

2026년의 첫 페이지

유안타가 4Q25로 엽니다

백길현	반도체, USCPA	gilhyun.baik@yuantakorea.com
황규원	정유/화학	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
백종민	방산/AI/로보틱스	jongmin.baik@yuantakorea.com
최지운	운송	jjiyun.choi@yuantakorea.com
이승웅	통신/지주	seungwoong.lee@yuantakorea.com
이창영	인터넷/SW	changyoung.lee@yuantakorea.com
이환욱	미디어/엔터/디지털자산	hwanwook.lee@yuantakorea.com
하현수	제약/바이오	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
손현정	전력기기/음식료	hyunjeong.son@yuantakorea.com
우도형	금융	dohyeong.woo@yuantakorea.com



CONTENTS

PART 1	반도체 - 소재/부품 업종의 실적 방향성을 주목	8p
PART 2	정유/화학 - 대한유화, 금호석유, 그리고 S-Oil	38p
PART 3	방산 - 오른 것보다 '오를 것'에 주목	59p
PART 4	운송 - 엇갈린 해운 상황	87p
PART 5	통신 - 불확실성 Delete, 재도약 26년	97p
PART 6	인터넷/SW - 4Q25 Preview	110p
PART 7	엔터 - 2026 Next K-POP	133p
PART 8	제약/바이오 - 변화하는 약가제도에 주목	153p
PART 9	음식료 - 2026년에도 '해외 확장'에 주목	166p
PART 10	증권 - 증시도 좋는데 증권 사자	181p

SUMMARY

[반도체] 소재/부품 업종의 실적 방향성을 주목

1H26 메모리반도체 가격 주도, 2H26~2027년 출하량 증가가 이끄는 2단계 Up-cycle을 기대. 상반기중 메모리반도체 Tech migration 영향으로 출하량 증가가 제한적이라는 점에 대한 우려보다, 2H26~2027년 신공장 Ramp-up을 수반하는 Capex 확대에 영업이익 레버리지를 누릴 수 있는 소재/부품에 대한 관심이 확대될 것이라는 점을 주목할 필요. 특히 실적 가시성을 기반으로, 아이템/고객 다변화에 따라 구조적 성장 구간에 진입할 것으로 예상되는 기업은 사상 최대 실적을 기록할 전망

[정유/화학] 대한유화, 금호석유, 그리고 S-Oil

25년 4분기 정유업종은 호조, 석화업종의 부진 예상. 정유업종은 글로벌 정유사 화재로 인한 공급 차질로 복합정제마진이 상승. 다만, 국제 원유가 하락이 정제마진 효과를 감소시킴. 석화업종의 경우, 미국 상호관세로 인한 구매 지연이 석화 스프레드 감소로 이어졌고, 나프타 가격 하락으로 재고관련 손실에 노출됨. 26년 상반기는 정유업종의 호황에서 평균수준 진정과 석화 업황 개선이 기대됨. 정유업종의 경우 글로벌 설비 정상 가동으로 정제마진이 하락중이나, 베네수엘라 이슈발 원유 과잉공급이 유가하락 압력을 높일 전망. 석화업종의 경우 중국의 4월 수출세 환급을 앞두고 수요가 증가하기 시작. 미국 상호관세 무효화가 될 경우, 추가 수요회복이 기대됨. 유가 하락 압력은 나프타 가격 하향안정에도 기여하며 1~4월 석화 스프레드 회복이 전망됨. 26년 상반기 펀더멘탈 개선 종목 : 대한유화(스프레드 호조에 따른 실적 개선), 금호석유(부타디엔 상승에 따른 실적 개선), S-Oil(대형 석화 사후 프로젝트 기대 상승)

[방산] 오른 것보다 '오를 것'에 주목

연초부터 한국 주요 방산 4사를 포함한 글로벌 방산 주가가 호조를 보이는 중. 미국 발 지정학적 분쟁이 진영 논리를 넘어 확산되고 있기 때문으로 해석. 작년까지만 해도, 러·우 전쟁의 양상에 따라 글로벌 방산업종 12MF PER의 등락이 지속. 올해부터는 러·우 전쟁에 더해 미국의 스탠스 변화가 글로벌 방산업계의 핵심 변수로 추가될 전망. 미국의 기조는 올해 11월 예정된 중간선거 이전까지 지속될 가능성이 높고, 중국과 이란의 군사 대응 가능성을 고려해보면 연중 멀티플 확장 국면이 지속될 것으로 예상. 이러한 흐름 속, 4Q25 실적 발표에서 2026년 주주 및 실적 가이드스 확인이 더 중요하다고 판단. 실적은 컨센서스 대비 대체로 하회했으나, 2026년 신규 주주 기대감과 높은 실적 기조에도 유럽, 미국 기업들 대비 견조한 이익 성장률이 부각될 가능성이 높기 때문

SUMMARY

[운송] 벌크는 계절적 요인 중심의 견조한 상황, 컨테이너는 공급 과잉에 따른 상황 약세 전망

4Q25 벌크 시장은 중국발 철광석 비축 수요, 선박 공급 제약 등이 맞물리며 Capesize 선형을 중심으로 상승세를 보였음. 2026년은 신규 발주가 낮은 수준에 머물며 공급 부담이 크지 않은 가운데 계절적 요인을 중심으로 견조한 상황 흐름을 이어갈 가능성이 높음. 4Q25 컨테이너 시장은 선사들의 선박 조절과 GRI 추진 등에 따라 단기적인 등락은 반복하는 모습을 보였으나, 선박 공급 과잉 부담이 지속되며 분기 전반적으로는 약세 흐름을 보임. 2026년은 공급 부담 속 점진적인 하향세를 전망. 수에즈 운하 통항이 재개될 경우 컨테이너 운임의 하방 압력이 더욱 확대될 가능성도 배제할 수 없음

[통신] 불확실성 Delete, 재도약 26년

4Q25 통신3사 합산 연결 영업이익은 시장 컨센서스를 하회할 전망. 통신3사 모두 일회성 비용 발생, 해킹 이슈로 인한 보상안과 희망퇴직, 인센티브 등 일회성 인건비가 주요 원인. 일회성 비용을 제외할 경우 통신3사 모두 컨센서스에 부합하며 안정적 성장 기조를 이어간 것으로 판단. 단말기 및 번호이동 시장 안정화로 마케팅비는 기존 수준을 유지한 것으로 파악. 26년 통신3사 영업이익 큰 폭 성장 예상, 25년 기저 효과와 더불어 인건비 및 감가상각비 등 비용 부담 완화 때문. 이익 회복에 따른 주주환원 강화가 예상돼 밸류에이션 매력은 충분한 상태

[인터넷/SW]

인터넷: 4분기 성수기 효과, AI 등 성장을 위한 여러 노력으로 실적은 양호. NAVER는 컨센 부합(영업이익 5,964억원), 카카오는 광고, 커머스 호실적에도 콘텐츠 부진으로 컨센 소폭 하회(영업이익 1,746억원) 예상. 양사 모두 성장주로서 향후 성장성에 대한 우려로 실적은 견조함에도 불구하고 밸류에이션 멀티플이 계속 하락하고 있는 상황. NAVER의 경우 AI를 통한 광고, 커머스 효율화로 실적성장이 계속 유지된다면 AI시대에도 현재 Google과 같은 성장을 이어가며 밸류에이션을 회복할 수 있을 것으로 예상. 카카오는 AI Agent를 통한 카카오프랫폼의 새로운 가치가 더해져야만 현재의 성장둔화를 극복할 수 있을 것으로 전망. 카카오 대비 높은 실적 성장성, 낮은 밸류에이션, 두나무 합병 모멘텀 등 NAVER 선호

게임: 크래프톤과 엔씨소프트 양사 모두 비용 증가, 기존게임 성장 둔화, 신작 부재(크래프톤), 신작 효과 일부반영(엔씨소프트)으로 시장 컨센서스를 크게 하회 할 것으로 예상. 엔씨소프트는 '아이온2'의 시장 기대 대비 양호한 성과와 모바일 플랫폼 수수료 절감으로 향후 실적 추정치가 상향될 것으로 예상. 여기에 우려했던 '아이온2' 이후 신작 공백도 '리니지클래식(2/7)', '호라이즌(1Q27)' 등으로 해소될 수 있을 것으로 전망. 크래프톤은 2025년의 높은 기저 이상의 실적을 'PUBG'가 계속 해줄 수 있을지에 대한 염려와 여전히 스팀 위시리스트 1위인 '서브노티카2' 출시가 2027년으로 계획되어 있어 신작 공백이 아쉬운 상황임. 실적 개선 및 신작 모멘텀이 더 많은 엔씨소프트 선호

SUMMARY

[엔터] 2026 Next K-POP

작년 하반기 엔터 섹터 전반의 주가 흐름이 조정 국면으로 진입한 이후 뚜렷한 회복세를 보이고 있지 못함. 다만, 26년 이익 성장률이 높거나, Big IP 활동 기대감이 존재하는 엔터사의 수급 개선은 점진적으로 이뤄지고 있다고 판단됨. 업종 대장주 '하이브'의 경우 글로벌 메가 IP 'BTS'의 활동 구체화, 저 연차 신인 IP의 가파른 팬덤 확장세에 기반한 견조한 주가 우상향 트렌드를 보이고 있음. 26/27년 예상 영업이익 성장률은 각각 +578.4%, +14.2% 수준으로 과거 최대 밸류에이션 구간 대비 높은 평균 이익 성장률을 기록할 것으로 전망 되는 바, +30%~40% 내외의 주가 상승 포텐셜을 보유하고 있다 판단됨. 엔터 3사의 경우 향후 2년간 평균 영업이익 성장률이 +20% 언더 수준에 그칠 것으로 예상되는 바, 과거 대비 낮은 밸류에이션 구간에 위치해 있음에도 업종 대장주의 수익률을 아웃 포럼 하기에는 다소 제한적인 국면임. 다만, 1H26 서구권 팬덤 확장 기조, 2H26 中한한령 해지 기대감 등 매력적인 밸류에이션 리레이팅 요소 역시 보유한 만큼 현재 구간에서 매수 유효하다 판단됨

[제약/바이오] 약가제도 개편에 주목

24년과 달리 25년 독감 등 전염성 호흡기계 질환이 유행하며 주요 제약사들의 4Q25 실적은 시장 기대치에 부합하거나 일부 상회하는 실적을 기록할 것으로 전망. 무난한 4Q25 실적보다 향후 제약 산업 주가는 정부의 약가제도 개편 방향이 더욱 중요할 것으로 판단. 정부는 신약 급여 기간 단축, ICER 탄력성 확대 등을 통해 신약 접근성을 높이는 한편 오리지널 의약품 대비 최대 53.55%였던 제네릭 의약품 가격을 40%대로 낮추는 방향으로 약가제도 개편을 추진. 2H26부터 변화된 약가제도가 적용될 예정이며 기등재 의약품의 경우 3년여간 점진적 인하를 통해 40%대로 인하될 예정. 제네릭 비중이 높은 국내 제약 산업 특성상 가격 인하에 따른 영향은 불가피하나 개량신약, 해외 매출 비중이 상대적으로 큰 대형 제약사에 미치는 영향은 제한적일 것. 한미약품, HK이노엔을 제약 업종 내에서 최선호

SUMMARY

[음식료] 가격 매력은 충분, 종목별 접근 필요

음식료 업종의 4Q25 실적은 전반적으로 컨센서스에 부합할 전망이다, 인건비·마케팅비 등 일회성 비용 반영으로 일부 기업은 하회 가능성이 존재. 이는 구조적 수요 둔화보다는 비용 집행 시점에 따른 분기 변동성으로 판단. 최근 음식료 업종 주가는 반도체 중심의 수급 풀림 속에서 소외되며 주요 종목 기준 1~2개월간 약 20% 조정을 받음. 현재 업종 평균 12MF PER은 약 11배로 밸류에이션 부담은 사실상 없는 구간에 진입했다. 전반적인 업종 모멘텀은 제한적이나, 기업별 펀더멘털에 기반한 선별적 접근이 유효

[금융] 증시도 좋은데 증권 사자

커버리지 증권사 합산 지배주주순이익은 1.46조원으로 컨센서스를 6.0% 상회할 것으로 전망. 컨센서스 상회 이유는 1) 증시 상승에 따른 거래대금 증가로 양호한 브로커리지 손익 실현이 예상되며, 2) Trading 부문에서 해외투자 및 주식운용손익 증가로 금리 상승에 따른 채권평가손실을 방어할 것으로 예상되기 때문. 2026년 및 2027년 코스피 및 코스닥 시장 합산 일평균거래대금은 향후 코스피 및 코스닥 지수의 상승 및 외국인 투자자 추가 유입으로 점진적 상승이 기대됨에 따라 각각 28.8조원 30.3조원으로 전망



백길현



반도체

gilhyun.baik@yuantakorea.com

PART 1

소재/부품 업종의 실적 방향성을 주목

삼성전자 (005930 KS): 1Q26 메모리반도체 영업이익 32.3% 증가 예상

반도체



백길현, USCPA 반도체
gilhyun.baik@yuantakorea.com
임석민 Research Assistant
seokmin.lim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	187,000원 (M)
현재주가 (1/19)	149,300원
상승여력	25%

시가총액	9,742,935억원		
총발행주식수	6,735,612,586주		
60일 평균 거래대금	27,079억원		
60일 평균 거래량	23,870,510주		
52주 고	149,300원		
52주 저	51,000원		
외인지분율	51.86%		
주요주주	삼성생명보험 외 15인 19.83%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	40.5	52.5	178.0
상대	15.1	16.6	43.1
절대(달러환산)	40.7	47.1	175.1

• 4Q25 전사 영업이익 20.0조원 기록: 당사는 1월 8일 전사 잠정실적을 공시했다. 4Q25 전사 매출액과 영업이익은 각각 93.0조원(YoY +22.7%, QoQ +8.1%), 20.0조원(OPM 21.5%, YoY +208.4%, QoQ +64.6%)으로 분기 사상 최대 실적을 기록했다. 이는 1M기준 시장 컨센서스 상단값(매출액 92.9조원, 영업이익 21.7조원)을 소폭 하회하는 수치이다. 금번 분기 메모리반도체 출하량은 기존 가이드언스에 부합하는 가운데, 가격 상승폭이 예상치를 크게 상회(DRAM +38.0%, NAND +29.0%)하며 전사 실적 개선을 견인했지만, LSI/Foundry부문 적자(0.9조원 적자 기록) 개선이 어려웠을 것으로 추정한다. 여전히 주요 전방시장 수요 개선폭은 제한적이기 때문이다. 비반도체 사업부분내, SDC 영업이익은 1.2조원(OPM 15.0%, YoY +30.9%, QoQ +2.5%)으로 북미 주력 고객사향 연말 스마트폰 수요 및 동사 점유율이 예상대비 소폭 높았던 것으로 추정한다.

• 투자의견 BUY, 목표주가 18.7만원(2027년 예상 BPS * Target PBR 1.99배를 적용)유지: 차기분기 전사 예상 매출액과 영업이익은 각각 112.5조원(YoY +42.1%, QoQ +20.9%), 26.7조원(OPM 23.8%, YoY +299.7%, QoQ 33.5%)으로 시장 컨센서스를 상회하고, 동사 메모리반도체부문의 실적 모멘텀이 극대화될 전망이다. DRAM의 경우 1Cnm Tech migration 영향으로 출하량 증가폭은 미미하겠지만, ASP 상승세가 기존 예상을 크게 웃돌며 실적 개선을 재차 견인할 것이다. 당사는 1Q26 DRAM 가격/출하량 QoQ 증감율을 각각 +15.0%/+1.0%로 추정한다. NAND는 전분기대비 출하량(QoQ +7.0%)과 가격(+20.0%) 증가가 동반될 것으로 예상한다. 1H26 글로벌 메모리반도체 시장은 Server 중심의 고사양/고용량 수요가 지속되는 가운데 Mobile/PC같은 Consumer IT 고객 재고 확보 요구가 더해져 P(가격) Cycle이 지속될 전망이다. 특히 글로벌 NAND 시장은 2026년 공급 제약 효과와 AI SSD 시장의 강력한 수요가 맞물리며 예상대비 높은 수준의 지속 ASP 상승세를 자극할 것이라는 점을 주목한다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	332,769	473,708	506,867
매출액증가율	-14.3	16.2	10.6	42.4	7.0
영업이익	6,567	32,726	43,549	132,862	127,505
영업이익률	2.5	10.9	13.1	28.0	25.2
지배주주귀속순이익	14,473	33,621	41,362	105,924	104,394
지배주주 귀속 EPS	2,225	5,433	6,780	17,695	17,437
증가율	-75.2	144.2	24.8	161.0	-1.5
PER	30.3	13.2	15.2	8.4	8.6
PBR	1.3	1.2	1.6	1.9	1.6
EV/EBITDA	8.4	5.2	6.5	4.6	4.2
ROA	3.2	6.9	7.8	17.4	14.5
ROE	4.1	9.0	10.2	22.3	18.1

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전자 실적 추이 및 전망 - 1

표. 삼성전자 실적 추이 및 전망 - 1

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
Sales	Total	79,141	74,566	86,062	93,000	112,455	112,036	124,587	124,630	300,871	332,769	473,708
	Y/Y	10.0%	0.7%	8.8%	22.7%	42.1%	50.2%	44.8%	34.0%	16.2%	10.6%	42.4%
	Q/Q	4.4%	-5.8%	15.4%	8.1%	20.9%	-0.4%	11.2%	0.0%	-	-	-
Gross Profit	Total	28,131	25,497	33,492	39,990	49,480	53,777	60,051	64,808	114,309	127,109	228,116
	(% of sales)	35.5%	34.2%	38.9%	43.0%	44.0%	48.0%	48.2%	52.0%	38.0%	38.2%	48.2%
Operating profit	Total	6,685	4,676	12,166	20,021	26,722	30,791	35,639	39,711	32,726	43,549	132,862
	(% of sales)	8.4%	6.3%	14.1%	21.5%	23.8%	27.5%	28.6%	31.9%	10.9%	13.1%	28.0%
	Y/Y	1.2%	-55.2%	32.5%	208.4%	299.7%	558.5%	192.9%	98.3%	398.3%	33.1%	205.1%
	Q/Q	3.0%	-30.1%	160.2%	64.6%	33.5%	15.2%	15.7%	11.4%	-	-	-
Net Profit	Total	8,223	5,116	12,226	16,692	21,789	24,975	28,788	32,307	34,451	42,257	107,859
	(% of sales)	10.4%	6.9%	14.2%	17.9%	19.4%	22.3%	23.1%	25.9%	11.5%	12.7%	22.8%
	Y/Y	21.7%	-48.0%	21.0%	115.3%	165.0%	388.1%	135.5%	93.5%	122.5%	22.7%	155.2%
	Q/Q	6.0%	-37.8%	139.0%	36.5%	30.5%	14.6%	15.3%	12.2%	-	-	-
Semi	Sales	26,055	28,584	33,092	45,808	51,499	56,805	61,851	69,037	112,842	133,538	239,191
	Y/Y	11.3%	-1.4%	12.3%	47.8%	97.7%	98.7%	86.9%	50.7%	71.1%	18.3%	79.1%
	Q/Q	-15.9%	9.7%	15.8%	38.4%	12.4%	10.3%	8.9%	11.6%	-	-	-
	OP	1,082	384	6,115	16,495	21,823	26,864	30,893	36,194	15,155	24,077	115,775
	OPM%	4.2%	1.3%	18.5%	36.0%	42.4%	47.3%	49.9%	52.4%	13.4%	18.0%	48.4%
	Y/Y	-44.4%	-94.0%	61.0%	450.1%	1916.0%	6888.0%	405.2%	119.4%	-204.0%	58.9%	380.9%
	Q/Q	-63.9%	-64.5%	1490.8%	169.7%	32.3%	23.1%	15.0%	17.2%	-	-	-
DRAM	Sales	13,282	14,262	18,152	28,076	31,486	33,873	38,031	43,206	53,789	73,772	146,596
	Y/Y	27.4%	6.0%	28.4%	77.9%	137.1%	137.5%	109.5%	53.9%	101.7%	37.1%	98.7%
	Q/Q	-15.8%	7.4%	27.3%	54.7%	12.1%	7.6%	12.3%	13.6%	-	-	-
Bit shipments	Q/Q	2.0%	11.0%	14.0%	5.0%	1.0%	2.0%	8.5%	9.0%	-	-	-
ASP	Q/Q	-20.0%	2.0%	14.0%	38.0%	15.0%	7.0%	5.0%	5.0%	-	-	-
	OP	3,666	3,494	6,424	15,452	19,436	22,885	25,912	30,224	14,734	29,036	98,458
	OPM%	27.6%	24.5%	35.4%	55.0%	61.7%	67.6%	68.1%	70.0%	27.4%	39.4%	67.2%
	Y/Y	90.1%	-21.3%	76.8%	226.4%	430.2%	555.0%	303.4%	95.6%	흑전	97.1%	239.1%
	Q/Q	-22.6%	-4.7%	83.9%	140.5%	25.8%	17.7%	13.2%	16.6%	-	-	-
NAND	Sales	6,772	7,623	8,540	10,819	13,413	15,561	16,908	18,504	32,483	33,754	64,386
	Y/Y	-7.8%	-12.5%	2.6%	33.5%	98.1%	104.1%	98.0%	71.0%	93.0%	3.9%	90.7%
	Q/Q	-16.4%	12.6%	12.0%	26.7%	24.0%	16.0%	8.7%	9.4%	-	-	-
Bit shipments	Q/Q	-10.0%	29.0%	10.0%	-8.0%	7.0%	7.0%	5.0%	5.0%	-	-	-
ASP	Q/Q	-10.0%	-8.0%	4.0%	29.0%	20.0%	10.0%	5.0%	5.0%	-	-	-
	OP	(3)	(229)	459	1,941	3,575	4,864	5,672	6,629	5,221	2,168	20,740
	OPM%	-0.1%	-3.0%	8.0%	17.9%	26.7%	31.3%	33.5%	35.8%	16.1%	6.4%	32.2%
	Y/Y	적전	적전	-72.4%	432.2%	흑전	흑전	1134.4%	241.6%	흑전	-58.5%	856.5%
	Q/Q	적전	적지	흑전	322.4%	84.2%	36.1%	16.6%	16.9%	-	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전자 실적 추이 및 전망 - 2

표. 삼성전자 실적 추이 및 전망 - 2

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
Sales	Total	79,141	74,566	86,062	93,000	112,455	112,036	124,587	124,630	300,871	332,769	473,708
	Y/Y	10.0%	0.7%	8.8%	22.7%	42.1%	50.2%	44.8%	34.0%	16.2%	10.6%	42.4%
	Q/Q	4.4%	-5.8%	15.4%	8.1%	20.9%	-0.4%	11.2%	0.0%	-	-	-
Gross Profit	Total	28,131	25,497	33,492	39,990	49,480	53,777	60,051	64,808	114,309	127,109	228,116
	(% of sales)	35.5%	34.2%	38.9%	43.0%	44.0%	48.0%	48.2%	52.0%	38.0%	38.2%	48.2%
Operating profit	Total	6,685	4,676	12,166	20,021	26,722	30,791	35,639	39,711	32,726	43,549	132,862
	(% of sales)	8.4%	6.3%	14.1%	21.5%	23.8%	27.5%	28.6%	31.9%	10.9%	13.1%	28.0%
	Y/Y	1.2%	-55.2%	32.5%	208.4%	299.7%	558.5%	192.9%	98.3%	398.3%	33.1%	205.1%
	Q/Q	3.0%	-30.1%	160.2%	64.6%	33.5%	15.2%	15.7%	11.4%	-	-	-
Net Profit	Total	8,223	5,116	12,226	16,692	21,789	24,975	28,788	32,307	34,451	42,257	107,859
	(% of sales)	10.4%	6.9%	14.2%	17.9%	19.4%	22.3%	23.1%	25.9%	11.5%	12.7%	22.8%
	Y/Y	21.7%	-48.0%	21.0%	115.3%	165.0%	388.1%	135.5%	93.5%	122.5%	22.7%	155.2%
	Q/Q	6.0%	-37.8%	139.0%	36.5%	30.5%	14.6%	15.3%	12.2%	-	-	-
SDC	Sales	5,900	6,400	8,100	8,200	6,136	6,528	8,667	8,856	29,140	28,600	30,187
	Y/Y	9.5%	-16.3%	1.3%	1.2%	4.0%	2.0%	7.0%	8.0%	-5.5%	-1.9%	5.5%
	Q/Q	-27.2%	8.5%	26.6%	1.2%	-25.2%	6.4%	32.8%	2.2%	-	-	-
	OP	530	544	1,200	1,230	644	588	1,257	974	3,807	3,504	3,463
	OPM%	9.0%	8.5%	14.8%	15.0%	10.5%	9.0%	14.5%	11.0%	13.1%	12.3%	11.5%
	Y/Y	53.6%	-46.1%	-20.6%	30.9%	21.6%	8.0%	4.7%	-20.8%	-31.7%	-8.0%	-1.2%
	Q/Q	-43.6%	2.6%	120.6%	2.5%	-47.6%	-8.8%	113.9%	-22.5%	-	-	-
DX	Sales	50,712	43,300	48,000	40,746	51,365	44,599	49,440	41,822	173,670	182,758	187,225
	Y/Y	7.9%	3.6%	7.5%	1.4%	1.3%	3.0%	3.0%	2.6%	2.9%	5.2%	2.4%
	Q/Q	26.2%	-14.6%	10.9%	-15.1%	26.1%	-13.2%	10.9%	-15.4%	-	-	-
	OP	4,653	3,312	3,500	1,967	4,062	2,925	3,190	2,222	12,355	13,432	12,399
	OPM%	9.2%	7.6%	7.3%	4.8%	7.9%	6.6%	6.5%	5.3%	7.1%	7.3%	6.6%
	Y/Y	15.2%	21.7%	4.5%	-12.4%	-12.7%	-11.7%	-8.9%	13.0%	-13.7%	8.7%	-7.7%
	Q/Q	107.3%	-28.8%	5.7%	-43.8%	106.5%	-28.0%	9.1%	-30.3%	-	-	-
VD/DA	Sales	14,500	14,100	13,900	14,688	14,790	14,523	14,317	14,982	56,440	57,188	58,612
	Y/Y	7.6%	-2.2%	-1.7%	2.0%	2.0%	3.0%	3.0%	2.0%	0.0%	1.3%	2.5%
	Q/Q	0.7%	-2.8%	-1.4%	5.7%	0.7%	-1.8%	-1.4%	4.6%	-	-	-
	OP	344	212	(100)	(118)	222	218	29	75	1,695	338	543
	OPM%	2.4%	1.5%	-0.7%	-0.8%	1.5%	1.5%	0.2%	0.5%	3.0%	0.6%	0.9%
	Y/Y	-35.1%	-56.8%	적전	적전	-35.5%	3.0%	흑전	흑전	29.4%	-80.1%	60.7%
	Q/Q	137.2%	-38.5%	적전	적지	흑전	-1.8%	-86.9%	161.6%	-	-	-
Harman	Sales	3,400	3,800	4,000	4,077	3,502	3,914	4,160	4,240	14,233	15,277	15,816
	Y/Y	6.3%	5.0%	13.3%	5.0%	3.0%	3.0%	4.0%	4.0%	-1.1%	7.3%	3.5%
	Q/Q	-12.4%	11.8%	5.3%	1.9%	-14.1%	11.8%	6.3%	1.9%	-	-	-
	OP	260	494	376	387	263	470	374	382	1,295	1,517	1,488
	OPM%	7.6%	13.0%	9.4%	9.5%	7.5%	12.0%	9.0%	9.0%	9.1%	9.9%	9.4%
	Y/Y	8.3%	54.4%	4.4%	3.3%	1.0%	-4.9%	-0.4%	-1.5%	10.3%	17.2%	-1.9%
	Q/Q	-30.7%	90.0%	-23.9%	3.0%	-32.2%	78.8%	-20.3%	1.9%	-	-	-

삼성전자 메모리 사업부문 Peer 실적 및 Valuation

표. 삼성전자 메모리 사업부문 Peer 실적 및 Valuation

(십억원, 백만달러)	업체명	삼성전자	SK하이닉스	Micron	Western Digital	Sandisk	Nanya
	Ticker 시가총액	005930 KS 883,802	000660 KS 556,922	MU US 408,278	WDC US 75,734	SNDK US 60,617	Nanya 2408 TT 26,997
2023A	Sales	258,935	32,766	15,540	12,318	6,086	959
	OP	6,567	-7,730	-5,745	-1,285	-2,035	-464
	OPM%	3%	-24%	-37%	-10%	-33%	-48%
	NP	14,473	-9,112	-5,833	-1,684	-2,143	-239
	PER	36.8	-	-	-	-	-
	PBR	1.3	1.8	1.7	1.1	-	1.4
	ROE	3.6	-15.6	-12.4	-14.8	-	-4.3
	EV/EBITDA	8.8	20.4	32.6	-	-	229.4
2024A	Sales	300,871	66,193	25,111	6,317	6,663	1,063
	OP	32,726	23,467	1,304	-403	-468	-329
	OPM%	11%	35%	5%	-6%	-7%	-31%
	NP	33,621	19,789	778	-798	-672	-158
	PER			134.3	-	-	-
	PBR	10.7	6.1	2.3	2.4	-	0.5
	ROE	0.8	1.6	1.7	-7.9	0.0	-3.1
	EV/EBITDA	7.9	31.1	12.3	43.9	-	10.5
2025F	Sales	3.1	3.6	74,683	11,822	10,927	1,986
	OP	42,107	44,449	43,250	3,752	2,614	41
	OPM%	13%	47%	58%	32%	24%	2%
	NP	40,845	40,637	37,700	2,947	2,077	82
	PER	23.7	13.5	11.0	28.2	30.6	345.0
	PBR	2.4	4.9	4.5	9.9	5.6	5.1
	ROE	10.0	43.4	48.3	43.2	19.6	1.8
	EV/EBITDA	9.2	9.4	8.1	19.3	21.0	47.2
2026F	Sales	433,243	166,060	93,988	13,552	13,914	4,224
	OP	123,778	100,401	55,663	4,721	4,735	1,817
	OPM%	29%	60%	59%	35%	34%	43%
	NP	102,919	80,306	48,893	3,651	4,142	1,528
	PER	9.4	6.9	8.6	22.8	15.6	18.1
	PBR	2.0	2.8	3.0	8.1	4.2	3.6
	ROE	21.9	52.5	41.3	123.0	25.7	26.5
	EV/EBITDA	4.7	4.7	6.3	15.5	12.8	8.9
2027F	Sales	472,564	197,324	92,481	15,007	14,131	4,788
	OP	139,111	116,636	51,232	5,390	4,321	2,474
	OPM%	29%	59%	55%	36%	31%	52%
	NP	116,824	93,821	45,989	4,346	3,903	2,270
	PER	8.3	5.8	8.5	19.6	17.4	14.5
	PBR	1.6	1.9	2.3	6.5	3.5	2.7
	ROE	20.5	37.6	31.3	123.5	17.7	23.5
	EV/EBITDA	4.2	4.1	6.8	13.3	15.6	9.1

삼성전자 LSI/Foundry 사업부문 Peer 실적 및 Valuation

표. 삼성전자 LSI/Foundry 사업부문 Peer 실적 및 Valuation

(십억원, 백만달러)	업체명	삼성전자	MediaTek	Qualcomm	TSMC	UMC	SMIC	Intel
	Ticker 시가총액	005930 KS 883,802	2454 TT Equity 75,460	QCOM US Equity 170,739	2330 TT 1,445,991	2303 TT 24,926	688981 CH Equity 95,435	INTC US EQUITY 234,085
2023A	Sales	258,935	13,907	35,820	69,358	7,140	6,322	54,228
	OP	6,567	2,304	7,788	29,564	1,857	358	93
	OPM%	3%	17%	22%	43%	26%	6%	0%
	NP	14,473	2,470	7,232	26,903	1,957	903	1,689
	PER	36.8	20.9	14.5	18.3	10.7	23.2	139.4
	PBR	1.3	4.4	5.6	4.4	1.8	1.0	2.0
	ROE	3.6	19.0	36.5	26.2	17.6	4.6	1.6
	EV/EBITDA	8.8	16.2	11.5	10.1	6.1	14.7	24.4
2024A	Sales	300,871	16,518	38,962	90,106	7,232	8,030	53,101
	OP	32,726	3,188	10,071	41,157	1,607	474	-11,678
	OPM%	11%	19%	26%	46%	22%	6%	-22%
	NP	33,621	3,312	10,142	36,526	1,470	493	-18,756
	PER		21.1	20.5	23.8	11.3	81.7	-
	PBR	10.7	5.7	7.2	6.5	1.4	1.6	0.9
	ROE	0.8	27.8	42.4	30.3	12.8	2.4	-18.3
	EV/EBITDA	7.9	16.7	15.5	13.4	5.1	13.6	19.1
2025F	Sales	3.1	18,725	45,543	158,679	7,443	9,275	52,579
	OP	42,107	3,329	14,691	86,400	1,355	993	2,567
	OPM%	13%	18%	32%	54%	18%	11%	5%
	NP	40,845	3,346	12,905	74,053	1,332	715	1,599
	PER	23.7	22.4	13.2	19.9	18.5	203.4	135.7
	PBR	2.4	5.8	6.5	6.4	2.1	6.7	1.9
	ROE	10.0	27.2	50.9	36.1	11.6	3.2	1.5
	EV/EBITDA	9.2	17.1	11.2	12.3	7.5	24.4	19.1
2026F	Sales	433,243	20,535	46,268	196,236	7,876	11,179	54,064
	OP	123,778	3,610	14,985	106,607	1,492	1,262	4,716
	OPM%	29%	18%	32%	54%	19%	11%	9%
	NP	102,919	3,537	13,142	90,047	1,383	1,045	3,196
	PER	9.4	21.3	12.9	16.3	17.7	142.9	75.6
	PBR	2.0	5.5	7.3	5.1	2.1	6.3	2.0
	ROE	21.9	27.7	49.1	33.9	12.3	4.4	1.8
	EV/EBITDA	4.7	16.4	11.2	10.0	6.8	20.7	15.6
2027F	Sales	472,564	25,238	48,668	231,078	8,459	12,922	56,737
	OP	139,111	4,856	15,501	120,073	1,662	1,639	7,822
	OPM%	29%	19%	32%	52%	20%	13%	14%
	NP	116,824	4,586	13,646	104,695	1,526	1,440	5,717
	PER	8.3	16.3	12.3	14.7	15.9	98.4	43.2
	PBR	1.6	4.8	6.9	3.8	1.9	5.9	1.8
	ROE	20.5	33.4	53.1	29.5	13.3	5.6	4.0
	EV/EBITDA	4.2	12.0	11.0	8.7	6.3	17.7	12.3

삼성전자 DX 사업부문 Peer 실적 및 Valuation

표. 삼성전자 DX 사업부문 Peer 실적 및 Valuation

(십억원, 백만달러)	업체명	삼성전자	Apple	Xiaomi	ZTE	LG전자	Whirlpool	HAIER	Electrolux
	Ticker 시가총액	005930 KS 883,802	AAPL US 3,755,761	1810 HK 122,079	000063 CH 25,687	066570 KS 17,412,555	WHR US 4,892	600690 CH 33,585	ELUXB SS Equity 2,110
2023A	Sales	258,935	383,285	38,265	17,546	82,262,664	19,455	38,721	12,681
	OP	6,567	114,301	2,779	1,322	3,653,294	1,015	2,684	-282
	OPM%	3%	30%	7%	8%	4%	5%	7%	-2%
	NP	14,473	96,995	2,468	1,317	712,902	481	2,344	-493
	PER	36.8	27.9	20.3	8.1	22.4	11.6	11.7	-
	PBR	1.3	42.8	2.2	1.1	0.8	2.8	2.0	2.6
	ROE	3.6	171.9	11.4	14.7	3.3	20.5	17.0	-37.7
	EV/EBITDA	8.8	20.5	12.8	7.7	3.8	7.6	6.5	251.5
2024A	Sales	300,871	391,035	50,823	16,848	87,728,182	16,607	39,722	12,880
	OP	32,726	123,216	3,409	1,245	3,419,675	142	3,052	104
	OPM%	11%	32%	7%	7%	4%	1%	8%	1%
	NP	33,621	93,736	3,286	1,170	367,515	-323	2,603	-132
	PER		33.8	34.1	13.0	23.2	11.3	14.1	-
	PBR	10.7	60.5	4.3	1.5	0.7	2.4	2.4	2.6
	ROE	0.8	157.4	13.4	12.0	1.6	-12.8	17.6	-13.3
	EV/EBITDA	7.9	24.9	25.0	8.4	3.7	7.6	9.6	8.0
2025F	Sales	3.1	452,230	67,503	19,983	88,789,316	15,689	44,483	14,285
	OP	42,107	144,565	6,859	1,058	2,533,682	782	3,633	349
	OPM%	13%	32%	10%	5%	3%	5%	8%	2%
	NP	40,845	120,901	6,164	1,105	1,521,152	385	3,033	98
	PER	23.7	31.0	19.9	24.2	12.2	13.1	11.4	20.6
	PBR	2.4	41.9	3.5	2.4	0.9	1.8	1.9	1.8
	ROE	10.0	148.1	18.7	9.9	6.9	12.6	17.3	10.3
	EV/EBITDA	9.2	23.2	14.8	17.6	4.6	10.4	8.2	5.6
2026F	Sales	433,243	483,493	80,737	22,269	91,676,620	15,624	46,919	14,506
	OP	123,778	156,552	7,246	1,189	3,372,314	881	4,002	499
	OPM%	29%	32%	9%	5%	4%	6%	9%	3%
	NP	102,919	131,176	6,951	1,253	1,799,112	404	3,339	248
	PER	9.4	27.9	17.6	21.6	10.2	12.2	10.4	9.0
	PBR	2.0	31.9	2.8	2.2	0.8	1.7	1.7	1.5
	ROE	21.9	137.0	16.4	10.2	7.6	-	17.1	18.4
	EV/EBITDA	4.7	21.5	13.4	15.3	4.1	9.6	7.6	4.9
2027F	Sales	472,564	512,615	95,338	24,840	95,938,724	16,354	49,441	14,898
	OP	139,111	167,770	9,363	1,431	3,918,038	1,029	4,382	587
	OPM%	29%	33%	10%	6%	4%	6%	9%	4%
	NP	116,824	141,223	8,909	1,445	2,210,935	523	3,671	293
	PER	8.3	25.6	14.0	19.0	8.4	9.5	9.5	6.7
	PBR	1.6	23.5	2.3	2.0	0.7	1.5	1.6	1.3
	ROE	20.5	-13.0	17.4	10.6	8.4	-	16.9	19.7
	EV/EBITDA	4.2	20.0	10.4	13.7	3.8	8.7	7.1	4.6

자료: 유안타증권 리서치센터, 2026.01.19 기준

삼성전자 SDC/Harman사업부문 Peer 실적 및 Valuation

표. 삼성전자 SDC/Harman사업부문 Peer 실적 및 Valuation

(십억원, 백만달러)	업체명	삼성전자	LG디스플레이	BOE	Continental
	Ticker 시가총액	005930 KS 883,802	034220 KS Equity 6,220	034220 KS Equity 4,218	CON GR Equity 14,746
2023A	Sales	258,935	21,331	16,334	44,798
	OP	6,567	-2,510	-1,922	1,955
	OPM%	3%	-12%	-12%	4%
	NP	14,473	-2,734	-2,093	1,251
	PER	36.8	-	-	13.3
	PBR	1.3	0.6	0.6	1.1
	ROE	3.6	-32.0	-32.0	8.6
	EV/EBITDA	8.8	11.5	11.5	5.3
2024A	Sales	300,871	26,615	19,519	42,967
	OP	32,726	-561	-411	2,439
	OPM%	11%	-2%	-2%	6%
	NP	33,621	-2,563	-1,879	1,264
	PER	-	-	-	11.1
	PBR	10.7	0.7	0.7	0.9
	ROE	0.8	-37.2	-37.2	8.3
	EV/EBITDA	7.9	4.1	4.1	3.7
2025F	Sales	3.1	25,777	17,490	23,160
	OP	42,107	768	521	2,404
	OPM%	13%	3%	3%	10%
	NP	40,845	832	564	274
	PER	23.7	7.5	7.5	21.9
	PBR	2.4	0.9	0.9	2.2
	ROE	10.0	12.6	12.6	5.2
	EV/EBITDA	9.2	3.7	3.7	9.1
2026F	Sales	433,243	26,043	17,670	22,633
	OP	123,778	1,216	825	2,531
	OPM%	29%	5%	5%	11%
	NP	102,919	636	432	1,562
	PER	9.4	10.1	10.1	9.5
	PBR	2.0	0.8	0.8	1.9
	ROE	21.9	9.5	9.5	19.5
	EV/EBITDA	4.7	3.8	3.8	6.5
2027F	Sales	472,564	27,277	18,507	23,251
	OP	139,111	1,403	952	2,879
	OPM%	29%	5%	5%	12%
	NP	116,824	919	623	1,796
	PER	8.3	6.9	6.9	8.3
	PBR	1.6	0.7	0.7	1.7
	ROE	20.5	11.2	11.2	18.1
	EV/EBITDA	4.2	3.9	3.9	5.6

자료: 유안타증권 리서치센터, 2026.01.19 기준

삼성전자 목표주가 산정 테이블

표. 삼성전자 목표주가 산정 테이블

(원, 배)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
Adj BPS_P (Excl. NCI)	24,340	28,971	35,342	37,528	39,406	43,611	50,817	52,002	57,930	63,763	78,987	93,984
PBR_P (End)	1.48	1.76	1.10	1.49	2.06	1.80	1.09	1.51	0.92	1.61	1.30	1.1
PBR_P (High)	1.50	1.99	1.53	1.53	2.06	2.22	1.57	1.51	1.53	1.76	1.42	1.2
PBR_P (Low)	0.89	1.23	1.08	0.98	1.07	1.57	1.02	1.05	0.86	0.80	0.64	0.5
PBR_P (Avg)	1.18	1.60	1.33	1.24	1.45	1.82	1.26	1.30	1.24	1.10	0.88	0.7
Target PBR												1.99
Target Price											187,000	186,599
Close Price (1/19)											149,300	
Upside potential											25%	

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: Target PBR = 2016년 PBR Band 상단값 가중치 25% + 2017년 PBR Band 상단값 가중치 75% 반영

삼성전자(005930) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
매출액	258,935	300,871	332,769	473,708	506,867	
매출원가	180,389	186,562	205,659	245,592	262,783	
매출총이익	78,547	114,309	127,109	228,116	244,084	
판매비	71,980	81,583	83,561	95,253	116,579	
영업이익	6,567	32,726	43,549	132,862	127,505	
EBITDA	45,234	75,357	90,042	180,877	174,288	
영업외손익	4,439	4,804	6,868	9,057	12,365	
외환관련손익	-102	-363	18	-216	-216	
이자손익	3,428	3,915	4,172	5,804	9,113	
관계기업관련손익	888	751	839	1,122	1,122	
기타	226	501	1,839	2,347	2,347	
법인세비용차감전순손익	11,006	37,530	50,417	141,919	139,870	
법인세비용	-4,481	3,078	8,159	34,061	33,569	
계속사업순손익	15,487	34,451	42,257	107,859	106,301	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	15,487	34,451	42,257	107,859	106,301	
지배지분순이익	14,473	33,621	41,362	105,924	104,394	
포괄순이익	18,837	51,296	44,520	114,192	112,634	
지배지분포괄이익	17,846	50,048	43,056	110,567	109,059	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	44,137	72,983	73,333	132,778	157,472	
당기순이익	15,487	34,451	42,257	107,859	106,301	
감가상각비	35,532	39,650	43,217	44,945	44,082	
외환손익	0	0	70	216	216	
충족,관계기업관련손익	-888	-751	-839	-1,122	-1,122	
자산부채의 증감	-5,459	-1,568	-18,689	-29,923	-2,439	
기타현금흐름	-536	1,200	7,316	10,802	10,435	
투자활동 현금흐름	-16,923	-85,382	-59,794	-75,512	-53,746	
투자자산	6,092	1,075	-2,155	-5,255	-1,450	
유형자산 증가 (CAPEX)	-57,611	-51,406	-47,473	-52,000	-50,000	
유형자산 감소	98	156	170	0	0	
기타현금흐름	34,498	-35,207	-10,336	-18,257	-2,296	
재무활동 현금흐름	-8,593	-7,797	-21,392	-9,714	-9,714	
단기차입금	1,967	6,058	-3,326	0	0	
사채 및 장기차입금	385	586	665	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-9,864	-10,889	-9,897	-9,714	-9,714	
기타현금흐름	-1,081	-3,553	-8,834	0	0	
연결범위변동 등 기타	779	4,821	8,595	-7,470	-4,529	
현금의 증감	19,400	-15,375	743	40,081	89,484	
기초 현금	49,681	69,081	53,706	54,448	94,530	
기말 현금	69,081	53,706	54,448	94,530	184,013	
NOPLAT	9,241	32,726	43,549	132,862	127,505	
FCF	-13,474	21,576	25,860	80,778	107,472	

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	2025P	2026F	2027F	
유동자산	195,937	227,062	253,345	361,067	467,058	
현금및현금성자산	69,081	53,706	54,448	94,530	184,013	
매출채권 및 기타채권	43,281	53,246	59,944	80,331	83,806	
채고자산	51,626	51,755	63,509	85,109	91,066	
비유동자산	259,969	287,470	296,075	305,316	309,981	
유형자산	187,256	205,945	205,393	212,448	218,366	
관계기업등 지분관련자산	11,767	12,592	15,452	20,707	22,157	
기타투자자산	8,913	11,757	16,108	16,108	16,108	
자산총계	455,906	514,532	549,420	666,383	777,040	
유동부채	75,719	93,326	93,434	101,578	107,917	
매입채무 및 기타채무	53,550	61,523	65,172	67,451	72,172	
단기차입금	7,115	13,173	9,847	9,847	9,847	
유동성장기부채	1,309	2,207	1,170	1,170	1,170	
비유동부채	16,509	19,014	21,274	25,615	27,012	
장기차입금	0	7	2,001	2,001	2,001	
사채	538	15	12	12	12	
부채총계	92,228	112,340	114,708	127,193	134,929	
자배지분	353,234	391,688	422,912	525,456	626,469	
자본금	898	898	898	898	898	
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404	
이익잉여금	346,652	370,513	399,219	495,429	590,109	
비지배지분	10,444	10,504	11,800	13,734	15,641	
자본총계	363,678	402,192	434,712	539,190	642,110	
순차입금	-79,721	-93,322	-102,599	-164,720	-260,283	
총차입금	12,686	19,330	16,669	16,669	16,669	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
EPS	2,225	5,433	6,780	17,695	17,437	
BPS	52,002	57,981	63,786	79,252	94,488	
EBITDAPS	6,659	11,094	13,352	26,854	25,876	
SPS	38,120	44,293	49,346	70,329	75,252	
DPS	1,444	1,446	1,465	1,465	1,465	
PER	30.3	13.2	15.2	8.4	8.6	
PBR	1.3	1.2	1.6	1.9	1.6	
EV/EBITDA	8.4	5.2	6.5	4.6	4.2	
PSR	1.8	1.6	2.1	2.1	2.0	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-14.3	16.2	10.6	42.4	7.0	
영업이익 증가율 (%)	-84.9	398.3	33.1	205.1	-4.0	
지배순이익 증가율 (%)	-73.6	132.3	23.0	156.1	-1.4	
매출총이익률 (%)	30.3	38.0	38.2	48.2	48.2	
영업이익률 (%)	2.5	10.9	13.1	28.0	25.2	
지배순이익률 (%)	5.6	11.2	12.4	22.4	20.6	
EBITDA 마진 (%)	17.5	25.0	27.1	38.2	34.4	
ROIC	4.0	11.7	12.9	33.3	29.6	
ROA	3.2	6.9	7.8	17.4	14.5	
ROE	4.1	9.0	10.2	22.3	18.1	
부채비율 (%)	25.4	27.9	26.4	23.6	21.0	
순차입금/자기자본 (%)	-22.6	-23.8	-24.3	-31.3	-41.5	
영업이익/금융비용 (배)	7.1	36.2	76.9	263.9	253.2	

SK하이닉스 (000660 KS): 1Q26 예상 영업이익 23.2조원

반도체



백길현, USCPA 반도체

gilhyun.baik@yuantakorea.com

임석민 Research Assistant

seokmin.lim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	1,066,000원 (M)
현재주가 (1/19)	764,000원
상승여력	40%

시가총액	5,561,938억원		
총발행주식수	728,002,365주		
60일 평균 거래대금	24,758억원		
60일 평균 거래량	4,121,691주		
52주 고	764,000원		
52주 저	164,800원		
외인지분율	53.50%		
주요주주	에스케이스퀘어 외 7인 20.07%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	39.7	64.1	256.2
상대	14.5	25.4	83.3
절대(달러환산)	39.9	58.3	252.5

- **4Q25 전사 영업이익 17.5조원 예상:** 당사는 1월 29일 목요일 실적발표 컨퍼런스콜을 앞두고 있다. 4Q25 전사 매출액과 영업이익은 각각 30.7조원(YoY +55.2%, QoQ +25.5%), 17.5조원(OPM 56.9%, YoY +115.9%, QoQ +53.3%)으로 분기 사상 최대 실적을 기록하고, 1M기준 영업이익(16.9조원) 시장 컨센서스를 상회할 전망이다. 메모리반도체 가격 상승폭이 예상치를 크게 상회할 것으로 예상하기 때문이다. 당사는 동사 DRAM/NAND QoQ 가격 상승폭을 각각 27.0%, 7%로 추정한다. 주요 Server 고객 주문 증가가 Conventional DRAM 가격 인상을 촉진시키고, HBM 가격 인상이 가능했을 것으로 추정하기 때문이다.
- **투자 의견 BUY, 목표주가 106.6만원(2027년 예상 BPS * Target PBR 2.66배) 유지:** 차기분기 전사 예상 매출액과 영업이익은 각각 36.8조원(YoY +108.6%, QoQ +20.0%), 23.2조원(OPM 63.0%, YoY +211.5%, QoQ +32.8%)으로 시장 컨센서스(매출액 36.4조원, 영업이익 21.3조원)를 상회하고, 실적 모멘텀이 극대화 될 전망이다. 1H26 글로벌 메모리반도체 시장은 Server 중심의 고사양/고용량 수요가 지속되는 가운데 Mobile/PC같은 Consumer IT 고객 재고 확보 요구가 더해서 P(가격) Cycle이 지속될 전망이다. 특히 글로벌 NAND 시장은 2026년 공급 제약 효과와 AI SSD 시장의 강력한 수요가 맞물리며 예상대비 높은 수준의 지속 ASP 상승세를 자극할 것이라는 점을 주목한다. 참고로 당사 리서치센터는 동사 1Q26 DRAM/NAND QoQ 가격 상승폭을 각각 +18.0%, +15.0%로 추정한다. 최근 동사의 HBM4 신제품에 대한 생산 지연 및 기술 경쟁력에 대한 우려가 여전한 것으로 추정한다. 다만 이는 주력 고객사의 신제품 출시 일정 지연에 따른 영향이 보다 지배적인 것으로 파악된다. 당사는 글로벌 파트너십 및 기술 경쟁력 기반으로 향후 HBM4/HBM4e 제품에서도 경쟁사대비 높은 점유율을 유지해 나갈 가능성이 높다는 판단이며, 이는 금번 1월말 실적발표 컨퍼런스콜의 관전 포인트 중 하나가 될 것이다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	94,999	179,709	195,883
매출액증가율	-26.6	102.0	43.5	89.2	9.0
영업이익	-7,730	23,467	45,486	119,724	121,447
영업이익률	-23.6	35.5	47.9	66.6	62.0
지배주주귀속순이익	-9,112	19,789	42,144	86,020	88,051
지배주주 귀속 EPS	-12,517	27,182	57,890	118,159	120,949
증가율	-508.7	-317.2	113.0	104.1	2.4
PER	-8.6	6.6	9.2	6.5	6.3
PBR	1.4	1.7	3.2	2.6	1.8
EV/EBITDA	17.5	4.0	6.3	3.6	3.0
ROA	-8.9	18.0	29.8	40.1	28.2
ROE	-15.6	31.1	44.7	54.5	35.9

자료: 유안타증권 리서치센터

SK하이닉스 실적 추이 및 전망

표. SK하이닉스 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
Sales	Total	17,639	22,232	24,449	30,679	36,803	42,041	46,983	53,882	66,193	94,999	179,709
	Y/Y	41.9%	35.4%	39.1%	55.2%	108.6%	89.1%	92.2%	75.6%	102.0%	43.5%	89.2%
	Q/Q	-10.8%	26.0%	10.0%	25.5%	20.0%	14.2%	11.8%	14.7%	-	-	-
Gross Profit	Total	10,102	11,983	14,029	21,168	28,706	33,212	37,352	43,645	31,828	57,283	142,915
	(% of sales)	57.3%	53.9%	57.4%	69.0%	78.0%	79.0%	79.5%	81.0%	48.1%	60.3%	79.5%
Operating profit	Total	7,441	9,213	11,383	17,450	23,179	27,706	31,660	37,179	23,467	45,486	119,724
	(% of sales)	42.2%	41.4%	46.6%	56.9%	63.0%	65.9%	67.4%	69.0%	35.5%	47.9%	66.6%
	Y/Y	157.8%	68.5%	61.9%	115.9%	211.5%	200.7%	178.1%	113.1%	흑자전환	93.8%	163.2%
Net Profit	Q/Q	-7.9%	23.8%	23.6%	53.3%	32.8%	19.5%	14.3%	17.4%	-	-	-
	Total	8,108	6,996	12,598	14,447	16,671	19,867	22,774	26,724	19,789	42,144	86,020
	(% of sales)	46.0%	31.5%	51.5%	47%	45.3%	47.3%	48.5%	49.6%	29.9%	44.4%	47.9%
	Y/Y	323.0%	69.8%	119.0%	80.4%	105.6%	184.0%	80.8%	85.0%	흑자전환	113.0%	104.1%
	Q/Q	1.3%	-13.7%	80.1%	14.7%	15.4%	19.2%	14.6%	17.3%	-	-	-
DRAM Sales	Y/Y	84.9%	50.0%	57.3%	71.0%	113.4%	101.5%	102.1%	76.7%	118.8%	64.5%	95.7%
	Q/Q	-3.0%	20.6%	11.4%	31.1%	21.1%	13.9%	11.8%	14.7%	-	-	-
	Q/Q	-9.0%	23.5%	6.0%	3.0%	3.0%	5.0%	8.0%	9.0%	-	-	-
	Q/Q	1.1%	2.0%	5.0%	27.0%	18.0%	10.0%	5.0%	6.0%	-	-	-
	DRAM OP	7,239	9,089	11,061	16,763	21,514	25,206	28,449	32,978	19,877	44,152	108,147
	OPM%	51.0%	53.1%	58.0%	67.0%	71.0%	73.1%	73.8%	74.6%	43.4%	58.6%	73.3%
	Y/Y	204.2%	94.2%	98.3%	131.5%	197.2%	177.3%	157.2%	96.7%	4188.7%	122.1%	144.9%
	Q/Q	0.0%	25.6%	21.7%	51.6%	28.3%	17.2%	12.9%	15.9%	-	-	-
	NAND Sales	3,108	4,609	4,890	5,312	6,514	7,557	8,445	9,683	19,184	17,920	32,199
Bit shipments	Y/Y	-29.7%	-9.6%	-0.6%	12.0%	109.5%	64.0%	72.7%	82.3%	98.2%	-6.6%	79.7%
	Q/Q	-34.5%	48.3%	6.1%	8.6%	22.6%	16.0%	11.8%	14.7%	-	-	-
	Q/Q	-20%	70%	-6%	3%	7%	7%	8%	10%	-	-	-
ASP	Q/Q	-20%	-9%	11%	7%	15%	10%	5%	5%	-	-	-
	NAND OP	62	46	324	704	1,665	2,500	3,211	4,201	3,891	1,137	11,577
	OPM%	2.0%	1.0%	6.5%	7.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	20.3%	6.3%	36.0%
	Y/Y	-90.9%	-95.9%	-73.6%	-17.5%	2578.8%	5324.4%	890.2%	496.3%	흑전	-70.8%	918.3%
	Q/Q	-92.7%	-25.9%	603.6%	117.2%	136.4%	50.1%	28.4%	30.8%	-	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터

SK하이닉스 Peer 실적 및 Valuation

표. SK하이닉스 Peer 실적 및 Valuation

(십억 원, 백만 달러)	업체명	SK하이닉스	삼성전자	Micron	Western Digital	Sandisk	Nanya
	Ticker 시가총액	000660 KS 556,922	005930 KS 883,802	MU US 408,278	WDC US 75,734	SNDK US 60,617	2408 TT 27,013
2023A	Sales	32,766	258,935	15,540	12,318	6,086	959
	OP	-7,730	6,567	-5,745	-1,285	-2,035	-464
	OPM%	-24%	3%	-37%	-10%	-33%	-48%
	NP	-9,112	14,473	-5,833	-1,684	-2,143	-239
	PER	-	36.8	-	-	-	-
	PBR	1.8	1.3	1.7	1.1	-	1.4
	ROE	-15.6	3.6	-12.4	-14.8	-	-4.3
	EV/EBITDA	20.4	8.8	32.6	-	-	229.4
2024A	Sales	66,193	300,871	25,111	6,317	6,663	1,063
	OP	23,467	32,726	1,304	-403	-468	-329
	OPM%	35%	11%	5%	-6%	-7%	-31%
	NP	19,789	33,621	778	-798	-672	-158
	PER	-	-	134.3	-	-	-
	PBR	6.1	10.7	2.3	2.4	-	0.5
	ROE	1.6	0.8	1.7	-7.9	0.0	-3.1
	EV/EBITDA	31.1	7.9	12.3	43.9	-	10.5
2025F	Sales	3.6	3.1	74,683	11,822	10,927	1,986
	OP	44,449	42,107	43,250	3,752	2,614	41
	OPM%	47%	13%	58%	32%	24%	2%
	NP	40,637	40,845	37,700	2,947	2,077	82
	PER	13.5	23.7	11.0	28.2	30.6	345.0
	PBR	4.9	2.4	4.5	9.9	5.6	5.1
	ROE	43.4	10.0	48.3	43.2	19.6	1.8
	EV/EBITDA	9.4	9.2	8.1	19.3	21.0	47.2
2026F	Sales	166,060	433,243	93,988	13,552	13,914	4,224
	OP	100,401	123,778	55,663	4,721	4,735	1,817
	OPM%	60%	29%	59%	35%	34%	43%
	NP	80,306	102,919	48,893	3,651	4,142	1,528
	PER	6.9	9.4	8.6	22.8	15.6	18.1
	PBR	2.8	2.0	3.0	8.1	4.2	3.6
	ROE	52.5	21.9	41.3	123.0	25.7	26.5
	EV/EBITDA	4.7	4.7	6.3	15.5	12.8	8.9
2027F	Sales	197,324	472,564	92,481	15,007	14,131	4,788
	OP	116,636	139,111	51,232	5,390	4,321	2,474
	OPM%	59%	29%	55%	36%	31%	52%
	NP	93,821	116,824	45,989	4,346	3,903	2,270
	PER	5.8	8.3	8.5	19.6	17.4	14.5
	PBR	1.9	1.6	2.3	6.5	3.5	2.7
	ROE	37.6	20.5	31.3	123.5	17.7	23.5
	EV/EBITDA	4.1	4.2	6.8	13.3	15.6	9.1

