 안정화의 필수재로 부상하고 있음. 유럽 EV 시장은 CO2 규제 완화로 2026년에도 20% 이상의 견조한 성장 기대. 다만, 유럽 역시 관세 문제와 수익성 확보를 위해 BEV보다는 PHEV 중심의 성장이 두드러질 것 2026년 투자 전략은 두 가지로 요약. 첫째, 4분기 실적 방어까지 고려하여 '미국 LFP ESS 및 유럽 EV(LFP+Mid-Ni) 시장 성장의 수혜를 입는 기업'으로 Top pick은 LG에너지솔루션과 엘앤에프. 둘째, 공급망 재편의 핵심인 '중국 외 핵심 원자재를 확보한 기업'에 주목하는 것이며, 관련 Top Pick은 포스코퓨처엠 	<p>LG에너지솔루션</p> <p>투자이견: Buy</p> <p>TP: 531,000원</p>	<ul style="list-style-type: none"> 미국 내 기확보된 ESS(누적 17GWh) 수주 중심 외형 확대가 2026년에도 지속될 것으로 예상. 동사는 미국 LFP ESS 생산능력은 미시간 공장 2025년 말 17GWh → 2026년 말 30GWh 이상으로 확대 계획. 유럽에서도 삼원계 가동률 뿐 아니라 신규 수요인 LFP, Mid-Ni 중심 확보된 수주 중심으로 셀3사 중 유럽 내 실적개선세가 가장 빠를 것으로 기대
			<p>엘앤에프</p> <p>투자이견: Buy</p> <p>TP: 142,000원</p>	<ul style="list-style-type: none"> 3Q25 컨센서스 대비 상회하는 실적 기대. 이는 1) 테슬라향 모델Y 주니퍼, YL의 긍정적인 중국 수요, 2) SK온 헝가리 공장향 VW 물량 확대로 인해 하이니켈, 미드니켈 모두 가동률이 상승했기 때문 4분기에도 테슬라향 긍정적 수요 지속 등으로 양극재 3사 중 유일하게 긍정적 실적 예상. 또한 LFP 양극재에 대한 수주 기대감도 있으며 이에 대한 매출이 2026년 하반기부터 시작될 것 	



Sector Overview

섹터	애널리스트	키워드	2026 산업 전망	Top Pick	투자포인트
'연결'의 지정학, 그 중심에 서다					
자동차 Overweight	김용민	하방 경직성은 확인, 필요한 것은 상승 트리거	<ul style="list-style-type: none"> 10월 15일 베센트 재무장관의 협상 마무리 단계 발언에 따른 FY26F 대미 자동차 수출 관세율 15% 적용에 대한 가시성 확보한 상황. 이로써 FY25F (25%*8개월) 대비 FY26F (15%*12개월) 관세 관련 비용은 하락세를 보일 것이라 예상하며 이익의 하방 경직성 확인. 그러나, 지금 필요한 것은 하방 경직성이 아닌 상승 트리거. 유럽 시장을 겨냥한 B세그먼트 보급형 BEV의 출시에 따른 이익률 희석 또한 잠재적인 리스크라고 판단. 이를 상쇄하기 위한 차종 믹스 개선과 HEV 판매비중 확대가 필요한 시점. 	현대차 투자의견: Buy TP: 300,000원	<ul style="list-style-type: none"> 3분기 영업이익 2.4조 예상: 관세비용 1.2조 반영, 기말환율 급등으로 인한 달러기준 총당금 설정금액 상승으로 인한 회계적 감익 발생하였을 것이라 추정. 국내공장 출하량 기준 3분기 믹스 개선 추가적으로 확인 (SUV 비중 62% 기록, +2% pts qoq). 3분기 지나 4분기에 발생할 일들: 1) 3분기 기말환율 급등으로 인한 4분기 달러기준 총당금 설정액 부담 저하, 2) 높은 분기평균환율로 인한 환차익으로 관세 (당사 추정 1.3조) 영향 일부 상쇄, 3) 배당과 자사주 매입소각으로 실현될 주주환원정책. FY25F 지배주주순이익 약 10.9조 (EPS 약 4만 원) 가정시 DPS 1만 원으로 TSR 25%, 4월 9,200억 주식소각 을 통해 TSR 8% 이상을 확보한 상태.
조선 Overweight	김용민	26년 이익은 개선, 결국 핵심은 방산	<ul style="list-style-type: none"> FY26F 글로벌 신조선가 지수는 180-185pts로 소폭 하락 예상 (FY25F 185-190pts). 경쟁적 발주 구간을 지나 신조선가-중고선가의 괴리를 좁히는 구간에 돌입하고 있다고 판단. 정상화되는 컨테이너선 발주 모멘텀과 지속 상승하는 유조선 수주로 인한 FY28F 이후 실적 피크아웃 가능성에 제시될 수 있으나, 추가 상승의 핵심 트리거는 기존 상선사업이 아닌 향후 전개될 방산 사업이라고 판단하며 비중확대 의견 유지. 	HD한국 조선해양 투자의견: Buy TP: 511,000원	<ul style="list-style-type: none"> 한화그룹의 필리조선소, 오스탈 투자는 미국 조선업 침투를 위한 선제적 투자로 인식되었으며, 필리조선소의 경우 이미 중국의 제재까지 받으며 미국내 조선 협력의 아이콘으로 부상중. 경쟁업체 입장의 HD현대 또한 미 해군 방산 협력의 본격 진출을 위해서는 대미 현지투자 (기업 인수 혹은 지분투자)를 단행할 확률이 높은 상황. 이에 대한 주체는 앞서 언급했듯 구조적으로 현금보유액이 증가할 수밖에 없는 동사가 될 확률이 매우 높다고 예상. 향후 실질적 수주 이후 매출을 인식하는 영업주체는 HD현대중공업 (+현대미포)가 될 것이나, 순서상 대미 투자가 선행될 것이라 판단하기에 여전히 동사에 대한 투자매력도가 먼저 부각될 수 있다고 판단.



Sector Overview

섹터	애널리스트	키워드	2026 산업 전망	Top Pick	투자포인트
'연결'의 지정학, 그 중심에 서다					
철강/금속 Overweight	이현수	다시 한번 찾아온 변화의 시작	<ul style="list-style-type: none"> 2025년 9월, 중국 정부는 철강업 안정 성장 방안('25~'26년) 발표. '25~'26년 철강업 산업생산(부가가치) 평균 성장률 4% 내외로 제시. 산업생산 성장률이 조강생산량 증가를 의미하는 것은 아닐 듯. '25년 1~8월 철강업 산업생산은 yoy +6.1% 증가했으나 같은 기간 조강생산량은 yoy -2.8% 감소. 오히려 생산능력 축소 시행으로 조강생산량은 감소할 것으로 전망. 한국 정부는 2025년 10월 적정 철강 생산량 등을 담은 철강업 고도화 방안을 발표할 것으로 추정. 강제적인 구조조정은 어렵겠지만 자율적인 구조조정을 유도하기 위한 인센티브는 제공될 것으로 판단. 또한 수입산 철강재에 대한 반덤핑 제재는 내수 시장 가격 상승요인이 될 것으로 예상. 	POSCO홀딩스 투자의견: Buy TP: 440,000원	<ul style="list-style-type: none"> 2025년 철강부문 업황 부진과 건설부문 안전 관리 이슈 등으로 수익성 기대에 미치지 못해. 2024년부터 진행되고 있는 비효율 자산에 대한 구조조정 시행에 따라 일회성 비용 등이 발생하고 있지만 구조조정 후 자산 건전성은 향상될 것으로 판단. 철강업은 2026년 공급 측면에서 중국과 한국 양쪽에서 긍정적 이슈가 이어지며 시황 반전을 기대해볼 수 있으며 포스코 역시 생산능력 축소로 내수 시장 수급 정상화에 기여할 것으로 전망. 리튬 등 이차전지 부문은 '25년에 이어 '26년에도 영업적자를 기록할 것으로 예상되나 관련 설비 등의 가동률 상승에 따라 고정비 절감 효과가 적자 규모 축소에 기여할 것으로 추정.
정유 Neutral	황규원	불황의 마지막 단계 글로벌 폐쇄!!!	<ul style="list-style-type: none"> [3가지 변수] 확실한 변수, 가능성 높은 변수, 지켜봐야할 변수 ① 확실한 변수, 글로벌 석화 폐쇄 사이클 : 미국을 제외한 유럽/중국/일본 에틸렌 1,300만톤 폐쇄로, 글로벌 캐파가 6~7% 줄어들게 됨. ② 가능성 높은 변수, OPEC 추가증산으로 국제유가 레벨 다운 : 2025년 270만b/d 증산에 이어, 2026년 추가로 150만b/d 증산 가능성이 높음. ③ 지켜봐야할 변수, 미국 상호관세 위헌 여부 : 2026년 초, 미국 대법원에서 상호관세가 위헌/월권으로 내려지면, 원점으로 회귀. 관세로 줄었던 내구재 생산이 늘면서, 화학제품 구매수요가 강하게 발행될 수 있음 	S-Oil 투자의견: Buy TP: 95,000원	<ul style="list-style-type: none"> 샤힌 프로젝트 완공 기대감 고조: 2023년부터 9.5 조원 정도 투자한 샤힌 프로젝트가 2026년 중반 완공을 앞두고 있음 Heavy oil, 나프타 LPG등 다양한 원료로 부터 에틸렌 180만톤 생산설비를 갖추게 됨 2026년 중반 기업가치 재평가 국면: 샤힌 프로젝트 투자가 마무리되는 시점부터 영업활동 잉여현금 창출능력이 반전해 2027년에 1.3 조원에 이를 전망이다. 샤힌 프로젝트 완공이후 실적 및 배당여력 회복을 미리 적용해 2026년 적정주가를 9.5만원 (기존 8.0만원)으로 상향 조정함



Sector Overview

섹터	애널리스트	키워드	2026 산업 전망	Top Pick	투자포인트
'연결'의 지정학, 그 중심에 서다					
화학 Overweight	황규원	불황의 마지막 단계 글로벌 폐쇄!!!	<ul style="list-style-type: none"> [업황 가정] <ul style="list-style-type: none"> ① 원유시장: 유가 50~60\$로 하락(특히, 상반기압박 클 것) ② 정유업황: 신규증설(125만b/d)로 공급압박이 증가하는 시기. 정제마진은 2025년 4.5\$에서 4~5\$/배럴로 회복 예상 ③ 석화업황: 대규모 설비 폐쇄로, 신규증설 부담 2027년까지 감소. 에틸렌마진 2025년 200\$ → 250\$/톤 증가 [실적/밸류에이션] <ul style="list-style-type: none"> ① 8개사 합산OP: 25년 0.9조원, 26년 3.9조원, 27년 7.9조원 ② 합산PBR: 0.56배로, 바닥(0.5배) 탈출시작. 과거평균 1.3배 [투자 컨셉] 설비 폐쇄 수혜 기업 찾기: 2025년 12월, 울산, 여수, 대산 구조조정 구체화될 것(박스업->JV 형태). 울산이 가장 빠르게 진행 중. 설비 유지, 확장 기업 : S-Oil, 대한유화 	대한유화 투자의견: Buy TP: 220,000원	<ul style="list-style-type: none"> LNG 발전소 사업 확장: 2025년 울산지역에 전기와 열을 공급하는 LNG 발전소 한주(주) 보유지분을 51%로 늘리면서 연결 실적에 반영하기 시작함. LNG 발전용량 299 MW와 부산물 소금 20만톤 (동해 심층수를 증류해서 얻음)을 생산하고 있음 꾸준히 쌓이는 현금을 바탕으로 M&A 확장 계획 중: 2026년 연간 잉여현금 창출 규모는 1,800억원 수준(= EBITDA 2,600억원-Capex 700~800억원). 이를 바탕으로, 2026년 울산지역 석화 구조조정 과정 중에 SK지오센트릭(주) 에틸렌 66만톤 Box-up을 전제로 합작법인을 만들 수 있음
방위산업 Overweight	백종민	난이도는 올라갔지만, 성과는 있을 것	<ul style="list-style-type: none"> 올해의 지정학적 리스크가 투자심리 측면에서 단기 고점으로 작용할 수 있음. 또한 일부 기업은 실적에 대한 기저 부담이 존재. 이전보다 높은 투자 난이도 요구되나, 한국 방위산업에 대한 긍정적인 시각 유지. 최근 몇 년 간 빠른 성장세에도 여전히 글로벌 점유율은 2% 내외에 불과. 내년 초 유럽 내 대기 수요가 실 수요로 전환될 전망. 중동 및 기타 지역에서도 수주 가시성이 높아지고 있는 상황 핵심은 대형 신규 사업 확보. 현지 투자는 선택이 아닌 필수. 주요 방산 4사 모두 다양한 잠재 파이프라인 보유 중. 이 중 지역별, 제품별 다변화가 가장 잘 되어있는 한화에어로스페이스를 최선호주로 제시 	한화 에어로스페이스 투자의견: Buy TP: 1,280,000원	<ul style="list-style-type: none"> 내년 초, 유럽 내 유의미한 점유율 확인 가능할 전망. 이 외에도 사우디 국가방위부 JV, 루마니아 레드백, 미국 자주포 현대화 사업 등 대형 신규 사업 수주 기대감 유효 향후 4년간 약 11조원 투자할 계획. 해외 거점 확보 위해 6.3조원 투입. 폴란드 JV, 사우디 MENA 총괄 법인 설립 완료. 연내 루마니아 K9 공장 착공, 미국 MCS 공장 구체화 등 선제적인 투자 지속. 무인기, 전투기 엔진 등 미래 성장동력을 위한 투자도 확대 2026E 호주, 이집트 K9→2027E 루마니아 K9, 호주 레드백, 유럽 장약 매출 반영되면서 실적 성장세 지속 전망



Sector Overview

섹터	애널리스트	키워드	2026 산업 전망	Top Pick	투자포인트
'혁신'으로 '변영'을 만드는 미래 동력					
전력기기 Overweight	손현정	혁신의 영역	<ul style="list-style-type: none"> • 전력기기 산업의 호황은 일시적 반등이 아니라 구조적 성장. 2026년은 글로벌 전력 인프라 투자가 미국과 유럽을 중심으로 확산되며 AI 데이터센터 수요를 더욱 견인하는 한 해가 될 전망. • 국내 기업들은 초고압 중심의 고단가 수출 구조로 전환이 가속화되고 있고, 공급자 우위 시장이 형성되며, 단가 상승이 곧 수익성 개선으로 이어지는 구조가 자리 잡고 있음. • 현재 주요 변압기 업체들의 평균 12MF PER은 22배 수준으로 코스피 대비 두 배의 프리미엄을 유지하고 있으나, 과열이 아닌 글로벌 전력망 투자 사이클의 지속성과 수익성 상단 구조를 반영한 결과. AI 데이터센터 전력 인프라 수요가 결합되며 2026년에도 밸류에이션 프리미엄이 동시에 유지될 가능성이 높음. 	효성중공업 투자의견: Buy TP: 2,000,000원	<ul style="list-style-type: none"> • 3Q25 실적은 중공업 부문이 성장을 견인하고, 건설 부문이 회복하며, 컨센서스를 소폭 상회할 전망. 북미-유럽향 초고압 변압기 매출 인식이 확대되고, GIS-HVDC 등 고부가 제품 비중이 늘어나면서 수익성이 안정화되는 흐름. • 2026년은 성장 재가속 구간. 창원 HVDC 변압기 신공장(투자 2,538억)과 GIS 증설, 맴피스 공장 CAPA 2배 확대가 동시에 진행되며, 북미향 고마진 GIS 매출이 4Q26부터 본격 인식될 전망. 중공업 부문 영업이익률은 15% 이상으로의 레벨업이 가능할 것으로 예상. • 북미 전력망 확충과 데이터센터 765kV 수요, 유럽 전력망 교체 프로젝트 확대가 수요를 지속 견인. 구조적 실적 모멘텀과 리레이팅 여력을 감안해 전력기기 업종 Top Pick 의견 유지.



Sector Overview

섹터	애널리스트	키워드	2026 산업 전망	Top Pick	투자포인트
'혁신'으로 '번영'을 만드는 미래 동력					
인터넷 Overweight	이창영	성장의 발굴	<ul style="list-style-type: none"> • [광고] AI 검색 증가 → 검색광고 노출 및 클릭률 감소. 1H25 라인야후, 바이두 검색광고 매출 각각 4.4%, 9.5% 감소. 2025까지는 로컬검색, 체류시간 증가에 따른 피드형 광고 성장 (NAVER), 메시지형 광고 성장(카카오) 등으로 성장 유지했으나, 2026년 낮은 한자리수로 성장률 둔화 전망 • [커머스] 국내 이커머스 시장 성장 둔화&경쟁심화 지속되는 가운데, 2026년 신세계-알리익스프레스 JV 등 C커머스 경쟁 심화 전망. 커머스 수수료 인상(NAVER), 직매입, 챗GPT 도입(카카오) 등으로 '매출' 성장률 유지 전망 • [핀테크] 결제, 스테이블코인 발행(또는 유통), 대출, 스테이킹(Staking), STO, RWA 등 가상자산 사업 확장 시 미국 로빈후드, 코인베이스와 같은 벨류에이션 리레이팅 전망 	<p>NAVER</p> <p>투자의견: Buy TP: 360,000원</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 현재 NAVER는 로컬검색, 쇼핑 검색으로 검색매출 성장 유지 중이나 챗GPT 포함 AI 검색 증가는 동사에게도 피해갈 수 없는 상황. 커머스 수수료 증가로 커머스 매출은 1H25 +15.9% 증가했으나, 국내 커머스 경쟁 심화로 거래액은 +4.5% 증가에 그침. 해외성장의 중심인 웹툰 성장률 4.1%(달러기준), 약 20억 달러 투자한 해외 C2C플랫폼은 성장 여부조차 확인이 안되고 있는 상황임 • 두나무 1H25 영업이익 8,019억원, 영업이익률 68.5%로 NAVER 1H25 영업이익의 78%, 영업이익률 3.8배에 해당. 네이버 파이낸셜 5조 : 두나무 15조 가치의 1:3 주식교환시 네이버 파이낸셜에 대한 NAVER의 지분은 69% → 17.3%. • 두나무 포함 네이버 파이낸셜 가치 리레이팅시 연결 순이익 1.5조원 * PER 50배 = 75조원 * 17.3%(네이버 지분율) 13조원(< 현재 지분가치 3조원) 네이버 시총 10조원 추가, 추가 25% Upside 가능
			<ul style="list-style-type: none"> • 국내 모바일 게임 상위 매출 10개 중 외산 게임 6개 차지. 국내 상위 5개 게임사 1H25 국내 매출 YoY -4.8%, 해외 매출 +2.9% • 기존 모바일, MMORPG, Pay to Win 모델 중심에서 PC/콘솔, 슈팅, 캐주얼 등 장르 다양화, 배틀패스, 스킨 아이템 등 BM 변화 등으로 글로벌 사용자 중심의 게임 개발 • 중국 게임시장 외산판호 증가도 국내 게임사 성장에 긍정적 • 글로벌 게임 시장 경쟁 심화에 대응한 대작 IP 신작 모멘텀 중심의 투자 유효 		<p>엔씨소프트</p> <p>투자의견: Buy TP: 310,000원</p>
게임 Overweight	이창영	성장의 부활			



Sector Overview

섹터	애널리스트	키워드	2026 산업 전망	Top Pick	투자포인트
'혁신'으로 '변영'을 만드는 미래 동력					
디지털자산 Overweight	산업: 이한욱 기업: 이창영	견조한 시장 성장 전망	<ul style="list-style-type: none"> 대표 자산 '비트코인'은 글로벌 M2 증가 추이와 함께 견조한 가격 상승이 이어질 것이라 전망. 美 달러 스테이블 코인 확대 역시 간접적인 가격 상승 동인으로 작용할 것. 또, 美 달러 스테이블 코인은 디파이(탈중앙 금융) 생태계 확장을 견인 할 것. 이로 인한 직접적인 수혜는 레이어1 블록체인 '이더리움'의 가격 상승으로 이어질 전망. RWA(실물 자산 토큰화) 시장 개화는 美 달러 스테이블 코인 발행량 증가를 견인할 것. 	NAVER 투자의견: Buy TP: 360,000원	<ul style="list-style-type: none"> 현재 NAVER는 로컬검색, 쇼핑 검색으로 검색매출 성장 유지 중이나 챗GPT 포함 AI 검색 증가는 동사에게도 피해갈 수 없는 상황. 커머스 수수료 증가로 커머스 매출은 1H25 +15.9% 증가했으나, 국내 커머스 경쟁 심화로 거래액은 +4.5% 증가에 그침. 해외성장의 중심인 웹툰 성장률 4.1%(달러기준), 약 20억 달러 투자한 해외 C2C플랫폼은 성장 여부조차 확인이 안되고 있는 상황임 두나무 1H25 영업이익 8,019억원, 영업이익률 68.5%로 NAVER 1H25 영업이익의 78%, 영업이익률 3.8배에 해당. 네이버 파이낸셜 5조 : 두나무 15조 가치의 1:3 주식교환시 네이버 파이낸셜에 대한 NAVER의 지분은 69% → 17.3%. 두나무 포함 네이버 파이낸셜 가치 리레이팅시 연결 순이익 1.5조원 * PER 50배 = 75조원 * 17.3%(네이버 지분율) 13조원(< 현재 지분가치 3조원) 네이버 시총 10조원 추가, 주가 25% Upside 가능
제약/바이오 Overweight	하현수	변화에 주목	<ul style="list-style-type: none"> 비만 치료제 시장은 최근 몇년간 가장 빠르게 성장하고 있는 질환 시장으로 수요에 비해 부족한 공급량으로 인해 공급량 증가가 시장 성장으로 이어지는 구조. 다만, 점차 충분한 공급이 이어지면서 추가적인 수요 발생이 필요해질 것으로 예상 26년부터 개화되기 시작하는 경구용 비만 치료제 시장이 신규 치료제 수요를 창출할 것으로 전망. 미국 성인 인구의 2~30%는 주사제에 대한 선호도가 낮으며 경구용 치료제가 대안이 될 수 있을 것. 또한 비만 치료제의 체중 감소가 충분한 수준에 도달하며, 근육량 보존 약물 등에서도 신규 치료제 수요 발생 전망 	한미약품 투자의견: Buy 목표주가: 450,000원	<ul style="list-style-type: none"> HM17321(UCN2 analog)은 CRFR2 선택적 펩타이드로 임상 1상 진입 예정. CRFR2 자극을 통해 근비대, 지방 분해 등의 효과를 나타내며 결과적으로 체중을 감소시키면서 근육량은 높일 수 있는 기전. 비만 치료제 경쟁에서 감량의 질이 중요한 요소가 되고 있으며, HM17321은 동물 모델에서 체중 감량과 근육량 증가를 확인. 임상 단계에서 안전성 및 체성분 변화 확인 시 파이프라인 가치는 크게 상승할 것 Efinopegdutide(GLP-1/GCG agonist)의 MASH 2b 임상도 연말 종료될 예정. 1H26 결과를 확인할 수 있을 것으로 예상하며, Semaglutide를 비교군으로 진행 중. Semaglutide는 25년 ESSENCE 임상을 근거로 MASH 적응증을 추가



Sector Overview

섹터	애널리스트	키워드	2026 산업 전망	Top Pick	투자포인트
K-Nexus 그룹					
엔터/미디어 Overweight	이환욱	K-컬처의 글로벌 대 중화	<ul style="list-style-type: none"> • 지난 3분기 주가 조정은 결국 벨류에이션 매력도 상승으로 이어질 것. '케이팝 데몬 헌터스'의 글로벌 장기 흥행은 K-pop의 대중화를 더욱 가속화 시켰으며, 업종 전반의 낙수효과로 시장 기대치(실적)를 중장기간 뛰어 넘을 것. • 현재 속도감에는 다소 아쉬운 부분이 있으나, 한-중 관계 개선의 방향성은 뚜렷하게 완화 기조를 보이고 있음. 양국간의 교류 확대에 따른 엔터/레저 전반의 긍정적인 이익 개선세는 지속될 전망. 	<p>하이브 투자의견: Buy TP: 330,000원</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 대표 K-pop 아티스트 IP 'BTS(방탄소년단)'의 활동 재개 시점은 내년 3~4월 시점으로 하반기 부턴 대규모 월드투어가 진행될 예정. • BTS의 글로벌 팬 베이스를 고려해 볼 때, 단일 IP항 추가 매출액은 보수적으로 잡아 1조원을 상회할 전망. • 2026년 연결 기준 예상 매출액은 3조 6,390억원으로 전년동기대비 약 36.3%를 상회할 것이며, 영업이익은 4,206억원 +117.4% yoy 레버리지 효과 두드러질 전망.



Sector Overview

섹터	애널리스트	키워드	2026 산업 전망	Top Pick	투자포인트
K-Nexus 그룹					
화장품 Overweight	이승은	Reverse-Aging	<ul style="list-style-type: none"> • 소비자는 이제 단순한 노화 관리가 아닌 즉각적이고 근본적인 젊음 회복을 원한다. • 이러한 욕망이 뷰티 산업의 패러다임을 Slow-Aging에서 Reverse-Aging으로 바꿔놓았다. • 과거에는 K-뷰티가 가성비 상장으로 인식됐지만, 이제는 효과와 회복력, 즉 젊음의 회복(Rejuvenation)이 선택의 기준이 되고 있다. • 이에 따라 K-뷰티와 K-의료기기의 융합이 가속화되며, '뷰티=젊음 회복'이라는 새로운 산업이 빠르게 자리 잡고 있다. • 이제 K-뷰티와 K-의료기기의 결합은 단순한 미용을 넘어 젊음을 파는 산업으로 진화하고 있다. • 글로벌 의료 미용 시장은 2024~2034년 동안 2.5배 성장이 예상되며, 방한 의료 관광 지출도 월평균 1,200억 원 수준으로 늘고 있다. • 2026년은 산업 융합과 수요 회복이 맞물려 실적이 본격화되는 해가 될 전망이다. 	에이피알 투자의견: Buy TP: 310,000원	<ul style="list-style-type: none"> • 신규 카테고리 확장 중심. 썬케어·헤어케어 본격 진입 예정. 기존 스킨케어 중심 구조에서 벗어나 포트폴리오 다각화를 추진함. 화장품 매출 비중이 안정화된 만큼, 성장 지속성 확보가 핵심 포인트로 보임 • 유럽 아마존 직진출 본격화. 가격·광고·물류 통합 구조로 경쟁력 강화 목표. 구조 안착 시 기타 지역 전체 매출의 유럽 비중 40% 이상 전망 • EBD(에너지 기반 디바이스)·스킨부스터 사업 진입으로 뷰티테크 완성 단계 진입. 화장품-디바이스-의료 시술 3단 밸류체인을 구축하며 K-메디뷰티 브랜드화 추진 예정
			의료기기 Overweight	파마리서치 투자의견: Buy TP: 890,000원	<ul style="list-style-type: none"> • 통합 솔루션 본격화. 내수 호조와 유럽·미국·아시아 수출 확대 맞물리며 고수익 구조 안정화. 리쥬란 중심으로 스킨부스터·화장품·EBD 통합 에스테틱 솔루션 가동 시작. 비바시와 협력해 서유럽 22개국 진출, MDR 인증 PN 의료기기 독점 지위 확보. 미국·중국·일본 인허가 추진 중으로 글로벌 침투율 확대 예상 • 리쥬란 생산 확대. 2025년 2Q 기준 가동률 100% 초과, 증설 검토 중. 3교대 전환 시 최대 3배 증산 가능해 수요 대응 여력 충분 • EBD 사업 본격화. 리쥬란 브랜드와 결합해 시너지 극대화 기대



Sector Overview

섹터	애널리스트	키워드	2026 산업 전망	Top Pick	투자포인트
K-Nexus 그룹					
음식료 Overweight	손현정	믿을 건 여전히 '해외'	<ul style="list-style-type: none"> 2026년 음식료 업종의 성장 축은 '해외'로 이동하는 국면. K-푸드의 글로벌 확산세가 구조화되며, 수출과 현지 생산을 결합한 해외 매출 기여도가 밸류에이션 리레이팅의 핵심 요인으로 작용할 전망이다. 국내는 가격 인상 사이클 종료로 판가(P) 기여도가 약화된 가운데, 곡물가 하락에도 고환율이 이어지며 원가(C) 완화 폭은 제한적. 소비심리 회복 속도도 완만해 내수 수요(Q)는 정체 국면이 지속될 가능성. 이에 따라 업황 개선의 방향성은 '내수 → 해외', 'P → Q(해외)'로 전환될 것으로 예상. 현재 업종 12MF PER은 12배 수준이나, 삼양식품 등 해외 매출 비중이 높은 기업만이 멀티플 프리미엄을 유지. 2026년에는 글로벌 성장률과 밸류에이션 간 상관관계가 한층 강화될 전망이다. 	삼양식품 투자의견: Buy TP: 1,780,000원	<ul style="list-style-type: none"> 3Q25 실적은 일시적 관세 부담과 선출고 이연 영향으로 단기 조정 구간이나, 전반적인 추세는 고마진-고성장 기조. 4Q25에는 미국향 가격 인상분(약 +10%)이 온기 반영되고, 3분기 이연 물량 인식이 더해지며 분기 최대 실적 경신을 예상. 2026년은 성장 사이클의 재가속 구간. 밀양2공장 안정화와 중국공장 착공을 통한 생산 효율 극대화, 미국 메인스트림 채널 확장과 신흥시장(중국·동남아) 내 점유율 상승이 맞물리며 수출 ASP와 물량(Q)이 동반 성장할 전망이다. 글로벌 불닭 브랜드의 확산과 고수의 봉지면·소스 매출 비중 확대, 브랜드 IP 확장을 통한 이익 체력 강화가 병행되는 구간으로 판단. 단기적 실적 변동에도 불구하고, 음식료 업종 내 유일한 성장주로 Top Pick 유지.



Sector Overview

섹터	애널리스트	키워드	2026 산업 전망	Top Pick	투자포인트
K-Nexus 그룹					
운송 Neutral	최지운	업종간 차별화	<ul style="list-style-type: none"> • 항공: 국제선 여객은 일본, 미국 노선의 견조한 수요가 뒷받침하는 가운데, 중국 노선의 고성장세가 이어질 것으로 전망. 항공기 공급은 협동체의 공급 회복이 빠르게 나타나며, 비유류비용 상승과 단거리 노선 경쟁 심화로 LCC 대비 장거리 노선 비중이 높은 FSC는 운임 방어력을 유지할 전망. • 해운: 벌크 해운은 완만한 수요 회복과 제한적인 공급 증가 속, 계절적 요인 중심의 안정적인 상황 흐름을 보일 전망. 컨테이너 해운은 재차 심화되는 미중 무역갈등으로 인한 수요 불확실성과 공급 과잉 지속으로 전반적인 상황 약세 전망. • 육운: 2026년 국내 택배 물동량은 내수 부양책에 따른 민간소비 회복세와 금리 인하 기조에 힘입어 전년 대비 +3~4% 성장할 것으로 전망. 	대한항공 투자의견: Buy TP: 31,000원	<ul style="list-style-type: none"> • 2026년에는 기재 확충에 따른 공급 확대와 비유류비용 상승, 원화 약세 지속이 항공업 전반의 비용 부담 요인으로 작용할 전망. 단거리 노선 중심의 LCC는 운임 하락과 비용 압박이 겹치며 수익성 방어가 어렵지만, 장거리 노선 비중이 높은 대한항공은 프리미엄 수요를 기반으로 운임 방어력 유지가 가능할 것으로 판단. • 공정위 시정조치 해제 이후 미주 노선 운임 정상화, 대한항공-아시아나항공 합병에 따른 노선 네트워크 효율화·정비 일원화 등의 시너지가 점진적으로 발현될 전망. 결과적으로 2026년은 장거리 노선 중심 FSC의 차별화된 수익성이 부각되는 시기가 될 것으로 예상.



Sector Overview

섹터	애널리스트	키워드	2026 산업 전망	Top Pick	투자포인트
K-Nexus 그룹					
은행 Overweight	우도형	주주환원율 상승	<ul style="list-style-type: none"> 은행업종은 1) 총주주환원율 상승과, 2) 총당금적립액 감소에 따른 ROE 개선 기대감으로 주가 측면에서 상승세는 지속될 것으로 판단 다만 과거 대비 총주주환원율의 상승 폭이 제한적으로 전망되는 만큼 주가 상승의 속도는 이전 대비 둔화될 전망 	KB금융 투자의견: Buy TP: 145,000원	<ul style="list-style-type: none"> 2025년 총주주환원율은 51.3%가 전망되며 이는 배당가능이익 문제로 내년 매입이 예정된 1,900억원이 포함된 숫자임. KB금융의 경우 커버리지 은행 중 총주주환원율이 가장 높으며 비은행이익 비중이 가장 높아 금리 인하기 상대적으로 경쟁사 대비 이익방어가 유리할 전망. 또한 감액배당을 고려하고 있어 이 역시 주가 상승에 긍정적일 것으로 판단됨 LTV, ELS 관련 비용 및 26년 교육세, 법인세 증가, 그리고 생산적금융 등 우려는 존재하는 상황이나 전년 대비 이익을 크게 훼손할 가능성은 낮다고 판단됨. 이에 따라 총주주환원율이 올라가는 시기 주가 상승여력은 충분할 것으로 판단됨
				하나금융지주 투자의견: Buy TP: 108,000원	<ul style="list-style-type: none"> 2025년 총주주환원율은 44.2%가 전망되며 3분기 실적발표에서 추가적인 자사주 1,000억원 매입이 예상됨. 하나금융지주의 총주주환원율수익률은 8.7%로 커버리지 은행 중 가장 높은 수준 향후 금리 및 환율은 하향 안정화 될 것으로 판단되며 경상 총당금 및 환평가손익은 점차 개선세를 보일 것으로 판단됨



Sector Overview

섹터	애널리스트	키워드	2026 산업 전망	Top Pick	투자포인트
K-Nexus 그룹					
지주 Overweight	이승웅	정책과 실적, 투트랙	<ul style="list-style-type: none"> • 지주회사의 투자를 촉진하는 새로운 방향성이 추가되며 디스카운트 해소를 위한 제도 개선이 동시에 추진될 전망 • 제도 개선에 따른 디스카운트 축소 외에 숫자로 가치를 증명해야 할 때. 1)계열사 실적 성장, 2)계열사 지분 가치 상승, 3)재무개선, 4)높은 배당수익률을 보유한 지주사에 주목 	SK 투자의견: Buy TP: 330,000원	<ul style="list-style-type: none"> • 그룹 내 구조조정을 통한 리밸런싱 효과로 재무구조 개선세 뚜렷. 8월까지 누적 Divestment 4,660억원으로 재무 안정성 강화, 별도 순차입금은 2Q25말 8.1조원으로 감소, SK실트론 매각까지 실행되면 6조원대 수준으로 축소 전망 • 올해 높은 주가 상승에도 불구하고 자회사의 주가가 더 가파르게 상승하며 저평가 상태 지속, NAV할인율은 62.0%로 과거와 유사한 수준. 현재 SK하이닉스 지분가치(간접지분율 6.4%)에 미치지 못하며 동시에 SK텔레콤과 SK스퀘어를 제외한 가치는 사실상 제로로 평가 받는 중

주제1. '연결'의 지정학, 그 중심에 서다

반도체 | 전기전자 | 2차전지 | 자동차 | 조선 | 철강 | 정유/화학 | 방산

[반도체]

Resonance: 기술과 수요의 공명이 이끄는 메모리 반도체 산업의 구조적 상승 국면



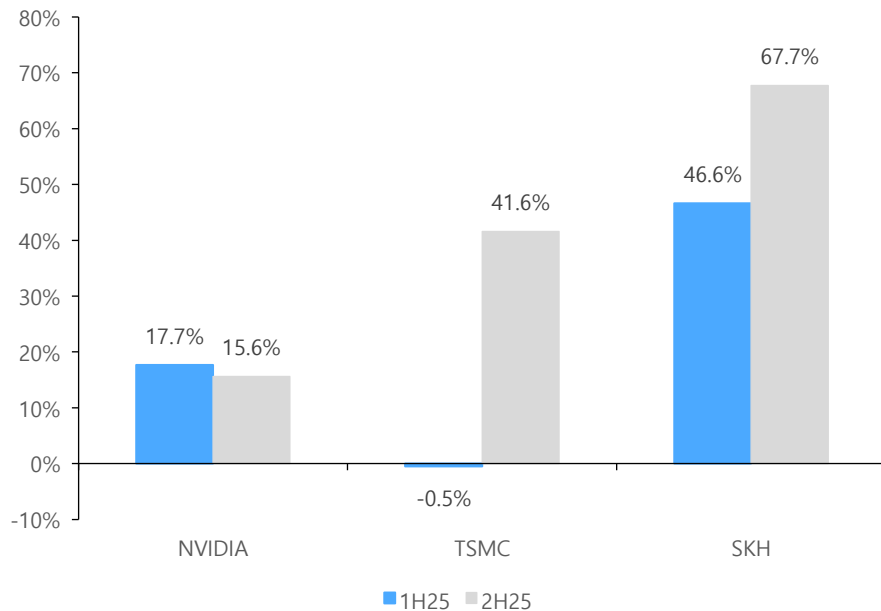
백길현, USCPA 반도체
gilhyun.baik@yuantakorea.com



2025년 반도체 종목 수익률은 시장을 크게 상회

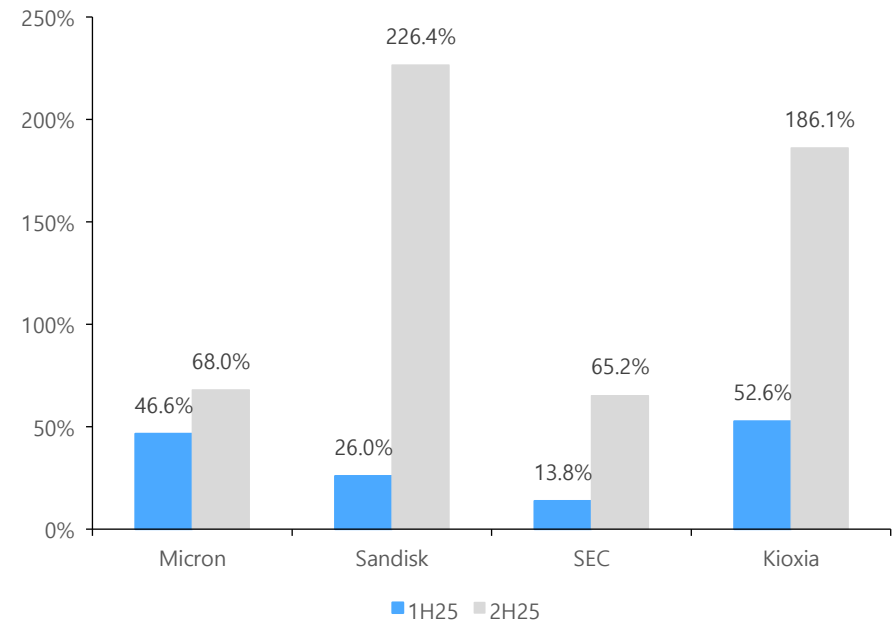
- 글로벌 주요 Tech 기업들의 2025년 YTD 주가 Performance는 각각, 엔비디아(NVDA US) +36.0%, TSMC(2330 TT) +39.4%, Micron(MU US) +145.7% , Sandisk(SNDK US) +311.2%, Kioxia Holdings(285A) +312.2%, 삼성전자(005930 KS) +84.8%, SK하이닉스(000660 KS) +187.1%로 시장(S&P500 +14.5%, TPE +22.1%, TOPIX +18.8%, KOSPI +60.7%)을 Outperform 했다.
- AI 인프라의 핵심 부품인 GPU/HBM의 고성장이 이어지는 가운데, 2H25 지나면서 미국 Cloud server provider 중심의 Conventional Server 교체 수요가 예상보다 높은 수준으로 늘어나고 있기 때문이다. 메모리반도체 기업들의 2026년 연간 영업이익 컨센서스는 재차 상향 조정될 전망이다.

차트. 주요 AI 반도체 기업들의 2025년 주가 Performance



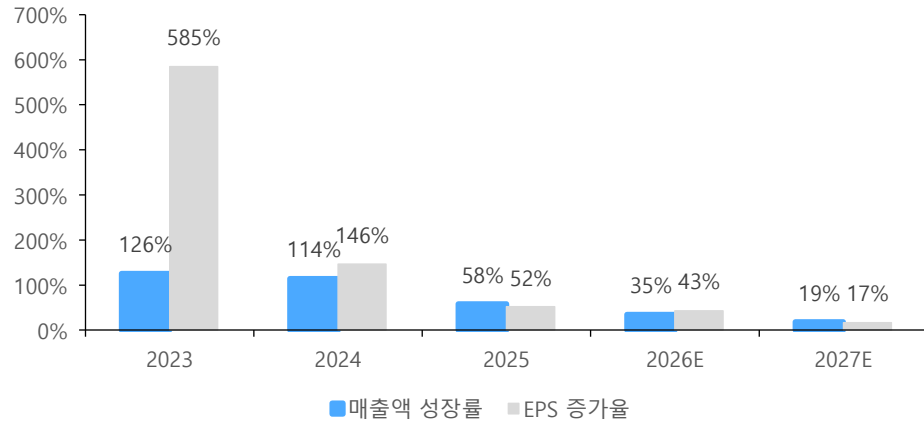
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 10월 20일 종가 기준

차트. 주요 Conventional 메모리반도체 기업들의 2025년 주가 Performance



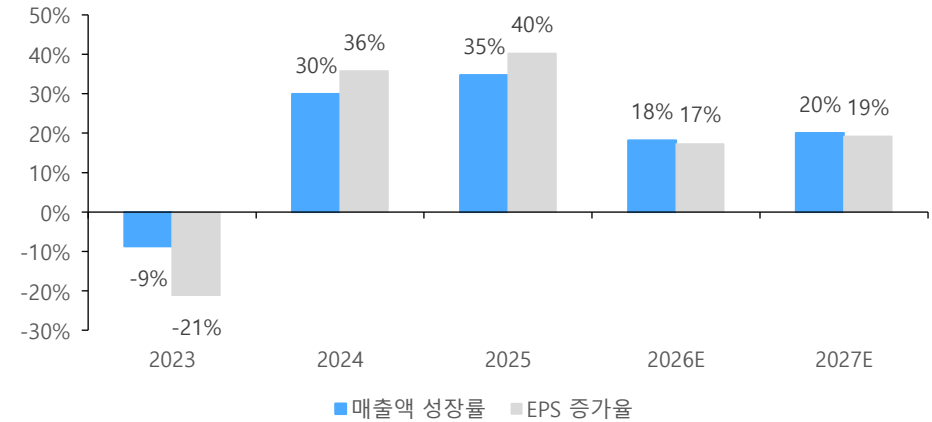
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 10월 20일 종가 기준

차트. NVIDIA 매출액/EPS 연간 성장률 추이 및 전망



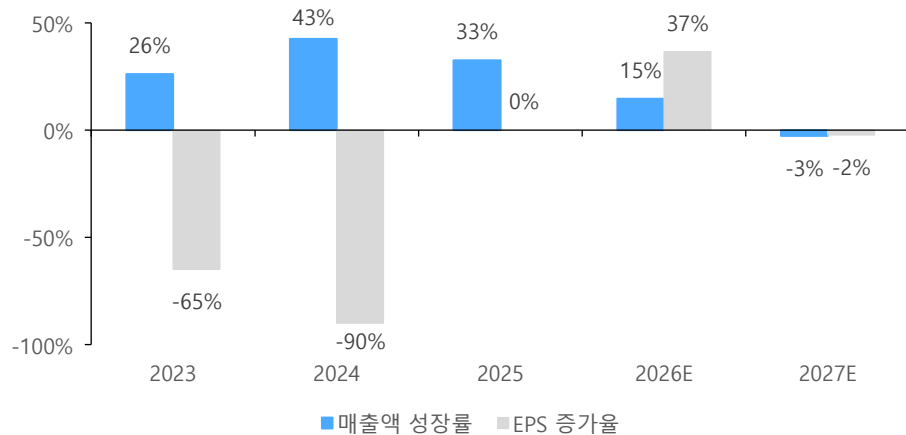
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 10월 15일 종가 기준

차트. TSMC 매출액/EPS 연간 성장률 추이 및 전망



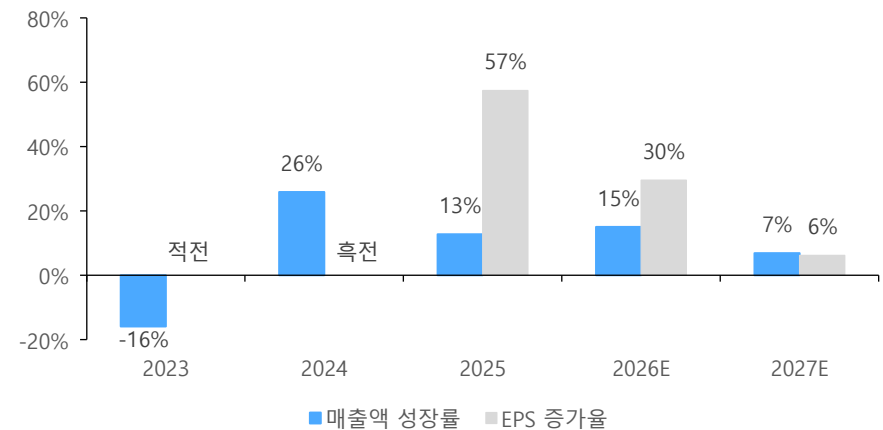
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 10월 15일 종가 기준

차트. 해외 메모리반도체 매출액/EPS 연간 성장률 추이 및 전망



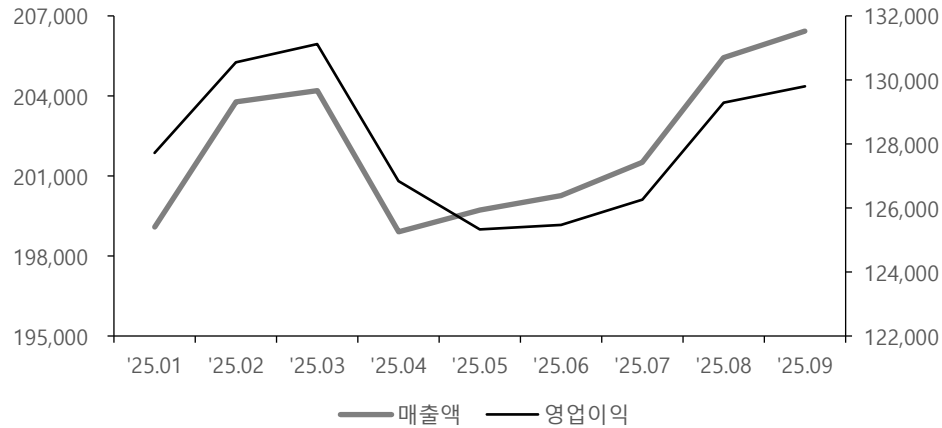
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 10월 15일 종가 기준

차트. 국내 메모리반도체 매출액/EPS 연간 성장률 추이 및 전망



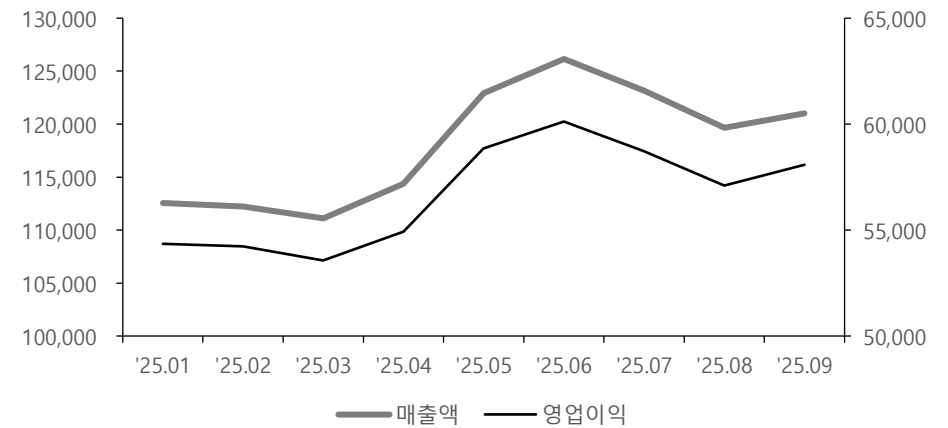
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 10월 16일 종가 기준

차트. NVIDIA 2026년 매출액 및 영업이익 시장 컨센서스 추이



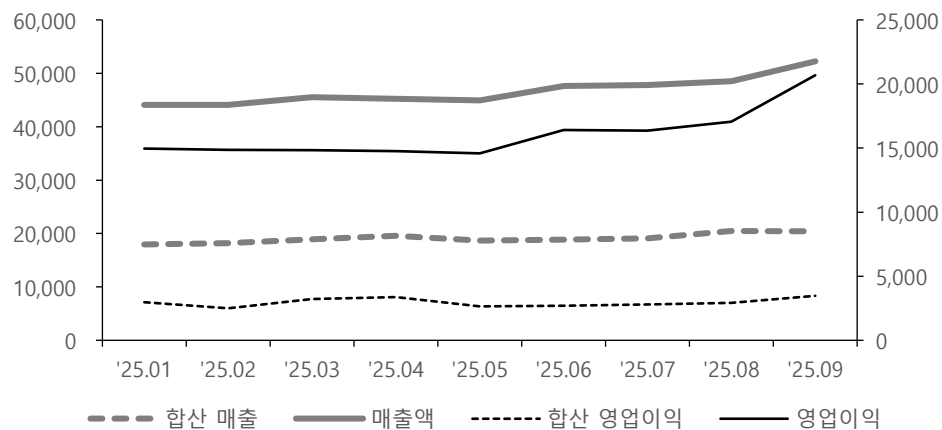
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 10월 15일 기준

차트. TSMC 2026년 매출액 및 영업이익 시장 컨센서스 추이



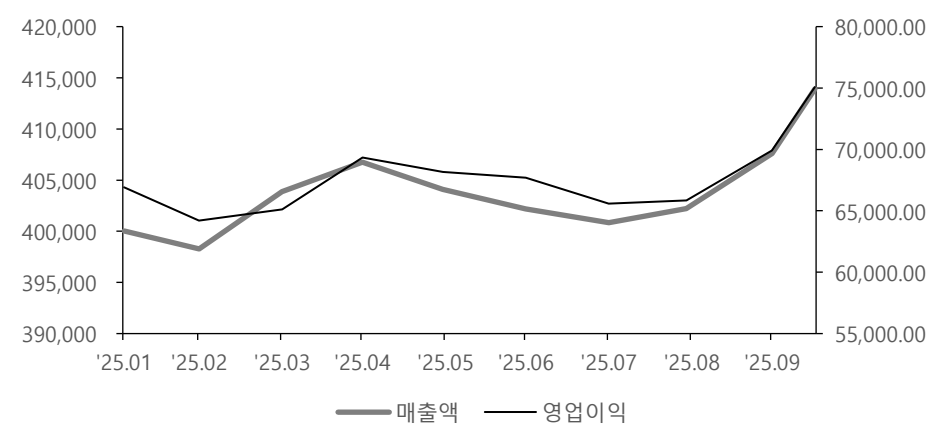
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 10월 15일 기준

차트. 해외 메모리반도체 3개 기업 매출액 및 영업이익 시장 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주1: 10월 15일 기준
주2: 좌측은 매출액 / 우측은 영업이익을 반영, 주3: 합산 매출 = Sandisk + Kioxia 반영.

차트. 국내 반도체 기업 합산 매출액 및 영업이익 시장 컨센서스 추이



자료: Quantiverse, 유안타증권 리서치센터, 주: 10월 15일 기준



Low-end 둔화 vs. 프리미엄·AI 스마트폰 확산

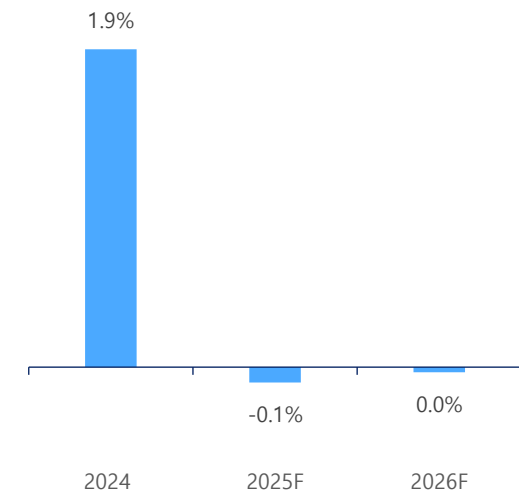
- 2026년 글로벌 Handset 출하량은 전년과 유사한 수준에 머물 것으로 전망한다. AI-폴더블 등 고가 스마트폰 중심의 교체 수요는 이어지겠지만, Low-end 스마트폰(\$300 미만)의 수요 둔화가 전체 출하량을 제약할 것이기 때문이다. 중국 정부의 연초 IT기기·가전 보조금 정책이 일시적인 교체 수요를 자극했으나, 그 효과는 점차 약화되는 추세다. 반면, 2026년 하반기에 출시될 Apple의 1세대 폴더블 스마트폰은 프리미엄 수요를 견인하며 시장 내 상위 제품군 집중(Polarization) 을 심화시킬 가능성을 배제할 수 없다.
- AI 스마트폰 확산이 본격화되면서, 출하량 기준의 성장세는 제한적이지만 평균판매단가(ASP) 상승과 메모리 채용량 증가를 동반한 질적 성장이 지속될 전망이다. 한편, 미국발 관세 정책 변화로 인해 분기별 스마트폰 출하량의 변동성이 확대될 가능성도 존재한다. 참고로 1H25 기준 북미 지역의 Handset 수요 비중은 약 9% 수준이며, iPhone 중심의 pull-in 수요(약 +1%p)가 발생했으나 부품 단가 인상 부담으로 단기 수익성은 다소 악화된 것으로 파악된다.

표. 중국 정부의 IT기기/가전 보조금 정책

구분	주요 내용	보조율 / 상한	시행 시점	비고
종합 정책 방향	'대규모 장비 갱신 및 소비품 교체(以旧换新)' 정책을 전국적으로 확대 시행. 보조 대상 확대, 지원 강도 강화, 절차 간소화 명시	—	2025.1.5	'加力扩围'(범위 확대) 공식 사용
디지털 기기 보조 신설	스마트폰, 태블릿, 스마트워치/밴드 신규 구매 보조 신설	판매가의 15% 보조, 단가 ≤ 6,000위안 / 보조 상한 500위안, 1인 1기기 제한	2025.1월	결제 시 즉시 차감(立减补贴) 방식 고려
가전 교체 보조 확대	가전 보조 대상 8종 → 12종으로 확대 (전자레인지·정수기·식기세척기·전기밥솥 등 추가)	고효율(1급): 20%, 일반: 15%, 보조 상한 2,000위안/대	2025.1월	2024년에 수혜받은 제품도 2025년 재신청 가능
보조금 재원 조달	초장기 특별국채(超长期特别国债)로 재원 확보, 1차 배정액 810억 위안, 총규모 약 3,000억 위안	—	2025.1~2월	지방 실적 우수 지역에 우선 배정
감독·관리 강화	보조금 부정수급(骗补) 및 가격 인상 후 보조(先涨价后补贴) 단속, 품질·가격 감독 강화	—	2025.상반기	중앙-지방 공동 감독, 절차 간소화 강조
지역 정부 확대 사례	스마트홈 제품 (스마트도어락·로봇청소기 등) 보조 도입	기본 15%, 고효율 제품 20%, 상한 2,000위안/대	2025.6월	중앙지침에 따른 지방 확장 적용

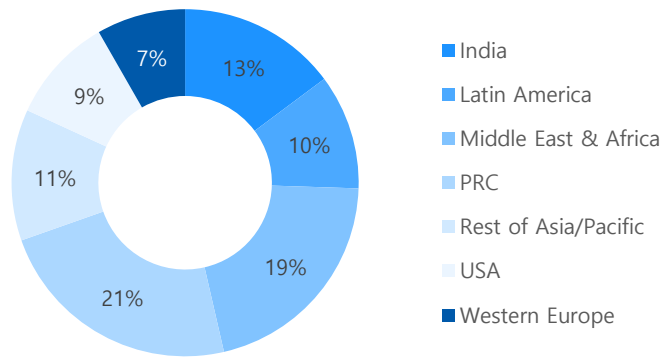
자료: gov.cn, ndrc.gov.cn, mofcom.gov.cn, beijing.gov., 유안타증권 리서치센터

차트. 글로벌 Handset 출하량 증감율 추이 및 전망



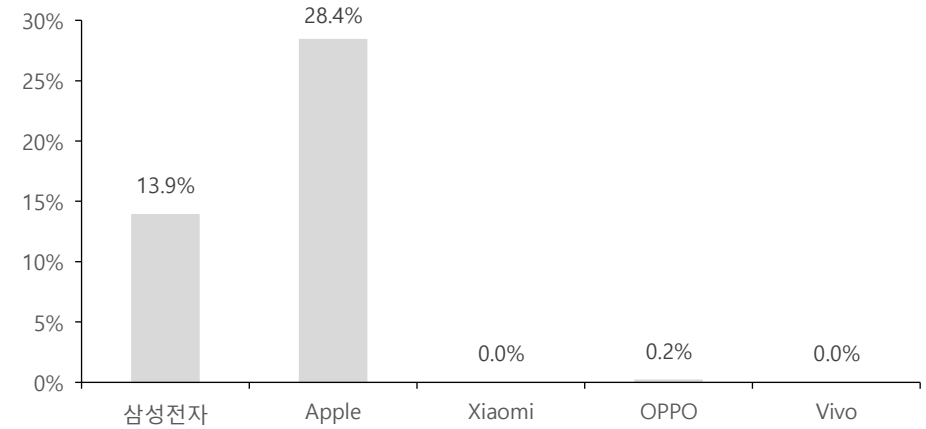
자료: 유안타증권 리서치센터

차트. 1H25 글로벌 스마트폰 지역별 수요 비중



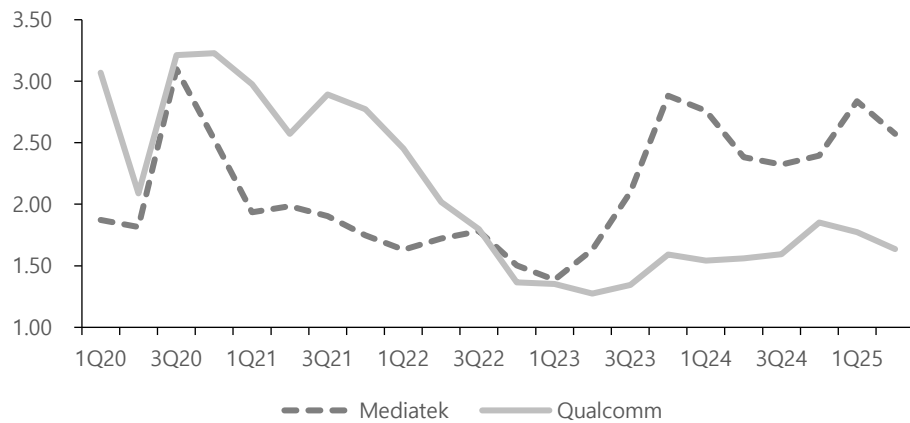
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

차트. 1H25 주요 스마트폰 브랜드별 복미 매출 비중



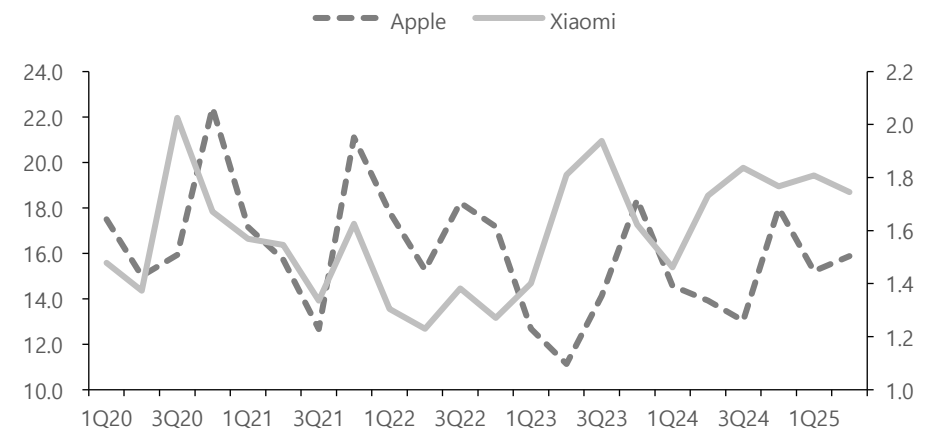
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

차트. Qualcomm/Mediatek의 매출/재고자산 회전율 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 2Q25말 기준

차트. Apple/Xiaomi의 매출/재고자산 회전율 추이

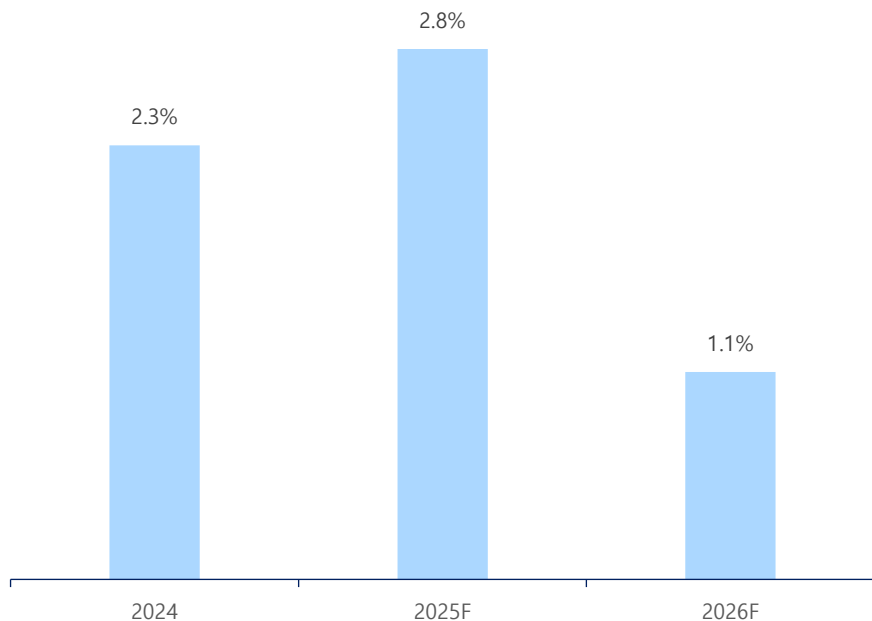


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주1: 2Q25말 기준, 주2: 좌/우축에 각각 Apple/Xiaomi 회전율 반영

Pull-in 효과 이후 완만한 조정, AI PC 수요로 가치 성장 지속

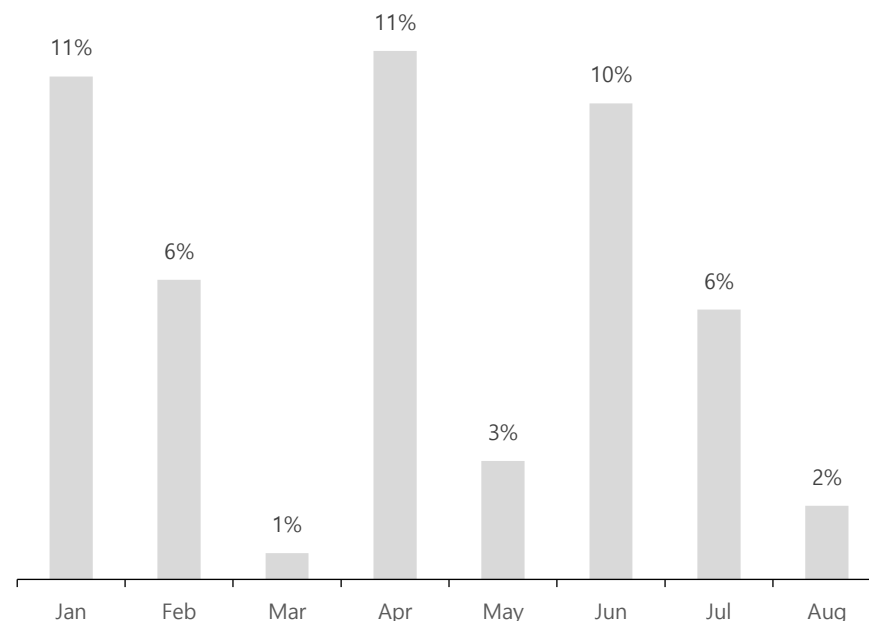
- 2026년 글로벌 PC 출하량 예상 연간 증가율은 1.1%로 추정한다. 전년도부터 시작된 Windows 11 전환 효과가 이어지겠지만, 2025년 관세 불확실성에 대비한 Pull-in 수요의 기저효과(Base effect) 로 성장률은 다소 제한될 전망이다. HP에 따르면 1H25 말 기준 Installed base 중 Windows 10 기반 기기의 약 50%가 교체된 것으로 파악된다.
- 1Q25 미국 정부는 PC 등 컴퓨팅 품목에 대해 90일간 관세 면제 조치를 적용했으며, HP·Dell 등 주요 OEM들은 시장 점유율 방어를 위해 예상보다 높은 수준의 출하를 단행한 것으로 보인다. 3Q25 이후 이러한 움직임이 둔화되며, 연초 약 +4% 수준이던 월별 출하 증가율은 점차 낮아지는 추세다. 다만, AI PC 도입 확산과 프리미엄 노트북 비중 확대가 하이엔드 제품군의 평균판매단가(ASP)를 견조하게 유지시킬 것으로 예상된다. 이에 따라 단순 출하량 둔화에도 불구하고 가치 기준의 시장 규모(Value growth) 는 완만한 성장세를 이어갈 가능성이 높다.

차트. 글로벌 PC 출하량 증감율 추이 및 전망



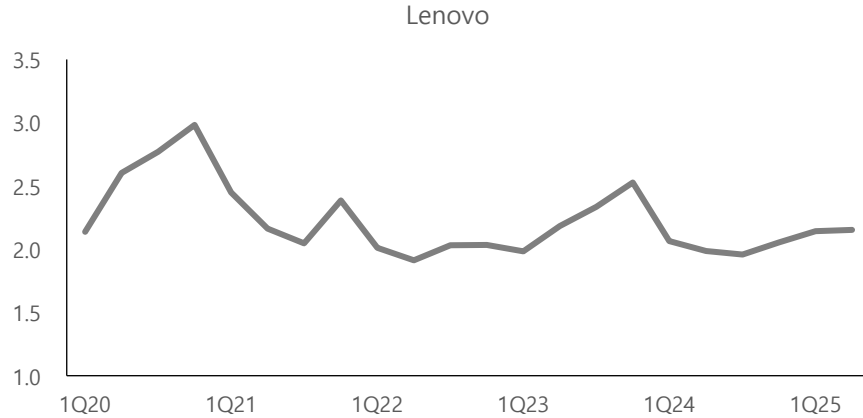
자료: 유안타증권 리서치센터

차트. 2025년 글로벌 PC 월별 출하량 YoY 증감율



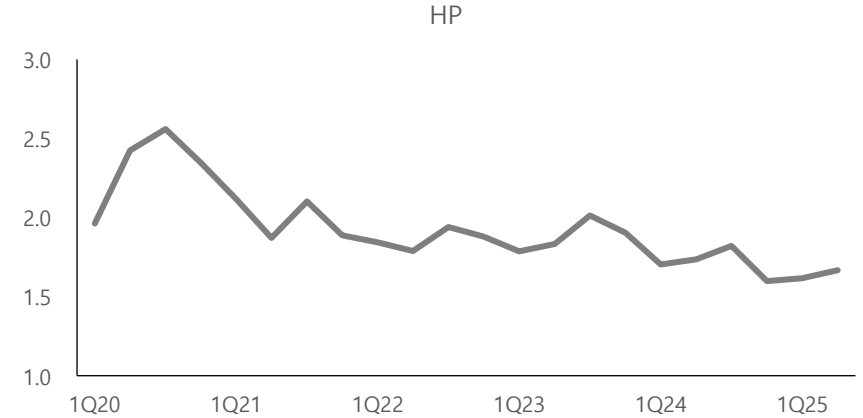
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

차트. Lenovo 매출/재고자산 회전을 추이



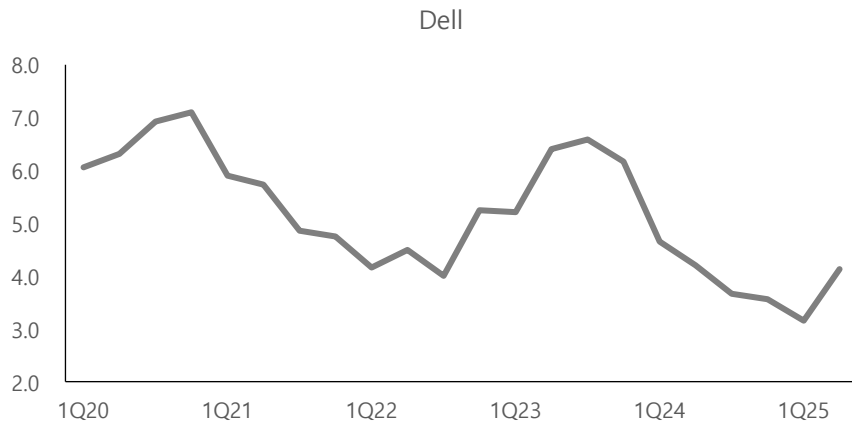
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 2Q25말 기준

차트. HP 매출/재고자산 회전을 추이



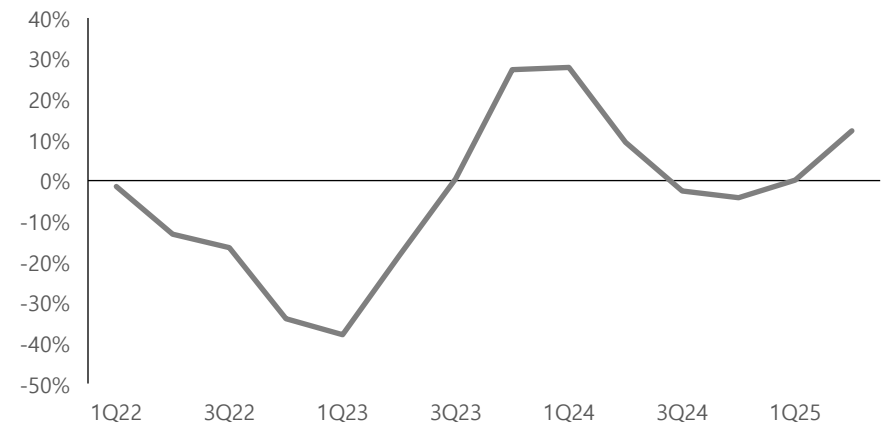
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 2Q25말 기준

차트. Dell 매출/재고자산 회전을 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 2Q25말 기준

차트. Intel/AMD PC 부문 합산 매출액 및 YoY 증감율 추이

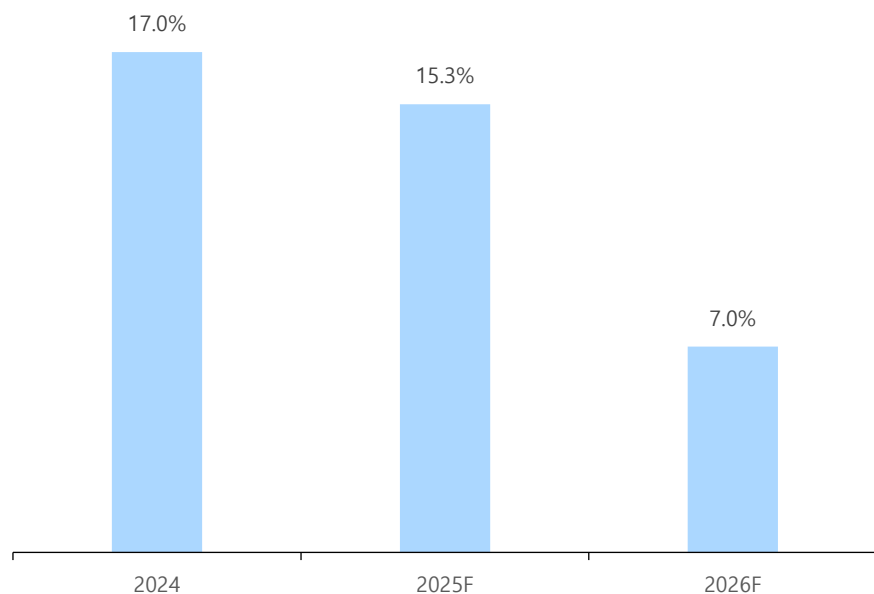


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 2Q25말 기준

AI에서 범용까지, 서버 투자 사이클의 확장 국면

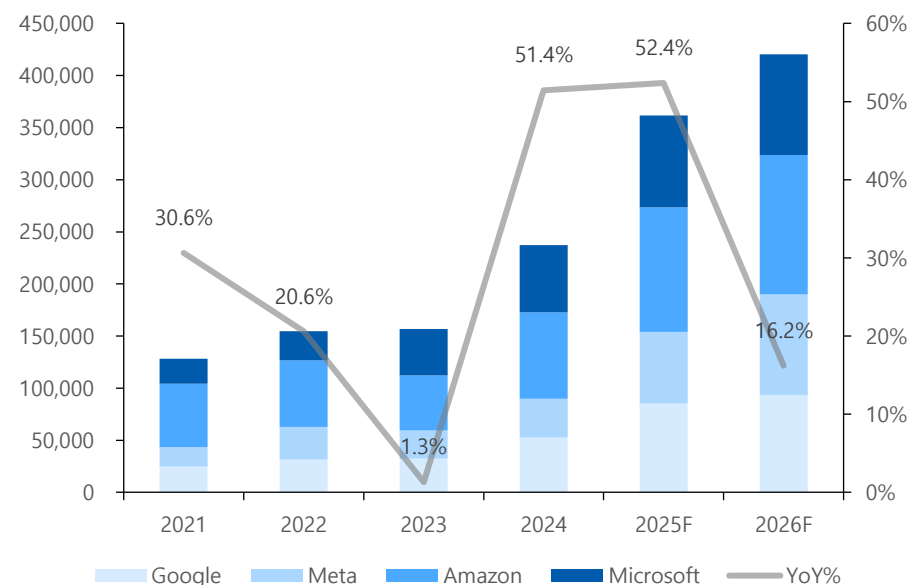
- 2026년 글로벌 서버 출하량은 전년대비 7.0% 증가할 것으로 추정한다. 최근 **Hyperscaler**들의 투자가 주로 AI 전용 인프라에 집중되어 왔다면, 내년부터는 범용(Traditional) 서버 교체 수요가 본격적으로 확장되는 시기가 될 전망이다. AI 워크로드 증가로 인한 데이터센터 확장과 더불어, 기존 CPU 기반 서버의 노후화 및 운영 효율 개선 요구가 맞물리면서 AI 서버와 범용 서버 모두에서 투자 사이클이 동시에 열린다. **Enterprise** 영역에서도 AI 중심의 인프라 전환과 클라우드 네이티브 확장 수요가 확대되고 있어, **글로벌 서버 시장의 구조적 성장세가 지속될 전망이다.**
- 2026년 북미 주요 Cloud server providers의 연간 Capex는 전년대비 16.3% 증가할 것으로 전망한다. 대규모 컴퓨팅 및 스토리지 인프라 구축 니즈가 강화되고 있으며, 동시에 데이터센터 건설, 냉각 인프라, 고속 네트워크 확장 등 전반적 인프라 투자가 필연적으로 증가하고 있기 때문이다. 운영 효율화 및 최적화 투자 역시 Capex 증가 요인으로 작용할 것이다. 단순히 설비를 늘리는 것보다는 AI 기반 제어 시스템, 냉각 최적화 기술, 에너지 절감 설계, 자동화 모니터링 시스템 등을 구축함으로써 장기 비용을 줄이고 서비스 안정성을 확보 해야 하기 때문이다.

차트. 글로벌 Server 출하량 증감률 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

차트. 북미 주요 Cloud server providers의 Capex 증감률 추이 및 전망



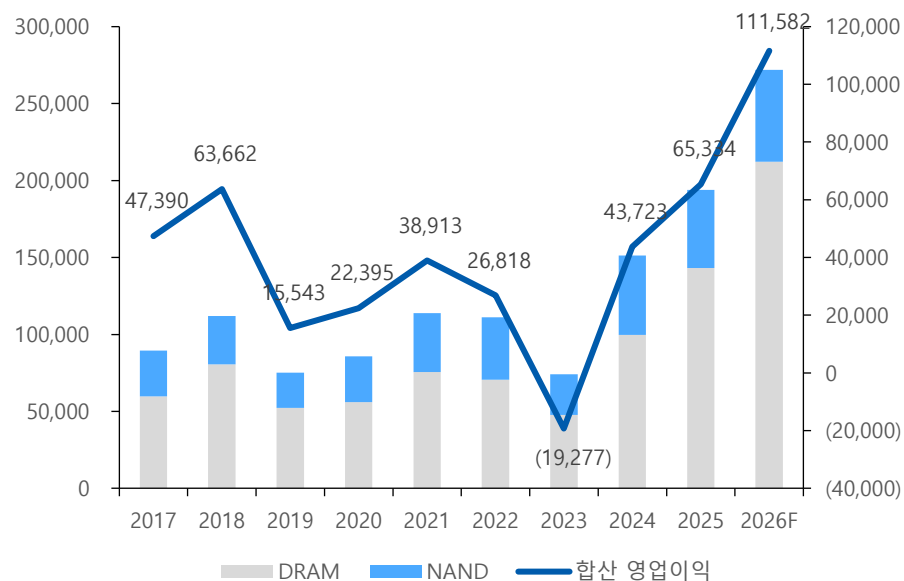
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 bilUSD 기준



메모리 가격 상승 트렌드 지속될 전망

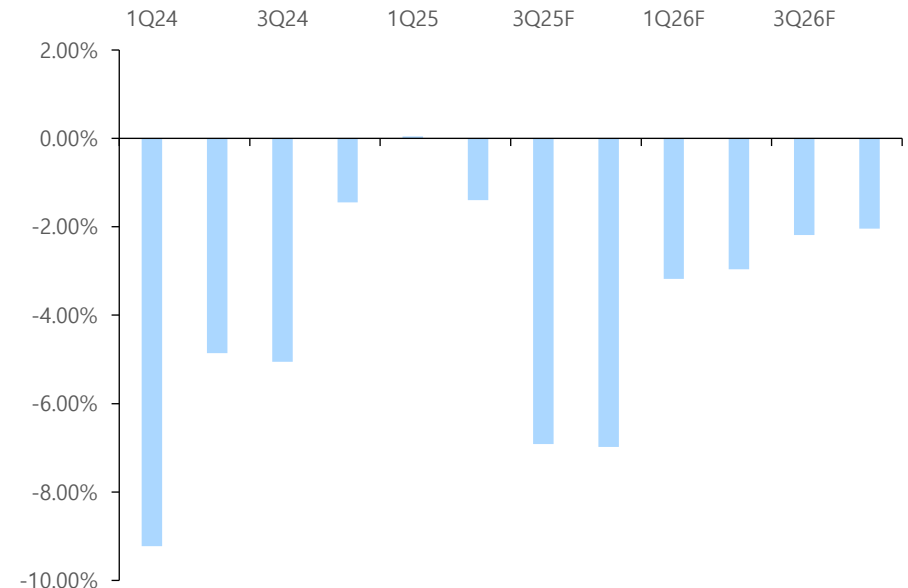
- 2026년 DRAM 가격은 상승세를 이어갈 것으로 전망한다. 2025/2026년 서버 수요 예상 증가율은 각각 +29.1% / +17.6%로, 고용량 서버 DRAM 중심의 수요가 시장 성장을 견인할 것으로 예상된다. 2Q25 말부터 Hyperscaler를 중심으로 Legacy DRAM 재고 축적 및 신규 주문 확대가 시작된 것으로 파악되며, 이러한 흐름은 Enterprise 수요로 강화되며 2026년까지 이어질 가능성이 높다. 한편 DRAM 공급 증가율은 15.8%에 그칠 것으로 추정한다. ① HBM 생산 확대에 따라 범용 DRAM 생산 캐파를 점진적으로 전환하고 있으며, ② 지난 1년간 이어진 수익성 중심의 생산운영 기조로 인해 추가로 기여할 수 있는 유효 공급 Bit이 제한적일 것이기 때문이다.
- 공급 제약과 Server 중심의 고사양 수요 확대가 맞물려, **2026년 국내 메모리반도체 합산 예상 매출액은 271.9조원으로 레벨업 될 전망이다. 더불어 2026년말 DDR6 표준화가 마무리되며 세대 전환 기대감이 형성되고 있어, 주요 업체들은 기술 전환을 위한 캐파 운영의 유연성을 강화해 나갈 가능성이 높다는 점도 긍정적.** 이는 단기적인 공급 확대 여력을 제한하고, 2026년에도 메모리 시장의 타이트한 수급이 유지될 가능성을 높여 나갈 것이다.

차트. 국내 메모리반도체 합산기준 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터,
주1: 단위는 십억원 기준, 주2: 합산 영업이익만 우측에 반영

차트. DRAM 분기별 Sufficiency ratio 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

표. 글로벌 DRAM 수급 전망

	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2025F	YoY	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F	YoY
Total DRAM supply	34,070	36,042	37,166	36,590	143,868	22.50%	38,900	40,888	42,832	43,914	166,535	15.80%
Total DRAM demand	34,054	36,552	38,725	40,965	150,296	21.60%	41,700	42,655	43,270	44,137	171,762	14.30%
Sufficiency	0.00%	-1.40%	-4.00%	-10.70%	-1.80%		-6.70%	-4.10%	-1.00%	-0.50%	-3.00%	
Total PC demand	3,258	3,604	3,782	3,500	14,144	8.40%	3,300	3,700	3,800	3,800	14,600	3.20%
Total Server demand	12,962	13,918	14,800	17,000	58,680	29.10%	19,000	18,000	16,500	15,500	69,000	17.60%
Total Mobile demand	11,944	12,737	13,630	14,035	52,346	13.00%	13,045	13,959	15,447	16,815	59,266	13.20%
Total Graphics demand	3,567	3,902	3,979	3,819	15,267	65.30%	4,055	4,597	5,022	5,422	19,096	25.10%
Others demand	2,323	2,391	2,534	2,612	9,860	3.00%	2,300	2,400	2,500	2,600	9,800	-0.60%

자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 million 2Gb

표. 글로벌 NAND 수급 전망

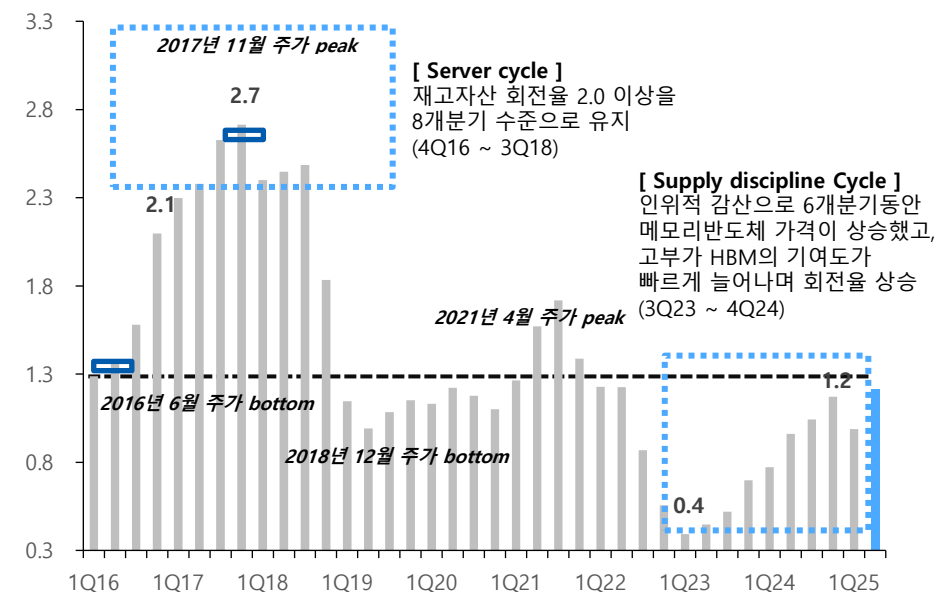
	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2025F	YoY	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F	YoY
Total NAND supply	216,101	222,016	237,020	250,163	925,300	13%	226,906	257,437	308,924	339,817	1,133,083	22%
Total NAND demand	206,110	242,876	257,730	276,584	983,301	13%	231,734	267,446	317,701	334,560	1,151,440	17%
Sufficiency	4.8%	-8.6%	-8.0%	-9.6%	-5.9%		-2.1%	-3.7%	-2.8%	1.6%	-1.6%	
Total Handset demand	71,429	75,583	79,442	90,886	317,339	11%	78,769	79,116	89,372	102,260	349,518	10%
Total PC demand	44,345	54,605	53,716	49,465	202,130	0%	44,744	49,643	60,383	56,312	211,081	4%
Total Game console demand	5,046	4,642	4,842	8,976	23,505	-7%	5,273	5,142	6,257	6,924	23,595	0%
Total Enterprise SSD demand	51,169	72,126	81,339	83,251	287,886	38%	67,320	93,764	118,800	120,285	400,169	39%
Memory card + UFD	15,176	13,399	13,957	14,819	57,352	-22%	13,064	13,934	14,672	15,271	56,941	-1%
Others demand	18,945	22,522	24,434	29,188	95,089	26%	22,564	25,846	28,219	33,507	110,136	16%

자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 8Gb M. Equiv.

체질 변화가 만든 순환 국면 → 재고자산 회전을 추세적 상승

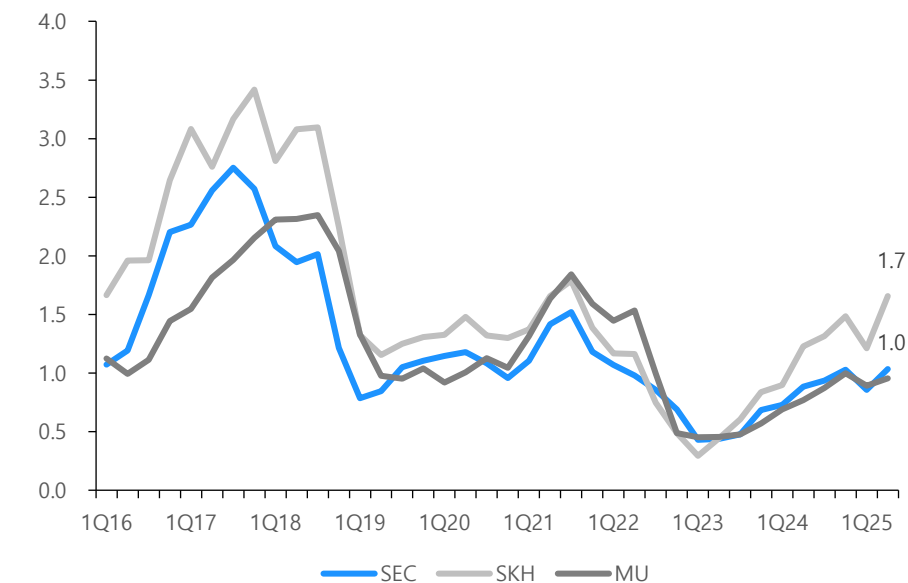
- 2026년 메모리반도체 재고자산 회전율은 추세적인 상승세를 이어갈 것으로 전망한다. 2H25 업계의 재고자산은 분기별로 빠르게 감소하고, 2026년 연초에는 약 3주 수준까지 정상화될 것으로 추정한다. 이는 Conventional 메모리 가격 상승세가 유지되고, 서버 중심의 강한 수요가 재고 소진을 가속화하고 있기 때문이다. 2Q25 말 메모리 3사 합산 매출액 대비 재고자산 회전율은 1.2배로, 전분기 대비 약 20% 개선되었다.
- 이번 재고 회전율의 상승은 단순히 수요 강세를 반영하는 데 그치지 않는다. **공급 조율과 재고 효율화를 기반으로 한 체질적 회복 국면에 진입한 것으로 추정한다.** 2023년 초유의 재고 누적 사태를 겪은 이후, 메모리 공급업체들은 재고 관리에 대한 경각심을 높이며, '수익성 중심의 재고 운영'이라는 새로운 기조를 정착시키고 있다. 또한 과거 7년 전 서버 사이클 말기에는 Double booking, 주문 취소, 과잉 재고 누적이 업황 하락의 단초가 되었지만, 이번 사이클에서는 공급업체들이 생산·출하·재고를 모두 lean하게 관리하며 시장 대응력을 높여 나갈 것으로 기대한다.

차트. 메모리반도체 3사 합산 매출액/재고자산 회전율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 메모리반도체 3사 = 삼성전자 + SK하이닉스 + Micron

차트. 메모리반도체 3사 매출액/재고자산 회전율 추이

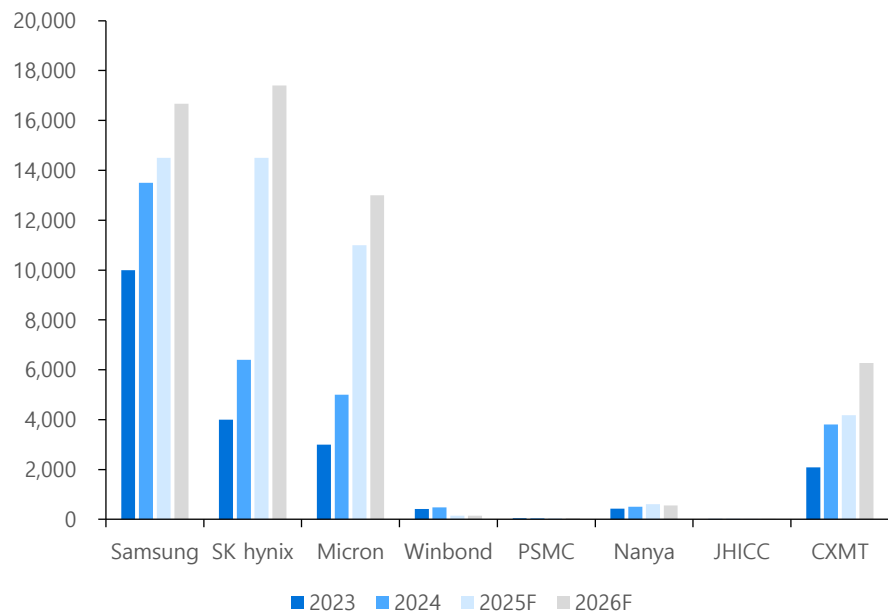


자료: 유안타증권 리서치센터

1c DRAM 투자 본격화 → EUV의 메모리 시장 침투율 확대

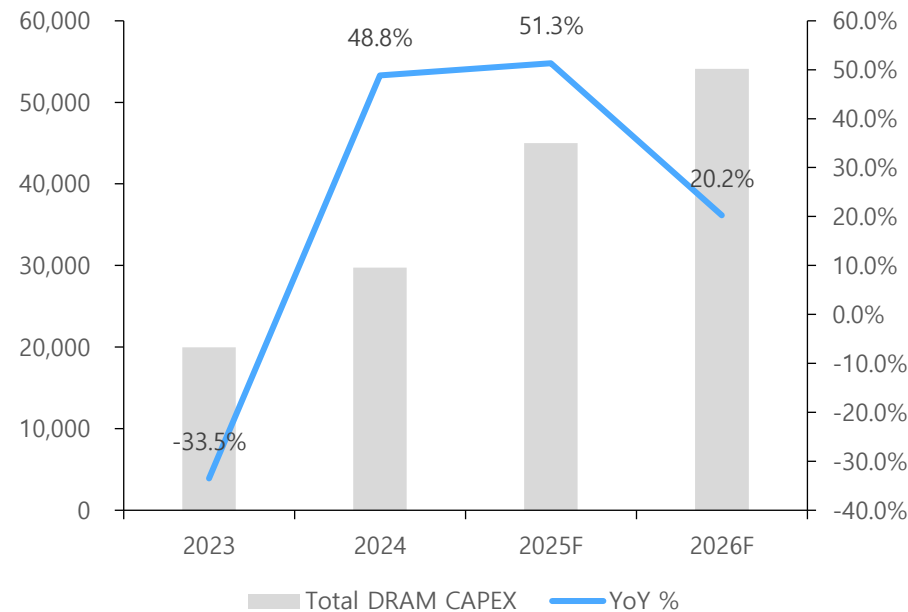
- 2026년 글로벌 DRAM 예상 Capex는 541.1억달러로 전년대비 20.2% 증가할 것으로 추정한다. 메모리반도체 3사의 전년비 DRAM Tech migration이 빠른 속도로 전개되는 가운데, 중국 로컬 반도체 기업의 Capex 확대를 예상하기 때문이다. 특히 3사 모두 1c DRAM에 대한 투자 강도가 가장 높을 것이며, 이에 따라 EUV의 메모리 공정 내 침투율이 한층 확대될 전망이다.
- SK하이닉스의 DRAM 신규 클린룸이 확보 여력이 제한적인이라는 점과 고용량 Conventional DRAM(SOCAMM 포함) 수요 증가율이 역대급이라는 점을 고려하면 **1Cnm 투자규모는 150K 수준일 것으로 추정한다**. 삼성전자는 HBM4를 위한 1Cnm 투자를 계획 중인 것으로 파악된다. 다만 HBM 시장 경쟁이 심화되고 있다는 점과 Server DRAM 수요에 대한 가시성이 상대적으로 높다는 점을 고려하면 **예상대비 높은 수준의 Conventional DRAM 투자 가능성을 배제할 수 없다는 판단이다**. Micron 또한 **싱가폴에 DRAM 신규 팹 투자를 빠르게 진행하여** 시장 수요에 탄력적으로 대응할 것으로 기대한다.

차트. 글로벌 DRAM 공급업체별 Capex 추이 및 전망



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD 기준

차트. 글로벌 DRAM Capex 추이 및 전망



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD 기준



표. 글로벌 DRAM Capa 추이 및 전망

Company	Fab Name	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
Samsung	Line13	30	30	20	10	-	-	-	-	-	-	-	-
	Line15	160	170	180	180	175	175	170	170	170	175	175	185
	Line17	100	130	150	150	140	130	120	100	95	90	85	80
	P1L	100	100	105	110	110	110	120	120	120	120	120	120
	P2L	80	90	100	110	110	120	130	140	140	140	140	140
	P3L	65	80	95	110	110	110	110	110	95	100	105	110
	P4L	-	-	-	-	-	-	5	10	10	20	35	50
		535	600	650	670	645	645	655	650	630	645	660	685
SK hynix	M10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	M14	138	145	160	170	170	170	170	170	165	155	145	135
	M16	80	85	110	130	145	160	170	185	200	220	230	240
	M15x	-	-	-	-	-	-	-	-	5	20	30	40
	Wuxi (C2)	150	150	165	180	185	185	190	190	190	190	190	190
		368	380	435	480	500	515	530	545	560	585	595	605
Micron	Dominion Fab6	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
	Fab15 (MMJ)	105	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
	OMT	195	190	190	195	200	210	220	220	220	225	230	230
		320	310	310	315	320	330	340	340	340	345	350	350
Nanya	Fab 3A	53	57	58	54	53	56	60	62	63	65	65	65
		53	57	58	54	53	56	60	62	63	65	65	65
PSMC	PC DRAM	12	13	12	10	9	9	10	11	10	10	10	10
	Foundry (DRAM)	24	25	30	30	30	31	34	34	35	35	35	35
		36	38	42	40	39	40	44	45	45	45	45	45
Winbond	Fab6	12	10	10	10	10	10	9	8	8	8	7	7
	KH	12	14	15	14	13	14	15	15	15	15	15	15
		24	24	25	24	23	24	24	23	23	23	22	22
JHICC	JHICC	10	10	10	10	12	16	20	20	21	22	23	25
		10	10	10	10	12	16	20	20	21	22	23	25
CXMT	Phase1	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
	Phase2	5	15	35	50	60	80	90	100	100	100	100	100
	Beijing Fab1	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
	Beijing Fab2	5	10	20	30	40	50	50	50	60	60	60	60
		140	155	185	210	230	260	270	280	290	290	290	290
		1,486	1,574	1,715	1,803	1,822	1,886	1,943	1,965	1,972	2,020	2,050	2,087

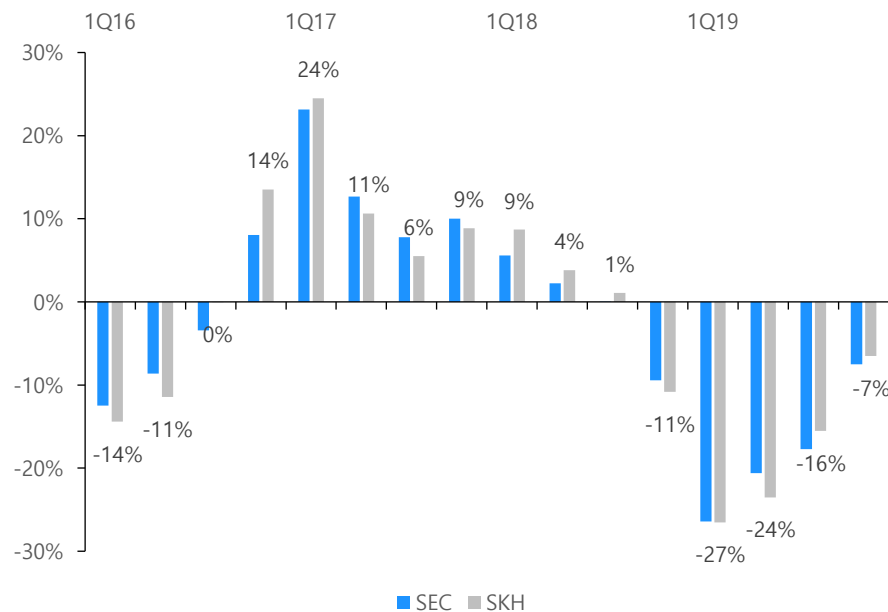
자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 KWafer per Month



1H26: Marginal downturn vs. Structural demand

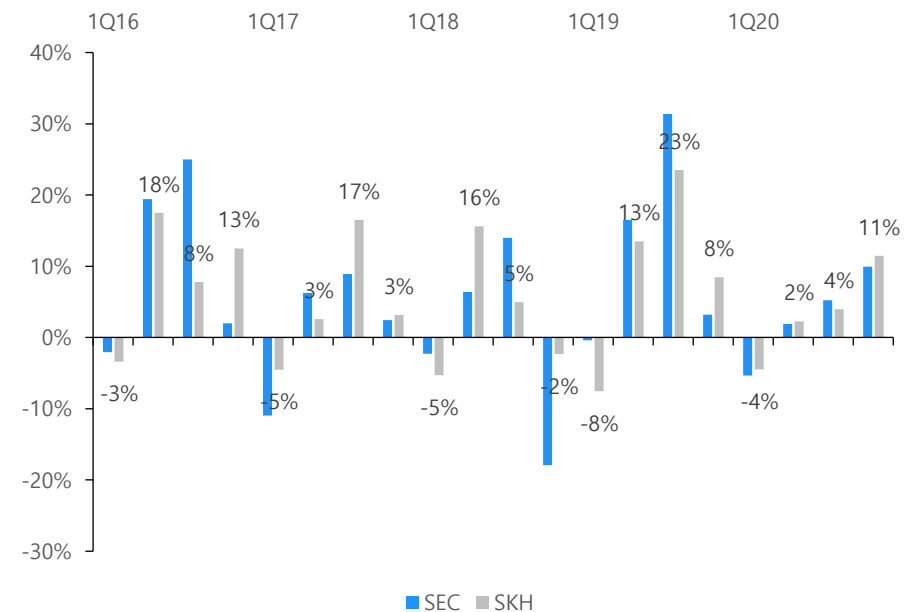
- 2025년 하반기 서버 수요는 예상치를 상회하며 강한 성장세를 보이고 있다. 전통 서버의 교체 수요뿐 아니라 계절적 성수기 효과가 뚜렷하게 나타나고, 주요 서버 업체들은 4분기까지도 재고 축적 의지가 매우 강한 것으로 파악된다. 이러한 흐름은 단기적인 수요 모멘텀을 강화하며 **2026년 상반기 진입 시점을 메모리반도체 시장의 단기 변곡점으로 만들 가능성이 높다**는 판단이다.
- 트럼프 행정부의 지연된 관세 여파와 2025년 하반기 강한 재고 축적에 따른 기저효과(Base effect)가 맞물릴 경우, 2026년 상반기에는 **일시적으로 가격 상승 모멘텀이 약화될 가능성(Marginal downturn)**을 배제할 수 없다. 반면 1H26 비수기임에도 불구하고 서버 주문이 견조하게 이어진다면, 2026년 메모리 가격 상승 폭은 당초 예상보다 더 확대되고, 하반기에도 High-single 수준의 가격 상승세가 재차 강화되는 시나리오로 전개될 수 있을 것이다. 더 나아가, 2027년에는 Edge AI 확산에 따른 Consumer IT 세트 수요의 성장 모멘텀이 부각될 경우, 메모리반도체 시장은 단기 반등을 넘어 **구조적 상승 사이클(Structural upcycle)**로 이어질 가능성도 배제할 수 없다.

차트. 과거 Server cycle 기간내 QoQ DRAM ASP 트렌드



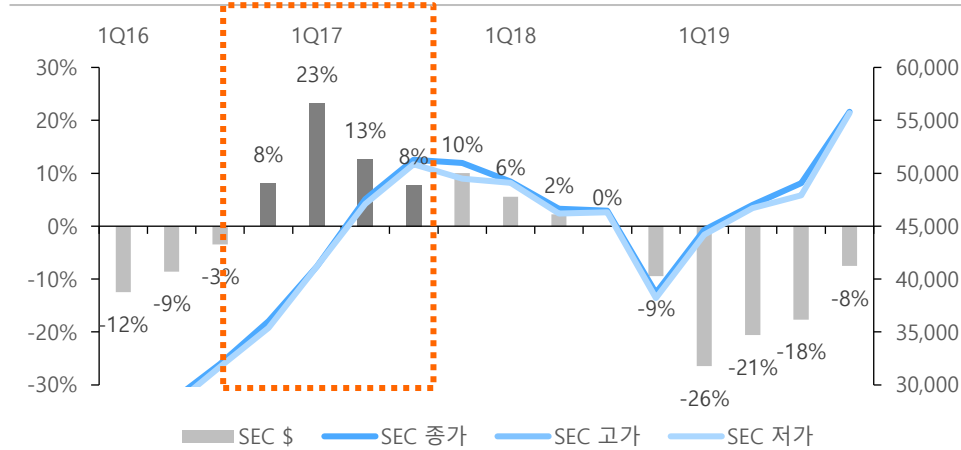
자료: 유안타증권 리서치센터

차트. 과거 Server cycle 기간내 QoQ DRAM Bit shipment 트렌드



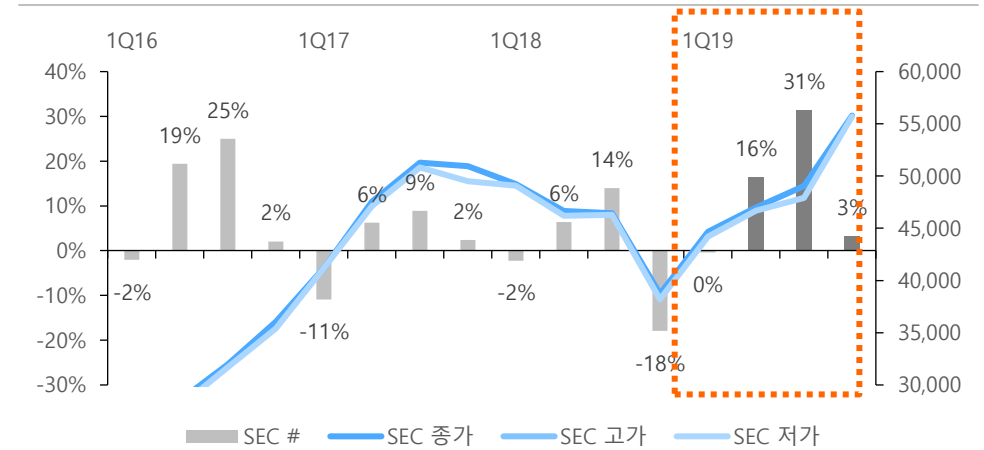
자료: 유안타증권 리서치센터

차트. 과거 Server cycle 내 삼성전자 주가와 QoQ DRAM ASP 추이



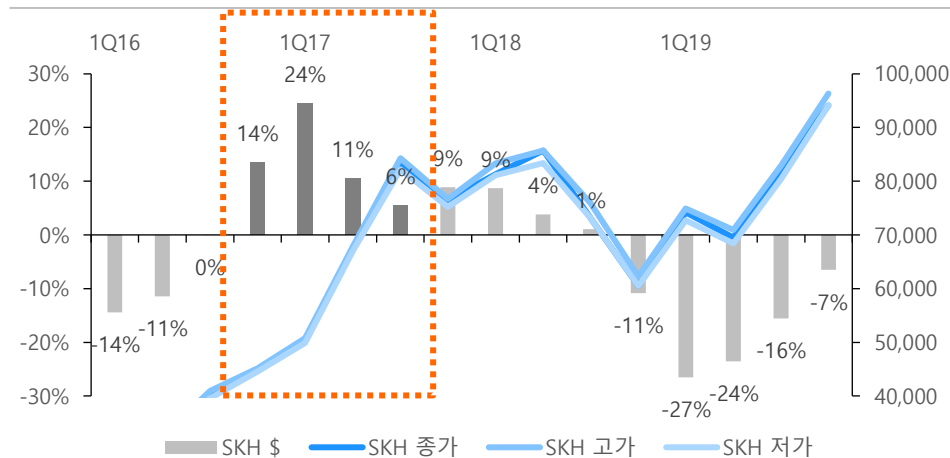
자료: Quantiwis, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가는 우측에 KRW 기준으로 반영

차트. 과거 Server cycle 내 삼성전자 주가와 QoQ DRAM Bit shipment 추이



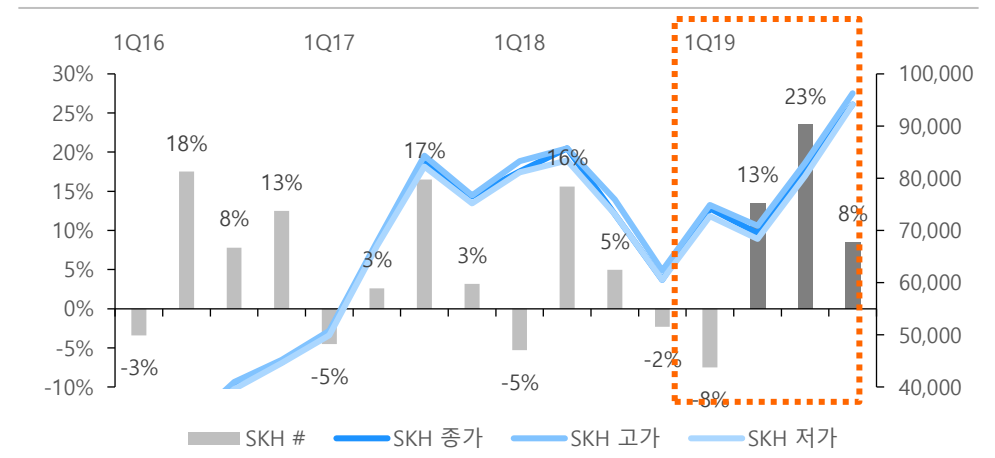
자료: Quantiwis, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가는 우측에 KRW 기준으로 반영

차트. 과거 Server cycle 내 SK하이닉스 주가와 QoQ DRAM ASP 추이



자료: Quantiwis, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가는 우측에 KRW 기준으로 반영

차트. 과거 Server cycle 내 SK하이닉스 주가와 QoQ DRAM Bit shipment 추이



자료: Quantiwis, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가는 우측에 KRW 기준으로 반영

반도체 업종 투자 전략

- 2026년 메모리반도체 업황은 가격 상승세가 이어지는 가운데, 공급 효율화와 기술 전환이 맞물리며 한국 메모리반도체 산업은 구조적 레벨업 구간에 진입할 것으로 전망한다. 단기적으로 관세 여파나 2H25 기저효과에 따른 일시적 가격 모멘텀 둔화 가능성은 있으나, 업황의 상승 추세 내의 조정 국면일 것으로 추정한다.
- **1H26 메모리 공급 업체들이 가격 협상 테이블에서 우위를 점해 나갈 것으로 예상한다.** 재고는 3주 수준으로 공급사들의 Bit 생산 증가율이 극히 제한적인 구간이기 때문이다. **2H26에는 Hyperscaler/Enterprise의 Server 투자 확대가 이어지며 출하량 증가가 외형 성장을 재차 견인할 것으로 기대한다.** 공급업체의 가동률이 지속 높아지며, 2027년 전공정 소재/부품 기업들은 사상 최대 실적을 기록할 것으로 전망한다.
- 1Cnm DRAM 투자 확대에 따라 메모리 공정 내 EUV 사용량이 빠르게 증가할 전망이다. 삼성전자와 SK하이닉스의 경우, 1Cnm 에서 EUV 적용 레이어 수가 평균 6~7개 수준으로, 전세대(D1b) 대비 두 배 가까이 증가하는 것으로 파악된다. EUV 관련 장비·소재·부품 밸류체인 전반의 투자 모멘텀이 강화될 것으로 예상한다. *[관련 글로벌/국내 소부장 밸류체인 page 42~43]*

표. 삼성전자 Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	258,935	300,871	331,062	402,788
영업이익	6,567	32,726	36,674	64,445
지배순이익	14,473	33,621	32,998	50,724
PER	30.3	13.2	18.3	11.7
PBR	1.3	1.2	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.4	5.2	6.7	4.7
ROE	4.1	9.0	8.2	11.8

자료: 유안타증권 리서치센터

표. SK하이닉스 Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	32,766	66,193	94,364	133,115
영업이익	-7,730	23,467	40,807	62,632
지배순이익	-9,112	19,789	34,974	52,174
PER	-8.6	6.6	10.1	6.8
PBR	1.4	1.7	3.2	2.2
EV/EBITDA	17.5	4.0	6.4	4.2
ROE	-15.6	31.1	39.2	40.8

자료: 유안타증권 리서치센터

표. EUV 관련 밸류체인

Company	Ticker	시가총액	2025년 YTD 주가 Performance	증가	2Q25말 BPS	Historical high					
						주가	EPS	PER	BPS	PBR	영업이익률
ASML	ASML NA Equity	396,528	30.0	876	49	905	20	157.3	47	27.0	36.3
Zeiss	AFX GR Equity	4,754	1.0	46	25	72	1	42.4	10	2.8	14.6
KLA	KLAC US Equity	145,730	76.8	1,107	36	1,155	5	80.4	22	4.2	36.5
Onto innovation	ONTO US Equity	6,567	-19.6	134	39	228	3	242.5	26	2.6	22.0
Lasertec	6920 JP Equity	13,505	43.7	21,585	16	23,590	33	36.3	222	3.5	31.1
Hoya	7741 JP Equity	51,548	15.0	22,640	19	22,995	218	39.1	1,392	5.1	38.2
AGC	5201 JP Equity	6,991	7.4	4,845	43	5,004	559	92.4	5,930	1.1	17.8
Shin-Etsu Chemical	4063 JP Equity	64,687	-5.1	4,911	16	5,993	85	27.4	921	2.2	20.9
Dupont	DD US Equity	33,317	6.1	80	56	88	12	38.1	129	1.5	13.8
Merck	MRK GR Equity	57,036	-18.2	112	71	165	8	33.3	69	4.4	22.0
Cabot	CBT US Equity	3,706	-22.5	70	26	117	7	157.8	30	1.5	12.6
파크시스템스	140860 KS Equity	1,665	12.5	238,000	29,828	310,000	6,175	102.5	12	19.1	26.2
넥스틴	348210 KS Equity	542	1.2	51,700	15,070	69,500	4,433	34.7	12	288.1	49.2
오로스테크놀로지	322310 KS Equity	272	80.6	29,050	7,290	32,550	1,028	203.9	5	11.5	41.3
에프에스티	036810 KS Equity	744	115.5	33,900	12,073	38,000	2,220	513.2	4	4.3	15.0
에스앤에스텍	101490 KS Equity	1,263	130.1	58,900	12,694	61,500	1,452	85.0	6	9.4	19.4
동진세미캠	005290 KS Equity	2,219	106.5	43,150	19,523	47,250	3,102	174.4	7	6.8	14.9
이엔에프테크놀로지	102710 KS Equity	803	234.1	56,200	29,581	64,000	3,332	26.1	2	4.0	14.0
한솔아이원스	114810 KS Equity	393	114.7	13,760	7,251	14,490	1,146	152.4	3	11.0	23.5

자료: Bloomberg, Quantwise, 유안타증권 리서치센터, 주1: 10월 18일 기준, 주2: 단위는 mnUSD/bilKRW 기준



표. 1c DRAM 관련 밸류체인

	Company	Ticker	시가총액	2025년 YTD 주가 Performance	증가	2Q25말 BPS	Historical high					
							주가	EPS	PER	BPS	PBR	영업이익률
더 깊고 얇은 Cell Etch 필요	Lam research	LRCX US Equity	178,449	97.4	142	8	154	1	305.6	602	9.0	30.3
	Tokyo electron	8035 JP Equity	97,394	31.8	31,120	27	31,520	198	825.9	1,192	6.0	18.6
	브이엠	089970 KS Equity	514	210.8	21,350	5,486	23,000	6,175	32.7	12	7.1	34.5
High-k Gate Stack → ALD 수요 확대	ASM International	ASM NA Equity	30,776	-3.7	535	79	638	17	502.3	76	8.8	29.5
	Applied Materials	AMAT US Equity	179,237	39.5	225	23	232	1	125.3	7	8.1	29.1
	Tokyo electron	8035 JP Equity	97,394	31.8	31,120	27	31,520	198	825.9	1,192	6.0	18.6
	Veeco Instrument	VECO US Equity	1,756	8.9	29	14	34	9	884.9	21	7.5	32.6
	주성엔지니어링	036930 KS Equity	1,465	5.3	31,000	12,818	43,400	4,433	325.8	12	28.9	28.3
	원익IPS	240810 KS Equity	2,651	141.6	54,000	18,591	60,600	1,028	127.8	5	6.3	19.4
	유진테크	084370 KS Equity	1,861	159.4	81,200	18,775	86,800	2,220	339.9	4	6.4	31.4
	HPSP	403870 KS Equity	2,902	33.4	34,750	3,335	38,750	1,056	48.5	3,458	18.2	53.5
	디아이티	110990 KS Equity	304	28.1	16,060	11,942	19,470	1,452	119.6	6	1.9	20.7
	Merck	MRK GR Equity	57,036	-18.2	112	71	165	8	33.3	69	4.4	22.0
	한솔케미칼	014680 KS Equity	2,335	112.4	206,000	94,048	227,500	3,102	44.3	7	6.1	25.7
	솔브레인	357780 KS Equity	2,197	70.8	282,500	132,134	305,000	3,332	18.6	2	4.4	19.5
	디엔에프	092070 KS Equity	196	92.1	16,940	13,060	17,600	1,146	310.7	3	11.3	27.3
	코미코	183300 KS Equity	1,173	206.3	112,100	26,926	120,500	3,819	25.0	5	4.7	24.3
원익QnC	074600 KS Equity	648	38.3	24,650	18,165	27,850	3,016	214.4	3	3.2	16.6	
Overlay 정밀도 ↑, Defect 관리 ↑	KLA	KLAC US Equity	145,730	76.8	1,107	36	1,155	5	80.4	22	4.2	36.5
	파크시스템스	140860 KS Equity	1,665	12.5	238,000	29,828	310,000	3,007	102.5	5	19.1	26.2
	넥스틴	348210 KS Equity	542	1.2	51,700	15,070	69,500	2,845	34.7	4	288.1	49.2
	오로스테크놀로지	322310 KS Equity	272	80.6	29,050	7,290	32,550	5,338	203.9	2	11.5	41.3

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



표. 삼성전자 목표주가 산정 테이블

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Adj BPS_P (비지배주주지분 제외)	24,340	28,971	35,342	37,528	39,406	43,611	50,817	52,002	57,930	61,072	67,607
PBR_P (End)	1.48	1.76	1.10	1.49	2.06	1.80	1.09	1.51	0.92	1.31	1.18
PBR_P (High)	1.50	1.99	1.53	1.53	2.06	2.22	1.57	1.51	1.53	1.33	1.20
PBR_P (Low)	0.89	1.23	1.08	0.98	1.07	1.57	1.02	1.05	0.86	0.83	0.75
PBR_P (Avg)	1.18	1.60	1.33	1.24	1.45	1.82	1.26	1.30	1.24	0.99	0.90
Target PBR											1.74
Target Price										118,000	117,945
Close Price (10월 20일)										93,300	93,300
Upside potential										26%	26%

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: Target PBR = 2016~2017년 PBR 밴드 상단 평균 값

표. SK하이닉스 목표주가 산정 테이블

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Adj BPS_P (비지배주주지분 제외)	34,051	47,510	67,794	69,271	74,721	88,543	90,064	76,616	104,567	146,625	210,757
PBR_P (End)	1.31	1.61	0.89	1.36	1.59	1.48	0.83	1.85	1.66	2.41	1.67
PBR_P (High)	1.37	1.90	1.44	1.40	1.62	1.70	1.49	1.88	2.38	2.46	1.71
PBR_P (Low)	0.75	0.94	0.86	0.82	0.88	1.02	0.83	0.95	1.23	1.11	0.77
PBR_P (Avg)	1.00	1.35	1.16	1.09	1.19	1.37	1.13	1.41	1.71	1.57	1.09
Target PBR											2.66
Target Price										570,000	560,809
Close Price (10월 20일)										490,000	490,000
Upside potential										16%	14%

자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터, 주: Target PBR = 2019년 PBR Band 상단값 * Customized DRAM 경쟁력 프리미엄 40% 부여



삼성전자 (005930): 2026년 예상 영업이익 64.4조원

반도체



백길현, USCPA 반도체
gilhyun.baik@yuentskorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	118,000원 (M)
현재주가 (10/20)	98,100원
상승여력	20%

시가총액	6,427,306억원
총발행주식수	6,735,612,586주
60일 평균 거래대금	14,933억원
60일 평균 거래량	19,145,288주
52주 고/저	98,100원
외인지분율	49,900원
배당수익률	52.15%
주요주주	삼성생명보험 외 15 인 11.71%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	23.1	46.2	65.7
상대	11.2	22.2	12.7
절대(달러환산)	20.7	43.3	59.7

• 2026년 DRAM 가격은 상승세를 이어갈 것으로 전망

2025/2026년 글로벌 서버 수요 예상 증가율은 각각 +29.1% / +17.6%로, 고용량 서버 DRAM 중심의 수요가 시장 성장을 견인할 것으로 예상된다. 2Q25 말부터 Hyperscaler를 중심으로 Legacy DRAM 재고 축적 및 신규 주문 확대가 시작된 것으로 파악되며, 이러한 흐름은 Enterprise 수요로 강화되며 2026년까지 이어질 가능성이 높다. 글로벌 DRAM 공급 증가율은 15.8%에 그칠 것으로 추정한다. ① HBM 생산 확대에 따라 범용 DRAM 생산 캐파를 점진적으로 전환하고 있으며, ② 최근1년간 수익성 중심의 생산운영 기조로 인해 추가로 기여할 수 있는 유효 공급 Bit이 제한적일 것이기 때문이다. 동사 2026년 예상 영업이익은 64.4조원으로 사상 최대 실적을 기록할 전망이다.

• 투자의견 BUY, 목표주가 118,000원 유지

2025년 하반기 전통 서버의 교체 수요뿐 아니라 계절적 성수기 효과가 뚜렷하게 나타나고, 주요 서버 업체들은 4분기까지도 재고 축적 의지가 매우 강한 것으로 파악된다. 이러한 흐름은 단기 수요 모멘텀을 강화하며 2026년 상반기 진입 시점을 메모리반도체 시장의 변곡점으로 만들 가능성이 높다. 단기적으로 관세 여파나 2H25 기저효과에 따른 일시적 가격 모멘텀 둔화 가능성은 있으나, 업황의 상승 추세 내 단기 조정 국면일 것으로 추정한다. 추가로 동사 미국 파운드리 법인의 사업화 가시성이 확보는 향후 동사 주가 모멘텀으로 작용할 것으로 기대한다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	331,062	402,788	410,844
매출액증가율	-14.3	16.2	10.0	21.7	2.0
영업이익	6,567	32,726	36,674	64,445	61,627
영업이익률	2.5	10.9	11.1	16.0	15.0
지배주주귀속순이익	14,473	33,621	32,998	50,724	51,951
지배주주 귀속 EPS	2,225	5,433	5,369	8,371	8,578
증가율	-75.2	144.2	-1.2	55.9	2.5
PER	30.3	13.2	18.3	11.7	11.4
PBR	1.3	1.2	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.4	5.2	6.7	4.7	4.4
ROA	3.2	6.9	6.3	9.0	8.5
ROE	4.1	9.0	8.2	11.8	10.9

자료: 유안타증권 리서치센터

표. 삼성전자 실적 추이 및 전망

		1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
Sales	Total	79,141	74,566	86,000	91,355	101,720	97,305	104,018	99,745	300,871	331,062	402,788
	Y/Y	10.0%	0.7%	8.7%	20.5%	28.5%	30.5%	21.0%	9.2%	16.2%	10.0%	21.7%
	Q/Q	4.4%	-5.8%	15.3%	6.2%	11.3%	-4.3%	6.9%	-4.1%	-	-	-
Gross Profit	Total	28,131	25,497	32,680	34,715	38,654	37,463	40,047	38,900	114,309	121,022	155,064
	(% of sales)	35.5%	34.2%	38.0%	38.0%	38.0%	38.5%	38.5%	39.0%	38.0%	36.6%	38.5%
Operating profit	Total	6,685	4,676	12,113	13,200	15,617	15,628	17,064	16,136	32,726	36,674	64,445
	(% of sales)	8.4%	6.3%	14.1%	14.4%	15.4%	16.1%	16.4%	16.2%	10.9%	11.1%	16.0%
	Y/Y	1.2%	-55.2%	31.9%	103.3%	133.6%	234.2%	40.9%	22.2%	398.30%	12.1%	75.7%
	Q/Q	3.0%	-30.1%	159.0%	9.0%	18.3%	0.1%	9.2%	-5.4%	-	-	-
Net Profit	Total	8,028	4,934	9,596	10,439	12,221	12,284	13,394	12,825	33,621	32,998	50,724
	(% of sales)	10.1%	6.6%	11.2%	11.4%	12.0%	12.6%	12.9%	12.9%	11.2%	10.0%	12.6%
	Y/Y	21.3%	-48.8%	-1.9%	37.8%	52.2%	149.0%	39.6%	22.9%	132.3%	-1.9%	53.7%
	Q/Q	6.0%	-38.5%	94.5%	8.8%	17.1%	0.5%	9.0%	-4.2%	-	-	-
Semi	Sales	26,055	28,789	34,574	38,217	40,335	42,319	43,136	43,729	112,842	127,636	169,519
	Y/Y	11.0%	-1.0%	17.4%	23.3%	54.8%	47.0%	24.8%	14.4%	71.0%	13.1%	32.8%
	Q/Q	-16.0%	10.0%	20.1%	10.5%	5.5%	4.9%	1.9%	1.4%	-	-	-
	OP	1,082	415	7,144	9,372	10,870	11,973	12,406	12,485	15,155	18,014	47,735
	OPM%	4%	1%	20.7%	24.5%	26.9%	28.3%	28.8%	28.6%	13.0%	14.1%	28.2%
	Y/Y	-44%	-94%	88.1%	212.6%	904.2%	2784.8%	73.7%	33.2%	-204.0%	18.9%	165.0%
	Q/Q	-64%	-62%	1621.2%	31.2%	16.0%	10.1%	3.6%	0.6%	-	-	-
DRAM	Sales	13,282	14,395	18,809	22,081	24,484	25,351	25,993	27,107	53,789	68,568	102,936
	Y/Y	27.0%	7.0%	33.0%	39.9%	84.3%	76.1%	38.2%	22.8%	102.0%	27.5%	50.1%
	Q/Q	-16.0%	8.0%	30.7%	17.4%	10.9%	3.5%	2.5%	4.3%	-	-	-
Bit shipments	Q/Q	2%	11%	14.0%	5.0%	4.0%	1.0%	2.0%	3.0%	-	-	-
	ASP	-20%	2%	13.0%	13.0%	7.0%	4.0%	2.0%	2.0%	-	-	-
NAND	OP	3,666	3,527	7,027	9,030	10,195	11,187	11,759	12,174	14,734	23,250	45,315
	OPM%	27.60%	24.50%	37.4%	40.9%	41.6%	44.1%	45.2%	44.9%	27.0%	33.9%	44.0%
	Y/Y	90%	-21%	93.4%	90.8%	178.1%	217.2%	67.3%	34.8%	흑전	57.8%	94.9%
	Q/Q	-23%	-4%	99.2%	28.5%	12.9%	9.7%	5.1%	3.5%	-	-	-
	Sales	6,772	7,694	8,765	9,066	9,491	9,732	9,583	9,127	32,483	32,298	37,933
Bit shipments	Y/Y	-8.0%	-12.0%	5.3%	11.9%	40.1%	26.5%	9.3%	0.7%	93.0%	-0.6%	17.4%
	Q/Q	-16.0%	14.0%	13.9%	3.4%	4.7%	2.5%	-1.5%	-4.8%	-	-	-
ASP	Q/Q	-10.0%	29.0%	8.0%	1.0%	2.0%	3.0%	3.0%	1.0%	-	-	-
	Q/Q	-10.0%	-8.0%	4.0%	3.5%	3.0%	1.0%	-3.0%	-5.0%	-	-	-
	OP	-3	-231	712	907	1,184	1,365	1,252	911	5,221	1,385	4,711
	OPM%	-0.1%	-3.0%	8.1%	10.0%	12.5%	14.0%	13.1%	10.0%	16.0%	4.3%	12.4%
	Y/Y	적전	적전	-57%	149%	흑전	흑전	76%	0%	흑전	-73.5%	240.1%
Q/Q	적전	적지	흑전	27%	30%	15%	-8%	-27%	-	-	-	

자료: 유안타증권 리서치센터, 주1: 단위는 십억원 기준



삼성전자 사업부별 Peer 기업 벨류에이션 비교 (DS부문)

		국내		해외									
		삼성전자	SK하이닉스	Micron	Western Digital	Sandisk	Nanya	MediaTek	Qualcomm	TSMC	UMC	SMIC	Intel
Ticker		A005930	A000660	MU US	WDC US	SNDK US	2408 TT	2454 TT	QCOM US	2330 TT	2303 TT	688981 CH	INTC US
시가총액		580,716	353,445	232,092	41,660	21,692	10,672	70,064	180,236	1,261,460	18,713	94,154	177,225
매출액	2023	300,871	66,193	25,111	6,317	6,663	1,063	16,518	38,962	90,106	7,232	8,030	53,101
	2024F	323,663	90,393	53,534	11,279	9,059	1,966	19,018	43,676	122,713	7,695	9,282	52,087
	2025F	362,794	113,840	61,006	11,679	10,338	3,392	21,220	44,589	148,409	8,106	10,965	53,741
영업이익	2023	32,726	23,467	1,304	-403	-468	-329	3,188	10,071	41,157	1,607	474	-11,678
	2024F	35,046	40,166	21,397	3,246	1,310	-34	3,551	15,232	60,668	1,390	914	1,229
	2025F	59,693	55,050	24,853	3,701	1,998	984	4,091	14,847	72,841	1,578	1,337	4,766
순이익	2023	33,621	19,789	778	-798	-672	-158	3,312	10,142	36,526	1,470	493	-18,756
	2024F	34,036	32,867	18,516	2,468	947	10	3,460	13,164	53,764	1,212	729	657
	2025F	51,870	42,111	21,447	2,869	1,565	870	3,959	13,069	64,299	1,452	1,071	3,125
PER	2023	14.5	6.6	134.3	-	-	-	21.1	20.5	23.8	11.3	81.7	-
	2024F	19.4	10.8	12.6	17.8	23.4	1,060.0	20.0	14.0	23.6	15.4	201.6	247.4
	2025F	12.7	8.4	10.7	15.6	14.1	12.5	17.7	13.8	19.8	12.8	138.4	56.3
PBR	2023	1.2	1.7	2.3	2.4	-	0.5	5.7	7.2	6.5	1.4	1.6	0.9
	2024F	1.6	3.2	3.2	5.4	2.2	2.0	5.4	6.6	7.3	1.5	6.6	1.6
	2025F	1.4	2.3	2.5	4.5	1.9	1.7	5.1	5.4	5.7	1.5	6.3	1.6
ROE	2023	9.0	31.1	1.7	-7.9	0.0	-3.1	27.8	42.4	30.3	12.8	2.4	-18.3
	2024F	8.4	37.2	27.5	43.0	11.2	0.2	27.0	45.2	33.2	10.4	3.1	-0.6
	2025F	11.8	33.8	24.2	36.4	16.7	14.2	29.5	39.9	32.1	12.2	4.5	2.1
EV/EBITD A	2023	3.4	3.7	12.3	43.9	-	10.5	16.7	15.5	13.4	5.1	13.6	19.1
	2024F	6.8	6.5	7.7	12.1	14.3	22.7	14.9	11.0	14.4	5.1	24.3	17.6
	2025F	4.9	4.6	6.6	10.4	9.6	6.7	13.4	11.6	12.1	4.6	20.1	13.2

자료: Bloomberg, Qunatwise, 유안타증권 리서치센터, 주: 국내 단위는 십억원, 해외 단위는 백만달러



삼성전자 사업부별 Peer 기업 벨류에이션 비교 (DX부문)

		국내		해외				
		삼성전자	LG전자	Apple	Xiaomi	ZTE	Whirlpool	HAIER
Ticker		005930 KS	066570 KS	AAPL US	1810 HK	000063 CH	WHR US	600690 CH
시가총액		580,716	14,823	3,891,744	158,966	32,515	4,061	31,870
매출액	2023	300,871	87,728	391,035	50,823	16,848	16,607	39,722
	2024F	323,663	88,376	414,642	67,887	19,690	15,510	43,377
	2025F	362,794	91,552	440,120	85,387	21,943	15,389	45,580
영업이익	2023	32,726	3,420	123,216	3,409	1,245	142	3,052
	2024F	35,046	2,705	131,860	6,594	1,216	859	3,546
	2025F	59,693	3,388	140,152	8,696	1,366	935	3,911
순이익	2023	33,621	368	93,736	3,286	1,170	-323	2,603
	2024F	34,036	1,442	110,604	5,975	1,194	359	2,962
	2025F	51,870	1,546	116,910	7,827	1,318	455	3,256
PER	2023	14.5	48.0	33.8	34.1	13.0	11.3	14.1
	2024F	19.4	11.4	35.5	26.5	28.4	11.3	11.2
	2025F	12.7	10.6	32.6	20.4	26.3	8.9	10.2
PBR	2023	1.2	0.8	60.5	4.3	1.5	2.4	2.4
	2024F	1.6	0.7	61.3	4.7	3.1	1.3	1.9
	2025F	1.4	0.7	51.0	3.9	2.8	0.9	1.7
ROE	2023	9.0	2.4	157.4	13.4	12.0	-12.8	17.6
	2024F	8.4	6.8	176.9	19.2	11.0	11.5	17.4
	2025F	11.8	7.1	179.9	19.7	10.8	7.7	17.2
EV/EBITDA	2023	3.4	4.5	24.9	25.0	8.4	7.6	9.6
	2024F	6.8	3.5	26.6	20.9	20.7	9.2	6.7
	2025F	4.9	3.1	25.0	16.0	18.7	8.5	6.2

자료: Bloomberg, Qunatwise, 유안타증권 리서치센터, 주: 국내 단위는 십억원, 해외 단위는 백만달러



삼성전자 사업부별 Peer 기업 벨류에이션 비교 (SDC/Harman)

		국내		해외	
		삼성전자	LG디스플레이	BOE	Continental
Ticker		005930 KS	034220 KS	000725 CH	CON GR
시가총액		580,716	7,265	3,891,744	158,966
매출액	2023	300,871	26,615	27,554	42,967
	2024F	323,663	25,820	31,016	23,219
	2025F	362,794	26,693	33,577	32,989
영업이익	2023	32,726	-561	930	2,439
	2024F	35,046	837	1,390	2,412
	2025F	59,693	1,293	1,999	2,880
순이익	2023	33,621	-2,563	739	1,264
	2024F	34,036	846	1,150	1,317
	2025F	51,870	695	1,589	1,754
PER	2023	14.5	-2.0	18.3	11.1
	2024F	19.4	8.6	18.4	10.4
	2025F	12.7	10.5	13.4	8.5
PBR	2023	1.2	0.8	0.7	0.9
	2024F	1.6	1.0	1.1	1.1
	2025F	1.4	0.9	1.0	1.0
ROE	2023	9.0	-28.6	4.1	8.3
	2024F	8.4	10.5	5.9	11.2
	2025F	11.8	7.5	7.6	14.6
EV/EBITDA	2023	3.4	4.6	5.4	3.7
	2024F	6.8	3.0	6.3	8.5
	2025F	4.9	2.6	5.9	7.1

자료: Bloomberg, Qunatwise, 유안타증권 리서치센터, 주: 국내 단위는 십억원, 해외 단위는 백만달러



삼성전자 (005930) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	331,062	402,788	410,844
매출원가	180,389	186,562	210,039	247,725	254,723
매출총이익	78,547	114,309	121,022	155,064	156,121
판매비	71,980	81,583	84,348	90,618	94,494
영업이익	6,567	32,726	36,674	64,445	61,627
EBITDA	45,234	75,357	83,412	111,591	106,805
영업외손익	4,439	4,804	5,934	5,687	7,440
외환관련손익	-102	-363	5	248	248
이자손익	3,428	3,915	3,754	4,405	6,157
관계기업관련손익	888	751	596	636	636
기타	226	501	1,579	398	398
법인세비용차감전순손익	11,006	37,530	42,609	70,132	69,066
법인세비용	-4,481	3,078	8,494	17,533	15,195
계속사업순손익	15,487	34,451	34,115	52,599	53,872
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	15,487	34,451	34,115	52,599	53,872
지배지분순이익	14,473	33,621	32,998	50,724	51,951
포괄순이익	18,837	51,296	28,752	55,552	56,825
지배지분포괄이익	17,846	50,048	29,283	57,436	58,751

주요영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	44,137	72,983	62,292	94,295	100,823
당기순이익	15,487	34,451	34,115	52,599	53,872
감가상각비	35,532	39,650	43,621	44,353	42,705
외환손익	0	0	-93	-248	-248
중속, 관계기업관련손익	-888	-751	-596	-636	-636
자산부채의 증감	-5,459	-1,568	-22,633	-12,382	-5,160
기타현금흐름	-536	1,200	7,878	10,609	10,290
투자활동 현금흐름	-16,923	-85,382	-58,715	-50,625	-44,026
투자자산	6,092	1,075	-2,335	-1,394	-331
유형자산 증가 (CAPEX)	-57,611	-51,406	-48,163	-46,000	-45,000
유형자산 감소	98	156	102	0	0
기타현금흐름	34,498	-35,207	-8,319	-3,231	1,306
재무활동 현금흐름	-8,593	-7,797	-19,603	-9,661	-9,661
단기차입금	1,967	6,058	-5,982	0	0
사채 및 장기차입금	385	586	676	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-9,864	-10,889	-9,831	-9,661	-9,661
기타현금흐름	-1,081	-3,553	-4,466	0	0
연결범위변동 등 기타	779	4,821	5,532	2,662	-1,697
현금의 증감	19,400	-15,375	-10,494	36,671	45,439
기초 현금	49,681	69,081	53,706	43,212	79,883
기말 현금	69,081	53,706	43,212	79,883	125,321
NOPLAT	9,241	32,726	36,674	64,445	61,627
FCF	-13,474	21,576	14,129	48,295	55,823

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	195,937	227,062	240,430	295,211	344,412
현금및현금성자산	69,081	53,706	43,212	79,883	125,321
매출채권 및 기타채권	43,281	53,246	59,735	65,221	65,982
재고자산	51,626	51,755	62,385	68,114	69,477
비유동자산	259,969	287,470	294,186	294,435	294,587
유형자산	187,256	205,945	205,691	207,338	209,633
관계기업등 지분관련자산	11,767	12,592	15,178	16,572	16,904
기타투자자산	8,913	8,913	12,264	12,264	12,264
자산총계	455,906	514,532	534,616	589,645	638,999
유동부채	75,719	93,326	93,051	100,644	102,489
매입채무 및 기타채무	53,550	61,523	67,411	73,421	74,890
단기차입금	7,115	13,173	7,190	7,190	7,190
유동성장기부채	1,309	2,207	1,204	1,204	1,204
비유동부채	16,509	19,014	21,339	22,883	23,228
장기차입금	0	7	2,004	2,004	2,004
사채	538	15	9	9	9
부채총계	92,228	112,340	114,390	123,527	125,717
지배지분	353,234	391,688	408,618	452,635	497,878
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	346,652	370,513	390,791	431,855	474,145
비지배지분	10,444	10,504	11,609	13,484	15,404
자본총계	363,678	402,192	420,227	466,118	513,282
순차입금	-79,721	-93,322	-94,016	-136,638	-183,492
총차입금	12,686	19,330	14,024	14,024	14,024

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,225	5,433	5,369	8,371	8,578
BPS	52,002	57,981	61,588	68,222	75,042
EBITDAPS	6,659	11,094	12,369	16,567	15,857
SPS	38,120	44,293	49,093	59,800	60,996
DPS	1,444	1,446	1,456	1,456	1,456
PER	30.3	13.2	18.3	11.7	11.4
PBR	1.3	1.2	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.4	5.2	6.7	4.7	4.4
PSR	1.8	1.6	2.0	1.6	1.6

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-14.3	16.2	10.0	21.7	2.0
영업이익 증가율 (%)	-84.9	398.3	12.1	75.7	-4.4
지배순이익 증가율 (%)	-73.6	132.3	-1.9	53.7	2.4
매출총이익률 (%)	30.3	38.0	36.6	38.5	38.0
영업이익률 (%)	2.5	10.9	11.1	16.0	15.0
지배순이익률 (%)	5.6	11.2	10.0	12.6	12.6
EBITDA 마진 (%)	17.5	25.0	25.2	27.7	26.0
ROIC	4.0	11.7	8.9	17.3	17.1
ROA	3.2	6.9	6.3	9.0	8.5
ROE	4.1	9.0	8.2	11.8	10.9
부채비율 (%)	25.4	27.9	27.2	26.5	24.5
순차입금/자기자본 (%)	-22.6	-23.8	-23.0	-30.2	-36.9
영업이익/금융비용 (배)	7.1	36.2	55.9	97.4	93.1



SK하이닉스 (000660): 2026년 예상 영업이익 62.6조원

반도체



백길현, USCPA 반도체
gilhyun.baik@yuentskorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	570,000원 (U)
현재주가 (10/20)	485,500원
상승여력	17%

시가총액	3,534,451억원
총발행주식수	728,002,365주
60일 평균 거래대금	10,631억원
60일 평균 거래량	3,335,059주
52주 고/저	485,500원
외인지분율	158,800원
배당수익률	55.30%
주요주주	에스케이스퀘어 외 7 인 20.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	37.5	80.5	159.2
상대	24.2	50.8	76.3
절대(달러환산)	34.9	76.9	149.8

• 2026년 DRAM 가격은 상승세를 이어갈 것으로 전망

2025/2026년 글로벌 서버 수요 예상 증가율은 각각 +29.1% / +17.6%로, 고용량 서버 DRAM 중심의 수요가 시장 성장을 견인할 것으로 예상된다. 2Q25 말부터 Hyperscaler를 중심으로 Legacy DRAM 재고 축적 및 신규 주문 확대가 시작된 것으로 파악되며, 이러한 흐름은 Enterprise 수요로 강화되며 2026년까지 이어질 가능성이 높다. 한편 글로벌 DRAM 공급 증가율은 15.8%에 그칠 것으로 추정한다. ① HBM 생산 확대에 따라 범용 DRAM 생산 캐파를 점진적으로 전환하고 있으며, ② 최근1년간 수익성 중심의 생산운영 기조로 인해 추가로 기여할 수 있는 유효 공급 Bit이 제한적일 것이기 때문이다. 동사 2026년 예상 영업이익은 62.6조원으로 사상 최대 실적을 기록할 전망이다.

• 투자 의견 BUY, 목표주가 570,000원으로 상향 조정

주요 서버 고객들은 2025년 4분기까지도 재고 축적 의지가 매우 강한 것으로 파악된다. 1H26 메모리 공급 업체들이 가격 협상 테이블에서 지속 우위를 점할 것으로 기대한다. 재고는 3주 수준으로 공급사들의 Bit 생산 증가율이 극히 제한적인 구간이기 때문이다. 이러한 흐름은 단기 수요 모멘텀을 강화하며 2026년 상반기 진입 시점을 메모리반도체 시장의 변곡점으로 만들 가능성이 높으나, 업황의 상승 추세 내 단기 조정 국면일 것으로 추정한다. 동사 1c DRAM을 포함해 고부가 DRAM 시장 내 경쟁력은 지속 될 것으로 기대된다는 점이 긍정적이다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	94,364	133,115	146,426
매출액증가율	-26.6	102.0	42.6	41.1	10.0
영업이익	-7,730	23,467	40,807	62,632	63,695
영업이익률	-23.6	35.5	43.2	47.1	43.5
지배주주귀속순이익	-9,112	19,789	34,974	52,174	52,885
지배주주 귀속 EPS	-12,517	27,182	48,042	71,667	72,644
증가율	-508.7	-317.2	76.7	49.2	1.4
PER	-8.6	6.6	10.1	6.8	6.7
PBR	1.4	1.7	3.2	2.2	1.7
EV/EBITDA	17.5	4.0	6.4	4.2	3.6
ROA	-8.9	18.0	25.9	29.5	23.2
ROE	-15.6	31.1	39.2	40.8	30.2

자료: 유안타증권 리서치센터



표. SK하이닉스 실적 추이 및 전망

		1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
Sales	Total	17,639	22,232	25,528	28,964	30,115	31,785	34,462	36,753	66,193	94,364	133,115
	Y/Y	41.9%	35.4%	45.3%	46.5%	70.7%	43.0%	35.0%	26.9%	102.02%	42.56%	41.07%
	Q/Q	-10.8%	26.0%	14.8%	13.5%	4.0%	5.5%	8.4%	6.7%	-	-	-
Gross Profit	Total	10,102	11,983	14,040	16,220	17,165	18,117	19,643	20,949	31,828	52,346	75,875
	(% of sales)	57.3%	53.9%	55.0%	56.0%	57.0%	57.0%	57.0%	57.0%	-6066.5%	64.5%	45.0%
Operating profit	Total	7,441	9,213	11,077	13,077	14,270	15,008	16,239	17,115	23,467	40,807	62,632
	(% of sales)	42.2%	41.4%	43.4%	45.1%	47.4%	47.2%	47.1%	46.6%	35.5%	43.2%	47.1%
	Y/Y	157.8%	68.5%	57.6%	61.8%	91.8%	62.9%	46.6%	30.9%	흑자전환	73.9%	53.5%
	Q/Q	-7.9%	23.8%	20.2%	18.1%	9.1%	5.2%	8.2%	5.4%	-	-	-
Net Profit	Total	8,107	6,997	9,059	10,811	11,809	12,435	13,579	14,350	19,797	34,972	52,166
	(% of sales)	46.00%	31.50%	35.5%	37.3%	39.2%	39.1%	39.4%	39.0%	29.9%	37.1%	39.2%
	Y/Y	322.40%	69.80%	57.6%	35.1%	45.7%	77.7%	49.9%	32.7%	흑자전환	76.65%	49.17%
	Q/Q	1.30%	-13.70%	29.5%	19.3%	9.2%	5.3%	9.2%	5.7%	-	-	-
DRAM Sales	Total	14,195	17,256	20,031	23,100	25,356	26,617	28,748	30,679	45,842	74,581	111,401
	Y/Y	85.0%	51.0%	65.2%	57.9%	78.6%	54.3%	43.5%	32.8%	118.8%	62.7%	49.4%
	Q/Q	-3.0%	22.0%	16.1%	15.3%	9.8%	5.0%	8.0%	6.7%	-	-	-
Bit shipments	Q/Q	-9.0%	24.5%	5.0%	5.0%	2.0%	2.4%	6.4%	5.4%	-	-	-
ASP	Q/Q	1.1%	2.0%	9.0%	11.0%	8.0%	4.0%	3.0%	2.0%	-	-	-
	DRAM OP	7,239	9,163	11,017	13,012	14,366	15,059	16,124	16,994	19,877	40,431	62,543
OPM%	OPM%	51.0%	53.1%	55.0%	56.3%	56.7%	56.6%	56.1%	55.4%	43.4%	54.2%	56.1%
	Y/Y	204.0%	96.0%	97.5%	79.7%	98.4%	64.4%	46.4%	30.6%	4188.7%	103.4%	54.7%
	Q/Q	0.0%	27.0%	20.2%	18.1%	10.4%	4.8%	7.1%	5.4%	-	-	-
NAND Sales	Total	3,108	4,603	5,148	5,508	4,759	5,167	5,714	6,074	19,184	18,368	21,714
	Y/Y	-30.0%	-10.0%	4.6%	16.1%	53.1%	12.3%	11.0%	10.3%	98.2%	-4.3%	18.2%
	Q/Q	-34.0%	48.0%	11.8%	7.0%	-13.6%	8.6%	10.6%	6.3%	-	-	-
Bit shipments	Q/Q	-20.0%	70.0%	5.0%	5.0%	-15.0%	8.0%	10.0%	5.0%	-	-	-
ASP	Q/Q	-20.0%	-9.0%	5.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-	-	-
	NAND OP	62	46	77	83	-95	-52	114	121	3,891	268.0	88.9
	OPM%	2%	1%	1.5%	1.5%	-2.0%	-1.0%	2.0%	2.0%	20.3%	1.5%	0.4%
	Y/Y	-91%	-96%	-93.7%	-90.3%	적전	적전	48.0%	47.0%	흑전	-93.1%	-66.8%
	Q/Q	-93%	-26%	67.7%	7.0%	적전	적지	흑전	6.3%	-	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터, 주1: 단위는 십억원 기준



SK하이닉스 Peer 기업 벨류에이션 비교

		국내		해외			
		SK하이닉스	삼성전자	Micron	Western Digital	Sandisk	Nanya
Ticker		000660 KS	005930 KS	MU US	WDC US	SNDK US	2408 TT
시가총액		353,445	580,716	3,891,744	158,966	32,515	4,061
매출액	2023	66,193	300,871	25,111	6,317	6,663	1,063
	2024F	90,393	323,663	53,534	11,279	9,059	1,966
	2025F	113,840	362,794	61,006	11,679	10,338	3,392
영업이익	2023	23,467	32,726	1,304	-403	-468	-329
	2024F	40,166	35,046	21,397	3,246	1,310	-34
	2025F	55,050	59,693	24,853	3,701	1,998	984
순이익	2023	19,789	33,621	778	-798	-672	-158
	2024F	32,867	34,036	18,516	2,468	947	10
	2025F	42,111	51,870	21,447	2,869	1,565	870
PER	2023	6.6	14.5	134.3	-	-	-
	2024F	10.8	19.4	12.6	17.8	23.4	1,060.0
	2025F	8.4	12.7	10.7	15.6	14.1	12.5
PBR	2023	1.7	1.2	2.3	2.4	-	0.5
	2024F	3.2	1.6	3.2	5.4	2.2	2.0
	2025F	2.3	1.4	2.5	4.5	1.9	1.7
ROE	2023	31.1	9.0	1.7	-7.9	0.0	-3.1
	2024F	37.2	8.4	27.5	43.0	11.2	0.2
	2025F	33.8	11.8	24.2	36.4	16.7	14.2
EV/EBITDA	2023	3.7	3.4	12.3	43.9	-	10.5
	2024F	6.5	6.8	7.7	12.1	14.3	22.7
	2025F	4.6	4.9	6.6	10.4	9.6	6.7

자료: Bloomberg, Qunatwise, 유안타증권 리서치센터, 주: 국내 단위는 십억원, 해외 단위는 백만달러



SK하이닉스 (000660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	94,364	133,115	146,426
매출원가	33,299	34,365	42,018	57,239	67,356
매출총이익	-533	31,828	52,346	75,875	79,070
판매비	7,197	8,361	11,539	13,244	15,375
영업이익	-7,730	23,467	40,807	62,632	63,695
EBITDA	5,943	36,049	55,137	78,411	81,075
영업외손익	-3,928	418	1,580	986	1,585
외환관련손익	-319	269	-618	99	99
이자손익	-1,252	-1,000	-524	-277	323
관계기업관련손익	15	-38	-24	0	0
기타	-2,372	1,188	2,746	1,163	1,163
법인세비용차감전순손익	-11,658	23,885	42,386	63,617	65,281
법인세비용	-2,520	4,088	7,415	11,451	12,403
계속사업순손익	-9,138	19,797	34,972	52,166	52,877
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	34,972	52,166	52,877
지배지분순이익	-9,112	19,789	34,974	52,174	52,885
포괄순이익	-9,037	21,044	31,995	48,305	49,017
지배지분포괄이익	-9,015	21,033	31,996	48,310	49,021

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	47,874	64,985	70,680
당기순이익	-9,138	19,797	34,972	52,166	52,877
감가상각비	13,121	11,985	13,522	15,125	16,845
외환손익	332	352	-66	-99	-99
중속, 관계기업관련손익	0	0	24	0	0
자산부채의 증감	794	-5,600	1,673	-1,102	2,282
기타현금흐름	-831	3,261	-2,251	-1,105	-1,225
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-34,586	-40,184	-29,485
투자자산	-19	-113	-149	-667	-315
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,325	-15,946	-28,116	-35,000	-25,000
유형자산 감소	1,540	47	75	0	0
기타현금흐름	-531	-1,993	-6,396	-4,517	-4,171
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	-2,075	-1,061	-1,359
단기차입금	2,141	-2,643	3,985	564	266
사채 및 장기차입금	7,043	-4,138	-5,548	0	0
자본	36	115	238	0	0
현금배당	-826	-826	-1,625	-1,625	-1,625
기타현금흐름	-2,698	-1,211	876	0	0
연결범위변동 등 기타	-30	530	1,492	816	-1,394
현금의 증감	2,610	3,618	12,706	24,555	38,442
기초 현금	4,977	7,587	11,205	23,911	48,466
기말 현금	7,587	11,205	23,911	48,466	86,908
NOPLAT	-7,730	23,467	40,807	62,632	63,695
FCF	-4,047	13,850	19,759	29,985	45,680

자료: 유안타증권 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	56,083	88,841	131,112
현금및현금성자산	7,587	11,205	23,911	48,466	86,908
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	13,299	16,875	18,521
재고자산	13,481	13,314	13,314	16,894	18,584
비유동자산	69,862	77,576	94,255	114,143	122,079
유형자산	52,705	60,157	74,824	94,699	102,854
관계기업등 지분관련자산	1,367	1,941	1,941	2,463	2,709
기타투자자산	4,441	4,582	6,371	6,517	6,585
자산총계	100,330	119,855	150,338	202,985	253,191
유동부채	21,008	24,965	28,854	34,403	37,021
매입채무 및 기타채무	7,026	13,386	15,280	19,389	21,328
단기차입금	4,146	1,283	5,501	5,501	5,501
유동성장기부채	5,712	3,969	2,720	2,720	2,720
비유동부채	25,819	20,974	16,871	17,289	17,486
장기차입금	10,121	5,022	4,158	4,158	4,158
사채	9,490	12,409	9,161	9,161	9,161
부채총계	46,826	45,940	45,725	51,691	54,507
지배지분	53,504	73,903	104,601	151,288	198,687
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,726	4,726	4,726
이익잉여금	46,729	65,418	98,762	149,310	200,570
비지배지분	-1	12	12	5	-3
자본총계	53,504	73,916	104,613	151,293	198,685
순차입금	24,960	12,984	-2,383	-27,031	-65,516
총차입금	33,981	27,200	25,636	26,200	26,466

Valuation 지표 (단위: 원, %, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-12,517	27,182	48,042	71,667	72,644
BPS	77,752	107,256	151,495	219,114	287,763
EBITDAPS	8,164	49,517	75,737	107,707	111,366
SPS	45,008	90,924	129,620	182,849	201,134
DPS	1,200	2,204	2,354	2,354	2,354
PER	-8.6	6.6	10.1	6.8	6.7
PBR	1.4	1.7	3.2	2.2	1.7
EV/EBITDA	17.5	4.0	6.4	4.2	3.6
PSR	2.4	2.0	3.7	2.7	2.4

재무비율 (단위: %, %, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-26.6	102.0	42.6	41.1	10.0
영업이익 증가율 (%)	적전	적전	73.9	53.5	1.7
지배순이익 증가율 (%)	적전	적전	76.7	49.2	1.4
매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	55.5	57.0	54.0
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	43.2	47.1	43.5
지배순이익률 (%)	-27.8	29.9	37.1	39.2	36.1
EBITDA 마진 (%)	18.1	54.5	58.4	58.9	55.4
ROIC	-8.5	27.1	40.6	52.1	45.3
ROA	-8.9	18.0	25.9	29.5	23.2
ROE	-15.6	31.1	39.2	40.8	30.2
부채비율 (%)	87.5	62.2	43.7	34.2	27.4
순차입금/자기자본 (%)	46.7	17.6	-2.3	-17.9	-33.0
영업이익/금융비용 (배)	-5.3	17.4	41.2	59.1	59.2

[전기전자]

Selective Growth: AI가 다시 쓰는 산업 지도

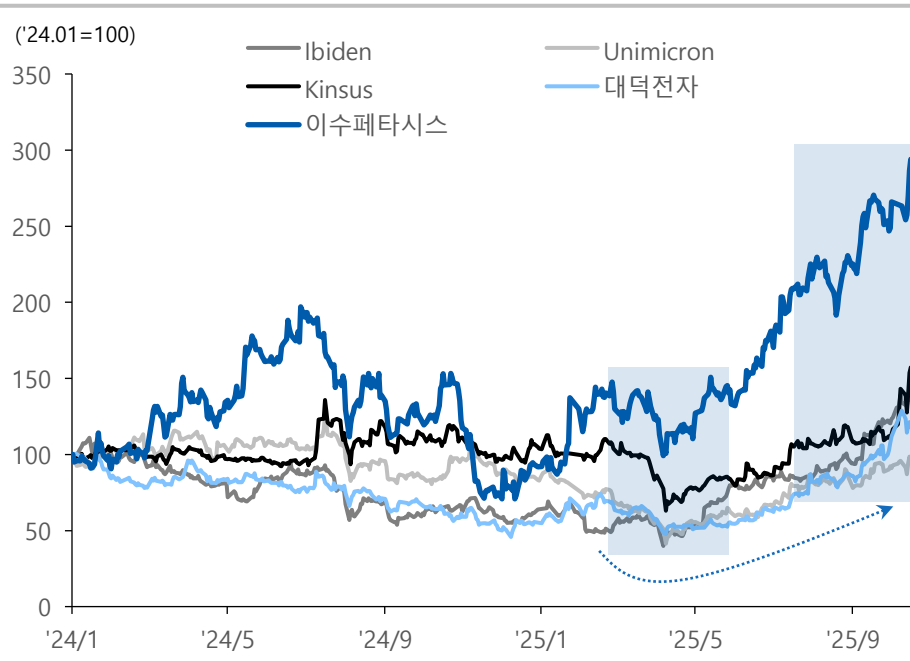


고선영 전기전자
sunyoung.kou@yuantakorea.com

2026년은 AI 인프라가 만드는 ‘Selective Growth’의 해

- 국내 전기전자 업종에 대해 비중 확대(Overweight) 의견을 유지한다. 팬데믹 이후 둔화된 IT 제품 수요에 대한 우려는 희석됐다. AI 인프라가 주도하는 서버로의 전환 속 새로운 성장 국면에 대한 기대감이 반영되고 있다. 이는 3분기 들어 급등한 기판, MLCC 업체들의 주가에서도 확인되는 사안이다. 향후 성장은 전통적인 IT 세트 수요가 아닌 AI가 이끄는 글로벌 투자 움직임에 의해 좌우될 것으로 보인다.
- 물론 단기에 급등한 주가에 대한 부담은 존재한다. 그러나 이는 국내 뿐만 아니라 대만, 일본 등 글로벌 전역에 걸쳐 관측됐던 상승세였다. 구조적 성장의 초기 국면이라 판단하며 현재의 상승세는 단순 사이클적 회복이 아닌 기술 고도화 및 글로벌 공급망 재편으로 인한 질적 성장에서 시작한 만큼 우려를 가지기엔 이르다고 판단한다. 업황의 핵심 축이 기존 전통적인 수요 사이클에서 AI 중심의 성장으로 이동한 상황에서 아직 일부 종목의 경우 밸류에이션이 글로벌 Peer 대비 할인되어있다. 향후 리레이팅 여지는 충분하다.