자료: 유안타증권 리서치센터, 2026.01.19 기준

SK하이닉스 목표주가 산정 테이블

표. SK하이닉스 목표주가 산정 테이블

(원, 배)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Adj BPS_P (Excl. NCI)	34,051	47,510	67,794	69,271	74,721	88,543	90,064	76,616	104,567	160,436	278,966	400,286
PBR_P (End)	1.31	1.61	0.89	1.36	1.59	1.48	0.83	1.85	1.66	3.30	1.90	1.32
PBR_P (High)	1.37	1.90	1.44	1.40	1.62	1.70	1.49	1.88	2.38	4.03	2.32	1.61
PBR_P (Low)	0.75	0.94	0.86	0.82	0.88	1.02	0.83	0.95	1.23	1.01	0.58	0.41
PBR_P (Avg)	1.00	1.35	1.16	1.09	1.19	1.37	1.13	1.41	1.71	1.86	1.07	0.75
Target PBR												2.66
Target Price											1,066,000	903,722
Close Price (1/19)											764,000	
Upside potential											40%	

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: Target PBR = 2017년 PBR 밴드 상단값 * Customized 메모리반도체 공급 경쟁력 기반 40% 프리미엄 반영

SK하이닉스(000660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	32,766	66,193	94,999	179,709	195,883	
매출원가	33,299	34,365	37,716	36,794	48,971	
매출총이익	-533	31,828	57,283	142,915	146,912	
판매비	7,197	8,361	11,796	23,191	25,465	
영업이익	-7,730	23,467	45,486	119,724	121,447	
EBITDA	5,943	36,049	59,889	136,369	136,928	
영업외손익	-3,928	418	5,385	3,185	4,363	
외환관련손익	-319	269	427	3,170	3,170	
이자손익	-1,252	-1,000	-490	-8	1,170	
관계기업관련손익	15	-38	-47	0	0	
기타	-2,372	1,188	5,494	23	23	
법인세비용차감전순손익	-11,658	23,885	50,871	122,909	125,811	
법인세비용	-2,520	4,088	8,722	36,873	37,743	
계속사업순손익	-9,138	19,797	42,149	86,036	88,068	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	-9,138	19,797	42,149	86,036	88,068	
지배지분순이익	-9,112	19,789	42,144	86,020	88,051	
포괄순이익	-9,037	21,044	42,077	87,983	90,015	
지배지분포괄이익	-9,015	21,033	42,067	87,957	89,987	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	52,040	82,970	98,091	
당기순이익	-9,138	19,797	42,149	86,036	88,068	
감가상각비	13,121	11,985	13,587	15,973	14,928	
외환손익	332	352	-1,002	-3,170	-3,170	
충속, 관계기업관련손익	0	0	47	0	0	
자산부채의 증감	794	-5,600	2,413	-10,456	3,799	
기타현금흐름	-831	3,261	-5,155	-5,413	-5,533	
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-34,306	-36,918	-28,974	
투자자산	-19	-113	-135	-1,876	-392	
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,325	-15,946	-28,148	-35,000	-30,000	
유형자산 감소	1,540	47	106	0	0	
기타현금흐름	-531	-1,993	-6,129	-42	1,418	
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	-400	-91	-1,346	
단기차입금	2,141	-2,643	614	1,586	331	
사채 및 장기차입금	7,043	-4,138	183	0	0	
자본	36	115	270	0	0	
현금배당	-826	-826	-1,677	-1,677	-1,677	
기타현금흐름	-2,698	-1,211	211	0	0	
연결범위변동 등 기타	-30	530	-95	13,862	4,462	
현금의 증감	2,610	3,618	17,239	59,822	72,234	
기초 현금	4,977	7,587	11,205	28,444	88,266	
기말 현금	7,587	11,205	28,444	88,266	160,500	
NOPLAT	-7,730	23,467	45,486	119,724	121,447	
FCF	-4,047	13,850	23,891	47,970	68,091	

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	30,468	42,279	62,663	145,557	222,497	
현금및현금성자산	7,587	11,205	28,444	88,266	160,500	
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	13,299	23,357	25,344	
채고자산	13,481	13,314	13,314	23,384	25,488	
비유동자산	69,862	77,576	100,155	120,386	135,297	
유형자산	52,705	60,157	76,792	95,819	110,891	
관계기업등 지분관련자산	1,367	1,941	1,941	3,408	3,715	
기타투자자산	4,441	4,582	9,658	10,067	10,152	
자산총계	100,330	119,855	162,817	265,942	357,795	
유동부채	21,008	24,965	29,733	45,338	48,599	
매입채무 및 기타채무	7,026	13,386	15,280	26,837	29,252	
단기차입금	4,146	1,283	2,130	2,130	2,130	
유동성장기부채	5,712	3,969	6,970	6,970	6,970	
비유동부채	25,819	20,974	18,404	19,617	19,871	
장기차입금	10,121	5,022	3,804	3,804	3,804	
사채	9,490	12,409	11,025	11,025	11,025	
부채총계	46,826	45,940	48,136	64,955	68,470	
자배지분	53,504	73,903	114,657	200,948	289,269	
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658	
자본잉여금	4,373	4,487	4,757	4,757	4,757	
이익잉여금	46,729	65,418	105,876	190,219	276,593	
비지배지분	-1	12	23	39	56	
자본총계	53,504	73,916	114,681	200,987	289,325	
순차입금	24,960	12,984	-6,603	-66,685	-138,974	
총차입금	33,981	27,200	27,996	29,582	29,914	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	-12,517	27,182	57,890	118,159	120,949	
BPS	77,752	107,256	166,054	291,024	418,936	
EBITDAPS	8,164	49,517	82,265	187,320	188,087	
SPS	45,008	90,924	130,492	246,852	269,069	
DPS	1,200	2,204	2,429	2,429	2,429	
PER	-8.6	6.6	9.2	6.5	6.3	
PBR	1.4	1.7	3.2	2.6	1.8	
EV/EBITDA	17.5	4.0	6.3	3.6	3.0	
PSR	2.4	2.0	4.1	3.1	2.8	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-26.6	102.0	43.5	89.2	9.0	
영업이익 증가율 (%)	적전	0.0	93.8	163.2	1.4	
지배순이익 증가율 (%)	적전	0.0	113.0	104.1	2.4	
매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	60.3	79.5	75.0	
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	47.9	66.6	62.0	
지배순이익률 (%)	-27.8	29.9	44.4	47.9	45.0	
EBITDA 마진 (%)	18.1	54.5	63.0	75.9	69.9	
ROIC	-8.5	27.1	44.5	81.7	68.8	
ROA	-8.9	18.0	29.8	40.1	28.2	
ROE	-15.6	31.1	44.7	54.5	35.9	
부채비율 (%)	87.5	62.2	42.0	32.3	23.7	
순차입금/자기자본 (%)	46.7	17.6	-5.8	-33.2	-48.0	
영업이익/금융비용 (배)	-5.3	17.4	46.0	100.2	98.3	

하나머티리얼즈 (166090 KS): 소재/부품 Top-pick 유지

반도체



백길현, USCPA 반도체
gilhyun.baik@yuantakorea.com
임석민 Research Assistant
seokmin.lim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	74,000원 (M)
현재주가 (1/19)	56,300원
상승여력	31%

시가총액	11,135억원		
총발행주식수	19,777,674주		
60일 평균 거래대금	112억원		
60일 평균 거래량	250,006주		
52주 고	56,300원		
52주 저	23,000원		
외인지분율	16.40%		
주요주주	하나마이크론 외 5인 44.60%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	37.8	22.7	105.9
상대	30.3	8.9	54.1
절대(달러환산)	38.1	18.3	103.7

- **4Q25 예상 영업이익 185억원:** 동사 4Q25 예상 매출액과 영업이익은 각각 750억원(YoY +8.7%, QoQ +7.7%), 185억원(OPM 24.6%, YoY +19.8%, QoQ +52.9%)으로 분기 실적 개선세가 가파를 전망이다. 1)급여 관련 일회성 비용에도 불구하고 분기 영업이익률은 25%에 달할 것으로 추정된다는 점이 긍정적이며, 2)글로벌 메모리 공급업체들의 가동률 회복세가 이어지는 가운데, 동사는 DRAM 중심의 파츠 수요가 강하게 늘어나고, 3)국내 고객 S사항 NAND 파츠 Pull-in 수요와 북미 장비 A사항 신제품 출하가 이어지고 있기 때문이다.
- **투자 의견 BUY, 목표주가 7.4만원(2027년 예상 EPS * Target PER 19.43배) 유지:** 차기분기 예상 매출액과 영업이익은 각각 760억원(YoY +30.3%, QoQ +1.3%), 195억원(OPM 25.7%, YoY +124.0%, QoQ +5.9%)으로 실리콘 파츠 가동률 상승세가 지속되어 80%대 육박할 것으로 추정한다. 당사 추정치와 시장 컨센서스(3M 기준, 매출액 740억원, 영업이익 157억원)를 상회할 가능성 또한 배제할 수 없다. 2026년 글로벌 메모리 공급업체의 공간 제약 이슈로 Tech migration의 강도는 전년비 빠르게 확대되고 있는 것으로 파악되며, 2027년 신규 투자가 점진적으로 늘어날 것으로 예상된다는 점을 재차 주목한다. 특히 동사의 주력 고객사 T사의 메모리반도체 장비 수주잔고가 빠르게 상향 조정될 가능성이 높을 것으로 전망된다는 점은 2026~2027년 동사 실적 및 주가에 긍정적일 것으로 전망한다. 참고로 일본 Tokyo Electron(8035 JP)의 FY3Q26 실적발표 컨퍼런스콜 예상일은 한국기준 2월 6일 금요일 오후 4시이다. 한편 글로벌 장비 L사항 내 실리콘 파츠 점유율 증가, 글로벌 선단공정 파운드리향 사업 다각화가 향후 동사의 주가 및 실적 모멘텀으로 작용할 가능성 또한 배제할 수 없다는 판단이다. 글로벌 실리콘 파츠 시장내 경쟁 심화에 대한 우려를 고려해도 동사의 향후 실적 가시성과 Valuation은 매력적이다. 소재/부품 커버리지 내 Top-Pick으로 유지한다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	233	250	267	323	368
매출액증가율	-24.1	7.3	6.8	21.0	13.9
영업이익	42	43	48	85	98
영업이익률	18.0	17.2	18.0	26.3	26.6
지배주주귀속이익	34	32	35	66	74
지배주주 귀속 EPS	1,731	1,606	1,776	3,352	3,734
증가율	-57.3	-7.2	10.6	88.7	11.4
PER	29.0	14.3	24.3	16.8	15.1
PBR	2.5	1.3	1.5	1.3	1.0
EV/EBITDA	15.5	7.9	10.7	7.4	4.6
ROA	5.9	5.1	5.3	7.4	6.3
ROE	9.8	8.4	7.7	9.7	7.7

자료: 유안타증권 리서치센터

하나머티리얼즈 실적 추이 및 전망

표. 하나머티리얼즈 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
Sales	583	639	696	750	760	780	820	870	2,504	2,668	3,230	3,682
Y/Y	2.1%	4.6%	10.2%	8.7%	30.3%	22.1%	17.8%	16.0%	7.4%	6.6%	21.1%	14.0%
Q/Q	-15.5%	9.6%	9.0%	7.7%	1.3%	2.6%	5.1%	6.1%	-	-	-	-
Gross Profit	172	170	203	284	302	312	336	365	732	828	1,315	1,510
(% of sales)	29.4%	26.5%	29.2%	37.8%	39.7%	40.0%	41.0%	42.0%	29.2%	31.0%	40.7%	41.0%
SG&A	84	83	83	99	106	113	119	126	299	350	465	534
(% of sales)	14.5%	13.1%	11.9%	13.2%	14.0%	14.5%	14.5%	14.5%	12.0%	13.1%	14.4%	14.5%
Operating profit	87	86	121	185	195	199	217	239	433	478	851	976
Operating profit margin	15.0%	13.5%	17.3%	24.6%	25.7%	25.5%	26.5%	27.5%	17.3%	17.9%	26.3%	26.5%
Y/Y	41.5%	-10.6%	0.0%	19.8%	124.0%	131.2%	80.1%	29.7%	3.4%	10.6%	77.8%	14.7%
Q/Q	-43.4%	-1.3%	40.3%	52.9%	5.9%	1.8%	9.3%	10.1%	-	-	-	-
Income before tax	84	68	115	182	192	196	214	236	409	449	839	959
Tax expense	23	13	23	38	40	41	45	50	91	98	176	221
Net Profit	61	54	92	143	152	155	169	187	318	351	663	739
Net Profit margin	10.5%	8.5%	13.2%	19.1%	20.0%	19.9%	20.7%	21.5%	12.7%	13.2%	20.5%	20.1%
Y/Y	12.5%	-3.2%	12.6%	14.8%	147.7%	184.4%	84.0%	30.2%	-7.1%	10.6%	88.7%	11.4%
Q/Q	-50.9%	-11.3%	69.1%	55.8%	6.0%	1.9%	9.4%	10.2%	-	-	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터

하나머티리얼즈 Peer 실적 및 Valuation

표. 하나머티리얼즈 Peer 실적 및 Valuation

(십억원, 백만달러)	업체명	하나머티리얼즈	티씨케이	코미코	원익QNC	월덱스	한솔아이원스	케이엔제이	비씨엔씨
	Ticker 시가총액	166090 KS Equity 1,112	064760 KS Equity 1,944	183300 KS Equity 1,039	074600 KS Equity 624	101160 KS Equity 367	114810 KS Equity 314	272110 KS Equity 184	146320 KS Equity 170
2023A	Sales	234	227	307	806	288	124	47	65
	OP	41	67	33	83	65	8	10	0
	OPM%	18%	29%	11%	10%	23%	7%	22%	0%
	NP	34	61	32	38	54	2	11	1
	PER	28.7	21.2	20.8	19.8	7.9	128.6	18.2	214.4
	PBR	2.5	2.8	3.2	1.9	1.8	1.8	2.4	3.7
	ROE	9.8	14.0	13.5	9.7	25.3	1.4	18.1	1.7
	EV/EBITDA	15.4	13.2	11.5	9.7	4.6	16.6	11.8	56.6
2024A	Sales	252	276	507	892	307	157	62	77
	OP	43	81	112	91	70	23	14	-2
	OPM%	17%	29%	22%	10%	23%	15%	23%	-3%
	NP	32	72	56	51	65	31	11	-2
	PER	14.1	11.5	6.8	9.2	4.3	5.7	7.2	-
	PBR	1.3	1.6	1.4	1.0	0.9	1.0	1.5	1.4
	ROE	8.4	14.8	23.4	11.7	23.8	18.6	15.8	-3.1
	EV/EBITDA	7.7	5.7	3.8	8.1	2.2	4.5	7.6	27.4
2025F	Sales	267	312	591	940	-	200	-	92
	OP	47	89	121	59	-	39	-	7
	OPM%	18%	29%	20%	6%	-	20%	-	8%
	NP	35	-	56	26	-	33	-	2
	PER	31.0	-	18.4	25.5	-	9.1	-	138.4
	PBR	2.9	-	3.4	1.3	-	1.5	-	2.2
	ROE	9.7	-	19.8	5.1	-	16.8	-	1.7
	EV/EBITDA	15.8	-	8.4	10.8	-	5.7	-	10.9
2026F	Sales	311	371	680	1,017	-	225	-	114
	OP	72	113	142	91	-	50	-	10
	OPM%	23%	31%	21%	9%	-	22%	-	8%
	NP	61	-	80	49	-	43	-	5
	PER	19.9	-	15.2	13.3	-	6.9	-	40.7
	PBR	2.6	-	2.9	1.2	-	1.3	-	2.1
	ROE	13.6	-	21.6	9.1	-	18.4	-	7.7
	EV/EBITDA	12.3	-	7.2	8.7	-	4.7	-	7.5
2027F	Sales	352	436	773	1,121	-	-	-	124
	OP	80	138	169	118	-	-	-	10
	OPM%	23%	32%	22%	11%	-	-	-	8%
	NP	69	-	101	64	-	-	-	5
	PER	17.7	-	12.6	9.8	-	-	-	35.9
	PBR	2.3	-	2.4	1.0	-	-	-	2.0
	ROE	13.6	-	22.4	10.9	-	-	-	5.6
	EV/EBITDA	11.5	-	6.3	7.7	-	-	-	6.5

자료: 유안타증권 리서치센터, 2026.01.19 기준

하나머티리얼즈 목표주가 산정 테이블

표. 하나머티리얼즈 목표주가 산정 테이블

(원, 배)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Adj BPS_P (Excl. NCI)	1,097	1,891	1,409	1,939	3,387	4,057	1,731	1,606	1,788	3,370	3,796
PBR_P (End)	33.73	6.37	13.45	14.75	18.54	8.06	29.00	14.29	15.07	8.00	7.10
PBR_P (High)	35.01	27.55	14.83	15.09	19.43	16.47	31.08	43.15	21.84	11.59	10.29
PBR_P (Low)	13.77	5.87	7.09	5.08	7.72	6.95	18.28	13.60	12.50	6.63	5.89
PBR_P (Avg)	23.97	14.32	11.28	10.62	13.37	11.41	25.94	27.26	15.40	8.17	7.25
Target PBR											19.43
Target Price										74,000	73,748
Close Price (1/19)										56,300	
Upside potential										31%	

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: Target PER = 2021년 PER Band 상단 값 적용

하나머티리얼즈(166090 KS) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	233	250	267	323	368	
매출원가	168	177	184	191	217	
매출총이익	66	73	83	132	151	
판매비	24	30	35	46	53	
영업이익	42	43	48	85	98	
EBITDA	76	75	81	116	127	
영업외손익	-1	-2	-3	-1	-2	
외환관련손익	0	2	0	0	0	
이자손익	-3	-6	0	0	0	
관계기업관련손익	-1	0	0	0	0	
기타	2	2	-3	-2	-2	
법인세비용차감전순손익	40	41	45	84	96	
법인세비용	6	9	10	18	22	
계속사업순손익	34	32	35	66	74	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	34	32	35	66	74	
지배지분순이익	34	32	35	66	74	
포괄순이익	107	-40	151	273	280	
지배지분포괄이익	107	-40	151	273	280	

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	45	75	54	82	87	
당기순이익	34	32	35	66	74	
감가상각비	33	31	33	31	29	
외환손익	0	-1	0	0	0	
충족,관계기업관련손익	1	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-26	2	-17	-28	-28	
기타현금흐름	3	11	3	13	13	
투자활동 현금흐름	-130	-26	-20	-23	-23	
투자자산	-10	-20	-2	-3	-3	
유형자산 증가 (CAPEX)	-121	-42	-24	-19	-19	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	1	36	6	-1	-1	
재무활동 현금흐름	82	-46	-50	-4	-4	
단기차입금	43	-31	-4	0	0	
사채 및 장기차입금	43	-7	-18	0	0	
자본	1	-1	0	0	0	
현금배당	-6	-4	-5	-5	-5	
기타현금흐름	1	-3	-23	0	0	
연결범위변동 등 기타	0	0	118	213	213	
현금의 증감	-3	4	103	267	273	
기초 현금	31	28	31	134	401	
기말 현금	28	31	134	401	673	
NOPLAT	42	43	48	85	98	
FCF	-76	33	30	63	68	

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 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	138	132	243	528	818	
현금및현금성자산	28	31	134	401	673	
매출채권 및 기타채권	15	29	31	36	41	
재고자산	76	64	69	80	91	
비유동자산	535	441	511	502	495	
유형자산	353	348	338	327	317	
관계기업등 지분관련자산	10	18	19	23	26	
기타투자자산	162	66	146	146	146	
자산총계	672	574	755	1,030	1,313	
유동부채	136	121	116	122	127	
매입채무 및 기타채무	20	22	24	27	31	
단기차입금	93	61	57	57	57	
유동성장기부채	18	27	24	24	24	
비유동부채	137	99	86	88	90	
장기차입금	104	88	70	70	70	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	273	220	202	209	217	
자배지분	400	354	553	821	1,096	
자본금	10	10	10	10	10	
자본잉여금	37	37	37	37	37	
이익잉여금	289	316	345	406	475	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	400	354	553	821	1,096	
순차입금	181	142	17	-250	-523	
총차입금	218	180	158	159	159	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	1,731	1,606	1,776	3,352	3,734	
BPS	20,476	18,165	28,665	42,558	56,842	
EBITDAPS	3,841	3,809	4,120	5,874	6,433	
SPS	11,807	12,663	13,492	16,332	18,618	
DPS	200	250	250	250	250	
PER	25.9	27.3	24.3	16.8	15.1	
PBR	2.2	2.4	1.5	1.3	1.0	
EV/EBITDA	14.1	13.4	10.7	7.4	4.6	
PSR	3.8	3.5	3.2	3.4	3.0	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-24.1	7.4	6.6	21.1	14.0	
영업이익 증가율 (%)	-55.4	3.4	10.6	77.8	14.7	
지배순이익 증가율 (%)	-57.3	-7.1	10.6	88.7	11.4	
매출총이익률 (%)	28.2	29.2	31.0	40.7	41.0	
영업이익률 (%)	17.9	17.3	17.9	26.3	26.5	
지배순이익률 (%)	14.7	12.7	13.2	20.5	20.1	
EBITDA 마진 (%)	32.5	30.1	30.5	36.0	34.6	
ROIC	9.2	7.9	9.0	16.3	18.2	
ROA	5.9	5.1	5.3	7.4	6.3	
ROE	9.8	8.4	7.7	9.7	7.7	
부채비율 (%)	68.2	62.1	36.5	25.5	19.8	
순차입금/자기자본 (%)	45.4	40.1	3.2	-30.5	-47.7	
영업이익/금융비용 (배)	10.4	6.1	0.0	0.0	0.0	

코미코 (183300 KS): 미코세라믹스 성장성 재차 주목

반도체



백길현, USCPA 반도체
gilhyun.baik@yuantakorea.com

임석민 Research Assistant
seokmin.lim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	120,000원 (M)
현재주가 (1/19)	99,600원
상승여력	21%

시가총액	10,419억원
총발행주식수	10,460,684주
60일 평균 거래대금	120억원
60일 평균 거래량	125,494주
52주 고	122,700원
52주 저	36,200원
외인지분율	17.08%
주요주주	미코 41.10%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	18.6	(11.2)	144.1
상대	12.1	(21.1)	82.7
절대(달러환산)	18.8	(14.3)	141.6

• **4Q25 연결기준 예상 영업이익 268억원:** 4Q25 전사 매출액과 영업이익은 각각 1,583억원(YoY +23.8%, QoQ -0.5%), 268억원(OPM 16.9%, YoY +42.5%, QoQ +3.8%)으로, 3M기준 시장 컨센서스를 매출액(1,512억원)은 상회하고, 영업이익은(273억원)은 하회할 전망이다. 1)자회사 미코세라믹스 예상 매출액은 630억원(YoY +25.7%, QoQ -4.2%)으로 우려했던 중국 장비 고객 N사의 재고조정 영향에도 불구하고 견조한 실적을 달성했으며, 2)북미 법인(Hillsboro, Austin) 중심으로 점진적인 가동률 회복세를 시현했음에도, 3)본사 예상 영업이익은 92억원(OPM 9.6%, YoY +72.5%, QoQ +4.9%)으로 중국법인 중심의 재고 손상 비용 영향 및 연말 일회성 비용이 발생했기 때문이다.

• **투자 의견 BUY, 목표주가 12.0만원(2027년 예상 EPS * Target PER 19.31배) 유지:** 차기분기 연결기준 예상 매출액과 영업이익은 각각 1,675억원(YoY +24.1%, QoQ +5.8%), 319억원(OPM 19.0%, YoY +2.0%, QoQ +18.9%)으로 시장 컨센서스(매출액 1,625억원, 영업이익 319원)에 부합할 전망이다. 1)국내 메모리반도체 고객사들의 가동률이 점진적으로 높아지는 가운데 안성법인의 세정/코팅 수요는 견조할 것으로 예상하며, 2)북미 파운드리 고객사들의 물량 증가 효과 역시 Austin/Hillsboro에 이어 Phoenix 법인까지 온기가 점진적으로 확산 될 것으로 기대하고, 3)자회사 미코세라믹스 월매출액이 200억원 초반을 상회할 것으로 추정하기 때문이다. 특히 1H26 지나면서 미코세라믹스의 고부가제품인 ESC(반도체 전공정 식각장비향 파츠) 성장세가 부각될 것으로 전망된다는 점을 재차 주목한다. 일본 정부의 중국향 반도체 수출 규제에 따른 반사수혜가 미코세라믹스의 2026~2027년 ESC 실적에 긍정적일 것으로 추정하기 때문이다. 동사는 일본이 독점하던 ESC를 국산화한 유일한 회사인 것으로 파악되며, 최근 중화 고객들의 ESC 수주 증가세 및 동사 2025년 연말 가동률을 고려하면 올해 상반기중 ESC 신규 Capa 증설 모멘텀 및 연간 실적 상향 조정 가능성도 배제할 수 없다는 판단이다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	307	507	598	711	761
매출액증가율	6.6	65.1	17.9	18.9	7.0
영업이익	33	112	114	135	148
영업이익률	10.7	22.1	19.1	19.0	19.4
지배주주귀속순이익	32	56	44	46	53
지배주주 귀속 EPS	3,070	5,340	4,189	4,421	5,087
증가율	-26.7	73.9	-21.6	5.5	15.1
PER	16.7	12.3	21.1	22.5	19.6
PBR	2.5	2.5	3.4	3.1	2.6
EV/EBITDA	9.5	5.9	8.2	7.4	6.7
ROA	6.4	8.0	4.9	4.5	4.6
ROE	13.5	23.4	16.4	15.8	15.0

자료: 유안타증권 리서치센터

코미코 실적 추이 및 전망

표. 코미코 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
Sales	1,350	1,460	1,591	1,583	1,675	1,704	1,874	1,859	5,071	5,983	7,113	7,610
Y/Y	14%	9%	25%	23.8%	24.1%	16.7%	17.8%	17.5%	65.0%	18.0%	18.9%	7.0%
Q/Q	6%	8%	9%	-0.5%	5.8%	1.7%	9.9%	-0.8%	-	-	-	-
Cleaning/Coating	708	868	933	953	956	994	1,084	1,103	2,978	3,462	4,138	4,338
Y/Y	5.6%	9.0%	27.3%	22.5%	35.2%	14.5%	16.2%	15.8%	20.4%	16.3%	19.5%	4.8%
Q/Q	-9.0%	22.7%	7.4%	2.2%	0.4%	4.0%	9.1%	1.8%	-	-	-	-
KR	393	462	531	545	545	561	589	607	1,597	1,931	2,303	2,464
US	140	158	168	178	155	173	191	201	513	643	721	771
CH	204	202	212	205	222	228	248	239	738	822	937	1,003
Aisa ex KR/CH	91	96	101	104	111	112	129	133	308	393	485	519
Mico-ceramics	642	592	658	630	719	710	789	756	2,202	2,521	2,974	3,272
Y/Y	10.9%	2.4%	20.9%	25.7%	12.0%	20.0%	20.0%	20.0%	71.7%	14.5%	18.0%	10.0%
Q/Q	28.1%	-7.8%	11.2%	-4.2%	14.1%	-1.3%	11.2%	-4.2%	-	-	-	-
Gross Profit	625	643	643	640	720	721	824	809	2,348	2,552	3,075	3,387
Gross profit margin	46.3%	44.1%	40.4%	40.4%	43.0%	42.3%	44.0%	43.5%	46.3%	42.7%	43.2%	44.5%
Operating profit	313	302	258	268	319	315	365	346	1,125	1,141	1,345	1,484
Operating profit margin	23.2%	20.7%	16.3%	16.9%	19.0%	18.5%	19.5%	18.6%	22.2%	19.1%	18.9%	19.5%
Y/Y	12.6%	-18.2%	-10.8%	42.5%	2.0%	4.5%	41.4%	28.9%	240.5%	1.5%	17.9%	10.3%
Q/Q	66.1%	-3.5%	-14.3%	3.8%	18.9%	-1.2%	16.0%	-5.4%	-	-	-	-
Profit before tax	298	239	202	187	237	234	285	267	1,132	926	1,023	1,177
Net profit controlled	125	134	94	85	107	106	129	120	559	438	462	532
Net Profit controlled margin	9.3%	9.2%	5.9%	5.3%	6.4%	6.2%	6.9%	6.5%	11.0%	7.3%	6.5%	7.0%
Y/Y	13.6%	16.6%	-14.1%	-62.1%	-14.3%	-21.3%	37.2%	42.3%	77.2%	-21.5%	5.5%	15.1%
Q/Q	-44.1%	7.5%	-30.0%	-10.0%	26.5%	-1.3%	22.0%	-6.6%	-	-	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터

코미코 Peer 실적 및 Valuation

표. 코미코 Peer 실적 및 Valuation

(십억원, 백만달러)	업체명	코미코	티씨케이	원익QNC	하나머티리얼즈	월덱스	한솔아이원스	케이엔제이	비씨엔씨
	Ticker 시가총액	183300 KS Equity 1,039	064760 KS Equity 1,944	074600 KS Equity 624	166090 KS Equity 1,112	101160 KS Equity 367	114810 KS Equity 314	272110 KS Equity 184	146320 KS Equity 170
2023A	Sales	307	227	806	234	288	124	47	65
	OP	33	67	83	41	65	8	10	0
	OPM%	11%	29%	10%	18%	23%	7%	22%	0%
	NP	32	61	38	34	54	2	11	1
	PER	20.8	21.2	19.8	28.7	7.9	128.6	18.2	214.4
	PBR	3.2	2.8	1.9	2.5	1.8	1.8	2.4	3.7
	ROE	13.5	14.0	9.7	9.8	25.3	1.4	18.1	1.7
	EV/EBITDA	11.5	13.2	9.7	15.4	4.6	16.6	11.8	56.6
2024A	Sales	507	276	892	252	307	157	62	77
	OP	112	81	91	43	70	23	14	-2
	OPM%	22%	29%	10%	17%	23%	15%	23%	-3%
	NP	56	72	51	32	65	31	11	-2
	PER	6.8	11.5	9.2	14.1	4.3	5.7	7.2	-
	PBR	1.4	1.6	1.0	1.3	0.9	1.0	1.5	1.4
	ROE	23.4	14.8	11.7	8.4	23.8	18.6	15.8	-3.1
	EV/EBITDA	3.8	5.7	8.1	7.7	2.2	4.5	7.6	27.4
2025F	Sales	591	312	940	267	-	200	-	92
	OP	121	89	59	47	-	39	-	7
	OPM%	20%	29%	6%	18%	-	20%	-	8%
	NP	56	-	26	35	-	33	-	2
	PER	18.4	-	25.5	31.0	-	9.1	-	138.4
	PBR	3.4	-	1.3	2.9	-	1.5	-	2.2
	ROE	19.8	-	5.1	9.7	-	16.8	-	1.7
	EV/EBITDA	8.4	-	10.8	15.8	-	5.7	-	10.9
2026F	Sales	680	371	1,017	311	-	225	-	114
	OP	142	113	91	72	-	50	-	10
	OPM%	21%	31%	9%	23%	-	22%	-	8%
	NP	80	-	49	61	-	43	-	5
	PER	15.2	-	13.3	19.9	-	6.9	-	40.7
	PBR	2.9	-	1.2	2.6	-	1.3	-	2.1
	ROE	21.6	-	9.1	13.6	-	18.4	-	7.7
	EV/EBITDA	7.2	-	8.7	12.3	-	4.7	-	7.5
2027F	Sales	773	436	1,121	352	-	-	-	124
	OP	169	138	118	80	-	-	-	10
	OPM%	22%	32%	11%	23%	-	-	-	8%
	NP	101	-	64	69	-	-	-	5
	PER	12.6	-	9.8	17.7	-	-	-	35.9
	PBR	2.4	-	1.0	2.3	-	-	-	2.0
	ROE	22.4	-	10.9	13.6	-	-	-	5.6
	EV/EBITDA	6.3	-	7.7	11.5	-	-	-	6.5

자료: 유안타증권 리서치센터, 2026.01.19 기준

코미코 목표주가 산정 테이블

표. 코미코 목표주가 산정 테이블

(원, 배)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Adj BPS_P (Excl. NCI)	2,308	3,363	2,515	2,680	4,707	4,188	3,070	5,340	4,799	5,515	6,185
PBR_P (End)	11.1	6.3	11.1	18.64	14.26	10.29	21.01	6.85	17.19	14.96	13.34
PBR_P (High)	13.0	11.6	12.4	19.10	19.31	16.07	21.95	18.43	17.77	15.47	13.79
PBR_P (Low)	7.0	5.8	7.7	6.16	9.77	9.37	13.53	5.91	7.44	6.47	5.77
PBR_P (Avg)	10.0	8.4	10.4	12.79	14.38	12.40	16.72	12.26	12.13	10.56	9.41
Target PBR											19.31
Target Price										120,000	119,432
Close Price (1/19)										99,600	
Upside potential										20%	

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: Target PER = 2021년 PER Band 상단값 적용

코미코(183300 KS) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	307	507	598	711	761	
매출원가	191	272	343	404	422	
매출총이익	117	235	255	307	339	
판매비	84	122	141	173	190	
영업이익	33	112	114	135	148	
EBITDA	71	155	169	199	212	
영업외손익	19	1	-21	-32	-31	
외환관련손익	-1	6	-2	0	0	
이자손익	-2	-5	-10	-17	-15	
관계기업관련손익	0	-1	-1	1	1	
기타	23	1	-8	-17	-17	
법인세비용차감전순손익	52	113	93	102	118	
법인세비용	7	25	23	31	35	
계속사업순손익	46	88	70	72	82	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	46	88	70	72	82	
지배지분순이익	32	56	44	46	53	
포괄순이익	46	104	72	92	103	
지배지분포괄이익	33	72	46	68	76	

주:영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일함. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	65	116	56	125	147	
당기순이익	46	88	70	72	82	
감가상각비	38	42	54	63	63	
외환손익	1	-3	0	0	0	
충족,관계기업관련손익	0	0	1	-1	-1	
자산부채의 증감	2	-44	-68	-23	-11	
기타현금흐름	-21	33	-1	14	14	
투자활동 현금흐름	-105	-149	-306	-67	-64	
투자자산	1	1	12	-1	-1	
유형자산 증가 (CAPEX)	-33	-153	-254	-80	-80	
유형자산 감소	1	0	0	0	0	
기타현금흐름	-75	3	-64	14	17	
재무활동 현금흐름	106	61	153	-4	-7	
단기차입금	49	65	36	6	3	
사채 및 장기차입금	105	23	134	0	0	
자본	-59	-5	-24	0	0	
현금배당	-10	-7	-16	-10	-10	
기타현금흐름	21	-15	24	0	0	
연결범위변동 등 기타	0	4	24	6	-1	
현금의 증감	67	32	-73	60	75	
기초 현금	60	126	158	85	145	
기말 현금	126	158	85	145	220	
NOPLAT	33	112	114	135	148	
FCF	32	-38	-199	45	67	

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	236	319	292	387	478	
현금및현금성자산	126	158	85	145	220	
매출채권 및 기타채권	47	75	106	124	132	
채고자산	35	45	55	65	69	
비유동자산	358	481	690	707	724	
유형자산	277	403	611	628	645	
관계기업등 지분관련자산	0	5	6	7	7	
기타투자자산	64	49	18	18	18	
자산총계	594	800	982	1,094	1,202	
유동부채	151	276	314	337	348	
매입채무 및 기타채무	37	35	43	50	54	
단기차입금	83	127	156	156	156	
유동성장기부채	8	4	5	5	5	
비유동부채	155	149	307	313	316	
장기차입금	123	113	264	264	264	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	306	425	621	651	665	
자배지분	210	268	265	322	386	
자본금	5	5	5	5	5	
자본잉여금	12	7	-17	-17	-17	
이익잉여금	197	249	283	319	362	
비지배지분	78	107	97	122	151	
자본총계	288	376	361	444	537	
순차입금	72	126	368	310	236	
총차입금	225	314	483	489	492	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	3,070	5,340	4,189	4,421	5,087	
BPS	20,223	26,373	26,264	31,909	38,245	
EBITDAPS	6,915	14,811	16,154	18,996	20,269	
SPS	29,922	48,480	57,196	67,994	72,753	
DPS	400	1,000	1,000	1,000	1,000	
PER	16.7	12.3	21.1	22.5	19.6	
PBR	2.5	2.5	3.4	3.1	2.6	
EV/EBITDA	9.5	5.9	8.2	7.4	6.7	
PSR	1.7	1.4	1.5	1.5	1.4	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	6.6	65.0	18.0	18.9	7.0	
영업이익 증가율 (%)	-40.4	240.5	1.5	17.9	10.3	
지배순이익 증가율 (%)	-24.9	77.2	-21.5	5.5	15.1	
매출총이익률 (%)	38.0	46.3	42.7	43.2	44.5	
영업이익률 (%)	10.7	22.2	19.1	18.9	19.5	
지배순이익률 (%)	10.3	11.0	7.3	6.5	7.0	
EBITDA 마진 (%)	23.1	30.6	28.2	27.9	27.9	
ROIC	10.6	22.4	14.0	13.5	14.2	
ROA	6.4	8.0	4.9	4.5	4.6	
ROE	13.5	23.4	16.4	15.8	15.0	
부채비율 (%)	106.2	113.0	171.7	146.7	123.9	
순차입금/자기자본 (%)	34.5	47.2	138.9	96.3	61.2	
영업이익/금융비용 (배)	4.8	10.8	7.5	6.6	7.2	

한솔케미칼 (014680 KS): 아쉬운 4분기보다, 2026~2027년 실적 방향성에 주목

반도체



백길현, USCPA 반도체
gilhyun.baik@yuantakorea.com
임석민 Research Assistant
seokmin.lim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	350,000원 (I)
현재주가 (1/19)	245,500원
상승여력	43%

시가총액	27,828억원		
총발행주식수	11,335,195주		
60일 평균 거래대금	137억원		
60일 평균 거래량	60,040주		
52주 고	252,000원		
52주 저	88,000원		
외인지분율	36.08%		
주요주주	국민연금공단 13.10%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.8	19.2	147.0
상대	(8.3)	(8.9)	27.1
절대(달러환산)	12.0	14.9	144.4

- **4Q25 연결기준 예상 영업이익 231억원:** 4Q25 전사 매출액과 영업이익은 각각 2,100억원(YoY +11.2%, QoQ -8.7%), 231억원(OPM 11.0%, YoY +2.6%, QoQ -52.7%)으로, 최근 낮아진 시장 컨센서스 내 하단 값(매출액 2,265억원, 영업이익 227억원)에 부합할 전망이다. 이는, 1)동사 반도체 주력 제품인 과산화수소를 포함한 전반적인 연말 수요가 견조했음에도 불구하고, 2)QD 소재의 계절적 비수기 영향과 연말 인센티브 관련 일회성 비용 영향이 불가피 했기 때문이다.
- **투자 의견 BUY, 목표주가 35.0만원(2027년 예상 EPS * Target PER 15.63배)으로 커버리지 개시:** 2026/2027년 연간 예상 영업이익은 각각 2,147억원(OPM 21.2%, YoY +32.2%), 2,937억원(OPM 25.0%, YoY +36.8%)으로 반도체 중심의 성장세가 이어지며 사상 최대 실적을 기록할 것으로 추정한다. 전년대비 반도체 소재 가격 인상 가능성이 제한적이지만 2026~2027년 Q(물량) 증가세는 전년대비 가속화될 전망이다. 1)2026년 SK하이닉스 M15X 가동을 시작으로, 2027년 삼성전자 P4/P5 및 SK하이닉스 신규 용인 Site 오픈으로 과산화수소의 메모리반도체 증설 효과가 두드러지는 가운데, 외형 성장에 따른 수익성 레버리지 효과를 예상하기 때문이다. 2)Precursor가 고성장을 이어가며 전사 성장을 견인할 것으로 예상된다는 점을 주목한다. 국내 고객사의 북미 테일러 팹 양산 수혜와 더불어, 대만 파운드리 업체의 2/3nm 중심 북미 거점 다변화 전략이 TSA(Trisilylamine, 트리실릴아민)의 수요 증가세를 자극할 것으로 기대하기 때문이다. 참고로 현재 동사는 대만 파운드리 고객의 중국 및 대만법인 물량만 담당하고 있는 것으로 파악된다. 3)한편 중장기적 관점에서 High-K 시장 내 동사 입지가 강화될 전망이다. Zr High-K는 국내 주력 고객사향으로 이미 납품을 시작한 것으로 파악되며, 연내로 미국 M사향 공급을 확대하여 고객 다변화를 지속 추진하고, Hf High-K 역시 소재 특허 종료에 따라 글로벌 주요 DRAM 공급업체향 납품 가능성이 확대될 것으로 예상하는데, 동사는 올해 이를 위한 투자를 선제적으로 진행중이며, 이는 동사 2027년 실적 상향 조정의 근거가 될 것으로 기대한다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	772	776	872	1,013	1,175
매출액증가율	-12.8	0.5	12.4	16.2	16.0
영업이익	124	129	162	215	294
영업이익률	16.1	16.6	18.6	21.2	25.0
지배주주귀속순이익	105	123	154	188	253
지배주주 귀속 EPS	9,294	10,823	13,542	16,583	22,343
증가율	-32.1	16.5	25.1	22.5	34.7
PER	21.6	15.0	16.8	14.8	11.0
PBR	2.6	1.8	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	14.2	11.6	12.8	10.7	7.8
ROA	8.1	8.7	10.0	11.0	13.0
ROE	13.1	13.5	15.0	16.1	18.5

자료: 유안타증권 리서치센터

한솔케미칼 실적 추이 및 전망

표. 한솔케미칼 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
Sales	209.6	221.9	230.0	210.0	231.0	247.2	257.1	277.6	776.4	871.5	1,012.8	1,174.9
Y/Y	5.9%	11.5%	20.7%	11.2%	10.2%	11.4%	11.7%	32.2%	0.6%	12.3%	16.2%	16.0%
Q/Q	11.0%	5.9%	3.7%	-8.7%	10.0%	7.0%	4.0%	8.0%	-	-	-	-
Gross Profit	62.8	68.5	70.3	52.5	71.6	78.8	82.3	83.3	204.8	254.1	316.0	411.2
(% of sales)	30.0%	30.9%	30.6%	25.0%	31.0%	31.9%	32.0%	30.0%	26.4%	29.2%	31.2%	35.0%
SG&A	21.1	19.6	21.5	29.4	23.1	24.7	25.7	27.8	75.9	91.6	101.3	117.5
(% of sales)	10.1%	8.8%	9.3%	14.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.8%	10.5%	10.0%	10.0%
Operating profit	41.7	48.9	48.8	23.1	48.5	54.1	56.6	55.5	128.8	162.5	214.7	293.7
Operating profit margin	19.9%	22.0%	21.2%	11.0%	21.0%	21.9%	22.0%	20.0%	16.6%	18.6%	21.2%	25.0%
Y/Y	22.0%	39.1%	31.9%	2.6%	16.3%	10.8%	15.9%	140.4%	3.8%	26.1%	32.2%	36.8%
Q/Q	85.2%	17.2%	-0.1%	-52.7%	110.0%	11.6%	4.5%	-1.8%	-	-	-	-
Income before tax	45.8	55.0	56.4	29.2	54.8	60.6	63.2	62.4	147.8	186.4	241.0	324.7
Tax expense	10.3	6.4	9.9	5.8	11.0	12.1	12.6	12.5	22.9	32.4	48.2	64.9
Net Profit	36.4	49.1	45.3	22.7	42.8	47.3	49.3	48.6	122.7	153.5	188.0	253.3
Net Profit margin	17.4%	22.1%	19.7%	10.8%	18.5%	19.1%	19.2%	17.5%	15.8%	17.6%	18.6%	21.6%
Y/Y	14.6%	34.7%	45.0%	-2.2%	17.5%	-3.7%	8.9%	114.0%	16.5%	25.1%	22.5%	34.7%
Q/Q	56.6%	34.8%	-7.7%	-49.8%	88.1%	10.5%	4.4%	-1.4%	-	-	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터

한솔케미칼 Peer 실적 및 Valuation

표. 한솔케미칼 Peer 실적 및 Valuation

(십억원, 백만달러)	업체명	한솔케미칼	솔브레인	이엔에프테크놀로지	Adeka	Entegris	Air Products	Resonac Holdings	Shin Etsu Chemical	Sumitomo Chemical
	Ticker 시가총액	014680 KS Equity 2,777	357780 KS Equity 2,376	102710 KQ Equity 667	4401 JP Equity 2,911	ENTG US Equity 17,790	APD US Equity 59,550	4004 JP Equity 9,530	4063 JT Equity 71,597	8316 JT Equity 138,434
2023A	Sales	772	844	531	2,983	3,524	12,600	9,191	20,777	42,068
	OP	124	133	24	239	499	2,495	-27	7,384	8,587
	OPM%	16%	16%	4%	8%	14%	20%	0%	36%	20%
	NP	105	130	-17	124	181	2,300	-135	5,239	5,961
	PER	23.4	18.1	-	13.8	72.1	25.4	-	12.3	9.0
	PBR	2.9	2.6	1.0	0.9	5.3	4.4	0.9	2.2	0.6
	ROE	13.1	15.6	-4.7	6.6	5.5	16.8	-3.4	19.7	6.5
	EV/EBITDA	15.4	11.5	8.1	5.4	24.1	17.5	13.2	6.0	-
2024A	Sales	776	863	582	2,769	3,241	12,101	9,193	16,725	60,423
	OP	129	168	59	245	534	4,466	588	4,855	10,154
	OPM%	17%	19%	10%	9%	16%	37%	6%	29%	17%
	NP	123	118	31	159	293	3,828	486	3,602	6,669
	PER	8.8	10.8	7.1	14.3	49.9	24.9	9.9	25.4	12.3
	PBR	1.1	1.3	0.6	1.2	4.1	3.9	1.1	3.1	0.8
	ROE	13.5	12.5	8.2	8.4	8.2	24.4	12.1	12.8	7.0
	EV/EBITDA	7.3	4.3	3.9	6.8	20.2	17.8	7.8	12.5	-
2025F	Sales	889	931	672	2,718	3,186	12,476	8,559	16,154	28,698
	OP	168	139	90	270	674	3,176	316	4,199	13,739
	OPM%	19%	15%	13%	10%	21%	25%	4%	26%	48%
	NP	157	109	60	168	414	2,897	175	3,140	9,850
	PER	17.4	21.7	11.1	16.9	43.2	20.6	50.8	21.6	13.9
	PBR	2.5	2.2	1.5	1.4	4.5	3.5	2.2	2.4	1.4
	ROE	15.2	10.3	14.1	8.7	10.8	17.8	4.0	10.9	10.5
	EV/EBITDA	13.4	11.3	5.7	7.3	24.2	14.2	14.1	11.2	-
2026F	Sales	994	1,074	736	2,829	3,381	13,221	8,754	17,015	30,097
	OP	206	205	107	292	757	3,479	743	4,555	15,578
	OPM%	21%	19%	15%	10%	22%	26%	8%	27%	52%
	NP	182	162	74	182	497	3,106	487	3,372	10,551
	PER	14.9	14.7	9.0	15.3	36.4	19.2	19.2	19.6	12.8
	PBR	2.2	1.9	1.3	1.4	4.1	3.2	2.1	2.3	1.3
	ROE	15.5	13.7	15.1	8.9	11.8	17.4	11.6	12.0	10.6
	EV/EBITDA	11.2	8.5	4.9	6.8	22.2	13.2	10.5	10.2	-
2027F	Sales	1,100	1,170	777	2,927	3,669	14,169	8,475	17,960	31,433
	OP	242	234	120	318	885	3,876	912	5,022	16,824
	OPM%	22%	20%	15%	11%	24%	27%	11%	28%	54%
	NP	211	185	86	199	618	3,407	613	3,705	11,080
	PER	13.1	12.8	7.6	13.8	29.5	17.3	15.3	17.4	12.0
	PBR	1.9	1.7	1.1	1.3	3.7	2.9	1.9	2.2	1.2
	ROE	15.6	14.0	15.6	9.4	13.7	17.5	12.9	12.8	10.7
	EV/EBITDA	10.0	7.5	4.5	6.4	19.4	12.1	9.4	9.3	-

자료: 유안타증권 리서치센터, 2026.01.19 기준

한솔케미칼 목표주가 산정 테이블

표. 한솔케미칼 목표주가 산정 테이블

(원, 배)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Adj BPS_P (Excl. NCI)	4,804	6,238	7,655	10,864	13,089	13,685	9,294	10,823	13,542	16,583	22,343
PBR_P (End)	15.10	12.40	13.80	18.10	23.30	13.60	24.40	9.00	16.80	14.80	11.00
PBR_P (High)	18.20	14.10	14.40	18.40	29.90	22.40	27.50	22.00	18.80	15.60	11.60
PBR_P (Low)	13.90	10.20	9.50	5.90	13.80	12.10	15.50	8.30	6.40	13.40	10.00
PBR_P (Avg)	15.80	12.10	11.20	11.70	20.60	16.00	21.60	15.00	11.90	14.60	10.80
Target PBR											15.63
Target Price										349,296	350,000
Close Price (1/19)											245,500
Upside potential											43%

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: Target PER = 2018~2020년 PER Band 상단 값 적용

한솔케미칼(014680 KS) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	772	776	872	1,013	1,175	
매출원가	567	572	617	697	764	
매출총이익	205	205	254	316	411	
판매비	81	76	92	101	117	
영업이익	124	129	162	215	294	
EBITDA	177	180	215	269	352	
영업외손익	11	19	24	26	31	
외환관련손익	0	4	-2	0	0	
이자손익	-1	0	-1	1	6	
관계기업관련손익	13	20	25	25	25	
기타	-1	-5	2	0	0	
법인세비용차감전순손익	136	148	186	241	325	
법인세비용	27	23	32	48	65	
계속사업순손익	109	125	154	193	260	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	109	125	154	193	260	
지배지분순이익	105	123	154	188	253	
포괄순이익	103	127	156	200	267	
지배지분포괄이익	100	125	156	195	260	

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	144	162	215	306	398	
당기순이익	109	125	154	193	260	
감가상각비	52	49	50	53	56	
외환손익	0	-1	0	0	0	
충족,관계기업관련손익	-13	-20	-25	-25	-25	
자산부채의 증감	-17	-9	-28	-21	1	
기타현금흐름	13	18	63	106	106	
투자활동 현금흐름	-172	-72	-103	-137	-122	
투자자산	-12	3	-2	-34	-22	
유형자산 증가 (CAPEX)	-159	-108	-63	-100	-100	
유형자산 감소	0	0	1	0	0	
기타현금흐름	-1	34	-38	-3	0	
재무활동 현금흐름	-5	-77	-50	-22	-22	
단기차입금	13	50	-18	1	0	
사채 및 장기차입금	19	-72	26	0	0	
자본	0	27	0	0	0	
현금배당	-25	-24	-24	-23	-23	
기타현금흐름	-12	-57	-34	0	0	
연결범위변동 등 기타	0	3	-28	-94	-103	
현금의 증감	-32	17	34	52	151	
기초 현금	99	67	84	118	170	
기말 현금	67	84	118	170	322	
NOPLAT	124	129	162	215	294	
FCF	-15	54	152	206	298	

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	367	348	457	601	810	
현금및현금성자산	67	84	118	170	322	
매출채권 및 기타채권	101	98	108	143	165	
재고자산	124	126	140	185	215	
비유동자산	984	1,117	1,133	1,212	1,276	
유형자산	801	862	859	907	951	
관계기업등 지분관련자산	72	86	95	126	146	
기타투자자산	12	15	15	18	20	
자산총계	1,351	1,465	1,590	1,813	2,086	
유동부채	248	272	266	308	336	
매입채무 및 기타채무	96	89	99	131	152	
단기차입금	19	69	51	51	51	
유동성장기부채	114	86	85	85	85	
비유동부채	162	121	149	152	154	
장기차입금	81	36	35	35	35	
사채	70	70	100	100	100	
부채총계	409	393	415	460	490	
자배지분	846	974	1,078	1,251	1,488	
자본금	57	57	57	57	57	
자본잉여금	33	60	60	60	60	
이익잉여금	811	909	1,039	1,204	1,435	
비지배지분	96	97	97	102	108	
자본총계	941	1,071	1,175	1,352	1,596	
순차입금	152	147	71	9	-148	
총차입금	291	268	276	277	277	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	9,294	10,823	13,542	16,583	22,343	
BPS	77,725	88,053	99,235	115,068	136,909	
EBITDAPS	15,632	15,869	18,964	23,770	31,036	
SPS	68,076	68,491	76,887	89,354	103,651	
DPS	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100	
PER	21.6	15.0	16.8	14.8	11.0	
PBR	2.6	1.8	2.3	2.1	1.8	
EV/EBITDA	14.2	11.6	12.8	10.7	7.8	
PSR	2.9	2.4	3.0	2.7	2.4	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-12.9	0.6	12.3	16.2	16.0	
영업이익 증가율 (%)	-33.3	3.8	26.1	32.2	36.8	
지배순이익 증가율 (%)	-32.1	16.5	25.1	22.5	34.7	
매출총이익률 (%)	26.6	26.4	29.2	31.2	35.0	
영업이익률 (%)	16.1	16.6	18.6	21.2	25.0	
지배순이익률 (%)	13.7	15.8	17.6	18.6	21.6	
EBITDA 마진 (%)	23.0	23.2	24.7	26.6	29.9	
ROIC	10.7	10.6	11.8	15.6	20.0	
ROA	8.1	8.7	10.0	11.0	13.0	
ROE	13.1	13.5	15.0	16.1	18.5	
부채비율 (%)	43.5	36.7	35.3	34.0	30.7	
순차입금/자기자본 (%)	18.0	15.1	6.6	0.7	-10.0	
영업이익/금융비용 (배)	21.4	24.2	20.4	24.6	33.5	



황규원

정유/화학

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

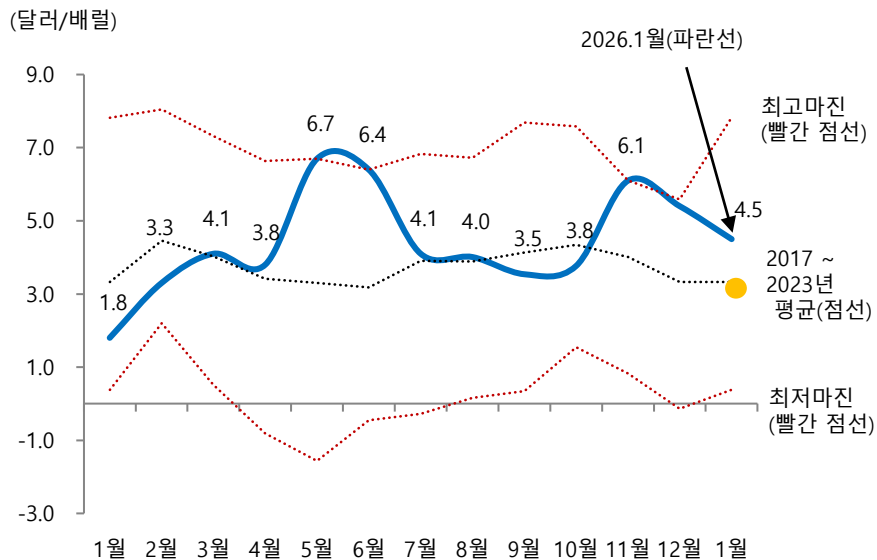
PART 2

대한유화, 금호석유, 그리고 S-Oil

대한유화, 금호석유, 그리고 S-Oil

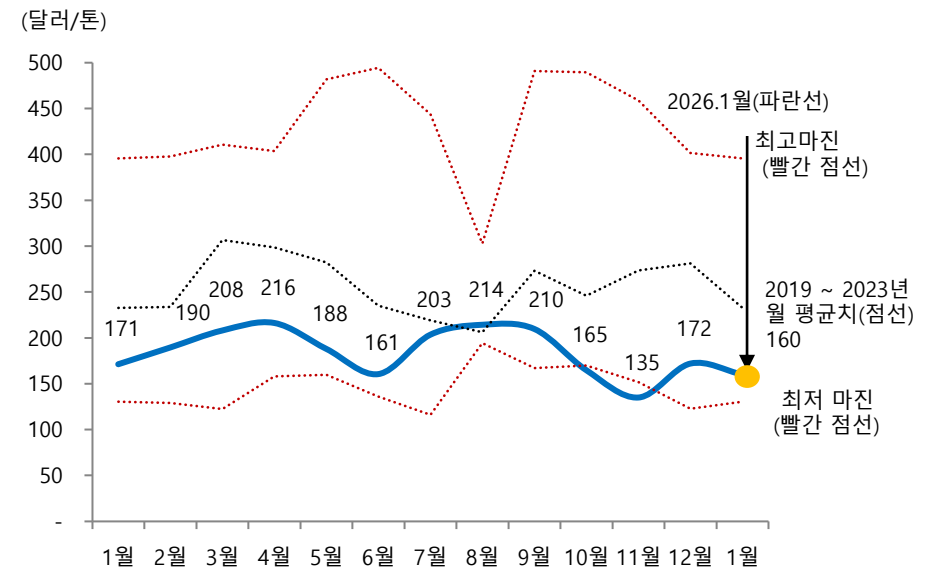
- 2025년 4분기 업황 특징: 정유업황은 호조를 보인 반면, 석화업황은 부진할 것으로 예상됨. 정유업종의 경우, 글로벌 4개 정유사 화재로 공급차질로 복합정제 마진이 4 ~ 5\$/배럴 높아졌음. 다만, ① 국제 원유가격 $\Delta 8\$$ 하락(9월 70\$ → 12월 62\$/배럴) 으로 정제마진 효과를 감소시키게 됨. ② 석화업종의 경우, 미국의 상호관세 여파로 주요 전방업체에서 화학제품 구매를 늦추면서 석화 스프레드가 $\Delta 40\$/\text{톤}$ 하락 했을 뿐만 아니라, 원료인 나프타 가격 하락으로 재고관련 손실에 노출되었음
- 2026년 상반기 예상 업황 특징: 분기와 반대로, 석화업황 개선이 기대되는 반면, 정유업황은 호황에서 평균 수준으로 진정될 것으로 보임
 - ① 정유업종의 경우, 글로벌 트러블 정유설비 정상가동으로 정제 마진이 하락하고 있음. 베네수엘라 이슈로 글로벌 원유 과잉공급 우려가 다시 부각되면서, 국제 유가 하락압력이 높아질 전망이다. ② 석화업종의 경우, 중국의 4월 수출세 환급 폐지를 앞두고 석화제품 수요가 증가하기 시작함. 미국 상호관세 결정이 무효로 결정된다면, 추가적인 수요회복을 기대할 수 있음. 반면, 국제유가 하락 압력으로 나프타 가격은 하향 안정화되고 있음. 1~4월 석화 스프레드 회복 추세가 이어질 것으로 보임
- 2026년 상반기 펀더멘탈 개선 종목: 대한유화(스프레드 호조에 따른 실적 개선), 금호석유(부타디엔 상승에 따른 실적 개선), S-Oil(대형 석화 사후 프로젝트 기대 상승)

정유회사 복합 정제마진(=휘발유/등경유/나프타 - 두바이원유)



자료: 유안타증권 리서치센터

석화 대표제품 에틸렌 스프레드(=에틸렌 - 나프타)



자료: 유안타증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770): 2026년 구조조정 마무리 시기이다

정유/화학



황규원 정유/화학
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

서석준 Research Assistant
seokjun.seo@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	150,000원 (M)
현재주가 (1/19)	106,200원
상승여력	41%

시가총액	180,425억원
총발행주식수	170,301,214주
60일 평균 거래대금	408억원
60일 평균 거래량	347,475주
52주 고	139,200원
52주 저	81,100원
외인지분율	12.77%
주요주주	SK 외 13인 52.09%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	0.4 (8.9) (17.5)
상대	(17.7) (30.4) (57.6)
절대(달러환산)	0.6 (12.2) (18.4)

- **2025년 4분기 Pre-View:** 분기별 예상 매출액 20.2조원, 영업이익 1,574억원(영업이익률 0.8%), 지배주주 순손실 △4,536억원. 영업실적은 전분기 5,735억원 대비 △73% 감소하는 수치로, 부진 예상. ① 복합정제 마진 개선효과가 유가하락 손실을 웃돌면서 정유부문 실적은 3,000억원이 넘는 호조를 보이지만, ② 미국 판매 축소로 배터리 부문에서 4,000억원이 넘는 적자를 기록할 전망이다. ③ 발전소 및 도시가스 사업을 영위하는 SKE&S(주)는 발전소 비수기와 SMP 하락 영향으로 실적 모멘텀이 약해 보임. 부문별 영업이익 추정치는 '정유 3,749억원(전분기 3,050억원), 배터리 △4,330억원(전분기 △1,248억원), 에너지 1,068억원(전분기 2,554억원), 석화/윤활유/자원개발/기타 1,087억원(전분기 1,379억원)' 등
- **2026년 예상 실적:** 예상 매출액 70.6조원, 영업이익 1.5조원(영업이익률 2.1%), 지배주주 순이익 3,284억원. 예상 영업이익은 2024년 3,155억원과 2025년 2,687억원(e)로부터 바닥 탈출을 기대할 수 있음. 미국 배터리 판매 부진으로 배터리 부문은 정체되지만, 글로벌 사이클 회복으로 석화부문과 LNG 도입가격 하락으로 에너지부문 실적 회복을 기대할 수 있음. 부문별 실적 전망은 '정유 3,114억원(전년 2,499억원), 배터리 △8,407억원(전년 △9,235억원), 에너지 9,064억원(전년 6,703억원), 석화/윤활유/자원개발/기타 1조원(전년 2,720억원)'
- **2026년 관전 포인트:** 사업 및 재무 리스크 축소할 수 있을까? ① 2024년부터 시작된 사업구조조정이 2026년 마무리 단계에 진입함. 특히, 2026년 배터리 캐파(2025년말 190GW)를 축소해 투자부담을 줄일 것임. ② 연결 순차입금 35조원에서 30조원 이하로 낮춘다는 계획임. 배터리 다운사이징과 자산매각이 예상됨. 2026년 3 ~ 4월 글로벌 신평사의 신용등급 평정이 중요할 것

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	77,288	74,717	81,188	70,646	76,070
매출액증가율	-1.0	-3.3	8.7	-13.0	7.7
영업이익	1,904	315	269	1,455	2,551
영업이익률	2.5	0.4	0.3	2.1	3.4
지배주주귀속순이익	256	-2,260	-1,563	328	1,036
지배주주 귀속 EPS	2,658	-21,510	-9,924	1,929	6,112
증가율	-83.9	-909.3	-53.9	-119.4	216.8
PER	61.5	-5.3	-11.1	54.6	17.2
PBR	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	12.4	23.5	22.6	14.4	11.9
ROA	0.3	-2.4	-1.4	0.3	1.0
ROE	1.2	-9.6	-6.3	1.3	4.1

자료: 유안타증권 리서치센터

SK이노베이션 실적 전망

SK이노베이션 분기별 실적 추정 전망

		2025				2026				연간실적																
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E				
생산 Capa																										
석유정제	(만배럴/일)	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5					
석유화학 PX	(만톤)	83	83	83	83	83	83	83	83	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330					
자원개발 원유등가물 생산량	(만배럴/일)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.2	6.0	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.6	6.0	6.0	6.0					
운활기유	(만배럴/일)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	6.7	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1					
중대형전지	(GW)	38.4	47.7	47.7	45.9	45.9	36.7	45.9	45.9	0.8	0.9	1.0	2.9	4.7	17.8	56.7	81.7	90.7	113	180	174	184				
		중국 33GW 미국 센터키 37GW		중국 7GW완착배지		센터키 37GW완착배지		현대차 JV 37GW																		
분리막	(억㎡)	3.9	3.9	3.9	4.7	4.7	4.7	4.7	6.9	2.1	2.1	2.1	3.2	4.8	6.1	12.0	15.4	15.4	15.4	16.3	21.0	28.5				
				플란드 3.4억				플란드 4.3억												플란드 3.4억		플란드 4.3억		플란드 4.3억		
LNG발전소	(GW/h)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0																	
사업부문별 가격 및 스프레드																										
싱가폴정제 마진(Datastream)	\$/배럴	3.1	5.5	3.9	5.1	5.0	3.9	3.6	4.6	7.6	6.1	7.1	5.9	3.7	0.4	3.5	10.8	6.7	4.9	4.4	4.3	4.1				
석화마진(주력제품 가중평균 스팟마진)	\$/톤	229	237	227	227	284	341	345	305	335	389	398	398	377	223	270	294	329	291	230	319	297				
운활기유 마진(운활유-50%*B/C-0.5*등유)	\$/배럴	37	43	48	48	47	45	46	46	29	38	40	35	40	36	63	59	65	45	44	46	45				
매출액																										
정유사업	억원	211,466	193,066	205,332	202,019	191,023	166,588	172,108	176,742	483,563	395,205	461,627	542,165	498,765	345,499	468,534	780,569	772,885	747,170	811,883	706,461	763,487				
석화사업	억원	119,181	111,187	124,421	123,014	106,403	93,173	94,714	98,140	352,997	283,698	333,368	391,935	358,168	226,380	295,971	525,817	475,496	498,399	477,803	392,430	412,587				
운활유사업	억원	24,770	22,686	24,152	24,007	24,434	22,564	23,934	22,240	92,880	76,865	93,392	106,844	95,424	70,541	95,433	110,269	107,442	103,517	95,615	93,172	92,767				
E&P	억원	9,722	8,988	9,805	9,144	8,703	8,081	8,154	8,295	26,188	25,358	30,474	32,661	31,583	23,713	33,512	49,815	46,928	42,354	37,609	33,233	36,181				
배터리사업	억원	3,792	3,417	3,200	2,940	2,641	2,425	2,355	2,382	6,286	5,305	6,358	7,550	6,687	4,448	8,817	15,255	11,262	14,767	13,349	9,803	10,031				
SK E&S(발전소/도시가스)	억원	16,054	21,077	18,079	16,910	16,869	18,330	22,407	22,040			1,457	3,482	6,903	16,102	30,398	76,177	128,972	62,485	72,120	79,646	103,498				
		37,521	25,453	25,278	25,612	31,516	21,635	19,927	23,028														23,734	111,022	96,106	101,563
영업이익																										
원유재고평가前 영업이익(E)	억원	-446	-4,176	5,735	1,574	1,566	2,313	6,099	4,576	19,796	32,283	32,218	21,032	12,693	-24,203	17,417	39,173	19,039	3,155	2,687	14,554	24,708				
정유사업	억원	-666	-1,176	5,784	3,774	4,566	3,313	6,499	4,376	26,096	28,481	30,144	20,476	11,401	-16,434	6,729	24,304	17,558	4,271	7,716	18,754	25,508				
석화사업	억원	363	-4,663	3,050	3,749	-40	-547	586	3,115	12,845	19,393	15,021	7,132	4,503	-22,228	11,616	33,911	8,107	4,611	2,499	3,114	7,866				
운활유사업	억원	-1,143	-1,186	-368	-958	335	1,673	2,014	851	4,310	9,187	13,772	11,175	7,056	-1,212	1,616	1,271	5,165	1,253	-3,655	4,873	3,991				
E&P사업	억원	1,214	1,346	1,706	1,420	1,151	1,372	1,458	1,663	2,947	4,685	5,049	4,607	3,058	2,622	9,609	10,532	9,978	6,867	5,686	5,644	5,797				
배터리사업(미국 IRA 보조금 반영후)	억원	1,204	1,090	893	1,040	963	973	995	1,073	620	1,052	1,884	2,538	1,961	1,437	3,286	6,415	3,682	5,734	4,227	4,004	4,166				
SK E&S(발전소/도시가스)	억원	-2,993	-664	-1,248	-4,330	-2,850	-2,023	-1,136	-2,398			-2,321	-3,175	-3,091	-4,265	-6,827	-9,912	-5,809	-10,787	-9,235	-8,407	-4,471				
		1,931	1,150	2,554	1,068	2,925	1,946	3,254	939														1,142	6,703	9,064	9,643
영업이익률																										
원유재고평가前 영업이익률	%	-0.2%	-2.2%	2.8%	0.8%	0.8%	1.4%	3.5%	2.6%	4.1%	8.2%	7.0%	3.9%	2.5%	-7.0%	3.7%	5.0%	2.5%	0.4%	0.3%	2.1%	3.2%				
정유사업	%	0.3%	-4.2%	2.5%	3.0%	0.0%	-0.6%	0.6%	3.2%	3.6%	6.8%	4.5%	1.8%	1.3%	-9.8%	3.9%	6.4%	1.7%	0.9%	0.5%	0.8%	1.9%				
석화사업	%	-4.6%	-5.2%	-1.5%	-4.0%	1.4%	7.4%	8.4%	3.8%	4.6%	12.0%	14.7%	10.5%	7.4%	-1.7%	1.7%	1.2%	4.8%	1.2%	-3.8%	5.2%	4.3%				
운활유사업	%	12.5%	15.1%	17.4%	15.5%	13.2%	17.0%	17.9%	20.0%	11.3%	18.5%	16.6%	14.1%	9.7%	11.1%	28.7%	21.1%	21.3%	16.2%	15.1%	17.0%	16.0%				
E&P사업	%	31.8%	31.9%	27.9%	35.4%	36.5%	40.1%	42.3%	45.0%	9.9%	19.8%	29.6%	33.6%	29.3%	32.3%	37.3%	42.1%	32.7%	38.8%	31.7%	40.8%	41.5%				
배터리사업(미국 IRA 보조금 반영후)	%	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-25.6%	-16.9%	-11.0%	-5.1%	-10.9%			-159.3%	-91.2%	-44.8%	-26.5%	-22.5%	-13.0%	-4.5%	-17.3%	-12.8%	-10.6%	-4.3%				
SK E&S(발전소/도시가스)	%	5.1%	4.5%	10.1%	4.2%	9.3%	9.0%	16.3%	4.1%														4.8%	6.0%	9.4%	9.5%
순이자손익																										
순차입금	조원	33.3	33.3	35.8	35.5	35.6	29.8	29.9	30.0	3.3	0.8	1.2	3.4	6.7	8.8	8.6	14.6	15.8	28.5	35.5	30.0	28.7				
지배주주 순이익																										
	억원	-2,290	-7,722	-1,079	-4,536	-910	21	2,687	1,486	8,150	16,713	21,038	16,511	-357	-21,728	2,921	15,690	2,563	-22,600	-15,627	3,284	10,355				

자료: 유안타증권 리서치센터

SK이노베이션(096770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	77,288	74,717	81,188	70,646	76,070	
매출원가	72,274	70,678	77,176	65,452	69,479	
매출총이익	5,014	4,039	4,012	5,194	6,591	
판매비	3,727	4,016	4,360	3,739	4,039	
영업이익	1,904	315	269	1,455	2,551	
EBITDA	3,317	2,478	2,890	4,736	5,778	
영업외손익	-972	-2,695	-2,325	-1,047	-1,143	
외환관련손익	-102	-374	280	7	65	
이자손익	-749	-1,100	-1,256	-1,234	-1,180	
관계기업관련손익	133	-430	-8	23	60	
기타	-254	-792	-1,341	156	-89	
법인세비용차감전순손익	932	-2,380	-2,057	408	1,408	
법인세비용	377	-7	-402	97	337	
계속사업순손익	555	-2,372	-1,655	311	1,071	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	555	-2,372	-1,655	311	1,071	
지배지분순이익	256	-2,260	-1,563	328	1,036	
포괄순이익	654	1,016	-2,605	311	1,071	
지배지분포괄이익	366	12	-2,331	328	1,036	

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	5,368	2,233	3,357	2,974	2,410	
당기순이익	555	-2,372	-1,655	311	1,071	
감가상각비	1,821	2,125	2,878	2,954	2,943	
외환손익	-195	262	-93	-7	-65	
충족, 관계기업관련손익	-139	282	8	-23	-60	
자산부채의 증감	3,766	1,674	1,330	262	-945	
기타현금흐름	-441	262	890	-523	-535	
투자활동 현금흐름	-11,244	-7,295	-5,765	-5,935	-4,470	
투자자산	-1,137	-160	-18	57	-35	
유형자산 증가 (CAPEX)	-11,238	-10,028	-6,000	-6,000	-4,500	
유형자산 감소	21	72	53	0	0	
기타현금흐름	1,110	2,820	200	7	65	
재무활동 현금흐름	9,490	7,327	1,670	-995	-485	
단기차입금	606	4,004	-4,972	-73	201	
사채 및 장기차입금	3,094	12,801	5,591	-213	0	
자본	2,239	2,628	2,323	0	0	
현금배당	-314	-314	-598	-334	-334	
기타현금흐름	3,865	-11,792	-674	-375	-353	
연결범위변동 등 기타	-19	526	-166	63	2,000	
현금의 증감	3,595	2,791	-905	-3,894	-546	
기초 현금	9,479	13,074	15,865	14,961	11,067	
기말 현금	13,074	15,865	14,961	11,067	10,521	
NOPLAT	1,904	315	269	1,455	2,551	
FCF	-5,870	-7,795	-2,643	-3,026	-2,090	

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	33,280	36,318	37,000	30,291	32,088	
현금및현금성자산	13,074	15,865	14,961	11,067	10,521	
매출채권 및 기타채권	7,819	8,567	8,849	7,847	9,135	
채고자산	11,123	10,336	11,524	9,710	10,765	
비유동자산	47,556	74,212	74,029	76,691	78,000	
유형자산	35,843	56,720	57,134	60,180	61,737	
관계기업등 지분관련자산	6,049	8,818	8,456	8,456	8,456	
기타투자자산	681	1,649	1,575	1,517	1,553	
자산총계	80,836	110,530	111,030	106,981	110,088	
유동부채	29,399	37,726	37,269	35,839	35,783	
매입채무 및 기타채무	17,320	18,689	19,678	16,504	18,323	
단기차입금	8,185	12,051	7,073	7,020	7,209	
유동성장기부채	3,435	6,050	9,545	11,463	9,324	
비유동부채	21,416	33,156	35,398	32,803	35,227	
장기차입금	15,398	7,711	18,985	18,685	18,664	
사채	10,004	11,634	9,856	8,024	10,183	
부채총계	50,816	70,881	72,667	68,641	71,011	
자배지분	22,203	24,641	24,881	24,875	25,577	
자본금	510	786	876	876	876	
자본잉여금	10,396	12,747	14,979	14,979	14,979	
이익잉여금	11,253	8,231	6,304	6,299	7,001	
비지배지분	7,817	15,007	13,482	13,465	13,500	
자본총계	30,020	39,649	38,363	38,340	39,078	
순차입금	17,524	31,533	33,146	36,753	37,501	
총차입금	31,050	47,855	48,473	48,187	48,389	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	2,658	-21,510	-9,924	1,929	6,112	
BPS	230,495	165,656	149,194	149,163	153,372	
EBITDAPS	33,961	23,282	18,185	27,812	33,925	
SPS	791,369	702,099	510,804	414,830	446,678	
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000	
PER	61.5	-5.3	-11.1	54.6	17.2	
PBR	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	
EV/EBITDA	12.4	23.5	22.6	14.4	11.9	
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-1.0	-3.3	8.7	-13.0	7.7	
영업이익 증가율 (%)	-51.4	-83.4	-14.8	441.6	75.3	
지배순이익 증가율 (%)	-83.7	적전	적지	흑전	215.4	
매출총이익률 (%)	6.5	5.4	4.9	7.4	8.7	
영업이익률 (%)	2.5	0.4	0.3	2.1	3.4	
지배순이익률 (%)	0.3	-3.0	-1.9	0.5	1.4	
EBITDA 마진 (%)	4.3	3.3	3.6	6.7	7.6	
ROIC	3.1	0.6	0.0	1.6	3.1	
ROA	0.3	-2.4	-1.4	0.3	1.0	
ROE	1.2	-9.6	-6.3	1.3	4.1	
부채비율 (%)	169.3	178.8	189.4	179.0	181.7	
순차입금/자기자본 (%)	78.9	128.0	133.2	147.7	146.6	
영업이익/금융비용 (배)	1.7	0.2	0.2	1.0	1.8	

S-Oil (010950): 2026년 사한 프로젝트 가치가 높아진다

정유/화학



황규원 정유/화학
kyuwon.hwang@yuantakorea.com
서석준 Research Assistant
seokjun.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	110,000원 (U)
현재주가 (1/19)	90,100원
상승여력	22%

시가총액	103,460억원
총발행주식수	116,604,719주
60일 평균 거래대금	294억원
60일 평균 거래량	358,794주
52주 고	91,800원
52주 저	50,400원
외인지분율	77.22%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 5인 63.43%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	10.6 38.0 38.0
상대	(9.4) 5.5 (29.0)
절대(달러환산)	10.7 33.1 36.5

- **2025년 4분기 Pre-View:** 분기 예상 매출액 8.5조원, 영업이익 3,357억원(영업이익률 3.9%), 지배주주 순이익 1,041억원. 영업실적은 전분기 2,292억원 대비 46% 증가하는 수치로, 호조 예상. 복합정제 마진 개선(3분기 4.4\$ → 4분기 8.9\$/배럴) 효과가 유가하락 하락(3분기 70\$ → 4분기 64\$/배럴)에 따른 재고 손실 △2,200억원을 웃돌면서, 정유부문 실적이 호조를 보이기 때문. 부문별 영업이익 추정치는 '정유 1,982억원(전분기 1,155억원), 석화 △236억원(전분기 △199억원), 윤활유 1,611억원(전분기 1,336억원)' 등
- **2026년 예상 실적:** 예상 매출액 27.9조원, 영업이익 8,717억원(영업이익률 3.1%), 지배주주 순이익 4,204억원. 예상 영업이익은 2024년 4,222억원과 2025년 1,994억원(e)로 감익 추세로부터 탈출에 성공할 것으로 기대할 수 있음. 정유부문과 미국 배터리 판매 부진으로 배터리 부문은 정체되지만, 사이클 회복으로 석화부문과 LNG 도입가격 하락으로 에너지부문 실적 회복을 기대할 수 있음. 부문별 실적 전망은 '정유 2,238억원(전년 △1,848억원), 석화 1,348억원(전년 △1,529억원), 윤활유 5,131억원(전년 5,362억원)' 등
- **2026년 관전 포인트:** 사한 프로젝트가 기업가치를 얼마나 높일까? ① Oil to Chemical 설비(원유에서 직접 석화제품 추출)인 사한 프로젝트는 2026년 중반 기계적 완공 후, 4분기부터 일부 양산을 시작할 계획임. 에틸렌 180만톤 설비로, 한국 전체 캐파에서 15%에 해당함. S-Oil(주)을 단순한 정유업체에서 한국내 정유-석화 수직 계열화 대표 기업으로 변화시키는 계기가 될 것임. ② 사업가치 범위는 2.7조원(부진시황) ~ 5.4조원(과거 평균 시황)으로 평가됨. 참고로, 석화 평균 업황을 반영할 경우, 매출액 3.9조원과 영업이익 3,579억원 등임. ③ 2026년 글로벌 석화 폐쇄 사이클 진입으로 업황 회복을 기대감이 높아지고 있어, S-Oil(주) 전사 적정주가를 11만원(기존 9.5만원)으로 높여 잡음

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	35,727	36,637	33,976	27,897	32,974
매출액증가율	-15.8	2.5	-7.3	-17.9	18.2
영업이익	1,355	422	199	872	1,675
영업이익률	3.8	1.2	0.6	3.1	5.1
지배주주귀속순이익	949	-193	56	420	1,119
지배주주 귀속 EPS	8,369	-1,720	496	3,716	9,835
증가율	-54.8	-120.6	-128.8	649.2	164.7
PER	9.0	-38.6	169.1	24.1	9.1
PBR	1.0	0.9	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.0	11.6	15.9	10.2	5.6
ROA	4.6	-0.8	0.2	1.6	4.2
ROE	10.8	-2.2	0.6	4.7	11.5

자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil 실적 전망

S-Oil 분기별 실적 추정 전망

		2025				2026				연간실적													
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
생산 Capa																							
상업정제설비	(만배럴/일)	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	
고도화정제설비(FCC+HOU)	(만배럴/일)	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	14.9	14.9	14.9	20.6	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	
Ethylene	(만톤)								45.0													180.0	
HDPE/LDPE	(만톤)								33.0													132.0	
부타디엔	(만톤)								5.0													20.0	
PX	(만톤)	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	
벤젠	(만톤)	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	20.5	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	61.0	82.0	
프로필렌	(만톤)	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	39.9	22.6	22.6	22.6	67.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	101.9	159.6	
PP	(만톤)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0				20.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	
PO	(만톤)	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5				15.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	
윤활기유	(만배럴/일)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	
사업부문별 스프레드																							
싱가폴정제마진(S-Oil(취기준))	\$/bbl	1.4	4.4	4.4	8.9	6.4	5.1	4.6	5.9	5.4	3.9	4.7	2.4	1.3	-1.4	-0.7	10.3	5.1	2.0	4.8	5.5	5.2	
사우디OSP(50%경질유+50%*중질유)	\$/bbl	1.8	1.9	2.0	1.4	0.0	0.5	0.5	0.5	-1.5	-1.1	-0.4	0.8	1.4	-0.6	1.3	5.3	2.5	1.7	1.8	0.4	1.0	
OSP반영후 싱가포르정제마진	\$/bbl	-0.4	2.5	2.4	7.5	6.4	4.6	4.1	5.4	6.9	5.0	5.1	1.6	-0.1	-0.8	-2.0	5.0	2.6	0.3	3.0	5.1	4.2	
석화마진	\$/MT	242	272	262	260	302	343	348	302	289	336	335	428	384	323	332	316	339	286	259	324	321	
윤활기유 마진	\$/bbl	37	43	48	48	25	26	26	44	29	38	39	47	40	35	63	59	66	46	44	31	43	
매출액		억원	89,905	80,485	84,154	85,211	74,590	67,990	66,889	69,505	178,903	163,218	208,914	254,633	243,942	168,297	274,639	424,460	357,267	366,370	339,755	278,974	329,741
정유부문	억원	70,720	62,599	66,943	68,184	57,906	51,474	51,598	54,422	140,542	124,642	164,124	201,265	190,030	126,351	201,907	340,049	282,570	288,044	268,446	215,400	226,864	
석화부문	억원	11,280	10,337	10,163	9,344	9,480	9,234	8,668	8,493	24,963	25,440	28,641	37,014	38,752	28,621	46,573	50,255	43,848	47,029	41,124	35,875	74,188	
윤활기유부문	억원	7,904	7,549	7,047	7,684	7,204	7,282	6,623	6,589	13,398	13,136	16,149	16,354	15,160	13,325	26,158	34,155	30,849	31,297	30,184	27,698	28,689	
영업이익		억원	-215	-3,440	2,292	3,357	1,726	155	2,741	4,095	8,176	16,169	13,733	6,396	4,201	-10,991	21,409	34,052	13,546	4,222	1,994	8,717	16,752
원유재고평가前 영업이익(E)			-337	-1,607	2,340	5,757	3,926	1,155	2,941	3,695	11,476	14,666	13,183	8,196	2,291	-4,071	15,441	30,791	14,552	5,618	6,153	11,717	15,752
정유부문	억원		-568	-4,411	1,155	1,982	290	-1,465	923	2,490	2,278	6,991	6,273	224	-474	-17,042	9,082	23,443	3,535	-2,698	-1,842	2,238	5,231
석화부문	억원		-745	-349	-199	-236	-14	362	501	499	2,783	5,059	3,258	3,580	2,517	1,796	2,438	-498	1,906	1,273	-1,529	1,348	6,655
윤활기유부문	억원		1,097	1,318	1,336	1,611	1,450	1,258	1,317	1,106	3,111	4,120	4,203	2,591	2,158	4,253	9,890	11,107	8,105	5,682	5,362	5,131	4,866
영업이익률		%	-0.2%	-4.3%	2.7%	3.9%	2.3%	0.2%	4.1%	5.9%	4.6%	9.9%	6.6%	2.5%	1.7%	-6.5%	7.8%	8.0%	3.8%	1.2%	0.6%	3.1%	5.1%
원유재고평가前 영업이익(E)	%		-0.4%	-2.0%	2.8%	6.8%	5.3%	1.7%	4.4%	5.3%	6.4%	9.0%	6.3%	3.2%	0.9%	-2.4%	5.6%	7.3%	4.1%	1.5%	1.8%	4.2%	4.8%
정유부문	%		-0.8%	-7.0%	1.7%	2.9%	0.5%	-2.8%	1.8%	4.6%	1.6%	5.6%	3.8%	0.1%	-0.2%	-13.5%	4.5%	6.9%	1.3%	-0.9%	-0.7%	1.0%	2.3%
석화부문	%		-6.6%	-3.4%	-2.0%	-2.5%	-0.1%	3.9%	5.8%	5.9%	11.1%	19.9%	11.4%	9.7%	6.5%	6.3%	5.2%	-1.0%	4.3%	2.7%	-3.7%	3.8%	9.0%
윤활기유부문	%		13.9%	17.5%	19.0%	21.0%	20.1%	17.3%	19.9%	16.8%	23.2%	31.4%	26.0%	15.8%	14.2%	31.9%	37.8%	32.5%	26.3%	18.2%	17.8%	18.5%	17.0%
외환손익		억원	117	3,071	-902	-1,203	-208	348	-338	338	-1,476	-492	2,747	-1,779	-1,220	619	-2,633	-965	-965	-5,413	1,083	140	1,200
지배주주 순이익		억원	-446	-668	632	1,041	518	-241	1,191	2,736	18,700	12,548	8,463	2,580	654	-7,961	13,785	21,044	9,488	-1,930	559	4,204	11,189

자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil(010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	35,727	36,637	33,976	27,897	32,974	
매출원가	33,621	35,411	33,035	26,379	30,155	
매출총이익	2,106	1,226	941	1,518	2,819	
판매비	751	804	742	646	1,144	
영업이익	1,355	422	199	872	1,675	
EBITDA	2,074	1,174	1,003	1,724	2,886	
영업외손익	-223	-755	-154	-317	-200	
외환관련손익	-60	-593	-120	14	120	
이자손익	-181	-229	-80	-336	-324	
관계기업관련손익	2	6	5	5	4	
기타	15	62	41	0	0	
법인세비용차감전순손익	1,132	-333	45	555	1,476	
법인세비용	183	-139	-11	134	357	
계속사업순손익	949	-193	56	420	1,119	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	949	-193	56	420	1,119	
지배자분순이익	949	-193	56	420	1,119	
포괄순이익	927	-153	54	420	1,119	
지배자분포괄이익	927	-153	54	420	1,119	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	2,526	1,468	2,037	1,031	1,813	
당기순이익	949	-193	56	420	1,119	
감가상각비	711	741	787	835	1,196	
외환손익	-90	397	204	-14	-120	
중속, 관계기업관련손익	-2	-6	-5	-5	-4	
자산부채의 증감	1,473	829	1,278	114	-69	
기타현금흐름	-515	-300	-283	-319	-309	
투자활동 현금흐름	-2,066	-3,027	-3,659	-2,050	-718	
투자자산	137	3	3	11	-8	
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,186	-3,042	-3,542	-2,117	-830	
유형자산 감소	20	3	0	0	0	
기타현금흐름	-37	8	-120	56	120	
재무활동 현금흐름	193	1,539	582	540	-1,138	
단기차입금	189	1,204	-479	-160	-145	
사채 및 장기차입금	430	963	759	700	-879	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-373	-189	0	0	-115	
기타현금흐름	-53	-439	301	0	0	
연결범위변동 등 기타	0	3	981	113	503	
현금의 증감	653	-17	-60	-366	459	
기초 현금	1,310	1,963	1,946	1,886	1,520	
기말 현금	1,963	1,946	1,886	1,520	1,979	
NOPLAT	1,355	422	248	872	1,675	
FCF	340	-1,574	-1,505	-1,086	983	

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 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	9,648	10,048	8,975	7,362	8,779	
현금및현금성자산	1,963	1,946	1,886	1,520	1,979	
매출채권 및 기타채권	2,990	3,479	2,645	2,248	2,579	
채고자산	4,639	4,493	4,357	3,535	4,163	
비유동자산	11,928	14,403	17,449	18,703	18,330	
유형자산	11,152	13,582	16,539	17,821	17,455	
관계기업등 지분관련자산	41	43	41	41	41	
기타투자자산	127	160	59	48	56	
자산총계	21,576	24,451	26,424	26,065	27,109	
유동부채	9,255	11,657	12,190	10,942	12,654	
매입채무 및 기타채무	6,074	7,410	7,774	6,476	7,523	
단기차입금	2,142	3,355	2,879	2,728	2,576	
유동성장기부채	640	660	351	560	1,371	
비유동부채	3,284	4,099	5,452	5,920	4,248	
장기차입금	700	1,316	1,405	1,405	1,055	
사채	2,137	2,475	3,595	4,085	2,745	
부채총계	12,539	15,756	17,642	16,862	16,902	
자배지분	9,038	8,696	8,782	9,203	10,207	
자본금	292	292	292	292	292	
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332	
이익잉여금	7,380	7,030	7,086	7,507	8,511	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	9,038	8,696	8,782	9,203	10,207	
순차입금	3,839	6,001	6,358	7,306	5,823	
총차입금	5,838	8,005	8,286	8,826	7,802	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	8,369	-1,720	496	3,716	9,835	
BPS	77,629	74,692	75,436	79,046	87,673	
EBITDAPS	17,784	10,069	8,599	14,781	24,752	
SPS	306,391	314,199	291,374	239,248	282,785	
DPS	1,700	125	0	500	3,500	
PER	9.0	-38.6	169.1	24.1	9.1	
PBR	1.0	0.9	1.1	1.1	1.0	
EV/EBITDA	6.0	11.6	15.9	10.2	5.6	
PSR	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-15.8	2.5	-7.3	-17.9	18.2	
영업이익 증가율 (%)	-60.2	-68.8	-52.8	337.1	92.2	
지배순이익 증가율 (%)	-54.9	적전	흑전	652.1	166.2	
매출총이익률 (%)	5.9	3.3	2.8	5.4	8.5	
영업이익률 (%)	3.8	1.2	0.6	3.1	5.1	
지배순이익률 (%)	2.7	-0.5	0.2	1.5	3.4	
EBITDA 마진 (%)	5.8	3.2	3.0	6.2	8.8	
ROIC	9.3	1.8	1.7	4.1	8.1	
ROA	4.6	-0.8	0.2	1.6	4.2	
ROE	10.8	-2.2	0.6	4.7	11.5	
부채비율 (%)	138.7	181.2	200.9	183.2	165.6	
순차입금/자기자본 (%)	42.5	69.0	72.4	79.4	57.1	
영업이익/금융비용 (배)	5.7	1.5	2.5	2.6	5.2	

LG화학 (051910): 2026년 하반기 배터리 체인 회복을 기다려야 한다

정유/화학



황규원 정유/화학
kyuwon.hwang@yuantakorea.com
서석준 Research Assistant
seokjun.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	500,000원 (M)
현재주가 (1/19)	337,500원
상승여력	48%

시가총액	251,136억원		
총발행주식수	78,281,143주		
60일 평균 거래대금	1,192억원		
60일 평균 거래량	318,773주		
52주 고	419,500원		
52주 저	182,400원		
외인지분율	34.90%		
주요주주	LG 외 1인 34.98%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.3)	(0.4)	38.6
상대	(18.3)	(23.9)	(28.7)
절대(달러환산)	(0.1)	(4.0)	37.2

- **2025년 4분기 Pre-View:** 분기 예상 매출액 10.5조원, 영업손실 △2,047억원(영업손실률 △1.9%), 지배주주 순손실 △3,529억원. 전사업부 약세로, 영업실적은 전분기 6,797억원에서 적자 전환하는 수치임. 기초소재는 미국 상호관세 영향으로 석화 스프레드 약세에 노출되었음. 배터리 부문 ESS용 판매량을 늘었지만 설비 확장에 따른 고정비 부담 증가로, 적자로 전환됨. 첨단소재는 전기차 배터리용 양극재 판매 부진이 이어짐. 부문별 영업이익 추정치는 '기초소재 △760억원(전분기 290억원), 첨단소재 △170억원(전분기 70억원), 배터리 △1,220억원(전분기 △165억원), 기타 103억원(전분기 424억원)' 등
- **2026년 예상 실적:** 예상 매출액 44.0조원, 영업이익 1.7조원(영업이익률 3.9%), 지배주주 순이익 2,386억원. 예상 영업이익은 전년 1.4조원에서 25% 정도 회복되는 수치임. 배터리 부진 속에 석유화학 기초소재 부문 사이클 회복을 반영한 결과임. ① 기초소재의 경우, 글로벌 석화 폐쇄 사이클과 유가하락으로 흑자 전환이 기대되는 반면, ② 배터리의 경우, 미국 전기차용 판매 부진과 신규증설(현대(주) JV 40GW, 애리조나 35GW)에 따른 고정비 부담 등으로 감익이 예상됨. 부문별 영업이익 추정치는 '기초소재 5,871억원(전년 △1,930억원), 배터리 1.0조원(전년 1.3조원), 첨단소재 1,355억원(전년 1,880억원), 기타 △33억원(전년 483억원)' 등
- **2026년 관전 포인트:** 석화 빠기와 양극재 플러스 중에 누가 클 것인가? ① 2026년 NCC(나프타 분해설비)와 범용 소재를 JV 형태로 전환할 가능성이 높은데, 구조조정 후 사업가치 축소를 다시 계산해 봐야 함. ② 양극재 부문의 경우, 기존 전기차용 NCM(니켈/코발트/망간) 양극재 생산 캐파 증가 이외에 LFP(리튬/철/인산)이나 나트륨(Sodium Battery) 양극재 등으로, 제품 범위를 언제쯤 확장할 것인지가 중요

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	55,250	48,916	45,242	44,058	52,092
매출액증가율	8.4	-11.5	-7.5	-2.6	18.2
영업이익	2,529	917	1,389	1,737	2,881
영업이익률	4.6	1.9	3.1	3.9	5.5
지배주주귀속순이익	1,338	-691	-775	239	960
지배주주 귀속 EPS	18,565	-9,901	-11,099	3,102	13,315
증가율	-25.9	-153.3	12.1	-127.9	329.2
PER	33.7	-36.7	-31.9	107.5	25.0
PBR	1.5	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	11.8	15.2	13.2	10.0	8.5
ROA	1.8	-0.8	-0.8	0.3	1.0
ROE	4.2	-2.1	-2.4	0.7	2.9

자료: 유안타증권 리서치센터

LG화학 실적 전망

LG화학 분기별 실적 추정 전망

	2025				2026				연간실적											
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
생산capa																				
에틸렌 (만톤)	83.8	83.8	83.8	83.8	83.8	83.8	83.8	83.8	226.0	226.0	226.0	243.3	249.0	313.5	335.0	335.0	335.0	335.0	335.0	335.0
PVC (만톤)	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	122.0	122.0	122.0	122.0	122.0	122.0	122.0	128.0	116.0	112.0	112.0	112.0
PE/EVA/POE (만톤)	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8	126.3	141.3	141.3	160.0	165.0	183.0	189.0	191.5	199.0	199.0	199.0	199.0
ABS (만톤)	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	135.2	173.0	185.0	229.0	229.0	229.0	229.0	229.0	231.8	234.5	234.5	234.5
BR/SBR (만톤)	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5
가성소다 (만톤)	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5	78.5	83.0	84.5	84.5	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0
SAP (만톤)	12.5	12.5	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3	37.4	45.4	45.4	49.6	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	45.5	41.0	41.0
NB-Latex (만톤)	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	33.8	39.0	45.0	57.4	55.5	55.5	55.5
중대형 2차전지 (Gwh)	130.4	130.4	134.6	134.6	144.6	144.6	153.4	153.4	9.5	11.5	22.0	42.0	107.0	148.3	177.0	303.5	373.0	530.0	596.0	663.5
양극재 (만톤)	3.5	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	4.0	1.0	1.0	2.0	3.0	4.0	8.0	8.8	12.0	14.0	14.8	15.3	16.0
홀란드 17GW(LFP) 양극재 구미 1만톤 배터리 혼다 40GW 양극재 미국 1만톤 메리조나 35GW 2027년 랜싱 50GW 2027년 미국 1만톤																				
석화부문 스프레드(시차 반영)																				
석화부문 스프레드(스팟) \$/톤	484	488	482	426	495	536	569	563	695	855	771	585	707	1,071	603	438	467	500	541	764
나프타 원료조달 시차 \$/톤	481	518	474	446	509	548	572	557	705	866	781	595	718	1,040	602	443	476	585	546	758
	-3	30	-8	20	14	12	3	-6	87	5	11	-9	11	-31	12	5	9	11	6	-6
양극재 스프레드																				
양극재 스프레드(스팟) \$/톤	15,966	15,648	14,731	14,414	14,777	14,235	14,658	14,892		12,126	32,280	20,146	15,226	15,287	27,319	32,937	19,334	15,919	15,603	15,196
양극재 원료조달 시차 \$/톤	15,924	15,370	14,834	14,288	13,826	14,411	14,523	14,582		11,647	32,866	21,027	15,394	14,775	26,843	33,684	19,568	15,805	15,469	15,031
	-43	-278	103	-126	-951	176	-135	-310		-1,915	586	881	168	-512	-475	747	234	-114	-134	-165
배터리 스프레드																				
배터리 스프레드(스팟) \$/톤	19,088	16,006	18,154	14,595	18,221	20,485	21,237	22,522		17,121	8,679	20,157	22,417	15,945	14,018	14,901	21,925	19,560	19,620	19,472
배터리 원료조달 시차 \$/톤	19,177	16,048	18,298	14,780	18,022	20,451	21,180	22,422		16,245	8,133	21,213	22,603	15,741	13,294	15,237	22,400	19,660	19,687	19,528
	89	42	144	186	-199	-35	-57	-101		-1,168	-546	1,056	186	-203	-725	336	476	100	68	56
매출액																				
기초소재 억원	121,710	113,678	111,962	105,065	103,842	106,463	112,388	117,891	206,593	256,980	281,830	286,250	300,765	425,993	509,833	552,498	489,161	452,415	440,584	520,922
비석화사업 억원	47,810	46,960	44,610	41,566	43,860	44,830	44,340	45,573	144,471	169,191	178,582	155,480	142,659	207,590	217,240	178,090	191,190	180,946	178,603	196,091
2차전지(지분율 80%) 억원	82,870	72,044	69,969	74,656	71,008	72,985	79,491	84,837	62,122	87,789	109,675	144,739	174,953	240,860	353,526	435,245	341,276	299,539	308,321	347,765
첨단소재(양극재 등) 억원	62,650	55,654	56,999	61,415	56,398	57,711	63,705	66,422	35,617	45,606	65,197	83,503	123,636	175,718	255,966	337,455	256,196	236,718	244,236	279,764
팜한농(지분율 100%) 억원	14,900	10,600	8,380	8,374	9,344	10,157	11,681	13,560	26,558	30,618	32,730	49,060	38,690	48,030	80,510	78,140	64,120	42,254	44,742	46,955
생명과학 억원	2,460	2,420	1,020	1,523	2,455	2,499	1,213	1,535	3,255	6,057	5,997	5,898	6,014	6,720	7,940	7,820	7,620	7,423	7,702	8,537
	2,860	3,370	3,570	3,344	2,811	2,618	2,892	3,320		5,508	5,751	6,278	6,613	7,600	9,090	11,830	13,340	13,144	11,641	12,509
영업이익																				
기초소재 억원	4,470	4,675	6,797	-2,047	-518	4,525	7,796	5,566	19,919	29,285	22,461	8,956	17,982	50,264	29,794	25,292	9,168	13,895	17,369	28,807
비석화사업 억원	-560	-900	290	-760	285	1,145	2,036	2,405	21,377	26,992	21,002	14,178	19,679	40,820	10,750	-1,440	-1,360	-1,930	5,871	10,667
2차전지(IRA보조금 반영 후) 억원	5,197	6,012	6,893	-1,258	-755	3,504	5,975	3,237	-1,458	2,293	2,457	-3,404	704	10,901	22,536	28,062	12,482	16,844	11,961	18,964
첨단소재(양극재 등) 억원	3,747	4,922	6,013	-1,220	-1,120	2,790	5,594	2,912	-495	289	2,082	-4,543	-1,653	7,299	12,138	21,632	5,754	13,462	10,176	16,743
팜한농(지분율 100%) 억원	1,270	710	70	-170	144	371	613	227	-549	1,114	-283	637	1,628	2,330	9,258	5,700	5,100	1,890	1,355	1,665
생명과학 억원	310	130	-200	64	317	149	-223	69	-418	354	153	130	250	211	410	450	440	304	312	335
	-130	250	1,010	68	-96	194	-9	29		536	495	372	479	670	730	280	1,188	1,198	118	221
연결손익 억원	-167	-437	-386	-29	-48	-124	-215	-76	21,377	0	-999	-1,818	-2,401	-1,457	-3,329	-1,330	-1,954	-1,019	-463	-824
영업이익률																				
기초소재 %	3.7%	4.1%	6.1%	-1.9%	-0.5%	4.3%	6.9%	4.7%	9.6%	11.4%	8.0%	3.1%	6.0%	11.8%	5.8%	4.6%	1.9%	3.1%	3.9%	5.5%
비석화사업 %	-1.2%	-1.9%	0.7%	-1.8%	0.6%	2.6%	4.6%	5.3%	14.8%	16.0%	11.8%	9.1%	13.8%	19.7%	4.9%	-0.8%	-0.7%	-1.1%	3.3%	5.4%
2차전지(IRA보조금 반영 후) %	6.3%	8.3%	9.9%	-1.7%	-1.1%	4.8%	7.5%	3.8%	-2.3%	2.6%	2.2%	-2.4%	0.4%	4.5%	6.4%	6.4%	3.7%	5.6%	3.9%	5.5%
첨단소재(양극재 등) %	6.0%	8.8%	10.5%	-2.0%	-2.0%	4.8%	8.8%	4.4%	-1.4%	0.6%	3.2%	-5.4%	-1.3%	4.2%	4.7%	6.4%	2.2%	5.7%	4.2%	6.0%
팜한농(지분율 100%) %	8.5%	6.7%	0.8%	-2.0%	1.5%	3.7%	5.2%	1.7%	-2.1%	3.6%	-0.9%	1.3%	4.2%	4.9%	11.5%	7.3%	8.0%	4.4%	3.0%	3.5%
생명과학 %	12.6%	5.4%	-19.6%	4.2%	12.9%	6.0%	-18.4%	4.5%	-12.8%	5.8%	2.6%	2.2%	4.2%	3.1%	5.2%	5.8%	5.8%	4.1%	4.1%	3.9%
	-4.5%	7.4%	28.3%	2.0%	-3.4%	7.4%	-0.3%	0.9%		9.7%	8.6%	5.9%	7.2%	8.8%	8.0%	2.4%	8.9%	9.1%	1.0%	1.8%
순이자손익																				
순차입금 조원	1,786	2,424	2,856	3,113	3,263	3,378	3,503	3,583	366	697	877	1,544	1,622	1,353	459	3,304	-6,011	-9,979	-13,727	-10,288
	21.5	23.4	24.8	26.5	28.0	29.3	30.4	30.8	0.6	2.4	2.8	6.3	6.2	10.6	7.0	12.8	18.6	26.5	29.6	31.4
지배주주 순이익																				
	-1,076	-4,343	1,194	-3,529	-2,182	929	2,237	1,402	12,811	19,453	14,726	3,134	5,126	36,698	18,454	13,378	-6,909	-7,754	2,386	9,595

자료: 유안타증권 리서치센터

LG화학(051910) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	55,250	48,916	45,242	44,058	52,092	
매출원가	46,464	41,380	37,327	34,726	40,231	
매출총이익	8,786	7,536	7,915	9,332	11,861	
판매비	6,934	8,100	7,839	7,595	8,980	
영업이익	2,529	917	1,389	1,737	2,881	
EBITDA	5,810	4,119	5,193	7,133	8,452	
영업외손익	-31	-1,185	-1,319	-1,295	-1,149	
외환관련손익	466	-537	328	16	215	
이자손익	-330	-601	-998	-1,373	-1,425	
관계기업관련손익	-33	-25	-118	-36	-36	
기타	-133	-22	-531	97	97	
법인세비용차감전순손익	2,498	-268	71	442	1,731	
법인세비용	433	61	-66	115	422	
계속사업순손익	2,066	-329	137	327	1,310	
중단사업순손익	-12	844	-28	0	0	
당기순이익	2,053	515	110	327	1,310	
지배지분순이익	1,338	-691	-775	239	960	
포괄순이익	2,318	3,949	-868	327	1,310	
지배지분포괄이익	1,522	1,369	-1,199	239	960	

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	7,536	7,012	7,908	4,226	6,992	
당기순이익	2,053	515	110	327	1,310	
감가상각비	3,559	4,200	4,563	4,901	5,150	
외환손익	0	0	139	-16	-215	
충족, 관계기업관련손익	-33	25	7	36	36	
자산부채의 증감	1,415	1,448	2,189	-1,537	-38	
기타현금흐름	543	824	902	516	748	
투자활동 현금흐름	-13,170	-13,663	-10,502	-9,542	-7,219	
투자자산	-362	-431	268	-134	67	
유형자산 증가 (CAPEX)	-12,960	-14,615	-12,350	-10,925	-9,000	
유형자산 감소	111	122	1,750	1,500	1,500	
기타현금흐름	41	1,261	-170	16	215	
재무활동 현금흐름	6,158	4,821	4,885	1,751	1,251	
단기차입금	990	-235	1,565	190	41	
사채 및 장기차입금	5,557	5,454	4,581	1,640	1,406	
자본	3	-3	0	0	0	
현금배당	-1,104	-367	-227	-79	-196	
기타현금흐름	712	-27	-1,035	0	0	
연결범위변동 등 기타	63	600	-3,679	1,121	-281	
현금의 증감	587	-1,230	-1,388	-2,444	743	
기초 현금	8,498	9,085	7,855	6,467	4,023	
기말 현금	9,085	7,855	6,467	4,023	4,766	
NOPLAT	2,529	1,126	2,690	1,737	2,881	
FCF	-5,423	-7,603	-4,442	-6,699	-2,008	

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	28,859	27,816	24,143	23,824	25,272	
현금및현금성자산	9,085	7,855	6,467	4,023	4,766	
매출채권 및 기타채권	8,708	9,070	7,646	8,656	8,919	
재고자산	9,375	8,847	7,846	8,723	8,919	
비유동자산	48,607	66,042	69,295	73,458	75,320	
유형자산	38,950	54,570	58,270	62,794	65,144	
관계기업등 지분관련자산	1,006	898	823	823	823	
기타투자자산	1,506	2,728	2,405	2,538	2,472	
자산총계	77,467	93,858	93,437	97,282	100,592	
유동부채	18,391	21,086	21,979	24,416	22,708	
매입채무 및 기타채무	9,803	11,552	8,277	9,491	10,281	
단기차입금	1,875	1,812	3,433	3,587	3,591	
유동성장기부채	5,202	5,809	8,596	9,477	6,983	
비유동부채	18,138	24,777	26,716	27,876	31,780	
장기차입금	6,330	5,997	5,817	5,851	6,519	
사채	8,128	12,984	14,817	15,543	18,774	
부채총계	36,529	45,862	48,695	52,292	54,488	
자배지분	32,193	33,284	32,005	32,165	32,928	
자본금	391	391	391	391	391	
자본잉여금	11,572	11,569	11,569	11,569	11,569	
이익잉여금	19,651	18,592	17,738	17,898	18,661	
비지배지분	8,746	14,711	12,737	12,825	13,176	
자본총계	40,938	47,995	44,742	44,990	46,104	
순차입금	13,269	20,483	29,281	33,556	34,260	
총차입금	22,552	28,771	35,982	37,812	39,258	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	18,565	-9,901	-11,099	3,102	13,315	
BPS	411,275	425,221	408,876	410,920	420,673	
EBITDAPS	74,217	52,620	66,339	91,116	107,965	
SPS	705,787	624,877	577,937	562,823	665,450	
DPS	3,500	1,000	1,000	2,500	2,500	
PER	33.7	-36.7	-31.9	107.5	25.0	
PBR	1.5	0.9	0.9	0.8	0.8	
EV/EBITDA	11.8	15.2	13.2	10.0	8.5	
PSR	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	8.4	-11.5	-7.5	-2.6	18.2	
영업이익 증가율 (%)	-15.1	-63.8	51.6	25.0	65.9	
지배순이익 증가율 (%)	-27.5	적전	적지	흑전	302.2	
매출총이익률 (%)	15.9	15.4	17.5	21.2	22.8	
영업이익률 (%)	4.6	1.9	3.1	3.9	5.5	
지배순이익률 (%)	2.4	-1.4	-1.7	0.5	1.8	
EBITDA 마진 (%)	10.5	8.4	11.5	16.2	16.2	
ROIC	4.5	1.9	3.5	1.9	3.0	
ROA	1.8	-0.8	-0.8	0.3	1.0	
ROE	4.2	-2.1	-2.4	0.7	2.9	
부채비율 (%)	89.2	95.6	108.8	116.2	118.2	
순차입금/자기자본 (%)	41.2	61.5	91.5	104.3	104.0	
영업이익/금융비용 (배)	3.9	1.0	1.1	1.1	1.8	

금호석유 (011780): 2026년 글로벌 타이어 교체로 수혜를 입다

정유/화학



황규원 정유/화학
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

서석준 Research Assistant
seokjun.seo@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	200,000원 (M)
현재주가 (1/19)	140,700 원
상승여력	42%

시가총액	38,707억원
총발행주식수	29,055,228주
60일 평균 거래대금	110억원
60일 평균 거래량	89,366주
52주 고	142,400원
52주 저	93,000원
외인지분율	21.83%
주요주주	박철완 외 14인 29.20%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	11.3 25.3 51.3
상대	(8.8) (4.2) (22.2)
절대(달러환산)	11.5 20.8 49.7

- 2025년 4분기 Pre-View:** 분기 예상 매출액 1.7조원, 영업이익 377억원(영업이익률 2.2%), 지배주주 순이익 603억원. 영업실적은 전분기 844억원 대비 △55% 감소하는 수치로, 계절적인 비수기로 감익 폭이 클 것으로 예상. 미국 상호관세 영향으로 주력 화학 제품 스프레드 약세 속에 4분기 합성고무/에폭시 등 정기보수 등으로 추가 비용이 발생되었음. NB라텍스 수출이 살아나면서, 가동율이 높아지고 있다는 점은 긍정적인 포인트로 보임. 부문별 영업이익 추정치는 '합성고무/EPDM 307억원(전분기 514억원), 합성수지 5억원(전분기 44억원), 페놀유도체 △97억원(전분기 △144억원), 발전소/기타 162억원(전분기 430억원)' 등
- 2026년 예상 실적:** 예상 매출액 7.1조원, 영업이익 3,806억원(영업이익률 5.3%), 지배주주 순이익 4,157억원. 예상 영업이익은 전년 3,079억원 대비 24% 증가하는 수치임. 글로벌 타이어 교체주기로 합성고무 수요 회복을 기대할 수 있는 가운데, 글로벌 증설 사이클이 끝나면서 글로벌 고무장갑용 NB라텍스 업황 회복이 시작되기 때문. 다만, 국내 전력판매 가격 하락으로 발전부문 수익 둔화는 불가피해 보임. 부문별 실적 전망은 '합성고무/EPDM 2,365억원(전년 1,755억원), 합성수지 202억원(전년 154억원), 페놀유도체 △74억원(전년 △245억원), 발전소/기타 1,313억원(전년 1,415억원)' 등
- 2026년 관전 포인트:** 고무 스프레드 3년만에 개선 가능한가? ① 2026년 글로벌 NB라텍스 설비는 △8만톤 폐쇄가 계획되어 있음. 2021 ~ 2025년 동안 연평균 28만톤 증설이 집중되었던 것에 비하면, 과잉공급 부담을 줄이기 시작한다는 뜻임 ② 2026년 하반기 S-Oil(주)의 대형 석화 플랜트 가동으로, 20만톤의 부타디엔(원료, 연간 80만톤 소비)를 공급받게 됨. 수입량을 줄이면서, 원가 절감으로 이어지게 됨

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	6,323	7,155	7,049	7,146	8,165
매출액증가율	-20.7	13.2	-1.5	1.4	14.3
영업이익	359	273	308	381	423
영업이익률	5.7	3.8	4.4	5.3	5.2
지배주주귀속순이익	447	349	350	416	451
지배주주 귀속 EPS	15,013	12,308	12,891	16,063	18,750
증가율	-55.1	-18.0	4.7	24.6	16.7
PER	8.9	10.9	9.4	8.7	7.5
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.6	7.5	5.2	4.9	4.2
ROA	5.7	4.3	4.1	4.8	5.0
ROE	7.8	5.9	5.7	6.5	6.7

자료: 유안타증권 리서치센터

금호석유 실적 전망

금호석유 분기별 실적 추정 전망

			2025				2026				연간 실적													
			1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
생산capa																								
SBR/SSBR (만톤)			10	10	10	11	11	11	11	11	54	42	42	42	35	32	32	34	39	39	39	42	42	
BR (만톤)			9	9	9	9	9	9	9	9	34	34	34	34	34	34	34	34	35	35	35	35	35	
NB/SB Latex (만톤)			24	24	24	24	24	24	24	24	28	40	43	43	51	60	66	71	71	83	95	95	95	
EPDM (만톤)			8	8	8	8	8	8	8	8	19	22	22	22	22	22	23	24	24	24	31	31	31	
ABS (만톤)			7	7	7	7	7	7	7	7	25	25	25	25	25	25	25	25	29	29	29	29	29	
스팀 (톤/시간)			1,710	1,710	1,710	1,710	1,710	1,710	1,710	1,710	910	1,710	1,710	1,710	1,710	1,710	1,710	1,710	1,710	1,710	1,710	1,710	1,710	
전기 (MWH)			300	300	300	300	300	300	300	300	155	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	
금호P&B㈜ BPA (만톤)			11	11	11	11	11	11	11	11	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	
금호P&B㈜ 에폭시 (만톤)			8	8	8	8	8	8	8	8	45	45	15	16	19	21	21	28	28	32	34	34	34	
금호미쓰이㈜ MDI (만톤)			15	15	15	15	15	15	15	15	25	25	28	35	37	41	41	41	41	51	61	61	71	
2027년 MDI 10만톤																								
화학 스프레드			491	490	535	520	600	496	471	476	311	359	469	643	515	675	1,459	906	579	448	509	511	525	
합성고무 스프레드 \$/MT			316	453	410	446	322	315	322	377	311	445	363	366	237	334	931	563	433	312	406	334	373	
합성수지 스프레드 \$/MT			118	285	282	355	190	120	170	240	326	241	352	472	407	815	1,335	550	315	100	260	180	208	
금호P&B 스프레드 \$/MT			970	1,114	1,041	1,064	1,025	976	993	1,005	304	277	724	1,235	1,071	1,234	2,558	1,777	967	865	1,047	1,000	1,045	
*원료(BD/SM) 도입시차 \$/MT			32	-113	-23	-74	113	37	-4	-45	-1,100	-1,040	-1,163	-1,470	-1,471	-2,181	-32	5	22	28	-44	25	0	
전기판매 스프레드 원/kwh			91	99	90	66	79	75	65	63	-	-	66	75	72	49	55	161	138	100	86	71	79	
금호미쓰이 스프레드 \$/MT			1,623	1,518	1,512	1,437	1,580	1,500	1,450	1,450	1,230	1,120	1,916	2,297	1,523	1,279	1,670	1,254	1,075	951	1,522	1,495	1,350	
매출액			역원	19,082	17,734	16,438	17,238	18,261	17,926	18,208	17,063	39,345	39,704	50,648	55,849	49,779	48,095	84,618	79,756	63,225	71,550	70,492	71,458	81,646
합성고무/EPDM			역원	9,450	8,551	8,078	9,193	8,895	8,400	8,994	8,844	15,535	15,592	20,681	20,154	19,070	18,376	34,015	33,598	28,077	34,631	35,272	35,133	40,806
합성수지			역원	3,360	2,982	2,725	2,471	3,221	3,181	3,155	2,688	10,795	10,356	12,058	12,254	11,676	11,540	18,297	15,965	12,501	12,739	11,538	12,245	13,386
금호P&B			역원	4,367	4,326	3,787	3,785	4,129	4,407	4,122	3,668	7,904	8,598	11,809	17,562	13,503	13,770	29,173	21,628	14,844	16,352	16,265	16,326	17,543
유틸리티/기타			역원	1,905	1,875	1,848	1,789	2,016	1,938	1,937	1,863	5,111	5,158	6,100	5,879	5,530	4,409	3,133	8,565	7,803	7,828	7,417	7,754	9,911
영업이익			역원	1,206	652	844	377	1,334	1,115	860	497	1,640	1,571	2,626	5,546	3,678	7,422	24,068	11,477	3,590	2,728	3,079	3,806	4,227
합성고무/EPDM			역원	699	235	514	307	928	648	437	352	182	303	526	1,037	1,443	3,516	9,250	4,717	1,832	1,709	1,755	2,365	2,526
합성수지			역원	52	53	44	5	41	59	68	34	487	353	622	372	485	1,189	3,385	747	-60	-184	154	202	124
금호P&B			역원	19	-23	-144	-97	22	3	-4	-95	125	169	269	2,551	464	2,104	10,087	3,062	28	-179	-245	-74	402
유틸리티/기타			역원	436	387	430	162	343	405	359	206	847	746	1,209	1,586	1,286	613	1,346	2,951	1,790	1,382	1,415	1,313	1,175
영업이익률			%	6.3%	3.7%	5.1%	2.2%	7.3%	6.2%	4.7%	2.9%	4.2%	4.0%	5.2%	9.9%	7.4%	15.4%	28.4%	14.4%	5.7%	3.8%	4.4%	5.3%	5.2%
합성고무/EPDM			%	7.4%	2.7%	6.4%	3.3%	10.4%	7.7%	4.9%	4.0%	1.2%	1.9%	2.5%	5.1%	7.6%	19.1%	27.2%	14.0%	6.5%	4.9%	5.0%	6.7%	6.2%
합성수지			%	1.5%	1.8%	1.6%	0.2%	1.3%	1.9%	2.2%	1.3%	4.5%	3.4%	5.2%	3.0%	4.2%	10.3%	18.5%	4.7%	-0.5%	-1.4%	1.3%	1.6%	0.9%
금호P&B			%	0.4%	-0.5%	-3.8%	-2.6%	0.5%	0.1%	-0.1%	-2.6%	1.6%	2.0%	2.3%	14.5%	3.4%	15.3%	34.6%	14.2%	0.2%	-1.1%	-1.5%	-0.5%	2.3%
유틸리티 및 기타			%	22.9%	20.6%	23.3%	9.1%	17.0%	20.9%	18.5%	11.1%	16.6%	14.5%	19.8%	27.0%	23.2%	13.9%	43.0%	34.5%	22.9%	17.7%	19.1%	16.9%	11.9%
지분법이익(금호미쓰이㈜ 등)				306	299	374	355	380	380	368	372	431	276	891	1,350	387	564	1,886	1,162	1,111	935	1,334	1,500	1,442
지배주주 순이익			억원	1,250	577	1,069	603	1,317	1,164	993	683	1,189	732	2,136	4,912	2,946	5,829	19,655	10,254	4,468	3,486	3,499	4,157	4,510

자료: 유안타증권 리서치센터

금호석유(011780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	6,323	7,155	7,049	7,146	8,165	
매출원가	5,677	6,569	6,460	6,533	7,510	
매출총이익	646	586	589	613	655	
판매비	287	313	281	232	232	
영업이익	359	273	308	381	423	
EBITDA	610	548	625	689	711	
영업외손익	126	135	119	144	149	
외환관련손익	5	31	-7	0	-1	
이자손익	12	0	-14	-6	6	
관계기업관련손익	111	93	133	150	144	
기타	-2	10	7	0	0	
법인세비용차감전순손익	485	408	427	525	572	
법인세비용	38	59	77	109	121	
계속사업순손익	447	349	350	416	451	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	447	349	350	416	451	
지배자분순이익	447	349	350	416	451	
포괄순이익	398	335	363	416	451	
지배자분포괄이익	398	335	363	416	451	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	631	322	677	593	457	
당기순이익	447	349	350	416	451	
감가상각비	244	267	308	300	283	
외환손익	1	-15	-2	0	1	
충족, 관계기업관련손익	-111	-93	-133	-150	-144	
자산부채의 증감	101	-297	61	-21	-192	
기타현금흐름	-51	113	94	48	58	
투자활동 현금흐름	-592	-259	-262	-282	-215	
투자자산	-52	-14	1	0	-2	
유형자산 증가 (CAPEX)	-590	-436	-243	-210	-210	
유형자산 감소	2	2	0	0	0	
기타현금흐름	48	190	-20	-71	-2	
재무활동 현금흐름	-153	-91	-65	-104	-84	
단기차입금	44	-2	1	-40	-7	
사채 및 장기차입금	42	62	62	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-147	-77	-57	-64	-77	
기타현금흐름	-93	-73	-70	0	0	
연결범위변동 등 기타	0	4	-68	80	220	
현금의 증감	-115	-23	282	287	378	
기초 현금	567	452	429	712	999	
기말 현금	452	429	712	999	1,376	
NOPLAT	359	273	308	381	423	
FCF	41	-114	434	383	246	

자료: 유안타증권 주·1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 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	2,571	2,711	2,906	3,251	3,942	
현금및현금성자산	452	429	712	999	1,376	
매출채권 및 기타채권	783	896	874	847	1,005	
채고자산	746	958	896	911	1,055	
비유동자산	5,408	5,629	5,635	5,538	5,462	
유형자산	3,965	4,102	4,027	3,937	3,865	
관계기업등 지분관련자산	888	994	1,060	1,060	1,060	
기타투자자산	251	219	229	229	231	
자산총계	7,980	8,340	8,541	8,789	9,404	
유동부채	1,530	1,534	1,526	1,580	1,839	
매입채무 및 기타채무	946	1,003	995	934	1,125	
단기차입금	346	346	347	307	298	
유동성장기부채	181	109	112	267	331	
비유동부채	616	764	810	652	634	
장기차입금	295	328	325	270	160	
사채	0	100	154	55	100	
부채총계	2,146	2,298	2,336	2,232	2,473	
자배지분	5,829	6,038	6,203	6,555	6,929	
자본금	167	167	167	167	167	
자본잉여금	404	404	403	403	403	
이익잉여금	5,392	5,571	5,805	6,157	6,531	
비지배지분	5	4	1	1	1	
자본총계	5,834	6,042	6,205	6,557	6,931	
순차입금	-107	160	-59	-458	-843	
총차입금	886	945	1,008	968	961	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	15,013	12,308	12,891	16,063	18,750	
BPS	221,466	232,363	242,733	256,493	271,134	
EBITDAPS	18,956	17,797	21,144	24,306	26,760	
SPS	196,408	232,347	238,472	252,256	307,114	
DPS	2,900	2,200	2,500	3,000	3,000	
PER	8.9	10.9	9.4	8.7	7.5	
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	
EV/EBITDA	6.6	7.5	5.2	4.9	4.2	
PSR	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-20.7	13.2	-1.5	1.4	14.3	
영업이익 증가율 (%)	-68.7	-24.0	12.9	23.6	11.1	
지배순이익 증가율 (%)	-56.2	-22.0	0.3	18.8	8.5	
매출총이익률 (%)	10.2	8.2	8.4	8.6	8.0	
영업이익률 (%)	5.7	3.8	4.4	5.3	5.2	
지배순이익률 (%)	7.1	4.9	5.0	5.8	5.5	
EBITDA 마진 (%)	9.7	7.7	8.9	9.6	8.7	
ROIC	7.4	4.9	5.2	6.2	7.3	
ROA	5.7	4.3	4.1	4.8	5.0	
ROE	7.8	5.9	5.7	6.5	6.7	
부채비율 (%)	36.8	38.0	37.7	34.0	35.7	
순차입금/자기자본 (%)	-1.8	2.7	-1.0	-7.0	-12.2	
영업이익/금융비용 (배)	11.8	8.2	6.7	7.7	8.6	

코오롱인더 (120110): m-PPO와 CPI는 기업가치를 얼마나 올릴 것인가?!