국내외 전기전자(기판) 업체들의 주가 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

국내외 전기전자(기판) 업체들의 2026F 주요 데이터 비교

2026F	Ibiden	Unimicron	Kinsus	대덕전자	이수페타시스
매출액	3,116.8	5,050.7	1,425.5	1,188.8	1,242.7
영업이익	506.6	535.9	148.6	88.8	245.8
당기순이익	3,116.8	5,050.7	1,425.5	78.1	199.36
PER	27.2	18.4	24.9	21.3(↓)	31.3(↑)
PBR	2.5	2.3	1.8	1.8	7.7
ROE	9.8	12.8	7.0	8.6	27.8
EV/EBITDA	8.6	7.5	7.8	7.5	21.7

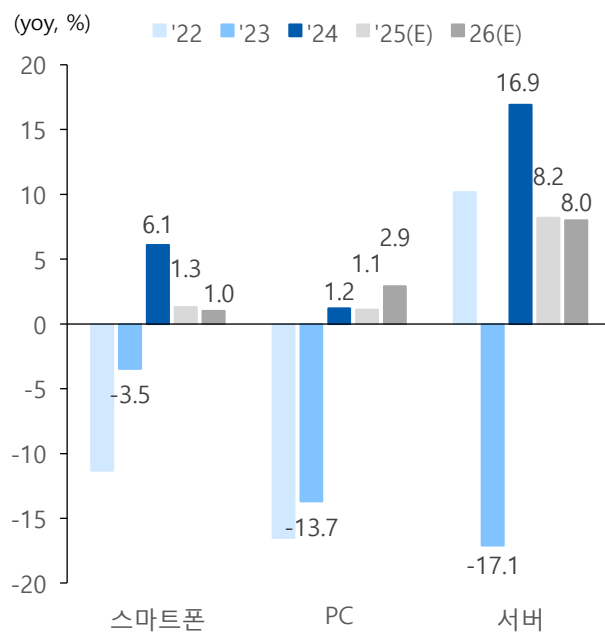
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주: 국내 종목들의 경우 자사 추정치 아닌 Consensus 기준, 단위는 십억원, 백만달러, %

사이클 속 구조 변화: 갈라진 IT 하드웨어의 성장 경로

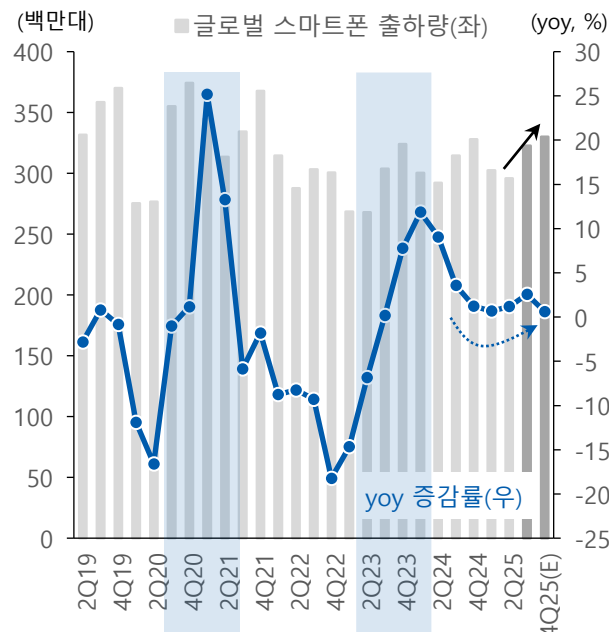
- '26년 전기전자 업종의 경우 기판, MLCC 등 특정 제품 중심의 선택적 성장(Selective Growth) 국면이 전개될 것으로 보인다. 우선 부품에 앞서 글로벌 IT 세트 출하량의 경우 현재 AI 데이터센터 중심의 구조적 수요와 세트의 순환적 수요가 병존하는 이중 사이클이 형성되어 있다. 그 중 AI와 연계된 서버 중심의 성장세가 돋보일 것으로 판단되며 스마트폰과 PC의 경우 1~3% 사이의 완만한 성장세를 보일 것으로 전망한다.
- 스마트폰의 경우 당장 올해 하반기 출하량 흐름이 긍정적이며 '26년 혁신적인 신제품 출시도 예정되어 있다. 그러나 관세로 인한 가격 전가와, G2 구매력 부진 등 향후 예상되는 제약적인 수요 환경 속에서 완전히 자유롭지는 못할 것으로 판단된다. PC의 경우 AI가 탑재된 신제품 출시에 더해 Windows 11 전환 수요의 점진적 반영 등으로 '25년 대비 개선된 흐름이 예상된다. OS 전환의 여파는 과거 Windows 7 → 10 전환 시기 사례를 통해 짐작할 수 있으며 통상 기존 서비스 종료 시점 전후로 1~2년 정도 영향력이 지속되는 특징이 있다는 점을 감안했다.

'25년과 '26년 YSK 전망치 비교



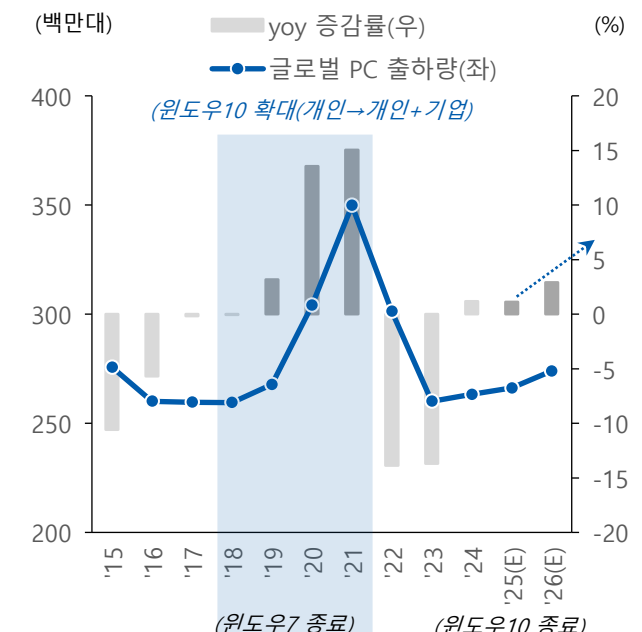
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

글로벌 스마트폰 분기 출하량 및 전년비 증감률



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터
주: 스마트폰의 경우 Seasonality 여파로 분기 단위 접근이 적절

글로벌 PC 연간 출하량 및 전년비 증감률

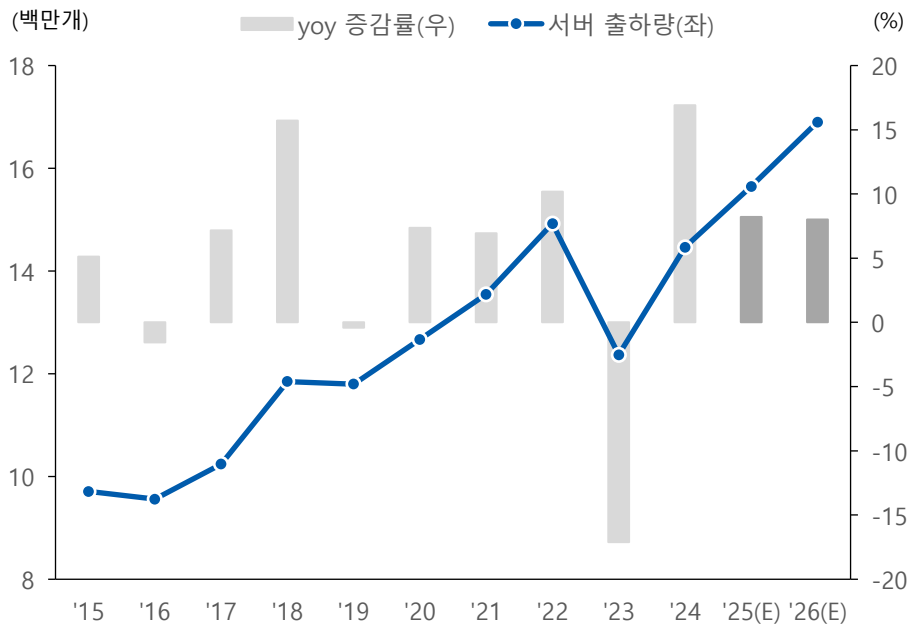


자료: IDC, 유안타증권 리서치센터
주: PC의 경우 Event-driven 성격, 연간 단위 접근이 적절

서버가 주도하는 회복: 불균등 속 성장의 불꽃

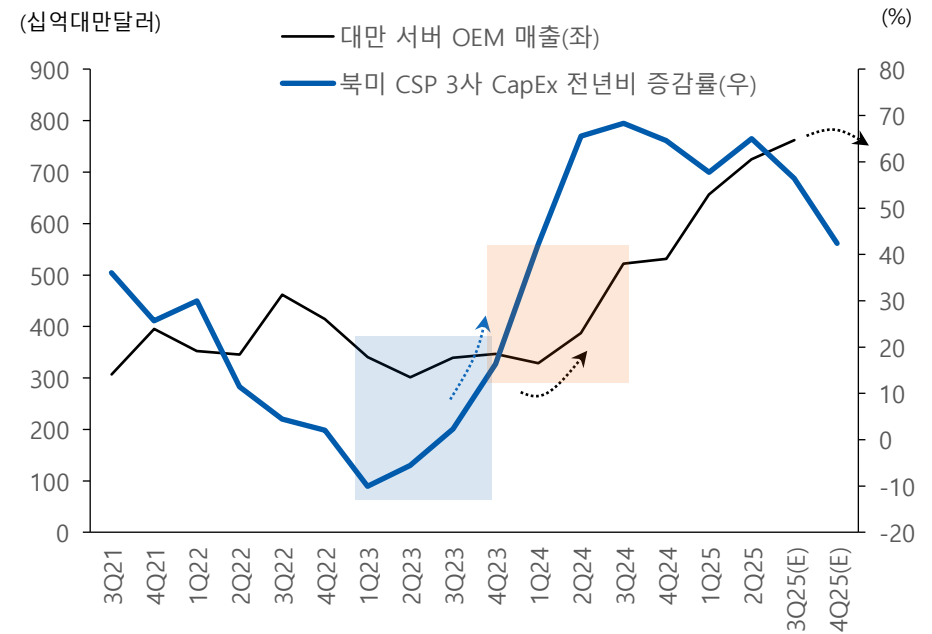
- IT 세트 내 불균형한 성장 속 서버의 성장이 돋보일 것으로 판단하고 있다. 서버 출하량은 '26년에도 성장세를 지속하며 정체된 스마트폰, PC의 성장을 보완할 것으로 전망한다. 현재 서버를 둘러싼 움직임은 국가와 기업 차원에서 동시에 전개되고 있으며 기존 AI에 한정됐던 서버 내 집중도는 범용으로 확대되고 있는 상황이다. 차세대 성장 동력인 AI에 대한 주도권을 갖기 위한 각국의 전략적 시도가 이어지고 있으며, 주요 빅테크들은 선두 지위를 유지하기 위한 공격적 투자를 지속하고 있다.
- '26년에는 정부 대비 기업 차원에서의 움직임이 보다 적극적으로 전개될 것으로 보인다. 북미 빅테크들의 AI 클러스터 구축과 NVIDIA, AMD 등 GPU, 슈퍼칩 등 범용/ASIC 반도체 출시 등 뚜렷한 성장 요인들이 산재되어있기 때문이다. 빅테크들의 CapEx 투자 규모와 지속성은 각 기업이 AI 시장 내 점유율을 확대하고 주가 상승을 견인하기 위한 핵심 전제 조건인 만큼 '26년에도 꾸준히 확인될 것으로 판단한다.

글로벌 서버 연간 출하량 및 전년비 증감률



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터
 주: 서버의 경우 Event-driven 성격, 연간 단위 접근이 적절

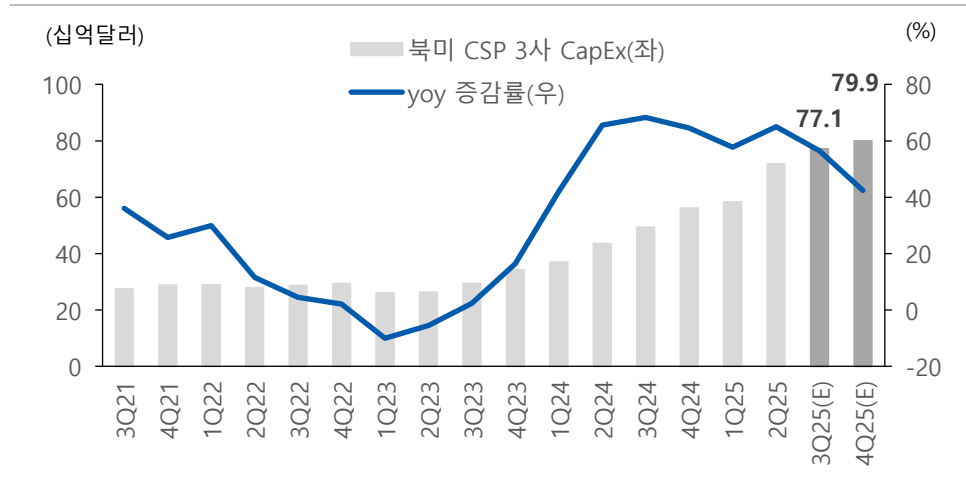
대만 서버 OEM 2사 월합산 매출 및 북미 CSP 3사 CapEx 추이



자료: MOPS, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
 주: 주요 서버 OEM 2사는 Wiyynn과 Quanta, 북미 CSP 3사는 AMZN, GOOGL, MSFT



북미 CSP 3사 CapEx 총합계 추정치 및 전년비 증감률



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
 주: 북미 CSP 3사는 AMZN, GOOGL, MSFT

북미 대형 AI 학습 클러스터 구축 스케줄('26년 말까지 진행 예정)

AI 클러스터	Anthropic - Project Rainier	OpenAI - Stargate	Meta - Prometheus
IT 전력	780 MW	880 MW	1,020 MW
칩 종류	Trainium 2(Microsoft)	GB200/300(NVIDIA)	GB200/300(NVIDIA)
칩 수량	800,000	400,000	500,000
총 성능(TFLOPS)	1,040,000,000	2,469,594,595	3,171,044,226
GPU/XPU 제공	AWS	Oracle	Meta

자료: 유안타증권 리서치센터
 주: TFLOPS - Tera Floating Point Operations Per Second, 1초당 부동소수점 연산 횟수, 1조 단위

북미 CSP 업체들 ASIC 개발 로드맵('25~'26년 상반기 예정)

항목	Amazon(AWS)	Meta	Microsoft
자체 칩 이름	Trainium 3	MTIA T1	Maia 200
예정 출시시기	'25년 말	'26년 초	'26년
제조 공정(노드)	3nm	3nm	3nm
HBM 세대	HBM3e	HBM3e	HBM3e

자료: 유안타증권 리서치센터



주요 범용 칩셋 업체 반도체/슈퍼칩 개발 로드맵(양산 기준)

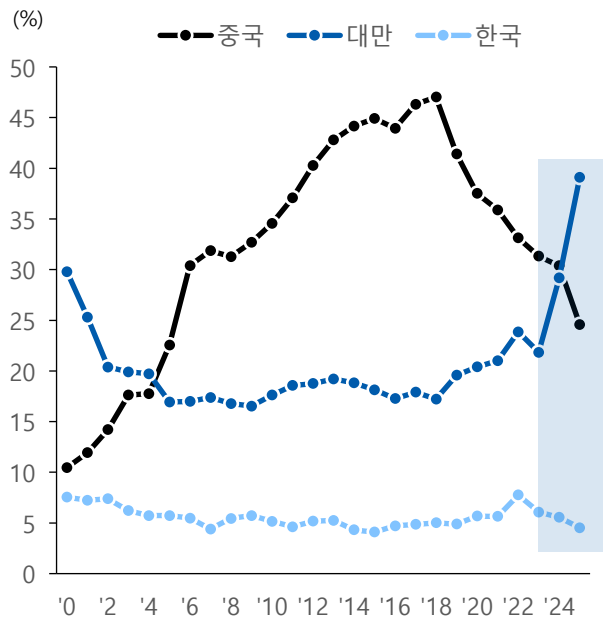
기업	구분			2024				2025				2026			
	칩	노드	세대	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
NVIDIA	A100	N7	HBM2/2E												
	H100	N4	HBM3												
	GH200	N4	HBM3/3E												
	H20	N4	HBM3												
	H200	N4	HBM3E												
	B100	N4P	HBM3E												
	B200	N4P	HBM3E												
	B200 Ultra	N4P	HBM3E												
	GB200	N4P	HBM3E												
	GB200 Ultra	N4P	HBM3E												
	GB300	N4P	HBM3E												
Rubin	N3	HBM4													
Rubin Ultra	N3	HBM4													
AMD	MI250X	N6	HBM2E												
	MI300X	N5/6	HBM3												
	MI325X	N5/6	HBM3E												
	MI350X	N3	HBM3E												
	MI355X	N3	HBM3E												
MI400X		HBM4													
Intel	Gaudi2	N7	HBM2E												
	Gaudi3	N5	HBM2E												

자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 공급망 재편 속 높아진 한국 기업업체들의 위상

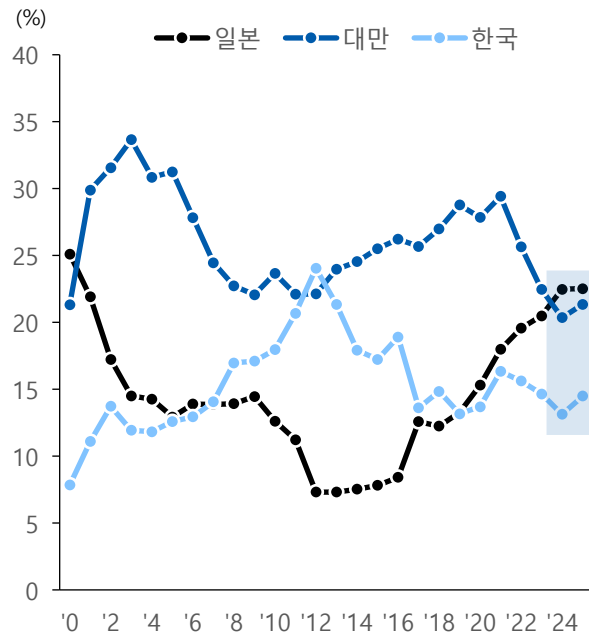
- AI 서버 수요의 급증과 G2의 AI 주도권 경쟁이 본격화되면서 기판을 둘러싼 글로벌 공급망 재편도 가시화되고 있다. 미국은 주요 기판 조달처 내 중국 비중을 전략적으로 조절하고 있으며 그 빈자리를 대만으로 채우고 있다. 중국의 경우 미국의 핵심 동맹국인 일본을 대신해 중화권으로 구분되는 대만을 시작으로 최근 한국에 이르기까지 제3국에서의 조달 비중을 확대하는 움직임을 보이고 있다.
- 현재의 글로벌 기판 시장은 단순히 가격이나 기술력만으로 공급처가 결정되는 구조가 아니다. 지정학적 리스크를 회피하면서 동시에 기술력과 생산능력을 충족할 수 있는 공급망 다변화가 핵심 과제로 부상하고 있다. G2의 집중도가 대만에 집중되고 있는 현 상황 속에서 현재 대만 업체들은 증설 결정에 신중한 태도를 보이고 있다. 결과적으로 한국 업체들은 일본과 더불어 미국과 중국 사이의 완충 역할을 수행하면서 동시에 기술 대응이 가능한 중간 공급자로서 점차 활용도가 높아질 것으로 전망한다.

미국 연간 국가별 PCB 수입 비중 (Top 3 중심)



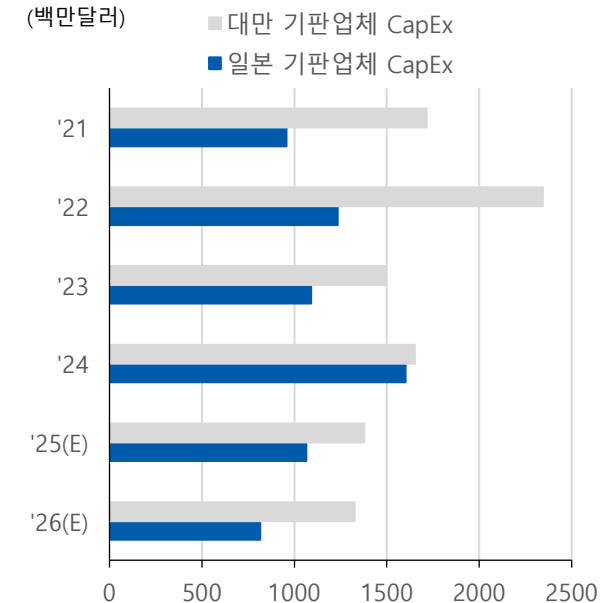
자료: Kita, 유안타증권 리서치센터
주: HS코드 8534 기준, 25년 데이터는 1~7월 합산

중국 연간 국가별 PCB 수입 비중 (Top 3 중심)



자료: Kita, 유안타증권 리서치센터
주: HS코드 8534 기준, 25년 데이터는 1~7월 합산

일본, 대만 주요 기판업체 연간 CapEx 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
주: 대만: Unimicron, Kinsus, Nanya PCB, 일본: Ibiden, Shinko

레거시에 침단을. Rubin이 만들어낼 '26년의 초기 사이클

- 그동안 AI 서버용 특수 기판에 집중되어 있던 시장의 관심은 하반기 메모리 사이클 반등에 대한 기대로 이동했으며 해당 기대는 가동률 상승, 매출 반등 등 신뢰감 있는 근거들과 함께 주가로서 반영되고 있다. 그러나 '26년의 Key는 결국 NVIDIA가 주도하는 HBM4 기반의 Rubin이다.
- AI 서버의 구조 상 사용되는 부품들의 기술 사양과 복잡도가 높아질 수밖에 없으며, 이로 인해 MLB, FC-BGA 등 특정 부품군의 전략적 가치가 다시금 부각되는 환경이 전개될 것으로 판단된다. Rubin 시대에 진입하며 고전력과 고발열을 견딜 수 있는 고사양 기판이 주목받을 것으로 전망한다. 기존 MLB, FC-BGA에 더해 SOCAMM 관련 메모리 기판 등 관련 익스포저를 갖춘 기업들에 대한 주목이 유효하다고 판단한다.
- 자사 커버리지 중에서는 MLB, FC-BGA, 메모리 등 관련 익스포저를 고르게 갖추고 있는 대덕전자와 FC-BGA 관련 영향력이 가장 큰 삼성전기 중심의 대응이 적절하다고 판단한다.

NVIDIA 반도체 개발 로드맵('22~'27년) - 칩 및 패키지 레벨

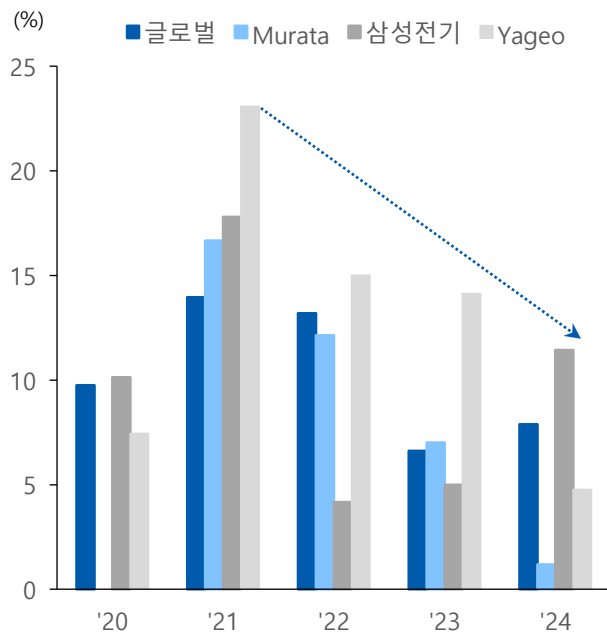
	2022	2023	2024	2025		2026	2027
아키텍처	Hopper		Blackwell			Rubin	
가속기	H100	H200	B200/GB200	GB300 (Ultra)	B300 (싱글다이, B300A)	VR200	VR300 (Ultra)
GPU TDP(W)	700	700	700/1200	1400	600	1800	3600
파운드리 노드	4N		4NP			3N(3NP)	
FP4 연산성능 (패키지 당)	4		10	15	4.6	50	100
HBM 용량/종류	80GB/ HBM3	141GB/ HBM3E	192GB/ HBM3E	288GB/ HBM3E	144GB/ HBM3E	288GB/ HBM4	1024GB/ HBM4E
HBM 스택 수	5	6	8		4	8	16
HBM 대역폭	3.35TB/s	4.8TB/s	8TB/s		4TB/s	13TB/s	32TB/s
패키징	CoWoS-S		CoWoS-L			CoWoS-L	
CPU	Grace GPU					Vera GPU	

자료: 유안타증권 리서치센터

이후 MLCC로 이동할 무게 중심, 하반기 서버 수요의 주인공

- 현재 글로벌 MLCC 산업은 구조적 변곡점에 도달했다. 우선 공급 측면에서 Murata, 삼성전기, Yageo를 비롯한 주요 업체들의 Capa 증설이 제한적인 상황에서 MLCC 제품 포트폴리오 내 믹스 전환이 지속되고 있다. 과거 수요의 중심 축이 모바일, PC 등 범용 제품이었다면 '26년에는 기존 모바일을 넘어 전장, AI 서버에 탑재될 고용량, 고신뢰성 MLCC가 핵심 축으로 자리할 것으로 전망한다.
- 실제로 고부가 MLCC 중심으로 포트폴리오 전환을 신속히 추진한 일본과 한국은 가동률 회복세가 두드러졌으며 범용 비중이 높은 대만, 중국 업체들은 상대적으로 더딘 회복세를 보이고 있다. 상반기 관측된 높은 가동률이 지속될 가능성에 대해서는 회의적이다. 그러나 현재 관측되는 1) 수출 회복세, 2) 높은 가동률, 3) 수요처별 긍정적 요인 등 MLCC 산업 내 관측되는 긍정적인 요인들은 한국이 글로벌 고사양 MLCC 시장의 핵심 공급자로 자리매김하고 있음을 보여준다. 향후 Key는 전장과 AI 서버용 MLCC 수요 확대에 의한 기존 범용 제품의 영향력 축소이며 해당 사항은 제품별 매출 비중을 감안하여 '26년 하반기 가시화될 것이라 전망하고 있다. 관련 Top pick으로는 삼성전기를 제시한다.

글로벌 MLCC 업체 Capa 전년비 증감률



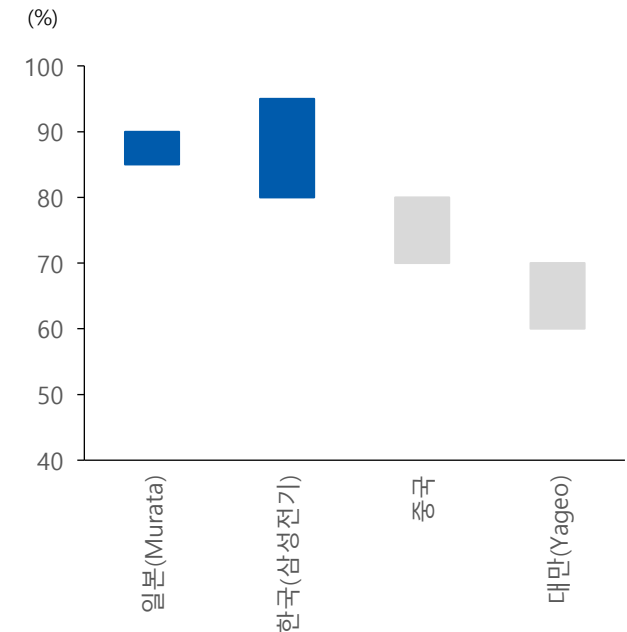
자료: 유안타증권 리서치센터
주: 월간 십억개 기준 전년비 증감률 계산

국내/일본 MLCC 수출금액 추이



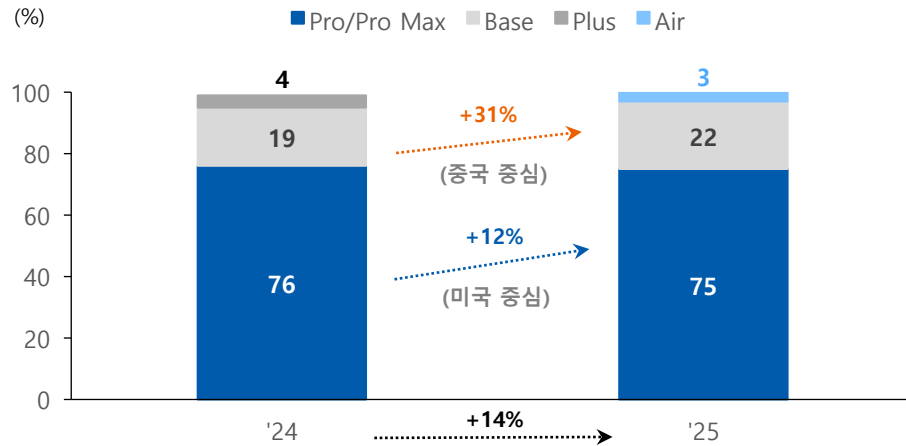
자료: Kita, 유안타증권 리서치센터
주: 주: HS코드 853224 기준

글로벌 MLCC 지역별 가동률 범위(1H25 기준)



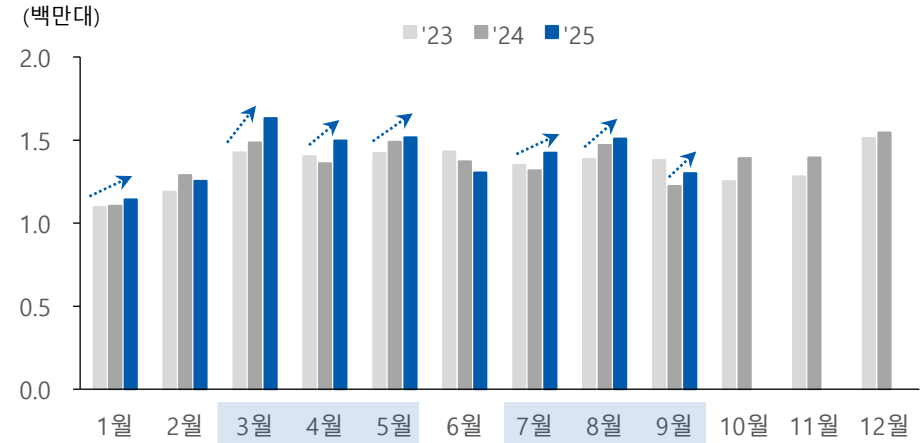
자료: 유안타증권 리서치센터

MLCC 수요처별 긍정 요인 1): 아이폰 16 대비 17 판매량(미국, 중국 10월 합산)



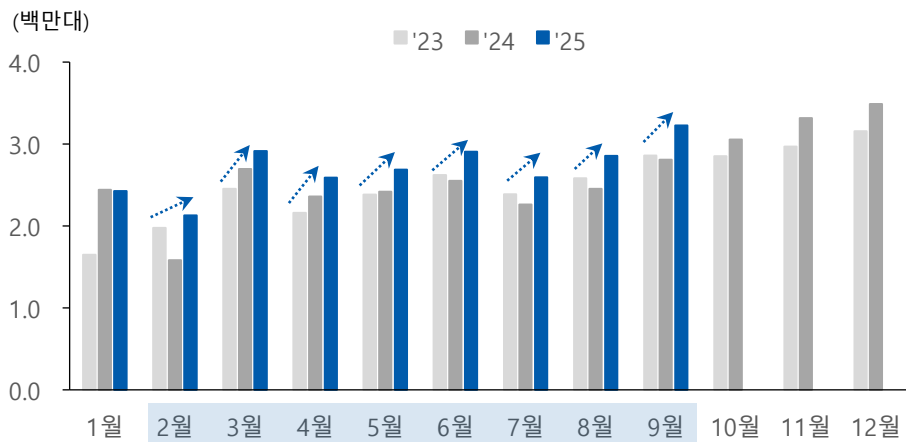
자료: Counterpoint, 유안타증권 리서치센터

MLCC 수요처별 긍정 요인 2): 미국(MS 18%, 전기차 침투율 7%) 자동차 판매량



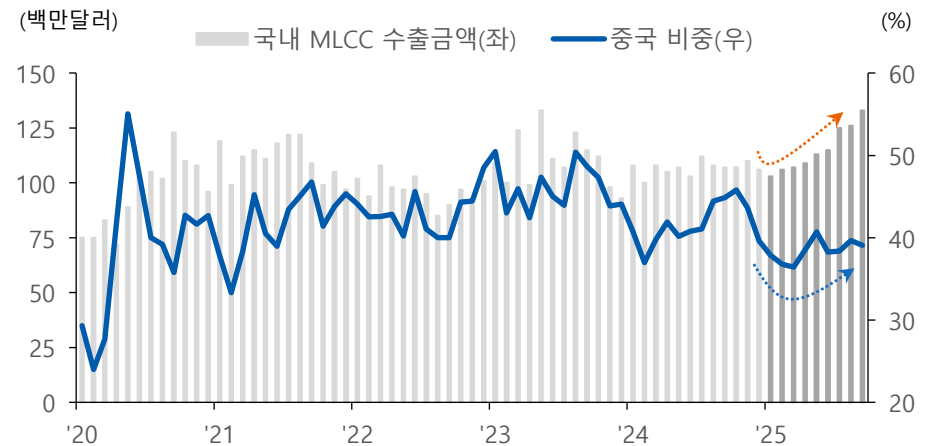
자료: MarkLines, 유안타증권 리서치센터
주: MS, 전기차 침투율 모두 '25년 기준(1~8월 합산 기준)

MLCC 수요처별 긍정 요인 3): 중국(MS 35%, 전기차 침투율 28%) 자동차 판매량



자료: MarkLines, 유안타증권 리서치센터
주: MS, 전기차 침투율 모두 '25년 기준(1~8월 합산 기준)

MLCC 수요처별 긍정 요인 4): 국내 MLCC 중국향, 미국향 수출 비중



자료: Kita, 유안타증권 리서치센터
주: 주: HS코드 853224 기준



대덕전자 (353200): All-rounder, 다재다능함이 곧 무기

전기/전자



고선영 전기전자
sunyoung.kcu@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	39,000원 (U)
현재주가 (10/20)	32,900원
상승여력	19%

시가총액	16,258 억원
총발행주식수	51,512,444 주
60일 평균 거래대금	325억원
60일 평균 거래량	1,190,203주
52주 고/저	35,400원/12,870원
외인지분율	8.67%
배당수익률	2.58%
주요주주	대덕 외 5인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	21.2	62.1	92.4
상대	9.4	35.4	30.8
절대(달러환산)	19.0	59.1	85.7

- **투자의견 BUY 유지, 목표주가 39,000원 상향. 1H26 Top pick으로 제시:** 목표주가는 본격적인 실적 개선세가 확인될 '26년 예상 EPS에 글로벌 주요 기판 업체들의 '26년 평균 PER에서 10% 할인 적용해 산정. 동사가 추진해온 글로벌 기판 시장 내 개척 및 확장 움직임이 고객 다변화로 가시화되고 있는 만큼 할인율을 기존 20%에서 10%로 축소. 패키지기판 뿐만 아니라 메인보드인 MLB까지 동사 전 사업부문에서 긍정적인 모멘텀 이어지는 상황. '26년 실적 턴어라운드 강도에 대한 확신이 리레이팅에 대한 근거로 작용.
- **FC-BGA에 더해질 메모리 기대감:** 기존 제시했던 투자포인트는 1) AI 서버 중심 MLB 고성장, 2) FC-BGA 수익성 개선 시점 가시화, 3) 이로 인한 '26년 실적 턴어라운드. 그런데 IT 세트 수요 둔화 우려에도 서버 중심의 견조한 출하량이 이어지면서 DDR5 중심 메모리 부문 성장세가 당초 예상보다 강하게 나타날 것으로 전망. 남은 하반기 90% 이상의 메모리 가동률이 지속될 것으로 기대. 전장용 FC-BGA Ramp-up으로 가동률 및 수익성 개선 확인되는 중. 이미 3Q25부터 자율주행칩용 FC-BGA 양산은 시작되었으며 매출 기여는 4Q 실적부터 본격화될 전망. 이로 인해 내년 상반기, 빠르면 1Q 중에 BEP 달성 가능할 것으로 판단.
- **OpenAI 나비효과, MLB의 성장은 상반기 핵심 요인:** 북미 AI 가속기 고객사향 매출(UBB, OAM)이 2Q25부터 인식되기 시작. 전분기 전체 MLB 매출 내 1%에 불과했던 AI 비중은 단 1개 분기 만에 11%로 확대. AI 가속기 관련 수요는 생산 캐파가 2배로 확대될 내년 2Q까지 가져갈 수 있는 기대 요인. 병목 공정 위주의 증설인만큼 완공 직후 매출 기여도는 빠르게 확대될 전망.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	910	892	1,017	1,217	1,301
매출액증가율	-30.9	-2.0	14.0	19.7	6.9
영업이익	24	11	32	107	126
영업이익률	2.6	1.2	3.1	8.8	9.7
지배주주귀속순이익	25	24	36	95	113
지배주주 귀속 EPS	501	464	737	1,917	2,283
증가율	-86.5	-7.4	58.8	160.1	19.1
PER	50.9	45.9	44.6	17.2	14.2
PBR	1.5	1.3	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	7.9	6.7	10.0	6.2	5.3
ROA	2.2	2.1	3.2	7.6	8.3
ROE	2.9	2.7	4.1	10.4	11.6

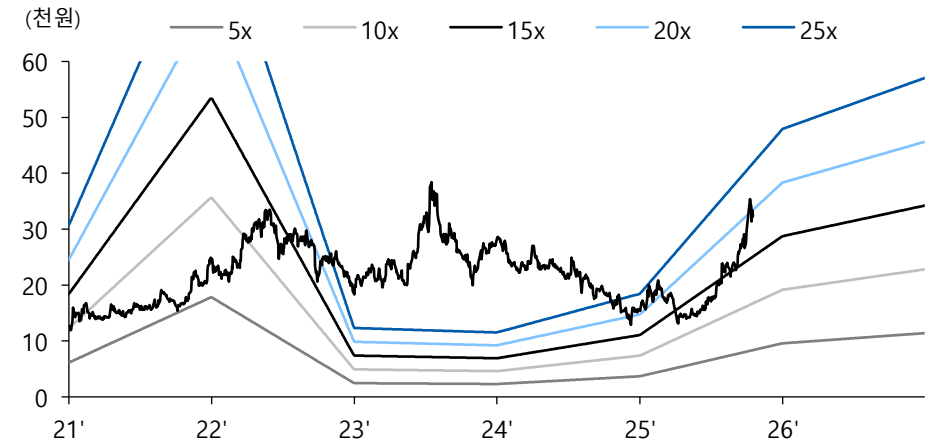
자료: 유안타증권 리서치센터

대덕전자 목표주가 산정방식

구분	내용	비고
EPS(원)	1,917	'26년 예상 EPS
목표 PER(배)	20	Ibiden, Unimicron, 코리아씨키트, 이수페타시스 '26년 평균 PER 대비 10% 할인
목표 주가(원)	39,000	EPS*Target PER
현재 주가(원)	32,900	
상승 여력(%)	18.5	

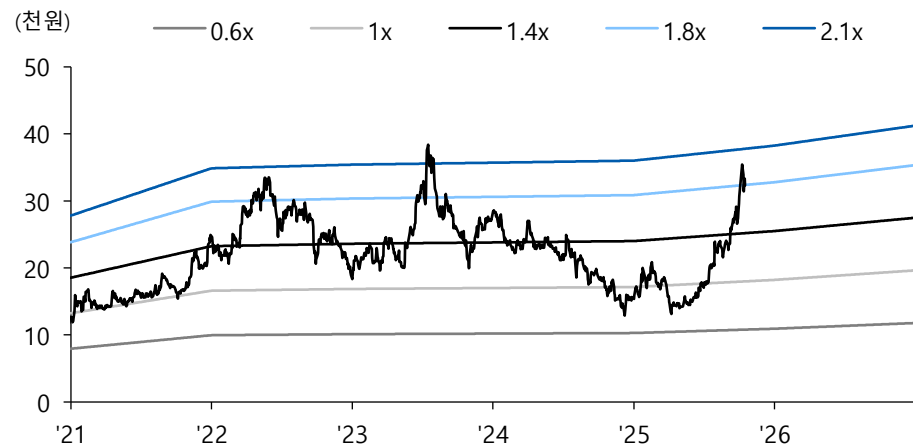
자료: 유안타증권 리서치센터

대덕전자 12MF P/E Band



자료: 유안타증권 리서치센터

대덕전자 12MF P/B Band



자료: 유안타증권 리서치센터

대덕전자 '20년 이후 주가 흐름 및 주요 이벤트



자료: 유안타증권 리서치센터



대덕전자 (353200): 분기 실적 추이 전망

	분기				연간		
	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	215.4	245.9	269.9	285.5	892.2	1017.7	1216.9
Y/Y 증감률(%)	0.3%	3.2%	16.0%	38.2%	-1.9%	14.1%	19.6%
Q/Q 증감률(%)	4.3%	14.2%	9.8%	5.8%			
패키지 기판(PKG)	176.6	207.9	226.2	239.2	768.7	849.8	950.9
Y/Y 증감률(%)	-6.3%	-0.3%	14.4%	37.5%	-3.5%	10.6%	11.9%
Q/Q 증감률(%)	1.6%	17.7%	8.8%	5.8%			
메모리	101.3	127.1	140.2	145.4	476.5	514.1	548.0
Y/Y 증감률(%)	-13.9%	-1.9%	10.2%	42.6%	2.2%	7.9%	6.6%
Q/Q 증감률(%)	-0.7%	25.5%	10.3%	3.7%			
비메모리	75.3	80.7	85.9	93.8	292.4	335.7	402.9
Y/Y 증감률(%)	6.2%	2.0%	22.1%	30.2%	-11.5%	14.8%	20.0%
Q/Q 증감률(%)	4.6%	7.2%	6.5%	9.1%			
MLB	38.8	37.7	43.8	46.3	122.6	166.6	266.0
Y/Y 증감률(%)	52.2%	27.8%	25.0%	42.0%	11.5%	35.9%	59.7%
Q/Q 증감률(%)	19.0%	-2.8%	16.1%	5.8%			
매출비중(%)							
PKG	82%	85%	84%	84%	86%	84%	78%
메모리	47%	52%	52%	51%	53%	51%	45%
비메모리	35%	33%	32%	33%	33%	33%	33%
MLB	18%	15%	16%	16%	14%	16%	22%
영업이익	-6.2	1.9	16.7	19.1	11.3	31.3	107.3
영업이익률(%)	-2.9%	0.8%	6.2%	6.7%	1.3%	3.1%	8.8%

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 국내 단위는 십억원



대덕전자(353200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	910	892	1,017	1,217	1,301
매출원가	835	831	933	1,057	1,119
매출총이익	75	62	84	160	182
판매비	51	50	52	52	56
영업이익	24	11	32	107	126
EBITDA	139	129	134	207	211
영업외손익	5	19	6	21	24
외환관련손익	4	10	-10	0	0
이자손익	5	7	7	9	12
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-4	2	9	12	12
법인세비용차감전순이익	28	30	38	128	150
법인세비용	3	6	1	34	38
계속사업순이익	25	24	36	95	113
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	24	36	95	113
지배지분순이익	25	24	36	95	113
포괄순이익	34	23	28	75	93
지배지분포괄이익	34	23	28	75	93

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	181	98	130	243	240
당기순이익	25	24	36	95	113
감가상각비	110	113	99	97	83
외환손익	2	-4	3	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	40	-64	-47	6	-1
기타현금흐름	3	29	39	46	45
투자활동 현금흐름	-197	-116	-95	-129	-31
투자자산	-77	-56	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-117	-60	-95	-132	0
유형자산 감소	1	2	0	0	0
기타현금흐름	-4	-3	-1	3	-31
재무활동 현금흐름	-29	-21	6	-20	-20
단기차입금	-1	2	30	0	0
사채 및 장기차입금	-6	-6	-3	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-21	-15	-21	-20	-20
기타현금흐름	-1	-1	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	65	-17	-38
현금의 증감	-46	-38	105	77	151
기초 현금	122	77	38	143	220
기말 현금	77	38	143	220	371
NOPLAT	24	11	32	107	126
FCF	64	38	35	111	240

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2, PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	433	466	587	662	843
현금및현금성자산	77	38	143	220	371
매출채권 및 기타채권	129	135	144	152	162
재고자산	91	101	111	122	130
비유동자산	694	623	612	644	559
유형자산	629	568	565	600	517
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	7	7	7	7	7
자산총계	1,128	1,089	1,198	1,307	1,402
유동부채	177	160	247	288	305
매입채무 및 기타채무	111	103	143	171	182
단기차입금	0	2	32	32	32
유동성장기부채	7	7	7	7	7
비유동부채	82	54	68	81	86
장기차입금	13	7	3	3	3
사채	0	0	0	0	0
부채총계	259	213	315	369	391
자본지분	868	876	883	938	1,011
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	545	545	545	545	545
이익잉여금	297	302	318	393	486
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	868	876	883	938	1,011
순차입금	-183	-205	-277	-331	-492
총차입금	20	16	43	43	43

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	501	464	737	1,917	2,283
BPS	16,857	16,996	17,141	18,206	19,623
EBITDAPS	2,694	2,498	2,597	4,013	4,104
SPS	17,659	17,319	19,736	23,623	25,252
DPS	300	400	400	400	400
PER	50.9	45.9	43.8	16.9	14.2
PBR	1.5	1.3	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	7.9	6.7	10.0	6.2	5.3
PSR	1.4	1.2	1.6	1.4	1.3

재무비율 (단위: 배, %, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-30.9	-1.9	14.0	19.7	6.9
영업이익 증가율 (%)	-89.8	-52.6	180.0	240.4	17.6
지배순이익 증가율 (%)	-86.2	-6.4	53.3	160.1	19.1
매출총이익률 (%)	8.3	6.9	8.2	13.1	14.0
영업이익률 (%)	2.6	1.3	3.1	8.8	9.7
지배순이익률 (%)	2.8	2.7	3.6	7.8	8.7
EBITDA 마진 (%)	15.3	14.4	13.2	17.0	16.3
ROIC	3.0	1.3	4.3	12.4	15.6
ROA	2.2	2.1	3.2	7.6	8.3
ROE	2.9	2.7	4.1	10.4	11.6
부채비율 (%)	29.9	24.4	35.7	39.3	38.7
순차입금/자기자본 (%)	-21.1	-23.4	-31.4	-35.2	-48.7
영업이익/금융비용 (배)	25.8	16.5	24.6	76.2	89.6



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		대덕전자	Ibiden	Unimicron	코리아써키트	이수페타시스
Ticker		A353200	4062.JT	3037.TT	A007810	A007660
시가총액		1,596	9,421	8,004	2,248	5,909
2025F	매출액	1,008.1	2,746	4,353	1,258	1,300
	영업이익	27.4	386	264	96	66
	영업이익률	2.7%	14.1%	6.1%	7.7%	5.1%
	당기순이익	28.1	259	175	52	52
	PER	59.2	36.3	45.7	41.9	116.0
	PBR	1.9	2.7	2.6	2.0	4.0
	ROE	3.2	7.8	5.3	4.5	3.4
	EV/EBITDA	11.2	10.6	10.0	9.2	21.5
2026F	매출액	1,188.8	3,116.8	5,050.7	1,425.5	1,605.6
	영업이익	88.8	506.6	535.9	148.6	180.9
	영업이익률	7.5%	16.3%	10.6%	10.4%	11.3%
	당기순이익	78.1	350.0	433.0	86.5	168.6
	PER	21.3	27.2	18.4	24.9	35.7
	PBR	1.8	2.5	2.3	1.8	3.8
	ROE	8.6	9.8	12.8	7.0	10.5
	EV/EBITDA	7.5	8.6	7.5	7.8	14.0

자료: Quantwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원, 백만달러, 배, %



삼성전기 (009150): 다시 그리는 청사진, 서버로 보는 미래

전기/전자



고선영 전기전자
sunyoung.kcu@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	260,000원 (U)
현재주가 (10/20)	212,500원
상승여력	22%

시가총액	158,724 억원
총발행주식수	77,600,680 주
60일 평균 거래대금	887억원
60일 평균 거래량	509,987주
52주 고/저	212,500원/105,600원
외인지분율	37.97%
배당수익률	1.45%
주요주주	삼성전자 외 5인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.5	53.2	72.8
상대	(2.9)	28.0	17.5
절대(달려환산)	5.5	50.4	66.7

- **투자의견 BUY 유지, 목표주가 260,000원으로 상향. 2H26 Top pick 제시:** 전장에 더해 서버로 확대되고 있는 응용처 다변화는 MLCC 업황에 대한 기대감을 높여주는 요인. 서버는 성장의 핵심 축으로 '26년에 부각될 요소. 이전 자료에서 제시한 리레이팅 전제 조건인 이익 레벨업, P/B 상단 복귀 등 조건은 이미 만족했으며 이제 시선을 '26년으로 돌릴 필요. '26년 BPS에 더해 목표 P/B를 MLCC 내 Peer 비교가 아닌 동사 컴포넌트 사업 부분 호조 시기인 '19~'21년 평균 PBR(2.1배)으로 변경 및 적용했으며 이로 인해 목표주가를 260,000원으로 상향.
- **MLCC, 기술 우위로 가능한 대응의 영역:** 3Q25 실적은 최근 높아진 시장 눈높이를 충족시키는 건조한 성과를 거둔 전망. 컴포넌트 사업 내 제품 포트폴리오 변화가 지속되는 중. 기존 IT에서 벗어나 전장, 서버 비중이 점차 커지고 있는 상황. 고부가가치 제품에 탑재되는 MLCC의 경우 대응할 수 있는 국가가 일본(Murata), 한국(삼성전기)으로 제한적. 기존 AI에 집중됐던 서버 수요의 기술품이 범용 서버로 확대되고 있는 현 상황 속 동사에 대한 수혜가 집중될 수 있는 환경.
- **FC-BGA에서도 확인되는 서버의 영향력:** 제품 믹스 변화에 더해 각 응용처 내 MLCC 출하량도 증가세를 유지하면서 평년 4~6주를 유지하던 재고일수는 4주 미만으로 낮아진 상황. 제한적인 MLCC 증설 속 글로벌 전기차 수요 회복에 따른 가동률 유지 여부에 주목. 패키징 부문의 경우 FC-BGA 중심으로 성장을 지속할 전망. 동사는 북미 CSP향 AI 가속기 기판 공급을 시작했으며 전체 응용처 내 서버 비중이 기존 주 수요처였던 PC를 넘어서기 시작. 하반기 AI 가속기 관련 예정된 물량은 많지 않으나 일반 서버 및 네트워크향 수요는 건조할 것.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,892	10,294	11,128	12,161	12,891
매출액증가율	-5.7	15.8	8.1	9.3	6.0
영업이익	661	735	843	1,102	1,083
영업이익률	7.4	7.1	7.6	9.1	8.4
지배주주귀속순이익	423	679	638	945	888
지배주주 귀속 EPS	5,617	9,022	8,467	12,586	11,816
증가율	-56.9	60.6	-6.2	48.6	-6.1
PER	25.8	15.6	25.1	16.8	17.5
PBR	1.4	1.2	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	7.4	6.7	8.8	7.8	8.0
ROA	3.7	5.6	4.9	6.9	6.3
ROE	5.5	8.2	7.2	10.4	9.7

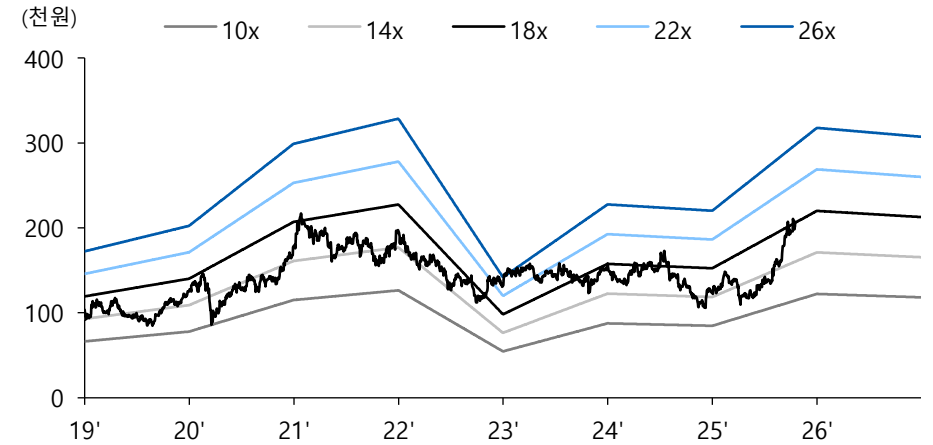
자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전기 목표주가 산정방식

구분	내용	비고
BPS	120,437	'26년 예상 BPS
목표 PBR(배)	2.1	'19~'21년 평균 PBR
목표 주가(원)	260,000	BPS*Target PBR
현재 주가(원)	212,500	
상승 여력(%)	22.4	

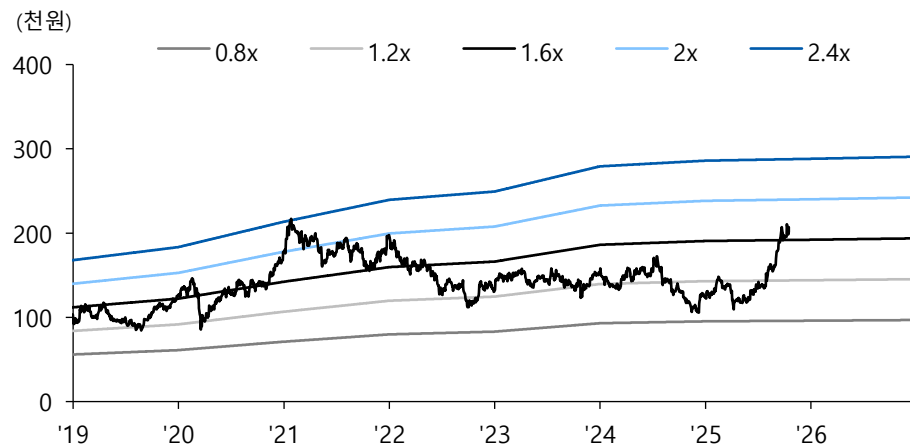
자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전기 12MF P/E Band



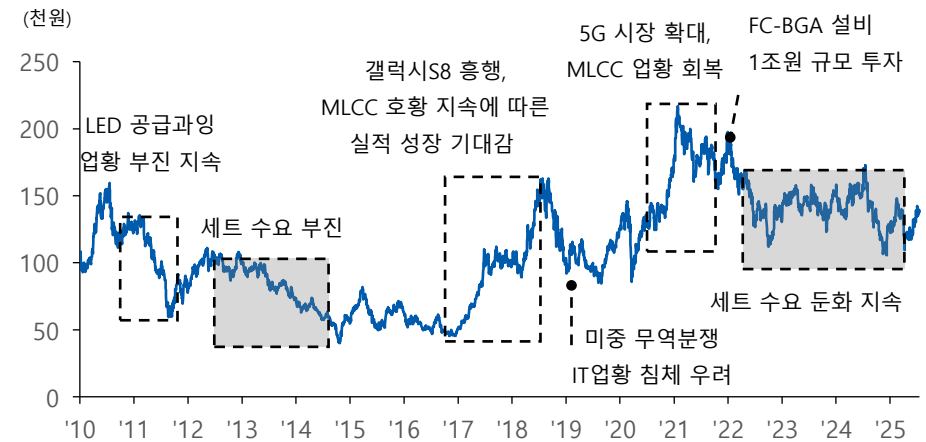
자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전기 12MF P/B Band



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전기 '10년 이후 주가 흐름 및 주요 이벤트



자료: 유안타증권 리서치센터



삼성전기 (009150): 분기 실적 추이 전망

	분기				연간		
	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	2,738.7	2,784.6	2,851.6	2,752.8	10,304.5	11,127.7	12,161.0
Y/Y 증감률(%)	4.4%	7.9%	9.0%	10.5%	15.7%	8.0%	9.3%
Q/Q 증감률(%)	9.9%	1.7%	2.4%	-3.5%			
컴포넌트솔루션	1216.2	1280.7	1457.0	1412.6	4462.1	5366.5	6284.2
Y/Y 증감률(%)	18.9%	10.4%	21.7%	30.6%	14.3%	20.3%	17.1%
Q/Q 증감률(%)	12.4%	5.3%	13.8%	-3.0%			
광학통신솔루션	1023.0	939.3	845.9	767.0	3815.3	3575.2	3335.5
Y/Y 증감률(%)	-12.8%	2.0%	-1.7%	-10.9%	16.0%	-6.3%	-6.7%
Q/Q 증감률(%)	18.8%	-8.2%	-9.9%	-9.3%			
패키지솔루션	499.4	564.6	548.7	573.2	2034.6	2185.9	2541.3
Y/Y 증감률(%)	16.7%	13.1%	-1.7%	4.4%	18.5%	7.4%	16.3%
Q/Q 증감률(%)	-9.1%	13.1%	-2.8%	4.5%			
영업이익	200.6	213.0	247.7	181.7	735.0	842.9	1,102.5
Y/Y 증감률(%)	9.2%	2.4%	10.2%	57.9%	11.3%	14.7%	30.8%
Q/Q 증감률(%)	74.3%	6.2%	16.3%	-26.7%			
컴포넌트솔루션	133.5	156.7	189.4	127.1	439.7	606.7	737.5
광학통신솔루션	44.3	31.5	25.4	23.0	137.6	124.2	109.1
패키지솔루션	22.7	24.8	32.9	31.5	157.6	112.0	255.8
영업이익률(%)	7.3%	7.6%	8.7%	6.6%	7.1%	7.6%	9.1%
컴포넌트솔루션	11.0%	12.2%	13.0%	9.0%	9.9%	11.3%	11.7%
광학통신솔루션	4.3%	3.4%	3.0%	3.0%	3.6%	3.5%	3.3%
패키지솔루션	4.6%	4.4%	6.0%	5.5%	7.7%	5.1%	10.1%

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 국내 단위는 십억원



삼성전기 (009150) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,892	10,294	11,128	12,161	12,891
매출원가	7,173	8,335	8,974	9,670	10,313
매출총이익	1,719	1,959	2,154	2,491	2,578
판매비	1,059	1,224	1,311	1,388	1,495
영업이익	661	735	843	1,102	1,083
EBITDA	1,497	1,575	1,748	2,006	1,988
영업외손익	-97	62	-24	84	77
외환관련손익	-18	115	-78	0	0
이자손익	-15	-1	-17	-19	-27
관계기업관련손익	-5	-1	-4	1	1
기타	-59	-51	75	102	102
법인세비용차감전순이익	563	797	819	1,187	1,160
법인세비용	86	132	144	187	220
계속사업순이익	477	665	675	1,000	939
중단사업순이익	-27	38	0	0	0
당기순이익	450	703	675	1,000	939
지배지분순이익	423	679	638	945	888
포괄순이익	497	1,074	197	328	267
지배지분포괄이익	468	1,028	182	255	208

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,180	1,430	1,420	2,237	2,286
당기순이익	450	703	675	1,000	939
감가상각비	789	790	865	873	882
외환손익	16	-141	94	0	0
중속, 관계기업관련손익	5	1	4	-1	-1
자산부채의 증감	-301	-319	-558	47	150
기타현금흐름	220	396	339	318	316
투자활동 현금흐름	-1,023	-806	-1,398	-1,860	-2,026
투자자산	106	-17	-23	-15	-11
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,210	-776	-945	-1,000	-1,171
유형자산 감소	5	4	1	0	0
기타현금흐름	76	-17	-432	-845	-844
재무활동 현금흐름	-173	-309	75	-163	-108
단기차입금	258	246	316	100	120
사채 및 장기차입금	-166	-206	-64	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-160	-89	-138	-176	-136
기타현금흐름	-104	-260	-39	-87	-92
연결범위변동 등 기타	8	29	317	-257	-298
현금의 증감	-8	344	413	-44	-146
기초 현금	1,677	1,669	2,013	2,426	2,383
기말 현금	1,669	2,013	2,426	2,383	2,236
NOPLAT	661	735	843	1,102	1,083
FCF	-29	654	475	1,237	1,115

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우,

자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,208	5,892	6,710	7,075	7,205
현금및현금성자산	1,669	2,013	2,426	2,383	2,236
매출채권 및 기타채권	1,241	1,492	1,647	1,805	1,907
재고자산	2,120	2,251	2,486	2,723	2,887
비유동자산	6,449	6,901	6,792	6,905	7,181
유형자산	5,603	5,933	5,735	5,862	6,151
관계기업등 지분관련자산	66	65	72	78	83
기타투자자산	229	353	462	470	476
자산총계	11,658	12,792	13,503	13,980	14,386
유동부채	2,900	3,057	3,442	3,698	3,925
매입채무 및 기타채무	1,325	1,212	1,339	1,467	1,555
단기차입금	1,068	1,314	1,629	1,729	1,849
유동성장기부채	262	266	182	182	182
비유동부채	727	720	810	880	928
장기차입금	217	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	3,628	3,777	4,252	4,578	4,853
자본지분	7,848	8,789	9,002	9,099	9,178
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,054	1,054	1,054	1,054	1,054
이익잉여금	5,873	6,490	6,992	7,761	8,513
비지배지분	183	227	249	303	355
자본총계	8,030	9,016	9,250	9,402	9,533
순차입금	-132	-392	-554	-412	-147
총차입금	1,597	1,636	1,888	1,988	2,108

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,617	9,022	8,467	12,586	11,816
BPS	103,878	116,340	119,156	120,437	121,486
EBITDAPS	19,294	20,299	22,527	25,845	25,616
SPS	114,592	132,655	143,397	156,712	166,115
DPS	1,150	1,800	1,800	1,800	1,800
PER	25.8	15.6	24.4	16.4	17.5
PBR	1.4	1.2	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA	7.4	6.7	8.8	7.8	8.0
PSR	1.3	1.1	1.4	1.3	1.2

재무비율 (단위: 배, %) (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-5.6	15.8	8.1	9.3	6.0
영업이익 증가율 (%)	-44.2	11.3	14.7	30.7	-1.8
지배순이익 증가율 (%)	-56.9	60.6	-6.1	48.2	-6.1
매출총이익률 (%)	19.3	19.0	19.4	20.5	20.0
영업이익률 (%)	7.4	7.1	7.6	9.1	8.4
지배순이익률 (%)	4.8	6.6	5.7	7.8	6.9
EBITDA 마진 (%)	16.8	15.3	15.7	16.5	15.4
ROIC	7.6	7.6	8.4	10.7	9.7
ROA	3.7	5.6	4.9	6.9	6.3
ROE	5.5	8.2	7.2	10.4	9.7
부채비율 (%)	45.2	41.9	46.0	48.7	50.9
순차입금/자기자본 (%)	-1.7	-4.5	-6.2	-4.5	-1.6
영업이익/금융비용 (배)	9.8	10.1	9.4	12.6	11.7



삼성전기 (009150): 국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		삼성전기	Murata	Taiyo Yuden	TDK	Yageo
Ticker		A009150	6981.JP	6976.JP	6762.JP	2327.TT
시가총액		15,462	36,765	3,071	29,149	12,469
2025F	매출액	11,106.4	11,251.0	2,314.3	14,964.0	4,290.7
	영업이익	841.0	1,725.5	118.6	1,628.0	916.2
	영업이익률	7.6%	15.3%	5.1%	10.9%	21.4%
	당기순이익	610.9	1,377.3	66.6	1,201.8	723.4
	PER	26.3	25.2	44.3	23.8	17.8
	PBR	1.7	2.0	1.4	2.2	2.3
	ROE	7.0	8.0	3.1	9.8	13.0
	EV/EBITDA	8.5	11.6	8.4	9.5	11.2
2026F	매출액	12,085.1	12,226.5	2,466.1	15,811.6	4,644.5
	영업이익	1,063.7	2,166.7	180.4	1,854.8	1,036.7
	영업이익률	8.8%	17.7%	7.3%	11.7%	22.3%
	당기순이익	833.7	1,710.6	122.8	1,374.9	827.5
	PER	19.3	20.2	24.6	20.7	11.8
	PBR	1.6	1.9	1.4	2.1	1.4
	ROE	8.8	9.5	5.9	10.5	14.0
	EV/EBITDA	7.3	9.8	7.3	8.6	9.8

자료: Quantwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원, 백만달러, 배, %

[2차전지]

공급망 재편 중심에 선 한국 2차전지

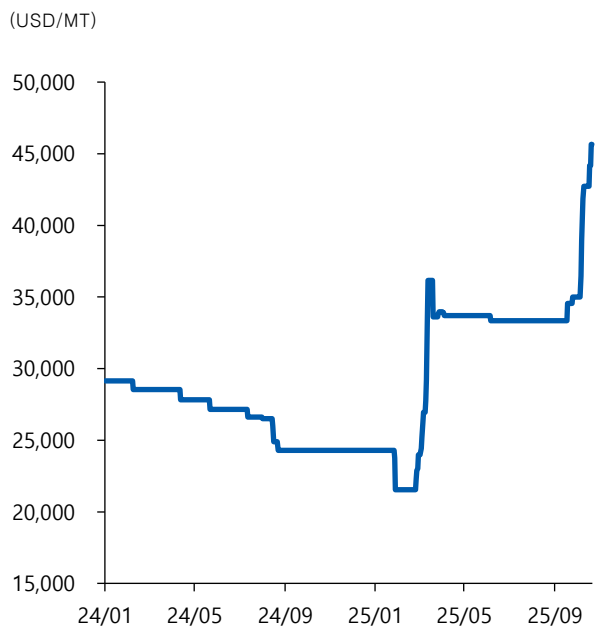


이안나 2차전지/신에너지
anna.lee@yuantakorea.com

미국, 중국의 독점적 연결망을 끊어내다

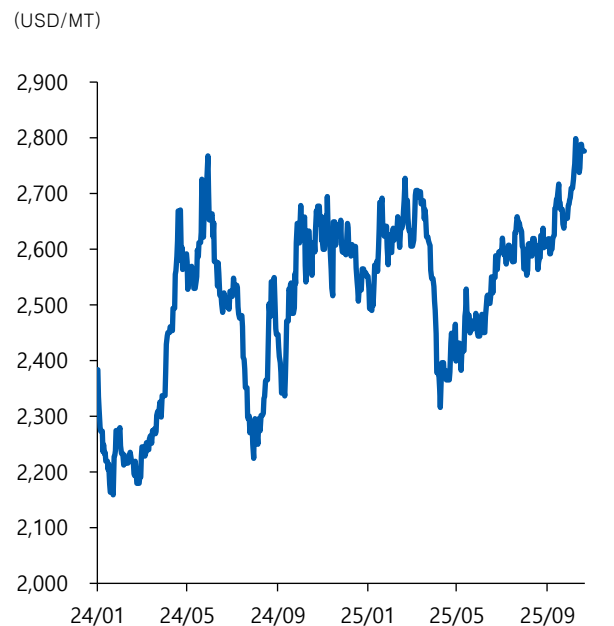
- 미국은 자국 핵심 산업을 재건하고 기술 생태계에서 중국의 영향력을 배제하기 위해 핵심 산업의 가장 강력한 통제 연결망인 '핵심 원자재 가공 및 부품 공급망'에 대한 중국 제재를 강화하고 있음. 중국 또한 자원 무기화를 통해 기존의 독점적 연결망을 방어하려 하고 있음. 그리고 이러한 공급망 재편의 중심에 대한민국이 있음
- 미국의 핵심 원자재 중심 중국 제재는 2025년 극심한 가격 변동성을 가져옴. 코발트, 알루미늄, 망간 등 대부분 원자재들이 2025년 하반기 급등세를 보이고 있음. 코발트는 중국 제재와 상관없이 DRC의 수출 쿼터제와 미국 DLA의 전략 비축이 맞물리면서 수급 불균형을 야기, 2025년 2월 \$22,000/t에서 10월 현재 \$43,000/t 이상으로 급등. 알루미늄은 미국이 관세를 25%로 인상하고 모든 국가 면제를 폐지한 데 이어, 6월에 50%로 추가 인상하는 등 압박 지속으로 가격 변동성 지속. 또한 2025년 10월, 중국의 인조흑연 수출 통제 발표, 미국의 2026년 1월부터 중국산 천연 흑연에 25% 관세 부과 예정 등으로 2026년 흑연 공급망 병목 현상 심화로 가격 급등 예상

코발트 가격 추이



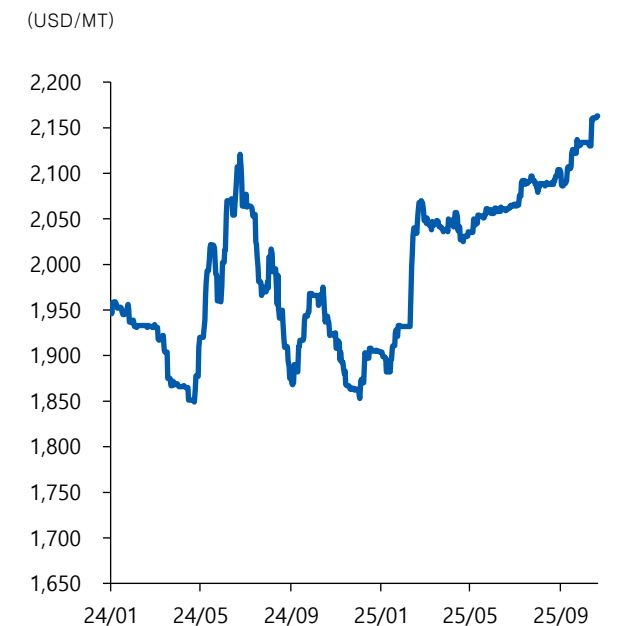
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

알루미늄 가격 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

망간 가격 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



국내 2차전지, 공급망 재편 중심에 서다

- EV 수요와 별개로, 미국의 대중국 제재 정책으로 인해 2차전지 핵심 원자재(리튬, 흑연 등) 부문에서 신규 수요 기대감이 발생. 이에 핵심 원자재 관련 국내 밸류체인이 북미 배터리 생태계 내 핵심 파트너 역할을 하게 될 것
- 흑연 제재: 미국은 모든 중국산 흑연 수입품에 실효 관세율 160%를 초과하는 관세를 부과할 예정 (2025년 12월 5일 이전 최종 결정). 이는 사실상 중국산 흑연 수입을 원천 차단하고, 즉각적인 대안 탐색을 강제하는 효과를 가짐
- 중국의 보복 조치: 2025년 11월 8일부터 흑연, 리튬이온 배터리 등 광범위한 품목에 대한 '수출 허가제' 시행. 미국의 관세가 '가격'의 문제라면, 중국의 통제는 '공급 자체'를 막을 수 있는 훨씬 강력하고 실질적인 위협
- 美-中 갈등의 본질: '가공' 기술 패권. 미국은 원자재 채굴과 셀 조립은 가능하나, 광물을 배터리급 소재로 만드는 '가공' 공정은 압도적으로 중국에 의존. 중국의 수출 통제는 미국 공급망의 이 '가공' 공백을 직접 겨냥함. 미국의 고율 관세는 협상용일 수 있으나, 에너지 패권이 걸린 문제이므로 핵심 원자재의 '탈중국' 기조는 변하지 않을 것

미국의 배터리 관련 밸류체인에 대한 대중국 제재

품목/정책	기본 관세	무역법 301조	반덤핑 /기타	누적 관세율 (추정)	핵심 규정/상태
천연 흑연	변동	25% (바이든)	93.5% (예비)	>160%	12월 5일 최종 판정 예정
EV 리튬이온 셀	3.40%	25%	상호 관세 등	58% ~ 173%	트럼프 행정부 추가 관세 적용
ESS 리튬이온 셀	3.40%	25% (2026년)	상호 관세 등	40.9% ~ 156%	2026년 관세율 58.4%로 인상 예정
희토류 자석	변동	25%	추가 관세	>50%	중국 수출 통제 대상
AMPC(45X) 크레딧	해당 없음	해당 없음	해당 없음	해당 없음	PFE 규정 적용, 중국 연계 기업 혜택 불가
EV 구매 크레딧 (30D)	해당 없음	해당 없음	해당 없음	해당 없음	2025년 9월 30일부로 폐지

자료: 유안타증권 리서치센터

중국의 배터리 관련 밸류체인에 대한 보복조치

카테고리	구체적인 통제 품목	발효일	핵심 조항
희토류	17종 원소, 자석, 파생물, 관련 기술	2025년 10월 9일 /11월 8일/12월 1일	수출 허가제, 0.1% 역외 적용
흑연	천연 흑연, 합성 흑연 음극재 및 기술	2025년 11월 08일	수출 허가제
음극재	인조 흑연 음극재 소재, 장비 및 기술	2025년 11월 08일	수출 허가제
양극재	특정 사양의 양극재 소재, 장비 및 기술	2025년 11월 08일	수출 허가제
리튬이온 배터리	에너지 밀도 $\geq 300\text{Wh/kg}$ 셀/팩, 장비 및 기술	2025년 11월 08일	수출 허가제
제조 장비	배터리 제조 관련 특정 장비 및 기술	2025년 11월 08일	수출 허가제

자료: 유안타증권 리서치센터



국내 2차전지, 공급망 재편 중심에 서다

- 트럼프 정부의 OBBBA 법안과 고관세 정책은 IRA보다 더 강력한 장벽을 만들어 EV향 삼원계 배터리에 이어 LFP EV, ESS까지 미국 현지 생산 국내 기업들에게 시장 장악 기회 제공
- 특히 중국이 독점하고 있던 ESS향 LFP 배터리에 대한 가격 경쟁력도 확보하면서 미국 내 관련 신규 수요가 시작됨. IRA 정책에도 국내 2차전지 기업들에게 수주를 주지 않았던 테슬라마저 ESS향 LFP 배터리에 대한 국내 벤더를 확보하는 중
- 미국 OBBBA법안은 ESS에 대한 ITC/PTC를 기존 기한인 2035년 말로 유지. 또한 IRA AMPC 폐지는 2033년으로 유지되었으며 기존에 없던 '외국 우려 기업(FEOC/PFE)' 재정의 및 해당 조건에 따라 AMPC를 부과하기로 함
- 특히, 중국산에 대한 높은 관세율(무역법 301조 관세 인상 7.5% → 25%) 등으로 인해 중국산 BESS에 대한 누적 관세율은 기본관세(약2.5%) + 무역법 301조(25%) + 반덤핑/상계관세 (AD/CVD) (약 40%) + OBBBA 법안 특별 관세 (약 14.9%) = 총 82.4%로 인해 국내 기업들이 미국 내 ESS향 가격 경쟁력 충분히 확보한 상태

유틸리티 규모 BESS TCO 시나리오 분석 (단위: \$/kWh)

구분	중국 수입	중국 저가 공세	한국 수입	미국, 30% ITC	미국, 40% ITC
1. 기본 제조 비용					
LFP 셀 비용	48	36	75	86	86
BoS 비용	85	72	98	119	119
EPC 및 소프트 비용	80	80	80	88	88
소계 (기본 비용)	213	188	253	293	293
2. 정책적 비용 조정					
비용 연쇄 폭포	53	47	25	0	0
PFE 준수 프리미엄 (α)	0	0	0	44	44
소계 (공장 출고가)	266	235	278	337	337
3. 관세 및 인센티브					
최종 제품/부품 관세	219	194	42	17	17
소계 (미국 도착 비용, CAPEX)	485	429	320	354	354
ITC 크레딧	0	0	0	-106	-142
최종 TCO (\$/kWh)	485	429	320	248	212



다만 2026년 미국 EV 수요 절벽에 대한 우려 존재

- **2025년 미국 EV 수요, 사실상 0% 성장률:** OBBBA 법안은 신차 구매 시 최대 7,500달러를 제공하던 '신규 청정 차량 세금 공제(30D)'와 리스 차량에 동일한 혜택을 적용하던 '적격 상용 청정 차량 세금 공제(45W)'를 2025년 9월 30일부로 전면 종료. 이로 인해 보조금 만료 전 3분기 가수요 발생. 다만, 4분기부터 수요 절벽이 예상되어 2025년 전년 대비 성장률은 0%에 수렴할 것
- **2026년 미국 EV 수요, 본격적인 조정기 진입:** 2026년은 보조금 절벽의 후폭풍이 본격적으로 나타나는 해가 될 것. 이에 이미 OEM사들은 1) 공격적인 가격 인하, 2) EV 생산량 조절, 3) 신차 출시 지연 및 판매 중단 등의 전략 구사
- 2026년 중고차 시장(리스 만료 물량으로 주로 2024년형)의 폭발적인 성장은 신차 판매량을 더욱 압박할 것. 내연기관차와 달리 EV 중고는 배터리 수명 및 내구성 문제 등으로 수요가 제한적일 수 있음. 다만, 대부분 2024년형이며 5~6년의 배터리 보증 기간, 기술 성숙, 압도적 가격 경쟁력으로 견조한 성장세 예상

주요 중고 EV의 예상 리스팅 가격 (보조금 종료 후, 2026년)

모델명	모델 연도	2026년 예상 평균 가격	2025년 대비 예상 하락률	주요 신차 경쟁 모델
Hyundai Ioniq 5 (LR RWD)	2024	\$28,000	-25%	Chevrolet Equinox EV
Kia EV6 (Wind RWD)	2024	\$29,000	-24%	VW ID.4
Tesla Model 3 (LR)	2024	\$27,500	-20%	Tesla Model 3 (신차)
Ford Mustang Mach-E (Select)	2024	\$29,500	-22%	Ford Mustang Mach-E (신차)
Chevrolet Bolt EV	2023	\$16,000	-15%	Hyundai Kona Electric

자료: 유안타증권 리서치센터

주요 보급형 신차 EV의 예상 실거래가 (보조금 종료 후, 2026년)

모델명	모델 연도	기본 MSRP	예상 제조사 인센티브	예상 평균 실거래가(ATP)
Chevrolet Equinox EV 1LT	2026	\$36,495	\$2,500	\$33,995
VW ID.4 Standard	2026	\$41,000	\$3,000	\$38,000
Hyundai Kona Electric SE	2026	\$35,000	\$2,000	\$33,000
Nissan Leaf S	2026	\$29,000	\$1,500	\$27,500

자료: 유안타증권 리서치센터



다만 2026년 미국 EV 수요 절벽에 대한 우려 존재

- **2026년 미국 EV 수요 전망:** 2026년 미국 EV(BEV+PHEV) 시장은 148만대(-6% yoy)로 2025년(158만대(+0% yoy) 가정 기준) 대비 역성장이 예상. 파워트레인 믹스 별로는 BEV는 88만대(-25% yoy), PHEV는 60만대(+54% yoy)로 추정
- 이는 연방 보조금 폐지, 관련 부품 고관세, 중고 EV의 역습 등으로 신규 BEV 시장은 급감, 소비자 및 OEM사들의 현실적 규제 준수(ACC II, FEOC 등)통로인 PHEV는 급증 가능성이 높기 때문
- 만약 2026년에 \$25,000 내외의 보급형 소형차인 테슬라 모델 2가 지연 없이 출시되고 GM 볼트, 리비안 R2/R3 등 저가형 볼륨 모델이 성공적으로 시장에 진입한다면, 이는 2026년 미국 내 EV 수요를 긍정적으로 이끄는 최대 변수가 될 것으로 예상

글로벌 EV 판매 및 시장 점유율 전망

(만대)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
xEV	230	232	321	672	1,083	1,406	1,767	2,120	2,510	2,960	3,430
침투율	2%	3%	4%	9%	10%	18%	20%	24%	27%	32%	38%
중국	114	104	110	333	642	841	1,162	1,421	1,707	2,057	2,367
북미	36	32	31	75	115	166	158	160	145	175	198
유럽	24	60	159	237	272	312	315	388	470	565	665
기타	56	36	22	27	54	87	132	152	188	163	201
xEV M/S											
중국	50%	45%	34%	50%	59%	60%	66%	67%	68%	70%	69%
북미	16%	14%	10%	11%	11%	12%	9%	8%	6%	6%	6%
유럽	11%	26%	50%	35%	25%	22%	18%	18%	19%	19%	19%
기타	24%	15%	7%	4%	5%	6%	7%	7%	7%	6%	6%
yoy 증가율											
xEV		1%	38%	109%	61%	30%	26%	20%	22%	21%	20%
중국		-8%	6%	202%	93%	31%	38%	22%	20%	21%	15%
북미		-11%	-4%	144%	54%	45%	-5%	1%	-9%	21%	13%
유럽		150%	164%	49%	15%	15%	1%	23%	21%	20%	18%
기타		-37%	-39%	25%	102%	61%	52%	15%	24%	-13%	23%



2026년 미국 내 BESS 수요는?

- 미국 전력 시장의 구조적 변화:
 - 과거 (2000-2020): 제조업 해외 이전, 에너지 효율(LED) 향상으로 20년간 전력 수요 '제로 성장' (연평균 0.1%)
 - 현재 (2020~): 3대 동력(AI 데이터센터, 리쇼어링, 전기차)으로 인한 '구조적 수요 충격' 발생
 - 결과: 장기 수요 정체에 고착화된 미국 전력망에 심각한 공급-수요 격차 발생. BESS 등 신속 배치 솔루션 필요성 대두
- 대규모 정리: 2023년 계통연계 대기열 2,598 GW (역사적 최고치) → 2024년 2,290 GW로 11.9% 감소. 이는 시장 냉각이 아닌, FERC 'Order No. 2023' (2023.7.28) 승인에 따른 '대규모 정리' 시작. 투기적/미성숙 프로젝트 대거 이탈
- 천연가스 재부상: 규제 강화 및 OBBBA 정책(신규 천연가스 발전소에 30% 투자세액공제(ITC) 신설)으로 천연가스 대기열 용량 급증 (2023년 말 79 GW → 2024년 말 123.4 GW, 56.2% ↑)

정책 비교: IRA 대 OBBBA

조항	IRA	OBBBA
태양광 ITC/PTC	2032년까지 30% 기본 공제, 이후 단계적 축소	2027년 말까지 완공 또는 12개월 내 착공 시에만 적용
풍력 ITC/PTC	2032년까지 30% 기본 공제, 이후 단계적 축소	2027년 말까지 완공 또는 12개월 내 착공 시에만 적용
BESS ITC	단독 설치 시 30% ITC 적용	기존 IRA 조항 유지, 단 FEOC 규제 적용 강화
원자력 PTC	신규 및 기존 원전에 대한 PTC 제공	기존 원전 PTC(45U) 유지 및 강화
탄소 포집 (45Q)	톤당 최대 \$85 공제	톤당 공제액 상향 조정 및 적용 대상 확대
가스/석탄 인센티브	없음	신규 발전소에 30% ITC 제공
FEOC 규정	제한적 적용	전면적이고 엄격한 규정 도입, 세액 공제 자격과 연동

자료: 유안타증권 리서치센터

비교 LCOE 분석 (2025년, \$/MWh)

기술	기준 LCOE (2025)	관세/공급망 비용 추가분	정책/보조금 조정분	총 추정 LCOE
사업용 태양광	\$38 - \$78	+\$25 - \$40	-\$15 (ITC 손실)	\$78 - \$133
육상풍력	\$37 - \$86	+\$15 - \$30	-\$12 (PTC 손실)	\$64 - \$128
태양광+저장	\$80 - \$150	+\$40 - \$60	-\$25 (ITC 손실)	\$145 - \$235
CCGT 가스	\$50 - \$100	\$0	-\$15 (신규 ITC)	\$35 - \$85
원자력 (기존)	\$30 - \$40 (운영비)	\$0	-\$5 (PTC 강화)	\$25 - \$35

자료: 유안타증권 리서치센터



2026년 미국 내 BESS 수요는?

- 천연가스 재부상으로 BESS 수요 기대치가 낮아질까?
천연가스 활용 시에도 BESS 설치 필수적. 천연가스는 안정적 기저 부하를 담당하나 반응속도가 느려, BESS가 이를 보완. BESS 역할은 1) UPS (정전 시), 2) 전력 필터 (전력 품질 저하 시). 단, 신재생에너지 대비 필요 설치 규모(용량)는 작음
- 미국 내 BESS 보급 시나리오 별 추정:
 - **시나리오 1: 제약된 성장** - 1) 핵심 가정: 100% 관세 및 엄격한 FEOC 규제로 신재생/BESS 비용 급등. 2) 신규 발전 믹스: 천연가스 8 : 신재생 2
3) LCOE: 가스(신규 ITC 30%)가 태양광/풍력(보조금 X) 대비 현저히 저렴. 4) BESS 가정: 비용 급등으로 필수 백업 용도 외 투자 최소화
→ 결론: 연간 평균 20GWh 신규 수요 발생
 - **시나리오 2: 기본 시나리오** - 1) 핵심 가정: 데이터센터 시장조사기관 평균에 따라 견조하게 증가. 2) 신규 발전 믹스: 천연가스 5 : 신재생 5
3) BESS 가정: 신규 신재생의 일정 비율(약 20-30%)이 BESS와 연계 → 결론: 연간 평균 44GWh 신규 수요 발생

발전원 조합별 BESS 역할 및 특징

발전원 조합	BESS의 핵심 역할	BESS 규모 (100MW DC 기준)	특징
천연가스 / 원자력 + BESS	UPS (단기 비상 전원)	100MW / 25~100MWh	용량(MWh)이 상대적으로 작음
신재생에너지 + BESS	에너지 저장고 (장기 공급)	100MW / 400~800MWh+	용량(MWh)이 압도적으로 큼

자료: 유안타증권 리서치센터

미국 ESS 발전원 시나리오 별 전망

연도	제약된 성장 (연간 GW/GWh)	기본 시나리오 (연간 GW/GWh)	가속화된 보급 (연간 GW/GWh)
2026	4 GW / 16 GWh	7 GW / 28 GWh	10 GW / 40 GWh
2027	5 GW / 20 GWh	9 GW / 36 GWh	14 GW / 56 GWh
2028	5 GW / 20 GWh	11 GW / 44 GWh	18 GW / 72 GWh
2029	6 GW / 24 GWh	13 GW / 52 GWh	22 GW / 88 GWh
2030	7 GW / 28 GWh	15 GW / 60 GWh	26 GW / 104 GWh
누적 (2026-30)	27 GW / 108 GWh	55 GW / 220 GWh	90 GW / 360 GWh

자료: 유안타증권 리서치센터



유럽 EV 수요 점검: PHEV 중심 성장

- 2025년 유럽 EV 시장, 2024년 1%대 성장률에서 벗어나 본격적인 개선세를 보임. 2분기부터 PHEV 중심 성장 두드러짐(PHEV 2Q25 +43% yoy, 7월 +57% yoy, 8월 55% yoy)
- 2025년은 독일 주도 성장. 이는 일반 소비자 보조금 폐지에도 불구하고, 강력한 법인차 세제 혜택(BIK)과 2025년 CO₂ 규제 달성을 위한 OEM의 공격적 할인이 맞물린 결과
- 2026년에도 PHEV 성장 지속. 2026년 유럽 EV 시장은 2025년에 이어 20% 이상 성장한 470만 대가 예상. 핵심 동력은 CO₂ 규제 완화(2025년 단일 연도가 아닌 '2025~2027년 3년간의 평균 배출량'으로 평가) 영향이 가장 큼. 또한 독일에 이어 프랑스까지 인센티브 확대

EU 국가별 EV 정책

구분	EU Level Status	Germany	France
2035 ICE Ban	법적 구속력은 있으나, 검토 가속화. 유연성/완화에 대한 정치적 의지 증가.	정부, PHEV/e-fuel 허용을 위해 '강경한 단절' 완화 공식 주장.	2035년 목표 공식 지지. 단, 전환 과정에서 유럽 산업 리더십 확보에 집중.
2025 CO2 Target	2021년 대비 15% 감축. 2025-2027년 평균으로 준수 여부 평가, 유연성 제공.	N/A	N/A
BEV 구매 인센티브	EU 차원 인센티브 없음.	보편적 보조금 없음. 저/중소득 가구 대상 신규 30억 유로 계획 (보조금 또는 소셜 리스).	'에콜로지컬 보너스' 최대 4,200유로 (소득 기반) + 1,000유로 "Made in Europe" 보너스.
PHEV 구매 인센티브	EU 차원 인센티브 없음.	명시적 구매 인센티브 없음.	명시적 구매 인센티브 없음.
BEV Ownership Tax	N/A	10년간 차량세 면제 (2025년 말까지 등록 차량 대상, 2035년까지 연장).	중량 기반 과징금(malus) 및 연간 법인차세('TVS') 면제.
PHEV Ownership Tax	N/A	CO2 배출량 95 g/km 이하 시 순환세 면제.	PHEV에 대한 명시적 면제 언급 없음.
Company Car Tax (BIK)	N/A	최대 95,000유로 BEV에 유리한 0.25% BIK 세율. 주행거리 기준 충족 PHEV는 0.5%.	EV에 유리한 BIK 산정 방식 적용.



유럽 EV 수요 점검: PHEV 중심 성장

- 2024년 10월, EU가 중국산 BEV에 상계관세 부과. 2025년 중국 기업들은 관세 대상이 아니었던 PHEV로 유럽향 수출 비중을 확대. 이에 관세에도 불구하고, 2025년 중국 EV 브랜드의 유럽 점유율 오히려 급증
- 중국의 2026년 관세 회피 전략: PHEV 중심 수출 확대, 유럽 내 현지 생산(BEV)을 가속화하여 관세를 영구적으로 회피
- 유럽 OEM의 PHEV 확대 전략: PHEV 생산 확대 전략은 CO2 규제 대응 뿐 아니라, 중국 BEV와의 경쟁을 피하고 수익성을 확보할 수 있는 핵심적인 완충재 역할을 함

중국산 EV에 대한 EU 상계관세 (2024년 10월 발효)

제조사	추가 관세율	기본 관세 포함 총 관세율
SAIC	35.3%	45.3%
Geely	18.8%	28.8%
BYD	17.0%	27.0%
Tesla	7.8%	17.8%
기타 조사 협조 기업	20.7%	30.7%
조사 비협조 기업	35.3%	45.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

유럽 내 주요 중국 OEM 공장 프로젝트: 현황 및 2026년 전망

OEM	위치	투자 규모	초기 생산 능력	생산 시작 예정	2026년 주요 생산 모델	상태/비고
BYD	헝가리, 세게드	40억 유로	150,000 대/년	2025년 말	Dolphin Surf, Atto 3	건설 중, 2026년 점진적 증산
Chery/Ebro	스페인, 바르셀로나	4억 유로	50,000 대/년	2024년 말 (Ebro)	Omoda 5 EV, Ebro S700 /S800	생산 준비 중, 2025년 Omoda 생산
SAIC (MG)	미정 (헝가리 /스페인 등)	미정	100,000 대/년	2026-2027	MG4, 신규 모델	부지 선정 중, 2025년 말 결정 예상
GWM	미정	미정	미정	2026년 이후	Haval SUV, Ora 신모델	2026년 중반 부터 유럽 확장 계획

자료: 유안타증권 리서치센터

2026년 2차전지 섹터 투자전략

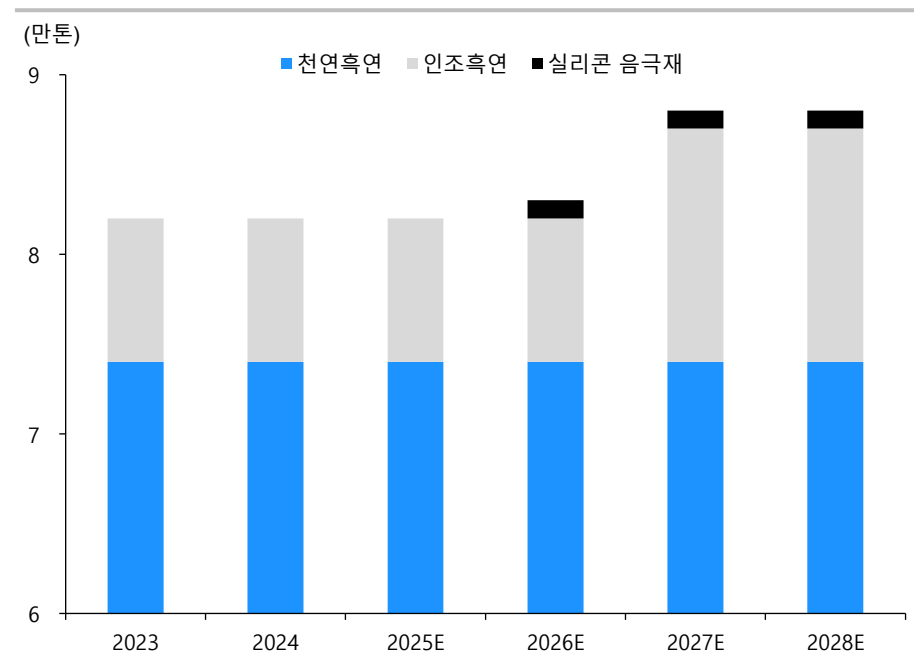
- 미국 LFP ESS (+향후 EV) + 유럽 EV (LFP+Mid-Ni) 성장 수혜 기업:
Top Pick: LG에너지솔루션, 엘앤에프
- 최종 결론: 우려가 큰 4Q25 실적 방어까지 고려 시, 해당 투자 전략을 Top Pick로 선정

LGES, LFP ESS 수주 현황

구분	프로젝트/내용	규모	지역
국내	ESS 중앙계약시장 수주 (2개 지역)	136 MW	대한민국
	- 제주 표선 (SK이터닉스 통해 공급)	40 MW / 240 MWh	
	- 전남 광양	96 MW	
해외	(테슬라 유력) LFP 배터리 장기 공급	약 6조 원	미국
해외	뉴멕시코 산타 테레사 태양광 연계	600 MWh	미국
해외	폴란드 국영 전력사(PGE) 공급 계약	981 MWh	폴란드

자료: 유안타증권 리서치센터

포스코퓨처엠 음극재 Capacity 현황 및 계획



자료: 포스코퓨처엠, 유안타증권 리서치센터



LG에너지솔루션 (373220): 2026년 투자 매력도 더 두드러질 것

2차전지



이안나 2차전지/신에너지
anna.lee@yuanta.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	531,000원 (M)
현재주가 (10/20)	432,000원
상승여력	23%

시가총액	1,012,050억원
총발행주식수	234,000,000주
60일 평균 거래대금	1,193억원
60일 평균 거래량	319,174주
52주 고/저	434,000원 / 268,000원
외인지분율	4.34%
배당수익률	0.00%
주요주주	LG화학

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	23.7	34.1	11.3
상대	11.8	12.1	(24.3)
절대(달려환산)	21.5	31.6	7.4

- 2026년 미국 ESS 중심 성장 기대:** 동사는 3분기에 이어 2025년 4분기에도 ESS 중심 성장 예상. 미국 내 9월 30일 EV에 대한 보조금 만료로 4분기 북미 EV향 가동률 하락, 여전히 저조한 유럽 가동률로 EV 중심 외형 및 이익 감소는 불가피. 다만, 미국 내 기확보된 ESS(누적 17GWh) 수주 중심 외형 확대가 2026년에도 지속될 것으로 예상. 동사는 미국 LFP ESS 생산능력은 미시간 공장 2025년 말 17GWh → 2026년 말 30GWh 이상으로 확대 계획. 동사의 LFP ESS 수주는 Terra-Gen(8GWh), Excelsior Energy Capital(7.5GWh) 등과 계약 체결, 향후 3~5년간 생산 물량 이미 계약 완료
- 유럽 EV 수요 대응 (셀 3사 중 가장 빠른 실적 개선):** 유럽에서도 삼원계 가동률 뿐 아니라 신규 수요인 LFP, Mid-Ni 중심 확보된 수주 중심으로 셀3사 중 유럽 내 실적개선세가 가장 빠를 것으로 기대. 동사는 폴란드 공장에서 르노 Ampere 향 LFP 파우치 배터리를 2025년 말부터 공급, 2026년부터 매출 인식 시작될 것. 또한 VW향 Mid-Ni 2026년 초 매출 본격화, 포드 상용차향 Mid-Ni 2026년 말 매출 본격화가 기대. 그 외에 PGE Polska향 LFP ESS 계약도 체결되었으며 양산은 2027년 2분기로 예정되어 있음
- 동사에 대한 투자의견 및 목표주가 유지:** 동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 531,000원을 유지. 동사는 높은 리스크의 2026년에도 미국 LFP ESS, 유럽 LFP EV + Mid-Ni에 대한 선제적 대응으로 긍정적 실적 기대. 또한 4680 등 차세대 배터리에 대한 공급도 기대되어 섹터 내 Top Pick 유지

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	33,745	25,620	23,362	25,827	28,668
매출액증가율	31.8	-24.1	-8.8	10.6	11.0
영업이익	2,163	575	1,804	2,960	3,573
영업이익률	6.4	2.2	7.7	11.5	12.5
지배주주귀속순이익	1,237	-1,019	-3,222	-7,352	-7,654
지배주주 귀속 EPS	5,287	-4,354	-13,769	-31,420	-32,712
EPS 증가율	60.0	-182.4	216.2	128.2	4.1
PER	97.9	-87.3	-31.4	-13.8	-13.2
PBR	6.0	4.2	5.9	10.7	73.3
EV/EBITDA	34.8	52.0	35.1	32.8	38.2
ROA	3.0	-1.9	-5.1	-10.9	-10.6
ROE	6.4	-4.9	-16.9	-55.4	-141.8

자료: 유안타증권 리서치센터

LG에너지솔루션 (373220): 2026년 투자 매력도 더 두드러질 것

LG에너지솔루션 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
매출액	6,265	5,565	5,700	5,832	5,553	6,198	6,715	7,361	23,362	25,827
QoQ %	-3%	-11%	2%	2%	-5%	12%	8%	10%		
YoY %	2%	-10%	-17%	-10%	-11%	11%	18%	26%	-9%	11%
소형 (+원통형 EV)	1,708	1,636	1,849	1,979	1,807	1,883	1,996	1,845	7,172	7,531
EV	4,124	3,546	3,009	2,919	2,876	3,416	3,745	4,511	13,597	14,549
ESS	433	383	842	935	869	899	974	1,004	2,593	3,747
영업이익	375	492	601	336	444	682	873	961	1,804	2,960
영업이익률	6%	9%	11%	6%	8%	11%	13%	13%	8%	11%

자료: 유안타증권 리서치센터



LG에너지솔루션(373220) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	33,745	25,620	23,362	25,827	28,668
매출원가	28,802	22,214	19,733	21,853	24,282
매출총이익	4,943	3,406	3,629	3,973	4,386
판매비	3,457	4,311	3,399	3,214	4,013
영업이익	2,163	575	1,804	2,960	3,573
EBITDA	3,773	2,141	3,755	4,445	4,140
영업외손익	-120	-227	-382	-42	-583
외환관련손익	404	-22	959	609	437
이자손익	-138	-341	-654	-811	-948
관계기업관련손익	-32	-49	-13	-15	-13
기타	-353	186	-674	175	-60
법인세비용차감전순손익	2,043	349	1,423	2,918	2,989
법인세비용	405	10	259	678	658
계속사업순손익	1,638	339	1,164	2,240	2,332
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,638	339	1,164	2,240	2,332
지배지분순이익	1,237	-1,019	-3,222	-7,352	-7,654
포괄순이익	1,911	3,217	-357	1,908	1,949
지배지분포괄이익	1,468	915	-578	1,577	1,610

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,444	5,112	4,022	1,711	2,449
당기순이익	1,638	339	1,164	2,240	2,332
감가상각비	2,150	2,856	3,265	3,465	3,585
외환손익	0	0	-537	-609	-437
중속, 관계기업관련손익	0	0	12	15	13
자산부채의 증감	-277	691	-1,147	-5,013	-4,616
기타현금흐름	933	1,226	1,266	1,613	1,573
투자활동 현금흐름	-9,719	-12,065	-10,562	-10,653	-8,892
투자자산	-62	-8	34	-127	-68
유형자산 증가 (CAPEX)	-9,923	-12,399	-11,110	-10,250	-8,500
유형자산 감소	102	75	25	48	0
기타현금흐름	164	267	490	-324	-324
재무활동 현금흐름	4,355	5,382	7,770	1,200	1,190
단기차입금	336	-292	861	200	120
사채 및 장기차입금	2,559	4,675	5,971	1,000	1,070
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1,460	998	939	0	0
연결범위변동 등 기타	51	402	390	4,437	4,212
현금의 증감	-869	-1,170	1,621	-3,304	-1,041
기초 현금	5,938	5,069	3,899	5,519	2,215
기말 현금	5,069	3,899	5,519	2,215	1,175
NOPLAT	2,163	575	1,804	2,960	3,573
FCF	-5,479	-7,287	-7,088	-8,539	-6,051

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER는 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	17,208	15,327	15,295	13,853	13,153
현금및현금성자산	5,069	3,899	5,519	2,215	1,175
매출채권 및 기타채권	5,679	5,548	4,533	5,721	5,588
재고자산	5,396	4,552	3,888	4,206	4,492
비유동자산	28,229	44,979	49,539	56,183	60,984
유형자산	23,655	38,350	43,318	50,055	54,970
관계기업등 지분관련자산	224	62	56	71	79
기타투자자산	425	1,210	1,168	1,280	1,340
자산총계	45,437	60,307	64,834	70,036	74,137
유동부채	10,937	12,055	14,380	15,872	16,649
매입채무 및 기타채무	6,911	8,361	7,581	8,587	8,974
단기차입금	1,576	1,291	2,152	2,352	2,472
유동성장기부채	1,635	1,199	3,559	3,559	3,679
비유동부채	10,126	17,285	21,034	22,837	24,211
장기차입금	4,512	4,866	5,012	5,412	5,862
사채	3,116	7,776	10,914	11,514	12,014
부채총계	21,064	29,340	35,415	38,708	40,860
자배지분	20,201	21,116	17,102	9,418	1,381
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	17,165	17,165	17,165	17,165	17,165
이익잉여금	2,364	1,397	-1,843	-9,195	-16,849
비지배지분	4,173	9,850	12,318	21,909	31,895
자본총계	24,374	30,967	29,419	31,328	33,277
순차입금	5,870	12,493	18,168	22,672	24,903
총차입금	11,009	16,392	23,687	24,887	26,078

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,287	-4,354	-13,769	-31,420	-32,712
BPS	86,328	90,240	73,084	40,249	5,903
EBITDAPS	16,125	9,150	16,048	18,994	17,692
SPS	144,211	109,485	99,838	110,371	122,512
DPS	0	0	0	0	0
PER	97.9	-87.3	-31.4	-13.8	-13.2
PBR	6.0	4.2	5.9	10.7	73.3
EV/EBITDA	34.8	52.0	35.1	32.8	38.2
PSR	3.6	3.5	4.3	3.9	3.5

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	31.8	-24.1	-8.8	10.6	11.0
영업이익 증가율 (%)	78.2	-73.4	213.6	64.0	20.7
지배순이익 증가율 (%)	61.3	적전	적지	적지	적지
매출총이익률 (%)	14.6	13.3	15.5	15.4	15.3
영업이익률 (%)	6.4	2.2	7.7	11.5	12.5
지배순이익률 (%)	3.7	-4.0	-13.8	-28.5	-26.7
EBITDA 마진 (%)	11.2	8.4	16.1	17.2	14.4
ROIC	7.1	1.6	4.0	4.6	5.1
ROA	3.0	-1.9	-5.1	-10.9	-10.6
ROE	6.4	-4.9	-16.9	-55.4	-141.8
부채비율 (%)	86.4	94.7	120.4	123.6	122.8
순차입금/자기자본 (%)	29.1	59.2	106.2	240.7	1,803.0
영업이익/금융비용 (배)	6.9	1.0	2.0	3.1	3.5



엘앤에프 (066970): 실적 모멘텀 + 수주 기대감 모두 갖췄다

2차전지



이안나 2차전지/신에너지
anna.lee@yuanta.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	142,000원 (M)
현재주가 (10/20)	114,800원
상승여력	24%

시가총액	41,691억원
총발행주식수	36,316,174주
60일 평균 거래대금	492억원
60일 평균 거래량	632,183주
52주 고/저	118,200원 / 47,800원
외인지분율	13.89%
배당수익률	0.00%
주요주주	새로닉스 외 17 인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	54.1	84.6	16.3
상대	39.2	54.2	(20.9)
절대(달러환산)	51.3	81.2	12.3

- 3Q25 Preview: 컨센서스 상회하는 실적:** 동사는 2025년 3분기 매출액 6,709억원(+29% qoq, +91% yoy), 영업이익 81억원(OPM 1.2%, 흑전 qoq, 흑전 yoy)으로 컨센서스(매출액 6,643억원, 영업이익 69억원) 대비 상회하는 실적 예상. 이는 1) 테슬라향 모델Y 주니퍼, YL의 긍정적인 중국 수요, 2) SK온 헝가리 공장향 VW 물량 확대로 인해 하이니켈, 미드니켈 모두 가동률이 상승했기 때문.
- 4Q25에도 외형 성장 유지 + LFP 수주 기대감:** 대부분 국내 2차전지 기업들의 4분기 실적은 고객사의 재고소진 및 높아진 전구체 가격 등으로 인해 외형 및 이익 감소 불가피. 다만, 동사의 경우 테슬라의 모델Y 주니퍼, YL의 긍정적 수요 증가가 지속되면서 4분기에도 최소 3분기 수준의 외형을 유지할 것으로 기대. 2026년 3분기 이후에는 신제품이 LFP 양극재 공급도 본격화될 것. 동사는 2026년 3분기 대구 공장에서 연 3만톤 규모 완공 후 바로 공급이 진행될 예정이며 2026년 말 기준으로는 6만톤이 추가될 예정. LFP는 고객사에 제약 없이 공급할 수 있는 범용성이 특징이 있어 국내 셀 3사에 모두 공급 가능. LFP에 대한 미국, 유럽 내 수요가 높은 만큼 관련 수주 기대감도 여전.
- 동사에 대한 투자의견 및 목표주가 유지:** 동사에 대한 투자의견 Buy 및 목표주가 142,000원 유지. 동사는 실적 모멘텀과 LFP 중심 수주 기대감까지 있어 국내 양극재 기업 중 투자매력도 가장 높음. 또한 2026년에 이어 2027년에는 ESS향뿐 아니라 EV향으로도 LFP를 공급할 예정. 2027년에는 LFP 양극재 매출 성장도 본격화될 것으로 기대

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,644	1,907	2,230	2,520	2,948
매출액증가율	19.5	-58.9	16.9	13.0	17.0
영업이익	-222	-559	-253	50	59
영업이익률	-4.8	-29.3	-11.3	2.0	2.0
지배주주귀속순이익	-194	-378	-198	40	61
지배주주 귀속 EPS	-5,372	-10,416	-5,463	1,094	1,668
EPS 증가율	-171.2	93.9	-47.6	-120.0	52.5
PER	-41.1	-12.9	-21.0	104.9	68.8
PBR	6.7	6.3	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	-55.6	-13.0	-27.8	35.6	37.1
ROA	-6.1	-12.3	-5.2	0.8	1.2
ROE	-16.4	-41.7	-13.0	1.7	2.5

자료: 유안타증권 리서치센터



엘앤에프 (066970): 실적 모멘텀 + 수주 기대감 모두 갖췄다

엘앤에프 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	365	520	671	674	605	643	668	605	1,907	2,230	2,520
(% QoQ)	0	43	29	0	-10	6	4	-9			
(% YoY)	-43	-6	91	85	66	24	0	-10	-59	17	13
영업이익	-140	-121	8	1	1	13	23	13	-559	-253	50
(% QoQ)	적지	적지	흑전	-92%	79%	963%	82%	-45%			
(% YoY)	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	190%	1823%	적지	적지	흑전
OPM	적지	적지	1.2	0.1	0.2	2.0	3.5	2.1	적지	적지	2.0

자료: 유안타증권 리서치센터

엘앤에프(066970) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,644	1,907	2,230	2,520	2,948
매출원가	4,784	2,371	2,395	2,356	2,771
매출총이익	-140	-463	-165	164	177
판매비	83	95	88	114	118
영업이익	-222	-559	-253	50	59
EBITDA	-176	-495	-165	138	146
영업외손익	-73	39	-5	3	21
외환관련손익	7	-11	-10	-17	-16
이자손익	-70	-101	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-10	151	5	20	37
법인세비용차감전순손익	-296	-520	-258	53	80
법인세비용	-101	-139	-58	13	19
계속사업순손익	-195	-381	-199	40	61
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-195	-381	-199	40	61
지배지분순이익	-194	-378	-198	40	61
포괄순이익	-199	-384	-199	40	61
지배지분포괄이익	-198	-381	-199	40	60

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-375	281	248	840	776
당기순이익	-195	-381	-199	40	61
감가상각비	44	60	85	85	84
외환손익	-21	26	-19	17	16
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-24	776	194	432	349
기타현금흐름	-179	-201	188	267	266
투자활동 현금흐름	-561	-240	-652	-555	-542
투자자산	-89	-49	-116	26	-38
유형자산 증가 (CAPEX)	-482	-208	-480	-550	-470
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	9	17	-56	-31	-34
재무활동 현금흐름	1,050	-20	2,193	-13	30
단기차입금	463	-55	157	-13	20
사채 및 장기차입금	593	-124	138	0	10
자본	39	-2	1,339	0	0
현금배당	-17	0	0	0	0
기타현금흐름	-28	160	559	0	0
연결범위변동 등 기타	7	18	-330	-634	-710
현금의 증감	121	38	1,460	-362	-446
기초 현금	120	241	280	1,740	1,378
기말 현금	241	280	1,740	1,378	932
NOPLAT	-222	-559	-253	50	59
FCF	-857	73	-231	290	306

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,969	1,090	2,596	2,145	1,874
현금및현금성자산	241	280	1,740	1,378	932
매출채권 및 기타채권	426	214	428	383	494
재고자산	1,163	575	385	346	404
비유동자산	1,382	1,710	2,294	2,730	3,151
유형자산	1,120	1,260	1,656	2,120	2,506
관계기업등 지분관련자산	88	136	252	226	264
기타투자자산	42	48	57	57	57
자산총계	3,351	2,800	4,889	4,875	5,026
유동부채	1,747	1,552	2,056	2,003	2,082
매입채무 및 기타채무	201	212	382	343	401
단기차입금	718	813	910	910	910
유동성장기부채	604	453	113	113	113
비유동부채	494	524	493	492	503
장기차입금	466	502	468	468	478
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,241	2,076	2,549	2,494	2,585
자본지분	1,097	714	2,329	2,369	2,429
자본금	18	18	36	36	36
자본잉여금	704	702	2,023	2,023	2,023
이익잉여금	358	-23	256	296	357
비지배지분	13	10	11	12	12
자본총계	1,110	723	2,340	2,380	2,441
순차입금	1,775	1,570	396	745	1,219
총차입금	2,034	1,856	2,151	2,137	2,167

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-5,372	-10,416	-5,463	1,094	1,668
BPS	32,742	21,264	69,367	70,544	72,341
EBITDAPS	-4,860	-13,651	-4,534	3,811	4,007
SPS	128,397	52,570	61,413	69,388	81,184
DPS	0	0	0	0	0
PER	-41.1	-12.9	-21.0	104.9	68.8
PBR	6.7	6.3	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	-55.6	-13.0	-27.8	35.6	37.1
PSR	1.7	2.6	1.9	1.7	1.4

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	19.5	-58.9	16.9	13.0	17.0
영업이익 증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	17.0
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	52.4
매출총이익률 (%)	-3.0	-24.3	-7.4	6.5	6.0
영업이익률 (%)	-4.8	-29.3	-11.3	2.0	2.0
지배순이익률 (%)	-4.2	-19.8	-8.9	1.6	2.1
EBITDA 마진 (%)	-3.8	-26.0	-7.4	5.5	4.9
ROIC	-6.2	-18.2	-13.1	1.6	1.6
ROA	-6.1	-12.3	-5.2	0.8	1.2
ROE	-16.4	-41.7	-13.0	1.7	2.5
부채비율 (%)	201.9	287.1	108.9	104.8	105.9
순차입금/자기자본 (%)	161.7	219.9	17.0	31.5	50.2
영업이익/금융비용 (배)	-2.8	-5.3	0.0	0.0	0.0



국내외 Peer 기업 벨류에이션 비교

Ticker	국내					해외					
	LG에너지솔루션	삼성SDI	포스코퓨처엠	에코프로비엠	엘앤에프	CATL	Panasonic	Umicore	SMM	Ningbo Shanshan	
	373220 KS	006400 KS	003670 KS	247540 KS	066970 KS	300750 CH	6752 JP	UMI BB	5713 JP	600884 CH	
시가총액	1,010,880	207,911	172,556	154,526	41,074	237,398	30,631	5,040	10,323	4,201	
매출액	2024	256,196	165,922	36,999	27,668	19,075	50,282	58,844	16,068	10,010	2,595
	2025F	238,702	136,291	33,942	30,297	22,361	60,561	51,548	4,159	10,546	3,009
	2026F	284,496	163,769	42,541	39,926	30,874	73,426	53,420	7,982	10,661	3,122
영업이익	2024	5,754	3,633	7	- 341	- 5,587	7,450	2,470	- 1,365	545	118
	2025F	18,896	- 11,116	547	950	- 2,234	11,145	2,363	641	447	158
	2026F	33,870	6,871	1,411	1,534	1,017	13,563	3,675	652	477	186
순이익	2024	- 10,187	5,993	- 2,123	- 965	- 3,779	7,227	3,075	- 1,601	406	- 51
	2025F	632	- 5,179	170	162	- 2,268	9,463	1,951	343	488	103
	2026F	11,196	7,392	727	554	196	11,499	2,914	371	615	143
PER	2024	-	30.4	-	-	-	22.4	7.6	-	21.5	-
	2025F	2,348.6	-	792.1	1,013.9	-	24.6	14.3	14.3	20.1	40.3
	2026F	96.0	26.9	224.5	281.7	137.2	20.2	9.8	13.1	15.4	28.6
PBR	2024	3.9	0.8	3.7	6.3	3.8	4.7	0.7	1.2	0.7	0.8
	2025F	4.8	1.0	4.7	9.2	8.1	5.4	0.9	2.0	0.8	1.4
	2026F	4.5	1.0	4.6	8.9	7.5	4.6	0.8	1.9	0.8	1.3
ROE	2024	-4.9	3.1	-8.0	-6.3	-41.7	23.4	10.9	-52.9	3.4	-1.7
	2025F	0.8	-2.4	0.4	1.0	-35.9	23.6	6.1	14.1	4.1	3.3
	2026F	6.4	3.6	2.2	3.1	4.6	24.2	8.9	13.3	5.0	4.5
EV/EBITDA	2024	28.4	12.0	77.1	164.6	-	11.3	5.3	-	12.4	14.7
	2025F	22.9	27.8	73.4	77.2	-	15.4	7.5	7.4	16.3	17.3
	2026F	16.8	9.8	44.5	52.0	29.1	12.7	5.6	7.1	15.3	15.5

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터,

주: 1)국내 단위는 억원, 해외 단위는 백만달러, 2)2025/10/20 종가기준

[자동차]

더 좋은 일이 생기기를

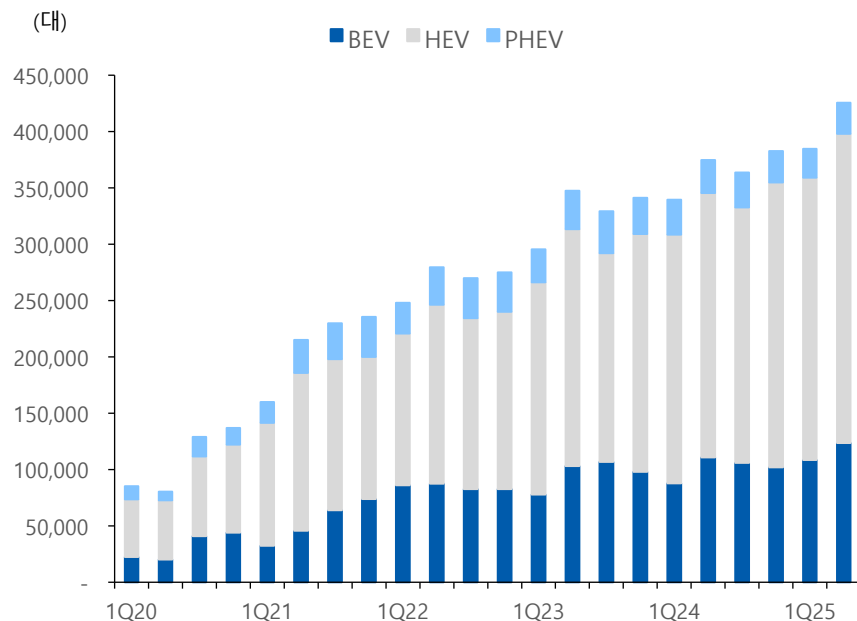


김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

자동차: 하방 경직성은 확인, 필요한 것은 상승 트리거

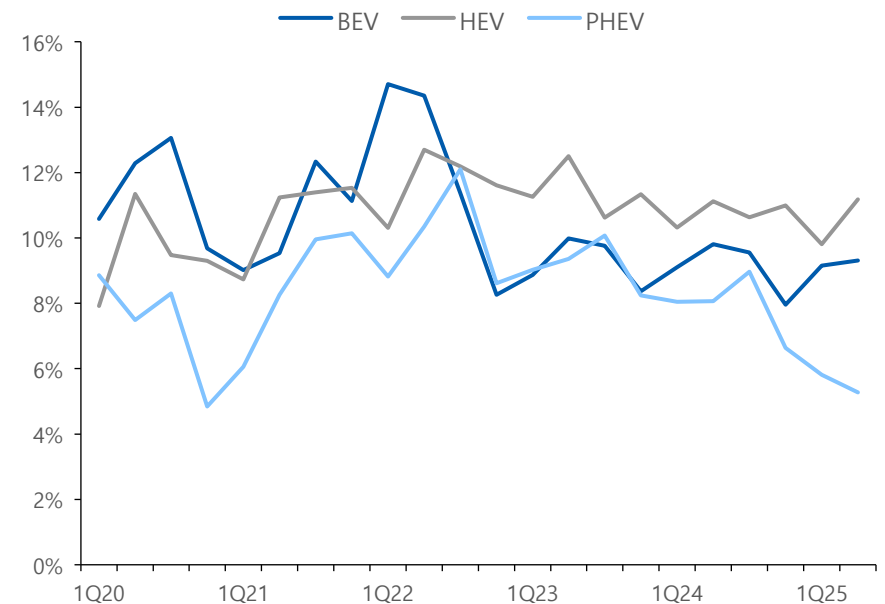
- 10월 15일 베센트 재무장관의 협상 마무리 단계 발언에 따른 FY26F 대미 자동차 수출 관세율 15% 적용에 대한 가시성 확보한 상황. 이로써 FY25F (25%*8개월) 대비 FY26F (15%*12개월) 관세 관련 비용은 하락세를 보일 것이라 예상하며 이익의 하방 경직성 확인.
- 그러나, 지금 필요한 것은 하방 경직성이 아닌 상승 트리거. 유럽 시장을 겨냥한 B세그먼트 보급형 BEV의 출시에 따른 이익률 희석 또한 잠재적인 리스크라고 판단. 이를 상쇄하기 위한 차종 믹스 개선과 HEV 판매비중 확대가 필요한 시점.
- 업종 중립의견 유지. 제품 믹스 개선세가 완화 혹은 하락 전환하며 본업의 수익성 개선에 대한 가시성이 제한된 상황에서 저렴한 밸류에이션 멀티플에 대한 기계적 업종 비중확대 보다는 선별적 선호주 매수가 적절하다고 판단. Top pick은 제품믹스와 금융부문 모두 개선중인 현대차.

친환경차 판매량을 꾸준히 높이고 있는 현대차그룹, 그러나...



자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

중국 제외 글로벌 시장 점유율은 횡보중, 리레이팅 위해 점유율 확대 필요



자료: 유안타증권 리서치센터, SNER

유럽 BEV 시장, 새로운 활로의 가능성

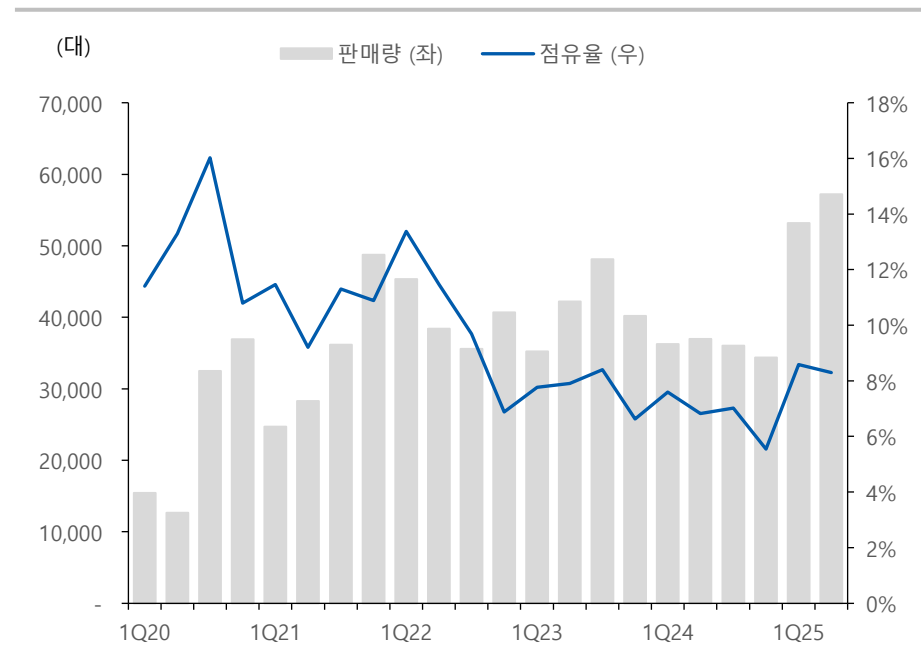
- 현대차그룹은 FY26F 유럽 전기차 시장에 B세그먼트 보급형 BEV를 출시할 계획이며, 이는 유럽내 주요국 정부의 BEV 보조금 정책과 맞물려 비약적인 BEV 판매량 상승을 유발할 수 있다고 예상한다.
- 독일, 영국, 프랑스는 BEV 보조금을 부활 혹은 확대하고 있으며, 이는 노골적으로 중국산 BEV 수출물량에 대항하기 위한 것으로 보이는데, 현대차그룹 또한 유럽연합 내 공장에서 생산하는 보급형 BEV에 보조금 수혜를 누리 시장 점유율 상승을 노릴 수 있다고 예상한다.
- 다만, 보급형 BEV 특성상 해당 차량의 판매량이 늘어날수록 전사 이익률에는 부정적 영향을 미칠 것이라 예상한다. 유럽 전기차 시장내 점유율 회복이 투자심리 회복에 주는 긍정적 영향이 이를 상쇄할 수 있으려면 비약적인 판매량 성장이 필요하다 판단한다.

유럽 주요국가의 BEV 보조금 확대 지급은...

	현황	신규 (2026년)
독일	2023년 12월 종료	30억 유로 규모, 중-저소득 가구 대상 지급하며 대당 최대 4,000유로
프랑스	중-저소득층 대당 4,200유로, 나머지 3,100유로	각각 1,000유로 추가
영국	25년 7월 시행. 37,000파운드 이하 차량에 최대 3,750파운드 인센티브. 2028-29까지 시행	

자료: 유안타증권 리서치센터

하락세를 보이는 현대차그룹의 유럽내 BEV 점유율 반등의 열쇠가 될 수 있음



자료: 유안타증권 리서치센터



로보틱스보다 여전히 생산직 자연감소에 집중

- 휴머노이드 도입을 통한 생산비 절감이 향후 단기 실적에 긍정적 영향을 미칠 가능성은 매우 제한적이라 판단. 오히려, 연간 순 은퇴인원의 상승으로 인한 인건비 절감 효과가 국내 자동차 업종의 비용 감소에 기여하는 폭이 더 클 것이라 예상.
- 자재취급과 의장공정에 휴머노이드가 투입된다 하여도, 이미 고용된 생산직의 해고로 이어질 가능성은 제한적이며, 파일럿 공정에 투입된 이후 적용범위를 글로벌 공장으로 확대하는 것에도 실증 기간이 상당 부분 소요될 것이라 예상.
- FY25 임단협에서는 기존 도입해온 계속고용제도 (정년퇴직 후 1년 고용 + 추가 1년 고용)를 유지하기로 합의. FY26F 노사합의 내용중 정년 연장, 신규 채용 규모 여부에 따라 인건비 감소 혹은 증가에 대한 방향성을 재확인할 수 있을 것이라 예상.

현대차의 연간 생산직 순 은퇴에 따른 인건비 절감

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
신규 고용 인원	800	800	600	600	600	600	500
은퇴 인원	2,402	2,650	2,674	2,301	2,436	2,032	1,659
연간 순 은퇴 인원	1,602	1,850	2,074	1,701	1,836	1,432	1,159
누적 순 은퇴 인원	1,602	3,452	5,526	7,227	9,063	10,495	11,654
24년 대비 연간 인건비 절감 효과 (십억 원)							
퇴직자 평균 인건비 1억 가정시		185	392	563	746	889	1,005
퇴직자 평균 인건비 1.3억 가정시		241	510	731	970	1,156	1,307
퇴직자 평균 인건비 1.5억 가정시		278	589	844	1,119	1,334	1,508

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차



현대차 (005380): 3분기 찍고 생각할 것들

자동차



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuanta.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	300,000원 (M)
현재주가(10/20)	248,000원
상승여력	21%

시가총액	507,799억원
총발행주식수	265,390,108주
60일 평균 거래대금	1,553억원
60일 평균 거래량	705,190주
52주 고/저	248,000원 / 177,500원
외인지분율	36.35%
배당수익률	5.66%
주요주주	현대모비스 외 11 인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	15.9	17.8	5.8
상대	4.7	(1.5)	(28.1)
절대(달러환산)	13.8	15.6	2.1

- **3분기 영업이익 2.4조 예상:** 관세비용 1.2조 반영, 기말환율 급등으로 인한 달러기준 총당금 설정금액 상승으로 인한 회계적 감익 발생하였을 것이라 추정. 국내공장 출하량 기준 3분기 믹스 개선 추가적으로 확인 (SUV 비중 62% 기록, +2% pts qoq).
- **3분기 지나 4분기에 발생할 일들:** 1) 3분기 기말환율 급등으로 인한 4분기 달러기준 총당금 설정액 부담 저하, 2) 높은 분기평균환율로 인한 환차익으로 관세 (당사 추정 1.3조) 영향 일부 상쇄, 3) 배당과 자사주 매입소각으로 실현될 주주환원정책. FY25F 지배주주순이익 약 10.9조 (EPS 약 4만 원) 가정 시 DPS 1만 원으로 TSR 25%, 4월 9,200억 주식소각을 통해 TSR 8% 이상을 확보한 상태. 당사는 TSR 35% 충족을 위해 기말 배당액의 소폭 증가보다 추가적인 자사주 매입소각 이벤트가 주가를 끌어올릴 수 있다고 판단.
- **투자의견 BUY, 목표주가 300,000원 유지:** 당사는 경쟁업체인 기아 대비 1) 금융부문과 기타부문으로 인해 제한된 자동차부문 영업레버리지, 2) 낮은 미국시장 판매비중, 3) 낮은 SUV 판매비중으로 상대적 주가 부진하였으나, 대미 수출 관세라는 직격탄을 맞은 현재 각각 1) 금융부문과 기타부문의 수익성은 OPM 하락폭 저지, 2) 기저 대비 감익폭 감소, 3) 추가적인 제품 믹스 개선 여력으로 상대적 매력 증가. 또한 금융부문의 수익성 또한 금리인상기 이전 계약물량의 매출비중 점진적 하락, 향후 조달금리 인하로 인한 마진 스프레드 확대를 기대함.

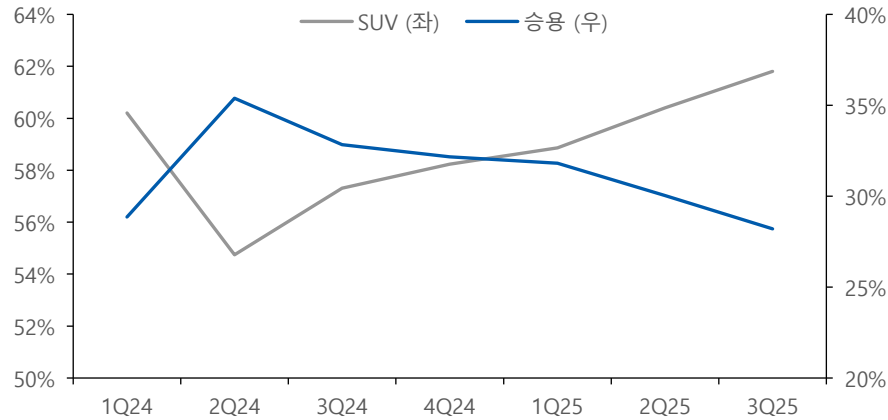
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	162,664	175,231	186,960	196,939	207,833
매출액증가율	14.4	7.7	6.7	5.3	5.5
영업이익	15,127	14,240	12,799	13,652	14,720
영업이익률	9.3	8.1	6.8	6.9	7.1
지배주주귀속순이익	11,962	12,527	10,860	11,556	12,658
지배주주 귀속 EPS	53,295	56,300	49,241	53,008	58,389
증가율	63.9	5.6	-12.5	7.7	10.2
PER	3.5	4.2	5.0	4.7	4.2
PBR	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.6	10.7	11.4	10.6	9.8
ROA	4.4	4.0	3.1	3.2	3.3
ROE	13.7	12.4	9.4	9.1	8.9

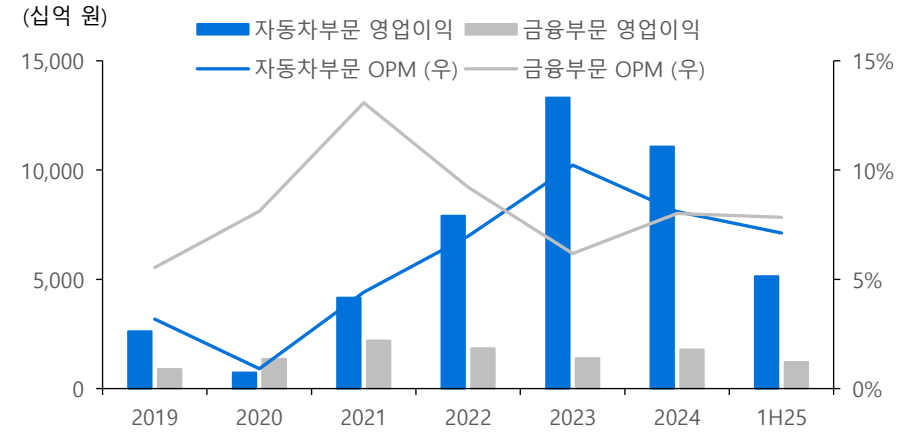
자료: 유안타증권 리서치센터

현대차: 국내 공장의 지속적인 제품 믹스 개선



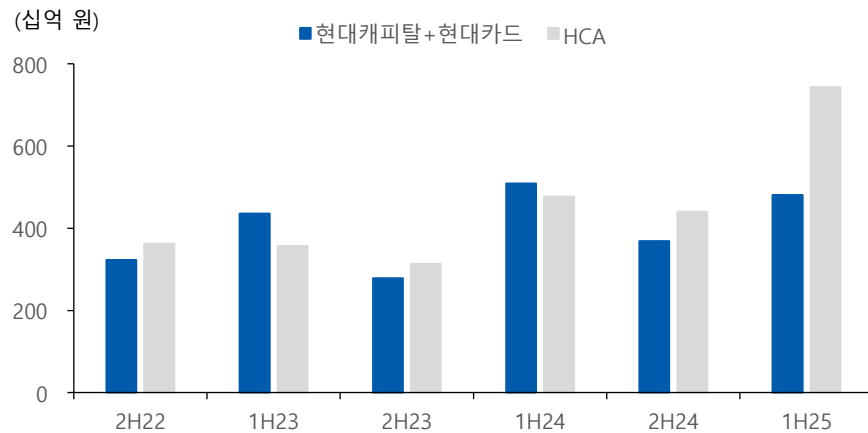
자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

금융부문 영업이익 기여도의 꾸준한 상승은...



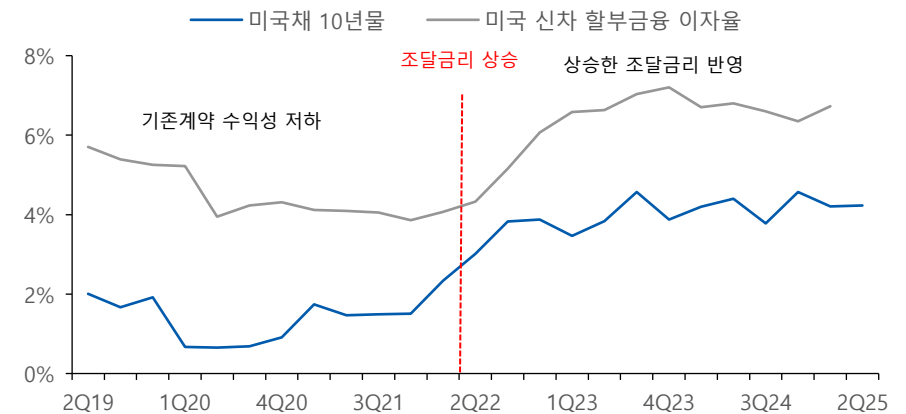
자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

...미국지역 자동차금융 영업이익 상승에 기반하는데...



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차

이러한 수익성은 시간이 지날수록 더욱 상승할 것



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차



현대차(005380) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	162,664	175,231	186,960	196,939	207,833
매출원가	129,179	139,482	152,061	158,660	167,069
매출총이익	33,484	35,749	34,898	38,279	40,764
판매비	18,357	21,510	22,100	24,627	26,043
영업이익	15,127	14,240	12,799	13,652	14,720
EBITDA	20,073	18,527	17,836	19,287	20,820
영업외손익	2,492	3,542	2,701	2,841	3,345
외환관련손익	150	295	0	0	0
이자손익	440	529	512	544	563
관계기업관련손익	2,471	3,114	2,584	2,693	3,179
기타	-569	-396	-396	-396	-396
법인세비용차감전순손익	17,619	17,781	15,499	16,493	18,066
법인세비용	4,627	4,232	4,030	4,288	4,697
계속사업순손익	12,992	13,549	11,469	12,205	13,369
중단사업순손익	-720	-319	0	0	0
당기순이익	12,272	13,230	11,469	12,205	13,369
지배지분순이익	11,962	12,527	10,860	11,556	12,658
포괄순이익	12,429	18,255	16,494	17,230	18,393
지배지분포괄이익	12,204	17,100	15,451	16,140	17,230

주요영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-2,519	-5,662	-1,327	159	1,172
당기순이익	12,272	13,230	11,469	12,205	13,369
감가상각비	3,284	3,398	3,965	4,401	4,722
외환손익	-64	-13	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-2,490	-3,113	-2,584	-2,693	-3,179
자산부채의 증감	-30,365	-35,160	-35,312	-35,050	-35,179
기타현금흐름	14,844	15,997	21,135	21,296	21,440
투자활동 현금흐름	-8,649	-14,623	-12,360	-13,703	-13,570
투자자산	-2,259	-3,371	-2,397	-2,039	-2,226
유형자산 증가 (CAPEX)	-7,071	-8,061	-8,800	-8,500	-8,100
유형자산 감소	144	172	0	0	0
기타현금흐름	536	-3,362	-1,163	-3,164	-3,244
재무활동 현금흐름	9,393	19,493	15,867	13,904	10,907
단기차입금	-2,580	582	36	31	33
사채 및 장기차입금	15,107	31,507	4,000	1,000	-2,000
자본	137	3,278	0	0	0
현금배당	-2,499	-3,913	-4,169	-3,126	-3,126
기타현금흐름	-772	-11,961	16,000	16,000	16,000
연결범위변동 등 기타	77	640	653	831	828
현금의 증감	-1,698	-152	2,833	1,191	-663
기초 현금	20,865	19,167	19,015	21,848	23,040
기말 현금	19,167	19,015	21,848	23,040	22,377
NOPLAT	15,127	14,240	12,799	13,652	14,720
FCF	-9,590	-13,723	-10,127	-8,341	-6,928

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

자무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	58,604	64,336	67,464	70,773	72,483
현금및현금성자산	19,167	19,015	21,848	23,040	22,377
매출채권 및 기타채권	8,782	10,320	11,423	11,423	12,055
채고자산	17,400	19,791	21,116	22,243	23,473
비유동자산	116,172	147,622	156,282	163,686	170,413
유형자산	38,921	44,534	49,369	53,468	56,846
관계기업등 지분관련자산	28,476	34,644	36,963	38,936	41,090
기타투자자산	4,578	6,748	6,826	6,892	6,965
자산총계	282,463	339,798	357,978	375,404	390,888
유동부채	73,362	79,510	81,529	83,281	84,945
매입채무 및 기타채무	26,945	30,057	31,184	32,175	33,010
단기차입금	9,036	9,327	9,327	9,327	9,327
유동성장기부채	25,109	26,742	26,742	26,742	26,742
비유동부채	107,292	140,013	143,848	145,419	143,972
장기차입금	17,570	26,286	26,286	28,286	27,286
사채	73,033	96,134	98,134	97,134	96,134
부채총계	180,654	219,523	225,377	228,700	228,917
자배지분	92,497	109,102	109,102	134,273	148,830
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,378	7,656	7,656	7,656	7,656
이익잉여금	88,666	96,596	103,286	111,716	121,247
비지배지분	9,312	11,173	11,782	12,431	13,141
자본총계	101,809	120,276	132,601	146,704	161,971
순차입금	96,730	127,380	130,369	129,994	128,395
총차입금	126,039	158,128	162,164	163,195	161,228

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	53,295	56,300	49,241	53,008	58,389
BPS	351,861	413,568	464,157	515,847	571,769
EBITDAPS	73,148	68,094	66,711	72,674	78,449
SPS	592,754	644,061	699,285	742,075	783,121
DPS	11,400	12,000	12,000	12,000	12,000
PER	3.5	4.2	5.0	4.7	4.2
PBR	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.6	10.7	11.4	10.6	9.8
PSR	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	14.4	7.7	6.7	5.3	5.5
영업이익 증가율 (%)	54.0	-5.9	-10.1	6.7	7.8
지배순이익 증가율 (%)	62.4	4.7	-13.3	6.4	9.5
매출총이익률 (%)	20.6	20.4	18.7	19.4	19.6
영업이익률 (%)	9.3	8.1	6.8	6.9	7.1
지배순이익률 (%)	7.4	7.1	5.8	5.9	6.1
EBITDA 마진 (%)	12.3	10.6	9.5	9.8	10.0
ROIC	33.4	27.7	20.9	19.6	19.1
ROA	4.4	4.0	3.1	3.2	3.3
ROE	13.7	12.4	9.4	9.1	8.9
부채비율 (%)	177.4	182.5	170.0	155.9	141.3
순차입금/자기자본 (%)	104.6	116.8	107.9	96.8	86.3
영업이익/금융비용 (배)	27.1	31.5	25.1	26.4	28.6



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		국내					해외				
		현대차	기아	현대모비스	HL만도	한온시스템	Toyota	Honda	Ford	GM	VW
Ticker		005380 KS	000270 KS	012330 KS	204320 KS	018880 KS	7203 JP	7267 JP	F US	GM US	VOW DE
시가총액		50,780	45,089	28,319	1,709	2,644	313,521	54,146	47,719	55,221	53,564
매출액	2024	175,231	107,449	57,237	8,848	9,999	312,319	141,485	184,992	187,442	351,207
	2025F	185,809	113,627	61,590	9,529	10,861	328,512	141,586	173,628	180,295	377,141
	2026F	191,247	117,870	65,605	10,118	11,461	338,273	144,408	172,152	179,087	384,852
영업이익	2024	14,240	12,667	3,073	359	96	37,073	9,571	5,219	12,784	20,210
	2025F	12,503	10,350	3,473	390	187	25,694	5,791	6,887	11,446	12,353
	2026F	12,164	10,277	3,910	451	294	28,554	7,156	7,441	11,808	20,797
순이익	2024	12,527	9,773	4,056	130	-363	34,247	7,668	5,879	6,008	12,279
	2025F	10,946	8,353	4,127	146	-50	21,864	3,926	4,541	9,232	6,885
	2026F	10,804	8,400	4,510	233	85	24,859	4,966	5,337	9,465	12,863
PER	2024	5.2	4.4	5.4	13.6	-7.3	10.4	8.4	5.4	4.6	4.1
	2025F	6.1	5.4	6.9	11.7	-52.9	11.5	10.6	10.6	6.1	6.9
	2026F	6.1	5.4	6.2	7.3	31.2	9.8	8.2	8.9	5.7	3.9
PBR	2024	0.6	0.8	0.5	0.7	1.2	1.5	0.7	0.9	0.8	0.3
	2025F	0.6	0.7	0.6	0.7	0.9	1.0	0.5	1.1	0.8	0.3
	2026F	0.5	0.7	0.5	0.6	0.8	1.0	0.5	1.0	0.7	0.2
ROE	2024	11.9	19.1	9.4	6.3	-13.0	15.8	9.3	13.4	11.3	6.9
	2025F	9.4	14.3	8.7	6.9	-1.6	9.3	4.9	9.1	13.5	3.3
	2026F	8.7	13.1	8.9	9.8	2.4	10.4	5.9	11.3	13.4	5.6
EV/EBITDA	2024	8.4	1.4	2.5	5.1	9.7	5.8	6.9	2.4	1.5	4.8
	2025F	11.1	2.0	5.4	4.3	7.0	12.2	11.8	3.1	3.1	1.2
	2026F	11.1	1.6	4.5	3.7	6.0	11.9	9.7	2.8	3.0	1.0

자료: Quantwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주: 1) 국내 단위는 십억원, 해외 단위는 백만달러, 2) 2025/10/20 종가 기준

[조선]

이익개선 가속화, 포인트는 방산



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

조선: 상선은 정상화, 상승의 핵심은 방산

- FY26F 글로벌 신조선가 지수는 180-185pts로 소폭 하락 예상 (FY25F 185-190pts). 경쟁적 발주 구간을 지나 신조선가-중고선가의 괴리를 좁히는 구간에 돌입하고 있다고 판단.
- 정상화되는 컨테이너선 발주 모멘텀과 지속 상승하는 유조선 수주로 인한 FY28F 이후 실적 피크아웃 가능성에 제시될 수 있으나, 주가 상승의 핵심 트리거는 기존 상선사업이 아닌 향후 전개될 방산 사업이라고 판단하며 비중확대 의견 유지.
- 3분기 실적발표 이후 4분기는 선가상승, 조업일수 회복, 우호적 환율로 호실적을 예약해놓은 상황이라 판단. 이후 트럼프 정부의 법적 조치로 인한 미 해군발 해양방산 수주 가시성 증가에 따라 연중 지속된 주가상승 모멘텀 재개할 수 있을 것이라 예상.

FY26F 신조선가는 소폭 하락하며 중고선가와 괴리를 좁힐 것이라 예상



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

우리가 보았던, 그리고 앞으로 볼 상승은 방산에 대한 기대감에 기인



자료: 유안타증권 리서치센터, Quantwise



FY26F 상선부문 영업이익률 15% 돌파

- 당사 추정치에 의하면 국내 조선업체들의 평균 상선부문 영업이익률은 FY26F 고선가 물량의 매출인식 비중 확대로 인해 15% 이상을 기록할 것이며, 이는 비용 상승 곡선에서 다소 보수적인 가정에 기반하였음에도 충분한 영업이익 상승폭을 보일 수 있다는 것을 의미함.
- FY26F LNG선의 매출비중 하락을 LPG/암모니아/에테인 운반선과 같은 가스선이 대체하며, 하반기 고선가 컨테이너선 매출비중의 반등을 통해 추가적인 영업이익률 개선 사이클을 볼 수 있을 것이라 예상.
- 유조선 매출비중의 지속적인 상승이 발생할 경우 2H27F부터 수익성 피크아웃에 대한 우려가 발생할 수 있으나, 국내 조선업종의 연중 주가 상승 트리거는 상선부문의 강세가 아닌 해양방산 부문의 미 해군발 신규수주 가능성에 대한 기대감이었다는 점을 상기할 필요가 있음.

국내 조선업체 대형3사의 분기별 인도 스케줄 및 영업이익률 예상치

	환율	신조선가 지수	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
1Q21	1,114	130	7	3	2	5	3	1	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2Q21	1,121	139	14	8	8	2	2	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3Q21	1,160	151	7	7	6	8	4	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4Q21	1,183	154	3	5	5	4	7	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1Q22	1,206	156	3	9	10	8	7	9	7	8	4	0	0	0	0	0	0	0
2Q22	1,261	162	0	0	2	9	12	8	10	5	7	4	2	0	0	0	0	0
3Q22	1,341	162	0	0	1	1	4	3	6	3	7	4	6	1	0	0	0	0
4Q22	1,358	162	0	1	0	0	1	4	6	7	6	3	1	3	2	1	2	1
1Q23	1,276	166	0	0	0	0	3	3	3	2	9	5	4	7	5	1	1	0
2Q23	1,315	171	0	0	0	0	1	1	0	1	2	2	2	3	1	2	3	3
3Q23	1,313	175	0	0	0	0	0	0	0	1	3	6	2	3	2	1	6	5
4Q23	1,321	178	0	0	0	0	0	0	0	0	2	4	3	0	7	7	4	3
1Q24	1,330	183	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	5	9	10	6	10	6
2Q24	1,371	187	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3	4	3	2	1
3Q24	1,356	190	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	3	3	0	2
4Q24	1,399	189	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	3	3	7	9
1Q25	1,454	187	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3	3	5	5
2Q25	1,401	187	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	7	4	6
3Q25	1,388	186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	6
평균매출인식지수			151	153	155	158	161	163	166	171	175	178	180	182	183	184	185	185
평균매출인식지수 (환율보정)			180	186	191	198	204	210	216	226	232	239	244	248	251	253	255	257
평균비용지수 (환율보정)			175	178	181	184	186	187	193	197	198	200	206	209	209	210	216	219
yoy 비용지수 상승률			12.9%	12.5%	9.9%	7.2%	6.0%	5.0%	6.7%	7.0%	6.9%	6.8%	6.6%	5.9%	5.6%	5.1%	4.8%	4.6%
역산 추정영업이익률			2.9%	4.5%	5.2%	6.8%	9.0%	11.1%	10.6%	12.7%	14.7%	16.5%	15.4%	15.7%	16.6%	17.2%	15.3%	15.0%

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

미 해군 방산 수주의 핵심은 결국 법제적 진입장벽 완화

- 미국내 상선, 군함 생산능력의 쇠퇴는 이미 증명. MRO가 아닌 군함 건조에 관여하는 것이 국내 조선업체들의 최종 목표이며 이에 대한 트럼프의 긍정적 언급, 미 해군장관의 현장시찰 등 연내 다수 이벤트 발생으로 업종내 주요 수혜주의 주가는 상승세를 기록한 상황.
- 군함 부분건조 수주를 위한 핵심적인 걸림돌은 결국 법제적 장치. Byrnes-Tollefson 조항은 국내 조선업체들의 미 해군 함선 부분건조 진입에 가장 큰 진입장벽인데, 이에 대한 트럼프 대통령의 면제권 활용 혹은 조항 완화와 같은 이벤트가 가장 중요한 뉴스가 될 것.
- 협력의 방식에 대해서는 여전히 군함 블록건조 방식이 가장 가능성이 높다고 판단. 신조 수주의 경우 이미 기발주 물량이 5년치 쌓여있으며, 미국내 개별 조선소들이 사실상 독점하고 있는 구조이기에 해당 업체들에게 블록 건조 외주를 받는 방식이 가장 현실적이라 판단.