정유/화학



황규원 정유/화학
kyuwon.hwang@yuantakorea.com
서석준 Research Assistant
seokjun.seo@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	70,000원 (M)
현재주가 (1/19)	42,550원
상승여력	65%

시가총액	12,404억원
총발행주식수	32,717,077주
60일 평균 거래대금	111억원
60일 평균 거래량	259,208주
52주 고	47,700원
52주 저	26,350원
외인지분율	12.61%
주요주주	코오롱 외 13인 34.80%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(7.4) 20.7 53.1
상대	(24.1) (7.7) (21.2)
절대(달러환산)	(7.2) 16.4 51.5

- **2025년 4분기 Pre-View:** 분기 예상 매출액 1.3조원, 영업이익 413억원(영업이익률 3.2%), 지배주주 순이익 215억원. 계절 성수기 진입으로 영업실적은 전분기 269억원 대비 54% 증가하는 수치임. 겨울 패션 성수기 속에 반도체용 페놀/에폭시 수지 판매 호조를 보였음. 반면, 아라미드/타이어코드 등 산업자재의 경우 재고 처리 손실(△60 ~ △100억원)이 겹치면서 부진할 것으로 예상됨. 부문별 영업이익 추정치는 '화학 240억원(전분기 241억원), 산업자재 170억원(전분기 222억원), 패션 131억원(전분기 △165억원), 기타 △128억원(전분기 △29억원)' 등
- **2026년 예상 실적:** 예상 매출액 5.2조원, 영업이익 2,029억원(영업이익률 3.9%), 지배주주 순이익 1,659억원. 예상 영업이익은 2024 ~ 2025년 1,500억원 전후 바닥에서 상승 탈출하는 수치임. 화학과 산자부문 개선 때문임. ① 화학부문의 경우, 글로벌 석유수지 수급 개선과 반도체용 절연필름 진출(변성 PPO 2,000톤)로 증익을 기대할 수 있으며, ② 산자부문의 경우, 아라미드 섬유 풀가동으로 전년 △300억원 적자에서 흑자로 전환될 수 있기 때문. 부문별 영업이익 추정치는 '화학 1,205억원(전년 1,072억원), 산업자재 1,056억원(전년 596억원), 패션 61억원(전년 34억원), 기타 △293억원(전년 △298억원)' 등
- **2026년 관전 포인트:** 신규 성장 사업은 기업가치를 얼마나 높일 것인가? ① 2026년 2분기 반도체용 절연필름인 변성-PPO 설비 2,000톤 설비가 완공됨. 100% 판매할 경우, 연간 매출액 1,500억원과 영업이익 300억원을 기대할 수 있음. ② 글로벌 테크 업체와 폴더블폰 주름 방지 기술로 투명 폴리이미드 필름(Colorless PI) 사용이 검토되고 있음. 코오롱인더(주) CPI 캐파는 연간 100만㎡로, 8인치 모니터 기준으로 3,000만대에 공급할 수 있음. 해당설비가 100% 가동되면, 연간 1,500억원, 영업이익 200억원 정도를 확보할 수 있음

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,735	4,843	4,950	5,236	5,320
매출액증가율	-11.8	2.3	2.2	5.8	1.6
영업이익	200	159	140	203	226
영업이익률	4.2	3.3	2.8	3.9	4.2
지배주주귀속순이익	43	99	69	166	220
지배주주 귀속 EPS	1,418	3,447	2,381	5,530	7,235
증가율	-77.8	143.1	-30.9	132.3	30.8
PER	32.3	10.5	17.1	7.9	6.0
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.6	8.0	8.1	7.2	6.7
ROA	0.7	1.5	0.9	2.1	2.7
ROE	1.6	3.1	1.8	3.9	5.0

자료: 유안타증권 리서치센터

코오롱인더 실적 전망

코오롱인더 분기별 실적 추정 전망

		2025				2026				연간실적												
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
생산 Capa																						
	석유수지(한국) (만톤)	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	17.5	17.5	17.5	18.3	18.3	18.3	19.8	19.8	19.8	20.3	20.8	20.8	20.8
	타이어코드(한국/중국/베트남) (만톤)	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	7.0	7.0	7.0	8.7	8.7	8.7	8.7	9.2	7.5	7.5	7.5	7.5	9.6
	에어백 (만톤)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	3.1	3.1	3.1	3.2	3.3	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
	아라미드(한국) (만톤)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8	1.5	1.5	1.5	1.5
	자동차용 Seat원단(한국) (백만㎡)	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	12.6	11.1	10.4	13.0	13.0	10.9	10.3	10.3	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
	폴리아세탈산(POM) (만톤)	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	5.7	5.7	5.7	6.2	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
	CPI(투명폴리아미드) (만㎡)	25	25	25	25	25	25	25	25				50	100	100	100	100	100	100	100	100	100
	mPPO(변성 폴리페닐렌 옥사이드) (톤)			250	250	250	250	500	500											500	1,500	2,000
2026.5월, mPPO증설 1,000톤										2026년 말, 베트남 타이어코드 22만톤 증설												
주요부문 스프레드																						
	화학부문(석유수지/하이라놀-나프타) \$/MT	1,870	1,997	1,813	1,791	1,808	1,843	1,832	1,838	2,371	2,084	1,976	2,066	2,070	2,113	1,976	2,129	1,937	1,803	1,868	1,830	1,894
	산업자재문(타이어코드-(0.75*TPA+0.35*EG)) \$/MT	2,235	2,238	2,178	2,293	2,368	2,497	2,549	2,598	2,795	2,654	2,464	2,368	2,499	2,426	2,794	3,115	2,636	2,410	2,236	2,503	2,580
	아라미드(아라미드- 0.5*파라PDA-0.5*TPC) \$/MT	11,639	11,581	11,869	12,472	13,115	13,653	14,153	14,542	13,217	13,329	12,057	12,183	16,124	15,289	14,802	14,041	16,768	14,483	11,890	13,866	14,437
매출액																						
	억 원	12,316	12,585	11,806	12,789	12,528	12,966	12,623	14,238	48,565	45,622	46,070	44,598	44,072	39,703	46,621	53,675	47,349	48,430	49,496	52,356	53,196
	화학부문(m-PPO포함) 억원	3,433	3,075	3,167	3,027	3,433	3,075	3,167	3,027	10,187	8,165	8,743	9,004	7,602	7,054	9,156	10,523	8,918	12,539	12,702	12,702	13,332
	산업자재 부문 억원	5,900	6,114	5,933	5,538	6,425	6,401	6,914	6,295	17,585	17,401	17,190	17,861	19,008	17,207	19,983	23,678	22,977	22,508	23,485	26,035	25,415
	필름/전자재료부문 억원									5,023	4,736	4,985	5,580	6,194	5,787	6,092	5,606	4,553	2,223			
	패션부문 억원	2,629	2,964	2,276	3,823	2,512	3,068	2,204	3,944	11,516	11,372	10,967	10,455	9,730	8,700	10,181	12,285	12,739	12,119	11,692	11,728	12,563
	기타(골프장 등) 억원	354	432	430	401	158	422	338	972	4,254	3,948	14,995	1,698	1,538	955	1,209	1,583	-1,838	-357	1,617	1,891	1,886
영업이익																						
	억 원	269	453	269	413	415	644	475	496	2,805	2,767	1,980	1,669	1,729	1,632	2,527	2,425	1,997	1,587	1,404	2,029	2,263
	화학부문(m-PPO포함) 억원	391	200	241	240	276	297	309	323	1,168	1,036	951	837	747	787	800	474	583	822	1,072	1,205	1,036
	산업자재 부문 억원	107	97	222	170	234	277	291	254	1,441	1,445	1,181	912	808	721	1,544	2,005	1,319	1,281	596	1,056	1,470
	필름/전자재료부문 억원									-34	1	-211	-144	231	290	217	-721	-779	-303			
	패션부문 억원	-7	75	-165	131	-20	80	-152	153	598	551	295	399	135	-106	384	644	452	164	34	61	50
	기타(골프장, 성과급 등) 억원	-222	81	-29	-128	-75	-10	27	-235	-368	-266	-262	-335	-192	-60	-418	23	422	-377	-298	-293	-293
영업이익률																						
	%	2.2%	3.6%	2.3%	3.2%	3.3%	5.0%	3.8%	3.5%	5.8%	6.1%	4.3%	3.7%	3.9%	4.1%	5.4%	4.5%	4.2%	3.3%	2.8%	3.9%	4.3%
	화학부문(m-PPO포함) %	11.4%	6.5%	7.6%	7.9%	8.0%	9.7%	9.8%	10.7%	11.5%	12.7%	10.9%	9.3%	9.8%	11.2%	8.7%	4.5%	6.5%	6.6%	8.4%	9.5%	7.8%
	산업자재 부문 %	1.8%	1.6%	3.7%	3.1%	3.6%	4.3%	4.2%	4.0%	8.2%	8.3%	6.9%	5.1%	4.3%	4.2%	7.7%	8.5%	5.7%	5.7%	2.5%	4.1%	5.8%
	필름/전자재료부문 %									-0.7%	0.0%	-4.2%	-2.6%	3.7%	5.0%	3.6%	-12.9%	-17.1%	-13.6%			
	패션부문 %	-0.3%	2.5%	-7.2%	3.4%	-0.8%	2.6%	-6.9%	3.9%	5.2%	4.8%	2.7%	3.8%	1.4%	-1.2%	3.8%	5.2%	3.5%	1.4%	0.3%	0.5%	0.4%
	기타(골프장, 성과급 등) %	-62.7%	18.8%	-6.7%	-32.0%	-47.3%	-2.4%	7.9%	-24.1%	-8.7%	-6.7%	-1.7%	-19.7%	-12.5%	-6.2%	-34.6%	1.5%	-23.0%	105.5%	-18.4%	-15.5%	-15.5%
지분법이익																						
	억 원	98	143	79	199	170	182	148	301	268	182	488	35	26	203	529	-83	298	337	519	801	974
	Kolon Sport China(지분율 25%) 억원	124	86	91	161	186	129	137	241						17	18	29	83	178	462	693	866
지배주주 순이익																						
	억 원	163	253	62	215	264	512	376	508	-1,443	1,703	1,350	650	325	2,034	1,892	1,798	428	986	693	1,659	2,204

자료: 유안타증권 리서치센터

코오롱인더(120110) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	4,735	4,843	4,950	5,236	5,320	
매출원가	3,398	3,519	3,655	3,824	3,869	
매출총이익	1,337	1,324	1,295	1,411	1,450	
판매비	1,137	1,165	1,154	1,208	1,224	
영업이익	200	159	140	203	226	
EBITDA	449	419	399	441	445	
영업외손익	-53	-37	-26	31	55	
외환관련손익	4	19	-2	0	-4	
이자손익	-98	-95	-104	-85	-76	
관계기업관련손익	32	32	52	80	97	
기타	8	7	29	36	37	
법인세비용차감전순손익	147	121	115	234	281	
법인세비용	39	11	20	49	58	
계속사업순손익	108	111	95	185	223	
중단사업순손익	-57	0	0	0	0	
당기순이익	51	111	95	185	223	
지배지분순이익	43	99	69	166	220	
포괄순이익	43	669	336	185	223	
지배지분포괄이익	37	653	310	166	220	

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	402	291	276	191	344	
당기순이익	51	111	95	185	223	
감가상각비	241	252	252	232	212	
외환손익	4	-4	-11	0	4	
중속,관계기업관련손익	0	0	-20	-80	-97	
자산부채의 증감	48	-126	-88	-153	-4	
기타현금흐름	57	58	48	6	6	
투자활동 현금흐름	-291	-584	-312	-83	-163	
투자자산	-27	-9	0	-2	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-314	-256	-120	-100	-170	
유형자산 감소	1	5	2	0	0	
기타현금흐름	48	-323	-194	19	7	
재무활동 현금흐름	-142	360	-102	-258	-270	
단기차입금	-258	37	-148	-1	-34	
사채 및 장기차입금	134	300	260	-108	-91	
자본	-1	2	0	0	0	
현금배당	-42	-42	-84	-41	-43	
기타현금흐름	26	64	-130	-108	-102	
연결범위변동 등 기타	2	12	338	143	123	
현금의 증감	-30	78	199	-6	34	
기초 현금	204	174	252	451	445	
기말 현금	174	252	451	445	479	
NOPLAT	200	159	140	203	226	
FCF	88	35	156	91	174	

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

자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
유동자산	2,288	2,402	2,848	3,100	3,212	
현금및현금성자산	174	252	451	445	479	
매출채권 및 기타채권	750	772	780	853	856	
채고자산	1,180	1,173	1,229	1,345	1,350	
비유동자산	3,714	4,846	5,142	5,005	4,957	
유형자산	2,601	3,056	2,911	2,779	2,737	
관계기업등 지분관련자산	217	246	264	264	264	
기타투자자산	532	780	1,146	1,147	1,147	
자산총계	6,003	7,248	7,990	8,105	8,169	
유동부채	2,417	2,357	2,151	2,241	2,469	
매입채무 및 기타채무	698	635	669	717	727	
단기차입금	1,120	1,152	1,004	999	965	
유동성장기부채	366	262	330	362	615	
비유동부채	656	1,118	1,465	1,346	1,001	
장기차입금	337	716	735	639	620	
사채	197	179	504	460	135	
부채총계	3,073	3,475	3,616	3,587	3,470	
지배지분	2,801	3,646	4,224	4,349	4,527	
자본금	151	151	151	164	164	
자본잉여금	989	991	991	979	979	
이익잉여금	1,502	1,525	1,512	1,637	1,815	
비지배지분	128	127	150	169	172	
자본총계	2,930	3,773	4,374	4,518	4,698	
순차입금	1,949	2,185	1,913	1,752	1,521	
총차입금	2,214	2,550	2,661	2,553	2,427	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	1,418	3,447	2,381	5,530	7,235	
BPS	92,518	120,405	139,501	132,957	138,392	
EBITDAPS	14,833	13,850	13,183	13,751	13,591	
SPS	156,335	159,904	163,423	163,121	162,594	
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300	1,400	
PER	32.3	10.5	17.1	7.9	6.0	
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	
EV/EBITDA	7.6	8.0	8.1	7.2	6.7	
PSR	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-11.8	2.3	2.2	5.8	1.6	
영업이익 증가율 (%)	-17.7	-20.5	-11.5	44.5	11.5	
지배순이익 증가율 (%)	-76.2	130.6	-29.8	139.5	32.8	
매출총이익률 (%)	28.2	27.3	26.2	27.0	27.3	
영업이익률 (%)	4.2	3.3	2.8	3.9	4.3	
지배순이익률 (%)	0.9	2.0	1.4	3.2	4.1	
EBITDA 마진 (%)	9.5	8.7	8.1	8.4	8.4	
ROIC	3.7	3.4	2.6	4.1	4.1	
ROA	0.7	1.5	0.9	2.1	2.7	
ROE	1.6	3.1	1.8	3.9	5.0	
부채비율 (%)	104.9	92.1	82.7	79.4	73.9	
순차입금/자기자본 (%)	69.6	59.9	45.3	40.3	33.6	
영업이익/금융비용 (배)	1.9	1.5	1.2	1.9	2.2	

대한유화 (006650): 2026년 실적 회복이 강하다

정유/화학



황규원 정유/화학
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

서석준 Research Assistant
seokjun.seo@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	220,000원 (M)
현재주가 (1/19)	152,100원
상승여력	45%

시가총액	9,887억원		
총발행주식수	6,500,000주		
60일 평균 거래대금	75억원		
60일 평균 거래량	52,636주		
52주 고	159,200원		
52주 저	76,200원		
외인지분율	12.57%		
주요주주	이순규 외 17인 39.07%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.1	23.2	82.2
상대	(15.5)	(5.9)	(6.3)
절대(달러환산)	3.3	18.8	80.3

- **2025년 4분기 Pre-View:** 분기 예상 매출액 8,642원, 영업이익 320억원(영업이익률 3.7%), 지배주주 순이익 209억원. 영업실적은 전분기 428억원 대비 △25% 감소하는 수치로, 약세 조정으로 보임. 미국 상호관세 영향으로 석화제품 수요 둔화에 노출되면서, 주력제품 스프레드 하락(3분기 346\$ → 4분기 315\$/톤, PE/PP-나프타)과 원료인 나프타 가격 하락(3분기 591\$ → 4분기 562\$/톤) 등이 동시에 작용했기 때문. 한주(주) 발전소도 10월 수전설비 정기 보수로 소폭 감익이 예상됨. 부문별 영업이익 추정치는 '본사 석화 10억원(전분기 96억원), 한주(LNG 발전/소금) 295억원(전분기 313억원), 산업가스 15억원(전분기 15억원)' 등
- **2026년 예상 실적:** 예상 매출액 3.3조원, 영업이익 1,901억원(영업이익률 5.8%), 지배주주 순이익 1,047억원. 예상 영업이익은 2025년 604억원으로 3개년 만에 적자 탈출에 성공한 이후, 3배로 성장할 전망이다. 2025년 5월부터 실적 반영을 시작한 울산 LNG 발전소인 한주(주) 이익이 연간으로 포함되는 가운데, 석화 부문 사이클 회복을 기대할 수 있기 때문. 특히, 분리막용 PE 판매 호조와 국제유가 하락이 석화 긍정적임. 부문별 영업이익 전망은 '본사 석화 706억원(전년 △214억원), 한주(주) 1,131억원(전년 759억원), 산업가스 64억원(전년 59억원)' 등
- **2026년 관전 포인트:** 석화 스프레드 회복 사이클에 진입할 것인가? ① 2026 ~ 2028년 글로벌 석화 폐쇄 사이클에 진입. 2025년 글로벌 에틸렌 신규증설 규모 700만톤에 비해 400만톤이 폐쇄하게 되면서, 공급 부담이 완화되기 시작함. 2027 ~ 2028년에는 900만톤 이상 설비 폐쇄가 예정되어 있음. ② 2026년 글로벌 원유 공급 압박 증가로, 석유화학 원가 부담이 줄어들 전망임. OPEC+ 100만b/d 증산에 이어, 원유 통제권이 미국으로 이전된 베네수엘라 원유 150만b/d 증산이 대기하고 있기 때문

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,500	2,800	3,363	3,281	3,489
매출액증가율	12.5	12.0	20.1	-2.4	6.3
영업이익	-62	-60	60	190	286
영업이익률	-2.5	-2.1	1.8	5.8	8.2
지배주주귀속순이익	-29	-9	55	105	187
지배주주 귀속 EPS	-4,468	-1,312	8,486	16,109	28,833
증가율	-80.5	-70.6	-746.8	89.8	79.0
PER	-33.8	-92.1	17.1	9.7	5.4
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.2	7.0	5.6	3.3	2.3
ROA	-1.3	-0.4	2.3	4.0	6.7
ROE	-1.6	-0.5	3.0	5.5	9.2

자료: 유안타증권 리서치센터

대한유화 실적 전망

대한유화 분기별 실적 추정 전망

		2025				2026				연간실적												
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
생산 Capa																						
에틸렌 (만톤)		22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	47.0	47.0	63.5	80.0	80.0	80.0	80.0	82.5	90.0	90.0	90.0	90.0	114.5
일반 HDPE (만톤)		12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	53.0	53.0	43.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	89.8
분리막용 Ultra PE (만톤)		4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	12.0	54.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.3	13.0	13.0	18.0	18.0	13.5
PP (만톤)		13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	47.0	47.0	48.5	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	86.8
BTX (만톤)		6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	20.0	20.0	23.4	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	40.1
기타(C4 또는 BD) (만톤)		9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	14.0	14.0	19.0	24.0	24.0	24.0	24.0	35.3	39.0	39.0	39.0	44.3	
공업용가스(산소,질소 등) (만톤)		16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	20.4	20.4	20.4	20.4	21.3	31.8	57.6	65.4	66.1	66.1	66.1	66.1	49.6
한주㈜ 발전소 MW/h			280	280	280	280	280	280	280											280.0	280.0	280.0
		2025.5월부터 한주㈜ 발전소 연결반영																				
주요제품 스프레드	\$/MT	339	365	348	305	359	398	406	395	512	608	654	603	453	430	478	310	340	346	340	390	413
스팟 스프레드	\$/MT	339	381	346	315	371	404	409	391	525	608	646	604	453	454	468	323	343	346	345	393	413
나프타 도입 시차	\$/MT	0	16	-3	10	12	6	2	-4	12	0	-8	1	1	25	-10	13	3	0	6	4	-
※마이너스(-) 이면 이익 발생 의미																						
						대정기보수				정기보수				정기보수				정기보수				
매출액	억원	7,416	8,468	9,099	8,642	9,169	8,604	8,855	6,185	17,270	15,964	17,794	25,540	20,743	18,827	25,149	22,221	25,000	28,001	33,626	32,813	34,887
본사 화학부문	억원	7,361	7,118	7,069	6,616	6,874	6,840	6,683	4,306	17,175	15,837	17,690	25,396	20,592	18,650	24,933	22,046	24,813	27,795	28,164	24,703	26,883
코리아에어텍(공업용가스,100%)	억원	55	65	63	57	55	64	61	58	95	127	104	144	151	137	239	175	187	206	241	238	245
한주(전기/소금, 지분율 50.1%)			1,285	1,967	1,969	2,240	1,700	2,111	1,821											5,221	7,872	7,759
영업이익	억원	-99	-46	428	320	462	549	768	122	2,713	3,430	2,842	3,188	1,138	1,702	1,794	-2,146	-623	-599	604	1,901	2,857
본사 화학부문	억원	-115	-205	96	10	144	308	436	-182	2,712	3,401	2,830	3,138	1,091	1,680	1,781	-2,123	-654	-651	-214	706	1,715
코리아에어텍(공업용가스,100%)	억원	16	8	19	15	17	14	17	16	1	29	12	50	47	22	12	-23	31	52	59	64	65
한주(전기/소금, 지분율 50.1%)			151	313	295	301	227	315	288											759	1,131	1,077
영업이익률	%	-1.3%	-0.5%	4.7%	3.7%	5.0%	6.4%	8.7%	2.0%	15.7%	21.5%	16.0%	12.5%	5.5%	9.0%	7.1%	-9.7%	-2.5%	-2.1%	1.8%	5.8%	8.2%
본사 화학부문	%	-1.6%	-2.9%	1.4%	0.2%	2.1%	4.5%	6.5%	-4.2%	15.8%	21.5%	16.0%	12.4%	5.3%	9.0%	7.1%	-9.6%	-2.6%	-2.3%	-0.8%	2.9%	6.4%
코리아에어텍(공업용가스,100%)	%	29.1%	12.3%	30.6%	26.8%	30.9%	21.9%	27.9%	27.6%	1.1%	22.8%	11.5%	34.8%	31.4%	15.7%	5.1%	-13.3%	16.5%	25.2%	24.4%	26.9%	26.5%
한주(전기/소금, 지분율 50.1%)	%		11.8%	15.9%	15.0%	13.4%	13.4%	14.9%	15.8%											14.5%	14.4%	13.9%
지배주주 순이익	억원	30	14	299	209	261	290	395	101	2,005	2,721	2,145	2,574	1,063	1,272	1,499	-1,491	-290	-85	552	1,047	1,874

자료: 유안타증권 리서치센터

대한유화(006650) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	2,500	2,800	3,363	3,281	3,489	
매출원가	2,512	2,809	3,229	2,994	3,100	
매출총이익	-12	-9	134	287	389	
판매비	51	51	73	97	103	
영업이익	-62	-60	60	190	286	
EBITDA	119	120	226	327	412	
영업외손익	12	27	38	11	17	
외환관련손익	-1	6	1	-2	-2	
이자손익	-3	-4	-3	-12	-12	
관계기업관련손익	13	23	17	1	5	
기타	3	1	23	24	26	
법인세비용차감전순손익	-50	-33	98	201	302	
법인세비용	-21	-24	15	49	73	
계속사업순손익	-29	-9	83	152	230	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	-29	-9	83	152	230	
지배지분순이익	-29	-9	55	105	187	
포괄순이익	-31	-11	82	152	230	
지배지분포괄이익	-31	-11	55	105	187	

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	86	133	171	365	273	
당기순이익	-29	-9	83	152	230	
감가상각비	181	180	165	137	126	
외환손익	1	2	-3	2	2	
충족,관계기업관련손익	-13	-23	-17	-1	-5	
자산부채의 증감	-13	-3	-55	87	-68	
기타현금흐름	-41	-14	-2	-12	-12	
투자활동 현금흐름	-159	-91	-135	-197	-411	
투자자산	-46	-32	-3	5	-4	
유형자산 증가 (CAPEX)	-113	-59	-60	-72	-88	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	0	0	-72	-129	-320	
재무활동 현금흐름	68	32	-24	-26	-6	
단기차입금	65	-30	12	-17	7	
사채 및 장기차입금	2	72	100	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-6	-6	-6	-9	-12	
기타현금흐름	8	-4	-130	0	0	
연결범위변동 등 기타	0	0	-24	14	16	
현금의 증감	-5	75	-11	156	-128	
기초 현금	39	34	109	98	253	
기말 현금	34	109	98	253	126	
NOPLAT	-62	-60	60	190	286	
FCF	-27	74	111	293	185	

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	502	628	749	880	1,190	
현금및현금성자산	34	109	98	253	126	
매출채권 및 기타채권	246	237	275	197	258	
채고자산	211	240	228	163	214	
비유동자산	1,694	1,592	1,868	1,799	1,764	
유형자산	1,393	1,261	1,684	1,619	1,580	
관계기업등 지분관련자산	233	254	71	71	71	
기타투자자산	11	13	16	11	15	
자산총계	2,196	2,220	2,617	2,679	2,954	
유동부채	288	307	359	287	336	
매입채무 및 기타채무	178	189	198	142	186	
단기차입금	92	61	73	57	64	
유동성장기부채	11	48	77	82	77	
비유동부채	83	105	180	170	179	
장기차입금	32	85	156	152	156	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	372	412	539	457	515	
자배지분	1,825	1,808	1,856	1,952	2,127	
자본금	41	41	41	41	41	
자본잉여금	264	264	264	264	264	
이익잉여금	1,525	1,505	1,554	1,649	1,824	
비지배지분	0	0	222	270	312	
자본총계	1,825	1,808	2,078	2,222	2,439	
순차입금	113	50	97	-203	-387	
총차입금	155	198	310	293	300	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	-4,468	-1,312	8,486	16,109	28,833	
BPS	295,460	292,683	300,530	315,983	344,328	
EBITDAPS	18,308	18,474	34,718	50,306	63,420	
SPS	384,611	430,785	517,319	504,814	536,723	
DPS	1,000	1,000	1,500	2,000	3,000	
PER	-33.8	-92.1	17.1	9.4	5.3	
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	
EV/EBITDA	9.2	7.0	5.6	3.2	2.2	
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	

재무비율						(단위: 배, %,)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	12.5	12.0	20.1	-2.4	6.3	
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	흑전	214.7	50.3	
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	흑전	89.8	79.0	
매출총이익률 (%)	-0.5	-0.3	4.0	8.7	11.1	
영업이익률 (%)	-2.5	-2.1	1.8	5.8	8.2	
지배순이익률 (%)	-1.2	-0.3	1.6	3.2	5.4	
EBITDA 마진 (%)	4.8	4.3	6.7	10.0	11.8	
ROIC	-2.1	-1.0	2.8	7.1	11.6	
ROA	-1.3	-0.4	2.3	4.0	6.7	
ROE	-1.6	-0.5	3.0	5.5	9.2	
부채비율 (%)	20.4	22.8	25.9	20.6	21.1	
순차입금/자기자본 (%)	6.2	2.8	5.2	-10.4	-18.2	
영업이익/금융비용 (배)	-10.9	-8.3	19.4	15.3	23.2	



백종민

방산/AI/로보틱스

jongmin.baik@yuantakorea.com

PART 3

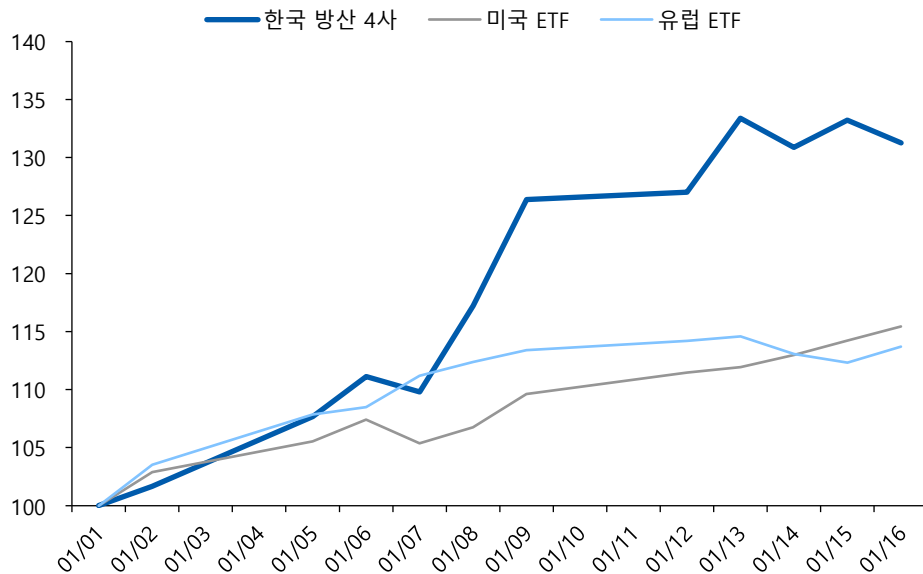
오른 것보다 ‘오를 것’에 주목

오른 것보다 '오를 것'에 주목

- 연초부터 미국 발 지정학적 분쟁이 베네수엘라에서 그린란드, 이란으로 확산. 1월 3일 베네수엘라의 마두로 대통령이 체포됐으며, 지난 17일에는 미국의 그린란드 매입 요구에 맞서 병력을 파견한 유럽 8개국에 관세 부과 조치를 선언하는 등 이전의 진영 논리를 넘어서는 분쟁 확산 추세 지속
- 트럼프 미국 대통령은 2027년 국방예산으로 전년대비 50% 증액한 1.5조 달러를 의회에 요구. 한편, 방산업체에는 주가 관리보다 CAPEX 투자를 요구하는 등 국방 투자에 대한 강경한 입장 표명 지속. EU에서는 올해부터 1,500억 유로 규모의 SAFE 기금을 활용하여 대대적인 재무장의 재원으로 사용할 계획
- 1월 1일부터 16일까지 주요 미국(PPA US), 유럽(EUAD US) 방산 ETF는 각각 15.4%, 13.7% 상승. 동기간 한국 방산 4사의 합산 시가총액은 31.3% 상승
- 한국 방산업체의 상승 폭이 과도하다는 우려가 존재하나, 지수 대비 상승 폭을 보면 한국 14.7%, 미국 14.1%, 유럽 9.9% 수준. 한국 방산 4사가 주도주 위주로 구성되었음을 고려하면, 실제 상승 폭은 더욱 유사. 이는 특정 지역이 아닌 글로벌 전역으로의 분쟁 확산 가능성을 시사한다고 해석됨

연초이후 글로벌 방산 주가 추이

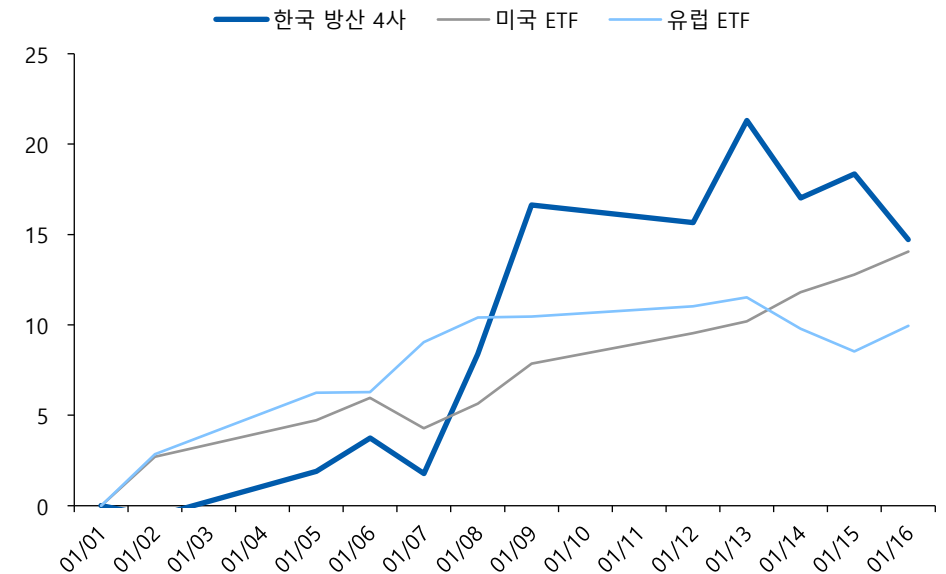
(26.01.01=100)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
주: 한국 방산 4사 (한화에어로스페이스, 한국항공우주, 현대로템, LIG넥스원)

지수 대비 상승 폭 추이

(26.01.01=0)

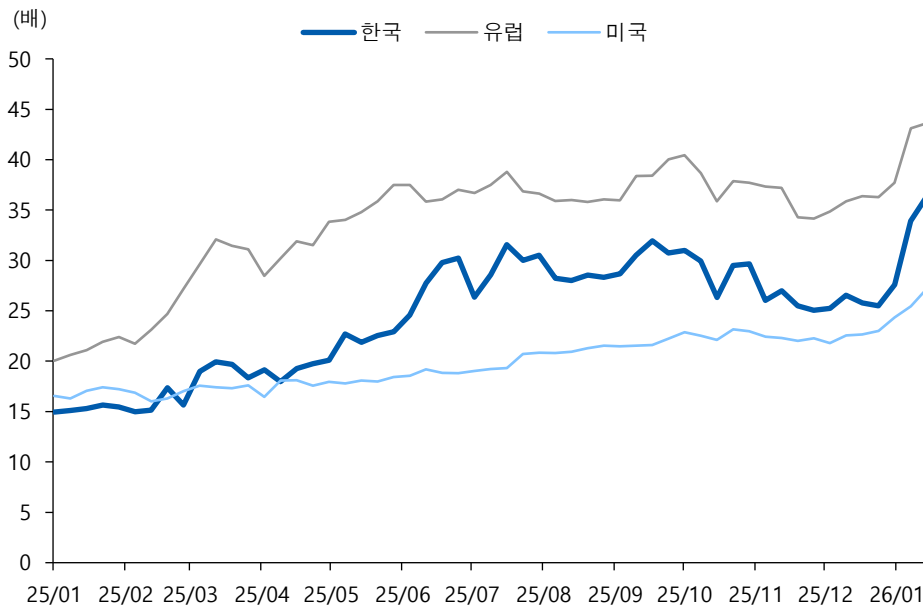


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
주: 지수는 코스피, S&P500, STXE 600

미국의 스탠스 변화, 러·우 전쟁에 더해 글로벌 방산업종 핵심 변수로 등장

- 작년까지 글로벌 방산업계의 12MF PER은 러·우 전쟁의 분위기에 따라 등락을 지속. 연중 우상향 했던 멀티플은 종전 기대감이 부각되었던 10월 이후부터 하락 전환. 러·우 전쟁의 지속 가능성이 높아지고, 미국이 군사활동을 예고했던 12월 중순 이후부터 상승 전환한 모습
- 2025년 고점 대비 1월 16일 기준, 한국, 미국, 유럽의 주요 방산 기업들의 12MF PER은 각각 14.1%, 9.8%, 7.8% 확대
- 중재자 역할을 수행했던 미국의 스탠스 변화가 글로벌 방산 주가의 멀티플 확장 국면으로 이어지고 있다고 판단. 러·우 전쟁 외에 미국이 방산업종의 핵심 변수로 등장
- 연중 멀티플 확장 국면이 지속될 것으로 예상. 지난 12월 미국이 새로운 국가안보전략(NSS)에서 트럼프판 ‘먼로 독트린’ 표방. 미국의 기조가 적어도 중간선거가 치러지는 11월까지 유지될 가능성이 높다고 보기 때문
- 또한 예측이 불가능한 영역이긴 하나, 미국의 행보에 중국, 이란 등이 강력한 대응할 수 있다는 점도 변수로 작용할 가능성 존재

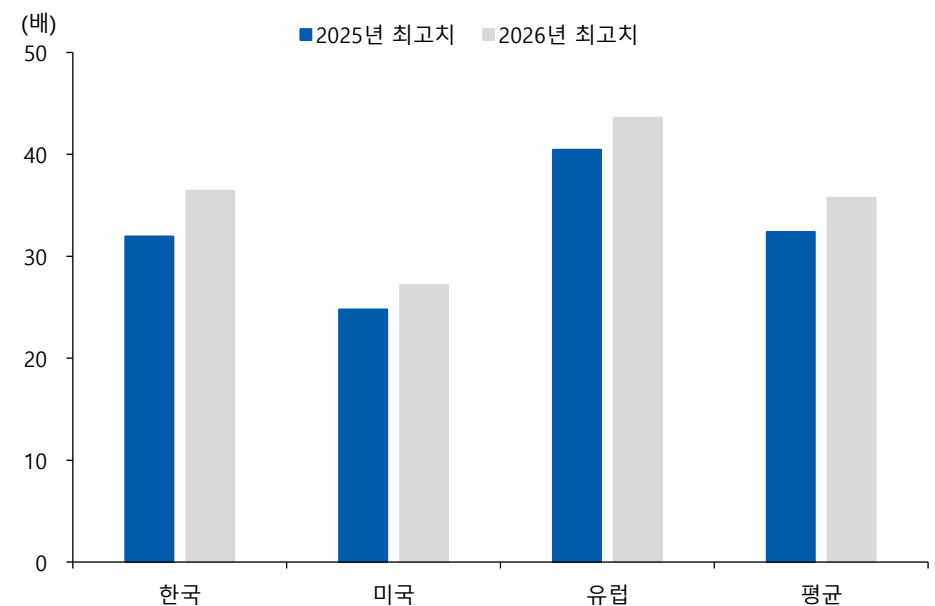
지역별 방산 기업 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주: 한국(한화에어로, 한국항공우주, 현대로템, LIG넥스원), 미국(록히드마틴, RTX, 노스롭그루먼, 제너럴다이나믹스), 유럽(라인메탈, BAE시스템스, 롤스로이스, 레오나르도, 탈레스, 사프랑, 사브)

12MF PER(2025년 VS 2026년)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주: 한국(한화에어로, 한국항공우주, 현대로템, LIG넥스원), 미국(록히드마틴, RTX, 노스롭그루먼, 제너럴다이나믹스), 유럽(라인메탈, BAE시스템스, 롤스로이스, 레오나르도, 탈레스, 사프랑, 사브)

멀티플 확장 국면 속, 단기 실적 부진보다 앞으로 확인될 성장성이 중요

- 한국 방산 기업들의 4Q25 영업이익은 컨센서스 대비 대체로 하회할 것으로 예상. 2025년의 경우 1~3분기 동안 눈높이가 높아져 있고, 통상적으로 4분기는 국내 매출 상승에 따라 저마진 사업 비중이 증가. 또한 개발비, 성과급 등의 비용이 집중되고 예산 집행 여부에 따른 사업 지연 등 예측 불가능한 요소가 포함되기 때문
- 방산 업종에 대한 비중 확대 의견 견지. 다가오는 실적 발표에서 분기 실적 부진보다 2026년 수주 및 실적 가이던스 확인이 더 중요하다고 판단
- 멀티플 확장 국면 속, 결국 초점은 신규 수주에 집중될 것. 폐쇄적인 방산 기조에도, 한국 무기 체계에 대한 수요 증가가 확인되고 있음. 오히려, 2026년에는 기존 수출 지역 외에도 미국, 서유럽, 중남미, 아프리카 등 신규 지역 내 대형 사업의 수주 가시성이 높아지고 있는 것으로 파악. 파악된 사업 규모만 100조원 이상으로 추정
- 한국 기업들의 높은 실적 기저에도 이익 성장률 측면에서 유럽, 미국 방산 기업 대비 매력적이라고 판단
한국 방산 4사의 2025년, 2026년 평균 영업이익 성장률은 각각 80.2%, 39.9%으로, 이제 막 증설 중인 유럽 75.4%, 23.1% 미국 32.9%, 12.6% 대비 높은 수준

주요 방산 4사 4Q25E Preview

(십억원)		추정치	컨센서스	차이(%)	부합여부
한화에어로스페이스	매출	8,665.7	8,623.8	0.5	부합
	영업이익	1,118.5	1,210.1	-7.6	하회
한국항공우주	매출	1,460.6	1,468.7	-0.6	부합
	영업이익	94.4	118.9	-20.6	하회
현대로템	매출	1,883.4	1,730.2	8.9	상회
	영업이익	331.7	325.3	2.0	부합
LIG넥스원	매출	1,212.3	1,240.2	-2.2	부합
	영업이익	64.3	71.1	-9.6	하회

자료: 에프엔가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

주요 방산 4사 잠재 수주 파이프라인

기업명	수요	품목	규모(추정치 포함)
한화에어로스페이스	사우디 MNG	장갑차, K9, 천무 등	10~40조원
	노르웨이 천무	천무	-
	핀란드 K9	K9	-
	루마니아 레드백	레드백	4조원
	폴란드 EC3	K9	-
	스페인 K9	K9	7.6조원
	미국 K9	K9	-
한국항공우주	미국 MCS	155mm 장약	-
	미국	T-50	7조원
	이집트	FA-50	1.4조원
	말레이시아 2차	FA-50	1.2조원
	필리핀	KF-21	10조원
	인도네시아	KF-21	-
	UAE	KF-21	22조원
현대로템	말레이시아	KF-21	-
	폴란드	KF-21	-
	페루	K2 전차	3조원
	이라크	K2 전차	10조원
	루마니아	K2 전차	10조원
LIG넥스원	모로코	K2 전차	10조원
	사우디	천궁-II	4조원
		L-SAM	4조원
	이라크	L-SAM	4조원
	UAE	L-SAM	4조원
	미국	비공	4조원

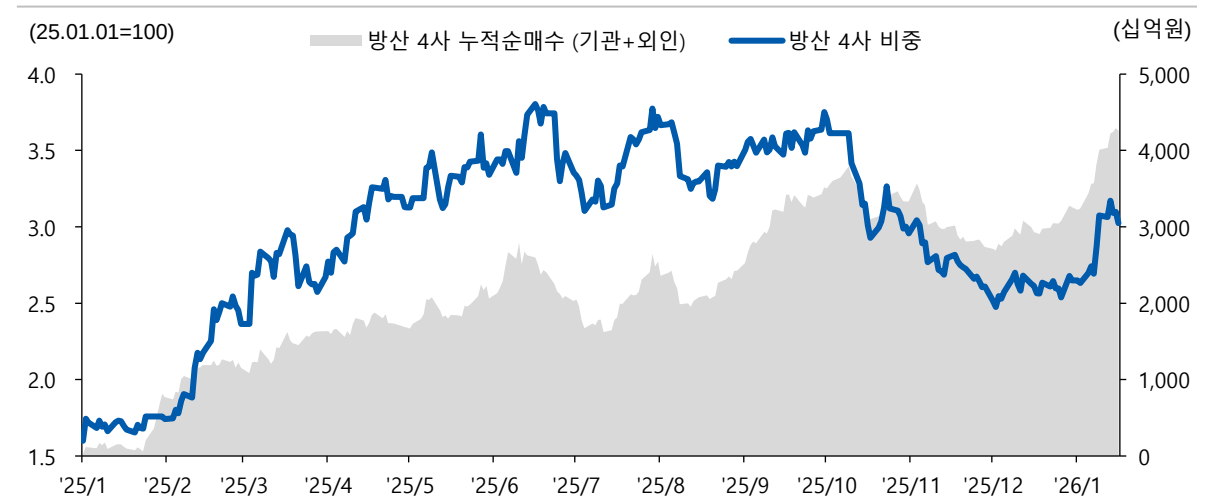
자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

블룸버그 컨센서스 기준 지역별 영업이익 성장률 비교

	한국				미국				유럽						
(%)	한화에어로 스페이스	한국 항공우주	현대로템	LIG넥스원	Lockheed martin	RTX	General Dynamics	Northrop Grumman	Rheinmetall	BAE Systems	RollsRoyce Holdings	Leonardo	Thales	safran	Saab
'25년 영업이익 성장률	103.0	27.3	135.7	54.8	17.4	84.5	19.6	10.3	53.9	38.4	33.2	64.5	148.1	48.7	65.7
평균	80.2				32.9				75.4						
'26년 영업이익 성장률	28.7	64.9	31.5	34.6	22.7	9.3	9.9	8.4	51.8	8.9	10.6	16.3	11.5	15.0	24.8
평균	39.9				12.6				23.1						

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주요 방산 4사 기관, 외인 누적 순매수 추이 및 코스피 대비 비중 추이



자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

한화에어로스페이스 (012450): 4Q25 Preview, 다시 시작되는 수주 랠리

방산



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	1,700,000원 (U)
현재주가 (1/19)	1,330,000원
상승여력	28%

시가총액	685,793억원		
총발행주식수	51,563,401주		
60일 평균 거래대금	2,134억원		
60일 평균 거래량	215,756주		
52주 고	1,330,000원		
52주 저	371,726원		
외인지분율	44.95%		
주요주주	한화 외 6인 35.78%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	50.5	45.8	253.1
상대	23.3	11.5	81.7
절대(달러환산)	50.7	40.6	249.4

- 4Q25E 영업이익 컨센서스 대비 하회:** 한화에어로스페이스의 4Q25E 연결기준 실적은 매출액 8조 6,657억원(YoY +79.6%), 영업이익 1조 1,185억원(YoY +24.3%, OPM 12.9%)으로 컨센서스 대비 매출액은 부합, 영업이익은 하회할 전망. 동기간 별도기준 지상방산 부문 매출액 3조 3,351억원(YoY -0.4%) 영업이익 7,574억원(YoY -12.9%, OPM 22.6%)을 예상. 1)상반기 이월된 일회성 비용과 실적 호조에 따른 성과급 등이 반영되고, 2)4분기에 집중되는 내수 매출 등을 감안하면 마진율 축소가 불가피할 전망. 한편, 2026년 폴란드 K9 1차 계약의 주장비 인도가 마무리되고, 2차 계약 물량 인도 시작. 이에 폴란드향 K9 인도량이 감소할 가능성이 존재하나, 이집트, 호주향 K9와 폴란드 천무 주장비 및 미사일 등 부속품 납품 증가로 증익 기조는 견조할 전망
- 다시 시작되는 수주 랠리:** 최근 5.6조원 규모 폴란드 천무 3차 계약 체결. 이외 에스토니아 천무, 노르웨이 K9, 스웨덴 장약 등 3Q25 이후 약 6.4조원의 신규 수주 확보. 1H26 내 수주 가시성이 높은 사업으로 사우디 MNG, 노르웨이 천무, 핀란드 K9, 루마니아 레드백 등이 존재. 특히, 사우디 MNG 사업은 2/8~14 예정된 사우디 WDS에서 세부 계획 발표 기대. 또한 연간으로 폴란드 3차, 스페인, 미국 K9 등의 사업이 물 밑에서 논의 중인 것으로 파악. 이 외 미국 장약 공장의 연내 착공 시작 등, 폴란드 외에도 지역별로 다변화된 수주 랠리 기대
- 목표주가 1,700,000원으로 상향:** 투자의견 Buy 유지, 목표주가 1,700,000원으로 상향. 목표주가는 SOTP 방식으로 산정. 러·우 외에도 베네수엘라, 그린란드, 이란 등으로 지정학적 긴장도가 확산되면서 1)글로벌 Peer의 평균 멀티플이 확대. 또한 2)주요 자회사의 지분가치 상승 분을 반영했으며, 3)지상방산 부문의 수출 비중 증가와 비폴란드 향에서 확인된 수익성에 기인하여 NOPLAT 추정치를 상향 조정

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,890	11,240	26,947	28,719	34,848
매출액증가율	11.8	42.5	139.7	6.6	21.3
영업이익	594	1,732	3,400	4,026	5,458
영업이익률	7.5	15.4	12.6	14.0	15.7
지배주주귀속이익	818	2,299	2,256	2,769	3,919
지배주주 귀속 EPS	15,886	46,183	45,883	53,696	76,009
증가율	318.5	190.7	-0.6	17.0	41.6
PER	7.0	5.5	20.5	24.8	17.5
PBR	1.6	2.4	4.3	4.9	3.8
EV/EBITDA	9.6	12.8	17.3	19.0	13.9
ROA	4.7	7.3	4.7	5.1	6.6
ROE	25.6	53.9	27.6	21.9	24.7

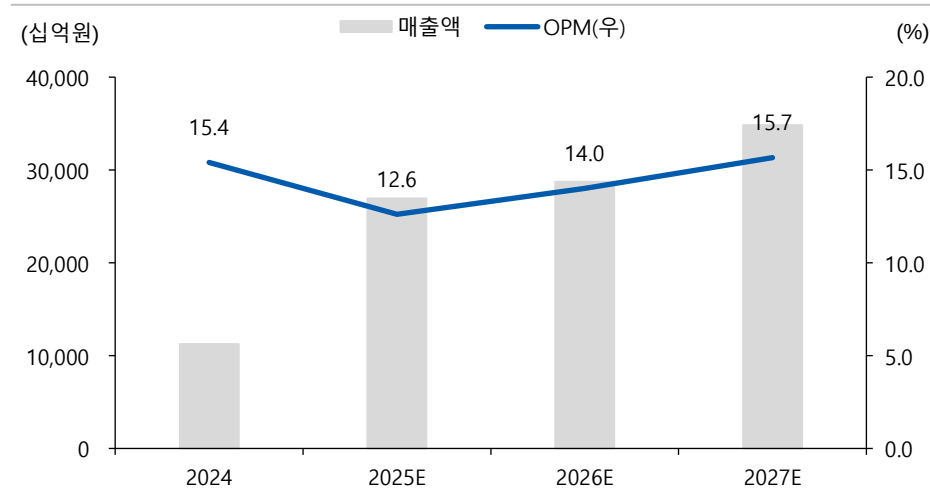
자료: 유안타증권 리서치센터

4Q25E 실적 Preview

		4Q25E			
(십억원)	변경 전	변경 후	차이(%)	Cons	차이(%)
연결 매출액	8,694.9	8,665.7	-0.3	8,623.8	0.5
YoY %	80.2	79.6			
항공우주	630.9	652.8	3.5		
지상방산	3,553.1	3,351.8	-5.7		
한화시스템	1,351.7	1,365.0	1.0		
한화오션	3,473.4	3,566.9	2.7		
세트렉아이	62.1	62.1	0.0		
연결 영업이익	1,103.0	1,118.5	1.4	1,210.1	-7.6
YoY %	22.6	24.3			
OPM %	12.7	12.9	+0.2%p	14.0	-1.1%p

자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 추이 및 전망



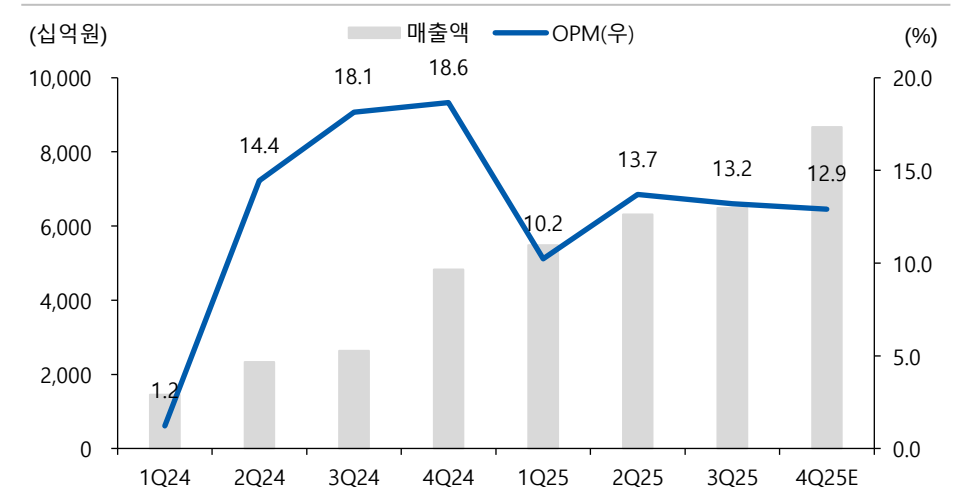
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
연결 매출액	26,976.6	29,099.1	32,884.0	26,947.3	28,719.1	34,847.6	-0.1	-1.3	6.0
YoY %	140.0	7.9	13.0	139.7	6.6	21.3			
항공우주	2,414.7	2,517.0	2,796.5	2,436.5	2,684.4	2,952.2	0.9	6.6	5.6
지상방산	8,593.5	9,977.4	11,612.8	8,392.3	10,779.9	13,005.6	-2.3	8.0	12.0
한화시스템	3,617.7	4,550.0	4,712.0	3,631.0	4,272.7	4,335.0	0.4	-6.1	-8.0
한화오션	12,934.0	14,196.5	14,790.8	13,027.5	13,745.7	15,648.4	0.7	-3.2	5.8
세트렉아이	197.0	236.3	283.5	197.0	236.3	283.5			
연결 영업이익	3,384.5	3,789.0	5,162.5	3,400.1	4,026.0	5,458.5	0.5	6.3	5.7
YoY %	95.4	12.0	36.2	96.3	18.4	35.6			
OPM %	12.5	13.0	15.7	12.6	14.0	15.7	+0.1%p	+1.0%p	-

자료: 유안타증권 리서치센터

분기 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	'24	'25E	'26E	'27E
연결 매출액	1,449.1	2,334.8	2,631.2	4,825.0	5,484.2	6,311.0	6,486.5	8,665.7	11,240.1	26,947.3	28,719.1	34,847.6
YoY %	-12.4	54.3	61.9	55.8	278.4	170.3	146.5	79.6	42.5	139.7	6.6	21.3
항공우주	429.7	542.7	477.9	595.2	530.9	648.9	604.0	652.8	2,045.5	2,436.5	2,684.4	2,952.2
지상방산	655.3	1,329.6	1,656.0	3,364.7	1,157.5	1,773.2	2,109.8	3,351.8	7,005.6	8,392.3	10,779.9	13,005.6
한화시스템	544.2	687.0	639.0	933.5	690.1	768.2	807.7	1,365.0	2,803.7	3,631.0	4,272.7	4,335.0
한화오션					3,143.1	3,294.1	3,023.4	3,566.9	10,776.0	13,027.5	13,745.7	15,648.4
세트렉아이	31.7	47.4	43.7	48.4	40.0	44.5	50.4	62.1	171.2	197.0	236.3	283.5
연결 영업이익	17.7	337.2	477.2	899.7	560.8	864.4	856.4	1,118.5	1,731.9	3,400.1	4,026.0	5,458.5
YoY %	-90.7	727.8	457.7	224.7	3,060.1	156.3	79.5	24.3		96.3	18.4	35.6
OPM %	1.2	14.4	18.1	18.6	10.2	13.7	13.2	12.9	15.4	12.6	14.0	15.7

자료: 유안타증권 리서치센터

지상방산 부문 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	'24	'25E	'26E	'27E
매출액	655.3	1,329.6	1,656.0	3,364.7	1,157.5	1,773.2	2,109.8	3,351.8	7,005.6	8,392.3	10,779.9	13,005.6
영업이익	-3.9	260.0	439.9	869.8	301.9	522.5	572.6	757.4	1,565.9	2,154.3	2,983.6	3,763.6
OPM %	-0.6	19.6	26.6	25.9	26.1	29.5	27.1	22.6	22.4	25.7	27.7	28.9

자료: 유안타증권 리서치센터

한화에어로스페이스 밸류에이션 테이블

영업가치	구분	산정가치	비고			
지상방산/항공우주	NOPLAT	2,391	(a)	25E~27E 평균, 법인세율 20% 적용 글로벌 Peer 25E~27E 평균 EV/NOPLAT		
	적용 멀티플	31.0	(b)			
	적용 가치(십억원)	74,125	(c)=(a)*(b)			
비영업가치	주요 상장 자회사	전체 시가총액	지분율	할인율(%)	적용 가치	비고
	한화오션	45,594	30.4	50	6,930	1월 19일 증가
	한화시스템	17,154	46.7	50	4,005	1월 19일 증가
	씨트렉아이	1,343	33.6	50	226	1월 19일 증가
	소계	11,162	(d)	자회사 적용 가치 합산		
	구분	산정가치	비고			
	합계(십억원)	85,287	(e)=(c)+(d)	별도 기준 순차입금		
	순차입금(b)	-2,255	(f)			
	적정 시가총액	87,542	(h)=(e)-(f)	자사주 제외(114,613주)		
	발행주식 수	51,448,788				
	적정 주가(원)	1,701,531		1월 19일 증가		
	목표 주가(원)	1,700,000				
	현재 주가(원)	1,330,000				
	상승 여력(%)	27.8				

자료: 유안타증권 리서치센터

지상방산 주요 수출 파이프라인(~2031E)

	국가	규모 (십억원)	대수	25E	26E	27E	28E	29E	30E	31E
K9	호주	794	30		양산					
	이집트	1,995	200		양산					
	폴란드 1차	3,204	212							
	폴란드 2차	3,448	152				양산			
	루마니아	1,383	54			양산				
	인도	371	100							
	베트남	352	25							
	폴란드 차체	403								
천무	폴란드 1차	5,048	218							
	폴란드 2차	2,253	72							
	폴란드 3차	5,600								
	에스토니아	437								
	사우디	402								
레드백	호주	3,165	129			양산				
천공-II	UAE 발사대	389		양산						
	사우디 발사대	628			양산					
	이라크	388								
	사우디 구성품	318								

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer Valuation Table

국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		한화에어로 스페이스	한국항공우주	현대로템	LIG넥스원	Lockheed martin	BAE Systems	Rheinmetall	GE Aerospace	Elbit Systems
시가총액		68.8	16.1	23.5	12.2	198.8	123.8	151.2	505.8	48.7
매출액	2024	11.2	3.6	4.4	3.3	96.9	45.9	14.4	52.8	9.3
	2025F	27.0	3.7	5.9	4.1	109.6	60.6	20.4	61.2	11.6
	2026F	30.5	5.4	7.1	4.8	114.4	64.9	27.6	68.8	12.8
	2027F	33.3	6.6	8.4	5.6	119.2	69.6	37.6	75.2	13.8
영업이익	2024	1.7	0.2	0.5	0.2	9.6	4.7	2.1	7.5	0.7
	2025F	3.5	0.3	1.1	0.4	11.2	6.5	3.2	13.1	1.0
	2026F	4.5	0.5	1.4	0.5	13.8	7.1	4.8	14.9	1.3
	2027F	5.4	0.7	1.8	0.6	14.3	7.7	7.1	16.8	1.4
순이익	2024	2.3	0.2	0.4	0.2	7.3	3.4	1.1	8.9	0.4
	2025F	1.5	0.2	0.8	0.3	7.5	4.4	2.0	9.8	0.8
	2026F	2.4	0.4	1.1	0.4	9.8	4.9	3.2	11.0	1.0
	2027F	3.0	0.5	1.5	0.5	10.4	5.4	4.7	12.7	1.1
PER	2024	7.1	31.1	13.3	21.7	17.6	17.7	33.2	36.3	36.2
	2025F	45.3	74.2	28.8	38.5	26.7	27.8	70.3	52.2	58.2
	2026F	28.1	42.1	21.3	30.1	19.9	24.9	46.1	45.8	51.6
	2027F	23.1	31.0	16.0	22.8	18.6	22.4	31.1	39.2	45.3
PBR	2024	3.0	3.1	2.7	4.0	18.0	3.0	6.6	9.3	3.6
	2025F	7.4	8.6	7.7	8.4	22.8	5.1	16.6	18.2	8.0
	2026F	6.0	7.3	5.7	6.8	19.8	4.8	13.2	16.7	7.3
	2027F	4.8	6.2	4.3	5.4	17.2	4.4	10.1	15.1	6.5
ROE	2024	53.9	10.4	21.8	19.6	81.0	17.6	19.5	28.0	10.3
	2025F	21.4	12.1	32.2	23.5	84.6	18.0	25.7	37.1	15.7
	2026F	23.9	19.1	30.9	24.7	105.8	18.8	30.6	41.9	15.3
	2027F	23.6	22.1	29.9	26.2	101.2	19.6	34.4	45.4	15.6
EV/EBITDA	2024	13.9	18.3	9.9	15.2	15.0	11.0	15.8	31.8	17.1
	2025F	19.3	42.8	19.8	28.1	16.6	16.8	38.0	38.1	37.0
	2026F	15.4	28.3	15.1	21.5	13.9	15.5	26.5	34.0	31.5
	2027F	13.1	22.6	11.8	17.0	13.4	14.3	18.2	30.3	28.5

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 / 단위: 조원, %, 배
 주: 1)국내 단위, 해외 단위 모두 조원으로 통일, 2)2026/01/19 종가기준

한화에어로스페이스(012450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	7,890	11,240	26,947	28,719	34,848	
매출원가	6,462	8,370	21,135	20,857	25,228	
매출총이익	1,428	2,870	5,812	7,862	9,619	
판매비	834	1,138	2,412	3,836	4,161	
영업이익	594	1,732	3,400	4,026	5,458	
EBITDA	933	2,063	3,763	4,426	5,914	
영업외손익	536	916	-342	-273	-145	
외환관련손익	5	92	0	0	0	
이자손익	-69	-173	-295	-318	-276	
관계기업관련손익	16	105	105	105	105	
기타	585	890	-152	-60	25	
법인세비용차감전순손익	1,131	2,647	3,058	3,753	5,313	
법인세비용	232	136	566	694	983	
계속사업순손익	899	2,511	2,493	3,059	4,330	
중단사업순손익	78	29	0	0	0	
당기순이익	977	2,540	2,493	3,059	4,330	
지배지분순이익	818	2,299	2,256	2,769	3,919	
포괄순이익	819	2,598	2,551	3,117	4,388	
지배지분포괄이익	750	2,376	2,332	2,850	4,013	

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	1,390	1,393	-5,244	1,998	4,144	
당기순이익	977	2,540	2,493	3,059	4,330	
감가상각비	261	259	293	331	389	
외환손익	19	-11	0	0	0	
중속,관계기업관련손익	-16	-105	-105	-105	-105	
자산부채의 증감	462	-903	-7,595	-956	-137	
기타현금흐름	-312	-386	-329	-330	-332	
투자활동 현금흐름	-3,029	-1,367	-1,220	-975	-1,587	
투자자산	-2,423	-602	-655	-183	-473	
유형자산 증가 (CAPEX)	-453	-578	-778	-889	-1,210	
유형자산 감소	3	2	0	0	0	
기타현금흐름	-155	-189	213	97	96	
재무활동 현금흐름	368	1,066	6,255	499	-369	
단기차입금	393	4,150	1,795	382	-38	
사채 및 장기차입금	145	2,778	300	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	23	0	30	
현금의 증감	-1,263	1,161	-185	1,523	2,219	
기초 현금	3,070	1,806	2,968	2,782	4,305	
기말 현금	1,806	2,968	2,782	4,305	6,524	
NOPLAT	594	1,732	3,400	4,026	5,458	
FCF	937	815	-6,022	1,109	2,934	

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	30,498	33,874	38,387	
현금및현금성자산	1,806	2,968	2,782	4,305	6,524	
매출채권 및 기타채권	2,119	8,884	9,551	10,037	10,635	
채고자산	2,869	6,290	7,034	7,175	7,318	
비유동자산	10,351	20,469	21,539	22,210	23,437	
유형자산	3,410	8,320	8,805	9,363	10,184	
관계기업등 지분관련자산	3,204	964	1,446	1,590	1,930	
기타투자자산	739	1,453	1,626	1,664	1,797	
자산총계	19,543	43,337	52,037	56,084	61,823	
유동부채	12,077	25,516	27,821	28,808	30,140	
매입채무 및 기타채무	1,879	4,270	4,700	5,009	6,078	
단기차입금	1,374	5,153	6,903	7,253	7,103	
유동성장기부채	1,165	965	965	965	965	
비유동부채	2,782	6,456	6,271	6,392	6,588	
장기차입금	759	2,458	2,758	2,758	2,758	
사채	642	1,707	1,707	1,707	1,707	
부채총계	14,859	31,973	34,092	35,200	36,728	
지배지분	3,528	4,995	11,339	13,988	17,789	
자본금	266	240	240	240	240	
자본잉여금	192	207	4,395	4,395	4,395	
이익잉여금	2,627	4,747	6,843	9,435	13,177	
비지배지분	1,156	6,369	6,606	6,896	7,307	
자본총계	4,684	11,364	17,944	20,884	25,095	
순차입금	2,350	7,505	9,871	8,701	6,413	
총차입금	4,259	11,190	13,285	13,667	13,629	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	15,886	46,183	45,883	53,696	76,009	
BPS	68,645	108,088	220,391	271,890	345,752	
EBITDAPS	18,138	41,440	76,537	85,844	114,703	
SPS	153,312	225,800	548,042	556,967	675,820	
DPS	1,771	3,443	3,443	3,443	3,443	
PER	7.0	5.5	20.5	24.8	17.5	
PBR	1.6	2.4	4.3	4.9	3.8	
EV/EBITDA	9.6	12.8	17.3	19.0	13.9	
PSR	0.7	1.1	1.7	2.4	2.0	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	11.7	42.5	139.7	6.6	21.3	
영업이익 증가율 (%)	48.4	191.4	96.3	18.4	35.6	
지배순이익 증가율 (%)	318.5	181.2	-1.9	22.7	41.6	
매출총이익률 (%)	18.1	25.5	21.6	27.4	27.6	
영업이익률 (%)	7.5	15.4	12.6	14.0	15.7	
지배순이익률 (%)	10.4	20.5	8.4	9.6	11.2	
EBITDA 마진 (%)	11.8	18.4	14.0	15.4	17.0	
ROIC	12.7	16.7	11.8	13.2	16.8	
ROA	4.7	7.3	4.7	5.1	6.6	
ROE	25.6	53.9	27.6	21.9	24.7	
부채비율 (%)	317.2	281.3	190.0	168.5	146.4	
순차입금/자기자본 (%)	66.6	150.3	87.1	62.2	36.1	
영업이익/금융비용 (배)	4.0	7.1	8.8	9.5	12.7	

한국항공우주 (047810): 4Q25 Preview, 올해 수주 가이드런스 주목

방산



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

투자 의견	BUY (M)
목표주가	193,000원 (U)
현재주가 (1/19)	165,500원
상승여력	17%

시가총액	161,321억원
총발행주식수	97,475,107주
60일 평균 거래대금	1,049억원
60일 평균 거래량	858,369주
52주 고	166,600원
52주 저	49,850원
외인지분율	31.01%
주요주주	한국수출입은행 26.41%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	52.1 73.1 207.6
상대	24.7 32.3 58.3
절대(달러환산)	52.4 66.9 204.4

- 4Q25E 영업이익 컨센서스 대비 하회:** 한국항공우주의 4Q25E 연결기준 실적은 매출액 1조 4,606억원(YoY +33.4%), 영업이익 944억원(YoY +124.0%, OPM 6.5%)으로 컨센서스 대비 매출액(1조 4,687억원)은 부합, 영업이익(1,189억원)은 하회할 전망. 국내 LAH, FA-50GF 상환기, 인도네시아 TA-50 등 주요 완제기 납품 일정이 1Q26으로 순연되고, BEP 수준의 관용 헬기 납품 증가 및 이라크 CLS 등 고수익 사업 비중이 축소되며 마진율 하락 불가피. 한편, 2026년은 매출액과 영업이익이 전년대비 각각 +55.0%, +72.0% 증가하며 주요 방산 기업 대비 높은 성장세 예상. 이연된 완제기 납품이 완료되고, 2H26 KF-21 인도 시작 및 연중 폴란드, 말레이시아, 필리핀 FA-50 진행률 인식 확대가 예상되기 때문. 참고로 예정된 완제기 인도 대수는 2025년 10대 중반에서 2026년 60대 이상으로 증가된 것으로 파악됨
- 올해 수주 가이드런스 주목:** T-50 플랫폼의 제품 수명주기 확장과 KF-21의 신규 수출도 기대되는 부분. T-50 플랫폼 관련 미국 UJTS는 2월 RFP가 발행될 예정이며, 이집트 훈련기, 말레이시아 2차 사업 수주 가시성이 높아지는 상황. 힌트는 지난 12월 한화에어로스페이스가 공시한 약 4,700억 규모 T-50 수출사업용 엔진(48대 분량 추정). 또한 KF-21의 개발이 사실상 완료되었고, 블록2 연구개발도 예정보다 1년 빠르게 시작. 필리핀, 인도네시아, UAE, 말레이시아, 폴란드 등이 도입 의향을 밝히면서 KF-21 첫 수출 계약이 가시화되는 중. 다가오는 실적 발표에서 신규 수주 가이드런스에 KF-21 포함 여부가 주요 관련 포인트. 이후 2/8~14 개최 예정인 사우디 WDS 주목할 필요
- 목표주가 193,000원으로 상향:** 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 193,000원으로 상향. 1) 글로벌 Peer 평균 PER 33.8배(기존 27.7배)로 확대, 2) 2027년 당기순이익 추정치 5,580억원(기존 4,730억원) 으로 상향 조정. 올해부터 수출 양산 본격화 및 KF-21 수주 기대감 부각 전망

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,819	3,634	3,690	5,720	7,011
매출액증가율	37.0	-4.8	1.5	55.0	22.6
영업이익	248	241	287	493	701
영업이익률	6.5	6.6	7.8	8.6	10.0
지배주주귀속순이익	224	172	197	371	562
지배주주 귀속 EPS	2,298	1,765	2,021	3,803	5,765
증가율	89.1	-23.2	14.5	88.2	51.6
PER	21.5	30.5	56.6	43.5	28.7
PBR	3.0	3.1	6.1	7.6	6.2
EV/EBITDA	12.8	18.0	31.2	27.9	20.0
ROA	3.0	2.3	2.3	3.7	4.8
ROE	14.8	10.4	11.1	18.6	23.7

자료: 유안타증권 리서치센터

4Q25E 실적 Preview

		4Q25E			
(십억원)	변경 전	변경 후	차이(%)	Cons	차이(%)
매출액	1,689.7	1,460.6	-13.6	1,468.7	0.6
영업이익	108.9	94.4	-13.3	118.9	26.0
OPM(%)	6.4	6.5	0.0	8.1	1.6

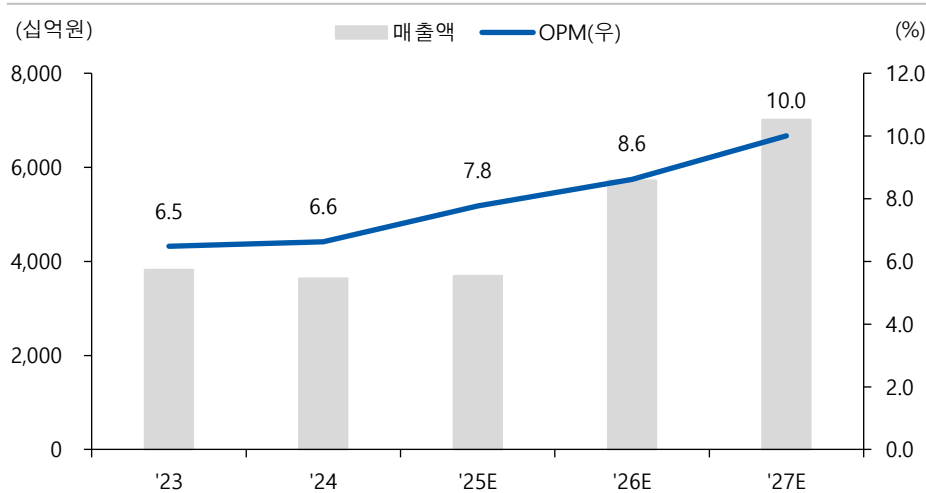
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	3,919.4	5,602.3	6,493.4	3,690.3	5,720.4	7,010.7	-5.8	2.1	8.0
영업이익	301.1	491.3	650.5	286.6	493.0	701.2	-4.8	0.3	7.8
OPM(%)	7.7	8.8	10.0	7.8	8.6	10.0	0.1	-0.2	0.0

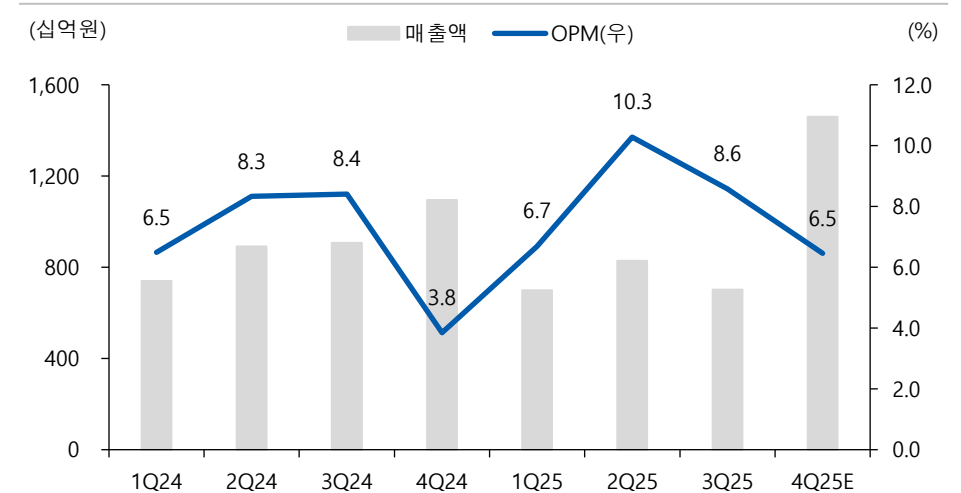
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

분기 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	'24	'25E	'26E	'27E
연결 매출액	739.9	891.8	907.2	1,094.8	699.3	828.3	702.1	1,460.6	3,633.7	3,690.3	5,720.4	7,010.7
YoY %	30.1	21.6	-9.9	-27.5	-5.5	-7.1	-22.6	33.4	30.4	1.6	55.0	22.6
국내사업	445.3	505.4	447.7	737.9	330.5	371.8	269.3	642.0	2,136.3	1,613.5	3,234.9	3,672.3
완제기수출	90.6	150.6	243.4	155.7	171.1	227.3	163.8	414.2	640.3	976.3	1,262.3	2,019.9
기체부품	198.2	223.8	206.1	193.7	191.2	218.2	245.0	381.4	821.8	1,035.8	1,182.9	1,271.7
연결 영업이익	48.0	74.3	76.3	42.1	46.8	85.2	60.2	94.4	240.7	286.6	493.0	701.2
YoY %	147.5	785.6	16.7	-72.7	-2.5	14.7	-21.1	124.0	70.0	19.1	72.0	42.2
OPM %	6.5	8.3	8.4	3.8	6.7	10.3	8.6	6.5	6.6	7.8	8.6	10.0

자료: 유안타증권 리서치센터

한국항공우주 밸류에이션 테이블

구분	내용	비고
당기순이익(십억원)	558	(a) 2027년 순이익
Target PER(배)	33.8	(b) 글로벌 Peer 25E~27E 평균 PER
기업가치(십억원)	17,756	(c)=(a)*(b)
주식수(천주)	97,475	(d)
주당가치(원)	182,155	(e)=(c)/(d)
목표주가(원)	193,000	
현재주가(원)	165,500	1월 19일 종가
상승여력(%)	16.6	

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer Valuation Table

국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

(조원, %, 배)		한국항공우주	한화에어로 스페이스	현대로템	LIG넥스원	RTX	Leonardo	Hindustan Aeronautics	Elbit Systems	GE Aerospace
시가총액		16.1	68.8	23.5	12.2	399.3	58.5	48.5	48.7	505.8
매출액	2024	3.6	11.2	4.4	3.3	110.2	26.2	5.1	9.3	52.8
	2025F	3.7	27.0	5.9	4.1	127.8	32.8	5.6	11.6	61.2
	2026F	5.4	30.5	7.1	4.8	135.9	35.7	6.6	12.8	68.8
	2027F	6.6	33.3	8.4	5.6	144.5	38.3	7.7	13.8	75.2
영업이익	2024	0.2	1.7	0.5	0.2	8.9	1.8	1.4	0.7	7.5
	2025F	0.3	3.5	1.1	0.4	16.5	2.9	1.4	1.0	13.1
	2026F	0.5	4.5	1.4	0.5	18.0	3.4	1.7	1.3	14.9
	2027F	0.7	5.4	1.8	0.6	19.9	3.9	2.0	1.4	16.8
순이익	2024	0.2	2.3	0.4	0.2	6.5	1.6	1.4	0.4	8.9
	2025F	0.2	1.5	0.8	0.3	12.3	1.9	1.4	0.8	9.8
	2026F	0.4	2.4	1.1	0.4	13.2	2.3	1.6	1.0	11.0
	2027F	0.5	3.0	1.5	0.5	14.7	2.6	1.9	1.1	12.7
PER	2024	31.1	7.1	13.3	21.7	20.1	13.9	29.2	36.2	36.3
	2025F	74.2	45.3	28.8	38.5	32.6	30.7	33.8	58.2	52.2
	2026F	42.1	28.1	21.3	30.1	30.1	25.8	29.3	51.6	45.8
	2027F	31.0	23.1	16.0	22.8	27.1	22.0	25.6	45.3	39.2
PBR	2024	3.1	3.0	2.7	4.0	2.6	1.7	7.6	3.6	9.3
	2025F	8.6	7.4	7.7	8.4	4.2	3.5	7.4	8.0	18.2
	2026F	7.3	6.0	5.7	6.8	4.0	3.2	6.3	7.3	16.7
	2027F	6.2	4.8	4.3	5.4	3.8	2.9	5.5	6.5	15.1
ROE	2024	10.4	53.9	21.8	19.6	8.0	12.8	28.9	10.3	28.0
	2025F	12.1	21.4	32.2	23.5	13.2	11.2	22.9	15.7	37.1
	2026F	19.1	23.9	30.9	24.7	13.7	12.3	22.5	15.3	41.9
	2027F	22.1	23.6	29.9	26.2	14.6	13.2	22.0	15.6	45.4
EV/EBITDA	2024	18.3	13.9	9.9	15.2	17.1	9.3	21.7	17.1	31.8
	2025F	42.8	19.3	19.8	28.1	21.8	15.4	25.3	37.0	38.1
	2026F	28.3	15.4	15.1	21.5	20.0	13.2	21.6	31.5	34.0
	2027F	22.6	13.1	11.8	17.0	18.3	11.9	18.4	28.5	30.3

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 2026/01/19 종가기준

한국항공우주(047810) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	3,819	3,634	3,690	5,720	7,011	
매출원가	3,355	3,152	3,092	4,759	5,721	
매출총이익	464	481	598	962	1,290	
판매비	216	241	312	469	589	
영업이익	248	241	287	493	701	
EBITDA	369	345	400	616	832	
영업외손익	21	-44	-64	-63	-58	
외환관련손익	8	-4	-6	-1	-4	
이자손익	16	-23	-46	-51	-43	
관계기업관련손익	0	-2	2	2	2	
기타	-3	-14	-14	-14	-14	
법인세비용차감전순손익	269	197	222	430	643	
법인세비용	47	26	27	61	85	
계속사업순손익	221	171	196	368	558	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	221	171	196	368	558	
지배지분순이익	224	172	197	371	562	
포괄순이익	191	156	181	353	543	
지배지분포괄이익	194	157	182	356	547	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	-700	-728	-237	424	612	
당기순이익	221	171	196	368	558	
감가상각비	91	82	92	102	111	
외환손익	12	11	6	1	4	
중속, 관계기업관련손익	0	2	-2	-2	-2	
자산부채의 증감	-1,218	-1,166	-654	-170	-183	
기타현금흐름	193	171	126	125	125	
투자활동 현금흐름	-108	-189	-164	-193	-186	
투자자산	12	-48	0	-13	-8	
유형자산 증가 (CAPEX)	-78	-161	-170	-180	-180	
유형자산 감소	0	1	0	0	0	
기타현금흐름	-42	20	6	1	3	
재무활동 현금흐름	-546	369	333	-24	6	
단기차입금	3	394	400	53	102	
사채 및 장기차입금	-519	42	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-24	-49	-49	-58	-78	
기타현금흐름	-6	-18	-18	-18	-18	
연결범위변동 등 기타	-11	4	83	147	149	
현금의 증감	-1,366	-543	14	355	581	
기초 현금	2,024	658	115	129	484	
기말 현금	658	115	129	484	1,065	
NOPLAT	248	241	287	493	701	
FCF	-778	-889	-407	244	432	

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	4,681	5,439	6,378	8,118	9,799	
현금및현금성자산	658	115	129	484	1,065	
매출채권 및 기타채권	422	428	432	669	820	
채고자산	1,736	2,359	3,185	3,622	4,295	
비유동자산	2,459	2,587	2,644	2,714	2,772	
유형자산	815	913	990	1,068	1,138	
관계기업등 지분관련자산	13	15	15	23	28	
기타투자자산	76	89	89	94	97	
자산총계	7,140	8,026	9,022	10,833	12,570	
유동부채	4,400	4,915	5,767	6,860	7,864	
매입채무 및 기타채무	688	982	997	1,546	1,894	
단기차입금	21	414	814	864	964	
유동성장기부채	378	29	29	29	29	
비유동부채	1,119	1,384	1,395	1,819	2,087	
장기차입금	58	43	43	43	43	
사채	150	549	549	549	549	
부채총계	5,520	6,298	7,162	8,679	9,951	
자배지분	1,597	1,706	1,839	2,136	2,606	
자본금	487	487	487	487	487	
자본잉여금	128	128	128	128	128	
이익잉여금	1,003	1,111	1,259	1,571	2,055	
비지배지분	23	21	20	17	14	
자본총계	1,620	1,727	1,859	2,154	2,619	
순차입금	-133	923	1,322	1,011	519	
총차입금						

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	2,298	1,765	2,021	3,803	5,765	
BPS	16,388	17,500	18,869	21,918	26,731	
EBITDAPS	3,781	3,535	4,102	6,317	8,538	
SPS	39,183	37,279	37,859	58,686	71,923	
DPS	500	500	600	800	1,200	
PER	21.5	30.5	56.6	43.5	28.7	
PBR	3.0	3.1	6.1	7.6	6.2	
EV/EBITDA	12.8	18.0	31.2	27.9	20.0	
PSR	1.3	1.4	3.0	2.8	2.3	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	37.0	-4.9	1.6	55.0	22.6	
영업이익 증가율 (%)	74.8	-2.7	19.1	72.0	42.2	
지배순이익 증가율 (%)	89.1	-23.2	14.5	88.1	51.6	
매출총이익률 (%)	12.1	13.3	16.2	16.8	18.4	
영업이익률 (%)	6.5	6.6	7.8	8.6	10.0	
지배순이익률 (%)	5.9	4.7	5.3	6.5	8.0	
EBITDA 마진 (%)	9.6	9.5	10.8	10.8	11.9	
ROIC	22.8	10.2	8.8	12.7	16.8	
ROA	3.0	2.3	2.3	3.7	4.8	
ROE	14.8	10.4	11.1	18.6	23.7	
부채비율 (%)	340.7	364.7	385.2	402.9	379.9	
순차입금/자기자본 (%)	-8.3	54.1	71.9	47.3	19.9	
영업이익/금융비용 (배)	8.5	7.2	5.8	8.4	11.4	

현대로템 (064350): 4Q25 Preview, 증설에는 이유가 있다

방산



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	300,000원 (M)
현재주가 (1/19)	215,000원
상승여력	40%

시가총액	234,656억원		
총발행주식수	109,142,293주		
60일 평균 거래대금	1,425억원		
60일 평균 거래량	703,986주		
52주 고	244,500원		
52주 저	56,000원		
외인지분율	33.66%		
주요주주	현대자동차 외 3인 33.77%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	19.9	6.7	279.2
상대	(1.7)	(18.4)	95.1
절대(달러환산)	20.1	2.9	275.2

- 4Q25E 컨센서스 대비 매출액은 상회, 영업이익의 부합:** 현대로템의 4Q25E 연결기준 실적은 매출액 1조 8,834억원(YoY +30.7%), 영업이익 3,317억원(YoY +105.1%, OPM 17.6%)으로 컨센서스 대비 매출액(1조 7,302억원)은 상회, 영업이익(3,253억원)은 부합할 전망. 디펜스솔루션 부문 내 폴란드 EC1 잔여 금액과 EC2 초기 매출 인식에 따라 수출 매출 규모는 전분기 대비 확대되었으나, 내수 매출의 계절적 성수기로 수익성은 연중 최저 마진을 예상(OPM 27.1%). 다만, EC1 계약 종료에 따른 일부 충당금 환입이 예상되어 하락폭은 제한적. 이외 레일솔루션과 에코플랜트는 전분기와 유사한 실적 예상
- 증설에는 이유가 있다:** 페루, 이라크, 루마니아 K2 전차 등 약 23조원 규모의 신규 사업이 상반기 내 가시화 예상. 페루 사업은 지난 12월 총괄합의서 체결 후 가격 협상 중인 것으로 파악. 약 20억 달러, K2 전차 54대 규모 수준으로 올해부터 2028년까지 인도 예정. 총 150대의 페루 육군 소요 물량 중 잔여 분은 2029년부터 현지 생산으로 진행. 루마니아 사업은 약 65억 유로, K2전차 216대 규모로 파악되며, 올해 연초부터 시행될 EU SAFE 기금이 재원 마련에 긍정적으로 작용할 전망. 이라크 사업은 약 9조원, 250대 규모로 파악. 올해 미군 철수가 예정된 만큼 전력 공백 대비가 시급한 상황. 이 외 연내 폴란드 EC3 계약도 구체화될 것으로 예상. 이에 발 맞춰, 동사 역시 증설 진행 중. 다만, 올해부터 국내 K2 전차 4차 양산 사업(200대) 인도가 예정됨에 따라 믹스 훼손 불가피. 논의 중인 수출 계약 체결 후 증설 분이 본격 인도되는 2027년부터 이익 성장폭이 재차 확대될 것으로 기대
- 투자의견 Buy, 목표주가 300,000원 유지:** 논의 중인 사업이 예상대비 지연됐으나, 결국은 시간이 해결해줄 문제. 견조한 실적 성장 전망

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,587	4,377	6,097	7,112	8,487
매출액증가율	13.4	22.0	39.3	16.6	19.3
영업이익	210	457	1,070	1,289	1,724
영업이익률	5.9	10.4	17.5	18.1	20.3
지배주주귀속순이익	161	407	906	1,091	1,491
지배주주 귀속 EPS	1,475	3,728	8,301	9,994	13,657
증가율	-18.6	152.7	122.7	20.4	36.7
PER	19.7	11.7	22.6	21.5	15.7
PBR	1.9	2.3	7.1	6.0	4.4
EV/EBITDA	10.9	8.6	17.2	15.8	11.4
ROA	3.2	7.7	14.8	13.9	15.3
ROE	10.1	21.8	36.7	31.9	32.0

자료: 유안타증권 리서치센터

4Q25E 실적 Preview

		4Q25E			
(십억원)	변경 전	변경 후	차이(%)	Cons	차이(%)
매출액	1,846.7	1,883.4	2.0	1,730.2	8.9
영업이익	344.8	331.7	-3.8	325.3	2.0
OPM(%)	18.7	17.6	-1.1	18.8	-1.2

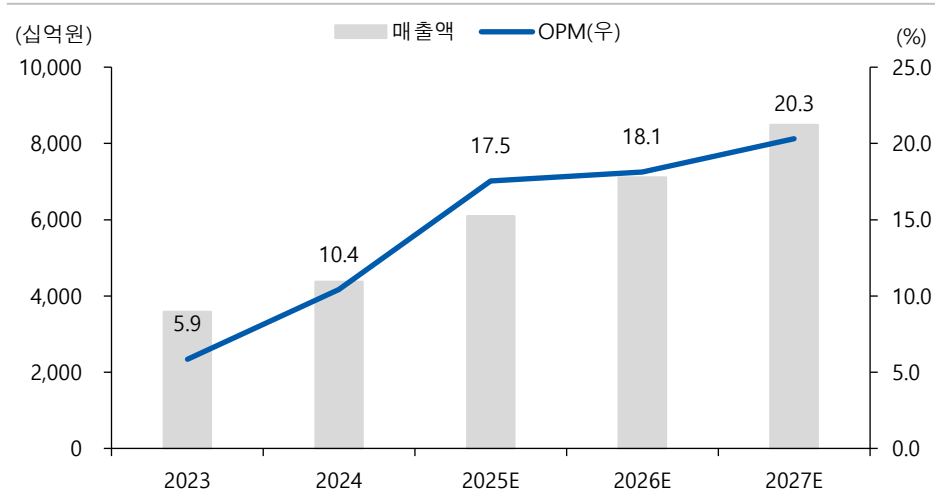
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	6,060.1	6,901.5	7,714.5	6,096.7	7,112.2	8,486.8	0.6	3.1	10.0
영업이익	1,083.0	1,424.7	1,645.5	1,069.8	1,288.6	1,723.9	-1.2	-9.6	4.8
OPM(%)	17.9	20.6	21.3	17.5	18.1	20.3	-0.3	-2.5	-1.0

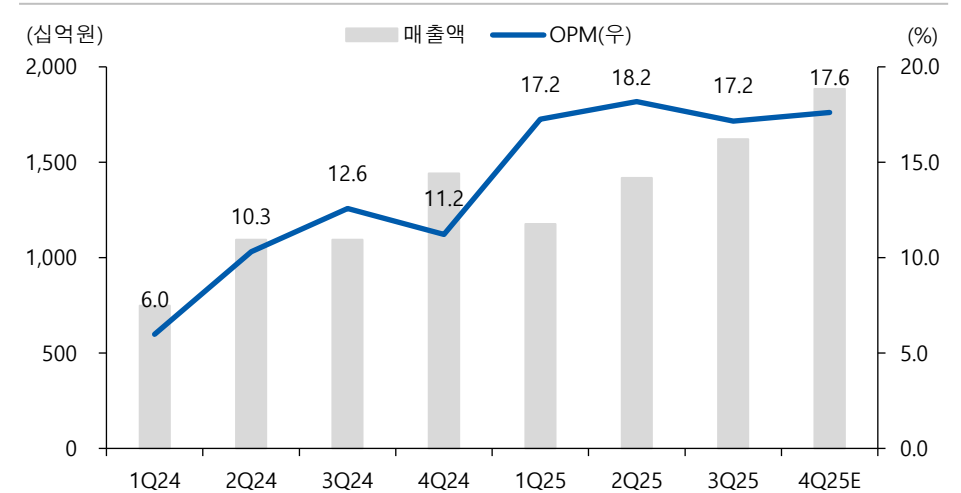
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

분기 실적 추이 및 전망



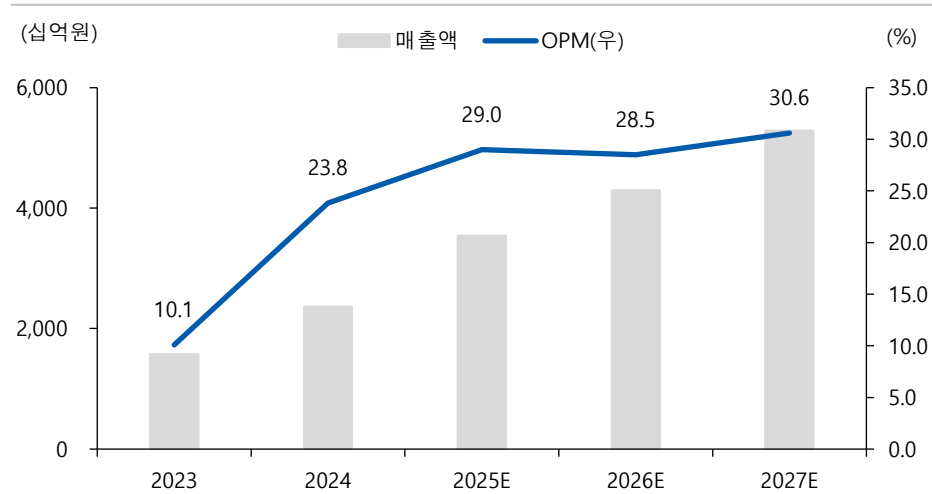
자료: 유안타증권 리서치센터

실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	'24	'25E	'26E	'27E
매출액	747.8	1,094.5	1,093.5	1,440.8	1,176.1	1,417.6	1,619.6	1,883.4	4,376.6	6,096.7	7,112.2	8,486.8
YoY %	9.3	10.9	18.0	45.7	57.3	29.5	48.1	30.7	49.9	21.2	22.9	-14.8
디펜스솔루션	318.0	564.5	584.6	898.1	658.0	761.3	936.1	1,189.3	2,365.2	3,544.7	4,297.4	5,283.1
레일솔루션	276.4	391.4	408.4	419.4	402.5	527.4	540.6	564.1	1,495.6	2,034.6	2,219.7	2,663.7
에코플랜트	153.4	138.6	100.5	123.3	115.7	128.9	142.9	130.0	515.8	517.5	595.1	540.0
영업이익	44.7	112.8	137.4	161.7	202.9	257.6	277.8	331.7	456.6	1,069.8	1,288.6	1,723.9
YoY %	40.0	67.7	234.3	131.7	354.0	128.4	102.1	105.1	117.4	134.3	20.5	0.0
OPM %	6.0	10.3	12.6	11.2	17.2	18.2	17.2	17.6	10.4	17.5	18.1	20.3

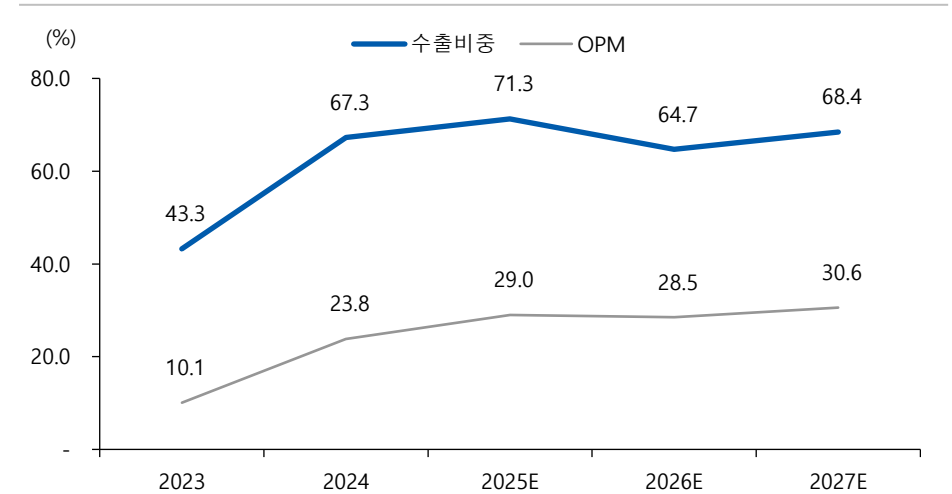
자료: 유안타증권 리서치센터

디펜스솔루션 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

디펜스솔루션 수출 비중 및 영업이익률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

Peer Valuation Table

국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		현대로템	한화에어로 스페이스	한국항공우주	LIG넥스원	Rheinmetall	BAE Systems	General Dynamics
시가총액		23.5	68.8	16.1	12.2	151.2	123.8	146.4
매출액	2024	4.4	11.2	3.6	3.3	14.4	45.9	65.1
	2025F	5.9	27.0	3.7	4.1	20.4	60.6	76.3
	2026F	7.1	30.5	5.4	4.8	27.6	64.9	79.8
	2027F	8.4	33.3	6.6	5.6	37.6	69.6	82.9
영업이익	2024	0.5	1.7	0.2	0.2	2.1	4.7	6.5
	2025F	1.1	3.5	0.3	0.4	3.2	6.5	7.8
	2026F	1.4	4.5	0.5	0.5	4.8	7.1	8.6
	2027F	1.8	5.4	0.7	0.6	7.1	7.7	9.3
순이익	2024	0.4	2.3	0.2	0.2	1.1	3.4	5.2
	2025F	0.8	1.5	0.2	0.3	2.0	4.4	6.2
	2026F	1.1	2.4	0.4	0.4	3.2	4.9	6.8
	2027F	1.5	3.0	0.5	0.5	4.7	5.4	7.4
PER	2024	13.3	7.1	31.1	21.7	33.2	17.7	19.3
	2025F	28.8	45.3	74.2	38.5	70.3	27.8	23.9
	2026F	21.3	28.1	42.1	30.1	46.1	24.9	21.3
	2027F	16.0	23.1	31.0	22.8	31.1	22.4	19.4
PBR	2024	2.7	3.0	3.1	4.0	6.6	3.0	3.2
	2025F	7.7	7.4	8.6	8.4	16.6	5.1	4.0
	2026F	5.7	6.0	7.3	6.8	13.2	4.8	3.8
	2027F	4.3	4.8	6.2	5.4	10.1	4.4	3.6
ROE	2024	21.8	53.9	10.4	19.6	19.5	17.6	17.4
	2025F	32.2	21.4	12.1	23.5	25.7	18.0	18.1
	2026F	30.9	23.9	19.1	24.7	30.6	18.8	18.7
	2027F	29.9	23.6	22.1	26.2	34.4	19.6	19.3
EV/EBITDA	2024	9.9	13.9	18.3	15.2	15.8	11.0	13.4
	2025F	19.8	19.3	42.8	28.1	38.0	16.8	16.8
	2026F	15.1	15.4	28.3	21.5	26.5	15.5	15.4
	2027F	11.8	13.1	22.6	17.0	18.2	14.3	14.4

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 / 단위: 조원, %, 배
 주: 1)국내 단위, 해외 단위 모두 조원으로 통일, 2)2026/01/19 종가기준

현대로템(064350) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	3,587	4,377	6,097	7,112	8,487	
매출원가	3,123	3,548	4,597	5,326	6,075	
매출총이익	464	829	1,499	1,786	2,411	
판매비	254	372	429	498	687	
영업이익	210	457	1,070	1,289	1,724	
EBITDA	250	504	1,126	1,358	1,811	
영업외손익	-29	53	65	54	132	
외환관련손익	-19	18	18	-18	32	
이자손익	0	11	23	48	76	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-10	24	24	24	24	
법인세비용차감전순손익	181	510	1,135	1,343	1,856	
법인세비용	24	104	232	256	371	
계속사업순손익	157	405	902	1,086	1,485	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	157	405	902	1,086	1,485	
지배지분순이익	161	407	906	1,091	1,491	
포괄순이익	156	373	870	1,054	1,452	
지배지분포괄이익	160	376	877	1,063	1,464	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	734	142	886	1,108	1,076	
당기순이익	157	405	902	1,086	1,485	
감가상각비	27	33	42	55	70	
외환손익	8	2	-18	18	-32	
충족, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	437	-541	-274	-197	-614	
기타현금흐름	105	244	234	145	167	
투자활동 현금흐름	-270	233	-261	-272	-357	
투자자산	-5	-2	-3	-2	-3	
유형자산 증가 (CAPEX)	-55	-81	-150	-200	-250	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-211	316	-108	-70	-104	
재무활동 현금흐름	-576	-300	-250	-54	-47	
단기차입금	-115	-19	2		2	
사채 및 장기차입금	-446	-224	-200	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	0	-11	-22	-22	-22	
기타현금흐름	-15	-45	-31	-34	-27	
연결범위변동 등 기타	3	1	-22	67	95	
현금의 증감	-110	76	353	848	767	
기초 현금	506	396	472	825	1,674	
기말 현금	396	472	825	1,674	2,441	
NOPLAT	210	457	1,070	1,289	1,724	
FCF	680	61	736	908	826	

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	0.15	3,686	5,286	6,878	8,651	
현금및현금성자산	396	472	825	1,674	2,441	
매출채권 및 기타채권	405	965	1,352	1,577	1,881	
재고자산	269	316	440	513	612	
비유동자산	1,551	1,599	1,707	1,859	2,055	
유형자산	1,234	1,292	1,400	1,545	1,725	
관계기업등 지분관련자산	0	1	2	2	2	
기타투자자산	54	54	57	59	61	
자산총계	5,241	5,285	6,993	8,737	10,706	
유동부채	3,205	3,020	3,787	4,445	4,910	
매입채무 및 기타채무	1,012	670	933	1,189	1,465	
단기차입금	83	60	60	60	60	
유동성장기부채	253	262	62	62	62	
비유동부채	390	256	348	403	476	
장기차입금	132	3	3	3	3	
사채	115	0	0	0	0	
부채총계	3,595	3,276	4,136	4,848	5,386	
자배지분	1,680	2,045	2,897	3,934	5,370	
자본금	546	546	546	546	546	
자본잉여금	520	520	520	520	520	
이익잉여금	317	689	1,573	2,642	4,110	
비자배지분	-33	-36	-40	-44	-50	
자본총계	1,647	2,009	2,857	3,890	5,320	
순차입금	-413	-419	-1,087	-2,003	-2,862	
총차입금	595	351	154	155	157	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	1,475	3,728	8,301	9,994	13,657	
BPS	15,391	18,737	26,542	36,041	49,203	
EBITDAPS	2,290	4,614	10,315	12,441	16,590	
SPS	32,869	40,100	55,860	65,165	77,759	
DPS	100	200	200	200	200	
PER	19.7	11.7	22.6	21.5	15.7	
PBR	1.9	2.3	7.1	6.0	4.4	
EV/EBITDA	10.9	8.6	17.2	15.8	11.4	
PSR	0.9	1.1	3.4	3.3	2.8	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	13.4	22.0	39.3	16.7	19.3	
영업이익 증가율 (%)	42.4	117.4	134.3	20.4	33.8	
지배순이익 증가율 (%)	-18.6	152.7	122.6	20.4	36.7	
매출총이익률 (%)	12.9	18.9	24.6	25.1	28.4	
영업이익률 (%)	5.9	10.4	17.5	18.1	20.3	
지배순이익률 (%)	4.5	9.3	14.9	15.3	17.6	
EBITDA 마진 (%)	7.0	11.5	18.5	19.1	21.3	
ROIC	12.3	26.3	49.8	53.5	58.7	
ROA	3.2	7.7	14.8	13.9	15.3	
ROE	10.1	21.8	36.7	31.9	32.0	
부채비율 (%)	218.2	163.1	144.7	124.6	101.2	
순차입금/자기자본 (%)	-24.6	-20.5	-37.5	-50.9	-53.3	
영업이익/금융비용 (배)	7.3	27.5	120.7	237.7	314.5	

LIG넥스원 (079550): 4Q25 Preview, L-SAM과 비궁

방산



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

투자 의견	BUY (M)
목표주가	690,000원 (U)
현재주가 (1/19)	554,000원
상승여력	25%

시가총액	121,880억원
총발행주식수	22,000,000주
60일 평균 거래대금	747억원
60일 평균 거래량	166,337주
52주 고	631,000원
52주 저	209,000원
외인지분율	29.91%
주요주주	엘아이지 외 8인 38.21%
주가수익률(%)	1개월 33.2, 3개월 27.8, 12개월 160.1
절대	상대 9.2, 절대(달러환산) 33.4
상대	(2.3), 23.2
절대(달러환산)	157.4

- 4Q25E 영업이익의 컨센서스 대비 하회:** LIG넥스원의 4Q25E 연결기준 실적은 매출액 1조 2,123억원(YoY +3.8%), 영업이익 643억원(YoY +4.0%, OPM 5.3%)으로 컨센서스 대비 매출액(1조 2,402억원)은 부합, 영업이익(711억원)은 하회할 전망. 낮은 수익성은 1)이연된 연구개발비 집행 및 신규 개발 사업 손실충당금 설정 등 비용 확대와 2)저마진 인도네시아 통신 사업이 반영된 것에 기인. 또한 고스트로보틱스의 무형 자산 상각비와 영업 손실 등도 고려. 2026년에도 고스트로보틱스 관련 손실은 지속될 가능성이 높으나, 저마진 인도네시아 사업이 지난 12월에 대부분 종료된 것으로 파악됨. 또한 현재 인식 중인 UAE 천궁-II 양산 매출에 2H26에는 사우디 천궁-II 양산 매출 반영이 시작되면서 고수익 수출 사업 비중이 증가할 것으로 예상. 2026년과 2027년의 영업이익은 각각 4,362억원(YoY +26.4%, OPM 9.2%), 5,915억원(YoY +35.6%, OPM 10.3%) 전망
- L-SAM과 비궁:** 1월 15일 UAE 행정처장이 내한해 이재명 대통령과 방산 협력 후속 논의를 진행한 것으로 파악. 지난 11월에는 국내 L-SAM 양산 사업 공시가 있었음. L-SAM 수출 등 신규 수주 기대감이 확대될 수 있는 요인이라는 판단. 다만, 국내 사업 1.2조원 중 한화에어로스페이스(발사대, ABM), 한화시스템(MFR 등)의 비중이 86.6% 임을 확인. 실제 계약 구조(통합 or 분리)와 AAM(항공기 요격 미사일) 비중에 따라 동사 몫의 변동이 클 것으로 예상. 한편, 최근 미국이 국방예산 증액을 예고, 무산된 비궁 획득 예산 복구 가능성 존재
- 목표주가 690,000원으로 상향:** 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 690,000원으로 상향. 1) 글로벌 Peer 평균 PER 31.9배(기존 27.9배)로 확대, 2) 2027년 당기순이익 추정치 4,740억원(기존 4,670억원)으로 상향 조정. 고마진 수출 사업 위주의 실적 성장과 L-SAM 등 신규 수주 기대

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,309	3,276	4,115	4,740	5,737
매출액증가율	4.0	41.9	25.6	15.2	21.0
영업이익	186	230	345	436	591
영업이익률	8.1	7.0	8.4	9.2	10.3
지배주주귀속순이익	175	222	295	360	485
지배주주 귀속 EPS	7,953	10,078	13,416	16,382	22,050
증가율	42.3	26.7	33.1	22.1	34.6
PER	10.6	18.4	31.4	33.8	25.1
PBR	1.7	3.3	6.4	7.1	5.8
EV/EBITDA	6.6	13.0	21.2	22.8	17.3
ROA	5.1	4.5	4.3	4.5	5.2
ROE	17.6	19.6	22.3	23.0	25.7

자료: 유안타증권 리서치센터

4Q25E 실적 Preview

		4Q25E			
(십억원)	변경 전	변경 후	차이(%)	Cons	차이(%)
매출액	1,134.2	1,212.3	6.9	1,240.2	-2.2
영업이익	66.9	64.3	-4.0	71.1	-9.6
OPM(%)	5.9	5.3	-0.6	5.7	-0.4

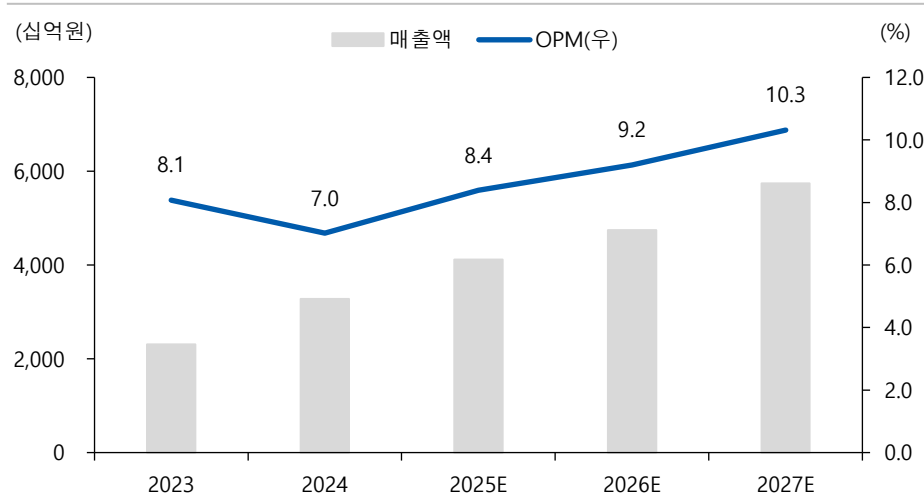
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 추정치 변경 내역

	변경 전			변경 후			차이 (%)		
(십억원)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	4,036.4	4,569.5	5,190.0	4,114.6	4,740.5	5,736.8	1.9	3.7	10.5
영업이익	347.7	461.3	584.8	345.1	436.2	591.5	-0.8	-5.4	1.1
OPM (%)	8.6	10.1	11.3	8.4	9.2	10.3	-0.2	-0.9	-1.0

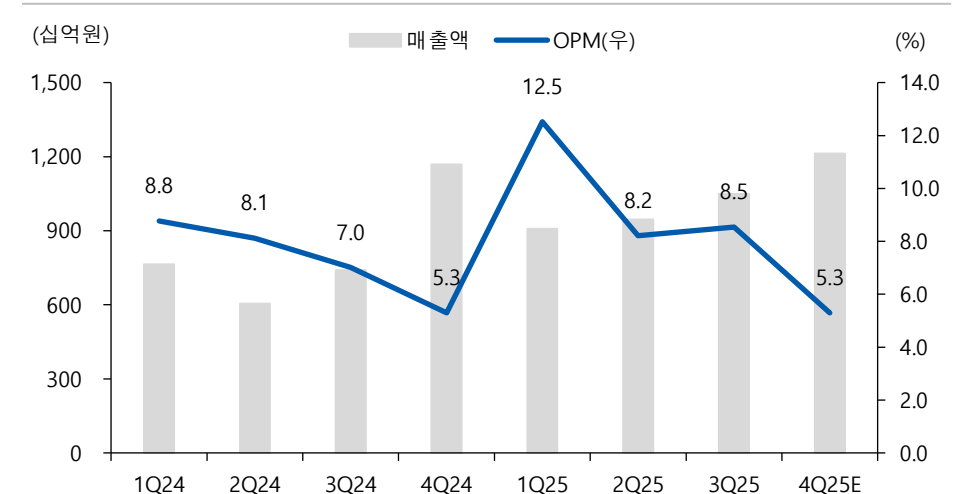
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

분기 실적 추이 및 전망



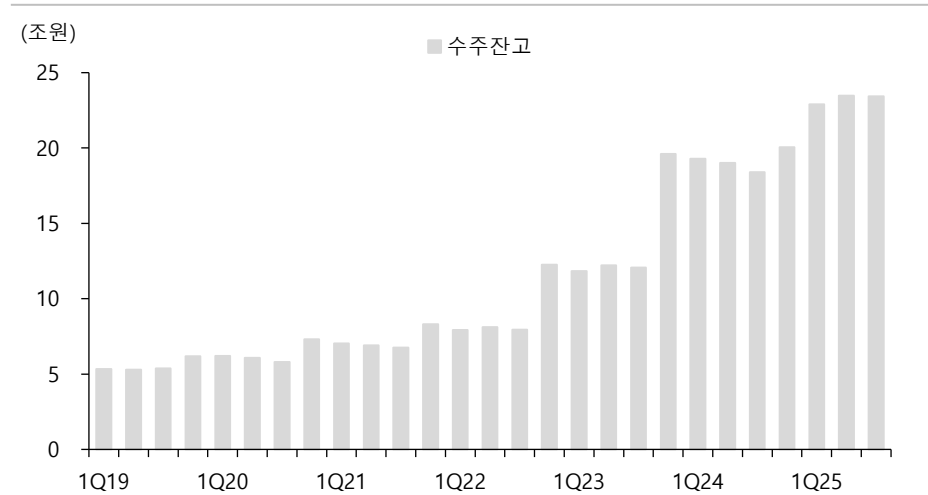
자료: 유안타증권 리서치센터

실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	'24	'25E	'26E	'27E
매출액	763.5	604.7	740.3	1,167.8	907.6	945.4	1,049.2	1,212.3	3,276	4,115	4,740	5,737
YoY %	78.7	23.3	6.4	92.1	18.9	56.3	41.7	3.8	41.9	25.6	15.2	21.0
디펜스솔루션	438	523	591	897	747	785	883	879	2,448	3,294	3,716	4,362
에코플랜트	326	82	150	271	161	161	166	334	828	821	1,025	1,375
영업이익	67.0	49.1	51.9	61.8	113.6	77.6	89.6	64.3	229.8	345.1	436.2	591.5
YoY %	32.7	4.1	-11.0	167.5	69.6	58.0	72.6	4.0	23.3	50.2	26.4	35.6
OPM %	8.8	8.1	7.0	5.3	12.5	8.2	8.5	5.3	7.0	8.4	9.2	10.3

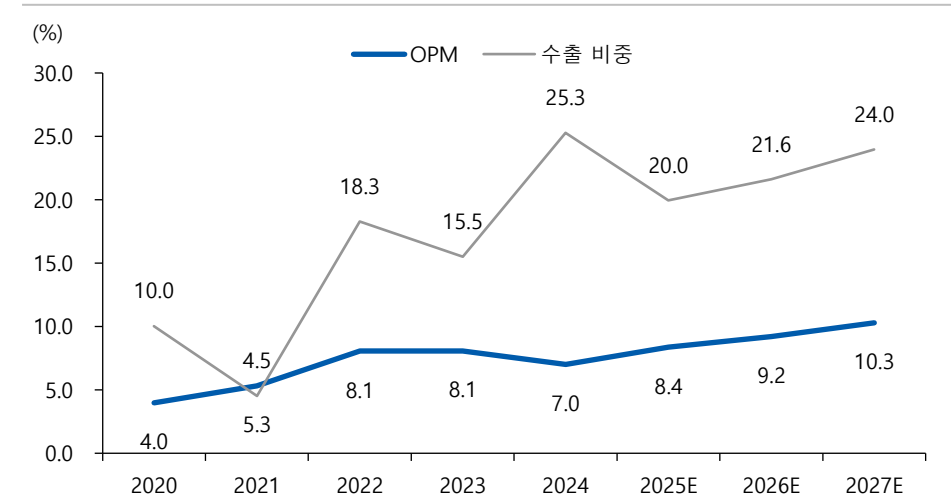
자료: 유안타증권 리서치센터

LIG넥스원 수주잔고 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

수출 비중 및 영업이익률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	'24	'25E	'26E	'27E
매출액	763.5	604.7	740.3	1,167.8	907.6	945.4	1,049.2	1,212.3	3,276	4,115	4,740	5,737
YoY %	78.7	23.3	6.4	92.1	18.9	56.3	41.7	3.8	41.9	25.6	15.2	21.0
디펜스솔루션	438	523	591	897	747	785	883	879	2,448	3,294	3,716	4,362
에코플랜트	326	82	150	271	161	161	166	334	828	821	1,025	1,375
영업이익	67.0	49.1	51.9	61.8	113.6	77.6	89.6	64.3	229.8	345.1	436.2	591.5
YoY %	32.7	4.1	-11.0	167.5	69.6	58.0	72.6	4.0	23.3	50.2	26.4	35.6
OPM %	8.8	8.1	7.0	5.3	12.5	8.2	8.5	5.3	7.0	8.4	9.2	10.3