미 해군 함정 수주에 가장 큰 걸림돌인 Byrnes-Tollefson 조항

	주요 내용	예외
Tollefson Amendment	해안경비대 선박이나 주요 구성부품은 해외 조선소에서 건조 불가	대통령이 국가안보상 필요하다 판단시 예외 (의회 통보)
Byrnes Amendment	미군용 선박은 해외 조선소에서 건조 불가. 주요 선체와 부품도 해외제작 불가	대통령이 국가안보상 필요하다 판단시 예외 (의회 허가 필요)
Buy American Act	연방정부 조달시 미국내 제조된 제품을 우선 구매. 부품 원가의 55% 이상이 미국산일 것	미국산이 외국산보다 50% 이상 비쌌 경우
Military Cargo Preference Act	미군 소유 및 구매 화물은 가능한 미국 국적선으로 운송해야 함	운임이 과도하게 비쌌 경우

자료: 유안타증권 리서치센터, Stimson



HD한국조선해양 (009540): 받기 위해선, 주어야 할 테니

조선



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuanta.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	511,000원 (U)
현재주가(10/20)	423,500원
상승여력	21%

시가총액	299,724억원
총발행주식수	70,773,116주
60일 평균 거래대금	1,077억원
60일 평균 거래량	278,850주
52주 고/저	428,500원 / 180,000원
외인지분율	32.91%
배당수익률	2.24%
주요주주	에이치디현대 외 7인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.9	27.8	117.2
상대	(6.1)	6.8	47.7
절대(달려환산)	2.1	25.4	109.6

- 하반기 주가 강세:** 5월 28일 커버리지 개시와 함께 Top pick 선정, 이후 주가 42% 상승하며 커버리지 내 주가 상승률 1위 기록. 상승의 핵심은 1) 산하 조선업체들의 실적 개선에 따른 배당여력 상승, 2) 상법개정 이후 제한적인 HD현대삼호의 상장 가능성, 3) 현금이 모이는 중간지주사 특징상 향후 대미 투자의 주체가 될 수 있다는 기대감.
- 받으려면, 주어야 하니까:** 한화그룹의 필리조선소, 오스탈 투자는 미국 조선업 침투를 위한 선제적 투자로 인식되었으며, 필리조선소의 경우 이미 중국의 제재까지 받으며 미국내 조선 협력의 아이콘으로 부상중. 경쟁업체 입장의 HD현대 또한 미 해군 방산 협력의 본격 진출을 위해서는 대미 현지투자 (기업 인수 혹은 지분투자)를 단행할 확률이 높은 상황. 이에 대한 주체는 앞서 언급했듯 구조적으로 현금보유액이 증가할 수밖에 없는 동사가 될 확률이 매우 높다고 예상. 향후 실질적 수주 이후 매출을 인식하는 영업주체는 HD현대중공업 (+현대미포)가 될 것이나, 순서상 대미 투자가 선행될 것이라 판단하기에 여전히 동사에 대한 투자매력도가 먼저 부각될 수 있다고 판단.
- 투자 의견 BUY, 목표주가 511,000원 상황:** 목표주가 상향은 상장 연결회사의 시총 상승에 따른 지분가치 상승에 기인. FY25-27F 영업 조선업체들의 이익률 급증 구간에서 발생하는 이익을 배당의 형태로 수취, 이러한 자금의 사용처는 결국 1) 주주환원 혹은 2) 대미투자 인데, 어느 방향으로 쓰더라도 결국 주가에 긍정적일 수밖에 없는 상황이라고 판단. 여전히 제한적인 하방 리스크에 열려있는 상승여력.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	21,296	25,539	29,531	32,333	33,949
매출액증가율	23.1	19.9	15.6	9.5	5.0
영업이익	282	1,434	3,783	4,447	4,740
영업이익률	1.3	5.6	12.8	13.8	14.0
지배주주귀속순이익	222	1,172	2,677	3,031	3,166
지배주주 귀속 EPS	3,133	16,565	37,819	42,833	44,728
증가율	-202.2	428.7	128.3	13.3	4.4
PER	31.7	9.5	11.2	9.9	9.5
PBR	0.7	1.0	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	12.5	6.5	7.0	5.9	5.4
ROA	0.7	3.4	7.0	7.5	7.4
ROE	2.3	11.2	22.0	20.9	18.6

자료: 유안타증권 리서치센터

HD한국조선해양 (009540): 받기 위해선, 주어야 할 테니

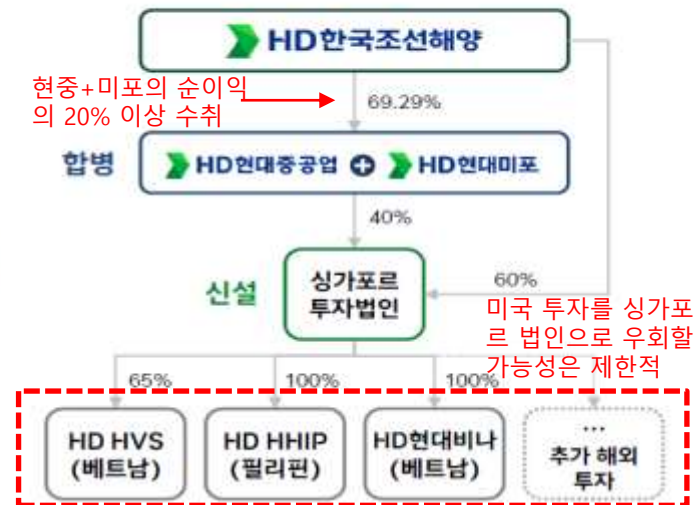
- 하반기 HD현대 그룹내 가장 큰 이벤트는 역시나 HD현대중공업+HD현대미포 합병. 당사는 합병법인 산하에 설립되는 싱가포르 투자법인이 미국 투자를 제외한 글로벌 확장에 집중할 것이며, HD한국조선해양이 대미 투자의 주체일 것이라 예상.
- 싱가포르 법인은 영업회사가 아닌 해외법인간 유기적 자금운용을 위한 순수 투자법인. 또한 향후 대미투자 이익 회수 고려시 HD현대의 연결회사인 한국조선해양이 직접 투자하는 방식이 오히려 입장에서의 실질적 이익 희석을 최소화할 수 있는 방법.
- 합병법인 출범 이후에도 30%의 주주환원율을 유지하기에, 지분율 감안시 해당법인 순이익의 20% 이상이 HD한국조선해양에 귀속됨. 누적되는 현금도 싱가포르 투자법인으로 출자하되, 합병법인+HD현대삼호로부터 인식되는 당기순이익은 지속적 배당의 근거.

현대차의 연간 생산직 순 은퇴에 따른 인건비 절감

현재



사업 재편 후



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대차



HD한국조선해양(009540) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	21,296	25,539	29,531	32,333	33,949
매출원가	20,248	22,943	24,238	26,135	27,237
매출총이익	1,048	2,595	5,292	6,198	6,712
판매비	766	1,161	1,509	1,751	1,971
영업이익	282	1,434	3,783	4,447	4,740
EBITDA	754	1,960	4,324	5,000	5,306
영업외손익	-290	389	704	636	567
외환관련손익	49	858	1,150	1,020	890
이자손익	8	7	64	126	187
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-348	-477	-510	-510	-510
법인세비용차감전순손익	-8	1,823	4,488	5,083	5,308
법인세비용	-153	368	1,167	1,322	1,380
계속사업순손익	145	1,455	3,321	3,761	3,928
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	145	1,455	3,321	3,761	3,928
지배지분순이익	222	1,172	2,677	3,031	3,166
포괄순이익	-11	1,275	3,141	3,582	3,748
지배지분포괄이익	103	1,055	2,599	2,963	3,101

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,082	4,289	5,164	5,742	6,064
당기순이익	145	1,455	3,321	3,761	3,928
감가상각비	459	504	520	535	549
외환손익	0	0	-1,150	-1,020	-890
중속, 관계기업관련손익	48	61	0	0	0
자산부채의 증감	1,510	2,369	2,240	2,290	2,304
기타현금흐름	-81	-100	234	175	174
투자활동 현금흐름	-1,267	-1,233	-1,197	-1,139	-1,062
투자자산	-101	74	-199	-199	-152
유형자산 증가 (CAPEX)	-822	-891	-700	-700	-700
유형자산 감소	24	24	0	0	0
기타현금흐름	-368	-440	-298	-241	-210
재무활동 현금흐름	-485	-2,359	-3,268	-3,231	-3,246
단기차입금	-73	413	-86	-49	-63
사채 및 장기차입금	-457	-89	0	0	0
자본	-8	140	0	0	0
현금배당	-3	-1	-361	-361	-361
기타현금흐름	56	-2,821	-2,821	-2,821	-2,821
연결범위변동 등 기타	-8	2	837	142	-150
현금의 증감	321	699	1,536	1,514	1,607
기초 현금	2,697	3,018	3,717	5,254	6,768
기말 현금	3,018	3,717	5,254	6,768	8,375
NOPLAT	282	1,434	3,783	4,447	4,740
FCF	1,260	3,398	4,464	5,042	5,364

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 추가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	17,735	20,431	22,659	24,780	26,982
현금및현금성자산	3,018	3,717	5,254	6,768	8,375
매출채권 및 기타채권	1,452	1,634	1,863	2,004	2,074
채고자산	2,006	2,232	2,344	2,414	2,462
비유동자산	14,507	16,288	16,646	16,991	17,277
유형자산	10,504	11,111	11,291	11,455	11,606
관계기업등 지분관련자산	309	257	277	299	323
기타투자자산	667	1,916	2,095	2,271	2,399
자산총계	32,243	36,719	39,305	41,771	44,259
유동부채	17,498	19,325	19,096	18,318	17,405
매입채무 및 기타채무	3,204	3,884	4,399	4,795	5,082
단기차입금	926	187	187	187	187
유동성장기부채	1,294	375	375	375	375
비유동부채	2,375	3,238	3,272	3,296	3,310
장기차입금	986	202	202	202	202
사채	710	652	652	652	652
부채총계	19,872	22,563	22,368	21,614	20,715
자배지분	9,904	11,099	13,236	15,727	18,352
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	2,460	2,600	2,600	2,600	2,600
이익잉여금	14,374	15,084	17,400	20,071	22,875
비지배지분	2,466	3,056	3,701	4,431	5,193
자본총계	12,370	14,156	16,936	20,157	23,545
순차입금	-75	-1,533	-3,312	-4,973	-6,711
총차입금	4,976	5,306	5,220	5,171	5,107

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,133	16,565	37,819	42,833	44,728
BPS	140,052	156,961	187,169	222,396	259,519
EBITDAPS	10,657	27,692	61,094	70,652	74,975
SPS	300,908	360,851	417,261	456,850	479,683
DPS	0	5,100	5,100	5,100	5,100
PER	31.7	9.5	11.2	9.9	9.5
PBR	0.7	1.0	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	12.5	6.5	7.0	5.9	5.4
PSR	0.3	0.4	1.0	0.9	0.9

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	23.1	19.9	15.6	9.5	5.0
영업이익 증가율 (%)	흑전	408.1	163.8	17.5	6.6
지배순이익 증가율 (%)	흑전	428.8	128.3	13.3	4.4
매출총이익률 (%)	4.9	10.2	17.9	19.2	19.8
영업이익률 (%)	1.3	5.6	12.8	13.8	14.0
지배순이익률 (%)	1.0	4.6	9.1	9.4	9.3
EBITDA 마진 (%)	3.5	7.7	14.6	15.5	15.6
ROIC	-54.8	13.7	33.1	34.4	31.8
ROA	0.7	3.4	7.0	7.5	7.4
ROE	2.3	11.2	22.0	20.9	18.6
부채비율 (%)	160.6	159.4	132.1	107.2	88.0
순차입금/자기자본 (%)	-0.8	-13.8	-25.0	-31.6	-36.6
영업이익/금융비용 (배)	1.5	7.0	17.9	21.3	23.0



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		국내				해외			
		HD현대중공업	삼성중공업	한화오션	HD현대미포	HD한국조선해양	Mitsubishi	Huntington	Kawasaki
Ticker		329180 KS	010140 KS	042660 KS	010620 KS	009540 KS	7011 JP	HII US	7012 JP
시가총액		45,452	19,888	34,839	8,068	29,972	95,091	11,214	10,912
매출액	2024	14,486	9,903	10,776	4,630	25,539	32,254	11,535	12,808
	2025F	16,341	10,862	13,179	4,953	29,063	36,002	11,969	15,061
	2026F	18,075	12,548	14,225	5,735	32,639	39,021	12,524	16,087
영업이익	2024	705	503	238	89	1,434	1,865	535	241
	2025F	1,958	837	1,388	373	3,826	2,961	646	943
	2026F	2,602	1,305	1,777	582	4,944	3,559	748	1,119
순이익	2024	622	64	528	106	1,172	1,538	550	176
	2025F	1,318	693	962	244	2,230	1,950	584	552
	2026F	2,018	1,033	1,350	447	3,187	2,396	668	678
PER	2024	23.2	132.0	17.3	34.2	9.5	21.9	15.4	33.6
	2025F	35.0	28.7	36.2	33.0	13.4	48.4	20.0	19.5
	2026F	26.6	19.3	25.8	18.1	9.4	39.4	17.7	15.9
PBR	2024	2.5	2.2	1.9	1.8	1.0	2.2	1.6	1.3
	2025F	8.0	4.3	6.0	3.6	2.3	5.4	2.2	2.2
	2026F	6.5	3.4	4.9	3.1	1.9	4.9	2.1	2.0
ROE	2024	11.4	1.5	11.5	5.5	11.0	11.1	12.6	4.2
	2025F	21.2	16.5	18.0	11.5	17.4	12.0	11.3	11.4
	2026F	26.6	20.1	20.7	18.3	21.1	13.2	11.8	12.9
EV/EBITDA	2024	21.1	74.9	34.6	23.8	5.3	13.1	11.5	11.7
	2025F	19.5	19.6	24.1	17.2	5.7	24.7	13.9	10.0
	2026F	14.7	13.3	18.9	11.2	4.1	21.2	12.5	8.8

자료: Quantwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주: 1) 국내 단위는 십억원, 해외 단위는 백만달러, 2) 2025/10/20 증가 기준

[철강]

글로벌 보호무역주의 강화 속 더 늦어져서는 안되는 공급개혁

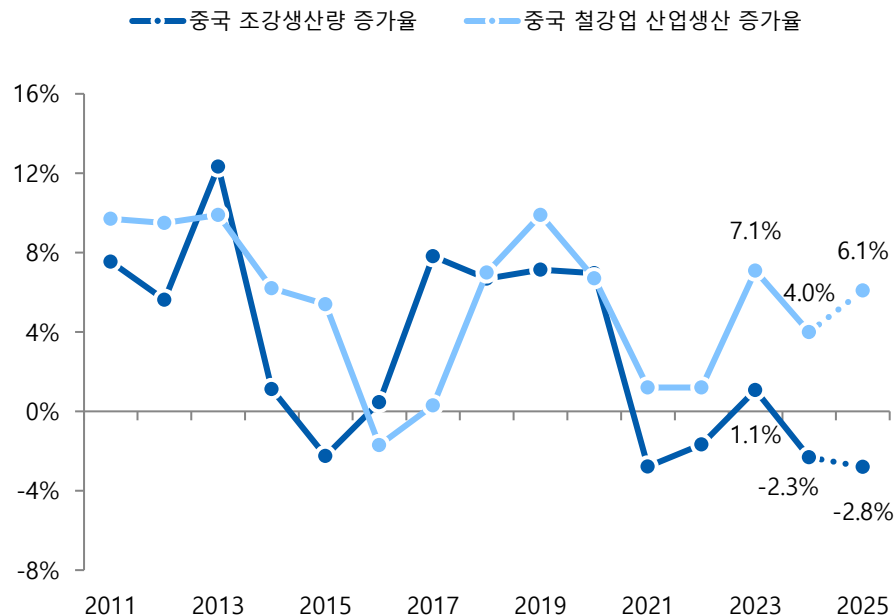


이현수 철강/비철금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

중국, 철강산업 산업생산 4% 성장의 의미는?

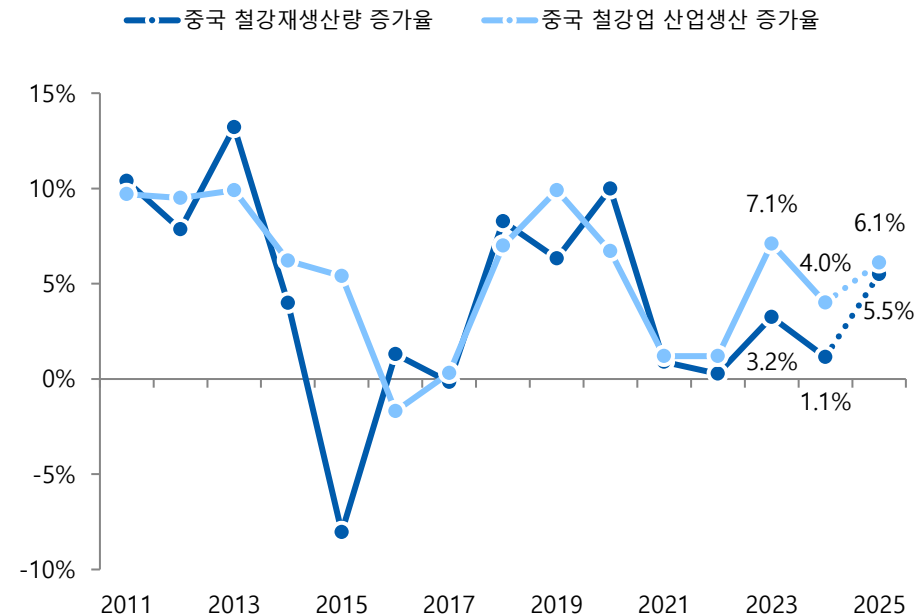
- 중국 정부는 2025년 9월, '25~'26년 철강업 안정 성장 방안 발표. 2개년 평균 철강업 산업생산 성장률 4% 내외로 제시. 이와 함께 생산능력 및 생산량 축소를 언급했으며 생산능력 치환에 대한 부분 역시 수정 예고. 산업생산 성장률 외에 다른 부분에 있어서는 구체적인 수치를 제시하지 않아 시장 관계자들의 기대를 다소 빛나갔지만 공급과잉에 대한 문제점을 해결하겠다는 의지는 확실히 전달.
- 철강업 산업생산(부가가치) 성장률 4%가 물량 측면에서 조강생산량 증가를 의미하지는 않을 듯. '21년 이후 철강업 산업생산 증가 국면에서도 '23년을 제외한 나머지 시기에 조강생산량은 감소한 것으로 나타남. 조강생산량 보다는 철강재생산량이 산업생산과 더 유사한 흐름 보여.
- 철강재생산량 증가가 제한될 경우 하공정 가동률이 하락할 것으로 예상되며 이는 결국 조강생산량 감소로 이어질 것으로 판단.

철강업 산업생산 증가 국면에서도 조강생산량은 감소



자료: 유안타증권 리서치센터. 주: '25년은 8월 누적 기준

철강업 산업생산 증가율은 조강생산량보다 철강재생산량 증가율과 상관관계 높아

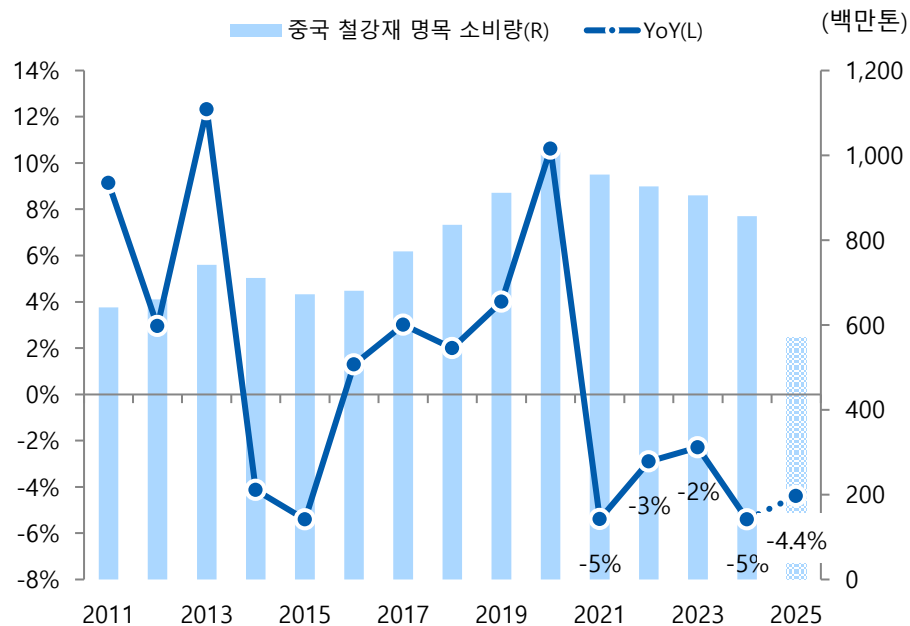


자료: 유안타증권 리서치센터. 주: '25년은 8월 누적 기준

중국, 철강소비는 중장기적으로 감소하는 구조

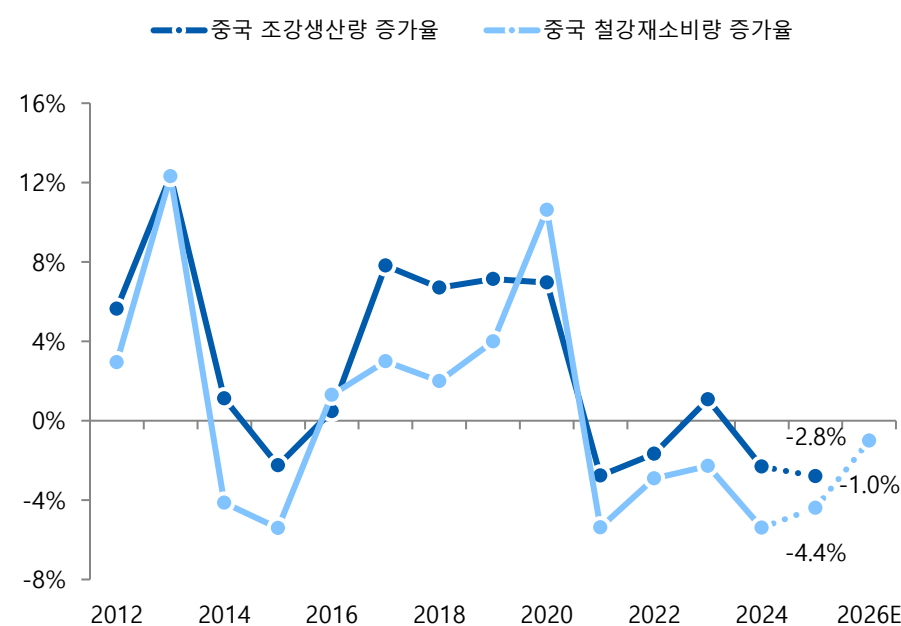
- 중국 철강소비는 '21~'24년, 4년 연속 감소했으며 '25년 역시 8월 누적 기준 전년대비 약 -4% 감소 중. 철강 수요에서 가장 큰 비중을 차지하는 건설업황 부진이 이어지며 제조업 부문의 선방에도 불구하고 전체 수요는 감소 불가피.
- 세계철강협회(WSA)는 '25년 10월 발표한 세계철강소비 전망에서 중국 철강소비가 '25년(yoy -2%)에 이어 '26년에도 yoy -1% 감소할 것으로 전망. 주택시장은 저점을 확인하며 소비 감소 폭을 제한시킬 것으로 추정했지만 악화된 글로벌 무역 환경이 제조업 부문의 철강 소비 감소를 야기할 수 있으며 지방정부의 부실한 재정 상태는 인프라 투자에 제약을 가할 것으로 예상.
- 결국, 도태 설비 등의 퇴출을 통한 생산능력 축소와 함께 소비 감소를 상회하는 생산 감소가 나와야 중국 철강 시황 회복이 가능할 것으로 판단.

중국 철강소비는 '21년 이후 지속적으로 감소 중



자료: 유안타증권 리서치센터. 주: '25년은 8월 누적 기준

중장기적으로 소비량 감소를 웃도는 생산량 감소가 필요

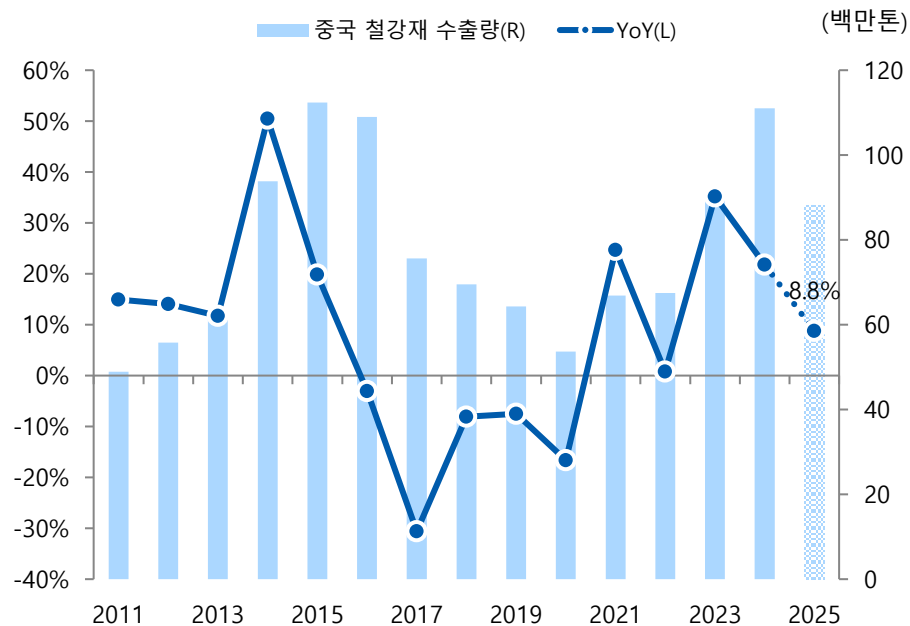


자료: 유안타증권 리서치센터. 주: '25년은 8월 누적 기준, '26년은 WSA 전망

중국, 악화되고 있는 수출 환경이 공급개혁 부추겨

- 중국은 '16~'20년 유도로 등에 대한 구조조정과 내수 수요 회복으로 철강재 수출량이 감소했으나 '21년 이후에는 수요 감소가 공급 감소 대비 더 큰 폭으로 나타나며 철강재 수출량 확대 시켜. '25년 역시 9월 누적 기준 약 yoy +9% 증가.
- 그러나 중국 철강재 수출량 증가율은 '23년 yoy +35%, '24년 yoy +22% 대비 낮아져. 증가율이 낮아지고 있는 이유로는 글로벌 무역 환경 악화 꼽을 수 있어. 미국과의 관세 전쟁 뿐만 아니라 베트남 및 한국 등 주요 수출국의 중국산 철강재에 대한 수입 제재가 수출에 영향을 미치고 있는 것으로 추정.
- 수출 환경 악화는 내수 수급에 악영향을 미칠 것으로 사료되는 바 공급개혁이 더욱 필요해지고 있는 상황

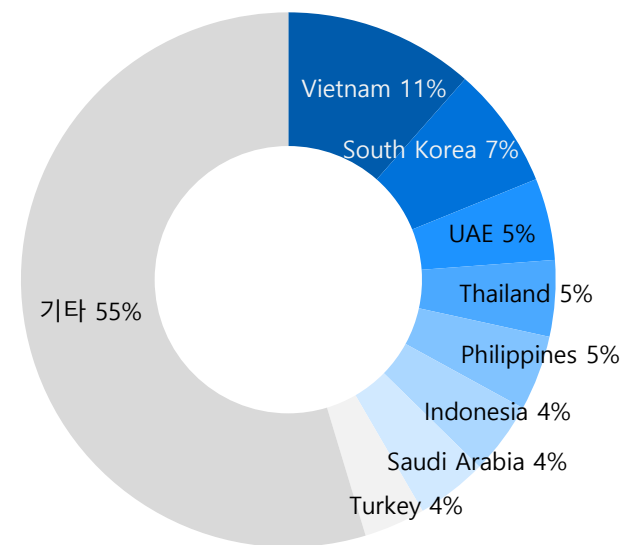
중국 철강수출은 '21년 이후 증가 중이나 증가율은 '23년을 고점으로 하락 중



자료: 유안타증권 리서치센터. 주: '25년은 9월 누적 기준

중국 철강재 수출 상위 국가의 수입 제재가 지속적으로 이어지고 있어

2024년 중국 철강재 수출 비중 - 주요 국가

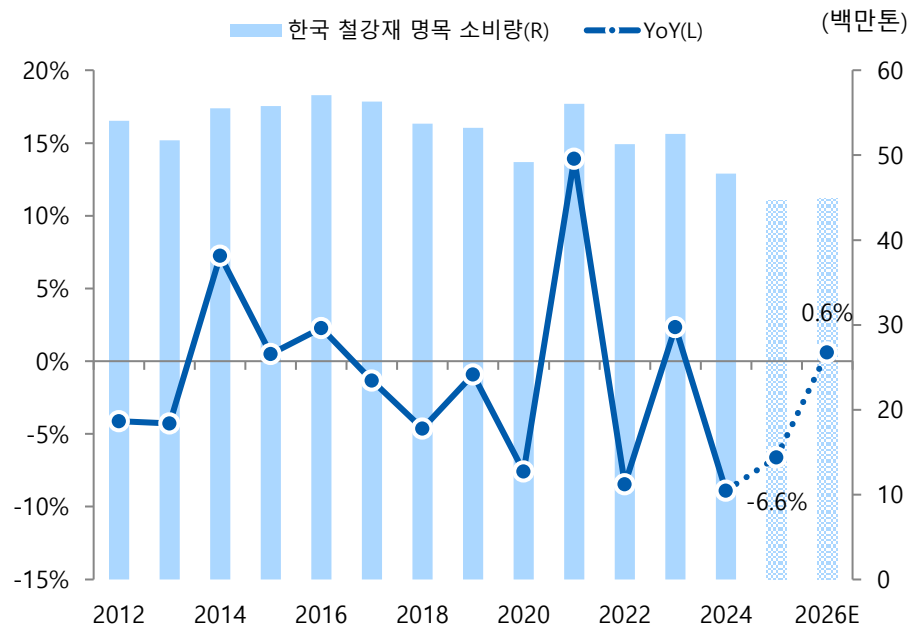


자료: 유안타증권 리서치센터

한국, 수입산 철강재 AD 관세 부과 효과 기대

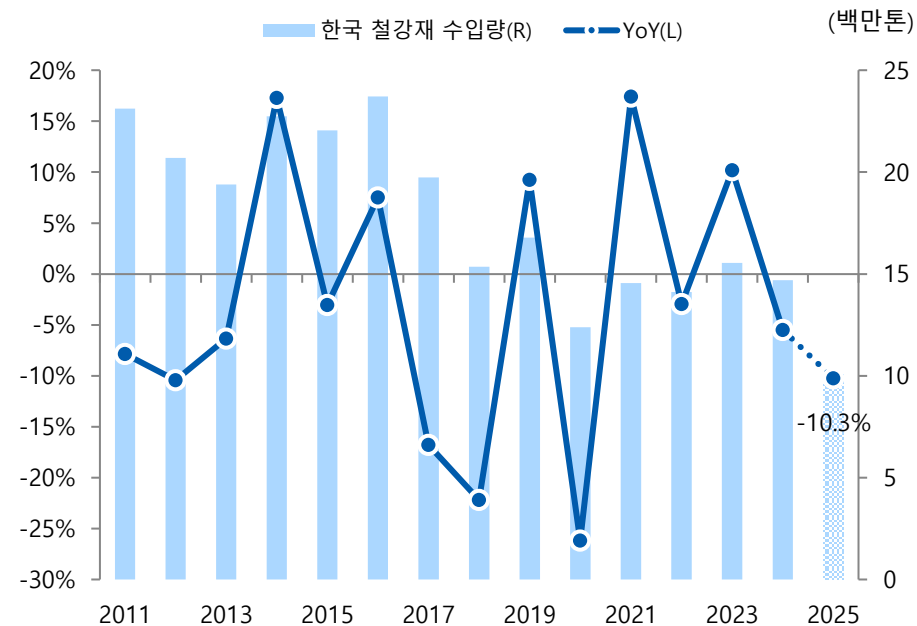
- 한국 철강소비 역시 건설 수요가 호조를 보였던 '21년을 고점으로 '25년까지 추세적으로 감소하고 있는 모습. 당사 추정 '25년 8월 누적 한국 철강소비는 yoy -10% 감소한 것으로 나타나며 세계철강협회(WSA)는 '25년 한국 철강소비가 약 yoy -7% 감소할 것으로 전망.
- 국내 철강수요가 감소하는 국면에서 철강재 수입량은 큰 변화가 나타나지 않으며 줄어든 파이에서 시장점유율을 두고 국산과 수입산 철강재가 치열하게 경쟁. '25년은 연초 이후 진행된 판재류 중심의 수입산 철강재 제재가 영향을 미치며 9월 누적 yoy -10% 감소
- '25년 중국산 후판 AD 관세 부가가 시장 가격 상승으로 이어진 것을 목격. 9월부터 부과된 중국 및 일본산 열연강판 AD 관세 영향도 물량과 가격에 모두 긍정적 영향을 가져올 것으로 기대. 4Q25 이후 수급 개선 전망

한국 철강소비는 '24~'25년, 2년 연속 감소 후 '26년 소폭 회복될 것으로 전망



자료: 유안타증권 리서치센터. 주: '25~'26년은 WSA 전망

'21~'24년 한국의 철강재 수입량 큰 변화 없었으나 '25년은 yoy -10% 감소 중



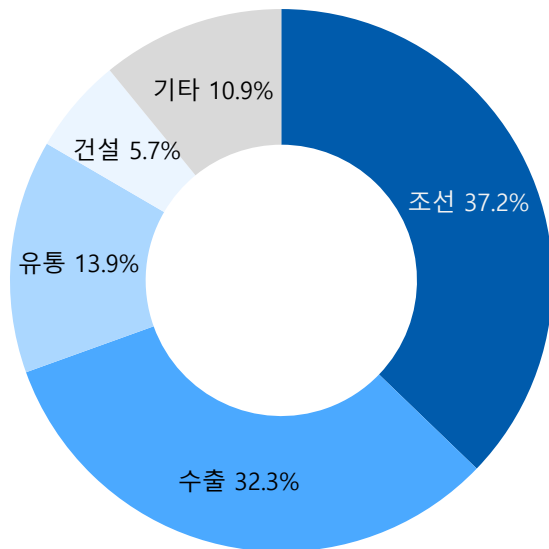
자료: 유안타증권 리서치센터. 주: '25년은 9월 누적 기준

한국, AD 효과 열연강판이 후판보다 클 것으로 예상

- 한국은 중국산 후판에 대해 4월부터 AD 잠정조치(관세율 28~38%)를 취해왔으며 8월 최종판정을 통해 9개사에 대해 가격약속을 받아내고 나머지 공급자에 대해서는 약 34% 관세를 10월부터 부과 예정. 또한 중국 및 일본산 열연강판에 대해서도 9월부터 각각 평균 31%, 33% 관세 잠정조치를 시행 중.
- 후판의 경우 중국산 감소 효과는 나타나고 있으나 일본산이 일부 대체하고 있는 것으로 파악되며 국내 후판 출하에서 가장 많은 비중을 차지하는 조선향의 경우 보세구역 이슈로 관세 영향 비켜가. 하지만 유통향을 중심으로 가격 상승 효과는 나타나.
- 한국 수입 열연강판에서 중국 및 일본산이 차지하는 비중은 절대적('24년 96%). 물론 동남아시아에서 수출 오퍼가 나오고 있지만 제한적인 것으로 파악. 열연강판은 차공정까지도 영향을 미칠 수 있는 품목으로 후판보다 AD 제재 효과가 클 것으로 판단.

후판 출하에서 가장 많은 비중 차지하는 조선향은 AD 관세 영향 비켜가

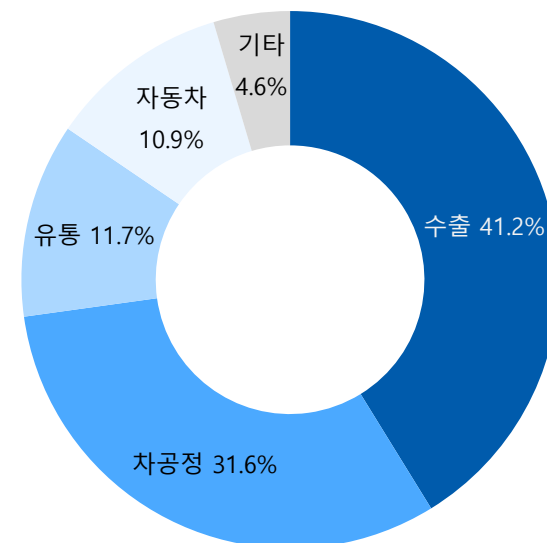
2024년 한국 중후판 출하구조



자료: 유안타증권 리서치센터

열연강판은 중국산과 일본산 모두 제재, 차공정(냉연 등)까지 영향

2024년 한국 열연강판 출하구조



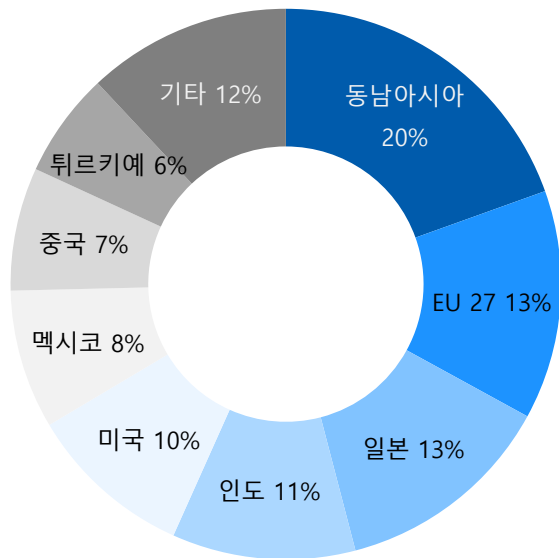
자료: 유안타증권 리서치센터

한국, 글로벌 무역 환경 악화는 중국만 겪는게 아니다

- '24년 기준 한국 철강소비량은 약 4,800만톤이었으며 철강수출량은 약 2,800만톤으로 생산에서 수출이 차지하는 비중 작지 않아. 한국 철강 수출지역은 상당히 고르게 분포. 미국, 인도, 일본 비중이 10%대 초반을 형성하고 있으며 동남아 20%, EU 13%.
- 미국 트럼프 행정부는 '25년 3월 수입 철강재에 25% 관세를, 6월 이후에는 50% 관세 부과 중. '24년 한국의 미국향 철강재 수출 중 품목별 비중은 판재류 48%, 강관 39%, 봉형강류 7% 등 기록. 국내 강관업체들의 수출 중 미국 비중은 59%로 나타나 미국의 철강 수입 관세 영향은 강관업체들이 가장 크게 받고 있는 것으로 추정.
- EU 역시 현재 시행하고 있는 철강 수입 세이프가드가 종료되는 '26년 6월을 앞두고 새로운 제재를 준비중인 것으로 파악. 무관세 쿼터 물량을 축소시킴과 동시에 초과 물량에 부과하는 관세를 현 25%에서 50%로 상향 예정. EU향 수출은 판재류 위주로 구성.

한국 철강 수출은 전 지역에 고르게 분포. 미국 비중은 10%이며 강관이 주력 품목

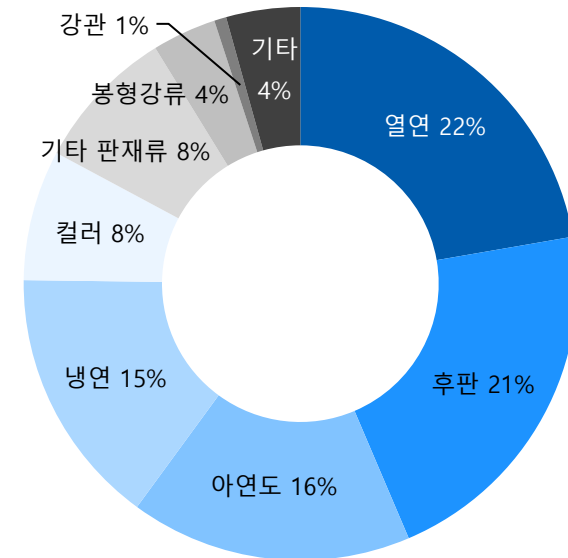
2024년 한국의 국가별 철강재 수출 - 물량기준



자료: 유안타증권 리서치센터

EU 역시 미국에 이어 강도 높은 수입 제재를 준비 중으로 판재류 수출 비중 높아

2024년 한국의 EU향(27개국) 철강재 수출 - 물량기준



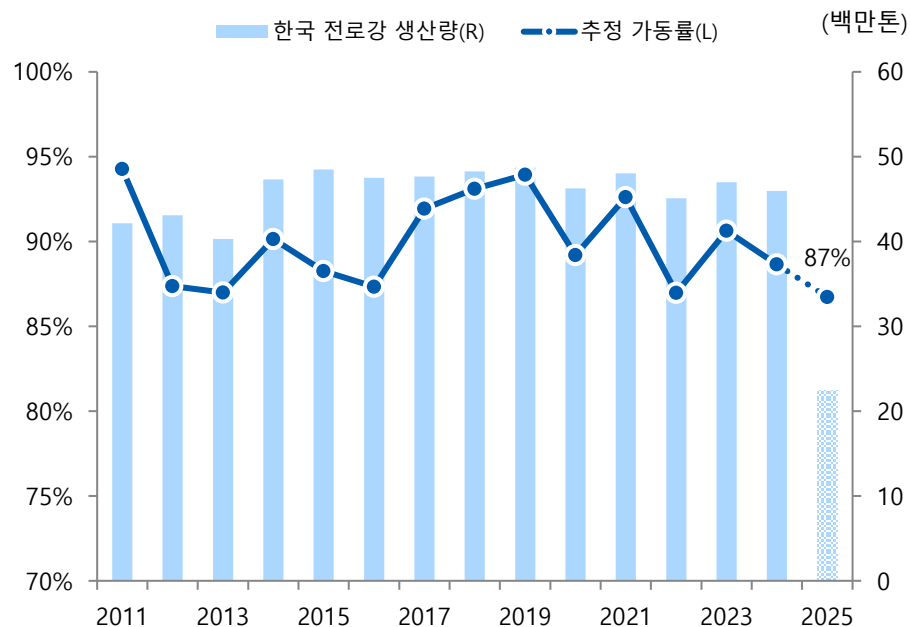
자료: 유안타증권 리서치센터



한국, 외부 환경 탓만 하기에는 시간 촉박

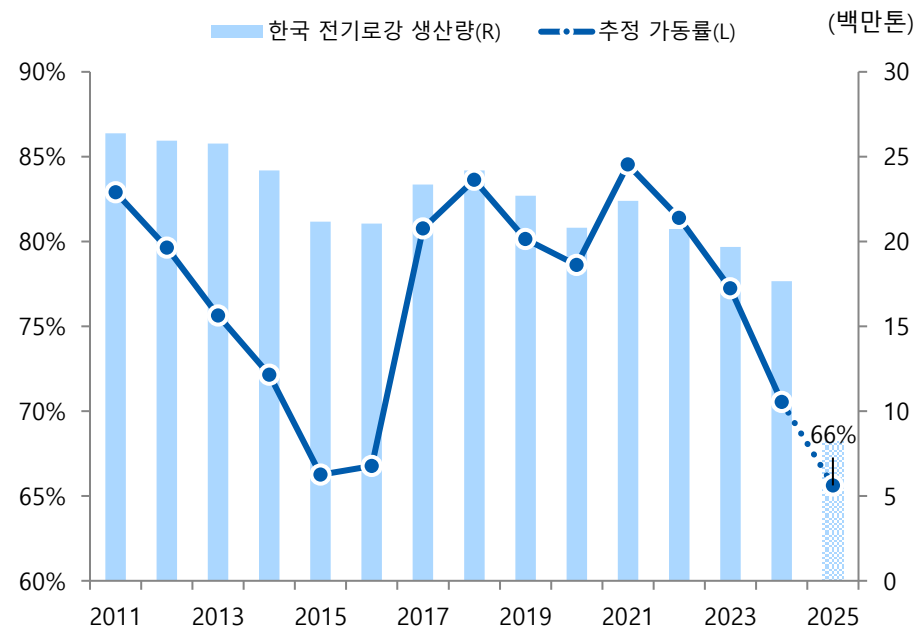
- 한국 고로업체는 포스코와 현대제철로 총 제선능력은 '20년까지 큰 변화가 없었으나 '21년 포스코가 포항 1고로(생산능력 연산 150만톤) 종풍을 시행하며 일부 축소. 그러나 포스코 내 타 고로 및 현대제철 고로보다 상대적으로 생산능력 작아.
- 고로 특성상 가동률에 큰 변화가 나타나기 힘든 구조이나 '20년대 들어 전로강 가동률은 조금씩 하락하는 모습. '24년 화재로 인해 가동을 중단했던 포스코 파이넥스 3공장이 연말 재가동을 앞둔 가운데 파이넥스 2공장 운영이 종료될 수 있다는 의견 대두.
- 전기로 가동률은 상대적으로 더 심각. 대부분의 하공정이 봉형강류인 전기로강은 국내 건설 수요 부진 영향 고스란히 받는 중. 10월 중 발표될 것으로 예상되는 정부의 국내 적정 철강 생산량과 함께 설비 중심의 구조조정을 도울 수 있는 인센티브가 제공될 경우 한국 역시 중국과 함께 공급개혁을 통한 재도약 발판 마련할 수 있을 것으로 판단.

전로 가동률은 '20년대 들어 조금씩 하락



자료: 유안타증권 리서치센터. 주: '25년은 6월 누적 기준

전기로 가동률은 건설업 부진 영향을 받으며 상대적으로 더 하락



자료: 유안타증권 리서치센터. 주: '25년은 6월 누적 기준



POSCO홀딩스 (005490): 어제의 나로부터 반면교사

철강/금속



이현수 철강/비철금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	440,000원 (M)
현재주가 (10/20)	294,500원
상승여력	49%

시가총액	238,348억원
총발행주식수	80,932,952주
60일 평균 거래대금	848억원
60일 평균 거래량	287,039주
52주 고/저	349,500원
외인지분율	230,500원
배당수익률	29.87%
주요주주	국민연금공단 8.46%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.1	(5.3)	(14.6)
상대	(6.0)	(20.9)	(42.0)
절대(달러환산)	2.2	(7.1)	(17.6)

- 철강 부문, 어제보다 나은 내일 기대:** '26년 중국 조강생산량은 '25년에 이어 추가적으로 감소가 전망되는 바 철광석 및 원료탄 가격은 현 수준에서 안정될 것으로 전망. 반면 국내외 철강 공급개혁 시 상대적으로 철강재 가격은 강세를 보이며 스프레드 확대에 따른 동사 철강부문 실적 개선이 나타날 것으로 판단. 동사 자체적으로도 생산능력 축소 등을 행할 경우 생산량 감소가 매출액에 부정적 영향을 미칠 수 있으나 가격 상승과 스프레드 개선이 이를 상쇄할 것으로 추정.
- 인프라 부문, 과오를 뒤로 하고:** 포스코이앤씨의 안전 관련 이슈가 '25년 인프라 부문 매출 및 이익에 큰 영향 미쳐. 안전과 관련된 부분은 업종 특성에 상관없이 가장 최우선 되어야 하는 부분으로 강화된 안전 수칙 하에 작업 속도는 기존 대비 다소 느려질 수 있으나 안전 사고 축소는 중장기적으로 오히려 실적에 긍정적 영향을 가져올 것으로 판단.
- 이차전지소재 부문, 갈 길 간다면:** 리튬 등 이차전지소재 가격이 전기차 수요 둔화 영향을 받으며 장시간 동안 낮은 수준에 머무르고 있어. 단기적으로 가격 반등을 기대하기는 어려운 상황이나 저점을 형성하고 있는 가격의 추가 하락은 제한적일 것으로 예상. 국내외 이차전지소재 관련 설비들의 가동률은 점차 올라 올 것으로 전망되는 바 이차전지소재 부문의 영업적자 규모는 점차 축소될 것으로 추정.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	77,127	72,688	69,117	69,893	72,425
매출액증가율	-9.0	-5.8	-4.9	1.1	3.6
영업이익	3,531	2,174	2,662	3,849	4,269
영업이익률	4.6	3.0	3.9	5.5	5.9
지배주주귀속순이익	1,698	1,095	1,402	2,479	2,828
지배주주 귀속 EPS	20,079	13,073	17,230	30,636	34,943
증가율	-44.9	-34.9	31.8	77.8	14.1
PER	21.4	28.5	17.1	9.6	8.4
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.9	7.9	6.2	5.2	4.8
ROA	1.7	1.1	1.4	2.4	2.7
ROE	3.2	2.0	2.5	4.4	4.9

자료: 유안타증권 리서치센터



POSCO홀딩스(005490) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	77,127	72,688	69,117	69,893	72,425
매출원가	70,710	67,275	63,307	62,825	64,821
매출총이익	6,417	5,413	5,810	7,068	7,605
판매비	2,885	3,239	3,148	3,219	3,335
영업이익	3,531	2,174	2,662	3,849	4,269
EBITDA	7,376	6,158	6,789	8,223	8,869
영업외손익	-896	-922	-530	-170	-73
외환관련손익	-348	-741	486	518	818
이자손익	-499	-475	-549	-570	-573
관계기업관련손익	270	-256	273	240	240
기타	-319	550	-740	-358	-558
법인세비용차감전순손익	2,635	1,251	2,132	3,680	4,197
법인세비용	789	304	658	920	1,049
계속사업순손익	1,846	948	1,474	2,760	3,148
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,846	948	1,474	2,760	3,148
지배지분순이익	1,698	1,095	1,402	2,479	2,828
포괄순이익	2,331	2,110	546	2,760	3,148
지배지분포괄이익	2,132	2,009	641	2,479	2,828

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	6,168	6,664	5,743	7,176	7,135
당기순이익	1,846	948	1,474	2,760	3,148
감가상각비	3,346	3,531	3,688	3,935	4,158
외환손익	0	0	-117	-518	-818
중속, 관계기업관련손익	-270	256	-273	-240	-240
자산부채의 증감	-1,087	337	-537	-769	-1,124
기타현금흐름	2,332	1,592	1,508	2,008	2,012
투자활동 현금흐름	-7,388	-4,487	-7,827	-6,411	-6,845
투자자산	-513	-191	277	76	-22
유형자산 증가 (CAPEX)	-6,745	-7,670	-5,873	-6,000	-6,000
유형자산 감소	0	44	154	0	0
기타현금흐름	-130	3,330	-2,385	-486	-823
재무활동 현금흐름	-179	-2,302	2,107	-760	-747
단기차입금	-1,790	719	314	-3	9
사채 및 장기차입금	3,692	-844	1,472	0	0
자본	263	-14	-43	0	0
현금배당	-815	-844	-859	-756	-756
기타현금흐름	-1,528	-1,319	1,223	0	0
연결범위변동 등 기타	17	222	-285	-232	151
현금의 증감	-1,382	97	-262	-226	-307
기초 현금	8,053	6,671	6,768	6,506	6,280
기말 현금	6,671	6,768	6,506	6,280	5,974
NOPLAT	3,531	2,174	2,662	3,849	4,269
FCF	-577	-1,006	-130	1,176	1,135

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	46,212	44,030	43,248	43,311	44,189
현금및현금성자산	6,671	6,768	6,506	6,280	5,974
매출채권 및 기타채권	12,716	12,689	12,593	12,720	13,115
채고자산	13,826	14,143	12,535	12,662	13,055
비유동자산	54,733	59,374	58,651	60,683	62,586
유형자산	35,206	39,847	41,389	43,454	45,297
관계기업등 지분관련자산	5,020	4,739	4,547	4,456	4,368
기타투자자산	3,402	3,276	3,045	3,060	3,171
자산총계	100,945	103,404	101,899	103,993	106,774
유동부채	21,862	22,780	22,256	22,343	22,679
매입채무 및 기타채무	9,278	10,261	9,029	9,120	9,403
단기차입금	4,959	5,733	6,093	6,093	6,093
유동성장기부채	6,000	5,383	5,685	5,685	5,685
비유동부채	19,420	19,174	18,353	18,356	18,410
장기차입금	4,581	4,818	6,052	6,052	6,052
사채	10,430	10,064	9,638	9,638	9,638
부채총계	41,281	41,954	40,609	40,699	41,089
자본지분	54,181	55,394	55,261	56,984	59,056
자본금	482	482	482	482	482
자본잉여금	1,663	1,649	1,606	1,606	1,606
이익잉여금	53,858	53,658	53,927	55,651	57,722
비지배지분	5,483	6,056	6,029	6,310	6,629
자본총계	59,664	61,450	61,290	63,294	65,685
순차입금	8,908	11,444	12,222	12,438	12,411
총차입금	27,232	27,108	28,894	28,890	28,899

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	20,079	13,073	17,230	30,636	34,943
BPS	714,069	732,527	730,765	753,554	780,951
EBITDAPS	87,217	73,523	83,449	101,599	109,583
SPS	911,979	867,853	849,616	863,593	894,881
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
PER	21.4	28.5	17.1	9.6	8.4
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.9	7.9	6.2	5.2	4.8
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-9.0	-5.8	-4.9	1.1	3.6
영업이익 증가율 (%)	-27.2	-38.5	22.5	44.6	10.9
지배순이익 증가율 (%)	-46.0	-35.5	28.0	76.9	14.1
매출총이익률 (%)	8.3	7.4	8.4	10.1	10.5
영업이익률 (%)	4.6	3.0	3.9	5.5	5.9
지배순이익률 (%)	2.2	1.5	2.0	3.5	3.9
EBITDA 마진 (%)	9.6	8.5	9.8	11.8	12.2
ROIC	4.4	2.8	2.6	4.5	4.9
ROA	1.7	1.1	1.4	2.4	2.7
ROE	3.2	2.0	2.5	4.4	4.9
부채비율 (%)	69.2	68.3	66.3	64.3	62.6
순차입금/자기자본 (%)	16.4	20.7	22.1	21.8	21.0
영업이익/금융비용 (배)	3.5	2.1	2.5	3.6	4.0



국내외 Peer 기업 벨류에이션 비교

	국내					해외					
	POSCO홀딩스	현대제철	세아베스틸 지주	동국제강	세아제강	Baoshan I&S	Nippon Steel	China Steel	ArcelorMitt al	Nucor	
Ticker	005490 KS	004020 KS	001430 KS	460860 KS	306200 KS	600019 CH	5401 JP	2002 TT	MT NA	NUE US	
시가총액	23,835	4,470	907	430	359	21,900	21,863	9,717	33,134	31,357	
매출액	2024	72,688	23,226	3,636	3,528	1,809	44,740	61,418	11,224	62,441	30,734
	2025F	70,690	23,214	3,623	3,321	1,564	43,868	65,759	11,013	61,743	32,431
	2026F	73,721	24,354	3,745	3,506	1,623	44,086	71,747	11,325	66,316	34,246
영업이익	2024	2,174	159	52	102	203	1,276	3,935	56	3,310	2,842
	2025F	2,462	377	117	83	74	1,832	2,696	14	3,962	2,669
	2026F	3,419	880	149	134	66	2,090	4,757	296	4,833	3,546
순이익	2024	1,095	-12	20	35	137	1,023	3,805	62	1,339	2,027
	2025F	1,090	111	58	29	48	1,484	470	4	3,172	1,771
	2026F	1,877	486	93	71	56	1,700	2,855	215	3,499	2,392
PER	2024	28.5	-329.8	38.0	14.2	2.6	21.0	6.1	151.2	13.7	10.8
	2025F	22.0	40.4	15.7	14.8	7.4	14.7	42.9	439.5	9.4	17.4
	2026F	12.7	9.2	9.7	6.1	6.4	13.0	8.4	43.2	8.3	12.7
PBR	2024	0.5	0.2	0.4	0.3	0.3	0.8	0.7	1.0	0.4	1.3
	2025F	0.4	0.2	0.5	0.3	0.3	0.8	0.6	1.0	0.6	1.5
	2026F	0.4	0.2	0.5	0.3	0.3	0.7	0.6	1.0	0.5	1.4
ROE	2024	1.6	0.1	1.0	2.0	0.0	3.7	12.3	0.6	2.6	9.8
	2025F	1.8	0.6	2.9	1.7	4.3	5.1	1.2	-0.2	6.1	8.6
	2026F	3.2	2.5	4.7	4.1	4.8	5.6	7.7	1.9	6.6	10.7
EV/EBITDA	2024	5.9	5.7	8.8	4.4	1.2	6.3	6.1	17.0	3.9	6.3
	2025F	5.5	5.8	6.8	4.9	3.6	5.8	8.4	15.6	6.5	8.8
	2026F	4.8	4.6	6.0	3.8	3.6	5.5	6.4	12.8	5.4	7.2

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터,

주: 1)국내 단위는 십억원, 해외 단위는 백만달러, 2) 2025/10/20 종가기준

[정유/화학]

글로벌 석화 폐쇄 사이클 수혜주 찾기!

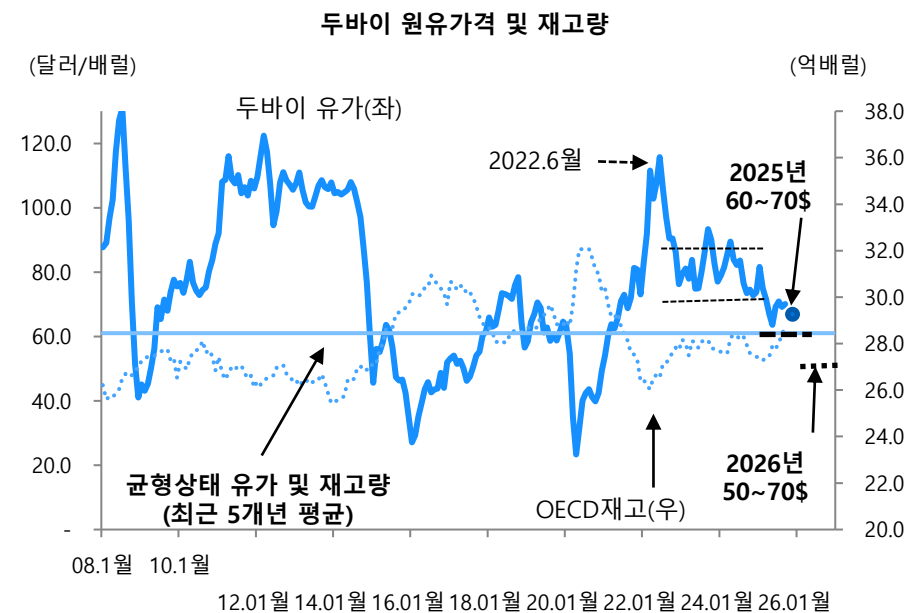


황규원 정유/화학
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

[원유시장 전망] 초과공급 완화세 속 OPEC+ 추가 증산 기대

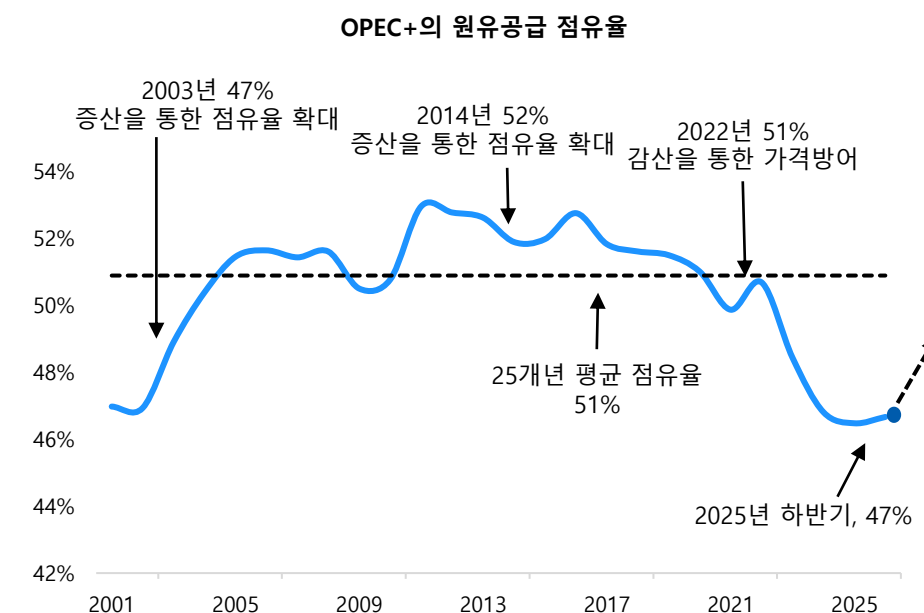
- 원유시장 공급 증가폭은 둔화되나, 초과공급 지속 전망. 초과공급 규모는 2025년 193만b/d, 2026년 156만b/d로 둔화가 예상되나, 1) 글로벌 원유재고량의 증가세 지속, 2) OPEC+ 추가증산 여력으로 유가 레벨다운 전망
- 국제유가는 50 ~ 60\$로 레벨 다운 전망. 지정학적 프리미엄이 5\$ 내외인 상황에서 글로벌 원유재고량이 평균치인 28.5억배럴을 넘어설 것이기 때문. 글로벌 원유재고량은 2024년 27.9억배럴, 2025년 28.3억배럴(e)을 넘어, 2026년 2026년 31.2억배럴(e) 예상
- 공급 최대 변수는 OPEC+의 추가증산 여부. 2025년 4월 OPEC+는 시장지배율 확대로 공급정책 선회. 이에 따라 점유율을 47%까지 확대. 그러나, 1) 과거 25개년 평균 점유율이 51%라는 점, 2) 2025년 270만b/d 증산에 이어, 2026년 150만b/d 증산 가능

원유재고량 확대에 따른 국제유가 레벨 50 ~ 60\$ 다운 (균형치 66\$)



자료: 미국에너지정보청, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

OPEC+의 글로벌 시장 점유율 : 2025년 하반기 47%으로, 과거 평균 51%에 크게 미달



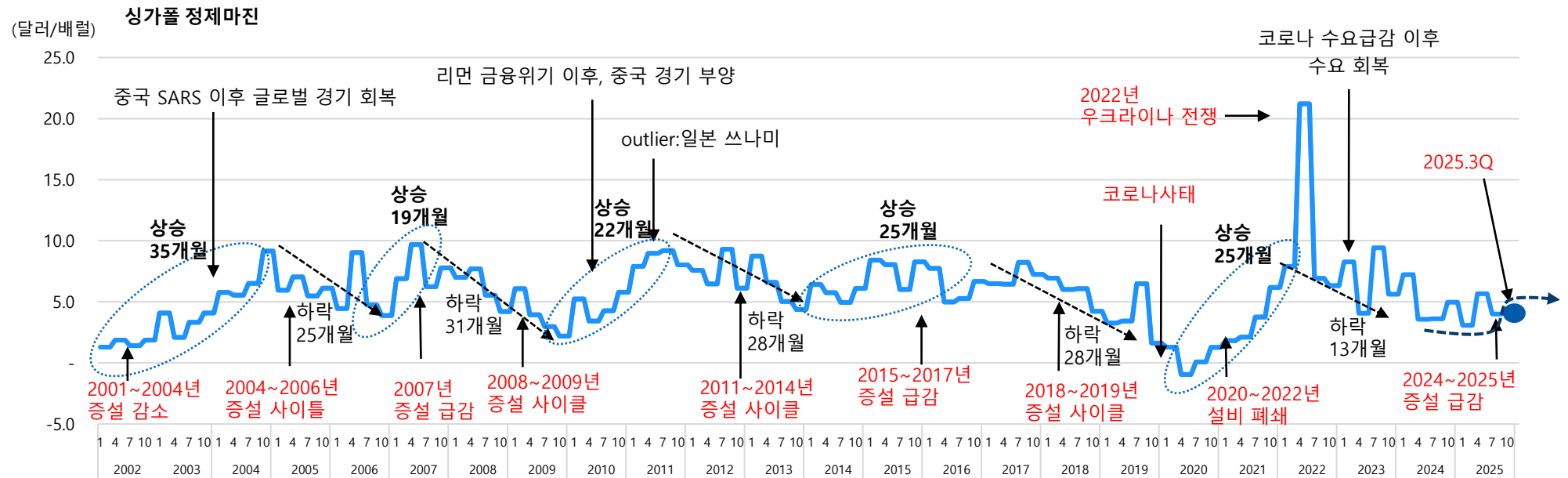
자료: 미국에너지정보청, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[정유 사이클] 2025~2026년 횡보 사이클 지속

- 2026년 정유산업은 평균 수준의 수익성을 유지하면서, 횡보 흐름이 지속될 전망. 수요둔화와 증설 감소가 동시에 진행되는 시기로 2025년과 유사한 흐름이 이어질 것임
- 정유업종은 대표적인 사이클 산업으로, 사이클 발생 원인은 정유제품 수급밸런스가 변동하기 때문임. 최근 25년 동안 5번의 사이클(상승-고점-하락-바닥) 흐름이 있었음. 상승기간과 하락기간이 유사하다는 특징이 있음
- 2021년~2022년 상승 사이클(25개월) 이후 23년 하락기(13개월)를 거쳐, 2025년부터 횡보구간으로 접어듦. 2026년 또한 유사한 흐름 전망

2000 ~ 2025년 아시아 정유업황 (대용치 : 싱가포르정제마진) 고찰,

정제마진 = (휘발유/등경유/BC/나프타/LPG 가중평균 가격 - 두바이 원유가격)



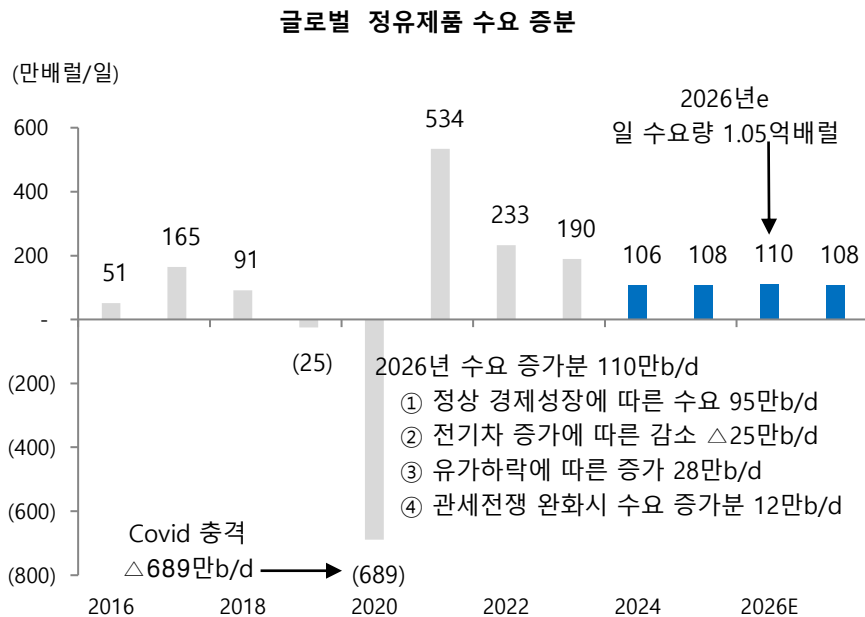
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



[정유 업황] 증설은 많지만, 수요로 보완할 수 있을 것

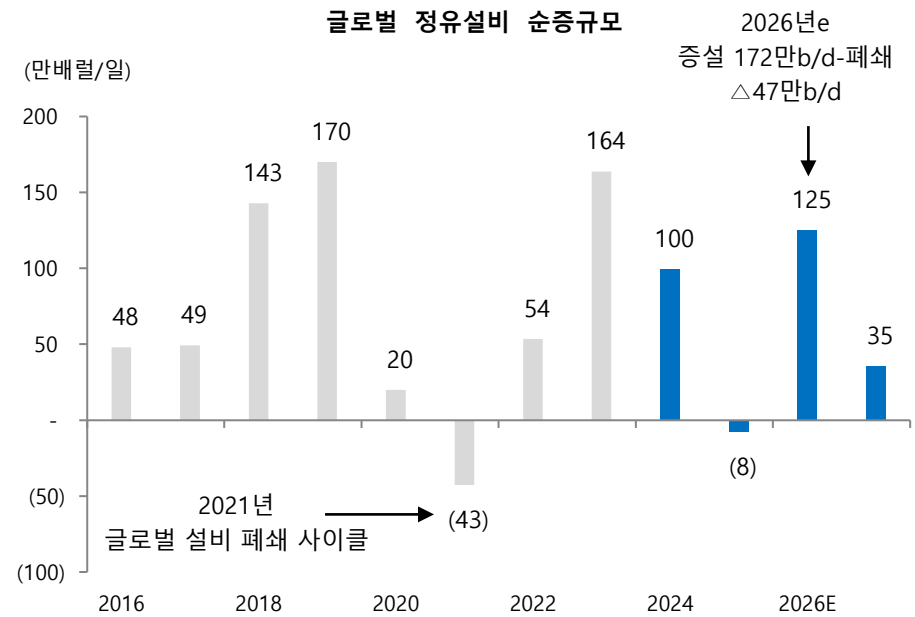
- 2026년 정유 수요 증분은 110만b/d으로 2025년 108만b/d 대비 소폭 개선될 전망. 저유가 효과로 운행거리가 증가하며, EV 대체 수요감소분을 초과하기 때문. 이를 바탕으로 견조한 수요개선 기대. 추가로 미국 대법원의 상호관세 무효화 판결시 12만b/d가 개선될 전망
- 2026년 정유 신규 증설 규모는 125만b/d로, 2025년 △8만b/d 대비 확대될 전망. 중국/인도/중동을 중심으로 증설되는 설비 규모가 미국/중국 폐쇄 보다 크기 때문
- 정유업황의 판단기준인 수급율(수요량/생산캐파)은 83.7%로 평균업황 82% 대비 견조할 전망. 싱가포르 정제마진 또한 배럴당 4~5\$로 전년과 비슷한 강보합 전망됨. 2026년 정제마진의 변수는 1) 우크라이나전쟁의 수출 허용(정제마진 △1\$ 하락)여부와 상호관세 위법(정제마진 0.3\$ 상승) 판결 여부가 될 것

글로벌 정유제품 수요 전망 수요증분



자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

글로벌 신규 정유설비 연간 증설 계획



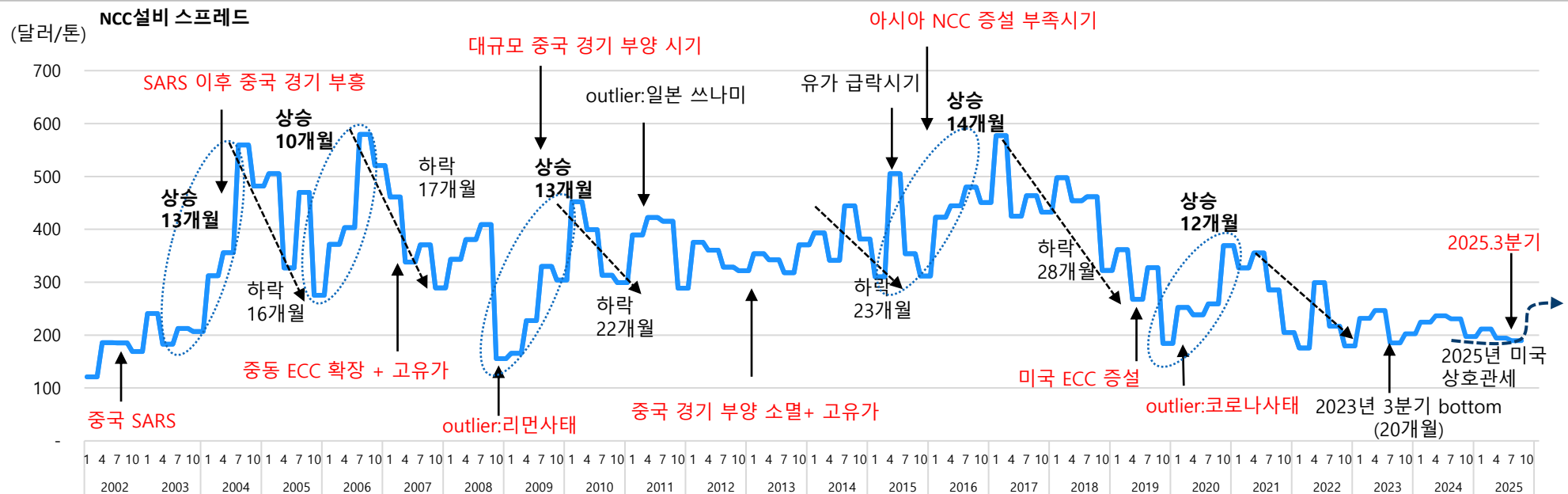
자료: IEA, 유안타증권 리서치센터

[석화 사이클] 2026 ~ 2027년 글로벌 폐쇄 사이클 진입

- 2026년 석화산업은 본격적인 회복 사이클에 진입할 전망이다. 사상 첫 글로벌 폐쇄 사이클에 진입하며, 공급설비가 축소를 통한 업황 회복 구간이 2027년까지 이어질 것. 공급측면에서 설비의 감소와 미국 상호관세에 따른 석화제품 수요 회복이 동시에 이뤄지며 회복기 견인할 것
- 석화업종도 대표적인 사이클 산업으로, NCC 설비 스프레드가 사이클 발생 원인임. 최근 25년 동안 5번의 사이클 흐름동안 상승기간이 짧고 반등폭이 큰 반면, 하락 기간은 길게 진행된 특징이 있음.
- 2021년~2022년 말 하락사이클 진입 이후, 2025년 말까지 글로벌 수요 부진에 따른 바닥권 횡보구간으로 접어듦. 2026년 설비폐쇄와 더불어 상호 관세 이슈 해소시 회복하는 반등 폭은 훨씬 커질 전망

2000 ~ 2025년 NCC 사이클(대용치 : NCC설비 스프레드) 고찰

$$\text{NCC설비 스프레드} = (\text{에틸렌} + 0.58 * \text{프로필렌} + 0.33 * \text{부타디엔} / 2 + 0.38 * \text{벤젠} + 0.22 * \text{톨루엔} + 0.15 * \text{자일렌}) - \text{나프타}$$



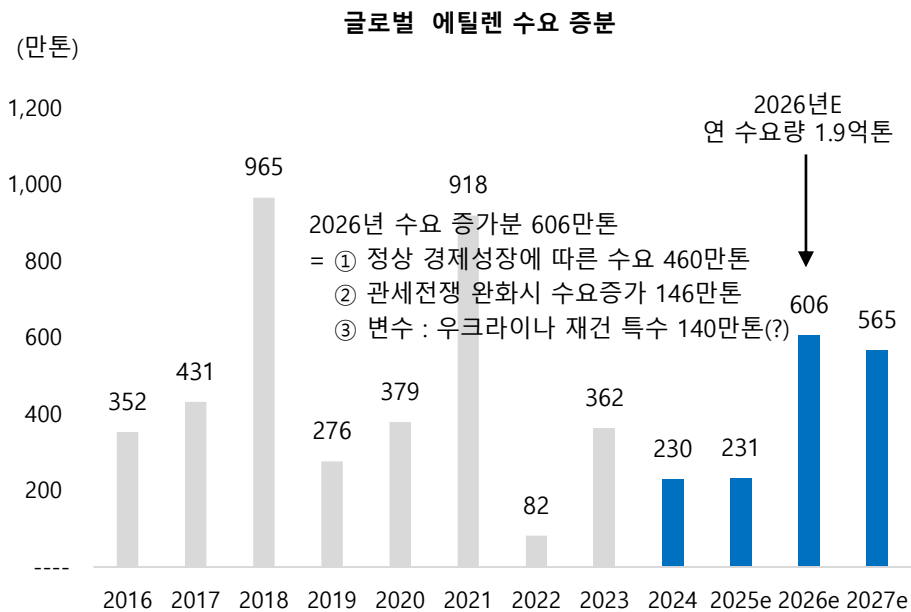
자료: 유안타증권 리서치센터



[석화 업황] 수요증분에 더한 설비폐쇄로 본격적 회복 구간 진입

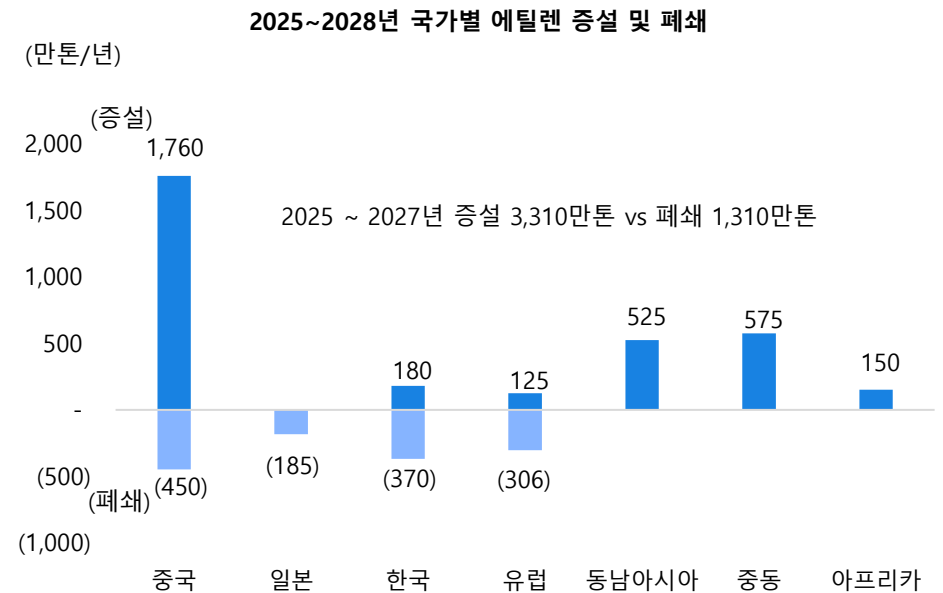
- 2026년 석화 대표제품인 에틸렌 수요 증분은 606만톤으로, 2025년 231만톤 대비 대폭 개선될 전망. 실물경기 회복에 따른 수요 증분을 토대로, 2025년 미국관세로 위축된 수요 146만톤이 회복되며 규모가 확대될 것. 우크라이나 종전시, 140만톤의 추가 수요 또한 기대
- 2026년 에틸렌 순증설 규모는 350만톤으로, 2025년 464만톤 대비 대폭 축소될 것. 중국/중동/동남아 증설에도 유럽/중국/일본 중심의 본격적 노후설비 폐쇄가 원인. 현재 발표된 기준으로 글로벌 캐파 1,310만 톤이 스크랩 예정. 이는 글로벌 전체 캐파의 5.5%에 해당하는 규모
- 10월 말 4중 전회에서 중국의 석화 공급과잉 설비에 대한 구조조정 규모가 결정되어 2026년 3월 확정될 예정. 중국의 에틸렌 석화설비 구조조정 대상 규모는 최소 230만톤에서 최대 600만톤 예상

글로벌 에틸렌 수요 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 에틸렌 폐쇄 사이클



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



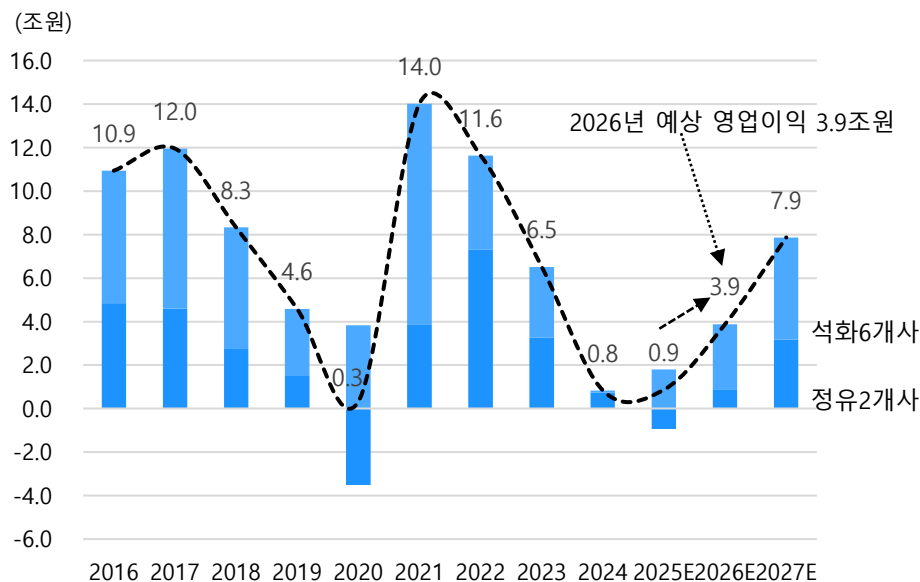
[실적 및 밸류에이션] 합산 영업이익 회복 구간 진입

- 유가하락, 정제마진 정체, 석화마진 개선을 기반으로 추정한 2026년 주요 8개 업체 합산이익은 최근 2개년 바닥에서 벗어날 전망이다.
- 핵심 가정 : 두바이유가 55\$로 하락(2025년 68\$/배럴), 정제마진 4.5\$로 정체(2025년 4.5\$/배럴), 에틸렌 스프레드 250\$로 개선(2025년 200\$/톤)
- 8개사 합산 영업이익 전망 : 2022년 11.6조원, 2023년 6.5조원, 2024년 0.8조원, 2025년 0.9조원(e), 2026년 3.9조원(e), 2027년 7.9조원(e)
- 주가 밸류에이션(PBR) 측면에서도 바닥권 탈출 기대해 볼 만함. 2025년 말 기준, PBR은 0.6배 수준으로, 바닥 0.4배에서 회복 시작. 과거 평균 1.3배 대비 △56% 낮은 상황

주요 8개 업체 합산 영업이익 전망 : 2026년 3.9조원으로 바닥 탈출 예상 (전년 0.9조원)

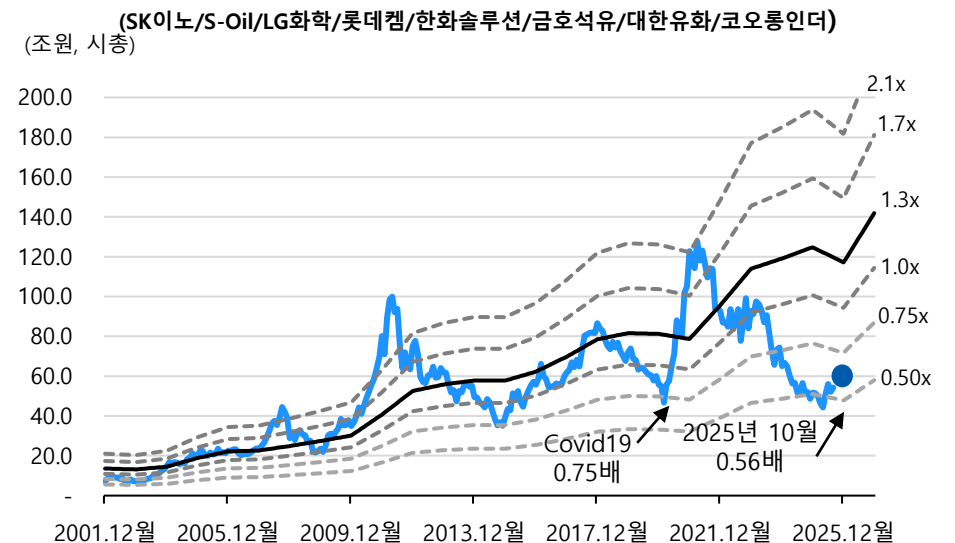
주요 8개 업체 합산 기준 PBR(주가/순자산) : 2025년 말 0.56배로 바닥 탈출 중

정유/석화 주요 8개사 영업이익



주 : 주요 8개사는 SK이노베이션, S-Oil, LG화학, 롯데케미칼, 한화솔루션, 금호석유, 한화솔루션, 코오롱인더, 대한유화 등
 자료: 유안타증권 리서치센터

주요 정유/화학업체 평균 PBR



자료: 유안타증권 리서치센터

[주요 Issue 1] 한국 석화 구조조정 수혜는 누구일 것인가?

- 2026년 국내 석화산업 구조조정 규모에 주목. 정부 및 민간 공동 주도로 진행되며, 국내 NCC 1,240만톤 가운데, 270~370만톤 설비 축소를 유도할 것. 여수/대산/울산 단지별로 NCC설비 Box-up으로 적자 축소가 목적임. 범용제품은 축소되나, 스페셜티 제품에 한해서 장려
- 2026년 하반기부터 단지별 통합 사례 기대. 2025년 말까지 자율 계획 마련 후, 2026년 구조조정특별법 제정시, Box-up에 탄력 붙을 전망
- 한국 석화가 전반적으로 부진한 가운데, 2025년 특별법의 강제적 구조조정에도 설비 변동이 없는 업체가 수혜를 받을 것으로 예상. 관련기업: 대한유화(설비확장), S-Oil(단지내 경쟁업체들의 Box-up), LG화학(스페셜티 중심)
- 각 지역별로 여수: 여천NCC △90만톤(1호기), LG화학 △110만톤(일부) / 울산: SK지오센트릭 △66만톤 / 대산: 롯데케미칼 △110만톤 구조조정 예상

한국 NCC 설비 현황 및 구조조정

지역	업체	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	설비 확장 내역	1호기 가동시기	2026년 국내 구조조정 가능성 점검
울산/온산	SK지오센트릭	92	92	66	66	66	66	66	66	66	66		1972년	※울산지역 다운사이징 대상(예상)
	대한유화	80	80	80	80	80	90	90	90	90	90	2023년 10만톤 증설	1992년	→ 규모가 가장 작은 SK지오센트릭(9) 66만톤
	S-Oil	20	20	20	20	20	20	20	20	20	200	2027년 S-Oil 180만톤 신규설비 가동	2017년	※ 대한유화/S-Oil은 SK의 다운스트림 설비 인수
여수	LG화학	115	115	115	200	200	200	200	200	200	200	2021년 중반 80만톤 확장	1991년	※여수지역 다운사이징 대상(예상)
	롯데케미칼	100	123	123	123	123	123	123	123	123	123	2018년 말 롯데케미칼 20만톤 확장	1991년	→ 가장 노후화된 여천NCC(9) 90만톤
	여천NCC	191	191	191	229	229	229	229	229	229	229	2021년 여천NCC 34만톤 확장	1979년	※ LG화학 1호기(PVC/SAP), 2호기(ABS) 등과 연결됨
	GS칼텍스				75	75	75	75	75	75	75	2022년 GS칼텍스 80만톤 신규설비	2021년	※ NCC설비 폐쇄가 비효율적임
대산	LG화학	104	130	130	130	130	130	130	130	130	130	2019년 LG화학 23만톤 확장	1991년	※ 대산지역 다운사이징 대상(예상)
	롯데케미칼	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110		1998년	→ 가장 범용제품 위주인 롯데케미칼(9) 110만톤
	한화토탈	100	130	130	153	153	153	153	153	153	153	2019년 한화토탈 30만톤 확장	1991년	※ LG화학 대산 NCC 공장은 합성고무와 연결되어 있음
	현대케미칼					85	85	85	85	85	85	2022년 현대케미칼 85만톤 신규 설비	2022년	※ NCC설비 폐쇄가 비효율적임
한국 에틸렌 생산능력 합산 증설규모		912	991	965	1,185	1,270	1,280	1,280	1,280	1,280	1,460			
			79	-	26	220	85	10	-	-	180	2021~2026년 동안 454만톤 증설		
[주요 업체별 한국내 합산 에틸렌 캐파]														[각사별 구조재편 방향]
NCC업체	LG화학	219	245	245	330	330	330	330	330	330	330			ABS/SAP/고무 등 스페셜티 중심으로 다운사이징
	롯데케미칼	210	233	233	233	233	233	233	233	233	233			첨단소재/정밀화학 중심으로 다운사이징
	여천NCC	191	191	191	229	229	229	229	229	229	229			
	한화토탈	100	130	130	153	153	153	153	153	153	153			정유설비를 기반으로, 석화 등 수직계열화 확보
	대한유화	80	80	80	80	80	90	90	90	90	90			Scale-up으로, 규모의 경제 확보
정유업체	SK지오센트릭	92	92	66	66	66	66	66	66	66	66			NCC매각, BTX 중심으로 운영
	GS칼텍스				75	75	75	75	75	75	75			
	S-Oil	20	20	20	20	20	20	20	20	20	180			
	현대케미칼					85	85	85	85	85	85			Oil to Chemical 설비 확장

자료: 유안타증권 리서치센터



[주요 Issue 2] 2026년 미국 상호관세가 백지화 된다면?

- 2026년 미국 대법원에서 행정부 월권 판결시, 2025년 미국의 상호관세로 감소했던 석화제품 수출수요가 회복 될 것. 한국 주요석화제품 수출량은 상호 관세로 인해 △4.3% 감소
- 2025년 트럼프 행정부는 1977년 제정된 '국제긴급경제권한법(International Emergency Economic Powers Act)' 을 적용해, 국가비상사태 선언과 4월 상호관세 부과를 결정함.
- 법리의 쟁점은 '특이하고 비상한 위협'이 미국 외부 국가에서 발생했는지 여부임. 트럼프 행정부는 해당 근거를 바탕으로 IEEPA 법안을 적용하여 전세계 상호관세의 법리적 바탕으로 사용.

미국, 상호관세 발동 기초 법률인 '국제긴급경제권한법'

적용법률	주요 내용	현재상황
국제긴급경제권한법 (IEEPA법안)	IEEPA : International Emergency Economic Powers Act [발동 조건] 미국 이외 국가에 '이례적이고 특별한 위협'이 발생된 경우 [절차] 대통령이 국가비상사태 선언 → 의회보고 → 대통령권한 시행 [대통령권한] 수입규제, 외국자산 동결, 무역제한 등	2025년 2월, IEEPA 발동 → 2025년 5월, 국제무역법원 위헌 판결 → 2025년 8월, 연방항소법원, 위헌 판결 → 2026년, 대법원 판결 예정
슈퍼 301조	OTCA : Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988 [발동 조건] 미국이 자국의 수출확대를 가로막는 '명백한 무역장벽'이나 차별적 무역관행'이 있는 국가 또는 품목 [절차] 미국 통상대표부(USTR)가 매년 우선협상대상국가 지정 → 지정국가에 대해 6~9개월 조사 → → 조사 및 협상기간 12~18개월 이내 → 합의가 이뤄지지 않을 경우, 보복조치 시행 [대통령권한] 보복관세 부과 또는 기타 수입제한 조치	IEEPA 월권 판결시, 검토 가능 법안
무역 확장법 232조	TEA : Trading Expansion Act [발동 조건] 특정품목의 수입이 미국 국가 안보를 위협한다고 판단될 경우 [절차] 미국 정부 또는 이해관계자가 미국 상무부에 서무령으로 조사 요청 → 미국 상무부는 270일 이내에 해당 수입품목이 미국 국가안보에 위협이 되는지 여부 판단 및 결정 → 대통령에 보고 및 권한 행사 [대통령권한] 관세부과 및 수입제한 조치 결정	IEEPA 월권 판결시, 검토 가능 법안

자료: 언론기사, 유안타증권 리서치센터 요약



S-Oil (010950): 샤힌 프로젝트에 거는 2가지 희망

정유/화학



황규원 화학/정유
kyuwon.hwang@yusanisakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	95,000원 (M)
현재주가 (10/20)	67,500원
상승여력	41%

시가총액	77,646억원
총발행주식수	116,604,719주
60일 평균 거래대금	143억원
60일 평균 거래량	230,948주
52주 고/저	68,300원
외인지분율	50,400원
배당수익률	75.70%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 5인 63.43%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	16.8 9.0 14.8
상대	5.5 (8.9) (21.9)
절대(달려환산)	14.7 7.0 10.8

- **S-Oil(주)은 국내 4위 정유업체** : 원유 정제설비(Oil Refinery)는 원유를 원료로 가열/냉각 과정을 통해, 휘발유, 등경유, 나프타 등 석유제품을 생산하는 설비로, S-Oil(주)은 한국 온산에 일산 65만b/d의 정제 능력을 보유. 2026년 상반기 대형 석화설비 프로젝트 완공을 앞두고 있음
- **2026년 기업가치 회복 스토리** : 1) 타이트한 정유업황 지속, 2) 샤힌 프로젝트 완공 효과, 3) 현금흐름 (+) 전환
- **글로벌 폐쇄로 정유업황 회복 예상** : 글로벌 정유설비 증감 규모는 2024년 100만b/d, 2025년 △8만b/d(e)에서 2026년 125만b/d(e), 2027년 35만b/d(e) 등 등락 예상. 특히, 2026년의 경우 신증설 172만b/d로 몰려 있지만, 미국/중국의 폐쇄 △47만b/d로 인해, 순증설 규모는 125만b/d로 부담스럽지 않을 것. 싱가포르 표준 정제마진은 4 ~ 5\$ 수준에서 강보합 흐름을 이어갈 전망
- **샤힌 프로젝트 완공 기대감 고조** : 2023년부터 9.5조원 정도 투자한 샤힌 프로젝트가 2026년 중반 완공 예정. Heavy oil, 나프타, LPG 등 다양한 원료로 에틸렌 180만톤 생산설비를 갖춘. ① 낮은 원료 투입가격, ② 자체 LNG발전소로 부터 전력비 절감, ③ 규모의 경제로 인건비 절감 등의 장점으로, 에틸렌-나프타 손익분기점이 200\$ 이하로 아시아 경쟁업체 250\$ 보다 유리. 과거 평균 업황 가정시, 매출액 4.1조원, 영업이익 4,405억원 등이 예상됨. 기업가치 상승 규모는 2.1 ~ 5.3조원 수준임
- **2026년 중반 기업가치 재평가 국면** : 2026년 중반 샤힌 프로젝트 완공 기점으로 기업가치 재평가가 진행 예상 샤힌 프로젝트 투자 마무리시점에서 영업활동 잉여현금 창출능력이 (+) 반전해, 2027년에 1.3조원에 이를 전망이다. 샤힌 프로젝트 완공이후 실적 및 배당여력 회복을 미리 적용해, 2026년 적정주가를 9.5만원(기준 8.0만원)으로 상향 조정함 (**현재 주가 6.7만원, 상승여력 41%**)

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	357,267	366,370	329,044	269,934	308,763
매출액증가율	-15.8	2.5	-10.2	-18.0	14.4
영업이익	13,546	4,222	-3,851	2,400	15,870
영업이익률	3.8	1.2	-1.2	0.9	5.1
지배주주귀속순이익	9,488	-1,930	-2,627	599	10,440
지배주주 귀속 EPS	8,369	-1,720	-2,334	515	9,170
증가율	-54.8	-120.6	35.7	-122.1	1,680.6
PER	9.0	-38.6	-28.9	131.2	7.4
PBR	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.0	11.6	35.1	14.4	5.1
ROA	4.6	-0.8	-1.1	0.2	4.2
ROE	10.8	-2.2	-3.1	0.7	11.6

자료: 유안타증권 리서치센터



S-Oil (010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	357,267	366,370	329,044	269,934	308,763
매출원가	336,209	354,112	325,792	257,338	281,230
매출총이익	21,057	12,259	3,252	12,596	27,533
판매비	7,512	8,037	7,103	10,197	11,663
영업이익	13,546	4,222	-3,851	2,400	15,870
EBITDA	20,737	11,741	4,302	11,037	28,209
영업외손익	-2,229	-7,547	115	-1,611	-2,102
외환관련손익	-597	-5,930	-291	1,761	1,682
이자손익	-1,805	-2,292	-1,544	-3,408	-3,825
관계기업관련손익	23	59	54	36	41
기타	150	616	1,896	0	0
법인세비용차감전순손익	11,317	-3,325	-3,736	789	13,768
법인세비용	1,829	-1,395	-1,109	189	3,328
계속사업순손익	9,488	-1,930	-2,627	599	10,440
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	9,488	-1,930	-2,627	599	10,440
지배지분순이익	9,488	-1,930	-2,627	599	10,440
포괄순이익	9,267	-1,526	-2,660	599	10,440
지배지분포괄이익	9,267	-1,526	-2,660	599	10,440

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	25,257	14,676	14,249	5,372	17,009
당기순이익	9,488	-1,930	-2,627	599	10,440
감가상각비	7,115	7,410	8,006	8,496	12,211
외환손익	-901	3,967	-3,112	-1,761	-1,682
중속, 관계기업관련손익	-23	-59	-54	-36	-41
자산부채의 증감	14,731	8,289	13,461	976	-588
기타현금흐름	-5,152	-3,001	-1,423	-2,901	-3,332
투자활동 현금흐름	-20,661	-30,270	-37,643	-14,463	-6,666
투자자산	1,366	32	85	63	-48
유형자산 증가 (CAPEX)	-21,856	-30,419	-37,003	-16,417	-8,300
유형자산 감소	203	35	0	0	0
기타현금흐름	-375	82	-726	1,892	1,682
재무활동 현금흐름	1,932	15,388	7,087	5,537	-11,355
단기차입금	1,887	12,037	-5,119	-1,462	-1,418
사채 및 장기차입금	4,298	9,635	8,747	7,000	-8,791
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-3,727	-1,893	-1	-1	-1,146
기타현금흐름	-526	-4,391	3,459	0	0
연결범위변동 등 기타	2	32	7,133	1,745	4,505
현금의 증감	6,530	-174	-9,175	-1,808	3,493
기초 현금	13,103	19,633	19,458	10,284	8,476
기말 현금	19,633	19,458	10,284	8,476	11,968
NOPLAT	13,546	4,222	-3,851	2,400	15,870
FCF	3,401	-15,743	-22,754	-11,045	8,709

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	96,478	100,480	74,064	65,472	74,328
현금및현금성자산	19,633	19,458	10,284	8,476	11,968
매출채권 및 기타채권	29,899	34,792	23,870	21,931	23,628
채고자산	46,392	44,931	39,327	34,482	38,149
비유동자산	119,284	144,034	174,840	182,557	178,567
유형자산	111,520	135,818	165,771	173,692	169,781
관계기업등 지분관련자산	409	427	395	395	395
기타투자자산	1,268	1,603	530	468	516
자산총계	215,761	244,514	248,904	248,029	252,895
유동부채	92,545	116,567	109,178	102,928	115,296
매입채무 및 기타채무	60,740	74,105	69,203	62,318	68,001
단기차입금	21,425	33,549	28,508	27,104	25,641
유동성장기부채	6,398	6,599	3,856	5,954	14,057
비유동부채	32,840	40,991	55,108	59,884	43,087
장기차입금	6,997	13,157	14,114	14,114	10,615
사채	21,370	24,755	36,543	41,446	28,050
부채총계	125,386	157,558	164,286	162,812	158,383
자본지분	90,376	86,956	84,618	85,217	94,511
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
자본잉여금	13,315	13,315	13,315	13,315	13,315
이익잉여금	73,796	70,305	67,676	68,275	77,569
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	90,376	86,956	84,618	85,217	94,511
순차입금	38,389	60,007	73,267	80,744	67,042
총차입금	58,381	80,053	83,681	89,220	79,010

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	8,369	-1,720	-2,334	515	9,170
BPS	77,629	74,692	72,683	73,197	81,181
EBITDAPS	17,784	10,069	3,690	9,465	24,192
SPS	306,391	314,199	282,188	231,495	264,795
DPS	1,700	125	0	500	3,500
PER	9.0	-38.6	-28.9	131.2	7.4
PBR	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.0	11.6	35.1	14.4	5.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-15.8	2.5	-10.2	-18.0	14.4
영업이익 증가율 (%)	-60.2	-68.8	적전	적전	561.3
지배순이익 증가율 (%)	-54.9	적전	적지	적전	1,641.7
매출총이익률 (%)	5.9	3.3	1.0	4.7	8.9
영업이익률 (%)	3.8	1.2	-1.2	0.9	5.1
지배순이익률 (%)	2.7	-0.5	-0.8	0.2	3.4
EBITDA 마진 (%)	5.8	3.2	1.3	4.1	9.1
ROIC	9.3	1.8	-1.9	1.1	7.6
ROA	4.6	-0.8	-1.1	0.2	4.2
ROE	10.8	-2.2	-3.1	0.7	11.6
부채비율 (%)	138.7	181.2	194.1	191.1	167.6
순차입금/자기자본 (%)	42.5	69.0	86.6	94.8	70.9
영업이익/금융비용 (배)	5.7	1.5	-2.5	0.7	4.1



대한유화 (006650): 3가지 호재 실현 시기 도래 (턴어라운드 + 발전소 + M&A)

정유/화학



황규원 화학/정유
kyuwon.hwang@yuansikorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	220,000원 (M)
현재주가 (10/20)	121,100원
상승여력	82%

시가총액	7,865억원
총발행주식수	6,500,000주
60일 평균 거래대금	44억원
60일 평균 거래량	39,043주
52주 고/저	126,100원
외인지분율	68,700원
배당수익률	9.48%
주요주주	이순규 외 17 인 39.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.1	20.3	19.1
상대	(4.1)	0.5	(19.0)
절대(달러환산)	4.2	18.1	14.9

- **대한유화(주)는 국내 중형규모 순수 석화업체** : NCC(Naphtha Cracking Center)는 나프타를 원료로 에틸렌 등을 생산하는 설비로, 대한유화(주)는 한국 울산/온산에 연간 90만톤 생산능력(한국 총 캐파 1,260만톤의 7%)을 가지고 있음. 과거 10개년 평균 매출액 2.1조원, 영업이익 1,300억원(평균 OPM 6~7%) 등으로, 주력 제품은 PE 65만톤(고부가 분리막용 PE 1만톤), PP 55만톤 등임.
- **2026년 기업가치 회복 스토리** : 1) 공급 폐쇄로 에틸렌 회복, 2) LNG발전소 사업 추가, 3) 울산단지 M&A 가능성
- **글로벌 구조조정 수혜로 에틸렌 업황 회복 가능** : 2025~2027년 글로벌 범용 설비 폐쇄 사이클에 진입하게 됨. 대표제품인 에틸렌의 글로벌 생산 캐파는 2.4억톤인데, 5.5%에 해당하는 1,310만톤 설비가 폐쇄 계획이 발표되고 있음. 한중일 석화 설비 폐쇄 효과로, 주력 제품인 에틸렌 1톤당 스프레드는 2021년 362\$, 2022년 220\$, 2023년 184\$, 2024년 170\$, 2025년 200\$에서 2026년 250\$(손익분기점 210\$)로 회복될 전망이다
- **LNG발전소 사업 확장** : 2025년 울산지역에 전기와 열을 공급하는 LNG발전소 한주(주) 보유지분을 51%로 늘리면서, 연결 실적에 반영하기 시작함. LNG 발전용량 299MW와 부산물 소금 20만톤(동해 심층수를 증류해서 얻음)을 생산하고 있음. 한주(주) 특징으로는 ① 연 평균 95%의 높은 발전 가동율, ② 산업용 소매가격으로 전기 판매, ③ 2021년 낮게 책정된 LNG 도입가격 등으로 수익성이 좋음. 한주(주)로 부터 얻을 수 있는 실적은 '매출액 9,000억원, 영업이익 800 ~ 1,000억원' 등임
- **꾸준히 쌓이는 현금을 바탕으로, M&A 확장 계획 중** : 2026년 연간 잉여현금 창출 규모는 1,800억원 수준(= EBITDA 2,600억원-Capex 700~800억원). 이를 바탕으로, 2026년 울산지역 석화 구조조정 과정 중에 SK지오센트릭(주) 에틸렌 66만톤 Box-up을 전제로 합작법인을 만들 수 있음. 설비 확장 효과로 이어짐. 업황회복 및 확장효과를 고려한 2026년 적정주가는 22만원 (**현재주가 12.1만원, 상승 여력, 82%**)

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	25,000	28,001	34,074	31,286	33,407
매출액증가율	12.5	12.0	21.7	-8.2	6.8
영업이익	-623	-599	413	1,881	1,981
영업이익률	-2.5	-2.1	1.2	6.0	5.9
지배주주귀속이익	-290	-85	305	872	1,014
지배주주 귀속 EPS	-4,468	-1,312	4,694	13,417	15,596
증가율	-80.5	-70.6	-457.8	185.8	16.2
PER	-33.8	-92.1	25.8	9.0	7.8
PBR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.2	7.0	4.7	2.8	2.5
ROA	-1.3	-0.4	1.2	2.9	3.2
ROE	-1.6	-0.5	1.6	4.1	4.5

자료: 유안타증권 리서치센터



대한유화 (006650) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	25,000	28,001	34,074	31,286	33,407
매출원가	25,116	28,090	32,874	28,482	30,441
매출총이익	-116	-89	1,200	2,804	2,966
판매비	507	510	787	923	986
영업이익	-623	-599	413	1,881	1,981
EBITDA	1,190	1,201	1,998	3,129	3,141
영업외손익	124	269	308	88	123
외환관련손익	-7	62	-2	-18	-20
이자손익	-29	-36	-62	-118	-114
관계기업관련손익	135	231	148	2	32
기타	25	12	225	222	225
법인세비용차감전순손익	-499	-330	722	1,969	2,104
법인세비용	-209	-244	163	473	505
계속사업순손익	-290	-85	559	1,496	1,599
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-290	-85	559	1,496	1,599
지배지분순이익	-290	-85	305	872	1,014
포괄순이익	-310	-110	544	1,496	1,599
지배지분포괄이익	-310	-110	291	872	1,014

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	855	1,331	668	2,170	2,684
당기순이익	-290	-85	559	1,496	1,599
감가상각비	1,812	1,798	1,583	1,246	1,159
외환손익	5	20	-8	18	20
중속, 관계기업관련손익	-135	-231	-148	-2	-32
자산부채의 증감	-126	-31	-1,331	-763	-240
기타현금흐름	-411	-140	13	175	179
투자활동 현금흐름	-1,588	-910	-760	-727	-898
투자자산	-459	-318	-28	11	-8
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,130	-587	-600	-720	-880
유형자산 감소	4	0	1	0	0
기타현금흐름	-4	-5	-133	-18	-10
재무활동 현금흐름	681	323	-426	-51	-272
단기차입금	649	-303	179	41	-149
사채 및 장기차입금	18	725	725	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-62	-62	-62	-93	-124
기타현금흐름	76	-37	-1,268	0	0
연결범위변동 등 기타	0	5	2,513	-143	-179
현금의 증감	-51	749	1,995	1,249	1,335
기초 현금	393	342	1,091	3,086	4,335
기말 현금	342	1,091	3,086	4,335	5,670
NOPLAT	-623	-599	413	1,881	1,981
FCF	-274	744	68	1,450	1,804

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2, PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전일치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,021	6,281	10,950	13,189	14,995
현금및현금성자산	342	1,091	3,086	4,335	5,670
매출채권 및 기타채권	2,459	2,365	4,335	4,749	5,018
재고자산	2,111	2,400	2,574	3,178	3,358
비유동자산	16,944	15,917	18,675	18,137	17,865
유형자산	13,928	12,614	16,900	16,374	16,095
관계기업등 지분관련자산	2,335	2,543	682	682	682
기타투자자산	108	131	159	148	157
자산총계	21,965	22,197	29,624	31,326	32,860
유동부채	2,882	3,071	4,609	4,965	4,969
매입채무 및 기타채무	1,783	1,891	3,098	3,376	3,567
단기차입금	918	614	794	835	686
유동성장기부채	108	483	617	661	617
비유동부채	835	1,050	1,679	1,620	1,675
장기차입금	316	851	1,437	1,393	1,437
사채	0	0	0	0	0
부채총계	3,717	4,121	6,287	6,586	6,645
자본지분	18,248	18,076	21,137	21,917	22,807
자본금	410	410	410	410	410
자본잉여금	2,643	2,643	2,643	2,643	2,643
이익잉여금	15,245	15,049	18,125	18,904	19,794
비지배지분	0	0	2,200	2,824	3,408
자본총계	18,248	18,076	23,337	24,740	26,215
순차입금	1,132	504	-757	-1,965	-3,449
총차입금	1,554	1,976	2,880	2,922	2,773

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-4,468	-1,312	4,694	13,417	15,596
BPS	295,460	292,683	342,243	354,864	369,277
EBITDAPS	18,308	18,474	30,739	48,135	48,323
SPS	384,611	430,785	524,218	481,330	513,956
DPS	1,000	1,000	1,500	2,000	2,000
PER	-33.8	-92.1	25.8	9.0	7.8
PBR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.2	7.0	4.7	2.8	2.5
PSR	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	12.5	12.0	21.7	-8.2	6.8
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	흑전	355.0	5.3
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	흑전	185.8	16.2
매출총이익률 (%)	-0.5	-0.3	3.5	9.0	8.9
영업이익률 (%)	-2.5	-2.1	1.2	6.0	5.9
지배순이익률 (%)	-1.2	-0.3	0.9	2.8	3.0
EBITDA 마진 (%)	4.8	4.3	5.9	10.0	9.4
ROIC	-2.1	-1.0	1.7	6.6	7.0
ROA	-1.3	-0.4	1.2	2.9	3.2
ROE	-1.6	-0.5	1.6	4.1	4.5
부채비율 (%)	20.4	22.8	26.9	26.6	25.3
순차입금/자기자본 (%)	6.2	2.8	-3.6	-9.0	-15.1
영업이익/금융비용 (배)	-10.9	-8.3	6.7	15.9	17.3



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

	Ticker	국내					해외				
		SK이노베이션	S-Oil	LG화학	롯데케미칼	한화솔루션	Exxon Mobil	Valero	Dow	BASF	Petro China
		096770 KS	010950 KS	051910 KS	011170 KS	009830 KS	XOM US	VLO US	DOW US	BAS GR	601857 CH
	시가총액	210,809	76,556	246,014	30,499	51,224	480,468	49,757	15,266	44,891	220,433
매출액	2024	747,170	366,370	489,161	204,304	123,940	339,247	129,881	42,964	70,597	408,073
	2025F	791,236	335,355	460,324	186,414	143,714	334,215	118,522	40,951	74,319	411,314
	2026F	801,849	320,423	512,693	197,575	157,229	330,245	112,163	41,799	75,843	472,765
영업이익	2024	3,155	4,222	9,168	- 8,940	- 3,002	39,531	3,755	1,802	2,371	32,491
	2025F	877	1,971	19,659	- 5,933	2,284	42,464	2,824	190	3,962	32,179
	2026F	19,392	10,270	38,149	- 962	9,976	41,973	4,865	794	4,457	32,004
순이익	2024	- 22,600	- 1,930	- 6,909	- 17,105	- 14,044	33,680	2,770	1,116	1,404	22,874
	2025F	- 11,996	922	1,653	- ,9057	- 4,165	29,483	2,584	- 792	2,639	22,130
	2026F	1,539	5,796	12,493	- 2,635	3,226	30,783	3,482	- 124	3,008	22,171
PER	2024	-	-	-	-	-	13.8	14.3	24.5	29.3	6.4
	2025F	-	101.1	138.8	-	-	16.5	18.9	-	16.5	9.9
	2026F	113.4	13.4	19.2	-	19.0	15.1	13.8	-	15.2	9.9
PBR	2024	0.7	0.7	0.5	0.2	0.3	1.8	1.6	1.6	1.1	0.7
	2025F	0.8	0.9	0.8	0.2	0.6	1.8	2.0	0.9	1.1	1.0
	2026F	0.8	0.9	0.8	0.2	0.6	1.8	1.9	0.9	1.1	1.0
ROE	2024	-9.5	-2.1	-1.9	-11.4	-15.9	14.4	10.9	6.1	3.7	11.1
	2025F	-4.2	0.9	0.2	-6.1	-5.4	11.3	9.8	-5.2	5.6	9.7
	2026F	0.4	6.2	3.5	-1.8	2.9	12.6	12.7	-1.7	6.9	9.2
EV/EBITDA	2024	22.5	10.4	9.2	37.9	35.1	7.6	6.8	8.2	7.0	2.8
	2025F	20.1	12.9	8.4	21.6	17.7	7.4	9.0	10.1	8.2	4.0
	2026F	12.0	6.9	6.2	12.5	9.8	7.1	7.6	8.3	7.6	4.1

자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg, Quantwise

주: 1)국내 단위는 억원, 해외 단위는 백만달러, 2) 2025/10/20 종가기준

[방산]

난이도는 올라갔지만, 성과는 있을 것



백종민 방산/AI/로보틱스
jongmin.baik@yuantakorea.com

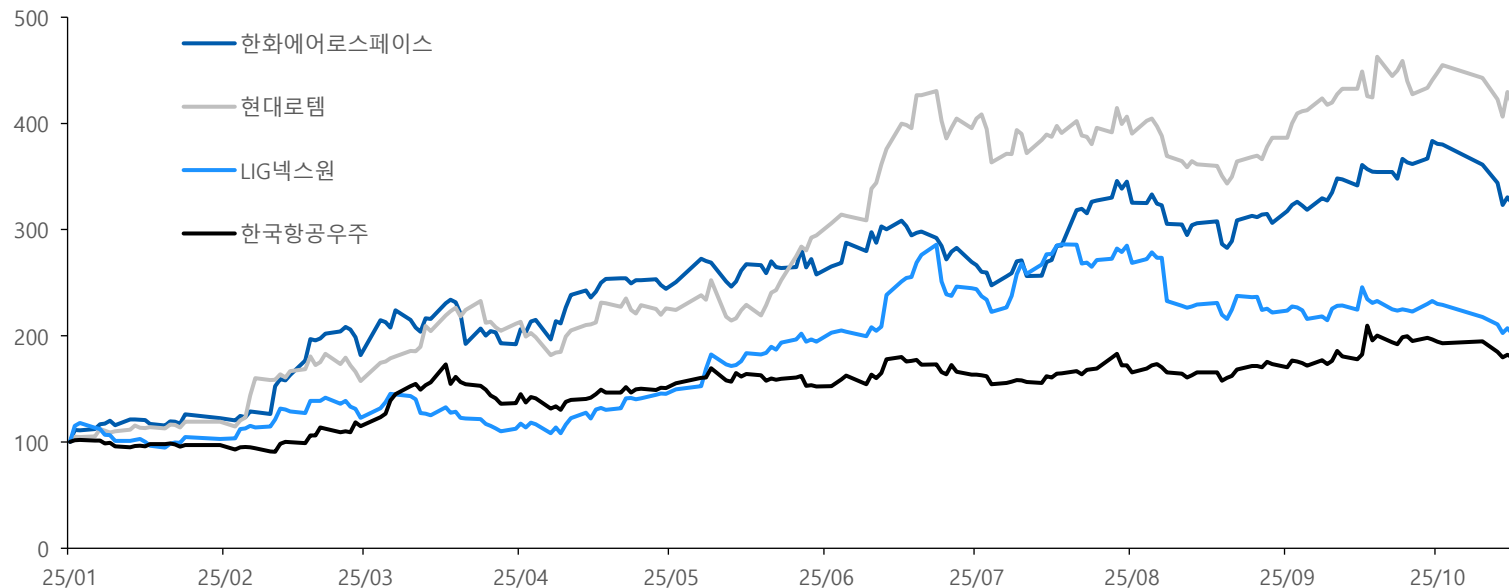


2025년을 돌아보며..

- 2025년 10월 17일 종가 기준, 한화에어로스페이스 +216.0%, 현대로템+305.4%, LIG넥스원 +96.6%, 한국항공우주 +74.1% 상승
- 주가 상승은 1)트럼프 2.0 출범과 유럽, 중동, 아시아 등 안보 리스크 부각, 2)주요 기업 수출 비중 증가에 따른 실적 성장에 기인
- 최근 가자지구 휴전 합의, 미러 고위급 회담과 트럼프와 푸틴의 만남 예고 등 안보 환경 개선 기대에 따른 방산주 투지심리 약화
- 그러나 다극화 시대에 접어들며, 특정 지역에만 부각되었던 안보 리스크가 전 세계로 확장되는 추세
- 오랜 군축기를 영위했던 유럽의 재무장 선언 및 NATO의 대규모 국방 예산 증액 예고 등은 이를 대변. 올해 부각되었던 안보 리스크는 내년과 그 이후의 무기 획득 사업으로 이어질 것

한국 주요 방산 4사 상대주가 추이

(2025.01.01=100)



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

2026년 전망: 어렵지만, 성과는 있을 것

- 세계 안보 지형은 미국의 정책 방향성에 따라 좌지우지. 트럼프 대통령은 노벨 평화상 수상 의지를 다수 표현. 이에 따라 미국이 국제 분쟁 중재에 나서는 등 2026년은 올해보다 안보 리스크가 안정화될 가능성이 더 높다고 판단
- 이에 따라 방산주 투자심리 약화될 가능성 高. 그러나 일정 수준 이상의 긴장도는 유지될 것
- 먼저 러우 전쟁은 돈바스 지역 할양과 우크라이나 안보 보장 등 양보가 어려운 조건으로 양측이 대립 중. 지속적인 미국의 중재에도 조기 종전 가능성 낮음. 만약 조기 종전될 경우, 유럽의 재무장은 더욱 속도감 있게 진행될 필요가 있다는 점을 주목
- 중동은 이스라엘발 분쟁이 일부 봉합되는 모양세. 그러나 가자지구 휴전안 합의 후 9일 만에 군사적 충돌 발생. 또한 하마스 측의 요구 사항은 트럼프의 가자 평화구상과는 상반. 분쟁 조기 마무리가 까다롭다는 것을 확인. 이 외에도 종교를 둘러싼 역사 깊은 분쟁이 다수 존재

1920년 소련의 체제 선전 포스터. 돈바스 지역을 소련의 심장으로 표현



자료: 언론종합

2025년 글로벌 안보 관련 주요 이벤트

날짜	주요 내용
1월 20일	트럼프 행정부 2.0 출범
2월 17일	러·우 종전 1차 협상
2월 17일	유럽 파리 긴급 회동
3월 3일	미국의 대우크라이나 군사 지원 중단
3월 4일	ReArm Europe 선언
5월 1일	미국·우크라이나 광물 협정 체결
6월 13일	미국 이란 핵시설 폭격
6월 25일	NATO의 국방 예산 확대 합의
8월 15일	미·러 회담
8월 18일	미·우 회담
8월 31일	상하이협력기구 정상회의 개최
9월 1일	트럼프가 장담한 러·우 정상회담 시한
	러시아의 대규모 포격 지속 독일 메르츠 총리, 전쟁 장기화에 대비하고 있다고 언급
9월 10일	이스라엘 카타르 공습
10월 10일	이스라엘 가자 1단계 합의안에 승인

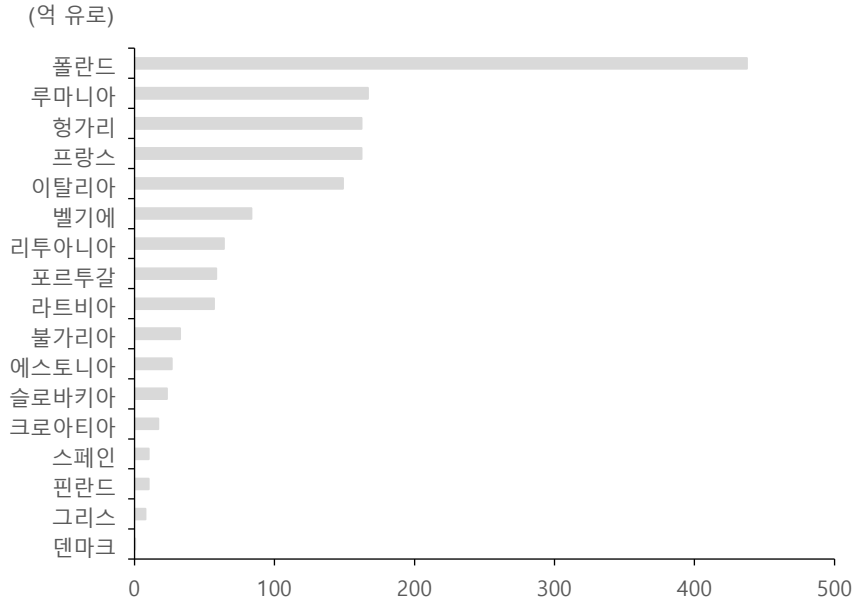
자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터



2026년 전망: 어렵지만, 성과는 있을 것

- 지정학적 이벤트 발생은 대응의 영역. 결국 중장기적으로 주목해야할 점은 신규 대형 사업 수주. 올해도 유럽, 중동, 아시아 등 안보 리스크가 부각되었던 다양한 지역에서 신규 수주 이어졌으나, 규모 측면에서 다소 아쉬운 모습. 논의 중인 대형 수주 파이프라인 가시성 검토해볼 필요
- 유럽은 재무장을 선언하며, 향후 4년 간 투입될 8,000억 유로의 재정 패키지 발표. 논의 중인 사업들이 상당부분 대기수요로 전환되었을 것. 2026년 초, 1,500억 유로 대출 프로그램(SAFE Instrument)의 첫 자금이 집행될 예정. 까다로운 대출 승인 조건은 유럽 방산의 보호주의를 대변. 폴란드, 루마니아가 전체 자금의 40% 신청한 것으로 파악. 내년 초, 유럽 내 한국 방산의 유의미한 점유율 확인할 수 있을 전망
- 중동서도 대형 수주 기대감 유효할 전망. 사우디(MNG JV, KF-21, K2전차 등), UAE(KF-21, L-SAM 등), 이라크(K2전차, L-SAM), 이집트(FA-50 등)
- 이 밖에도 미국 UJTS(미 해군 고등훈련기 교체 사업), M-SPH(자주포 현대화 사업) 등이 입찰 경쟁 진행 중

유럽 SAFE 프로그램 신청 현황



자료: EU, 유안타증권 리서치센터

미 육군 자주포 현대화 사업 개요

사업명	SPH-M (미 육군 자주포 현대화 사업)
사업개요	미국 혹은 해외에 현존하는 155mm 자주포 중에서 미 육군에 적합한 모델을 찾아 운용
배경	노후화된 M109A7 사거리 연장 사업(ERCA), 포신 내구성으로 인해 폐기
목표	기동성, 생존 가능성, 신뢰성, 물류 지원 및 화력을 증가시키기 위해 성숙한 기술을 사용하여 사거리와 사격 속도를 높여 포병 치사율을 향상
단계	5개 업체와 성능 개량 시범 사업 계약 체결
주요 업체	1) 한화에어로스페이스, 2) 라인메탈, 3) 제너럴 다이내믹스, 4) BAE 시스템스, 5) 엘빗 시스템스
향후 계획	1) 2025년 7~9월 1단계 계약을 진행할 불특정 수의 업체 선정 2) 2026년까지 추가 경쟁 평가 시험 참여 3) 2027년 2차 후보군 선정 4) 2030년 초기 전력화

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

유럽 SAFE Instrument (출처: Kotra)

구분	내용
개요	방위 분야에 긴급히 공공투자를 확대하기 위해 신규 재정 도구인 SAFE Instrument 수립을 제안
주요 내용	SAFE를 통해 회원국의 방위 장비 공동조달에 최대 1,500억 유로의 자금을 대출 기반 메커니즘으로 지원할 예정. 재원은 EU 채권 발행을 통해 마련
SAFE 재정 지원	지원 대상은 EU 회원국에 한정, 최소 2개국 이상이 참여하는 방위 장비 공동조달 시 대출 및 부가세 면제 등의 혜택을 제공, 각 회원국은 대출 지원금의 최대 15%를 선불로 지급 가능. 요청한 대출 기한은 30.12.31, 가장 많이 받은 대출을 받은 3개 회원국 대출 합계가 최대 지원 금액의 60% 초과 불가
SAFE 공동조달 참여 대상	EU 회원국과 EEA, EFTA 회원국과 우크라이나를 비롯해, EU 후보국과 잠재적 후보국, EU와 안보 및 방위 파트너십을 체결한 제 3국 등이 참여 가능 - EEA: EU 27개국, 아이슬란드, 리히텐슈타인, 노르웨이 - EFTA: 아이슬란드, 리히텐슈타인, 노르웨이, 스위스 - 파트너십 국가: 한국, 일본, 알바니아, 북마케도니아, 몰도바
최종 공동조달 제품 요건	최종 제품 예상 비용의 최소 65%에 해당하는 부품이 EU나 EEA, EFTA, 우크라이나에서 생산
공동조달 방산 제품	카테고리 1: 탄약 및 미사일, 포병 시스템, 소형 드론 및 관련 드론 대응 시스템, 핵심 인프라 보호, 사이버 및 군사 기동성에 관련된 제품 카테고리 2: 항공 및 미사일 방어체계, 소형 드론 및 관련 드론 대응 시스템, 우주 자산 보호, 인공지능 및 전자전 관련 제품

자료: 유안타증권 리서치센터



중동 수출 파이프라인 (1) (출처: 각 사, 언론종합)

기업명	제품명	계약연도	인도연도	국가	계약 규모 (조원)	대 수	비고
한화에어로 스페이스	K9 자주포	2022	2028	이집트	2	216	1) 현지생산, 기술이전 및 MRO 등 K9+K10 패키지 수출 2) 2H24 초도 물량 납품 후 잔여 물량 현지 생산 예정이었으나, 엔진 생산국인 독일의 수출 거부로 인해 지연, 3) 2024년 엔진 국산화 완료에 따라 계약 진행 예정
		TBD	TBD	이라크	6.5	430	1) M109 등 430문 자주포 노후화 대응 필요 2) 2025년 이라크 군 대표단, 한화에어로스페이스 K9 생산 시설 방문, 3) K9 엔진 국산화에 따른 수출 기대
		TBD	TBD	UAE	1	-	1) 2019년 독일의 수출 승인 거부로 인해 좌절 2) 엔진 국산화에 따른 수출 기대
	천무	2017	2021	UAE	0.7	12	천무 발사대 12대, 유도탄, 군수지원 계약을 포함한 공급계약
		2022	2024	사우디	1	-	사우디측 요청으로 정보 비공개이나 사우디 현지 사진을 통해 천무발사대와 290km 유도탄을 포함한 공급계약으로 추정
		2025	2028	사우디	0.4	-	천무 미사일
		TBD	TBD	이집트	2	-	1) 천무 이집트 수출 계약 협상 진행 중, 현지 언론 보도 2) 현지 생산 및 기술 이전 가능성 有 3) 수량 파악 어려우나, 폴란드 기준 K9 자주포와 규모 유사

자료: 유안타증권 리서치센터



중동 수출 파이프라인 (2) (출처: 각 사, 언론종합)

기업명	제품명	계약연도	인도연도	국가	계약 규모 (조원)	대 수	비고
현대로템	K2 전차	TBD	TBD	UAE	10.9	310	1)AMX-30, Leclerc 등 노후 전차 310대 현대화 필요 2) 중동 방산 전시회 IDEX 2025서 K2ME 관련 물밑 협상 보도
		2025E	TBD	이라크	9	250	미군이 철수하는 시기가 임박. 이르면 연말 내 최종 도입 결정. 승인 시 3년 내 첫 물량 인도
		TBD	TBD	사우디	25	700	구체적인 소요 파악 어려우나, 연초 50억 달러 규모 사업 논의 진행(K9 등 포함)
한국항공우주	FA-50	2013	2020	이라크	2.2	24	FA-50 경공격기 24대와 조종사 훈련 등을 포함한 공급 계약
		TBD	TBD	이집트	6.8	136	1) 36대 1차 계약 마무리 단계 2) 이후 총 100대 추가 확대될 가능성, 2차 계약 물량은 KAI와 AOI의 협정에 따라 현지 공장 조립
	KF-21	TBD	TBD	UAE	22	-	1) 미국 의존도 감소 목적, 2) 국부 펀드 및 민간 자금을 포함한 대규모 투자 3) UAE 국방차관 KF-21 탑승 및 관련 생산 시설 시철
		TBD	TBD	사우디	43	300	1) 미국 의존도 감소 목적 2) KF-21EX 프로그램 참여 검토 3) 신형 전투기 소요 300대 이상 추정

자료: 유안타증권 리서치센터



중동 수출 파이프라인 (3) (출처: 각 사, 언론종합)

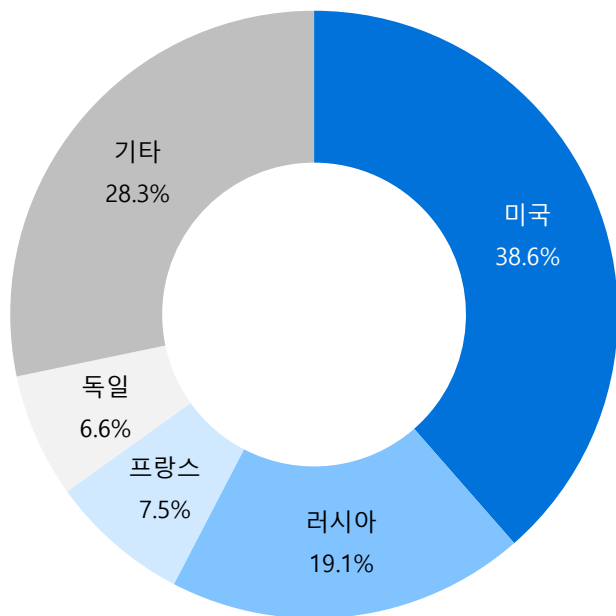
기업명	제품명	계약연도	인도연도	국가	계약 규모 (조원)	대 수	비고
LIG넥스원	천궁-II	2022	-	UAE	4.2	10	이스라엘제 '바락' 요격 미사일과의 경합에서 승리
		2023	-	사우디	4.3	10	천궁2 10개 포대 수출 계약 체결
		2024	-	이라크	3.7	8	천궁2 8개 포대 수출 계약 체결
	L-SAM	TBD	TBD	UAE	8.3	-	1)국내 양산 예산 기준, 천궁-II 대비 2배 규모 2)천궁-II와 높은 호환성. L-SAM 국내 양산과 동시에 수출 가능성 有
		TBD	TBD	사우디	8.6	-	1)국내 양산 예산 기준, 천궁-II 대비 2배 규모 2)천궁-II와 높은 호환성. L-SAM 국내 양산과 동시에 수출 가능성 有
		TBD	TBD	이라크	7.4	-	1)국내 양산 예산 기준, 천궁-II 대비 2배 규모 2)천궁-II와 높은 호환성. L-SAM 국내 양산과 동시에 수출 가능성 有

자료: 유안타증권 리서치센터

투자전략

- 올해의 지정학적 리스크가 투자심리 측면에서 단기 고점으로 작용할 수 있음. 또한 일부 기업은 실적에 대한 기저 부담이 존재
- 이전보다 높은 투자 난이도가 요구되나, 한국 방위산업에 대해 긍정적인 시각 유지. 최근 몇 년 간 빠른 성장세에도 여전히 글로벌 점유율은 2% 내외에 불과. 러시아의 몰락과 미국의 신뢰도 하락 추세는 한국 방산의 점유율 확대에 긍정적으로 작용하고 있기 때문
- 한화에어로스페이스를 최선호주로 제시. 실적 기저 부담이 존재하나, 다양한 제품 포트폴리오와 선제적인 현지 투자를 통해 동시 다발적인 무기 수요 흡수 여력을 확보. 역내 방위산업 육성 기조는 뚜렷, 현지 생산 및 투자는 선택이 아닌 필수
- 현대로템은 올해 이후 실적 성장성에 대한 일부 의구심 해소할 필요. 이라크, 루마니아 K2 사업 수주 여부가 중요할 것
- 한국항공우주와 LIG넥스원은 실적 부담 제한적. 한국항공우주는 미국 UJTS 수주 가능성 高. LIG넥스원은 미국 비공, 중동 L-SAM 기대

1991년~2022년 글로벌 무기 수출 시장 점유율



자료: SIPRI, 유안타증권 리서치센터

한국 주요 방산기업 해외 법인

기업명	지역	가동연도	비고
한화 에어로 스페이스	폴란드	2029E	폴란드 WB사와 합작법인 설립. 천무 CGR-080 미사일 생산
	루마니아	2027E	K9, K10 현지 생산 및 후속지원 대응. 연내 착공
	호주	2024	K9, 레드백 현지 생산
	독일	TBD	천무 미사일 생산 및 현지 기술 협력, 독일 동부 지역 생산시설 후보지
	미국	TBD	장약 공장 설립을 위해 부지 검토 중
한국항공 우주	폴란드		FA-50PL 일부 부품 생산 및 현지 조립
현대로템	폴란드	2028E	K2PL 및 계열전차 현지생산, MRO 법인 설립
	루마니아		K2전차 현지 생산, 기술 이전, MRO 및 R&D 협력
LIG넥스원	독일	2025	유럽 협력의 거점 사무소 개소

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터



한화에어로스페이스 (012450): 글로벌 Top10을 위한 청사진

방위산업



백종민 방산/AI/로보틱스
jongmin.baik@yuanta.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	1,280,000원 (M)
현재주가 (10/21)	953,000원
상승여력	34%

시가총액	491,399억원
총발행주식수	51,563,401주
60일 평균 거래대금	2,116억원
60일 평균 거래량	221,897주
52주 고/저	1,107,000원 / 274,733원
외인지분율	44.52%
배당수익률	1.07%
주요주주	한화 외 6 인 35.79%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.8)	6.4	149.8
상대	(15.8)	(11.1)	69.8
절대(달러환산)	(8.4)	4.4	141.0

• **큰 거 온다:** 올해도 노르웨이, 베트남, 인도 K9 자주포 사업 수주, 사우디 천무 유도탄 추가 수출 등 신규 수주 지속. 그러나 대형 사업 수주는 부재한 상황. 사우디 국가방위부 JV, 루마니아 레드백, 미국 자주포 현대화 등의 수주 여부가 중요할 것. 지난 9월 사우디 군이 동사의 장갑차 타이콘을 운용하는 모습이 노출, 천무로 추정되는 차량의 모습도 같이 포착. 같은 달, 동사는 사우디 MENA 총괄 법인 설립 등 사우디향 수주 가능성이 구체화되는 모습. 루마니아 사업은 독일 라인메탈과 경쟁 중, 과거 동사가 경쟁에서 승리한 호주 장갑차 사업과 구조가 유사하다는 점에서 높은 수주 가능성 기대. 중단되었던 미국 자주포 사업이 최근 재개된 것으로 파악. 미국 사업의 지연은 유리하게 작용할 전망. 미군은 차륜형 자주포를 운용하고 있으며, 동사의 차륜형 시제품은 2027년 출시 예정이기 때문

• **2028년 글로벌 Top 10 방산 기업 도약 기대:** 향후 4년간 약 11조원 투자할 계획. 이 중 6조 2,700억원은 해외방산 거점 확보를 위해 투입. 폴란드 천무 유도탄 JV 설립, 사우디 MENA 총괄 법인 설립, 미국 MCS 스마트팩토리, 루마니아 유럽 지상무기 거점 설립 등으로 구성. 이 밖에 지상방산 인프라에 2조 2,900억원, 연구개발에 1조 5,600억원 투입 계획. 2026년 말 총복 보은 MCS 공장 완공 후 유럽 장약 수요 대응 예정, 2027년 초도 비행 목표로 글로벌 선두 고정익 무인기 업체 제너럴 아토믹스사와 GE-STOL 공동 개발 및 생산 추진 중

• **투자의견 Buy, 목표주가 1,280,000원 유지:** 2026E 호주, 이집트 K9→2027E 루마니아 K9, 호주 레드백, 유럽 장약 매출 반영되면서 실적 성장세 지속 전망. 2026년 초 유럽 SAFE 프로그램 자금 첫 집행 예정. 폴란드, 루마니아 등이 전체 금액의 약 40% 신청한 것으로 파악. 양 국가는 동사의 최대 고객이자, 현지 생산 공장 가동이 예정된 지역. 유럽 신규 무기 획득 사업에서 유의미한 점유율 확인 가능할 전망

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

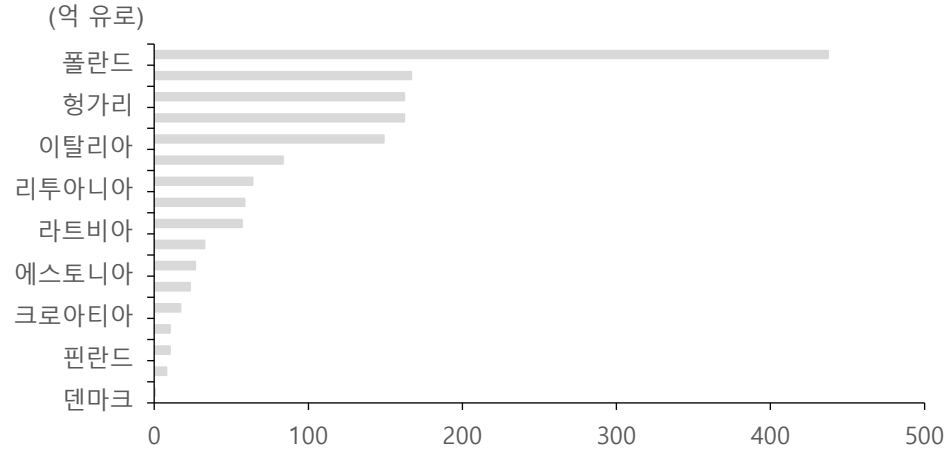
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,890	11,240	26,935	28,876	32,692
매출액증가율	11.8	42.5	139.6	7.2	13.2
영업이익	594	1,732	3,314	3,791	5,572
영업이익률	7.5	15.4	12.3	13.1	17.0
지배주주귀속순이익	818	2,299	2,241	2,692	4,097
지배주주 귀속 EPS	15,886	46,183	45,580	52,199	79,451
증가율	318.5	190.7	-1.3	14.5	52.2
PER	6.7	5.4	20.9	18.3	12.0
PBR	1.6	2.3	4.3	3.5	2.7
EV/EBITDA	9.6	12.8	16.5	14.3	9.7
ROA	4.7	7.3	4.6	4.9	6.8
ROE	25.6	53.9	27.5	21.3	25.8

자료: 유안타증권 리서치센터



한화에어로스페이스 (012450): 글로벌 Top10을 위한 청사진

유럽 SAFE 프로그램 신청 현황



자료: EU, 유안타증권 리서치센터

미 육군 자주포 현대화 사업 개요

사업명	SPH-M(미 육군 자주포 현대화 사업)
사업개요	미국 혹은 해외에 현존하는 155mm 자주포 중에서 미 육군에 적합한 모델을 찾아 운용
배경	노후화된 M109A7 사거리 연장 사업(ERCA), 포신 내구성으로 인해 폐기
목표	기동성, 생존 가능성, 신뢰성, 물류 지원 및 화력을 증가시키기 위해 성숙한 기술을 사용하여 사거리와 사격 속도를 높여 포병 치사율을 향상
단계	5개 업체와 성능 개량 시범 사업 계약 체결
주요 업체	1) 한화에어로스페이스, 2) 라인메탈, 3) 제너럴 다이내믹스, 4) BAE시스템스, 5)엘빗 시스템스
향후 계획	1) 2025년 7~9월 1단계 계약을 진행할 불특정 수의 업체 선정, 2)2026년까지 추가 경쟁 평가 시험 참여, 3)2027년 2차 후보군 선정, 4)2030년 초기 전력화

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

지상방산 주요 수출 파이프라인 (~2029E)

	국가	계약 규모 (십억원)	대수	21	22	23	24	25E	26E	27E	28E	29E
K9	호주	794	30						본격 양산			
	이집트	1,995	200						본격 양산			
	폴란드 1차	3,204	212									
	폴란드 2차	3,448	152									
	루마니아	1,383	54							본격 양산		
	인도	371	100									
	베트남	352	25									
	폴란드 차체	403										
천무	폴란드 1차	5,048	218									
	폴란드 2차	2,253	72									
레드백	호주	3,165	129							본격 양산		
천궁-II	UAE 발사대	389										
	사우디 발사대	628										
	사우디 구성품	318										
	중동	402										

자료: 유안타증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450): 글로벌 Top10을 위한 청사진

한화에어로스페이스 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	'24	'25E	'26E
연결 매출액	1,449.1	2,334.8	2,631.2	4,825.0	5,484.2	6,311.0	6,356.7	8,783.3	11,240.1	26,935.1	28,876.3
YoY %	-12.4	54.3	61.9	55.8	278.4	170.3	141.6	82.0	42.5	139.6	7.2
항공우주	429.7	542.7	477.9	595.2	530.9	648.9	601.8	630.9	2,045.5	2,412.5	2,517.0
지상방산	655.3	1,329.6	1,656.0	3,364.7	1,157.5	1,773.2	2,071.0	3,591.8	7,005.6	8,593.5	9,977.4
한화시스템	544.2	687.0	639.0	933.5	690.1	768.2	943.7	1,409.1	2,803.7	3,811.1	4,299.4
한화오션	-	-	-	-	3,143.1	3,294.1	3,307.5	3,473.4	10,776.0	13,218.1	14,196.5
셋트랙아이	31.7	47.4	43.7	48.4	40.0	44.5	47.7	62.1	171.2	194.4	236.3
연결 영업이익	17.7	337.2	477.2	899.7	560.8	864.4	728.9	1,160.1	1,731.9	3,314.2	3,790.6
YoY %	-90.7	727.8	457.7	224.7	3,060.1	156.3	52.7	28.9	-	91.4	14.4
OPM %	1.2	14.4	18.1	18.6	10.2	13.7	11.5	13.2	15.4	12.3	13.1

자료: 유안타증권 리서치센터



한화에어로스페이스(012450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,890	11,240	26,935	28,876	32,692
매출원가	6,462	8,370	20,468	20,633	22,252
매출총이익	1,428	2,870	6,467	8,243	10,440
판매비	834	1,138	3,153	4,452	4,868
영업이익	594	1,732	3,314	3,791	5,572
EBITDA	933	2,063	3,659	4,162	5,974
영업외손익	536	916	-276	-142	-18
외환관련손익	5	92	0	0	0
이자손익	-69	-173	-230	-187	-149
관계기업관련손익	16	105	105	105	105
기타	585	890	-152	-60	25
법인세비용차감전순손익	1,131	2,647	3,038	3,649	5,554
법인세비용	232	136	562	675	1,027
계속사업순손익	899	2,511	2,476	2,974	4,526
중단사업순손익	78	29	0	0	0
당기순이익	977	2,540	2,476	2,974	4,526
지배지분순이익	818	2,299	2,241	2,692	4,097
포괄순이익	819	2,598	2,534	3,032	4,584
지배지분포괄이익	750	2,376	2,317	2,772	4,192

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,390	1,393	8	1,790	3,521
당기순이익	977	2,540	2,476	2,974	4,526
감가상각비	261	259	275	302	335
외환손익	19	-11	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-16	-105	-105	-105	-105
자산부채의 증감	462	-903	-2,308	-1,050	-902
기타현금흐름	-312	-386	-329	-330	-332
투자활동 현금흐름	-3,029	-1,367	-1,096	-890	-1,064
투자자산	-2,423	-602	-1,058	-216	-350
유형자산 증가 (CAPEX)	-453	-578	-500	-700	-800
유형자산 감소	3	2	0	0	0
기타현금흐름	-155	-189	462	26	86
재무활동 현금흐름	368	1,066	5,687	494	121
단기차입금	393	4,150	1,426	377	452
사채 및 장기차입금	145	2,778	100	0	0
자본	-25	-10	4,189	0	0
현금배당	-51	-120	-159	-177	-177
기타현금흐름	-94	-5,732	131	294	-154
연결범위변동 등 기타	8	70	0	0	-4
현금의 증감	-1,263	1,161	4,600	1,395	2,574
기초 현금	3,070	1,806	2,968	7,568	8,962
기말 현금	1,806	2,968	7,568	8,962	11,537
NOPLAT	594	1,732	3,314	3,791	5,572
FCF	937	815	-492	1,090	2,721

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,192	22,868	31,770	35,255	40,535
현금및현금성자산	1,806	2,968	7,568	8,962	11,537
매출채권 및 기타채권	2,119	8,884	4,063	4,279	4,541
재고자산	2,869	6,290	7,234	7,755	8,780
비유동자산	10,351	20,469	21,682	22,226	22,974
유형자산	3,410	8,320	8,545	8,943	9,408
관계기업등 지분관련자산	3,204	964	1,446	1,590	1,801
기타투자자산	739	1,453	2,029	2,100	2,240
자산총계	19,543	43,337	53,452	57,481	63,509
유동부채	12,077	25,516	29,453	30,504	31,964
매입채무 및 기타채무	1,879	4,270	4,700	5,039	5,705
단기차입금	1,374	5,153	5,953	6,253	6,553
유동성장기부채	1,165	965	965	965	965
비유동부채	2,782	6,456	6,071	6,194	6,355
장기차입금	759	2,458	2,558	2,558	2,558
사채	642	1,707	1,707	1,707	1,707
부채총계	14,859	31,973	35,524	36,698	38,320
자본지분	3,528	4,995	11,324	13,896	17,874
자본금	266	240	240	240	240
자본잉여금	192	207	4,395	4,395	4,395
이익잉여금	2,627	4,747	6,829	9,343	13,263
비지배지분	1,156	6,369	6,604	6,886	7,315
자본총계	4,684	11,364	17,928	20,782	25,189
순차입금	2,350	7,505	4,766	3,648	1,485
총차입금	4,259	11,190	12,716	13,094	13,546

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	15,886	46,183	45,580	52,199	79,451
BPS	68,645	108,088	220,101	270,100	347,413
EBITDAPS	18,138	41,440	74,422	80,713	115,861
SPS	153,312	225,800	547,795	560,015	634,024
DPS	1,771	3,443	3,443	3,443	3,443
PER	6.7	5.4	20.9	18.3	12.0
PBR	1.6	2.3	4.3	3.5	2.7
EV/EBITDA	9.6	12.8	16.5	14.3	9.7
PSR	0.7	1.1	1.7	1.7	1.5

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	11.7	42.5	139.6	7.2	13.2
영업이익 증가율 (%)	48.4	191.4	91.4	14.4	47.0
지배순이익 증가율 (%)	318.5	181.2	-2.5	20.1	52.2
매출총이익률 (%)	18.1	25.5	24.0	28.5	31.9
영업이익률 (%)	7.5	15.4	12.3	13.1	17.0
지배순이익률 (%)	10.4	20.5	8.3	9.3	12.5
EBITDA 마진 (%)	11.8	18.4	13.6	14.4	18.3
ROIC	12.7	16.7	13.2	16.0	21.4
ROA	4.7	7.3	4.6	4.9	6.8
ROE	25.6	53.9	27.5	21.3	25.8
부채비율 (%)	317.2	281.3	198.1	176.6	152.1
순차입금/자기자본 (%)	66.6	150.3	42.1	26.3	8.3
영업이익/금융비용 (배)	4.0	7.1	8.8	9.4	13.3



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

Ticker		국내				해외				
		한화에어로스페이스	한국항공우주	현대로템	LIG넥스원	Lockheed martin	BAE Systems	Rheinmetall	GE Aerospace	Elbit Systems
		012450 KS	047810 KS	064350 KS	079550 KS	LMT US	BA/ LN	RHM GR	GE US	ESLT IT
	시가총액	49.3	9.5	23.1	9.8	164.4	106.5	132.4	452.6	31.6
매출액	2024	11.2	3.6	4.4	3.3	96.9	45.9	14.4	52.8	9.3
	2025F	27.2	4.0	5.7	4.0	105.7	58.0	20.8	57.8	11.3
	2026F	30.0	5.3	6.9	4.9	110.0	62.1	28.2	64.3	12.6
영업이익	2024	1.7	0.2	0.5	0.2	9.6	4.7	2.1	7.5	0.7
	2025F	3.6	0.3	1.1	0.4	10.8	6.2	3.2	12.3	0.9
	2026F	4.4	0.5	1.3	0.5	13.3	6.8	4.7	14.0	1.2
순이익	2024	2.3	0.2	0.4	0.2	7.3	3.4	1.1	8.9	0.4
	2025F	1.6	0.2	0.8	0.3	7.3	4.2	2.1	9.0	0.7
	2026F	2.5	0.4	1.1	0.4	9.4	4.7	3.1	10.4	0.9
PER	2024	7.1	31.1	13.3	21.7	17.4	17.7	33.2	36.3	36.2
	2025F	30.4	38.3	28.4	31.8	22.6	24.7	59.7	50.7	42.4
	2026F	20.1	24.5	21.2	23.9	17.1	22.2	40.2	43.5	34.0
PBR	2024	3.0	3.1	2.7	4.0	18.0	3.0	6.6	9.3	3.6
	2025F	5.4	5.0	7.9	6.7	21.4	4.5	15.0	16.6	5.3
	2026F	4.3	4.3	5.8	5.4	18.3	4.1	11.8	15.8	4.6
ROE	2024	53.9	10.4	21.8	19.6	81.0	17.6	19.5	28.0	10.3
	2025F	23.6	13.7	32.9	23.1	89.4	18.1	27.0	34.6	14.8
	2026F	26.0	18.8	30.6	25.5	121.8	18.9	31.5	41.8	14.8
EV/EBITDA	2024	13.9	18.3	9.9	15.2	15.0	11.0	15.8	26.4	17.1
	2025F	14.9	24.7	19.7	21.5	14.7	14.8	33.5	33.2	25.1
	2026F	12.3	17.7	15.6	16.4	12.5	13.7	23.7	29.7	20.3

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터,

주: 1)국내 단위, 해외 단위 모두 조원으로 통일, 2)2025/10/20 종가기준

주제2. '혁신'으로 '번영'을 만드는 미래 동력

전력기기 | 인터넷/게임 | 디지털자산 | 제약/바이오

[전력기기]

전력기기, 확산이 이어진다



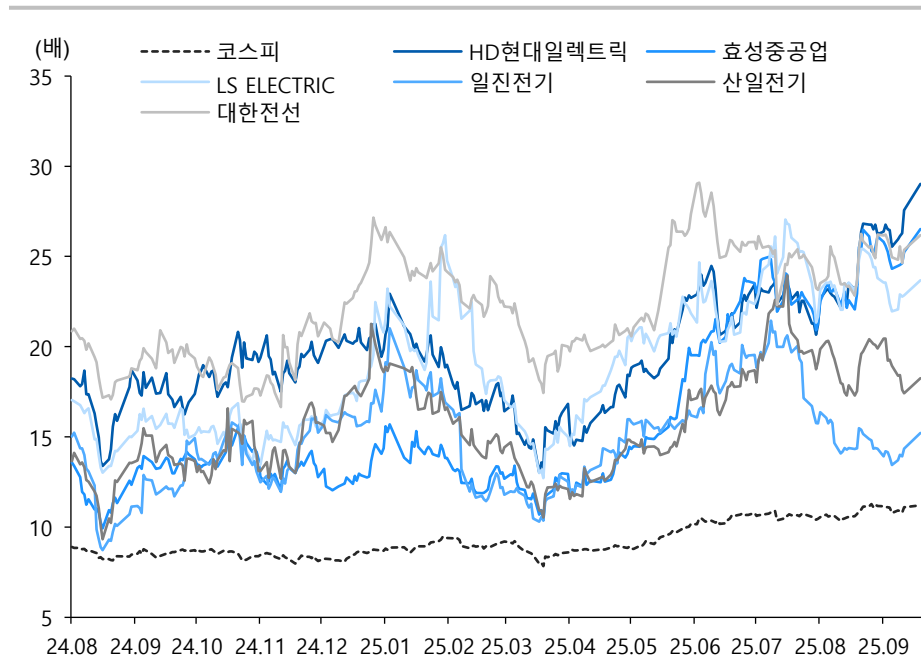
손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com



2026년 전망: 전력기기, 확신이 이어진다

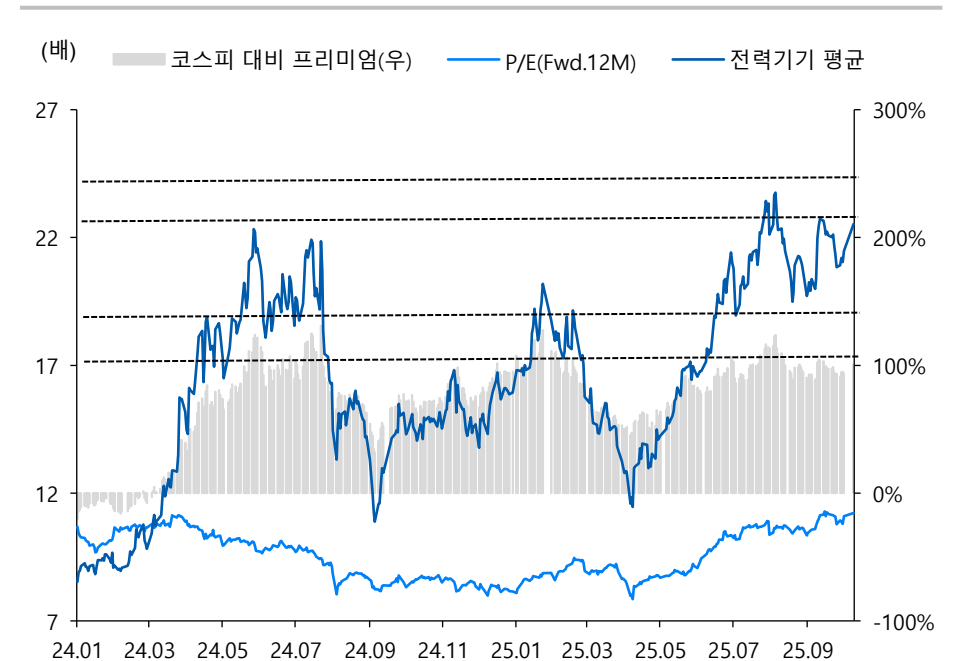
- 일시적 호황이 아닌 **명확한 장기 성장 사이클** → ① 미국 수출 확대, ② 고단가 변압기 비중 상승, 근본적으로 ③ 한국 전력기기 업체 기술 경쟁력이 '26년 주가의 핵심 동력으로 작용할 전망. 초고압변압기(10,000kVA 초과) 부문 M/S는 '25년 10월 YTD 기준 18%로 확대(YoY +5%p). 경쟁국인 멕시코는 기존 24% → 19%로 감소. 현지 생산분 포함 시, 한국산 변압기의 실질 점유율은 30% + α 로 추정. 한국의 미국 배전변압기 수입시장 점유율은 28%로 1위 유지 중.
- 2026년 전력기기 산업의 외형성장에 기여할 핵심 요인은 ① 미국: 데이터센터, ② 유럽: 전력망 교체, ③ 한국: 서해안 에너지고속도로 프로젝트 추진으로 판단. HVDC, 친환경 GIS 등 포트폴리오 확장은 차세대 송전 인프라가 향후 중장기 성장 축으로 작용할 전망.
- 대한전선을 제외한 변압기 5개사의 평균 12M Fwd P/E는 22배로, 코스피(11배) 대비 100%의 프리미엄을 받는 중(2H24 프리미엄 128%까지 확대). → 밸류에이션 상단 여력 잔존.