자료: 유안타증권 리서치센터

LIG넥스원 밸류에이션 테이블

구분	내용	비고
당기순이익(십억원)	474	(a) 2027년 순이익
Target PER(배)	31.9	(b) 글로벌 Peer 25E~27E 평균 PER
기업가치(십억원)	15,142	(c)=(a)*(b)
주식수(천주)	22,000	(d)
주당가치(원)	688,291	(e)=(c)/(d)
목표주가(원)	690,000	
현재주가(원)	554,000	1월 19일 종가
상승여력(%)	24.5	

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer Valuation Table

국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		LIG넥스원	한화에어로 스페이스	한국항공우주	현대로템	RTX	Northrop Grumman	Rheinmetall	Thales	Elbit Systems
시가총액		12.2	68.8	16.1	23.5	399.3	140.4	151.2	92.4	48.7
매출액	2024	3.3	11.2	3.6	4.4	110.2	56.0	14.4	30.4	9.3
	2025F	4.1	27.0	3.7	5.9	127.8	61.5	20.4	37.5	11.6
	2026F	4.8	30.5	5.4	7.1	135.9	64.9	27.6	40.4	12.8
	2027F	5.6	33.3	6.6	8.4	144.5	68.3	37.6	43.7	13.8
영업이익	2024	0.2	1.7	0.2	0.5	8.9	6.0	2.1	1.9	0.7
	2025F	0.4	3.5	0.3	1.1	16.5	6.6	3.2	4.6	1.0
	2026F	0.5	4.5	0.5	1.4	18.0	7.1	4.8	5.2	1.3
	2027F	0.6	5.4	0.7	1.8	19.9	7.6	7.1	5.8	1.4
순이익	2024	0.2	2.3	0.2	0.4	6.5	5.7	1.1	2.1	0.4
	2025F	0.3	1.5	0.2	0.8	12.3	5.5	2.0	3.3	0.8
	2026F	0.4	2.4	0.4	1.1	13.2	6.0	3.2	3.9	1.0
	2027F	0.5	3.0	0.5	1.5	14.7	6.4	4.7	4.4	1.1
PER	2024	21.7	7.1	31.1	13.3	20.1	18.0	33.2	28.3	36.2
	2025F	38.5	45.3	74.2	28.8	32.6	25.6	70.3	27.4	58.2
	2026F	30.1	28.1	42.1	21.3	30.1	23.0	46.1	23.7	51.6
	2027F	22.8	23.1	31.0	16.0	27.1	21.1	31.1	21.0	45.3
PBR	2024	4.0	3.0	3.1	2.7	2.6	4.4	6.6	3.8	3.6
	2025F	8.4	7.4	8.6	7.7	4.2	6.0	16.6	6.7	8.0
	2026F	6.8	6.0	7.3	5.7	4.0	5.6	13.2	5.9	7.3
	2027F	5.4	4.8	6.2	4.3	3.8	5.3	10.1	5.3	6.5
ROE	2024	19.6	53.9	10.4	21.8	8.0	27.7	19.5	19.8	10.3
	2025F	23.5	21.4	12.1	32.2	13.2	23.9	25.7	23.8	15.7
	2026F	24.7	23.9	19.1	30.9	13.7	25.0	30.6	23.9	15.3
	2027F	26.2	23.6	22.1	29.9	14.6	25.2	34.4	24.2	15.6
EV/EBITDA	2024	15.2	13.9	18.3	9.9	17.1	13.4	15.8	13.1	17.1
	2025F	28.1	19.3	42.8	19.8	21.8	18.4	38.0	15.3	37.0
	2026F	21.5	15.4	28.3	15.1	20.0	16.9	26.5	14.2	31.5
	2027F	17.0	13.1	22.6	11.8	18.3	16.0	18.2	12.7	28.5

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 / 단위: 조원, %, 배
 주: 1)국내 단위, 해외 단위 모두 조원으로 통일, 2)2026/01/19 종가기준

LIG넥스원(079550) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	2,309	3,276	4,115	4,740	5,737	
매출원가	1,962	2,824	3,396	3,876	4,561	
매출총이익	347	453	719	865	1,176	
판매비	160	223	374	429	585	
영업이익	186	230	345	436	591	
EBITDA	255	309	427	520	677	
영업외손익	-1	-20	15	4	1	
외환관련손익	9	37	40	26	30	
이자손익	-6	-2	-2	0	3	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-5	-55	-23	-23	-33	
법인세비용차감전순손익	185	210	361	440	593	
법인세비용	10	-7	72	88	119	
계속사업순손익	175	217	288	352	474	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	175	217	288	352	474	
지배지분순이익	175	222	295	360	485	
포괄순이익	150	200	272	336	458	
지배지분포괄이익	150	201	273	337	459	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	467	952	988	1,023	1,154	
당기순이익	175	217	288	352	474	
감가상각비	59	68	72	74	75	
외환손익	-8	-30	-40	-26	-30	
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	213	605	522	478	490	
기타현금흐름	28	92	146	146	145	
투자활동 현금흐름	-97	-978	-518	-505	-508	
투자자산	-6	-3	-4	-3	-4	
유형자산 증가 (CAPEX)	-59	-497	-101	-90	-89	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-32	-478	-413	-412	-414	
재무활동 현금흐름	-177	122	-78	-103	-109	
단기차입금	158	56	16		19	
사채 및 장기차입금	-226	130	-20	-15	-15	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-33	-42	-52	-79	-92	
기타현금흐름	-76	-22	-22	-22	-22	
연결범위변동 등 기타	-1	6	68	10	130	
현금의 증감	193	102	460	425	667	
기초 현금	253	445	547	1,007	1,432	
기말 현금	445	547	1,007	1,432	2,099	
NOPLAT	186	237	345	436	591	
FCF	408	455	887	933	1,065	

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER등 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	2,536	3,895	5,194	6,277	7,962	
현금및현금성자산	445	547	1,007	1,432	2,099	
매출채권 및 기타채권	309	425	516	595	719	
채고자산	229	364	457	547	662	
비유동자산	1,280	2,231	2,253	2,262	2,271	
유형자산	894	1,371	1,401	1,418	1,432	
관계기업등 지분관련자산	1	3	4	5	6	
기타투자자산	58	77	79	81	85	
자산총계	3,816	6,125	7,447	8,539	10,233	
유동부채	2,651	4,617	5,725	6,565	7,892	
매입채무 및 기타채무	460	727	893	1,028	1,234	
단기차입금	108	163	163	163	163	
유동성장기부채	75	41	41	41	41	
비유동부채	113	271	265	260	261	
장기차입금	20	51	41	36	31	
사채	0	137	127	117	107	
부채총계	2,763	4,888	5,990	6,825	8,153	
자배지분	1,052	1,211	1,437	1,702	2,079	
자본금	110	110	110	110	110	
자본잉여금	142	142	142	142	142	
이익잉여금	728	907	1,150	1,432	1,825	
비지배지분	0	27	20	12	1	
자본총계	1,052	1,237	1,457	1,714	2,080	
순차입금	-170	-84	-202	-342	-501	
총차입금	299	485	481	478	482	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	7,953	10,078	13,416	16,382	22,050	
BPS	48,286	55,550	65,780	77,921	95,170	
EBITDAPS	11,600	14,048	19,426	23,635	30,751	
SPS	104,935	148,925	187,026	215,475	260,765	
DPS	1,950	2,400	3,600	4,200	5,600	
PER	10.6	18.4	31.4	33.8	25.1	
PBR	1.7	3.3	6.4	7.1	5.8	
EV/EBITDA	6.6	13.0	21.2	22.8	17.3	
PSR	0.8	1.2	2.3	2.6	2.1	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	4.0	41.9	25.6	15.2	21.0	
영업이익 증가율 (%)	4.1	23.3	50.2	26.4	35.6	
지배순이익 증가율 (%)	42.3	26.7	33.1	22.1	34.6	
매출총이익률 (%)	15.0	13.8	17.5	18.2	20.5	
영업이익률 (%)	8.1	7.0	8.4	9.2	10.3	
지배순이익률 (%)	7.6	6.8	7.2	7.6	8.5	
EBITDA 마진 (%)	11.1	9.4	10.4	11.0	11.8	
ROIC	21.1	27.6	32.3	53.5	112.1	
ROA	5.1	4.5	4.3	4.5	5.2	
ROE	17.6	19.6	22.3	23.0	25.7	
부채비율 (%)	262.6	395.0	411.1	398.2	392.0	
순차입금/자기자본 (%)	-16.1	-7.0	-14.1	-20.1	-24.1	
영업이익/금융비용 (배)	19.3	19.2	23.4	29.8	40.3	



최지운

운송

jiyun.choi@yuantakorea.com

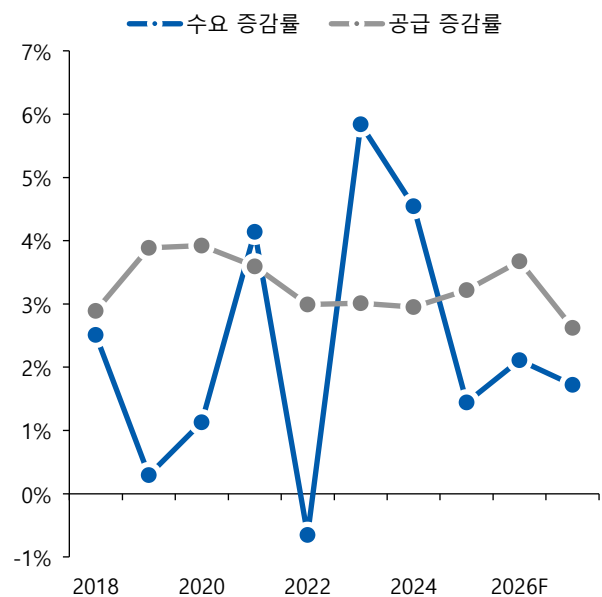
PART 4

운송 - 엇갈린 해운 시황

벌크는 계절적 요인 중심의 건조한 시황, 컨테이너는 공급 과잉에 따른 시황 약세 전망

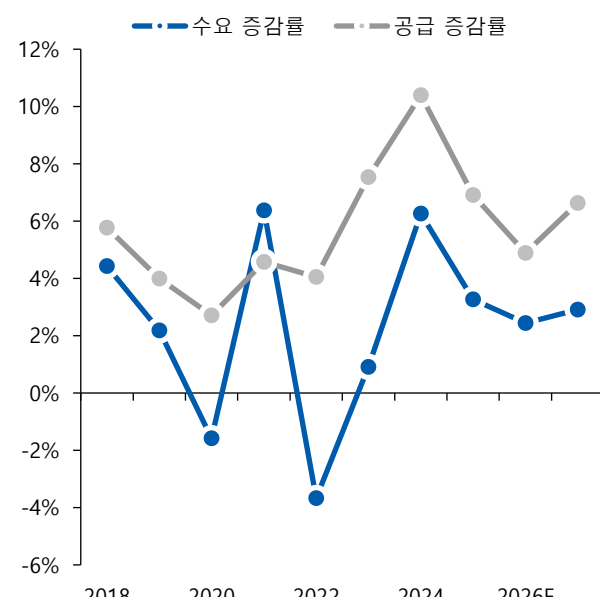
- 4Q25 평균 BDI 지수는 작년 대비 +47.4% 상승한 2,159pt를 기록. 중국발 철광석 비축 수요, 선박 공급 제약 등이 맞물리며 Capesize 선형을 중심으로 시황 상승을 이끌었음.
- 2026년 벌크 해운은 중국 부동산 경기 회복이 지연되며 구조적인 수요 회복은 제한적일 것으로 예상하나, 신규 발주가 낮은 수준에 머물며 공급 부담이 크지 않은 가운데 계절적 요인을 중심으로 건조한 시황 흐름을 이어갈 가능성이 높음. 시만두 철광석 광산 가동에 따른 장거리 운송 확대는 톤마일 수요 증가 측면에서 시황에 긍정적인 요인으로 작용할 것.
- 4Q25 평균 SCFI/CCFI 지수는 작년 대비 각각 -36.2%, -25.6% 하락한 1,440/1,075pt를 기록. 컨테이너 선사들의 선박 조정과 GRI 추진 등에 따라 단기적인 등락은 반복하는 모습을 보였으나, 글로벌 컨테이너 선박 공급 과잉 부담이 지속되며 분기 전반적으로는 약세 시황 흐름을 보임.
- 2026년 컨테이너 시황은 공급 부담 속 점진적인 하향세를 전망. 향후 3년간 연평균 +6% 이상의 선박량 증가율을 예상하며, 수요 증가율을 상회하는 공급 부담이 지속될 가능성이 높음. 수에즈 운하 통항이 재개될 경우 운항 거리 단축에 따른 톤마일 수요 감소로 컨테이너 운임의 하방 압력이 더욱 확대될 가능성도 배제할 수 없음.

벌크 해운 수요 및 공급 증감률 추이 및 전망



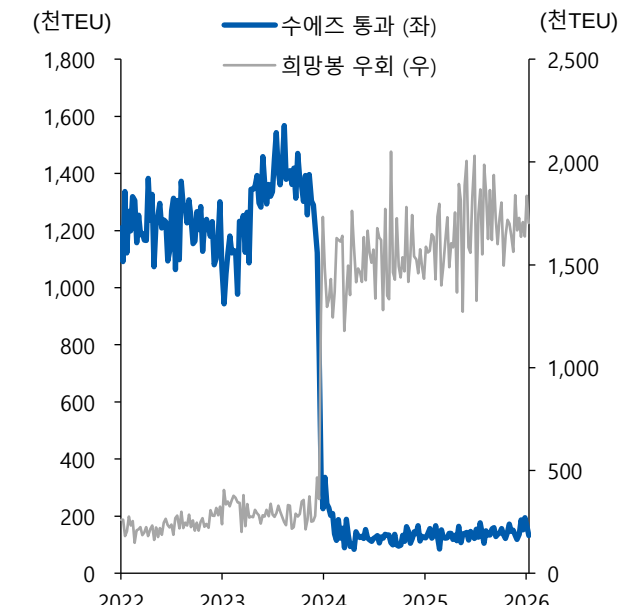
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너 해운 수요 및 공급 증감률 추이 및 전망



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

컨테이너 선박 수에즈 운하 통과, 희망봉 우회 추이



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

팬오션 (028670): 안정적인 이익 성장 전망

윤승



최지연 윤승
jiyeon.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	5,200원 (M)
현재주가 (1/19)	4,185원
상승여력	24%

시가총액	22,372억원		
총발행주식수	534,569,512주		
60일 평균 거래대금	95억원		
60일 평균 거래량	2,362,785주		
52주 고	4,380원		
52주 저	3,065원		
외인지분율	14.35%		
주요주주	하림지주 외 12인 54.92%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.6	13.4	21.8
상대	(12.6)	(13.3)	(37.3)
절대(달러환산)	6.8	9.4	20.6

- **4Q25 영업이익 1,330억원 전망:** 동사 4Q25 예상 매출액과 영업이익은 각각 1조 4,053억원(YoY -16.1%), 1,330억원(YoY +21.1%, OPM 9.5%)으로, 영업이익 기준 컨센서스 부합 전망.
- 벌크 부문 영업이익은 596억원(YoY -2.6%, OPM 7.3%)으로 전망. 4분기 벌크 시황은 중국발 철광석 비축 수요와 일시적인 공급 제약 등이 맞물려 Capesize 중심의 강세 흐름을 보임. 4Q25 평균 BDI는 2,159pt(YoY +47.4)를 기록. 다만, 동사는 보수적인 선대 운용 기조를 유지함에 따라 스팟 수익성 측면에서 시황 강세의 수혜가 제한적이었던 것으로 추정.
- 컨테이너 및 탱커 부문 영업이익은 각각 81억원(YoY -53.9%, OPM 7.7%), 234억원(YoY +19.5%, OPM 27.7%)으로 전망. 컨테이너의 경우 아시아 역내 시황 부진에 따른 수익성 저하, 탱커의 경우 OPEC+ 감산 완화 등으로 VLCC, MR 운임 모두 강세를 보이며 수익성이 개선된 것으로 추정. LNG 부문 영업이익은 424억원(YoY +177.6%, OPM 48.0%)으로, 이번 분기에도 높은 이익 성장률과 수익성 보였을 것으로 전망. 현재 모든 LNG 선박이 인도 완료되어 총 13척 보유(사선 12, 용선 1).
- **안정적인 이익 성장 전망:** 2026년 벌크 해운은 중국 부동산 경기 회복이 지연되며 구조적인 수요 회복은 제한적일 것으로 예상. 다만 신규 발주가 낮은 수준에 머물며 공급 부담이 크지 않은 가운데, 시만두 광산 가동에 따른 장거리 운송 확대와 곡물 수요 증가 등이 맞물리며 계절적 요인을 중심으로 견조한 시황 흐름을 이어갈 가능성이 높을 것. 추가로 올해 탱커 부문에서 4척의 MR 선박이 인도될 예정인 점, LNG 부문에서 장기계약 기반의 안정적인 이익 창출이 지속된다는 점까지 감안하면, 2026년 전사 기준 안정적인 이익 성장세가 지속될 것으로 예상. 투자 의견 BUY, 목표주가 5,200원 유지.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,361	5,161	5,362	5,525	5,786
매출액증가율	-32.1	18.3	3.9	3.0	4.7
영업이익	386	471	494	534	551
영업이익률	8.9	9.1	9.2	9.7	9.5
지배주주귀속이익	245	268	336	359	383
지배주주 귀속 EPS	458	502	629	671	717
증가율	-63.9	9.6	25.3	6.7	6.9
PER	11.1	7.8	6.1	6.2	5.8
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.7	5.1	5.2	4.9	4.6
ROA	3.2	3.0	3.2	3.3	3.5
ROE	5.3	5.2	5.9	6.1	6.2

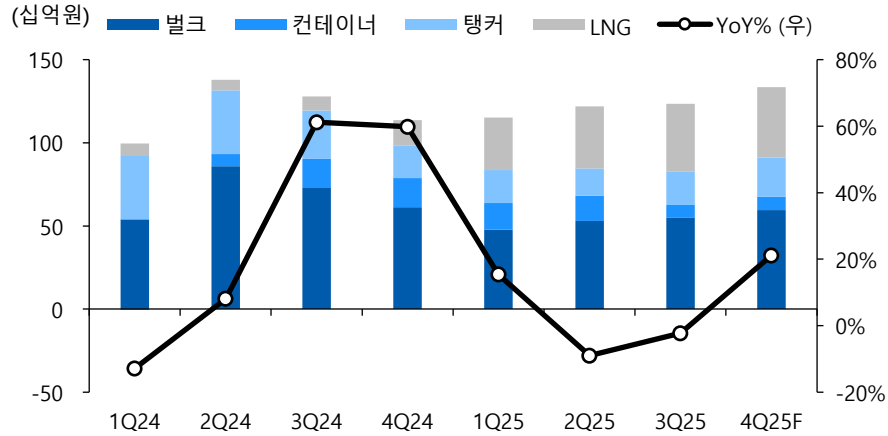
자료: 유안타증권 리서치센터

팬오션 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
원/달러	1,330	1,371	1,355	1,400	1,452	1,399	1,387	1,449	1,364	1,422	1,425
BDI (pt)	1,824	1,848	1,871	1,465	1,118	1,468	1,978	2,159	1,752	1,681	1,735
매출액 (십억원)	976	1,233	1,277	1,676	1,393	1,294	1,341	1,405	5,161	5,362	5,525
YoY (%)	-2.1	0.7	14.9	63.0	42.8	4.9	5.1	-16.1	18.3	3.9	3.1
벌크 (십억원)	686	870	827	947	795	803	836	817	3,330	3,192	3,275
YoY (%)	-9.8	1.6	8.0	29.6	15.8	-7.8	1.1	-13.8	6.9	-4.1	2.6
컨테이너 (십억원)	80	94	108	118	113	110	98	105	401	434	417
YoY (%)	-18.1	-2.3	28.6	35.5	40.6	16.9	-9.2	-10.8	9.6	8.4	-4.1
탱커 (십억원)	98	92	82	76	78	70	73	84	348	308	338
YoY (%)	19.1	5.3	-4.8	-12.8	-20.4	-23.8	-10.7	10.3	1.5	-11.4	9.8
LNG (십억원)	19	19	25	40	68	76	80	88	103	316	362
YoY (%)	-11.3	7.5	22.6	70.2	251.6	292.7	227.3	123.4	23.8	208.1	14.4
기타 (십억원)	91	158	236	495	340	235	254	311	980	1,111	1,134
YoY (%)	176.2	-5.1	50.8	396.6	271.5	49.2	7.9	-37.2	115.2	13.4	2.1
영업이익 (십억원)	98	135	128	110	113	123	126	133	471	494	534
YoY (%)	-12.8	8.1	61.2	59.8	15.4	-9.0	-1.9	21.1	22.1	4.9	8.1
영업이익률 (%)	10.1	11.0	10.0	6.6	8.1	9.5	9.4	9.5	9.1	9.2	9.7
벌크 (십억원)	54	86	73	61	48	53	60	60	274	215	236
YoY (%)	-18.3	11.1	31.6	36.7	-11.2	-38.2	-17.4	-2.6	12.5	-21.3	9.6
영업이익률 (%)	7.9	9.9	8.8	6.5	6.0	6.6	7.2	7.3	8.2	6.7	7.2
컨테이너 (십억원)	-1	7	18	18	16	15	7	8	42	47	32
YoY (%)	적전	6.5	흑전	흑전	흑전	104.9	-57.9	-53.9	363.1	11.0	-32.3
영업이익률 (%)	-0.7	7.9	16.2	14.9	14.0	13.9	7.5	7.7	10.5	10.7	7.6
탱커 (십억원)	38	38	29	20	20	16	19	23	125	80	93
YoY (%)	27.1	21.1	16.3	-21.8	-47.9	-57.2	-35.3	19.5	12.0	-36.0	16.1
영업이익률 (%)	38.8	41.8	35.4	25.6	25.4	23.5	25.7	27.7	35.9	26.0	27.4
LNG (십억원)	7	6	8	15	32	37	40	42	37	152	172
YoY (%)	24.6	11.8	38.0	162.7	320.7	494.3	371.7	177.6	59.2	305.0	13.2
영업이익률 (%)	38.9	32.5	34.3	38.7	46.5	49.2	49.5	48.0	36.5	48.0	47.5

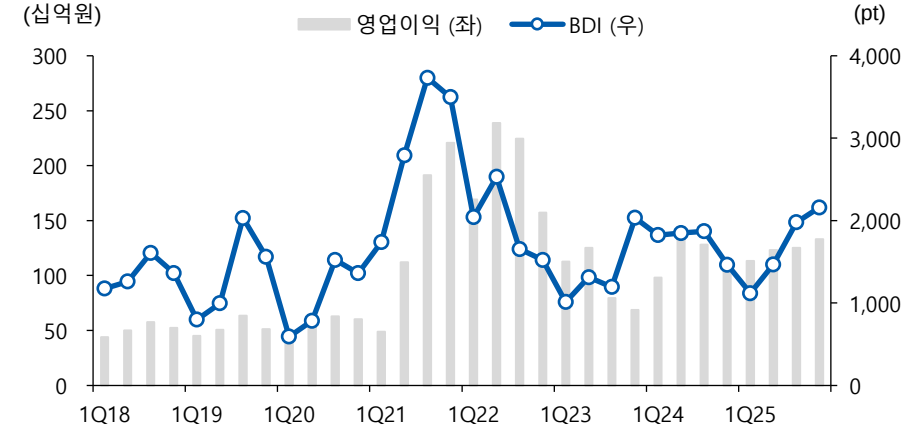
자료: 유안타증권 리서치센터

팬오션 영업이익의 추이 및 전망



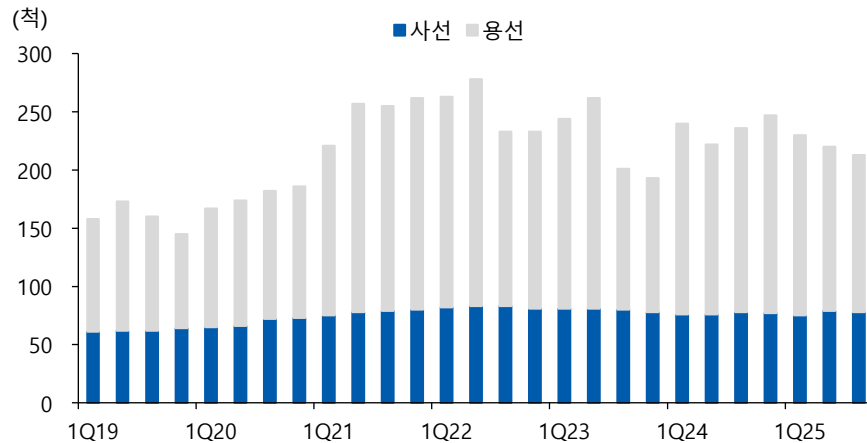
자료: 팬오션, 유안타증권 리서치센터

팬오션 영업이익 및 BDI 추이



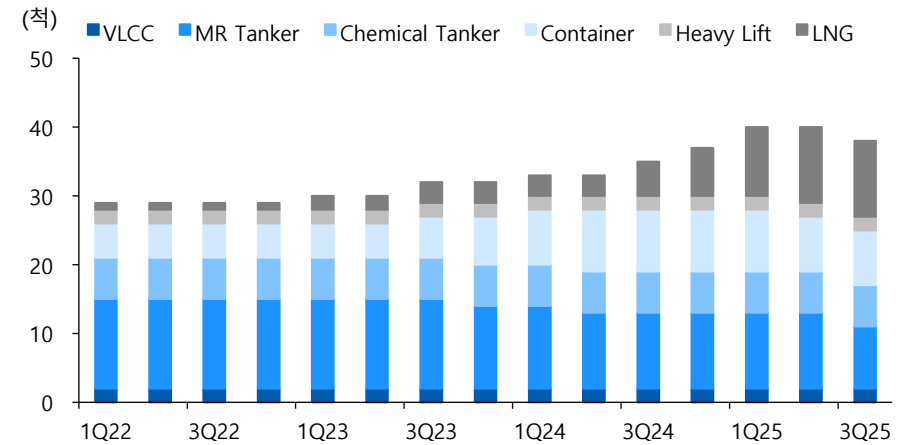
자료: 팬오션, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

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	5,362	5,525	5,786	
매출원가	3,861	4,578	4,750	4,869	5,109	
매출총이익	500	583	611	657	676	
판매비	114	112	117	122	126	
영업이익	386	471	494	534	551	
EBITDA	876	940	984	1,042	1,071	
영업외손익	-137	-189	-145	-163	-154	
외환관련손익	8	-63	41	52	53	
이자손익	-86	-96	-93	-99	-105	
관계기업관련손익	-3	24	36	34	34	
기타	-56	-54	-128	-150	-136	
법인세비용차감전순손익	248	282	349	371	397	
법인세비용	3	14	13	12	13	
계속사업순손익	245	268	336	359	383	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	245	268	336	359	383	
지배지분순이익	245	268	336	359	383	
포괄순이익	301	982	235	286	311	
지배지분포괄이익	301	982	235	286	311	

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	1,046	1,461	1,498	
당기순이익	245	268	336	359	383	
감가상각비	490	468	490	508	520	
외환손익	-6	11	-41	-52	-53	
충족, 관계기업관련손익	3	-24	-8	-34	-34	
자산부채의 증감	23	-15	-21	32	27	
기타현금흐름	-4	-33	289	648	654	
투자활동 현금흐름	-84	-660	-596	-589	-613	
투자자산	223	-165	88	-1	-9	
유형자산 증가 (CAPEX)	-313	-385	-675	-569	-586	
유형자산 감소	2	0	6	0	0	
기타현금흐름	4	-111	-15	-19	-18	
재무활동 현금흐름	-470	-207	-418	-328	-305	
단기차입금	-11	-79	118	31	3	
사채 및 장기차입금	111	1,502	245	-148	-85	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-80	-45	-64	-76	-81	
기타현금흐름	-490	-1,584	-716	-135	-142	
연결범위변동 등 기타	12	104	7	-444	-509	
현금의 증감	208	-87	38	100	70	
기초 현금	745	953	866	904	1,004	
기말 현금	953	866	904	1,004	1,074	
NOPLAT	386	471	494	534	551	
FCF	437	291	370	892	912	

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	2,136	2,123	2,183	
현금및현금성자산	953	866	904	1,004	1,074	
매출채권 및 기타채권	231	297	249	251	262	
채고자산	119	122	102	103	108	
비유동자산	6,097	8,250	8,639	8,701	8,830	
유형자산	5,841	7,862	8,371	8,432	8,498	
관계기업등 지분관련자산	136	180	151	152	159	
기타투자자산	68	103	57	57	59	
자산총계	7,854	10,272	10,775	10,824	11,013	
유동부채	1,294	1,277	1,332	1,288	1,311	
매입채무 및 기타채무	457	477	424	426	446	
단기차입금	64	0	118	118	118	
유동성장기부채	409	419	383	353	333	
비유동부채	1,847	3,341	3,619	3,501	3,437	
장기차입금	118	165	134	120	120	
사채	0	121	117	117	117	
부채총계	3,141	4,618	4,951	4,789	4,748	
자배지분	4,713	5,653	5,824	6,035	6,265	
자본금	535	535	535	535	535	
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942	
이익잉여금	1,638	1,860	2,132	2,415	2,717	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	4,713	5,653	5,824	6,035	6,265	
순차입금	1,397	2,724	3,065	2,836	2,705	
총차입금	2,440	3,864	4,326	4,109	4,027	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	458	502	629	671	717	
BPS	8,817	10,576	10,895	11,289	11,720	
EBITDAPS	1,639	1,759	1,842	1,950	2,003	
SPS	8,158	9,655	10,030	10,336	10,823	
DPS	85	120	142	151	151	
PER	11.1	7.8	6.1	6.2	5.8	
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	
EV/EBITDA	4.7	5.1	5.2	4.9	4.6	
PSR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-32.1	18.3	3.9	3.1	4.7	
영업이익 증가율 (%)	-51.1	22.1	4.9	8.1	3.1	
지배순이익 증가율 (%)	-63.8	9.4	25.5	6.7	6.9	
매출총이익률 (%)	11.5	11.3	11.4	11.9	11.7	
영업이익률 (%)	8.8	9.1	9.2	9.7	9.5	
지배순이익률 (%)	5.6	5.2	6.3	6.5	6.6	
EBITDA 마진 (%)	20.1	18.2	18.4	18.9	18.5	
ROIC	6.7	6.4	5.7	6.0	6.2	
ROA	3.2	3.0	3.2	3.3	3.5	
ROE	5.3	5.2	5.9	6.1	6.2	
부채비율 (%)	66.6	81.7	85.0	79.4	75.8	
순차입금/자기자본 (%)	29.6	48.2	52.6	47.0	43.2	
영업이익/금융비용 (배)	3.1	3.5	3.8	4.0	3.9	

HMM (011200): 공급 부담에 따른 시황 약세로 감익 전망

윤승



최지윤 윤승
jiyeon.choi@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	22,000원 (M)
현재주가 (1/19)	19,890원
상승여력	11%

시가총액	187,610억원
총발행주식수	943,237,970주
60일 평균 거래대금	271억원
60일 평균 거래량	1,346,403주
52주 고	25,950원
52주 저	17,690원
외인지분율	6.84%
주요주주	한국산업은행 35.42%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(3.2) (4.4) 2.4
상대	(20.7) (26.9) (47.3)
절대(달러환산)	(3.0) (7.8) 1.3

- **4Q25 영업이익 2,438억원 전망:** 동사 4Q25 예상 매출액과 영업이익은 각각 2조 5,018억원(YoY -20.7%), 2,438억원(YoY -75.6%, OPM 9.7%)으로, 영업이익 기준 컨센서스 부합 전망.
- 컨테이너 부문 영업이익은 2,123억원(YoY -77.8%, OPM 10.1%)으로 전망. 4분기 컨테이너 시황은 선사들의 선복 조절과 GRI 추진 등에 따라 단기적인 등락은 반복하는 모습을 보였으나, 글로벌 컨테이너 선박 공급 과잉 부담이 지속되며 분기 전반으로는 약세 흐름을 보임. 4Q25 평균 SCFI와 CCFI는 각각 1,440pt(YoY -36.2%), 1,075pt(YoY -25.6%)를 기록.
- **투자의견 HOLD, 목표주가 22,000원 유지:** 동사 2026년 예상 영업이익을 8,044억원(YoY -42.0%)으로, 컨테이너 시황 부진 지속에 따른 이익 감소가 불가피할 것으로 전망. 향후 3년간 연평균 6% 이상의 글로벌 컨테이너 선박 공급 증가를 예상하는 반면, 수요 증감률은 +2~3% 수준에 그칠 것으로 보여, 공급 부담이 장기간 지속될 것으로 전망. 여기에 올해 수에즈 운하 통항이 재개될 시, 운항 거리 단축에 따른 톤마일 수요 감소로 컨테이너 운임의 하방 압력이 더욱 확대될 가능성도 배제할 수 없을 것.
- 올해 초 새로운 주주환원 정책이 발표될 경우, 단기적으로 주가 하단은 일정 부분 지지될 가능성이 있음. 다만, 구조적인 시황 개선 신호가 확인되기 전까지 주가의 추가 상승 모멘텀은 제한적일 것으로 판단. 투자의견 HOLD, 목표주가 22,000원 유지.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,401	11,700	10,686	9,804	9,918
매출액증가율	-54.8	39.3	-8.7	-8.3	1.2
영업이익	585	3,513	1,388	804	834
영업이익률	7.0	30.0	13.0	8.2	8.4
지배주주귀속이익	969	3,782	1,717	1,051	1,102
지배주주 귀속 EPS	1,829	5,055	1,787	1,114	1,168
증가율	-91.2	176.4	-64.6	-37.7	4.8
PER	10.2	3.5	11.5	17.9	17.0
PBR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	0.6	0.4	4.1	4.4	4.0
ROA	3.7	12.7	5.2	3.1	3.2
ROE	4.6	15.3	6.3	3.9	3.9

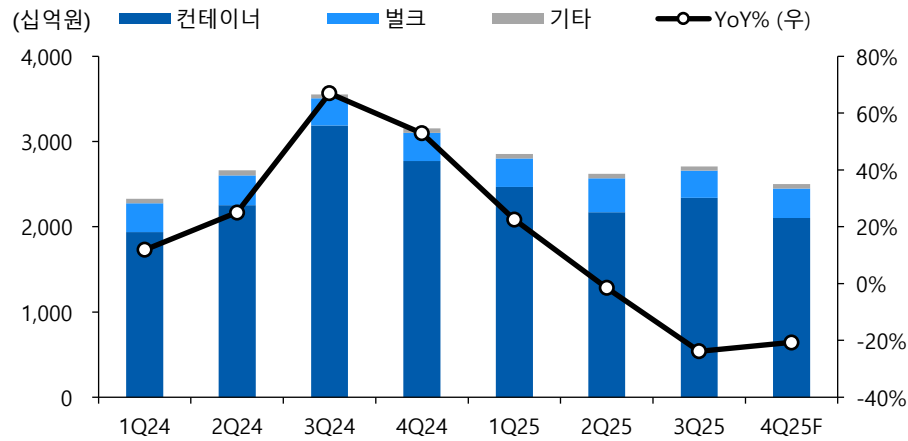
자료: 유안타증권 리서치센터

HMM 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
원/달러	1,330	1,371	1,356	1,399	1,452	1,399	1,387	1,449	1,364	1,422	1,425
SCFI (pt)	2,010	2,628	3,082	2,257	1,762	1,645	1,481	1,440	2,494	1,582	1,396
매출액 (십억원)	2,330	2,663	3,552	3,155	2,855	2,623	2,624	2,502	11,700	10,686	9,804
YoY (%)	11.9	25.0	67.0	52.9	22.5	-1.5	-26.1	-20.7	39.3	-8.7	-8.2
컨테이너 (십억원)	1,936	2,254	3,188	2,770	2,466	2,170	2,162	2,101	10,148	9,078	8,128
YoY (%)	10.5	26.5	82.9	64.1	27.4	-3.7	-32.2	-24.1	45.7	-10.5	-10.5
벌크 (십억원)	339	348	319	331	335	397	410	347	1,337	1,396	1,461
YoY (%)	18.9	16.1	-4.6	2.3	-1.1	13.9	28.6	4.9	7.6	4.3	4.7
기타 (십억원)	55	61	45	54	53	56	52	53	215	212	215
YoY (%)	22.8	28.9	-8.4	4.2	-2.4	-7.9	15.2	-2.1	11.3	-1.5	1.6
영업이익 (십억원)	407	644	1,461	1,000	614	233	266	244	3,513	1,388	804
YoY (%)	32.6	303.6	1827.5	2260.7	50.8	-63.8	-81.8	-75.6	500.7	-60.5	-42.0
영업이익률 (%)	17.5	24.2	41.1	31.7	21.5	8.9	10.1	9.7	30.0	13.0	8.2
컨테이너 (십억원)	350	607	1468	955	578	188	220	212	3,380	1,266	673
YoY (%)	53.2	354.4	6524.0	8287.0	65.2	-69.1	-85.0	-77.8	754.3	-62.6	-46.8
영업이익률 (%)	18.1	26.9	46.0	34.5	23.5	8.6	10.2	10.1	33.3	13.9	8.3
벌크 (십억원)	53	34	-8	52	35	33	45	37	132	110	130
YoY (%)	-28.2	50.9	적전	40.6	-33.8	-2.8	흑전	-29.6	-29.1	-16.8	18.1
영업이익률 (%)	15.7	9.8	-2.5	15.8	10.5	8.4	10.9	10.6	9.9	7.9	8.9
기타 (십억원)	4	4	1	-7	0	12	1	-5	1	12	2
YoY (%)	-12.9	-13.5	-28.2	3.4	-90.0	253.8	15.2	적지	-57.9	847.5	-87.1
영업이익률 (%)	6.5	5.8	2.7	-12.8	0.7	22.4	2.7	-10.0	0.6	5.8	0.7

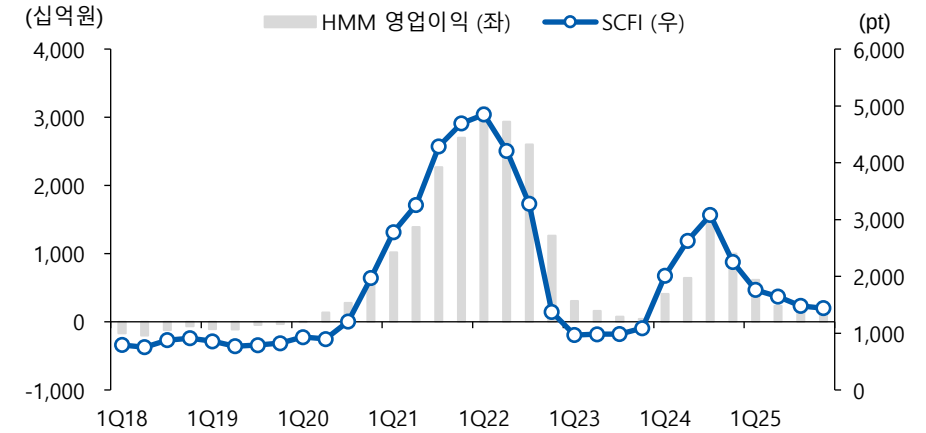
자료: 유안타증권 리서치센터

HMM 매출액 추이 및 전망



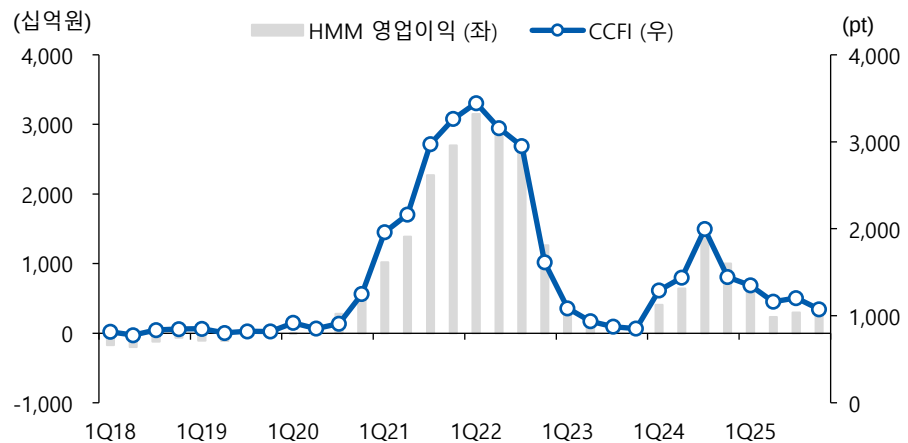
자료: HMM, 유안타증권 리서치센터

HMM 영업이익 및 SCFI 추이



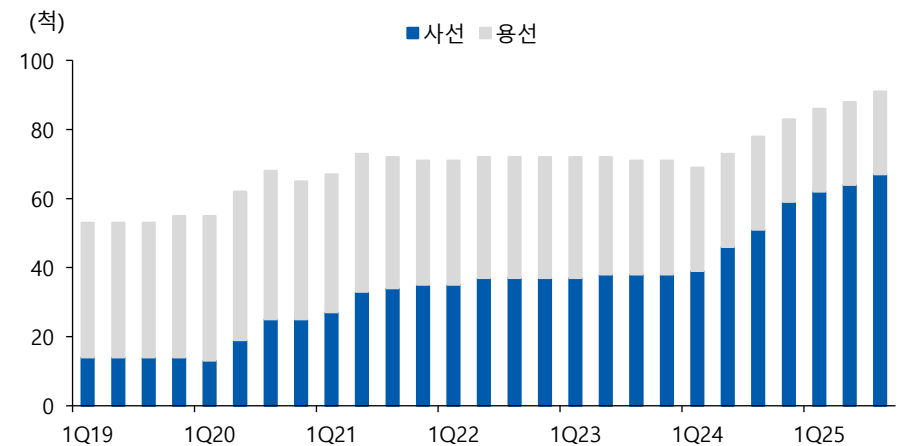
자료: HMM, Clarkson, 유안타증권 리서치센터

HMM 영업이익 및 CCFI 추이



자료: HMM, Clarkson, 유안타증권 리서치센터

HMM 컨테이너 선대 규모 추이



자료: HMM, 유안타증권 리서치센터

HMM(011200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	8,401	11,700	10,686	9,804	9,918	
매출원가	7,426	7,737	8,743	8,466	8,539	
매출총이익	975	3,963	1,943	1,338	1,379	
판매비	390	451	555	534	544	
영업이익	585	3,513	1,388	804	834	
EBITDA	1,458	4,416	2,478	1,939	1,970	
영업외손익	469	384	479	392	420	
외환관련손익	16	-476	30	18	34	
이자손익	500	531	435	414	426	
관계기업관련손익	-154	162	30	36	36	
기타	107	166	-17	-76	-76	
법인세비용차감전순손익	1,054	3,897	1,866	1,196	1,254	
법인세비용	86	114	149	144	151	
계속사업순손익	969	3,782	1,718	1,052	1,103	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	969	3,782	1,718	1,052	1,103	
지배지분순이익	969	3,782	1,717	1,051	1,102	
포괄순이익	1,324	6,947	1,088	2,123	1,374	
지배지분포괄이익	1,324	6,947	1,087	2,122	1,373	

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	3,239	1,893	2,001	
당기순이익	969	3,782	1,718	1,052	1,103	
감가상각비	873	903	1,090	1,135	1,135	
외환손익	-45	-6	91	-18	-34	
충족, 관계기업관련손익	154	-166	-30	-36	-36	
자산부채의 증감	186	-8	237	-246	-173	
기타현금흐름	-156	369	134	6	6	
투자활동 현금흐름	-1,487	-6,232	716	-1,541	-1,052	
투자자산	-57	-1	-78	-3	-7	
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,037	-2,537	-1,033	-1,156	-1,141	
유형자산 감소	10	17	62	0	0	
기타현금흐름	597	-3,711	1,765	-382	96	
재무활동 현금흐름	-2,238	-539	-3,850	-143	-112	
단기차입금	73	-73	0	0	0	
사채 및 장기차입금	-1,054	1,470	467	-143	-18	
자본	1,011	977	749	0	0	
현금배당	-667	-528	-539	-472	-566	
기타현금흐름	-1,601	-2,385	-4,527	472	472	
연결범위변동 등 기타	15	119	-128	-42	-585	
현금의 증감	-1,730	-1,778	-23	166	252	
기초 현금	4,980	3,250	1,472	1,449	1,615	
기말 현금	3,250	1,472	1,449	1,615	1,867	
NOPLAT	585	3,513	1,388	804	834	
FCF	-57	2,338	2,206	737	860	

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	15,715	16,854	17,539	
현금및현금성자산	3,250	1,472	1,449	1,615	1,867	
매출채권 및 기타채권	935	1,568	1,244	1,299	1,322	
채고자산	362	402	319	304	307	
비유동자산	12,534	15,852	17,013	17,344	17,465	
유형자산	7,716	9,846	10,660	10,681	10,687	
관계기업등 지분관련자산	333	506	604	588	594	
기타투자자산	1,175	366	432	452	452	
자산총계	25,713	33,849	32,728	34,198	35,003	
유동부채	2,001	2,357	2,316	2,193	2,197	
매입채무 및 기타채무	761	838	736	702	710	
단기차입금	0	0	0	0	0	
유동성장기부채	825	958	1,048	959	949	
비유동부채	2,271	3,636	3,996	3,938	3,932	
장기차입금	171	89	28	73	73	
사채	109	57	0	0	0	
부채총계	4,273	5,993	6,312	6,131	6,128	
지배지분	21,439	27,854	26,414	28,064	28,870	
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	13,115	13,694	14,230	
비지배지분	2	2	2	4	5	
자본총계	21,441	27,856	26,416	28,067	28,875	
순차입금	-8,690	-11,360	-9,094	-10,287	-10,962	
총차입금	3,116	4,513	4,980	4,836	4,819	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	1,829	5,055	1,787	1,114	1,168	
BPS	31,115	31,615	28,003	29,752	30,608	
EBITDAPS	2,752	5,902	2,579	2,056	2,088	
SPS	15,863	15,638	11,123	10,394	10,515	
DPS	700	600	500	600	500	
PER	10.2	3.5	11.5	17.9	17.0	
PBR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	
EV/EBITDA	0.6	0.4	4.1	4.4	4.0	
PSR	1.2	1.1	1.8	1.9	1.9	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-54.8	39.3	-8.7	-8.2	1.2	
영업이익 증가율 (%)	-94.1	500.7	-60.5	-42.0	3.7	
지배순이익 증가율 (%)	-90.4	290.5	-54.6	-38.8	4.9	
매출총이익률 (%)	11.6	33.9	18.2	13.6	13.9	
영업이익률 (%)	7.0	30.0	13.0	8.2	8.4	
지배순이익률 (%)	11.5	32.3	16.1	10.7	11.1	
EBITDA 마진 (%)	17.4	37.7	23.2	19.8	19.9	
ROIC	8.5	36.6	11.7	6.3	6.5	
ROA	3.7	12.7	5.2	3.1	3.2	
ROE	4.6	15.3	6.3	3.9	3.9	
부채비율 (%)	19.9	21.5	23.9	21.8	21.2	
순차입금/자기자본 (%)	-40.5	-40.8	-34.4	-36.7	-38.0	
영업이익/금융비용 (배)	3.7	26.3	6.9	3.8	4.0	



이승웅

통신/지주

seungwoong.lee@yuantakorea.com

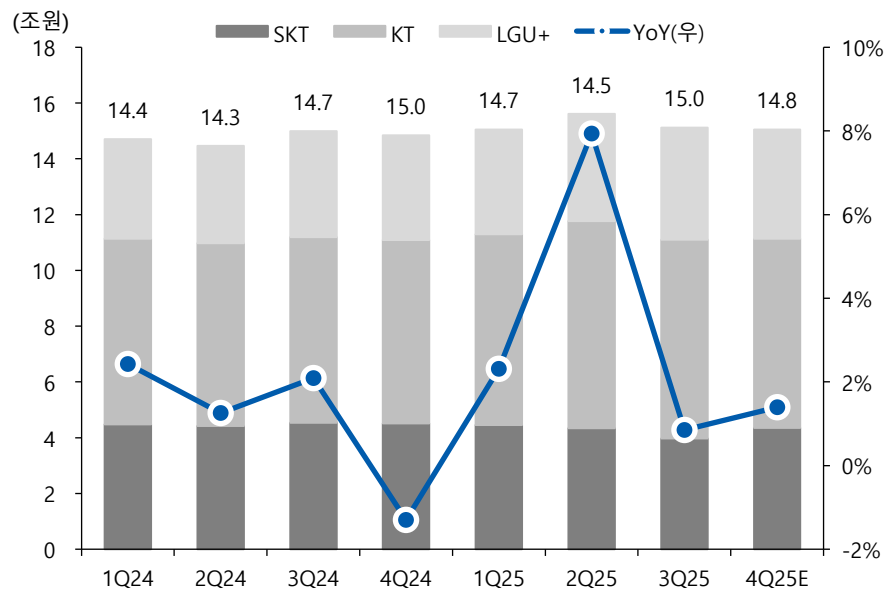
PART 5

불확실성 Delete, 재도약 26년

4Q25 Preview: 영업이익 컨센서스 하회 예상

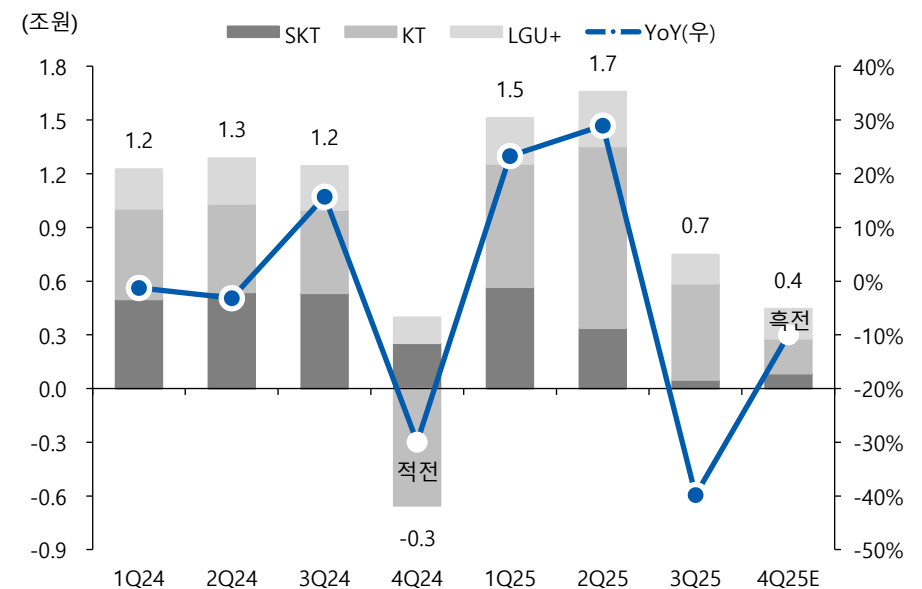
- 4Q25 통신3사 합산 연결 영업수익은 15.0조원(+1.4% YoY), 영업이익은 4,461억원(흑전 YoY)으로 시장 컨센서스(15.2조원, 5,559억원)을 하회하는 영업이익을 시현할 전망. 통신3사 모두 일회성 비용 반영에 기인, 일회성 비용을 제외할 경우 통신3사 모두 컨센서스에 부합하며 안정적 성장 기초를 이어간 것으로 판단. 단말기 및 번호이동 시장 안정화로 마케팅비는 기존 수준을 유지한 것으로 파악
- 해킹 이슈로 인한 보상안과 일회성 인건비가 주요 원인. **SK텔레콤**은 25년 말까지 집행된 고객 감사 패키지 비용과 더불어 SKT·SKB 양사의 희망퇴직으로 4Q24(1,100억원)를 상회하는 일회성 인건비가 반영될 예정. 당사는 25년 연간 지배순이익과 상반기 배당 총액을 고려해 4Q25 배당 미실시 전망을 유지. **KT**는 지난 12/30 발표한 위약금 면제 및 고객 보답 프로그램 관련 비용 선반영, 또한 영업외 비용에 과징금 관련 총당금 약 1,000억원 반영 추정. **LG유플러스**는 일회성 인건비 관련 비용이 약 600-700억원 반영된 것으로 파악

통신3사 합산 연결 영업수익 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

통신3사 합산 영업이익 추이

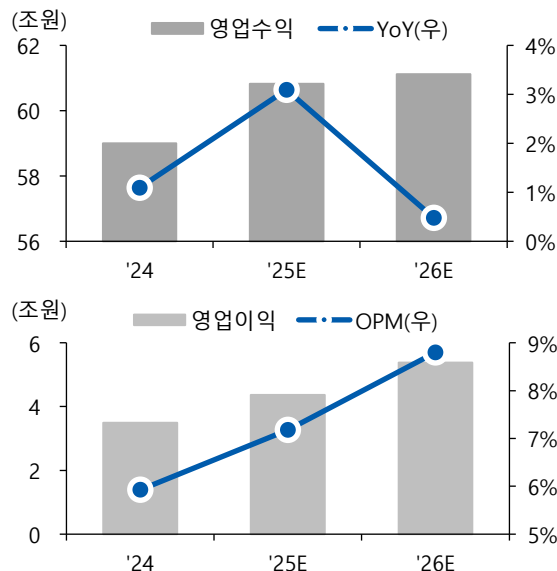


자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

26년부터 비용 효율화에 따른 이익 개선

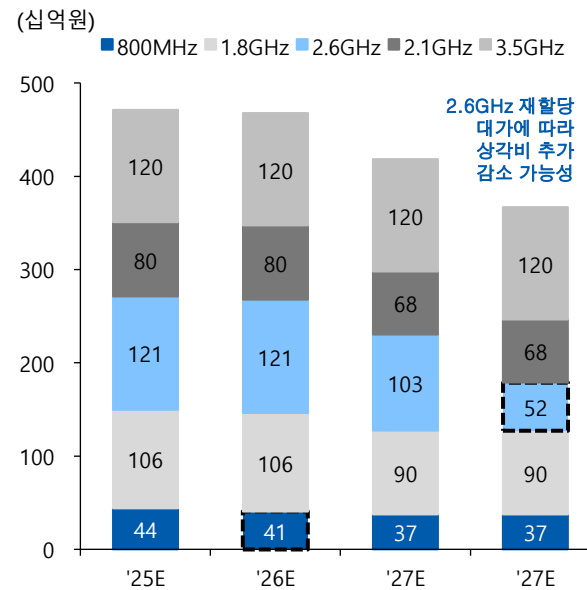
- 26년 통신3사 실적 정상화로 영업이익 큰 폭 성장 예상. 26년 통신3사 합산 연결 영업수익은 61.1조원(+0.5% YoY), 영업이익은 4.4조원(+24.8% YoY)으로 전망. 25년 일회성 이익(KT 부동산 이익)과 비용(SKT 및 KT 해킹 관련 보상안, SKT 및 LGU+ 희망퇴직)이 기저로 작용, 위약금 면제로 인해 마케팅 비용은 증가하지만 인건비 등 비용 효율화가 이를 상쇄, 인건비 및 감가상각비 부담 완화와 주파수 재할당에 따른 무형자산 상각비 감소 효과가 점진적으로 나타날 것으로 예상
- 26년 주파수 재할당으로 무형자산 상각비 점진적으로 감소할 전망. 25년 3G 및 LTE 주파수 이용 기간 종료, 전체 재할당 추진, 실내 기지국 구축 등 조건에 부합할 경우 재할당 대가는 15% 인하될 예정. 26년에는 800MHz 대역의 재할당 효과만 일부 반영, 27년부터는 재할당된 주파수 전체의 이용이 시작되어 상각비 부담이 감소, 주파수 상각비 부담은 기존 대비 11~22% 감소할 것으로 추정돼 27년에는 통신3사 합산 영업이익의 1,000~1,500억원 개선 효과 가져올 전망
- 통신3사 이익 개선에 따른 주주환원 강화 예상. **SK텔레콤**은 과거 수준의 이익 체력이 회복될 것으로 예상돼 26년 DPS 3,540원(24년 수준) 전망, **KT**는 2월 발표되는 차기 주주환원 정책은 최소 현 수준 이상으로 기대, 26년 DPS는 2,400원, 자사주 매입 2,500억원 예상, **LG유플러스**는 26년 추가 자사주 매입/소각에 따른 DPS 상향 가능할 것으로 26년 DPS는 670원으로 전망

통신3사 합산 연결 영업수익 및 영업이익 추이



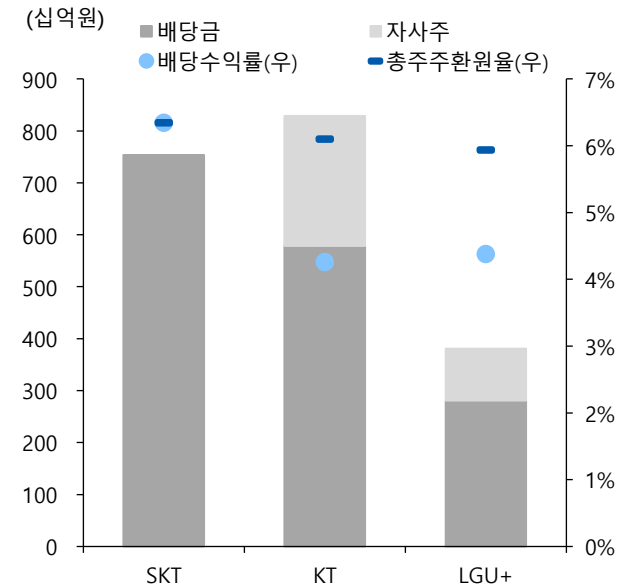
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤 주파수 상각비 추정



자료: SK텔레콤, 유안타증권 리서치센터

통신3사 26년 예상 주주환원 비교



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤 (017670): 재도약하는 26년, 그리고 엔트로픽 가치

통신/지주



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	71,000원 (M)
현재주가 (1/19)	59,200원
상승여력	20%

시가총액	127,156억원		
총발행주식수	214,790,053주		
60일 평균 거래대금	448억원		
60일 평균 거래량	832,669주		
52주 고	59,200원		
52주 저	50,700원		
외인지분율	36.88%		
주요주주	SK 외 9인 30.59%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.7	8.6	6.3
상대	(9.3)	(17.0)	(45.3)
절대(달러환산)	10.8	4.8	5.2

- **4Q25 Preview – 마지막 고비:** 4Q25 연결 영업수익 4.4조원(-3.5% YoY), 영업이익 844억원(-66.8% YoY)으로 시장 컨센서스(4.3조원, 1,841억원)를 대폭 하회할 전망. 25년 말까지 집행된 고객 감사 패키지 비용과 SKT·SKB 양사의 희망퇴직 관련 일회성 인건비 반영 때문. 별도 영업수익은 3.1조원(-3.5% YoY), 영업이익은 889억원(-50.4% YoY)으로 추정. 멤버십 할인 등 매출 차감 항목뿐만 아니라 4Q24 희망퇴직(1,100억원) 비용 상회 예정. 당사는 25년 연간 지배순이익과 상반기 배당 총액을 고려해 4Q25 배당 미 실시 전망 유지
- **26년 완전한 실적 회복 전망:** 26년 주당배당금은 24년 수준인 3,540원으로 회복될 전망. 26년 연결 영업수익 17.8조원(+3.9% YoY), 영업이익 2.0조원(+89.8% YoY, OPM 11.1%)으로 과거 수준의 이익 체력을 회복할 것. 특히, 해킹 이슈로 인한 기저 효과 및 인력조정을 통한 인건비 구조 개선 효과 본격화. 더불어, 1월 경쟁사의 위약금 면제로 무선 가입자 실적 개선에 기여할 예정. 이에 따라, 당사는 1Q26 순유입 이용자수 규모를 약 16만명으로 추정
- **엔트로픽 지분가치 재조명 기대:** 23년 투자한 '엔트로픽(Anthropic)'의 지분 가치가 1억달러(약 1,300억원)에서 17.5억달러(약 2.5조원)로 상승한 것으로 추정. 엔트로픽은 최근 3,500억달러 가치로 100억달러 규모의 자금 조달을 추진 중. 23년 엔트로픽 투자 이후 자금조달로 인한 지분 희석 감안 시, 현재 지분율은 0.5% 내외로 추정. 투자지분 가치 재평가와 26년 실적 정상화에 따른 배당 매력을 반영한다면 현재 주가는 저평가 국면에 위치하여 매력적. 동사에 대해 통신업종 내 Top-Pick을 유지하며 투자의견 BUY와 목표주가 71,000원 유지

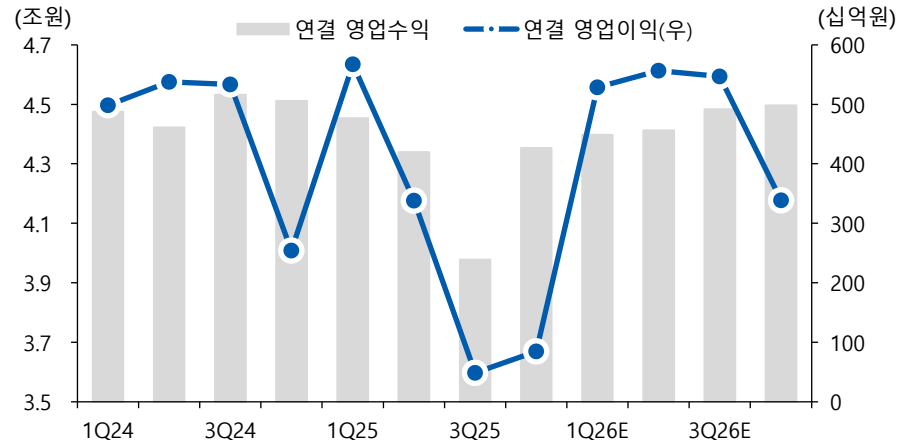
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	17,609	17,941	17,123	17,791	18,113
매출액증가율	1.8	1.9	-4.6	3.9	1.8
영업이익	1,753	1,823	1,038	1,971	2,079
영업이익률	10.0	10.2	6.1	11.1	11.5
지배주주귀속순이익	1,094	1,250	306	1,252	1,327
지배주주 귀속 EPS	4,997	5,810	1,425	5,831	6,178
증가율	19.9	16.3	-75.5	309.2	6.0
PER	9.6	9.2	37.5	10.2	9.6
PBR	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	3.8	3.7	4.2	3.5	3.3
ROA	3.6	4.1	1.0	4.2	4.4
ROE	9.6	10.8	2.6	10.6	10.7

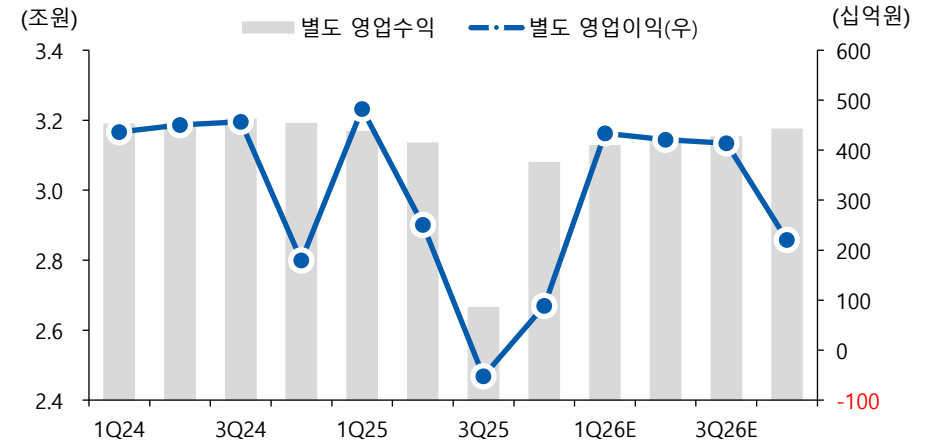
자료: 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤 분기별 연결 매출액 및 영업이익 추이



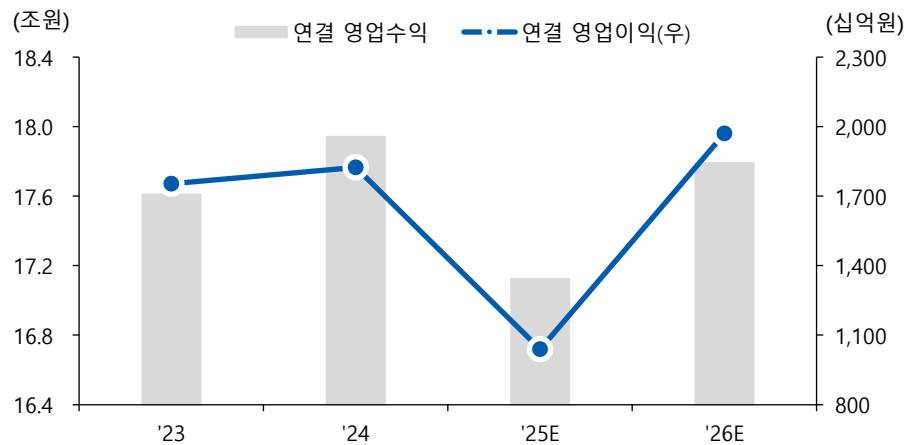
자료: SK텔레콤, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤 분기별 별도 매출액 및 영업이익 추이



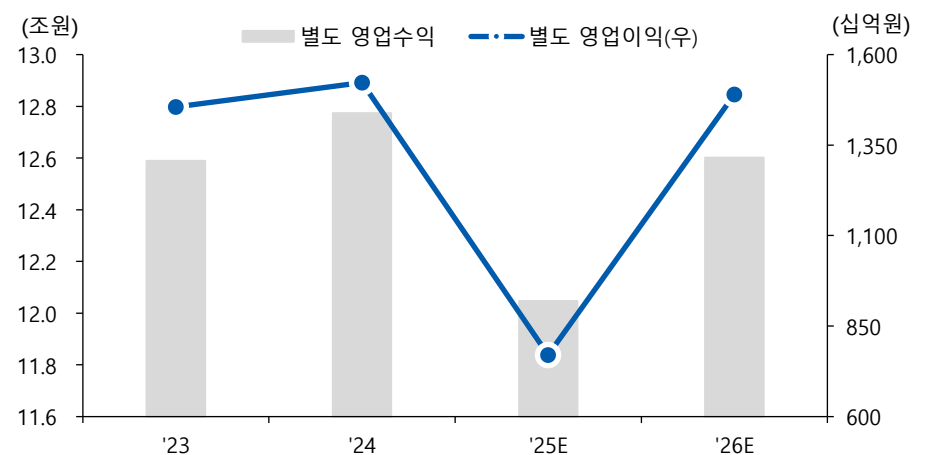
자료: SK텔레콤, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤 연간 연결 매출액 및 영업이익 추이



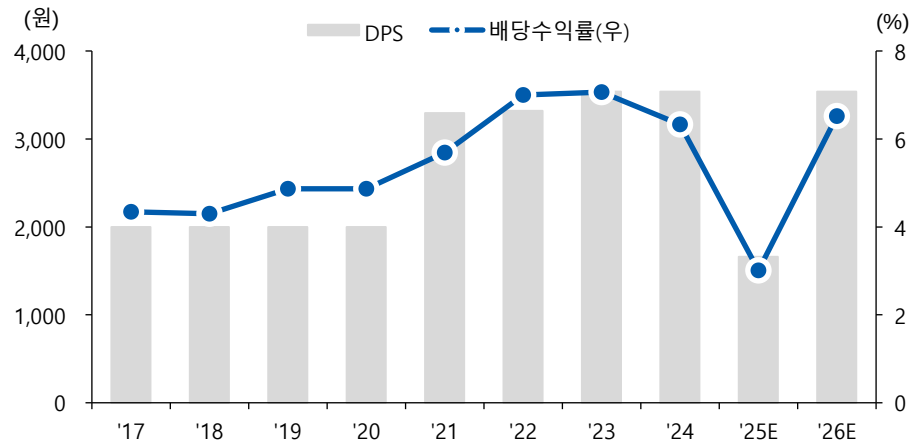
자료: SK텔레콤, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤 연간 별도 매출액 및 영업이익 추이



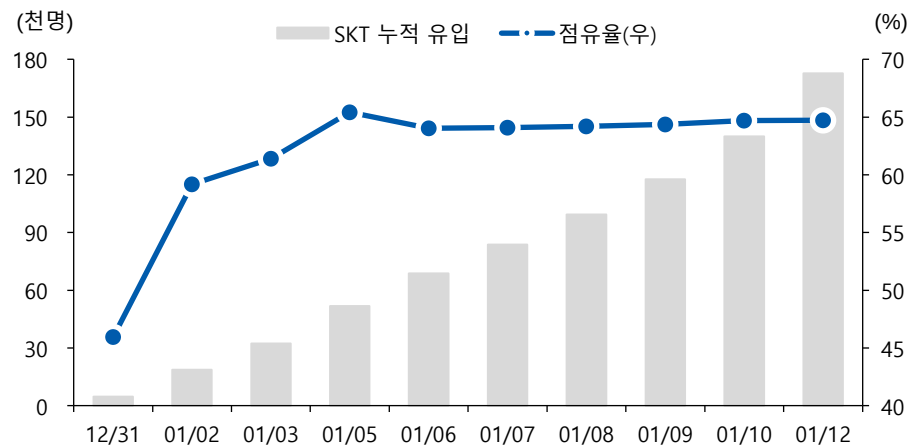
자료: SK텔레콤, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤 DPS 및 배당수익률 추이



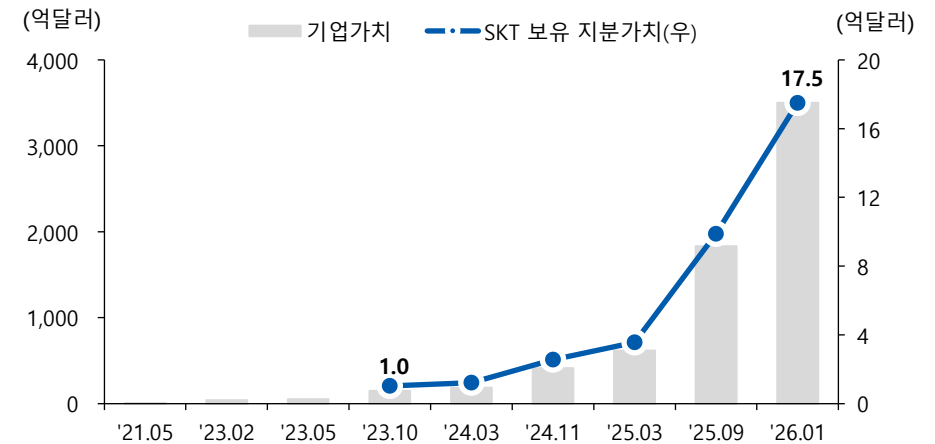
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

25.12.31 이후 KT로부터 유입된 무선가입자수 추이(누적 기준)



자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

엔트로픽(Anthropic) 기업가치 및 SKT 보유 지분가치 추이



자료: Yahoo Finance, 유안타증권 리서치센터

* SKT 보유 지분가치는 당사 추정

SK텔레콤(017670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	17,609	17,941	17,123	17,791	18,113	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	17,609	17,941	17,123	17,791	18,113	
판매비	15,855	16,117	16,085	15,820	16,033	
영업이익	1,753	1,823	1,038	1,971	2,079	
EBITDA	5,504	5,523	4,861	5,807	5,915	
영업외손익	-265	-62	-440	-283	-295	
외환관련손익	-3	7	2	2	4	
이자손익	-320	-316	-310	-309	-308	
관계기업관련손익	11	322	-162	0	0	
기타	46	-75	31	23	10	
법인세비용차감전순손익	1,488	1,762	599	1,687	1,784	
법인세비용	342	375	310	388	410	
계속사업순손익	1,146	1,387	289	1,299	1,374	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,146	1,387	289	1,299	1,374	
지배지분순이익	1,094	1,250	306	1,252	1,327	
포괄순이익	1,122	1,548	289	1,299	1,374	
지배지분포괄이익	1,073	1,409	263	1,183	1,251	

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	4,947	5,087	4,430	5,119	5,232	
당기순이익	1,146	1,387	289	1,299	1,374	
감가상각비	3,751	3,700	3,823	3,836	3,836	
외환손익	0	-6	-2	-2	-4	
충속,관계기업관련손익	0	0	162	0	0	
자산부채의 증감	-274	-109	179	8	48	
기타현금흐름	325	115	-22	-22	-22	
투자활동 현금흐름	-3,353	-2,712	-2,554	-2,760	-2,676	
투자자산	-13	70	118	-97	-47	
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,974	-2,487	-2,370	-2,347	-2,323	
유형자산 감소	13	47	0	0	0	
기타현금흐름	-379	-342	-302	-317	-306	
재무활동 현금흐름	-2,021	-1,810	-1,424	-1,928	-2,214	
단기차입금	-157	79	-16	13	6	
사채 및 장기차입금	-302	-271	0	-580	-636	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-774	-804	-577	-530	-754	
기타현금흐름	-789	-814	-831	-831	-831	
연결범위변동 등 기타	-1	3	-480	-7	233	
현금의 증감	-427	569	-28	424	575	
기초 현금	1,882	1,455	2,024	1,996	2,420	
기말 현금	1,455	2,024	1,996	2,420	2,995	
NOPLAT	1,753	1,823	1,038	1,971	2,079	
FCF	1,973	2,600	2,059	2,772	2,909	

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 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	6,586	7,477	7,221	7,787	8,441	
현금및현금성자산	1,455	2,024	1,996	2,420	2,995	
매출채권 및 기타채권	2,457	2,482	2,362	2,454	2,499	
채고자산	180	210	200	208	212	
비유동자산	23,534	23,039	22,646	22,563	22,035	
유형자산	13,006	12,617	12,524	12,210	11,635	
관계기업등 지분관련자산	1,915	2,342	2,235	2,322	2,364	
기타투자자산	1,850	2,134	2,123	2,132	2,137	
자산총계	30,119	30,515	29,867	30,350	30,476	
유동부채	6,994	9,224	8,937	8,933	8,834	
매입채무 및 기타채무	4,295	5,377	5,132	5,332	5,428	
단기차입금	0	100	100	100	100	
유동성장기부채	1,990	2,828	2,828	2,589	2,377	
비유동부채	10,897	9,463	9,390	9,109	8,714	
장기차입금	316	203	203	203	203	
사채	7,106	6,364	6,364	6,235	6,023	
부채총계	17,891	18,688	18,328	18,041	17,547	
지배지분	11,389	11,699	11,428	12,150	12,723	
자본금	30	30	30	30	30	
자본잉여금	1,771	1,771	1,771	1,771	1,771	
이익잉여금	22,800	22,976	22,705	23,427	24,000	
비지배지분	839	129	112	159	206	
자본총계	12,228	11,828	11,540	12,309	12,929	
순차입금	9,491	8,604	8,611	7,599	6,385	
총차입금	11,328	11,136	11,120	10,553	9,923	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	4,997	5,810	1,425	5,831	6,178	
BPS	53,625	54,952	53,656	57,046	59,737	
EBITDAPS	25,152	25,669	22,634	27,034	27,540	
SPS	80,465	83,376	79,721	82,827	84,327	
DPS	3,540	3,540	1,660	3,540	3,640	
PER	9.6	9.2	37.5	10.2	9.6	
PBR	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	
EV/EBITDA	3.8	3.7	4.2	3.5	3.3	
PSR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	1.8	1.9	-4.6	3.9	1.8	
영업이익 증가율 (%)	8.8	4.0	-43.0	89.8	5.5	
지배순이익 증가율 (%)	19.9	14.3	-75.5	309.0	6.0	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	10.0	10.2	6.1	11.1	11.5	
지배순이익률 (%)	6.2	7.0	1.8	7.0	7.3	
EBITDA 마진 (%)	31.3	30.8	28.4	32.6	32.7	
ROIC	7.4	8.5	2.9	10.0	10.7	
ROA	3.6	4.1	1.0	4.2	4.4	
ROE	9.6	10.8	2.6	10.6	10.7	
부채비율 (%)	146.3	158.0	158.8	146.6	135.7	
순차입금/자기자본 (%)	83.3	73.5	75.3	62.5	50.2	
영업이익/금융비용 (배)	4.5	4.5	2.6	4.9	5.2	

KT (030200): 불확실성 Delete

통신/지주



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	65,000원 (M)
현재주가 (1/19)	53,600원
상승여력	21%

시가총액	135,084억원		
총발행주식수	252,021,685주		
60일 평균 거래대금	199억원		
60일 평균 거래량	384,776주		
52주 고	58,400원		
52주 저	45,150원		
외인지분율	49.00%		
주요주주	현대자동차 외 1인 8.07%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.4)	7.3	16.6
상대	(18.3)	(18.0)	(40.0)
절대(달러환산)	(0.2)	3.5	15.4

- **4Q25 Preview - 일회성 비용 선반영:** 4Q25 연결 영업수익 6.8조원(+3.1% YoY), 영업이익 1,943억원(흑전 YoY)으로 시장 컨센서스(6.9조원, 3,120억원)를 하회할 전망. 이는 지난 12/30 발표한 위약금 면제 및 고객 보답 프로그램 관련 비용의 선반영에 기인. 또한, 영업외에서 과징금 관련 총당금 약 1,000억원이 반영될 것으로 추정. 다만 일회성 비용을 제외한 영업이익은 4,210억원으로 본업인 유무선 통신은 안정적 성장 기조를 유지한 것으로 판단. 그룹사의 이익 기여는 1,000억원으로 예상. KT클라우드와 KT에스테이트의 고성장이 이어진 가운데 콘텐츠 자회사의 수익성 개선이 이루어진 것으로 파악
- **26년 역기저에도 견조한 실적 전망:** 26년 연결 영업수익 27.6조원(-2.0% YoY), 영업이익 2.3조원(-7.0% YoY, OPM 8.2%)으로 전망. 25년 부동산 일회성 이익에 따른 역기저 효과가 존재하나, 대전 인재개발원 개발사업과 이스트폴 운영 매출 등 4,000억원이 반영되며 실적 하방을 지지할 것. 위약금 면제에 따른 가입자 이탈 및 요금제 다운그레이드 영향은 존재하나, 이익에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단. 26년은 AX 사업의 본격적인 매출 기여가 기대된다는 점에서 긍정적. 특히, 한국어 특화 모델, MS 파트너십 상품 및 협업 상품, GPUaaS, Secure Public Cloud 등 글로벌 빅테크와의 협업 성과가 구체화되며 중장기 성장 동력으로 부상할 것
- **투자의견 BUY, 목표주가 65,000원 유지:** 해킹 사태 관련 비용은 4Q25에 선반영 되었으며 신임 대표이사 후보 확정으로 경영 리스크도 제거된 상태. 마지막 남은 변수인 4Q25 배당금 가시성이 확보되고 차기 주주환원 정책이 발표되는 2월을 기점으로 주가의 본격적인 우상향 흐름 전망

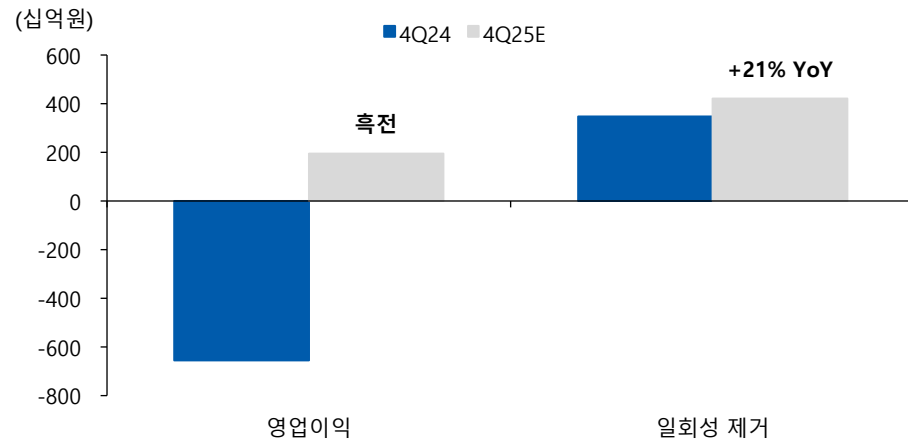
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	26,376	26,431	28,180	27,625	28,335
매출액증가율	2.8	0.2	6.6	-2.0	2.6
영업이익	1,650	809	2,436	2,266	2,411
영업이익률	6.3	3.1	8.6	8.2	8.5
지배주주귀속순이익	1,010	470	1,624	1,481	1,597
지배주주 귀속 EPS	3,887	1,850	6,443	5,878	6,338
증가율	-19.6	-52.4	248.3	-8.8	7.8
PER	8.2	21.0	8.2	9.1	8.5
PBR	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.3	4.1	3.5	3.6	3.4
ROA	2.4	1.1	3.8	3.4	3.6
ROE	6.1	2.9	9.7	8.4	8.5

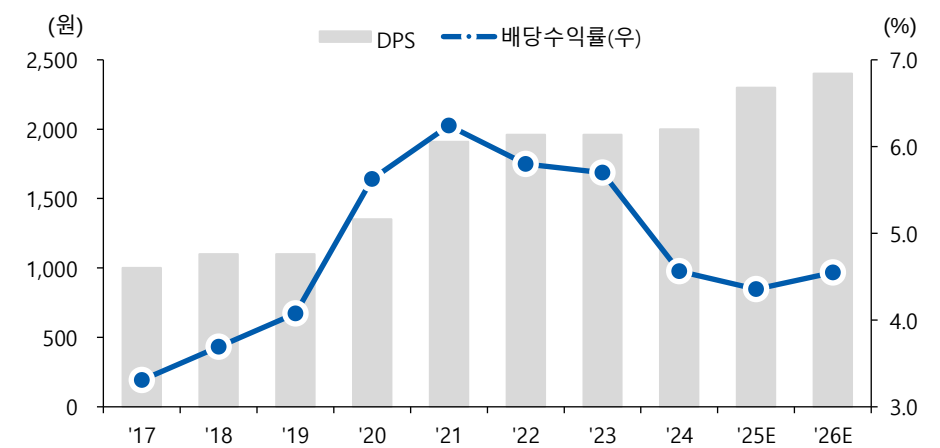
자료: 유안타증권 리서치센터

KT 일회성 제거 전후 연결 영업이익



자료: KT, 유안타증권 리서치센터

KT DPS 및 배당수익률 추이



자료: KT, 유안타증권 리서치센터

KT(030200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	26,376	26,431	28,180	27,625	28,335	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	26,376	26,431	28,180	27,625	28,335	
판매비	24,726	25,622	25,744	25,359	25,924	
영업이익	1,650	809	2,436	2,266	2,411	
EBITDA	5,518	4,739	6,355	6,188	6,361	
영업외손익	-326	-225	-149	-160	-148	
외환관련손익	-91	-405	-241	-334	-293	
이자손익	-77	-71	-75	-96	-112	
관계기업관련손익	-43	9	-163	-153	-126	
기타	-115	243	330	424	383	
법인세비용차감전순손익	1,324	585	2,287	2,106	2,264	
법인세비용	335	168	536	508	544	
계속사업순손익	989	417	1,750	1,598	1,720	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	989	417	1,750	1,598	1,720	
지배지분순이익	1,010	470	1,624	1,481	1,597	
포괄순이익	996	327	1,750	1,598	1,720	
지배지분포괄이익	1,014	354	1,897	1,732	1,864	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	5,503	5,066	6,527	6,716	6,829	
당기순이익	989	417	1,750	1,598	1,720	
감가상각비	3,176	3,278	3,311	3,346	3,395	
외환손익	84	383	241	334	293	
충속, 관계기업관련손익	0	0	163	153	126	
자산부채의 증감	-246	69	40	296	328	
기타현금흐름	1,501	919	1,021	989	967	
투자활동 현금흐름	-4,621	-2,845	-3,635	-3,406	-3,380	
투자자산	-572	405	-221	-44	-51	
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,693	-2,909	-2,890	-2,853	-2,812	
유형자산 감소	100	103	0	0	0	
기타현금흐름	-456	-444	-524	-508	-517	
재무활동 현금흐름	-453	-1,390	-2,661	-2,749	-2,810	
단기차입금	235	97	96	-45	19	
사채 및 장기차입금	639	84	-100	-50	-150	
자본	3	0	0	0	0	
현금배당	-527	-872	-557	-555	-579	
기타현금흐름	-803	-698	-2,100	-2,100	-2,100	
연결범위변동 등 기타	1	7	-32	-51	-178	
현금의 증감	430	837	199	510	461	
기초 현금	2,449	2,880	3,717	3,916	4,426	
기말 현금	2,880	3,717	3,916	4,426	4,887	
NOPLAT	1,650	809	2,436	2,266	2,411	
FCF	1,810	2,156	3,637	3,863	4,017	

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 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	14,518	14,252	14,792	15,445	16,216	
현금및현금성자산	2,880	3,717	3,916	4,426	4,887	
매출채권 및 기타채권	7,170	6,147	6,314	6,370	6,534	
채고자산	912	940	1,002	983	1,008	
비유동자산	28,192	27,628	27,805	27,889	28,301	
유형자산	14,872	14,826	14,784	14,723	14,904	
관계기업등 지분관련자산	1,557	1,562	1,666	1,716	1,760	
기타투자자산	2,725	2,759	2,876	2,871	2,878	
자산총계	42,710	41,880	42,597	43,334	44,517	
유동부채	13,147	13,875	13,368	13,153	13,304	
매입채무 및 기타채무	8,055	7,395	6,811	6,677	6,762	
단기차입금	434	460	510	480	480	
유동성장기부채	2,624	3,445	3,445	3,445	3,445	
비유동부채	11,001	10,009	10,038	9,947	9,838	
장기차입금	656	560	560	560	510	
사채	6,503	6,056	5,956	5,906	5,806	
부채총계	24,149	23,883	23,407	23,100	23,142	
자배지분	16,749	16,211	17,278	18,205	19,223	
자본금	1,564	1,564	1,564	1,564	1,564	
자본잉여금	1,443	1,443	1,443	1,443	1,443	
이익잉여금	14,494	13,780	14,847	15,774	16,792	
비지배지분	1,812	1,786	1,912	2,029	2,152	
자본총계	18,561	17,997	19,190	20,234	21,375	
순차입금	8,154	7,593	7,379	6,777	6,180	
총차입금	12,474	12,654	12,651	12,556	12,425	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	3,887	1,850	6,443	5,878	6,338	
BPS	67,972	65,942	71,663	75,508	79,733	
EBITDAPS	21,235	18,643	25,216	24,555	25,239	
SPS	101,514	103,976	111,815	109,615	112,432	
DPS	1,960	2,000	2,300	2,400	2,400	
PER	8.2	21.0	8.2	9.1	8.5	
PBR	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	
EV/EBITDA	3.3	4.1	3.5	3.6	3.4	
PSR	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	2.8	0.2	6.6	-2.0	2.6	
영업이익 증가율 (%)	-2.4	-50.9	200.9	-7.0	6.4	
지배순이익 증가율 (%)	-20.0	-53.4	245.3	-8.8	7.8	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	6.3	3.1	8.6	8.2	8.5	
지배순이익률 (%)	3.8	1.8	5.8	5.4	5.6	
EBITDA 마진 (%)	20.9	17.9	22.6	22.4	22.4	
ROIC	6.8	3.3	11.3	9.7	10.5	
ROA	2.4	1.1	3.8	3.4	3.6	
ROE	6.1	2.9	9.7	8.4	8.5	
부채비율 (%)	130.1	132.7	122.0	114.2	108.3	
순차입금/자기자본 (%)	48.7	46.8	42.7	37.2	32.2	
영업이익/금융비용 (배)	4.6	2.2	6.6	5.7	5.9	

LG유플러스 (032640): 26년에도 주주환원 강화 예상

통신/지주



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	18,000원 (M)
현재주가 (1/19)	15,060원
상승여력	20%

시가총액	64,732억원		
총발행주식수	429,828,355주		
60일 평균 거래대금	131억원		
60일 평균 거래량	864,437주		
52주 고	16,210원		
52주 저	9,870원		
외인지분율	41.97%		
주요주주	LG 외 3인 38.26%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.5)	1.0	46.1
상대	(18.4)	(22.8)	(24.8)
절대(달러환산)	(0.3)	(2.6)	44.5

- **4Q25 Preview:** 4Q25 연결 영업수익은 3.9조원(+4.3% YoY), 영업이익은 1,674억원(+17.7% YoY)으로 시장 컨센서스(3.9조원, 2,076억원)을 하회할 전망. 일회성 인건비 관련 비용이 약 600~700억원 반영되며 영업이익이 당초 예상을 하회할 것으로 추정. 이를 제외할 경우 기존 컨센서스에 부합하는 영업실적 시현. 모바일과 스마트홈이 견조한 성장을 이어간 가운데 DBO 사업 실적이 반영되며 기업인프라 수익이 큰 폭으로 성장한 것으로 파악. 4Q 마케팅 경쟁은 다소 완화되며 서비스수익 대비 마케팅비 비율이 3Q25 20.1%와 유사한 수준을 유지한 것으로 추정
- **26년 견조한 외형 성장과 비용 효율화:** 26년 연결 영업수익은 15.7조원(+1.2% YoY), 영업이익은 1.1조원(+28.5% YoY)으로 전망. 견조한 외형성장을 바탕으로 인건비 감소 등 비용 효율화 효과가 나타나며 영업이익 고성장. 경쟁사의 위약금 면제로 유무선 번들 가입자 중심의 유입이 이루어지며 모바일과 스마트홈의 안정적인 성장 예상. 더불어 DBO 사업은 온기 반영되며 기업 인프라 부문의 고성장이 지속될 것. 25년 희망퇴직으로 인한 인건비 감소 효과는 400~500억원으로 추정
- **투자의견 BUY, 목표주가 18,000원 유지:** 25년에 이어 26년에도 자사주 매입 실시할 것으로 예상. 따라서 배당주식수 감소에 따른 DPS 상향 기대, 25E 660원, 26E 670원으로 전망. 현재가 기준 26년 예상 배당수익률은 4.9%, 자사주 매입(26년 1,000억원 예상)을 감안한 주주환원율은 6.0%. 26년 예상 PER 8.4x, PBR 0.7x로 밸류에이션 매력은 충분. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 18,000원 유지

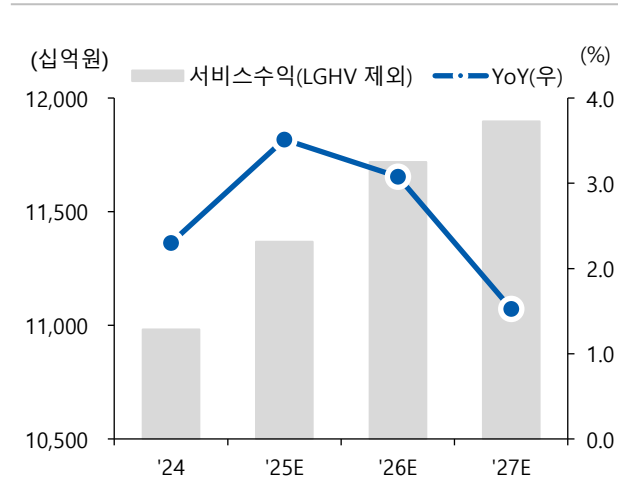
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	14,373	14,625	15,517	15,698	15,898
매출액증가율	3.4	1.8	6.1	1.2	1.3
영업이익	998	863	889	1,142	1,176
영업이익률	6.9	5.9	5.7	7.3	7.4
지배주주귀속순이익	623	374	501	765	777
지배주주 귀속 EPS	1,426	858	1,154	1,781	1,809
증가율	-6.1	-39.8	34.5	54.3	1.6
PER	7.5	11.7	12.8	8.5	8.3
PBR	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.3	3.1	3.6	3.2	3.1
ROA	3.1	1.9	2.5	3.7	3.7
ROE	7.5	4.4	5.8	8.5	8.2

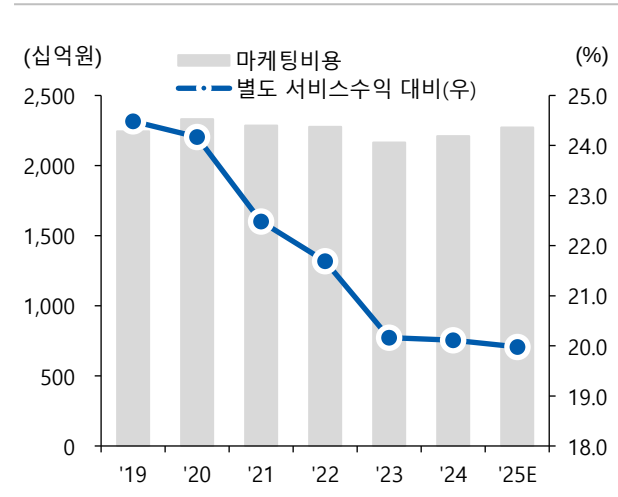
자료: 유안타증권 리서치센터

LG유플러스 서비스수익 추이



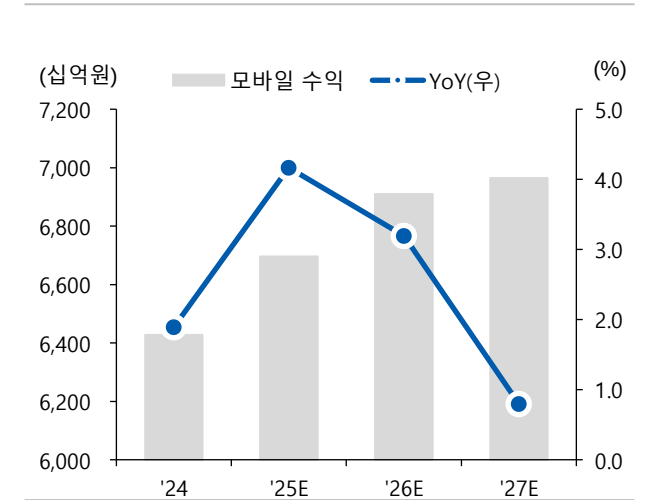
자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

LG유플러스 별도 마케팅비 추이



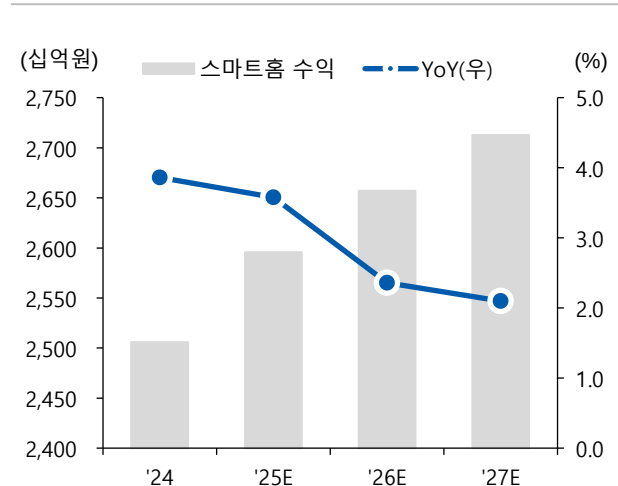
자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

LG유플러스 모바일 수익 추이



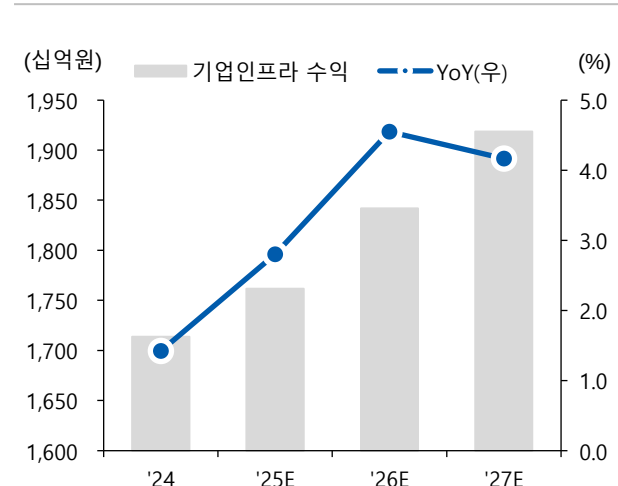
자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

LG유플러스 모바일 스마트홈 수익 추이



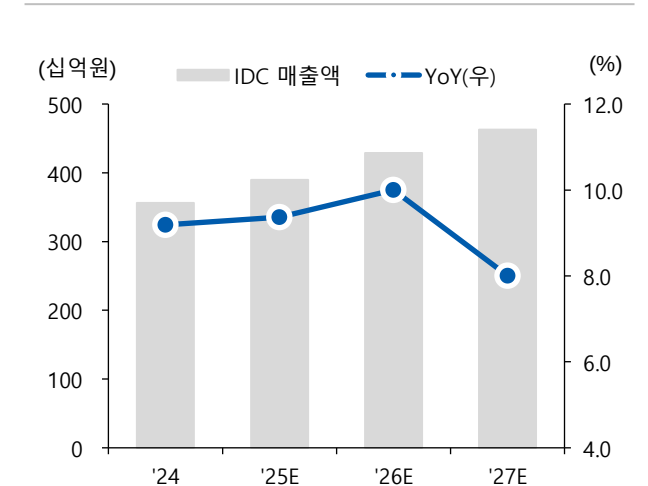
자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

LG유플러스 기업인프라 수익 추이



자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

LG유플러스 IDC 매출액 추이



자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

LG유플러스(032640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	14,373	14,625	15,517	15,698	15,898	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	14,373	14,625	15,517	15,698	15,898	
판매비	13,375	13,762	14,628	14,556	14,722	
영업이익	998	863	889	1,142	1,176	
EBITDA	3,569	3,527	3,560	3,819	3,850	
영업외손익	-227	-413	-233	-157	-160	
외환관련손익	-1	0	0	0	0	
이자손익	-185	-201	-193	-197	-195	
관계기업관련손익	2	-2	8	80	9	
기타	-43	-210	-47	-40	26	
법인세비용차감전순손익	771	451	656	985	1,017	
법인세비용	141	136	161	215	234	
계속사업순손익	630	315	495	771	783	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	630	315	495	771	783	
지배지분순이익	623	374	501	765	777	
포괄순이익	591	266	495	771	783	
지배지분포괄이익	586	329	611	951	966	

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	2,975	3,335	3,407	3,619	3,694	
당기순이익	630	315	495	771	783	
감가상각비	2,134	2,180	2,184	2,195	2,189	
외환손익	1	-1	0	0	0	
충족,관계기업관련손익	-2	2	-8	-80	-9	
자산부채의 증감	-2,704	-2,355	-2,494	-2,491	-2,496	
기타현금흐름	2,916	3,195	3,230	3,225	3,227	
투자활동 현금흐름	-2,998	-2,391	-1,892	-1,863	-1,844	
투자자산	-66	-33	-5	-1	-1	
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,536	-1,915	-1,902	-1,883	-1,864	
유형자산 감소	17	19	0	0	0	
기타현금흐름	-414	-462	16	21	21	
재무활동 현금흐름	-252	-611	-368	-431	-636	
단기차입금	123	-122	8	3	3	
사채 및 장기차입금	216	-84	57	2	-200	
자본	0	35	0	0	0	
현금배당	-284	-284	-278	-281	-284	
기타현금흐름	-307	-155	-155	-155	-155	
연결범위변동 등 기타	0	3	-1,046	-910	-781	
현금의 증감	-275	337	102	416	432	
기초 현금	835	560	896	998	1,413	
기말 현금	560	896	998	1,413	1,846	
NOPLAT	998	863	889	1,142	1,176	
FCF	439	1,420	1,505	1,736	1,830	

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 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	4,964	5,264	5,545	6,095	6,673	
현금및현금성자산	560	896	998	1,413	1,846	
매출채권 및 기타채권	1,943	1,930	1,962	1,982	2,007	
채고자산	354	252	268	271	274	
비유동자산	15,136	14,444	14,660	14,677	14,452	
유형자산	11,066	10,709	11,344	11,499	11,403	
관계기업등 지분관련자산	75	73	78	79	80	
기타투자자산	239	262	263	263	263	
자산총계	20,101	19,708	20,205	20,773	21,126	
유동부채	5,607	5,116	5,357	5,344	5,189	
매입채무 및 기타채무	2,691	2,681	2,817	2,850	2,886	
단기차입금	130	0	0	0	0	
유동성장기부채	2,172	1,805	1,862	1,801	1,601	
비유동부채	5,737	5,823	5,864	5,954	5,963	
장기차입금	703	1,168	1,168	1,168	1,168	
사채	3,342	3,322	3,322	3,372	3,372	
부채총계	11,344	10,939	11,220	11,298	11,153	
자배지분	8,472	8,556	8,778	9,263	9,756	
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574	2,574	
자본잉여금	837	872	872	872	872	
이익잉여금	5,168	5,204	5,426	5,911	6,404	
비지배지분	285	212	207	212	217	
자본총계	8,757	8,768	8,985	9,475	9,973	
순차입금	6,708	6,168	6,125	5,712	5,081	
총차입금	7,389	7,183	7,247	7,252	7,055	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	1,426	858	1,154	1,781	1,809	
BPS	19,711	19,906	20,618	21,825	22,987	
EBITDAPS	8,175	8,078	8,205	8,885	8,958	
SPS	32,919	33,497	35,767	36,521	36,987	
DPS	650	650	660	670	670	
PER	7.5	11.7	12.8	8.5	8.3	
PBR	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7	
EV/EBITDA	3.3	3.1	3.6	3.2	3.1	
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	3.4	1.8	6.1	1.2	1.3	
영업이익 증가율 (%)	-7.7	-13.5	3.0	28.5	3.0	
지배순이익 증가율 (%)	-6.1	-39.9	33.7	52.8	1.6	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	6.9	5.9	5.7	7.3	7.4	
지배순이익률 (%)	4.3	2.6	3.2	4.9	4.9	
EBITDA 마진 (%)	24.8	24.1	22.9	24.3	24.2	
ROIC	5.8	4.3	4.8	6.1	6.2	
ROA	3.1	1.9	2.5	3.7	3.7	
ROE	7.5	4.4	5.8	8.5	8.2	
부채비율 (%)	129.5	124.8	124.9	119.2	111.8	
순차입금/자기자본 (%)	79.2	72.1	69.8	61.7	52.1	
영업이익/금융비용 (배)	4.1	3.1	3.4	4.3	4.5	



이창영

인터넷/SW

changyoung.lee@yuantakorea.com

PART 6

인터넷/게임 4Q25 Preview

NAVER(035420): 4Q25 Preview – 힘없는 주가 vs 힘쏘는 실적

인터넷/SW



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	360,000원 (M)
현재주가 (1/19)	238,000원
상승여력	51%

시가총액	373,309억원
총발행주식수	156,852,638주
60일 평균 거래대금	3,171억원
60일 평균 거래량	1,247,861주
52주 고	290,500원 / 176,900원
52주 저	39.48%
외인지분율	0.57%
주요주주	국민연금공단 9.33%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	1.1 (6.8) 13.9
상대	(17.2) (28.8) (41.4)
절대(달러환산)	1.2 (10.2) 12.7

• **4Q25 Preview:** 영업수익 3조 2,309억원 YoY +12.0%, 영업이익 5,964억원 YoY +10.0%. 컨센서스 부합 전망. **[광고]** 24년 4분기 LY정산금 일시적 효과(광고, 클라우드 각각 약 300억원)가 제거되며 성장률은 둔화되지만, 통합검색, DA, 쇼핑광고 등 다양한 지면에 걸친 광고 효율성을 극대화하는 시에 의한 광고지면 최적화 및 로컬검색의 지속적인 증가 등으로 광고전체로는 한자리수 후반 성장 유지 예상. **[커머스]** 추석효과가 3분기에 거의 반영되며, 10월 저조한 실적 보였으나, ① 커머스 전체 수수료율 증가효과 ②고수수료율의 여행 매출 증가 ③포쉬마크 실적 개선 ④탈쿠팡효과 ⑤ 마켓컬리, 스포티파이 등 멤버십 효과 등으로 전년 대비 높은 성장 유지 전망. 쿠팡의 개인정보유출 뉴스 이후 12월 쿠팡 일간 사용자수는 17.7% 감소한 반면 네이버플러스 스토어의 경우 비슷한 기간 15.2% 증가하며, 동사로의 탈쿠팡 효과가 나타나고 있는 것으로 추정됨. 또한, '포쉬마크' 의 경우 저가의 C커머스 공세 때문에 어려움이 있었으나, 25년 5월2일부터 기존 \$800이하 중국 저가제품에 대한 미국 면세가 폐지되고 건당 200달러 또는 120% 관세부과되며, '포쉬마크'가 반사이득을 얻고 있는 것으로 추정되는 바, 향후에도 실적개선이 이어질 것으로 기대됨.

• **Google일까? Baidu일까?** : 3Q25 중국 Baidu의 온라인 광고매출은 YoY 18% 감소했으나 구글의 광고 매출은 YoY+13% 증가함. Baidu 역성장의 이유는 ① 중국내 광고경기침체 ② SNS 'Douyin' 등 플랫폼 경쟁심화 ③ AI로의 검색기능 전환에 따른 광고노출, 클릭수 감소 등으로 국내 NAVER가 처한 상황과 비슷함. 반면 구글의 경우 자사 AI 'Gemini'와 'AI Overview'를 통한 광고효율성 증가(광고타겟 정밀도 ↑, 불필요한 광고노출 ↓, 소비자광고부담 ↓, 광고클릭률 ↑, 구매전환율 ↑, 광고주 ROI ↑, 광고단가 ↑)로 광고매출 계속 고성장 중. NAVER도 'AI Briefing' 비율이 계속 증가하고 있는 가운데, AI 기반 광고시스템 'AD Voost'를 통해 광고지면 효율성을 높여가고 있고, 어려운 환경에도 불구하고 광고 성장을 계속 시험하고 있어 Baidu와 같은 어려운 상황에서도 검색 사용량 감소 우려에 따른 밸류이션의 더 이상의 하락을 멈추고 상승 반전할 수 있을 것으로 기대됨.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,738	12,071	13,092	13,867
매출액증가율	17.7	11.0	12.4	8.5	5.9
영업이익	1,489	1,979	2,194	2,386	2,579
영업이익률	15.4	18.4	18.2	18.2	18.6
지배주주귀속순이익	1,012	1,923	2,249	2,039	2,180
지배주주 귀속 EPS	6,180	11,913	14,250	13,001	13,901
증가율	33.4	92.8	19.6	-8.8	6.9
PER	33.1	15.5	17.0	18.3	17.1
PBR	1.3	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	16.6	10.6	11.1	10.2	9.8
ROA	2.9	5.2	5.6	4.7	4.9
ROE	4.4	7.9	8.4	7.0	7.0

자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER 4Q25 실적 전망

NAVER 실적전망

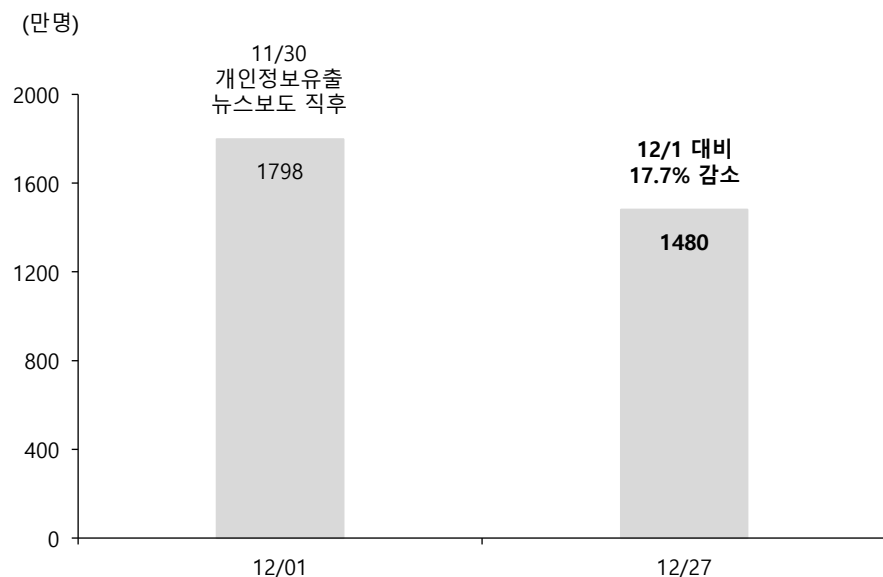
(억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
영업수익	28,857	27,868	29,150	31,381	32,309	31,364	32,337	32,732	34,489	96,706	107,378	120,708	130,922
YoY	13.7%	10.3%	11.7%	15.6%	12.0%	12.5%	10.9%	4.3%	6.7%	17.6%	11.0%	12.4%	8.5%
서치플랫폼	10,647	10,127	10,365	10,602	10,772	10,261	10,638	10,759	10,946	35,890	39,462	41,866	42,603
YoY	14.7%	11.9%	5.9%	6.3%	1.2%	1.3%	2.6%	1.5%	1.6%	0.6%	10.0%	6.1%	1.8%
커머스	7,751	7,879	8,611	9,855	10,291	10,206	10,605	10,523	11,272	25,468	29,230	36,636	42,607
YoY	17.4%	12.0%	19.8%	35.9%	32.8%	29.5%	23.2%	6.8%	9.5%	41.4%	14.8%	25.3%	16.3%
커머스 광고	3,078	3,083	3,356	3,663	3,935	3,629	3,958	3,741	4,255	11,070	11,320	14,037	15,581
YoY	10.0%	16.4%	19.8%	31.2%	27.9%	17.7%	17.9%	2.1%	8.1%	2.7%	2.3%	24.0%	11.0%
중개 및 판매	4,138	4,242	4,682	5,589	5,680	5,875	5,924	6,034	6,228	12,687	15,958	20,193	24,060
YoY	23.7%	8.6%	11.2%	39.7%	37.3%	38.5%	26.5%	8.0%	9.7%	110.1%	25.8%	26.5%	19.2%
핀테크	4,009	3,927	4,117	4,331	4,444	4,385	4,441	4,536	4,635	13,547	15,084	16,819	17,996
YoY	12.6%	11.0%	11.7%	12.5%	10.8%	11.7%	7.9%	4.7%	4.3%	14.2%	11.3%	11.5%	7.0%
콘텐츠	4,674	4,593	4,740	5,093	5,235	5,031	5,188	5,379	5,662	17,329	17,964	19,661	21,260
YoY	0.2%	2.9%	12.9%	10.1%	12.0%	9.5%	9.4%	5.6%	8.2%	37.4%	3.7%	9.4%	8.1%
클라우드	1,776	1,342	1,317	1,500	1,568	1,481	1,466	1,536	1,975	4,471	5,638	5,727	6,457
YoY	41.2%	14.7%	5.7%	3.7%	-11.7%	10.4%	11.3%	2.4%	25.9%	11.0%	26.1%	1.6%	12.8%
영업비용	23,436	22,815	23,933	25,675	26,345	25,918	26,661	26,919	27,562	81,816	87,585	98,768	107,061
인건비	5,858	5,739	5,833	6,322	6,438	6,453	6,531	6,647	6,683	21,759	22,253	24,332	26,315
YoY	5%	8%	2%	18%	10%	12%	12%	5%	4%	25%	2%	9%	8%
파트너	10,219	9,742	10,140	10,970	11,229	10,826	11,216	11,371	11,824	35,336	37,900	42,081	45,236
YoY	8%	7%	11%	17%	10%	11%	11%	4%	5%	19%	7%	11%	7%
인프라	1,851	1,893	1,977	2,186	2,331	2,371	2,469	2,541	2,683	5,956	7,048	8,387	10,064
YoY	13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	18%	19%	20%
마케팅	4,477	4,302	4,824	5,020	5,169	5,031	5,177	5,108	5,242	14,797	15,993	19,315	20,558
영업이익	5,421	5,053	5,217	5,706	5,964	5,446	5,676	5,813	6,927	14,889	19,793	21,940	23,861
영업이익률	18.8%	18.1%	17.9%	18.2%	18.5%	17.4%	17.6%	17.8%	20.1%	15.4%	18.4%	18.2%	18.2%
YoY	33.7%	15.1%	10.4%	8.6%	10.0%	7.8%	8.8%	1.9%	16.1%	14.1%	32.9%	10.8%	8.8%

자료: 유안타증권 리서치센터

탈쿠팡 효과는 언제까지?

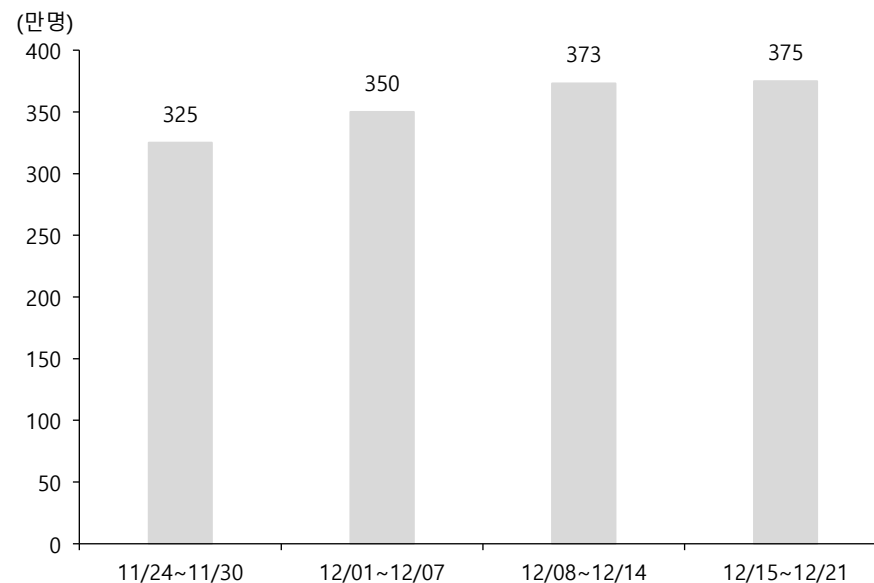
- 25년 12월 29일 쿠팡 개인정보 유출 사태 이후 '모바일인덱스' AOS+IOS 앱 데이터 기준 쿠팡의 일간 사용자 수가 12월1일 1,798만명에서 12월27일 1,480만명으로 17.7% 감소함
- 반면, 네이버플러스 스토어의 경우 11월4주차(11/24~11/30) 주간 사용자 수 325만명에서 12월 3주차(12/15~12/21) 375만명으로 15.2% 증가하여 '탈쿠팡' 효과가 나타나고 있음을 보여줌
- 이러한 추세가 언제까지 얼마만큼 지속될지는 알 수 없지만, 네이버 커머스의 ①도착보장서비스 증가 ②멤버십 회원 및 구매액 증가 ③수수료 개편(증가) ④포쉬마크 회복 등으로 커머스의 성장세는 지속될 것으로 예상

쿠팡 일간 사용자수 변화 (AOS+IOS) 25년 12월1일 ~ 27일 DAU



자료: 모바일인덱스 INSIGHT, 유안타증권 리서치센터

네이버플러스 스토어 주간 사용자수

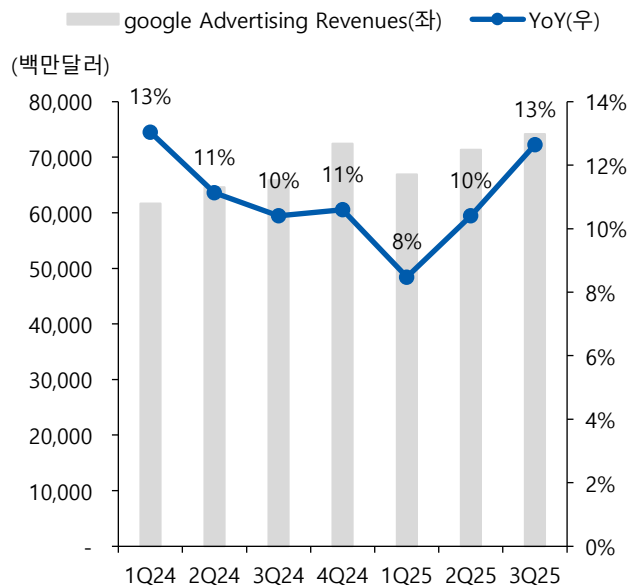


자료: 모바일인덱스 INSIGHT, 유안타증권 리서치센터

Google 일까 Baidu 일까?

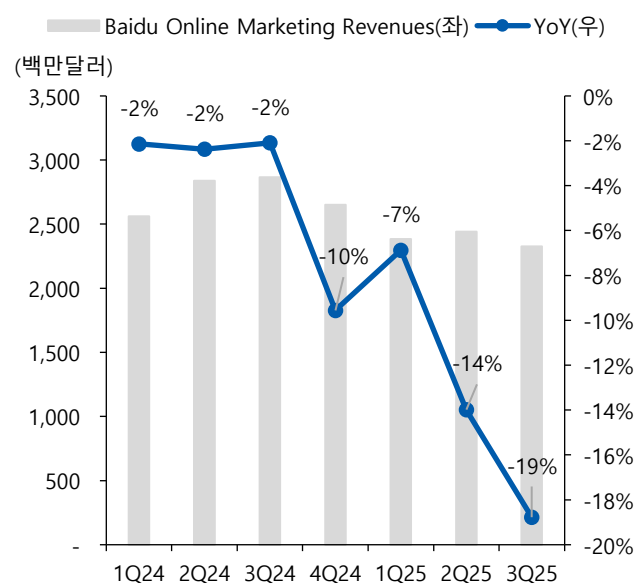
- Baidu의 3Q25 온라인광고 매출액은 YoY -19%로 역성장 지속 중. Baidu는 M/S 50%가 넘는 중국내 1위 검색서비스로서 이와 유사한 국내 NAVER에게 시사하는 바가 큼. Baidu (검색)광고 매출 하락의 원인은 ① 중국내 광고경기침체 ② SNS 'Douyin' 등 플랫폼 경쟁심화 ③ AI로의 검색기능 전환으로 광고노출, 클릭수 감소 등으로 국내 NAVER와 처한 상황이 비슷함.
- 반면 Google의 의 3Q25 온라인광고 매출액은 YoY +13%로 고성장 지속 중. Google 의 경우 자사 AI 'Gemini'와 'AI Overview'를 통한 광고효율성 증가(광고타겟 정밀도 ↑, 불필요한 광고노출 ↓, 소비자광고부담 ↓, 광고클릭률 ↓, 구매전환율 ↑, 광고주 ROI ↑, 광고단가 ↑)로 광고매출 계속 고성장 구가 중.
- NAVER도 'AI Briefing' 비율이 계속 증가하고 있는 가운데, AI 기반 광고시스템 'AD Voost'를 통해 광고지면 효율성을 높여가고 있고, Baidu처럼 어려운 환경에도 불구하고 광고 성장을 계속 시현하고 있어, 검색사용량 감소 우려에 따른 밸류에이션 하락 리스크를 해소 할 수 있을 것으로 기대됨.