당사 커버리지 6개 기업 12MF PER



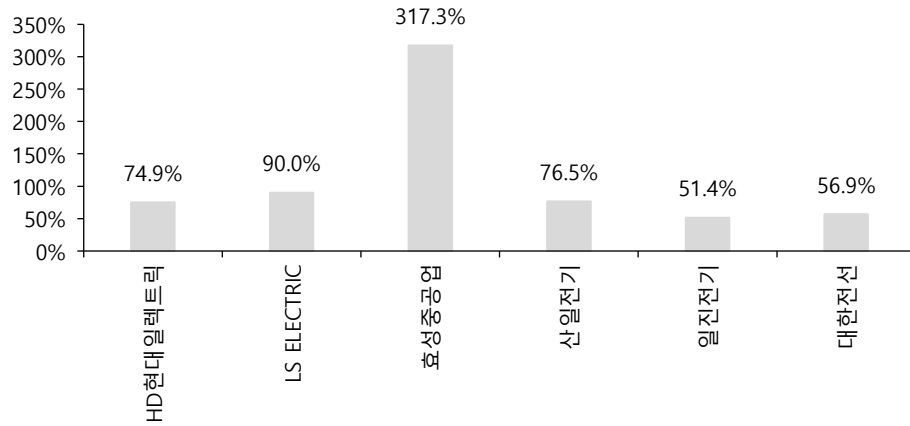
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

코스피 및 주요 전력기기 업체 평균 12MF PER



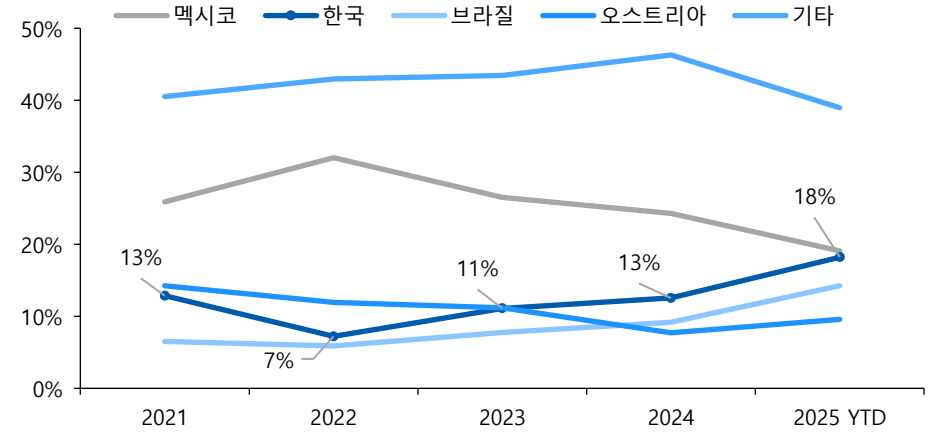
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

당사 커버리지 YTD 수익률



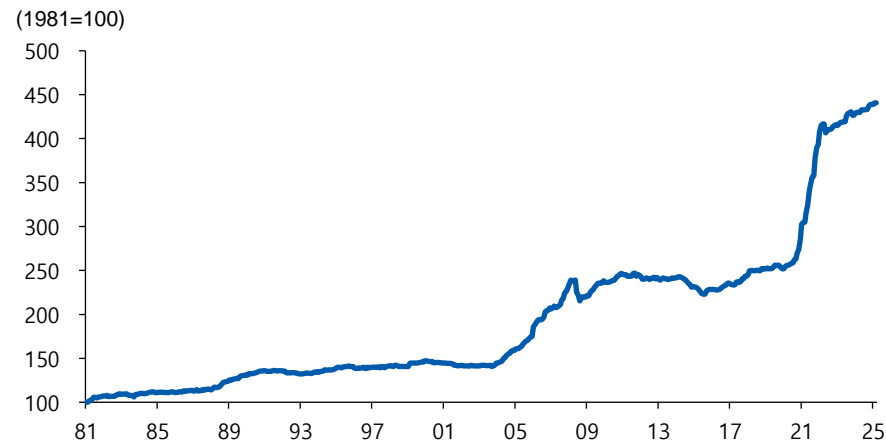
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

미국 초고압변압기 수입 국가별 비중



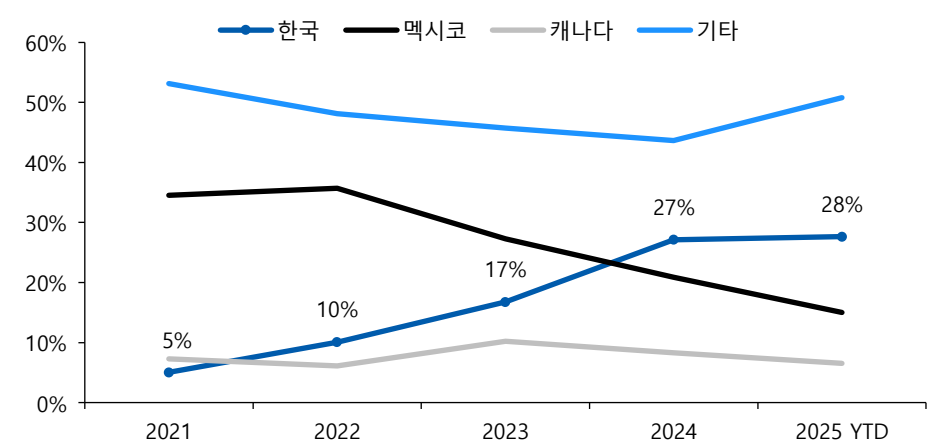
자료: USITC, 유안타증권 리서치센터, 주) 10,000kVA 초과 변압기 기준

미국 변압기 PPI 추이



자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

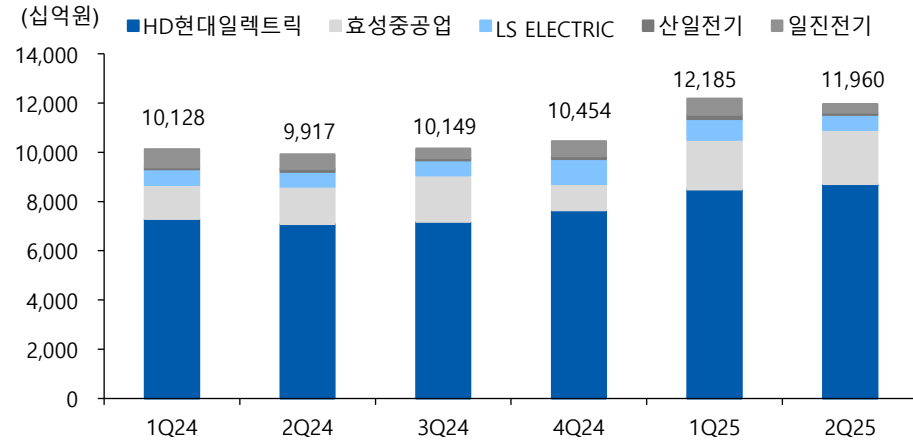
미국 배전변압기 수입 국가별 비중



자료: USITC, 유안타증권 리서치센터, 주) 650 kVA 이하, 650 kVA 초과 10,000 kVA 합산 기준

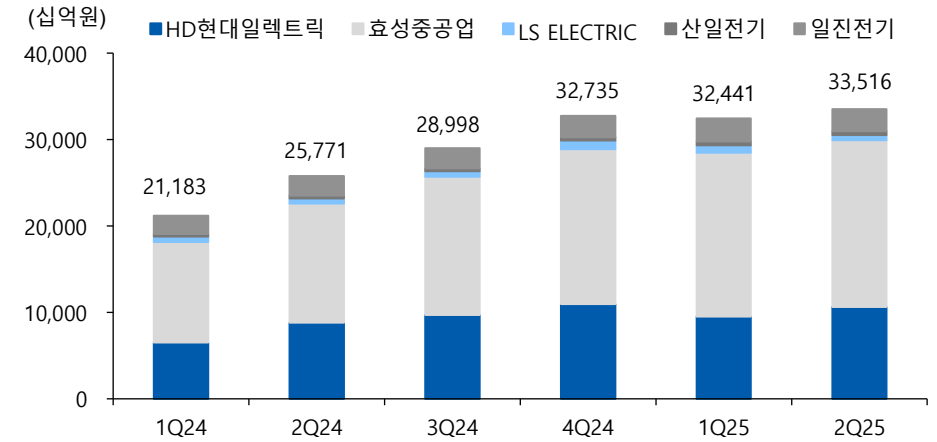


주요 변압기 5개 기업 합산 신규수주 추이



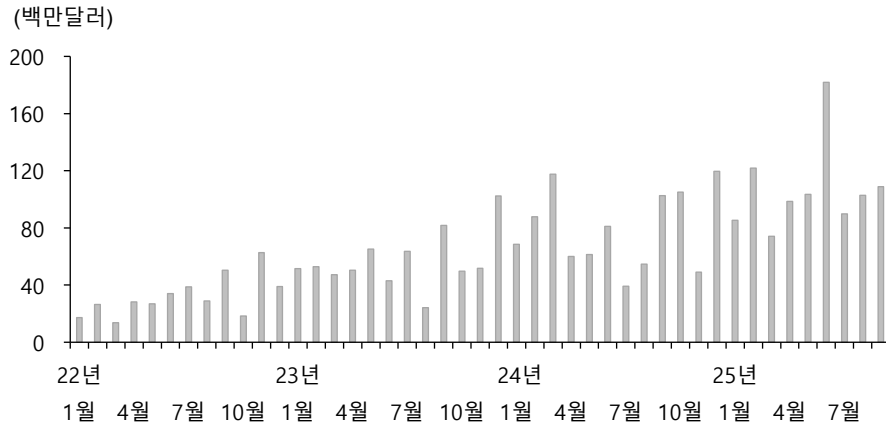
자료: 유안타증권 리서치센터

주요 변압기 5개 기업 합산 수주잔고 추이



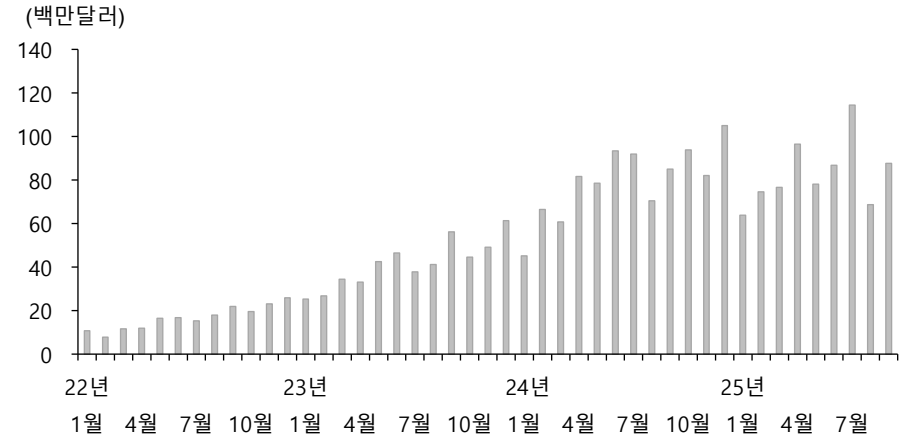
자료: 유안타증권 리서치센터

초고압변압기 수출금액 추이



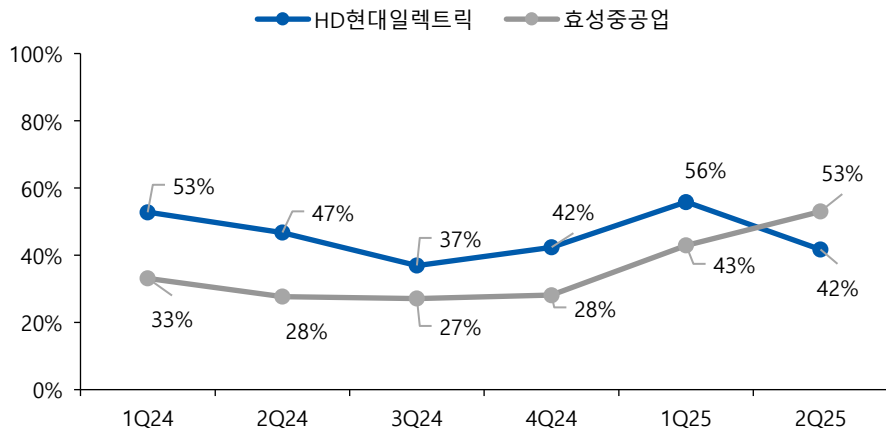
자료: USITC, 유안타증권 리서치센터, 주) 10,000 kVA 초과 변압기 기준

배전변압기 수출금액 추이



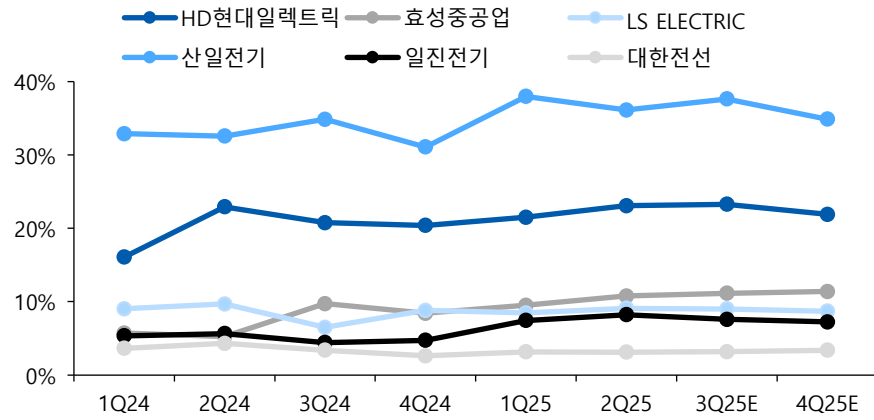
자료: USITC, 유안타증권 리서치센터, 주) 650 kVA 이하, 650 kVA 초과 10,000 kVA 합산 기준

HD현대일렉트릭, 효성중공업 북미향 신규수주 비중 추이



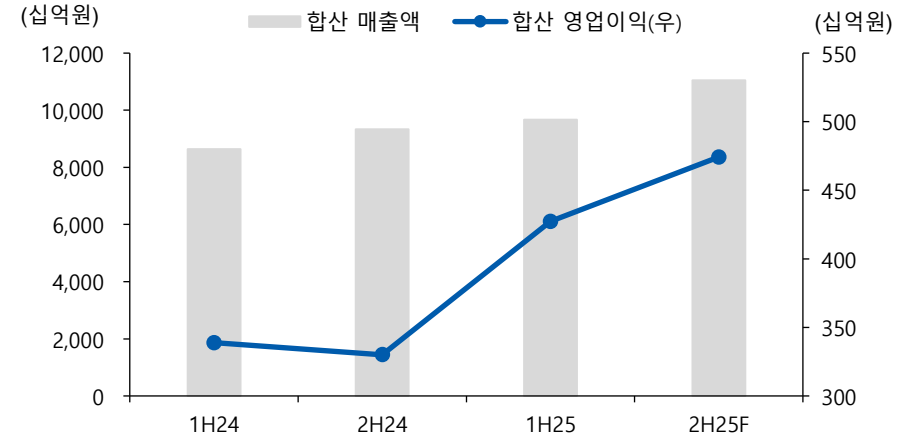
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

당사 커버리지 6개사 OPM 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

당사 커버리지 6개사 합산 매출액 및 영업이익(반기별)



자료: 유안타증권 리서치센터



① 관세 영향: 미국향 관세 변수와 판가 전가력

- 국내 전력기기 업체들의 미국향 수출에는 단기적으로 15-21%의 실질 관세 부담은 존재하나, **판가 전가력, 현지 생산능력 확충을 고려 시, 실적에 미치는 영향은 제한적일 전망이다.** 철강·알루미늄 제품은 상호관세(15%)와 'Section 232(50%)가 동시에 적용 중. 다만 현재 상호 관세는 일시적으로 15%로 징수 중.
- 다만, 제품 내 철강·알루미늄 비중은 8-12%. 이에 따라, **국내 주요 전력기기 업체들의 매출가 대비 실질 부담률은 15-21%로 추정.** HD현대일렉트릭과 효성중공업은 미국 현지생산 비중이 높으며, 공급자 우위 환경 속 가격 전가력을 확보하여 실질 영향은 미미. LS ELECTRIC은 '26년부터 북미향 초고압변압기(8504.23) 수출 본격화, 배전반의 가격 전가율은 100%에 달할 것. 산일전기는 전력기기 업체 중 **관세 영향이 가장 제한적인 업체로 판단.** 배전/저압 변압기(8504.21-22)가 전체 매출의 40% 차지 → ① Section 232 '비대상'. 60%를 구성하는 ESS 및 신재생 특수변압기는 프로젝트 단위 FOB 조건으로 납품 → ② 상호관세도 실질 부담 없는 셈.

트럼프 상호관세(EO 14302) 관련 주요 타임라인 요약

시점	주요 내용	핵심 의미
2025.04.05	EO 14257(보편관세) 시행 - 전 수입품에 10% 일괄 부과	전 품목 공통 기본세율 신설
2025.08.18	EO 14302(상호관세) 발효 - 무역불균형국(한국 등)에 15% 부과	보편관세 10%를 대체, 한국산 전력기기 대부분 적용
2025.08.18	Section 232(철강·알루미늄 50%) 확대 시행	초고압변압기·케이블 등 금속 함유 제품 추가 과세
2025.09.29	D.C. 연방항소법원, "IEEPA는 관세 부과 권한 포함하지 않음" 판결	상호관세 위법 판결, 단 효력정지(stay) 명령 병행
2025.10.4	트럼프 행정부, 대법원(SCOTUS)에 즉시 상고 제기	효력정지 자동 연장, 15% 징수 지속
2025.10.06	미 대법원, 사건 접수 및 신속심리(expedited review) 결정	사건 정식 수리 및 변론 일정 확정
2025.11.05 (예정)	미 대법원, 첫 구두변론(oral arguments) 진행 예정	상호관세의 합헌성 및 IEEPA 적용범위 논의
2025.12월~2026년 초 (예상)	대법원 최종 판결 및 CBP 집행지침 공표	위법 확정 시 15% 철회 및 환급 가능성

자료: U.S. Customs and Border Protection(CBP), Federal Register(NARA), 유안타증권 리서치센터



① 관세 영향: 미국향 관세 변수와 판가 전가력

전력기기 실질 관세부담률 산출 방식 추정

구분	과세 기준	명목세율	성분가치 비중	실질 세율 (매출가 대비)	내용
상호관세 (Reciprocal Tariff)	제품 전체 금액	15% (잠정)	-	15% (환급 가능성 있음)	EO 14302 근거로 8월부터 일시 부과, 9월 판결로 효력 유보 → 현재 15% 징수 중이나 대법원 판결 시 환급 가능
Section 232 (철강)	철강 성분가치	50%	10~12%	5~6%	변압기 외피:코어 등 강재 비중 제품, 보편/상호관세 위에 추가 과세
Section 232 (알루미늄)	알루미늄 성분가치	50%	8~12%	4~6%	전선 전도체:케이스 등 금속 부품 비중 제품
총 실질 세율 (평균)	-	-	-	약 15~21% (잠정)	상호관세 15% + 232 실질 부담 4~6% 합산 11월 대법원 결과에 따라 10~16% 수준으로 조정 가능

자료: U.S. Customs and Border Protection(CBP), Federal Register(NARA), 유안타증권 리서치센터



① 관세 영향: 미국향 관세 변수와 판가 전가력

미국향 전력기기 기업 및 품목별 실질 관세부담률 추정(2025년 10월 기준)

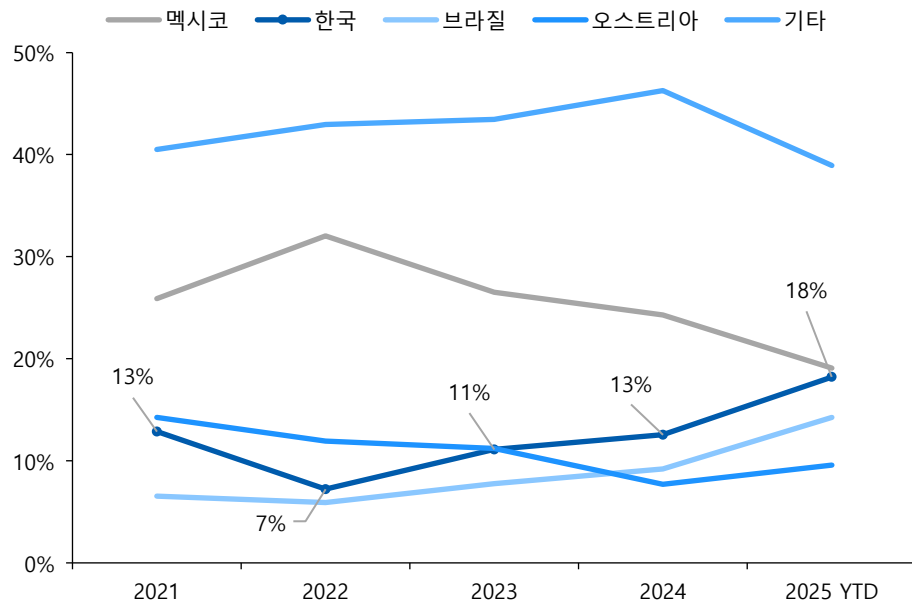
기업	주요 미국 수출 품목	HS 코드	적용 제도	명목세율 구조	232 금속 성분 비중	총 실질세율 (매출가 대비)	가격 전가력	현지생산 유무
효성중공업	초고압변압기	8504.23	상호관세 15%(잠정) + 232(철강 50%)	15% + 50%	철강 10~12%	18~21%	초고압 변압기 중심. 공급자 우위 환경으로 대부분 전가 가능. 현지 생산 확대 중.	O
	GIS	8535.21	상호관세 15%(잠정) (232 비대상)	15%	비대상	15%	GIS는 철강관세 비대상. '26년부터 수출 본격화, 공급자 우위환경으로 대부분 전가 가능.	X
HD현대일렉트릭	초고압변압기	8504.23	상호관세 15%(잠정) + 232(철강 50%)	15% + 50%	철강 10~12%	18~21%	초고압 변압기 중심. 공급자 우위 환경으로 대부분 전가 가능. 현지 생산 확대 중.	O
LS ELECTRIC	초고압변압기	8504.23	상호관세 15%(잠정) + 232(철강 50%)	15% + 50%	철강 10~12%	18~21%	2026년부터 북미향 초고압 수출 본격화. 절반 이상 전가 가능.	X
	배전반	8537.2	상호관세 15%(잠정) (232 비대상)	15%	비대상	15%(명목), 실질 0%	신규 수주 100% 전가 가능.	X
산일전기	배전·저압변압기	8504.21 / 8504.22	상호관세 15%(잠정) (232 비대상)	15%	비대상	15%	절반 이상 전가 가능.	X
	특수·ESS용 변압기	8504.21 / 8504.22	상호관세 15%(잠정) (FOB 납품, 실질 부담 無)	15%	비대상	15%(명목), 실질 0%	FOB 조건 납품으로 실질 부담 없 음. 100% 전가 가능.	X
일진전기	초고압변압기	8504.23	상호관세 15%(잠정) + 232(철강 50%)	15% + 50%	철강 10~12%	18~21%	북미향 초고압 수출 본격화. 대부분 전가 가능.	X
대한전선	알루미늄 전도체 케이블	8544.6	상호관세 15%(잠정) + 232(알루미늄 50%)	15% + 50%	알루미늄 8~12%	17~20%	30~50% 전가 가능. 일부 환급 가능성 존재.	X

자료: U.S. Customs and Border Protection(CBP), Federal Register(NARA), 유안타증권 리서치센터

② 믹스 개선: 초고압 중심 고부가 매출 확대

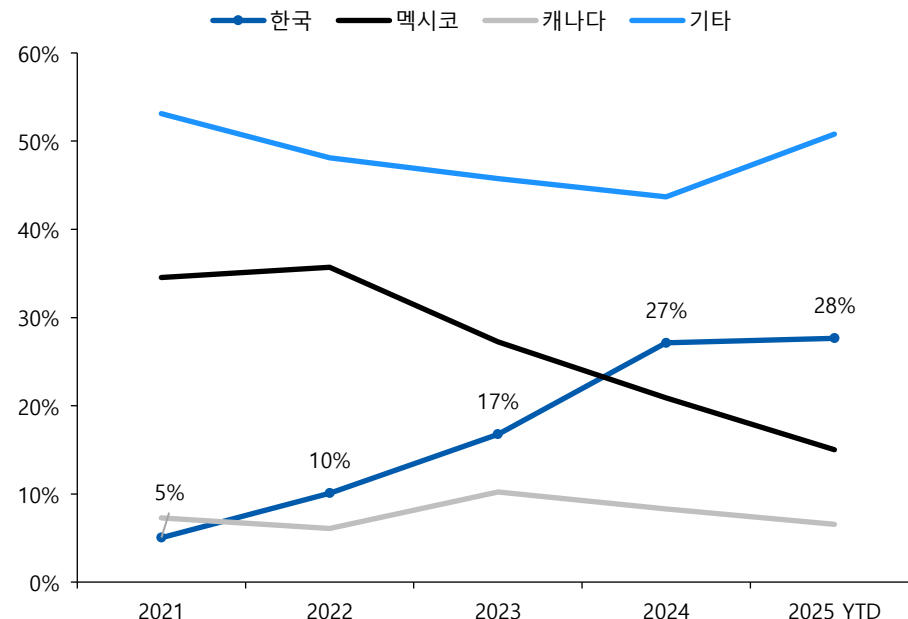
- '26년 고단가 수출 중심의 구조적 믹스 개선 국면 진입으로 질적 성장 본격화 기대. 현재 ① 초고압 중심의 고부가 제품 비중 확대 및 단가 상승, ② 증설효과에 따른 수혜 본격화로 미국 내 한국산 초고압 변압기 점유율의 확대 가속화 전망.
- ① 초고압 중심의 고부가 제품 비중 확대 및 단가 상승: 3분기 우리나라의 초고압변압기 수출금액은 YoY +54% 증가한 3억 달러 수준. 즉, 전력망 확충 → 고용량 변압기 수요 확대 → 단가 인상 흐름 지속. 초고압 변압기 ASP는 YoY +10-15% 가량 상승한 것으로 추정.
- ② 증설 효과는 산일전기와 일진전기에서 두드러질 것으로 전망. 2H25부터 점진적으로 반영될 것.

미국 초고압변압기 수입 국가별 비중



자료: USITC, 유안타증권 리서치센터, 주) 10,000kVA 초과 변압기 기준

미국 배전변압기 수입 국가별 비중



자료: USITC, 유안타증권 리서치센터, 주) 650 kVA 이하, 650 kVA 초과 10,000 kVA 합산 기준

③ 포트폴리오 확장: GIS·HVDC·ESS 등 사업 다변화

- 초고압 변압기 중심의 성장 국면을 넘어, GIS, HVDC, ESS 등 고부가 포트폴리오의 확장 본격화 전망.
- HD현대일렉트릭은 유럽에서 친환경 GIS 수주에 성공(145kV급) + 핀란드 EPC사와 공급계약 + 스웨덴·영국 등지에서 친환경 GIS 공급 사례 증가 → 유럽 전력망 현대화와 SF₆ 규제 강화에 대응한 고부가 제품군으로 확장이 본격화된 것으로 판단.
- 효성중공업은 3Q25를 기점으로 미국 GIS·국내 HVDC 중심의 포트폴리오 확장이 본격화 중. 미국 자회사 HICO America를 통해 약 2,640억 원 규모의 GIS 공급계약을 수주. 창원에 1,000억원 규모의 초고압차단기 전용 생산공장 증설을 추진하고, 인도 푸네 차단기 공장도 병행 확장하면서 글로벌 차단기 공급능력을 강화할 예정.
- 대한전선은 3Q25를 기점으로 국내 해저케이블 레퍼런스가 쌓이기 시작. 9월 착공한 해저 2공장은 640kV급 HVDC 해저케이블 전용 라인으로 2027년 완공 목표. 산일전기는 배전 중심에서 ESS·신재생 인프라용 특수변압기 중심 구조로 전환 중. 미국 내 ESS 신규 설치용량은 2025년 상반기 기준 전년 대비 35% 증가(EIA, 2025.9). ESS·재생에너지용 특수변압기는 프로젝트 단가가 높고 납품기간이 길어 매출 안정성과 수익성이 동반 개선되는 구조라는 점에서 장기적 수익성에 긍정적.

주요 전력기기 업체 신규 사업 확장 현황

기업	신규확장 영역	주요 이벤트
HD현대일렉트릭	친환경 GIS	유럽 145kV GIS 수주
효성중공업	GIS·HVDC	미국 GIS 수주 / 창원 GIS·HVDC CAPA 착공
LS ELECTRIC	HVDC·BESS·배전반	미국 데이터센터향 수주 / Vernova MOU
산일전기	데이터센터향 ESS용 특수변압기	ESS향 수주 급증 / CAPA 증설 반영
대한전선	해저·HVDC 케이블	국내 해저케이블 레퍼런스 확보

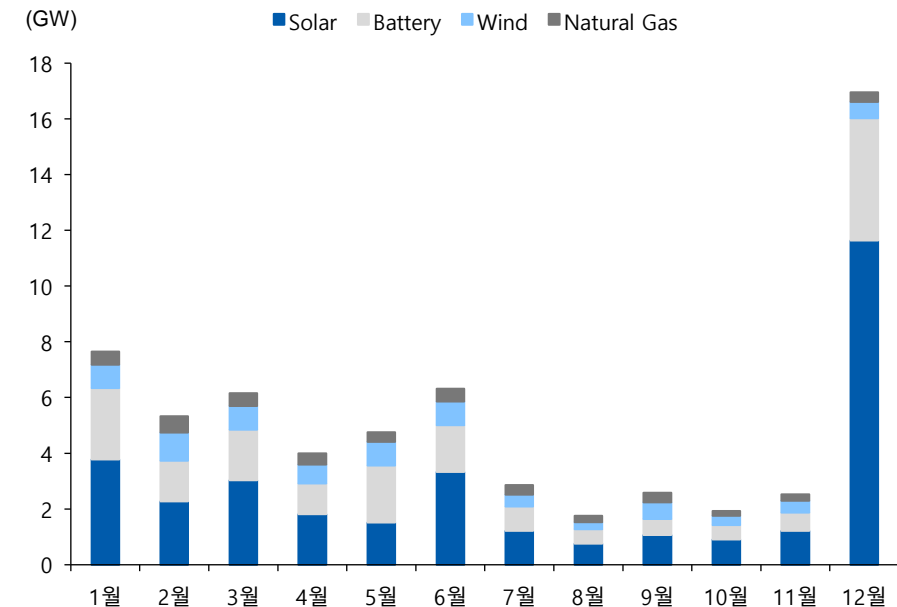
자료: 유안타증권 리서치센터

2026년 전망: ① 미국: AI 데이터센터 & 자체 발전소

[전원 구조 변화 - 신재생 + ESS 중심 자가발전 확산]

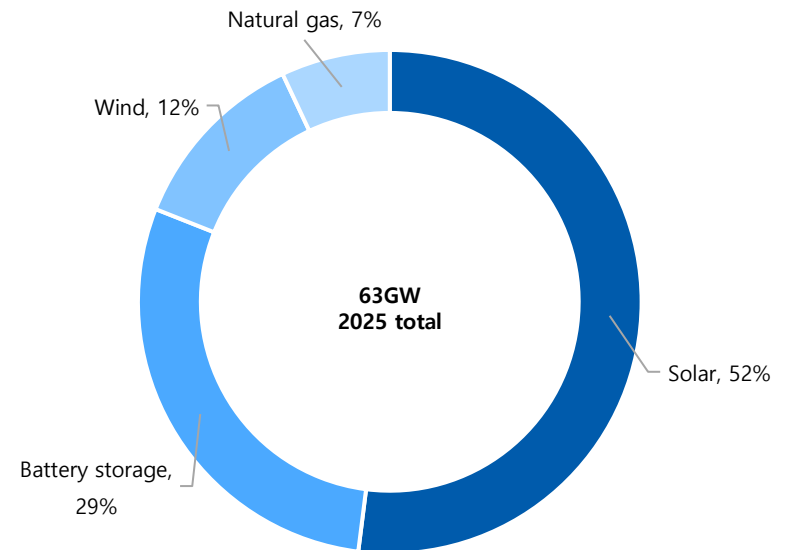
- 미국은 단기적으로 전력기기 수요가 가장 빠르게 현실화되는 지역. AI 데이터센터 전력 수요로 인한 미국 전력망의 병목을 초래하고 있는 상황 하, 기업들은 자가발전 모델로 전환 중. 이때, **신재생에너지+ESS의 결합**이 일어난다는 점이 핵심. EIA는 '25년 미국 신규 발전설비 계획 중 81%가 태양광 및 배터리 기반으로 구성되어 있다고 언급.
- ESS는 태양광 등 발전설비 내 미결합 시에도 공제 가능하며, '25년 이후 착공하는 프로젝트 중 Section 48E 보너스 요건(국산 부품·노동 기준 등)을 충족할 경우, 공제율은 최대 50%까지 확대된다는 점을 주목.
- 트럼프 행정부의 신재생 예산 조정 등 정책적 불확실성은 잔존하나, ① 전력 피크 관리, ② 안정성 확보 측면에서 신재생+ESS 조합이 이미 경제적 해법으로 작동하기 시작하였다는 점에서 ESS-EPC·변압기·케이블 중심의 기자재 발주가 구조적으로 확대될 가능성이 높을 것으로 전망.

'25년 미국 유틸리티 신규 발전설비 현황



자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

'25년 미국 내 신규 발전설비 총량은 63GW(YoY +30%)



자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

2026년 전망: ① 미국: AI 데이터센터 & 자체 발전소

[정책 변화 - ① 자가발전소 허용 조짐과 전력망 구조 변화]

- 트럼프 행정부는 '25년 4월 '미국 전력망 신뢰성 및 보안 강화 행정명령'을 발표 → 발전·송전 인프라 허가 절차 간소화 및 기업의 직접 전력조달 허용 범위 확대를 검토 중.
- 이는 잉여 인력을 외부 전송망에 판매할 수 있도록 허용하는 방향으로 제도 개편이 논의되고 있음을 의미. 이 경우, 154-345kV급 산업용 변압기·송전케이블·계통 보호용 GIS에 대한 신규 수요가 발생할 예정.
- 기업별 관점에서, HD현대일렉트릭, 효성중공업, LS ELECTRIC, 일진전기가 상대적으로 직접 수혜를 받을 가능성 농후.

[정책 변화 - ② 원자력 PPA와 초고압 송전 인프라]

- 장기적으로, AI 데이터센터는 단기 부하 대응뿐 아니라 기저부하 전력의 안정성 확보가 필요. 실제로, 빅테크 기업들의 원자력 기반 장기 PPA(전력구매계약)를 통해 안정적 전력 확보 진행 중('25.06 AWS: Talen Energy와 1.9GW 규모, META: Constellation Energy와 1,121MW 규모의 20년 PPA 체결).
- 미국 전력 구조상, 발전지(원전·신재생)와 부하지(데이터센터·산업단지)가 분리되어 있음. 이는 PPA 기반 전력을 실제로 공급하기 위해 장거리 초고압 송전 인프라 강화가 필수적이라는 의미. 이에 따라, 유틸리티용 765kV 변압기·리액터·케이블 수요가 구조적으로 확대될 전망.
- 북미향 765kV 기자재 수출은 초고압 변압기 생산라인을 보유한 국내기업(HD현대일렉트릭, 효성중공업)으로 집중될 가능성 높음. 두 기업은 ① 북미 내 765kV급 변압기 납품 실적을 확보한 이력 존재하며 ② 북미향 초고압 제품 수주 잔고가 1H25 기준 역대 최고치를 달성하였다는 점에서 '26년 수혜 재점화 기대.

2026년 전망: ① 미국: AI 데이터센터 & 자체 발전소

미국 주요 AI 데이터센터/전력 인프라 프로젝트 현황

프로젝트	전력 규모 (GW)	유형	주요 내용
Stargate (OpenAI-Oracle-SoftBank)	7 (→ 10 target)	AI 데이터센터 건설	'25년 9월 OpenAI 공식 발표. 미국 내 5개 부지에 총 7GW 규모의 초대형 데이터센터 단지 건설 계획. 7월 Oracle의 4.5GW 확장 계약 포함.
AWS-Susquehanna Nuclear PPA	1.92	원전 기반 전력 구매계약 (PPA)	AWS가 펜실베이니아 Susquehanna 원전 전력 1.92GW를 장기 계약해 데이터센터에 공급.
Meta-Constellation Nuclear PPA	1.12	원전 기반 전력 구매계약 (PPA)	Meta가 Constellation Energy와 1.1GW 규모의 원전 전력 장기 계약 체결.
Google-NextEra Solar Partnership	1	태양광 PPA	Google이 NextEra Energy와 태양광 기반 AI 데이터센터 전력 공급 협력 체결.

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

미국 전력 인프라 주요 정책 현황

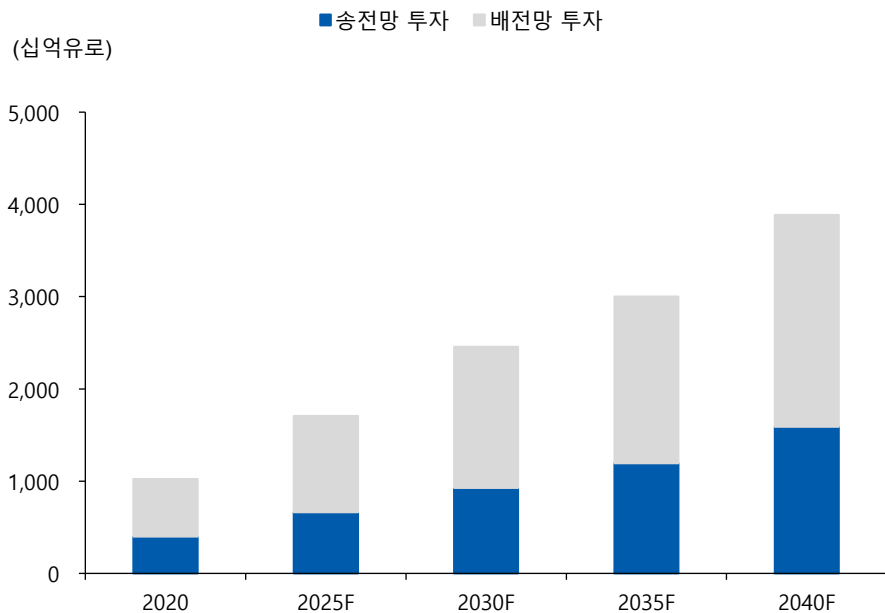
주요 정책	발표 날짜	핵심 내용 요약
Executive Order 14262 : Strengthening the Reliability and Security of the U.S. Electric Grid	'25.04.08	트럼프 대통령이 전력망 신뢰성 및 보안을 강화하기 위한 행정명령(EO 14262)을 발령. DOE에 발전·송전 인프라 허가 절차 간소화, 비상조치 권한 확대, 다양한 발전원 활용 지시.
DOE 보고서 : Evaluating the U.S. Grid Reliability and Security	'25.07.07	EO 14262 제3항에 따른 DOE의 후속 이행 보고서. 지역별 예비력 평가체계 및 '위험 지역(Risk Area)' 식별 기준을 도입하고, 송전망 내 취약구간에 대한 우선 투자 필요성 제시.
U.S. Reliability Executive Order	'25.04.17	EO가 DOE의 연방 비상권한을 확대하고, 모든 가용 발전자원 활용 및 허가 절차 신속화를 지시한다는 법률적 해석을 제공. 민간 발전·자가발전소의 참여 확대 가능성을 언급.
FERC 조치: Modernizing U.S. Bulk-Power System Reliability	'25.09.18	FERC가 '미국 대규모 전력 시스템 신뢰성 현대화' 조치를 승인. 사이버보안 기준 강화, 분산형 발전자원의 계통 연계 규제 개선 등 전력망 보안 강화 정책으로 연계됨.
ERCOT 계획: 765 kV Super Transmission Expansion Plan (STEP)	'25.08.26	ERCOT이 총 2,468마일(약 4,000 km) 규모의 765 kV 초고압 송전망 확충계획 (STEP) 승인. 텍사스 북부의 원자력·신재생 발전지와 남부 AI 데이터센터·산업단지를 직접 연결하는 것으로, 미국 내 최초 의 전면적 765 kV 계통 도입. 초고압 변압기·리액터 수요 확대 및 HVDC 연계 기술 수요를 촉발함.

자료: White House, DOE, FERC, ERCOT, 유안타증권 리서치센터

2026년 전망: ② 유럽: 전력망 교체와 HVDC

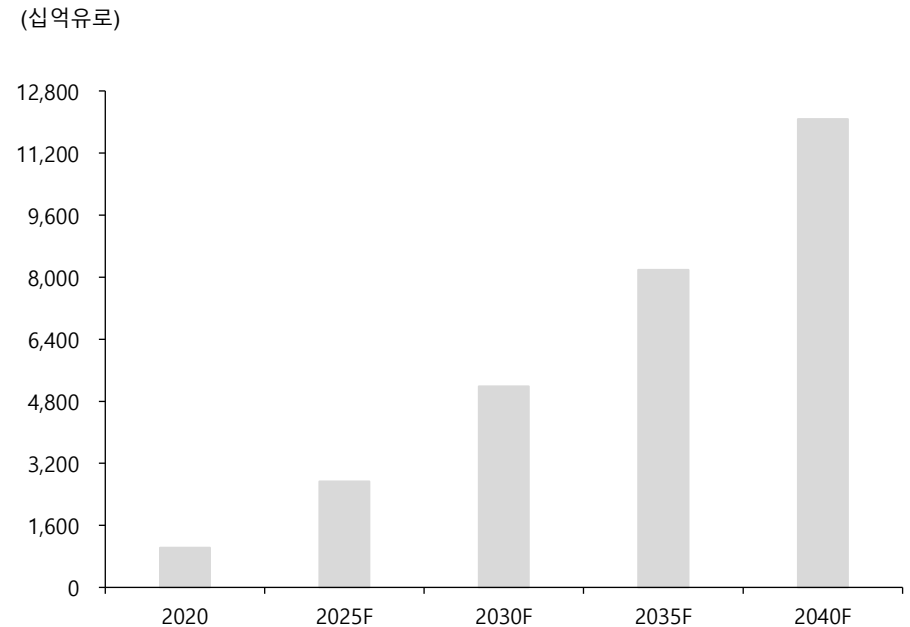
- 유럽은 중기적으로 전력기기 수요의 핵심 지역. EU 집행위는 **2040년까지 송전망 4,770억 유로, 배전망 7,300억 유로 규모의 인프라 개선이 필요하다고 제시**(노후 송전망 교체 + 재생에너지 확대+ AI 데이터센터 부하 증가에 따른 계통 안정성 강화 수요 반영).
- 현재 유럽 송전망의 평균 사용 연한은 40-50년에 달해 교체 수요가 누적된 상태. 특히 재생 에너지의 간헐성, 지역 간 출력 편차로 인해 HVDC 기반의 신규 계통 구축 가속화 중.
- 특히, **SF₆(육불화황) 사용 제한 규제**는 한국 기업에게 새로운 기회로 작용할 가능성. EU는 2026년부터 24kV 이하 중전압 장비의 SF₆ 사용을 금지하고, 2030년대에는 상위 전압대(52~145kV)로 단계적 확대를 예고. 이에 따라 **친환경 GIS·스위치기어 교체 수요가 2026년 이후 본격화될 전망**.
- **HD현대일렉트릭과 효성중공업은 이미 유럽향 친환경 GIS 수출을 통해 시장 레퍼런스를 확보 중** (HD현대일렉트릭은 국내 기업 중 최초로 유럽 친환경 GIS 인증(EN 62271-203 기준)을 획득, 효성중공업도 EU SF₆ 규제 대응 제품 라인업을 확대 중).

유럽 송배전 전력망 투자 계획



자료: European Commission (2025.06.02), ENTSO-E TYNDP 2024, Strategic Energy EU(2025), 유안타증권 리서치센터

연간 유럽 전력망 투자 계획(누적)



자료: European Commission (2025.06.02), ENTSO-E TYNDP 2024, Strategic Energy EU(2025), 유안타증권 리서치센터



2026년 전망: ③ 한국: HVDC

- 정부가 추진 중인 HVDC 서해안 에너지고속도로(총사업비 7.9조원, 620km, 8GW, 2025~2040) 프로젝트를 진행한다는 점에서 한국은 **글로벌 수출뿐만 아니라, 내수 전력 인프라에서도 구조적 수요 본격화 중**. 이에 따라, HVDC 변환소·송전선로·해저케이블·포설선·GIS·변압기 등 전력기기 전 밸류체인에 걸쳐 발주가 이어질 예정.
- 1단계 (2025~2027): 기술개발 및 국산화 착수, 2단계 (2027~2030): 변환소·송전선로 본격 착공, 3단계 (2030년대 후반): 해저케이블 구간 및 포설 인프라 확충 단계로 전개될 예정.
- HVDC 서해안 에너지고속도로 1단계(7.9조 원)만으로도 국내 변압기·GIS·케이블 시장의 연간 발주 규모는 2027~2035년 평균 1조 원 이상으로 추정. 향후 전국 단위(총 30조원) '에너지 고속도로' 계획이 구체화될 경우, 국내 HVDC 시장은 유럽·중국에 이어 세계 3위 수준으로 확대될 전망.
- 결국, 내수 기반 생산라인 확보 → 수출 단가 경쟁력 강화 → 글로벌 HVDC 프로젝트 진입장벽 완화로 이어지는 산업적 선순환 구조를 형성할 가능성 존재.

한국 HVDC 서해안 에너지고속도로 단계별 시나리오

구분	기간	주요 내용	예상 투자 규모	핵심 설비·기술	주요 참여 기업	비고 / 포인트
1단계: 기술개발 및 국산화 착수	2025~2027	산업부 주관 '대용량 전압형 HVDC 변환용 변압기 국산화 사업'(3년, 1,200억 원) 추진. 국산 기술 확보 후 본사업 연계 예정	약 1.2천억 원 (R&D)	HVDC 변환기·제어시스템·변압기	효성중공업, LS ELECTRIC, HD현대일렉트릭, 일진전기	기술자립 기반 구축 단계, 500kV급 국산 기술 확보 목표
2단계: 변환소·송전선로 착공	2027~2030	HVDC 변환소·지상 송전선로 착공. 국내 첫 HVDC 상용운전 구간 도입	약 4~5조 원	초고압 변압기, GIS, 초고압 케이블	효성중공업, LS ELECTRIC, HD현대일렉트릭, 일진전기, 대한전선, LS전선	국내 기자재 내수 발주 집중기, 2028~29년 발주 피크 예상
3단계: 해저케이블 및 포설 인프라 확충	2035년 이후	서해 해저 구간(150~200km) 포함, 해저케이블 및 포설선 투입 본격화	약 2~3조 원	해저케이블, 포설선, 해저 GIS	대한전선, LS전선, LS마린솔루션	해상풍력 연계 HVDC 구간, 해외 HVDC 수출 프로젝트 동시 진입 가능
확장 시나리오 : 전국 에너지 고속도로	2030년대 후반~2040	전국 4개 축 HVDC '에너지 고속도로' 구상 (총 30조 원 규모, 정책 검토 단계)	총 약 30조 원 (추정)	HVDC 송전망 전 구간	위 기업 + KEPCO 등	서해안 외 남해·동해 연계 포함, 국가 단위 전력망 전환 가능성

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터



효성중공업 (298040): 여전히 확신의 영역

전력기기



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	2,000,000원 (U)
현재주가 (10/20)	1,660,000원
상승여력	21%

시가총액	154,787 억원
총발행주식수	9,324,548 주
60일 평균 거래대금	939억원
60일 평균 거래량	73,096주
52주 고/저	1,660,000원/382,500원
외인지분율	25.83%
배당수익률	1.27%
주요주주	효성 외 12인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	16.6	56.9	308.4
상대	5.3	31.1	177.7
절대(달러환산)	14.5	54.0	294.1

- 전력기기 중심의 중공업 부문 실적 견인+북미·유럽향 고부가 변압기 매출 인식 확대: '26F 매출액은 6조 6,370억원(YoY +13.6%), 영업이익은 8,791억원(YoY +39.1%)으로 추정. 중공업 부문의 2026F 매출액과 영업이익은 YoY 각각 +18.6%, +39.1%로 증가할 전망. 관세는 수출 건별로 선반영된 비용이 일시적으로 반영되나, 향후 인보이스 정산 시 환입이 예상되어 중장기 수익성에 미치는 영향은 제한적.
- '26F 수익성 기여 요소에 주목: 생산 측면에서는 창원 HVDC 변압기 공장(투자 2,538억원) 신설과 창원 GIS 공장 증설 프로젝트가 병행되고 있으며, 멤피스 초고압 변압기 공장 증설도 동시에 추진 중. 멤피스 공장 CAPA는 2026년까지 기존 대비 약 2배 수준으로 확대될 예정. 특히, 북미향 GIS는 2026년 하반기부터 고마진 제품 매출이 본격 인식될 예정으로, 중공업 부문의 영업이익률이 15% 이상으로의 레벨업 가능성 높음. 북미 지역은 송전망 확충과 데이터센터용 765kV 변압기 수요 증가로, 초고압 기기 중심의 수주 비중이 50%를 상회 중. 유럽 지역에서도 주요국 전력망 교체 프로젝트가 빠르게 진행되고 있으며, 고사양 제품 납품을 통한 레퍼런스 확보도 가속화 진행.
- 중공업 내 북미 매출 비중은 23%인 반면, 신규 수주 중 북미향은 53%. 향후 북미 고마진 수주의 본격적인 매출 인식에 따라 수익성은 추가 상승 여지가 크다고 판단. 초고압 변압기와 GIS에서 글로벌 경쟁력을 입증하고 있으며, HVDC 시장 진입을 통해 구조적 성장세 지속할 것으로 판단. 구조적 실적 모멘텀과 리레이팅 가능성을 감안해, 전력기기 업종 내 Top Pick 의견을 유지.

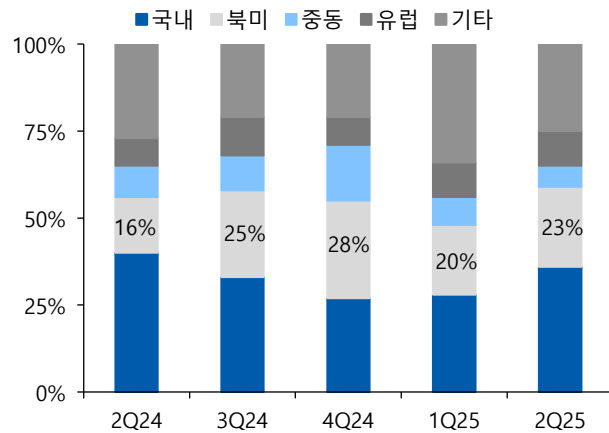
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,301	4,895	5,843	6,637	8,101
매출액증가율	22.5	13.8	19.4	13.6	22.1
영업이익	258	362	632	879	1,213
영업이익률	6.0	7.4	10.8	13.2	15.0
지배주주귀속순이익	116	223	466	679	896
지배주주 귀속 EPS	12,438	23,876	49,954	72,854	96,041
증가율	1,034.9	92.0	109.2	45.8	31.8
PER	10.1	13.4	33.2	22.8	16.5
PBR	1.1	1.6	6.6	5.2	3.8
EV/EBITDA	6.7	8.9	21.4	15.2	10.6
ROA	2.5	4.1	6.9	8.7	9.6
ROE	11.3	14.9	22.0	25.6	26.3

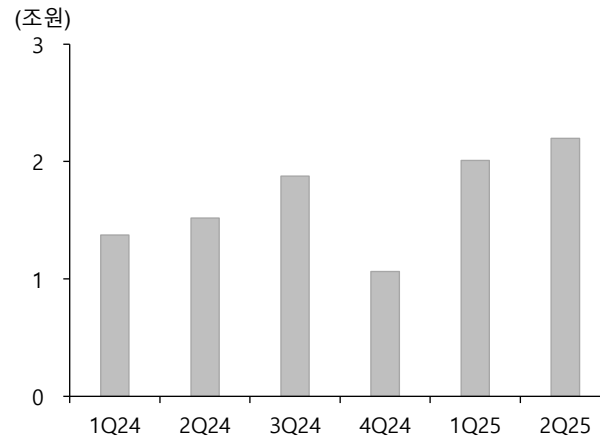
자료: 유안타증권 리서치센터

효성중공업 분기별 중공업 부문 지역 매출 비중



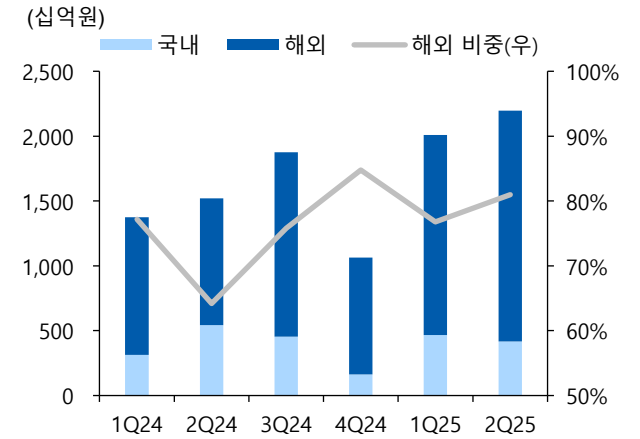
자료: 효성중공업, 유안타증권 리서치센터

효성중공업 분기별 중공업 부문 신규수주 추이



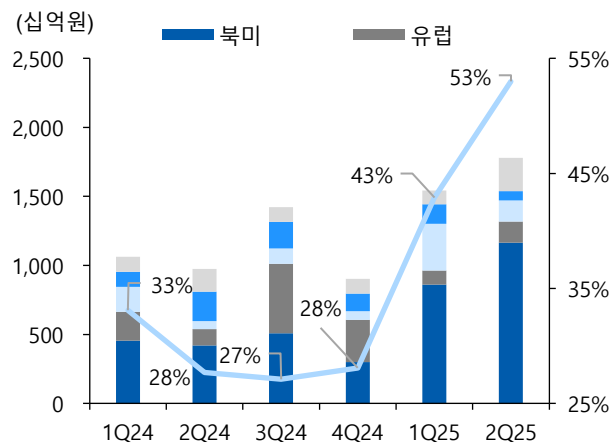
자료: 효성중공업, 유안타증권 리서치센터

효성중공업 분기별 중공업 신규 수주 내 해외 비중



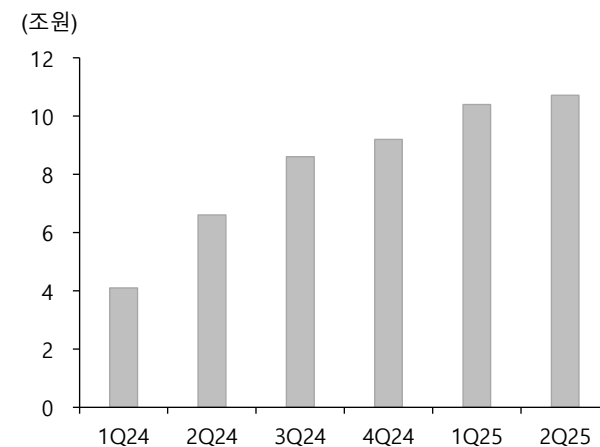
자료: 효성중공업, 유안타증권 리서치센터

효성중공업 분기별 중공업 신규 수주 지역 비중



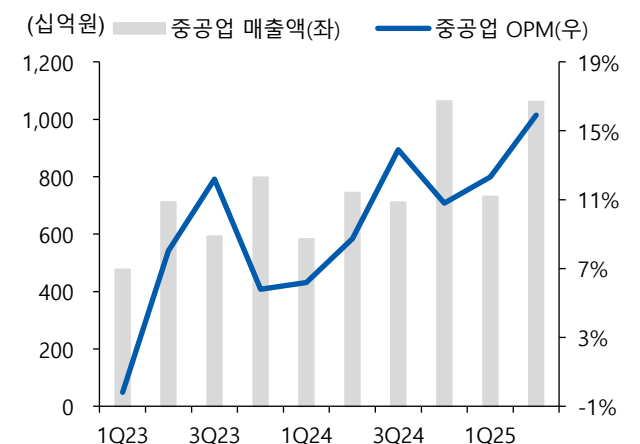
자료: 효성중공업, 유안타증권 리서치센터

효성중공업 분기별 중공업 부문 수주잔고 추이



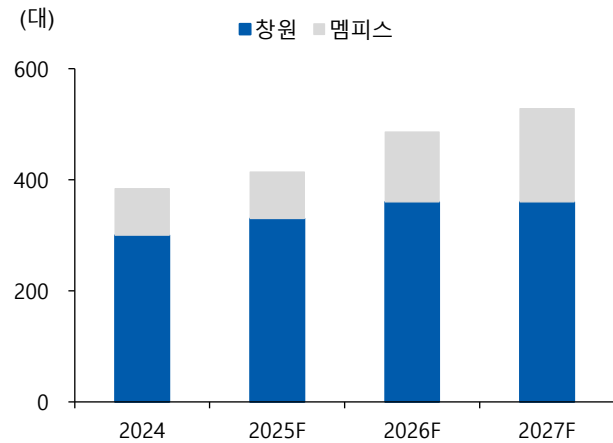
자료: 효성중공업, 유안타증권 리서치센터

효성중공업 중공업 매출 및 영업이익률 추이



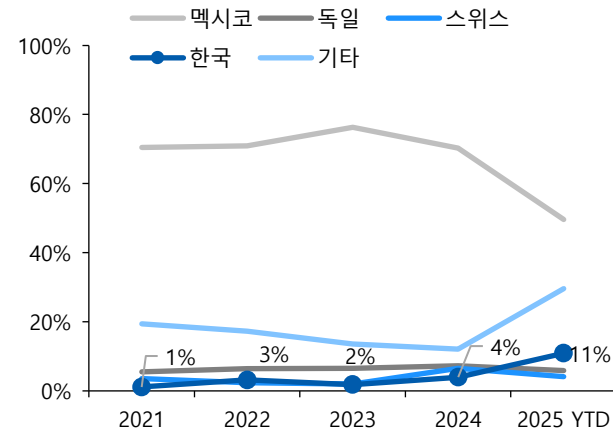
자료: 효성중공업, 유안타증권 리서치센터

효성중공업 초고압변압기 매출 CAPA



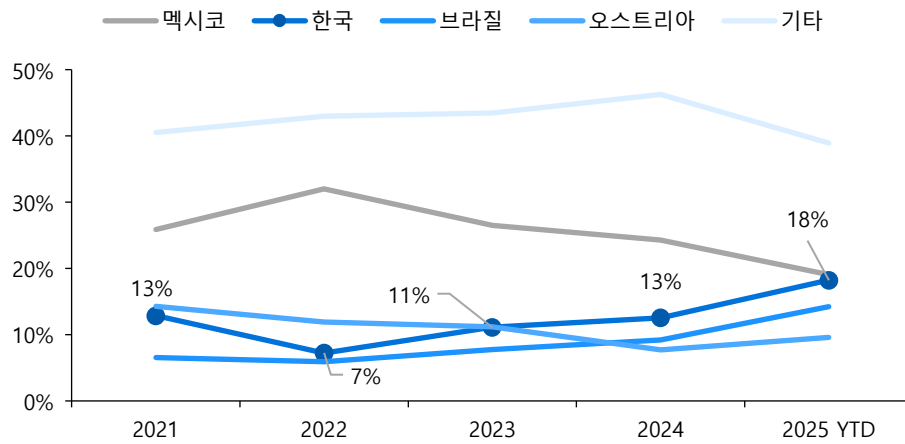
자료: 효성중공업, 유안타증권 리서치센터

미국 GIS 수입 국가별 비중



자료: 효성중공업, 유안타증권 리서치센터

미국 초고압변압기 수입 국가별 비중



자료: 효성중공업, 유안타증권 리서치센터



효성중공업 실적테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	984.5	1,193.8	1,145.2	1,571.5	1,076.1	1,525.3	1,485.9	1,755.3	4,895.0	5,842.6	6,637.0	8,100.6
중공업	582.2	744.5	711.0	1,062.6	730.8	1,061.1	1,031.0	1,222.0	3,100.3	4,044.8	4,798.3	6,213.4
건설	402.3	449.3	433.3	507.9	344.2	463.2	455.0	533.3	1,792.8	1,795.7	1,838.6	1,887.3
기타 및 연결조정	0.0	-0.0	0.9	1.0	1.1	1.0	0.8	1.0	1.9	3.9	3.8	3.8
% YoY	16.3%	6.3%	10.2%	21.6%	9.3%	27.8%	29.8%	11.7%	13.8%	19.4%	13.6%	22.1%
중공업	22.2%	4.6%	20.0%	33.2%	25.5%	42.5%	45.0%	15.0%	20.2%	30.5%	18.6%	29.5%
건설	8.8%	9.3%	-2.9%	3.0%	-14.4%	3.1%	5.0%	5.0%	4.2%	0.2%	2.4%	2.6%
% 매출비중												
중공업	59.1%	62.4%	62.1%	67.6%	67.9%	69.6%	69.4%	69.6%	63.3%	69.2%	72.3%	76.7%
건설	40.9%	37.6%	37.8%	32.3%	32.0%	30.4%	30.6%	30.4%	36.6%	30.7%	27.7%	23.3%
영업이익	56.2	62.7	111.4	132.2	102.4	164.3	169.9	206.4	362.48	642.9	876.3	1,209.7
% YoY	298.4%	-26.9%	17.8%	108.4%	82.3%	162.1%	52.5%	56.1%	40.6%	77.4%	36.3%	38.1%
% OPM	5.7%	5.2%	9.7%	8.4%	9.5%	10.8%	11.4%	11.8%	7.4%	11.0%	13.2%	14.9%
중공업	6.2%	8.7%	13.9%	10.8%	12.3%	15.9%	14.9%	15.1%	10.2%	14.7%	16.6%	17.4%
건설	5.0%	-0.5%	2.9%	3.3%	3.5%	-0.9%	2.7%	2.9%	2.6%	2.0%	4.4%	7.1%

자료: 유안타증권 리서치센터



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

(십억 원, 백만달러, 십억 JPY, 백만 EUR)		효성중공업	HD 현대일렉트릭	LS ELECTRIC	산일전기	일진전기	PWR	GEV	HUBB	Hitachi	Siemens
시가총액		15,591	24,512	9,645	4,153	2,172	65,673	161,720	22,938	20,965	87,790
매출액	2024	4,895	3,322	4,552	334	1,577	23,750	34,935	5,629	9,729	34,465
	2025F	5,843	4,023	4,860	505	1,936	27,666	37,209	5,865	9,783	39,005
	2026F	6,637	4,581	5,598	700	2,199	30,873	40,795	6,221	10,217	42,605
영업이익	2024	362	669	390	109	80	1,473	643	1,126	710	2,122
	2025F	632	901	429	185	145	1,666	2,065	1,295	933	2,194
	2026F	879	1,113	550	271	198	2,086	3,795	1,404	1,065	4,010
영업이익률	2024	7.4%	20.1%	8.6%	32.7%	5.1%	6.2%	1.8%	20.0%	7.3%	6.2%
	2025F	10.8%	22.4%	8.8%	36.5%	7.5%	6.0%	5.5%	22.1%	9.5%	5.6%
	2026F	13.2%	24.3%	9.8%	38.7%	9.0%	6.8%	9.3%	22.6%	10.4%	9.4%
당기순이익 (지배)	2024	223	502	239	84	46	905	1,552	778	590	1,185
	2025F	466	686	327	152	90	1,052	2,230	878	616	1,399
	2026F	679	921	422	213	129	1,364	3,490	959	768	2,659
PER	2024	16.4	27.1	18.3	21.9	21.1	51.5	58.3	27.9	21.1	63.1
	2025F	33.5	35.7	29.5	27.4	29.7	62.5	72.5	26.1	34.0	62.7
	2026F	23.0	26.6	22.8	19.5	18.2	48.2	46.3	23.9	27.3	33.0

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 25.10.20 기준

효성중공업(298040) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,301	4,895	5,843	6,637	8,101
매출원가	3,663	4,103	4,615	5,130	6,154
매출총이익	638	792	1,228	1,507	1,946
판매비	380	429	596	628	733
영업이익	258	362	632	879	1,213
EBITDA	343	435	713	960	1,311
영업외손익	-88	-139	8	55	106
외환관련손익	-7	19	0	0	0
이자손익	-80	-26	-26	0	21
관계기업관련손익	-3	-2	-4	-4	-4
기타	2	-130	39	59	89
법인세비용차감전순손익	170	224	640	934	1,319
법인세비용	38	1	160	233	396
계속사업순손익	132	223	480	700	923
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	132	223	480	700	923
지배지분순이익	116	223	466	679	896
포괄순이익	121	852	487	707	930
지배지분포괄이익	106	852	486	706	929

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	455	412	837	1,096	1,168
당기순이익	132	223	480	700	923
감가상각비	54	59	70	73	90
외환손익	6	-20	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	3	2	4	4	4
자산부채의 증감	194	44	135	173	7
기타현금흐름	65	105	148	146	144
투자활동 현금흐름	-52	-215	-255	-230	-472
투자자산	-15	-97	-59	-49	-91
유형자산 증가 (CAPEX)	-32	-84	-110	-105	-260
유형자산 감소	1	2	0	0	0
기타현금흐름	-5	-35	-86	-76	-121
재무활동 현금흐름	-338	-228	-172	-177	-154
단기차입금	-153	-131	32	27	50
사채 및 장기차입금	-160	84	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	-23	-47	-47	-47
기타현금흐름	-26	-158	-158	-158	-158
연결범위변동 등 기타	0	2	-35	-67	152
현금의 증감	65	-29	375	622	693
기초 현금	213	278	249	624	1,246
기말 현금	278	249	624	1,246	1,940
NOPLAT	258	362	632	879	1,213
FCF	422	328	727	991	908

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전일치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,351	3,036	3,973	5,050	6,582
현금및현금성자산	278	249	624	1,246	1,940
매출채권 및 기타채권	1,093	1,330	1,609	1,828	2,231
재고자산	726	885	1,057	1,200	1,465
비유동자산	2,410	3,182	3,270	3,343	3,597
유형자산	1,281	2,172	2,212	2,244	2,414
관계기업등 지분관련자산	32	36	43	49	60
기타투자자산	372	320	371	415	495
자산총계	4,761	6,219	7,243	8,393	10,179
유동부채	2,811	3,093	3,595	4,017	4,793
매입채무 및 기타채무	1,402	1,437	1,715	1,948	2,378
단기차입금	593	332	332	332	332
유동성장기부채	310	165	165	165	165
비유동부채	726	1,070	1,152	1,221	1,347
장기차입금	306	511	511	511	511
사채	92	52	52	52	52
부채총계	3,537	4,163	4,747	5,237	6,140
자본지분	1,080	1,909	2,334	2,973	3,829
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	892	892	892	892	892
이익잉여금	176	353	772	1,405	2,254
비지배지분	144	147	162	183	210
자본총계	1,224	2,056	2,496	3,156	4,039
순차입금	1,001	728	321	-329	-1,072
총차입금	1,360	1,313	1,345	1,373	1,423

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	12,438	23,876	49,954	72,854	96,041
BPS	116,016	204,958	250,673	319,319	411,184
EBITDAPS	36,767	46,688	76,416	102,998	140,545
SPS	461,210	524,956	626,584	711,773	868,742
DPS	2,500	5,000	5,000	5,000	5,000
PER	10.1	13.4	33.2	22.8	17.3
PBR	1.1	1.6	6.6	5.2	4.0
EV/EBITDA	6.7	8.9	22.4	16.0	11.2
PSR	0.3	0.6	2.6	2.3	1.9

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	25.8	15.6	25.1	16.9	18.0
영업이익 증가율 (%)	1.4	1.2	1.8	1.8	1.7
지배순이익 증가율 (%)	7.4	6.7	9.1	8.0	8.2
매출총이익률 (%)	14.8	16.2	21.0	22.7	24.0
영업이익률 (%)	25.8	15.6	25.1	16.9	18.0
지배순이익률 (%)	2.7	4.5	8.0	10.2	11.1
EBITDA 마진 (%)	8.0	8.9	12.2	14.5	16.2
ROIC	11.9	18.9	20.6	27.9	34.6
ROA	2.5	4.1	6.9	8.7	9.6
ROE	11.3	14.9	22.0	25.6	26.3
부채비율 (%)	288.9	202.5	190.2	165.9	152.0
순차입금/자기자본 (%)	92.6	38.2	13.7	-11.1	-28.0
영업이익/금융비용 (배)	2.8	4.1	9.5	21.6	28.9



HD현대일렉트릭 (267260): 프리미엄 정당화 시기

전력기기



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	830,000원 (U)
현재주가 (10/20)	681,000원
상승여력	22%

시가총액	245,481 억원
총발행주식수	36,047,135 주
60일 평균 거래대금	885억원
60일 평균 거래량	166,467주
52주 고/저	685,000원/265,000원
외인지분율	36.91%
배당수익률	1.40%
주요주주	HD현대 외 3인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	17.0	41.1	119.3
상대	5.7	18.0	49.1
절대(달러환산)	14.9	38.5	111.7

- **초고압 변압기 중심 고수익 전력기기 매출 확대 예정:** '26F 매출액 4조 5,815억원(YoY +13.9%), 영업이익 1조 1,132억원(YoY +23.5%)으로 추정. 미국 관세 부담에도 불구하고 판가 전가 및 고사양 프로젝트 비중 확대로 영업이익률은 전년대비 상승할 전망. 제품 믹스 측면에서는 전력기기 비중이 50% 수준으로 확대되며, 회전기기·배전기기는 안정적 매출 흐름을 이어갈 것으로 예상. **3Q25 매출액은 1조 195억원(YoY +29.3%), 영업이익은 2,371억원(YoY +44.7%, OPM 23.3%)**으로 추정. 특히, 초고압 변압기 중심의 고수익 전력기기 매출이 확대되며 수익성이 개선될 것
- **수주잔고 사상 최대치 유지 중:** 약 9조원 수준으로 YoY +25% 증가한 사상 최대치를 기록. 1H25 누적 신규수주는 23.3억달러(연간 목표의 61%)를 달성. 2H25에도 북미·유럽 중심의 고부가 프로젝트 수주가 이어질 전망. 특히 유럽 지역은 친환경 GIS와 400kV급 변압기 등 고사양 장비 수주가 가시화되는 중. 4분기에는 배전기기 증설분의 가동 효과도 더해져, 제품·지역 모두에서 포트폴리오 다각화가 가속화될 전망. **동사는 북미·유럽 중심의 초고압 변압기 시장에서 경쟁 우위를 확보하고 있으며, 고수익 수주 비중 확대와 회계 이연 해소에 따른 실적 턴어라운드**가 확인되는 국면. 구조적 성장과 수익성 레벨업이 동반되는 만큼, **중장기 멀티플 리레이팅 가능성은 여전히 유효하다고 판단.**

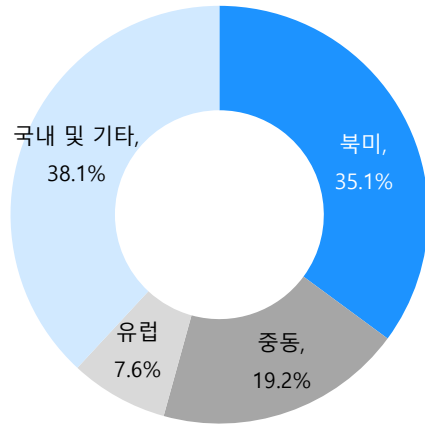
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,703	3,322	4,023	4,581	5,365
매출액증가율	28.5	22.9	21.1	13.9	17.1
영업이익	315	669	901	1,113	1,405
영업이익률	11.7	20.1	22.4	24.3	26.2
지배주주귀속순이익	259	502	686	921	1,133
지배주주 귀속 EPS	7,189	13,914	19,042	25,553	31,434
증가율	59.5	93.5	36.9	34.2	23.0
PER	8.3	18.6	35.8	26.7	21.2
PBR	2.0	6.2	12.3	9.1	6.6
EV/EBITDA	7.3	12.5	24.3	19.3	14.9
ROA	9.7	15.0	16.2	17.7	17.7
ROE	27.7	39.3	39.3	39.2	35.7

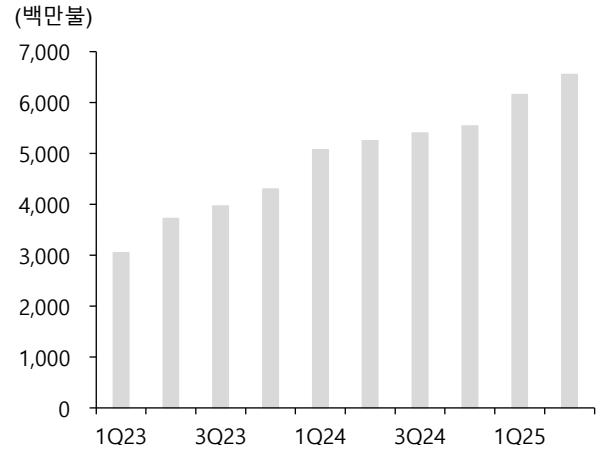
자료: 유안타증권 리서치센터

HD현대일렉트릭 지역별 매출 비중(2Q25)



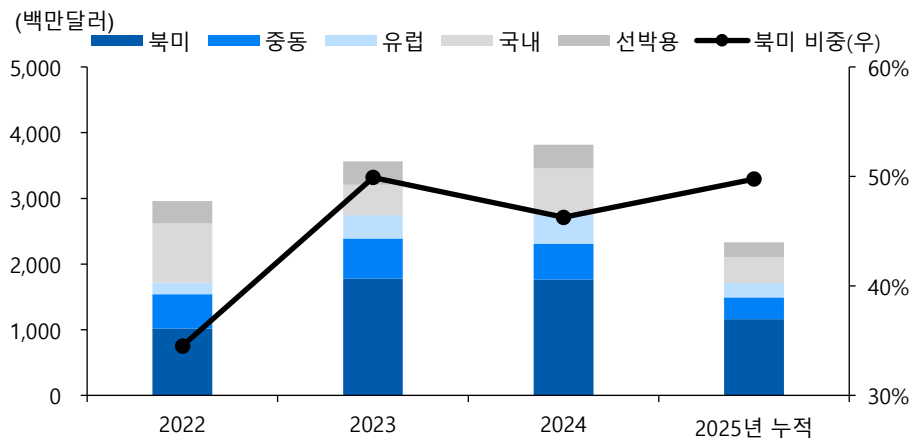
자료: HD현대일렉트릭, 유안타증권 리서치센터

HD현대일렉트릭 수주잔고 추이



자료: HD현대일렉트릭, 유안타증권 리서치센터

HD현대일렉트릭 지역별 신규수주 추이



자료: HD현대일렉트릭, 유안타증권 리서치센터



HD현대일렉트릭 실적테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	801.0	916.9	788.8	815.7	1,014.7	906.2	1,019.5	1,082.3	3,322.4	4,022.8	4,581.5
전력기기	317.4	377.6	313.1	580.8	463.7	484.0	491.6	638.9	1,588.9	2,078.1	2,437.6
회전기기	142.5	140.1	131.3	123.2	166.8	146.0	140.5	129.4	537.1	582.7	630.3
배전기기	238.5	254.2	174.9	200.1	179.2	192.3	201.1	214.1	867.7	786.7	915.2
중속법인 및 연결조정	102.6	145.0	169.4	-88.4	205.0	83.9	186.3	100.0	328.6	575.2	598.3
% YoY	40.9%	42.7%	13.6%	2.3%	26.7%	-1.2%	29.3%	32.7%	22.9%	21.1%	13.9%
전력기기	36.3%	38.9%	-4.1%	50.6%	46.1%	28.2%	57.0%	10.0%	30.6%	30.8%	17.3%
회전기기	32.2%	16.0%	10.8%	1.3%	17.1%	4.2%	7.0%	5.0%	14.6%	8.5%	8.2%
배전기기	117.8%	60.8%	24.1%	0.5%	-24.9%	-24.4%	15.0%	7.0%	42.8%	-9.3%	16.3%
중속법인 및 연결조정	-13.3%	58.1%	56.0%	-197.2%	99.8%	-42.1%	10.0%	0.0%	-19.8%	75.1%	4.0%
% 매출비중											0.0%
전력기기	39.6%	41.2%	39.7%	71.2%	45.7%	53.4%	48.2%	59.0%	47.8%	51.7%	53.2%
회전기기	17.8%	15.3%	16.6%	15.1%	16.4%	16.1%	13.8%	12.0%	16.2%	14.5%	13.8%
배전기기	29.8%	27.7%	22.2%	24.5%	17.7%	21.2%	19.7%	19.8%	26.1%	19.6%	20.0%
중속법인 및 연결조정	12.8%	15.8%	21.5%	-10.8%	20.2%	9.3%	18.3%	9.2%	9.9%	14.3%	13.1%
영업이익	128.8	210.1	163.8	166.3	218.2	209.1	237.1	237.0	669.0	901.4	1,113.2
% YoY	178.1%	257.0%	91.8%	33.4%	69.4%	-0.4%	44.7%	42.5%	112.2%	34.7%	23.5%
% OPM	16.1%	22.9%	20.8%	20.4%	21.5%	23.1%	23.3%	21.9%	20.1%	22.4%	24.3%

자료: 유안타증권 리서치센터



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

(십억 원, 백만달러, 십억JPY, 백만EUR)		HD 현대일렉트릭	효성중공업	LS ELECTRIC	산일전기	일진전기	PWR	GEV	HUBB	Hitachi	Siemens
시가총액		24,512	15,591	9,645	4,153	2,172	65,673	161,720	22,938	20,965	87,790
매출액	2024	3,322	4,895	4,552	334	1,577	23,750	34,935	5,629	9,729	34,465
	2025F	4,023	5,843	4,860	505	1,936	27,666	37,209	5,865	9,783	39,005
	2026F	4,581	6,637	5,598	700	2,199	30,873	40,795	6,221	10,217	42,605
영업이익	2024	669	362	390	109	80	1,473	643	1,126	710	2,122
	2025F	901	632	429	185	145	1,666	2,065	1,295	933	2,194
	2026F	1,113	879	550	271	198	2,086	3,795	1,404	1,065	4,010
영업이익률	2024	20.1%	7.4%	8.6%	32.7%	5.1%	6.2%	1.8%	20.0%	7.3%	6.2%
	2025F	22.4%	10.8%	8.8%	36.5%	7.5%	6.0%	5.5%	22.1%	9.5%	5.6%
	2026F	24.3%	13.2%	9.8%	38.7%	9.0%	6.8%	9.3%	22.6%	10.4%	9.4%
당기순이익 (지배)	2024	502	223	239	84	46	905	1,552	778	590	1,185
	2025F	686	466	327	152	90	1,052	2,230	878	616	1,399
	2026F	921	679	422	213	129	1,364	3,490	959	768	2,659
PER	2024	27.1	16.4	18.3	21.9	21.1	51.5	58.3	27.9	21.1	63.1
	2025F	35.7	33.5	29.5	27.4	29.7	62.5	72.5	26.1	34.0	62.7
	2026F	26.6	23.0	22.8	19.5	18.2	48.2	46.3	23.9	27.3	33.0

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 25.10.20 기준

HD현대일렉트릭(267260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,703	3,322	4,023	4,581	5,365
매출원가	2,092	2,278	2,672	2,960	3,366
매출총이익	610	1,045	1,351	1,621	1,999
판매비	295	376	450	508	594
영업이익	315	669	901	1,113	1,405
EBITDA	368	734	966	1,180	1,484
영업외손익	-5	-19	-27	1	20
외환관련손익	2	85	0	0	0
이자손익	-33	-16	8	16	25
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	27	-88	-35	-15	-5
법인세비용차감전순손익	311	650	874	1,114	1,425
법인세비용	51	152	192	201	301
계속사업순손익	259	498	682	914	1,124
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	259	498	682	914	1,124
지배지분순이익	259	502	686	921	1,133
포괄순이익	244	522	676	901	1,112
지배지분포괄이익	244	526	680	907	1,118

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-22	1,034	1,121	1,522	1,560
당기순이익	259	498	682	914	1,124
감가상각비	44	57	56	60	74
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-347	361	325	391	286
기타현금흐름	20	117	58	157	76
투자활동 현금흐름	-93	-143	-92	-105	-194
투자자산	0	0	-1	0	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-75	-122	-86	-100	-187
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-18	-21	-6	-4	-6
재무활동 현금흐름	118	-518	-277	-280	-276
단기차입금	64	-274	13	10	14
사채 및 장기차입금	81	-71	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-18	-76	-193	-193	-193
기타현금흐름	-9	-97	-97	-97	-97
연결범위변동 등 기타	1	21	-358	-506	-340
현금의 증감	3	394	394	632	750
기초 현금	173	176	570	964	1,596
기말 현금	176	570	964	1,596	2,346
NOPLAT	315	669	901	1,113	1,405
FCF	-98	912	1,035	1,422	1,373

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,973	2,764	3,635	4,638	5,909
현금및현금성자산	176	570	964	1,596	2,346
매출채권 및 기타채권	659	831	1,021	1,163	1,361
재고자산	850	1,081	1,309	1,491	1,746
비유동자산	937	1,032	1,054	1,088	1,196
유형자산	624	730	760	800	913
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	8	6	7	7	8
자산총계	2,910	3,796	4,689	5,726	7,104
유동부채	1,497	2,001	2,396	2,711	3,153
매입채무 및 기타채무	405	501	606	690	808
단기차입금	341	20	20	20	20
유동성장기부채	101	107	107	107	107
비유동부채	356	287	302	315	332
장기차입금	80	30	30	30	30
사채	193	137	137	137	137
부채총계	1,853	2,288	2,699	3,026	3,486
자본지분	1,048	1,502	1,989	2,705	3,634
자본금	180	180	180	180	180
자본잉여금	402	402	402	402	402
이익잉여금	397	816	1,310	2,038	2,979
비지배지분	9	6	1	-6	-15
자본총계	1,057	1,508	1,991	2,700	3,619
순차입금	539	-204	-593	-1,221	-1,965
총차입금	745	400	412	422	437

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	7,189	13,914	19,042	25,553	31,434
BPS	29,121	41,725	55,269	75,167	100,955
EBITDAPS	10,198	20,368	26,787	32,737	41,180
SPS	74,980	92,167	111,597	127,097	148,829
DPS	1,000	5,350	5,350	5,350	5,350
PER	8.3	18.6	35.8	26.7	21.7
PBR	2.0	6.2	12.3	9.1	6.7
EV/EBITDA	7.3	12.5	24.8	19.8	15.2
PSR	0.8	2.8	6.1	5.4	4.6

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	28.4	22.9	21.1	13.9	17.1
영업이익 증가율 (%)	136.9	112.2	34.7	23.5	26.2
지배순이익 증가율 (%)	59.5	93.5	36.9	34.2	23.0
매출총이익률 (%)	22.6	31.4	33.6	35.4	37.3
영업이익률 (%)	11.7	20.1	22.4	24.3	26.2
지배순이익률 (%)	9.6	15.1	17.1	20.1	21.1
EBITDA 마진 (%)	13.6	22.1	24.0	25.8	27.7
ROIC	21.8	40.1	58.8	70.4	77.0
ROA	9.7	15.0	16.2	17.7	17.7
ROE	27.7	39.3	39.3	39.2	35.7
부채비율 (%)	175.3	151.8	135.6	112.1	96.3
순차입금/자기자본 (%)	51.5	-13.6	-29.8	-45.1	-54.1
영업이익/금융비용 (배)	8.0	22.6	46.2	66.7	93.4



LS ELECTRIC (010120): 2026년 구조적 성장 가시화

전력기기



손현정 음식료/전력기기

hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	380,000원 (U)
현재주가 (10/20)	319,500원
상승여력	19%

시가총액	95,850 억원
총발행주식수	30,000,000 주
60일 평균 거래대금	522억원
60일 평균 거래량	175,764주
52주 고/저	329,000원/131,000원
외인지분율	23.52%
배당수익률	1.80%
주요주주	LS 외 3인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.9	11.5	111.9
상대	(2.5)	(6.8)	44.1
절대(달려환산)	6.0	9.5	104.5

- 미국향 배전반 판매 확대 전망: '26F 매출액 5조 5,978억원(YoY +15.2%), 영업이익 5,495억원(YoY +28.1%)으로 전망. 특히, 전력 부문 매출액은 YoY +19.0%로 증가할 예정. 미국 내 데이터센터 및 AI 인프라 투자 확대로 고전압 배전반·초고압 변압기 수요가 증가하고 있으며, 동사는 주요 글로벌 빅테크사 대상 배전기기 공급망에 이미 진입한 상태. 10월 부산공장 초고압 변압기 증설이 완료되며, 향후 고단가 제품 매출 비중이 높아질 것으로 예상. 자동화 부문은 국내 설비투자 부진으로 정체가 지속되지만, 산업용 제어기기·전력반도체 중심의 수익성은 유지 중. 해외 법인은 베트남 ESS용 BCP(배터리 제어패널)와 미국 배전반 판매 확대로 전사 이익 성장에 기여할 전망.
- '26년부터 추가적인 북미향 배전반 수주, 초고압 변압기 증설효과가 기대. 중장기적으로는 HVDC 및 ESS 부문이 새로운 성장 축으로 부상할 전망. GE Vernova와의 전압형 HVDC 컨버터밸브 공동개발 MOU 체결로 국내 서해안 에너지고속도로 및 해외 HVDC 프로젝트 동반 진출 가능성도 열려 있는 상태. 또한, 베트남 법인에서는 삼성SDI향 ESS용 BCP 및 PCS(전력변환장치) 매출이 증가하고 있으며, 향후 국내외 다른 배터리 기업으로 공급이 확대될 가능성이 높다고 판단.

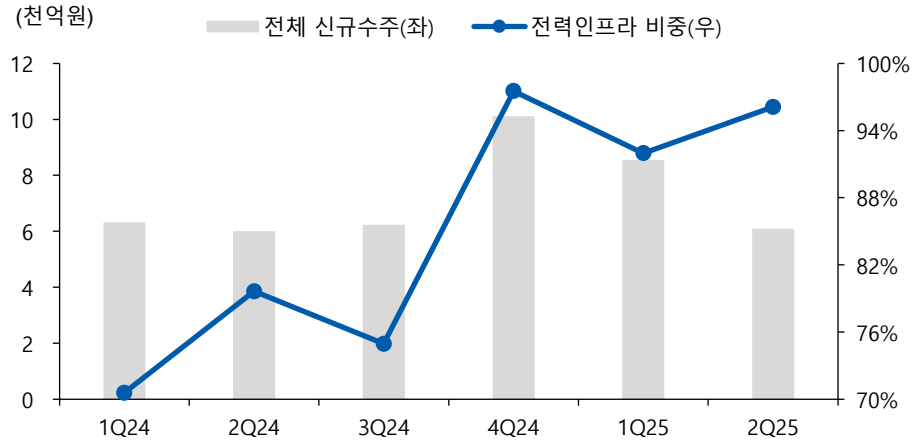
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,230	4,552	4,860	5,598	6,471
매출액증가율	25.3	7.6	6.8	15.2	15.6
영업이익	325	390	429	550	647
영업이익률	7.7	8.6	8.8	9.8	10.0
지배주주귀속순이익	206	239	327	422	491
지배주주 귀속 EPS	6,865	7,957	10,899	14,073	16,374
증가율	128.1	15.9	37.0	29.1	16.4
PER	10.5	18.3	29.3	22.7	18.4
PBR	1.2	2.4	4.6	4.0	3.3
EV/EBITDA	5.9	10.2	17.8	14.4	12.4
ROA	5.8	5.8	7.1	8.4	8.8
ROE	12.6	13.4	16.8	19.2	19.3

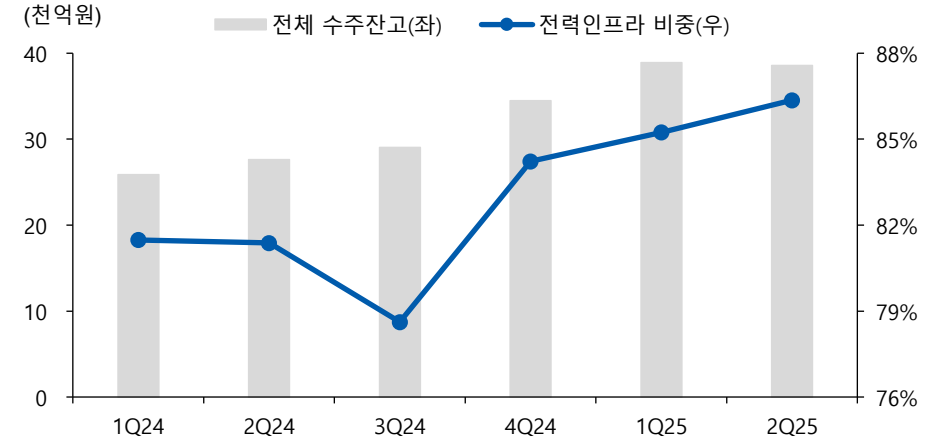
자료: 유안타증권 리서치센터

LS ELECTRIC 신규수주 추이



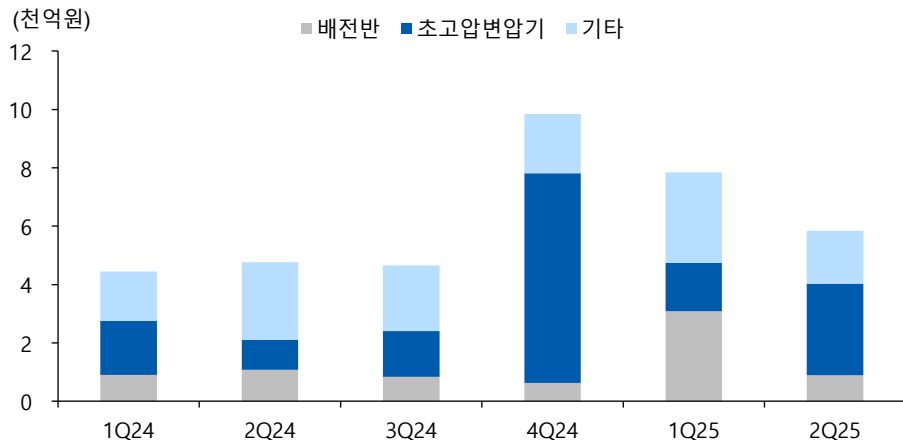
자료: LS ELECTRIC, 유안타증권 리서치센터

LS ELECTRIC 수주잔고 추이



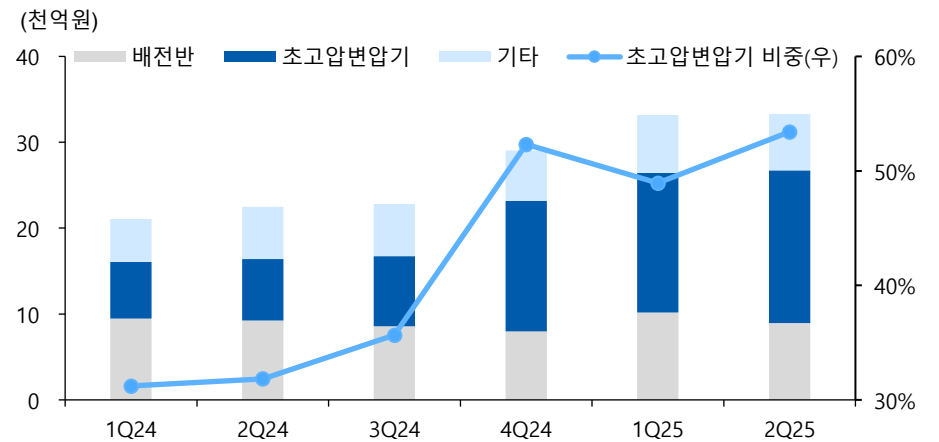
자료: LS ELECTRIC, 유안타증권 리서치센터

LS ELECTRIC 전력인프라 신규수주 추이



자료: LS ELECTRIC, 유안타증권 리서치센터

LS ELECTRIC 전력인프라 수주잔고 추이



자료: LS ELECTRIC, 유안타증권 리서치센터



LS ELECTRIC 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	1,038.6	1,132.4	1,021.2	1,359.6	1,032.1	1,193.0	1,210.7	1,424.6	4,551.8	4,860.5	5,597.8
전력 사업	661.3	709.3	640.1	754.3	661.3	812.3	768.1	852.3	2,765.0	3,094.0	3,680.9
자동차 사업	88.7	98.9	77.5	78.3	76.9	86.3	78.2	82.2	343.5	323.7	287.1
자회사 및 연결조정	288.6	324.2	303.7	526.9	293.9	294.4	364.4	490.0	1,443.4	1,442.7	1,629.7
% YoY	6.4%	-5.8%	-0.1%	31.9%	-0.6%	5.4%	18.6%	4.8%	7.6%	6.8%	15.2%
전력 사업	20.7%	-4.8%	-1.9%	13.2%	0.0%	14.5%	20.0%	13.0%	5.9%	11.9%	19.0%
자동차 사업	-24.1%	-7.9%	-8.0%	-6.5%	-13.3%	-12.8%	1.0%	5.0%	-12.5%	-5.8%	-11.3%
자회사 및 연결조정	-7.2%	-7.2%	6.3%	87.9%	1.8%	-9.2%	20.0%	-7.0%	17.7%	0.0%	13.0%
% 매출비중											
전력 사업	63.7%	62.6%	62.7%	55.5%	64.1%	68.1%	63.4%	59.8%	60.7%	63.7%	65.8%
자동차 사업	8.5%	8.7%	7.6%	5.8%	7.4%	7.2%	6.5%	5.8%	7.5%	6.7%	5.1%
자회사 및 연결조정	27.8%	28.6%	29.7%	38.8%	28.5%	24.7%	30.1%	34.4%	31.7%	29.7%	29.1%
영업이익	93.7	109.6	66.5	119.9	87.3	108.6	109.0	124.0	389.7	428.9	549.5
% YoY	14.7%	4.5%	-5.2%	76.1%	-6.9%	-0.9%	64.1%	3.4%	20.0%	10.1%	28.1%
% OPM	9.0%	9.7%	6.5%	8.8%	8.5%	9.1%	9.0%	8.7%	8.6%	8.8%	9.8%
전력 사업	11.4%	15.1%	8.4%	10.0%	10.7%	11.2%	10.5%	10.6%	11.3%	10.8%	12.5%
자동차 사업	0.2%	5.2%	-0.6%	-5.1%	4.4%	5.2%	2.6%	-2.4%	0.2%	2.4%	4.0%
자회사 및 연결조정	6.2%	-0.8%	4.3%	9.2%	4.4%	4.4%	7.2%	7.3%	5.3%	6.1%	4.8%

자료: 유안타증권 리서치센터



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교: 초고압변압기

(십억 원, 백만달러, 십억JPY, 백만EUR)		LS ELECTRIC	HD 현대일렉트릭	효성중공업	산일전기	일진전기	PWR	GEV	HUBB	Hitachi	Siemens
시가총액		9,645	24,512	15,591	4,153	2,172	65,673	161,720	22,938	20,965	87,790
매출액	2024	4,552	3,322	4,895	334	1,577	23,750	34,935	5,629	9,729	34,465
	2025F	4,860	4,023	5,843	505	1,936	27,666	37,209	5,865	9,783	39,005
	2026F	5,598	4,581	6,637	700	2,199	30,873	40,795	6,221	10,217	42,605
영업이익	2024	390	669	362	109	80	1,473	643	1,126	710	2,122
	2025F	429	901	632	185	145	1,666	2,065	1,295	933	2,194
	2026F	550	1,113	879	271	198	2,086	3,795	1,404	1,065	4,010
영업이익률	2024	8.6%	20.1%	7.4%	32.7%	5.1%	6.2%	1.8%	20.0%	7.3%	6.2%
	2025F	8.8%	22.4%	10.8%	36.5%	7.5%	6.0%	5.5%	22.1%	9.5%	5.6%
	2026F	9.8%	24.3%	13.2%	38.7%	9.0%	6.8%	9.3%	22.6%	10.4%	9.4%
당기순이익 (지배)	2024	239	502	223	84	46	905	1,552	778	590	1,185
	2025F	327	686	466	152	90	1,052	2,230	878	616	1,399
	2026F	422	921	679	213	129	1,364	3,490	959	768	2,659
PER	2024	18.3	27.1	16.4	21.9	21.1	51.5	58.3	27.9	21.1	63.1
	2025F	29.5	35.7	33.5	27.4	29.7	62.5	72.5	26.1	34.0	62.7
	2026F	22.8	26.6	23.0	19.5	18.2	48.2	46.3	23.9	27.3	33.0

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 25.10.20 기준



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교: 배전 Peer

(십억원, 백만달러, 백만EUR, 백만TWD)		LS ELECTRIC	산일전기	제룡전기	Eaton (ETN)	VERTIV (VRT)	Schneider Electric SE (SU)	ABB (ABBN)	Fortune Electric
시가총액		9,645	4,153	562	147,035	67,105	143,271	108,753	186,054
매출액	2024	4,552	334	263	24,878	8,012	38,153	32,850	20,203
	2025F	4,860	505	243	27,493	10,020	40,264	34,965	25,878
	2026F	5,598	700	226	30,064	11,600	42,916	37,114	30,145
영업이익	2024	390	109	98	4,870	1,391	6,677	6,677	4,891
	2025F	429	185	84	5,422	1,985	7,048	6,180	6,589
	2026F	550	271	78	6,367	2,495	7,782	6,743	7,888
영업이익률	2024	8.6%	32.7%	37.2%	19.6%	17.4%	17.5%	20.3%	24.2%
	2025F	8.8%	36.5%	34.5%	19.7%	19.8%	17.5%	17.7%	25.5%
	2026F	9.8%	38.7%	34.5%	21.2%	21.5%	18.1%	18.2%	26.2%
당기순이익(지배)	2024	239	84	80	3,794	496	4,269	4,269	4,286
	2025F	327	152	71	4,286	1,213	4,713	4,574	4,911
	2026F	422	213	62	4,974	1,678	5,456	5,128	6,744
PER	2024	18.3	21.9	13.1	32.4	87.6	31.1	25.0	38.5
	2025F	29.5	27.4	7.9	34.3	55.3	30.4	23.8	37.9
	2026F	22.8	19.5	9.1	29.6	40.0	26.3	21.2	27.6

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 25.10.20 기준

LS ELECTRIC(010120) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,230	4,552	4,860	5,598	6,471
매출원가	3,457	3,644	3,825	4,344	5,011
매출총이익	773	908	1,036	1,254	1,461
판매비	449	518	607	704	814
영업이익	325	390	429	550	647
EBITDA	427	503	548	673	775
영업외손익	-61	-56	32	37	40
외환관련손익	11	64	30	15	-10
이자손익	-19	-22	-24	-19	-11
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-53	-98	26	41	61
법인세비용차감전순손익	264	333	461	587	687
법인세비용	56	91	129	158	189
계속사업순손익	208	242	332	428	498
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	208	242	332	428	498
지배지분순이익	206	239	327	422	491
포괄순이익	198	213	302	399	469
지배지분포괄이익	196	208	295	389	458

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	215	230	480	490	556
당기순이익	208	242	332	428	498
감가상각비	91	102	109	115	120
외환손익	-2	-43	-30	-15	10
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-199	-225	-109	-215	-248
기타현금흐름	118	154	178	176	175
투자활동 현금흐름	-193	-256	-259	-284	-235
투자자산	-28	-31	-1	-2	-3
유형자산 증가 (CAPEX)	-113	-145	-180	-200	-150
유형자산 감소	2	1	0	0	0
기타현금흐름	-54	-81	-78	-81	-83
재무활동 현금흐름	3	82	-302	-293	-289
단기차입금	-38	203	7	17	20
사채 및 장기차입금	107	133	0	0	0
자본	-6	-11	0	0	0
현금배당	-32	-83	-86	-86	-86
기타현금흐름	-28	-160	-223	-223	-223
연결범위변동 등 기타	4	20	147	171	65
현금의 증감	28	76	65	85	96
기초 현금	556	584	660	725	810
기말 현금	584	660	725	810	906
NOPLAT	325	390	429	550	647
FCF	102	85	300	290	406

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전일치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,605	3,052	3,273	3,739	4,287
현금및현금성자산	584	660	725	810	906
매출채권 및 기타채권	822	1,070	1,137	1,310	1,514
재고자산	528	510	545	627	725
비유동자산	1,128	1,433	1,514	1,562	1,637
유형자산	682	861	932	1,016	1,046
관계기업등 지분관련자산	3	4	4	5	5
기타투자자산	126	147	148	150	151
자산총계	3,733	4,485	4,786	5,301	5,924
유동부채	1,449	1,846	1,929	2,126	2,359
매입채무 및 기타채무	593	638	681	785	907
단기차입금	277	381	381	381	381
유동성장기부채	165	249	249	249	249
비유동부채	560	749	751	756	763
장기차입금	5	80	80	80	80
사채	509	489	489	489	489
부채총계	2,009	2,595	2,680	2,882	3,122
지배지분	1,713	1,839	2,050	2,357	2,732
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	-13	-24	-24	-24	-24
이익잉여금	1,597	1,743	1,984	2,320	2,725
비지배지분	11	51	56	62	70
자본총계	1,724	1,890	2,106	2,419	2,802
순차입금	360	719	658	583	499
총차입금	994	1,449	1,456	1,472	1,492

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,865	7,957	10,899	14,073	16,374
BPS	58,345	61,908	69,018	79,340	91,985
EBITDAPS	14,232	16,783	18,273	22,449	25,827
SPS	141,016	151,728	162,016	186,592	215,713
DPS	2,800	2,900	2,900	2,900	2,900
PER	10.5	18.3	29.3	22.7	19.5
PBR	1.2	2.4	4.6	4.0	3.5
EV/EBITDA	5.9	10.2	18.8	15.2	13.1
PSR	0.5	1.0	2.0	1.7	1.5

재무비율 (단위: 배, %) (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	25.3	7.6	6.8	15.2	15.6
영업이익 증가율 (%)	73.2	20.0	10.1	28.1	17.7
지배순이익 증가율 (%)	128.1	15.9	37.0	29.1	16.3
매출총이익률 (%)	18.3	19.9	21.3	22.4	22.6
영업이익률 (%)	7.7	8.6	8.8	9.8	10.0
지배순이익률 (%)	4.9	5.2	6.7	7.5	7.6
EBITDA 마진 (%)	10.1	11.1	11.3	12.0	12.0
ROIC	15.3	14.2	13.3	15.9	16.9
ROA	5.8	5.8	7.1	8.4	8.8
ROE	12.6	13.4	16.8	19.2	19.3
부채비율 (%)	116.5	137.3	127.2	119.1	111.4
순차입금/자기자본 (%)	21.0	39.1	32.1	24.7	18.3
영업이익/금융비용 (배)	7.7	8.9	8.4	12.5	21.8



산일전기 (062040): 흔들릴 이유가 없다

전력기기



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	170,000원 (U)
현재주가 (10/20)	136,400원
상승여력	25%

시가총액	41,527 억원
총발행주식수	30,445,200 주
60일 평균 거래대금	672억원
60일 평균 거래량	578,740주
52주 고/저	138,500원/39,700원
외인지분율	11.50%
배당수익률	0.61%
주요주주	박동석 외 2인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	14.7	42.5	205.5
상대	3.6	19.1	107.7
절대(달려환산)	12.6	39.9	194.8

- '26F 매출액 6,998억원(YoY +38.4%), 영업이익 2,711억원(YoY +46.9%) 전망. 특히, 신재생/데이터센터 부문 '26F 매출액은 YoY +59.5% 증가할 전망(매출비중 66.4%). 기존 배전 중심 구조에서 고부가 프로젝트 중심으로 전환이 빠르게 진행 중. 동사의 미국향 ESS 프로젝트 수주는 확대되고 있으며, 고단가·장남기 프로젝트 비중 증가로 매출 안정성과 수익성이 동반 개선되는 구조라는 점 주목 필요
- 배전·저압변압기는 Section 232 철강 관세 비대상: 매출의 60% 이상을 차지하는 특수변압기는 FOB 조건으로 납품되어 실질 관세 부담이 사실상 없는 셈. 이에 따라 주요 전력기기 업체 중에서도 관세 영향이 가장 제한적인 기업으로 평가. 고객사 다변화도 빠르게 진행 중으로, 기존 주요 고객 외에 신규 데이터센터 운영사 및 발전 EPC사로의 납품 확대 중. 또한 2공장의 자동화율이 상승하며 생산성과 고부가 제품 대응력 강화 중.
- 밸류에이션 매력 구간: 미국 데이터센터 및 ESS 시장의 구조적 성장세와 특수변압기 중심의 제품 믹스 개선이 이어지며, 산일전기는 지속적인 이익 레벨업 구간에 진입 중. 최근 단기 주가 조정은 상호관세 등 대외 변수에 대한 과도한 우려로 판단. 동사는 FOB 납품 구조와 Section 232 비대상 품목 비중이 높아 실질 관세 부담이 가장 제한적인 업체. 2공장 자동화율 상승과 CAPA 확충을 통한 생산성 개선 효과도 가시화되고 있어, 중장기적으로는 고수익 구조 고착화 및 밸류에이션 리레이팅 국면에 진입할 것으로 전망

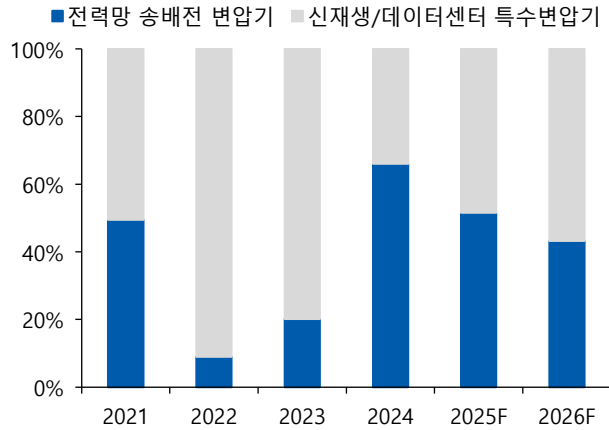
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	215	334	505	700	896
매출액증가율	82.2	55.3	51.2	38.6	28.0
영업이익	47	109	185	271	375
영업이익률	21.9	32.6	36.6	38.7	41.9
지배주주귀속순이익	39	84	151	213	296
지배주주 귀속 EPS	8,807	3,214	4,975	7,012	9,733
증가율	5,270.1	-63.5	54.8	40.9	38.8
PER	-	15.7	27.4	19.5	13.6
PBR	-	3.5	7.2	5.4	3.8
EV/EBITDA	-	12.6	20.3	13.4	9.2
ROA	24.7	24.5	26.3	27.5	28.2
ROE	47.0	29.9	30.1	31.8	32.4

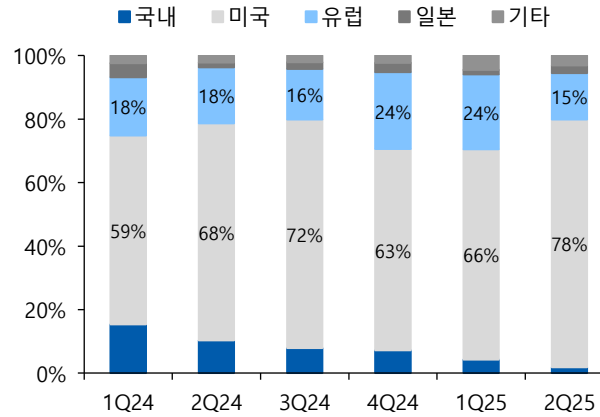
자료: 유안타증권 리서치센터

산일전기 미국향 사업부문 매출 비중



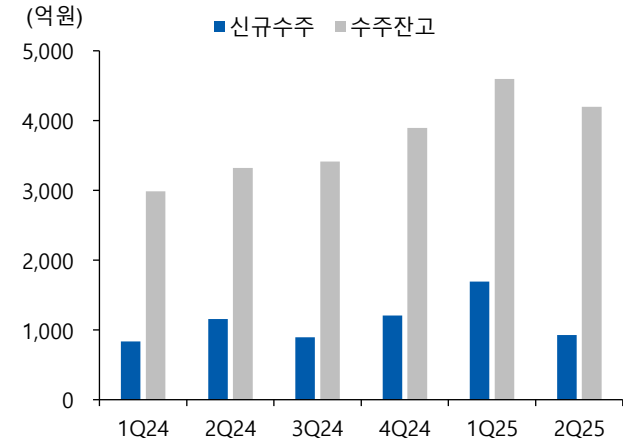
자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

산일전기 지역별 매출 비중 추이



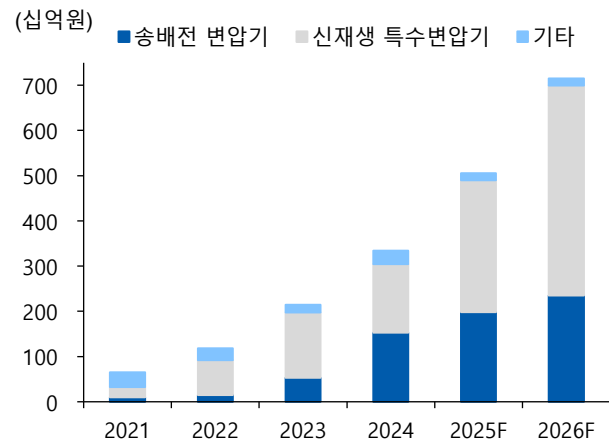
자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

산일전기 분기별 신규수주 및 수주잔고



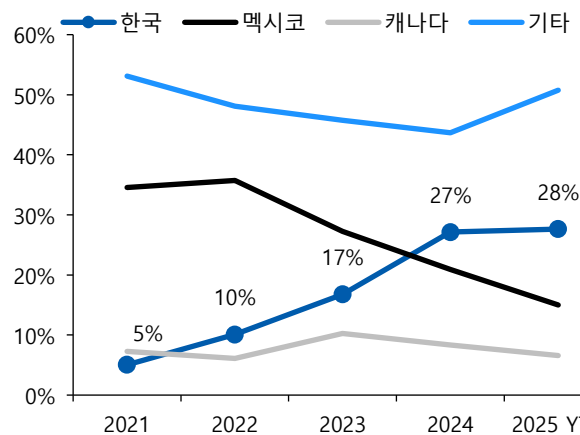
자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

산일전기 사업부문 매출액 추이 및 전망



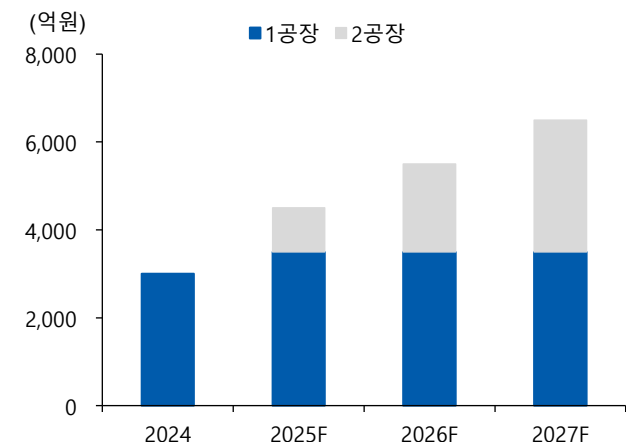
자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

미국 배전변압기 수입 국가별 비중



자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

산일전기 변압기 CAPA



자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

산일전기 실적 테이블

(단위: 십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액		70.7	75.2	79.7	108.4	98.8	128.3	134.1	144.3	334.0	505.5	699.8
		22.7	33.1	36.7	60.4	45.0	38.3	46.1	68.9	152.9	198.2	234.8
전력망	미국	19.3	29.0	35.2	56.1	42.0	38.0	44.0	64.5	139.6	188.5	223.9
	유럽, 기타	3.4	4.1	1.5	4.3	3.0	0.2	2.2	4.3	13.3	9.7	10.9
신재생 /데이터센터		40.3	36.0	39.4	36.0	50.0	87.3	84.7	69.5	151.5	291.5	465.0
	미국	22.7	22.4	22.2	4.5	25.6	64.0	55.6	31.8	71.8	176.9	293.9
	유럽, 기타	17.6	13.6	17.1	31.4	24.5	23.3	29.1	37.7	79.7	114.6	171.1
기타		7.7	6.2	3.6	12.0	3.8	2.7	3.3	6.0	29.5	15.8	15.0
(지역별)												
내수		10.9	7.7	6.3	7.8	4.2	2.4	2.2	8.0	32.7	16.9	17.3
		59.8	67.5	73.4	100.6	94.6	125.8	131.8	136.3	301.3	488.5	682.5
수출	미국	42.0	51.4	57.4	68.7	65.4	100.0	99.5	96.3	219.6	361.3	517.8
	유럽	13.0	13.3	12.6	26.3	23.3	18.7	25.3	31.5	65.1	98.8	127.6
	일본	3.1	1.1	1.7	3.1	1.4	3.1	2.7	5.0	9.1	12.3	19.5
	기타	1.7	1.6	1.7	2.5	4.5	3.9	4.4	3.5	7.5	16.3	17.6
% YoY		33.4%	52.6%	32.8%	107.5%	39.8%	70.5%	68.1%	33.2%	55.7%	51.3%	38.4%
전력망		241.5%	120.9%	206.8%	214.9%	98.1%	15.7%	25.6%	14.0%	189.7%	29.6%	18.5%
	미국	549.2%	340.4%	356.2%	340.3%	117.0%	31.4%	25.0%	15.0%	365.1%	35.0%	18.8%
	유럽, 기타	-8.3%	-51.0%	-63.7%	-33.1%	-10.5%	-94.9%	40.0%	1.0%	-41.4%	-27.0%	12.1%
신재생 /데이터센터		-6.3%	19.5%	-10.7%	31.4%	24.2%	142.8%	115.2%	93.2%	4.9%	92.4%	59.5%
	미국	-41.6%	23.7%	-42.4%	-80.9%	12.8%	186.0%	150.0%	600.0%	-39.8%	146.4%	66.2%
	유럽, 기타	324.5%	13.3%	210.7%	757.5%	38.9%	71.6%	70.0%	20.0%	214.9%	43.7%	49.3%
기타		129.5%	46.0%	-9.0%	110.9%	-50.3%	-56.4%	-10.0%	-50.0%	70.9%	-46.5%	-5.2%
(지역별)												
내수				-12.6%	-27.8%	-60.9%	-68.6%	-64.7%	3.0%		-48.2%	2.3%
				39.0%	142.8%	58.3%	86.4%	79.5%	35.5%		62.2%	39.7%
수출	미국			24.1%	82.2%	55.8%	94.5%	73.3%	40.2%		64.5%	43.3%
	유럽			1158.5%	63273.0%	79.4%	41.0%	100.0%	20.0%		51.6%	29.2%
	일본			-43.9%	25.5%	-54.3%	174.2%	60.0%	59.9%		35.2%	58.7%
	기타			-33.4%	109.3%	171.3%	140.8%	158.1%	40.1%		117.7%	8.0%
% 매출비중												
전력망		32.1%	44.0%	46.0%	55.7%	45.5%	29.8%	34.4%	47.7%	45.8%	39.2%	33.6%
	미국	27.4%	38.5%	44.1%	51.8%	42.5%	29.7%	32.8%	44.7%	41.8%	37.3%	32.0%
	유럽, 기타	4.8%	5.5%	1.9%	4.0%	3.0%	0.2%	1.6%	3.0%	4.0%	1.9%	1.6%
신재생 /데이터센터		57.0%	47.8%	49.4%	33.2%	50.6%	68.1%	63.2%	48.1%	45.4%	57.7%	66.4%
	미국	32.1%	29.7%	27.9%	4.2%	25.9%	49.9%	41.5%	22.0%	21.5%	35.0%	42.0%
	유럽, 기타	24.9%	18.1%	21.5%	29.0%	24.7%	18.2%	21.7%	26.1%	23.9%	22.7%	24.5%
기타		10.9%	8.3%	4.5%	11.1%	3.9%	2.1%	2.4%	4.2%	8.8%	3.1%	2.1%
(지역별)												
내수		15.4%	10.3%	7.9%	7.2%	4.3%	1.9%	1.7%	5.6%	9.8%	3.4%	2.5%
수출		84.6%	89.7%	92.1%	92.8%	95.7%	98.1%	98.3%	94.4%	90.2%	96.6%	97.5%
(수출 내 비중)	미국	70.3%	76.2%	78.2%	68.3%	69.2%	79.5%	75.5%	70.6%	72.9%	74.0%	75.9%
	유럽	21.7%	19.7%	17.2%	26.1%	24.6%	14.9%	19.2%	23.1%	21.6%	20.2%	18.7%
	일본	5.2%	1.7%	2.3%	3.1%	1.5%	2.5%	2.0%	3.7%	3.0%	2.5%	2.8%
	기타	2.8%	2.4%	2.3%	2.5%	4.8%	3.1%	3.3%	2.6%	2.5%	3.3%	2.6%
영업이익		23.3	24.5	27.8	33.7	37.5	46.3	50.4	50.3	109.2	184.6	271.1
% YoY		95.5%	90.3%	63.0%	603.5%	61.4%	89.1%	81.5%	49.4%	134.4%	69.0%	46.9%
% 영업이익률		32.9%	32.6%	34.9%	31.1%	38.0%	36.1%	37.6%	34.9%	32.7%	36.5%	38.7%

자료: 유안타증권 리서치센터



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교: 초고압변압기

(십억 원, 백만 달러, 십억 JPY, 백만 EUR)		산일전기	LS ELECTRIC	HD 현대일렉트릭	효성중공업	일진전기	PWR	GEV	HUBB	Hitachi	Siemens
시가총액		4,153	9,645	24,512	15,591	2,172	65,673	161,720	22,938	20,965	87,790
매출액	2024	334	4,552	3,322	4,895	1,577	23,750	34,935	5,629	9,729	34,465
	2025F	505	4,860	4,023	5,843	1,936	27,666	37,209	5,865	9,783	39,005
	2026F	700	5,598	4,581	6,637	2,199	30,873	40,795	6,221	10,217	42,605
영업이익	2024	109	390	669	362	80	1,473	643	1,126	710	2,122
	2025F	185	429	901	632	145	1,666	2,065	1,295	933	2,194
	2026F	271	550	1,113	879	198	2,086	3,795	1,404	1,065	4,010
영업이익률	2024	32.7%	8.6%	20.1%	7.4%	5.1%	6.2%	1.8%	20.0%	7.3%	6.2%
	2025F	36.5%	8.8%	22.4%	10.8%	7.5%	6.0%	5.5%	22.1%	9.5%	5.6%
	2026F	38.7%	9.8%	24.3%	13.2%	9.0%	6.8%	9.3%	22.6%	10.4%	9.4%
당기순이익 (지배)	2024	84	239	502	223	46	905	1,552	778	590	1,185
	2025F	152	327	686	466	90	1,052	2,230	878	616	1,399
	2026F	213	422	921	679	129	1,364	3,490	959	768	2,659
PER	2024	21.9	18.3	27.1	16.4	21.1	51.5	58.3	27.9	21.1	63.1
	2025F	27.4	29.5	35.7	33.5	29.7	62.5	72.5	26.1	34.0	62.7
	2026F	19.5	22.8	26.6	23.0	18.2	48.2	46.3	23.9	27.3	33.0

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 25.10.20 기준

산일전기(062040) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	215	334	505	700	896
매출원가	137	190	267	360	429
매출총이익	78	144	238	340	467
판매비	31	34	54	69	92
영업이익	47	109	185	271	375
EBITDA	49	112	187	274	378
영업외손익	2	-4	4	5	9
외환관련손익	1	11	1	1	1
이자손익	-2	0	2	4	8
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	2	-15	0	0	0
법인세비용차감전순이익	48	105	188	277	384
법인세비용	10	22	37	63	88
계속사업순이익	38	84	151	213	296
중단사업순이익	1	0	0	0	0
당기순이익	39	84	151	213	296
지배지분순이익	39	84	151	213	296
포괄순이익	52	83	151	213	295
지배지분포괄이익	52	83	151	213	295

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	35	16	96	148	230
당기순이익	39	84	151	213	296
감가상각비	3	3	3	2	2
외환손익	0	-6	-1	-1	-1
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-27	-86	-72	-82	-83
기타현금흐름	20	21	15	15	15
투자활동 현금흐름	-16	-173	-27	-30	-31
투자자산	0	-33	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-23	-90	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	7	-51	-27	-30	-30
재무활동 현금흐름	-2	198	-17	-16	-16
단기차입금	-13	3	5	6	6
사채 및 장기차입금	-10	-10	0	0	0
자본	23	220	0	0	0
현금배당	0	-5	-13	-13	-13
기타현금흐름	-1	-9	-9	-9	-9
연결범위변동 등 기타	0	0	6	9	9
현금의 증감	17	41	58	110	191
기초 현금	4	21	62	120	230
기말 현금	21	62	120	230	421
NOPLAT	47	109	185	271	375
FCF	12	-74	96	148	230

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2, PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	103	305	475	710	1,028
현금및현금성자산	21	62	120	230	421
매출채권 및 기타채권	32	96	147	203	260
재고자산	44	60	91	127	162
비유동자산	88	187	185	183	181
유형자산	81	168	165	163	160
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	7	12	13	13	13
자산총계	191	493	660	893	1,209
유동부채	53	53	79	109	139
매입채무 및 기타채무	27	17	26	35	45
단기차입금	7	1	1	1	1
유동성장기부채	3	0	0	0	0
비유동부채	12	6	9	12	15
장기차입금	8	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	65	58	88	121	155
자본지분	126	434	572	772	1,055
자본금	2	15	15	15	15
자본잉여금	23	230	230	230	230
이익잉여금	70	148	287	487	771
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	126	434	572	772	1,055
순차입금	-4	-130	-210	-344	-560
총차입금	19	11	16	22	28

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	8,807	3,214	4,975	7,012	9,733
BPS	26,290	14,553	18,829	25,408	34,714
EBITDAPS	11,139	4,302	6,149	8,985	12,400
SPS	48,385	12,828	16,603	22,986	29,442
DPS	947	420	420	420	420
PER	-	15.7	27.4	19.5	14.0
PBR	-	3.5	7.2	5.4	3.9
EV/EBITDA	-	12.6	21.1	13.9	9.5
PSR	-	3.9	8.2	5.9	4.6

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	81.3	55.7	51.3	38.4	28.1
영업이익 증가율 (%)	259.7	134.4	69.0	46.9	38.4
지배순이익 증가율 (%)	5,480.2	114.3	81.0	41.0	38.8
매출총이익률 (%)	36.3	43.0	47.1	48.6	52.1
영업이익률 (%)	21.7	32.7	36.5	38.7	41.9
지배순이익률 (%)	18.2	25.1	30.0	30.5	33.1
EBITDA 마진 (%)	23.0	33.5	37.0	39.1	42.1
ROIC	39.0	42.4	46.3	54.3	63.6
ROA	24.7	24.5	26.3	27.5	28.2
ROE	47.0	29.9	30.1	31.8	32.4
부채비율 (%)	51.9	13.5	15.3	15.7	14.7
순차입금/자기자본 (%)	-3.5	-30.0	-36.7	-44.6	-53.1
영업이익/금융비용 (배)	26.2	54.9	100.6	106.0	112.7



일진전기 (103590): 변압기 증설효과 진행 중

전력기기



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	54,000원 (U)
현재주가 (10/21)	45,550원
상승여력	19%

시가총액	21,721 억원
총발행주식수	47,685,390 주
60일 평균 거래대금	338억원
60일 평균 거래량	862,247주
52주 고/저	45,550원/20,050원
외인지분율	10.71%
배당수익률	1.10%
주요주주	일진홀딩스 외 4인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	26.0	14.3	76.9
상대	13.8	(4.5)	20.3
절대(달려환산)	23.7	12.2	70.7

- '26년 증설효과 본격화: '26F 매출액 2조 1,991억원(YoY +13.6%), 영업이익 1,976억원(YoY +36.4%, OPM 9.0%)으로 추정. 관세 부담은 일부 존재하나 고객사 전가율이 높아 수익성 영향은 제한적. 美 동부 전력청과의 장기공급계약(총 4,300억원, 2026~2030년)은 '26년부터 본격 매출화될 예정.
- 향후 북미 전력망 교체 사이클과 연계해 안정적인 매출 기반으로 작용할 전망. 더불어, 수익성 높은 154~345kV급 미국향 변압기 공급이 지속된 것으로 판단. 전선 부문은 중동, 동남아 등 수출 비중 확대로 안정적인 외형을 유지 중. 수주잔고 약 19억달러 중 중전기 비중이 66%임을 감안할 때, 향후 고마진 제품의 매출 인식에 따른 연결 영업이익률의 업사이드를 기대.
- 중전기 부문의 미국향 매출 확대가 본격화되며, 고단가 프로젝트 비중 확대에 따른 이익 체력 레벨업을 예상. 일진전기는 북미 송전·배전망 교체 및 AI 데이터센터 전력 인프라 확충의 핵심 수혜 업체로, 2025~2026년 이익 성장 가시성이 높은 전력기기 업체로 판단.

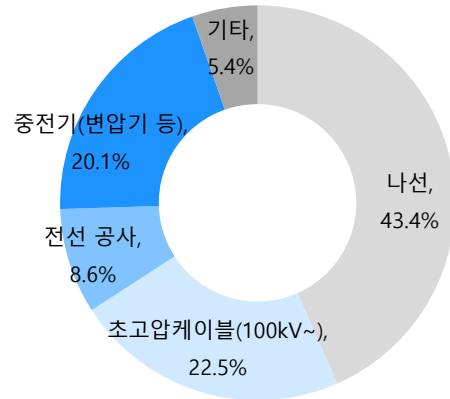
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,247	1,577	1,936	2,199	2,570
매출액증가율	7.0	26.5	22.8	13.6	16.9
영업이익	61	80	145	198	188
영업이익률	4.9	5.1	7.5	9.0	7.3
지배주주귀속순이익	35	46	90	129	118
지배주주 귀속 EPS	871	992	1,885	2,708	2,479
증가율	42.6	13.9	90.0	43.7	-8.5
PER	10.1	21.1	24.2	16.8	17.0
PBR	0.9	2.0	3.8	3.2	2.6
EV/EBITDA	6.4	10.7	12.3	8.6	8.5
ROA	3.9	4.2	6.6	8.3	6.6
ROE	9.6	10.6	16.8	20.6	16.2

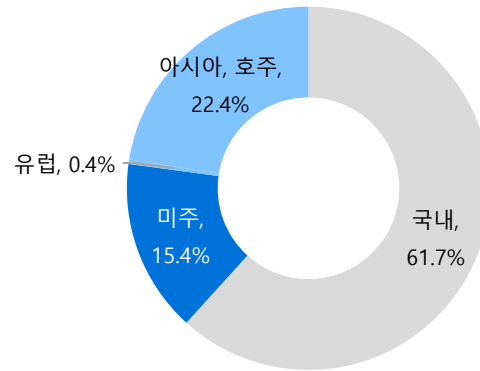
자료: 유안타증권 리서치센터

일진전기 사업별 매출비중(2Q25 누적)



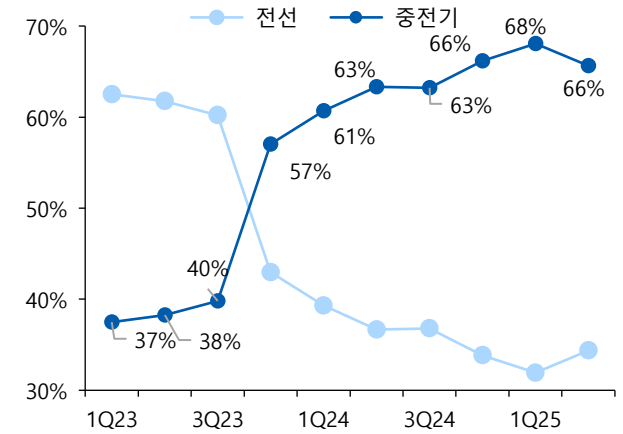
자료: 일진전기, 유안타증권 리서치센터

일진전기 지역별 매출비중(2Q25 누적)



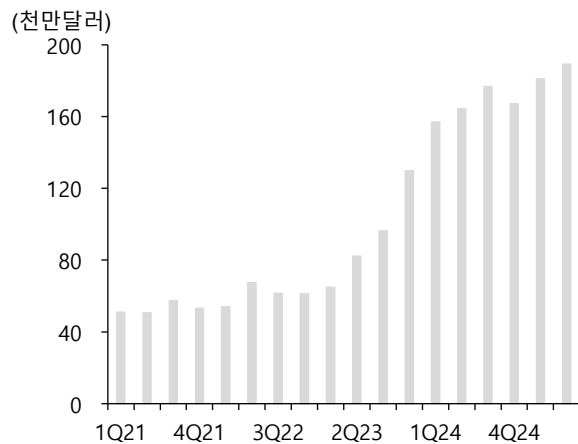
자료: 일진전기, 유안타증권 리서치센터

일진전기 수주잔고 내 전선/중전기 비중



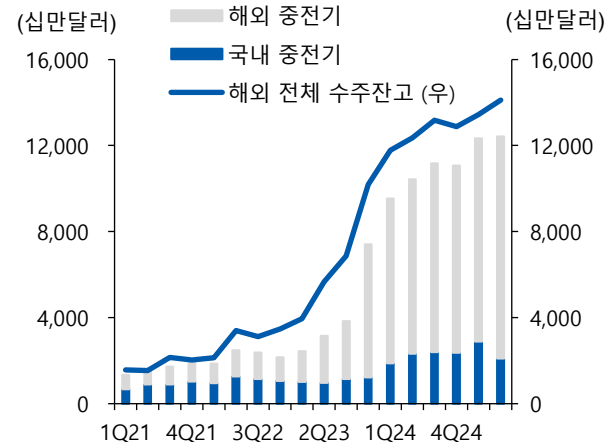
자료: 일진전기, 유안타증권 리서치센터

일진전기 전체 수주잔고 추이



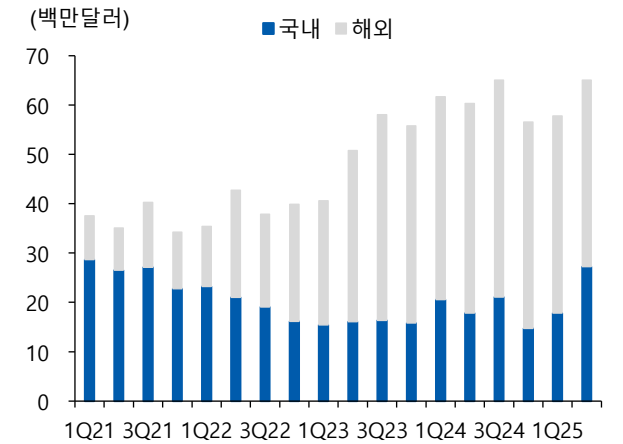
자료: 일진전기, 유안타증권 리서치센터

일진전기 중전기 수주잔고 추이



자료: 일진전기, 유안타증권 리서치센터

일진전기 전선 수주잔고 추이



자료: 일진전기, 유안타증권 리서치센터



일진전기 실적 테이블

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	전체	341.3	433.8	331.4	470.8	457.4	522.8	425.4	530.7	1,577.3	1,936.3	2,199.1
	중전기	76.7	82.9	72.5	120.3	127.9	192.0	141.4	186.5	352.3	647.7	835.8
	전선	283.2	377.2	280.0	376.1	388.7	389.8	322.0	395.0	1,316.5	1,495.5	1,586.4
	기타 및 연결조정	-18.6	-26.3	-21.1	-25.6	-59.1	-59.0	-37.9	-50.8	-91.6	-206.9	-223.0
YoY	전체	13.5%	42.7%	16.1%	32.1%	34.0%	20.5%	28.4%	12.7%	26.5%	22.8%	13.6%
	중전기	63.1%	9.3%	-10.3%	35.8%	66.8%	131.7%	95.0%	55.0%	20.5%	83.8%	29.0%
	전선	6.7%	54.5%	24.6%	34.1%	37.3%	3.3%	15.0%	5.0%	29.7%	13.6%	6.1%
영업이익	전체	18.3	24.5	14.7	22.3	34.0	37.6	33.1	40.1	79.7	144.9	197.6
	중전기	15.9	11.0	6.9	4.9	32.9	32.9	17.2	17.7	38.7	100.8	139.7
	전선	7.9	15.0	6.1	11.9	17.4	17.4	10.0	17.2	40.8	62.1	71.9
	기타 및 연결조정	-5.6	-1.4	1.7	5.5	-16.3	-12.7	5.9	5.1	0.2	-18.0	-14.0
YoY	전체	6.8%	88.5%	-7.3%	50.4%	86.4%	53.4%	125.8%	79.8%	31.2%	81.7%	36.4%
	중전기	130.3%	8.1%	-10.9%	-45.1%	106.5%	200.2%	150.0%	260.0%	14.6%	160.3%	38.7%
	전선	-37.7%	223.3%	4.2%	362.5%	120.1%	16.6%	65.0%	45.0%	58.6%	52.1%	15.8%
OPM	전체	5.4%	5.7%	4.4%	4.7%	7.4%	7.2%	7.8%	7.5%	5.1%	7.5%	9.0%
	중전기	20.8%	13.2%	9.5%	4.1%	25.7%	17.1%	12.2%	9.5%	11.0%	15.6%	16.7%
	전선	2.8%	4.0%	2.2%	3.2%	4.5%	4.5%	3.1%	4.4%	3.1%	4.2%	4.5%
당기순이익(지배)		12.6	16.6	7.7	9.2	22.9	26.3	21.9	18.9	46.2	89.9	129.1
YoY		14.4%	128.3%	-42.1%	219.1%	81.2%	57.8%	183.3%	105.2%	33.7%	94.6%	43.7%
NPM(%)		3.7%	3.8%	2.3%	2.0%	5.0%	5.0%	5.1%	3.6%	2.9%	4.6%	5.9%

자료: 유안타증권 리서치센터



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교: 송전 변압기

(십억 원, 백만달러, 십억 JPY, 백만 EUR)		일진전기	HD현대 일렉트릭	효성중공업	LS ELECTRIC	산일전기	GE Vernova (GEV)	Siemens AG (SIE.DE)	Quanta Service s (PWR)	Hitachi Ltd (6501)
시가총액		2,172	24,512	15,591	9,645	4,153	161,720	91,277	65,673	20,965
매출액	2024	1,577	3,322	4,895	4,552	334	34,935	34,465	23,750	9,729
	2025F	1,936	4,023	5,843	4,860	505	37,209	39,005	27,666	9,783
	2026F	2,199	4,581	6,637	5,598	700	40,795	42,605	30,873	10,217
영업이익	2024	80	669	362	390	109	643	-2,122	1,473	710
	2025F	145	901	632	429	185	2,065	2,194	1,666	933
	2026F	198	1,113	879	550	271	3,795	4,010	2,086	1,065
영업이익률	2024	5.1%	20.1%	7.4%	8.6%	32.7%	1.8%	-6.2%	6.2%	7.3%
	2025F	7.5%	22.4%	10.8%	8.8%	36.5%	5.5%	5.6%	6.0%	9.5%
	2026F	9.0%	24.3%	13.2%	9.8%	38.7%	9.3%	9.4%	6.8%	10.4%
당기순이익 (지배)	2024	46	502	223	239	84	1,552	1,185	905	590
	2025F	90	686	466	327	152	2,230	1,399	1,052	616
	2026F	129	921	679	422	213	3,490	2,659	1,364	768
PER	2024	21.1	27.1	16.4	18.3	21.9	58.3	63.1	51.5	21.1
	2025F	29.7	35.7	33.5	29.5	27.4	72.5	65.2	62.5	34.0
	2026F	18.2	26.6	23.0	22.8	19.5	46.3	34.3	48.2	27.3

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 25.10.20 기준



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교: 전선 Peer

(십억 원, 백만 EUR, 십억 JPY)		일진전기	대한전선	LS에코에너지	가온전선	Prysmian SpA (PRY)	Nexans (NEX)	NKT A/S (NKT)	Sumitomo Electric Industries Ltd. (5802)
시가총액		2,172	3,347	1,311	951	26,423	5,293	3,956	3,634
매출액	2024	1,577	3,291	869	1,727	17,200	8,546	3,252	4,400
	2025F	1,936	3,608	1,008	2,516	19,353	7,636	3,258	4,680
	2026F	2,199	3,948	1,235	2,604	20,556	7,756	3,408	4,633
영업이익	2024	80	115	45	45	1,303	610	245	260
	2025F	145	125	60	82	1,727	562	237	321
	2026F	198	150	119	104	1,973	603	263	303
영업이익률	2024	5.1%	3.5%	5.2%	2.6%	7.6%	7.1%	7.5%	5.9%
	2025F	7.5%	3.5%	6.0%	3.3%	8.9%	7.4%	7.3%	6.9%
	2026F	9.0%	3.8%	9.6%	4.0%	9.6%	7.8%	7.7%	6.5%
당기순이익 (지배)	2024	46	70	31	25	729	279	337	150
	2025F	90	90	41	54	989	438	206	194
	2026F	129	112	75	71	1,183	364	209	204
PER	2024	21.1	27.3	30.4	16.7	15.6	16.1	22.9	11.4
	2025F	24.2	37.2	32.2	17.8	26.7	12.1	19.2	18.8
	2026F	16.8	29.9	17.4	13.4	22.3	14.5	19.0	17.9

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 25.10.20 기준

일진전기(103590) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,247	1,577	1,936	2,199	2,570
매출원가	1,129	1,422	1,665	1,865	2,234
매출총이익	117	156	271	334	337
판매비	57	76	126	136	149
영업이익	61	80	145	198	188
EBITDA	74	93	157	209	198
영업외손익	-17	-16	-25	-22	-20
외환관련손익	-3	11	0	0	0
이자손익	-10	-5	-3	-1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-4	-21	-21	-21	-21
법인세비용차감전순이익	44	64	120	175	168
법인세비용	9	18	30	46	50
계속사업순이익	35	46	90	129	118
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	35	46	90	129	118
지배지분순이익	35	46	90	129	118
포괄순이익	31	44	88	127	116
지배지분포괄이익	31	44	88	127	116

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	49	106	151	202	172
당기순이익	35	46	90	129	118
감가상각비	13	13	12	11	10
외환손익	2	-8	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-9	17	32	47	31
기타현금흐름	9	37	17	15	13
투자활동 현금흐름	-19	-69	-2	-1	-2
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-24	-69	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	5	1	-2	-1	-2
재무활동 현금흐름	-12	46	-15	-17	-15
단기차입금	-22	-5	5	4	5
사채 및 장기차입금	11	-22	0	0	0
자본	0	93	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-20	-20	-20	-20
연결범위변동 등 기타	-2	0	-41	-58	-39
현금의 증감	17	83	93	127	115
기초 현금	39	57	140	233	360
기말 현금	57	140	233	360	475
NOPLAT	61	80	145	198	188
FCF	25	36	151	202	172

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2, PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전일치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	434	702	923	1,144	1,391
현금및현금성자산	57	140	233	360	475
매출채권 및 기타채권	206	248	304	345	404
재고자산	146	245	301	342	399
비유동자산	495	547	535	523	513
유형자산	389	437	425	414	404
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	12	9	9	9	9
자산총계	929	1,249	1,458	1,667	1,904
유동부채	385	607	727	815	939
매입채무 및 기타채무	193	270	332	377	441
단기차입금	43	22	22	22	22
유동성장기부채	43	56	56	56	56
비유동부채	173	142	159	172	190
장기차입금	71	64	64	64	64
사채	30	0	0	0	0
부채총계	558	749	886	987	1,129
자본지분	371	500	572	680	775
자본금	37	48	48	48	48
자본잉여금	137	219	219	219	219
이익잉여금	197	232	306	416	512
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	371	500	572	680	775
순차입금	126	12	-80	-205	-319
총차입금	194	168	173	177	182

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	871	992	1,885	2,708	2,479
BPS	9,361	10,494	11,991	14,261	16,251
EBITDAPS	1,857	1,994	3,294	4,381	4,161
SPS	31,438	33,869	40,606	46,117	53,902
DPS	206	300	350	400	450
PER	10.1	21.1	24.2	16.8	18.4
PBR	0.9	2.0	3.8	3.2	2.8
EV/EBITDA	6.4	10.7	13.3	9.4	9.3
PSR	0.3	0.6	1.1	1.0	0.8

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	7.0	26.5	22.8	13.6	16.9
영업이익 증가율 (%)	92.9	31.2	81.7	36.4	-4.9
지배순이익 증가율 (%)	42.6	33.7	94.6	43.7	-8.5
매출총이익률 (%)	9.4	9.9	14.0	15.2	13.1
영업이익률 (%)	4.9	5.1	7.5	9.0	7.3
지배순이익률 (%)	2.8	2.9	4.6	5.9	4.6
EBITDA 마진 (%)	5.9	5.9	8.1	9.5	7.7
ROIC	10.4	12.1	23.5	31.1	28.9
ROA	3.9	4.2	6.6	8.3	6.6
ROE	9.6	10.6	16.8	20.6	16.2
부채비율 (%)	150.3	149.7	155.0	145.2	145.7
순차입금/자기자본 (%)	34.0	2.4	-14.0	-30.2	-41.1
영업이익/금융비용 (배)	5.1	10.4	20.2	26.8	24.8



대한전선 (001440): 4Q부터 구조적 개선 진입

전력기기



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	21,000원 (M)
현재주가 (10/20)	17,840원
상승여력	18%

시가총액	33,244 억원
총발행주식수	186,447,300 주
60일 평균 거래대금	246억원
60일 평균 거래량	1,480,788주
52주 고/저	18,140원/10,000원
외인지분율	9.54%
배당수익률	0.00%
주요주주	호반산업 외 2인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.9	11.4	43.0
상대	1.1	(6.9)	(2.8)
절대(달려환산)	9.9	9.4	38.0

- '26F 매출액 3조 8,703억원(YoY +7.3%), 영업이익 1,502억원(YoY +29.5%)으로 추정. 북미향 수주는 누적 1,000억원을 돌파했고, 3Q25부터 시공 일정이 순차적으로 재개 중. 반면 산업전선 부문은 내수 수요 둔화로 성장세가 제한되었으나, 중동·싱가포르향 케이블 수출이 수익성 방어 역할 수행 중.
- 저수익 프로젝트가 3Q25를 끝으로 대부분 종료되고, 북미 및 유럽향 초고압 케이블 비중이 확대되며 4Q25부터는 수익성이 개선될 것으로 예상. 현재 수주잔고는 약 3.3조원으로 추정. 이 중 초고압 및 해저케이블 비중이 32%로 확대됨. 국내외 HVDC 투자가 가속화되면서 향후 신규 수주 단가의 상승세가 나타날 것으로 전망.
- 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가는 21,000원으로 상향: 26F BPS에 Target PBR 2.3배 적용. 중장기적으로는 해저케이블 2공장 증설과 북미향 고수익 프로젝트 증가로 4Q25~1Q26의 구조적 턴어라운드 가 본격화될 전망. 해저케이블 2공장 증설(2028년 완공 예정)은 설계-제조-시공을 통합한 턴키 비즈니스 모델 구축으로 연결될 가능성 농후. 2027년 이후에는 국내 HVDC 프로젝트(서해안 에너지고속도로 등) 및 해상풍력 해저케이블 교체 수요 대응이 가능할 것으로 기대.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,844	3,291	3,607	3,870	4,264
매출액증가율	16.0	15.7	9.6	7.3	10.2
영업이익	80	115	116	150	185
영업이익률	2.8	3.5	3.2	3.9	4.3
지배주주귀속순이익	71	70	82	112	132
지배주주 귀속 EPS	510	409	437	600	707
증가율	218.8	-19.8	6.8	37.3	17.8
PER	24.4	30.2	40.8	29.7	24.9
PBR	1.8	1.6	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	17.8	14.6	23.0	18.2	14.1
ROA	4.0	3.1	3.0	3.9	4.2
ROE	7.8	5.8	5.4	6.9	7.5

자료: 유안타증권 리서치센터



대한전선 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	788.5	864.4	804.4	834.0	855.5	916.4	912.2	923.5	3,291.3	3,607.5	3,870.3
초고압/해저케이블	138.1	143.0	192.4	210.1	114.4	114.4	259.7	273.1	683.6	761.7	923.2
산업전선(MV/LV)	142.2	150.3	142.4	131.7	113.8	113.8	145.2	134.3	566.6	507.2	506.3
소재 및 기타	428.5	471.1	418.0	390.9	488.0	488.0	438.9	402.6	1,708.5	1,817.5	1,875.2
통신	18.2	16.4	15.4	14.5	15.8	15.8	15.7	13.6	64.5	60.9	58.5
중속법인 및 연결 조정	61.5	83.6	36.2	86.8	123.5	123.5	52.6	99.8	268.1	399.3	507.1
% YoY	12.0%	14.6%	27.7%	10.4%	8.5%	6.0%	13.4%	10.7%	15.7%	9.6%	7.3%
초고압/해저케이블	12.6%	-4.9%	35.4%	80.3%	-17.1%	-20.0%	35.0%	30.0%	28.6%	11.4%	21.2%
산업전선(MV/LV)	2.7%	6.4%	2.5%	-15.6%	-20.0%	-24.3%	2.0%	2.0%	-1.4%	-10.5%	-0.2%
소재 및 기타	13.7%	25.5%	38.5%	6.0%	13.9%	3.6%	5.0%	3.0%	20.1%	6.4%	3.2%
통신	5.8%	-25.8%	-30.3%	-9.9%	-13.2%	-3.7%	2.0%	-6.2%	-16.8%	-5.6%	-4.0%
중속법인 및 연결 조정	26.6%	27.6%	43.5%	-11.6%	100.6%	47.8%	45.1%	15.0%	12.9%	48.9%	27.0%
% 매출비중											
초고압/해저케이블	13.4%	12.5%	28.5%	29.6%	14.4%	16.0%	31.7%	32.4%	20.8%	21.1%	23.9%
산업전선(MV/LV)	13.3%	12.4%	15.9%	14.5%	11.8%	12.6%	14.5%	13.5%	17.2%	14.1%	13.1%
소재 및 기타	57.0%	53.3%	48.1%	43.6%	53.1%	55.6%	45.5%	40.6%	51.9%	50.4%	48.5%
통신	1.8%	1.7%	1.7%	1.5%	1.5%	1.7%	1.5%	1.3%	2.0%	1.7%	1.5%
중속법인 및 연결 조정	14.4%	13.5%	5.8%	10.8%	19.2%	14.2%	6.9%	12.3%	8.1%	11.1%	13.1%
영업이익	28.8	37.4	27.2	21.8	27.1	28.6	29.1	31.2	115.2	116.0	150.2
% YoY	62.7%	55.9%	56.3%	5.1%	-5.8%	-23.6%	6.9%	43.3%	44.3%	0.7%	29.5%
% 영업이익률	3.6%	4.3%	3.4%	2.6%	3.2%	3.1%	3.2%	3.4%	3.5%	3.2%	3.9%



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교: 전선 Peer

(십억 원, 백만 EUR, 십억 JPY)		대한전선	일진전기	LS에코에너지	가온전선	Prysmian SpA (PRY)	Nexans (NEX)	NKT A/S (NKT)	Sumitomo Electric Industries Ltd. (5802)
시가총액		3,347	2,172	1,311	951	26,423	5,293	3,956	3,634
매출액	2024	3,291	1,577	869	1,727	17,200	8,546	3,252	4,400
	2025F	3,608	1,936	1,008	2,516	19,353	7,636	3,258	4,680
	2026F	3,948	2,199	1,235	2,604	20,556	7,756	3,408	4,633
영업이익	2024	115	80	45	45	1,303	610	245	260
	2025F	125	145	60	82	1,727	562	237	321
	2026F	150	198	119	104	1,973	603	263	303
영업이익률	2024	3.5%	5.1%	5.2%	2.6%	7.6%	7.1%	7.5%	5.9%
	2025F	3.5%	7.5%	6.0%	3.3%	8.9%	7.4%	7.3%	6.9%
	2026F	3.8%	9.0%	9.6%	4.0%	9.6%	7.8%	7.7%	6.5%
당기순이익 (지배)	2024	70	46	31	25	729	279	337	150
	2025F	90	90	41	54	989	438	206	194
	2026F	112	129	75	71	1,183	364	209	204
PER	2024	27.3	21.1	30.4	16.7	15.6	16.1	22.9	11.4
	2025F	37.2	24.2	32.2	17.8	26.7	12.1	19.2	18.8
	2026F	29.9	16.8	17.4	13.4	22.3	14.5	19.0	17.9

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 25.10.20 기준



대한전선(001440) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,844	3,291	3,607	3,870	4,264
매출원가	2,652	3,028	3,343	3,547	3,859
매출총이익	192	263	264	323	405
판매비	112	148	148	173	220
영업이익	80	115	116	150	185
EBITDA	103	144	143	175	218
영업외손익	-14	-39	-30	-38	-35
외환관련손익	6	16	0	0	0
이자손익	-21	-15	-14	-14	-10
관계기업관련손익	0	-1	0	0	0
기타	1	-40	-16	-25	-25
법인세비용차감전순이익	65	76	86	112	150
법인세비용	-6	2	0	-6	11
계속사업순이익	72	74	86	118	139
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	72	74	86	118	139
지배지분순이익	71	70	82	112	132
포괄순이익	72	83	95	127	148
지배지분포괄이익	72	77	88	118	137

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	31	7	46	87	90
당기순이익	72	74	86	118	139
감가상각비	23	29	27	25	33
외환손익	-6	-20	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	1	0	0	0
자산부채의 증감	-64	-97	-98	-87	-113
기타현금흐름	5	20	31	31	31
투자활동 현금흐름	-57	-387	-168	-23	-34
투자자산	68	-263	-1	-1	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-126	-129	-140	0	0
유형자산 감소	2	0	0	0	0
기타현금흐름	-1	4	-27	-22	-33
재무활동 현금흐름	97	411	-150	-151	-148
단기차입금	78	52	8	7	10
사채 및 장기차입금	13	57	0	0	0
자본	0	460	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	6	-158	-158	-158	-158
연결범위변동 등 기타	1	13	184	179	184
현금의 증감	72	44	-87	92	91
기초 현금	217	289	333	339	430
기말 현금	289	333	246	339	430
NOPLAT	88	115	116	158	185
FCF	-95	-122	-94	87	90

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2, PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,266	1,776	1,824	2,031	2,295
현금및현금성자산	289	333	246	339	430
매출채권 및 기타채권	439	491	535	574	632
재고자산	460	597	654	702	773
비유동자산	613	867	981	956	924
유형자산	482	712	825	800	767
관계기업등 지분관련자산	5	4	5	5	6
기타투자자산	32	28	28	28	29
자산총계	1,879	2,643	2,805	2,987	3,219
유동부채	682	920	986	1,041	1,124
매입채무 및 기타채무	354	458	502	538	593
단기차입금	165	142	142	142	142
유동성장기부채	20	20	20	20	20
비유동부채	243	226	227	228	229
장기차입금	225	210	210	210	210
사채	0	0	0	0	0
부채총계	925	1,147	1,214	1,269	1,353
자본지분	937	1,473	1,564	1,685	1,826
자본금	124	186	186	186	186
자본잉여금	756	1,154	1,154	1,154	1,154
이익잉여금	317	385	467	579	710
비지배지분	17	23	27	33	40
자본총계	953	1,496	1,591	1,718	1,866
순차입금	116	-80	-11	-119	-234
총차입금	423	532	540	546	556

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	510	409	437	600	707
BPS	6,772	7,934	8,418	9,070	9,828
EBITDAPS	747	838	768	941	1,171
SPS	20,552	19,092	19,349	20,758	22,872
DPS	0	0	0	0	0
PER	24.4	30.2	40.8	29.7	25.2
PBR	1.8	1.6	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	17.8	14.6	23.3	18.5	14.3
PSR	0.6	0.6	0.9	0.9	0.8

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	16.1	15.7	9.6	7.3	10.2
영업이익 증가율 (%)	65.7	44.3	0.7	29.5	23.2
지배순이익 증가율 (%)	243.1	-0.2	15.8	37.2	17.7
매출총이익률 (%)	6.8	8.0	7.3	8.4	9.5
영업이익률 (%)	2.8	3.5	3.2	3.9	4.3
지배순이익률 (%)	2.5	2.1	2.3	2.9	3.1
EBITDA 마진 (%)	3.6	4.4	4.0	4.5	5.1
ROIC	9.7	10.0	8.5	10.9	11.5
ROA	4.0	3.1	3.0	3.9	4.2
ROE	7.8	5.8	5.4	6.9	7.5
부채비율 (%)	97.1	76.6	76.3	73.9	72.5
순차입금/자기자본 (%)	12.3	-5.4	-0.7	-7.1	-12.8
영업이익/금융비용 (배)	3.0	3.7	3.4	4.3	5.2

[인터넷/게임]

중요한 건 꺾이지 않는 성장

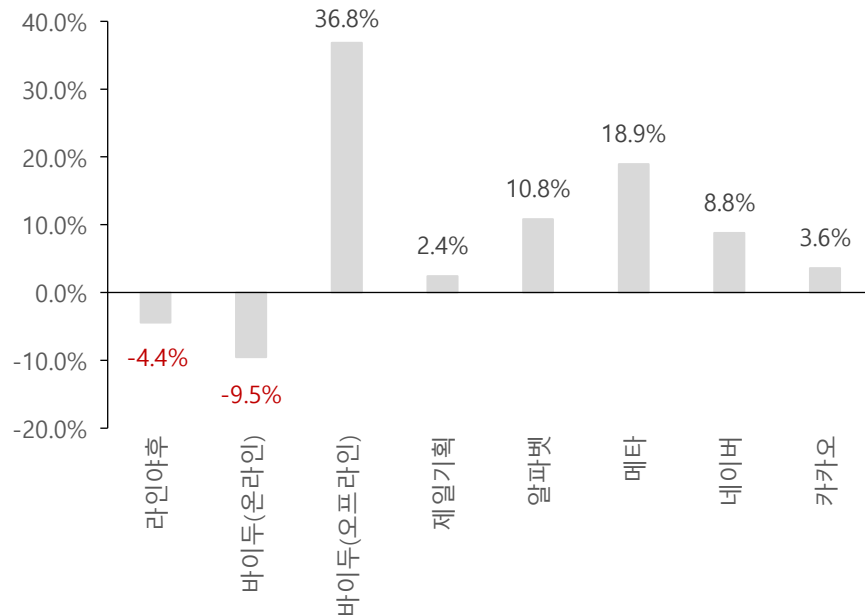


이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

2026 플랫폼 : 광고-커머스 매출 전망

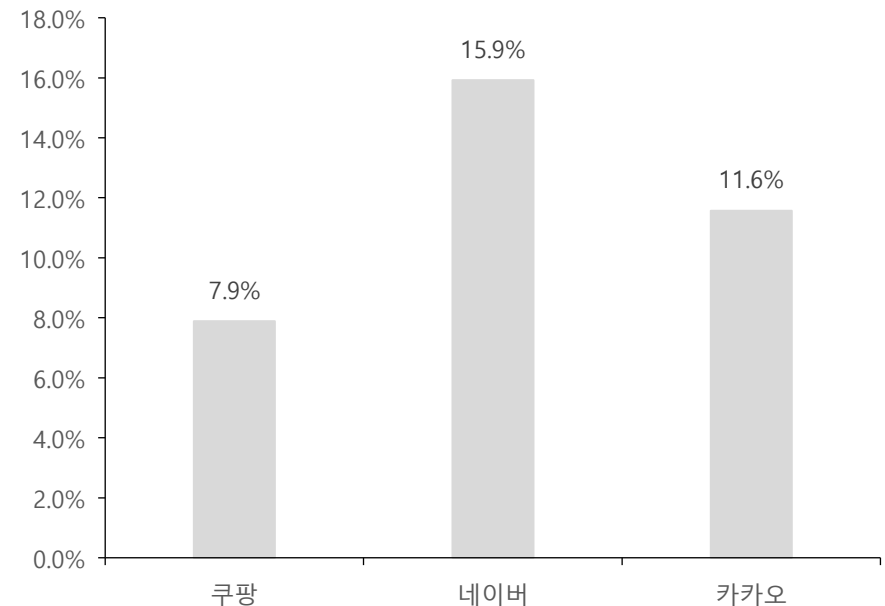
- **[광고]** AI 검색 증가 → 검색광고 노출 및 클릭률 감소. 1H25 라인야후, 바이두 검색광고 매출 각각 4.4%, 9.5% 감소
- 2026년 광고/소비 경기 회복가능성 불확실. 유튜브, 인스타 등 플랫폼 경쟁 심화 지속 전망
- 2025까지는 로컬검색, 체류시간 증가에 따른 피드형 광고 성장 (NAVER), 메시지형 광고 성장(카카오) 등으로 성장 유지했으나, 2026년 낮은 한자리수로 성장률 둔화 전망
- **[커머스]** 국내 이커머스 시장 성장 둔화&경쟁심화 지속되는 가운데, 2026년 신세계-알리익스프레스 JV 등 C커머스 경쟁 심화 전망
- 커머스 수수료 인상(NAVER), 직매입, 챗GPT 도입(카카오) 등으로 '매출' 성장률 유지 전망

국내외 플랫폼 기업 광고 매출 1H 25 YoY 성장률



자료: 각사 IR 자료

국내 플랫폼 기업 이커머스 매출 1H 25 YoY 성장률

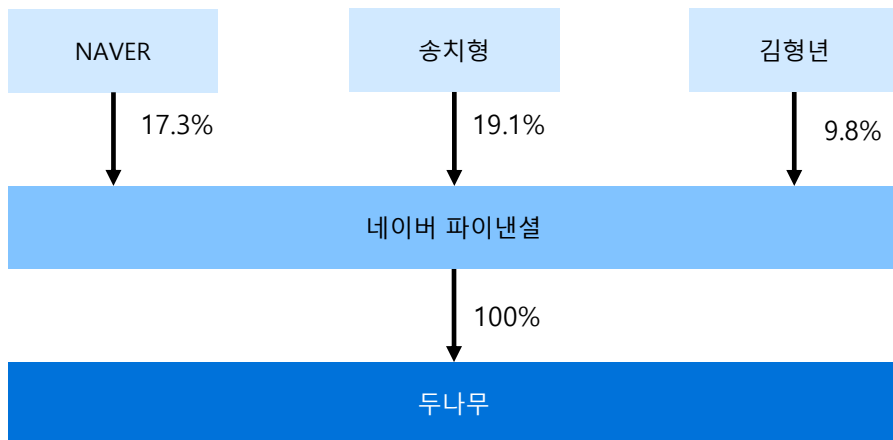


자료: 각사 IR 자료

2026 플랫폼 : 새로운 성장

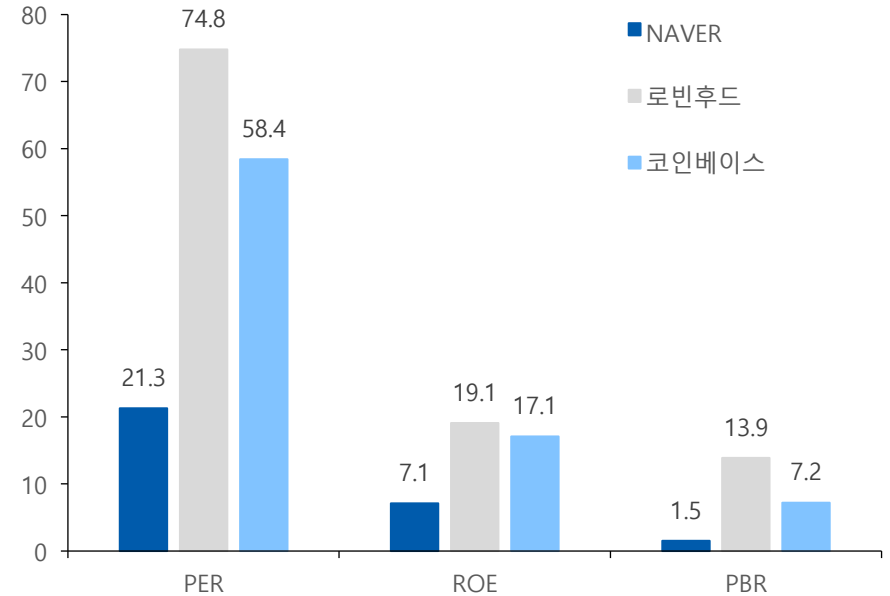
- 두나무 3Q25 영업이익 8,119억원, 영업이익률 69.8% vs NAVER 영업이익의 15,976억원의 51%, 영업이익률 3.8배
- 네이버파이낸셜과 주식교환 후 결제, 스테이블코인 발행(또는 유통), 대출, 스테이킹(Staking), STO, RWA 등 가상자산 사업 확장 시 미국 로빈후드, 코인베이스와 같은 벨류에이션 리레이팅 전망 (NASDAQ 상장 기대)
- 네이버 파이낸셜 5조 : 두나무 15조 가치의 1:3 주식교환시 두나무는 네이버 파이낸셜의 100% 자회사가 되고, 네이버 파이낸셜에 대한 NAVER의 지분은 69% → 17.3%, 두나무 최대주주 2인의 네이버 파이낸셜의 지분을 합은 29%가 되어 네이버 파이낸셜의 실질적 경영권은 두나무 최대주주에게 넘어감
- 두나무 포함 네이버 파이낸셜 가치 리레이팅시 연결 순이익 1.5조원(1+0.5) * PER 50배 = 75조원 * 17.3%(네이버 지분율) 13조원(←현재 지분가치 3조원) 네이버 시총 10조원 추가, 주가 25% Upside 가능

1:3 주식 교환 후 지분을 변화



자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER vs 가상자산거래소 1H25 Valuation 비교

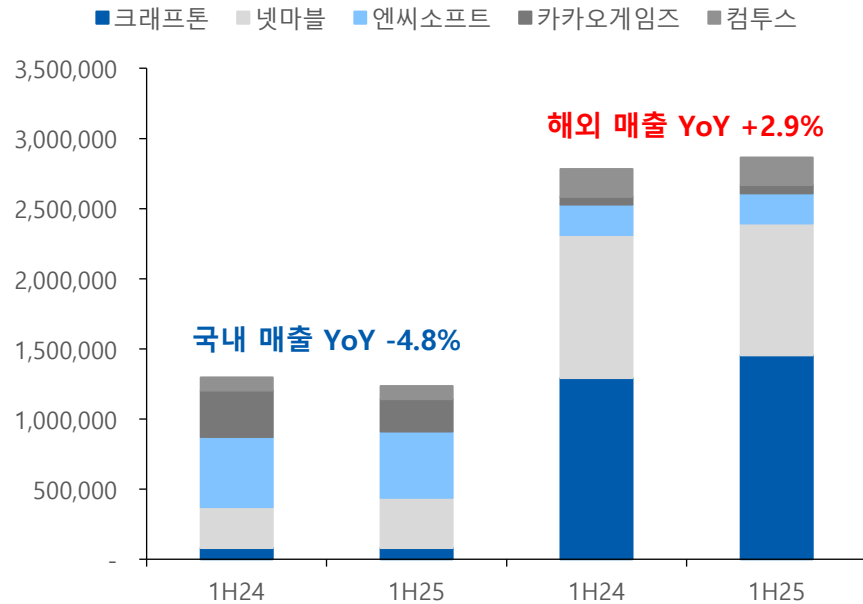


자료: 유안타증권 리서치센터

2026 게임 : 부활하는 성장

- 국내 모바일 게임 상위 매출 10개 중 외산 게임 6개 차지
- 국내 상위 5개 게임사 1H25 국내 매출 YoY -4.8%, 해외 매출 +2.9%
- 기존 모바일, MMORPG, Pay to Win 모델 중심에서 PC/콘솔, 슈팅, 캐주얼 등 장르 다양화, 배틀패스, 스킨 아이템 등 BM 변화 등으로 글로벌 사용자 중심의 게임 개발
- 중국 게임시장 외산판호 증가도 국내 게임사 성장에 긍정적
- 글로벌 게임 시장 경쟁 심화에 대응한 대작 IP 신작 모멘텀 중심의 투자 유효

국내외 플랫폼 기업 광고 매출 1H 25 YoY 성장률



자료: 각사 IR 자료

국내 모바일 게임 매출 순위 (구글플레이 2025.10.15 기준)

순위	구글플레이	게임명	개발사
1	1	뱀피르 (Netmarble)	Netmarble
2	2	WOS: 화이트아웃 서바이벌 (Century Games PTE. LTD.)	Century Games PTE. LTD.
3	3	리니지M (NCSOFT)	NCSOFT
4	4	라스트 워: 서바이벌 (FUNFLY PTE. LTD.)	FUNFLY PTE. LTD.
5	5	Roblox (Roblox Corporation)	Roblox Corporation
6	6	킹샷:Kingshot (Century Games PTE. LTD.)	Century Games PTE. LTD.
7	7	마비노기 모바일 (NEXON Company)	NEXON Company
8	8	라스트 Z: 서바이벌 슈터 (Florere Game)	Florere Game
9	9	로얄 매치 Royal Match (Dream Games, Ltd.)	Dream Games, Ltd.
10	10	오딘: 발할라 라이징 (Kakao Games Corp.)	Kakao Games Corp.

자료: 모바일 인덱스



NAVER(035420): 새로운 성장

인터넷/SW



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuanta.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	360,000원 (M)
현재주가(10/20)	258,000원
상승여력	40%

시가총액	404,680억원
총발행주식수	156,852,638주
60일 평균 거래대금	3,287억원
60일 평균 거래량	1,350,393주
52주 고/저	290,500원 / 167,800원
외인지분율	40.77%
배당수익률	0.57%
주요주주	국민연금공단

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.3	6.6	45.9
상대	(0.4)	(10.9)	(0.8)
절대(달러환산)	8.3	4.6	40.8

- 힘겨운 성장, 힘겨울 성장** : AI 검색에 따른 쿼리수, 클릭률 감소로 BAIDU, LINEYAHOO 검색 매출 1H25 각각 4.4%, 9.5% 감소. 현재 NAVER는 로컬검색, 쇼핑 검색으로 검색매출 성장 유지 중이나 챗GPT 포함 AI 검색 증가는 동사에게도 피해갈 수 없는 상황. 커머스 수수료 증가로 커머스 매출은 3Q25 +35.9% 증가했으나, 국내 커머스 경쟁 심화로 거래액 성장은 거의 없을 것으로 예상. 해외성장의 중심인 웹툰 성장률 8.7%(달러기준), 약 20억 달러 투자한 해외 C2C플랫폼은 성장 여부조차 확인이 안되고 있는 상황임
- 가상자산, 핀테크를 통해 성장성과 수익성을 동시에** : 두나무 3Q25 영업이익 8,119억원, 영업이익률 69.8%로 NAVER 영업이익의 51%, 영업이익률 3.8배에 해당. 네이버 파이낸셜 5조 : 두나무 15조 가치의 1:3 주식교환시 네이버 파이낸셜에 대한 NAVER의 지분은 69% → 17.3%. 공정거래법상 계열사 편입 요건 충족을 위해 의결권 위임 가능성. 주식교환 후 양사가 결제, 스테이블코인 발행(또는 유통), 대출, 스테이킹(Staking), STO, RWA 등 가상자산 사업 확장 시 로빈후드(P/E 74.8배), 코인베이스 (P/E 58.4배)와 같은 벨류에이션 리레이팅 전망 (NASDAQ 상장 기대)
- 2026년 실적 증가와 벨류에이션 리레이팅 동시 기대**: 두나무 포함 네이버 파이낸셜 가치 리레이팅시 연결 순이익 1.5조원 * PER 50배 = 75조원 * 17.3%(네이버 지분율) 13조원(← 현재 지분가치 3조원) 네이버 시총 10조원 추가, 주가 25% Upside 가능

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,738	11,891	13,024	13,770
매출액증가율	17.7	11.0	10.7	9.5	5.7
영업이익	1,489	1,979	2,189	2,656	2,912
영업이익률	15.4	18.4	18.4	20.4	21.1
지배주주귀속순이익	1,012	1,923	2,251	2,655	2,894
지배주주 귀속 EPS	6,180	11,913	14,262	16,928	18,450
증가율	33.4	92.8	19.7	18.7	9.0
PER	33.1	15.5	18.1	15.2	14.0
PBR	1.3	1.1	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	16.6	10.6	12.7	10.9	10.1
ROA	2.9	5.2	5.8	6.5	6.6
ROE	4.4	7.9	8.5	9.2	9.2

자료: 유안타증권 리서치센터



NAVER(035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,738	11,891	13,024	13,770
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	11,891	13,024	13,770
판매비	8,182	8,758	9,702	10,367	10,857
영업이익	1,489	1,979	2,189	2,656	2,912
EBITDA	2,071	2,653	3,015	3,507	3,783
영업외손익	-7	343	889	886	948
외환관련손익	-43	-147	29	24	16
이자손익	-26	69	93	32	37
관계기업관련손익	267	145	542	619	699
기타	-205	277	226	211	195
법인세비용차감전순손익	1,481	2,322	3,078	3,542	3,860
법인세비용	496	390	796	850	926
계속사업순손익	985	1,932	2,282	2,692	2,934
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	985	1,932	2,282	2,692	2,934
지배지분순이익	1,012	1,923	2,251	2,655	2,894
포괄순이익	724	2,631	2,538	2,927	3,143
지배지분포괄이익	749	2,561	2,517	2,902	3,116

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002	2,590	2,873	3,482	3,674
당기순이익	985	1,932	2,282	2,692	2,934
감가상각비	528	609	609	641	667
외환손익	-46	117	-29	-24	-16
중속, 관계기업관련손익	-267	-145	-545	-619	-699
자산부채의 증감	361	152	95	342	352
기타현금흐름	441	-75	461	450	436
투자활동 현금흐름	-950	-1,340	-2,837	-3,755	-3,926
투자자산	602	1,280	-648	-2,183	-2,487
유형자산 증가 (CAPEX)	-641	-554	-930	-800	-800
유형자산 감소	7	32	4	0	0
기타현금흐름	-919	-2,098	-1,263	-772	-639
재무활동 현금흐름	-110	-770	-272	-592	-585
단기차입금	113	-224	-38	-7	-6
사채 및 장기차입금	-131	-153	-26	-200	-200
자본	-314	180	37	0	0
현금배당	-62	-119	0	-167	-167
기타현금흐름	284	-454	-244	-218	-212
연결범위변동 등 기타	-90	140	-573	482	222
현금의 증감	852	619	-809	-382	-615
기초 현금	2,724	3,576	4,196	3,387	3,004
기말 현금	3,576	4,196	3,387	3,004	2,390
NOPLAT	1,489	1,979	2,189	2,656	2,912
FCF	1,362	2,036	1,943	2,682	2,874

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,028	9,375	9,760	9,900	9,677
현금및현금성자산	3,576	4,196	3,387	3,004	2,390
매출채권 및 기타채권	1,706	1,588	1,497	1,577	1,668
재고자산	15	22	24	26	28
비유동자산	28,710	28,793	30,172	32,390	35,091
유형자산	2,742	2,910	3,046	3,205	3,337
관계기업등 지분관련자산	17,589	17,406	18,798	20,589	22,648
기타투자자산	3,642	3,504	3,588	3,980	4,408
자산총계	35,738	38,168	39,933	42,290	44,767
유동부채	6,306	6,092	7,696	7,471	7,171
매입채무 및 기타채무	3,873	3,866	1,273	1,299	1,234
단기차입금	333	135	139	139	139
유동성장기부채	443	200	1,820	1,820	1,820
비유동부채	5,194	5,075	3,259	3,082	2,883
장기차입금	994	863	805	705	605
사채	1,656	2,007	394	294	194
부채총계	11,500	11,167	10,956	10,553	10,054
자본지분	23,206	25,460	27,378	30,102	33,038
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,460	1,460	1,460
이익잉여금	24,544	25,965	28,033	30,522	33,249
비지배지분	1,032	1,541	1,599	1,635	1,675
자본총계	24,238	27,001	28,977	31,737	34,713
순차입금	-218	-3,157	-3,672	-3,969	-3,896
총차입금	4,883	4,378	4,314	4,049	3,791

Valuation 지표 (단위: 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,180	11,913	14,262	16,928	18,450
BPS	154,077	170,953	185,357	203,796	223,676
EBITDAPS	12,644	16,432	19,103	22,358	24,116
SPS	59,039	66,511	75,342	83,031	87,787
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130
PER	33.1	15.5	18.1	15.2	14.0
PBR	1.3	1.1	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	16.6	10.6	12.7	10.9	10.1
PSR	3.5	2.8	3.4	3.1	2.9

재무비율 (단위: %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	17.6	11.0	10.7	9.5	5.7
영업이익 증가율 (%)	14.1	32.9	10.6	21.4	9.6
지배순이익 증가율 (%)	33.2	90.0	17.0	18.0	9.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	15.4	18.4	18.4	20.4	21.1
지배순이익률 (%)	10.5	17.9	18.9	20.4	21.0
EBITDA 마진 (%)	21.4	24.7	25.4	26.9	27.5
ROIC	38.8	49.2	49.7	60.1	58.3
ROA	2.9	5.2	5.8	6.5	6.6
ROE	4.4	7.9	8.5	9.2	9.2
부채비율 (%)	47.4	41.4	37.8	33.3	29.0
순차입금/자기자본 (%)	-0.9	-12.4	-13.4	-13.2	-11.8
영업이익/금융비용 (배)	11.7	18.9	16.5	20.8	24.3



엔씨소프트(036570): 성장의 재개

인터넷/SW



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuanta.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	310,000원 (M)
현재주가(10/20)	202,000원
상승여력	53%

시가총액	43,519억원
총발행주식수	21,544,022주
60일 평균 거래대금	190억원
60일 평균 거래량	90,140주
52주 고/저	244,500원 / 135,800원
외인지분율	32.49%
배당수익률	0.80%
주요주주	김택진 외 15 인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(15.3)	(3.6)	4.6
상대	(23.5)	(19.4)	(28.9)
절대(달려환산)	(16.8)	(5.4)	1.0

- **높아져 가는 '아이온2'의 흥행 가능성:** 세번에 걸친 '아이온2' 라이브 방송(채널 구독자 10만명) 에서 실제 사용자 및 인플루언서들로부터 긍정적 평가 받음. 전작 대비 36배에 달하는 광활한 오픈월드(무한한 콘텐츠)로 게임 사이클의 룰런이 기대되고, 언리얼엔진 5에 기반한 PvE 콘텐츠, 캐릭터, 의상, 무기 등 전작대비 디테일이 크게 개선. 우려했던 BM도 게임승패에 영향을 주지 않으면서도 멤버십, 배틀 패스, 코스튬 등으로 수익성 또한 달성할 수 있을 것으로 기대됨. 2008년 11월 출시 이후 160주간 PC방 점유율 1위를 기록한 레거시 IP로서, 당시 게임을 즐겼던 유저들의 현재 대기수요와 신규 유저까지 더하면 현재의 시장기대(2026년 연매출 5천억원)를 넘어설 가능성이 높다는 의견 입
- **Beyond 리니지 :** 26년 1분기 '브레이크즈(수집형 RPG, 서브컬처)', 2분기 '타임테이커스(슈팅)', 3분기 '신더시티(슈팅)', 4분기 기존 IP 스피노프 4종 등 새로운 IP 기반한 게임 라인업 대기로 신작 모멘텀은 2026년에도 계속 이어질 것으로 기대
- **게임사 중 2026년 가장 높은 실적 개선 :** 신작 부재와 기존게임 매출 감소로 2025년 3분기까지 BEP수준의 이익 예상 되나, 11/19 '아이온2' 출시 및 인원 효율화 지속으로 2026년 이익 레버리지 효과 크게 발생 전망

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,624	2,131	2,129
매출액증가율	-30.8	-11.3	2.9	31.2	-0.1
영업이익	137	-109	73	561	560
영업이익률	7.7	-6.9	4.5	26.3	26.3
지배주주귀속순이익	212	94	67	407	412
지배주주 귀속 EPS	9,663	4,291	3,120	18,891	19,136
증가율	-51.3	-55.6	-27.3	505.5	1.3
PER	33.3	45.8	64.8	10.7	10.6
PBR	2.0	1.2	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	22.5	-83,858.8	19.0	4.4	3.8
ROA	4.8	2.3	1.7	9.6	8.6
ROE	6.6	3.0	2.2	12.3	10.8

자료: 유안타증권 리서치센터



엔씨소프트(036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,624	2,131	2,129
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,624	2,131	2,129
판매비	1,643	1,687	1,551	1,569	1,569
영업이익	137	-109	73	561	560
EBITDA	249	0	174	663	662
영업외손익	69	230	13	-17	-9
외환관련손익	-9	50	-34	-71	-78
이자손익	69	62	36	43	57
관계기업관련손익	4	4	-10	-11	-12
기타	5	114	20	22	25
법인세비용차감전순손익	206	121	86	544	551
법인세비용	-8	27	18	136	138
계속사업순손익	214	94	68	408	413
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	68	408	413
지배지분순이익	212	94	67	407	412
포괄순이익	191	48	161	511	526
지배지분포괄이익	189	48	158	502	518

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	140	107	102	495	559
당기순이익	214	94	68	408	413
감가상각비	110	106	98	98	98
외환손익	7	-4	40	71	78
중속, 관계기업관련손익	-1	2	10	11	12
자산부채의 증감	-96	-43	-111	-120	-69
기타현금흐름	-95	-48	-2	26	25
투자활동 현금흐름	113	1,294	-806	-736	-671
투자자산	345	327	-160	-82	-64
유형자산 증가 (CAPEX)	-117	-84	-86	-100	-100
유형자산 감소	1	1	0	0	0
기타현금흐름	-115	1,051	-560	-554	-507
재무활동 현금흐름	-177	-523	-22	-14	-28
단기차입금	5	6	-2	14	0
사채 및 장기차입금	16	-273	-11	10	10
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-136	-64	0	-28	-28
기타현금흐름	-62	-193	-8	-9	-9
연결범위변동 등 기타	4	17	111	649	566
현금의 증감	80	895	-614	394	427
기초 현금	286	365	1,260	646	1,040
기말 현금	365	1,260	646	1,040	1,467
NOPLAT	142	-109	73	561	560
FCF	22	23	16	395	459

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2, PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	1,692	2,211	2,636
현금및현금성자산	365	1,260	646	1,040	1,467
매출채권 및 기타채권	172	167	208	267	267
재고자산	1	1	1	2	2
비유동자산	2,057	2,165	2,230	2,330	2,413
유형자산	1,001	998	1,004	1,006	1,008
관계기업등 지분관련자산	25	50	62	82	82
기타투자자산	648	822	852	914	978
자산총계	4,394	3,954	3,922	4,541	5,048
유동부채	614	322	355	434	439
매입채무 및 기타채무	215	196	177	232	232
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	240	0	0	5	10
비유동부채	526	568	492	549	553
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	170	170	170	170	170
부채총계	1,141	890	847	983	992
자본지분	3,253	3,058	3,070	3,552	4,049
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,474	3,387	3,766	4,150
비지배지분	3	5	5	7	8
자본총계	3,253	3,064	3,076	3,558	4,056
순차입금	-1,471	-1,099	-1,045	-1,459	-1,874
총차입금	649	382	369	392	402

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,663	4,291	3,120	18,891	19,136
BPS	160,025	157,673	158,289	183,104	208,720
EBITDAPS	11,349	-2	8,046	30,765	30,731
SPS	81,071	71,883	75,048	98,900	98,826
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460
PER	33.3	45.8	64.8	10.7	10.6
PBR	2.0	1.2	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	22.5	-83,858.8	19.0	4.4	3.8
PSR	4.0	2.7	2.7	2.0	2.0

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-30.8	-11.3	2.9	31.2	-0.1
영업이익 증가율 (%)	-75.4	적전	흑전	668.3	-0.2
지배순이익 증가율 (%)	-51.3	-55.6	-28.4	503.0	1.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	4.5	26.3	26.3
지배순이익률 (%)	11.9	6.0	4.2	19.1	19.4
EBITDA 마진 (%)	14.0	0.0	10.7	31.1	31.1
ROIC	16.4	-8.0	5.8	38.0	37.6
ROA	4.8	2.3	1.7	9.6	8.6
ROE	6.6	3.0	2.2	12.3	10.8
부채비율 (%)	35.1	29.1	27.2	27.6	24.5
순차입금/자기자본 (%)	-45.3	-35.9	-34.0	-41.1	-46.3
영업이익/금융비용 (배)	9.4	-10.6	5.8	44.1	42.2



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		국내				해외					
		NAVER	카카오	크래프톤	엔씨소프트	Alphabet	META	Tencent	LY	NEXON	Robinhood
Ticker		035420 KS	035720 KS	259960 KS	036570 KS	GOOGL US	META US	00700 HK	4689 JP	3659 JP	HOOD US
시가총액		40,468	26,008	13,649	4,352	3,105,467	1,839,315	742,951	20,507	17,650	120,682
매출액	2024	10,738	7,872	2,710	1,578	350,018	164,501	91,707	12,568	2,948	2,951
	2025F	11,938	8,057	3,188	1,584	335,571	196,209	104,710	13,652	3,053	4,298
	2026F	13,167	8,869	3,767	2,041	380,929	228,130	115,221	14,634	3,304	5,163
영업이익	2024	1,979	460	1,182	-109	112,390	69,380	28,904	1,442	820	1,054
	2025F	2,203	646	1,352	41	130,287	80,798	34,802	2,191	879	1,952
	2026F	2,572	824	1,537	318	150,052	87,803	40,066	2,382	956	2,538
순이익	2024	1,923	55	1,306	94	100,118	62,360	26,956	784	891	1,411
	2025F	1,945	536	957	111	127,974	81,381	35,805	1,112	635	1,683
	2026F	2,198	620	1,234	292	136,135	90,232	40,414	1,220	728	2,061
PER	2024	15.5	358.2	10.2	45.8	23.9	24.4	18.7	25.7	14.7	24.4
	2025F	20.9	48.6	14.3	39.3	24.5	21.7	21.0	18.6	26.8	74.5
	2026F	18.4	41.9	11.1	14.9	22.3	20.6	18.5	16.7	22.8	60.8
PBR	2024	1.1	1.9	1.9	1.3	7.1	8.1	3.7	1.0	1.9	4.1
	2025F	1.4	2.4	1.7	1.3	7.7	7.8	4.5	1.0	2.5	14.0
	2026F	1.3	2.3	1.5	1.2	6.2	5.9	3.8	1.0	2.3	11.9
ROE	2024	7.5	-1.2	21.0	3.0	32.9	37.1	21.8	3.8	14.1	19.2
	2025F	7.0	4.0	13.3	3.6	31.3	35.4	20.7	5.6	9.4	19.7
	2026F	7.5	4.3	15.1	9.0	28.5	29.4	20.5	5.9	10.5	22.3
EV/EBITDA	2024	9.7	15.0	6.3	17.4	17.0	16.6	14.0	8.8	8.8	29.7
	2025F	13.2	14.1	7.7	23.7	17.8	17.6	18.4	6.9	14.5	50.9
	2026F	9.7	12.4	6.4	7.4	15.4	14.7	16.2	6.2	13.4	40.6

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 국내 단위는 억원, 해외 단위는 백만달러

[디지털자산]

美달러 스테이블 코인, 블록체인 산업 생태계 활성화에 기여

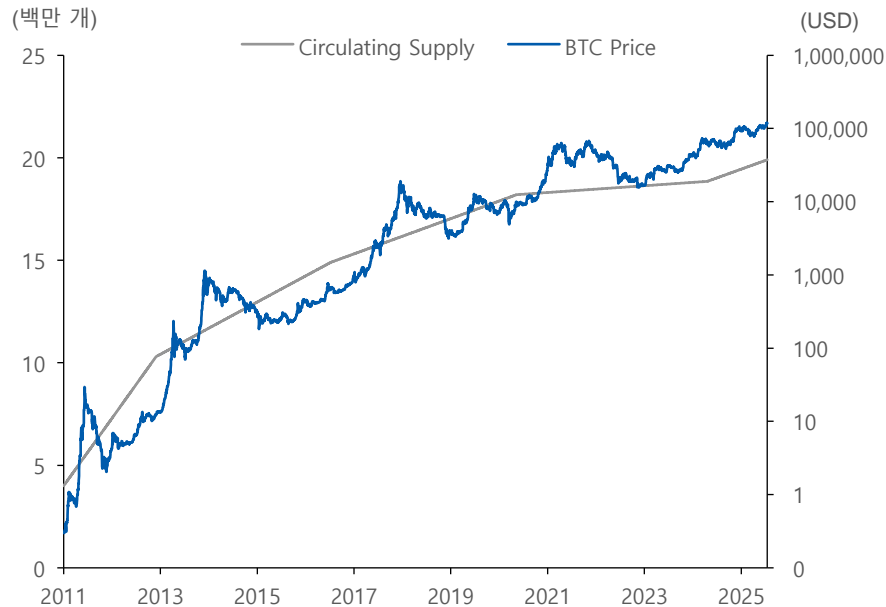


이환욱 미디어/엔터/디지털자산
hwanwook.lee@yantakorea.com

2026 디지털 자산 견조한 시장 성장 전망

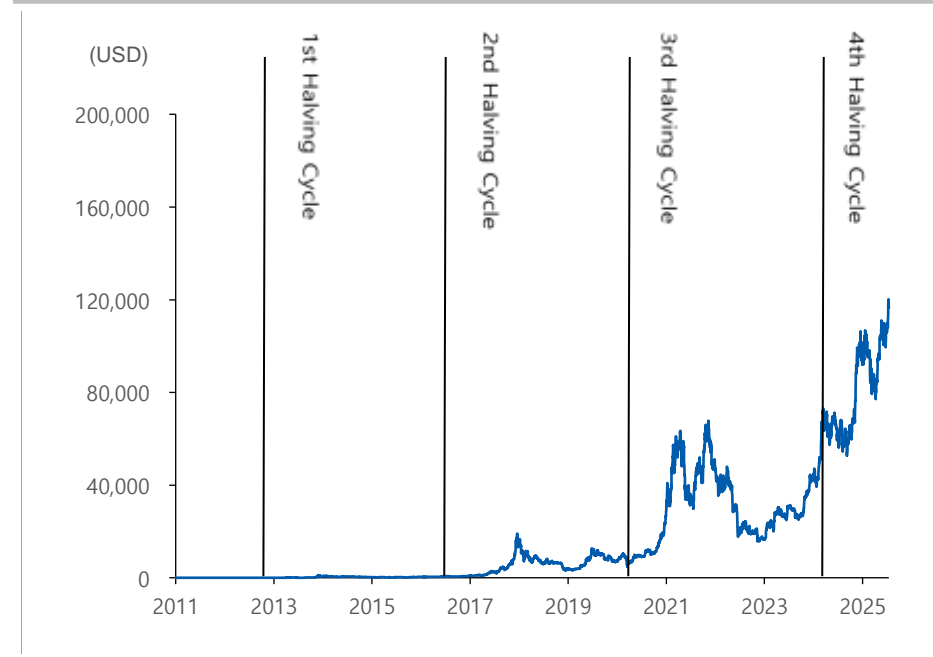
- 지난 2009년 초 발행 시작된 '비트코인'은 금융 기관을 거치지 않고 개인 대 개인간 온라인 결제를 가능하게 하는 '전자 화폐(온라인 캐시) 네트워크'를 칭함.
- 비트코인의 총 공급량은 2,100만개로 '인플레이션' 방어적인 성격을 띄며, 반감기 시스템을 통해 약 4년 마다 신규 공급량(블록 보상으로 채굴되는 비트코인 물량)이 절반으로 줄어 희소성이 강화되는 구조
- 현재 개인 & 기관 투자자의 시장 참여 확대 요인은 크게 4가지 정도로 파악됨. 1) 인플레이션 헤지 수단으로 비트코인 활용, 2) 美 정책/제도적 수용성 확대 기초, 3) 블록체인 네트워크 생태계 확장에 따른 희소성 증가, 4) 네트워크 선점 효과 등

비트코인 가격 & 유통 공급량 추이



자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

비트코인 가격 & 반감기 사이클 추이

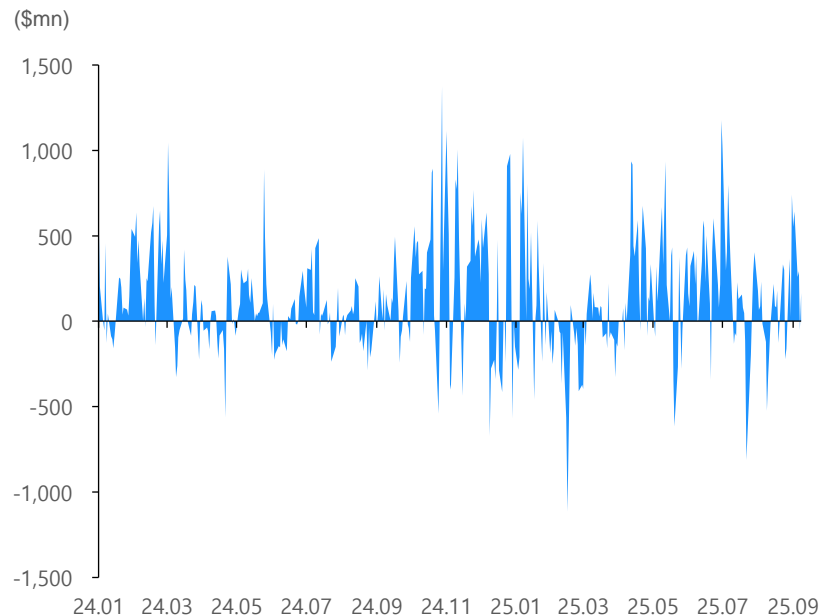


자료: Cryptorank, 유안타증권 리서치센터

대표 자산: 비트코인 가격 상승 요인

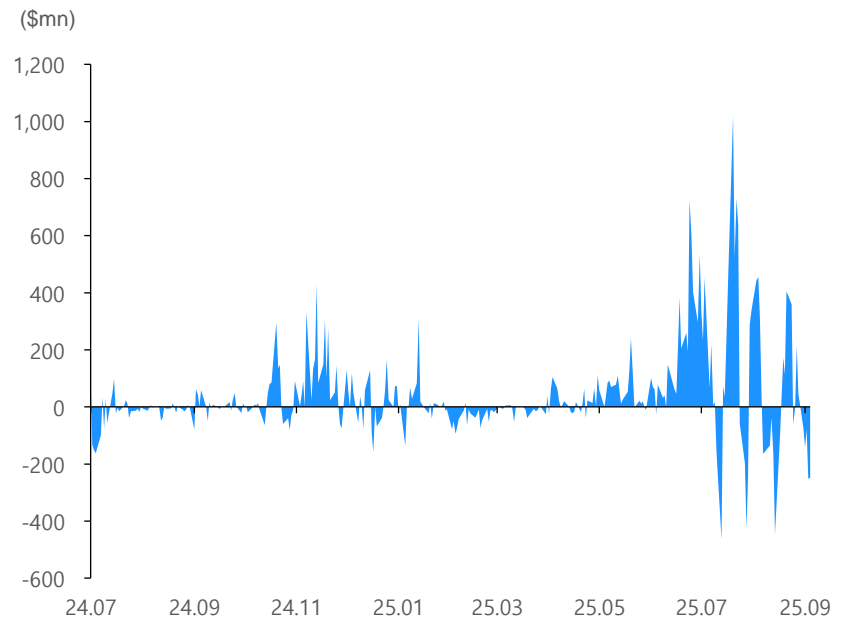
- 글로벌 유동성 증가는 인플레이션 헤지 수단으로 공급량이 제한적인 금/비트코인과 같은 자산의 가격 상승으로 이어지고 있어, 시장 투자センチ먼트는 다가오는 美 금리 인하 및 국채 발행 확대 기조와 맞물려 움직일 공산이 큰 상황임.
- 또, 美 트럼프 2기를 기점으로 스테이블 코인을 비롯한 블록체인 생태계와 관련된 정책적/제도적 수용성이 매우 급진적으로 이뤄지고 있음(GENIUS Act, Clarity Act, Anti-CBDC Surveillance State Act etc).
- 美 정부의 '친' 디지털 자산 시장 정책은 비트코인 & 이더리움 등 대표적인 디지털 자산의 현물 ETF 출시와 글로벌 상장 기업의 재무 전략 자산으로 이어지고 있으며, 네트워크 선점 효과에 따른 가격 우상향 기조 이어질 전망.

비트코인 현물 ETF Flow



자료: Farside Investors, 유안타증권 리서치센터

이더리움 현물 ETF Flow



자료: Farside Investors, 유안타증권 리서치센터

대표 자산: Dapp 생태계 리더 ‘이더리움’

- ‘이더리움’은 ‘비트코인’을 떠받치고 있는 블록체인 기술에 확장성을 부여한 블록체인 프로젝트로 분산 어플리케이션(Dapp, Decentralized Application) 제작을 지원하는 합의 프로토콜로 정의함.
- 이더리움 블록체인 네트워크 내에서는 크게 2가지 카테고리의 어플리케이션을 제작할 수 있는데, 1) 금융 어플리케이션, 2) 비금융 어플리케이션으로 구분할 수 있음.
- 현재 EVM 호환성, Layer2 확장성, 크로스체인 브릿지, 오라클 등의 기술 진보로 인해 활용 범위가 지속적으로 세분화되는 추세

비트코인 & 이더리움 비교 차트

구분	비트코인	이더리움
상태 전이 함수	고정된 단일 함수: “송금” (UTXO를 사용해 한 주소에서 다른 주소로 코인 이동)	개발자가 직접 작성한 임의의 상태 전이 함수 (스마트 컨트랙트로 로직 구현)
언어	스크립트 언어(Script) — 제한적이고 튜링 불완전, 복잡한 로직 불가	튜링 완전 언어(Solidity 등) — 조건, 반복, 복합 로직 가능
사용 사례	단순 결제, 가치 저장, 이중지불 방지	결제, DeFi(대출·스왑), NFT, DAO, 게임, 투표 시스템 등
확장성	상태 전이 규칙 변경 불가 — 비트코인 프로토콜 자체를 변경해야 함	상태 전이 규칙을 컨트랙트 배포로 자유롭게 추가 가능
데이터 저장 구조	거래 기록(UTXO 집합)만 저장	거래 기록 + 컨트랙트 상태(계정 기반) 저장
예시	A가 B에게 1 BTC 전송 → 블록체인에 단순 잔액 이동만 기록	A가 B에게 1 ETH 전송, 동시에 NFT 발행·스테이킹·자동 배당 등 로직 동시 실행 가능

자료: 유안타증권 리서치센터

대표 자산: 이더리움 가격 상승 요인

- 비트코인 공급량이 2,100만개로 고정 설계되는데 반해, 이더리움 1.0은 총 발행 한도가 무제한으로 설계된 영향으로 자산 가치의 매력도가 상대적으로 낮았다고 판단됨.
- 다만, 이더리움 2.0 전환 이후 트랜잭션 Base Fee '이더'는 전부 소각되며, 검증자 신규 '이더' 보상도 채굴 보상 대비 대폭 감소해 전체적인 공급량 조절이 가능한 구조로 변환됨. 인플레이션 방어적인 성격의 자산으로 투자 매력도가 크게 증가함.
- 이와 같은 변화는 '이더리움 네트워크 트랜잭션 증가 → 소각 물량 증가 → 이더리움 가격 상승' 으로 뚜렷하게 이어지고 있으며 중장기간 지속될 공산이 큼.

이더리움 가격 & 네트워크 트랜잭션 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터



디파이 & 美 달러 스테이블 코인 시너지 효과

- 현재 이더리움 네트워크 트랜잭션 증가를 유인하는 큰 부분이 Defi(금융 어플리케이션) 생태계의 확장과 美 달러 스테이블 코인의 발행량 증가 그리고 2 가지 요인 간의 시너지 확장이라 판단됨.
- Defi 생태계의 가파른 성장이 고위험 투기 심리로 움직인다는 일각의 시선이 현 상황을 해석하는데 일부 도움이 되나, 전통 금융(CeFi) 시장 대비 비용 효율적이며 금융 소비자에게 더 폭 넓은 기회를 제공한다는 점에도 초점을 맞춰야 하다는 판단.
- DeFi는 CeFi(전통금융)의 역할을 개인이 공개적인 자동 프로그래밍 시스템을 활용해 직접 자산을 운용해 수익 극대화(신규 수익 창출 구조)를 할 수 있다는 큰 차이를 제공함.

CeFi & DeFi 비교 차트

구분	전통금융/CeFi (예금 담보)	블록체인/DeFi (ETH, stETH 등 담보)
담보 자산 수익	은행이 운용 → 예금자에 이자 지급	스테이킹/DeFi에서 직접 이자보상 발생
담보 활용도	사실상 은행이 활용	차입자도 담보 자산의 이자를 누릴 수 있음
수익률	낮음(2~5%)	상대적으로 높음(5%~)
안정성	높음(보장/보험 있음)	낮음(담보자산/토큰 가치 변동 및 청산 리스크)
레버리지 구조	거의 없음 (담보 < 대출)	담보에서 발생하는 수익으로 이자 상쇄 or 레버리지 가능

자료: 유안타증권 리서치센터

대표 블록체인 네트워크 TVL(Total Value Locked) 리스트

(단위 : 억원)	Chain	24h	7d	30d	24h Volume	TVL	Dominance	# of Coins
1	Ethereum	-2.80%	-2.60%	9.20%	\$4,349,702,088	\$88,238,623,145	60.85%	5,120
2	Solana	-0.50%	0.80%	6.60%	\$40,424,206,562	\$10,350,492,167	7.14%	4,579
3	Bitcoin	-0.30%	11.70%	5.80%	-	\$7,454,414,410	5.14%	78
4	BNB Smart Chain	0.00%	1.10%	7.10%	\$7,817,920,456	\$7,128,342,932	4.92%	3,060
5	TRON	-1.00%	-2.20%	5.00%	\$145,582,350	\$6,123,377,807	4.23%	122

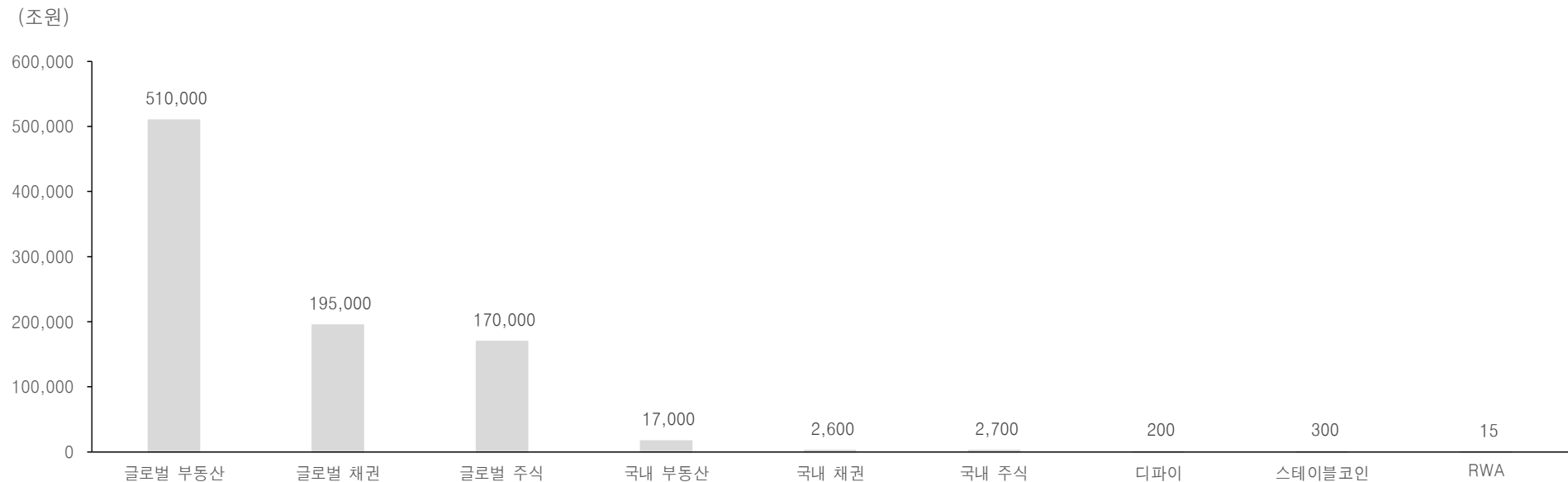
자료: Coingecko, 유안타증권 리서치센터



디파이 & 美 달러 스테이블 코인 시너지 효과

- 스테이블 코인 출시 이전의 Defi 대출 플랫폼의 경우, 담보 자산(ETH)과 대출 자산(BTC) 모두 변동성이 큰 자산이었기 때문에 프로토콜 차원에서 '예측'과 '리스크 관리'가 매우 복잡했으며, 더 높은 담보 비율을 요구해 활용성이 제한적이었음.
- 이러한 측면에서 美 정부 주도하에 규제 승인된 스테이블 코인의 등장은 디파이 생태계의 안정적인 확장성을 부여하는 역할을 할 것이라 예상되며, 암호 자산을 담보로 스테이블 코인을 활용해 실물 결제, 투자 등 유동화가 훨씬 다양하게 이뤄 질 것.
- 더욱이 '실물 자산 토큰화(RWA) 시장 개화'는 스테이블 코인 그리고 디파이 시장 성장을 매우 가파르게 촉진시킬 요소라 예상되며, 2026년도가 시장 개화의 본격적인 원년일 될 것이라 기대.

주요 자산군 별 시장 규모 현황

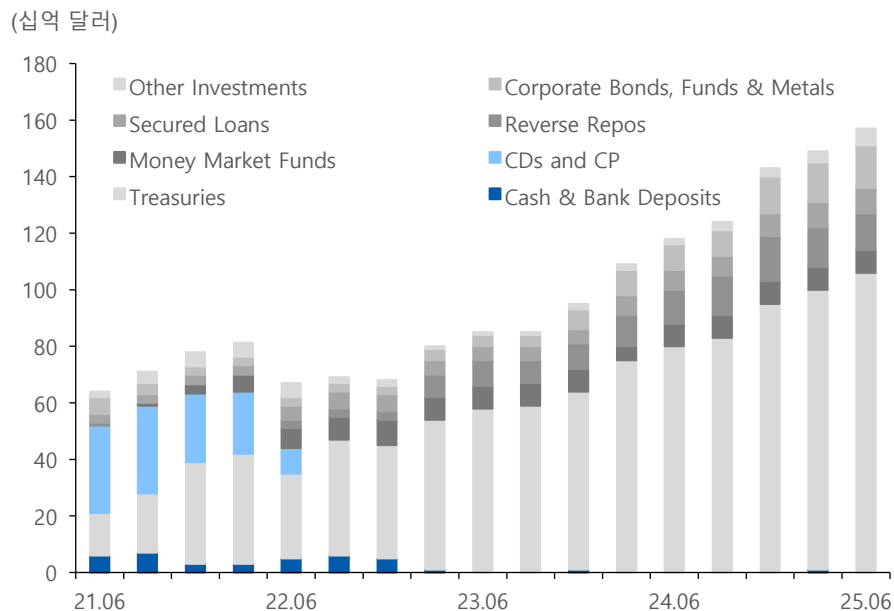


자료: DeFiLlama, 유안타증권 리서치센터

대표 자산: 美 달러 스테이블 코인 발행량 증가 기조 지속 전망

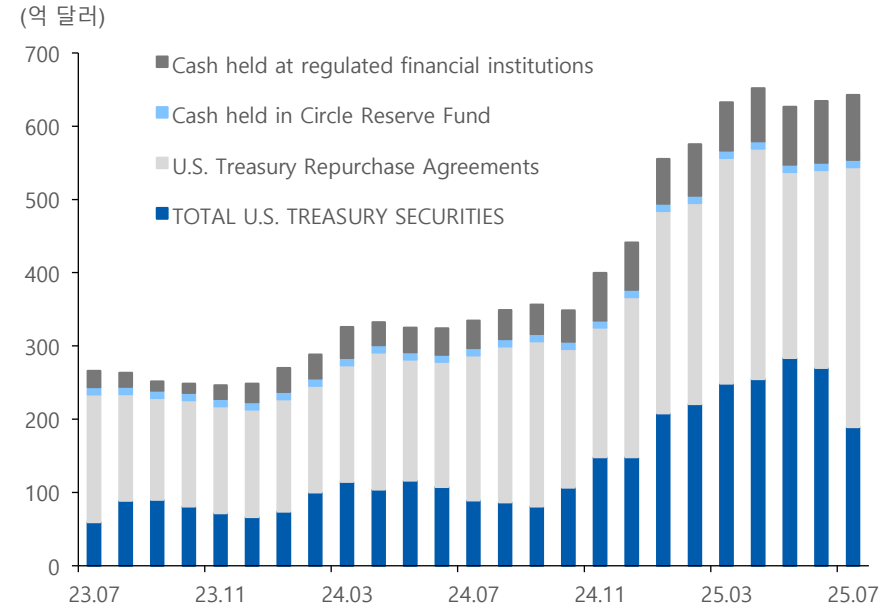
- 미국이 스테이블 코인 도입에 적극적인 태도를 보이는 그 중심에는 글로벌 달러 패권 유지와 동시에 긍정적인 재정 확보 수단으로 활용 가치가 높기 때문이라 판단됨.
- 달러 기반 스테이블 코인은 전 세계 어디든 더욱 빠른 유통 속도를 가져 갈 것이고, 개발도상국과 이민자 커뮤니티 등 금융 소외 계층의 참여 기회를 넓히는 수단.
- 미국 정부는 스테이블 코인을 국채 수요 기반의 확장이라는 측면에서 활용하는데, 실제로 단기 미국 국채에 연동된 자산으로 담보해야 함.

USDT(테더) 담보 자산 보유 현황



자료: 테더, 유안타증권 리서치센터

USDC(씨클) 담보 자산 보유 현황



자료: 씨클, 유안타증권 리서치센터

[제약/바이오]

비만 시장: 복용 편의성과 감량의 질 중심으로 변화

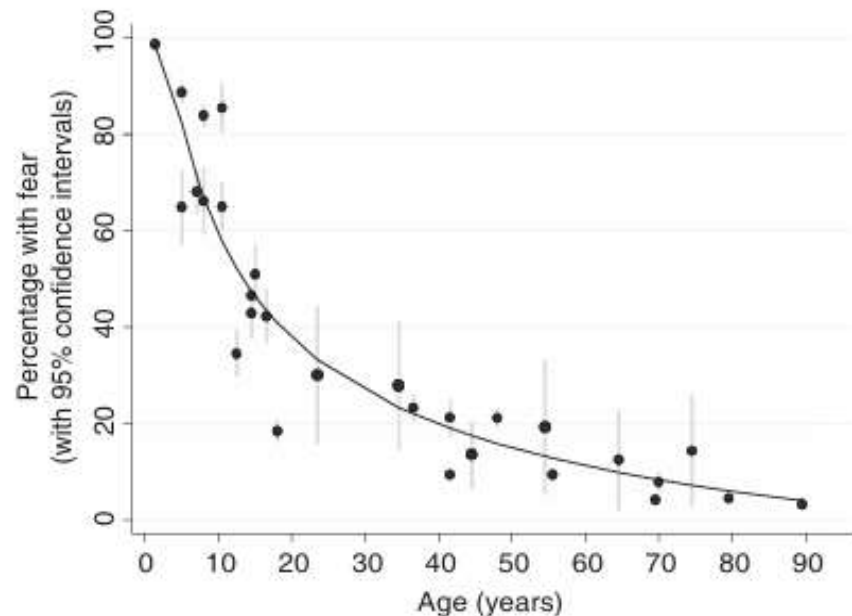


하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

경구용 비만 치료제, 신규 환자 유입 전망

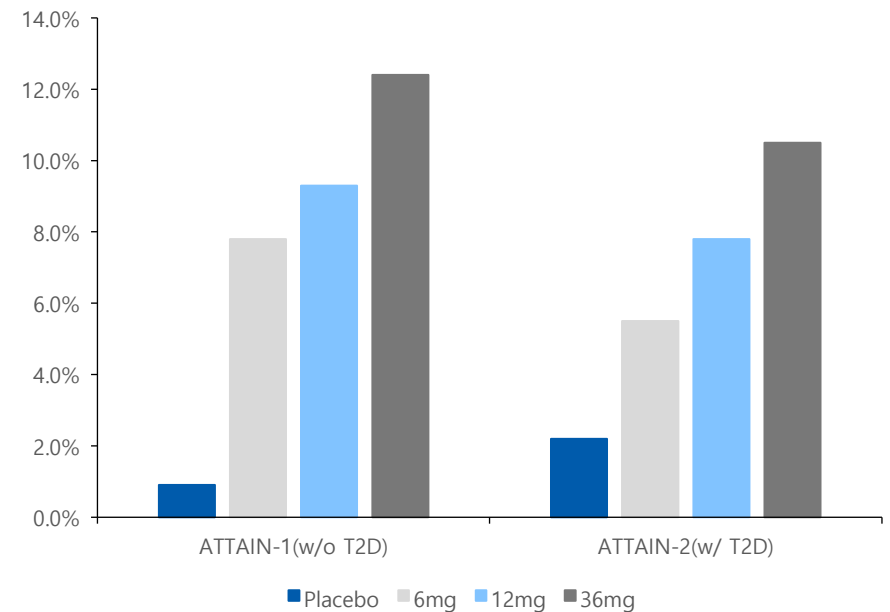
- Novo Nordisk의 경구용 Semaglutide 25mg은 비만 적응증에 대해 허가를 진행 중이며, 4Q25 중 허가를 받을 것으로 예상
- 경쟁사인 Eli Lilly의 Orforglipron도 2건의 비만 임상 3상(ATTAIN-1, ATTAIN-2) 임상 결과를 확보하면서 25년 말~26년 초 허가 신청 예정이며 26년 중 허가 예상
- 따라서 26년부터 본격적으로 경구용 GLP-1 기전 비만 치료제 시장 개화 예상
- 경구용 비만 치료제는 기존 주사제를 꺼려하던 비만 환자의 수요를 발생 시킬 수 있을 것으로 전망

연령별 바늘공포증(Trypanophobia) 빈도



자료: Journal of Advanced Nursing

Orforglipron 비만 임상 결과



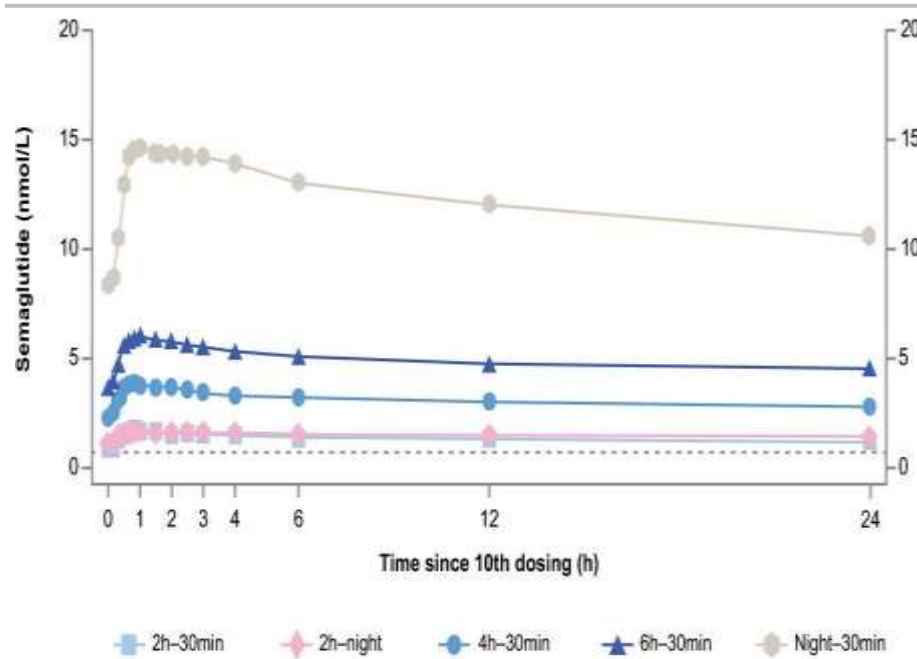
자료: Eli Lilly, 유안타증권 리서치센터



경구용 비만 치료제, 편의성이 관건

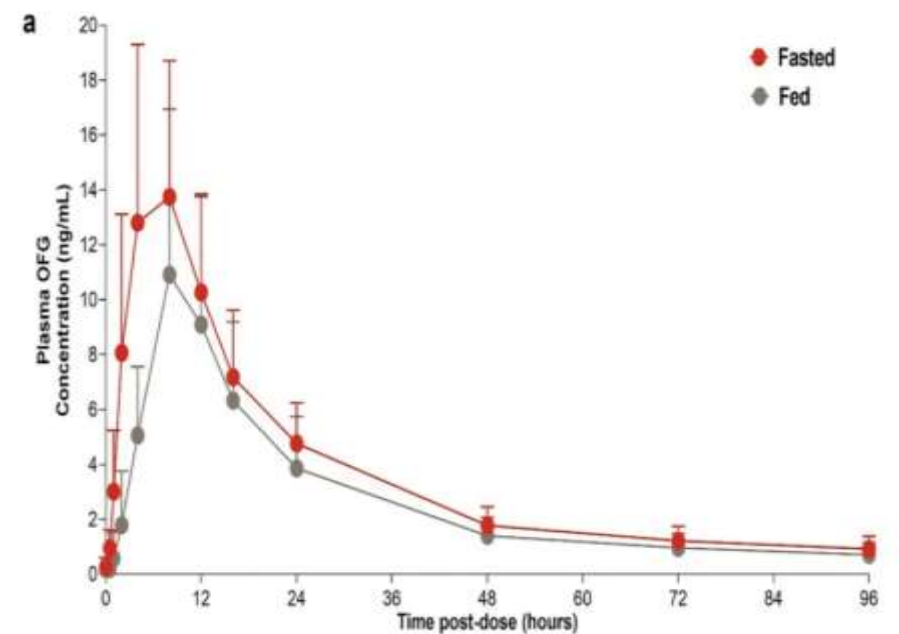
- 상업화를 앞둔 Semaglutide 25mg, Orforglipron은 임상 결과에서 Wegovy나 Zepbound 대비 다소 낮은 체중 감량 결과를 보였으며, 두 약물간 체중 감량 결과는 유사
- 펩타이드인 Semaglutide는 낮은 생체 이용률을 높이기 위해 공복 복용 및 일정량(120mL 이후)의 수분과 섭취하는 등 편의성이 낮은 반면, 저분자 화합물인 Orforglipron은 식이 등에 따른 생체 이용률 차이가 없어 편의성 우수
- 또한 생산, 공급 등에서도 Orforglipron의 경쟁력이 더 큰 편으로 경구용 비만 치료제 시장 초기 경쟁에서 Orforglipron이 앞서 나갈 것으로 전망

공복 시간에 따른 Semaglutide 혈중 농도



자료: Clinical Pharmacokinetics

식이 영향에 따른 Orforglipron 혈중 농도



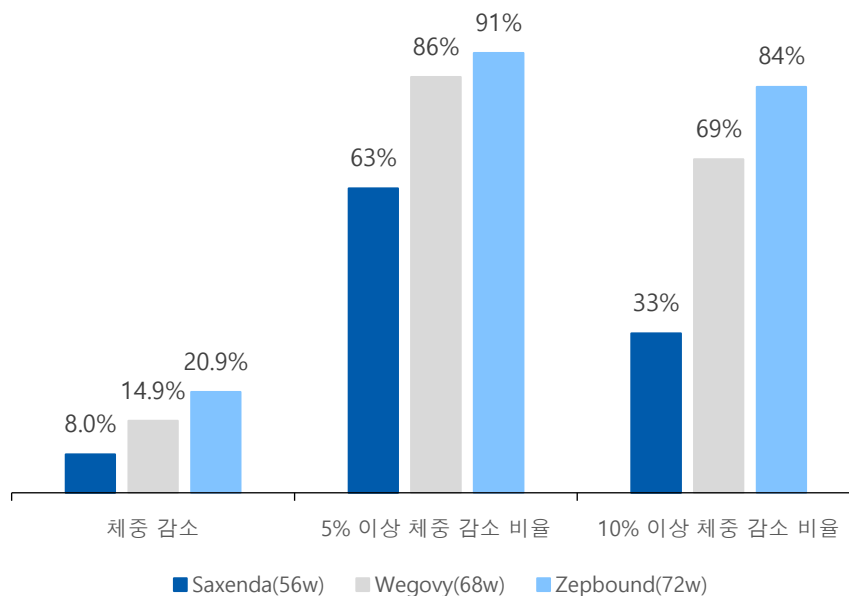
자료: Diabetes Therapy



비만 치료제 경쟁, 커지는 감량의 질 중요도

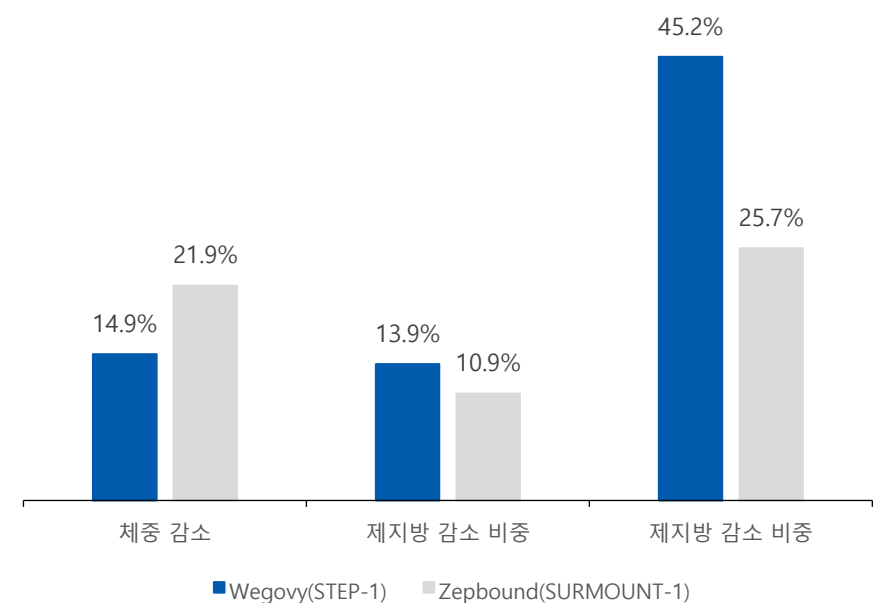
- Tirzepatide, Retatrutide 등 GLP-1 기전을 중심으로 한 다중 작용제들이 20% 이상의 높은 체중 감량 효과를 확보한 이후 비만 치료제 경쟁에서 절대적인 체중 감량을 높이는 경쟁보다 감량 체성분 등이 새로운 경쟁 요소가 되는 중
- GLP-1 기전 비만 치료제들은 체중 감량 시 체지방(Fat mass)과 제지방(Lean mass) 감소가 모두 발생하나 약물에 따라 체성분 감소 양상에서는 차이를 보임
- Semaglutide의 전체 체중 감소 중 제지방 감소 비중은 45.2%로 체지방 감소와 큰 차이를 보이지 않는 반면, Tirzepatide는 제지방 감소 비중이 25.7%로 체지방 감소 비중이 큰 편으로 상대적으로 높은 체중 감소뿐 아니라 감소 체성분에서도 Tirzepatide의 경쟁력이 큰 편

시판 비만 치료제 비교



자료: Reviews in Endocrine and Metabolic Disorders, 유안타증권 리서치센터

Semaglutide와 Tirzepatide 비교



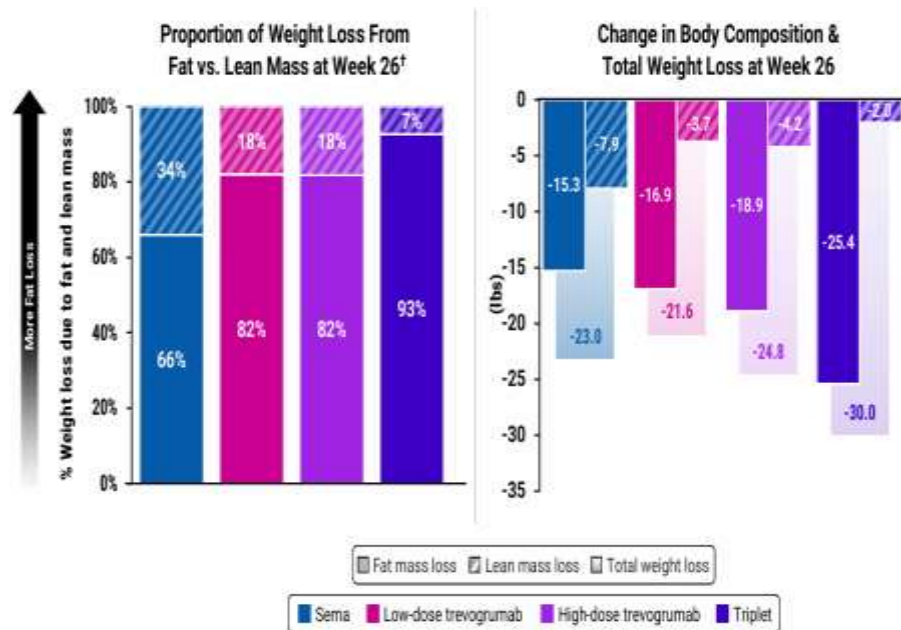
자료: Reviews in Endocrine and Metabolic Disorders, 유안타증권 리서치센터



감량의 질을 높이는 접근법

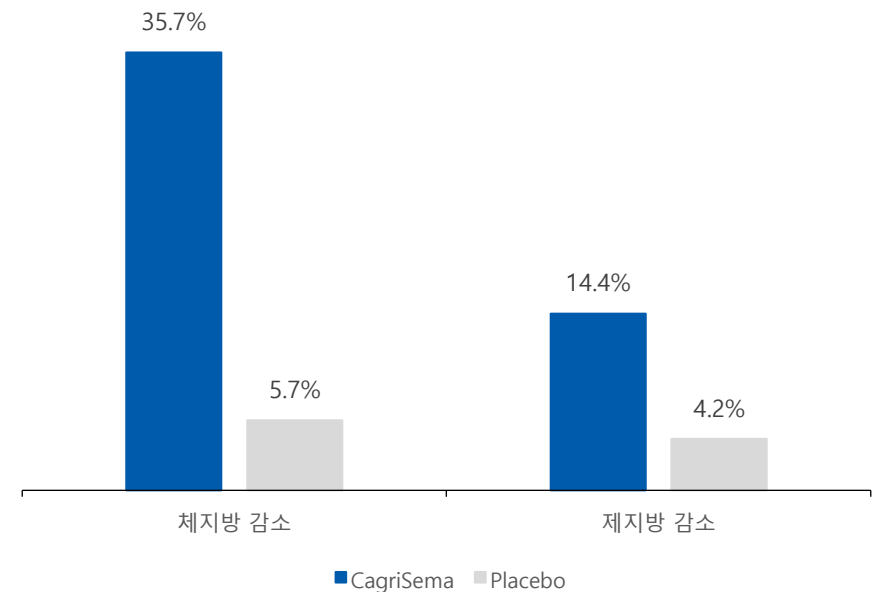
- 감량의 질을 높이기 위해 근육량 감소를 개선할 수 있는 약물과 병용 요법을 개발 중으로 임상 결과에서도 제지방 감소 개선 효과 확인
- 차세대 비만 치료제로 개발 중인 Amylin agonist도 GLP-1 대비 체성분 변화에서 제지방 보존을 높일 수 있을 것으로 예상
CagriSema(Cagrilintide/Semaglutide)는 Semaglutide 단독 요법 대비 체중 감소를 높이면서 제지방 감소 비중도 33%로 낮추는 결과 확인
- 비만 치료제의 작용 기전, 병용 요법 개발 등 다양화되면서 투약 목적이나 환자 상태에 따라 비만 치료제 시장도 세분화될 것으로 전망

Trevogrumab(Activin antagonist)와 Semaglutide 병용 결과



자료: Regeneron

Semaglutide와 Tirzepatide 비교



자료: Novo Nordisk, 유안타증권 리서치센터



한미약품 (128940): 살도 빠지고 근육도 늘어나고

제약/바이오



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuentakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	450,000원 (U)
현재주가 (10/20)	353,500원
상승여력	27%

시가총액	45,287억원
총발행주식수	12,810,991주
60일 평균 거래대금	274억원
60일 평균 거래량	83,524주
52주 고/저	393,000원 / 215,000원
외인지분율	12.80%
배당수익률	0.45%
주요주주	한미사이언스 외 4인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.9)	20.9	0.9
상대	(11.4)	1.0	(31.4)
절대(달려환산)	(3.7)	18.6	(2.7)

- 체중은 낮추고 근육은 늘리는 UCN2 analog:** UCN2는 CRF2 수용체에 선택적으로 결합하는 펩타이드로 근육의 비대, 에너지 대사 증가, 지방 분해 촉진 등의 작용으로 체중 감소와 함께 근육량 증가 효과를 기대할 수 있음. 다만, 인간 UCN2의 혈중 반감기는 약 10분 정도로 매우 짧은 한계 존재. UCN2 유사체인 HM17321은 주 1회 투약이 가능한 장기 지속형 펩타이드이며, CRF1 수용체에는 결합하지 않고 CRF2 수용체에만 높은 선택성을 보유. CRF1 수용체 자극은 시상하부-뇌하수체-부신 축(HPA axis)을 활성화시키게 되며, 스트레스나 불안 등을 야기하게 되기 때문에 CRF2 수용체에 대한 높은 선택성이 필요. HM17321은 영장류를 포함한 동물 모델에서 체중을 낮추면서 제지방량은 증가하는 결과를 보이면서 근육량 감소 없는 비만 치료제 가능성을 확인. 동사는 HM17321의 임상 1상 IND 신청을 마치면서 임상 단계에 진입할 예정. 초기 임상 단계에서 안전성과 체성분 변화를 확인할 경우 높은 가치를 인정받을 수 있을 것
- Efinopegdutide 2b상 결과 확인:** MSD가 진행 중인 Efinopegdutide(GLP-1/GCG agonist)의 MASH 2b상은 25년 말 임상 종료 예정이며, 1H26에 결과 확인이 가능할 것으로 기대. MASH 2b 상은 Semaglutide 투약 환자들을 비교군으로 진행 중. Semaglutide는 3Q25에 ESSENCE 임상 결과를 근거로 MASH 적응증을 획득한 첫 GLP-1 agonist로 2b 임상 결과를 토대로 향후 MASH에서의 경쟁력을 예상해 볼 수 있을 것으로 판단
- 투자의견 Buy, 목표주가 45만원으로 상향:** 26년 상업화가 예상되는 Epfeglenatide 가치 4,285억원을 반영하여 목표주가 45만원으로 상향

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,491	1,496	1,531	1,619	1,680
매출액증가율	11.9	0.3	2.3	5.7	3.8
영업이익	221	216	247	275	293
영업이익률	14.8	14.4	16.1	17.0	17.4
지배주주귀속순이익	146	121	174	207	227
지배주주 귀속 EPS	11,415	9,470	13,600	16,122	17,694
증가율	76.6	-17.0	43.6	18.5	9.8
PER	25.2	32.7	25.4	21.5	19.6
PBR	3.8	3.6	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	13.0	14.1	14.0	12.6	11.6
ROA	7.6	6.2	8.5	9.4	9.3
ROE	16.0	11.9	15.4	16.2	15.3

자료: 유안타증권 리서치센터



한미약품 목표주가 산정

(단위: 십억원, 천주, 원)

부문	기업 가치	비고
1. 영업 가치	4,429	EBITDA(26년 예상) 3,560억원 EV/EBITDA Multiple 13x 적용
2. 파이프라인 가치	1,274	A+B+C
A. Efinopegdutide(Dual agonist)	628	29년 출시 가정
B. Efocipegtrutide(Triple agonist)	218	30년 출시 가정
C. Epeglenatide	428	26년 출시 가정
3. 순차입금	(199)	25년말 예상
4. 총 기업 가치	5,704	1+2-3
5. 총 주식수	12,811	
6. 주당 가치	445,214	4/5
7. 목표 주가	450,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

Epeglenatide 매출 추정

(단위: 십억원)

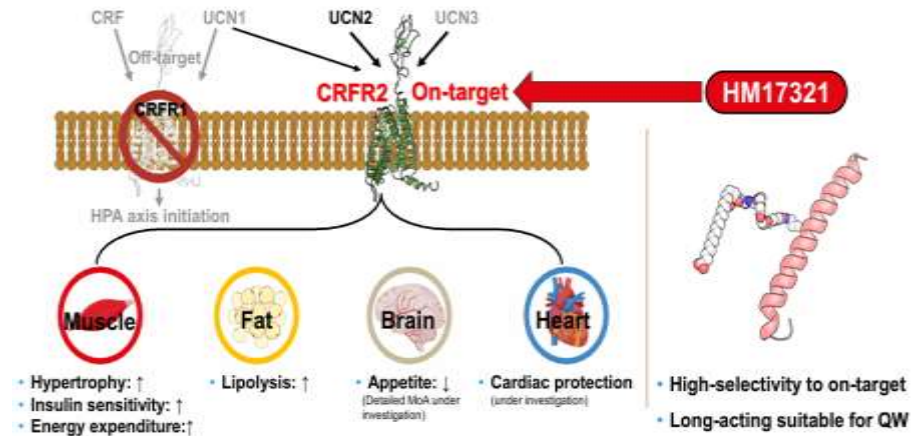
	25E	26E	27E	28E	29E	30E	31E
국내 비만치료제 시장	663	795	922	1014	1065	1108	1152
GLP-1 점유율	85.7%	90.3%	91.9%	92.6%	93.2%	93.5%	93.7%
에페글레나타이드	0	6	69	112	166	222	251
위고비	434	373	378	381	343	304	294
마운자로	124	330	392	439	478	507	532
삭센다	11	9	8	7	5	3	2
기타	95	77	75	75	72	72	73
이익(이익율 35%)		2	24	39	58	78	88
Sum of NPV	265						
PV of Terminal Value	186						
Total Value	451						
rNPV(성공률 95%)	428						

WACC 9%, Terminal Growth -15% 가정

자료: 유안타증권 리서치센터

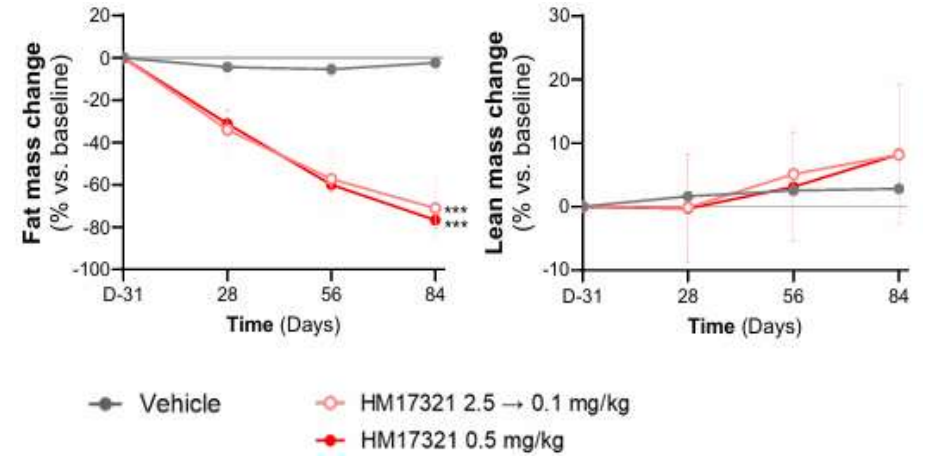


HM17321 특징 및 CRFR2 작용 효과



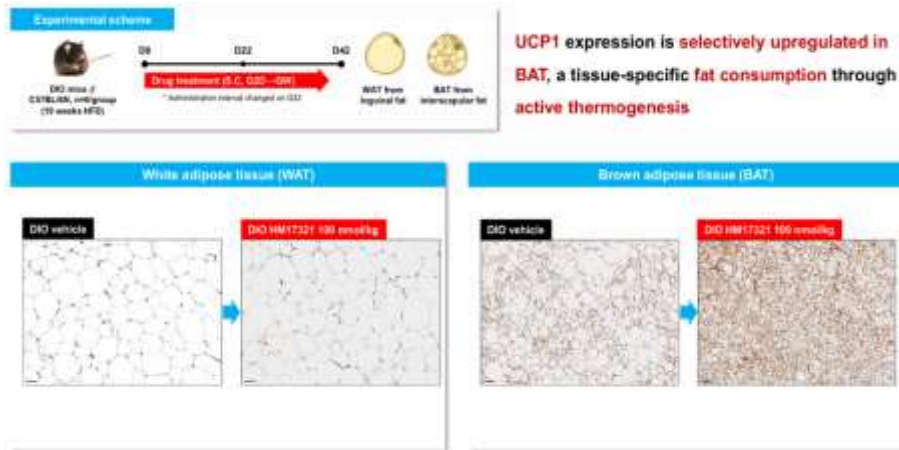
자료: EASD2025

HM17321 투약 원숭이 모델에서 체성분 변화



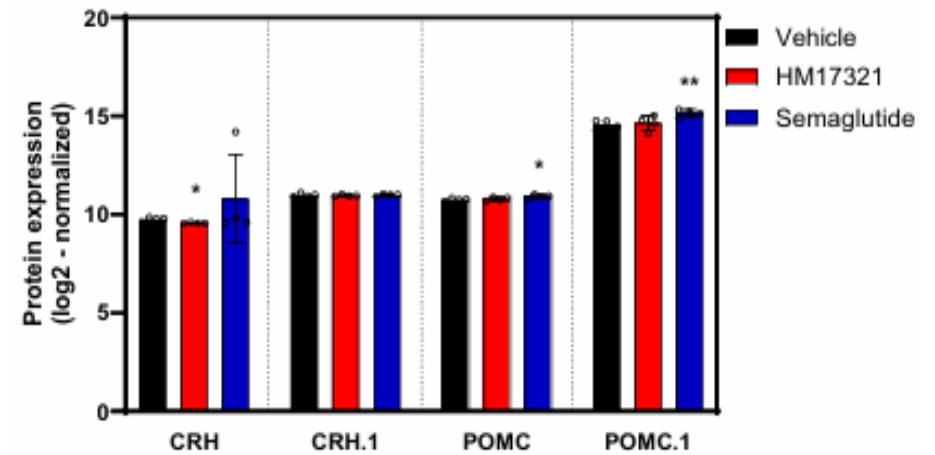
자료: EASD2025

HM17321 투약 마우스에서 지방 세포 변화



자료: EASD2025

CRFR1 비선택성



자료: EASD2025



한미약품(128940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,491	1,496	1,531	1,619	1,680
매출원가	662	678	677	712	734
매출총이익	829	817	854	906	946
판매비	609	601	607	631	653
영업이익	221	216	247	275	293
EBITDA	319	314	342	359	367
영업외손익	-27	-45	-22	-5	3
외환관련손익	1	9	-6	0	0
이자손익	-24	-19	-11	-5	4
관계기업관련손익	-1	0	0	0	0
기타	-3	-36	-5	0	0
법인세비용차감전순손익	194	171	225	270	297
법인세비용	29	31	34	41	45
계속사업순손익	165	140	191	230	252
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	165	140	191	230	252
지배지분순이익	146	121	174	207	227
포괄순이익	111	175	158	230	252
지배지분포괄이익	93	142	198	315	346

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	217	193	238	357	383
당기순이익	165	140	191	230	252
감가상각비	86	86	84	74	64
외환손익	1	-6	4	0	0
중속, 관계기업관련손익	1	0	0	0	0
자산부채의 증감	-57	-90	-80	-17	-12
기타현금흐름	20	64	39	70	79
투자활동 현금흐름	-183	25	-130	-8	-7
투자자산	-139	104	-28	-8	-7
유형자산 증가 (CAPEX)	0	-39	-22	0	0
유형자산 감소	3	0	0	0	0
기타현금흐름	-20	-40	-80	0	0
재무활동 현금흐름	-127	-94	-95	-13	-13
단기차입금	-34	35	-48	0	0
사채 및 장기차입금	-72	-111	-10	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-18	-13	-34	-13	-13
기타현금흐름	-3	-5	-4	0	0
연결범위변동 등 기타	1	13	-18	-56	-69
현금의 증감	-92	137	-5	280	295
기초 현금	147	55	192	187	468
기말 현금	55	192	187	468	762
NOPLAT	221	216	247	275	293
FCF	189	154	215	357	383

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임, 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임, 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	731	746	839	1,145	1,462
현금및현금성자산	55	192	187	468	762
매출채권 및 기타채권	177	239	250	261	270
재고자산	289	301	333	347	359
비유동자산	1,168	1,275	1,236	1,160	1,093
유형자산	833	796	734	660	595
관계기업등 지분관련자산	2	2	3	3	3
기타투자자산	42	170	196	203	210
자산총계	1,899	2,021	2,075	2,305	2,555
유동부채	705	683	649	661	673
매입채무 및 기타채무	189	213	214	223	231
단기차입금	336	371	323	323	323
유동성장기부채	145	31	32	32	32
비유동부채	94	97	88	88	88
장기차입금	82	86	75	75	75
사채	0	0	0	0	0
부채총계	798	780	736	749	761
자본지분	955	1,085	1,177	1,371	1,585
자본금	31	32	32	32	32
자본잉여금	412	411	411	411	411
이익잉여금	582	681	842	1,036	1,250
비지배지분	145	156	162	184	210
자본총계	1,100	1,241	1,339	1,555	1,795
순차입금	318	303	199	-82	-376
총차입금	573	497	439	439	439

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	11,415	9,470	13,600	16,122	17,694
BPS	75,316	85,575	92,829	108,117	124,993
EBITDAPS	24,912	24,473	26,725	28,053	28,637
SPS	116,376	116,736	119,538	126,354	131,150
DPS	490	1,250	1,000	1,000	1,000
PER	25.2	32.7	25.4	21.5	19.6
PBR	3.8	3.6	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	13.0	14.1	14.0	12.6	11.6
PSR	2.5	2.6	2.9	2.7	2.6

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	12.0	0.3	2.4	5.7	3.8
영업이익 증가율 (%)	39.6	-2.0	14.2	11.5	6.6
지배순이익 증가율 (%)	76.6	-17.0	43.6	18.5	9.8
매출총이익률 (%)	55.6	54.6	55.8	56.0	56.3
영업이익률 (%)	14.8	14.5	16.1	17.0	17.5
지배순이익률 (%)	9.8	8.1	11.4	12.8	13.5
EBITDA 마진 (%)	21.4	21.0	22.4	22.2	21.8
ROIC	15.9	15.2	17.2	21.3	24.1
ROA	7.6	6.2	8.5	9.4	9.3
ROE	16.0	11.9	15.4	16.2	15.3
부채비율 (%)	72.6	62.9	55.0	48.2	42.4
순차입금/자기자본 (%)	33.2	28.0	16.9	-6.0	-23.7
영업이익/금융비용 (배)	7.7	8.9	14.0	16.6	17.7



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		국내				해외					
		삼성바이오로직스	셀트리온	유한양행	알테오젠	Eli Lilly	Novo Nordisk	AstraZeneca	Novartis	Chugai Pharmaceutical	Lonza
Ticker		207940 KS	068270 KS	000100 KS	196170 KQ	LLY US	NVO US	AZN US	NVS US	4519 JP	LONN SW
시가총액		80,711	40,853	9,428	23,676	759,844	242,762	262,658	277,636	78,640	49,517
매출액	2024	4,547	3,557	2,068	103	45,043	42,119	54,073	51,722	7,734	7,467
	2025F	5,760	4,238	2,237	251	61,724	49,215	58,296	54,575	8,170	9,492
	2026F	6,753	5,075	2,434	578	73,228	52,199	62,044	55,882	8,539	10,377
영업이익	2024	1,320	492	55	25	12,899	18,614	9,922	14,544	3,581	1,095
	2025F	1,999	1,150	118	157	25,258	20,751	18,724	21,961	3,992	1,913
	2026F	2,304	1,587	176	467	32,781	22,773	20,828	22,210	4,297	2,236
순이익	2024	1,083	423	71	62	10,590	14,647	7,035	11,941	2,559	722
	2025F	1,535	839	118	126	20,329	16,417	14,177	17,562	2,900	1,460
	2026F	1,804	1,246	166	426	27,070	17,611	16,014	17,895	3,138	1,727
PER	2024	62.3	96.1	126.7	264.1	50.2	27.5	28.9	16.6	29.7	60.0
	2025F	52.2	48.1	79.0	188.0	35.6	14.6	18.6	14.6	26.6	33.6
	2026F	44.2	32.3	58.6	55.7	26.6	13.5	16.5	14.3	24.7	28.4
PBR	2024	6.2	2.3	4.2	60.3	51.5	19.3	5.0	4.4	6.1	4.1
	2025F	6.5	2.3	4.3	58.3	26.7	8.0	5.7	5.3	5.9	4.0
	2026F	5.6	2.2	4.1	28.6	15.7	6.5	5.0	4.7	5.2	3.7
ROE	2024	10.4	2.5	3.4	29.5	84.8	80.8	17.6	26.3	22.0	6.8
	2025F	13.0	4.8	5.7	35.9	94.8	64.4	27.4	36.6	22.5	11.3
	2026F	13.4	6.9	7.8	68.2	75.2	56.0	27.4	34.6	22.8	12.4
EV/EBITDA	2024	35.3	45.7	75.3	580.9	40.1	19.3	13.7	10.3	17.9	25.2
	2025F	30.6	28.7	51.2	145.8	29.1	10.9	14.3	13.0	17.1	19.1
	2026F	26.9	22.2	38.8	49.6	22.7	10.1	12.9	12.9	16.0	16.9

자료: Quantwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터,

주: 1) 국내 단위는 십억원, 해외 단위는 백만달러, 2) 2025/10/20 종가 기준

주제3. K-Nexus 그룹

미디어/엔터 | 화장품/의료기기 | 음식료 | 운송 | 금융 | 지주

[미디어/엔터]

월드클래스와 케데헌 낙수효과가 견인하는 이익 성장률

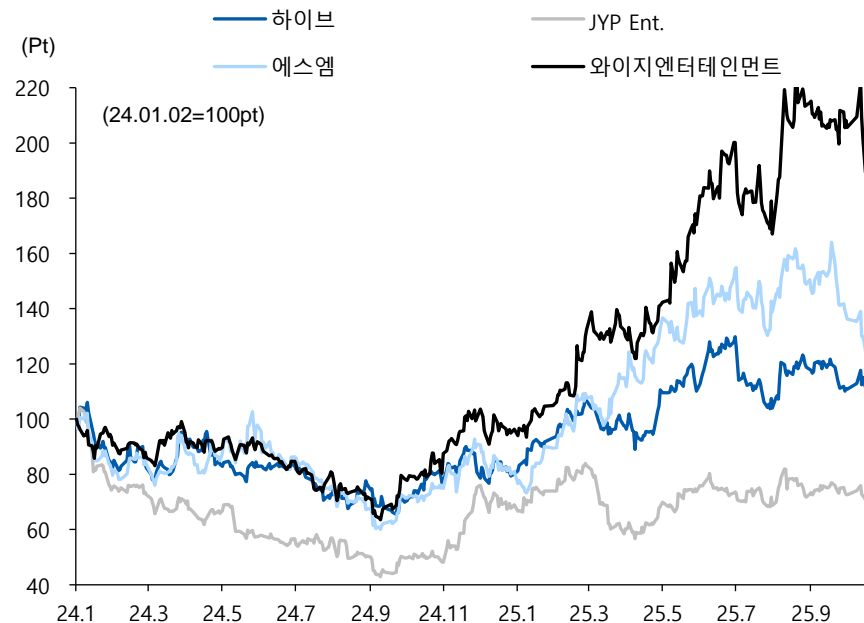


이환욱 미디어/엔터/디지털자산
hwanwook.lee@yantakorea.com

현재 주가 조정은 결국 밸류에이션 매력도 상승으로 이어질 것

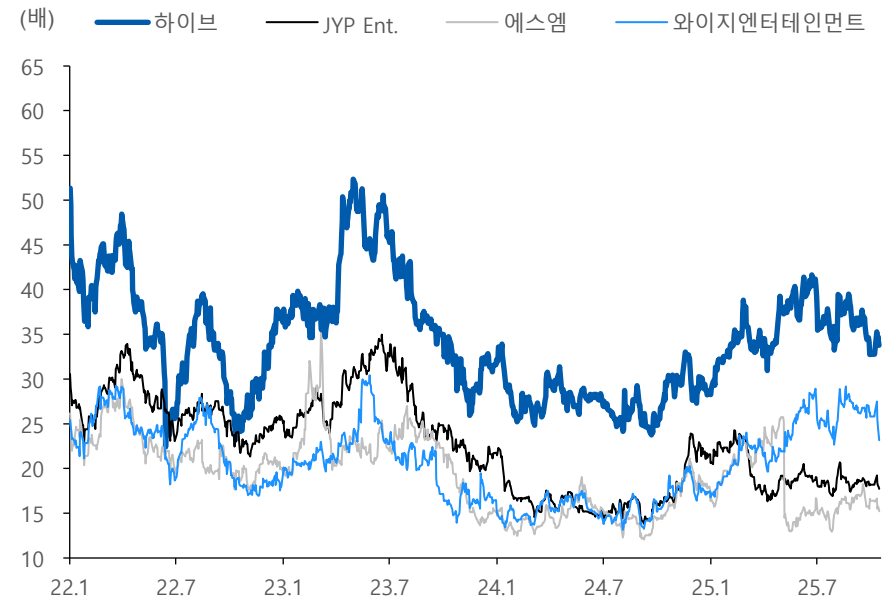
- 지난 3개 분기(4Q24 ~ 2Q25) 연속 주가 상승 랠리 이후 3Q25 초입 구간을 기점으로 조정 국면으로 진입. 美 관세 무풍 수혜 소멸과 中 한한령 해제 기대감 하락 등이 주요 주가 하방 압력으로 작용함.
- 다만, 가격 & 기간 조정 국면 이후(연내 마무리 될 것이라 예상) 업종 전반의 2차 주가 상승 사이클은 긍정적이라 판단임. '케이팝 데몬 헌터스'의 글로벌 장기 흥행으로 K-pop의 대중화를 더욱 가속 시켰으며, 업종 전반의 낙수 효과로 이어질 것이라 기대됨.
- 글로벌 라이트 팬덤 확대에 의한 매출 포트폴리오 다변화(앨범 비중 ↓, 음원 & 공연 & MD 비중 ↑)가 긍정적이라 판단되며, 매출원별 P & Q의 동방 상승이 가능한 우호적인 환경이 조성될 것이라 예상됨.

국내 엔터 4사 주가 추이(24.01~현재)



자료: 퀀티와이즈, 유안타증권 리서치센터

국내 엔터 4사 P/E 추이(FWD 12M)

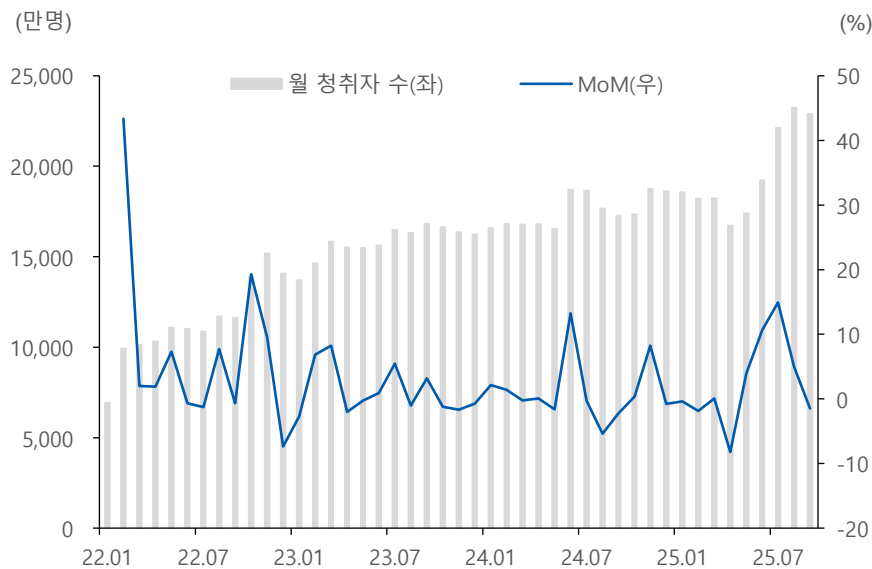


자료: 퀀티와이즈, 유안타증권 리서치센터

글로벌 K-pop 라이트 팬덤 규모 커리어 하이

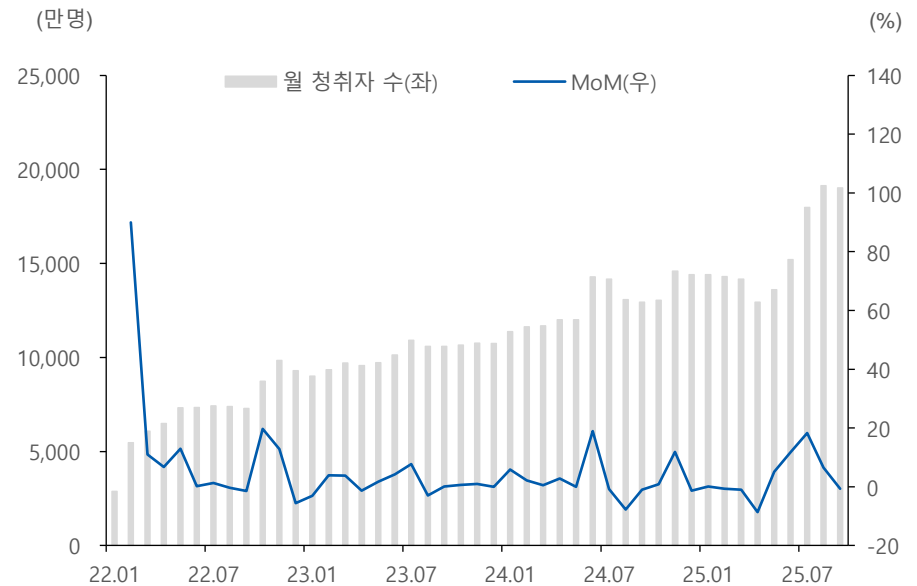
- 국내 엔터 4사 주요 아티스트 IP 합산 스포티파이 월 청취자 수는 2025년 9월 말 기준 2억 2,899명으로 전년 동월 대비 +32.5% 성장해 역대 최대치 수준을 기록중.
- 글로벌 라이트 팬덤 모수가 큰 BTS, 뉴진스 2 아티스트 IP를 제외한 월 청취자 수(약 1억 9,000명)는 전년 동월 대비 +47.0% 더욱 가파른 확장 추이를 보이고 있으며, 케이팝 데몬 헌터스의 흥행 효과가 K-pop IP 전반에 낙수효과가 이어진 결과로 판단됨.
- 특히, 美 현지화 그룹 '캣츠아이', JYP향 대표 IP '트와이스'의 글로벌 팬 베이스 확대가 뚜렷해 내년도 긍정적인 실적 기여가 예상되며, YG향 대표 IP '블랙핑크'의 활동 재개로 인한 청취자 수 급증 추세는 내년도 'BTS'가 견인할 K-pop 스트리밍 시장 성장의 높은 가시성을 시사함.

주요 K-POP IP 합산 스포티파이 월간 청취자 수 추이



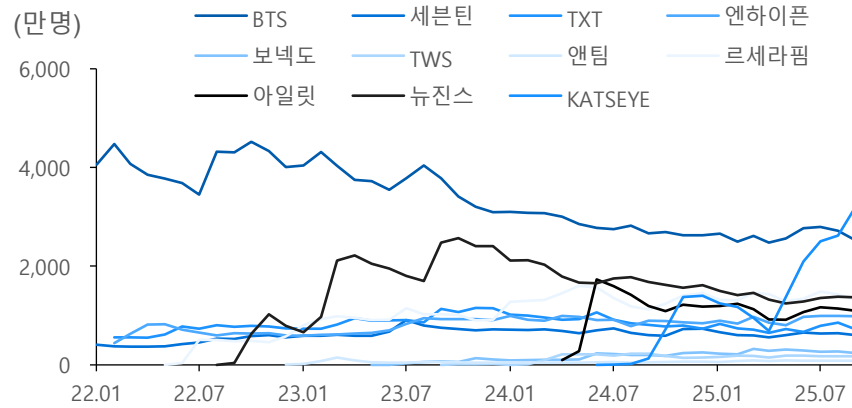
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

주요 K-POP IP 합산(BTS, 뉴진스 제외) 스포티파이 월간 청취자 수 추이



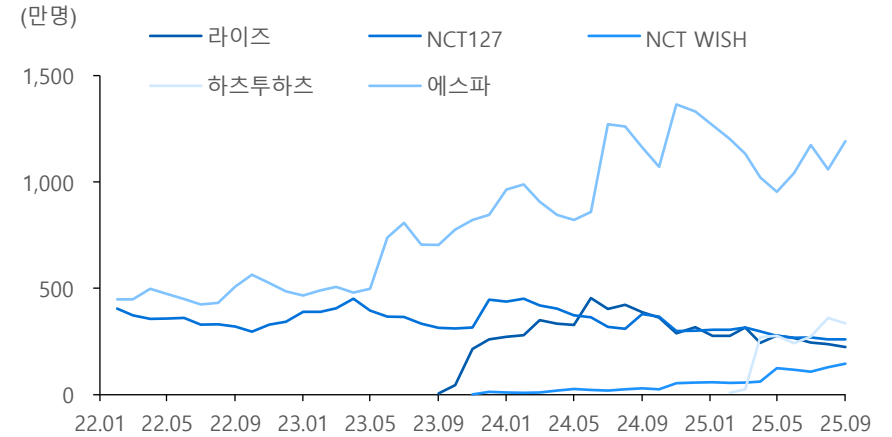
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

하이브 소속 IP별 스포티파이 월간 청취자 수 추이



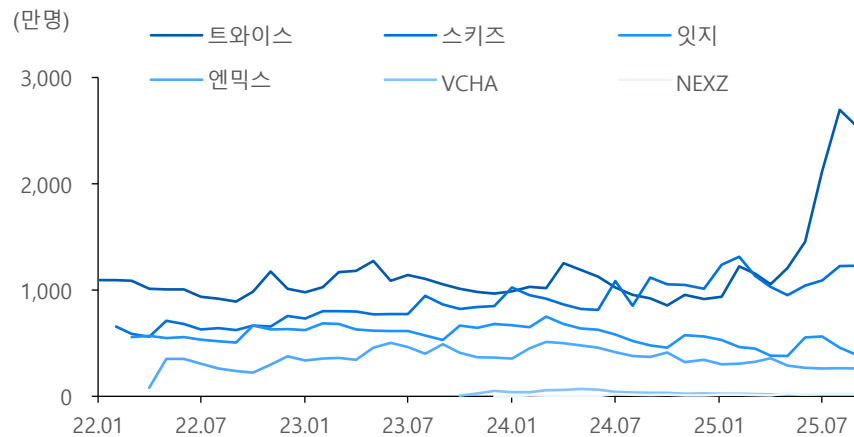
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

SM 소속 IP별 스포티파이 월간 청취자 수 추이



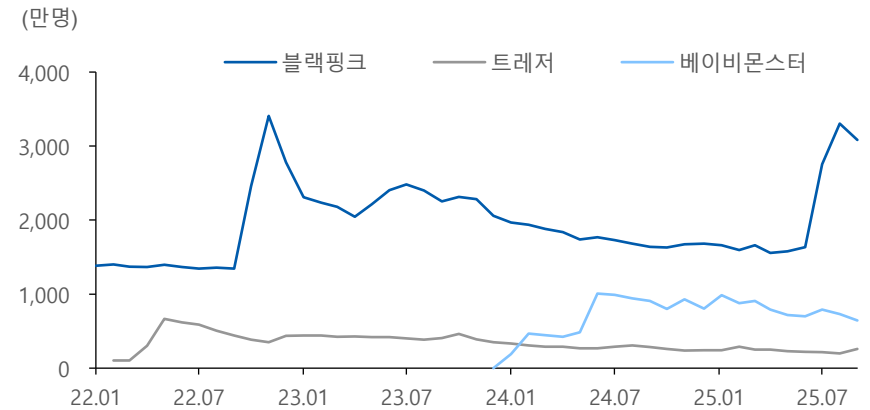
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

JYP 소속 IP별 스포티파이 월간 청취자 수 추이



자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

YG 소속 IP별 스포티파이 월간 청취자 수 추이

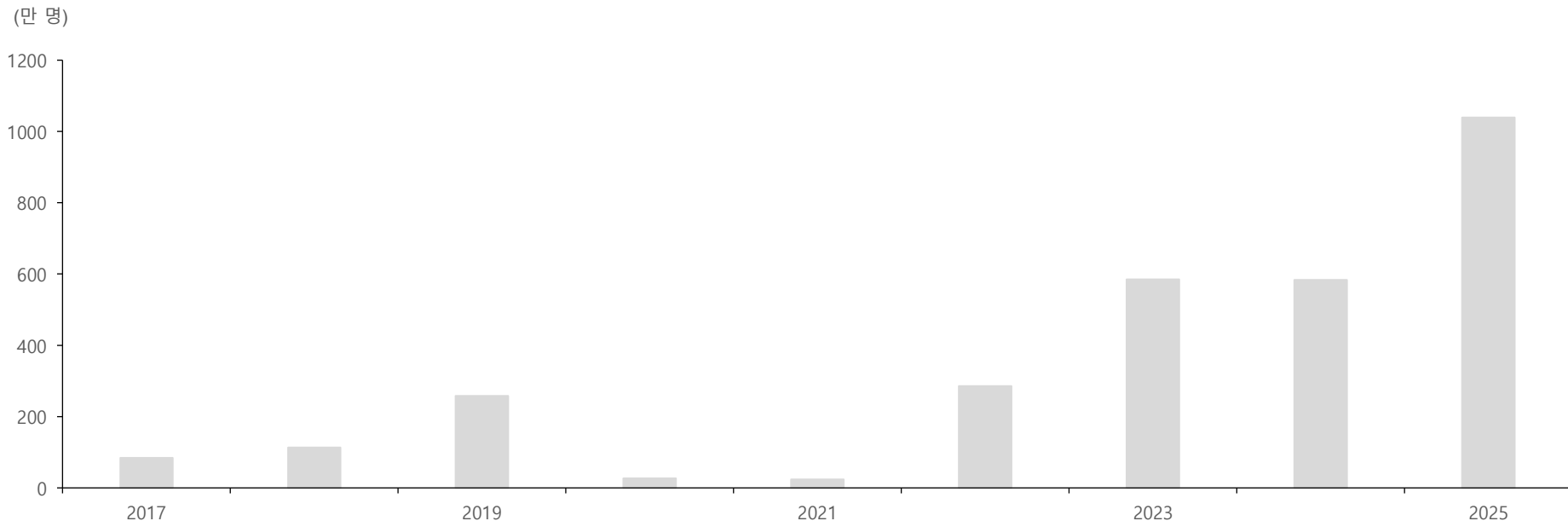


자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

글로벌 팬 베이스 확대는 오프라인 투어 레버리지로 이어진다

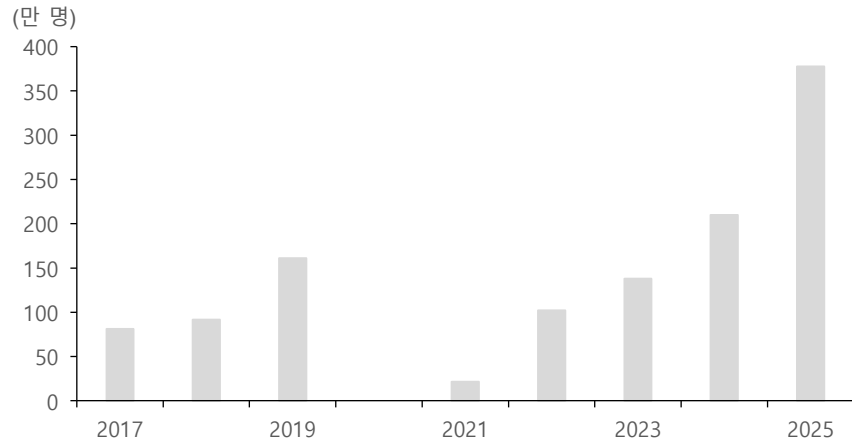
- 올해 엔터 4사 주요 아티스트 IP 합산 글로벌 오프라인 투어 모객수는 1,000만명을 넘어 설 것으로 예상됨.
- 고연차 IP(블랙핑크, 트와이스, 스트레이키즈 등)에서의 글로벌 인지도 확대는 가파른 모객수 증가로 이어졌으며, 저연차 IP의 속도감 있는 글로벌 시장 안착이 만든 결과.
- 음원 성장률을 고려한 내년도 모객수 증가율도 두 자릿 수 달성 가능한 구조이며, 특히 BTS 완전체 월드투어 분이 시장 성장을 명확하게 견인할 것이라 판단됨.
- 특히, 서구권 팬덤 문화(앨범 구매 보단 음원/공연/MD 구매)를 고려 해 볼 때, 팬 베이스 확대는 매출 포트폴리오 다변화와 전사 실적 성장으로 이어질 전망.

엔터 4사 합산(주요 IP) 연도별 공연 모객수 추이



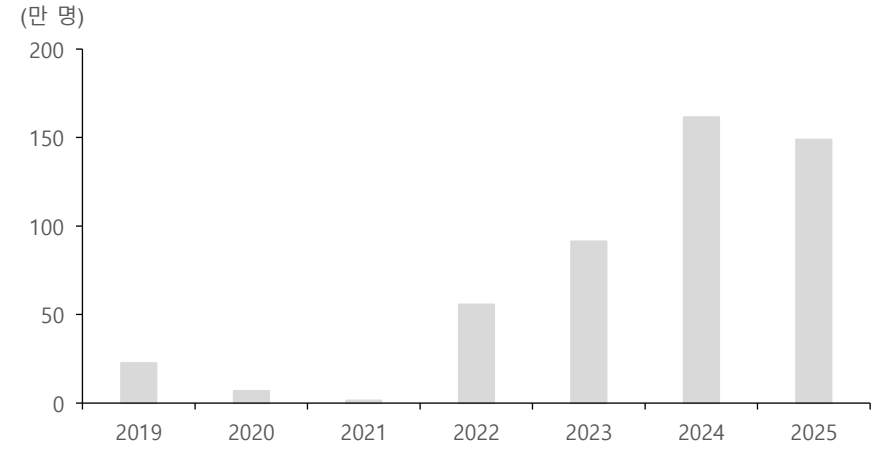
자료: 유안타증권 리서치센터

하이브 합산(주요 IP) 연도별 공연 모객 수 추이



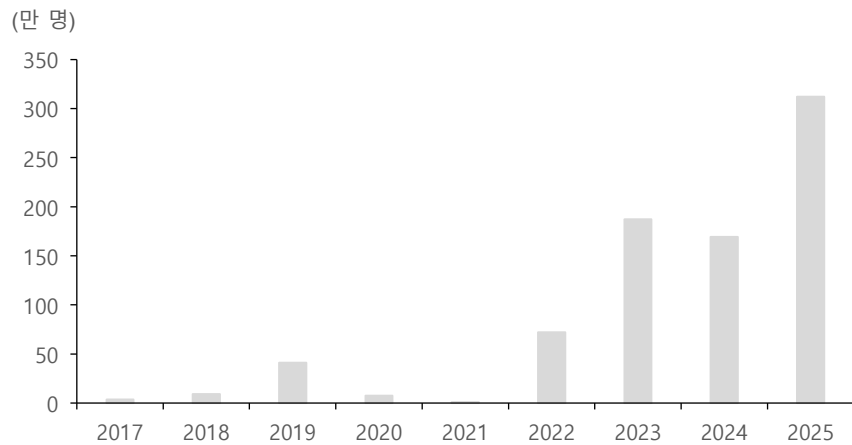
자료: 유안타증권 리서치센터

SM 합산(주요 IP) 연도별 공연 모객 수 추이



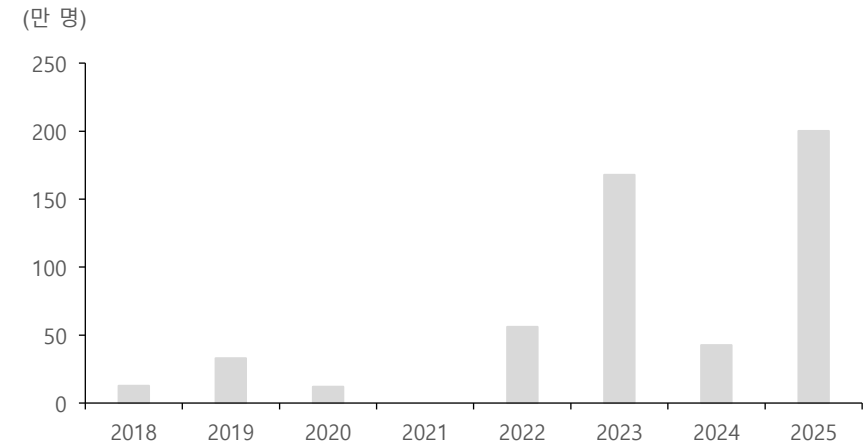
자료: 유안타증권 리서치센터

JYP 합산(주요 IP) 연도별 공연 모객 수 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

YG 합산(주요 IP) 연도별 공연 모객 수 추이

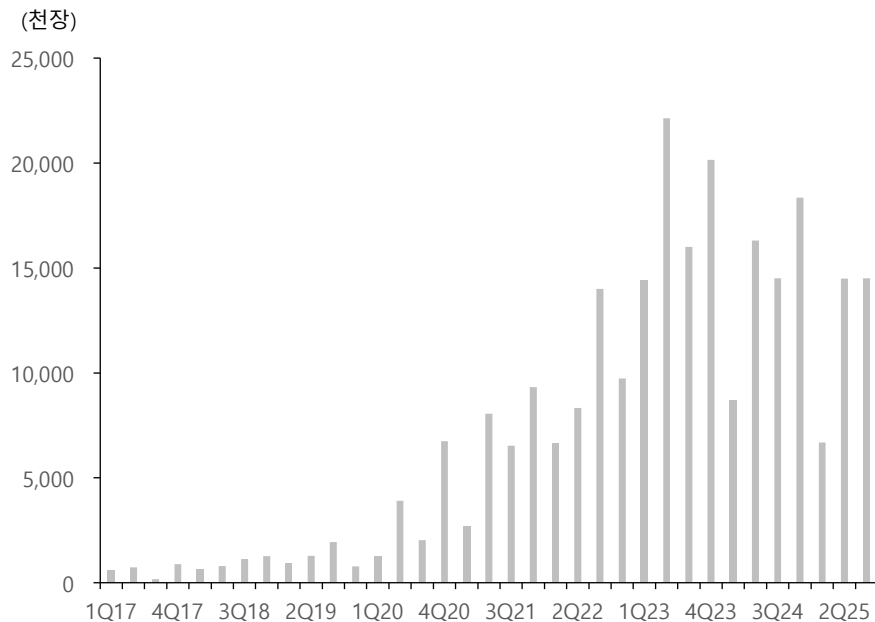


자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 코어 팬덤 재 확장 기조 감지

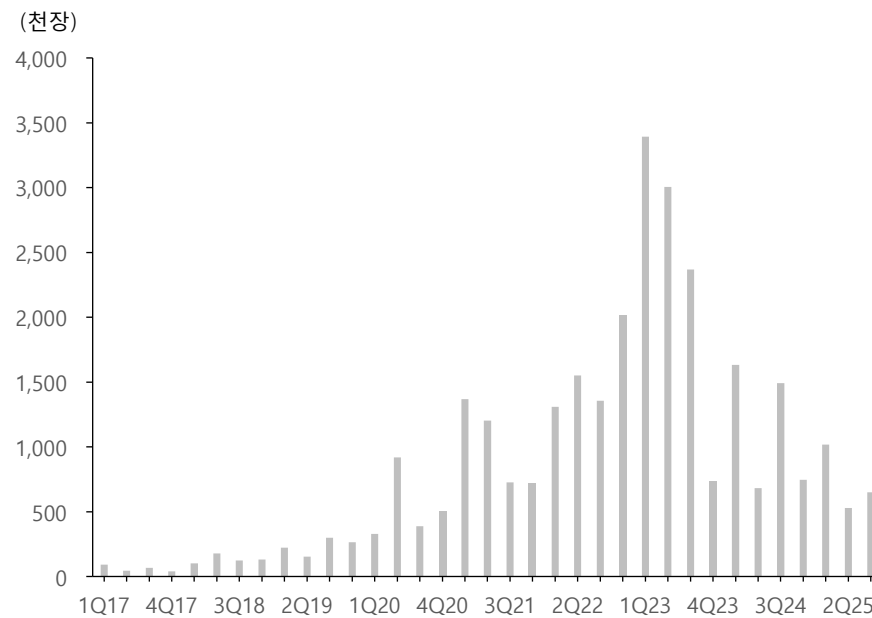
- 대표적인 코어 팬덤 지표인 앨범 판매량도 긍정적인 추이를 보이고 있음. 엔터 4사 합산 기준 분기 1,500만장을 상회하는 판매량을 기록하고 있는데, K-pop 글로벌화가 가팔랐던 과거 코로나 시기의 판매량과 유사한 수준.
- 구보 판매량도 정량적으로 정상화 구간으로 재진입 매 분기 50만장 이상 판매고를 기록하고 있어, 글로벌 신규 팬덤 유입세가 지속되고 있는 것으로 판단됨.
- 서구권 팬덤 문화를 고려해 볼 때 매우 고무적인 수치이며, 저연차 IP의 글로벌 시장 안착이 내년에도 수월 할 것이란 판단임.

엔터 4사 분기별 전체 앨범 판매량 추이



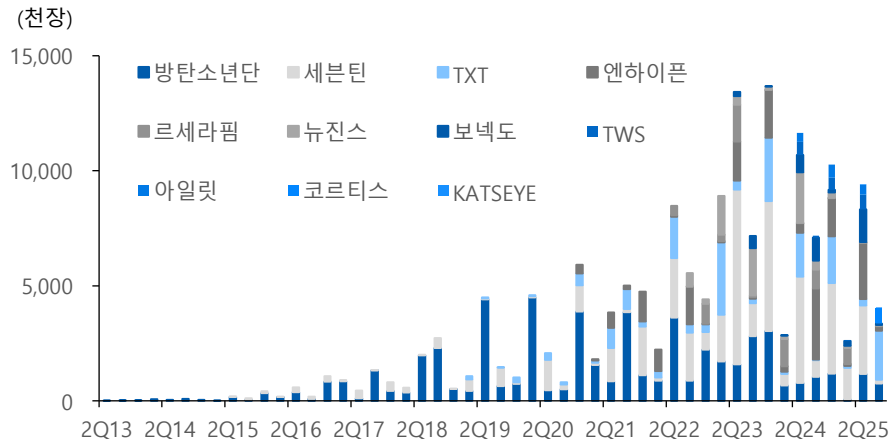
자료: 씨클차트, 유안타증권 리서치센터

엔터 4사 분기별 구보 판매량 추이



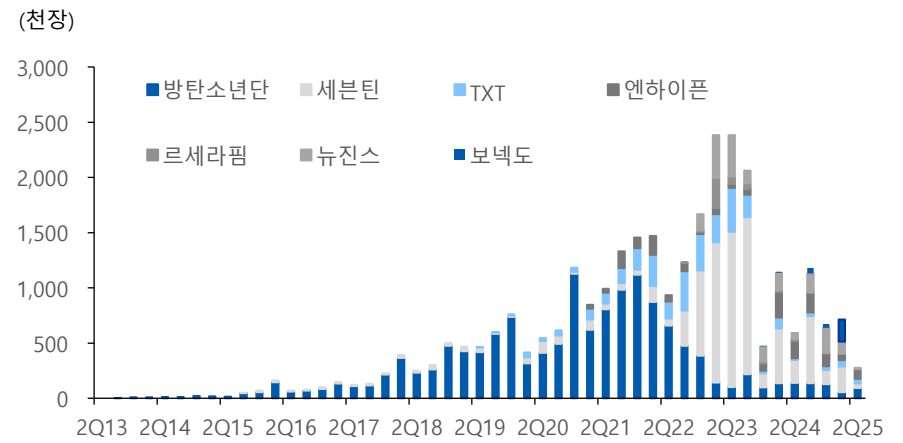
자료: 씨클차트, 유안타증권 리서치센터

하이브 분기별 전체 앨범 판매량 추이



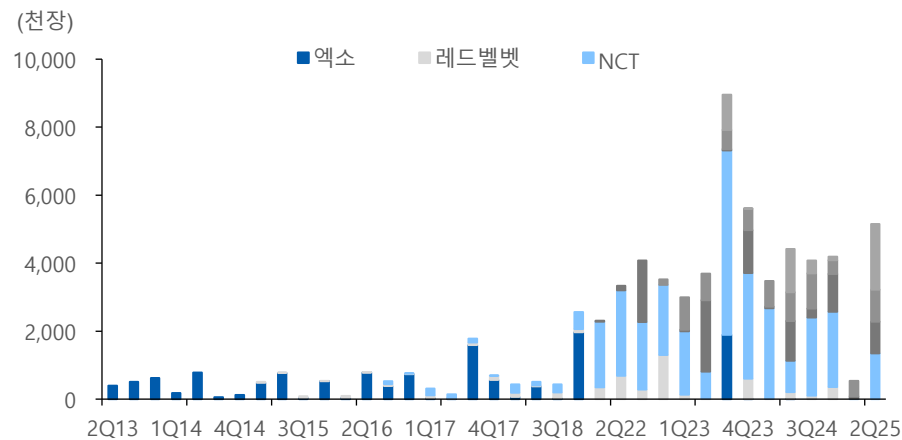
자료: 씨클차트, 유안타증권 리서치센터

하이브 분기별 구보 판매량 추이



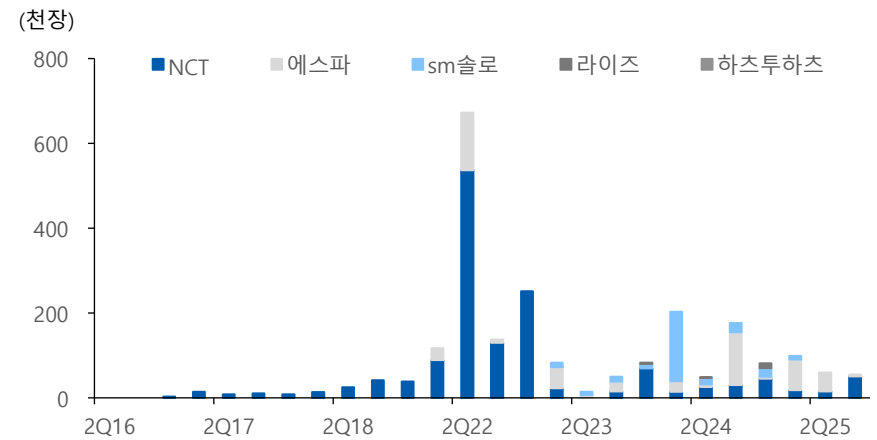
자료: 씨클차트, 유안타증권 리서치센터

SM 분기별 전체 앨범 판매량 추이



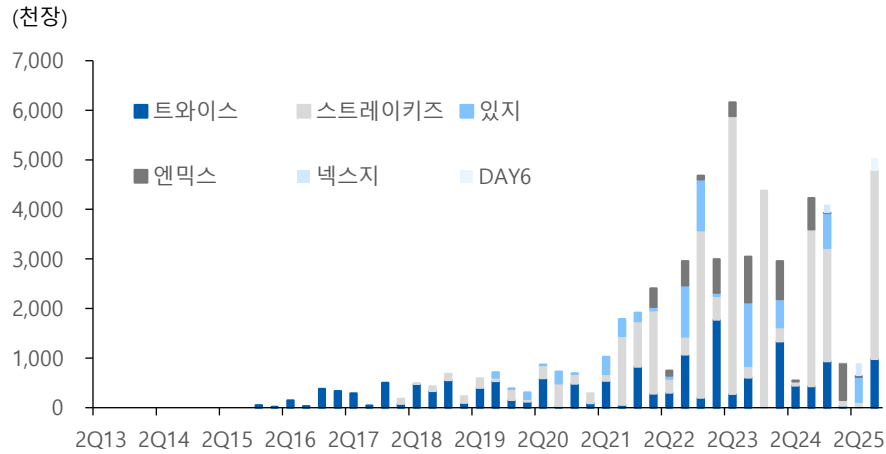
자료: 씨클차트, 유안타증권 리서치센터

SM 분기별 구보 판매량 추이



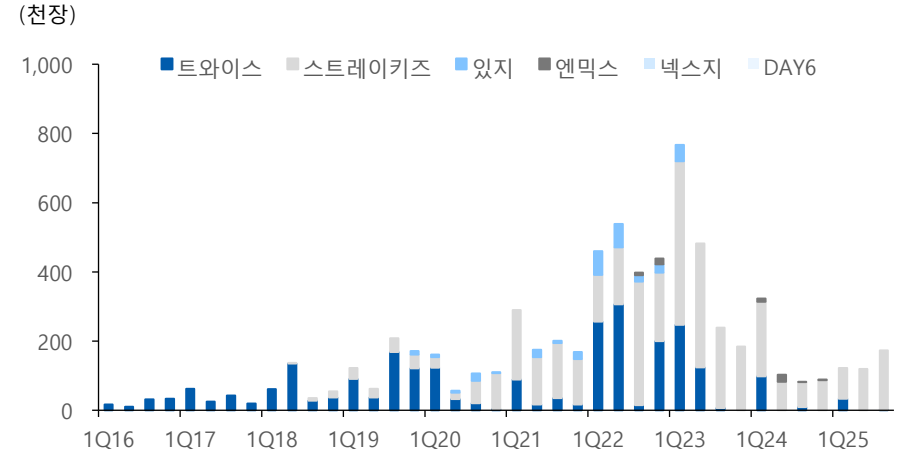
자료: 씨클차트, 유안타증권 리서치센터

JYP 분기별 전체 앨범 판매량 추이



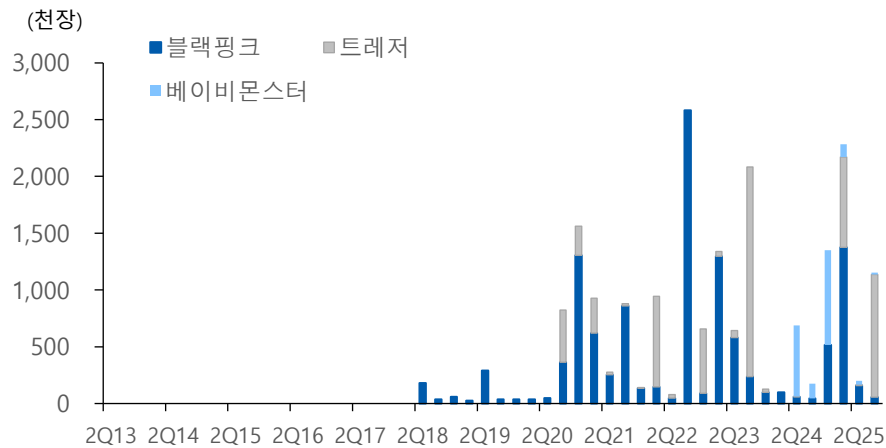
자료: 씨클차트, 유안타증권 리서치센터

JYP 분기별 구보 판매량 추이



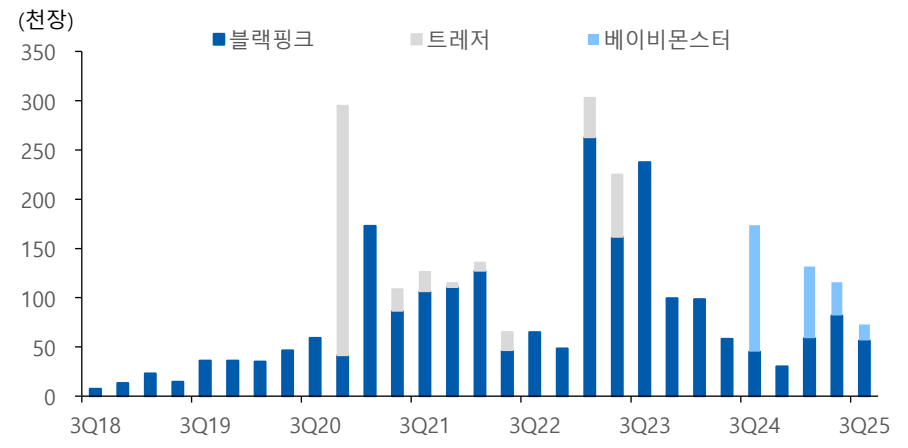
자료: 씨클차트, 유안타증권 리서치센터

YG 분기별 전체 앨범 판매량 추이



자료: 씨클차트, 유안타증권 리서치센터

YG 분기별 구보 판매량 추이



자료: 씨클차트, 유안타증권 리서치센터

하이브 (352820): 월드클래스의 귀환

엔터/미디어



이환욱 미디어/엔터/디지털자산
hwanwook.lee@yuanta.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	330,000원 (M)
현재주가 (10/20)	275,500원
상승여력	20%

시가총액	114,752억원
총발행주식수	42,098,022주
60일 평균 거래대금	629억원
60일 평균 거래량	225,815주
52주 고/저	313,500원 / 185,300원
외인지분율	18.78%
배당수익률	0.10%
주요주주	방시혁 외 9인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.8)	2.8	45.9
상대	(14.1)	(14.1)	(0.8)
절대(달려환산)	(6.6)	0.9	40.8

- 2026E 매출액 3조 6,390억원(+36.3% yoy), 영업이익 4,206억원(+117.4% yoy):** 2026 연결 기준 예상 매출액은 3조 6,390억원(+36.3% yoy), 영업이익은 4,206억원(+117.4% yoy)으로 큰 폭의 실적 개선세 이뤄질 전망. K-pop 대표 아티스트 IP ‘방탄소년단(BTS)’의 활동 재개로 인한 외형 성장 및 영업 레버리지 효과 뚜렷하게 나타날 전망인데, 앨범 & 음원 & 공연 & MD 등 전 사업 부문에서 가파른 yoy 성장이 기대됨. 앨범 판매량 & 공연 모객 수 각각 +56.8% yoy, +43.6% yoy 기록 할 전망이며, 공연의 경우 ATP 상승 영향으로 탑라인 성장은 더 클 것이라 예상. 또한, 글로벌 라이트 팬덤 확대에 따른 MD 매출 기여도 지속 증가할 것이라 예상되는데, 내년부터 지역적 특성에 맞춘 전략 MD 확대도 본격화 될 예정.
- 신사업 모델도 매력적:** ‘캣츠아이’의 안정적인 시장 안착으로 현지화 IP 전략은 내년도 주가 상승 모멘텀의 한 축으로 작용 할 것이라 전망됨. 현재 스포티파이 월간 청취자 수는 3,300만명을 상회해 K-POP IP 중 최대치를 기록 중으로 북미권 인지도 확대가 시장 기대치를 크게 상회한 만큼 2차 & 3차 현지화 그룹에 대한 성공 가능성이 높아진 상황임. 최근 데뷔한 라틴 2개 그룹 & 내년 데뷔 예정인 북미 걸 & 보이 그룹까지 속도감 있게 진행될 예정.
- ‘위버스’ 실적 기여 본격화:** BTS 군 제대와 함께 위버스 MAU가 1,200만명 수준으로 가파른 상승세를 보여주고 있음. 본격적인 멤버십 적용 범위 확대와 함께 공격적인 광고 전략이 취해질 예정으로 연간 영업이익 흑자 전환 기대됨.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,178	2,256	2,671	3,639	3,821
매출액증가율	22.6	3.6	18.4	36.2	5.0
영업이익	296	184	194	421	520
영업이익률	13.6	8.2	7.3	11.6	13.6
지배주주귀속순이익	187	9	177	352	438
지배주주 귀속 EPS	4,504	225	4,238	8,352	10,409
증가율	256.0	-95.0	1,783.6	97.1	24.6
PER	51.6	877.7	65.0	33.0	26.5
PBR	3.3	2.6	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	22.7	25.5	34.2	20.3	16.6
ROA	3.7	0.2	3.2	5.8	6.5
ROE	6.6	0.3	5.6	10.7	11.8

자료: 유안타증권 리서치센터



하이브(352820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,178	2,256	2,671	3,639	3,821
매출원가	1,169	1,296	1,564	2,069	2,121
매출총이익	1,009	960	1,106	1,570	1,700
판매비	713	776	913	1,149	1,181
영업이익	296	184	194	421	520
EBITDA	423	330	335	545	633
영업외손익	-46	-165	34	26	37
외환관련손익	11	38	-42	0	0
이자손익	0	-9	-12	-6	5
관계기업관련손익	11	-18	-1	12	12
기타	-67	-175	89	20	20
법인세비용차감전순손익	250	19	228	446	556
법인세비용	67	23	73	145	181
계속사업순손익	183	-3	154	301	375
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	183	-3	154	301	375
지배지분순이익	187	9	177	352	438
포괄순이익	205	276	52	346	420
지배지분포괄이익	210	288	58	335	407

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	311	152	280	487	755
당기순이익	183	-3	154	301	375
감가상각비	53	62	57	42	33
외환손익	6	-7	20	0	0
중속, 관계기업관련손익	-11	18	1	-12	-12
자산부채의 증감	-40	-148	-60	-19	186
기타현금흐름	119	230	108	174	172
투자활동 현금흐름	-471	-10	-224	-827	-125
투자자산	45	221	-33	-182	-26
유형자산 증가 (CAPEX)	-23	-33	-25	-20	-20
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	-494	-200	-167	-624	-79
재무활동 현금흐름	-11	-118	157	13	-5
단기차입금	167	-153	4	21	3
사채 및 장기차입금	-160	81	143	0	0
자본	-1,081	66	10	0	0
현금배당	0	-29	-8	-8	-8
기타현금흐름	1,063	-83	9	0	0
연결범위변동 등 기타	-3	31	-278	73	-228
현금의 증감	-174	54	-65	-253	397
기초 현금	532	358	412	347	93
기말 현금	358	412	347	93	490
NOPLAT	296	184	194	421	520
FCF	288	119	255	467	735

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,889	1,788	2,274	3,056	3,583
현금및현금성자산	358	412	347	93	490
매출채권 및 기타채권	275	311	365	561	571
재고자산	126	163	206	317	333
비유동자산	3,457	3,691	3,319	3,417	3,379
유형자산	101	97	84	62	49
관계기업등 지분관련자산	241	216	236	363	382
기타투자자산	482	547	384	439	447
자산총계	5,346	5,479	5,593	6,473	6,962
유동부채	1,772	831	830	1,276	1,340
매입채무 및 기타채무	591	448	515	792	831
단기차입금	100	0	0	0	0
유동성장기부채	725	100	0	0	0
비유동부채	464	1,134	1,378	1,475	1,489
장기차입금	100	386	636	636	636
사채	0	356	363	363	363
부채총계	2,236	1,965	2,208	2,751	2,829
자본지분	2,919	3,215	3,080	3,468	3,943
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	1,570	1,636	1,646	1,646	1,646
이익잉여금	1,420	1,401	1,569	1,912	2,342
비지배지분	191	299	304	254	191
자본총계	3,110	3,514	3,385	3,722	4,134
순차입금	-240	-125	-315	-689	-1,175
총차입금	1,163	1,091	1,238	1,259	1,262

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	4,504	225	4,238	8,352	10,409
BPS	70,090	77,427	73,372	82,614	93,919
EBITDAPS	10,175	7,927	8,034	12,945	15,038
SPS	52,392	54,155	63,975	86,441	90,762
DPS	700	200	200	200	200
PER	51.6	877.7	65.0	33.0	26.5
PBR	3.3	2.6	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	22.7	25.5	34.2	20.3	16.6
PSR	4.4	3.6	4.3	3.2	3.0

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	22.6	3.6	18.4	36.3	5.0
영업이익 증가율 (%)	24.8	-37.7	5.2	117.3	23.5
지배순이익 증가율 (%)	257.9	-95.0	1,786.2	98.7	24.6
매출총이익률 (%)	46.3	42.6	41.4	43.1	44.5
영업이익률 (%)	13.6	8.2	7.2	11.6	13.6
지배순이익률 (%)	8.6	0.4	6.6	9.7	11.5
EBITDA 마진 (%)	19.4	14.6	12.6	15.0	16.6
ROIC	13.2	-1.6	6.3	14.6	18.3
ROA	3.7	0.2	3.2	5.8	6.5
ROE	6.6	0.3	5.6	10.7	11.8
부채비율 (%)	71.9	55.9	65.2	73.9	68.4
순차입금/자기자본 (%)	-8.2	-3.9	-10.2	-19.9	-29.8
영업이익/금융비용 (배)	6.3	3.7	3.9	8.2	10.1



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		국내				해외	
		하이브	JYP Ent.	에스엠	와이지엔터	Universal Music Group	Warner Music Group
Ticker		352820 KS	035900 KS	041510 KS	122870 KS	UMG NA	WMG US
시가총액		11,475	2,583	2,713	1,720	49,852	17,358
매출액	2023	2,256	602	990	365	12,802	6,426
	2024F	2,626	775	1,175	597	14,359	6,519
	2025F	3,731	842	1,324	658	15,527	6,892
영업이익	2023	184	128	87	-19	1,920	823
	2024F	198	162	171	80	2,425	927
	2025F	467	178	202	91	2,864	1,199
순이익	2023	9	98	18	19	2,257	435
	2024F	143	173	323	62	2,177	502
	2025F	370	138	146	75	2,453	751
PER	2023	877.7	23.1	98.0	41.6	21.7	21.3
	2024F	80.6	14.9	8.4	27.7	23.6	33.5
	2025F	31.3	18.7	18.6	23.0	21.0	23.3
PBR	2023	2.6	4.4	2.6	1.6	10.0	31.3
	2024F	3.6	3.8	2.8	3.1	8.1	26.0
	2025F	3.2	3.2	2.5	2.8	7.1	18.0
ROE	2023	-0.1	22.2	0.1	3.4	55.7	104.0
	2024F	3.7	30.0	32.2	12.7	39.6	79.0
	2025F	9.6	20.1	12.2	12.4	34.7	90.5
EV/EBITDA	2023	45.5	15.4	17.4	12.8	20.5	12.3
	2024F	34.9	12.5	9.4	14.0	16.5	14.8
	2025F	18.9	10.9	8.1	12.7	14.8	13.4

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터,

주: 1) 국내 단위는 십억원, 해외 단위는 백만달러, 2) 2025/10/20 종가기준

[화장품/의료기기]

K-뷰티와 K-의료기기의 결합, 젊음을 사고파는 시대



이승은 화장품/의료기기/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com



소비자의 욕망이 바꾼 뷰티 패러다임: Slow에서 Reverse로

- 린제이 로한의 최근 모습을 보면, 단순히 노화를 늦춘 수준이 아니라 시간을 되돌린 듯한 인상을 준다. 과거 사진과 현재 사진을 비교하면, Rejuvenation이 더 이상 상징적 개념이 아니라 실질적 결과로 구현되고 있음을 보여준다. 이는 지불 가능한 젊음(Pay-for-Youth), 즉 돈으로 시간을 되돌리는 시장의 출현을 의미한다.
- 최근 주목받는 레누바(Renuva) 필러는 이러한 흐름을 상징한다. 단순한 미용을 넘어 Reverse-Aging을 보여주는 대표 사례로 평가된다. 이 같은 트렌드는 국내에서도 확산되고 있다. ECM(Extracellular Matrix) 기반 스킨부스터들이 잇따라 출시되며, 레누바식 리쥬버네이션 기술이 국산화 단계로 진입했다. 결국 뷰티 산업은 'Slow-Aging'에서 'Reverse-Aging'으로, 관리의 시대에서 시간을 되돌리는 시대로 패러다임 전환을 맞이하고 있다.

리버스(Reverse) 에이징의 실제: 린제이 로한(Lindsay Lohan) 변화



자료: 위키미디어, 유안타증권 리서치센터

레누바(Renuva) 필러 시술 후 변화: Reverse-Aging의 실현 사례



자료: Renuva, 유안타증권 리서치센터

국내 ECM 스킨부스터



자료: 한스바이오메드, 휴메디스, 유안타증권 리서치센터



Rejuvenation Made in Korea

- 레누바(Renuva)가 보여준 Reverse-Aging의 실현은 더 이상 해외 사례에 그치지 않는다. 이제 젊음의 회복(Rejuvenation)은 K-뷰티와 K-의료기기 산업에서도 동시에 나타나고 있다.
- 초기에 글로벌 소비자들은 K-뷰티를 가성비 상장으로 인식했다. 그러나 지금은 단순한 가격 경쟁력이 아닌, 실질적 효능이 선택의 기준이 되고 있다. 닥터멜락신의 칼슘 기반 탄력 솔루션, 달바의 광채 회복 선크림, 그리고 리쥬란 의료기기의 글로벌 확산까지 모두 노화 지연이 아닌 젊음 회복을 목표로 하고 있다.
- 이처럼 Rejuvenation은 더 이상 미용 시술의 전유물이 아니다. K-뷰티와 K-메디컬의 결합이 젊음을 파는 산업으로 진화하며, 기술과 효능 중심의 차별화 국면에 진입했다.

닥터멜락신 시멘리트 칼슘 볼륨 멀티밤 & 아이패치



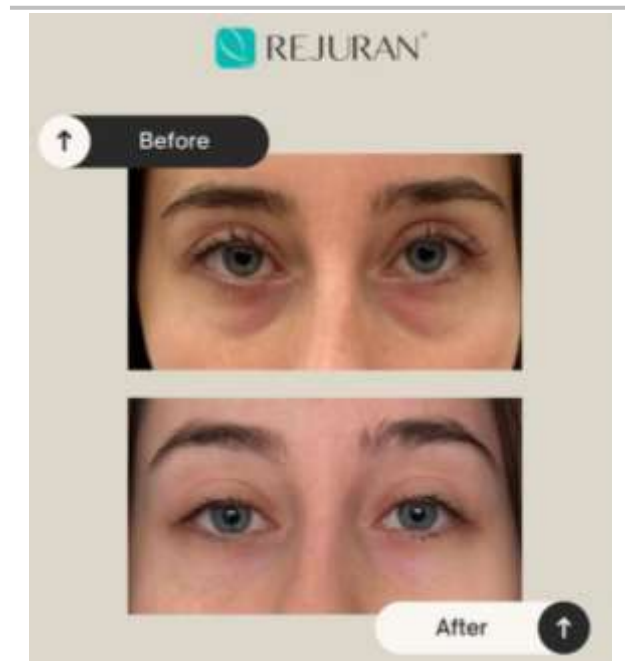
자료: Amazon, 유안타증권 리서치센터

달바 비건 워터풀 핑크 톤업 선크림



자료: Amazon, 유안타증권 리서치센터

글로벌 리쥬란 효과



자료: @leonoraclat (Instagram), 유안타증권 리서치센터



소비자의 욕망이 결합(K-뷰티×의료기기)을 촉발했다

- 최근 소비자는 즉각적이고 근본적인 젊음 회복을 원한다. 이에 따라 화장품과 의료기기가 하나의 솔루션으로 융합되는 흐름이 나타나고 있다. 이제 K-뷰티와 K-메디컬의 결합은 단순한 미용을 넘어 젊음을 파는 산업으로 진화하고 있다. 의료 미용(Medical Aesthetics) 시장이다.
- Evolus Investor Day(2024.09.12)에 따르면, 글로벌 의료 미용(Medical Aesthetics) 시장 규모는 200억 달러로 제약(1.5조 달러), 뷰티·웰니스(1.5조 달러) 산업에 비해 아직 작지만, 접근성·가격 경쟁력·세대 확산성 측면에서 폭발적 성장 잠재력을 갖고 있다.
- 결국 Rejuvenation은 '뷰티 = 노화 관리'에서 '뷰티 = 젊음 회복'으로의 산업적 전환을 이끌고 있다. 제약사가 뷰티 영역으로 진입하고, K-뷰티 기업이 메디컬 기술을 흡수하면서 두 산업의 융합이 가속화되는 국면에 들어섰다. 젊음을 설계하고 되돌리는 기술, 바로 그 Rejuvenation이 다음 세대 뷰티 산업의 중심축이 되고 있다.

MEDICAL AESTHETICS: 제약에서 뷰티로의 전환



자료: 유안타증권 리서치센터

뷰티 시장이 Rejuvenation 산업으로 이동, 접근성·가격·세대 수용이 경계를 허문다



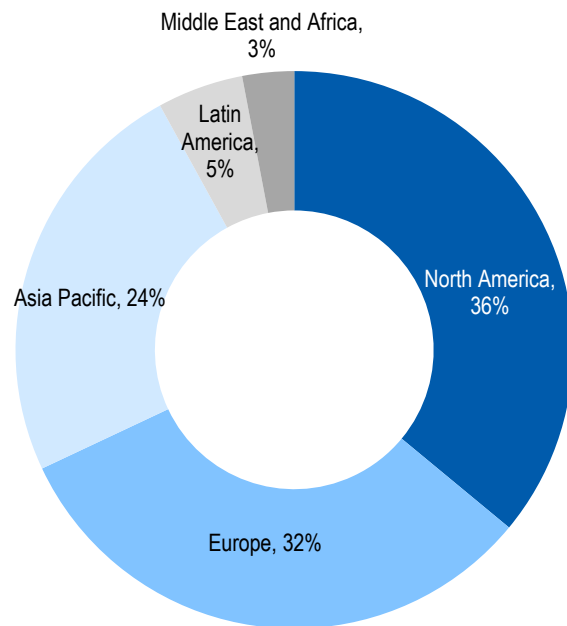
자료: Evolus, 유안타증권 리서치센터



글로벌 의료 미용 시장: 미국은 기준, 한국은 전환점

- Precedence Research에 의하면, 글로벌 의료 미용 시장은 2024년 915억 달러에서 2034년 2,331억 달러로 2.5배 성장할 전망이며, 이는 연평균 9.5%의 고성장세를 의미한다. 시장은 수술 중심에서 비수술·저침습 시술 중심으로 무게가 이동하면서 구조적 전환이 진행되고 있다.
- 미국은 2024년 232억 달러(25.3%)에서 2034년 601억 달러(25.8%)로 확대되며 여전히 글로벌 의료미용 산업의 기준점으로 자리한다. AbbVie, Ipsen, Revance 등 주요 기업들이 FDA 신뢰도와 고가 시술 흡수력, SNS·셀럽 기반의 소비 확산을 결합해, 미국 시장을 단순 내수를 넘어 신제품 상용화의 글로벌 허브로 발전시키고 있다.
- 한국은 2024년 23억 달러(2.5%)에서 2034년 46억 달러(2.0%)로 두 배 성장하겠지만, 점유율은 소폭 하락할 전망이다. 이는 인구 감소와 내수 둔화, 가격 경쟁 심화가 주요 원인이다. 다만 국내 기업들은 EBD·스킨부스터 기술을 앞세워 아시아·중동·유럽 시장으로 빠르게 확장하며, 내수 중심 구조에서 글로벌 진출형 산업으로의 전환점을 맞이하고 있다.

글로벌 의료 미용 시장 점유율



자료: Precedence Research, 유안타증권 리서치센터

글로벌 의료 미용 시장 규모

연도	시장 규모 (bil USD)			점유율	
	글로벌	미국	한국	미국	한국
2024	91.5	23.2	2.3	25.3%	2.5%
2025E	100.5	25.5	2.5	25.4%	2.5%
2026E	110.3	28.0	2.6	25.4%	2.4%
2027E	121.1	30.8	2.8	25.4%	2.3%
2028E	133.0	33.9	3.0	25.5%	2.3%
2029E	146.0	37.3	3.2	25.5%	2.2%
2030E	160.4	41.0	3.5	25.6%	2.2%
2031E	176.1	45.1	3.7	25.6%	2.1%
2032E	193.3	49.7	4.0	25.7%	2.1%
2033E	212.3	54.6	4.3	25.7%	2.0%
2034E	233.1	60.1	4.6	25.8%	2.0%

자료: Precedence Research, 유안타증권 리서치센터



방한 단체관광객 K-뷰티와 K-의료기기에 빠지다

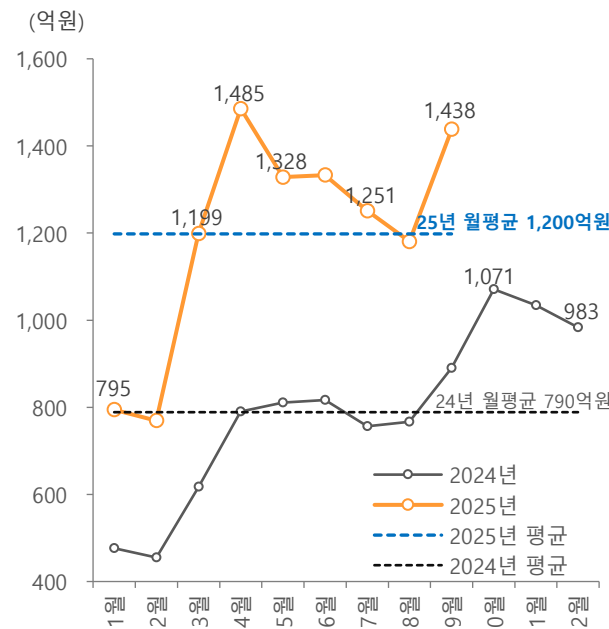
- 2025년은 단체관광객의 귀환이 K-뷰티와 K-의료기기 산업의 현실적 수요 회복으로 이어지는 전환점이 될 전망이다. 한국관광데이터랩에 따르면 외국인 의료 관광 지출액은 2024년 월평균 790억 원에서 2025년 9월 누적 월평균 1,200억 원 수준으로 증가했다. 의료 미용과 시술을 중심으로 한 소비가 핵심이다.
- 관광 소비 구조 역시 변화하고 있다. 서울시 내 외국인 소비 중 의료 관광 비중은 12%로 면세(5%), 일반 외식업(11%)을 상회하며, 대형 쇼핑(21%)과 함께 주요 소비 카테고리로 자리 잡았다. 특히 9월 29일부터 무비자로 입국하는 중국인 단체관광객은 '올리브영 → 시술 → 백화점' 루트를 중심으로 K-뷰티와 K-의료기기를 한 번에 체험하는 패턴을 보일 것으로 전망된다.
- 이 같은 흐름은 단순한 소비 회복이 아니라, 체험형 K-뷰티·K-의료기기 관광이 수출 대체 성장 동력으로 부상하고 있음을 의미한다. 2026년 K-뷰티와 K-의료기기 업종은 해외 관광객 유입이 직접적인 실적 개선으로 연결되는 구간에 진입하고 있다.

방한 단체관광객 소비 루트



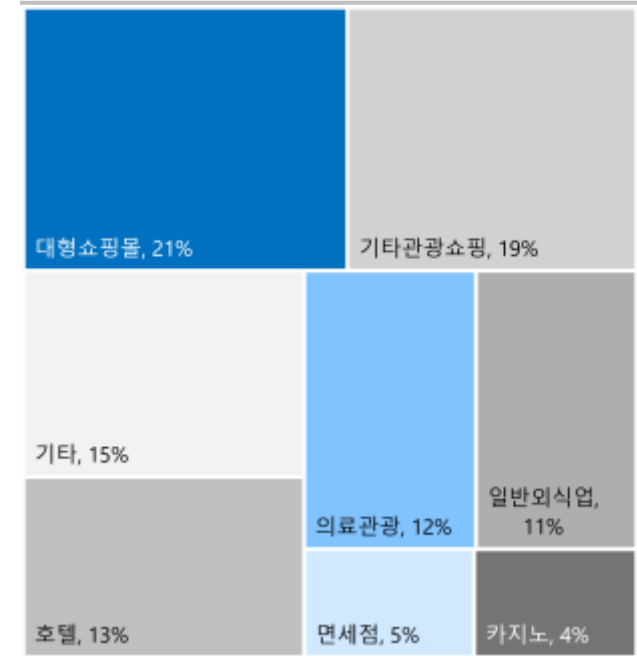
자료: 유안타증권 리서치센터

서울특별시 외국인 의료 소비액 추이



자료: 한국관광데이터랩, 유안타증권 리서치센터

서울특별시 관광 소비 업종별 지출 비중



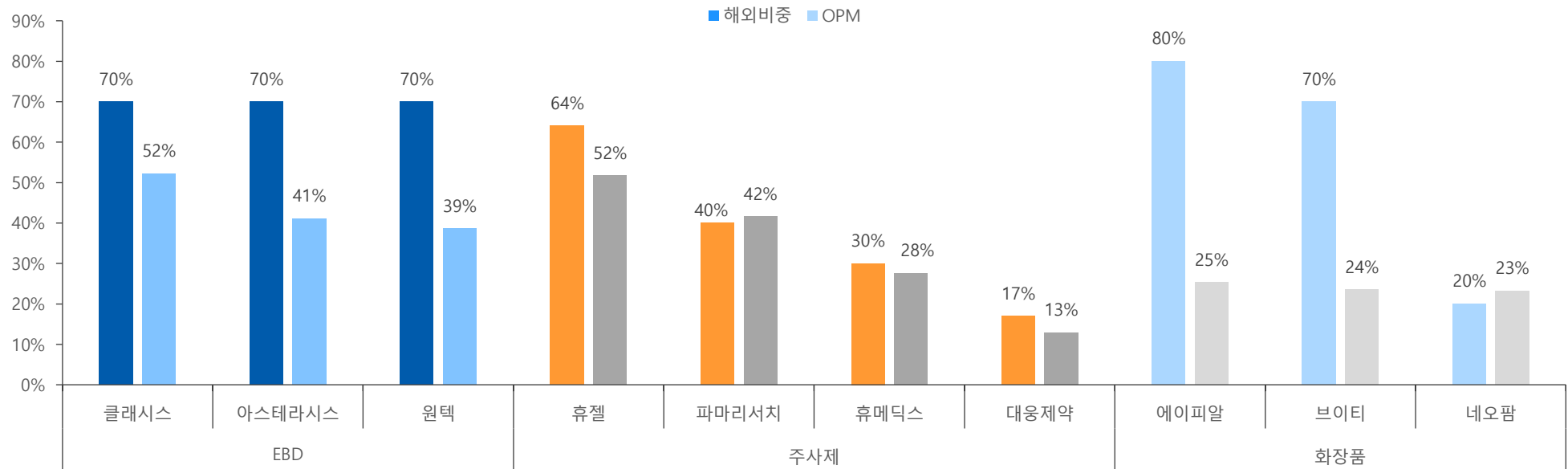
자료: 한국관광데이터랩, 유안타증권 리서치센터



K-뷰티 × K-의료기기, 두 산업을 잇는 기업의 부상

- 국내 뷰티·의료기기 산업은 구조적 성장의 축이 이미 해외 매출 비중과 영업이익률(OPM)로 드러나고 있다. 2026년 기준, 글로벌 진출이 빠른 기업일수록 수익성도 함께 높아지는 흐름이 뚜렷하다. EBD(에너지 기반 디바이스) 부문에서는 클래식스·아스테라시스·원텍이 모두 해외 비중 약 70%, 영업이익률 39~52%대로 전망된다. 이는 장비 판매와 소모품 반복 매출 구조가 결합된 고마진 모델 덕분이다.
- 주사제 부문에서는 파마리서치가 해외 비중 40%, OPM 42%로 가장 견조한 수익성 유지가 기대된다. 파마리서치는 리쥬란 브랜드 기반 글로벌 확산력과 2025년 하반기 출시될 EBD 장비로 차별화된 성장 스토리를 보유하고 있다.
- 화장품 부문에서는 에이피알이 단연 두드러진다. 해외 매출 비중은 80%, 영업이익률은 25%로 전망된다. 2026년 국내 기업 중 유일하게 K-뷰티와 K-의료기기의 경계를 동시에 넘나드는 융합형 모델을 목표로 하고 있는 회사로 평가된다. 결국 '해외 확장력 + 융합 밸류체인'이 높은 기업일수록 성장 잠재력이 강화되고 있으며, 2026년 국내 뷰티·의료기기 Top-picks는 에이피알과 파마리서치를 선정한다.

2026E 국내 화장품/의료기기 회사별 해외 매출 비중과 OPM



자료: 유안타증권 리서치센터



에이피알 (278470): 2026년 글로벌 뷰티테크 기업 도약

화장품/의료기기/유통



이승은 화장품/의료기기/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	310,000원 (M)
현재주가 (10/20)	234,500원
상승여력	32%

시가총액	87,775억원
총발행주식수	37,430,655주
60일 평균 거래대금	1,197억원
60일 평균 거래량	551,664주
52주 고/저	261,000원 / 41,900원
외인지분율	26.57%
배당수익률	0.00%
주요주주	김병훈 외 5인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.9	37.9	340.0
상대	(5.2)	15.3	199.2
절대(달러환산)	3.0	35.4	324.6

- 에이피알에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 310,000원을 유지한다. 2026년 동사 성장 로직은 2025년의 고성장(연매출 1.4조, 영업이익률 24%)을 기반으로, 2026년에는 신규 카테고리+신채널+신사업 진입이 실적을 견인할 것으로 예상된다.
- 새로운 카테고리 확장, **썬케어·헤어케어**: 2026년 동사는 기존 스킨케어 중심 포트폴리오를 넘어, 썬케어와 헤어케어를 차세대 성장축으로 본격 확대할 것으로 예상된다. 2025년까지의 메디큐브 중심 화장품 성장이 전사 매출의 68%를 차지하며 안정화된 만큼, 2026년에는 제품 카테고리 다각화를 통한 성장 지속성 전략이 핵심이 될 전망이다.
- **유럽 아마존으로 확장**: 유럽 지역은 K-뷰티에 대한 수요가 빠르게 확대되고 있으며, 동사는 2025년 말부터 유럽 아마존 직진출 전략을 본격화할 전망이다. 이를 통해 가격 결정권, 광고 효율, 물류 경쟁력을 모두 내부화하는 3축 통합 운영 구조를 구축할 것으로 예상된다. 해당 구조가 안정화될 경우, 유럽 매출은 2026년 기준 기타 지역 전체 매출의 40% 이상을 차지할 가능성이 높다.
- **EBD(Energy-Based Device, 에너지 기반 디바이스), Skin Booster(스킨부스터) 사업 진출, 뷰티 테크놀로지의 완성**: 에이피알은 2026년부터 EBD(에너지 기반 디바이스)와 스킨부스터로 사업 영역을 의료 미용(Beauty-tech)까지 확장한다. 이로써 동사는 화장품-디바이스-의료용 시술의 3단 통합 밸류체인을 구축하게 되며, 2026년 이후에는 이를 기반으로 글로벌 K-메디뷰티 브랜드화를 추진할 것으로 보인다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	5,238	7,228	14,088	19,000	23,000
매출액증가율	31.7	38.0	94.9	34.9	21.1
영업이익	1,042	1,227	3,402	4,800	6,000
영업이익률	19.9	17.0	24.1	25.3	26.1
지배주주귀속순이익	815	1,076	2,870	4,100	5,130
지배주주 귀속 EPS	2,249	2,842	7,633	10,954	13,705
증가율	166.2	26.4	168.6	43.5	25.1
PER	-	19.8	31.4	21.9	17.5
PBR	-	5.9	18.9	12.0	8.0
EV/EBITDA	-	14.7	24.6	17.3	13.7
ROA	34.6	25.2	46.4	52.9	49.3
ROE	54.9	41.3	71.9	67.1	54.8

자료: 유안타증권 리서치센터



에이피알(278470) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	5,238	7,228	14,088	19,000	23,000
매출원가	1,284	1,792	3,350	4,440	5,300
매출총이익	3,954	5,436	10,738	14,560	17,700
판매비	2,913	4,209	7,336	9,760	11,700
영업이익	1,042	1,227	3,402	4,800	6,000
EBITDA	1,181	1,452	3,619	5,089	6,371
영업외손익	16	106	-1	50	70
외환관련손익	-5	63	-31	-38	-70
이자손익	22	17	5	48	81
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-1	26	25	41	59
법인세비용차감전순이익	1,058	1,333	3,400	4,850	6,070
법인세비용	243	257	530	750	940
계속사업순이익	815	1,076	2,870	4,100	5,130
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	815	1,076	2,870	4,100	5,130
지배지분순이익	815	1,076	2,870	4,100	5,130
포괄순이익	815	1,058	2,852	4,083	5,112
지배지분포괄이익	815	1,058	2,852	4,083	5,112

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,078	791	1,896	3,427	4,744
당기순이익	815	1,076	2,870	4,100	5,130
감가상각비	135	216	210	282	365
외환손익	-2	-54	31	38	70
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	11	-583	-1,411	-1,172	-984
기타현금흐름	119	136	197	178	163
투자활동 현금흐름	-283	-1,097	-447	-517	-2,336
투자자산	-161	-453	-14	50	-1,700
유형자산 증가 (CAPEX)	-97	-450	-200	-400	-500
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	-26	-195	-233	-167	-136
재무활동 현금흐름	-115	-48	-4,066	-3,894	-3,880
단기차입금	-139	70	-23	-50	-50
사채 및 장기차입금	23	825	-381	-200	-200
자본	90	759	0	0	0
현금배당	0	0	-1,344	-1,344	-1,344
기타현금흐름	-89	-1,703	-2,318	-2,300	-2,286
연결범위변동 등 기타	0	4	2,589	1,734	1,318
현금의 증감	681	-350	-26	750	-153
기초 현금	573	1,253	904	877	1,627
기말 현금	1,253	904	877	1,627	1,474
NOPLAT	1,042	1,227	3,402	4,800	6,000
FCF	982	341	1,696	3,027	4,244

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,193	2,860	4,569	6,592	7,475
현금및현금성자산	1,253	904	877	1,627	1,474
매출채권 및 기타채권	236	491	872	1,177	1,424
재고자산	565	1,097	2,139	2,885	3,492
비유동자산	680	2,791	2,146	2,207	4,536
유형자산	142	514	504	621	756
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	177	620	634	584	2,284
자산총계	2,873	5,651	6,715	8,799	12,012
유동부채	823	1,451	1,426	976	626
매입채무 및 기타채무	398	701	800	500	300
단기차입금	75	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	81	965	545	340	134
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	904	2,416	1,971	1,316	760
자본지분	1,969	3,235	4,744	7,483	11,252
자본금	36	38	38	38	38
자본잉여금	611	1,368	1,368	1,368	1,368
이익잉여금	1,237	2,291	3,517	6,273	10,060
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,969	3,235	4,744	7,483	11,252
순차입금	-1,092	-60	-670	-1,836	-2,069
총차입금	234	1,129	726	476	226

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,249	2,842	7,633	10,954	13,705
BPS	5,414	9,599	12,674	19,991	30,060
EBITDAPS	3,257	3,836	9,626	13,595	17,020
SPS	14,445	19,092	37,470	50,761	61,447
DPS	0	0	3,590	3,590	3,590
PER	-	19.8	30.7	21.4	17.1
PBR	-	5.9	18.5	11.7	7.8
EV/EBITDA	-	14.7	24.1	16.9	13.5
PSR	-	2.9	6.3	4.6	3.8

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	31.7	38.0	94.9	34.9	21.1
영업이익 증가율 (%)	165.6	17.8	177.2	41.1	25.0
지배순이익 증가율 (%)	172.2	31.9	166.7	42.9	25.1
매출총이익률 (%)	75.5	75.2	76.2	76.6	77.0
영업이익률 (%)	19.9	17.0	24.1	25.3	26.1
지배순이익률 (%)	15.6	14.9	20.4	21.6	22.3
EBITDA 마진 (%)	22.5	20.1	25.7	26.8	27.7
ROIC	193.0	137.0	160.9	121.6	105.4
ROA	34.6	25.2	46.4	52.9	49.3
ROE	54.9	41.3	71.9	67.1	54.8
부채비율 (%)	45.9	74.7	41.5	17.6	6.8
순차입금/자기자본 (%)	-55.4	-1.8	-14.1	-24.5	-18.4
영업이익/금융비용 (배)	82.3	32.6	66.3	144.5	309.3



파마리서치 (214450): 2026년 글로벌·신사업 동시 확장

화장품/의료기기/유통



이승은 화장품/의료기기/유통
seungeun.lee@yuanta.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	890,000원 (M)
현재주가 (10/20)	602,000원
상승여력	48%

시가총액	62,546억원
총발행주식수	11,565,295주
60일 평균 거래대금	626억원
60일 평균 거래량	103,047주
52주 고/저	711,000원 / 195,900원
외인지분율	20.22%
배당수익률	0.42%
주요주주	정상수 외 7인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.8	6.2	165.2
상대	(0.6)	(0.5)	128.1
절대(달러환산)	(1.0)	4.2	155.9

- 파마리서치에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 890,000원을 유지한다. 2026년 파마리서치는 ① 글로벌 수출 다변화, ② 리쥬란 공장 증설 검토, ③ EBD 신사업 본격화를 핵심 축으로 한 질적 성장의 원년이 될 전망이다.
- **통합 솔루션 본격화:** 2025년까지 이어진 내수 호조와 유럽·미국·아시아 주요 시장의 수출 확대가 맞물리며, 고수익 구조의 안정성이 확인될 전망이다. 리쥬란 브랜드의 프리미엄 포지셔닝이 강화되면서 스킨부스터·화장품·EBD를 묶은 통합 에스테틱 솔루션 전략이 본격화될 것으로 보인다. 리쥬란은 프랑스 비바시(VIVACY)와의 파트너십을 통해 서유럽 22개국에 진출하며, 유럽 MDR 인증을 받은 유일한 PN 기반 의료기기로서의 독점적 지위를 확보했다. 미국·중국·일본 인허가 로드맵 역시 단계적으로 추진 중으로, 향후 3~5년간 글로벌 시장 침투율이 빠르게 확대될 전망이다. 화장품 부문도 일본·미국 중심으로 고성장이 이어지고 있으며, 면세점 및 올리브영 내 프리미엄 제품군의 매출이 안정적으로 확대되고 있다.
- **리쥬란 공급 확대:** 생산 측면에서는 2025년 2분기 기준 리쥬란 공장의 가동률이 100%를 상회하며, 증설 검토가 진행 중이다. 현재 1교대 기준으로 계산된 생산능력을 3교대로 전환 시 최대 3배의 증산이 가능하며, 중장기적으로 글로벌 수요 증가에 대응할 여력이 충분하다.
- **EBD 출시로 시너지 확산:** 신사업 측면에서는 EBD 장비가 새로운 성장축으로 자리 잡을 것이다. EBD 장비는 리쥬란 브랜드 라인업과 결합되어 시너지 효과를 창출할 것으로 기대된다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,610	3,501	5,550	7,400	8,900
매출액증가율	34.0	34.1	58.5	33.3	20.3
영업이익	923	1,261	2,300	3,080	3,780
영업이익률	35.4	36.0	41.4	41.6	42.5
지배주주귀속순이익	766	920	1,880	2,500	3,020
지배주주 귀속 EPS	7,481	8,642	18,000	24,059	29,069
증가율	86.4	15.5	108.3	33.7	20.8
PER	14.4	18.0	30.7	22.9	19.0
PBR	2.5	3.3	8.9	6.7	5.1
EV/EBITDA	9.6	10.1	22.1	16.2	12.8
ROA	15.1	13.2	20.0	21.8	21.4
ROE	19.7	18.9	30.0	29.9	27.4

자료: 유안타증권 리서치센터



파마리서치(214450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,610	3,501	5,550	7,400	8,900
매출원가	708	989	1,360	1,740	2,050
매출총이익	1,903	2,512	4,190	5,660	6,850
판매비	980	1,252	1,890	2,580	3,070
영업이익	923	1,261	2,300	3,080	3,780
EBITDA	1,043	1,397	2,436	3,198	3,888
영업외손익	84	-102	30	10	20
외환관련손익	-4	50	-20	-25	-40
이자손익	44	55	91	143	206
관계기업관련손익	7	60	76	70	93
기타	37	-267	-117	-179	-239
법인세비용차감전순손익	1,007	1,158	2,330	3,090	3,800
법인세비용	234	269	500	670	810
계속사업순손익	773	889	1,830	2,420	2,990
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	773	889	1,830	2,420	2,990
지배지분순이익	766	920	1,880	2,500	3,020
포괄순이익	785	908	1,849	2,438	3,009
지배지분포괄이익	776	940	1,914	2,524	3,115

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	649	1,381	2,094	2,453	3,104
당기순이익	773	889	1,830	2,420	2,990
감가상각비	84	98	98	80	70
외환손익	1	-13	20	25	40
중속, 관계기업관련손익	0	0	-76	-70	-93
자산부채의 증감	-307	4	-89	-312	-214
기타현금흐름	98	402	311	311	311
투자활동 현금흐름	-447	-2,255	-1,860	-1,741	-1,947
투자자산	-138	-53	-198	-268	-419
유형자산 증가 (CAPEX)	-121	-364	-150	-100	-400
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-189	-1,839	-1,512	-1,373	-1,127
재무활동 현금흐름	-260	1,826	-230	-205	-265
단기차입금	-161	65	-3	5	-5
사채 및 장기차입금	-163	1,728	-7	0	-60
자본	179	220	0	0	0
현금배당	-75	-101	-134	-114	-114
기타현금흐름	-39	-86	-86	-86	-86
연결범위변동 등 기타	0	29	-242	-75	-104
현금의 증감	-57	981	-238	433	788
기초 현금	729	672	1,653	1,416	1,848
기말 현금	672	1,653	1,416	1,848	2,636
NOPLAT	923	1,261	2,300	3,080	3,780
FCF	529	1,017	1,944	2,353	2,704

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,565	5,545	7,029	9,192	11,359
현금및현금성자산	672	1,653	1,416	1,848	2,636
매출채권 및 기타채권	347	425	514	646	783
재고자산	502	573	600	800	900
비유동자산	2,788	3,012	3,224	3,474	4,185
유형자산	1,231	1,473	1,525	1,545	1,875
관계기업등 지분관련자산	167	208	329	439	528
기타투자자산	863	674	751	909	1,240
자산총계	5,353	8,557	10,252	12,666	15,544
유동부채	659	828	812	879	844
매입채무 및 기타채무	190	402	448	530	570
단기차입금	4	3	3	3	3
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	72	2,034	2,032	2,055	2,073
장기차입금	2	12	5	5	5
사채	0	0	0	0	0
부채총계	731	2,863	2,843	2,933	2,917
지배지분	4,331	5,394	7,158	9,562	12,487
자본금	52	53	53	53	53
자본잉여금	1,754	1,973	1,973	1,973	1,973
이익잉여금	2,608	3,431	5,177	7,562	10,468
비지배지분	291	300	250	170	140
자본총계	4,622	5,694	7,409	9,733	12,627
순차입금	-1,336	-2,386	-3,749	-5,573	-7,556
총차입금	343	2,136	2,127	2,122	2,057

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	7,481	8,642	18,000	24,059	29,069
BPS	42,459	46,640	61,896	82,682	107,968
EBITDAPS	10,188	13,065	20,966	27,653	33,619
SPS	25,506	32,745	47,758	63,985	76,954
DPS	950	1,100	1,100	1,100	1,100
PER	14.4	18.0	33.4	25.0	20.7
PBR	2.5	3.3	9.7	7.3	5.6
EV/EBITDA	9.6	10.1	24.2	17.9	14.2
PSR	4.2	4.8	12.6	9.4	7.8

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	34.0	34.1	58.5	33.3	20.3
영업이익 증가율 (%)	40.0	36.6	82.5	33.9	22.7
지배순이익 증가율 (%)	88.7	20.2	104.3	32.9	20.8
매출총이익률 (%)	72.9	71.8	75.5	76.5	77.0
영업이익률 (%)	35.3	36.0	41.4	41.6	42.5
지배순이익률 (%)	29.3	26.3	33.9	33.8	33.9
EBITDA 마진 (%)	39.9	39.9	43.9	43.2	43.7
ROIC	35.9	45.3	80.3	98.6	105.1
ROA	15.1	13.2	20.0	21.8	21.4
ROE	19.7	18.9	30.0	29.9	27.4
부채비율 (%)	15.8	50.3	38.4	30.1	23.1
순차입금/자기자본 (%)	-30.8	-44.2	-52.4	-58.3	-60.5
영업이익/금융비용 (배)	30.9	27.2	28.9	38.8	48.4



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		국내						해외			
		에이피알	아모레P	LG생활건강	실리콘투	코스맥스	한국콜마	코스메카	로레알	에스티로더	YesAsia
Ticker		278470 KS	090430 KS	051900 KS	257720 KQ	192820 KS	161890 KS	241710 KQ	OR FP	EL US	2209 HK
시가총액		87,588	69,957	43,153	26,885	23,720	17,963	7,177	245,393	36,317	293
매출액	2024	7,228	38,851	68,119	6,915	21,661	24,521	5,243	47,043	15,608	346
	2025F	13,804	42,991	65,785	10,736	24,679	27,687	5,787	51,823	14,796	522
	2026F	18,434	46,631	68,013	14,085	27,907	30,321	6,486	54,088	15,403	703
영업이익	2024	1,227	2,205	4,590	1,376	1,754	1,939	604	8,924	970	27
	2025F	3,143	3,991	3,265	2,051	2,271	2,581	743	10,446	1,433	40
	2026F	4,327	4,707	4,372	2,738	2,711	3,032	868	10,991	1,801	58
순이익	2024	1,076	5,932	1,891	1,207	858	901	428	6,933	390	19
	2025F	2,576	3,151	1,800	1,619	1,087	1,114	446	7,974	763	31
	2026F	3,493	3,699	2,652	2,208	1,626	1,513	560	8,544	1,062	44
PER	2024	17.4	12.2	27.0	16.4	19.7	14.4	13.8	28.5	41.1	13.9
	2025F	34.1	24.2	23.3	16.9	21.9	15.9	16.0	30.8	49.1	9.4
	2026F	25.2	20.4	16.7	12.4	14.6	11.8	12.7	28.5	34.5	6.4
PBR	2024	5.8	1.2	0.8	7.6	3.6	1.6	2.7	5.5	7.2	5.1
	2025F	17.3	1.4	0.8	6.5	4.4	2.0	2.8	6.0	8.4	3.3
	2026F	11.3	1.4	0.8	4.3	3.5	1.8	2.3	5.5	7.7	2.2
ROE	2024	41.3	9.9	3.0	60.9	20.5	12.5	22.1	20.6	7.2	43.3
	2025F	63.8	5.9	3.1	46.6	21.3	13.9	19.1	19.8	18.9	45.4
	2026F	57.3	6.6	4.5	40.4	26.6	16.6	19.7	19.7	24.9	55.0
EV/EBITDA	2024	12.8	12.6	5.3	14.4	9.2	10.4	9.4	17.7	15.5	8.2
	2025F	25.1	9.7	6.3	12.6	8.0	9.5	9.6	20.1	17.9	7.0
	2026F	18.8	9.0	5.3	9.4	6.9	8.3	8.4	19.1	15.4	4.8

자료: Quantwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터,

주: 1) 국내 단위는 억원, 해외 단위는 백만달러, 2) 2025/10/20 종가 기준



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

	국내					해외						
	파마리서치	엘앤씨바이오	한스 바이오메드	바이오비쥬	제테마	애브비	갈더마	Fosun Pharma	인모드	에볼루스	Sisram Medical	
Ticker	214450 KQ	290650 KQ	042520 KQ	489460 KQ	216080 KQ	ABBV US	GALD SW	600196 CH	INMD US	EOLS US	1696 HK	
시가총액	62,546	12,506	3,152	2,321	2,091	405,549	41,484	10,370	968	414	282	
매출액	2024	3,501	721	811	296	685	56,334	4,440	5,682	395	266	349
	2025F	5,523	873	891	419	-	60,687	5,072	5,856	368	297	395
	2026F	6,904	1,125	1,088	530	-	66,199	5,913	6,174	383	373	465
영업이익	2024	1,261	25	6	92	41	9,137	645	493	113	-34	36
	2025F	2,218	-2	14	155	-	24,773	917	589	93	-16	41
	2026F	3,067	125	47	184	-	32,186	1,261	680	100	31	48
순이익	2024	920	1,411	-72	72	-2	4,278	231	385	181	-50	25
	2025F	1,841	-192	-	121	-	18,633	690	469	103	-43	35
	2026F	2,540	87	-	143	-	24,908	1,027	550	110	9	44
PER	2024	29.4	3.8	-18.4	-	-1,471.9	23.0	114.6	23.9	7.4	-	9.1
	2025F	35.4	419.8	-	19.2	-	21.8	61.7	22.8	9.7	-	7.7
	2026F	26.5	26.9	-	16.3	-	16.1	41.3	19.5	9.1	35.2	5.9
PBR	2024	5.1	1.9	1.9	-	3.8	94.3	3.4	1.4	1.7	126.9	0.5
	2025F	9.7	3.2	-	-	-	-	5.1	1.6	1.4	-	0.6
	2026F	7.3	2.7	-	-	-	88.0	4.7	1.5	1.2	-	0.5
ROE	2024	18.9	65.4	-12.5	33.9	-0.2	61.9	3.5	6.0	24.3	-	5.5
	2025F	29.8	-3.1	-	23.9	-	783.9	7.2	7.1	14.8	-	6.9
	2026F	30.8	4.7	-	18.4	-	44.3	10.3	7.9	15.4	-	7.9
EV/EBITDA	2024	16.9	70.7	28.2	-	28.6	13.8	29.8	16.5	4.9	-	4.1
	2025F	25.4	163.9	-	-	-	18.4	38.0	14.7	4.0	-	4.6
	2026F	18.7	62.9	-	-	-	13.3	29.2	13.1	3.7	17.6	3.9

자료: Quantwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터,

주: 1) 국내 단위는 억원, 해외 단위는 백만달러, 2) 2025/10/20 종가 기준

[음식료]

음식료, 믿을 건 여전히 ‘해외’



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

2026년 전망: 음식료, 믿을 건 여전히 '해외'

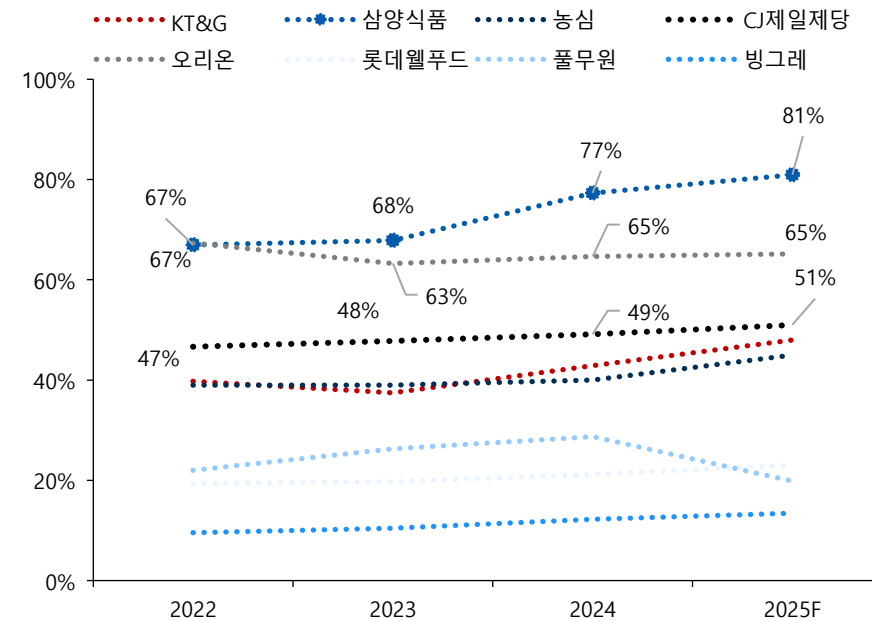
- 2026년 음식료 업종은 **해외 중심 성장세가 심화될** 전망.
K-푸드의 글로벌 성장세가 지속되고 있으며, **해외 매출 비중이 높은 기업일수록 멀티플 리레이팅이 진행 중**. 이는 2026년 음식료 업종 밸류에이션 프리미엄의 핵심 요인으로 작용할 것으로 판단.
- 내수 부문은 2025년 실적 개선을 견인했던 국내 가격 인상 사이클(P) 이 대부분 종료되었으며, 최근 곡물가 하락에도 고환율이 지속되면서 비용(C) 측면의 완화 폭은 제한될 것으로 예상. 이에 따라 **업황 개선의 초점은 '내수 → 해외', 'P(가격) → Q(수요량)'** 으로 이동하며, 2026년에는 물량 중심의 성장세가 본격화될 전망.

2026년 음식료 핵심변수 분석

핵심변수	방향성	내용
Price (판매가격)	중립	국내 가격 인상 효과 마무리
Quantity(수요량)	상승	해외 K-푸드 성장세 지속
Cost(비용)	중립	곡물가 하락 vs. 고환율 지속

자료: 유안타증권 리서치센터

주요 음식료 업체 해외 매출 비중



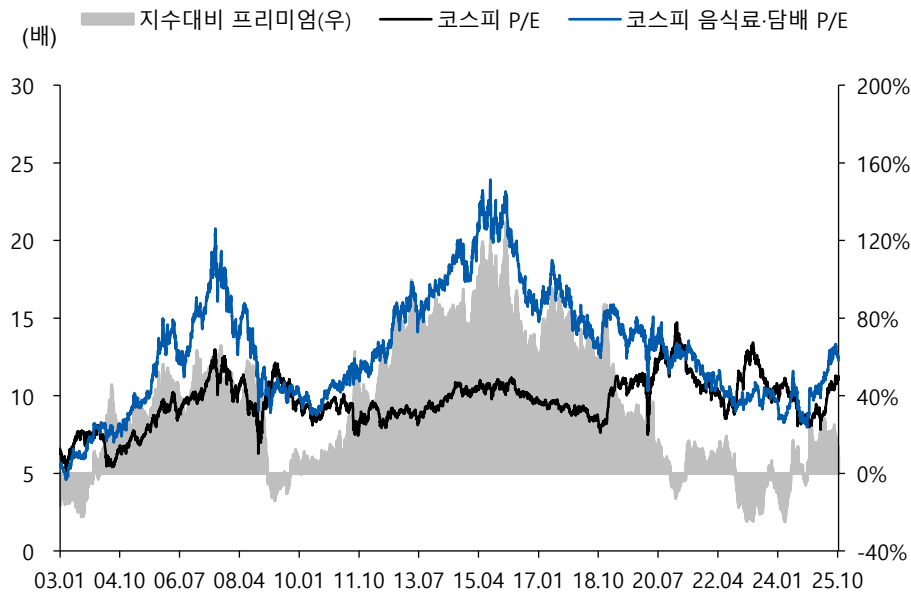
자료: 유안타증권 리서치센터



멀티플 업사이드의 힘, 해외

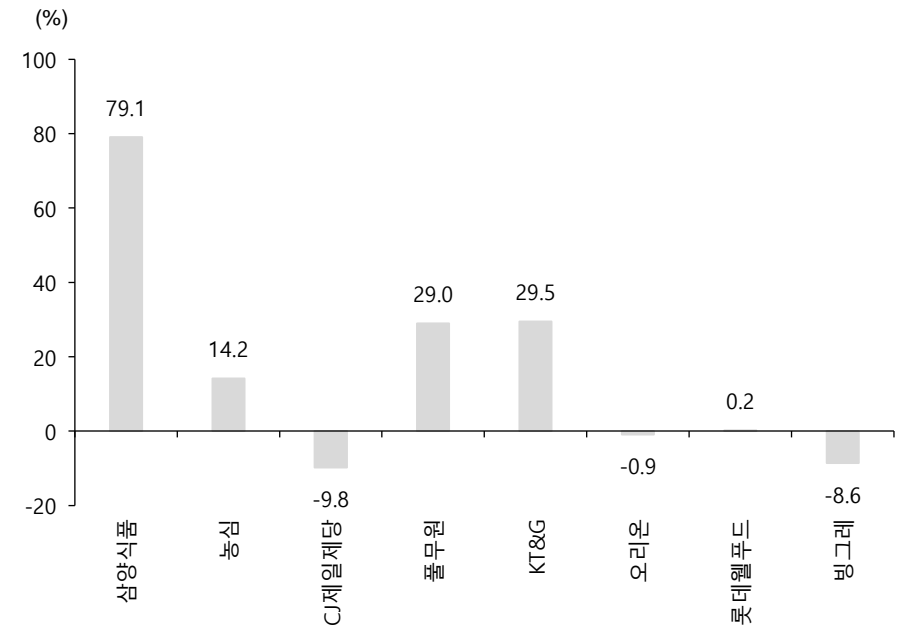
- 현재 업종 12M Fwd PER은 12배로 코스피 대비 9% 프리미엄을 기록 중이나, **삼양식품을 제외하면 평균 9.8배 수준으로 시장 대비 저평가된 상태로 판단.**
 당사 커버리지 **평균 주가는 YTD 기준 17% 상승에 그치며, 코스피 YTD 상승률 56% 대비 부진한 흐름을 보였음.**
- 업종 내에서 아웃퍼폼한 종목은 해외 비중 80%의 삼양식품이 유일하며, 이는 시장이 '해외 기여도'에 따라 멀티플을 차별적으로 부여하고 있음을 시사.
 2026년 음식료 업종의 주가는 **해외 매출 성장률과 밸류에이션 프리미엄 간 상관관계가 한층 강화되는 국면에 진입할 것으로 예상.**

음식료/담배 및 코스피 12MF PER



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

당사 커버리지 YTD 주가 상승률



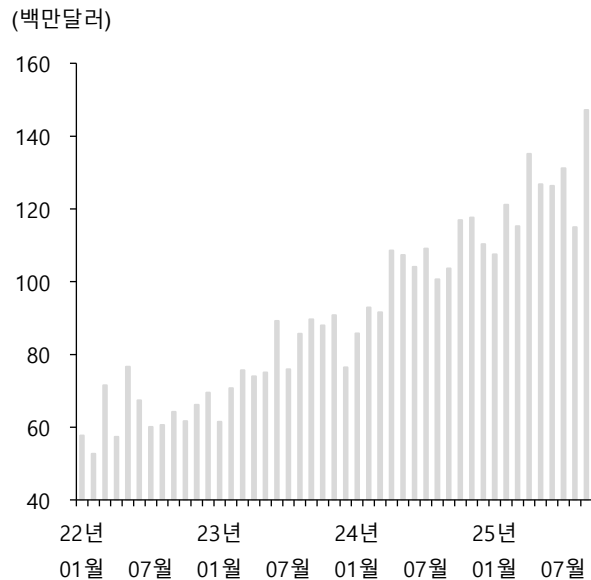
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



I. 해외 ① 지속되는 스토리

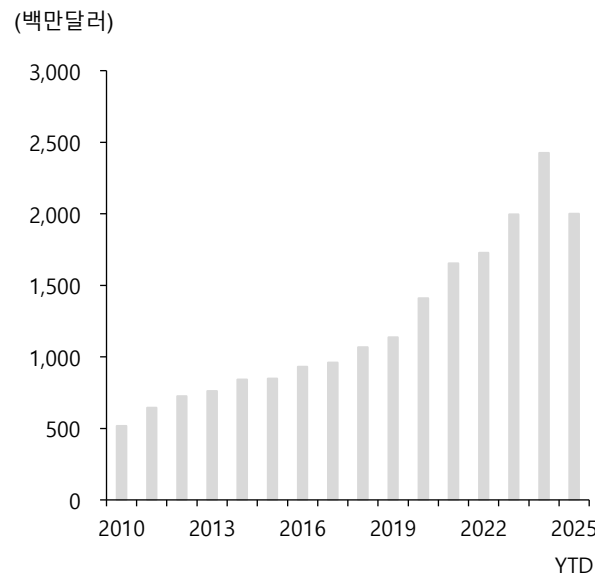
- K-푸드의 글로벌 확산은 단기 트렌드를 넘어 구조적 성장 국면에 진입.
3Q25 누적 라면 수출금액은 전년동기 대비 +25% 증가하며 분기 기준 사상 최대(ATH) 기록.
주요 가공식품 수출금액도 +13% YoY 증가했고, 지역별로는 미국 +7%, 중국 +33%를 기록하며 신흥시장 중심의 성장세가 뚜렷하게 강화되는 중.
- 삼양식품은 라면 수출의 약 70%를 점유하는 것으로 추정되며, K-푸드 수출의 중심축 역할을 하고 있음.
늘어나는 글로벌 수요에 대응하기 위해 밀양2공장을 증설했고, 2027년 중국 신공장 가동을 통해 현지 생산 체계 확립.
해외 시장 내 침투율은 아직 낮은 수준으로, K-푸드에 대한 인지도 확산과 신규 소비국 진입이 맞물리며 수출 성장세는 중장기적으로 지속될 전망.

라면 수출금액 데이터



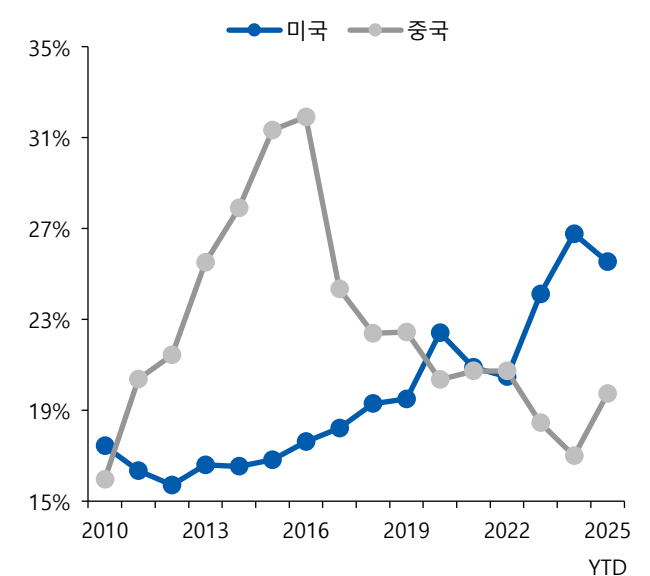
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

주요 가공식품 수출 금액 추이



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

가공식품 수출 내 미국, 중국 비중 추이



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터,
주) 2025 YTD는 9월까지의 데이터를 반영

I. 해외 ② 밸류에이션 차별화 기준

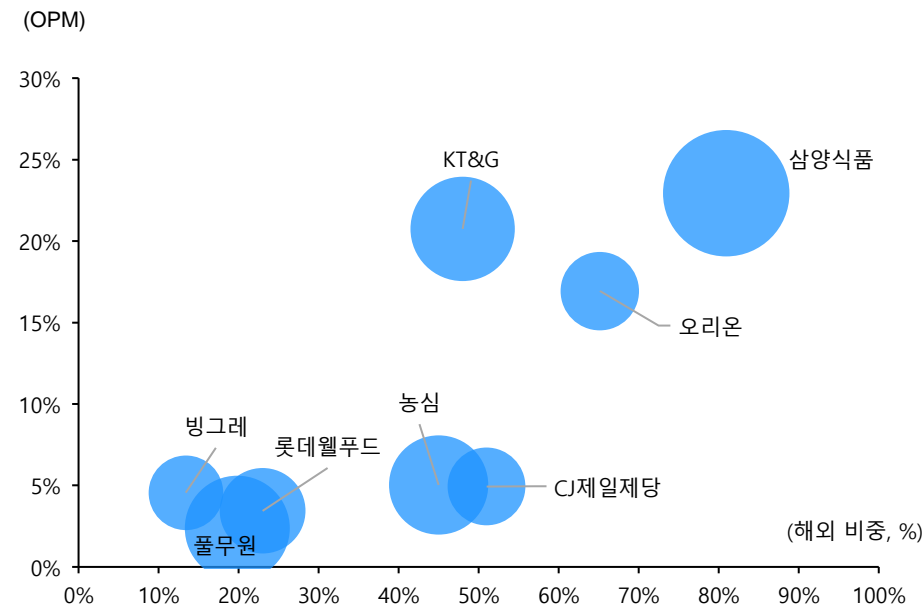
- 오리온, 농심, 롯데웰푸드, CJ제일제당 등은 현지 생산거점과 물류 네트워크를 확충 중. 수출 증가에 그치지 않고 현지 글로벌 공급 체계가 본격화되는 단계로 판단. 이는 단기 실적을 넘어 장기 성장 가시성을 높이는 요인으로 작용.
- 또한, 해외 사업의 질적 성과가 밸류에이션 차별화의 핵심 변수로 부상. 해외 비중이 높은 기업은 업종 평균 대비 2배 수준의 PER을 부여받고 있으며, 반대로 내수 의존도가 높은 기업은 상대적 디스카운트가 지속되고 있음. 2026년에도 이 '해외 성과에 따른 멀티플 격차' 는 더욱 뚜렷해질 전망.

주요 기업별 해외 확장 및 생산능력 투자 현황

업체	공장 지역	투자 금액	완공/가동 시기	투자 목표 및 세부 내용
삼양식품	밀양	1,590억원	2025년 5월 가동	라면 연 CAPA 19.3억개 → 26.2억개(2026)
	밀양(제2공장)	1,643억원	2025년 6월 준공	라면 연 CAPA +6.8억개 (6개 라인의 수출 전용 라인)
	중국	2,014억원	2027년 1월 완공	라면 연 CAPA +8.2억개
농심	녹산	1,918억원	2026년 하반기 완공	라면 연 CAPA +5억개, 유럽 수출용 제품 생산 목표
CJ제일제당	미국	7,000억원	2027년	만두 및 에그롤 생산라인
	헝가리	1,000억원	2026년	비비고 브랜드 현지 생산라인
	일본 지바현	1,000억원	2025년 9월 가동	비비고 만두 현지 생산라인
풀무원	미국	1,000억원	2025년 하반기	두부 신규라인 증설, 연 CAPA +20%
오리온	베트남 하노이	1,300억원	2026년 완공, 2027년 가동	쌀 스낵 라인 증설, 연 CAPA +20%
	러시아 트베리	2,400억원	2027년 완공 목표	파이, 비스킷, 스낵, 젤리 등 16개 생산라인 증설, 연 CAPA +2배
	진천	2,228억원	2027년 완공 목표	물류센터, 창고 투자, 미국향 수출 대응
롯데웰푸드	인도 푸네	700억원	2025년 1분기 가동	빙과 연 CAPA +2.5배
	인도 하리아나	330억원	2025년 하반기 가동	초코파이 자동화 라인 및 빼빼로 1개 라인 구축
	인도 마나	80억원	2025년 내 증설 예정	빙과 신규라인 5개 증설

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

기업별 25F 해외 매출 비중 vs 영업이익률 vs 12M Fwd PER

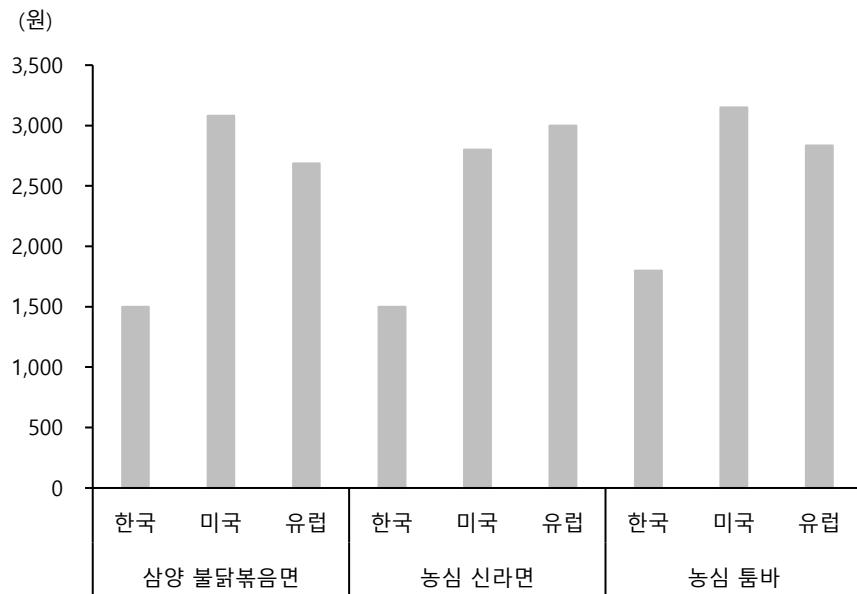


자료: 유안타증권 리서치센터
주) 버블 크기: 12MF PER

I. 해외 ③ 미국 관세 영향은 제한적

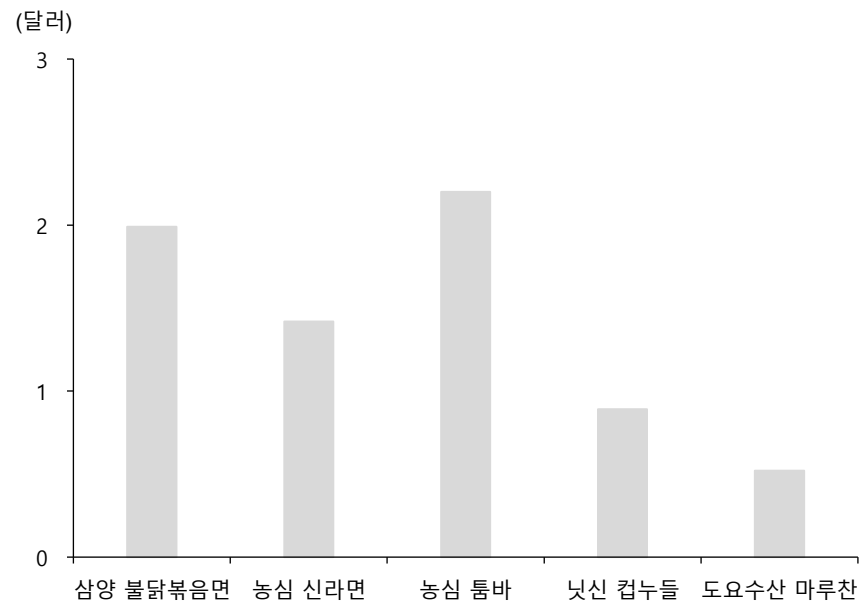
- 미국 수출 비중이 확대되면서 음식료 기업들의 **대미 관세 부담 우려가 제기되고 있으나, 실질적인 부정적 영향은 제한적일** 전망. 일부 제품군은 3Q25에 일시적 비용 상승이 발생하겠지만, 4분기부터는 가격 인상 및 판가 전가를 통한 마진 회복이 가능할 것으로 판단.
- 미국 매출 비중이 높은 **삼양식품은 불닭볶음면의 가격 전가력이 높고, 라면 자체의 객단가가 낮으며, 고객 충성도와 공급 부족 현상이 지속되고 있어 가격 인상 시에도 수요 감소 우려는 제한적.**
- CJ제일제당·농심·풀무원 등은 이미 현지 생산 거점을 보유하고 있어 관세 영향을 사실상 받지 않는 구조로 평가. 삼양식품은 현지 공장을 보유하지 않지만, **주력 제품의 글로벌 수요가 공급을 초과하는 상황이 이어지고 있어 관세 현실화 시에도 제품 단가 조정을 통해 충분히 대응 가능할** 것으로 판단.

국가별 라면 소비자가격 비교



자료: 유안타증권 리서치센터
주) 컵라면 1개 기준, 1달러=1,400원, 1유로=1,550원 환산

미국 월마트 컵라면 개당 소비자 가격 비교

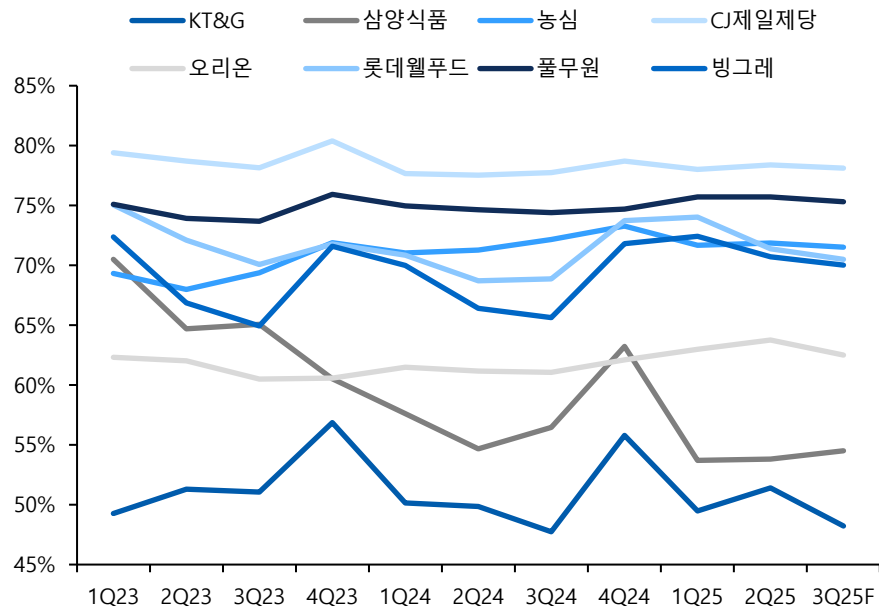


자료: Walmart, 유안타증권 리서치센터

II. 내수 ① 가격인상 효과 반영 마무리

- 2025년 음식료 업종은 원재료 가격 상승과 달러 강세가 맞물리며 원가율 부담이 지속적으로 확대된 시기였음. 이에 다수의 기업들이 연초 제품 가격을 인상했으며, 3분기까지 인상 효과가 순차적으로 반영됨. 그러나 원·달러 환율이 예상보다 높게 유지되면서, 가격 인상만으로는 제조원가 상승분을 완전히 상쇄하지 못한 상황.
- 2026년에는 가격 인상 모멘텀이 사실상 사라지며, 판가 효과보다는 비용 안정화·수요량(Q) 성장에 의존하는 구조로 전환될 전망. 이에 따라 이익 스프레드 개선 폭은 제한적일 것으로 예상.

음식료 업체 매출원가율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

음식료 업체별 가격 인상 사례

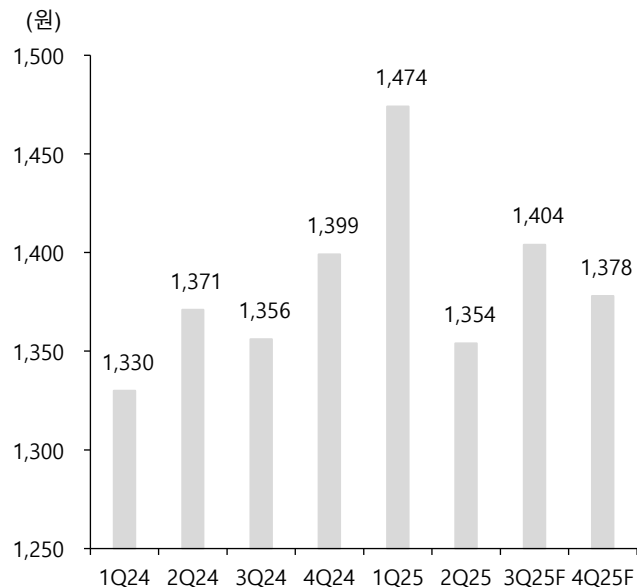
기업	날짜	내용
오뚜기	25.02	편의점 카레, 짜장 분말 및 스프등 가격 약 12% 인상
롯데웰푸드	25.02	빼빼로 등 26종 가격 평균 9.5% 인상
CJ제일제당	25.02	대형마트 판매 비비고 20여종, 스팸 등 대표제품 가격인상
농심	25.03	17개 브랜드 출고가 평균 7.2% 인상
빙그레	25.03	붕어싸만코 등 +10%
	25.05	요플레와 닥터캡슐 등 발효유 제품 가격인상

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

II. 내수 ② 원재료 하락 vs 원달러 환율 상승

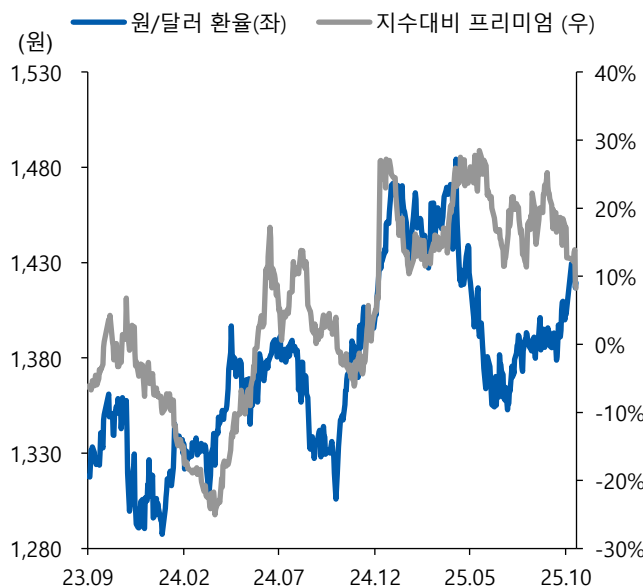
- 주요 곡물 선물가격은 하락세를 나타내고 있음. 2025 YTD 증감률은 옥수수 -8%, 소맥 -8%, 대두 -1%, 원당 -20%, 코코아 -47%. 다만 국내 음식료 기업들은 원재료의 약 70%를 수입에 의존하고 있어, 실질적인 원가 부담은 환율 변동에 크게 좌우되는 구조. 2H24 이후 곡물가격이 하락했음에도 불구하고 강달러 기조가 지속되며 원화 환산 원가 하락 폭은 제한적인 상황
- 실제 원화 기준 곡물투입가격(YTD 기준)은 옥수수 +11%, 소맥 -6%, 대두 -9%, 원당 -10%, 코코아 -6%로 선물가격대비 소폭 하락하거나 괴리가 있는 상황
또한 주요 포장재 원료인 알루미늄 가격이 최근 상승세를 보이며 일부 제품군의 제조원가 부담이 재차 확대. 따라서, 곡물가 하락이 원가 안정 요인으로 작용하더라도 고회율과 포장재 비용 상승이 상쇄하며 2026년 원가 개선 폭은 미미할 전망.

원달러 환율 추이 및 전망치



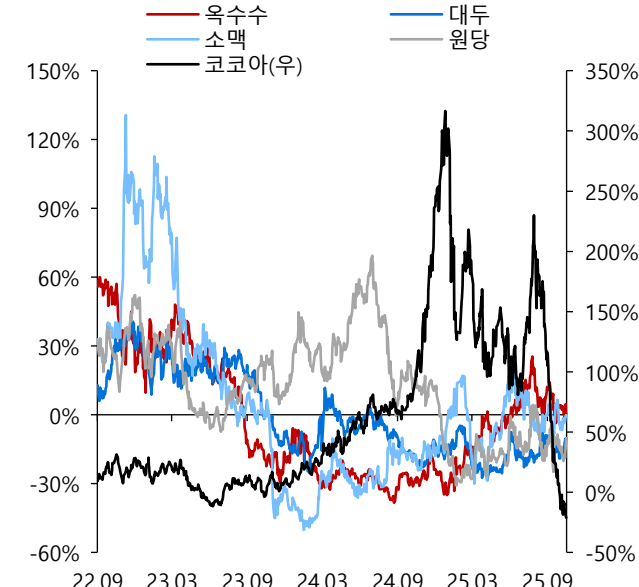
자료: Bloomberg(중간값 기준), 유안타증권 리서치센터

원달러 환율 및 음식료 업종 지수대비 프리미엄



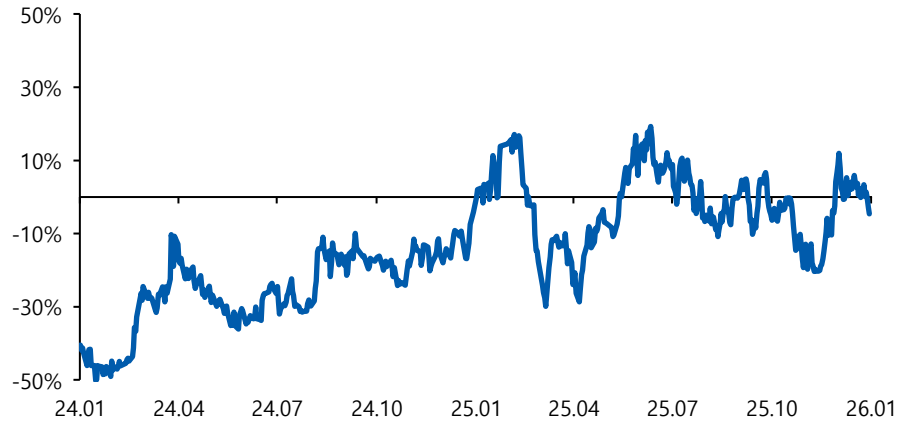
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

원화환산 곡물투입가격 YoY 증감률



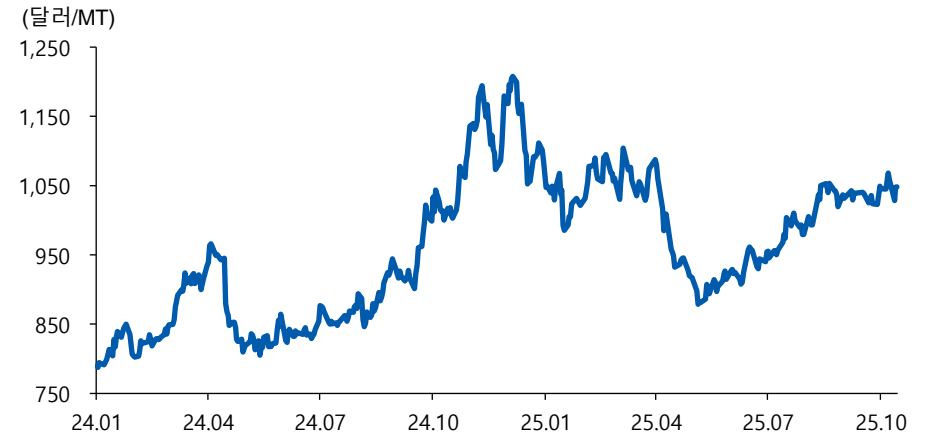
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

소맥 원화환산 투입 가격 YoY 증감률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

팜유 선물가격 추이



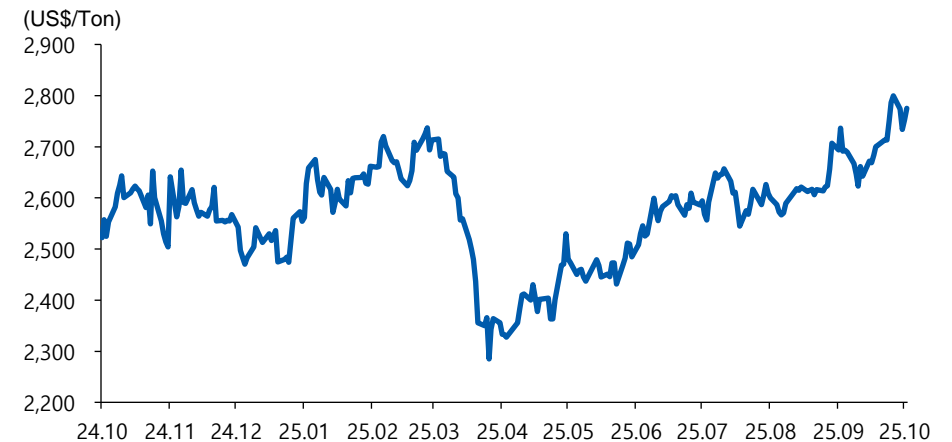
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

폴리프로필렌(PP) 선물가격 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

알루미늄 선물가격 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

II. 내수 ③ 더딘 소비 심리 개선, 수요 회복 지연

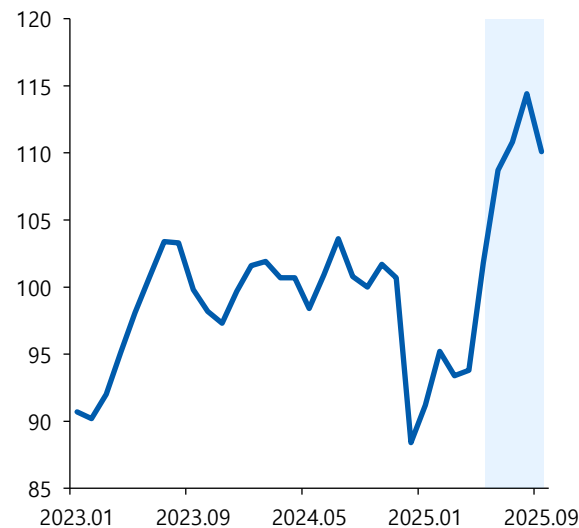
- 하반기 들어 소비쿠폰 지급, 대선 이후 경기 부양책 등 다양한 정책적 자극 요인이 있었으나 **체감 소비 회복은 기대에 미치지 못한 상황**. 음식료 관련 **가계 지출과 소매판매액 등 동행지표의 반등 폭이 제한적이었으며, 선행지표인 소비자심리지수 또한 여전히 둔화 국면을 벗어나지 못하고 있음.**
- 물가 부담과 실질소득 정체가 이어지며, 내수 소비의 회복 속도는 예상보다 완만하게 진행 중. 국내 음식료 시장의 수요(Q)는 저성장세가 지속되는 국면에 머물러 있으며, 단기적으로 정책 효과보다 가계소득 여건의 개선 여부가 관건이 될 전망.

음식료 가계지출 추이



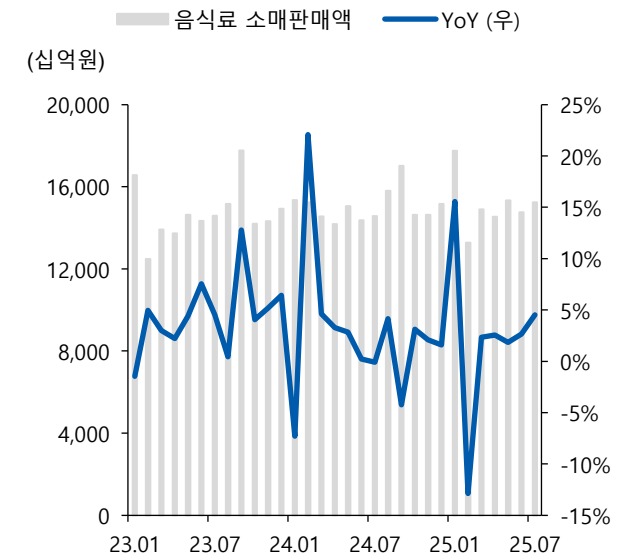
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

소비자심리지수 추이



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

음식료 소매판매액



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터



삼양식품 (003230): 전혀 걱정할 필요 없어요

음식료/전력기기



손현정 음식료/전력기기

hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	1,780,000원 (M)
현재주가 (10/20)	1,381,000원
상승여력	29%

시가총액	104,031 억원
총발행주식수	7,533,015 주
60일 평균 거래대금	630억원
60일 평균 거래량	43,172주
52주 고/저	1,630,000원/512,000원
외인지분율	18.31%
배당수익률	0.43%
주요주주	삼양라운드스퀘어 외 6인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.1)	(1.5)	152.5
상대	(19.7)	(17.7)	71.7
절대(달려환산)	(12.7)	(3.3)	143.7

- 3Q25 Preview, 컨센서스 부합 전망:** 3Q25 매출액은 6,011억원(YoY +36.9%), 영업이익은 1,339억원(YoY 53.4%, OPM 22.3%)으로 컨센서스에 부합할 전망. 8~9월 추석 수요 대응을 위한 선출고 물량의 매출 인식이 일부 4분기로 이연되고, 미국향 관세(15%) 부과가 전액 반영되며 영업이익이 일시적으로 낮게 반영될 가능성이 있음. 다만 밀양2공장 가동 확대에 따른 해외 판매량 증가와 광고선전비 절감 효과로 고마진 기조는 유지될 전망. 미국은 선출고 영향으로 3분기 일시적 둔화가 불가피하나, 메인스트림 침투 확대와 가격 인상(+10%) 효과가 4분기부터 온기 반영되며 수익성이 회복될 전망. 중국은 하반기 명절 등에 따른 수출 물량이 확대되고 있으며, 동남아·유럽은 미국 우선 배정 영향으로 성장세가 일시적으로 완만한 상황. 4분기에는 미국향 가격 인상 효과와 3분기 이연 물량 인식이 맞물리며 매출이 재차 확대될 것으로 기대. 하반기 마케팅비 투입에도 매출 증가율이 이를 상회해 레버리지 효과 지속될 것으로 판단.
- 2026년이 더 기대되는 이유:** 2026년은 밀양2공장의 안정화와 중국공장 착공(27년 가동 예정)을 통한 생산 효율 극대화가 핵심 요인. 미국 메인스트림 및 에스닉 채널의 동시 확장이 본격화되며, 수출 ASP와 물량(Q)이 동반 상승할 전망. 중국은 2·3선 도시로의 채널 확장이 진행되며 내수형 구조 전환이 가속화될 것으로 예상됨. 고수익 봉지면·소스 매출 비중이 확대되고, 브랜드 다변화(IP 확장)로 중장기 이익 체력이 강화되는 구간에 진입. 단기적으로는 매출 인식 시차에 따른 일시적 변동 구간이지만, 4Q25 이후 구조적 성장세가 재개될 전망. 2026년 삼양식품은 수출 성장(Q) + 제품 믹스 개선(P)의 결합으로 음식료 업종 내 유일한 성장주. Top Pick 종목으로, 목표주가 1,780,000원 유지.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,193	1,728	2,350	2,960	3,472
매출액증가율	31.2	44.8	36.0	26.0	17.3
영업이익	148	345	535	737	932
영업이익률	12.4	20.0	22.8	24.9	26.8
지배주주귀속순이익	126	272	413	532	644
지배주주 귀속 EPS	16,761	36,106	54,885	70,639	85,477
증가율	58.2	115.4	52.0	28.7	21.0
PER	8.8	12.3	24.2	18.8	15.5
PBR	2.0	4.1	8.2	5.8	4.2
EV/EBITDA	6.8	8.7	16.6	11.8	8.8
ROA	12.1	19.7	22.2	21.7	20.4
ROE	24.8	39.4	40.9	36.5	31.9

자료: 유안타증권 리서치센터

삼양식품 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	
매출액	385.7	424.4	439.0	478.9	529.0	553.1	601.1	666.4	1,728.0	2,349.6	2,959.7	
국내		96.8	92.3	98.1	105.0	105.0	112.9	107.7	122.3	392.1	448.0	480.7
	면스낵	68.6	67.7	70.1	73.8	70.2	79.7	77.1	80.1	280.2	307.1	327.9
	소스 등 일반식품	19.4	19.4	16.7	21.2	20.5	21.6	17.5	22.3	76.8	81.9	86.0
	기타	17.3	14.6	22.3	23.1	27.5	25.3	26.2	34.7	77.3	113.8	125.1
	매출 에누리	-8.6	-9.4	-11.0	-13.2	-13.2	-13.7	-13.1	-14.8	-42.1	-54.8	-58.3
해외		289.0	332.1	340.9	373.9	424.0	440.2	493.4	544.1	1,335.9	1,901.6	2,479.1
	면스낵	286.0	321.9	332.8	365.8	410.4	424.6	479.2	530.4	1,306.4	1,844.6	2,363.7
	소스 등 일반식품	5.1	8.8	8.3	8.2	13.8	15.8	14.5	14.0	30.4	58.1	116.6
	매출 에누리	-2.2	1.5	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.9	-1.1	-1.3
% YoY	55.2%	48.7%	30.9%	46.1%	37.1%	30.3%	36.9%	39.2%	45.0%	36.0%	26.0%	
국내		6.8%	-3.3%	2.8%	-1.0%	8.5%	22.3%	11.1%	16.5%	1.2%	14.2%	7.3%
	면스낵	-12.9%	-16.4%	-11.6%	-18.1%	2.4%	17.7%	10.0%	8.5%	-14.9%	9.6%	6.8%
	소스 등 일반식품	-10.2%	-12.9%	-12.6%	-11.3%	5.5%	11.1%	5.0%	5.0%	-11.7%	6.7%	5.0%
	기타	959.0%	123.5%	94.5%	195.4%	58.8%	74.2%	17.5%	50.1%	181.7%	47.2%	10.0%
해외		83.0%	74.9%	42.2%	68.6%	46.7%	32.5%	36.3%	45.5%	65.1%	42.3%	30.4%
	면스낵	84.7%	72.5%	41.9%	68.3%	43.5%	31.9%	44.0%	45.0%	64.7%	41.2%	28.1%
	소스 등 일반식품	25.4%	117.2%	36.2%	52.3%	169.5%	80.1%	75.0%	70.0%	55.1%	91.1%	100.9%
% 매출비중												
국내		25.1%	21.7%	22.3%	21.9%	19.9%	20.4%	17.9%	18.4%	22.7%	19.1%	16.2%
	면스낵	17.8%	15.9%	16.0%	15.4%	13.3%	14.4%	12.8%	12.0%	16.2%	13.1%	11.1%
	소스 등 일반식품	5.0%	4.6%	3.8%	4.4%	3.9%	3.9%	2.9%	3.3%	4.4%	3.5%	2.9%
	기타	4.5%	3.4%	5.1%	4.8%	5.2%	4.6%	4.4%	5.2%	4.5%	4.8%	4.2%
해외		74.9%	78.3%	77.7%	78.1%	80.1%	79.6%	82.1%	81.6%	77.3%	80.9%	83.8%
	면스낵	74.1%	75.8%	75.8%	76.4%	77.6%	76.8%	79.7%	79.6%	75.6%	78.5%	79.9%
	소스 등 일반식품	5.3%	9.5%	8.4%	7.8%	13.2%	14.0%	13.4%	11.4%	7.7%	13.0%	24.3%
영업이익	80.1	89.5	87.3	87.7	134.0	120.1	133.9	146.6	344.6	534.6	737.4	
% YoY	235.8%	103.1%	101.0%	142.4%	67.2%	34.2%	53.4%	67.2%	133.6%	55.2%	37.9%	
% 영업이익률	20.8%	21.1%	19.9%	18.3%	25.3%	21.7%	22.3%	22.0%	19.9%	22.8%	24.9%	

자료: 유안타증권 리서치센터

국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

(십억 원, 십억 JPY)		삼양식품	농심	오뚜기	닛신	도요수산
시가총액		9,943.6	2,618.6	1,563.1	834.9	1,103.9
매출액	2024	1,728	3,439	3,539	733	489
	2025F	2,350	3,461	3,628	777	508
	2026F	2,960	3,537	3,725	797	528
영업이익	2024	345	163	222	61	67
	2025F	535	173	241	64	75
	2026F	737	191	248	76	75
영업이익률	2024	19.9%	4.7%	6.3%	8.3%	13.6%
	2025F	22.8%	5.0%	6.6%	8.3%	14.9%
	2026F	24.9%	5.4%	6.7%	9.6%	14.3%
당기순이익 (지배)	2024	272	157	160	54	56
	2025F	422	151	166	55	63
	2026F	544	172	176	54	62
PER	2024	12.3	14.5	11.6	16.5	15.5
	2025F	24.7	15.4	9.4	15.2	17.6
	2026F	19.1	13.5	8.9	15.5	17.7

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 25.10.20 기준



삼양식품(003230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,193	1,728	2,350	2,960	3,472
매출원가	776	1,005	1,275	1,553	1,774
매출총이익	417	723	1,075	1,407	1,697
판매비	269	379	540	669	765
영업이익	148	345	535	737	932
EBITDA	180	391	587	793	1,003
영업외손익	9	7	0	-41	-11
외환관련손익	2	27	15	0	0
이자손익	-7	-5	1	12	27
관계기업관련손익	6	0	0	0	-5
기타	8	-16	-16	-53	-33
법인세비용차감전순이익	156	352	535	697	921
법인세비용	30	80	123	166	279
계속사업순이익	127	271	412	531	642
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	127	271	412	531	642
지배지분순이익	126	272	413	532	644
포괄순이익	124	271	412	530	642
지배지분포괄이익	124	271	413	532	643

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	168	358	434	560	686
당기순이익	127	271	412	531	642
감가상각비	32	46	52	55	71
외환손익	1	-13	-15	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	5
자산부채의 증감	-8	-7	-40	-39	-31
기타현금흐름	16	61	25	14	-1
투자활동 현금흐름	-24	-214	-170	-176	-190
투자자산	22	-2	-2	-2	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-45	-228	-180	-480	-200
유형자산 감소	0	0	0	300	0
기타현금흐름	-1	16	12	6	12
재무활동 현금흐름	-20	-35	-75	-75	-77
단기차입금	33	23	11	11	9
사채 및 장기차입금	28	19	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-19	-25	-25	-25
기타현금흐름	-69	-58	-61	-61	-62
연결범위변동 등 기타	-3	7	104	87	76
현금의 증감	122	116	293	396	495
기초 현금	97	219	335	628	1,023
기말 현금	219	335	628	1,023	1,518
NOPLAT	148	345	535	737	932
FCF	123	129	254	80	486

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2, PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우,

자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	497	682	1,100	1,618	2,216
현금및현금성자산	219	335	628	1,023	1,518
매출채권 및 기타채권	81	138	188	237	278
재고자산	142	148	201	254	297
비유동자산	673	913	1,029	1,162	1,302
유형자산	543	748	876	1,001	1,130
관계기업등 지분관련자산	3	3	4	5	6
기타투자자산	7	13	14	15	16
자산총계	1,170	1,595	2,130	2,780	3,518
유동부채	402	492	633	771	886
매입채무 및 기타채무	175	246	335	422	495
단기차입금	76	78	78	78	78
유동성장기부채	91	25	25	25	25
비유동부채	192	274	282	289	295
장기차입금	141	211	211	211	211
사채	0	0	0	0	0
부채총계	594	767	914	1,059	1,181
지배지분	565	817	1,205	1,712	2,331
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	522	770	1,159	1,666	2,286
비지배지분	12	11	10	9	7
자본총계	577	828	1,215	1,721	2,338
순차입금	103	36	-252	-643	-1,133
총차입금	344	386	397	407	416

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	16,761	36,106	54,885	70,639	85,477
BPS	75,732	109,524	161,577	229,542	312,494
EBITDAPS	23,851	51,851	77,872	105,206	133,199
SPS	158,358	229,392	311,910	392,903	460,882
DPS	2,100	3,300	3,300	3,300	3,300
PER	8.8	12.3	25.2	19.6	16.2
PBR	2.0	4.1	8.5	6.0	4.4
EV/EBITDA	6.8	8.7	17.3	12.3	9.2
PSR	0.9	1.9	4.4	3.5	3.0

재무비율 (단위: 배, %) (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	31.2	44.9	36.0	26.0	17.3
영업이익 증가율 (%)	63.2	133.6	55.2	37.9	26.4
지배순이익 증가율 (%)	58.2	115.4	52.0	28.7	21.0
매출총이익률 (%)	34.9	41.9	45.8	47.5	48.9
영업이익률 (%)	12.4	19.9	22.8	24.9	26.9
지배순이익률 (%)	10.6	15.7	17.6	18.0	18.5
EBITDA 마진 (%)	15.1	22.6	25.0	26.8	28.9
ROIC	19.8	37.8	50.1	59.7	61.3
ROA	12.1	19.7	22.2	21.7	20.4
ROE	24.8	39.4	40.9	36.5	31.9
부채비율 (%)	102.9	92.6	75.2	61.6	50.5
순차입금/자기자본 (%)	18.2	4.4	-20.9	-37.5	-48.6
영업이익/금융비용 (배)	12.1	23.9	34.6	46.5	57.3



KT&G (033780): 국내외 모두 순항 중

음식료/전력기기



손현정 음식료/전력기기

hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	200,000원 (M)
현재주가 (10/20)	139,500원
상승여력	43%

시가총액	167,222 억원
총발행주식수	119,872,752 주
60일 평균 거래대금	523억원
60일 평균 거래량	382,854주
52주 고/저	147,200원/95,000원
외인지분율	41.03%
배당수익률	5.04%
주요주주	국민연금공단

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.6)	0.0	30.6
상대	(10.3)	(16.4)	(11.2)
절대(달려환산)	(2.4)	(1.8)	26.1

- 3Q25 Preview, 컨센서스 상회 전망: 3Q25 매출액은 1.8조원(YoY +10.2%), 영업이익은 4,529억원(YoY +8.4%, OPM 25.1%)으로 컨센서스를 상회할 전망. 담배 본업 중심의 고성장이 이어지고 있으며, 국내·해외 모두 전 사업부에서 실적 개선이 나타나고 있음. **국내 쉐어:** 점유율 상승과 명절 전 가수요 효과로 매출이 증가세로 전환할 것으로 기대. **해외 쉐어:** 신규 시장 진입과 유통망 확대에 수량, ASP 모두 두자릿수 성장세를 유지하며, 해외 매출이 국내를 상회하는 추세 지속. **해외 NGP:** 상반기 디바이스 공급 차질이 해소되며 매출이 YoY +75% 급증한 것으로 추정. **건기식·부동산:** 건기식은 매출 둔화에도 비용 효율화로 이익 방어, 부동산 부문은 프로젝트 진행에 따라 실적이 확대됨. 3분기 실적 개선은 구조적 성장에 기인하며, 해외담배·NGP 동반 성장과 고배당·자사주 소각이 결합된 안정적 성장 구간에 진입한 것으로 판단.

- 2026년 글로벌 확장 + 주주환원 강화: 1) 신사업 글로벌 확장- 2026년 글로벌 NGP 포트폴리오 확장과 해외담배 성장세를 기반으로 구조적 성장을 이어갈 전망. 9월 Altria와의 합작을 통한 ASF 인수로 니코틴 파우치 시장 진입 기반을 확보. LOOP 브랜드 중심의 유럽 시장과 Altria의 북미 유통망이 결합되며, PMI·BAT과 유사한 글로벌 포트폴리오 구축이 가능해짐. 니코틴 파우치 시장은 연평균 30% 고성장이 예상되며, 중장기적으로 글로벌 무연제품 시장 점유율 확대가 기대. 2) 쉐어 성장 + 주주환원 선순환 구조- 해외담배 비중은 중기적으로 50% 상회가 예상되며, ASP 인상·프리미엄 비중 확대에 수익성이 개선되는 국면. 2025년 DPS는 최소 6,000원으로 상향되었고, 자사주 매입·소각 규모는 연간 5,600억원으로 확대됨. 총주주환원율은 100%를 상회할 전망이며, 배당성향은 약 53% 수준까지 상승. 현금창출력 확대와 CapEx 감소로 향후 추가 환원 여력도 충분. KT&G는 ① 쉐어 성장, ② NGP·니코틴 파우치 확장, ③ 강도 높은 주주환원 정책을 기반으로 2026년에도 이익 성장과 멀티플 리레이팅이 병행되는 구조적 국면을 이어갈 전망.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	5,863	5,909	6,488	7,029	7,217
매출액증가율	0.2	0.8	9.8	8.3	2.7
영업이익	1,167	1,189	1,346	1,548	1,646
영업이익률	19.9	20.1	20.7	22.0	22.8
지배주주귀속순이익	903	1,166	1,147	1,332	1,422
지배주주 귀속 EPS	6,615	8,975	9,377	11,395	12,521
증가율	-10.6	35.7	4.5	21.5	9.9
PER	13.1	10.9	14.9	12.2	11.1
PBR	1.1	1.1	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.7	8.7	10.6	9.5	8.9
ROA	7.2	8.7	8.2	9.3	9.7
ROE	9.8	12.7	12.4	14.3	15.0

자료: 유안타증권 리서치센터

KT&G 실적 테이블

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액		1,292.3	1,423.8	1,636.4	1,556.4	1,491.1	1,547.9	1,803.6	1,645.3	5,908.8	6,487.8	7,029.5
담배		856.6	989.9	1,047.8	1,011.3	988.0	1,090.6	1,184.4	1,066.8	3,905.6	4,329.8	4,573.8
	NGP	176.3	197.7	193.2	216.7	159.0	196.1	227.3	212.4	783.9	794.8	814.6
	국내	130.1	137.3	156.6	135.0	138.5	140.1	163.3	128.3	559.0	570.1	582.7
	해외	46.2	60.4	36.6	81.7	20.5	56.0	64.1	84.2	224.9	224.7	231.8
	퀵런	674.7	788.0	850.6	786.2	822.7	877.3	949.6	841.8	3,099.5	3,491.4	3,728.2
	국내	382.9	428.9	430.9	406.5	373.6	408.3	446.0	386.2	1,649.2	1,614.1	1,569.6
	해외	291.8	359.1	419.7	379.7	449.1	469.0	503.6	455.6	1,450.3	1,877.4	2,158.7
반제품	5.6	4.2	4.0	8.4	6.3	17.2	7.5	12.6	22.2	43.6	31.0	
건기식	308.4	265.1	405.8	322.3	535.0	314.4	390.4	338.4	1,301.6	1,578.2	1,629.0	
국내	243.0	172.8	320.6	188.7	408.6	247.0	322.2	198.1	925.1	1,175.9	1,214.0	
해외	65.4	92.3	85.2	133.6	126.4	67.4	68.2	140.3	376.5	402.2	415.0	
부동산	45.2	80.5	98.5	137.1	100.4	143.7	140.1	150.0	361.3	534.2	446.7	
기타	82.1	88.3	84.2	85.7	88.3	93.1	88.7	90.0	340.3	360.1	380.0	
% YoY		-7.4%	6.6%	-3.1%	8.0%	15.4%	8.7%	10.2%	5.7%	0.8%	9.8%	8.3%
담배		-0.1%	11.5%	7.7%	13.1%	15.3%	10.2%	13.0%	5.5%	5.0%	10.9%	5.6%
	NGP	-11.7%	4.1%	-0.8%	11.1%	-9.8%	-0.8%	17.7%	-2.0%	0.6%	1.4%	2.5%
	국내	1.7%	10.9%	15.2%	2.5%	6.5%	2.0%	4.2%	-5.0%	7.6%	2.0%	2.2%
	해외	-35.6%	-8.8%	-37.9%	29.1%	-55.6%	-7.3%	75.0%	3.0%	-13.5%	-0.1%	3.2%
	퀵런	3.0%	13.9%	10.5%	13.3%	21.9%	11.3%	11.6%	7.1%	10.3%	12.6%	6.8%
	국내	-1.7%	0.5%	-3.8%	-1.7%	-2.4%	-4.8%	3.5%	-5.0%	-1.7%	-2.1%	-2.8%
	해외	10.1%	35.3%	30.5%	35.3%	53.9%	30.6%	20.0%	20.0%	28.0%	29.4%	15.0%
반제품	75.0%	-30.0%	-51.2%	78.7%	12.5%	309.5%	87.4%	50.0%	-83.0%	96.5%	-28.8%	
건기식	11.8%	1.6%	-1.7%	-4.0%	73.5%	18.6%	-3.8%	5.0%	1.3%	21.2%	3.2%	
담배	38.3%	-10.9%	-8.4%	-2.0%	68.1%	42.9%	0.5%	5.0%	1.4%	27.1%	3.2%	
해외	-34.7%	38.0%	35.5%	-6.8%	93.3%	-27.0%	-20.0%	5.0%	0.9%	6.8%	3.2%	
부동산	-46.1%	-29.2%	-56.2%	7.4%	122.1%	78.5%	42.2%	9.4%	-34.3%	47.9%	-16.4%	
기타	17.1%	20.3%	6.4%	1.9%	7.6%	5.4%	5.3%	5.1%	11.0%	5.8%	5.5%	
영업이익		236.6	322.0	417.8	212.5	285.6	349.9	452.9	257.6	1,188.8	1,345.9	1,548.2
담배	206.6	316.4	335.0	226.1	252.9	321.8	360.1	244.2	1,084.1	1,179.0	1,358.7	
건기식	23.0	-1.0	68.8	7.4	18.2	6.2	72.2	7.8	98.2	104.4	121.7	
부동산	2.6	2.9	12.7	-23.1	10.4	17.7	19.1	10.2	-4.9	57.4	49.9	
기타	4.4	3.7	1.3	2.0	4.1	4.2	1.5	-4.5	11.4	5.2	17.9	
% YoY		-25.3%	30.8%	2.7%	7.3%	20.7%	8.7%	8.4%	21.2%	1.8%	13.2%	15.0%
담배	-12.7%	30.4%	24.4%	-1.0%	22.4%	1.7%	7.5%	8.0%	11.0%	8.8%	15.2%	
건기식	-58.2%	-90.7%	13.3%	-38.8%	-20.9%	흑전	5.0%	5.0%	-16.1%	6.3%	16.6%	
부동산	-89.3%	-73.6%	-83.4%	-49.3%	300.0%	510.3%	50.0%	흑전	적전	흑전	-13.1%	
기타	528.6%	-	333.3%	-33.3%	-7.7%	13.0%	11.9%	-326.3%	185.0%	-54.7%	246.1%	
% OPM		18.3%	22.6%	25.5%	13.7%	19.2%	22.6%	25.1%	15.7%	20.1%	20.7%	22.0%
담배	24.1%	32.0%	32.0%	22.4%	25.6%	29.5%	30.4%	22.9%	27.8%	27.2%	29.7%	
건기식	7.5%	-0.4%	17.0%	2.3%	3.4%	2.0%	18.5%	2.3%	7.5%	6.6%	7.5%	
부동산	5.8%	3.6%	12.9%	-16.8%	10.4%	12.3%	13.6%	6.8%	-1.4%	10.7%	11.2%	
기타	5.4%	4.2%	1.5%	2.3%	4.6%	4.5%	1.6%	-5.0%	3.3%	1.4%	4.7%	

자료: 유안타증권 리서치센터



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

(십억원, 십억달러, 십억파운드, 십억JPY)		KT&G	PMI	BAT	JTI
시가총액		16,602.4	252.1	86.1	9,528.0
매출액	2024	5,908.8	37.9	25.9	3,149.8
	2025F	6,487.8	41.0	25.7	3,408.8
	2026F	7,029.5	44.4	26.4	3,531.5
영업이익	2024	1,188.8	13.8	9.9	700.6
	2025F	1,345.9	16.5	11.3	756.7
	2026F	1,548.2	18.2	11.7	835.2
영업이익률	2024	20.1%	36.5%	38.3%	22.2%
	2025F	20.7%	40.2%	44.2%	22.2%
	2026F	22.0%	41.0%	44.5%	23.7%
당기순이익 (지배)	2024	1,165.7	7.1	3.1	179.2
	2025F	1,147.5	11.5	6.9	502.5
	2026F	1,331.9	12.8	7.2	554.5
PER	2024	14.4	17.4	20.3	39.4
	2025F	15.2	21.9	12.5	19.0
	2026F	13.1	19.7	11.9	17.2
총환원율	2024	97.4%	92.0%	95.0%	90.0%
	2025F	100.3%	91.0%	95.0%	89.0%
	2026F	92.0%	-	-	-

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 25.10.20 기준

KT&G(033780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	5,863	5,909	6,488	7,029	7,217
매출원가	3,054	3,007	3,291	3,518	3,556
매출총이익	2,808	2,902	3,197	3,512	3,660
판매비	1,641	1,713	1,851	1,964	2,014
영업이익	1,167	1,189	1,346	1,548	1,646
EBITDA	1,408	1,439	1,590	1,788	1,868
영업외손익	81	377	248	332	362
외환관련손익	24	364	130	100	90
이자손익	29	73	46	55	61
관계기업관련손익	10	19	20	50	70
기타	19	-79	52	127	142
법인세비용차감전순손익	1,248	1,566	1,594	1,880	2,008
법인세비용	319	394	462	564	602
계속사업순손익	930	1,172	1,132	1,316	1,406
중단사업순손익	-7	-7	15	15	15
당기순이익	922	1,165	1,147	1,331	1,421
지배지분순이익	903	1,166	1,147	1,332	1,422
포괄순이익	901	1,195	1,223	1,407	1,497
지배지분포괄이익	882	1,197	1,224	1,409	1,498

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,266	822	891	1,078	1,290
당기순이익	922	1,165	1,147	1,331	1,421
감가상각비	211	219	216	214	199
외환손익	5	-327	-130	-100	-90
중속, 관계기업관련손익	-10	-19	-20	-50	-70
자산부채의 증감	185	-365	-422	-405	-250
기타현금흐름	-47	150	100	88	81
투자활동 현금흐름	-848	-530	-257	-268	-312
투자자산	-284	11	-33	0	28
유형자산 증가 (CAPEX)	-473	-768	-400	-300	-300
유형자산 감소	7	21	5	5	5
기타현금흐름	-99	205	171	27	-45
재무활동 현금흐름	-776	-293	-2,604	-2,460	-2,401
단기차입금	-11	259	-30	0	0
사채 및 장기차입금	413	680	-100	-50	0
자본	0	1	0	0	0
현금배당	-776	-587	-604	-663	-683
기타현금흐름	-402	-647	-1,870	-1,747	-1,718
연결범위변동 등 기타	-11	105	1,270	1,457	1,442
현금의 증감	-369	104	-699	-193	18
기초 현금	1,401	1,032	1,136	437	244
기말 현금	1,032	1,136	437	244	262
NOPLAT	1,167	1,189	1,346	1,548	1,646
FCF	793	55	491	778	990

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	6,418	7,176	6,988	7,264	7,687
현금및현금성자산	1,032	1,136	437	244	262
매출채권 및 기타채권	1,772	1,895	1,926	1,999	2,052
재고자산	2,764	3,101	3,405	3,690	3,788
비유동자산	6,354	6,749	7,059	7,183	7,128
유형자산	2,096	2,664	2,693	2,724	2,760
관계기업등 지분관련자산	471	482	338	169	84
기타투자자산	2,229	2,370	2,547	2,717	2,773
자산총계	12,772	13,925	14,047	14,447	14,816
유동부채	2,672	3,143	3,272	3,464	3,548
매입채무 및 기타채무	2,323	2,336	2,564	2,779	2,852
단기차입금	62	288	288	288	288
유동성장기부채	46	184	84	34	34
비유동부채	805	1,424	1,460	1,493	1,505
장기차입금	147	214	214	214	214
사채	323	808	808	808	808
부채총계	3,478	4,567	4,732	4,957	5,053
자본지분	9,174	9,239	9,196	9,372	9,646
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	534	535	535	535	535
이익잉여금	8,979	8,783	8,765	8,873	9,072
비지배지분	121	119	119	118	117
자본총계	9,295	9,358	9,315	9,490	9,763
순차입금	-1,113	-352	67	122	-141
총차입금	623	1,562	1,433	1,383	1,383

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,615	8,975	9,377	11,395	12,521
BPS	81,326	85,662	85,251	89,794	95,157
EBITDAPS	10,321	11,079	12,998	15,295	16,448
SPS	42,963	45,491	53,021	60,143	63,556
DPS	5,200	5,400	6,000	6,400	6,800
PER	13.1	10.9	14.9	12.2	11.1
PBR	1.1	1.1	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.7	8.7	10.6	9.5	8.9
PSR	2.0	2.2	2.6	2.3	2.2

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	0.2	0.8	9.8	8.3	2.7
영업이익 증가율 (%)	-7.9	1.8	13.2	15.0	6.3
지배순이익 증가율 (%)	-11.1	29.1	-1.6	16.1	6.7
매출총이익률 (%)	47.9	49.1	49.3	50.0	50.7
영업이익률 (%)	19.9	20.1	20.7	22.0	22.8
지배순이익률 (%)	15.4	19.7	17.7	18.9	19.7
EBITDA 마진 (%)	24.0	24.4	24.5	25.4	25.9
ROIC	20.6	18.1	17.7	19.4	20.0
ROA	7.2	8.7	8.2	9.3	9.7
ROE	9.8	12.7	12.4	14.3	15.0
부채비율 (%)	37.4	48.8	50.8	52.2	51.8
순차입금/자기자본 (%)	-12.1	-3.8	0.7	1.3	-1.5
영업이익/금융비용 (배)	25.5	28.2	23.3	55.0	59.5



농심 (003230): 가격 인상 효과로 이익 개선

음식료/전력기기



손현정 음식료/전력기기

hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	500,000원 (U)
현재주가 (10/20)	432,000원
상승여력	16%

시가총액	26,277 억원
총발행주식수	6,082,642 주
60일 평균 거래대금	249억원
60일 평균 거래량	55,300주
52주 고/저	522,000원/326,000원
외인지분율	16.20%
배당수익률	1.34%
주요주주	농심홀딩스 외 5인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.4)	5.2	16.1
상대	(18.2)	(12.0)	(21.0)
절대(달려환산)	(11.1)	3.3	12.1

- **3Q25 Preview, 예상치 부합 전망:** 3Q25 연결 매출액은 8,829억원(YoY +3.8%), 영업이익은 465억원(YoY +23.7, OPM 5.3%)으로 컨센서스에 부합할 전망. **국내외 라면 판가 인상 효과가 온기 반영되며 8개 분기 만에 증익 전환이 예상.** 국내(+6%) 및 해외(+10%) 가격 인상의 두드러진 효과. 미국 케데헌 콜라보 제품은 9월부터 북미 주요 유통망 입점이 시작되었으며, **약 500억원 규모의 매출이 4Q25~1Q26에 반영될 것으로 추정.** 중국은 오프라인 채널 확장으로 매출이 증가 전환되었고, 유럽·동남아는 거래선 정비로 일시적 조정 국면. 단, 4Q25는 장기근속 포상(금 지급) 관련 복리후생비 증가 예상. 금값 상승에 따른 일회성 판관비 부담으로 수익성 둔화 전망.
- **2026년 단기 이벤트 이후, 구조적 회복 확인 필요:** 2026년은 ① 신제품 '신라면 톰바' 및 '케데헌' IP 확산, ② 유럽·동남아 거래선 재정비 완료에 따른 회복이 관건. 특히 북미 시장은 가격 인상 효과와 메인스트림 진입 확대를 통해 안정적인 수익 기반을 구축할 전망. 원재료비 하락과 고정비 레버리지로 OPM 개선 여지가 존재하나, 단기적으로는 마케팅비 확대와 콜라보 관련 비용이 일부 부담 요인으로 작용함.
- 현재 주가는 12MF PER 14배로, 실적 대비 과도한 고평가 국면은 아니라 판단. 케데헌 협업은 단기 이벤트성 요인이지만, 브랜드 인지도 제고와 북미 시장 확장 기반 확보 측면에서 중장기 긍정적. **목표주가를 50만원으로 상향하며, 보수적 관점을 유지하되 점진적 실적 회복 구간으로 판단.** 목표주가를 500,000원으로 상향.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,411	3,439	3,539	3,643	3,795
매출액증가율	9.0	0.8	2.9	2.9	4.2
영업이익	212	163	178	202	211
영업이익률	6.2	4.7	5.0	5.5	5.6
지배주주귀속순이익	172	157	167	190	203
지배주주 귀속 EPS	28,261	25,861	27,491	31,231	33,335
증가율	48.0	-8.5	6.3	13.6	6.7
PER	14.4	15.4	15.6	13.8	12.9
PBR	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.4	5.5	5.2	4.2	3.4
ROA	5.5	4.6	4.5	4.9	5.0
ROE	7.3	6.2	6.1	6.6	6.7

자료: 유안타증권 리서치센터

농심 실적 테이블

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액		872.5	860.7	850.4	855.1	893.0	867.7	882.9	895.3	3,438.7	3,538.9	3,643.1
국내 (별도)		683.8	687.2	667.5	663.2	693.4	693.7	708.4	707.3	2,701.6	2,802.9	2,949.6
	라면	389.8	391.9	386.2	409.8	410.3	397.4	425.7	445.4	1,577.7	1,678.8	1,792.8
	스낵	114.1	107.5	103.9	98.9	101.5	109.7	98.7	96.0	424.4	405.9	391.9
	수출	128.8	143.6	133.9	118.2	138.9	145.1	149.2	132.6	524.6	565.9	631.1
	기타 및 매출 에누리	51.0	44.2	43.5	36.3	42.7	41.5	34.8	33.4	174.9	152.3	133.8
해외		247.1	235.9	232.6	238.0	254.1	249.6	261.8	310.0	953.3	1,075.5	1,226.4
	북미	161.2	150.1	152.8	152.8	162.5	159.2	160.4	198.6	616.9	680.8	709.3
	중국	47.6	41.0	33.4	40.5	45.4	42.7	33.8	41.0	162.5	162.9	164.8
	일본	23.3	27.0	26.2	27.8	28.2	28.0	30.1	30.6	104.3	116.9	130.7
	호주	11.7	14.6	16.7	13.3	14.1	16.1	18.4	15.4	56.3	63.9	73.2
	베트남	3.3	3.2	3.5	3.7	3.9	3.6	4.0	4.4	13.4	15.9	18.5
	유럽							5.0	20.0	-	35.0	130.0
	연결조정	-58.3	-62.4	-49.7	-46.1	-54.5	-75.5	-87.3	-122.1	-216.2	-339.4	-532.9
% YoY		1.4%	2.8%	-0.6%	-0.2%	2.3%	0.8%	3.8%	4.7%	0.8%	2.9%	2.9%
국내 (별도)		7.0%	6.1%	1.2%	0.6%	1.4%	0.9%	6.1%	6.7%	3.7%	3.7%	5.2%
	라면	2.2%	5.2%	-1.1%	1.4%	5.3%	1.4%	10.2%	8.7%	1.9%	6.4%	6.8%
	스낵	11.3%	-0.3%	-6.6%	-11.0%	-11.1%	2.1%	-5.0%	-3.0%	-1.9%	-4.4%	-3.4%
	수출	33.1%	34.0%	33.5%	21.5%	7.8%	1.0%	11.4%	12.2%	30.6%	7.9%	11.5%
	기타 및 매출 에누리	-12.5%	-26.6%	-24.4%	-21.5%	-16.2%	-6.1%	-20.0%	-8.0%	-21.3%	-12.9%	-12.2%
해외		-6.5%	-2.5%	-1.2%	-0.2%	2.8%	5.8%	12.5%	30.2%	-2.7%	12.8%	14.0%
	북미	-6.1%	-3.7%	-0.8%	-0.5%	0.8%	6.1%	5.0%	30.0%	-2.9%	10.4%	4.2%
	중국	-17.9%	-7.9%	-21.0%	-9.0%	-4.6%	4.1%	1.2%	1.3%	-14.2%	0.3%	1.2%
	일본	7.9%	7.6%	20.2%	3.7%	21.0%	3.7%	15.0%	10.0%	9.4%	12.1%	11.8%
	호주	11.4%	8.1%	15.2%	25.0%	20.5%	10.0%	10.0%	16.1%	14.6%	13.6%	14.5%
	베트남	26.9%	10.3%	20.7%	27.6%	18.2%	12.5%	15.0%	18.3%	18.1%	19.1%	16.1%
% 매출비중												
국내 (별도)		78.4%	79.8%	78.5%	77.6%	77.6%	79.9%	80.2%	79.0%	78.6%	79.2%	81.0%
	라면	44.7%	45.5%	45.4%	47.9%	45.9%	45.8%	48.2%	49.7%	45.9%	47.4%	49.2%
	스낵	13.1%	12.5%	12.2%	11.6%	11.4%	12.6%	11.2%	10.7%	12.3%	11.5%	10.8%
	수출	14.8%	16.7%	15.7%	13.8%	15.6%	16.7%	16.9%	14.8%	15.3%	16.0%	17.3%
	기타 및 매출 에누리	5.8%	5.1%	5.1%	4.2%	4.8%	4.8%	3.9%	3.7%	5.1%	4.3%	3.7%
해외		28.3%	27.4%	27.4%	27.8%	28.5%	28.8%	29.6%	34.6%	27.7%	30.4%	33.7%
	북미	18.5%	17.4%	18.0%	17.9%	18.2%	18.3%	18.2%	22.2%	17.9%	19.2%	19.5%
	중국	5.5%	4.8%	3.9%	4.7%	5.1%	4.9%	3.8%	4.6%	4.7%	4.6%	4.5%
	일본	2.7%	3.1%	3.1%	3.3%	3.2%	3.2%	3.4%	3.4%	4.7%	4.6%	4.5%
	호주	1.3%	1.7%	2.0%	1.5%	1.6%	1.9%	2.1%	1.7%	3.0%	3.3%	3.6%
	베트남	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	1.6%	1.8%	2.0%
유럽							1.7%	2.2%	0.0%	0.4%	0.5%	
영업이익		61.4	43.7	37.6	20.4	56.1	40.2	46.5	35.2	163.1	178.0	202.3
% YoY		-3.7%	-18.7%	-32.5%	-47.6%	-8.7%	-8.1%	23.7%	72.7%	-23.1%	9.1%	13.7%
% 영업이익률		7.0%	5.1%	4.4%	2.4%	6.3%	4.6%	5.3%	3.9%	4.7%	5.0%	5.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

(십억원, 십억JPY)		농심	삼양식품	오뚜기	닛신	도요수산
시가총액		2,618.6	10,395.6	1,563.1	834.9	1,103.9
매출액	2024	3,439	9,943.6	3,539	733	489
	2025F	3,539	2,350	3,628	777	508
	2026F	3,643	2,960	3,725	797	528
영업이익	2024	163	345	222	61	67
	2025F	178	535	241	64	75
	2026F	202	737	248	76	75
영업이익률	2024	4.7%	19.9%	6.3%	8.3%	13.6%
	2025F	5.0%	22.8%	6.6%	8.3%	14.9%
	2026F	5.6%	24.9%	6.7%	9.6%	14.3%
당기순이익 (지배)	2024	157	272	160	54	56
	2025F	167	422	166	55	63
	2026F	190	544	176	54	62
PER	2024	14.5	12.3	11.6	16.5	15.5
	2025F	13.9	24.7	9.4	15.2	17.6
	2026F	12.2	19.1	8.9	15.5	17.7

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 25.10.20 기준



농심(004370) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,411	3,439	3,539	3,643	3,795
매출원가	2,375	2,473	2,534	2,584	2,694
매출총이익	1,035	966	1,005	1,059	1,101
판매비	823	802	827	857	890
영업이익	212	163	178	202	211
EBITDA	330	286	289	302	301
영업외손익	19	55	58	66	73
외환관련손익	-1	2	0	0	0
이자손익	17	22	27	35	43
관계기업관련손익	-1	0	0	0	0
기타	4	31	31	31	31
법인세비용차감전순이익	231	218	236	268	284
법인세비용	60	60	68	78	81
계속사업순이익	171	158	168	190	203
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	171	158	168	190	203
지배지분순이익	172	157	167	190	203
포괄순이익	154	264	169	176	187
지배지분포괄이익	155	262	168	175	186

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	327	273	281	292	292
당기순이익	171	158	168	190	203
감가상각비	115	118	106	96	86
외환손익	0	1	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	1	0	0	0	0
자산부채의 증감	1	-52	-42	-42	-46
기타현금흐름	40	47	49	48	48
투자활동 현금흐름	-267	-382	-237	-237	-248
투자자산	-2	-51	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-108	-123	0	0	0
유형자산 감소	1	7	0	0	0
기타현금흐름	-158	-216	-236	-237	-248
재무활동 현금흐름	-45	95	-55	-55	-55
단기차입금	2	7	0	0	1
사채 및 장기차입금	-5	135	0	0	0
자본	0	8	0	0	0
현금배당	-29	-29	-29	-29	-29
기타현금흐름	-13	-27	-27	-27	-27
연결범위변동 등 기타	0	12	241	226	228
현금의 증감	15	-2	230	226	217
기초 현금	128	143	141	371	596
기말 현금	143	141	371	596	813
NOPLAT	212	163	178	202	211
FCF	219	150	281	292	292

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2, PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전일치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,420	1,744	2,016	2,285	2,566
현금및현금성자산	143	141	371	596	813
매출채권 및 기타채권	313	328	338	348	363
재고자산	318	323	333	342	357
비유동자산	1,815	1,854	1,743	1,643	1,553
유형자산	1,535	1,580	1,473	1,378	1,291
관계기업등 지분관련자산	2	1	1	1	2
기타투자자산	73	57	57	57	57
자산총계	3,235	3,597	3,759	3,929	4,119
유동부채	696	678	697	717	746
매입채무 및 기타채무	596	568	584	602	627
단기차입금	21	26	26	26	26
유동성장기부채	0	1	1	1	1
비유동부채	97	247	249	252	255
장기차입금	14	16	16	16	16
사채	0	129	129	129	129
부채총계	794	925	946	969	1,001
자본지분	2,430	2,672	2,812	2,959	3,116
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	122	130	130	130	130
이익잉여금	2,316	2,437	2,576	2,737	2,911
비지배지분	11	1	1	1	2
자본총계	2,441	2,673	2,813	2,960	3,118
순차입금	-699	-850	-1,101	-1,349	-1,599
총차입금	61	203	203	204	204

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	28,261	25,861	27,491	31,231	33,335
BPS	420,264	462,077	486,289	511,669	538,916
EBITDAPS	54,273	46,976	47,458	49,691	49,493
SPS	560,704	565,335	581,806	598,934	623,903
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
PER	14.4	15.4	15.7	13.8	13.0
PBR	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.4	5.5	5.3	4.2	3.4
PSR	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

재무비율 (단위: 배, %) (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	9.0	0.8	2.9	2.9	4.2
영업이익 증가율 (%)	89.1	-23.1	9.1	13.7	4.2
지배순이익 증가율 (%)	48.0	-8.5	6.3	13.6	6.7
매출총이익률 (%)	30.4	28.1	28.4	29.1	29.0
영업이익률 (%)	6.2	4.7	5.0	5.6	5.6
지배순이익률 (%)	5.0	4.6	4.7	5.2	5.3
EBITDA 마진 (%)	9.7	8.3	8.2	8.3	7.9
ROIC	9.8	7.2	7.7	9.4	10.5
ROA	5.5	4.6	4.5	4.9	5.0
ROE	7.3	6.2	6.1	6.6	6.7
부채비율 (%)	32.5	34.6	33.6	32.7	32.1
순차입금/자기자본 (%)	-28.8	-31.8	-39.2	-45.6	-51.3
영업이익/금융비용 (배)	54.9	26.8	19.0	21.6	22.4



오리온 (003230): 밸류에이션 매력 부각

음식료/전력기기



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	149,000원 (M)
현재주가 (10/20)	100,600원
상승여력	48%

시가총액	39,773 억원
총발행주식수	39,536,132 주
60일 평균 거래대금	122억원
60일 평균 거래량	113,662주
52주 고/저	126,900원/96,800원
외인지분율	32.40%
배당수익률	2.44%
주요주주	오리온홀딩스 외 8인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.3)	(12.3)	0.7
상대	(16.3)	(26.7)	(31.5)
절대(달려환산)	(9.0)	(13.9)	(2.8)

- **3Q25 Preview, 중국 회복과 비용 안정 본격화:** 3Q25 연결 매출액은 8,220억원(YoY +6.1%), 영업이익은 1,397억원(YoY +1.9, OPM 17%)으로 컨센서스에 부합할 전망. 국내는 '참붕어빵' 회수 영향으로 일시적 부진을 겪었으나 9월부터 정상 출고가 재개되었고, **중국·러시아 법인을 중심으로 회복세가 본격화되는 구간.**
- 중국 법인은 간식점·이커머스 채널 고성장으로 매출 YoY +7% 증가 예상. **간식점 매출 비중이 약 26%까지 확대되며, 오프라인 침투율 개선과 국경절 특수 효과로 4분기 추가 성장 기대.** 판촉비 축소와 마케팅 효율화로 OPM은 20% 초중반대까지 상승할 전망. 중국 내 부자재(PET·설탕 등) 가격 하락과 배달 플랫폼 간 경쟁 완화로 하반기 비용 부담 완화 구간이 본격화되는 중. 러시아는 파이 라인 증설 마무리 단계로 4Q25부터 가동 예정. 베트남은 지정학 이슈로 일시적 부진하나 명절 시즌 반등 가능할 것으로 기대.
- **2026년 중국 소비 부양 정책 모멘텀:** 중국 정부의 내수 확대 (15차 5개년 계획) 정책은 오리온의 간식점·이커머스 확장 전략과 구조적으로 맞물리는 국면. 'Healthy China 2030' 기조에 따라 저당·단백질·구미형 제품군이 부상하며 신제품 확장 기회가 확대될 전망. 중국 매출은 '24년 1.27조 → '25F 1.33조 → '26F 1.40조원으로 완만한 성장 예상. **현재 주가는 12MF PER 9배 수준으로, 중국 소비 회복이 가시화될 경우 밸류에이션 리레이팅 여력 충분.**

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,912	3,104	3,287	3,502	3,697
매출액증가율	1.4	6.6	5.9	6.5	5.6
영업이익	492	544	556	644	693
영업이익률	16.9	17.5	16.9	18.4	18.7
지배주주귀속순이익	377	525	458	529	586
지배주주 귀속 EPS	9,527	13,269	11,591	13,387	14,818
증가율	-4.0	39.3	-12.6	15.5	10.7
PER	13.1	7.2	8.7	7.5	6.8
PBR	1.7	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.0	4.0	3.4	2.2	1.3
ROA	10.9	13.4	10.0	10.2	10.0
ROE	13.9	16.6	12.3	12.4	12.1

자료: 유안타증권 리서치센터

오리온 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	748	719	775	862	802	777	822	886	3,104	3,287	3,502
한국	272	278	271	277	282	291	287	285	1,098	1,146	1,187
중국	306	296	322	346	328	305	345	349	1,270	1,327	1,404
베트남	118	98	122	176	128	103	123	181	515	535	560
러시아	51	49	62	69	67	81	71	76	231	295	366
기타 및 연결조정	2	-2	-2	-17	-	-	-4	-4	-20	-9	-16
% YoY	12.7%	0.8%	1.1%	12.2%	7.1%	8.1%	6.1%	2.8%	6.6%	5.9%	6.5%
한국	9.5%	1.6%	-0.3%	0.2%	4.0%	4.9%	6.0%	2.7%	2.6%	4.4%	3.6%
중국	16.0%	-0.5%	-2.2%	20.1%	7.1%	3.0%	7.0%	1.0%	7.7%	4.5%	5.8%
베트남	12.3%	2.8%	3.5%	12.4%	8.5%	4.3%	1.0%	2.6%	8.2%	3.9%	4.8%
러시아	4.8%	-4.8%	27.6%	32.7%	33.1%	64.6%	15.0%	10.0%	15.1%	28.0%	24.1%
% 매출비중											
한국	36.3%	38.6%	35.0%	32.2%	35.2%	37.5%	35.0%	32.1%	35.4%	34.9%	33.9%
중국	40.9%	41.1%	41.6%	40.1%	40.9%	39.2%	42.0%	39.4%	40.9%	40.4%	40.1%
베트남	15.8%	13.7%	15.7%	20.5%	16.0%	13.2%	15.0%	20.4%	16.6%	16.3%	16.0%
러시아	6.7%	6.8%	8.0%	8.0%	8.4%	10.4%	8.7%	8.6%	7.4%	9.0%	10.5%
영업이익	125	122	137	160	131	121	140	164	544	556	644
% YoY	26.2%	8.4%	-2.5%	13.8%	5.0%	-0.2%	1.9%	2.6%	10.4%	2.4%	15.8%
% 영업이익률	16.7%	16.9%	17.7%	18.5%	16.4%	15.6%	17.0%	18.5%	17.5%	16.9%	18.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

(십억원, 십억달러)		오리온	롯데웰푸드	몬델리즈(MDLZ)	펩시코(PEP)
시가총액		3,969	1,034	80	197
매출액	2024	3,104	4,044	37	94
	2025F	3,287	4,174	3,628	760
	2026F	3,502	4,331	3,725	780
영업이익	2024	544	157	7	12
	2025F	556	144	241	63
	2026F	644	203	248	66
영업이익률	2024	17.5%	3.9%	17.6%	12.2%
	2025F	16.9%	3.4%	6.6%	8.3%
	2026F	18.4%	4.7%	6.7%	8.5%
당기순이익 (지배)	2024	508	82	4.5	8.0
	2025F	458	69	4.8	8.3
	2026F	529	96	5.0	8.6
PER	2024	7.2	15.4	20.3	24.8
	2025F	9.6	15.7	16.7	23.7
	2026F	8.3	11.3	16.0	22.8

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 25.10.20 기준

오리온(271560) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,912	3,104	3,287	3,502	3,697
매출원가	1,785	1,908	2,067	2,149	2,259
매출총이익	1,127	1,196	1,220	1,353	1,438
판매비	635	653	664	709	745
영업이익	492	544	556	644	693
EBITDA	650	704	701	775	811
영업외손익	28	149	44	61	81
외환관련손익	2	3	0	0	0
이자손익	34	30	38	56	75
관계기업관련손익	1	-5	1	1	1
기타	-9	121	5	5	5
법인세비용차감전순이익	520	692	600	706	774
법인세비용	135	159	134	168	178
계속사업순이익	385	533	466	538	595
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	385	533	466	538	595
지배지분순이익	377	525	458	529	586
포괄순이익	354	675	607	680	737
지배지분포괄이익	346	658	592	663	719

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	437	652	529	583	630
당기순이익	385	533	466	538	595
감가상각비	154	157	142	128	115
외환손익	-1	-3	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-1	5	-1	-1	-1
자산부채의 증감	-108	69	45	41	44
기타현금흐름	7	-109	-123	-123	-123
투자활동 현금흐름	-541	-505	-80	-95	-86
투자자산	10	-552	-43	-51	-46
유형자산 증가 (CAPEX)	-166	-107	0	0	0
유형자산 감소	1	2	0	0	0
기타현금흐름	-385	152	-37	-44	-40
재무활동 현금흐름	-138	-70	-123	-123	-123
단기차입금	-20	0	1	1	1
사채 및 장기차입금	-69	11	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-38	-56	-99	-99	-99
기타현금흐름	-11	-25	-25	-25	-25
연결범위변동 등 기타	-2	9	252	261	258
현금의 증감	-244	85	577	627	679
기초 현금	610	366	451	1,028	1,655
기말 현금	366	451	1,028	1,655	2,334
NOPLAT	492	544	556	644	693
FCF	270	545	529	583	630

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전일치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,628	1,647	2,299	3,009	3,763
현금및현금성자산	366	451	1,028	1,655	2,334
매출채권 및 기타채권	212	190	206	219	232
재고자산	260	317	335	357	377
비유동자산	1,893	2,661	2,560	2,480	2,408
유형자산	1,658	1,702	1,560	1,432	1,317
관계기업등 지분관련자산	33	728	771	822	867
기타투자자산	5	9	9	10	10
자산총계	3,521	4,308	4,859	5,488	6,171
유동부채	399	538	569	606	640
매입채무 및 기타채무	304	383	406	433	457
단기차입금	4	1	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	167	197	207	219	229
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	566	734	776	825	870
지배지분	2,862	3,471	3,972	4,544	5,173
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	1,560	2,033	2,392	2,823	3,310
비지배지분	93	103	110	119	129
자본총계	2,955	3,574	4,083	4,663	5,302
순차입금	-1,104	-1,074	-1,689	-2,360	-3,080
총차입금	29	40	41	42	42

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,527	13,269	11,591	13,387	14,818
BPS	72,413	87,815	100,490	114,961	130,863
EBITDAPS	16,430	17,807	17,731	19,595	20,505
SPS	73,663	78,519	83,141	88,580	93,517
DPS	1,250	2,500	2,500	2,500	2,500
PER	13.1	7.2	8.7	7.5	6.8
PBR	1.7	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.0	4.0	3.4	2.2	1.3
PSR	1.7	1.2	1.2	1.1	1.1

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	1.4	6.6	5.9	6.5	5.6
영업이익 증가율 (%)	5.5	10.4	2.4	15.8	7.6
지배순이익 증가율 (%)	-4.0	39.3	-12.6	15.5	10.7
매출총이익률 (%)	38.7	38.5	37.1	38.6	38.9
영업이익률 (%)	16.9	17.5	16.9	18.4	18.7
지배순이익률 (%)	12.9	16.9	13.9	15.1	15.8
EBITDA 마진 (%)	22.3	22.7	21.3	22.1	21.9
ROIC	20.4	23.2	25.8	31.9	37.4
ROA	10.9	13.4	10.0	10.2	10.0
ROE	13.9	16.6	12.3	12.4	12.1
부채비율 (%)	19.1	20.5	19.0	17.7	16.4
순차입금/자기자본 (%)	-38.6	-30.9	-42.5	-51.9	-59.5
영업이익/금융비용 (배)	136.8	536.2	466.8	529.8	558.3

[운송]

구조적 분화의 시작

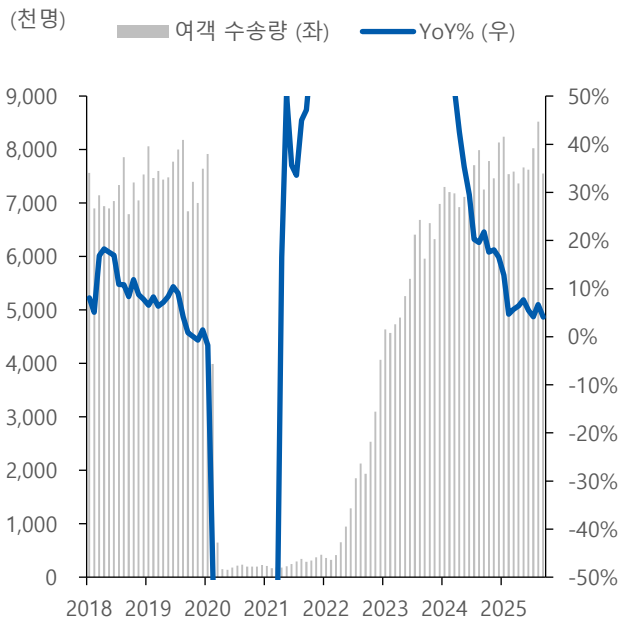


최지운 운송
jiyun.choi@yuantakorea.com

항공: 2026년 국제선 여객 수요 전망

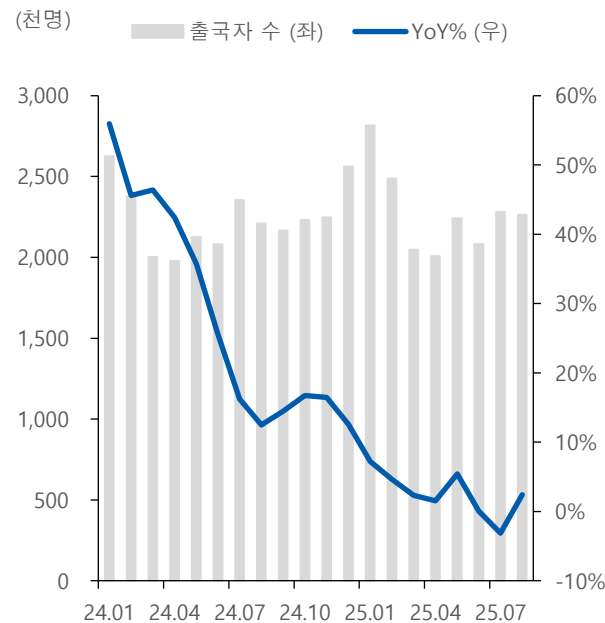
- 2026년 국제선 여객은 일본, 미국 노선의 견조한 수요가 뒷받침하는 가운데, 중국 노선의 고성장이 이어질 것으로 전망.
- 리오프닝 이후 급증했던 해외여행 수요가 정상화 국면에 접어들며, 노선별로 차별화된 흐름이 나타나는 중. 1~9월 누적 국제선 여객 수송은 7,013만명으로 YoY +6% 증가, 2019년 대비 102%의 회복률 기록. 한국인 출국 수요는 둔화됐으나, 외국인 인바운드 수요는 고성장 지속.
- 단거리: 중국 노선은 YoY +22% 증가하며 전체 성장을 견인. 일본 노선은 7월 대지진, 폭염 우려에도 1~9월 누적 YoY +9% 기록하며 견조한 수요를 확인. 동남아 노선은 YoY -4%로 전반적인 약세 시현. 최근 치안 이슈가 불거지며 겨울철 성수기를 앞두고 수요 불확실성이 증대될 것.
- 장거리: 미주 노선은 YoY +6%로 비즈니스 목적 등 고정 수요가 뒷받침하는 성장세를 이어가고 있으나, 향후 미국의 반이민 정책 완화 여부가 단기 변수로 작용할 전망. 유럽 노선은 YoY +5%로, 팬데믹 이후 여객 수요가 꾸준히 회복되는 중.

국제선 여객 수송 및 2019년 대비 회복률 추이



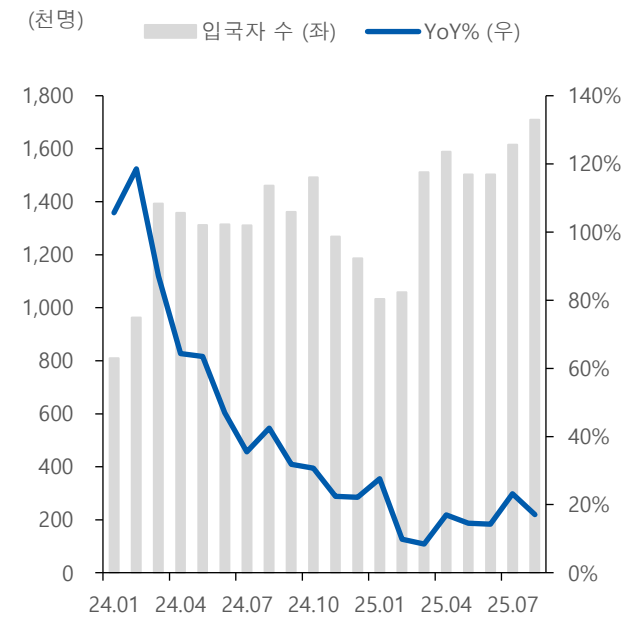
자료: 한국공항공사, 유안타증권 리서치센터

한국인 출국자 수 및 YoY% 추이



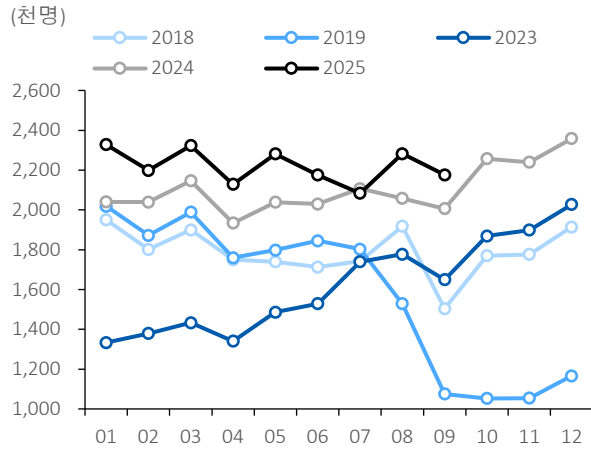
자료: 한국관광공사, 유안타증권 리서치센터

외국인 입국자 수 및 YoY% 추이



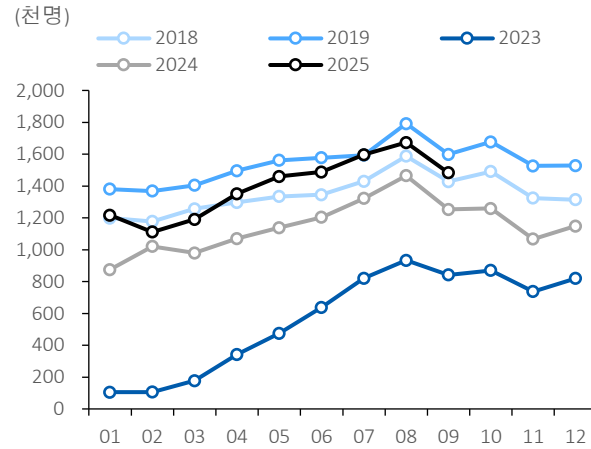
자료: 한국관광공사, 유안타증권 리서치센터

일본 노선 월별 여객 수송 실적



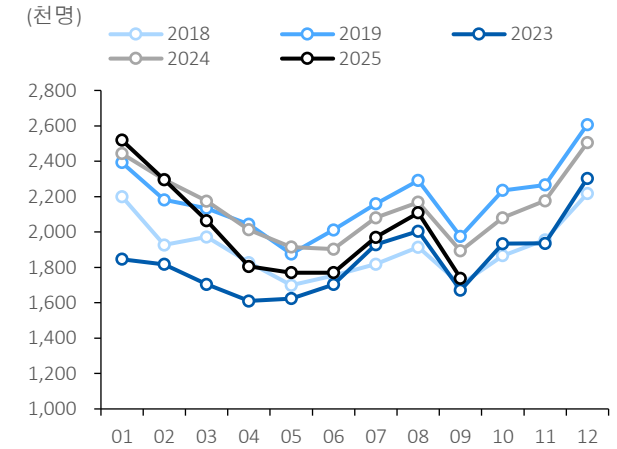
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 유안타증권 리서치센터

중국 노선 월별 여객 수송 실적



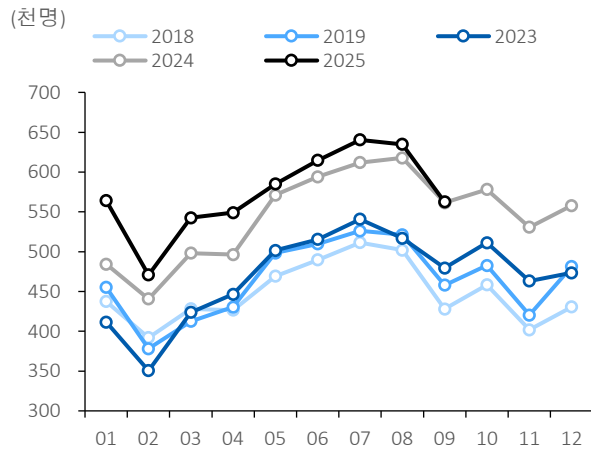
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 유안타증권 리서치센터

동남아 노선 월별 여객 수송 실적



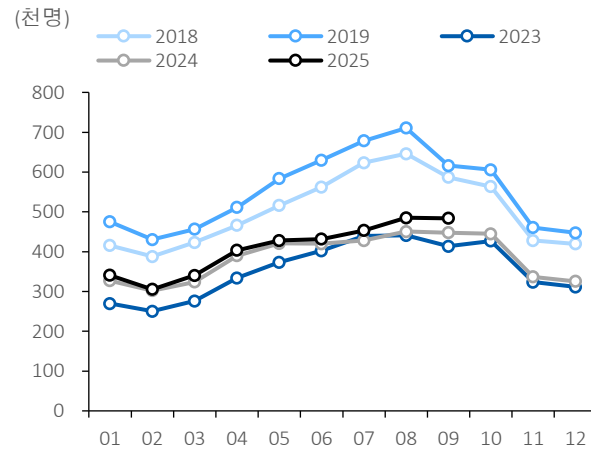
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 유안타증권 리서치센터

미주 노선 월별 여객 수송 실적



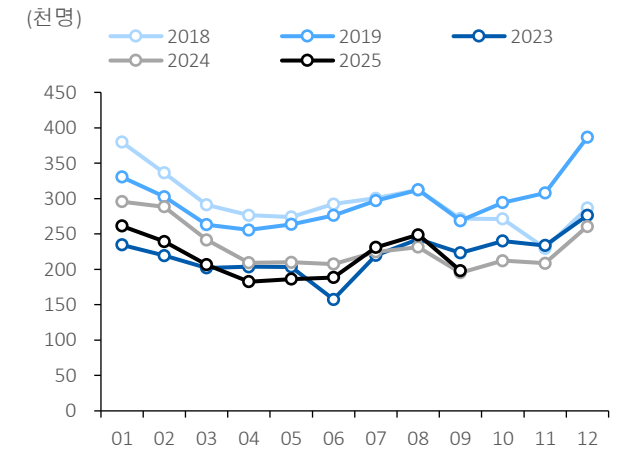
자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 유안타증권 리서치센터

유럽 노선 월별 여객 수송 실적



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 유안타증권 리서치센터

대양주 노선 월별 여객 수송 실적

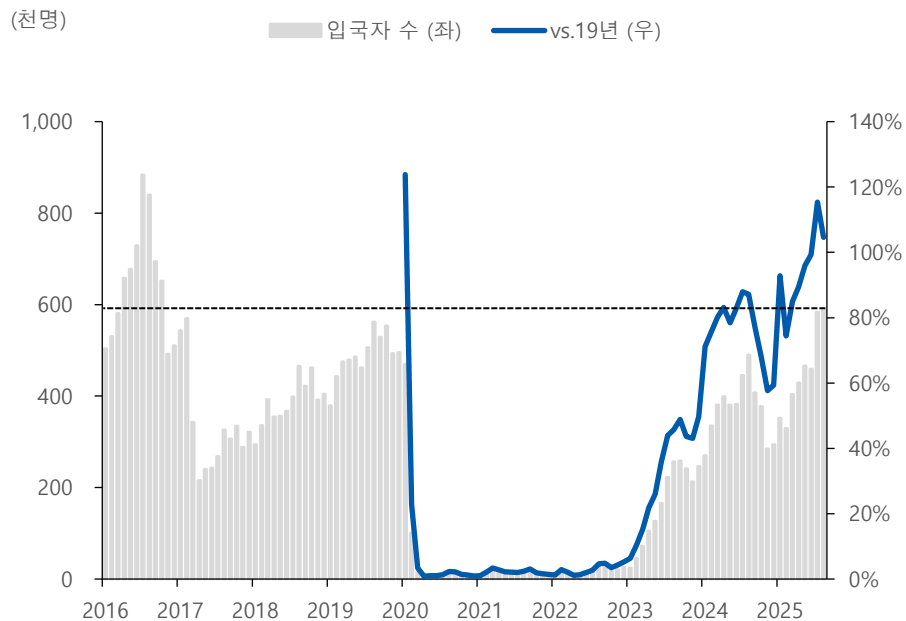


자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 유안타증권 리서치센터

중국 단체관광객 무비자 입국 정책에 따른 인바운드 수요 확대

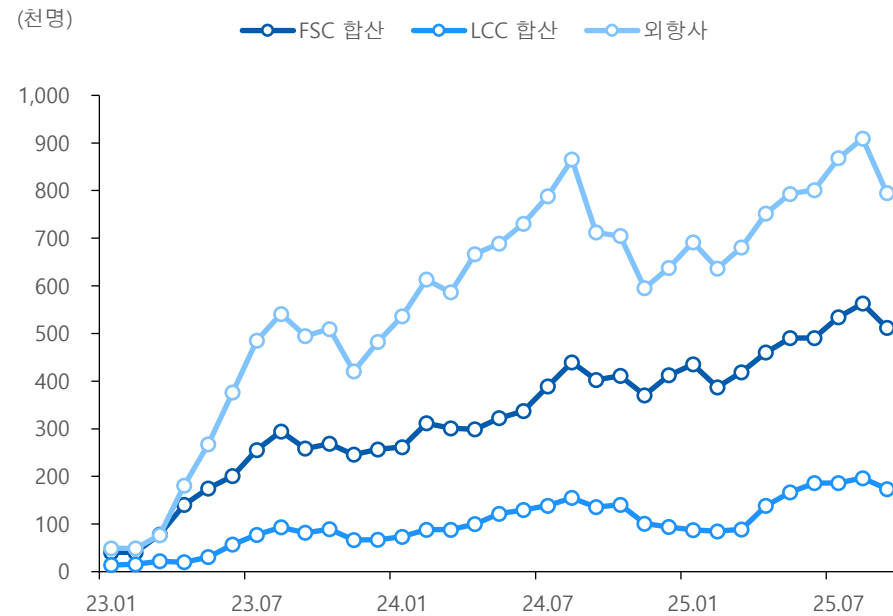
- 올해 9월 29일부터 중국인 단체관광객 대상 무비자 입국 정책이 시행되면서, 2026년 중국발 인바운드 수요는 고성장세를 이어갈 전망.
- 2025년 8월 기준 중국 인바운드 여객수는 59만명으로 전년 대비 +20% 증가했으며, 팬데믹 이전 수준을 상회(2019년 동기 대비 회복률 105%).
- 과거 한한령 시행 이전 2016년의 월평균 중국인 입국자 수 65만명에는 여전히 못 미치지만, 중국 정부의 관광 소비 진작 정책과 한국 정부의 비자 완화 정책이 맞물리며 2026년에도 수요 확대가 지속될 가능성이 높다고 판단.
- 중국 노선은 국내 FSC의 점유율이 LCC 대비 월등히 높은 것으로 파악(2025년 1~9월 누적 FSC 35%, LCC 10%, 외항사 55%). 중국은 항공 자유화 수준이 제한적이기에, 노선 진입 및 확대가 어려움. 이에 기존 높은 점유율을 확보한 FSC의 수혜 강도가 상대적으로 클 것으로 전망.

중국인 입국자 수 및 2019년 대비 회복률 추이



자료: 한국관광공사, 유안타증권 리서치센터

항공사별 중국 노선 여객 수송량 추이

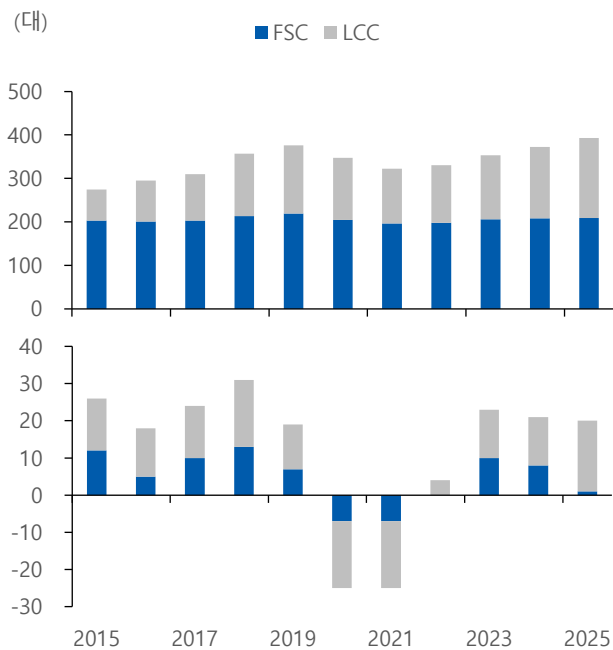


자료: Airportal, 한국항공공사, 유안타증권 리서치센터

2026년 항공기 공급 전망

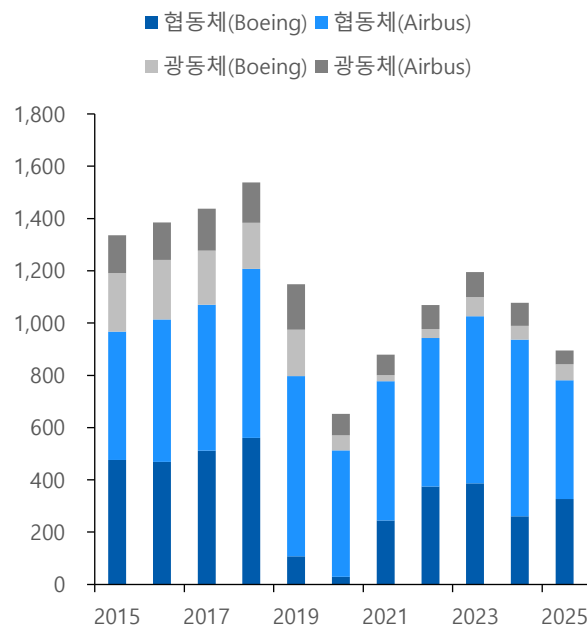
- 2026년 항공기 공급은 광동체의 대비 협동체의 공급 회복 속도가 상대적으로 빠르게 이어지며, 단거리 경쟁 심화에 따라 LCC의 국제선 운임 회복은 제한적일 것으로 전망. 2025년 9월 말 기준 국내 항공사 보유 여객기는 393대(FSC 209대, LCC 184대)로, 2019년의 376대(FSC 219대, LCC 157대)를 상회. 기재 확충은 LCC 중심으로 이루어졌음.
- 한편, 위축됐던 항공기 제조사들의 생산 능력도 협동체 중심으로 회복세를 보임. Boeing은 2025년 1~9월 여객기 인도 대수 388대를 기록해, B737 MAX 생산 차질이 발생했던 2024년 연간 312대를 이미 초과 달성. 글로벌 공급 정상화 흐름은 국내 항공기 확충에도 반영될 전망.
- 2026년에도 협동체가 주도하는 공급 회복 기조는 지속될 것으로 전망. 추가로 신규 항공사(파라타항공) 진입 등으로 단거리 노선 경쟁이 심화되며, 중장거리 노선을 확보한 FSC와 LCC 간 국제선 운임 격차가 확대될 가능성을 배제할 수 없을 것.

국내 항공사 여객기 보유(위) 및 순증(아래) 대수 추이



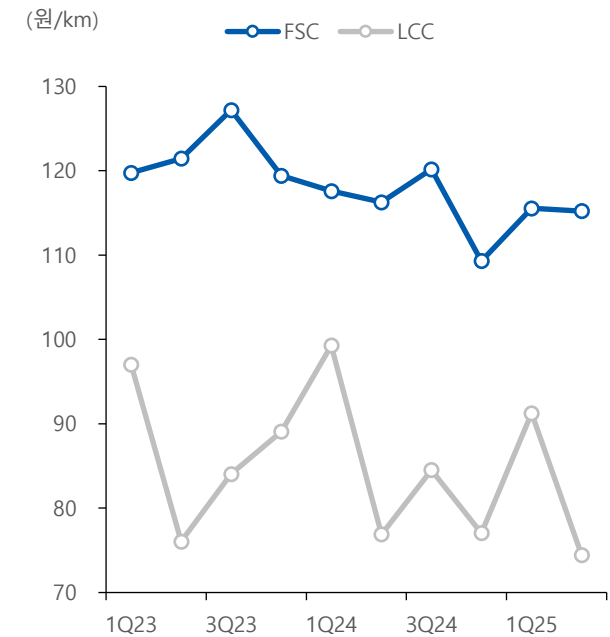
자료: 국토교통부, ATIS, 유안타증권 리서치센터
주: 2025년은 9월말 기준

Boeing, Airbus 합산 여객기 인도 대수 추이



자료: Boeing, Airbus, 유안타증권 리서치센터
주: 2025년은 1~9월 합산

국내 항공사 국제선 여객 운임 추이

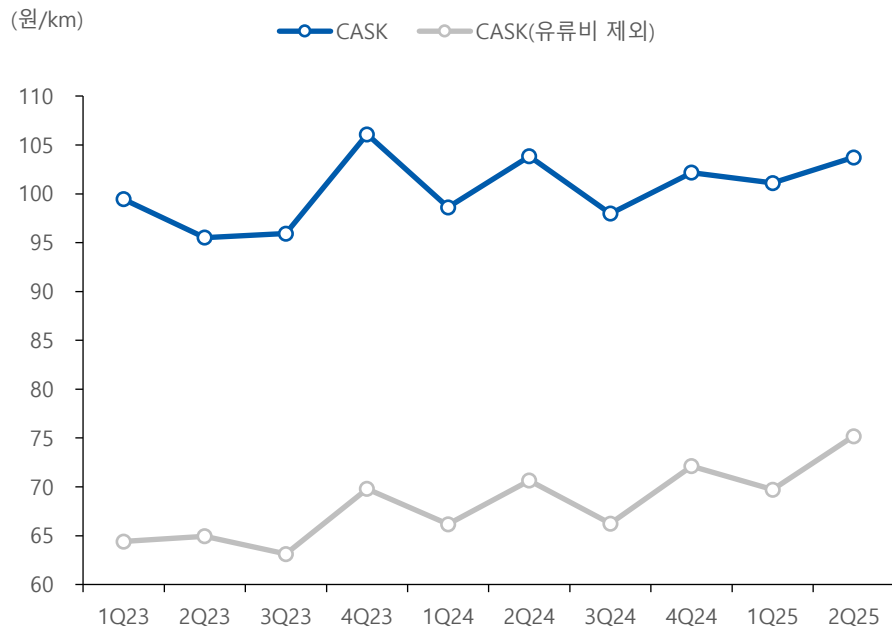


자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

비용 부담 속 FSC의 경쟁력 부각 전망

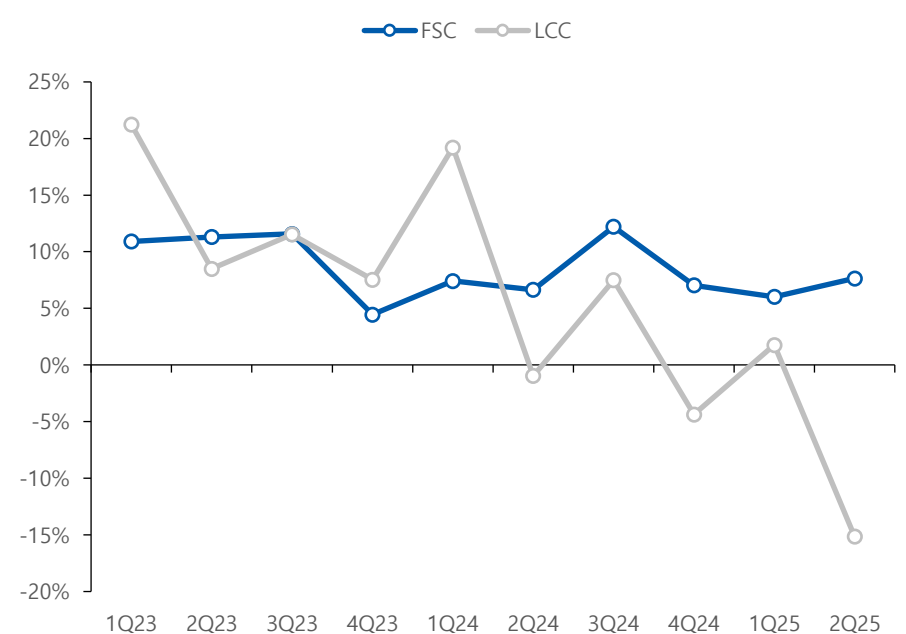
- 2026년 항공업은 비유류비용 상승과 단거리 노선 경쟁 심화로 LCC의 수익성 부담이 커지는 한편, 장거리 노선 비중이 높은 FSC는 운임 방어력을 유지하며, 수익성 격차가 확대될 것으로 전망.
- 국내 항공사의 평균 CASK(유류비 제외)는 공항관련비, 감가상각비 등 비용 부담이 증가하면서 2024년부터 상승세로 전환하였고, 2Q25 기준 약 75원/km 수준을 기록.
- 이러한 비용 상승 국면에서 FSC는 높은 장거리 노선 비중과 프리미엄 수요 등을 기반으로 높은 운임 방어력을 보이며, 견조한 수익성을 기록. 실제로 2024년 이후 FSC의 영업이익률은 6% 이상을 유지한 반면, LCC는 단거리 경쟁 심화에 따른 운임 하락으로 2Q25 기준 -15% 수준까지 하락하며 수익성 격차가 더욱 확대되는 모습.

국내 항공사 평균 CASK(영업비용 ÷ 총 ASK) 추이



자료: 각 사, Dart, 유안타증권 리서치센터
주: 대한항공, 아시아나항공, 진에어, 제주항공, 티웨이항공, 에어부산의 평균치 적용

국내 항공사 영업이익률 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

항공화물 수요 전망

- 2026년 항공화물 시장은 전자상거래 수출 다변화와 IT·반도체 업황 회복세에 힘입어 완만한 회복세를 이어갈 전망.
- 2025년 1~9월 누적 항공화물 물동량은 YoY +0.5% 증가. 1) 관세 정책, 2) 소액 화물에 대한 De Minimis 제도 폐지 등으로 미주 노선 물동량이 전년 대비 -3% 감소했던 것이 특징적.
- 미국의 소액 화물에 관세 부과로 단기 불확실성이 확대되었으나, 중국 전자상거래 업체들의 수출 지역 다변화 등 항공화물 수요는 예상 대비 견조한 흐름을 유지 중.
- 특히 IT·반도체 업황 반등으로 고부가가치 전통 화물의 회복세가 병행될 것으로 예상하며, 2026년 전체 항공화물 물동량 성장에 기여할 전망.

인천공항 항공화물 물동량 및 YoY% 추이



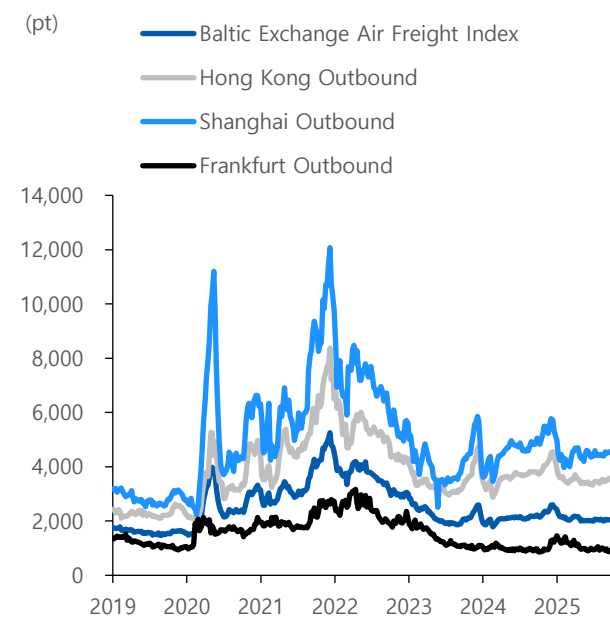
자료: 인천국제공항공사, 유안타증권 리서치센터

인천공항 메모리반도체 수출금액 및 YoY% 추이



자료: KITA, 유안타증권 리서치센터

항공화물 운임 지수 추이

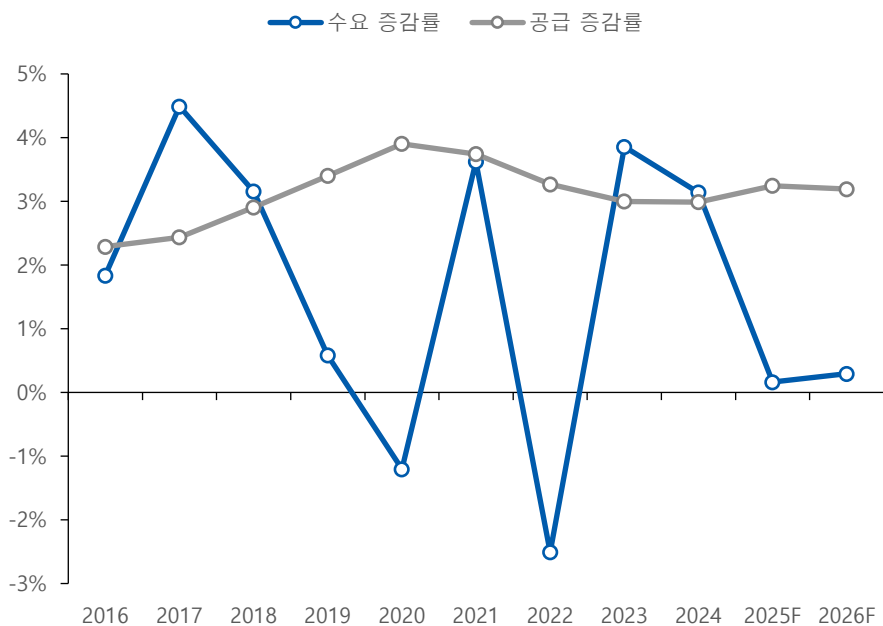


자료: TAC Index, 유안타증권 리서치센터

해운: 2026년 벌크 완만한 수요 회복과 제한적인 공급 증가

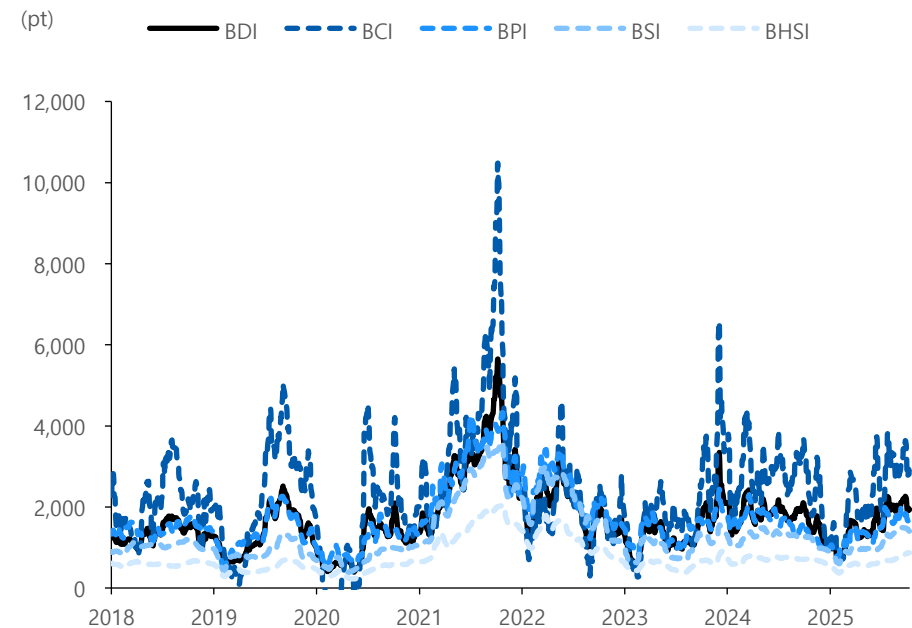
- 벌크 해운은 완만한 수요 회복과 제한적인 공급 증가 속, 계절적 요인 중심의 안정적인 시황 흐름을 보일 전망이다.
- 2026년 예상 벌크 수요 증감률은 +0.2%. 철광석은 중국 부동산 경기 부진, 철강 감소 영향 등으로 정체, 석탄은 주요 수입국의 자체 생산량 확대로 수입 수요 둔화를 예상. 중국의 남미산 곡물 수입 확대에 따른 항해 거리 증가가 일부 수요를 보완할 것으로 판단 (톤마일 수요 +1.2%).
- 공급 측면에선, 2026년 예상 벌크선 선복량(공급) 증감률은 +3.2%로 예년과 유사. 대체연료 방향성 부재로 신규 발주는 제한적인 수준. 중장기적인 관점에서 후술할 IMO 환경규제 강화로 노후 선박 폐선 증가에 따른 선복량 감소 효과 기대.
- 2025년 3분기 BDI는 폭염에 따른 발전용 석탄 수요 증가, 중국 철광석 비축 수요 증가 등으로 2,000pt 수준을 유지했으나, 수요 증감률이 공급 증감률을 하회하며, 2026년 벌크 시황은 계절적 수요로 인한 제한적인 변동세를 이어갈 것으로 예상.

글로벌 벌크 해운 수요, 공급 증감률 추이 및 전망



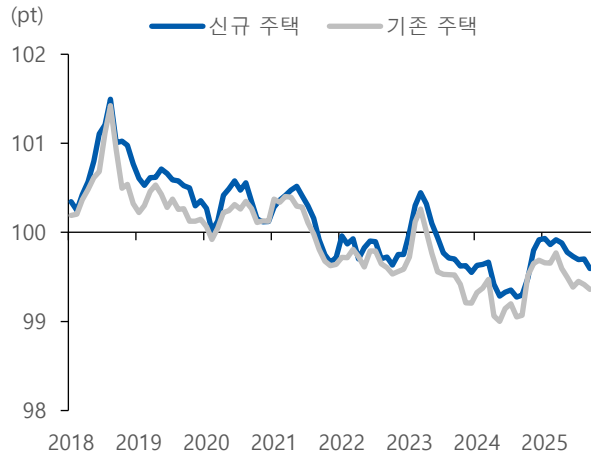
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

BDI 및 세부 선종 지수 추이



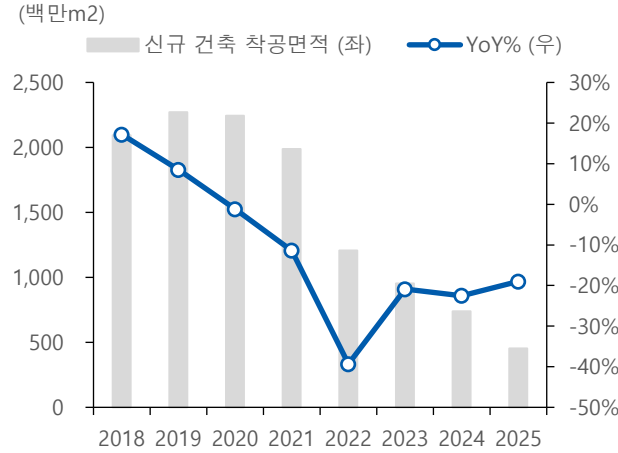
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

중국 70개 도시 신규 및 기존 주택 가격 추이



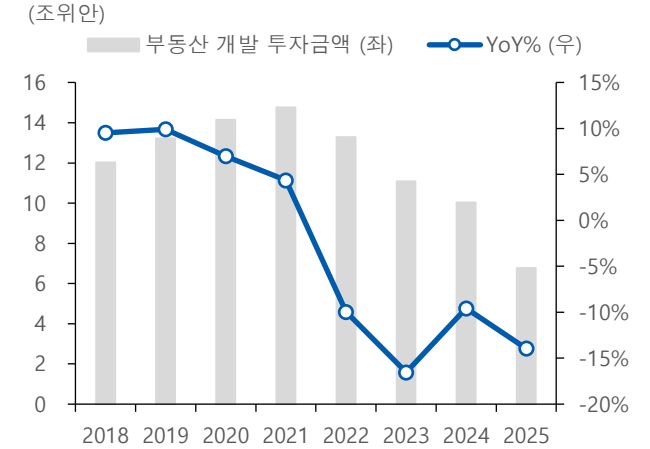
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터, 주: 전월=100pt

중국 신규 건축 착공면적



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터
주: 2025년은 8월 합산 기준

중국 부동산 개발 투자금액



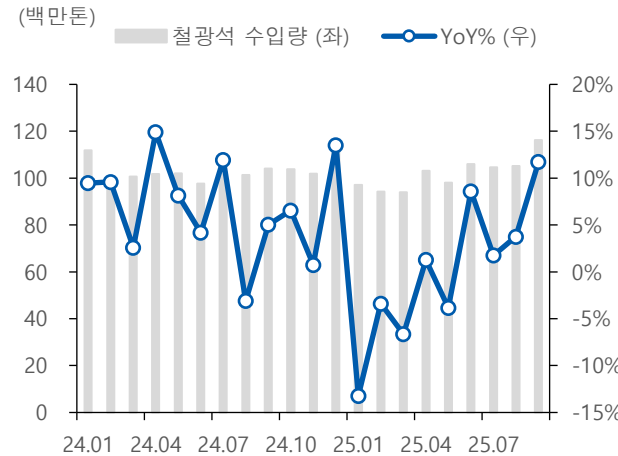
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터
주: 2025년은 8월 합산 기준

중국 철광석 항만 재고



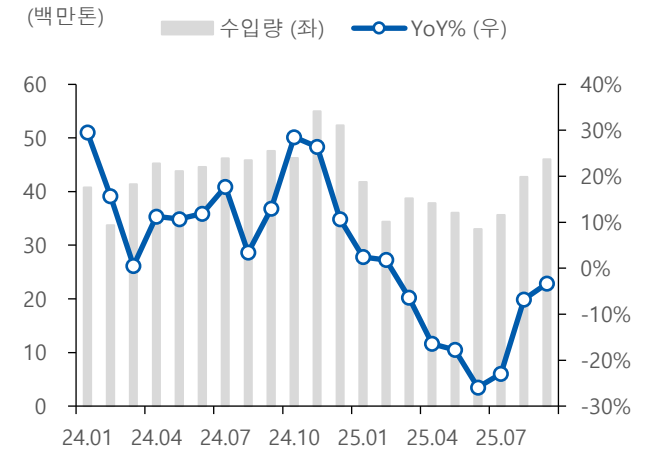
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국 철광석 해상 수입량 추이



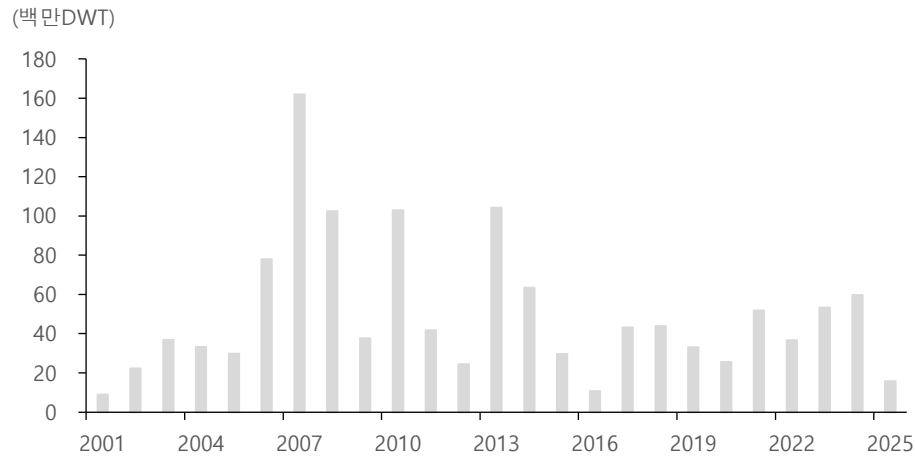
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

중국 철광석 수입량 추이



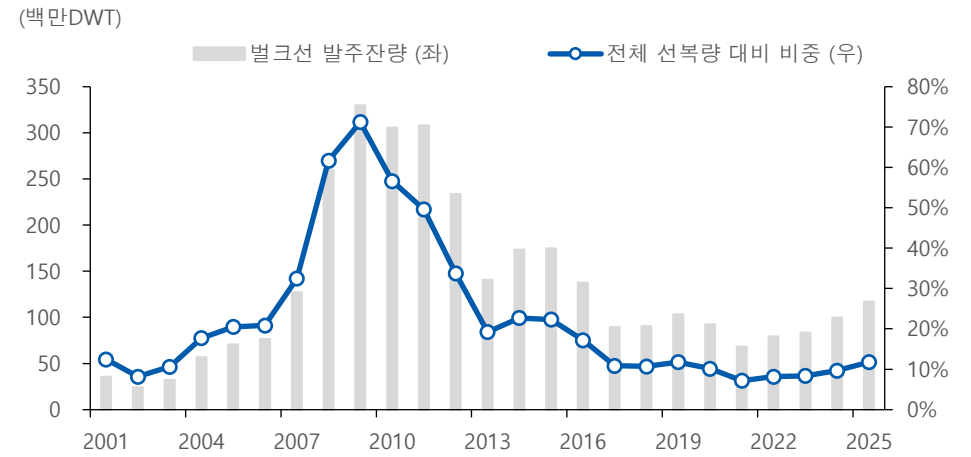
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
주: 2025년은 8월 합산 기준

벌크선 신규 발주 규모 추이



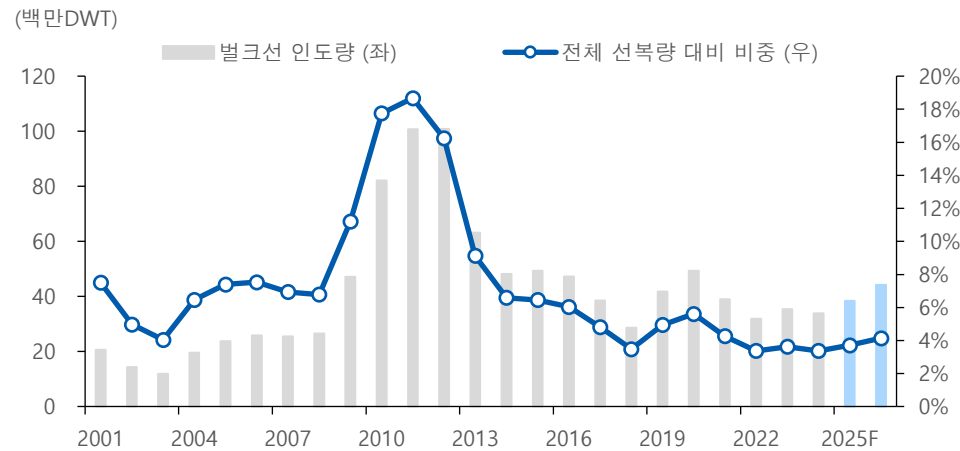
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

벌크선 발주잔량 및 전체 선복량 대비 비중 추이



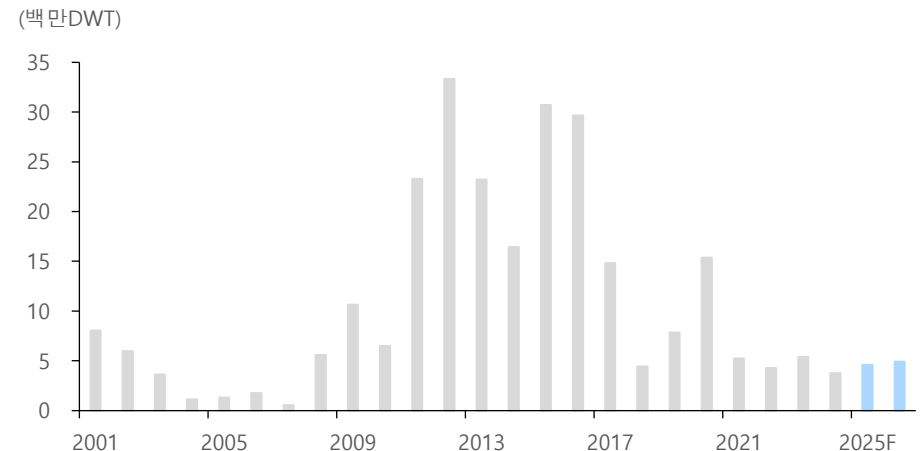
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

벌크선 인도량 및 전체 선복량 대비 비중 추이



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

벌크선 폐선량 추이 및 전망

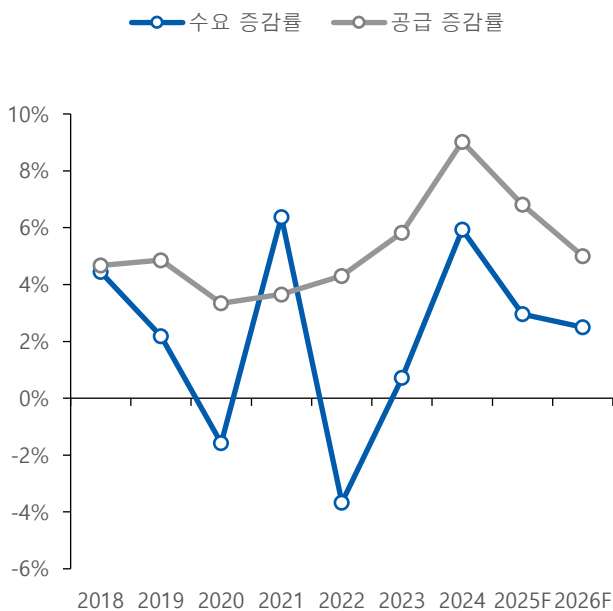


자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

2026년 컨테이너 공급 과잉 지속

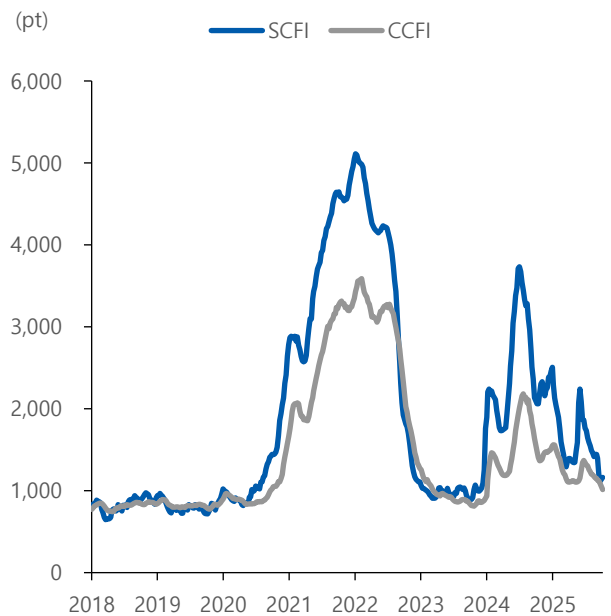
- 컨테이너 해운은 수요 불확실성과 공급 과잉 지속으로 전반적인 시황 약세 전망.
- 2026년 예상 컨테이너 수요 증감률은 +2.5%. 2025년 8월부터 발효된 상호관세가 컨테이너 물동량에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상하는 가운데, 미중 무역 갈등은 지속되는 국면. 2026년에도 수요 불확실성이 상존할 것.
- 2026년 예상 컨테이너선 공급 증감률은 +5.0%. 2025년(+6.9%) 대비 증가폭은 둔화되나, 글로벌 선사들의 친환경 선박 중심의 신규 발주 이어지며 2025년 9월 기준 전체 선복량 대비 발주잔량은 31% 기록. 향후 2~3년간 연평균 +7% 이상의 선복량 증가세는 이어질 전망.
- 공급 증감률이 수요 증감률을 상회하는 기간이 길어지며 SCFI 시황의 점진적인 하향세 불가피. 중동 지정학 리스크 완화에 따른 수에즈 운하 정상화 시 운임의 하방 압력은 더욱 커질 가능성도 배제할 수 없을 것.

글로벌 컨테이너 해운 수요, 공급 증감률 추이 및 전망



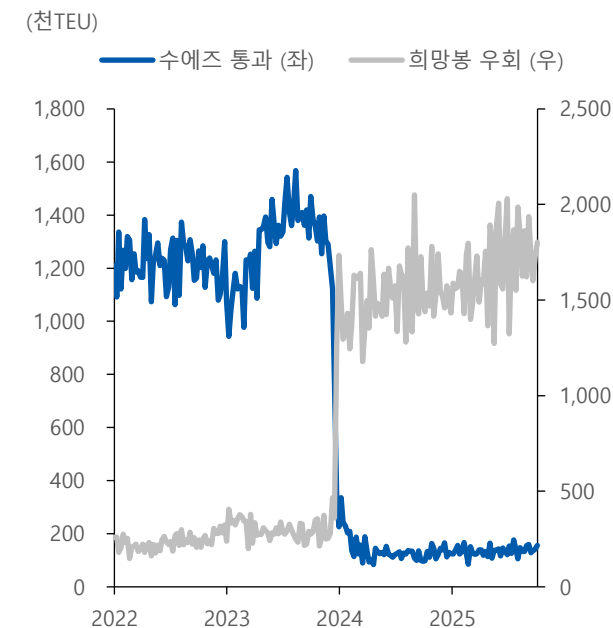
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

SCFI / CCFI 지수 추이



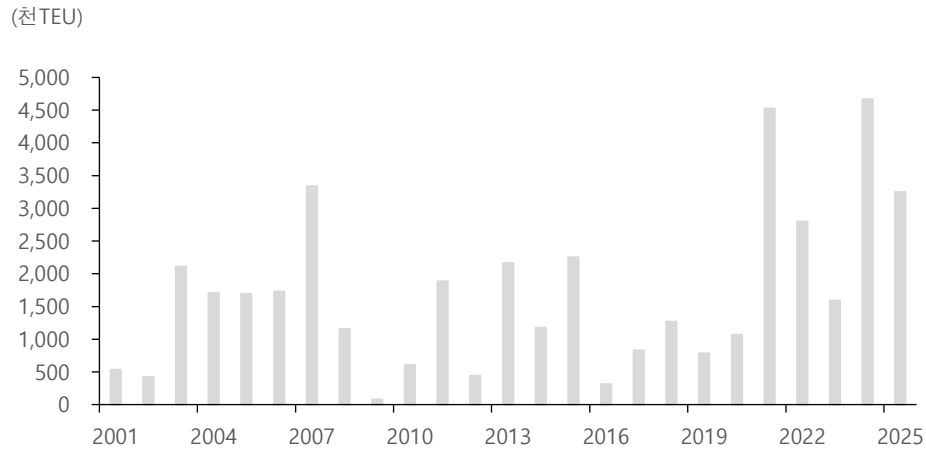
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너선 수에즈 운하 통과, 희망봉 우회 추이



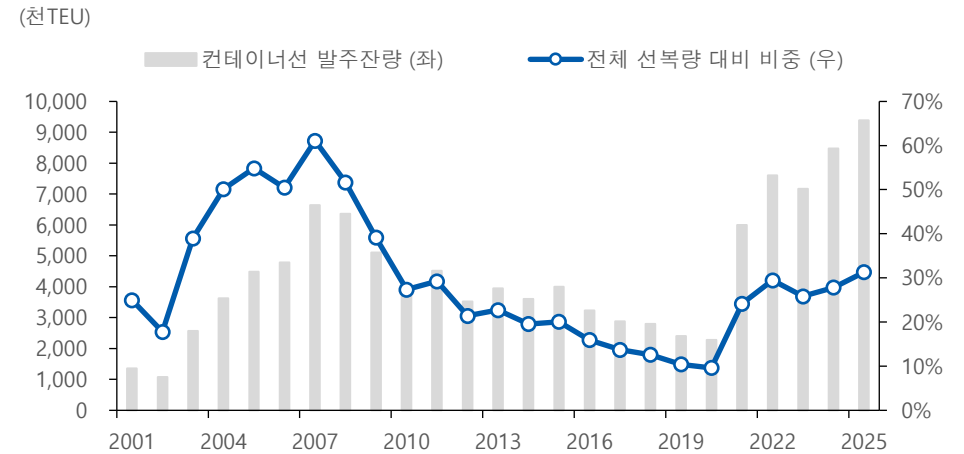
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너선 신규 발주 규모 추이



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너선 발주잔량 및 전체 선복량 대비 비중 추이



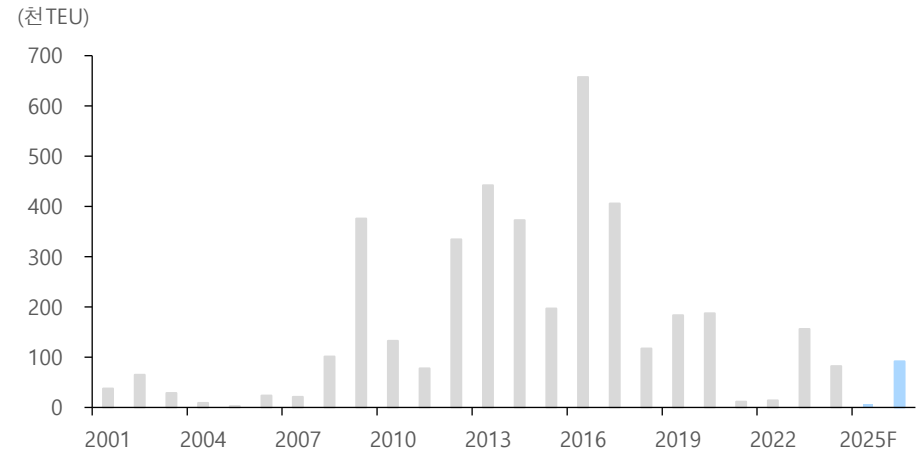
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너선 인도량 및 전체 선복량 대비 비중 추이



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너선 폐선량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터



환경규제 강화로 노후 선박 퇴출 가속화 전망

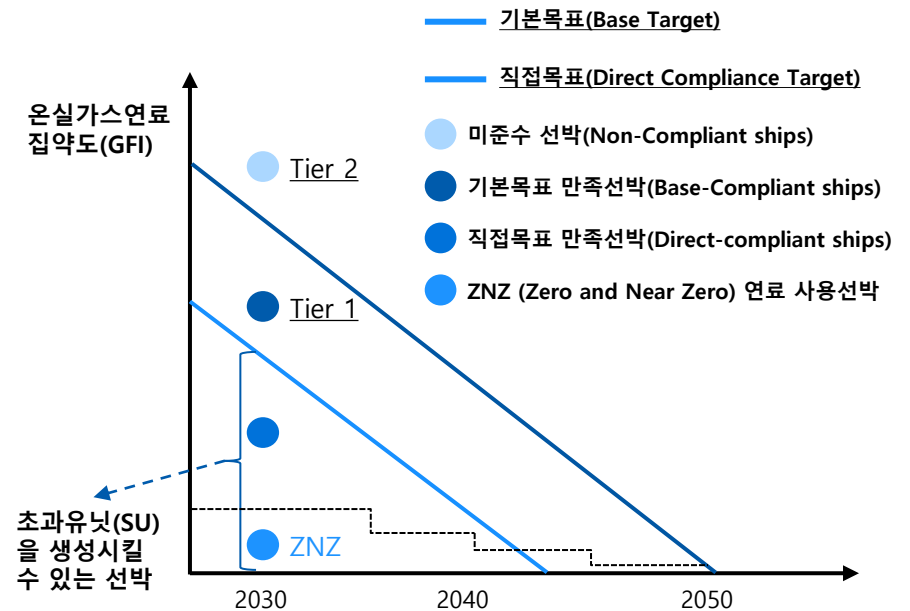
- 2025년 4월 IMO 주관 MEPC 83차 회의에서 글로벌 해운업의 탄소배출 감축을 위한 중기조치가 포함된 MAROPL 부속서 VI 개정안이 승인되었으나, 10월 MEPC ES2 회의에서 미국 등 주요국의 반대로 인해 1년 연기되며, 본격 시행 시점은 2028년 이후로 미뤄질 전망.
- 해당 규제안의 주요 내용은 5,000GT 이상의 모든 선박들에 대한 온실가스 연료집약도(GFI) 데이터를 의무적으로 수집 및 보고. 이에 따른 탄소세를 부과할 예정.
- 직접목표를 만족하지 못하는 Tier 1 선박들에 대해 톤당 100달러, 기본목표를 만족하지 못하는 Tier 2 선박들에 대해 톤당 380달러의 탄소세를 부과. ZNZ(Zero/Near-Zero) 연료를 사용하는 친환경 선박은 건조 비용 및 연료 구매에 대한 인센티브를 제공받음.

IMO 환경규제 주요 타임라인

시기	주요 내용
2013년	에너지효율설계지수(EEDI) Phase 1 시행 (2008년 대비 탄소배출량 10% 저감)
2020년	EEDI Phase 2 시행 (2008년 대비 탄소배출량 20% 저감)
2020년	SOx 규제 강화, 전 세계 모든 해역에서 선박연료유 황 함유량 상한 0.5% 적용 개시
2021년	현존선박에너지효율지수(EEXI), 탄소집약도지수(CII) 채택
2023년	EEXI Phase 2 시행 (2008년 대비 탄소배출량 20% 저감) CII 데이터 수집 시작. SEEMP에 명시된 이행계획 시행 온실가스 배출 Net-Zero 시점 2100년에서 2050년으로 강화
2025년	EEXI Phase 3 시행 (2008년 대비 탄소배출량 30% 저감) Net-Zero Framework 중기조치 승인 (4월)
2028년	GFI 데이터 산정 및 보고의무 시작
2030년	IMO 온실가스 배출량 최소 20%, 목표 30% 감축
2040년	IMO 온실가스 배출량 최소 70%, 목표 80% 감축
2050년	IMO 온실가스 배출 Net-Zero 달성

자료: IMO, 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

온실가스 연료집약도 요건 준수 개요



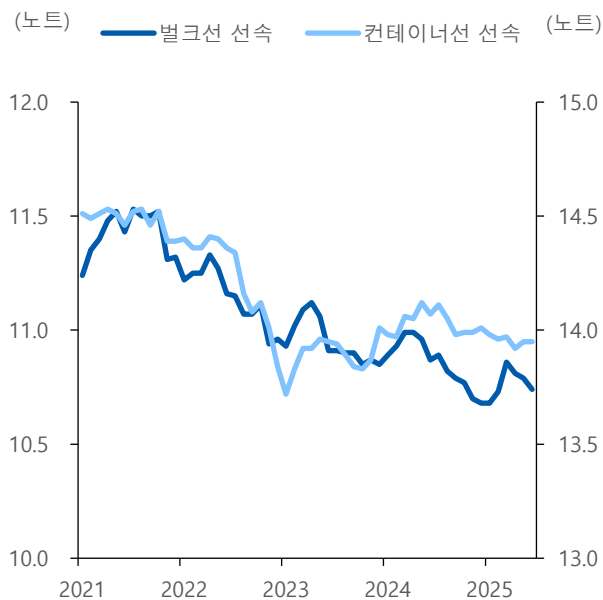
자료: IMO, 한국선급, 유안타증권 리서치센터



환경규제 강화로 노후 선박 퇴출 가속화 전망

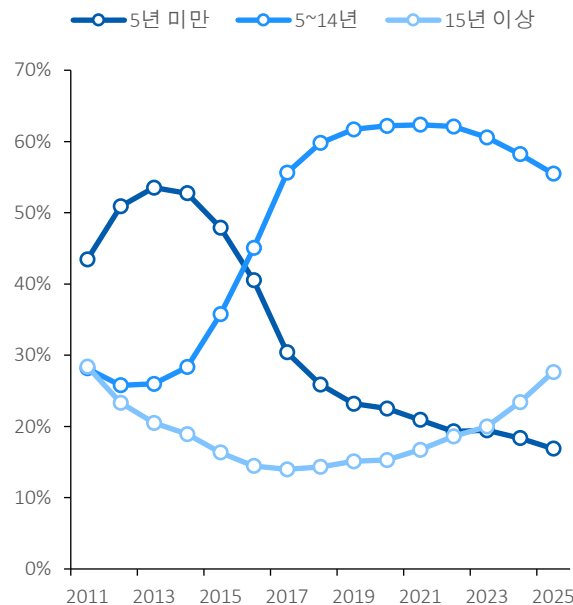
- 비록 시행 시점이 1년 늦춰졌지만, 중장기적인 산업 방향성은 변하지 않았다고 판단. 단순 선속 저감만으로는 강화되는 규제 대응이 어려울 것으로 예상하고, 연료 효율이 낮고 탄소 배출이 많은 노후 선박의 경쟁력 저하와 경제성 악화가 불가피할 것으로 전망.
- Clarksons 기준 2025년 9월 현재 선령 15년 이상의 벌크선, 컨테이너선 비중은 각각 28%, 33% 수준. 2028년부터 노후 선박의 폐선이 본격화되며, 공급 감소 효과가 점차 가시화될 것으로 기대.
- 한편, 글로벌 선사들은 대체연료 컨테이너선 중심의 발주 지속으로 선제적인 대응에 나서고 있는 상황. 대체연료 선박의 전체 선박 대비 발주잔량 비중은 2021년 30% 초반에서 2025년 50%를 상회하는 수준.

벌크선 및 컨테이너 선속 추이



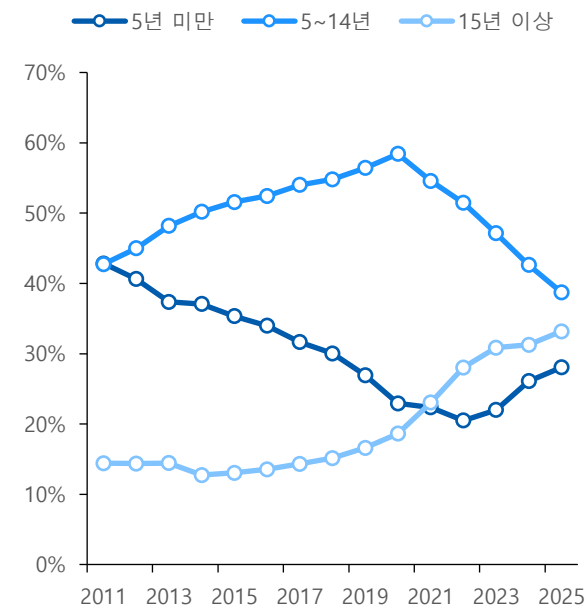
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

벌크선 선령별 비중 추이



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너선 선령별 비중 추이



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터



미·중 입항 수수료 부과 본격화

- 미국 무역대표부(USTR)는 2025년 4월 중국 조선·해운업을 규제하는 입항 수수료 부과 방안을 발표하고, 10월 14일부터 시행. 부과 대상은 1) 중국 선주·선사의 선박, 2) 중국산 선박, 3) 외국산 자동차 운반선이며, 미국 노선 항차당 1회에 한해서 ①선박 크기(Net Ton) 또는 ②하역 컨테이너 수에 따라 수수료가 부과되며, 연간 부과 횟수는 선박당 최대 5회로 제한.
- 중국 정부도 이에 대응해 미국 관련 선박에 대한 입항 수수료 부과 조치를 10월 14일부터 시행. 미국 국적 선박, 미국 건조 선박, 미국 법인이 25% 이상 지분을 보유한 선박이 부과 대상이나, 중국 건조선, 공선 및 수리 목적 입항 선박은 수수료 면제. 선박의 Net Ton당 400위안(약 56달러) 부과되며, 2028년에는 Net Ton당 1,120위안(약 157달러)까지 인상될 예정.

USTR의 입항 수수료 부과 최종안

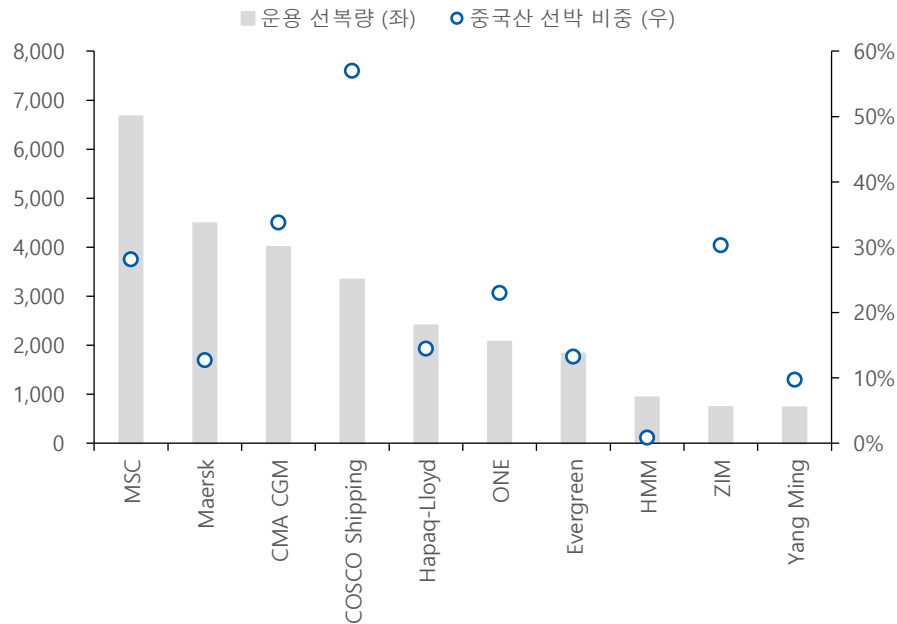
부과 대상	내용	수수료 부과 예외 사항
중국 선주·선사의 선박	중국 선주·선사의 선박이 미국 항구에 처음 입항할 때, 선박의 Net Ton을 기준으로 수수료 부과 - 2025년 10월 14일부터: Net Ton당 50달러 - 2026년 4월 17일부터: Net Ton당 80달러 - 2027년 4월 17일부터: Net Ton당 110달러 - 2028년 4월 17일부터: Net Ton당 140달러	-
중국산 선박	중국산 선박이 미국 항구에 처음 입항할 때, 선박의 Net Ton 기준 수수료와, 컨테이너 기준 수수료를 비교하여, 더 높은 수수료 부과 - 2025년 10월 14일부터: Net Ton당 18달러 or 컨테이너당 120달러 - 2026년 4월 17일부터: Net Ton당 23달러 or 컨테이너당 153달러 - 2027년 4월 17일부터: Net Ton당 28달러 or 컨테이너당 195달러 - 2028년 4월 17일부터: Net Ton당 33달러 or 컨테이너당 250달러	- 4,000TEU 선박, 55,000DWT 미만 선박, 80,000DWT 미만의 벌크선 선박 - 재화를 실지 않은 선박 - 미국 항구로부터 2,000해리 미만 단거리 운항한 선박 - 수수료 부과 대상 선박과 동일하거나, 규모가 더 큰 미국산 선박을 발주하고, 인도받은 경우 최대 3년간 수수료 유예
외국산 자동차 운반선	외국산 자동차 운반선이 미국 항구에 처음 입항할 때, 선박의 Net Ton을 기준으로 수수료 부과 - 2025년 10월 14일부터: Net Ton당 46달러	- 수수료 부과 대상 선박과 동일하거나, 규모가 더 큰 미국산 선박을 발주하고, 인도받은 경우 최대 3년간 수수료 유예

자료: USTR, Clarksons, 유안타증권 리서치센터

미·중 입항 수수료 부과 본격화

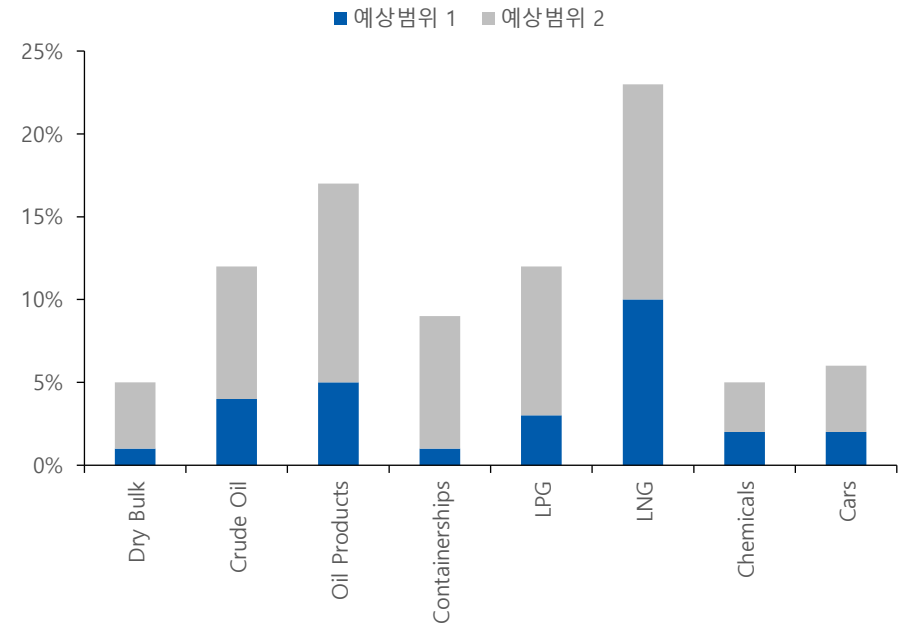
- USTR의 입항 수수료 부과 조치와 관련해, 비중국계 선사들은 미주항 중국산 선박을 얼라이언스 내 선복 조정을 통해 선제적으로 대응한 것으로 추정. 반면 중국계 선사(COSCO Shipping 등)는 화주에게 수수료를 전가하지 않고 운항을 지속하기로 결정. 중국계 선사들의 수익성 부담은 불가피하나, 글로벌 컨테이너 해운 전반적으로 미치는 영향은 미미할 것으로 예상. USTR의 예외조항 적용으로 벌크 해운에 대한 영향도 제한적일 것으로 판단.
- 중국의 보복 조치 컨테이너 해운에는 제한적인 영향을 미칠 것으로 예상. 미국 국적 선박, 미국 선사 비중이 글로벌 시장에서 낮은 수준이기 때문. 다만, 미국 국적 또는 미국 법인이 25% 이상 지분을 보유한 벌크, 에너지 선박이 중국 입항을 회피할 경우, 일부 항로가 재편될 가능성이 있으며, 이 과정에서 한국 등 제 3국 선사들의 반사 수혜 가능성도 일부 존재할 것으로 전망.

글로벌 Top 10 컨테이너 선사들의 중국산 선박 보유 비중



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

중국의 보복 조치에 대한 선종별 영향도 분석

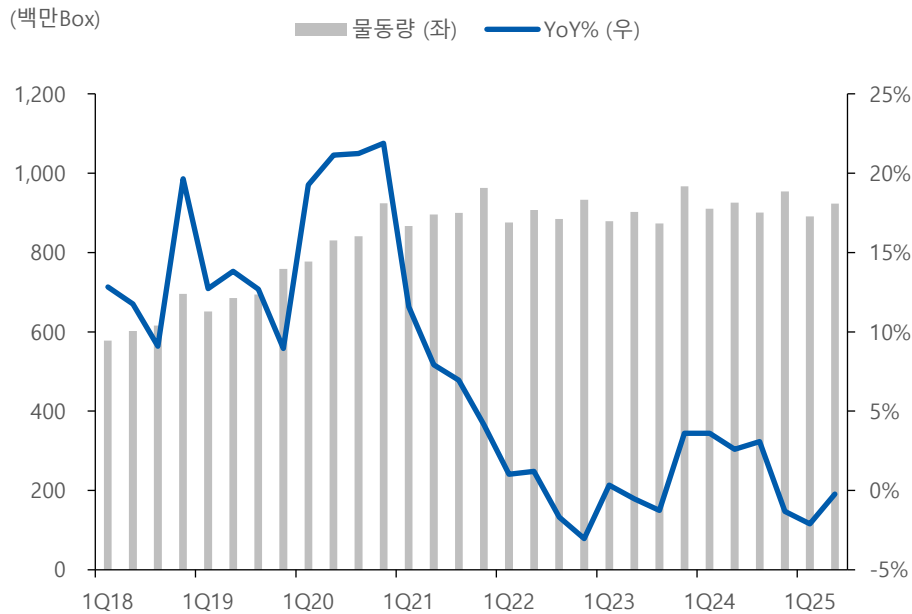


자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터
 주: 예상범위 1은 미국 국적, 미국산 선박만 포함, 예상범위 2는 미국 법인이 25% 이상 지분 보유한 선박까지 포함

육운: 택배 물동량 회복 구간 진입

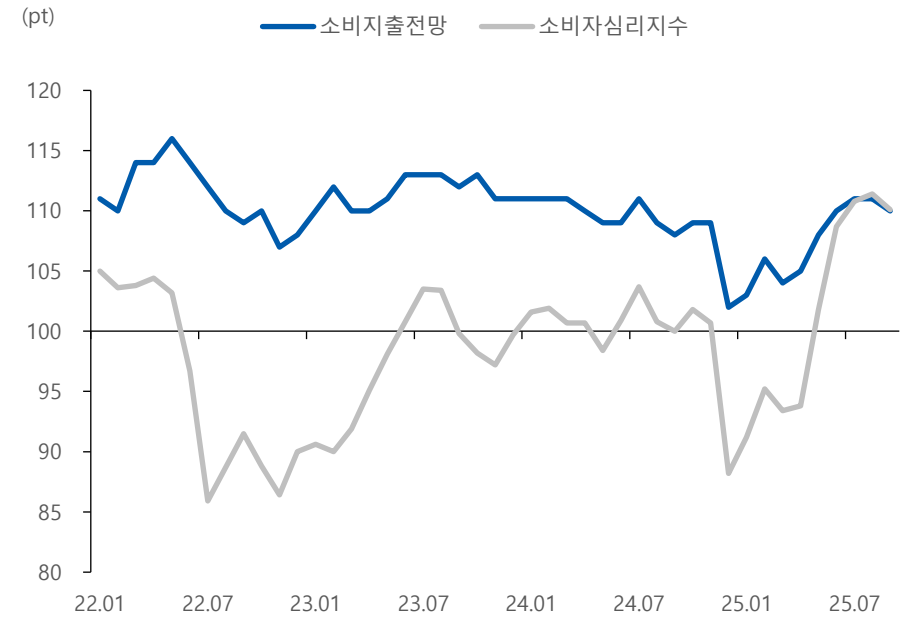
- 2026년 국내 택배 물동량은 내수 부양책에 따른 민간소비 회복세와 금리 인하 기조에 힘입어 전년 대비 +3~4% 성장할 것으로 전망.
- 2025년 하반기부터 소비쿠폰 발행 등 영향으로 소비자심리지수, 소비지출전망이 동반 반등하였고, 온라인 쇼핑 거래액도 상반기 +2% 대비 7~8월에는 +7%로 성장 폭이 확대됨.
- 2026년에는 주요국의 금리 인하 전환으로 가계의 이자 부담이 완화 소비 여력이 확대될 것으로 예상하고, 이러한 소비 회복은 택배 물동량의 구조적인 증가로 이어질 것으로 예상.
- 물동량 반등에 따른 영업레버리지 효과는 택배업의 실적 개선에 긍정적으로 작용할 것으로 전망.

국내 택배 물동량 및 YoY% 추이



자료: CJ대한통운, 국가물류통합정보센터, 유안타증권 리서치센터

소비지출전망 및 소비자심리지수 추이



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터



대한항공 (003490): 2026년에 더 돋보일 FSC

윤승



최지윤 윤승
jiyun.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	31,000원 (M)
현재주가 (10/20)	22,600원
상승여력	37%

시가총액	83,472억원
총발행주식수	369,331,455주
60일 평균 거래대금	302억원
60일 평균 거래량	1,272,501주
52주 고/저	26,250원
외인지분율	20,150원
배당수익률	15.74%
주요주주	한진칼 외 22 인 27.04%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.2)	(12.9)	(2.4)
상대	(11.6)	(27.2)	(33.6)
절대(달러환산)	(3.9)	(14.5)	(5.8)

• **3Q25 별도 매출액 4조 85억원, 영업이익 3,763억원:** 3Q25 별도 매출액과 영업이익은 각각 4조 85억원(YoY -5.5%), 3,763억원(YoY -39.2%, OPM 9.4%)으로, 영업이익 기준 시장 컨센서스를 -19.1% 하회. 1) 국제선 여객 매출액은 2조 2,986억원(YoY -7.8%)을 기록. ① 미국의 입국 규제 강화에 따른 동사 주력인 미주 노선 수요 약세, ② 아시아 주요 항공사의 공급 확대에 따른 경쟁 심화 등이 맞물리며 국제선 여객 운임이 전년 대비 -8.2% 하락했기 때문. 2) 항공화물 매출액은 1조 667억원(YoY -4.7%)을 기록. 관세 불확실성 증대에 따라 화물 수송량은 전년 대비 -2.1%, 운임은 전년 대비 -2.7% 하락했기 때문. 3) 영업비용은 3조 6,322억원(YoY +0.3%). 작년 3분기 대비 B787-10 7대, A350 2대, A321Neo 5대 신규 도입 등 순증 +4대를 기록하며 감가상각비는 YoY +27.8% 증가, 조업 단가 인상에 따라 공항/화객비는 YoY +6.5% 증가했으나, 유가 하락으로 항공유 단가가 전년 대비 -8% 하락하며 유류비가 YoY -12.9% 감소, 전체 비용 증가는 제한적.

• **2026년에 더 돋보일 FSC:** 4Q25 국제선 여객은 10월초 연후 효과와 중국 인바운드 수요 확대 등으로 여객 수송량이 증가하며, 매출이 전년 대비 +3% 증가할 것으로 전망. 항공화물은 연말 성수기 도래와 반도체 등 고부가 전통 화물 수요 증가 등으로 화물 수송량과 운임 모두 전분기 개선될 것으로 기대. 2026년은 기재 공급이 확대되는 가운데, 비유류비용 상승 추세 속 원화 약세 기조가 지속될 경우 항공업계 전반의 비용 부담이 한층 가중될 것으로 예상. 단거리 노선 중심의 LCC는 운임 하락과 비용 압박이 동시에 발생해 수익성 방어가 어렵겠지만, 대한항공은 장거리 노선에서의 압도적인 시장 점유율과, 프리미엄 수요를 바탕으로 높은 운임 방어력을 유지할 것으로 판단. 공정위 시정조치 해제 이후 미주 노선까지 운임 정상화가 가능해지고, 대한항공, 아시아나항공 합병에 따른 노선 네트워크 효율화, 정비 일원화 등 비용 절감 시너지까지 단계적으로 발현될 것으로 예상. 결과적으로 2026년은 장거리 노선 중심의 FSC가 업황 내 차별화된 수익성을 확보하는 해가 될 것으로 판단하나, 동사의 2026년 예상 PBR은 0.7배 수준으로 밸류에이션 매력도 부족.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	16,112	17,871	25,175	25,351	26,617
매출액증가율	14.3	10.9	40.9	0.7	5.0
영업이익	1,790	2,110	1,697	2,050	2,369
영업이익률	11.1	11.8	6.7	8.1	8.9
지배주주귀속순이익	1,061	1,317	978	1,020	1,222
지배주주 귀속 EPS	2,879	3,575	2,655	2,767	3,317
증가율	-40.1	24.2	-25.7	4.2	19.9
PER	8.0	6.3	8.5	8.2	6.8
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.9	5.5	5.1	4.7	4.3
ROA	3.6	3.4	2.1	2.2	2.6
ROE	11.5	13.2	9.1	9.0	10.3

자료: 유안타증권 리서치센터



대한항공(별도) 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F	2026F
원/달러	1,330	1,371	1,356	1,399	1,452	1,399	1,387	1,385	1,364	1,406	1,380
매출액 (십억원)	3,823	4,024	4,241	4,030	3,956	3,986	4,009	4,046	16,117	15,996	16,562
YoY (%)	19.6	13.8	9.8	1.2	3.5	-0.9	-5.5	0.4	10.6	-0.7	3.5
국제 여객 (십억원)	2,238	2,314	2,492	2,262	2,337	2,275	2,299	2,328	9,306	9,238	9,646
YoY (%)	34.2	10.6	2.3	-3.3	4.4	-1.7	-7.8	2.9	9.0	-0.7	4.4
ASK (백만km)	21,631	21,774	22,634	22,304	22,174	21,584	22,615	23,056	88,343	89,429	92,866
RPK (백만km)	18,022	18,398	18,917	18,973	18,836	18,354	18,998	19,621	74,310	75,809	78,634
L/F (%)	83.3	84.5	83.6	85.1	84.9	85.0	84.0	85.1	84.1	84.8	84.7
Yield (원/km)	124	126	132	119	124	124	121	119	125	122	123
국내 여객 (십억원)	105	131	125	113	99	121	123	117	473	459	475
YoY (%)	-5.6	2.2	1.7	-4.0	-5.5	-7.1	-1.9	3.6	-1.3	-2.8	3.5
ASK (백만km)	629	712	718	654	614	704	749	676	2,713	2,743	2,823
RPK (백만km)	531	629	612	584	517	621	637	599	2,356	2,374	2,448
L/F (%)	84.4	88.3	85.2	89.3	84.2	88.2	85.0	88.6	86.8	86.5	86.7
Yield (원/km)	197	207	204	193	191	195	192	195	201	193	194
화물 (십억원)	997	1,097	1,120	1,198	1,054	1,055	1,067	1,128	4,412	4,304	4,326
YoY (%)	-4.9	13.8	22.3	8.7	5.8	-3.8	-4.7	-5.8	9.5	-2.4	0.5
ACTK (백만톤km)	2,999	3,019	3,062	3,051	2,896	2,944	3,034	3,039	12,131	11,913	12,044
CTK (백만톤km)	2,165	2,241	2,209	2,230	2,043	2,128	2,162	2,215	8,845	8,548	8,675
L/F (%)	72.2	74.2	72.1	73.1	70.5	72.3	71.3	72.9	72.9	71.8	72.0
Yield (원/km)	460	490	507	537	516	496	493	509	499	504	499
영업비용 (십억원)	3,386	3,610	3,622	3,594	3,605	3,587	3,632	3,659	14,213	14,484	14,929
YoY (%)	21.8	17.7	8.3	-5.3	6.5	-0.6	0.3	1.8	9.4	1.9	3.1
영업이익 (십억원)	436	413	619	435	351	399	376	387	1,903	1,513	1,633
YoY (%)	5.1	-11.7	18.9	137.1	-19.5	-3.5	-39.2	-11.2	19.9	-20.5	7.9
영업이익률 (%)	11.4	10.3	14.6	10.8	8.9	10.0	9.4	9.6	11.8	9.5	9.9

자료: 유안타증권 리서치센터

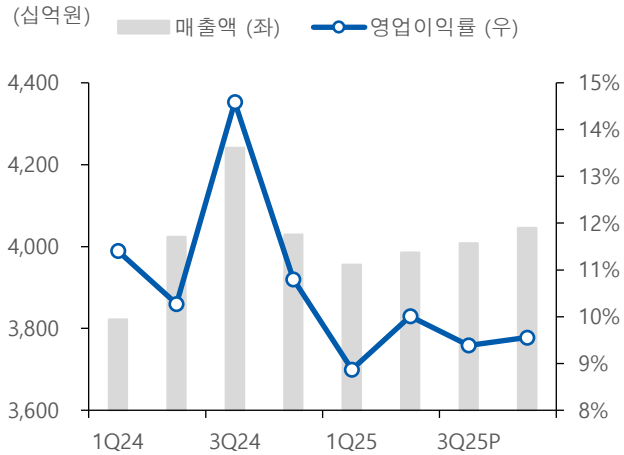


대한항공(연결) 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
원/달러	1,330	1,371	1,356	1,399	1,452	1,399	1,387	1,385	1,364	1,406	1,380
매출액 (십억원)	4,291	4,402	4,675	4,502	6,492	6,211	6,230	6,243	17,871	25,175	25,351
YoY (%)	19.5	13.5	10.0	2.5	51.3	41.1	33.2	38.7	10.9	40.9	0.7
대한항공 별도 (십억원)	3,823	4,024	4,241	4,030	3,956	3,986	4,009	4,046	16,117	15,996	16,562
YoY (%)	19.6	13.8	9.8	1.2	3.5	-0.9	-5.5	0.4	10.6	-0.7	3.5
아시아나항공 연결 (십억원)	2,009	2,015	2,177	2,117	2,074	1,887	1,813	1,773	8,319	7,548	6,943
YoY (%)	15.0	10.4	8.8	3.3	3.3	-6.4	-16.7	-16.3	9.1	-9.3	-8.0
진에어 (십억원)	430	308	365	358	418	306	338	349	1,461	1,411	1,529
YoY (%)	22.1	19.0	13.1	4.4	-2.9	-0.7	-7.2	-2.7	14.4	-3.5	8.4
영업비용 (십억원)	3,754	3,959	4,010	4,038	6,061	5,841	5,790	5,787	15,761	23,478	23,301
YoY (%)	20.8	16.4	8.2	-1.7	61.5	47.5	44.4	43.3	10.0	49.0	-0.8
대한항공 별도 (십억원)	3,386	3,610	3,622	3,594	3,605	3,587	3,632	3,659	14,213	14,484	14,929
YoY (%)	21.8	17.7	8.3	-5.3	6.5	-0.6	0.3	1.8	9.4	1.9	3.1
아시아나항공 연결 (십억원)	1,947	1,997	2,000	2,099	2,019	1,894	1,767	1,730	8,043	7,410	6,744
YoY (%)	23.2	19.3	11.0	7.8	3.7	-5.2	-11.6	-17.6	14.8	-7.9	-9.0
진에어 (십억원)	332	307	324	335	360	348	320	337	1,298	1,365	1,437
YoY (%)	24.0	27.4	11.9	12.9	8.4	13.4	-1.3	0.6	18.5	5.1	5.3
영업이익 (십억원)	538	443	666	464	431	370	440	456	2,110	1,697	2,050
YoY (%)	10.7	-7.2	22.6	63.2	-19.8	-16.4	-34.0	-1.7	17.9	-19.6	20.8
영업이익률 (%)	12.5	10.1	14.2	10.3	6.6	6.0	7.1	7.3	11.8	6.7	8.1
대한항공 별도 (십억원)	436	413	619	435	351	399	376	387	1,903	1,513	1,633
YoY (%)	5.1	-11.7	18.9	137.1	-19.5	-3.5	-39.2	-11.2	19.9	-20.5	7.9
영업이익률 (%)	11.4	10.3	14.6	10.8	8.9	10.0	9.4	9.6	11.8	9.5	9.9
아시아나항공 연결 (십억원)	62	18	177	19	55	-7	46	43	276	137	198
YoY (%)	-62.6	-88.1	-11.4	-81.9	-11.1	적전	-74.0	131.0	-55.5	-50.2	44.2
영업이익률 (%)	3.1	0.9	8.1	0.9	2.7	-0.4	2.5	2.4	3.3	1.8	2.9
진에어 (십억원)	99	1	40	24	58	-42	18	12	163	46	92
YoY (%)	16.0	-95.0	23.1	-49.7	-40.8	적전	-54.9	-48.9	-10.5	-71.7	100.1
영업이익률 (%)	22.9	0.3	11.0	6.6	13.9	-13.8	5.4	3.5	11.2	3.3	6.0

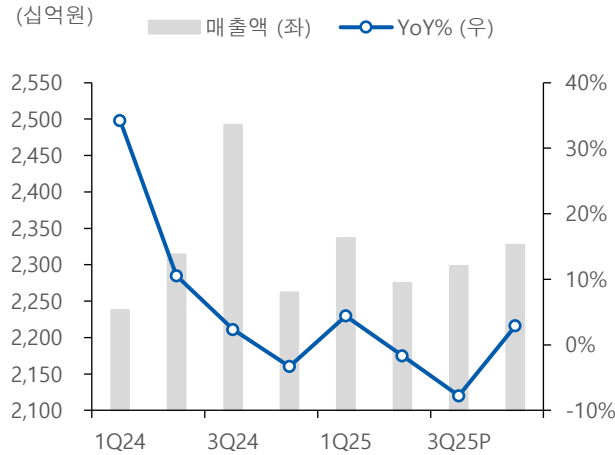
자료: 유안타증권 리서치센터

대한항공(별도) 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



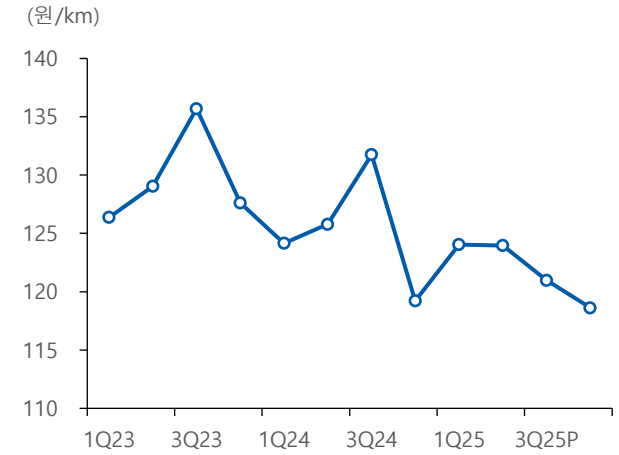
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

대한항공(별도) 국제선 여객 매출액 추이 및 전망



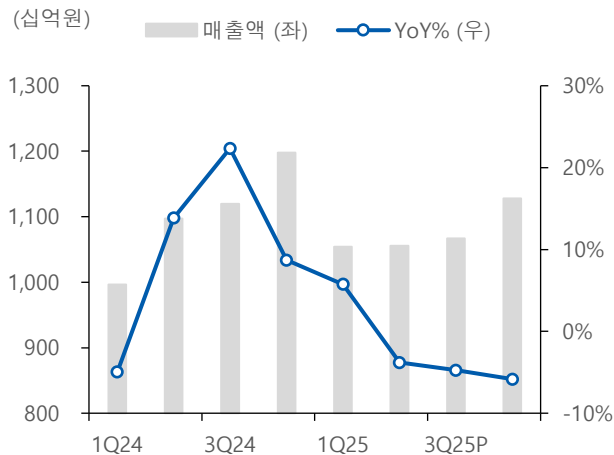
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

대한항공(별도) 국제선 여객 운임 추이 및 전망



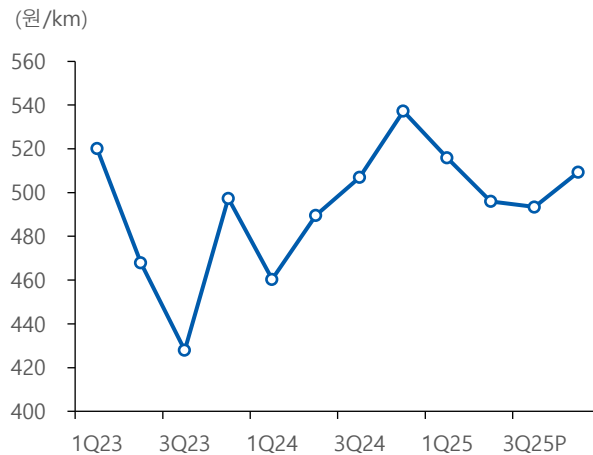
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

대한항공(별도) 항공화물 매출액 추이 및 전망



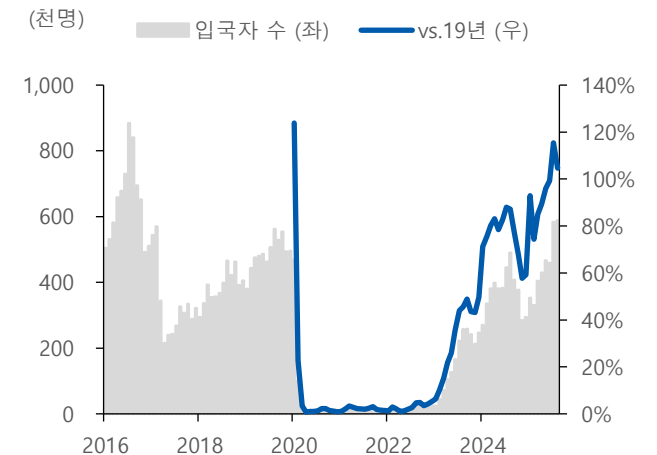
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

대한항공(별도) 항공화물 운임 추이 및 전망



자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

중국인 입국자 수 및 2019년 대비 회복률 추이



자료: 한국관광공사, 유안타증권 리서치센터



대한항공 (003490) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	16,112	17,871	25,175	25,351	26,617
매출원가	12,850	14,113	21,010	20,854	21,702
매출총이익	3,261	3,758	4,165	4,496	4,915
판매비	1,471	1,648	2,469	2,447	2,546
영업이익	1,790	2,110	1,697	2,050	2,369
EBITDA	3,513	3,906	4,451	4,863	5,237
영업외손익	-214	-274	-146	-468	-482
외환관련손익	-38	-394	250	185	144
이자손익	-230	-233	-543	-527	-571
관계기업관련손익	0	0	19	19	19
기타	53	352	128	-145	-74
법인세비용차감전순손익	1,576	1,836	1,550	1,582	1,887
법인세비용	447	454	403	410	482
계속사업순손익	1,129	1,382	1,147	1,172	1,405
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,129	1,382	1,147	1,172	1,405
지배지분순이익	1,061	1,317	978	1,020	1,222
포괄순이익	866	1,279	963	923	1,156
지배지분포괄이익	815	1,224	809	790	989

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,092	4,559	4,906	5,109	5,373
당기순이익	1,129	1,382	1,147	1,172	1,405
감가상각비	1,666	1,737	2,641	2,711	2,765
외환손익	23	349	-230	-185	-144
중속, 관계기업관련손익	0	0	-19	-19	-19
자산부채의 증감	969	412	-121	-179	-179
기타현금흐름	305	679	1,488	1,552	1,545
투자활동 현금흐름	-2,410	-871	-3,004	-2,863	-4,001
투자자산	-11	-222	-323	-31	-61
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,909	-2,894	-2,596	-3,350	-3,384
유형자산 감소	7	16	12	0	0
기타현금흐름	-498	2,229	-97	518	-557
재무활동 현금흐름	-2,085	-2,163	-2,249	-1,799	-1,528
단기차입금	128	1,513	-540	-99	-31
사채 및 장기차입금	-299	6,981	679	-633	-437
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-282	-278	-282	-277	-277
기타현금흐름	-1,632	-10,379	-2,106	-790	-783
연결범위변동 등 기타	-31	67	-381	-626	39
현금의 증감	-434	1,593	-727	-179	-118
기초 현금	1,057	623	2,216	1,489	1,310
기말 현금	623	2,216	1,489	1,310	1,192
NOPLAT	1,790	2,110	1,697	2,050	2,369
FCF	2,184	1,665	2,311	1,759	1,989

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,595	11,617	9,994	8,814	9,138
현금및현금성자산	623	2,216	1,489	1,310	1,192
매출채권 및 기타채권	1,138	1,590	1,593	1,635	1,710
재고자산	854	1,171	1,623	1,666	1,749
비유동자산	21,797	35,395	36,706	37,273	37,850
유형자산	18,175	28,374	29,290	29,930	30,548
관계기업등 지분관련자산	0	155	214	220	231
기타투자자산	758	1,011	1,385	1,410	1,460
자산총계	30,392	47,012	46,700	46,087	46,988
유동부채	9,410	16,973	14,715	13,885	13,756
매입채무 및 기타채무	1,814	3,465	2,978	3,056	3,209
단기차입금	1,021	2,517	1,963	1,863	1,829
유동성장기부채	2,718	4,723	4,114	3,866	3,616
비유동부채	11,167	19,075	20,275	19,846	19,997
장기차입금	1,994	1,819	2,947	2,752	2,695
사채	1,843	1,463	1,791	1,691	1,691
부채총계	20,577	36,049	34,990	33,731	33,753
자본지분	9,526	10,473	11,057	11,551	12,247
자본금	1,847	1,847	1,847	1,847	1,847
자본잉여금	4,145	4,145	4,145	4,145	4,145
이익잉여금	2,592	3,486	4,191	4,934	5,879
비지배지분	289	490	653	805	988
자본총계	9,815	10,963	11,710	12,356	13,235
순차입금	4,736	12,564	13,630	13,895	13,288
총차입금	10,974	19,469	19,608	18,876	18,408

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,879	3,575	2,655	2,767	3,317
BPS	25,793	28,356	29,938	31,275	33,161
EBITDAPS	9,512	10,576	12,051	13,168	14,179
SPS	43,624	48,387	68,163	68,639	72,069
DPS	750	750	750	750	750
PER	8.0	6.3	8.5	8.2	6.8
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.9	5.5	5.1	4.7	4.3
PSR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	14.3	10.9	40.9	0.7	5.0
영업이익 증가율 (%)	-36.8	17.9	-19.6	20.8	15.6
지배순이익 증가율 (%)	-38.6	24.1	-25.7	4.2	19.9
매출총이익률 (%)	20.2	21.0	16.5	17.7	18.5
영업이익률 (%)	11.1	11.8	6.7	8.1	8.9
지배순이익률 (%)	6.6	7.4	3.9	4.0	4.6
EBITDA 마진 (%)	21.8	21.9	17.7	19.2	19.7
ROIC	8.3	7.5	5.2	5.4	6.2
ROA	3.6	3.4	2.1	2.2	2.6
ROE	11.5	13.2	9.1	9.0	10.3
부채비율 (%)	209.6	328.8	298.8	273.0	255.0
순차입금/자기자본 (%)	49.7	120.0	123.3	120.3	108.5
영업이익/금융비용 (배)	3.4	4.1	2.0	2.6	3.0



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		국내	해외								
		대한항공	델타항공	아메리칸항공	루프트한자	에어프랑스	일본항공	전일본공수	싱가포르항공	중화항공	캐세이퍼시픽항공
Ticker		003490 KS	DAL US	AAL US	LHA GR	AF EU	9201 JP	9202 JP	SIA SP	2610 TT	293 HK
시가총액		8,322	40,320	8,030	10,162	3,590	8,642	9,138	15,823	4,177	9,368
매출액	2024	17,871	61,643	54,211	40,654	34,032	11,441	14,239	14,138	6,347	13,376
	2025F	25,047	58,581	54,503	45,648	38,460	13,189	16,147	14,887	6,769	14,244
	2026F	24,928	61,949	57,853	47,582	40,060	13,697	16,662	15,308	6,669	14,840
영업이익	2024	2,110	5,995	2,614	1,789	1,586	976	1,440	2,009	567	1,778
	2025F	1,787	6,079	1,715	2,141	2,241	1,354	1,311	1,195	630	1,661
	2026F	2,074	6,727	2,824	2,541	2,534	1,444	1,408	1,233	522	1,622
순이익	2024	1,317	3,457	846	1,493	343	662	1,088	1,989	448	1,267
	2025F	1,306	3,935	287	1,561	1,371	836	870	801	456	1,095
	2026F	1,189	4,705	1,200	1,718	1,368	900	917	894	406	1,095
PER	2024	6.3	10.3	8.9	5.3	6.7	13.3	9.6	10.1	10.8	6.4
	2025F	6.4	10.2	28.2	6.6	3.1	10.3	10.1	18.8	9.4	8.4
	2026F	7.0	8.5	6.9	6.0	2.7	9.5	9.6	16.8	11.9	8.2
PBR	2024	0.8	2.6	-	0.6	-	1.4	1.4	1.3	1.8	1.2
	2025F	0.7	2.0	-	0.7	-	1.2	1.1	1.3	1.3	1.2
	2026F	0.7	1.7	-	0.6	2.1	1.1	1.0	1.2	1.2	1.1
ROE	2024	13.3	26.2	-	13.0	-	11.1	16.5	18.8	17.9	18.7
	2025F	13.1	22.8	-8.2	11.3	-71.3	11.9	11.3	7.1	14.6	15.4
	2026F	10.5	22.1	25.5	11.9	60.1	11.6	10.9	7.3	10.8	15.2
EV/EBITDA	2024	5.5	6.2	5.7	3.6	3.0	4.8	4.9	4.6	3.9	4.8
	2025F	4.8	6.0	8.0	3.3	2.7	3.9	4.2	6.4	3.7	5.2
	2026F	4.4	5.4	5.9	3.0	2.5	3.7	4.0	6.1	4.0	5.2

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터,

주: 1) 국내 단위는 십억원, 해외 단위는 백만달러, 2) 2025/10/20 종가기준



팬오션 (028670): 2026년에도 LNG부문이 이끄는 이익 성장

윤승



최지운 윤승
jiyun.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	5,200원 (M)
현재주가 (10/20)	3,730원
상승여력	39%

시가총액	19,939억원
총발행주식수	534,569,512주
60일 평균 거래대금	50억원
60일 평균 거래량	1,249,380주
52주 고/저	4,295원
외인지분율	3,065원
배당수익률	15.76%
주요주주	하림지주 외 12 인 54.92%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.0)	(11.4)	3.9
상대	(17.8)	(26.0)	(29.4)
절대(달러환산)	(10.7)	(13.0)	0.3

- 3Q25 Preview:** 3Q25 예상 매출액과 영업이익은 각각 1조 3,414억원(YoY +5.1%), 1,256억원(YoY -1.9%, OPM 9.4%)로, 영업이익 기준 컨센서스 부합 전망. 1) 벌크 부문 영업이익은 602억원(YoY -17.4%, OPM 7.2%)으로 전망. 3분기 평균 BDI는 1,978pt로 전년 대비 +5.7% 증가. 폭염에 따른 발전용 석탄 수요 증가, 중국 철광석 비축 수요 증가 등으로 Capesize 중심의 시황 강세를 이끌었음. 다만, 동사는 보수적인 선대 운영으로 스팟 수익성 측면에서 시황 강세의 수혜가 제한적이었던 것으로 판단. 2) 컨테이너 부문 영업이익은 74억원(YoY -57.9%, OPM 7.5%). 아시아 역내 컨테이너 운임이 전년 대비 하락했기 때문으로 추정. 3) LNG 부문 영업이익은 398억원(YoY +371.7%, OPM 49.5%)으로, 6월말 인도됐던 LNG 운반선이 3분기 실적에 온기로 반영되어, 전분기에 이어 높은 성장률과 수익성을 기록할 것으로 예상.

- 2026년에도 LNG부문이 이끄는 이익 성장:** 4분기 BDI의 추가 상승 여력은 제한적일 것으로 예상하며, 2026년에도 벌크 수요 증감률이 공급 증감률을 하회하며, 뚜렷한 시황 개선은 어려울 것으로 전망. 그럼에도 불구하고, 2026년에는 LNG 선박 총 12척을 보유하게 되며, 장기계약을 기반으로 매분기 안정적인 이익 시현이 가능할 것. 2026년 연간 LNG 부문의 영업이익은 1,614억원(YoY +9.2%)으로 이익 기여도가 32%까지 상승하며, 전사 이익 성장을 견인할 것으로 예상. 장기적인 관점에서, IMO 환경 규제에 2028년부터 노후 벌크선 폐선이 가속화될 전망이며, 공급 감소효과가 점차 뚜렷해지면서 벌크 시황의 추가적인 개선을 기대. 동사 밸류에이션은 2026년 예상 PBR 0.4배 수준으로, 향후에도 안정적인 이익 성장이 가능한 점을 감안하면, 과도하게 저평가되어 있다고 판단.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,361	5,161	5,464	5,864	6,113
매출액증가율	-32.1	18.3	5.9	7.3	4.2
영업이익	386	471	490	507	554
영업이익률	8.9	9.1	9.0	8.6	9.1
지배주주귀속순이익	245	268	397	413	453
지배주주 귀속 EPS	458	502	742	772	847
증가율	-63.9	9.6	47.8	4.0	9.7
PER	11.1	7.8	5.0	4.8	4.4
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.7	5.1	4.6	4.4	4.1
ROA	3.2	3.0	3.8	3.9	4.2
ROE	5.3	5.2	6.9	7.0	7.3

자료: 유안타증권 리서치센터

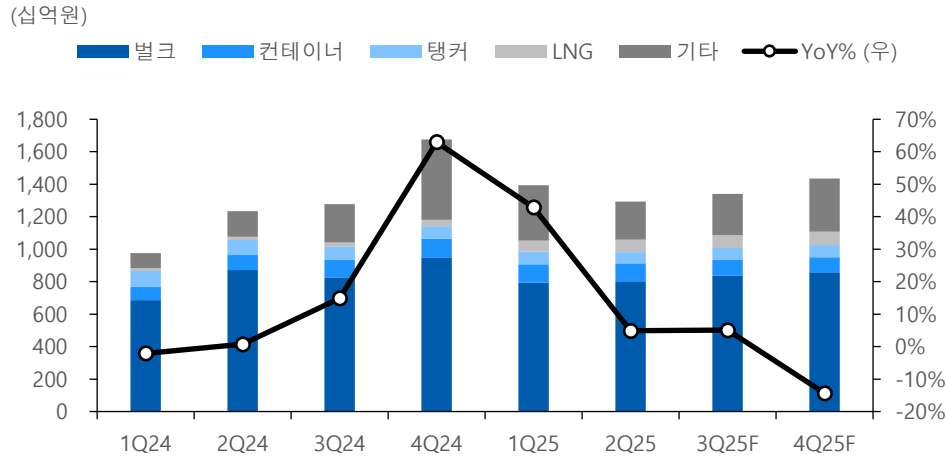


팬오션 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
원/달러	1,330	1,371	1,355	1,400	1,452	1,399	1,387	1,385	1,364	1,406	1,380
BDI (pt)	1,824	1,848	1,871	1,465	1,118	1,468	1,978	1,780	1,752	1,586	1,601
매출액 (십억원)	976	1,233	1,277	1,676	1,393	1,294	1,341	1,435	5,161	5,464	5,864
YoY (%)	-2.1	0.7	14.9	63.0	42.8	4.9	5.1	-14.3	18.3	5.9	7.3
벌크 (십억원)	686	870	827	947	795	803	836	858	3,330	3,291	3,467
YoY (%)	-9.8	1.6	8.0	29.6	15.8	-7.8	1.1	-9.4	6.9	-1.2	5.4
컨테이너 (십억원)	80	94	108	118	113	110	98	93	401	414	384
YoY (%)	-18.1	-2.3	28.6	35.5	40.6	16.9	-9.2	-21.3	9.6	3.3	-7.4
탱커 (십억원)	98	92	82	76	78	70	73	75	348	296	310
YoY (%)	19.1	5.3	-4.8	-12.8	-20.4	-23.8	-10.7	-1.5	1.5	-14.9	4.6
LNG (십억원)	19	19	25	40	68	76	80	81	103	305	342
YoY (%)	-11.3	7.5	22.6	70.2	251.6	292.7	227.3	105.2	23.8	197.1	12.2
기타 (십억원)	91	158	236	495	340	235	254	328	980	1,158	1,362
YoY (%)	176.2	-5.1	50.8	396.6	271.5	49.2	7.9	-33.7	115.2	18.2	17.6
영업이익 (십억원)	98	135	128	110	113	123	126	128	471	490	507
YoY (%)	-12.8	8.1	61.2	59.8	15.4	-9.0	-1.9	16.3	22.1	3.9	3.6
영업이익률 (%)	10.1	11.0	10.0	6.6	8.1	9.5	9.4	8.9	9.1	9.0	8.7
벌크 (십억원)	54	86	73	61	48	53	60	61	274	222	237
YoY (%)	-18.3	11.1	31.6	36.7	-11.2	-38.2	-17.4	0.3	12.5	-18.8	6.6
영업이익률 (%)	7.9	9.9	8.8	6.5	6.0	6.6	7.2	7.1	8.2	6.8	6.8
컨테이너 (십억원)	-1	7	18	18	16	15	7	7	42	45	29
YoY (%)	적전	6.5	흑전	흑전	흑전	104.9	-57.9	-60.9	363.1	8.0	-35.1
영업이익률 (%)	-0.7	7.9	16.2	14.9	14.0	13.9	7.5	7.4	10.5	10.9	7.7
탱커 (십억원)	38	38	29	20	20	16	19	20	125	75	81
YoY (%)	27.1	21.1	16.3	-21.8	-47.9	-57.2	-35.3	4.0	12.0	-39.7	7.0
영업이익률 (%)	38.8	41.8	35.4	25.6	25.4	23.5	25.7	27.0	35.9	25.4	26.0
LNG (십억원)	7	6	8	15	32	37	40	39	37	148	161
YoY (%)	24.6	11.8	38.0	162.7	320.7	494.3	371.7	157.4	59.2	294.6	9.2
영업이익률 (%)	38.9	32.5	34.3	38.7	46.5	49.2	49.5	48.5	36.5	48.5	47.2

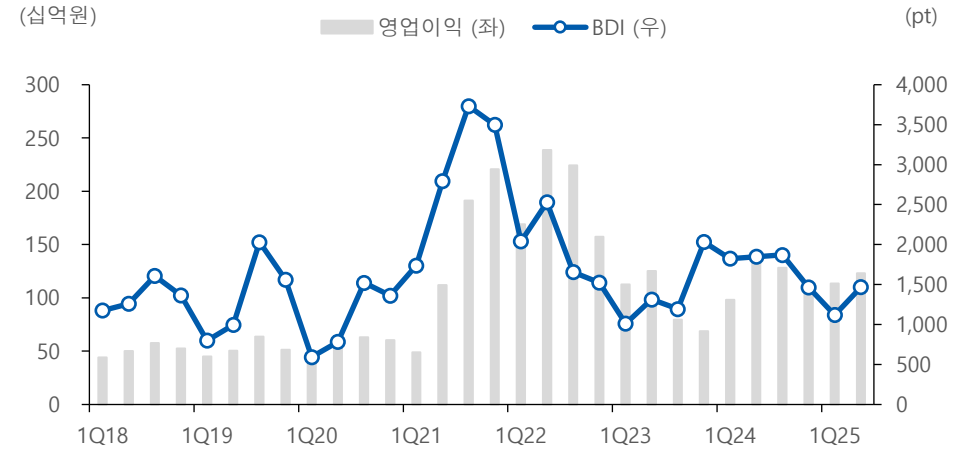
자료: 유안타증권 리서치센터

팬오션 매출액 추이 및 전망



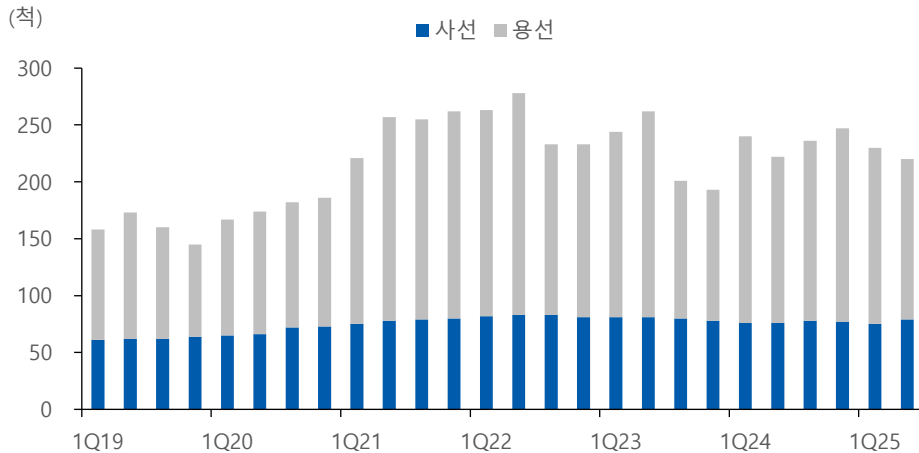
자료: 팬오션, 유안타증권 리서치센터

팬오션 영업이익 및 BDI 추이



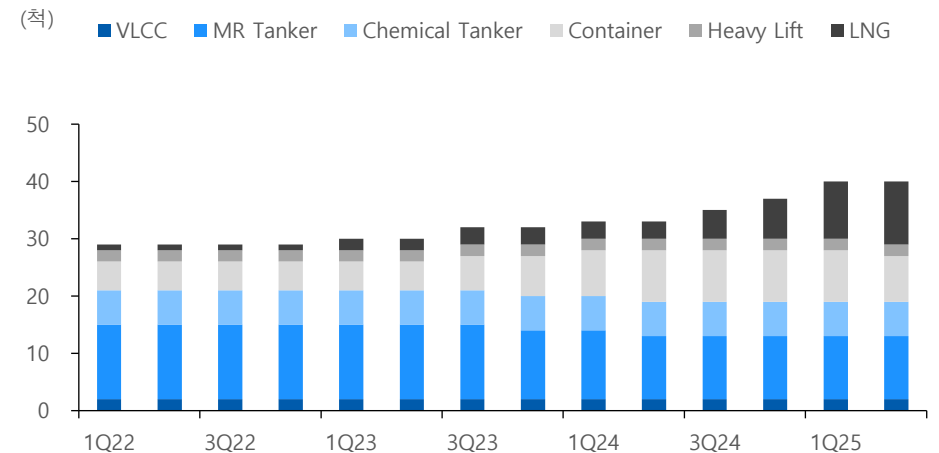
자료: 팬오션, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

팬오션 벌크 운영 선대 규모 추이



자료: 팬오션, 유안타증권 리서치센터

팬오션 非벌크 사선 운영 선대 규모 추이



자료: 팬오션, 유안타증권 리서치센터



팬오션(028670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,361	5,161	5,464	5,864	6,113
매출원가	3,861	4,578	4,861	5,234	5,430
매출총이익	500	583	603	630	682
판매비	114	112	114	123	128
영업이익	386	471	490	507	554
EBITDA	876	940	980	1,037	1,104
영업외손익	-137	-189	-82	-81	-86
외환관련손익	8	-63	-19	11	10
이자손익	-86	-96	-96	-102	-106
관계기업관련손익	-3	24	29	20	20
기타	-56	-54	4	-10	-10
법인세비용차감전순손익	248	282	408	427	468
법인세비용	3	14	11	14	15
계속사업순손익	245	268	397	413	453
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	245	268	397	413	453
지배지분순이익	245	268	397	413	453
포괄순이익	301	982	205	318	358
지배지분포괄이익	301	982	205	318	358

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	751	676	1,162	1,275	1,342
당기순이익	245	268	397	413	453
감가상각비	490	468	490	530	550
외환손익	-6	11	20	-11	-10
중속, 관계기업관련손익	3	-24	-10	-20	-20
자산부채의 증감	23	-15	28	60	62
기타현금흐름	-4	-33	238	304	308
투자활동 현금흐름	-84	-660	-757	-849	-816
투자자산	223	-165	71	-9	-8
유형자산 증가 (CAPEX)	-313	-385	-1,000	-782	-752
유형자산 감소	2	0	6	0	0
기타현금흐름	4	-111	166	-58	-56
재무활동 현금흐름	-470	-207	-732	-195	-249
단기차입금	-11	-79	78	70	11
사채 및 장기차입금	111	1,502	-32	-54	-43
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-80	-45	-64	-64	-64
기타현금흐름	-490	-1,584	-714	-147	-153
연결범위변동 등 기타	12	104	530	-323	-179
현금의 증감	208	-87	203	-92	99
기초 현금	745	953	866	1,069	976
기말 현금	953	866	1,069	976	1,075
NOPLAT	386	471	490	507	554
FCF	437	291	162	493	590

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2, PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,757	2,022	1,807	1,737	1,721
현금및현금성자산	953	866	1,069	976	1,075
매출채권 및 기타채권	231	297	254	270	281
재고자산	119	122	105	111	116
비유동자산	6,097	8,250	8,696	8,957	9,241
유형자산	5,841	7,862	8,360	8,612	8,814
관계기업등 지분관련자산	136	180	154	164	170
기타투자자산	68	103	70	70	72
자산총계	7,854	10,272	10,503	10,694	10,963
유동부채	1,294	1,277	1,407	1,388	1,385
매입채무 및 기타채무	457	477	479	508	530
단기차입금	64	0	0	0	0
유동성장기부채	409	419	424	414	394
비유동부채	1,847	3,341	3,302	3,259	3,237
장기차입금	118	165	183	169	169
사채	0	121	115	115	115
부채총계	3,141	4,618	4,709	4,647	4,622
지배지분	4,713	5,653	5,794	6,047	6,341
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	1,638	1,860	2,192	2,540	2,929
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,713	5,653	5,794	6,047	6,341
순차입금	1,397	2,724	2,561	2,569	2,569
총차입금	2,440	3,864	4,009	3,925	3,894

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	458	502	742	772	847
BPS	8,817	10,576	10,839	11,313	11,862
EBITDAPS	1,639	1,759	1,833	1,941	2,066
SPS	8,158	9,655	10,221	10,970	11,435
DPS	85	120	120	120	120
PER	11.1	7.8	5.0	4.8	4.4
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.7	5.1	4.6	4.4	4.1
PSR	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-32.1	18.3	5.9	7.3	4.2
영업이익 증가율 (%)	-51.1	22.1	3.9	3.6	9.2
지배순이익 증가율 (%)	-63.8	9.4	47.9	4.1	9.7
매출총이익률 (%)	11.5	11.3	11.0	10.7	11.2
영업이익률 (%)	8.8	9.1	9.0	8.7	9.1
지배순이익률 (%)	5.6	5.2	7.3	7.0	7.4
EBITDA 마진 (%)	20.1	18.2	17.9	17.7	18.1
ROIC	6.7	6.4	5.9	6.0	6.4
ROA	3.2	3.0	3.8	3.9	4.2
ROE	5.3	5.2	6.9	7.0	7.3
부채비율 (%)	66.6	81.7	81.3	76.8	72.9
순차입금/자기자본 (%)	29.6	48.2	44.2	42.5	40.5
영업이익/금융비용 (배)	3.1	3.5	3.5	3.5	3.6



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		국내	해외				
		팬오션	Starbulk Carriers	Golden Ocean	Genco	Safe Bulkers	Navios Maritime
Ticker		028670 KS	SBLK US	GOGL US	GNK US	SB US	NMM US
시가총액		1,994	2,054	1,591	684	440	1,354
매출액	2024	5,161	1,265	968	423	308	1,334
	2025F	5,549	866	662	325	269	1,206
	2026F	5,737	1,040	855	361	304	1,327
영업이익	2024	471	383	314	87	128	486
	2025F	496	213	161	18	79	383
	2026F	534	385	402	64	107	433
순이익	2024	268	305	223	76	97	367
	2025F	377	146	74	9	36	248
	2026F	402	333	309	55	47	305
PER	2024	7.8	6.2	9.2	8.9	5.0	3.8
	2025F	5.3	13.4	-	87.5	10.8	5.5
	2026F	5.0	6.0	-	12.5	5.9	4.4
PBR	2024	0.4	0.7	0.9	0.6	0.5	0.4
	2025F	0.3	0.8	-	0.8	0.5	0.4
	2026F	0.3	0.8	-	0.8	0.5	0.4
ROE	2024	5.2	14.7	11.7	8.3	11.0	12.5
	2025F	6.6	6.0	4.2	1.3	5.3	6.1
	2026F	6.7	13.2	16.8	7.6	11.6	5.7
EV/EBITDA	2024	5.3	5.6	6.6	4.2	4.6	4.9
	2025F	5.7	7.4	-	8.1	6.3	4.6
	2026F	5.0	5.1	-	5.3	5.1	4.1

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터,

주: 1) 국내 단위는 십억원, 해외 단위는 백만달러, 2) 2025/10/20 종가기준

HMM (011200): 어려운 시황의 연속

윤승



최지윤 윤승
jiyeon.choi@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (M)
목표주가	22,000원 (D)
현재주가 (10/20)	20,450원
상승여력	8%

시가총액	209,621억원
총발행주식수	943,237,970주
60일 평균 거래대금	385억원
60일 평균 거래량	1,716,250주
52주 고/저	25,950원
외인지분율	15,750원
배당수익률	6.22%
주요주주	한국산업은행 32.60%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.9)	(18.2)	19.0
상대	(17.7)	(31.6)	(19.1)
절대(달려환산)	(10.6)	(19.7)	14.9

- 3Q25 Preview:** 3Q25 예상 매출액과 영업이익은 각각 2조 6,541억원(YoY -25.3%), 3,259억원(YoY -77.7%, OPM 12.3%)으로 전망. 컨테이너 부문 영업이익은 2,798억원(YoY -80.9%)으로 전망. 미중 무역분쟁 불확실성과 컨테이너선 공급 증가가 맞물리며 3분기 평균 SCFI와 CCFI 지수는 각각 1,481pt(YoY -51.9%), 1,205pt(YoY -39.7%)를 기록. 큰 폭으로 하락했던 운임 수준으로 인해 전년 대비 감익 불가피. 다만, 5월 중순 미중 관세 유예로 긴급 수요가 급증하면서 SCFI 지수가 단기 급등했던 부분은 동사의 3분기 실적에 일부 반영된 것으로 추정.
- 어려운 시황의 연속:** 2026년에도 컨테이너 해운은 공급 과잉 지속으로 시황 약세가 이어질 전망. 2026년 예상 수요 증감률은 +2.5%로, 2025년 8월부터 발효된 상호관세가 컨테이너 물동량에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상하는 가운데, 미중 무역 갈등이 재차 심화되는 등 수요 불확실성이 짙어지는 중. 반면 공급 증감률은 +5.0%로 수요 증감률을 초과. 글로벌 선사들의 친환경 선박 중심의 신규 발주가 지속 이어지며 2025년 9월 기준 전체 선복량 대비 발주잔량이 31% 기록했다는 점을 감안하면, 향후 2~3년간 연평균 +7% 이상의 선복량 증가세는 이어질 전망. 이에 2026년 SCFI 시황은 점진적인 하향세가 불가피하며, 동사의 2026년 컨테이너 부문 연간 영업이익은 전년 대비 -50% 감소한 5,782억원으로 전망. 2.1조원 규모의 자사주 매입 소각도 종료되어 주가 모멘텀은 제한적인 상황. 기대 요인이었던 IMO 탄소세 부과와 1년 연기 결정으로 노후선박 폐선에 따른 공급 조정효과도 시점이 늦춰지며, 단기적으로는 과잉 공급 해소가 쉽지 않을 것으로 판단. 투자 의견 HOLD를 유지하고, 목표주가는 22,000원(12M Fwd BPS 31,246원에 글로벌 Peer PBR 0.7배를 적용)으로 하향 조정.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,401	11,700	10,536	9,672	9,834
매출액증가율	-54.8	39.3	-9.9	-8.2	1.7
영업이익	585	3,513	1,268	710	753
영업이익률	7.0	30.0	12.0	7.3	7.7
지배주주귀속순이익	969	3,782	1,630	1,038	1,063
지배주주 귀속 EPS	1,829	5,055	1,697	1,101	1,127
증가율	-91.2	176.4	-66.4	-35.1	2.4
PER	10.2	3.5	12.1	18.6	18.1
PBR	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	0.6	0.4	4.9	5.7	5.3
ROA	3.7	12.7	5.0	3.2	3.2
ROE	4.6	15.3	6.1	3.9	3.9

자료: 유안타증권 리서치센터

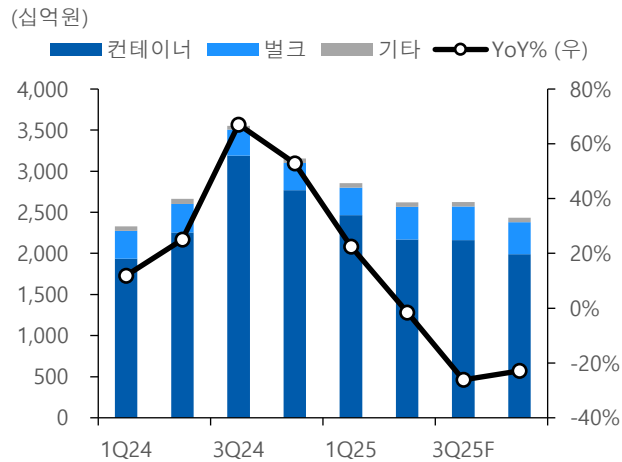


HMM 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
원/달러	1,330	1,371	1,356	1,399	1,452	1,399	1,387	1,385	1,364	1,406	1,380
SCFI (pt)	2,010	2,628	3,082	2,257	1,762	1,645	1,481	1,229	2,494	1,529	1,239
매출액 (십억원)	2,330	2,663	3,552	3,155	2,855	2,623	2,624	2,434	11,700	10,536	9,672
YoY (%)	11.9	25.0	67.0	52.9	22.5	-1.5	-26.1	-22.8	39.3	-9.9	-8.2
컨테이너 (십억원)	1,936	2,254	3,188	2,770	2,466	2,170	2,162	1,989	10,148	8,787	7,815
YoY (%)	10.5	26.5	82.9	64.1	27.4	-3.7	-32.2	-28.2	45.7	-13.4	-11.1
벌크 (십억원)	339	348	319	331	335	397	410	392	1,337	1,534	1,637
YoY (%)	18.9	16.1	-4.6	2.3	-1.1	13.9	28.6	18.5	7.6	14.7	6.7
기타 (십억원)	55	61	45	54	53	56	52	54	215	215	220
YoY (%)	22.8	28.9	-8.4	4.2	-2.4	-7.9	15.2	-0.8	11.3	0.1	2.0
영업이익 (십억원)	407	644	1,461	1,000	614	233	266	155	3,513	1,268	710
YoY (%)	32.6	303.6	1827.5	2260.7	50.8	-63.8	-81.8	-84.5	500.7	-63.9	-44.0
영업이익률 (%)	17.5	24.2	41.1	31.7	21.5	8.9	10.1	6.4	30.0	12.0	7.3
컨테이너 (십억원)	350	607	1,468	955	578	188	220	126	3,380	1,112	546
YoY (%)	53.2	354.4	6524.0	8287.0	65.2	-69.1	-85.0	-86.9	754.3	-67.1	-50.9
영업이익률 (%)	18.1	26.9	46.0	34.5	23.5	8.6	10.2	6.3	33.3	12.7	7.0
벌크 (십억원)	53	34	-8	52	35	33	45	35	132	148	164
YoY (%)	-28.2	50.9	적전	40.6	-33.8	-2.8	흑전	-33.3	-29.1	12.2	10.6
영업이익률 (%)	15.7	9.8	-2.5	15.8	10.5	8.4	10.9	8.9	9.9	9.7	10.0
기타 (십억원)	4	4	1	-7	0	12	1	-5	1	9	1
YoY (%)	-12.9	-13.5	-28.2	3.4	-90.0	253.8	15.2	적지	-57.9	579.7	-94.1
영업이익률 (%)	6.5	5.8	2.7	-12.8	0.7	22.4	2.7	-10.0	0.6	4.1	0.2

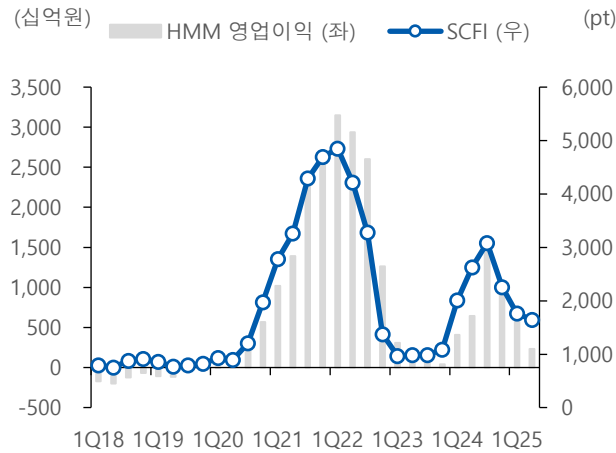
자료: 유안타증권 리서치센터

HMM 매출액 추이 및 전망



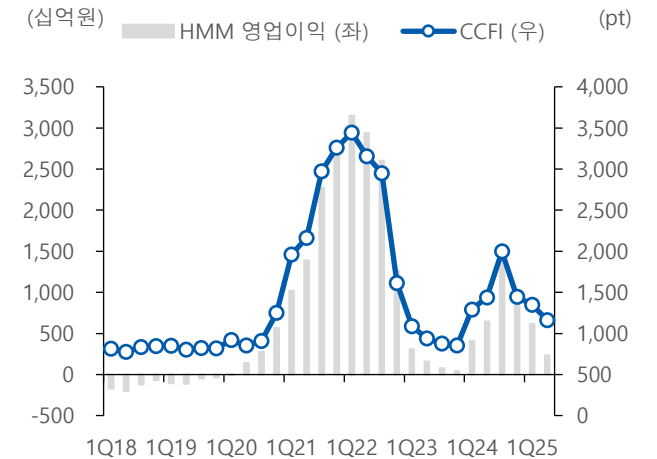
자료: HMM, 유안타증권 리서치센터

HMM 영업이익 및 SCFI 추이



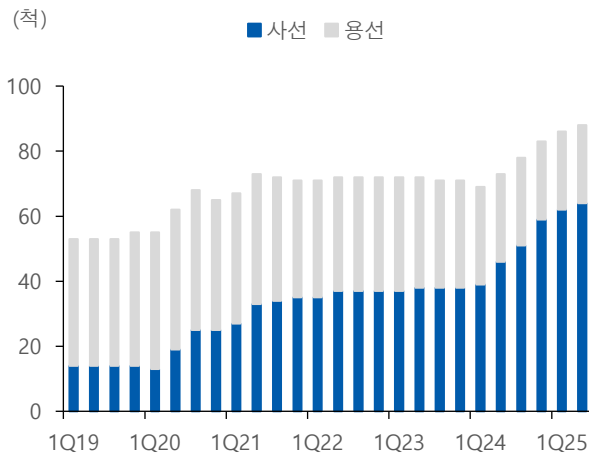
자료: HMM, Clarkson, 유안타증권 리서치센터

HMM 영업이익 및 CCFI 추이



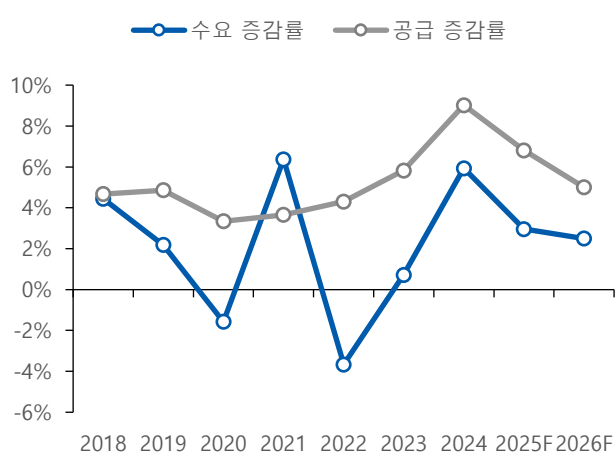
자료: HMM, Clarkson, 유안타증권 리서치센터

HMM 컨테이너 선대 규모 추이



자료: HMM, 유안타증권 리서치센터

글로벌 컨테이너 해운 수요, 공급 증감률 추이 및 전망



자료: Clarkson, 유안타증권 리서치센터

HMM 목표주가 산정

내용		비고
12M Fwd BPS (원)	31,246	
Target PBR (배)	0.7	글로벌 컨테이너 선사 Peer PBR
적정주가 (원)	21,873	
목표주가 (원)	22,000	
전일종가 (원)	20,450	
상승여력	8%	

자료: 유안타증권 리서치센터



HMM(011200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,401	11,700	10,536	9,672	9,834
매출원가	7,426	7,737	8,776	8,468	8,576
매출총이익	975	3,963	1,760	1,205	1,258
판매비	390	451	491	494	504
영업이익	585	3,513	1,268	710	753
EBITDA	1,458	4,416	2,337	1,795	1,861
영업외손익	469	384	432	394	377
외환관련손익	16	-476	-14	18	16
이자손익	500	531	437	422	407
관계기업관련손익	-154	162	36	36	36
기타	107	166	-27	-82	-82
법인세비용차감전순손익	1,054	3,897	1,700	1,104	1,130
법인세비용	86	114	70	66	67
계속사업순손익	969	3,782	1,630	1,038	1,063
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	969	3,782	1,630	1,038	1,063
지배지분순이익	969	3,782	1,630	1,038	1,063
포괄순이익	1,324	6,947	524	1,894	1,119
지배지분포괄이익	1,324	6,947	524	1,894	1,119

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,980	4,875	2,747	1,616	1,646
당기순이익	969	3,782	1,630	1,038	1,063
감가상각비	873	903	1,069	1,085	1,108
외환손익	-45	-6	180	-18	-16
중속, 관계기업관련손익	154	-166	-36	-36	-36
자산부채의 증감	186	-8	-46	-420	-440
기타현금흐름	-156	369	-50	-33	-33
투자활동 현금흐름	-1,487	-6,232	971	-1,631	-935
투자자산	-57	-1	-85	-4	-10
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,037	-2,537	-1,122	-1,200	-1,327
유형자산 감소	10	17	14	0	0
기타현금흐름	597	-3,711	2,165	-427	402
재무활동 현금흐름	-2,238	-539	-3,589	-52	-103
단기차입금	73	-73	0	0	0
사채 및 장기차입금	-1,054	1,470	59	-52	-17
자본	1,011	977	749	0	0
현금배당	-667	-528	-539	-431	-517
기타현금흐름	-1,601	-2,385	-3,858	431	431
연결범위변동 등 기타	15	119	90	134	-663
현금의 증감	-1,730	-1,778	219	67	-56
기초 현금	4,980	3,250	1,472	1,690	1,758
기말 현금	3,250	1,472	1,690	1,758	1,702
NOPLAT	585	3,513	1,268	710	753
FCF	-57	2,338	1,625	416	319

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	13,180	17,997	15,572	16,854	17,231
현금및현금성자산	3,250	1,472	1,690	1,758	1,702
매출채권 및 기타채권	935	1,568	1,210	1,194	1,216
재고자산	362	402	310	306	311
비유동자산	12,534	15,852	16,022	16,141	16,371
유형자산	7,716	9,846	10,285	10,401	10,620
관계기업등 지분관련자산	333	506	593	597	607
기타투자자산	1,175	366	364	364	364
자산총계	25,713	33,849	31,593	32,994	33,601
유동부채	2,001	2,357	2,311	2,287	2,298
매입채무 및 기타채무	761	838	726	716	728
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	825	958	1,050	1,036	1,026
비유동부채	2,271	3,636	3,584	3,545	3,539
장기차입금	171	89	58	58	58
사채	109	57	0	0	0
부채총계	4,273	5,993	5,894	5,832	5,837
자본지분	21,439	27,854	25,699	27,161	27,763
자본금	3,445	4,405	5,125	5,125	5,125
자본잉여금	4,436	4,453	4,482	4,482	4,482
이익잉여금	10,889	14,115	15,177	15,785	16,331
비지배지분	2	2	2	2	2
자본총계	21,441	27,856	25,699	27,163	27,765
순차입금	-8,690	-11,360	-9,401	-10,755	-11,122
총차입금	3,116	4,513	4,572	4,520	4,503

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,829	5,055	1,697	1,101	1,127
BPS	31,115	31,615	29,831	31,530	32,228
EBITDAPS	2,752	5,902	2,433	1,903	1,973
SPS	15,863	15,638	10,967	10,254	10,425
DPS	700	600	500	600	500
PER	10.2	3.5	12.1	18.6	18.1
PBR	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	0.6	0.4	4.9	5.7	5.3
PSR	1.2	1.1	1.9	2.0	2.0

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-54.8	39.3	-9.9	-8.2	1.7
영업이익 증가율 (%)	-94.1	500.7	-63.9	-44.0	6.1
지배순이익 증가율 (%)	-90.4	290.5	-56.9	-36.3	2.4
매출총이익률 (%)	11.6	33.9	16.7	12.5	12.8
영업이익률 (%)	7.0	30.0	12.0	7.3	7.7
지배순이익률 (%)	11.5	32.3	15.5	10.7	10.8
EBITDA 마진 (%)	17.4	37.7	22.2	18.6	18.9
ROIC	8.5	36.6	11.3	6.2	6.5
ROA	3.7	12.7	5.0	3.2	3.2
ROE	4.6	15.3	6.1	3.9	3.9
부채비율 (%)	19.9	21.5	22.9	21.5	21.0
순차입금/자기자본 (%)	-40.5	-40.8	-36.6	-39.6	-40.1
영업이익/금융비용 (배)	3.7	26.3	6.6	3.6	3.9



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		국내	해외					
		HMM	Maersk	Hapag-Lloyd	COSCO	Evergreen	Yang Ming	NYK Line
Ticker		011200 KS	MAERSKB SW	HLAG GR	1919 HK	2603 TT	2609 TT	9101 JP
시가총액		20,962	32,532	24,212	31,170	12,934	6,145	14,707
매출액	2024	11,700	55,482	20,675	32,482	14,432	6,933	16,533
	2025F	10,481	52,280	20,833	30,522	12,313	5,500	15,763
	2026F	9,704	49,269	19,160	29,018	11,031	4,939	15,804
영업이익	2024	3,513	6,198	2,789	8,105	4,979	2,104	1,210
	2025F	1,306	2,860	1,016	4,431	2,403	650	1,140
	2026F	813	-372	207	2,171	1,512	205	1,127
순이익	2024	3,782	6,109	2,581	6,830	4,341	1,998	1,583
	2025F	1,804	2,582	770	3,861	2,041	625	1,721
	2026F	1,167	-808	-349	2,450	1,229	403	1,338
PER	2024	3.5	-	11.3	3.9	3.5	4.1	8.7
	2025F	10.9	-	31.6	6.7	6.2	9.6	8.8
	2026F	16.5	-	-	10.5	9.8	15.9	10.2
PBR	2024	0.6	-	1.3	0.8	0.8	0.8	0.7
	2025F	0.7	-	1.1	0.7	0.7	0.6	0.7
	2026F	0.7	-	1.2	0.7	0.7	0.5	0.7
ROE	2024	15.3	11.0	12.1	22.8	27.3	20.8	8.9
	2025F	6.5	4.6	3.2	11.6	11.2	6.0	8.2
	2026F	4.2	-0.7	-2.5	7.0	7.8	4.4	6.5
EV/EBITDA	2024	1.0	-	5.5	1.8	2.1	0.5	8.4
	2025F	4.3	3.5	7.0	3.6	2.7	-	8.6
	2026F	5.2	5.3	9.8	5.2	4.0	-	8.5

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터,

주: 1) 국내 단위는 십억원, 해외 단위는 백만달러, 2) 2025/10/20 종가기준



현대글로비스 (086280): 안정적인 이익 성장과 주주환원 확대

윤승



최지운 윤승
jiyun.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	210,000원 (I)
현재주가 (10/20)	166,700원
상승여력	26%

시가총액	125,025억원
총발행주식수	75,000,000주
60일 평균 거래대금	372억원
60일 평균 거래량	219,125주
52주 고/저	190,100원
외인지분율	105,400원
배당수익률	51.04%
주요주주	정익선 외 5인 29.35%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.3)	16.9	38.2
상대	(15.4)	(2.3)	(6.0)
절대(달러환산)	(8.0)	14.7	33.4

- 투자 의견 BUY, 목표주가 210,000원으로 커버리지 개시:** 동사에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 210,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd BPS 144,248원에 Target PBR 1.4배(최근 5년 12M Fwd PBR 밴드 상단 1.56에 10% 디스카운트)를 적용. 미국 입항수수료 부과에 따른 단기 변동 요인은 존재하나, 장기적인 관점에서 해운 부문의 안정적인 이익 성장과 높은 수준의 주주환원에 주목해야 한다는 판단.
- 3Q25 Preview:** 3Q25 예상 매출액은 7조 7,787억원(YoY +4.2%), 영업이익은 5,300억원(YoY +13.0%, OPM 6.8%)으로 컨센서스에 부합 전망. 물류 부문 영업이익은 2,069억원(YoY -2.0%, OPM 7.7%)으로, SCFI 운임이 전년 대비 약세가 지속되면서 포워딩 사업이 다소 부진했고, 이에 따라 수익성이 둔화되었을 것으로 추정. 해운 부문 영업이익은 1,892억원(YoY +74.7%, OPM 13.3%)으로, 모든 사업부문 중 가장 높은 이익 성장을 기대. 고단가 비계열(중국 중심) 물량 수요가 호조를 보였고, 고원가의 단기 용선 반납 및 장기용선을 통한 선대 효율화도 수익성 개선에 기여했을 것으로 추정. 결과적으로, 당분기 해운부문의 전사 이익 비중은 36%로 상승할 것으로 전망. 유통 부문 영업이익은 1,339억원(YoY -10.5%, OPM 3.7%)으로, 환율 하락에 따라 이익이 전년 대비 감소했을 것으로 판단.
- 안정적인 이익 성장과 주주환원 확대:** 10월 14일부터 미국 항구에 입항하는 외국산 PCTC에 대해 선박의 Net Ton당 46달러의 입항수수료가 부과되기 시작. 이에 동사 기준 연간 2,000억원을 소폭 상회하는 비용이 부과될 예정이지만, 화주에게 수수료를 전가할 수 있는 가능성을 염두에 두어야 할 것. 오히려 PCTC 사업에서의 견조한 비계열 물량 확대, 선대 효율화에 따른 원가 절감 등으로 해운 부문 이익 성장은 2026년에도 안정적으로 이어질 전망. 동사가 제시했던 배당성향 최소 25% 유지, 매년 DPS 최소 5% 상향에 근거하여, 2025년 예상 DPS는 전년 대비 +53% 증가한 5,660원을 기록할 것으로 예상한다는 점이 긍정적.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	25,683	28,407	30,241	31,339	32,932
매출액증가율	-4.8	10.6	6.5	3.6	5.1
영업이익	1,554	1,753	2,111	2,205	2,315
영업이익률	6.1	6.2	7.0	7.0	7.0
지배주주귀속순이익	1,061	1,094	1,698	1,768	1,865
지배주주 귀속 EPS	14,148	14,585	22,634	23,576	24,869
증가율	-10.8	3.1	55.2	4.2	5.5
PER	6.1	7.2	7.4	7.1	6.7
PBR	0.8	0.9	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	2.8	3.0	4.0	3.7	3.3
ROA	7.4	6.9	9.7	9.5	9.4
ROE	14.5	13.2	18.1	16.8	16.1

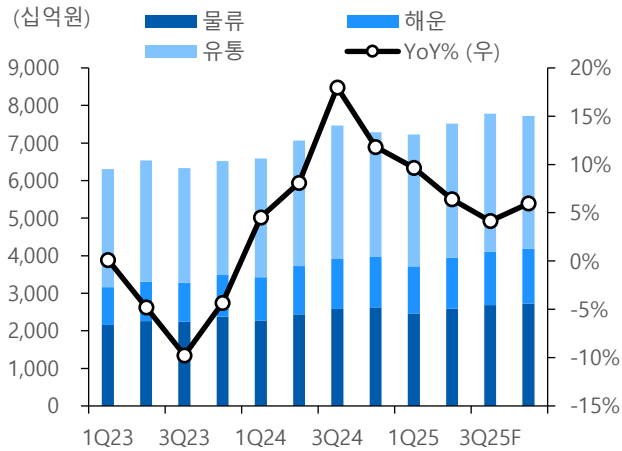
자료: 유안타증권 리서치센터

현대글로벌비스 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
원/달러	1,330	1,371	1,356	1,399	1,452	1,399	1,387	1,385	1,364	1,406	1,380
매출액 (십억원)	6,586	7,064	7,469	7,288	7,223	7,516	7,779	7,723	28,407	30,241	31,339
YoY (%)	4.5	8.1	18.0	11.8	9.7	6.4	4.2	6.0	10.6	6.5	3.6
물류 (십억원)	2,275	2,434	2,583	2,622	2,458	2,589	2,687	2,725	9,914	10,459	10,793
YoY (%)	5.7	7.9	15.1	10.4	8.1	6.3	4.0	3.9	9.8	5.5	3.2
국내물류 (십억원)	480	492	495	491	462	494	503	510	1,958	1,969	1,991
해외물류 (십억원)	1,795	1,943	2,088	2,131	1,996	2,095	2,183	2,215	7,956	8,489	8,803
해운 (십억원)	1,151	1,288	1,329	1,353	1,257	1,360	1,422	1,459	5,121	5,498	5,794
YoY (%)	14.1	22.3	28.2	21.5	9.2	5.6	7.0	7.8	21.6	7.4	5.4
PCTC (십억원)	922	995	1,014	1,069	1,007	1,066	1,107	1,144	4,000	4,323	4,578
벌크 (십억원)	229	293	315	284	250	294	316	315	1,121	1,175	1,216
유통 (십억원)	3,161	3,342	3,557	3,313	3,508	3,567	3,670	3,539	13,373	14,284	14,752
YoY (%)	0.4	3.7	16.6	9.3	11.0	6.7	3.2	6.8	7.4	6.8	3.3
CKD (십억원)	2,652	2,814	3,106	2,857	3,012	3,052	3,198	3,057	11,428	12,318	12,716
중고차 및 기타 (십억원)	508	528	452	456	496	515	472	482	1,944	1,966	2,036
영업이익 (십억원)	385	439	469	460	502	539	530	540	1,753	2,111	2,205
YoY (%)	-5.4	6.5	22.1	31.1	30.4	22.7	13.0	17.5	12.8	20.4	4.5
영업이익률 (%)	5.8	6.2	6.3	6.3	6.9	7.2	6.8	7.0	6.2	7.0	7.0
물류 (십억원)	182	203	211	235	198	203	207	213	831	821	851
YoY (%)	8.2	-7.8	10.6	41.1	9.0	0.3	-2.0	-9.7	11.5	-1.2	3.7
영업이익률 (%)	8.0	8.3	8.2	9.0	8.1	7.9	7.7	7.8	8.4	7.8	7.9
해운 (십억원)	83	79	108	97	137	200	189	190	366	716	743
YoY (%)	-21.9	6.1	109.5	60.5	66.3	155.0	74.7	95.9	25.5	95.6	3.7
영업이익률 (%)	7.2	6.1	8.1	7.2	10.9	14.7	13.3	13.0	7.1	13.0	12.8
유통 (십억원)	121	158	150	128	167	135	134	138	556	574	612
YoY (%)	-9.4	33.1	5.6	3.3	38.1	-14.4	-10.5	8.1	7.5	3.2	6.7
영업이익률 (%)	3.8	4.7	4.2	3.9	4.7	3.8	3.7	3.9	4.2	4.0	4.1

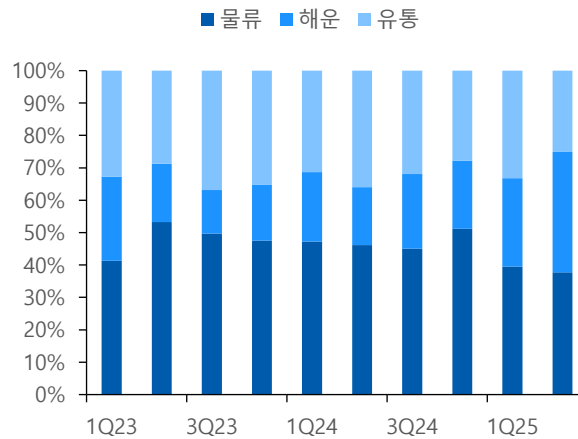
자료: 유안타증권 리서치센터

현대글로벌비스 매출액 추이 및 전망



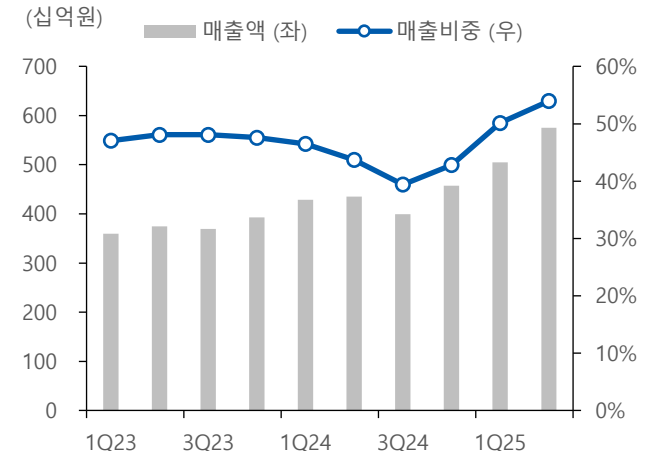
자료: 현대글로벌비스, 유안타증권 리서치센터

현대글로벌비스 부문별 이익 비중 추이



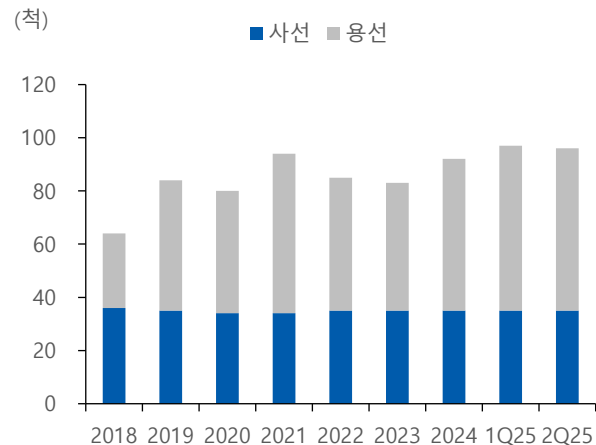
자료: 현대글로벌비스, 유안타증권 리서치센터

현대글로벌비스 PCTC 비계열 매출 및 비중 추이



자료: 현대글로벌비스, 유안타증권 리서치센터

현대글로벌비스 PCTC 선대 현황



자료: 현대글로벌비스, 유안타증권 리서치센터

현대글로벌비스 밸류업 계획



자료: 현대글로벌비스

현대글로벌비스 목표주가 산정

내용	비고	
12M Fwd BPS (원)	146,338	
Target PBR (배)	1.4	최근 5년 12M Fwd PBR 밴드 상단에 10% 디스카운트
적정주가 (원)	209,263	
목표주가 (원)	210,000	
전일종가 (원)	166,700	
상승여력	26%	

자료: 유안타증권 리서치센터



현대글로벌비스(086280) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	25,683	28,407	30,241	31,339	32,932
매출원가	23,592	25,957	27,415	28,391	29,821
매출총이익	2,091	2,450	2,826	2,948	3,111
판매비	537	697	715	742	796
영업이익	1,554	1,753	2,111	2,205	2,315
EBITDA	2,107	2,427	2,862	2,962	3,083
영업외손익	-101	-208	-43	-65	-25
외환관련손익	-76	1	13	-8	5
이자손익	-49	-7	-18	-1	25
관계기업관련손익	-7	-122	-6	-1	-1
기타	32	-80	-32	-55	-55
법인세비용차감전순손익	1,453	1,545	2,068	2,141	2,289
법인세비용	383	445	370	372	424
계속사업순손익	1,070	1,099	1,698	1,769	1,866
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,070	1,099	1,698	1,769	1,866
지배지분순이익	1,061	1,094	1,698	1,768	1,865
포괄순이익	1,119	1,262	1,445	1,366	1,658
지배지분포괄이익	1,109	1,255	1,444	1,365	1,657

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,242	2,122	2,346	2,437	2,476
당기순이익	1,070	1,099	1,698	1,769	1,866
감가상각비	538	655	728	735	750
외환손익	359	199	-64	8	-5
중속, 관계기업관련손익	7	122	6	1	1
자산부채의 증감	211	-329	-87	-211	-268
기타현금흐름	57	376	65	136	133
투자활동 현금흐름	-1,007	-489	-1,449	-1,519	-1,460
투자자산	-32	-167	110	-23	-38
유형자산 증가 (CAPEX)	-316	-939	-873	-1,066	-958
유형자산 감소	3	46	1	0	0
기타현금흐름	-662	571	-687	-430	-463
재무활동 현금흐름	-701	-703	-679	-497	-416
단기차입금	106	165	-174	-72	30
사채 및 장기차입금	-72	465	-140	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-214	-236	-278	-425	-446
기타현금흐름	-521	-1,097	-87	0	0
연결범위변동 등 기타	-303	56	-9	-5	210
현금의 증감	231	986	209	417	810
기초 현금	2,060	2,291	3,277	3,485	3,902
기말 현금	2,291	3,277	3,485	3,902	4,712
NOPLAT	1,554	1,753	2,111	2,205	2,315
FCF	1,926	1,183	1,473	1,371	1,518

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,772	9,861	10,575	11,241	12,471
현금및현금성자산	2,291	3,277	3,485	3,902	4,712
매출채권 및 기타채권	3,040	3,261	3,456	3,565	3,743
재고자산	1,348	1,724	1,827	1,885	1,981
비유동자산	5,954	6,988	7,455	7,788	8,016
유형자산	4,726	5,717	6,096	6,427	6,635
관계기업등 지분관련자산	676	674	714	737	774
기타투자자산	217	237	293	294	295
자산총계	14,725	16,849	18,030	19,029	20,487
유동부채	4,468	5,311	5,090	5,128	5,341
매입채무 및 기타채무	2,603	2,834	3,003	3,098	3,255
단기차입금	1,047	1,059	853	763	763
유동성장기부채	127	431	188	188	188
비유동부채	2,474	2,729	2,868	2,888	2,921
장기차입금	559	584	478	478	478
사채	300	110	409	409	409
부채총계	6,941	8,040	7,958	8,016	8,262
지배지분	7,755	8,773	10,035	10,975	12,187
자본금	19	38	38	38	38
자본잉여금	154	135	135	135	135
이익잉여금	7,513	8,359	9,778	11,122	12,542
비지배지분	29	36	37	37	38
자본총계	7,784	8,809	10,072	11,013	12,225
순차입금	-513	-267	-969	-1,525	-2,406
총차입금	3,518	4,149	3,835	3,762	3,792

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	14,148	14,585	22,634	23,576	24,869
BPS	103,405	116,975	133,798	146,338	162,491
EBITDAPS	28,094	32,363	38,166	39,488	41,104
SPS	342,443	378,765	403,212	417,856	439,094
DPS	3,150	3,700	5,660	5,940	5,940
PER	6.1	7.2	7.4	7.1	6.7
PBR	0.8	0.9	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	2.8	3.0	4.0	3.7	3.3
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4

재무비율 (단위: 배, %, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-4.8	10.6	6.5	3.6	5.1
영업이익 증가율 (%)	-13.6	12.8	20.4	4.5	4.9
지배순이익 증가율 (%)	-10.8	3.1	55.2	4.2	5.5
매출총이익률 (%)	8.1	8.6	9.3	9.4	9.4
영업이익률 (%)	6.1	6.2	7.0	7.0	7.0
지배순이익률 (%)	4.1	3.9	5.6	5.6	5.7
EBITDA 마진 (%)	8.2	8.5	9.5	9.5	9.4
ROIC	17.0	16.9	21.0	20.9	20.9
ROA	7.4	6.9	9.7	9.5	9.4
ROE	14.5	13.2	18.1	16.8	16.1
부채비율 (%)	89.2	91.3	79.0	72.8	67.6
순차입금/자기자본 (%)	-6.6	-3.0	-9.7	-13.9	-19.7
영업이익/금융비용 (배)	9.2	9.3	11.1	12.0	12.7



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		국내	해외				
		현대글로벌비스	Wallenius Wilhelmsen	Hoegh Autoliners	NYK Line	Mitsui OSK	K line
Ticker		086280 KS	WALWILO SS	HAUTONOK EU	9101 JP	9104 JP	9107 JP
시가총액		12,503	3,350	1,813	14,707	10,549	8,973
매출액	2024	28,407	5,307	1,371	16,533	11,275	6,634
	2025F	29,995	5,311	1,413	15,763	11,389	6,584
	2026F	31,635	5,062	1,326	15,804	11,113	6,616
영업이익	2024	1,753	1,289	612	1,210	714	583
	2025F	2,115	1,237	548	1,140	717	627
	2026F	2,244	855	395	1,127	765	627
순이익	2024	1,094	973	620	1,583	1,812	706
	2025F	1,723	975	509	1,721	1,334	773
	2026F	1,806	721	349	1,338	1,122	644
PER	2024	7.2	-	3.1	8.7	6.4	14.3
	2025F	7.3	3.6	3.7	8.8	7.6	11.0
	2026F	6.9	5.2	5.2	10.2	9.0	13.3
PBR	2024	0.9	-	1.6	0.7	0.7	0.9
	2025F	1.2	1.0	1.6	0.7	0.6	0.8
	2026F	1.1	1.0	1.6	0.7	0.5	0.8
ROE	2024	13.3	30.6	47.9	8.9	12.2	6.6
	2025F	18.2	30.4	42.3	8.2	7.6	7.2
	2026F	16.7	19.5	30.6	6.5	6.5	6.2
EV/EBITDA	2024	3.8	-	3.6	8.4	14.0	11.5
	2025F	3.8	2.8	4.0	8.6	15.8	8.9
	2026F	3.3	3.3	4.6	8.5	14.9	8.7

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터,

주: 1) 국내 단위는 십억원, 해외 단위는 백만달러, 2) 2025/10/20 종가기준



CJ대한통운 (000120): 택배와 CL의 동반 성장 기대

윤승



최지운 윤승
jiyun.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	120,000 원 (I)
현재주가 (10/20)	81,900 원
상승여력	47%

시가총액	18,683억원
총발행주식수	22,812,344주
60일 평균 거래대금	47억원
60일 평균 거래량	55,769주
52주 고/저	97,500원
외인지분율	77,600원
배당수익률	13.56%
주요주주	CJ제일제당 외 2 인 40.19%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.0)	(11.3)	(8.3)
상대	(12.4)	(25.8)	(37.6)
절대(달려환산)	(4.7)	(12.9)	(11.5)

- 투자의견 BUY, 목표주가 120,000원으로 커버리지 개시:** 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 120,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 동사 12M Fwd BPS 206,696원에 Target PBR 0.6배를 적용해 산출. 2026년에도 택배, CL 부문의 성장세가 이어질 것으로 예상하며, 글로벌 부문의 인도 법인 상장, 13%의 자사주 활용 여력이 남아있어 긍정적. 반면 동사 주가는 2026년 예상 BPS 0.4배로 저점 수준에 거래되고 있어, 밸류에이션 매력도 부각.
- 3Q25 Preview:** 3Q25 예상 매출액은 3조 812억원(YoY +3.5%), 영업이익은 1,349억원(YoY -4.7%, OPM 4.4%)으로 컨센서스에 부합할 전망. 택배 부문 매출액은 9,193억원(YoY +2.4%), 영업이익은 542억원(YoY +0.4%, OPM 5.9%)으로, 3분기에도 판가 경쟁이 이어지며 택배 단가가 전년 대비 -2% 하락했으나, 소비심리 회복, 주 7일 배송 도입에 따른 시장점유율 확대 등으로 택배 물동량이 전년 대비 +5% 증가하며, 수익성이 개선되었을 것으로 추정. CL 부문 매출액은 8,589억원(YoY +11.8%), 영업이익은 532억원(YoY +4.0%, OPM 6.2%)으로, W&D 사업의 신규 수주 호조와 대형 화주 초기 비용이 완화되면서 외형, 이익 모두 성장세를 기록할 것으로 예상. 글로벌 부문 매출액은 1조 860억원(YoY -1.1%), 영업이익은 211억원(YoY -25.1%, OPM 1.9%)으로, 미국 법인의 배터리 물량 감소 영향과 컨테이너 운임 하락에 따른 포워딩 실적 부진이 반영되었을 것으로 추정.
- 2026년 택배와 CL의 동반 성장 기대:** 2026년에는 금리 인하 등에 따른 민간소비 회복과, 주 7일 배송 안착에 따른 택배 물동량 및 점유율 상승세가 지속될 것으로 기대. CL 부문은 W&D 중심의 신규 수주가 이어지고, 생산성 혁신 효과가 점차 가시화되면서 수익성이 지속 개선될 것으로 예상. 국내 W&D 시장은 2024년 기준 약 25조원으로 추산되며, 이 중 3PL의 비중은 33%(8.4조원)에 불과, 선진국(미국 90%) 대비 현저히 낮은 수준. 이러한 낮은 침투율은 향후 물류 아웃소싱 확대에 따른 장기 성장성을 의미하며, 동사는 고도화된 기술력과 운영 효율성을 바탕으로 국내 3PL 확산에 따른 수혜 강도가 가장 높을 것으로 예상.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,768	12,117	12,406	12,952	13,522
매출액증가율	-3.0	3.0	2.4	4.4	4.4
영업이익	480	531	486	565	630
영업이익률	4.1	4.4	3.9	4.4	4.7
지배주주귀속순이익	225	248	225	284	331
지배주주 귀속 EPS	9,854	10,893	9,859	12,442	14,498
증가율	23.8	10.5	-9.5	26.2	16.5
PER	8.6	9.7	8.3	6.6	5.6
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.8	4.9	4.7	4.1	3.6
ROA	2.4	2.6	2.3	2.8	3.3
ROE	6.3	6.6	5.7	7.0	7.8

자료: 유안타증권 리서치센터

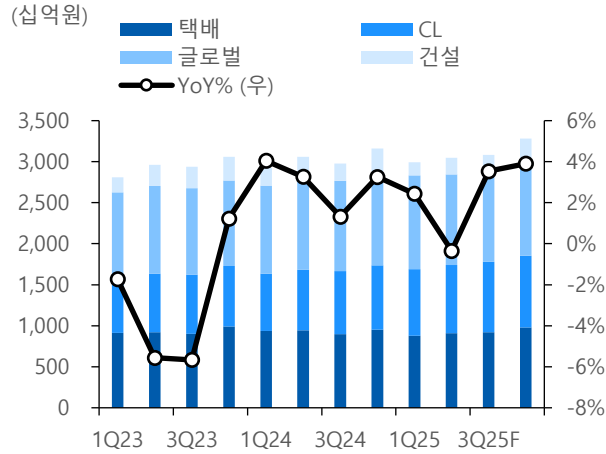


CJ대한통운 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
원/달러	1,330	1,371	1,356	1,399	1,452	1,399	1,387	1,385	1,364	1,406	1,380
매출액 (십억원)	2,921	3,059	2,976	3,160	2,993	3,048	3,081	3,284	12,117	12,406	12,952
YoY (%)	4.0	3.3	1.3	3.3	2.4	-0.4	3.5	3.9	3.0	2.4	4.4
택배 (십억원)	937	943	898	951	876	908	919	981	3,729	3,684	3,877
YoY (%)	2.9	2.3	-0.3	-3.9	-6.5	-3.7	2.4	3.1	0.2	-1.2	5.2
물동량 (백만 Box)	405	412	394	408	377	396	412	427	1,619	1,612	1,687
택배 단가 (원)	2,314	2,289	2,278	2,332	2,325	2,290	2,232	2,299	2,304	2,286	2,297
CL (십억원)	697	737	768	783	814	833	859	872	2,986	3,378	3,612
YoY (%)	2.6	3.3	6.2	6.3	16.7	13.1	11.8	11.3	4.6	13.1	6.9
글로벌 (십억원)	1,076	1,124	1,099	1,134	1,143	1,103	1,086	1,136	4,433	4,468	4,570
YoY (%)	3.9	5.0	4.2	8.5	6.2	-1.9	-1.1	0.2	5.4	0.8	2.3
건설 (십억원)	211	256	211	292	160	205	217	295	969	876	893
YoY (%)	16.5	-0.8	-18.5	1.1	-24.4	-19.9	3.0	1.0	-1.7	-9.6	1.9
영업이익 (십억원)	109	125	142	154	85	115	135	150	531	486	565
YoY (%)	10.4	11.5	13.5	7.2	-21.9	-8.1	-4.7	-2.8	10.5	(8.5)	16.3
영업이익률 (%)	3.7	4.1	4.8	4.9	2.9	3.8	4.4	4.6	4.4	3.9	4.4
택배 (십억원)	54	62	54	70	34	46	54	65	239	199	240
YoY (%)	8.5	0.2	-3.1	-12.5	-35.9	-25.8	0.4	-6.4	-3.0	-16.5	20.3
영업이익률 (%)	5.7	6.5	6.0	7.3	3.9	5.0	5.9	6.6	6.4	5.4	6.2
CL (십억원)	41	43	51	50	40	45	53	56	185	194	225
YoY (%)	18.0	13.2	15.9	81.1	-3.9	5.5	4.0	11.8	28.1	4.7	16.3
영업이익률 (%)	5.9	5.8	6.7	6.4	4.9	5.4	6.2	6.4	6.2	5.7	6.2
글로벌 (십억원)	12	19	28	28	12	21	21	22	86	75	79
YoY (%)	-17.1	17.8	83.1	-13.6	0.0	11.9	-25.1	-22.7	11.4	-13.0	5.2
영업이익률 (%)	1.1	1.6	2.6	2.5	1.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.7	1.7
글로벌 (십억원)	3	3	8	7	0	4	6	8	21	18	21
YoY (%)	302.9	흑전	-13.7	50.9	적전	46.2	-23.2	7.9	67.8	-15.9	17.5
영업이익률 (%)	1.4	1.0	3.9	2.4	-0.1	1.9	2.9	2.6	2.2	2.0	2.3

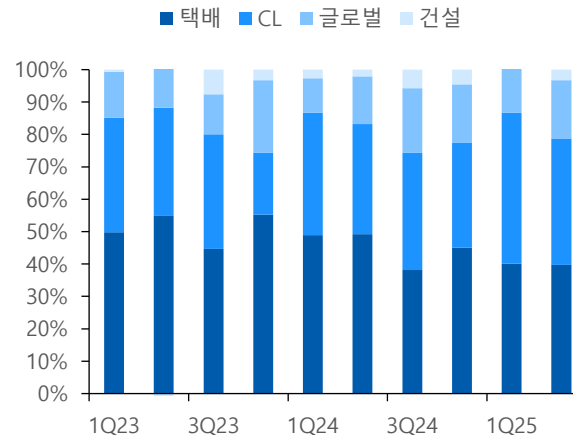
자료: 유안타증권 리서치센터

CJ대한통운 매출액 추이 및 전망



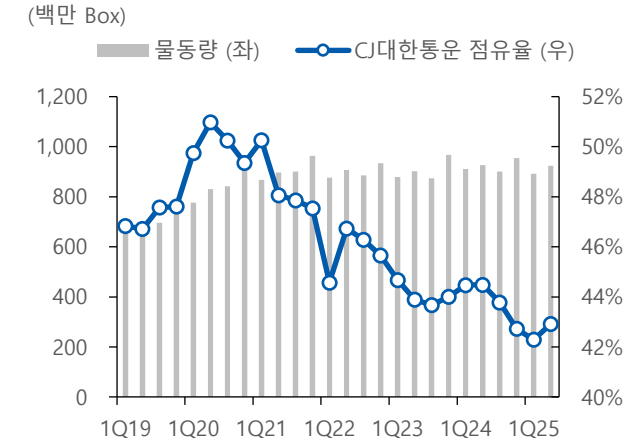
자료: CJ대한통운, 유안타증권 리서치센터

CJ대한통운 부문별 이익 비중 추이



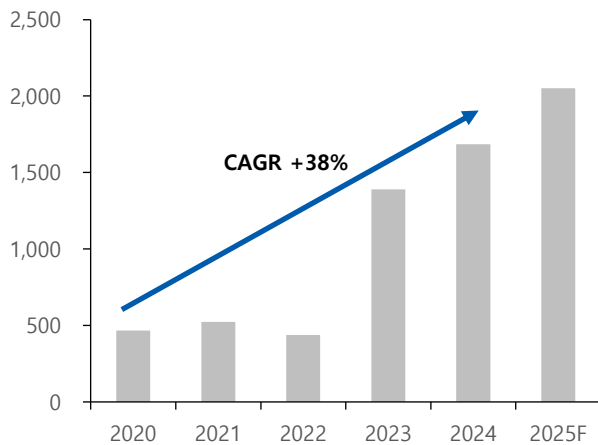
자료: CJ대한통운, 유안타증권 리서치센터

국내 택배 물동량 및 CJ대한통운 점유율 추이



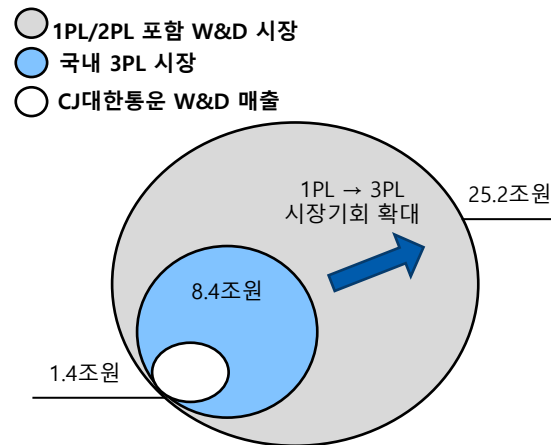
자료: CJ대한통운, 유안타증권 리서치센터

CJ대한통운 CL 고객사 수 추이



자료: CJ대한통운, 유안타증권 리서치센터

W&D 시장 규모



자료: CJ대한통운, 유안타증권 리서치센터

CJ대한통운 목표주가 산정

내용	비고
12M Fwd BPS (원)	206,696
Target PBR (배)	0.6 과거 2년 중상단 PBR의 평균
적정주가 (원)	123,292
목표주가 (원)	120,000
전일종가 (원)	81,900
상승여력	47%

자료: 유안타증권 리서치센터



CJ대한통운(000120) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,768	12,117	12,406	12,952	13,522
매출원가	10,469	10,730	11,033	11,472	11,977
매출총이익	1,299	1,387	1,373	1,480	1,545
판매비	819	856	888	915	915
영업이익	480	531	486	565	630
EBITDA	1,059	1,152	1,053	1,137	1,208
영업외손익	-155	-152	-158	-152	-138
외환관련손익	0	21	5	5	0
이자손익	-132	-141	-141	-129	-107
관계기업관련손익	9	8	20	16	16
기타	-32	-41	-42	-44	-47
법인세비용차감전순손익	325	378	328	413	492
법인세비용	82	110	77	99	126
계속사업순손익	243	268	250	314	366
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	243	268	250	314	366
지배지분순이익	225	248	225	284	331
포괄순이익	278	368	142	181	233
지배지분포괄이익	261	323	199	286	368

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	837	606	1,007	1,141	1,184
당기순이익	243	268	250	314	366
감가상각비	523	561	567	573	578
외환손익	-6	-15	-5	-5	0
중속, 관계기업관련손익	-9	-8	-6	-16	-16
자산부채의 증감	-52	-332	-152	-65	-63
기타현금흐름	137	132	354	340	318
투자활동 현금흐름	-80	-278	-709	-763	-796
투자자산	-48	-36	-3	-13	-12
유형자산 증가 (CAPEX)	-257	-193	-488	-385	-469
유형자산 감소	7	14	11	0	0
기타현금흐름	218	-63	-229	-366	-315
재무활동 현금흐름	-1,056	-347	-378	-347	-269
단기차입금	-329	273	11	-35	-42
사채 및 장기차입금	-54	-25	29	-143	-63
자본	2	1	-16	0	0
현금배당	-42	-24	-27	-16	-16
기타현금흐름	-632	-571	-375	-154	-147
연결범위변동 등 기타	6	6	316	72	63
현금의 증감	-293	-13	238	104	182
기초 현금	583	290	277	515	619
기말 현금	290	277	515	619	801
NOPLAT	480	531	486	565	630
FCF	579	413	520	756	715

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,488	2,783	3,170	3,433	3,738
현금및현금성자산	290	277	515	619	801
매출채권 및 기타채권	1,495	1,641	1,706	1,787	1,865
재고자산	30	36	37	39	41
비유동자산	6,869	6,961	6,774	6,599	6,502
유형자산	3,328	3,324	3,085	2,897	2,788
관계기업등 지분관련자산	122	143	149	156	163
기타투자자산	415	383	484	489	494
자산총계	9,358	9,744	9,944	10,032	10,240
유동부채	2,622	2,997	3,088	3,057	3,032
매입채무 및 기타채무	1,256	1,310	1,361	1,426	1,488
단기차입금	366	656	653	601	542
유동성장기부채	326	419	438	363	305
비유동부채	2,692	2,521	2,548	2,502	2,518
장기차입금	218	404	277	277	277
사채	938	579	669	669	669
부채총계	5,314	5,518	5,637	5,559	5,550
지배지분	3,604	3,949	4,010	4,145	4,327
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,327	2,328	2,312	2,312	2,312
이익잉여금	1,112	1,325	1,527	1,795	2,109
비지배지분	439	277	298	328	363
자본총계	4,043	4,226	4,308	4,473	4,690
순차입금	2,765	2,984	2,758	2,427	2,125
총차입금	3,265	3,513	3,553	3,376	3,270

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,854	10,893	9,859	12,442	14,498
BPS	180,690	197,983	201,065	207,822	216,932
EBITDAPS	46,441	50,519	46,142	49,858	52,965
SPS	515,856	531,149	543,824	567,763	592,755
DPS	500	800	800	800	800
PER	8.6	9.7	8.3	6.6	5.6
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.8	4.9	4.7	4.1	3.6
PSR	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1

재무비율 (단위: 배, %) (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-3.0	3.0	2.4	4.4	4.4
영업이익 증가율 (%)	16.6	10.5	-8.5	16.3	11.5
지배순이익 증가율 (%)	23.8	10.5	-9.5	26.2	16.5
매출총이익률 (%)	11.0	11.4	11.1	11.4	11.4
영업이익률 (%)	4.1	4.4	3.9	4.4	4.7
지배순이익률 (%)	1.9	2.1	1.8	2.2	2.4
EBITDA 마진 (%)	9.0	9.5	8.5	8.8	8.9
ROIC	7.2	7.4	7.6	8.8	9.8
ROA	2.4	2.6	2.3	2.8	3.3
ROE	6.3	6.6	5.7	7.0	7.8
부채비율 (%)	131.4	130.6	130.8	124.3	118.3
순차입금/자기자본 (%)	76.7	75.6	68.8	58.6	49.1
영업이익/금융비용 (배)	3.1	3.3	3.0	3.7	4.3



국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

Ticker		국내		해외						
		CJ대한통운 000120 KS	한진 002320 KS	FEDEX FDX US	UPS UPS US	DHL DHL GR	일본우정 6178 JP	순평공고 002352 CH	ZTO Express ZTO US	JD로지스틱스 2618 HK
시가총액		1,868	298	56,584	73,662	55,527	28,233	28,345	15,365	10,813
매출액	2024	12,117	3,015	87,693	91,070	91,071	82,985	39,505	6,150	25,395
	2025F	12,442	3,116	91,376	87,474	97,606	78,721	43,803	6,804	29,582
	2026F	12,965	3,259	95,107	87,670	99,985	80,157	47,870	7,620	32,977
영업이익	2024	531	100	5,559	8,468	6,738	4,629	2,158	1,636	1,010
	2025F	491	131	5,883	7,718	6,974	6,563	2,260	1,484	1,018
	2026F	553	144	6,643	8,466	7,423	7,076	2,591	1,694	1,222
순이익	2024	248	-4	4,331	5,782	3,604	1,861	1,413	1,225	861
	2025F	232	20	4,236	5,443	4,012	2,490	1,632	1,249	1,123
	2026F	282	32	4,740	5,920	4,299	2,699	1,880	1,415	1,251
PER	2024	9.7	-71.6	13.1	16.3	11.9	19.1	19.1	12.5	12.0
	2025F	8.1	14.7	13.3	13.4	13.3	10.9	17.4	12.6	10.1
	2026F	6.6	9.5	11.5	12.2	12.1	9.9	15.1	11.0	9.0
PBR	2024	0.5	0.2	2.2	6.4	1.7	0.5	2.2	1.8	1.4
	2025F	0.4	0.2	2.0	4.7	1.9	0.4	2.0	1.7	1.2
	2026F	0.4	0.2	1.8	4.8	1.9	0.4	1.9	1.5	1.1
ROE	2024	6.5	0.0	16.1	34.0	14.4	2.6	11.0	14.5	12.0
	2025F	5.9	1.6	14.8	34.1	14.6	4.0	11.6	13.5	12.3
	2026F	6.7	2.2	16.0	39.2	15.7	4.4	12.5	14.3	12.4
EV/EBITDA	2024	4.4	7.3	6.7	9.0	5.6	-	7.0	7.3	3.4
	2025F	4.6	5.7	6.9	8.1	6.5	-	6.8	7.2	3.8
	2026F	3.8	5.8	6.4	7.6	6.2	-	6.2	6.4	3.6

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터,

주: 1)국내 단위는 십억원, 해외 단위는 백만달러, 2) 2025/10/20 종가기준

[금융]

ROE만 안빠지면 주가는 주주환원율을 따라 상승한다

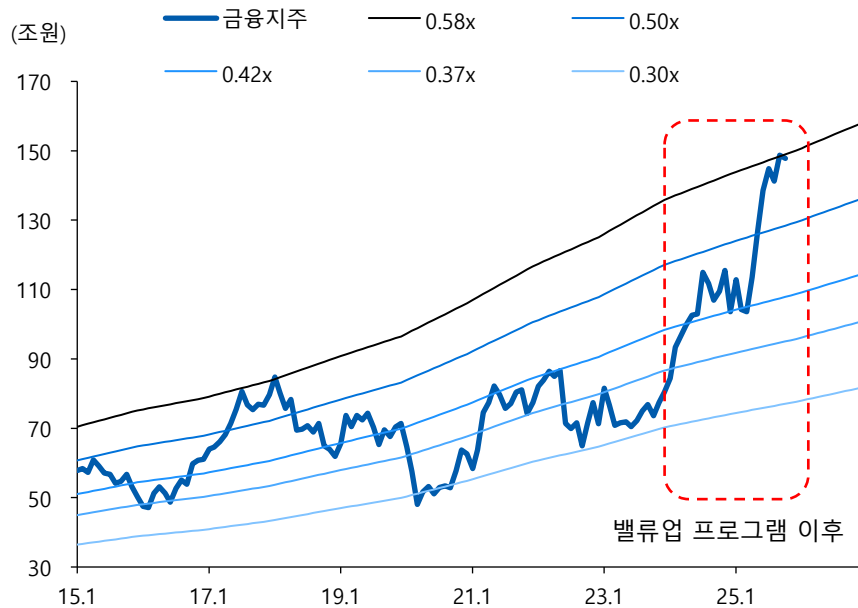


우도형 금융
dohyeong.woo@yuantakorea.com

은행: 더 상승할 여력이 있을까?

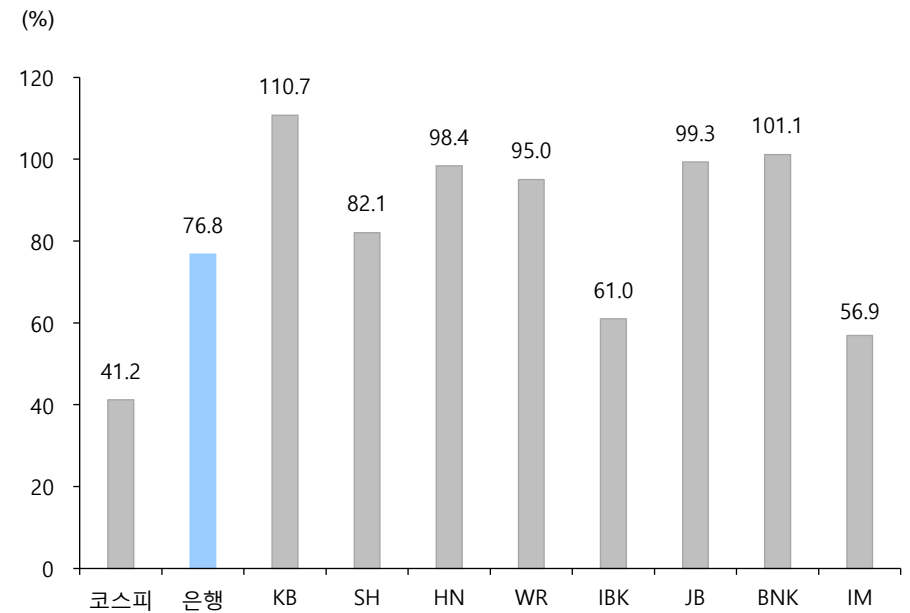
- 은행업종 **Trailing PBR은 0.58배 수준으로 전 고점에 도달한 상황임**. 24년 밸류업 프로그램 이후 은행업종 주가는 76.8% 상승하였으며 이는 코스피 상승률 41.2%를 35% 초과한 수준임 (YTD는 44.9%)
- 은행업종의 주가가 많이 상승을 했기 때문에 현 시점에서는 더 상승할 여력이 있는지 고민이 필요한 시점으로 생각됨
- 이에 따라 주가가 상승한 이유를 분석하며 추가적인 상승 여력이 있는지 파악할 필요가 있다고 판단됨

커버리지 은행 Trailing PBR 추이 (시가총액/지배주주자본)



자료: Quantwise, 커버리지 8개 은행 합산, 유안타증권 리서치센터
주: 2025년 10월 17일 주가 기준

커버리지 은행 밸류업 기간 수익률 (2023년 말 기준 현재까지 주가 수익률)

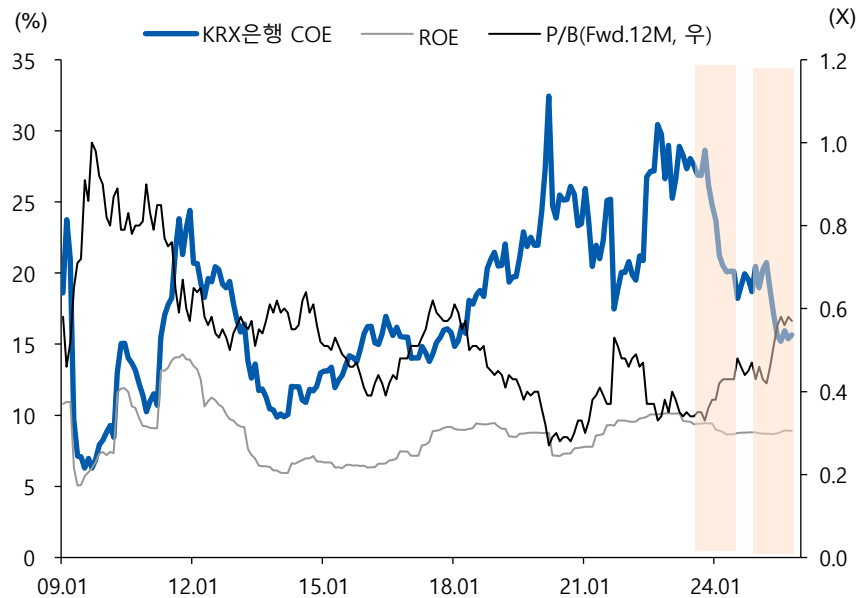


자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터
주: 2025년 10월 17일 주가 기준

주가 상승은 은행업종 COE 개선에 기인

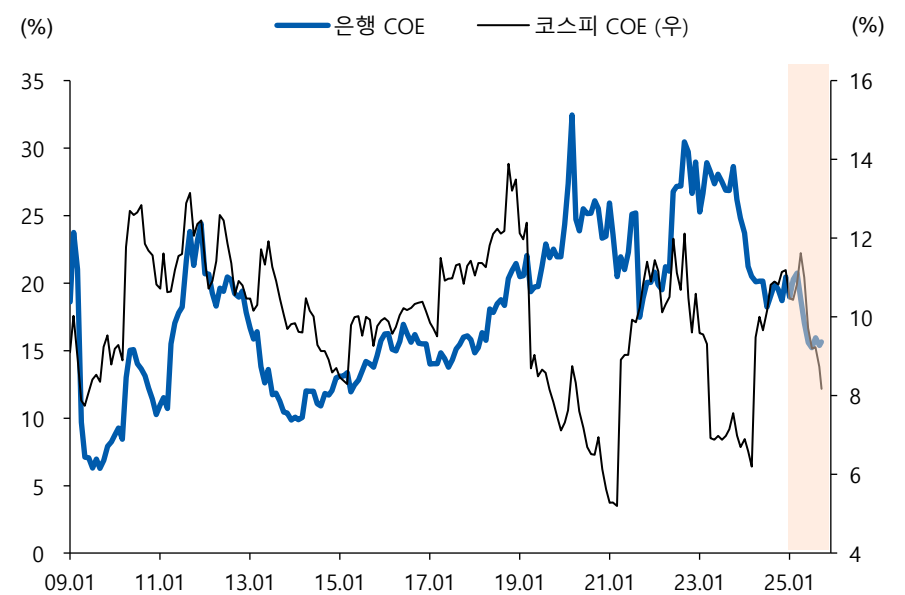
- 은행업종의 주가 상승은 COE 개선에 기인함. 2024년 밸류업 프로그램 이후 COE는 크게 하락하기 시작
- COE는 두 구간으로 하락, 첫 번째는 2024년 은행들의 밸류업 프로그램 발표 이후, 두 번째는 4월달 1분기 실적 발표에서 은행들의 실적 및 주주환원액이 컨센서스를 상회하였기 때문
- 또한 이재명 정부의 코스피 5000 달성 기대에 따른 KOSPI 증시 전반적인 주가 상승 영향 역시 존재하였음

은행업종 COE 추이 (ROE/PBR)



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

커버리지 은행 합산 주주환원액 및 주주환원율 추이

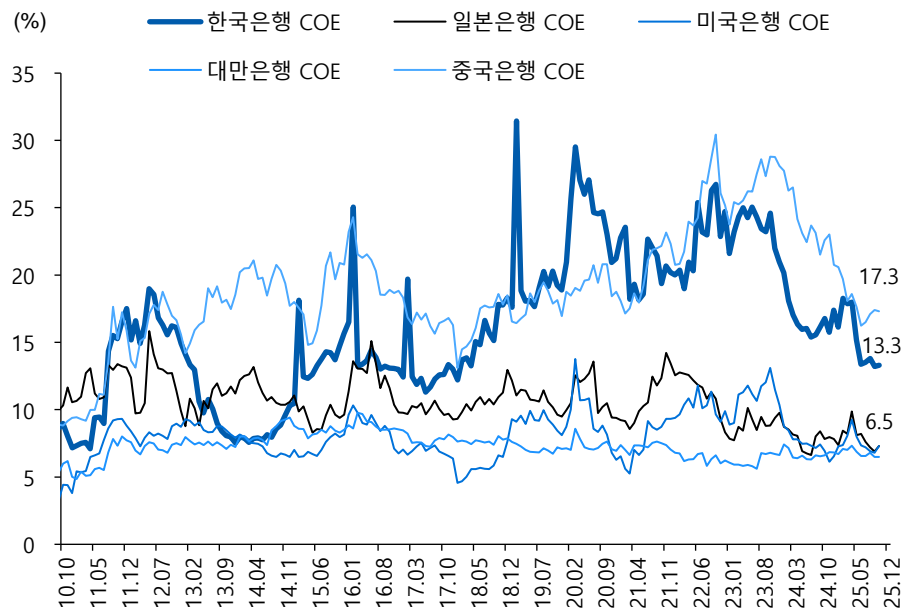


자료: Quantwise 유안타증권 리서치센터

글로벌 은행업종 COE 비교

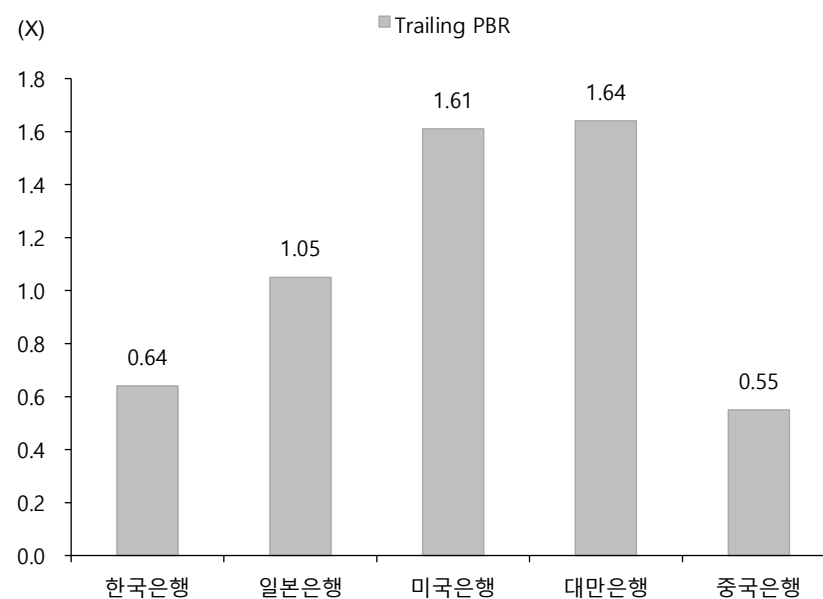
- 한국 은행업종 COE는 13.3% 수준으로 중국을 제외한 글로벌 은행업종 지수 COE 대비 상대적으로 높은 상황임
- COE가 높다는 것은 같은 ROE라도 PBR이 더 낮다는 것을 의미하며 현재 한국 은행업종 Trailing PBR은 0.64배로 일본, 미국, 대만 대비 낮은 상황임, 즉 현재 한국의 COE가 6.5%가 된다면 ROE는 개선되지 않더라도 PBR은 1배가 넘는 수준이 됨
- 한국 은행업종의 COE가 낮은 이유는 주요하게 글로벌 은행 대비 주주환원율이 낮기 때문임
- 향후 한국 은행업종의 추가적인 PBR 상승을 위해서는 1) 총주주환원율이 더 상승하거나, 2) ROE가 상승하여야 함

국가별 은행업종 COE 추이 (PBR=ROE/COE)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

국가별 은행업종 PBR

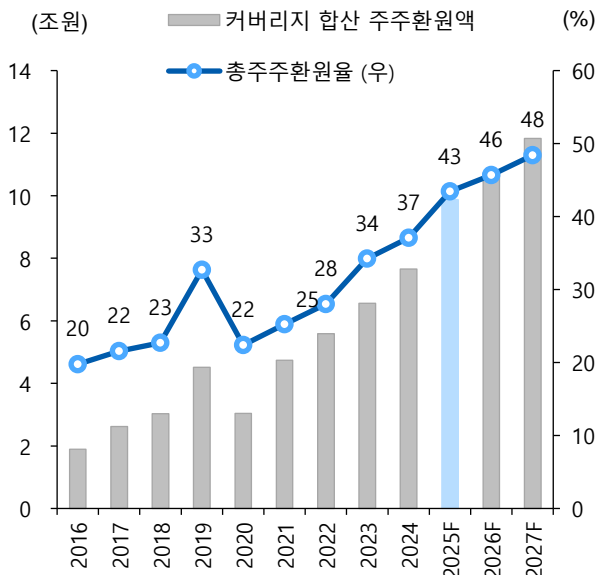


자료: Bloomberg 유안타증권 리서치센터

1) 총주주환원율: 25년 YoY +7%p, 26년 YoY +3%p

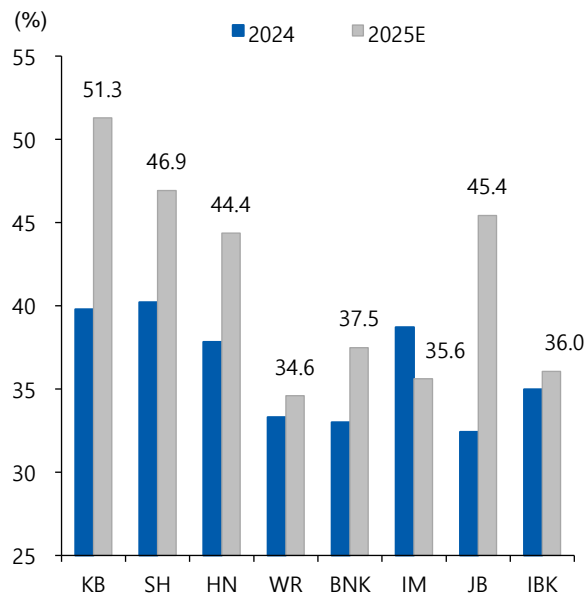
- 2025년 예상되는 커버리지 은행 평균 총주주환원율은 43%이며 이는 전년 대비 7%p 상승한 수준임
- 2024년 밸류업 프로그램 발표 당시 시중은행들은 2027년 총주주환원율 50% 달성을 목표로 했지만 KB금융의 경우 2025년 총주주환원율 50%를 조기달성 할 것으로 판단되며 2026년에 총주주환원율 50%를 달성할 기업 역시 존재할 것으로 판단
- 이에 따라 2025년 은행업종 PBR은 빠른 속도로 상승하였으며 2026, 2027년은 총주주환원율 상승세가 둔화됨에 따라 PBR 상승에 미치는 영향은 이전 대비 둔화 예상

커버리지 은행 합산 주주환원액 및 주주환원율 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

커버리지 은행 총주주환원율



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

PBR 분해 공식

$$PBR = PER \times ROE$$

$$PBR = \frac{\text{시가총액}}{\text{주주환원액}} \times \frac{\text{주주환원액}}{\text{당기순이익}} \times ROE$$

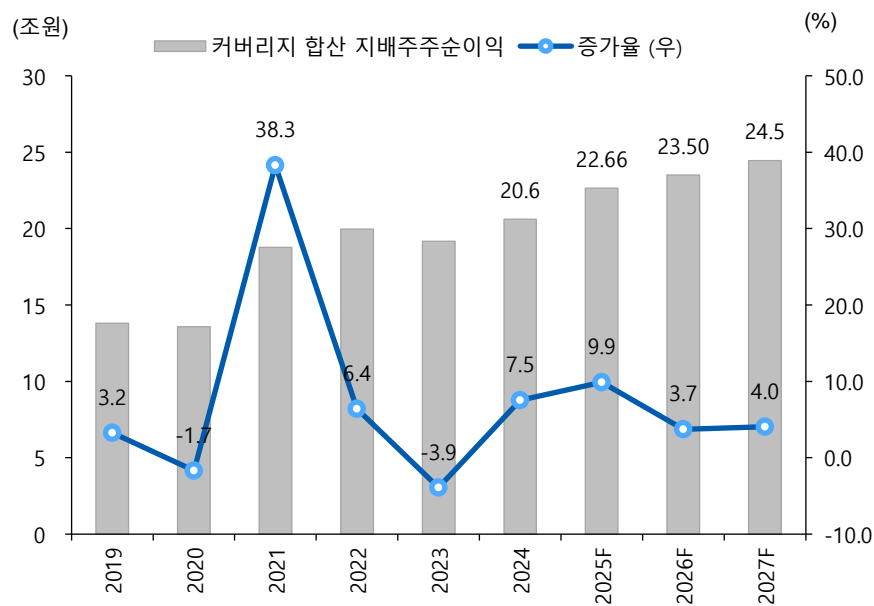
$$PBR = \frac{1}{\text{총주주환원수익률}} \times \text{총주주환원율} \times ROE$$

자료: 유안타증권 리서치센터

2) 지배주주순이익: 25년 YoY +9.9%, 26년 YoY +3.7%

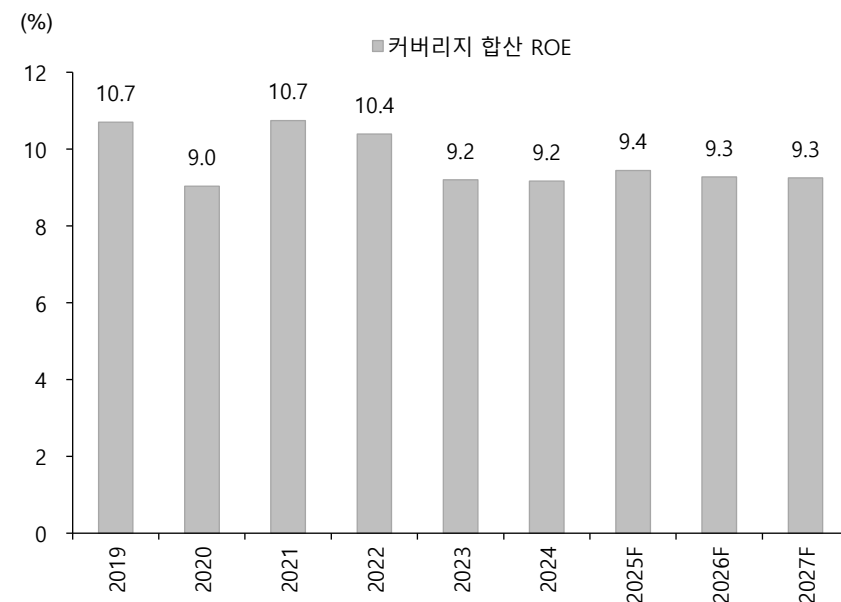
- 2025년 커버리지 은행의 합산 지배주주순이익은 22.7조원으로 전년대비 9.9% 증가한 수준이 전망됨, ROE는 9.4% 전망
- 2025년의 경우 1) 고금리예금의 리프라이싱 효과로 이자이익은 양호할 전망, 2) 비이자이익 역시 증시 상승으로 증가한 수준 기록, 3) 타워 매각 등 일회성 요인으로 영업외손익 역시 증가
- 이에 따라 2026년 지배주주순이익은 기고효과로 전년 대비 3.7% 증가한 수준 예상
- 비용 측면에서 CCR은 감소할 것으로 예상되나 2025년 경기회복이 지연되며 2026년 CCR 감소 폭 역시 둔화될 전망

커버리지 은행 합산 지배주주순이익 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

커버리지 합산 ROE 추이

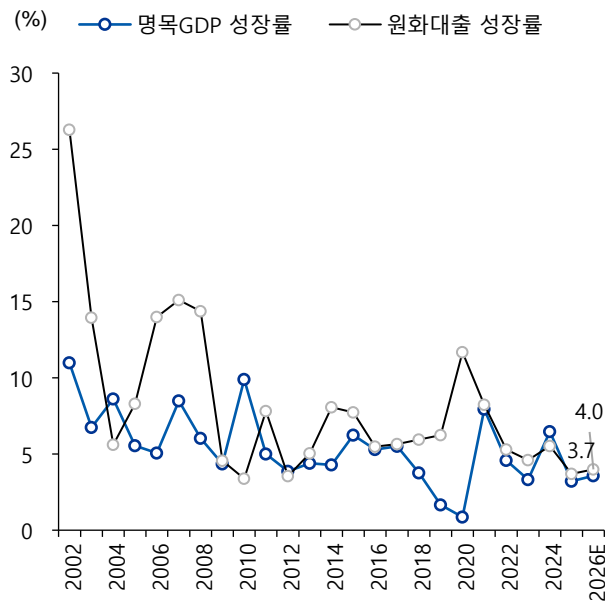


자료: 유안타증권 리서치센터

탑라인 성장은 양호할 전망

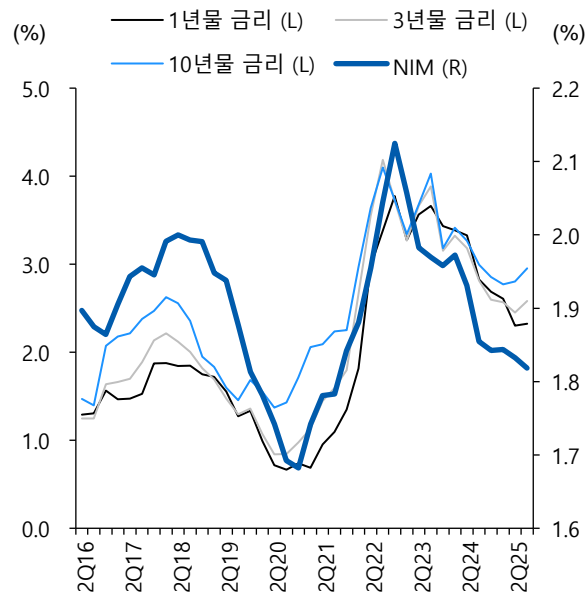
- 25년 원화대출은 가계대출 규제로 4% 이하의 성장률을 보일 것으로 판단됨
- 2026년 원화대출성장률은 명목GDP 수준의 성장률을 보일 것으로 판단되며 4% 수준의 성장률을 보일 것으로 예상됨
- 2026년 세계경제는 양호한 수준을 보일 것으로 판단되는 가운데 이에 따른 금리 인하 역시 제한적으로 판단됨
- NIM은 금리에 연동되는데 26년 금리 인하가 제한적이며 원화대출이 4% 수준 성장할 경우 이자이익은 건조할 것으로 생각됨
- 또한 금리인하 기조에서는 비이자이익 비중이 증가하기 때문에 금리가 하락하더라도 탑라인은 지속 성장을 전망

원화대출 성장률 전망



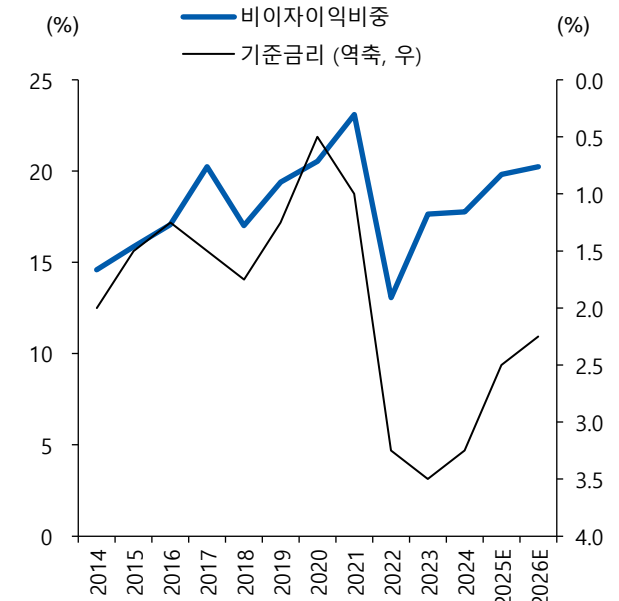
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

커버리지 은행 NIM 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

커버리지 은행 합산 비이자이익 비중 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

대손충당금 개선은 둔화

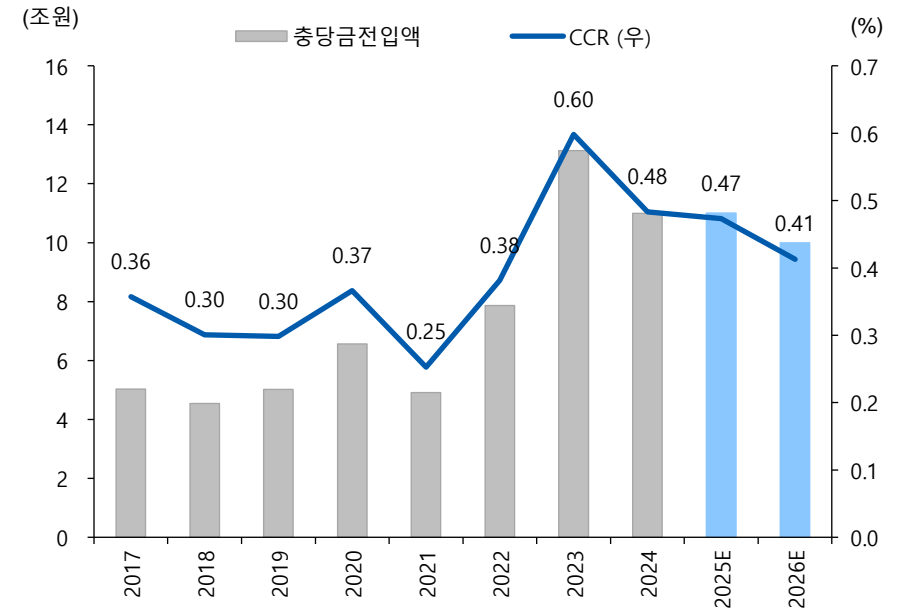
- 국내 은행 연체율 지표의 기울기는 둔화됐지만 여전히 상승하는 추세를 보이고 있으며 건전성에 대한 우려는 존재하는 상황
- 통상 연체율은 기준금리 인하 이후 6개월 이후부터 지표에 반영되기 시작하기 때문에 6~7월부터 연체율 하락 및 충당금감소 효과가 나타날 것으로 생각했으나 개선세는 둔화되는 모습
- 2025년 CCR은 은행들의 경상 충당금적립 증가로 전년대비 1bp 개선된 수준이 전망됨
- 다만 26년에는 CCR 개선이 좀 더 반영될 것으로 생각되며 현재 보수적인 기조가 변경된다면 추가적인 개선 여력도 존재할 것으로 판단

은행 총연체율 및 기준금리 추이



자료:금융감독원, 유안타증권 리서치센터

커버리지 은행 합산 충당금전입액 및 CCR 추이

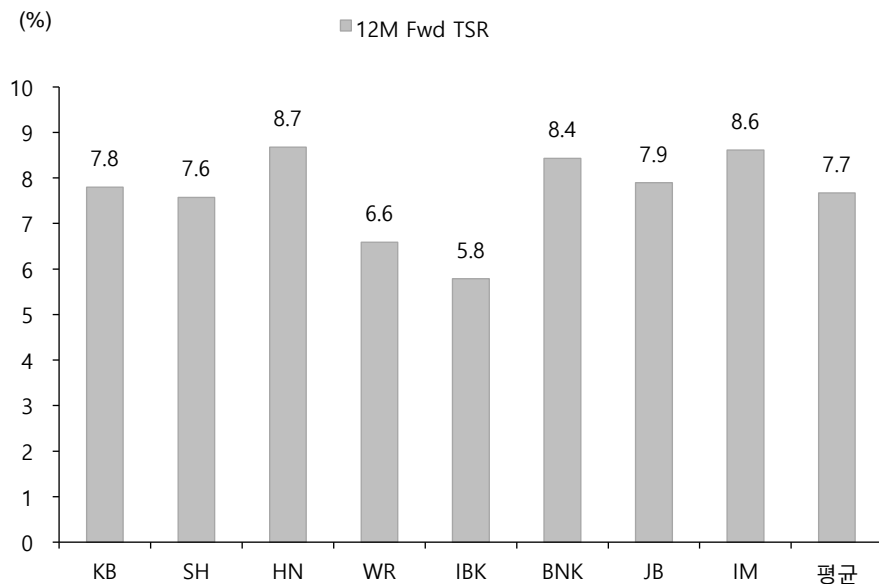


자료: 각 사 유안타증권 리서치센터

결론: 꾸준한 성장은 가능, 다만 성장 속도는 둔화 전망

- 은행업종은 1) 총주주환원율 상승과, 2) 총당금적립액 감소에 따른 ROE 개선 기대감으로 주가 측면에서 상승세는 지속될 것으로 판단
- 다만 과거 대비 총주주환원율의 상승 폭이 제한적으로 전망되는 만큼 주가 상승의 속도는 이전 대비 둔화될 전망
- Top pick: 총주주환원율수익률 측면에서 부담이 없는 KB금융과 하나금융 제시**
- KB금융 및 하나금융지주의 12M Fwd TSR은 각각 7.8%, 8.7%로 경쟁사 대비 높은 상황임, 이는 현재 시중은행에 대해 LTV, ELS, 상생금융 등 우려가 반영됐기 때문
- 다만 이익에 대한 영향은 제한적으로 판단되며 우려는 이미 주가에 어느정도 반영됐다고 판단되며 저점 매수 시점으로 생각됨

커버리지 은행 총주주환원율수익률



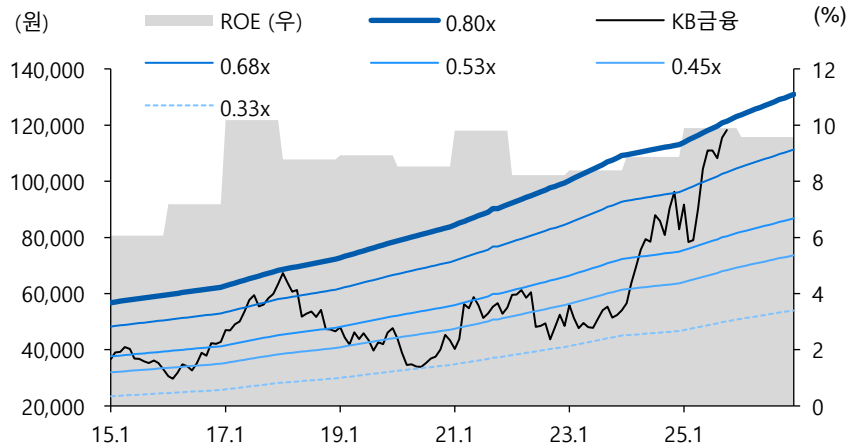
자료: 각 사, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

은행업종 관련 이슈 정리

이슈	비고
1) ELS 과징금	2025년 말까지 결정 예상
2) LTV 담합	2026년에 결정 예상
3) 교육세 인상	2027년 이후부터 적용
4) 법인세율 인상	2026년 적용
5) 주택담보대출 RW 상향	신규 주택담보대출의 RW 상향
6) 배드뱅크 출자	4대은행 각 700억원 수준 예상
7) 가산금리 산출 기준 변경	교육세를 가산금리 반영하지 못하도록 하는 내용

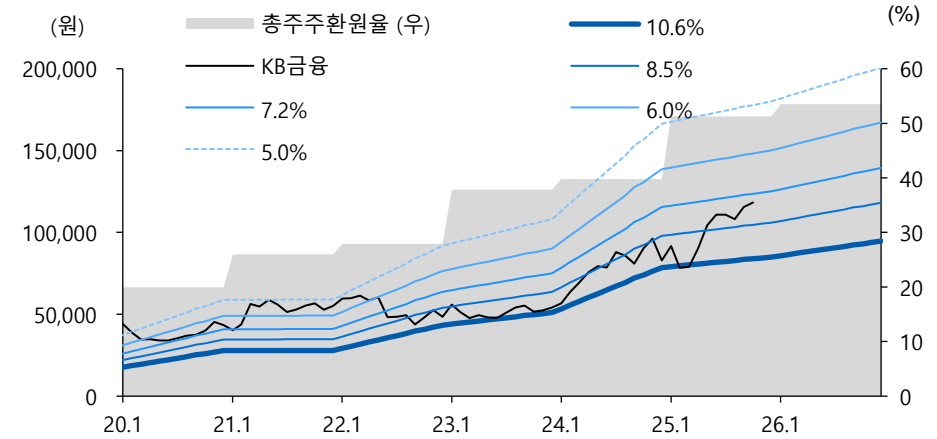
자료: 언론보도 취합, 유안타증권 리서치센터

PBR Band



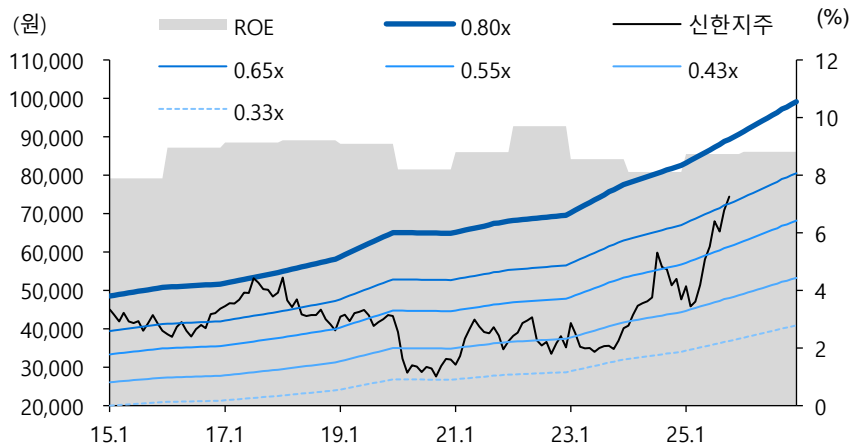
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

12M Fwd TSR



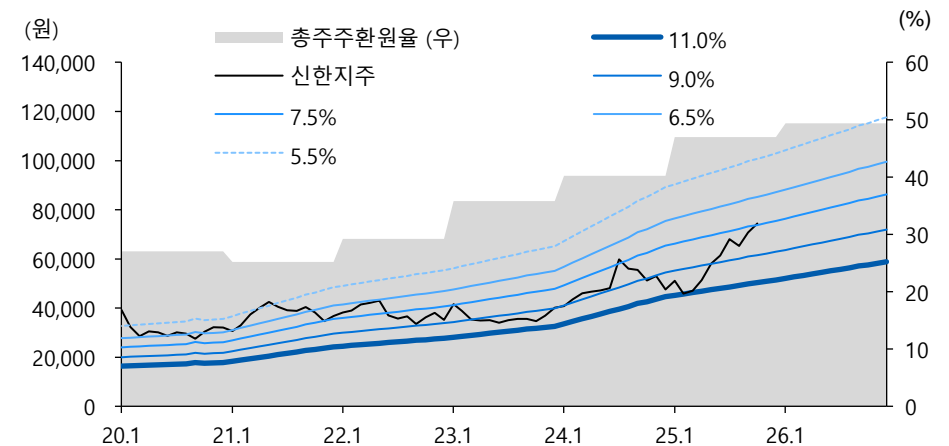
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

PBR Band



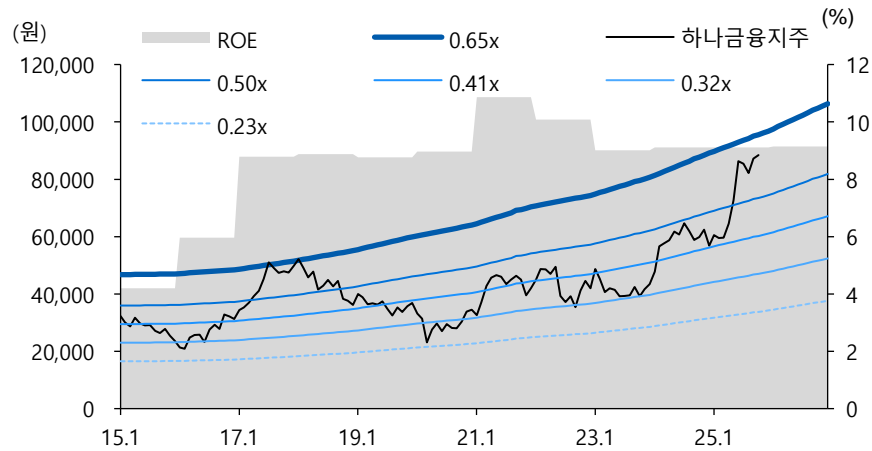
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

12M Fwd TSR



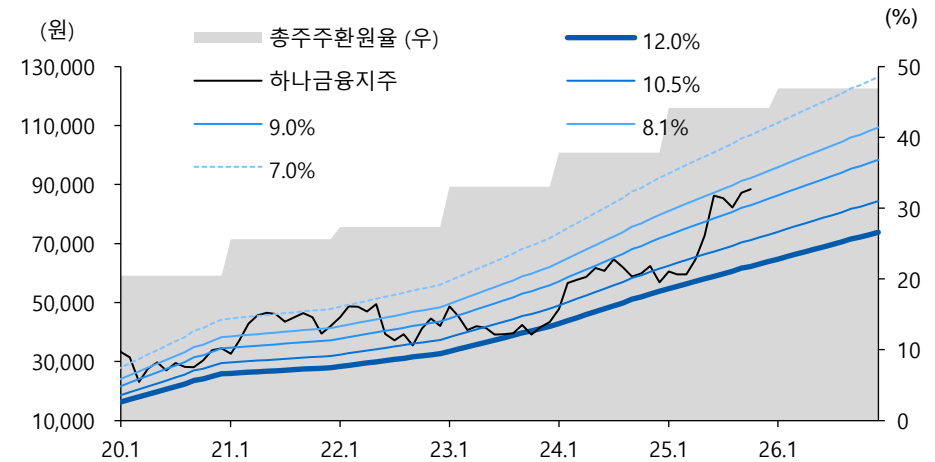
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

PBR Band



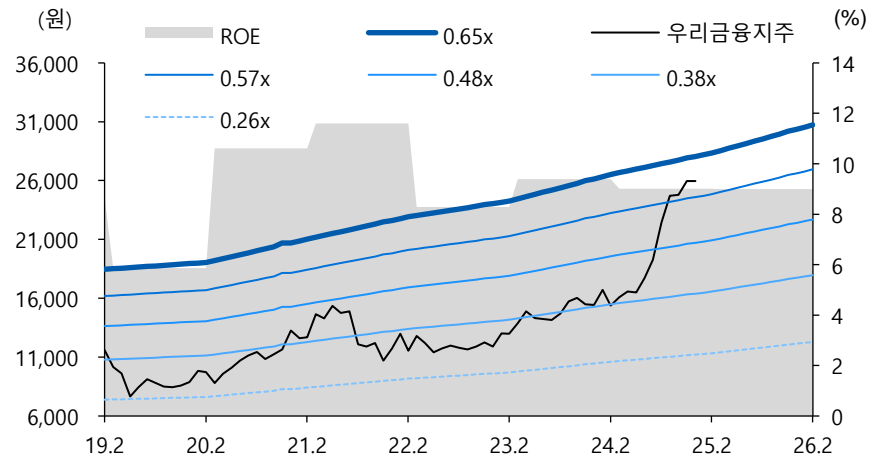
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

12M Fwd TSR



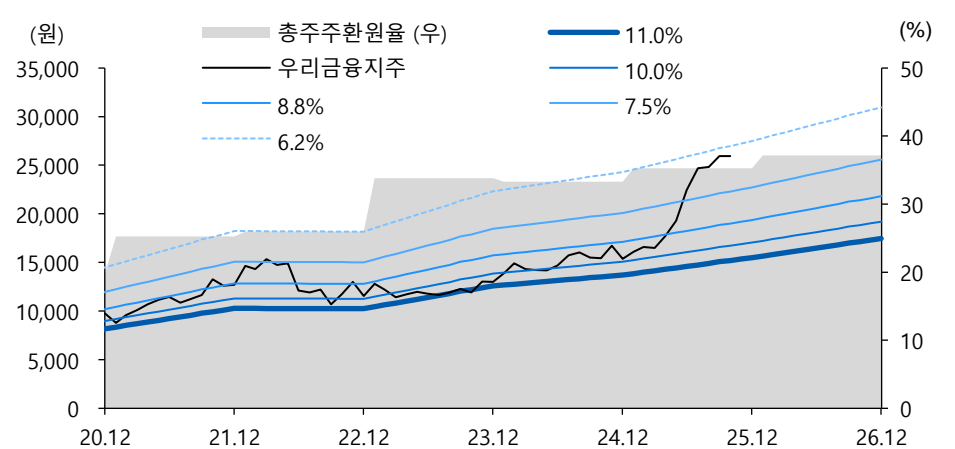
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

PBR Band



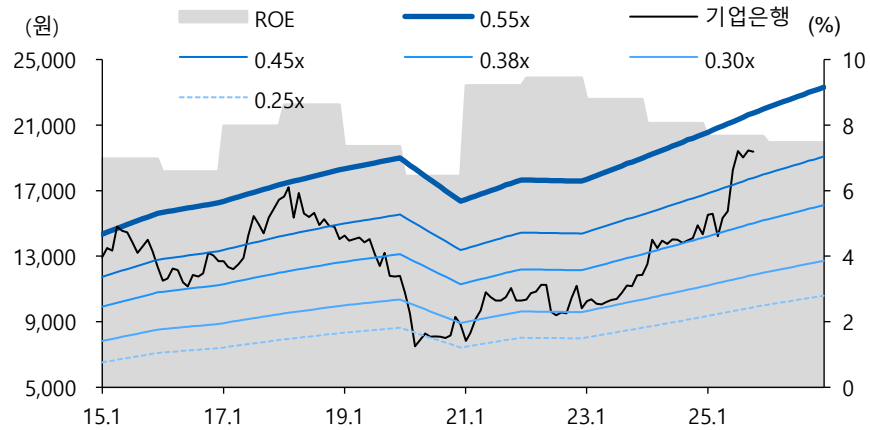
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

12M Fwd TSR



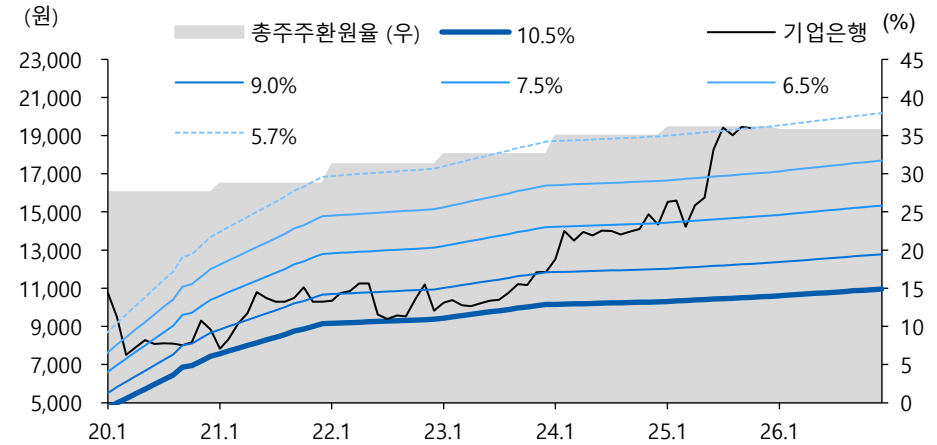
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

PBR Band



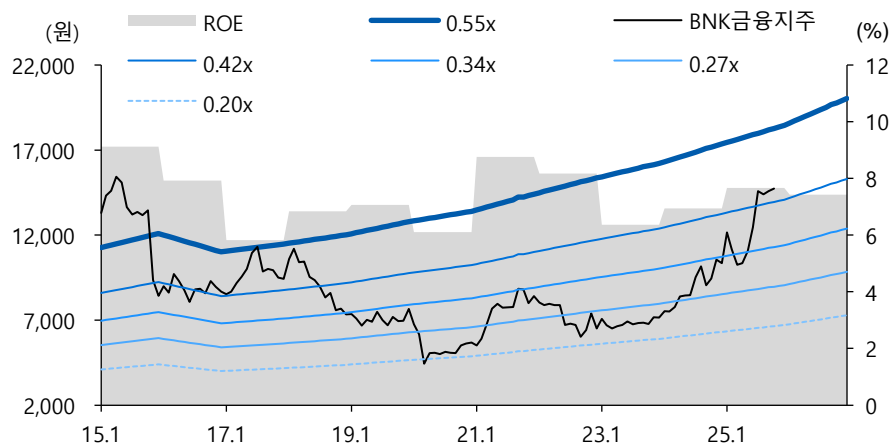
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

12M Fwd TSR



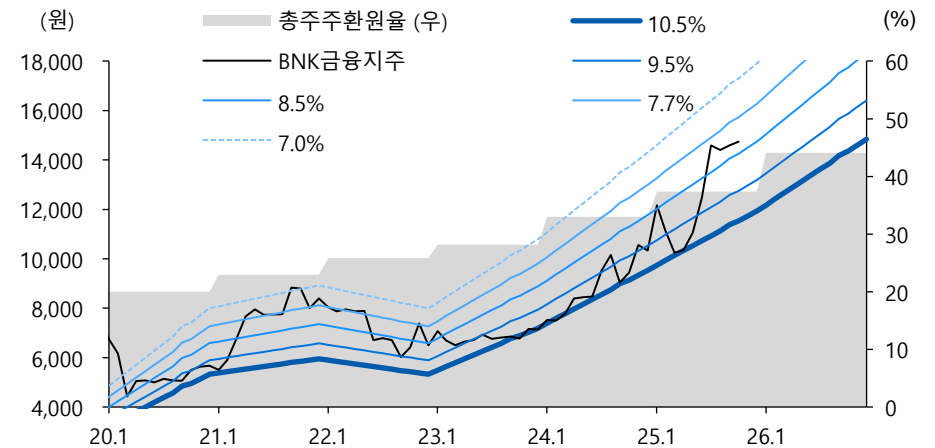
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

PBR Band



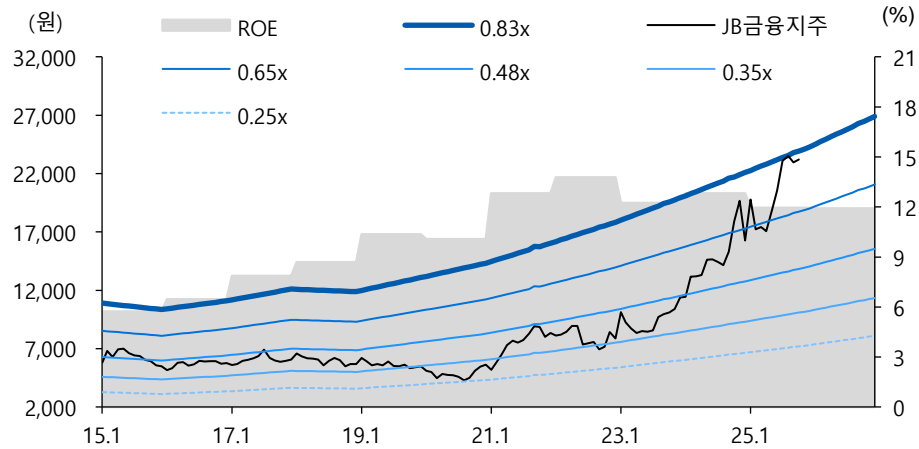
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

12M Fwd TSR



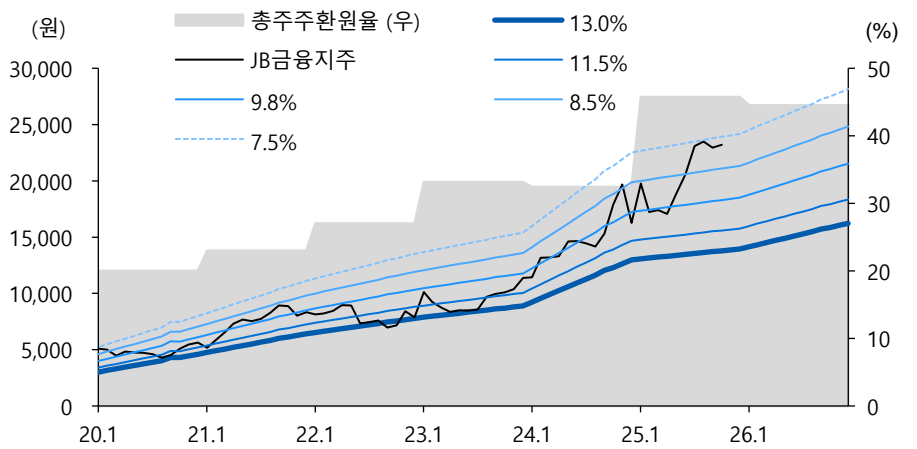
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

PBR Band



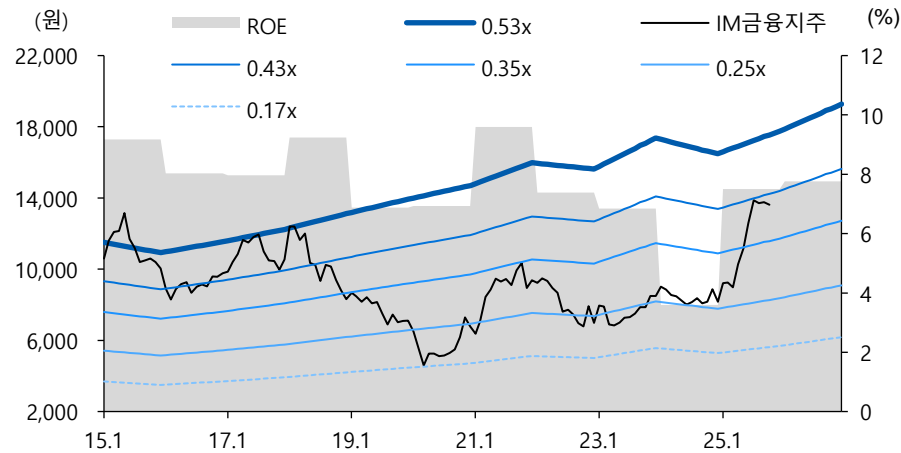
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

12M Fwd TSR



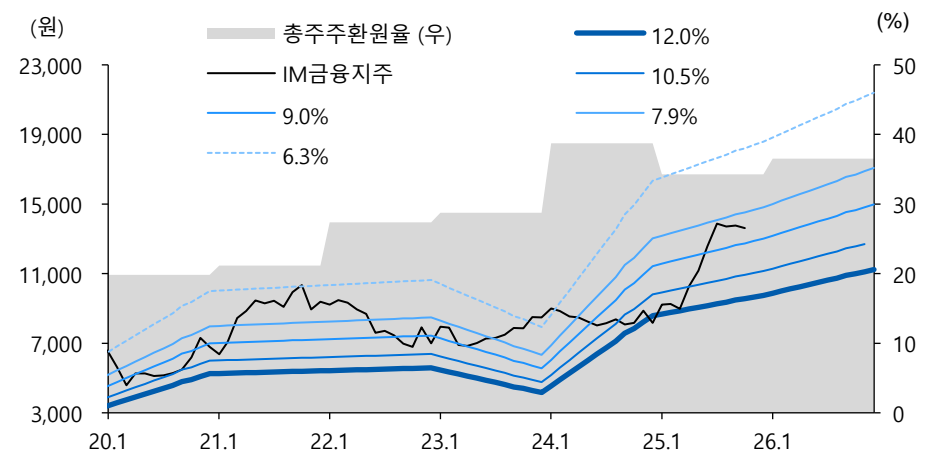
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

PBR Band



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

12M Fwd TSR



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



KB금융 (105560): 총주주환원율 더 올라간다

금융



우도형 금융

dohyeong.woo@yuantasec.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	145,000원 (U)
현재주가 (10/20)	118,200원
상승여력	23%

시가총액	450,888억원
총발행주식수	381,462,103주
60일 평균 거래대금	1,069억원
60일 평균 거래량	945,708주
52주 고/저	122,000원 / 70,500원
외인지분율	77.26%
배당수익률	4.50%
주요주주	국민연금공단

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.5	4.2	25.2
상대	(8.4)	(12.9)	(14.9)
절대(달려환산)	(0.4)	2.3	20.8

- 3Q25 Preview: 지배주주 순이익 1조 6,492억원 컨센서스 5% 상회 전망.** 3분기 원화대출 성장은 0.9%가 전망되며 (1분기 0.9%, 2분기 1.4%) YTD 기준 3.3% 성장이 전망, 연초 성장 가이드는 5% 수준이었으나 가계대출 규제 강화로 2025년 연간 성장은 4.5%가 예상됨. 3분기 은행 NIM은 2분기 대비 2~3bp 하락한 1.70% 수준이 예상되며 연간으로는 1.71%가 전망됨 (1Q 1.76%, 2Q 1.73%, 3QE 1.70%, 4QE 1.67% 수준), 핵심예금 성장 및 고금리예금 리프라이싱으로 NIM은 예상대비 양호한 수준으로 생각됨, **비이자이익** 역시 9월 증시 상승에 따라 양호한 수준이 예상됨. **판관비**는 큰 이슈가 없는 상황이며 연간 CIR은 40% 초반이 예상됨. **CCR**은 연간 45bp 수준이 예상되며 3,4분기는 1,2분기 54bp, 55bp 대비 감소할 전망
- 2025년 총주주환원율은 51.3%가 전망**되며 이는 배당가능이익 문제로 내년 매입이 예정된 1,900억원이 포함된 숫자임. KB금융의 경우 커버리지 은행 중 총주주환원율이 가장 높으며 비은행이익 비중이 가장 높아 금리 인하기 상대적으로 경쟁사 대비 이익방어가 유리할 전망. 또한 감액배당을 고려하고 있어 이 역시 주가 상승에 긍정적일 것으로 판단됨
- 리스크 요인:** LTV, ELS 관련 비용 및 26년 교육세, 법인세 증가, 그리고 생산적금융 등 우려는 존재하는 상황이나 전년 대비 이익을 크게 훼손할 가능성은 낮다고 판단됨. 이에 따라 총주주환원율이 올라가는 시기 주가 상승여력은 충분할 것으로 판단되며 2026년 및 2027년 총주주환원율은 각각 53.5%, 56.0%가 전망됨, 목표주가는 COE 하락 반영하여 145,000원으로 기존 대비 2.8% 상향 조정

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
순이자이익	16,179	17,028	17,311	17,688	18,097
영업이익	6,385	8,045	7,822	8,137	8,374
지배순이익	4,595	5,078	5,869	5,909	6,111
PER (배)	4.5	6.1	7.3	7.0	6.6
PBR (배)	0.40	0.59	0.77	0.72	0.67
ROE (%)	8.4	8.9	9.9	9.6	9.5
ROA (%)	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7

자료: 유안타증권 리서치센터

KB금융 Valuation table

항목	산식	단위	수정 후 (25/07/25)	수정 후 (25/10/21)	비고
자기자본비용 (COE)	$(C=a+(b*c)+d)$	%	11.5	11.1	
무위험수익률	(a)	%	2.3	2.3	통안채 1년 3M
Risk Premium	(b)	%	5.1	5.1	
Beta	(c)		0.9	1.0	104주 조정베타 사용
Ri	(d)	%	4.4	3.9	과거 COE 수준 고려하여 추가 반영
Average ROE	(B)	%	9.6	9.6	2025~2027년 평균 ROE
영구성장률	(D)	%	2.7	2.8	MIN (ROE*유보율, 국고채 30년 3M)
Target PBR	$(A=(B-D)/(C-D))$	X	0.79	0.82	
12M Fwd BPS	(E)	원	178,798	178,363	
목표주가	$(A*E)$	원	141,000	145,000	
현주가 (5.2)		원		118,200	
상승여력		%		22.7	

KB금융 실적 추정 변경내역

(십억원, %)	기존 추정		신규 추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
순영업수익	17,215	17,396	17,311	17,688	0.6	1.7
영업이익	7,883	8,296	7,822	8,137	-0.8	-1.9
지배주주순이익	5,914	5,996	5,869	5,909	-0.8	-1.4

자료: 유안타증권 리서치센터

KB금융 (105560) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
순이자이익	12,181	12,827	12,858	13,158	13,355
이자이익	29,145	30,491	29,506	29,110	29,425
이자비용	17,115	17,665	16,648	15,952	16,070
비이자이익	3,998	4,202	4,453	4,530	4,742
순수수료이익	3,674	3,850	3,816	3,828	3,943
기타비이자이익	324	352	637	703	800
순영업수익	16,179	17,028	17,311	17,688	18,097
판매비	6,647	6,939	7,172	7,322	7,480
총전영업이익	9,531	10,090	10,139	10,366	10,617
총당금전입액	3,146	2,044	2,317	2,229	2,243
영업이익	6,385	8,045	7,822	8,137	8,374
영업외손익	-265	-1,060	124	-120	-80
세전이익	6,120	6,985	7,946	8,017	8,294
법인세	1,594	1,957	2,090	2,157	2,231
세율	26	28	26	27	27
연결순이익	4,526	5,029	5,856	5,861	6,063
지배주주순이익	4,595	5,078	5,869	5,909	6,111
비지배지분이익	-69	-50	-13	-48	-48

성장성지표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
NIM	1.83	1.79	1.72	1.66	1.62
ROE	8.4	8.9	9.9	9.6	9.5
ROA	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
CIR	41.1	40.7	41.4	41.4	41.3
자산증가율	3.9	5.9	4.8	4.2	4.0
대출증가율	2.7	6.1	3.3	4.0	4.0
순이익증가율	11.5	10.5	15.6	0.7	3.4

적정성지표 (단위: 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
BIS비율	16.7	16.4	16.0	15.8	15.7
기본자본비율	15.4	15.2	15.0	14.9	14.8
CET1	13.6	13.5	13.5	13.5	13.5

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
현금 및 예치금	29,836	29,869	34,721	36,171	37,626
유가증권	205,395	222,190	229,362	238,939	248,548
대출채권	444,805	472,072	487,433	506,930	527,408
유무형자산	11,215	11,253	10,709	10,777	10,782
기타자산	24,475	22,462	32,197	34,777	36,515
자산총계	715,726	757,846	794,422	827,595	860,878
예수부채	406,512	435,688	449,242	468,736	486,736
차입부채	138,760	144,249	146,373	152,724	159,446
기타부채	111,817	118,094	136,105	141,549	147,267
부채총계	657,089	698,030	731,720	763,009	793,449
지배주주자본	56,693	57,889	60,778	62,581	65,345
자본금	2,091	2,091	2,091	2,091	2,091
신종자본증권	5,033	5,083	5,163	5,163	5,163
자본잉여금	16,648	16,647	16,646	16,646	16,646
이익잉여금	31,935	34,808	38,428	40,241	43,006
기타포괄손익	987	-739	-1,550	-1,559	-1,560
비지배주주자본	1,944	1,926	1,925	2,005	2,085
자본총계	58,636	59,815	62,702	64,585	67,430

Valuation 지표 (단위: 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	12,134	13,593	16,236	16,844	17,931
BPS	136,427	141,344	153,849	163,682	176,596
DPS	3,060	3,173	3,683	3,836	4,122
PER	4	6	7	7	7
PBR	0	1	1	1	1
배당성향	25	24	23	23	23
배당수익률	6	4	3	3	3

건전성지표 (단위: 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
고정이하여신비율	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
NPL커버리지비율	174.6	150.9	147.7	155.8	163.7
CCR	0.66	0.44	0.48	0.44	0.43

하나금융지주 (086790): 지금이 저점이다

금융



우도형 금융
dohyeong.woo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	108,000원 (U)
현재주가 (10/20)	88,400원
상승여력	22%

시가총액	246,040억원
총발행주식수	278,325,814주
60일 평균 거래대금	662억원
60일 평균 거래량	768,167주
52주 고/저	96,500원 / 52,200원
외인지분율	68.27%
배당수익률	3.90%
주요주주	국민연금공단

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.5)	(3.4)	34.8
상대	(12.0)	(19.3)	(8.4)
절대(달려환산)	(4.3)	(5.2)	30.1

- 3Q25 Preview: 지배주주 순이익 1조 672억원**, 컨센서스 부합 전망, 3분기 **원화대출 성장**은 2.0% 수준이 전망되며 (1분기 0.4%, 2분기 2.1%) YTD 기준 4.5% 성장 전망, 연초 성장 가이드는 4% 수준이었으나 4분기 대출성장을 감안하면 연간 원화대출 성장은 4%를 초과할 전망. 3분기 은행 NIM은 2분기와 동일한 1.48%가 예상되며 연간으로도 1.48%를 유지할 전망 (1Q 1.48%, 2Q 1.48%, 3QE 1.48%, 4QE 1.48% 수준), 핵심예금 성장 및 고금리예금 리프라이싱으로 NIM은 예상대비 양호한 수준으로 생각됨, **비이자이익**은 환율 상승에 따라 10원 당 세전손실 100억원 발생하며 전분기 대비 소폭 감소 예상. 판관비는 큰 이슈가 없는 상황이며 연간 CIR은 40% 초반이 예상됨. CCR은 연간 35bp 수준이 예상되며 3,4분기는 1,2분기 29bp, 31bp 대비 증가할 전망
- 2025년 총주주환원율은 44.2%가 전망됨.** 하나금융지주의 경우 3분기 실적발표에서 추가적인 자사주 1,000억원 매입이 예상됨. 2026년 및 2027년 총주주환원율은 각각 46.9%, 50.9%가 예상됨. 하나금융지주의 총주주환원수익률은 8.7%이며 이는 커버리지 은행 중 가능한 높은 수준임. CCR 상승에 대한 우려가 여전히 존재하며 환율 민감도가 높아 환율이 높아진 시기에 주가가 부진한 영향임. 다만 향후 금리 및 환율은 하향 안정화 될 것으로 판단되며 경상 총당금 및 환평가손익은 점차 개선세를 보일 것으로 판단됨
- 목표주가는 주주환원을 상승에 따른 COE 하락을 반영하여 기존 대비 11.3% 상향한 108,000원 제시**

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
총영업이익	10,852	10,687	11,239	11,544	11,868
영업이익	4,693	4,855	5,164	5,446	5,664
지배순이익	3,422	3,739	3,967	4,161	4,335
PER (배)	3.9	4.3	5.9	5.4	5.0
PBR (배)	0.37	0.41	0.58	0.53	0.48
ROE (%)	9.0	9.1	9.1	9.1	9.1
ROA (%)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

자료: 유안타증권 리서치센터



하나금융지주 Valuation table

항목	산식	단위	수정 후 (25/08/04)	수정 후 (25/10/21)	비고
자기자본비용 (COE)	$(C=a+(b*c)+d)$	%	13.7	13.2	
무위험수익률	(a)	%	2.3	2.3	통안채 1년 3M
Risk Premium	(b)	%	5.1	5.1	
Beta	(c)		0.9	1.0	104주 조정베타 사용
Ri	(d)	%	6.6	6.0	과거 COE 수준 고려하여 추가 반영
Average ROE	(B)	%	9.0	9.1	2025~2027년 평균 ROE
영구성장률	(D)	%	2.7	2.8	MIN (ROE*유보율, 국고채 30년 3M)
Target PBR	$(A=(B-D)/(C-D))$	X	0.58	0.61	
12M Fwd BPS	(E)	원	168,339	178,537	
목표주가	$(A*E)$	원	97,000	108,000	
현주가 (5.2)		원		88,400	
상승여력		%		22.2	

하나금융지주 실적 추정 변경내역

(십억원, %)	기존 추정		신규 추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
순영업수익	11,099	11,301	11,239	11,544	1.3	2.2
영업이익	5,105	5,369	5,164	5,446	1.1	1.4
지배주주순이익	3,943	4,129	3,967	4,161	0.6	0.8

자료: 유안타증권 리서치센터

하나금융지주 (086790) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
순이자이익	8,879	8,761	8,983	9,158	9,326
이자이익	23,276	24,117	22,415	22,290	22,570
이자비용	14,396	15,356	13,433	13,132	13,244
비이자이익	1,972	1,926	2,256	2,386	2,542
순수수료이익	1,796	2,070	2,138	2,186	2,252
기타비이자이익	176	-144	118	200	290
순영업수익	10,852	10,687	11,239	11,544	11,868
판매비	4,408	4,530	4,617	4,748	4,863
총전영업이익	6,443	6,157	6,622	6,796	7,005
총당금전입액	1,750	1,302	1,459	1,350	1,341
영업이익	4,693	4,855	5,164	5,446	5,664
영업외손익	-12	197	200	200	200
세전이익	4,681	5,052	5,364	5,646	5,864
법인세	1,213	1,284	1,351	1,439	1,483
세율	26	25	25	25	25
연결순이익	3,468	3,769	4,012	4,207	4,381
지배주주순이익	3,422	3,739	3,967	4,161	4,335
비지배지분이익	47	30	45	46	46

성장성지표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
NIM	1.52	1.47	1.48	1.46	1.42
ROE	9.0	9.1	9.1	9.1	9.1
ROA	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
CIR	40.6	42.4	41.1	41.1	41.0
자산증가율	4.1	7.8	3.0	4.7	4.4
대출증가율	5.5	5.8	2.3	4.6	4.5
순이익증가율	-4.2	9.3	6.1	4.9	4.2

적정성지표 (단위: 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
BIS비율	15.6	15.6	15.3	15.4	15.2
기본자본비율	14.7	14.8	14.6	14.7	14.5
CET1	13.2	13.2	13.2	13.3	13.3

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
현금 및 예치금	34,480	40,405	37,378	39,136	40,865
유가증권	135,400	152,823	148,614	155,605	162,479
대출채권	381,411	403,384	412,709	431,559	450,819
유무형자산	8,762	9,906	10,071	10,058	10,057
기타자산	31,873	31,329	48,005	51,315	53,833
자산총계	591,926	637,848	656,777	687,674	718,053
예수부채	371,866	390,209	388,467	406,667	424,406
차입부채	102,293	111,023	116,507	121,965	127,285
기타부채	77,585	93,039	106,604	111,473	116,448
부채총계	551,744	594,271	611,578	640,106	668,140
지배주주자본	39,343	42,701	44,345	46,714	49,060
자본금	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501
신종자본증권	3,606	4,140	3,900	3,900	3,900
자본잉여금	10,583	10,579	10,578	10,578	10,578
이익잉여금	25,126	27,640	30,148	32,597	35,023
기타포괄손익	-1,473	-1,159	-1,782	-1,862	-1,942
비지배주주자본	838	876	854	854	854
자본총계	40,182	43,577	45,199	47,568	49,914

Valuation 지표 (단위: 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	11,880	13,291	14,603	15,903	17,227
BPS	124,081	137,082	148,887	163,631	179,454
DPS	3,400	3,600	3,647	3,760	3,920
PER	3.9	4.3	5.9	5.4	5.0
PBR	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5
배당성향	28.6	27.2	25.2	24.1	23.2
배당수익률	7.3	6.3	4.2	4.4	4.6

건전성지표 (단위: 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
고정이하여신비율	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
NPL커버리지비율	162.1	128.7	108.0	113.0	118.5
CCR	0.41	0.30	0.34	0.30	0.29



국내 Peer 기업 밸류에이션 비교

Ticker		국내							
		KB금융 105560 KS	신한지주 055550 KS	하나금융지주 086790 KS	우리금융지주 316140 KS	기업은행 024110 KS	BNK금융지주 138930 KS	DGB금융지주 139130 KS	JB금융지주 175330 KS
시가총액		45,089	36,121	24,604	19,049	15,454	4,635	2,207	4,435
지배주주 순이익	2024	5,078	4,450	3,739	3,086	2,645	729	215	678
	2025F	5,869	5,011	3,967	3,137	2,695	830	459	690
	2026F	5,909	5,303	4,161	3,296	2,789	829	498	718
PBR	2024	0.59	0.46	0.41	0.38	0.39	0.33	0.26	0.61
	2025F	0.77	0.66	0.59	0.60	0.48	0.44	0.40	0.80
	2026F	0.72	0.61	0.54	0.55	0.46	0.40	0.37	0.72
PER	2024	6.10	5.34	4.27	3.70	4.32	4.52	6.33	4.57
	2025F	7.28	7.14	6.05	6.07	5.74	5.52	4.77	6.30
	2026F	7.02	6.52	5.56	5.70	5.54	5.35	4.31	5.89
ROE	2024	8.9	8.1	9.1	9.4	8.1	6.9	3.6	12.8
	2025F	9.9	8.7	9.1	9.0	7.7	7.7	7.5	11.9
	2026F	9.6	8.8	9.1	9.0	7.5	7.4	7.8	11.6
배당성향	2024	23.6	24.5	27.2	28.9	32.1	28.5	38.7	28.0
	2025F	22.8	22.1	25.2	30.5	32.0	25.3	21.0	28.3
	2026F	23.0	21.3	24.1	30.2	31.7	25.3	26.3	28.5
배당수익률	2024	3.8	4.5	6.3	7.8	7.4	6.3	6.1	6.1
	2025F	3.1	3.1	4.1	5.0	5.6	4.5	4.4	4.5
	2026F	3.2	3.2	4.3	5.3	5.7	4.7	6.1	4.8
총주주환원율	2024	39.8	40.2	37.8	33.3	33.4	33.0	38.7	32.4
	2025F	51.3	47.0	44.2	35.2	33.3	37.3	34.1	45.7
	2026F	53.5	49.6	46.9	37.8	33.0	44.0	36.3	45.9

자료: 유안타증권 리서치센터,

주: 1)단위: 십억원, 배, %, 2) 2025/10/10 종가 기준,

[지주]

법이 바꾼 판, 이제 숫자로 증명할 때



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

유례없는 주가 상승

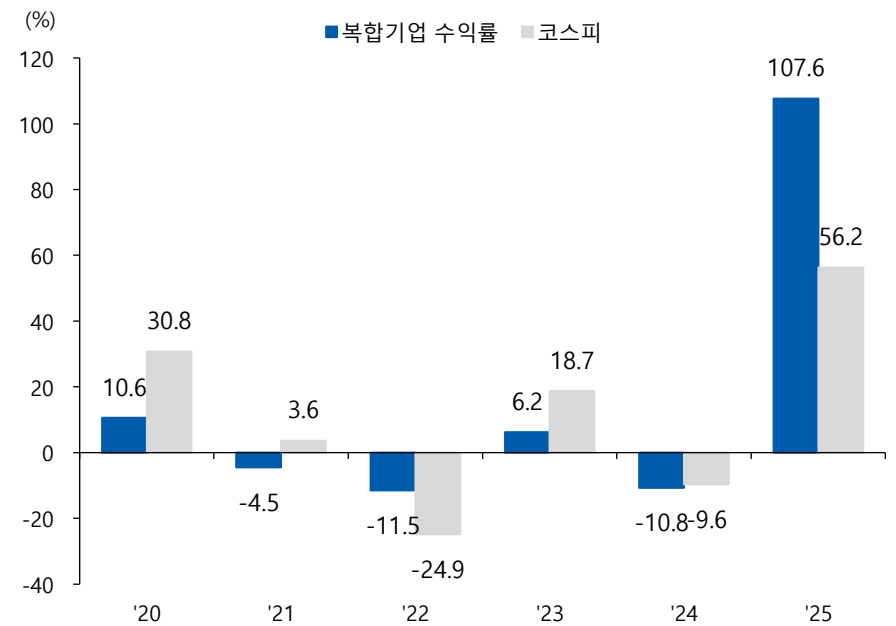
- 지주업종 주가(10/17 기준)는 연초대비 +107.6% 상승하며 코스피 56.2%를 큰 폭으로 상회
- 2020년 말 주주가치 훼손이 이슈로 부상한 후 지주업종은 수익률 부진 뿐만 아니라 증시에서 장기간 소외
- 2024년 기업가치 제고, 2025년 상법 개정을 계기로 규제 변화와 시장의 인식 변화, 디스카운트 해소 관점에서 지주업종 주가 큰 폭으로 반등
- 지난 5년간 지주회사 할인율 확대의 원인은 "주주가치"에 있었다는 점을 증명

2020년 이후 복합기업 및 코스피 수익률 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

2020년 이후 복합기업 및 코스피 연간 수익률 비교



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



주주가치 회복 기대감이 트리거

- 두 차례에 걸친 상법 개정은 일반주주의 권리 보호와 지배구조 개선에 중점을 두면서 지주사 디스카운트 해소를 촉발
- 핵심은 1)이사의 책임 확대, 2)소수주주 권한 증대, 3) 이사 선임의 투명성 확보
 - 1) 이사의 충실의무 대상을 기존 '회사'에서 '주주'까지 포함, **주주의 비례적 이익까지** 명시적으로 확대
 - 2) **3%를 확대**로 감사위원 선임 시 대주주 의결권을 제한하고, **전자주주총회**를 도입하여 주주 참여를 활성화
 - 3) 자산 2조원 이상 상장사에 **집중투표제**와 **감사위원 분리선출**을 의무화하여 이사회 구성의 공정성을 강화

차트 제목을 입력하세요

시기	구분	주요 내용
'22.12	주식매수청구권	자본시장법 개정으로 물적분할시 반대주주 주식매수청구권 부여, 일반주주 보호 방안 마련
'24.02	정책 발표	코리아 디스카운트 해소를 위해 기업가치 제고 노력을 유도, 지원하는 '기업 밸류업 프로그램' 발표
'24.06	공시 강화	기업지배구조 보고서 가이드라인 개정, 상장사가 기업가치 제고 계획을 수립하고 이행했는지 기업지배구조 보고서 통해 공시
'24.12	자사주	자사주 마법' 금지, 인적분할시 자사주에 대한 신주 배정을 금지하는 '자본시장법' 개정안 시행
'25.07	상법 개정	1차 상법 개정 통과, 이사의 충실의무 대상을 기존 '회사'에서 '회사 및 주주'로 확대
'25.09	상법 개정	2차 상법 개정 통과, 집중투표제 의무화와 감사위원 분리선출 확대
'25.10	입법 논의 중	자사주 소각 의무화'를 골자로 한 3차 상법 개정, CVC 규제 완화, 배당소득 분리과세, 상속증여세법 등 다수 논의 중

자료: 유안타증권 리서치센터



1차·2차 상법 개정

1차 상법 개정(25년 7월)

	기존	내용	적용 대상	제안 유인	적용 시점	시행 시점
이사의 주주 충실의무	이사 충실 의무 '회사' 한정	이사 충실 의무 대상을 '회사+주주'로 확대 (제382조의3)	모든 상장사	소수주주 보호 강화, 기업지배구조 개선	공포일	'25년 7월 시행 (즉시 시행)
3% 룰 확대	사내이사 감사위원 선출 시에만 적용	사내이사+사외이사 감사위원 선출 시 최대 주주와 특수관계인의 의결권을 합산 3%로 제한	감사위 설치한 자산 1,000억원 이상 상장사 (2조원 이상 의무설치)	지배주주 영향력 견제	공포 1년 후	'26년 7월 시행 (1년 유예)
독립이사제 시행	의무선임 비율 1/4 사외이사 명칭 사용	1) 의무선임 1/3로 상향 2) 사외이사 → 독립이사로 명칭 변경	모든 상장사	이사회 견제 기능 강화	공포 1년 후	'26년 7월 시행 (1년 유예)
전자주주총회 도입	이사회 의결로 실시	자산 규모 2조원 이상 상장사는 현장 병행형 전자 주총 도입 의무화	미정(시행령 위임)	주주참여율 제고	'27년 1월 1일	'27년 1월 시행

2차 상법 개정 (26년 9월)

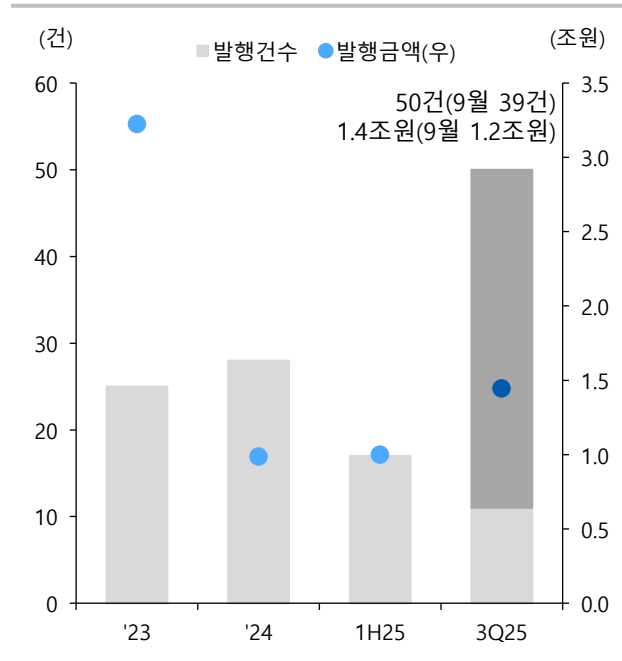
	내용	적용 대상	제안 유인	시행 시점	비고
집중투표제 의무	대규모 상장회사에 대해 집중투표제 의무화 (정관 배제 불가 조항 신설)	자산 2조원 이상 상장사	소수주주 대표성 제고	공포 1년 후 (26년 9월 10일)	시행 후, 최초 이사 선임을 위한 주주총회 소집 시 적용
감사 분리선출	대규모 상장회사의 경우 감사위원 중 2명 이상 분리 선출하도록 확대 규정 신설	1) 감사위원회 설치 상장사 중 자산 2조원 이상 2) 감사위원회 설치 기업 3) 상근감사를 두지 않은 상장사	소액 주주 권한 확대, 감사 독립성 강화	공포 1년 후 (26년 9월 10일)	시행 후, 소집되는 주주총회에서 감사위원 선임 절차에 적용

자료: 국가법령정보센터, 유안타증권 리서치센터

시장의 즉각적인 응답

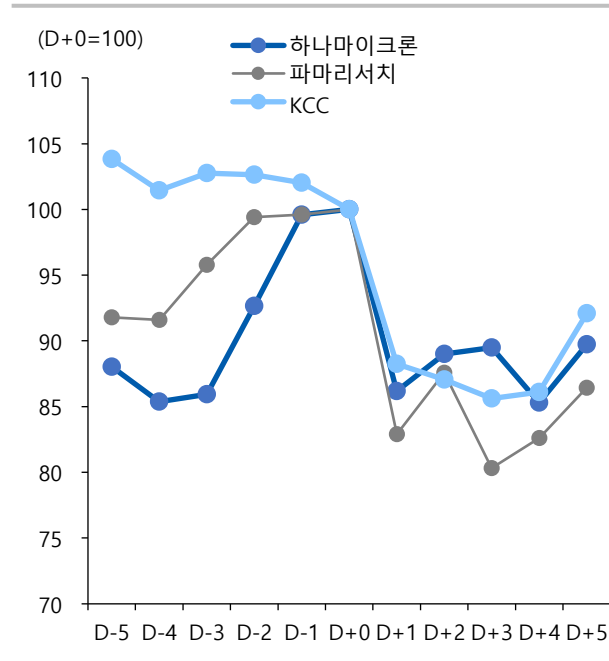
- 7월 상법개정 전후로 주주 가치에 영향을 미치는 분할/합병 및 EB 발행 철회가 이어지는 중
- 하나마이크론과 파마리서치는 각각 1월과 6월 인적분할을 통해 지주사로 전환하는 지배구조 개편안을 발표, 7월 두 회사 모두 개편안을 철회
- '자사주 소각 의무화'를 담은 3차 상법 개정안 논의가 활발해지면서 자사주를 활용한 EB 발행이 빈번해지는 중, KCC는 6일만에 EB 발행 철회
자사주 활용 EB 발행건수는 3Q25 50건, 이중 9월 39건으로 2023년 25건, 2024년 28건과 비교시 발행 급증
- 하나마이크론, 파마리서치, KCC의 주가는 인적분할, EB 발행 공시 후 급락, 이와 반대로 해당안 철회 후 주가는 급등
발표 직후 주가는 평균 -14.2% 하락, 철회 직후 주가는 평균 11.3% 상승

자사주 활용 EB 발행 추이



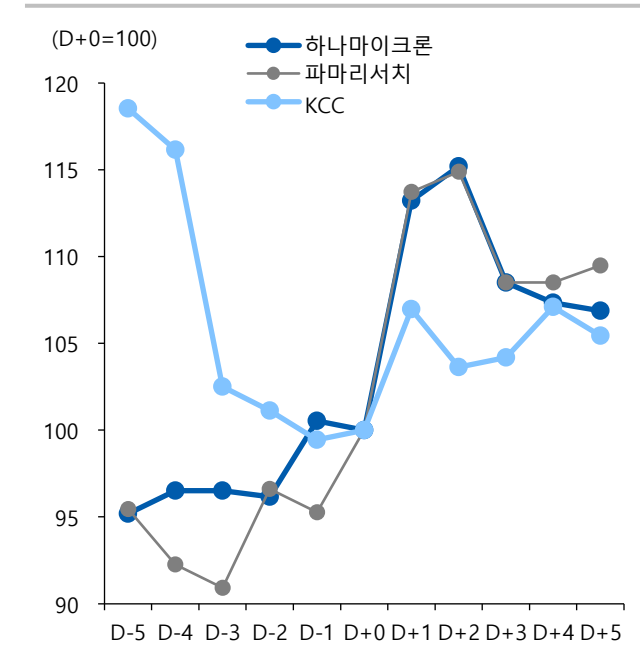
자료: 금융감독원, 유안타증권 리서치센터
*23년은 SK하이닉스 2.2조원 포함

인적분할 및 자사주 EB 발행 발표 전후 주가 수익률



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

인적분할 및 자사주 EB 발행 철회 전후 주가 수익률



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



2026년 지주사 정책: 투트랙(Two-track)

- 2026년에는 지주회사의 투자를 촉진하는 새로운 방향성이 추가되며 디스카운트 해소를 위한 제도 개선이 동시에 추진될 전망
- 계속해서 주주가치 제고를 목표로 다수의 법 개정이 활발하게 논의되고 있는 중
'자사주 소각 의무화'를 골자로 3차 상법 개정이 논의 중이며, 배당소득 분리과세, 의무공개매수 등 추가적인 제도 개선도 기대되는 상황
- 최근 정부는 금산분리 규제 완화 검토를 시작, 당사는 지주사의 CVC(기업형 벤처캐피탈) 규제 완화를 예상
AI, 반도체, 조선, 방산, 에너지 등 대규모 선제 투자가 필요한 산업에 새로운 자금조달 창구로 활용될 것

CVC 규제 완화 관련 발의 법안

날짜 및 대표발의자	제안 유인	내용	시행 시점
24/7/15 김상훈 등	3고 현상에 따른 투자 위축	1) CVC 외부출자 제한 비율을 40% → 50% 2) 해외투자 제한 20% → 30%로 완화	공포 즉시 시행
24/8/6 박수민 등	3고 현상에 따른 투자 위축 및 불필요한 신고의무부담 가중	1) 지주회사 체제 외부자금 유치 한도 40% → 50% 2) 총자산 내 해외투자 금액 비중 20% → 30% 상향 3) 임원을 겸임하는 기업결합은 신고의무를 면제	공포 즉시 시행
24/11/28 이현승 등	일반지주회사의 창업기획자 주식 보유 규정 유도	일반지주회사가 벤처투자 촉진에 관한 법률에 따른 "창업기획자"의 주식 보유 규정	공포 즉시 시행
25/7/18 천하람 등	규제 과다로 입법 목적 달성 저해	1) 기업결합 관련 신고 제도 전면 개편 2) CVC 관련 규제 완화	공포 1년 후 시행

자료: 의안정보시스템, 유안타증권 리서치센터



자금조달 대안으로 부상할 CVC

- 지주회사 CVC 펀드의 외부자금 비중 제한 완화를 예상
- 공정거래법상 지주회사 CVC는 지주사의 완전 자회사 형태로 부채비율, 외부자금 비중, 해외투자 비중 등에서 제약
- 외부자금 유치가 유연해지면 외부투자자(LP)로부터 추가적인 자금 유치로 수천억원에서 조단위의 초대형 펀드 조성이 가능해질 것 또한 지주회사의 사업 방향과 연계된 전략적 투자와 외부 출자자의 수익률 극대화를 위한 재무적 투자도 병행 가능
- 따라서 지주사의 자금 부담을 축소하고 그룹의 미래 성장동력 투자 기회 확대 및 자본 효율성이 제고되는 효과 기대. 더불어 지주사는 CVC를 통해 미래 성장동력에 투자하는 그룹 컨트롤 타워 역할이 부각되고 성장 포트폴리오를 보유한 전문 투자기업으로 밸류에이션 리레이팅 가능

일반 지주회사의 CVC 관련 제도

항목	내용
CVC 설립 · 운용	<ul style="list-style-type: none"> • 지주회사가 지분 100% 보유한 완전 자회사로 설립 • 부채비율은 자기자본의 200% 이내로 제한 • 투자 행위만 허용, 타 금융업은 금지
자금 조달 · 투자	<ul style="list-style-type: none"> • 투자조합별 40% 이내에서 외부자금 출자 허용 • 총자산(펀드 출자금액 포함)의 20% 이내에서 해외투자 허용 • 소속 기업집단 총수일가가 보유한 기업에는 투자 금지
모니터링	출자자 현황, 투자내역 등 공정거래위원회에 보고
기타	투자 중소벤처 기업의 대기업 집단 편입 유예기간 7년 → 10년으로 확대

자료: 공정거래위원회, 유안타증권 리서치센터

2024년 12월 기준 주요 그룹의 CVC 현황

그룹	CVC	투자조합 수(개)	출자금 총액(억원)	자산(억원)
포스코	포스코기술투자	35	9,676	2,951
CJ	CJ인베스트먼트	18	3,973	248
효성	효성벤처스	2	1,510	72
GS	GS벤처스	1	1,313	145
두산	두산인베스트먼트	1	1,010	98
동원	동원기술투자	3	800	931
빗썸	빗썸인베스트먼트	1	600	81
세아	세아기술투자	6	574	94
LX	LX벤처스	1	300	113
동국제강	동국인베스트먼트	-	-	100

자료: 공정거래위원회, 유안타증권 리서치센터



주주가치 회복을 위한 움직임도 지속될 전망

3차 상법개정안: '자사주 의무 소각' 관련 발의 법안

날짜 및 대표발의자	내용	소각 기간	기존 보유 자사주 처리	예외 내용
7/14 차규근 등	1) 신규 취득 자사주 → 취득일로부터 6개월 내 소각 의무화(제342조) 2) 회사 분할/분할합병 시, 피분할되는 회사 보유 자사주의 신주 배정 금지(제530조의10)	6개월	보유 자사주 5년 이내 처리	대통령령으로 정하는 예외적인 경우만 보유 허용(제342조)
7/22 김현정 등	신규 취득 자사주 즉시 소각, 예외 보유 시, 정기 주주총회의 승인을 거쳐 보유 허용	즉시 소각	보유 자사주 6개월 이내 처리	-
7/22 민병덕 등	신규 취득 자사주 원칙적 1년 내 소각, 취득 당시 자기주식의 총수가 발행주식 총수의 3/100 미만인 경우 그 기한을 2년으로 국한	1년 이하	법 시행일로부터 1년 이내 소각 (단, 자기주식의 총수가 발행주식 총수의 3/100 미만인 경우, 2년 이내 소각)	3개월 이내 주주총회 승인 필요
7/23 이강일 등	자본금 감소를 목적으로 하지 않은 취득 자사주도 일정 기간 내 소각 의무화	일정 기간	대통령령으로 정하는 기간 내 소각	복지 도모의 경우 처분
7/23 이강일 등	자사주를 시장에서 회수 후 완전 소각	-	대통령령으로 정하는 기간 내 처분	-

상속증여세법 관련 발의 법안

날짜 및 대표발의자	제안 유인	내용	특징
5/9 이소영 등	세율 비형평성 → 주가 상승 유인 저하	상장주식의 경우에도 시가가 순자산 가치의 80% 미만 시, 비상장주식과 동일한 방식으로 평가 (하한은 순자산가치의 80%)	최대주주에 대한 20% 가산세율 삭제
7/22 유상범 등	경영 활동 제약	1) 상속세 최고세율을 30% 이내로 인하 (OECD 국가 평균) 2) 최대주주 보유 주식에 대한 할증평가 제도 폐지 (제63조제3항 삭제)	최대주주에 대한 20% 가산세율 삭제
8/5 최은석 등	이중과세 해당	1. 과세표준 구간/세율 조정 - 상속/증여세 최고 세율 30%로 인하 2. 할증평가 규정 삭제 3. 배우자로부터 상속받거나 증여받는 재산에 대해 비과세	최대주주 할증 평가 삭제
8/28 박수민 등	세율 비형평성 → 주가 상승 유인 저하	1) 상속세 최고세율 25%로 조절 (OECD 평균) 2) 과세표준 구간을 5단계 → 4단계로 축소 3) 최대주주 할증평가 폐지	-



주주가치 회복을 위한 움직임도 지속될 전망

배당소득 분리과세 관련 발의 법안

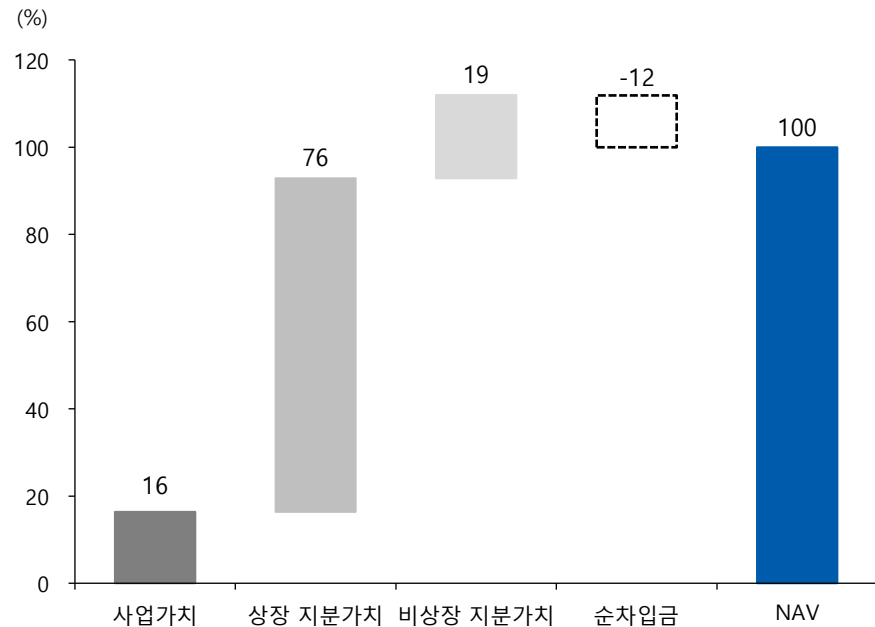
날짜 및 의원명	제안 유인	내용	세율 구분
4/24 이소영 등	배당성향 제고 유인 필요성	배당성향 35% 이상 기업 대상 배당소득 분리 과세	1) 2,000만원 이하: 14% 2) 2,000만원~3억원: 20% 3) 3억원~: 25%
7/17 차규근 등	주식/출자지분 취득 목적으로 사용한 금액, 이익잉여금 재원에 대한 소득세 미부과 → 조세중립성 훼손	감액배당 금액 내 이익잉여금을 재원으로 하는 금액을 의제배당 소득에 포함	-
7/21 유상범 등	기업의 배당 확대 유도	고배당성향법인 대상, 액수에 상관없이 배당소득에 대해 분리과세 및 별도 세율 적용 특례 신설	1) 2,000만원 이하: 9% 2) 2,000만원~5,000만원: 14% 3) 5,000만원~: 20%
7/28 안도걸 등	기업의 배당 확대 지원	상장법 대상, 배당소득 분리과세 및 저율과세 특례 부여 - 대상: 배당성향이 40% 이상 기업(직전 사업연도 기준) - 배당금 확대 적용 조건: 배당성향이 20% 이상 (직전 사업연도 기준) + 해당 사업연도 배당금 총액/직전 3개년 배당금 총액 평균 증가율이 5% 이상인 법인으로부터 받는 지분증권의 배당소득	1) 2,000만원 이하: 9% 2) 2,000만원~3억원: 20% 3) 5,000만원~: 30%
8/8 김미애 등	소액 투자자의 자본시장 참여 유도	원천징수 배당소득에 대한 징수세율을 14% → 9% 로 조정	-
8/19 김현정 등	저배당 성향 → 자국 기업에 대한 투자 매력도 저하	기업의 배당금 확대 시, 분리 과세 적용 - 대상: 배당성향 25% 또는 35% 이상 기업 - 배당금 확대 조건(1): 해당 사업연도 배당금 총액 / 직전 사업연도 배당금 총액 증가율 > 5% - 배당금 확대 조건(2): 해당 사업연도 배당금 총액 / 직전 3개 사업연도 배당금 총액 평균 증가율 > 5%	1) 2,000만원 이하: 9% 2) 2,000만원~3억원: 20% 3) 3억원 초과: 25%
8/28 박수민 등	세금 부담에 따른 매각 선호 현상 → 대주주 배당 유인 제고	배당소득 분리 과세 적용	1) 2,000만원 이하: 14% 2) 2,000만원~3억원: 20% 3) 3억원 초과: 25%
9/1 차규근 등	기업의 배당 확대 유도 차등배당 제도 실효성 제고	차등배당 시, 배당소득에 대해 분리과세 실시	1) 2,000만원 이하: 14% 2) 2,000만원~ : 280만원+(2천만원 초과액의 27%)
9/24 박성훈 등	기업의 배당 확대 유도	고배당성향 기업과 당기순이익이 없는 기업으로부터 받는 배당소득 분리 과세	1) 2,000만원 이하: 14% 2) 2,000만원~3억원: 20% 3) 3억원 초과: 25%
9/30 임이자 등	배당소득 종합과세 대상 범위 소속 → 기업 배당 위축	1) 상장법인 배당소득을 종합소득과 분리하여 별도 세율 적용 2) 납세자는 종합과세와 분리과세 중 유리한 방식으로 선택 가능	1) 2,000만원 이하: 9% 2) 2,000만원~3억원: 20% 3) 3억원 초과: 25%
10/10 윤영석 등	기업 배당 확대 및 국민의 자산 형성 지원	일정 수준 배당 기업 대상, 직전 3개 FY 대비 배당금을 일정 수준 확대한 기업에 대한 배당소득 분리과세 - 대상: 배당성향 40% 이상 기업 - 배당금 확대 조건: 배당성향 25% 이상 (해당 사업연도)+이익배당금액/직전 3개 FY 이익배당금액 평균 > 5%	1) 2,000만원 이하: 14% 2) 2,000만원~3억원: 20% 3) 3억원 초과: 35%
10/13 최은석 등	기업 배당 확대 유도	상장법인 및 상장사 투자 집합투자기구 배당소득 분리과세	1) 2,000만원 이하: 9% 2) 2,000만원~3억원: 20% 3) 3억원 초과: 25%

자료: 의안정보시스템, 유안타증권 리서치센터

본질로 회귀: 결국 숫자가 가치를 증명

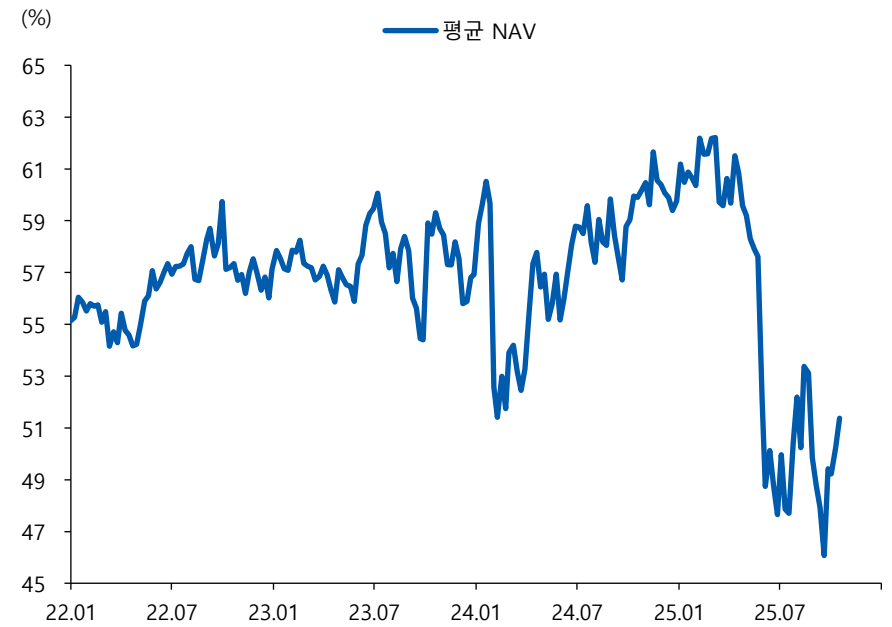
- 2026년은 제도 개선에 따른 디스카운트 축소 외에 숫자로 가치를 증명해야 할 때
실적 성장 → 주주환원 강화 → 가치 상승으로 이어지는 선순환 필요
- 당사는 1)계열사 실적 성장, 2)계열사 지분 가치 상승, 3)재무개선, 4)높은 배당수익률을 보유한 지주사에 주목
- 지주사의 기업가치는 자회사의 실적과 주가에 밀접하게 연동, 주가 상승 동력을 유지하기 위해 실적 성장과 지분가치 상승이 필요
- 지분가치 뿐만 아니라 사업가치도 자회사로부터 수취하는 로열티 수익, 배당금 수익, 임대 수익 등으로 구성돼 자회사 실적과 동행

지주사의 기업가치 구성요소별 비중(주요 지주사 평균)



자료: 유안타증권 리서치센터

주요 지주사 NAV 할인율 추이

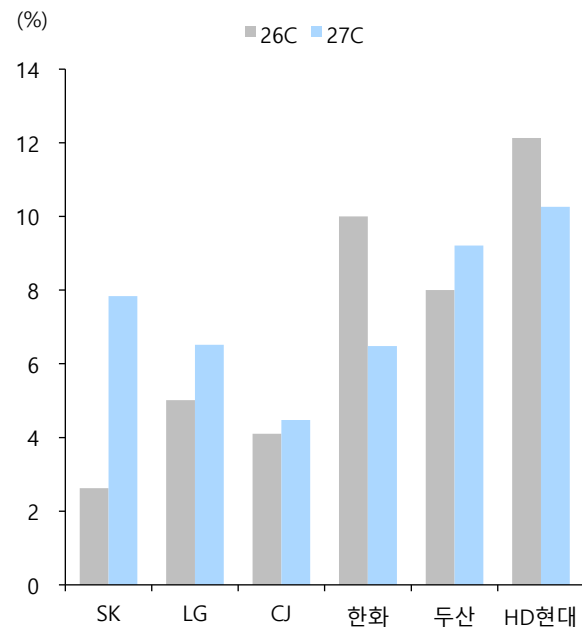


자료: 유안타증권 리서치센터

주도 업종 비중이 높은 지주사에 주목

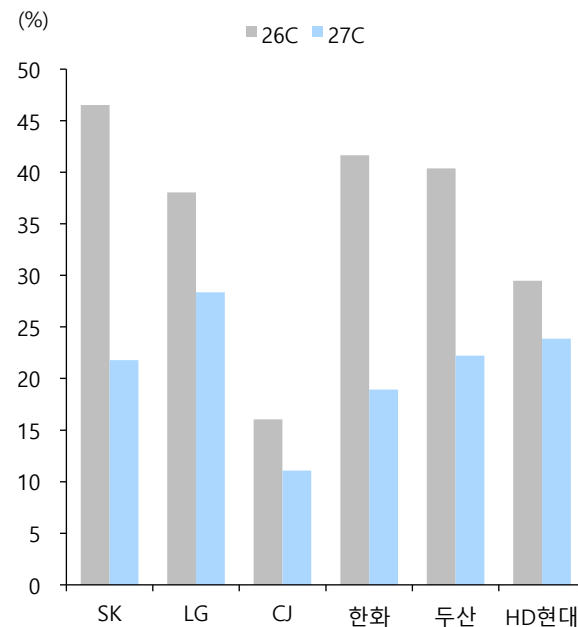
- 2026년 주도 업종으로 예상되는 반도체, 방산, 조선 산업에 비중이 높은 지주사의 실적 성장이 두드러질 전망
- 주도 업종의 비중이 높은 SK, 한화, 두산, HD현대 등에 주목
- SK는 2026년 SK하이닉스의 실적 호조, SK텔레콤의 이익 회복, SK이노베이션의 실적 턴어라운드를 예상
- 한화는 한화에어로스페이스, 한화시스템, 한화오션 등 방산 및 조선 계열사를 중심으로 실적 고성장이 이어질 것

주요 자회사 합산 매출액 증가율



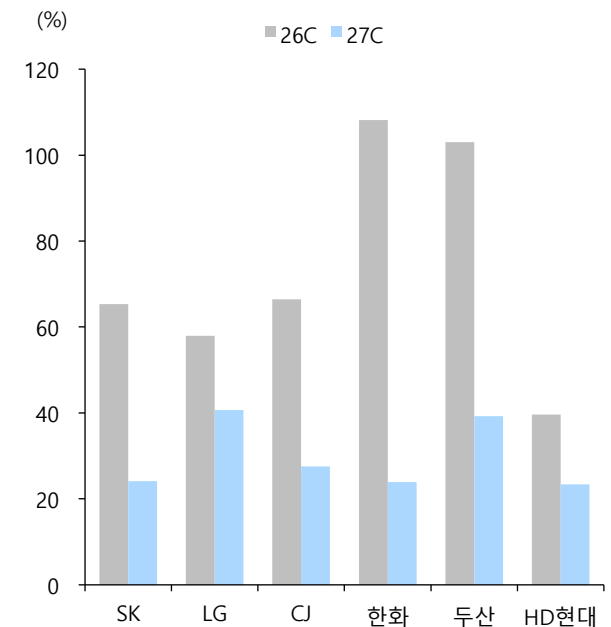
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주요 자회사 합산 영업이익 증가율



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주요 자회사 합산 지배순이익 증가율



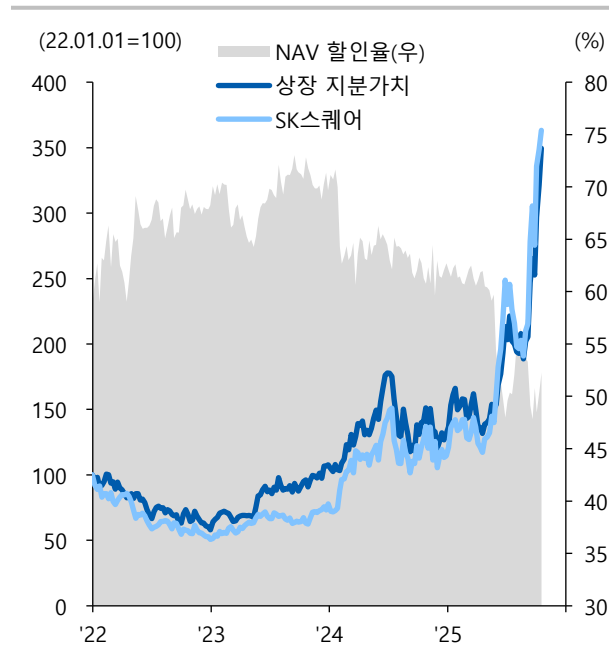
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



자회사 가치는 반영하기 마련

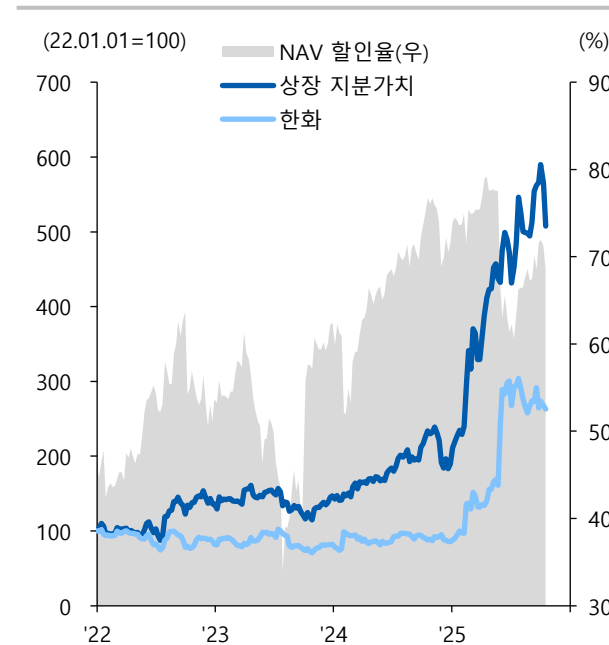
- 자회사 가치가 급등했으나, 이를 반영하지 못한 저평가 지주사에 주목할 시점
- 상장 자회사의 지분가치는 지주사 기업가치의 핵심(76%)이며, 주가 동조화 경향이 뚜렷
- 한화와 SK스퀘어 주가는 핵심 자회사의 지분가치 상승을 반영하며 +210%, +207% YTD 상승
- SK는 SK스퀘어의 주가 상승을 반영하지 못하며 할인율이 과거와 유사한 수준에 머무르는 상황
- SK의 현재 시가총액(16.8조원)은 SK하이닉스 지분가치(간접지분율 6.4%) 19.8조원에 미치지 못하는 수준
동시에 SK텔레콤(3.6조원)과 SK스퀘어(10.4조원)를 제외한 주요 자회사 가치를 사실상 제로로 평가 받는 저평가 상태

SK스퀘어 주가, 상장 지분가치 및 NAV 할인율 추이



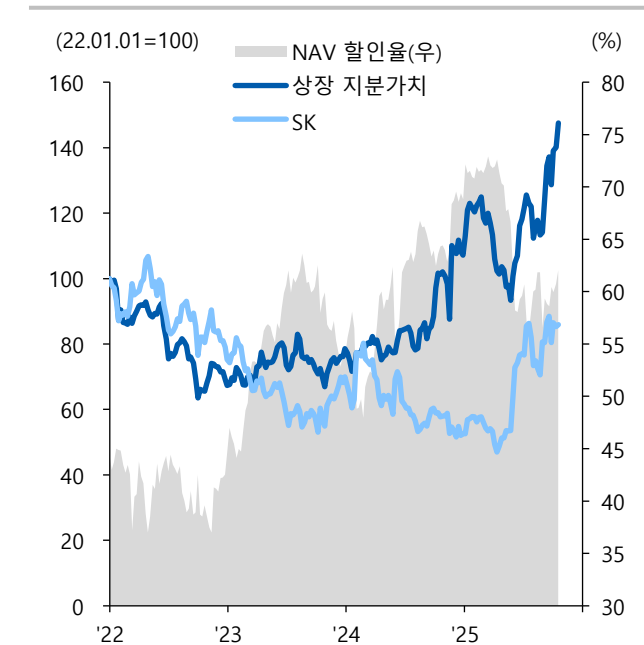
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

한화 주가, 상장 지분가치 및 NAV 할인율 추이



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

SK 주가, 상장 지분가치 및 NAV 할인율 추이

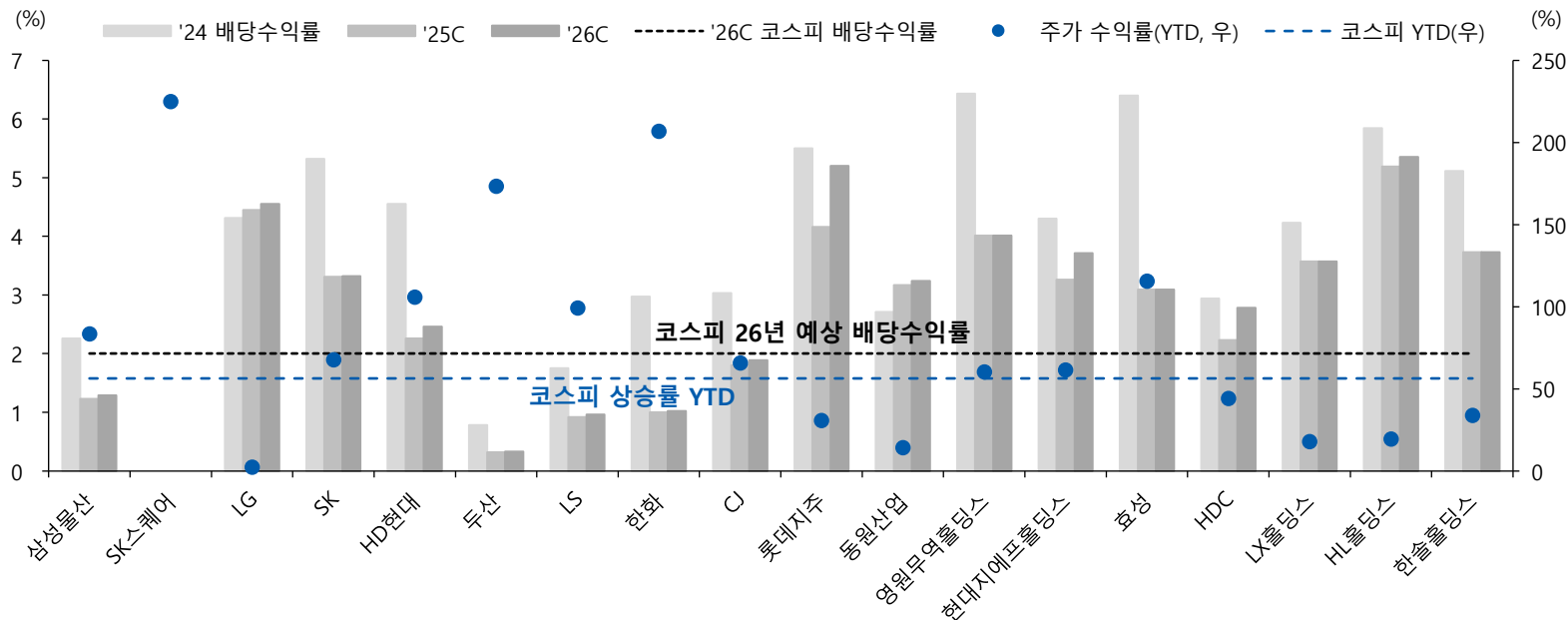


자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

실적과 저평가를 동시에 설명하는 배당수익률

- 지주사의 핵심 투자 포인트인 배당 관점에서 높은 배당수익률은 지주사의 건조한 펀더멘탈(자회사 실적, 자체 실적) 대비 저평가를 시사
- 따라서 1)건조한 이익을 바탕으로 지속적인 주주환원이 가능하고, 2)주가 상승에도 높은 배당수익률을 유지 중인 지주사에 주목
- 올해 코스피 수익률을 상회하는 높은 주가 상승에도 26년까지 높은 배당수익률이 기대되는 SK, HD현대, 현대지에프홀딩스, 효성 등에 주목

주요 지주사의 배당수익률 및 주가 수익률 추이



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



실적과 저평가를 동시에 설명하는 배당수익률

주요 지주사의 배당수익률, 매출액 및 영업이익 추이 비교

	D Yield(%)			매출액(십억원)			영업이익(십억원)			OPM(%)		
	'24	'25C	'26C	'24	'25C	'26C	'24	'25C	'26C	'24	'25C	'26C
복합기업	2.3	1.9	2.0	213,477	225,730	239,624	14,847	20,071	23,160	7.0	8.9	9.7
삼성물산(028260)	2.3	1.2	1.3	42,103	40,518	43,727	2,983	3,050	3,514	7.1	7.5	8.0
SK스퀘어(402340)	-	-	-	6,138	3,950	4,172	3,913	5,655	6,217	63.7	143.2	149.0
LG(003550)	4.3	4.5	4.6	7,176	8,045	8,766	967	1,498	1,837	13.5	18.6	21.0
SK(034730)	5.3	3.3	3.3	124,690	121,496	124,923	2,063	1,815	3,875	1.7	1.5	3.1
HD현대(267250)	4.6	2.3	2.5	67,766	69,475	73,623	2,983	5,366	6,547	4.4	7.7	8.9
두산(000150)	0.8	0.3	0.3	18,133	19,865	21,536	1,004	1,459	1,950	5.5	7.3	9.1
LS(006260)	1.8	0.9	1.0	27,545	30,163	31,447	1,088	1,067	1,308	3.9	3.5	4.2
GS(078930)	6.9	5.5	5.5	25,297	24,907	25,454	3,060	2,542	2,728	12.1	10.2	10.7
한화(000880)	3.0	1.0	1.0	55,647	72,806	76,757	2,416	4,486	5,175	4.3	6.2	6.7
CJ(001040)	3.0	1.8	1.9	43,647	45,345	47,973	2,547	2,587	2,901	5.8	5.7	6.0
롯데지주(004990)	5.5	4.2	5.2	15,757	15,908	16,654	340	348	535	2.2	2.2	3.2
동원산업(006040)	2.7	3.2	3.2	8,944	9,402	9,679	501	552	577	5.6	5.9	6.0
영원무역홀딩스(009970)	6.4	4.0	4.0	4,306	4,666	4,782	517	596	741	12.0	12.8	15.5
현대지에프홀딩스(005440)	4.3	3.3	3.7	7,409	8,300	8,694	198	294	330	2.7	3.5	3.8
효성(004800)	6.4	3.1	3.1	2,273	2,429	2,538	221	297	281	9.7	12.2	11.1
LX홀딩스(383800)	2.9	2.2	2.8	6,200	7,052	7,417	345	668	832	5.6	9.5	11.2
HL홀딩스(060980)	4.2	3.6	3.6	195	242	251	156	197	205	80.2	81.4	81.7
한솔홀딩스(004150)	5.8	5.2	5.4	1,371	1,416	1,493	90	102	122	6.6	7.2	8.1

SK (034730): 여전히 과도한 저평가

통신/지주



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	330,000원 (U)
현재주가 (10/20)	224,500원
상승여력	47%

시가총액	162,769 억원
총발행주식수	73,068,838 주
60일 평균 거래대금	464억원
60일 평균 거래량	220,156주
52주 고/저	233,000원/115,400원
외인지분율	25.80%
배당수익률	5.32%
주요주주	최태원 외 33인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.1)	1.4	51.6
상대	(10.7)	(15.3)	3.1
절대(달려환산)	(2.9)	(0.5)	46.3

- 리밸런싱으로 다져진 견고함:** 그룹 내 구조조정을 통한 리밸런싱 효과로 재무구조 개선세 뚜렷. 25년 이후 SK스페셜티 매각, 반도체 소재 계열사(SK트리캠, SK레조낙, SK머티리얼즈제이엔씨, SK머티리얼즈퍼포먼스)를 SK에코플랜트에 현물출자, SK브로드밴드에 판교DC 매각하며 8월까지 누적 Divestment 4,660억원으로 재무 안정성 강화, 별도 순차입금은 23년 11조원, 24년 10.5조원, 2Q25말 8.1조원으로 감소. 현재 진행 중인 SK실트론 매각까지 실행될 경우 순차입금은 6조원대 수준으로 축소될 전망
- 주가 상승에도 저평가 상태 지속:** 상법 개정, 자사주 소각 의무화 등 제도 개선에 따른 지주사에 대한 디스카운트 해소 국면 지속. 올해 높은 주가 상승에도 불구하고 자회사의 주가가 더 가파르게 상승하며 저평가 상태 지속, NAV할인율은 63%로 과거와 유사한 수준. 현재 동사의 시가총액(16.4조원)은 SK스퀘어(10.9조원)와 SK텔레콤(3.6조원)을 제외한 지분가치는 사실상 제로로 평가 받는 중, 더불어 간접 지분율이지만 SK하이닉스 지분가치(6.4%) 22.3조원에 한참 미치지 못하는 수준
- 투자의견 BUY, 목표주가 330,000원 상향:** 투자의견 BUY 유지, 목표주가는 자회사 지분가치 상승분을 반영해 기존 260,000원에서 330,000원으로 +26.9% 상향. 목표주가는 사업가치 5.1조원, 상장 자회사 지분가치 17.2조원, 비상장 자회사 지분가치 10.1조원에 순차입금 8.1조원을 차감해 산출

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	128,798	124,690	121,477	112,495	117,890
매출액증가율	-2.5	-3.2	-2.6	-7.4	4.8
영업이익	4,754	2,355	975	3,650	5,004
영업이익률	3.7	1.9	0.8	3.2	4.2
지배주주귀속순이익	-777	-1,293	514	1,598	2,324
지배주주 귀속 EPS	-10,616	-17,809	7,090	22,035	32,052
증가율	-171.8	67.8	-139.8	210.8	45.5
PER	-15.5	-8.9	31.7	10.2	6.9
PBR	0.4	0.3	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	9.9	12.3	13.7	10.7	9.5
ROA	-0.4	-0.6	0.2	0.7	1.1
ROE	-3.7	-5.6	2.0	6.2	8.5

자료: 유안타증권 리서치센터



SK (034730): 여전히 과도한 저평가

SK 목표주가 산정

(십억원)	기업가치	지분율	적정가치	비고
A. 사업가치			5,079	
SK C&C			920	
브랜드사용 수익			4,158	
B. 자회사 가치			27,240	B=a+b
a. 상장자회사 가치			17,155	a=@*50%
@ 상장 자회사 총 지분가치			34,310	전일 증가 기준
SK이노베이션	20,692	55.9%	11,569	
SK텔레콤	11,749	30.6%	3,592	
SK스퀘어	34,726	32.1%	11,130	
SK네트웍스	1,033	43.9%	454	
SKC	4,169	40.6%	1,694	
SK바이오팜	8,427	64.0%	5,393	
SK리츠	1,511	31.7%	479	
b. 비상장 자회사 가치			10,085	
SK에코플랜트	2,406	42.9%	1,032	장외 시가총액 기준
SK실트론	5,416	51.0%	2,762	
기타	6,291		6,291	장부가
C. 순차입금(순현금)			8,108	2Q25말 별도
D. 적정 기업가치			24,211	D=A+B-C
E. NAV			41,366	$E=a+(\text{@})+b)-C$
F. 발행주식수(백만주)			72.5	
G. 적정 주가			333,934	$G=D/F$
목표 주가			330,000	

자료: 유안타증권 리서치센터



SK(034730) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	128,798	124,690	121,477	112,495	117,890
매출원가	116,610	113,999	111,758	101,245	104,922
매출총이익	12,189	10,692	9,718	11,249	12,968
판매비	8,052	8,629	8,744	7,599	7,964
영업이익	4,754	2,355	975	3,650	5,004
EBITDA	13,125	10,447	9,826	12,616	14,300
영업외손익	-5,608	-1,259	1,473	1,675	2,188
외환관련손익	-157	-459	366	-459	0
이자손익	-2,219	-2,744	-2,525	-2,498	-2,444
관계기업관련손익	-2,359	3,812	5,500	6,500	6,500
기타	-873	-1,868	-1,868	-1,868	-1,868
법인세비용차감전순손익	-854	1,097	2,448	5,325	7,192
법인세비용	571	748	612	1,331	2,544
계속사업순손익	-1,424	349	1,836	3,994	4,648
중단사업순손익	1,018	180	0	0	0
당기순이익	-406	529	1,836	3,994	4,648
지배지분순이익	-777	-1,293	514	1,598	2,324
포괄순이익	-609	5,479	1,836	3,994	4,648
지배지분포괄이익	-1,113	533	179	388	452

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	11,354	8,110	7,951	10,934	9,780
당기순이익	-406	529	1,836	3,994	4,648
감가상각비	7,232	6,531	6,851	6,991	7,317
외환손익	-194	367	-366	459	0
중속, 관계기업관련손익	2,359	-3,812	-5,500	-6,500	-6,500
자산부채의 증감	1,383	737	-133	-926	-926
기타현금흐름	980	3,759	5,264	5,238	5,242
투자활동 현금흐름	-21,628	-12,158	-10,439	-8,513	-11,188
투자자산	-2,008	1,049	-266	-187	-1,028
유형자산 증가 (CAPEX)	-18,915	-15,673	-8,884	-7,884	-9,384
유형자산 감소	196	409	0	0	0
기타현금흐름	-901	2,057	-1,289	-442	-775
재무활동 현금흐름	11,524	5,085	-1,836	-1,918	-1,706
단기차입금	54	2,833	-47	-132	80
사채 및 장기차입금	4,771	1,257	0	0	0
자본	574	4,213	0	0	0
현금배당	-1,674	-1,815	-385	-382	-382
기타현금흐름	7,799	-1,404	-1,404	-1,404	-1,404
연결범위변동 등 기타	40	926	4,285	988	4,449
현금의 증감	1,290	1,963	-39	1,492	1,336
기초 현금	21,394	22,684	24,647	24,600	26,100
기말 현금	22,684	24,647	24,608	26,100	27,435
NOPLAT	7,932	2,355	975	3,650	5,004
FCF	-7,561	-7,563	-934	3,050	396

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER는 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전일치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우,

자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	64,835	67,463	66,934	66,334	69,451
현금및현금성자산	22,684	24,647	24,608	26,100	27,435
매출채권 및 기타채권	17,057	16,776	16,669	15,437	16,177
채고자산	15,007	13,638	13,287	12,304	12,895
비유동자산	142,136	147,515	148,323	149,258	152,375
유형자산	73,494	80,364	82,397	83,290	85,358
관계기업등 지분관련자산	26,538	31,108	31,420	31,734	32,686
기타투자자산	9,532	8,488	8,443	8,316	8,392
자산총계	206,970	214,978	215,256	215,591	221,826
유동부채	65,353	71,533	70,588	67,946	69,533
매입채무 및 기타채무	29,144	29,892	29,121	26,968	28,262
단기차입금	17,388	20,003	20,003	20,003	20,003
유동성장기부채	13,019	14,789	14,789	14,789	14,789
비유동부채	63,738	63,157	62,930	62,295	62,676
장기차입금	19,261	22,039	22,039	22,039	22,039
사채	29,309	26,034	26,034	26,034	26,034
부채총계	129,091	134,690	133,518	130,240	132,209
자배지분	20,727	25,244	25,244	26,460	28,402
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8,985	13,198	13,198	13,198	13,198
이익잉여금	13,668	11,882	12,011	13,227	15,169
비지배지분	57,152	55,173	56,495	58,891	61,215
자본총계	77,879	80,288	81,739	85,351	89,617
순차입금	59,964	62,016	62,120	60,454	58,992
총차입금	86,338	91,034	90,986	90,854	90,933

Valuation 지표 (단위: 원, %, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-10,616	-17,809	7,090	22,035	32,052
BPS	373,965	455,927	458,259	480,333	515,590
EBITDAPS	177,341	142,376	134,475	172,663	195,700
SPS	1,740,299	1,699,362	1,662,495	1,539,569	1,613,416
DPS	5,000	7,000	7,000	7,000	7,000
PER	-15.5	-8.9	31.7	10.2	7.0
PBR	0.4	0.3	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	9.9	12.3	13.7	10.8	9.6
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

재무비율 (단위: %, %, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-2.5	-3.2	-2.6	-7.4	4.8
영업이익 증가율 (%)	-41.7	-50.5	-58.6	274.6	37.1
지배순이익 증가율 (%)	0.0	0.0	0.0	210.8	45.5
매출총이익률 (%)	9.5	8.6	8.0	10.0	11.0
영업이익률 (%)	3.7	1.9	0.8	3.2	4.2
지배순이익률 (%)	-0.6	-1.0	0.4	1.4	2.0
EBITDA 마진 (%)	10.2	8.4	8.1	11.2	12.1
ROIC	8.6	0.8	0.6	2.4	3.2
ROA	-0.4	-0.6	0.2	0.7	1.1
ROE	-3.7	-5.6	2.0	6.2	8.5
부채비율 (%)	165.8	167.8	163.3	152.6	147.5
순차입금/자기자본 (%)	289.3	246.9	246.1	228.5	207.7
영업이익/금융비용 (배)	1.5	0.6	0.3	1.0	1.4



SK스퀘어 (402340): 강력한 주가와 주주환원

통신/지주



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakores.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	310,000원 (I)
현재주가 (10/20)	262,000원
상승여력	18%

시가총액	347,257 억원
총발행주식수	132,540,858 주
60일 평균 거래대금	901억원
60일 평균 거래량	490,014주
52주 고/저	262,000원/72,900원
외인지분율	51.74%
배당수익률	0.00%
주요주주	SK 외 10인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	21.0	63.2	196.4
상대	9.3	36.4	101.5
절대(달려환산)	18.8	60.2	186.0

- 더할 나위 없는 주주환원 지속:** 업종 내 가장 적극적인 주주환원 지속. 9/30까지 1,000억원 규모의 자사주 매입 완료, 과거 자사주 소각(24년 4월, 25년 4월) 감안시 26년 4월 중으로 소각 예상. 동사는 올해까지 경상 배당수입의 30% 이상, Harvest 성과 일부를 자사주 매입 후 전량 소각 혹은 현금배당하는 주주환원 정책을 보유. 차기 주주환원 정책 역시 기존과 유사하거나 그 이상을 제시할 것으로 기대
- 자회사 실적 개선과 늘어난 현금:** 티맵모빌리티, 11번가 등 자회사의 영업적자폭 감소세가 지속되고 있다는 점이 긍정적. 티맵모빌리티는 2Q25 -38억원(+98억원 YoY), 11번가는 2Q25 -102억원(+81억원 YoY)로 1Q에 이어 큰 폭으로 축소. 더불어 티맵모빌리티, SK플래닛, 원스토어 등이 보유한 비핵심자산의 유동화도 이어지는 중. 별도 현금도 1Q25 0.4조원에서 2Q25 1.1조원까지 확대, SK실더스 잔여 매각대금 5,000억원 유입으로 추가 주주환원도 가능할 것으로 예상.
- 투자 의견 BUY, 목표주가 310,000원 커버리지 재개:** 핵심 자회사인 SK하이닉스의 지분가치 상승을 반영해 동사의 주가는 큰 폭으로 상승했음에도 여전히 NAV 할인율은 50%를 상회. 동사는 기업가치제고 계획을 통해 27년 NAV 할인율 50% 이하로 축소하는 목표를 제시, 지속적인 주주환원, 비핵심 자산 유동화 등 주당가치 제고 지속될 것으로 예상, 주가 상승 여력 충분. 동사에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 310,000원으로 커버리지 재개. 목표주가는 상장 자회사 지분가치 35.0조원, 비상장 자회사 지분가치 4.5조원에 순현금 1.2조원을 합산해 산출

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,278	6,138	1,630	1,702	1,796
매출액증가율	-16.7	169.4	-73.4	4.4	5.5
영업이익	-2,340	3,913	7,155	10,227	10,327
영업이익률	-102.7	63.8	439.0	600.9	575.0
지배주주귀속순이익	-1,287	3,714	5,736	6,513	6,990
지배주주 귀속 EPS	-9,137	27,346	43,187	49,143	52,739
증가율	-597.7	-399.3	57.9	13.8	7.3
PER	-4.7	2.9	6.0	5.2	4.9
PBR	0.4	0.5	1.6	1.2	1.0
EV/EBITDA	-2.6	2.6	-2,517.4	308.2	2,602.7
ROA	-6.4	18.6	24.7	23.5	20.3
ROE	-8.0	21.7	28.1	26.0	21.9

자료: 유안타증권 리서치센터

SK스퀘어 (402340): 강력한 주가와 주주환원

SK스퀘어 목표주가 산정

(십억원)	기업가치	지분율	적정가치	비고
A. 상장 자회사 가치			35,035	A=@*50%
@ 상장자회사 총 지분가치			70,070	
SK하이닉스	348,713	20.1%	69,987	전일 시가총액
드림어스컴퍼니	129	38.7%	50	
인크로스	92	36.1%	33	
B. 비상장 자회사 지분가치			4,479	
티맵모빌리티	2,400	60.1%	1,442	
코리아시큐리티홀딩스(SK철더스)	3,200	32.0%	1,024	
원스토어	919	45.80%	421	
기타			1,592	장부가
C. 순현금			-1,175	2Q25 말 기준
D. 적정 기업 가치			40,689	D=A+B+C
E. NAV			75,724	E=@+B+C
F. 발행주식수(백만주)			133	
G. 적정주가(원)			306,994	G = D/F
목표주가(원)			310,000	

자료: 유안타증권 리서치센터



SK스퀘어(402340) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,278	6,138	1,630	1,702	1,796
매출원가	2,055	125	0	0	0
매출총이익	224	6,013	1,630	1,702	1,796
판매비	2,564	2,101	1,787	1,795	1,895
영업이익	-2,340	3,913	7,155	10,227	10,327
EBITDA	-2,196	4,016	-13	95	10
영업외손익	-258	-77	-108	-2,224	-2,249
외환관련손익	-1	10	4	0	0
이자손익	45	58	54	115	190
관계기업관련손익	-34	30	0	0	0
기타	-268	-175	-166	-2,339	-2,439
법인세비용차감전순손익	-2,598	3,836	7,047	8,003	8,078
법인세비용	-292	185	1,409	1,601	1,207
계속사업순손익	-2,305	3,651	5,638	6,402	6,871
중단사업순손익	990	0	0	0	0
당기순이익	-1,315	3,651	5,638	6,402	6,871
지배지분순이익	-1,287	3,714	5,736	6,513	6,990
포괄순이익	-1,273	3,908	5,638	6,402	6,871
지배지분포괄이익	-1,243	3,975	5,735	6,513	6,989

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	266	190	1,927	2,733	3,127
당기순이익	-1,315	3,651	5,638	6,402	6,871
감가상각비	143	104	144	189	109
외환손익	1	-5	-4	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	63	66	-119	-127	-121
기타현금흐름	1,374	-3,624	-3,731	-3,731	-3,731
투자활동 현금흐름	284	90	-1,007	-3,943	-4,451
투자자산	56	-20	-900	-3,779	-4,534
유형자산 증가 (CAPEX)	-237	-39	-200	-250	0
유형자산 감소	9	3	0	0	0
기타현금흐름	457	146	93	86	83
재무활동 현금흐름	-281	-201	-286	-285	-77
단기차입금	285	-10	18	19	218
사채 및 장기차입금	-2,074	-48	-10	-9	0
자본	-1,000	0	0	0	0
현금배당	-38	-2	0	0	0
기타현금흐름	2,547	-140	-295	-295	-295
연결범위변동 등 기타	0	18	959	3,972	4,071
현금의 증감	269	97	1,594	2,478	2,670
기초 현금	1,002	1,271	1,368	2,962	5,440
기말 현금	1,271	1,368	2,962	5,440	8,109
NOPLAT	-2,340	3,913	7,155	10,227	10,327
FCF	28	151	1,727	2,483	3,127

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,289	2,703	4,310	6,878	9,627
현금및현금성자산	1,271	1,368	2,962	5,472	8,143
매출채권 및 기타채권	590	1,001	1,011	1,055	1,113
채고자산	113	42	43	45	47
비유동자산	15,681	19,218	20,174	24,014	28,439
유형자산	243	170	226	288	178
관계기업등 지분관련자산	13,758	17,992	18,892	22,670	27,205
기타투자자산	544	411	411	411	412
자산총계	17,970	21,921	24,483	30,892	38,065
유동부채	1,381	1,396	1,367	1,342	1,607
매입채무 및 기타채무	932	913	867	824	869
단기차입금	47	16	16	16	16
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	773	939	893	849	887
장기차입금	1	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,153	2,336	2,260	2,191	2,494
지배지분	15,202	19,033	21,768	28,357	35,348
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	5,912	5,912	5,912	5,912	5,912
이익잉여금	320	3,908	9,644	16,157	23,147
비지배지분	615	553	455	344	224
자본총계	15,817	19,585	22,223	28,701	35,572
순차입금	-911	-950	-2,537	-5,046	-7,512
총차입금	624	631	640	649	867

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-9,137	27,346	43,187	49,143	52,739
BPS	112,264	142,904	165,198	215,206	268,253
EBITDAPS	-15,591	29,572	-96	720	78
SPS	16,175	45,198	12,275	12,840	13,548
DPS	0	0	0	0	0
PER	-4.7	2.9	6.1	5.3	5.0
PBR	0.4	0.5	1.6	1.2	1.0
EV/EBITDA	-2.6	2.6	-2,564.2	314.4	2,660.5
PSR	2.7	1.7	21.3	20.4	19.3

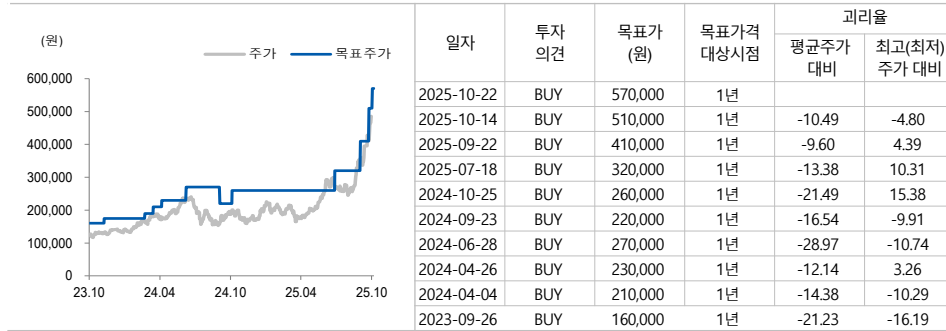
재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-16.7	169.4	-73.4	4.4	5.5
영업이익 증가율 (%)	적전	0.0	82.9	42.9	1.0
지배순이익 증가율 (%)	적전	0.0	54.4	13.6	7.3
매출총이익률 (%)	9.8	98.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	-102.7	63.7	438.9	600.9	575.1
지배순이익률 (%)	-56.5	60.5	351.8	382.7	389.3
EBITDA 마진 (%)	-96.4	65.4	-0.8	5.6	0.6
ROIC	-110.3	561.2	654.8	811.6	849.9
ROA	-6.4	18.6	24.7	23.5	20.3
ROE	-8.0	21.7	28.1	26.0	21.9
부채비율 (%)	13.6	11.9	10.2	7.6	7.0
순차입금/자기자본 (%)	-6.0	-5.0	-11.7	-17.8	-21.3
영업이익/금융비용 (배)	-283.1	223.1	403.0	567.8	487.3

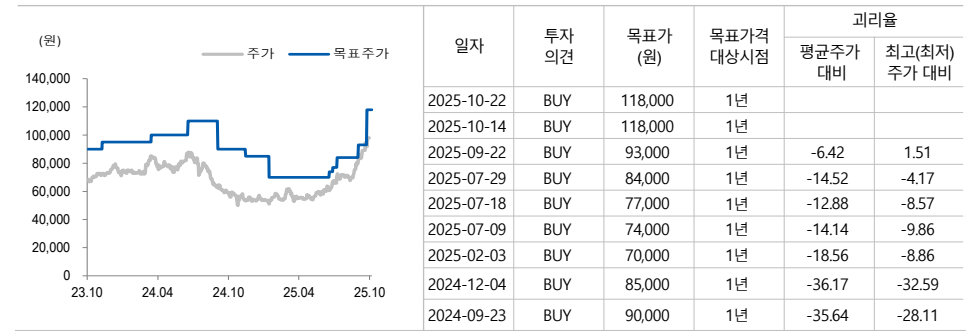


컴플라이언스

SK하이닉스(000660) 투자등급 및 목표주가 추이



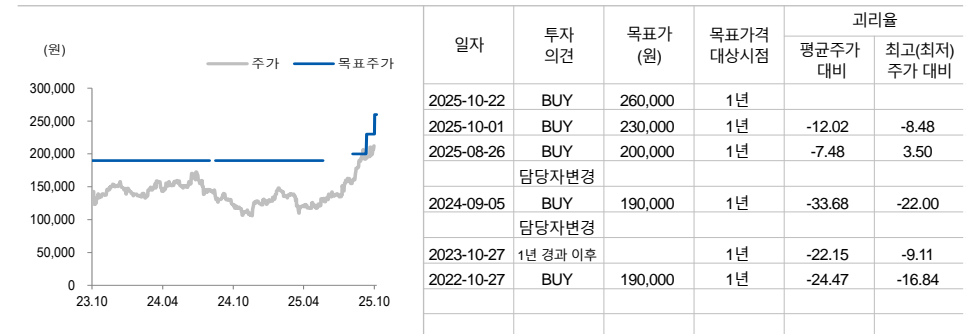
삼성전자(005930) 투자등급 및 목표주가 추이



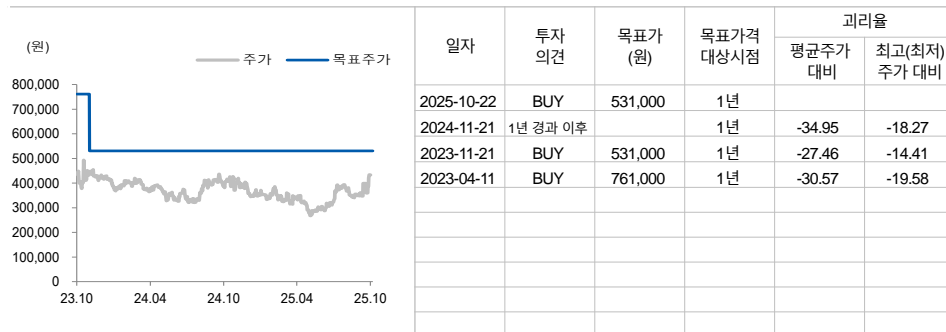
대덕전자(353200) 투자등급 및 목표주가 추이



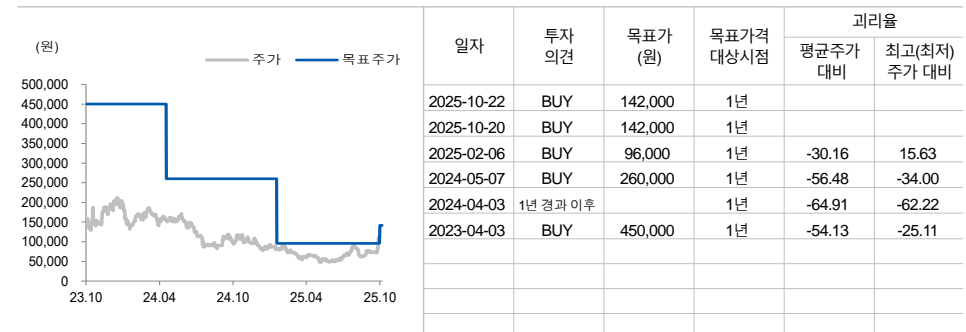
삼성전기(009150) 투자등급 및 목표주가 추이



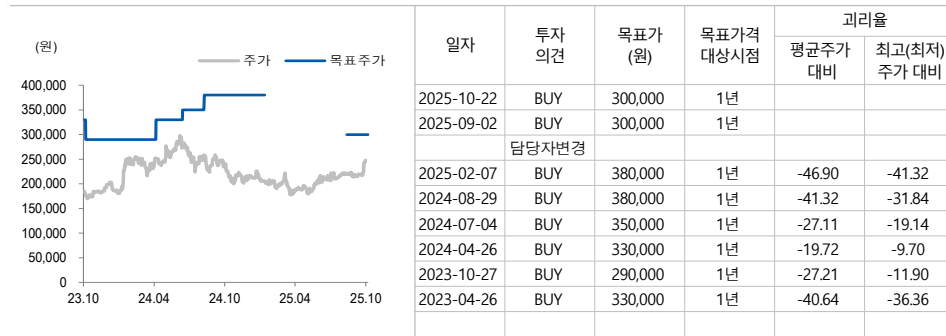
LG에너지솔루션(373220) 투자등급 및 목표주가 추이



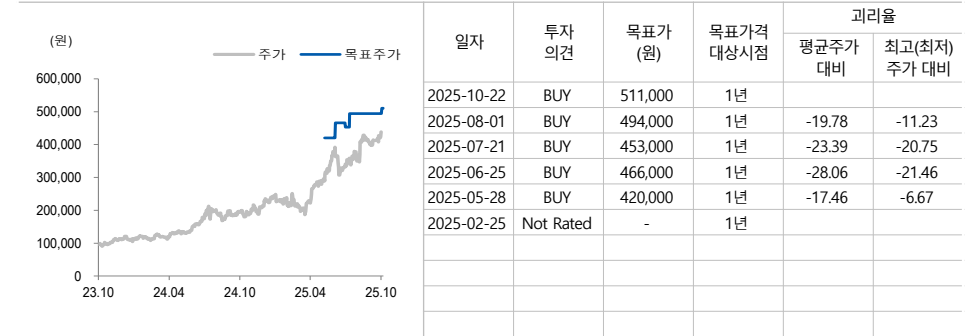
엘앤에프(066970) 투자등급 및 목표주가 추이



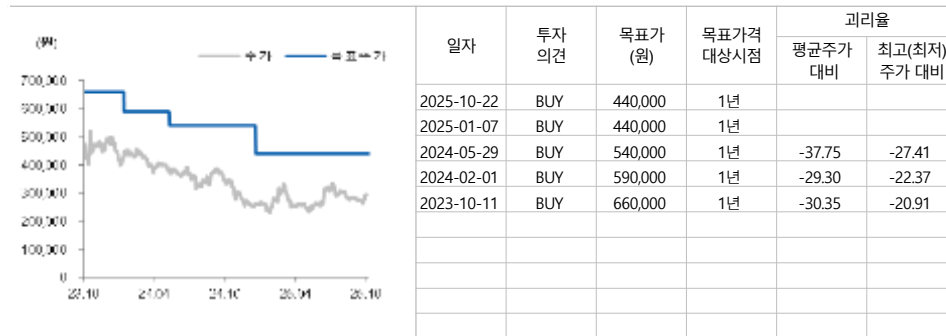
현대차(005380) 투자등급 및 목표주가 추이



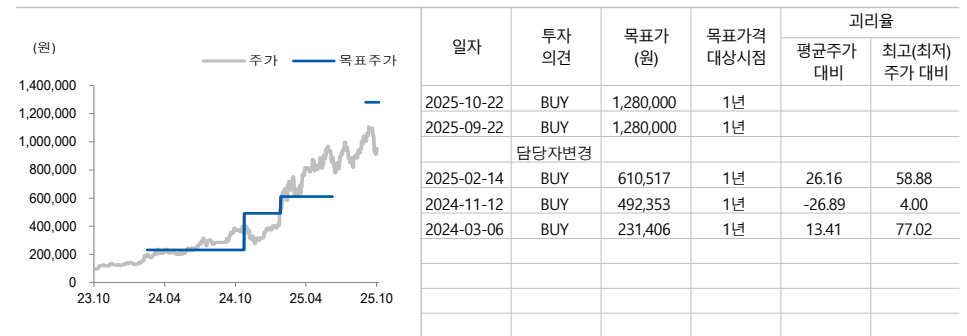
HD한국조선해양(009540) 투자등급 및 목표주가 추이



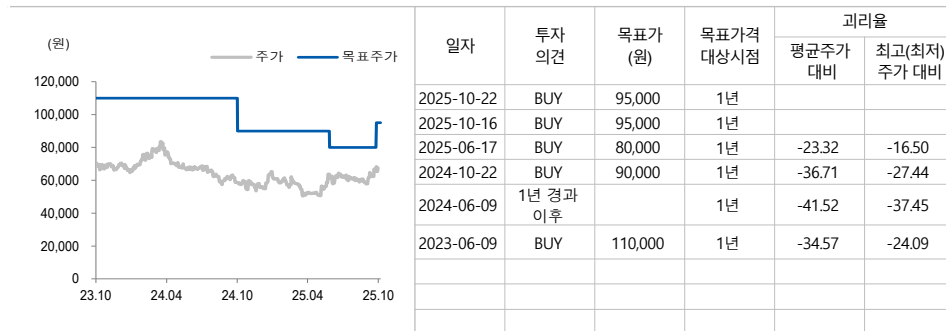
POSCO홀딩스(005490): 투자등급 및 목표주가 추이



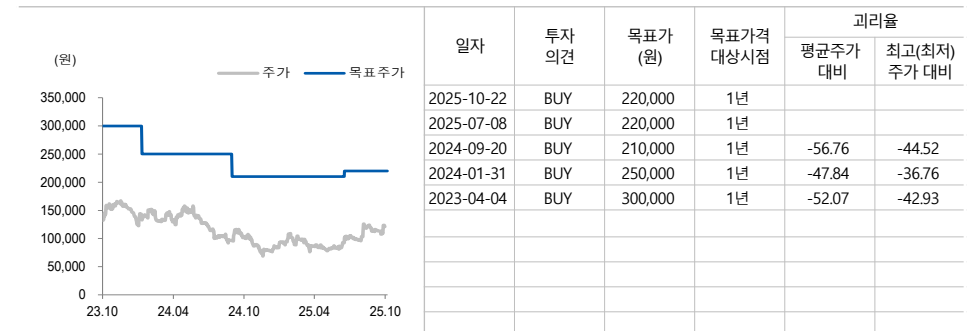
한화에어로스페이스(012450) 투자등급 및 목표주가 추이



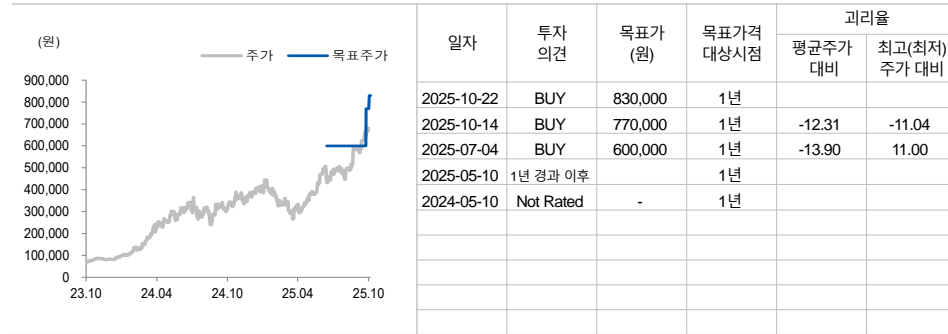
S-Oil(010950) 투자등급 및 목표주가 추이



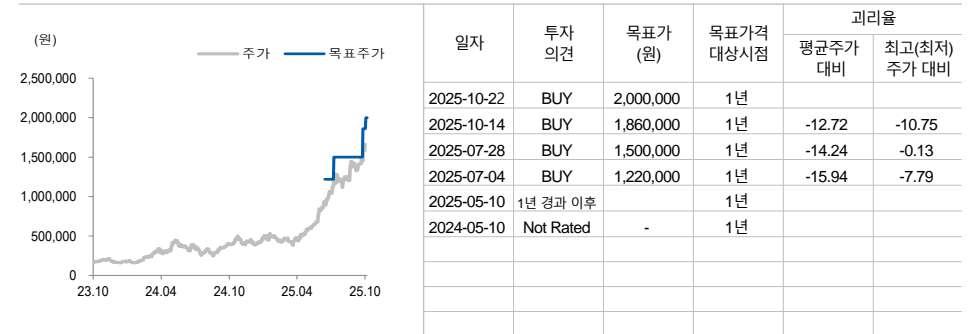
대한유화(006650) 투자등급 및 목표주가 추이



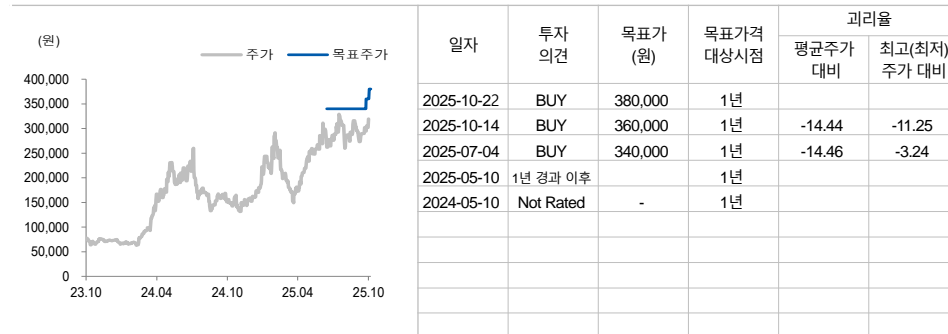
HD현대일렉트릭(267260) 투자등급 및 목표주가 추이



효성중공업(298040) 투자등급 및 목표주가 추이



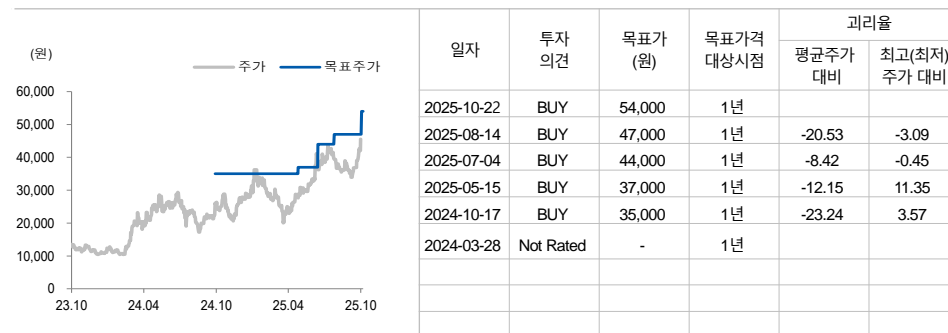
LS ELECTRIC(010120) 투자등급 및 목표주가 추이



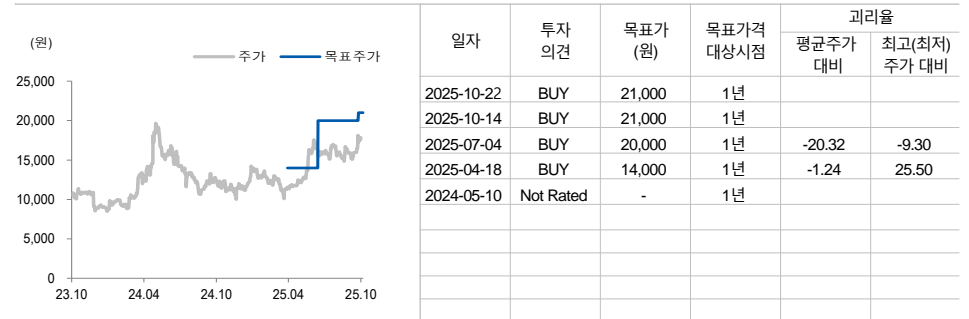
산일전기(062040) 투자등급 및 목표주가 추이



일진전기(103590) 투자등급 및 목표주가 추이

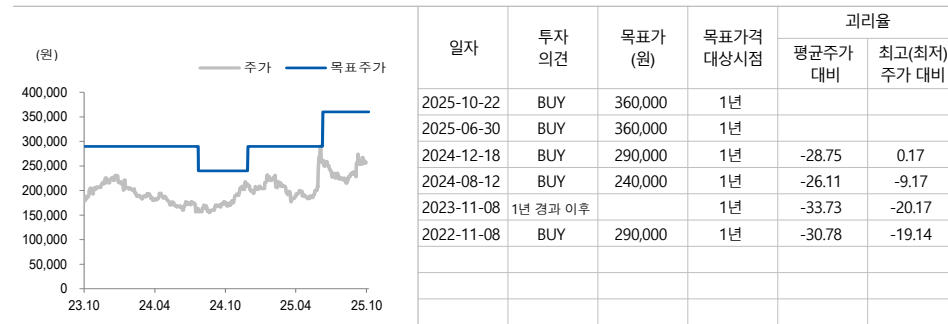


대한전선(001440) 투자등급 및 목표주가 추이

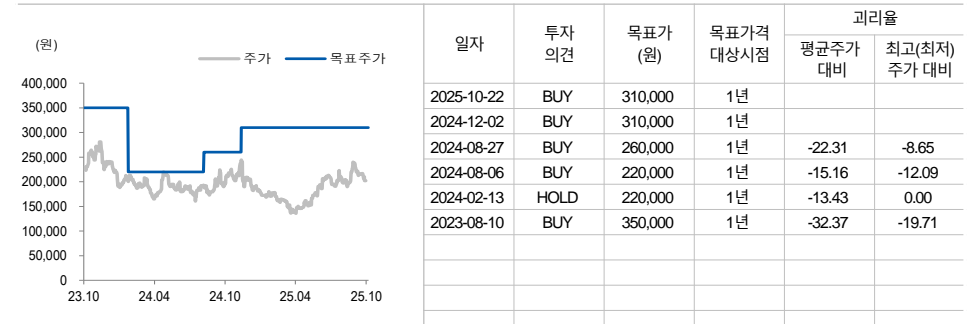




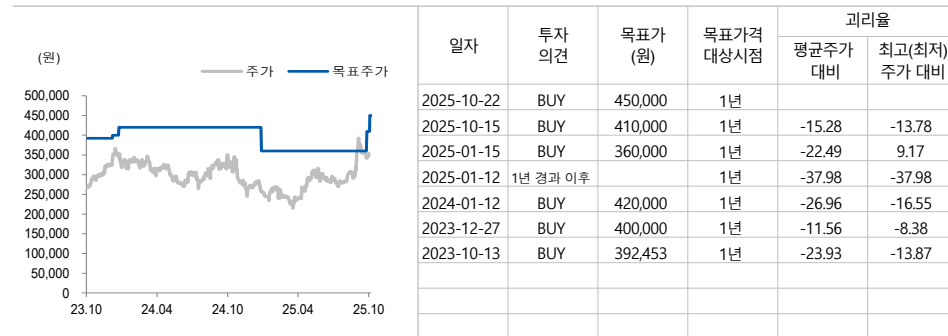
NAVER(035420) 투자등급 및 목표주가 추이



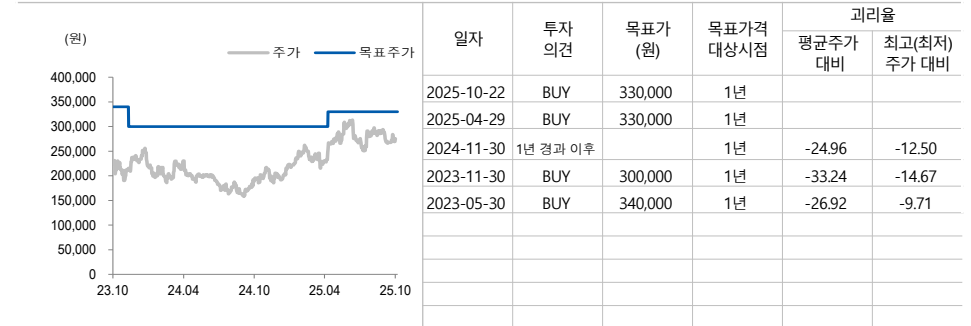
엔씨소프트(036570) 투자등급 및 목표주가 추이



한미약품(128940) 투자등급 및 목표주가 추이



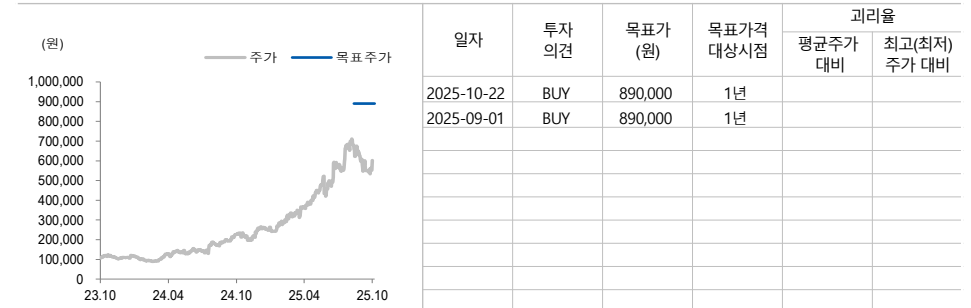
하이브(352820) 투자등급 및 목표주가 추이



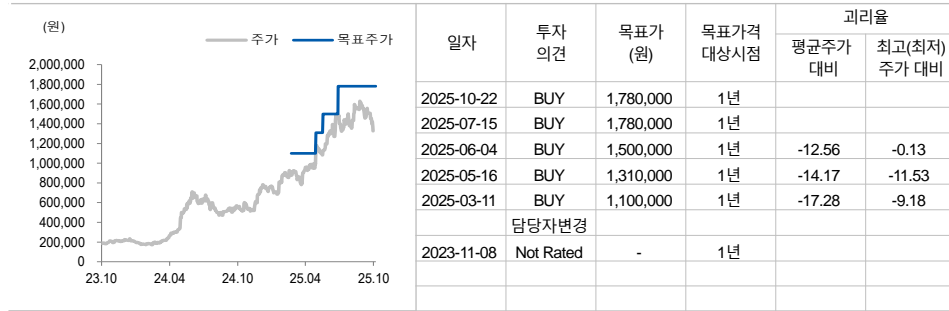
에이피알(278470) 투자등급 및 목표주가 추이



파마리서치(214450) 투자등급 및 목표주가 추이



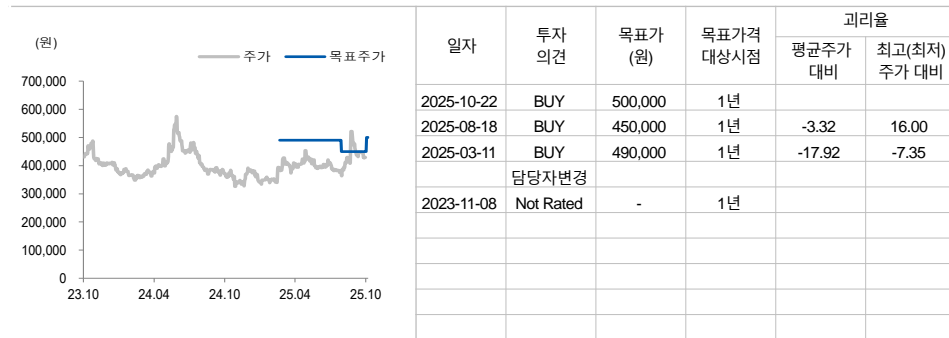
삼양식품(003230) 투자등급 및 목표주가 추이



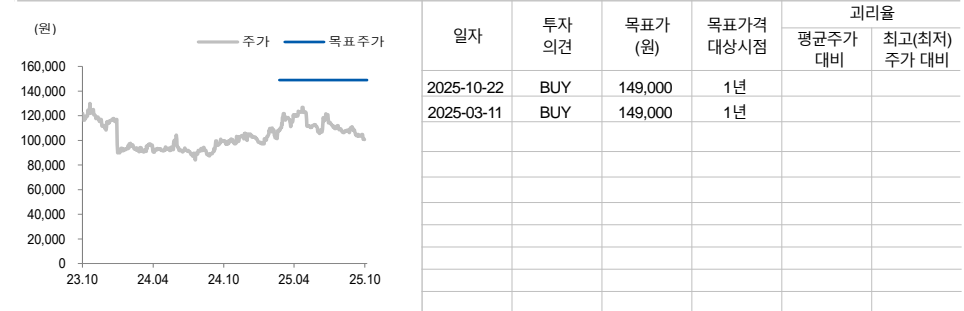
KT&G(033780) 투자등급 및 목표주가 추이



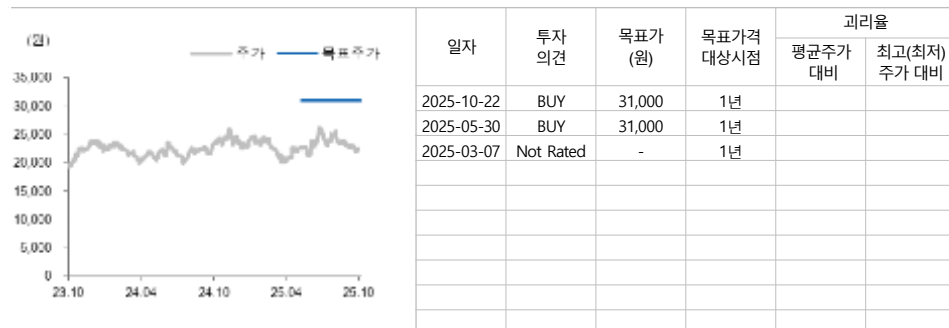
농심(004370) 투자등급 및 목표주가 추이



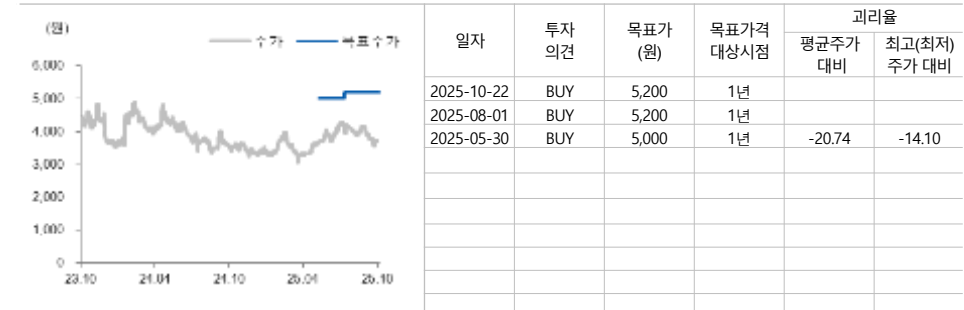
오리온(271560) 투자등급 및 목표주가 추이



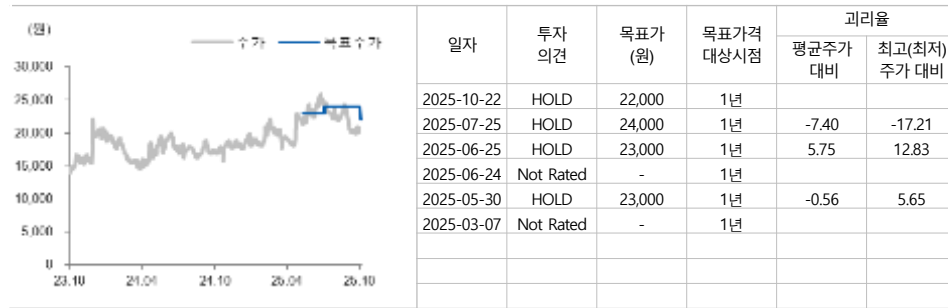
대한항공(003490) 투자등급 및 목표주가 추이



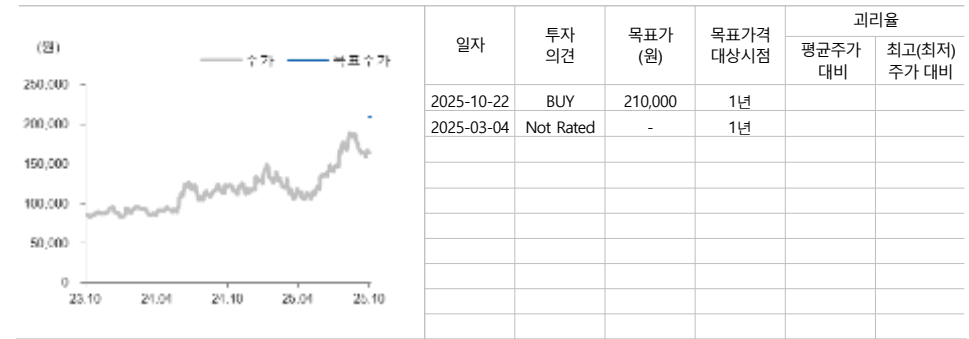
팬오션(028670) 투자등급 및 목표주가 추이



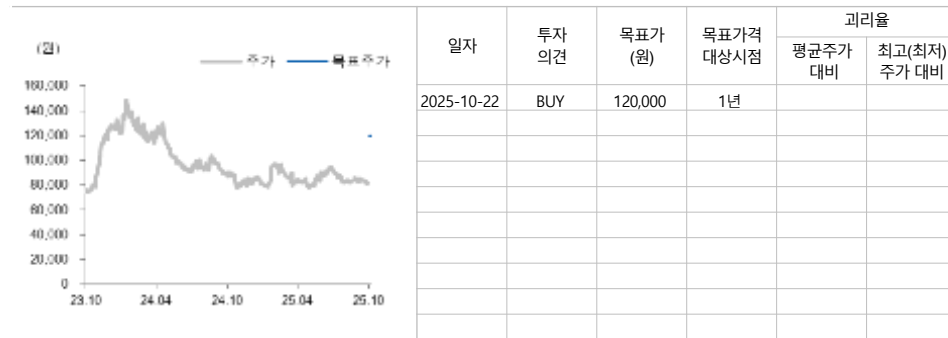
HMM(011200) 투자등급 및 목표주가 추이



현대글로벌비스(086280) 투자등급 및 목표주가 추이



CJ대한통운(000120) 투자등급 및 목표주가 추이



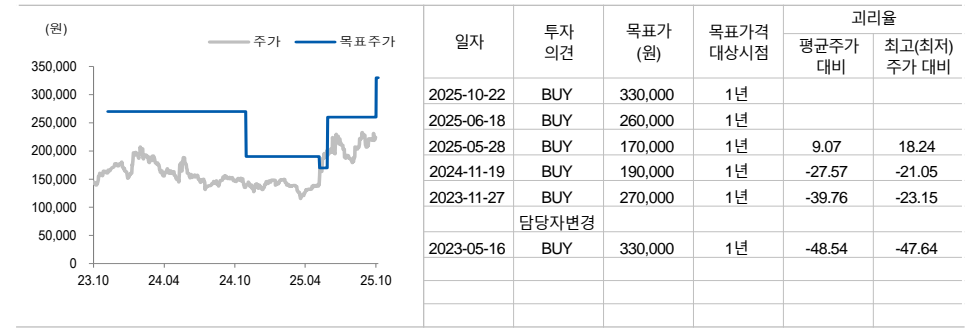
KB금융(105560) 투자등급 및 목표주가 추이



하나금융지주(086790) 투자등급 및 목표주가 추이

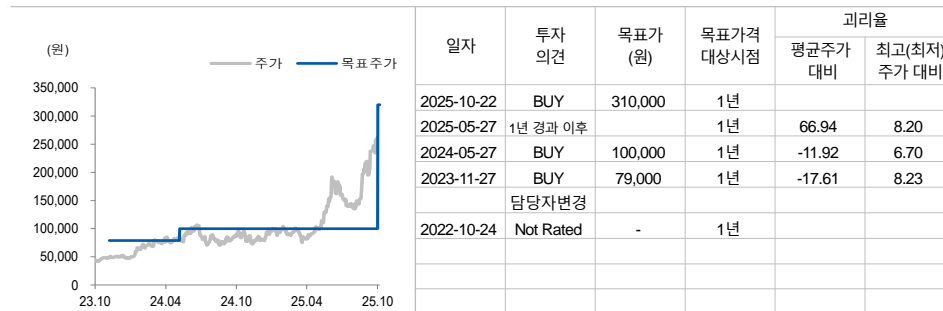


SK(051900) 투자등급 및 목표주가 추이





SK스퀘어(402340) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-10-22	BUY	310,000	1년		
2025-05-27	1년 경과 이후		1년	66.94	8.20
2024-05-27	BUY	100,000	1년	-11.92	6.70
2023-11-27	BUY	79,000	1년	-17.61	8.23
	담당자변경				
2022-10-24	Not Rated	-	1년		



구분	투자의견 비율 (%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	92.9
Hold(중립)	7.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-10-21

※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.
(작성자: 기업분석팀)
- 본 조사분석 자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 김용민은 (주)현대차의 기업설명회 등에 (주)현대차의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 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 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 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 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 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.

투자전략			
팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com
Quant Analyst	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Research Assistant	박성철	3632	seongcheol.park@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jiyoon.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com

채권분석			
팀장 Credit Analyst	유태인	3770-5571	taein.yoo@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com
Credit Analyst	공문주	5586	moonju.kong@yuantakorea.com
Credit Analyst	이소윤	5572	soyoon.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	황태웅	5578	taewoong.hwang@yuantakorea.com
Research Assistant	선여원	5583	yeowon.sun@yuantakorea.com
Research Assistant	현정희	5570	junghee.hyun@yuantakorea.com

기업분석			
팀장 2차전지/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
스물갑	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
철강/비철금속	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
통신/자주	이승용	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son@yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	giilhyun.baik@yuantakorea.com
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
방산/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
운송	최지운	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com
Research Assistant	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com
Research Assistant	조혜빈	5594	hevin.cho@yuantakorea.com
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김고은	3649	koeun2.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	배종성	3643	jongsung.bae@yuantakorea.com

Y U A N T A

A n n u a l O u t l o o k