구글 광고 매출액 & YoY 성장률 (1Q24~4Q25)



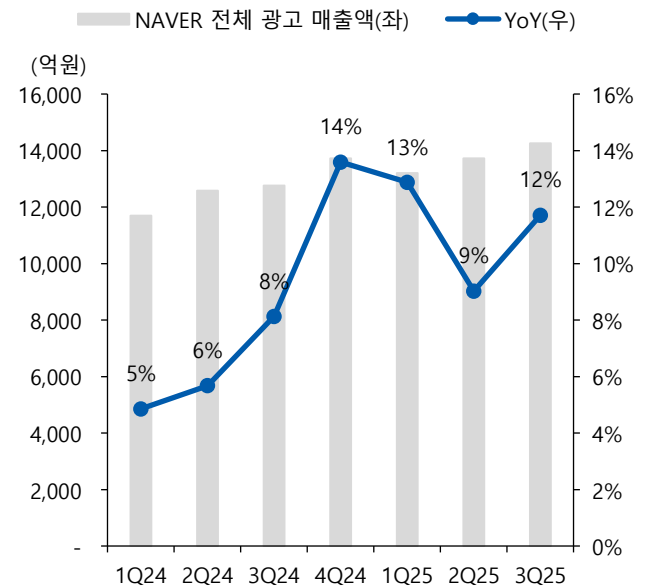
자료: Alphabet, 유안타증권 리서치센터

바이두 온라인 광고 매출액 & YoY 성장률 (1Q24~3Q25)



자료: Baidu, 유안타증권 리서치센터

네이버 전체 광고 매출액 & YoY 성장률 (1Q24~3Q25)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

NAVER(035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	9,671	10,738	12,071	13,092	13,867	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	9,671	10,738	12,071	13,092	13,867	
판매비	8,182	8,758	9,877	10,706	11,288	
영업이익	1,489	1,979	2,194	2,386	2,579	
EBITDA	2,071	2,653	3,035	3,250	3,461	
영업외손익	-7	343	748	324	319	
외환관련손익	-43	-147	29	24	16	
이자손익	-26	69	90	71	64	
관계기업관련손익	267	145	524	249	282	
기타	-205	277	106	-19	-43	
법인세비용차감전순손익	1,481	2,322	2,942	2,710	2,898	
법인세비용	496	390	670	651	695	
계속사업순손익	985	1,932	2,272	2,060	2,202	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	985	1,932	2,272	2,060	2,202	
지배지분순이익	1,012	1,923	2,249	2,039	2,180	
포괄순이익	724	2,631	2,502	2,236	2,314	
지배지분포괄이익	749	2,561	2,488	2,224	2,302	

주·영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일함. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	2,002	2,590	3,593	3,728	3,864	
당기순이익	985	1,932	2,272	2,060	2,202	
감가상각비	528	609	615	646	672	
외환손익	-46	117	-29	-24	-16	
충족, 관계기업관련손익	-267	-145	-89	-249	-282	
자산부채의 증감	361	152	95	95	96	
기타현금흐름	441	-75	729	1,200	1,192	
투자활동 현금흐름	-950	-1,340	-2,514	-3,000	-3,378	
투자자산	602	1,280	-353	-1,952	-2,414	
유형자산 증가 (CAPEX)	-641	-554	-1,175	-800	-800	
유형자산 감소	7	32	14	0	0	
기타현금흐름	-919	-2,098	-999	-248	-164	
재무활동 현금흐름	-110	-770	-394	-979	-979	
단기차입금	113	-224	-44	-7	-6	
사채 및 장기차입금	-131	-153	339	-200	-200	
자본	-314	180	84	0	0	
현금배당	-62	-119	-168	-169	-169	
기타현금흐름	284	-454	-604	-604	-604	
연결범위변동 등 기타	-90	140	1,091	-472	-924	
현금의 증감	852	619	1,777	-724	-1,417	
기초 현금	2,724	3,576	4,196	5,972	5,248	
기말 현금	3,576	4,196	5,972	5,248	3,831	
NOPLAT	1,489	1,979	2,194	2,386	2,579	
FCF	1,362	2,036	2,417	2,928	3,064	

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	7,028	9,375	12,169	11,878	10,848	
현금및현금성자산	3,576	4,196	5,972	5,248	3,831	
매출채권 및 기타채권	1,706	1,588	1,243	1,276	1,352	
재고자산	15	22	24	26	28	
비유동자산	28,710	28,793	30,011	31,957	34,604	
유형자산	2,742	2,910	3,076	3,230	3,358	
관계기업등 지분관련자산	17,589	17,406	17,321	18,786	20,665	
기타투자자산	3,642	3,504	4,467	4,954	5,489	
자산총계	35,738	38,168	42,180	43,835	45,452	
유동부채	6,306	6,092	8,475	8,221	7,870	
매입채무 및 기타채무	3,873	3,866	1,615	1,648	1,565	
단기차입금	333	135	133	133	133	
유동성장기부채	443	200	1,570	1,570	1,570	
비유동부채	5,194	5,075	4,179	4,021	3,843	
장기차입금	994	863	796	696	596	
사채	1,656	2,007	387	287	187	
부채총계	11,500	11,167	12,654	12,242	11,713	
자배지분	23,206	25,460	27,957	30,004	32,128	
자본금	16	16	16	16	16	
자본잉여금	1,243	1,423	1,507	1,507	1,507	
이익잉여금	24,544	25,965	27,824	29,694	31,706	
비지배지분	1,032	1,541	1,568	1,589	1,611	
자본총계	24,238	27,001	29,525	31,593	33,739	
순차입금	-218	-3,157	-5,931	-5,851	-4,989	
총차입금	4,883	4,378	4,714	4,445	4,183	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	6,180	11,913	14,250	13,001	13,901	
BPS	154,077	170,953	187,209	200,916	215,135	
EBITDAPS	12,644	16,432	19,229	20,720	22,065	
SPS	59,039	66,511	76,482	83,468	88,410	
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130	
PER	33.1	15.5	17.0	18.3	17.1	
PBR	1.3	1.1	1.3	1.2	1.1	
EV/EBITDA	16.6	10.6	11.1	10.2	9.8	
PSR	3.5	2.8	3.2	2.9	2.7	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	17.6	11.0	12.4	8.5	5.9	
영업이익 증가율 (%)	14.1	32.9	10.8	8.8	8.1	
지배순이익 증가율 (%)	33.2	90.0	16.9	-9.3	6.9	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	15.4	18.4	18.2	18.2	18.6	
지배순이익률 (%)	10.5	17.9	18.6	15.6	15.7	
EBITDA 마진 (%)	21.4	24.7	25.1	24.8	25.0	
ROIC	38.8	49.2	68.1	81.4	74.9	
ROA	2.9	5.2	5.6	4.7	4.9	
ROE	4.4	7.9	8.4	7.0	7.0	
부채비율 (%)	47.4	41.4	42.9	38.7	34.7	
순차입금/자기자본 (%)	-0.9	-12.4	-21.2	-19.5	-15.5	
영업이익/금융비용 (배)	11.7	18.9	15.9	17.2	19.7	

카카오(035720): 4Q25 Preview – 친구탭은 원상복귀 되었지만 매출은 증가 중

인터넷/SW



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	80,000원 (M)
현재주가 (1/19)	56,600원
상승여력	41%

시가총액	250,452억원
총발행주식수	442,495,220주
60일 평균 거래대금	1,886억원
60일 평균 거래량	3,063,471주
52주 고	70,400원 / 35,750원
52주 저	29.74%
외인지분율	0.18%
주요주주	김범수 외 75인 24.10%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(2.7) (2.4) 55.5
상대	(20.3) (25.4) (20.0)
절대(달러환산)	(2.6) (5.9) 53.9

- **4Q25 Preview:** 매출액 2조 894억원 YoY +7%, 영업이익 1,746억원 YoY +132%. 컨센서스 하회 전망. **[플랫폼]** 친구탭은 개편전으로 원상복귀 되었으나 친구-소식탭의 신규 피드 광고상품, 숏폼 탭광고 등 카카오 개편에 따른 체류시간 증가, 광고매출 증가 효과가 이번 4분기에 크게 나타나 특광고 두자리수 성장 예상. 커머스도 추석 효과로 성장성 회복. 4분기 성수기 효과 등 모빌리티, 페이 모두 고성장 지속 전망. **[콘텐츠]** 신작 부재로 게임 매출 감소. 4분기 비수기, 에스엠 앨범 판매량 감소 등 뮤직 매출 QoQ 감소. 국내 스토리(웹툰)매출 지속 감소. 피코마는 일본 웹툰시장 경쟁심화, 시장성장 정체에도 중국 등 IP 증가, 쿠키뽑기 이벤트 효과 등으로 성장 지속.
- **카톡 AI Agent :** ‘ChatGPT for 카카오톡’ 사용자수 증가 중. 1분기 프로모션 예정. ‘카나나 in 카카오톡’ 1분기 중 택시 호출, 송금페이와 연계하여 카톡 대화 중 추천, 호출, 실행, 결제까지 이어지는 본격적인 ‘AI Agent’ 기능 실행 예정. 이외에도 5~6개 외부 업체와 현재 도입 논의 중. 카카오톡을 통한 쇼핑, 예약, 결제 등이 이루어지는 카카오의 AI Agent 수익모델은 CPS(Cost Per Sales), CPA(Cost Per Acquisition)과 같은 광고모델과 결제 시 부과되는 수수료 모델이어서, 성공 시 카카오 플랫폼의 수익가치가 배가될 수 있을 것으로 기대됨.
- 투자의견 BUY, 목표주가 8만원 유지 : 콘텐츠 매출 성장 둔화에도 불구하고, 광고, 커머스, 모빌리티, 핀테크 등 플랫폼 매출 성장을 통한 전체 실적이 견조한 가운데, 향후 AI Agent로서의 카카오 플랫폼 성공 시 플랫폼 가치 상승 기대.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557	7,872	8,068	8,472	8,744
매출액증가율	11.1	4.2	2.5	5.0	3.2
영업이익	461	460	674	703	694
영업이익률	6.1	5.8	8.4	8.3	7.9
지배주주귀속순이익	-1,013	55	525	551	548
지배주주 귀속 EPS	-2,276	124	1,186	1,246	1,239
증가율	-174.6	-105.4	856.5	5.1	-0.6
PER	-23.6	358.2	50.7	45.4	45.7
PBR	2.4	1.9	2.7	2.4	2.3
EV/EBITDA	19.9	14.8	18.0	16.6	16.8
ROA	-4.2	0.2	2.0	2.1	2.0
ROE	-10.3	0.6	5.3	5.4	5.1

자료: 유안타증권 리서치센터

카카오 4Q25 실적 전망

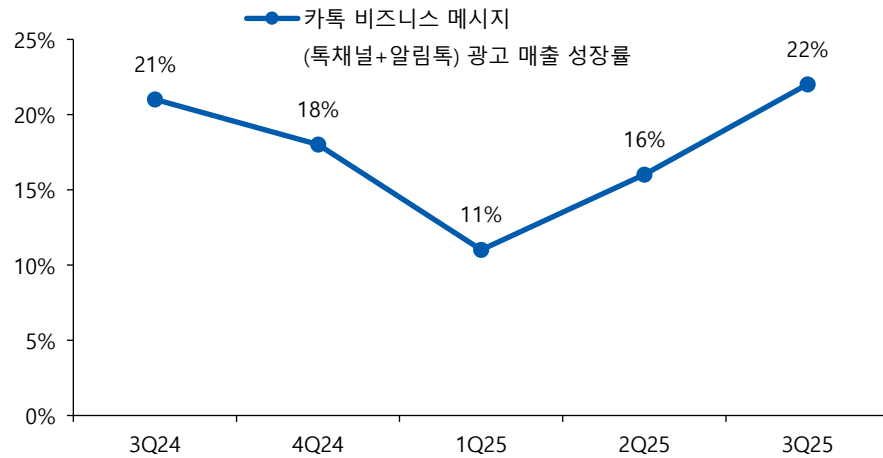
카카오 실적전망

(억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
총매출	19,570	18,637	20,283	20,866	20,894	19,565	20,789	21,965	22,399	75,570	78,717	80,680	84,718
YoY	-2%	-6%	1%	9%	7%	5%	2%	5%	7%	6%	4%	2%	5%
플랫폼부문	10,472	9,930	10,552	10,598	11,556	10,833	11,191	11,432	12,403	35,544	39,010	42,636	45,860
특비즈	5,567	5,533	5,421	5,344	6,137	6,017	6,099	6,159	6,668	19,822	20,815	22,435	24,943
특광고	3,210	2,860	3,210	3,254	3,668	3,460	3,701	3,629	3,961	11,200	11,990	12,992	14,751
커머스	2,357	2,673	2,211	2,090	2,469	2,557	2,399	2,530	2,707	8,622	8,825	9,443	10,193
YoY	1%	13%	10%	0%	5%	-4%	8%	21%	10%	3%	2%	7%	8%
포털비즈	832	741	783	727	705	661	713	684	692	3,443	3,322	2,956	2,749
플랫폼 기타	4,072	3,656	4,348	4,527	4,714	4,156	4,379	4,589	5,042	12,279	14,873	17,245	18,167
콘텐츠부문	9,099	8,707	9,731	10,267	9,338	8,732	9,597	10,533	9,996	40,026	39,707	38,044	38,858
게임	1,630	1,452	1,426	1,543	981	965	1,024	1,466	1,245	10,095	8,732	5,402	4,700
뮤직	4,700	4,379	5,175	5,652	5,279	4,891	5,563	5,888	5,513	17,239	19,200	20,485	21,855
에스엠(디어유포함)	2,738	2,314	3,029	3,216	2,905	2,676	3,183	3,574	3,220	9,587	9,900	11,464	12,653
스토리	2,030	2,126	2,187	2,114	2,125	2,088	2,078	2,192	2,161	9,221	8,640	8,552	8,519
페이지매출액	895	887	912	845	819	810	792	816	809	4,150	3,885	3,462	3,227
피코마매출액	1,134	1,238	1,276	1,270	1,307	1,278	1,286	1,377	1,351	5,071	4,758	5,090	5,292
미디어	739	751	942	958	953	788	933	987	1,076	3,470	3,134	3,604	3,785
영업비용	18,816	17,583	18,424	18,785	19,147	18,594	19,096	19,957	20,043	70,961	74,115	73,940	77,690
인건비	4,980	4,789	4,886	4,774	4,780	4,802	4,826	4,796	4,777	18,602	19,166	19,230	19,201
매출연동비	6,540	7,006	7,173	7,477	7,493	7,072	7,468	8,265	8,139	29,864	30,184	29,149	30,944
외주/인프라	2,876	2,061	2,334	2,607	2,643	2,614	2,589	2,581	2,632	8,349	8,796	9,645	10,417
마케팅비	1,035	870	880	1,018	1,105	995	1,078	1,020	1,143	4,058	4,064	3,873	4,236
상각비	2,460	2,055	2,218	2,083	2,187	2,231	2,275	2,321	2,367	80,450	69,362	70,392	77,244
기타	927	802	932	826	940	880	860	974	984	2,580	3,287	3,501	3,697
영업이익	754	1,054	1,859	2,080	1,746	971	1,692	2,008	2,356	4,609	4,602	6,740	7,028
영업이익률	3.9%	5.7%	9.2%	10.0%	8.4%	5.0%	8.1%	9.1%	10.5%	6.1%	5.8%	8.4%	8.3%
YoY	-53%	-12%	39%	59%	132%	-8%	-9%	-3%	35%	-20%	0%	46%	4%

자료: 유안타증권 리서치센터

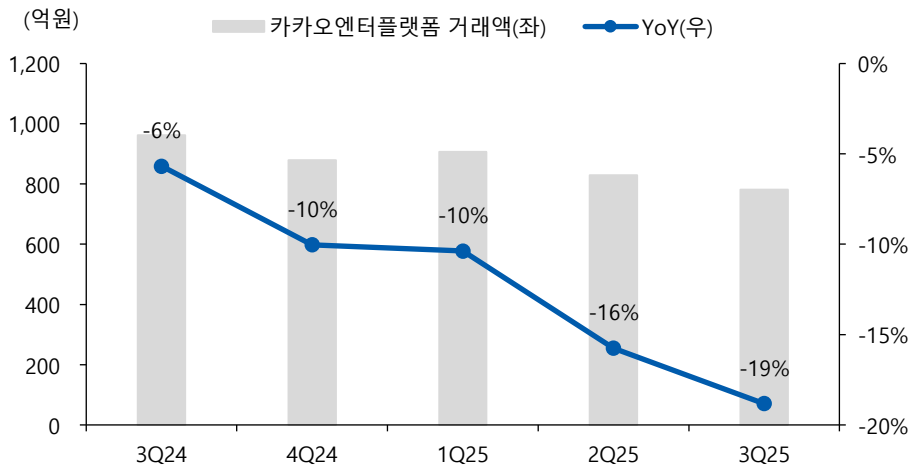
친구택은 원상복귀 되었지만 매출은 증가 중

카톡 비즈니스 메시지 (특채널+알림톡) 광고 매출 성장률



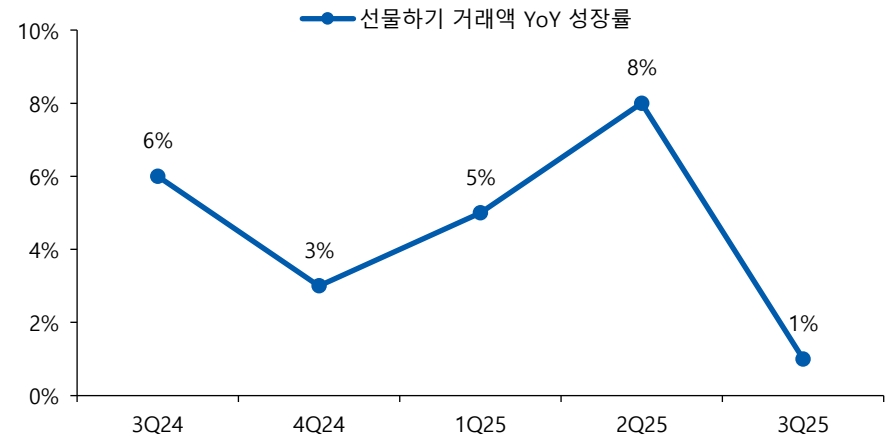
자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

카카오엔터 플랫폼 거래액 & YoY 성장률



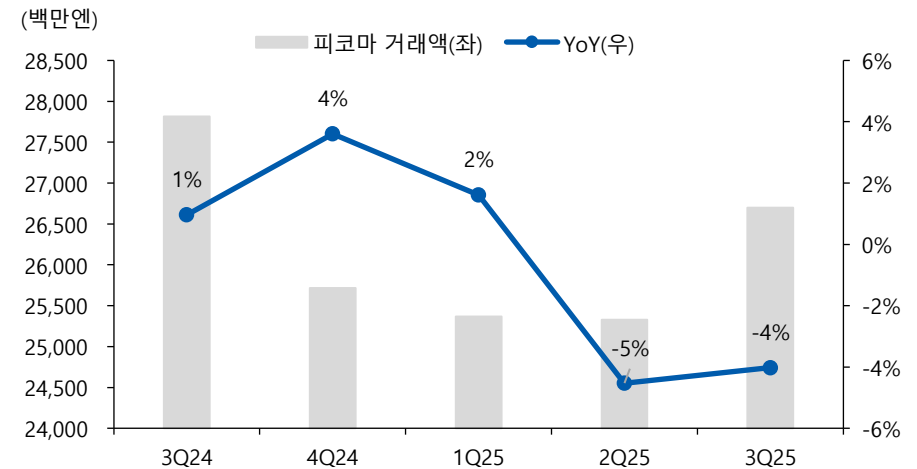
자료: 모바일인덱스 INSIGHT, 유안타증권 리서치센터

선물하기 거래액 YoY 성장률



자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

피코마 거래액 & YoY 성장률



자료: 모바일인덱스 INSIGHT, 유안타증권 리서치센터

카카오(035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	7,557	7,872	8,068	8,472	8,744	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	7,557	7,872	8,068	8,472	8,744	
판매비	7,096	7,411	7,394	7,769	8,050	
영업이익	461	460	674	703	694	
EBITDA	1,222	1,296	1,524	1,531	1,506	
영업외손익	-2,109	-463	63	103	108	
외환관련손익	-4	25	0	0	0	
이자손익	27	3	2	-17	-9	
관계기업관련손익	4	54	126	146	152	
기타	-2,136	-545	-65	-26	-35	
법인세비용차감전순손익	-1,648	-3	737	806	802	
법인세비용	168	159	101	194	192	
계속사업순손익	-1,817	-162	636	613	609	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	-1,817	-162	636	613	609	
지배지분순이익	-1,013	55	525	551	548	
포괄순이익	-1,715	197	776	716	683	
지배지분포괄이익	-884	387	668	617	588	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	1,341	1,250	1,453	1,477	1,462	
당기순이익	-1,817	-162	636	613	609	
감가상각비	489	576	585	562	544	
외환손익	-2	-22	5	0	0	
충족, 관계기업관련손익	-4	-54	-126	-146	-152	
자산부채의 증감	248	-4	58	-2	8	
기타현금흐름	2,427	917	295	451	453	
투자활동 현금흐름	-1,780	10	-105	-563	-764	
투자자산	406	129	-87	-295	-526	
유형자산 증가 (CAPEX)	-575	-380	-473	-500	-500	
유형자산 감소	14	32	13	0	0	
기타현금흐름	-1,625	229	441	233	262	
재무활동 현금흐름	1,020	-521	-584	-1,922	-2,036	
단기차입금	15	560	1,055	100	-33	
사채 및 장기차입금	292	-682	494	-50	-32	
자본	723	71	-152	0	0	
현금배당	-55	-43	-39	-30	-30	
기타현금흐름	44	-427	-1,941	-1,941	-1,941	
연결범위변동 등 기타	-27	16	-1,201	1,519	1,305	
현금의 증감	553	756	-437	512	-33	
기초 현금	4,836	5,389	6,170	5,733	6,245	
기말 현금	5,389	6,145	5,733	6,245	6,212	
NOPLAT	508	26,465	674	703	694	
FCF	766	871	981	977	962	

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	9,988	10,959	11,347	12,035	12,195	
현금및현금성자산	5,389	6,145	5,733	6,245	6,212	
매출채권 및 기타채권	1,205	1,243	1,327	1,368	1,412	
채고자산	139	65	69	73	75	
비유동자산	15,192	14,814	14,834	15,201	15,844	
유형자산	1,337	1,286	1,518	1,456	1,412	
관계기업등 지분관련자산	2,941	2,921	2,629	2,813	3,010	
기타투자자산	2,424	2,805	2,644	2,755	3,084	
자산총계	25,180	25,773	26,181	27,236	28,039	
유동부채	7,564	8,633	8,552	8,871	9,000	
매입채무 및 기타채무	4,934	5,296	4,102	4,307	4,445	
단기차입금	1,053	1,458	988	988	888	
유동성장기부채	100	0	0	0	0	
비유동부채	3,757	3,197	3,770	3,820	3,841	
장기차입금	846	328	876	876	826	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	11,321	11,830	12,321	12,691	12,841	
자배지분	9,764	10,141	9,818	10,443	11,034	
자본금	45	44	44	44	44	
자본잉여금	8,840	8,911	8,759	8,759	8,759	
이익잉여금	1,922	1,943	2,716	3,238	3,756	
비지배지분	4,095	3,802	4,042	4,103	4,164	
자본총계	13,859	13,943	13,859	14,546	15,198	
순차입금	-3,618	-4,466	-3,163	-3,714	-3,864	
총차입금	4,507	4,385	5,934	5,984	5,919	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	-2,276	124	1,186	1,246	1,239	
BPS	22,281	23,100	22,311	23,731	25,076	
EBITDAPS	2,746	2,918	3,442	3,459	3,404	
SPS	16,990	17,728	18,225	19,145	19,761	
DPS	61	68	68	68	68	
PER	-23.6	358.2	50.7	45.4	45.7	
PBR	2.4	1.9	2.7	2.4	2.3	
EV/EBITDA	19.9	14.8	18.0	16.6	16.8	
PSR	3.2	2.5	3.3	3.0	2.9	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	11.2	4.2	2.5	5.0	3.2	
영업이익 증가율 (%)	-19.1	-0.1	46.5	4.3	-1.2	
지배순이익 증가율 (%)	0.0	0.0	850.1	5.0	-0.5	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	6.1	5.8	8.4	8.3	7.9	
지배순이익률 (%)	-13.4	0.7	6.5	6.5	6.3	
EBITDA 마진 (%)	16.2	16.5	18.9	18.1	17.2	
ROIC	12.7	950.4	21.4	15.5	15.1	
ROA	-4.2	0.2	2.0	2.1	2.0	
ROE	-10.3	0.6	5.3	5.4	5.1	
부채비율 (%)	81.7	84.8	88.9	87.2	84.5	
순차입금/자기자본 (%)	-37.1	-44.0	-32.2	-35.6	-35.0	
영업이익/금융비용 (배)	2.8	2.3	3.8	3.4	3.4	

크래프톤(259960): 4Q25 Preview – 1분기 실적으로 다시 만나요

인터넷/SW



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	300,000원 (D)
현재주가 (1/19)	238,000원
상승여력	38%

시가총액	112,821억원
총발행주식수	47,403,831주
60일 평균 거래대금	237억원
60일 평균 거래량	92,780주
52주 고	386,000원 / 229,500원
52주 저	42.67%
외인지분율	0.00%
주요주주	장병규 외 32 인 21.89%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(3.6) (16.5) (30.3)
상대	(21.0) (36.2) (64.1)
절대(달러환산)	(3.5) (19.5) (31.0)

- 4Q25 Preview:** 매출액 9,216억원 YoY +49%, 영업이익 1,251억원 YoY -42%. ADK 연결 편입으로 매출은 증가하지만 비용증가로 영업이익 급감. 컨센서스 하회 전망. **[PC게임]** 3분기 '부가티' 콜라보에 이어 4분기 '포르쉐' 콜라보 효과와 '블랙마켓'의 성장형 무기 판매 등의 효과로 YoY 성장. 연속되는 스포츠카 콜라보임에도 불구하고 사용자 피로도가 적음을 확인, 향후 다양한 콜라보로 매출 증가 기대 **[모바일 게임]** 글로벌 펍지는 'Sonic' IP 콜라보, 겨울 테마모드, '포르쉐' 콜라보 효과로 4Q24 높은 기저에도 성장유지. BGMI도 현지화 콘텐츠 강화, '디왈리' 축제 이벤트, 현지 영화 콜라보 등으로 견조한 매출 유지. 반면, 중국 '화평정영'은 '델타포스 모바일' 등 경쟁게임의 영향, 최성수기인 26년 1분기를 대비한 업데이트 부재 및 신규 유료아이템 공백 등으로 매출 감소 추정.
- 비용:** 사내 근로복지기금 816억원 출연으로 인건비가 QoQ 50% 이상 증가 예상. 영업이익 급감의 가장 큰 원인이 될 것으로 전망. 이외에도 지스타, BGMI 등 마케팅비 증가, '서브노티카2' 관련 소송비용, 펍지 글로벌 e스포츠대회 개최 등으로 지급수수료 증가하며 영업이익 급감. 예상
- 신작 :** 여전히 스팀 위시리스트 1위 랭크 중인 '서브노티카2'는 소송진행과는 무관하게 순조롭게 개발 진행. 27년 출시 계획. PC게임 '팰월드'의 모바일 출시를 거쳐 26년중 글로벌 론칭 전망. '인조이'는 27년 정식 출시 계획.
- 투자의견 BUY, 목표주가 30만원으로 하향조정 : 경쟁게임 격화 등 글로벌 펍지 및 '화평정영' 매출 자연감소 우려(EPS조정), 신작게임 부재 및 출시 불확실성을 반영(멀티플 하향) 목표주가를 30만원으로 하향 조정함.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,911	2,710	3,329	4,068	4,246
매출액증가율	3.1	41.8	22.8	22.2	4.4
영업이익	768	1,182	1,177	1,241	1,046
영업이익률	40.2	43.6	35.4	30.5	24.6
지배주주귀속순이익	595	1,306	879	898	754
지배주주 귀속 EPS	12,221	27,162	18,476	18,939	15,903
증가율	19.9	122.3	-32.0	2.5	-16.0
PER	14.7	10.2	13.3	12.6	15.0
PBR	1.5	1.8	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.7	7.5	7.2	6.3	6.8
ROA	9.5	18.2	9.9	8.5	6.5
ROE	11.2	21.1	12.3	11.3	8.6

자료: 유안타증권 리서치센터

크래프톤 4Q25 실적 전망

크래프톤 실적전망

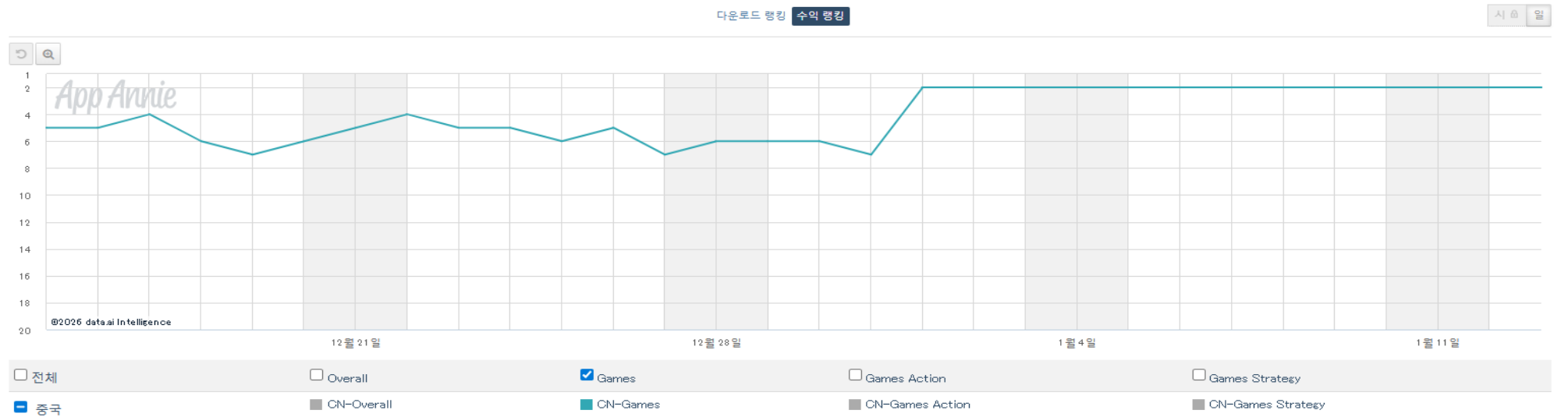
(억 원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	6,176	8,742	6,620	8,706	9,216	11,526	8,981	10,632	9,537	27,098	33,285	40,677
YoY	16%	31%	-6%	-24%	49%	32%	36%	22%	3%	42%	6%	22%
온라인	2,326	3,235	2,197	3,539	2,675	3,429	2,263	3,308	2,782	9,419	11,646	11,782
모바일	3,622	5,324	4,276	4,885	3,728	5,174	4,010	4,422	3,731	16,898	18,213	17,337
콘솔	123	131	98	102	121	127	114	100	111	443	451	453
기타	105	51	50	180	93	96	94	103	113	337	375	406
ADK					2,600	2,700	2,500	2,700	2,800		2,600	10,700
비용합계	4,021	4,169	4,160	5,220	7,965	6,903	6,286	7,406	7,676	15,273	21,514	28,272
플랫폼수수료	848	1,050	839	1,286	929	1,288	887	1,297	1,058	3,493	4,105	4,530
인건비	1,327	1,484	1,468	1,555	2,368	1,588	1,608	1,626	1,698	5,168	6,875	6,520
주식보상비용	105	179	200	54	14	45	19	39	51	1,024	447	153
지급수수료	979	841	962	1,416	1,457	919	928	1,207	1,396	3,161	4,677	4,449
마케팅비	379	229	261	433	666	378	294	473	582	1,014	1,588	1,727
기타	383	385	430	477	451	526	550	605	651	1,413	1,743	2,331
ADK비용					2,080	2,160	2,000	2,160	2,240		2,080	8,560
영업이익	2,155	4,573	2,461	3,486	1,251	4,623	2,695	3,226	1,861	11,825	11,771	12,406
영업이익률	34.9%	52.3%	37.2%	40.0%	13.6%	40.1%	30.0%	30.3%	19.5%	43.6%	35.4%	30.5%
YoY	31%	47%	-26%	-53%	-42%	1%	10%	-7%	49%	54%	-27%	5%

자료: 유안타증권 리서치센터

1분기 실적으로 다시 만나요

‘화평정영’ 중국 iOS 매출 순위 추이 (2025/12/15 ~ 2026/1/13)

(단위: 위)



자료: data.ai, 유안타증권 리서치센터

가장 많이 위시리스트에 추가된 스팀 출시 예정 게임

# ↑	이름 ↓
1.	SUBNAUTICA 2 서브나우티카 2
2.	이중 자물쇠
3.	LIGHT NO FIRE 불을 피우지 마세요
4.	RESIDENT EVIL 레지던트 이블 레퀴엠
5.	Slay the SPiRE II 슬레이 더 스파이어 2

자료: 스팀유, 유안타증권 리서치센터

인도 구글플레이 최고 매출 순위 (2026/1/13)

수익 ⓘ View all >

1	Free Fire MAX - Light Fest Garena Online	=
2	Google One Google	=
3	BGMI: Online Multiplayer ... Krafton	=
4	Facebook Meta	↑1
5	Coin Master Moon Active	↓1

자료: 모바일인덱스 INSIGHT, 유안타증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 30만원으로 하향조정

국내외 게임사 밸류에이션 비교

(배, %)	P/E			P/B			ROE			P/S		
기업명	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
TENCENT	18.7	19.5	17.2	3.7	4.2	3.6	21.8	21.0	20.3	5.5	6.6	6.0
NETEASE	14.3	15.7	14.9	3.0	3.7	3.2	22.6	24.0	22.0	4.0	5.3	4.9
ELECTRONIC ARTS	30.4	31.1	23.7	5.7	7.1	7.5	16.1	19.3	25.8	5.1	7.2	6.4
NEXON	14.7	30.9	27.0	1.9	3.2	3.0	14.1	10.7	11.6	4.4	7.2	6.7
NCSoft	38.7	18.3	16.8	1.2	1.4	1.3	3.0	8.9	8.6	2.3	3.3	2.6
NETMARBLE	165.2	13.2	12.8	0.8	0.7	0.7	0.5	5.7	5.7	1.6	1.5	1.4
KAKAO GAMES	-	-	34.2	1.0	0.9	0.9	-8.0	-4.8	1.6	2.1	2.6	1.9
PEARL ABYSS	28.2	3,072.9	17.3	2.1	3.2	2.7	7.9	0.3	17.4	5.0	7.5	4.2
NHN	-	25.2	12.3	0.4	0.7	0.6	-8.6	2.2	5.3	0.2	0.4	0.4
COM2US	-	24.7	13.4	0.6	0.4	0.4	-10.4	1.4	2.4	0.8	0.5	0.5
WEBZEN	7.1	14.7	8.5	0.6	0.6	0.6	8.8	4.8	7.7	1.9	2.4	1.9
SHIFT UP	23.2	11.7	17.1	4.8	2,132.2	1,869.9	31.4	20.8	12.8	15.3	6.8	9.2
평균	21.9	20.5	17.9	2.1	2.4	2.2	8.3	9.5	11.8	4.0	4.3	3.8
KRAFTON	10.9	12.5	10.3	2.1	1.5	1.3	21.1	12.5	13.6	5.3	3.5	2.8

자료: Bloomberg, 주: 평균값 극단치 제외

크래프톤 목표주가 변경 내역

(원, 배)	변경 전		변경 후	
Target PER (국내외 PEER 기업 26년 평균 PER) * (1-10%)	15.9		15.8	
추정 EPS (2026E)	22,622		18,939	
목표주가	360,368		299,994	

자료: 유안타증권 리서치센터

크래프톤(259960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	1,911	2,710	3,329	4,068	4,246	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	1,911	2,710	3,329	4,068	4,246	
판매비	1,143	1,527	2,151	2,827	3,200	
영업이익	768	1,182	1,177	1,241	1,046	
EBITDA	876	1,289	1,353	1,410	1,210	
영업외손익	61	540	0	-56	-51	
외환관련손익	18	123	196	49	54	
이자손익	29	23	7	-9	-6	
관계기업관련손익	-44	-48	-12	-32	-29	
기타	58	442	-191	-65	-70	
법인세비용차감전순손익	829	1,723	1,177	1,184	995	
법인세비용	235	420	295	284	239	
계속사업순손익	594	1,303	882	900	756	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	594	1,303	882	900	756	
지배지분순이익	595	1,306	879	898	754	
포괄순이익	593	1,376	868	887	743	
지배지분포괄이익	594	1,380	866	884	741	

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	662	908	648	850	877	
당기순이익	594	1,303	882	900	756	
감가상각비	77	85	143	138	132	
외환손익	0	0	-196	-49	-54	
충족,관계기업관련손익	43	48	12	32	29	
자산부채의 증감	-139	-276	-23	-196	-11	
기타현금흐름	88	-251	-171	26	25	
투자활동 현금흐름	-394	-832	-1,438	-900	-761	
투자자산	-46	-665	69	-213	-76	
유형자산 증가 (CAPEX)	-34	-20	-670	-100	-100	
유형자산 감소	1	0	1	0	0	
기타현금흐름	-314	-147	-838	-587	-585	
재무활동 현금흐름	-225	-259	589	-580	-614	
단기차입금	9	6	209	58	16	
사채 및 장기차입금	-9	-11	554	67	74	
자본	23	6	205	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-248	-259	-378	-704	-704	
연결범위변동 등 기타	4	43	450	1,061	903	
현금의 증감	46	-139	248	431	405	
기초 현금	675	721	582	830	1,261	
기말 현금	721	582	830	1,261	1,666	
NOPLAT	768	1,182	1,177	1,241	1,046	
FCF	628	888	-22	750	777	

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	3,964	5,004	4,672	5,637	6,394	
현금및현금성자산	721	582	830	1,261	1,666	
매출채권 및 기타채권	717	1,018	1,114	1,358	1,417	
채고자산	0	0	0	0	0	
비유동자산	2,476	2,915	5,221	5,473	5,606	
유형자산	257	240	996	958	926	
관계기업등 지분관련자산	571	722	812	992	1,035	
기타투자자산	347	426	490	522	555	
자산총계	6,440	7,919	9,893	11,111	12,000	
유동부채	521	785	1,237	1,446	1,499	
매입채무 및 기타채무	224	238	0	0	0	
단기차입금	7	7	37	39	42	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동부채	361	306	966	1,087	1,181	
장기차입금	0	0	0	0	0	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	882	1,090	2,203	2,534	2,680	
지배지분	5,554	6,828	7,476	8,360	9,101	
자본금	5	5	5	5	5	
자본잉여금	1,472	1,478	1,682	1,682	1,682	
이익잉여금	3,895	5,081	5,785	6,682	7,436	
비지배지분	4	1	214	216	218	
자본총계	5,559	6,829	7,690	8,577	9,320	
순차입금	-2,904	-3,642	-2,119	-2,679	-3,270	
총차입금	288	260	1,309	1,442	1,541	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	12,221	27,162	18,476	18,939	15,903	
BPS	120,194	150,187	167,482	187,298	203,889	
EBITDAPS	17,982	26,805	28,417	29,745	25,523	
SPS	39,217	56,353	69,929	85,810	89,561	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	14.7	10.2	13.3	12.6	15.0	
PBR	1.5	1.8	1.5	1.3	1.2	
EV/EBITDA	6.7	7.5	7.2	6.3	6.8	
PSR	4.6	4.9	3.5	2.8	2.7	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	3.1	41.8	22.8	22.2	4.4	
영업이익 증가율 (%)	2.2	54.0	-0.5	5.4	-15.7	
지배순이익 증가율 (%)	19.0	119.4	-32.7	2.1	-16.0	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	40.2	43.6	35.4	30.5	24.6	
지배순이익률 (%)	31.2	48.2	26.4	22.1	17.8	
EBITDA 마진 (%)	45.9	47.6	40.6	34.7	28.5	
ROIC	43.2	71.2	41.9	32.4	26.6	
ROA	9.5	18.2	9.9	8.5	6.5	
ROE	11.2	21.1	12.3	11.3	8.6	
부채비율 (%)	15.9	16.0	28.6	29.5	28.8	
순차입금/자기자본 (%)	-52.3	-53.3	-28.3	-32.0	-35.9	
영업이익/금융비용 (배)	86.2	125.0	52.7	31.6	24.6	

엔씨소프트(035720): 4Q25 Preview – 보이는 것만 믿어도

인터넷/SW



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	310,000원 (M)
현재주가 (1/19)	235,500원
상승여력	32%

시가총액	50,736억원
총발행주식수	21,544,022주
60일 평균 거래대금	378억원
60일 평균 거래량	178,282주
52주 고	247,500원 / 135,800원
52주 저	34.61%
외인지분율	0.80%
주요주주	김택진 외 14 인
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	21.1 16.6 29.5
상대	(0.7) (10.9) (33.4)
절대(달러환산)	21.3 12.4 28.2

- **4Q25, 1Q26 Preview:** 매출액 4,311억원 YoY +5%, 영업이익 35억원 YoY -103%. 컨센서스 하회 전망. 멤버십 및 아이템 기간 인식에 따른 4분기 '아이온2' 매출액을 750억원으로 추정(결제액 기준으로는 1,025억원). 4분기 급증한 마케팅비, 연말 상여포함 된 증가된 인건비를 반영 4분기 영업이익은 35억원 예상. '아이온2' 매출액이 온전히 반영되는 1Q26은 낮아진 플랫폼 수수료(율) 덕분에 영업이익(률)이 1,316억원, 영업이익률 25%로 급증할 것으로 예상됨
- **'아이온2' 지나치게 잘 순항 중 :** 11/19 출시 이후 급락했던 주가는 점차 회복 중. 현재 트래픽(1/2)은 초반(11/21)트래픽과 유사하거나 높은 수준인 것으로 확인 (그림1,2 '아이온2' 서버 현황 참조)되며, BM 역시 높은 멤버십 가입비율과 높은 외형 캐릭터 구매 등으로 인해 일매출(결제액 기준) 20억원 이상 유지되고 있는 것으로 추정됨. 과거 'LM', 'L2M', 'LW' 출시 때에도 출시초반 하락 후 트래픽과 매출이 견조하면서 주가 상승을 견인하였음
- **착한게임과 나쁜게임:** '아이온2'는 돈을 많이 쓰지 않고도 게임을 즐길 수 있는 '착한게임'을 표방함. 하지만, 리니지의 충성고객 중에는 돈을 많이 쓰고 게임을 즐기고 싶어하는 해비유저들이 많이 존재함. 2/7 한국, 대만 오픈하는 '리니지클래식'은 월정액 2.97만원 기반으로 '확률형아이템'이 포함되어 있어, 린저씨들의 장비, 전투 경쟁력을 자극하여 '아이온2'와 다른 높은 ARPU를 기록할 것으로 예상됨. 이 또한 2026년 실적에 플랫폼수수료 절감(연간 약 1,150억원 추정)과 함께 긍정적으로 작용, 시장의 우려를 해소할 수 있을 것으로 판단됨

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,534	2,028	2,077
매출액증가율	-30.8	-11.3	-2.8	32.2	2.4
영업이익	137	-109	16	531	666
영업이익률	7.7	-6.9	1.0	26.2	32.1
지배주주귀속순이익	212	94	399	452	569
지배주주 귀속 EPS	9,663	4,291	18,457	20,974	26,409
증가율	-51.3	-55.6	330.1	13.6	25.9
PER	33.3	45.8	10.9	11.2	8.9
PBR	2.0	1.2	1.1	1.2	1.0
EV/EBITDA	22.5	-83,858.8	24.8	4.8	3.2
ROA	4.8	2.3	9.6	9.7	10.8
ROE	6.6	3.0	12.3	12.2	13.4

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 4Q25, 1Q26 실적 전망

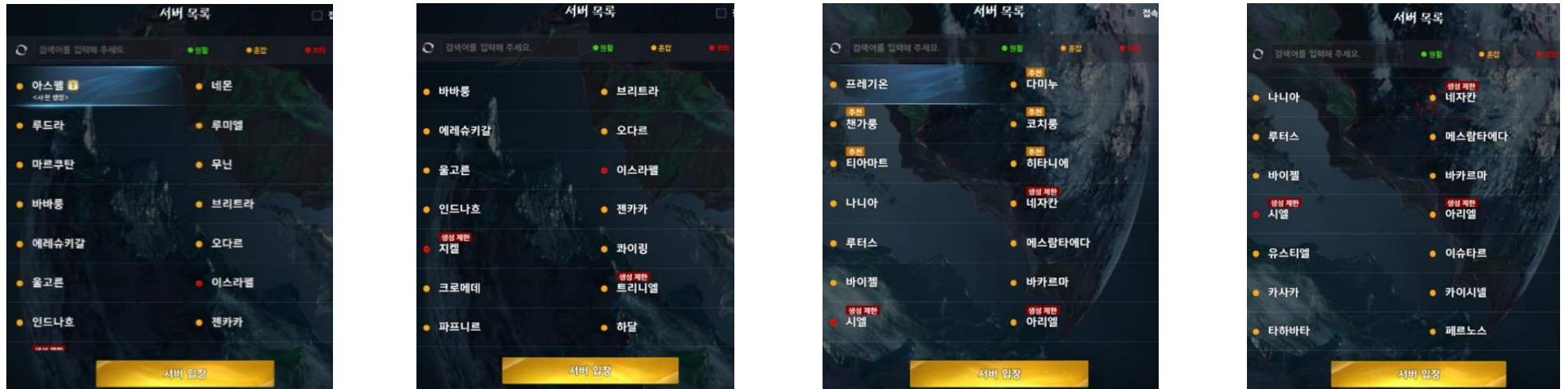
엔씨소프트 실적전망

(억 원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,094	3,603	3,824	3,600	4,311	5,205	4,973	4,893	5,214	17,798	15,774	15,338	20,284
YoY	-6%	-9%	4%	-10%	5%	44%	30%	36%	21%	-31%	-11%	-3%	32%
Lineage 1	229	223	207	252	220	226	204	203	239	1,014	982	902	871
Lineage 2	206	191	227	216	212	190	190	202	221	847	855	846	804
Aion	112	85	130	90	83	87	88	87	106	717	504	388	368
Blade & Soul	140	142	195	136	141	138	137	138	168	246	251	614	581
Guild War 2	247	193	158	184	200	184	163	183	212	827	926	735	742
Royalty Sales	735	450	423	468	472	453	409	450	340	1,445	1,820	1,812	1,653
기타	269	257	295	283	296	283	260	280	319	699	1,077	1,131	1,142
리니지M	1,218	1,127	1,211	1,053	1,043	1,043	1,043	1,043	1,085	5,073	4,928	4,435	4,213
리니지2M	413	379	480	472	429	414	394	371	403	2,517	1,818	1,759	1,583
리니지W	491	531	476	434	448	430	438	439	414	4,127	2,443	1,890	1,721
블소2	35	26	22	13	16	15	13	13	12	287	171	77	54
아이온2					750	1,350	1,155	1,092	1,040			750	4,637
기타 신작						350	438	350	613				1,750
비용총계	5,389	3,551	3,673	3,675	4,276	3,888	3,715	3,671	3,698	16,425	16,873	15,175	14,971
인건비	3,145	1,872	1,908	1,994	2,091	1,845	1,778	1,757	1,839	8,229	9,064	7,865	7,220
광고선전비	552	133	234	160	539	247	244	258	182	850	1,282	1,066	932
감가상각비	259	251	247	214	235	237	232	245	252	1,119	1,081	948	965
매출변동비 및 기타	1,432	1,294	1,284	1,307	1,411	1,559	1,460	1,410	1,425	6,228	5,447	5,296	5,855
매출액 대비	35%	36%	34%	36%	33%	30%	29%	29%	27%	35%	35%	35%	29%
영업이익	-1,295	52	151	-75	35	1,316	1,258	1,222	1,516	1,373	-1,100	164	5,313
영업이익률	-31.6%	1.4%	3.9%	-2.1%	0.8%	25.3%	25.3%	25.0%	29.1%	7.7%	-7.0%	1.1%	26.2%
YoY	-3461%	-80%	70%	-48%	-103%	2,421%	734%	-1,737%	4,202%	-75%	-180%	-115%	3,148%

자료: 유안타증권 리서치센터

'아이온2' 지나치게 잘 순항중

[그림 1] 2025년 11월 21일 금요일 오후 10시 '아이온2' 국내 서버 현황 (총 40대 중 포화 3대, 혼합 37대)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2026년 1월 2일 금요일 오후 10시 '아이온2' 국내 서버 현황 (총 42대 중 포화 4대, 혼합 38대)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

‘아이온2’ 지나치게 잘 순항 중

‘아이온2’ 4Q25 매출 추정

(억원)	결제액(추정)	매출액(추정)	날짜	결제액(추정)	매출액(추정)	날짜	결제액(추정)	매출액(추정)
11월 19일	37	37	12월 05일	24	23.1	12월 21일	21	8.3
11월 20일	34	34	12월 06일	24	22.3	12월 22일	20	7.1
11월 21일	33	33	12월 07일	23	20.5	12월 23일	20	6.4
11월 22일	32	32	12월 08일	23	19.7	12월 24일	20	5.7
11월 23일	31	31	12월 09일	23	18.9	12월 25일	20	5.0
11월 24일	30	30	12월 10일	23	18.1	12월 26일	20	4.3
11월 25일	29	29	12월 11일	23	17.3	12월 27일	19	3.4
11월 26일	28	28	12월 12일	22	15.7	12월 28일	19	2.7
11월 27일	27	27	12월 13일	22	14.9	12월 29일	19	2.0
11월 28일	26	26	12월 14일	22	14.1	12월 30일	19	1.4
11월 29일	25	25	12월 15일	22	13.4	12월 31일	19	0.7
11월 30일	24	24	12월 16일	22	12.6			
12월 01일	24	24	12월 17일	21	11.3			
12월 02일	24	24	12월 18일	21	10.5			
12월 03일	24	24	12월 19일	21	9.8			
12월 04일	24	24	12월 20일	21	9.0	합계	1,025	750

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 출시 3주만에 누적 매출 500억원 달성 언론 보도 기사에 근거하여 추정함

‘아이온2’ 매출액 추정

(단위: 백만원, 명, 원)

(백만원, 명, 원)	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
아이온2 매출액(A) + (B)	75,004	135,036	115,500	109,200	103,950
멤버십 매출액 (A)	34,580	58,824	46,200	42,000	37,800
DAU(명, 평균)	1,300,000	1,200,000	1,100,000	1,000,000	900,000
멤버십 구매자 (명, 평균)	520,000	516,000	440,000	400,000	360,000
멤버십 ARPPU (원, 평균)	35,000	38,000	35,000	35,000	35,000
아이템 매출액 (B)	40,424	76,212	69,300	67,200	66,150
아이템 구매자 (명, 평균)	910,000	876,000	770,000	700,000	630,000
아이템 ARPPU (원, 평균)	23,380	29,000	30,000	32,000	35,000

자료: 유안타증권 리서치센터

플랫폼 수수료 절감 효과 추정

모바일 플랫폼 수수료 등 매출변동비 추정

(백만원)	2024	3Q25 누적	4Q25E		2026E
전체 매출액	1,577,364	1,102,707	431,111	전체 매출액	2,028,376
모바일 매출액	935,921	622,437	193,632	모바일 매출액	757,107
아이온2 매출액	-	-	75,004	아이온2 매출액	463,686
매출변동비 및 기타 (A + B + C + D)	544,720	388,540	141,109	매출변동비 및 기타 (A + B + C + D)	585,470
모바일 플랫폼 수수료 (A) (모바일 매출액 X 30%)"	280,776	186,731	58,090	모바일 플랫폼 수수료 (A) (모바일 매출액 X 27%)"	204,419
결제수수료 (B) (전체 매출액 X 1.5%)"	23,660	16,541	6,467	결제수수료 (B) (전체 매출액 X 1.5%)"	30,426
기타 수수료 (C)	240,283	185,268	69,052	기타 수수료 (C)	304,256
기타 수수료/매출액	15%	17%	16%	기타 수수료/매출액	15%
아이온2 수수료 (D) (아이온2 매출액 X 10%)	-	-	7,500	아이온2 수수료 (D) (아이온2 매출액 X 10%)	46,369

자료: 유안타증권 리서치센터

게임주 밸류에이션 비교

국내외 게임사 밸류에이션 비교

(배)	P/E			P/B			ROE			P/S		
기업명	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
TENCENT	18.7	19.5	17.2	3.7	4.2	3.6	21.8	21.0	20.3	5.5	6.6	6.0
NETEASE	14.3	15.7	14.9	3.0	3.7	3.2	22.6	24.0	22.0	4.0	5.3	4.9
ELECTRONIC ARTS	30.4	31.1	23.7	5.7	7.1	7.5	16.1	19.3	25.8	5.1	7.2	6.4
NEXON	14.7	30.9	27.0	1.9	3.2	3.0	14.1	10.7	11.6	44	7.2	6.7
KRAFTON	10.9	12.5	10.3	2.1	1.5	1.3	21.1	12.5	13.6	5.3	3.5	2.8
KONAMI	31.9	36.4	30.5	4.9	5.9	5.3	16.4	17.5	18.5	5.7	7.2	6.4
CAPCOM	31.6	31.5	28.2	6.8	6.7	5.8	23.0	23.3	22.2	9.0	11.2	10.3
SQUARE ENIX	34.2	34.8	37.3	2.5	3.0	3.0	7.5	8.9	8.6	2.6	3.2	3.5
NETMARBLE	165.2	13.2	12.8	0.8	0.7	0.7	0.5	5.7	5.7	1.6	1.5	1.4
KAKAO GAMES	-	-	34.2	1.0	0.9	0.9	- 8.0	-4.8	1.6	2.1	2.6	1.9
PEARL ABYSS	28.2	3,072.9	17.3	2.1	3.2	2.7	7.9	0.3	17.4	5.0	7.5	4.2
NHN	-	25.2	12.3	0.4	0.7	0.6	- 8.6	2.2	5.3	0.2	0.4	0.4
COM2US	-	24.7	13.4	0.6	0.4	0.4	-10.4	1.4	2.4	0.8	0.5	0.5
WEBZEN	7.1	14.7	8.5	0.6	0.6	0.6	8.8	4.8	7.7	1.9	2.4	1.9
SHIFT UP	23.2	11.7	17.1	4.8	2,132.2	1,869.9	31.4	20.8	12.8	15.3	6.8	9.2
평균	22.3	23.2	20.3	2.7	3.0	2.8	10.9	11.2	13.0	4.6	4.9	4.4
NCSOFT	38.7	18.3	16.8	1.2	1.4	1.3	3.0	8.9	8.6	2.3	3.3	2.6
PLAYTIKA	10.7	8.5	5.6	-	-	37.7	-	-107.3	-58.1	1.0	0.5	0.5
DOUBLEUGAMES	5.7	7.5	6.3	0.9	0.9	0.8	18.7	12.2	12.9	1.7	1.5	1.4

자료: Bloomberg, 주: 평균값 극단치 제외.

국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

(억원, 백만달러)		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		374,878	251,780	113,295	51,167	3,984,092	1,563,693	713,740	17,941	17,941	97,940
매출액	2024	107,377	78,717	27,098	15,781	350,018	164,501	91,707	12,568	12,568	2,951
	2025F	120,870	81,006	32,451	15,409	340,750	199,335	107,811	12,858	12,858	4,524
	2026F	134,864	88,328	40,544	19,446	391,191	235,496	119,357	13,818	13,818	5,602
영업이익	2024	19,793	4,602	11,825	-1,092	112,390	69,380	28,904	1,442	1,442	1,054
	2025F	21,994	6,848	12,450	301	131,579	82,297	35,433	2,205	2,205	2,138
	2026F	25,263	8,646	13,702	3,108	162,830	86,288	41,148	2,252	2,252	2,907
순이익	2024	19,232	553	13,061	942	100,118	62,360	26,956	784	784	1,411
	2025F	20,822	5,336	8,985	3,112	133,051	78,790	37,378	1,106	1,106	1,868
	2026F	22,020	6,501	10,930	2,956	141,604	83,730	42,073	1,077	1,077	2,301
PER	2024	15.7	303.2	10.9	38.7	23.9	24.4	18.7	25.7	25.7	24.4
	2025F	17.8	46.5	12.5	18.3	30.2	20.3	19.5	16.4	16.4	52.1
	2026F	17.0	38.5	10.3	16.8	27.8	18.3	17.2	16.7	16.7	43.1
PBR	2024	1.2	1.7	2.1	1.2	7.1	8.1	3.7	1.0	1.0	4.1
	2025F	1.3	2.3	1.5	1.4	9.7	7.0	4.2	0.9	0.9	10.9
	2026F	1.2	2.2	1.3	1.3	7.8	5.2	3.6	0.9	0.9	8.9
ROE	2024	7.9	0.6	21.1	3.0	32.9	37.1	21.8	3.8	3.8	19.2
	2025F	7.8	5.1	12.5	8.9	33.4	30.1	21.0	5.7	5.7	17.7
	2026F	7.7	5.6	13.6	8.6	31.6	29.0	20.3	5.4	5.4	18.9
EV/EBITDA	2024	10.4	12.5	8.2	-	17.0	16.6	14.0	8.8	8.8	29.7
	2025F	12.3	15.3	6.5	26.9	22.8	15.2	16.8	6.5	6.5	40.4
	2026F	10.0	13.4	5.9	8.4	19.0	12.7	14.9	5.9	5.9	30.4

엔씨소프트(035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	1,780	1,578	1,534	2,028	2,077	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	1,780	1,578	1,534	2,028	2,077	
판매비	1,643	1,687	1,517	1,497	1,411	
영업이익	137	-109	16	531	666	
EBITDA	249	0	109	626	762	
영업외손익	69	230	484	56	73	
외환관련손익	-9	50	2	-60	-66	
이자손익	69	62	46	61	76	
관계기업관련손익	4	4	-10	-8	-6	
기타	5	114	446	62	68	
법인세비용차감전순손익	206	121	500	587	739	
법인세비용	-8	27	101	135	170	
계속사업순손익	214	94	399	452	569	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	214	94	399	452	569	
지배지분순이익	212	94	399	452	569	
포괄순이익	191	48	447	505	627	
지배지분포괄이익	189	48	448	505	627	

주:영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일함. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	140	107	215	639	801	
당기순이익	214	94	399	452	569	
감가상각비	110	106	88	91	93	
외환손익	7	-4	-26	60	66	
중속,관계기업관련손익	-1	2	9	8	6	
자산부채의 증감	-96	-43	55	-4	37	
기타현금흐름	-95	-48	-311	33	32	
투자활동 현금흐름	113	1,294	-519	-657	-604	
투자자산	345	327	-26	-74	-60	
유형자산 증가 (CAPEX)	-117	-84	-77	-100	-100	
유형자산 감소	1	1	1	0	0	
기타현금흐름	-115	1,051	-416	-484	-444	
재무활동 현금흐름	-177	-523	-70	-27	-40	
단기차입금	5	6	-2	14	1	
사채 및 장기차입금	16	-273	-18	9	10	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-136	-64	-28	-28	-28	
기타현금흐름	-62	-193	-21	-22	-22	
연결범위변동 등 기타	4	17	-3	439	363	
현금의 증감	80	895	-377	394	522	
기초 현금	286	365	1,260	883	1,277	
기말 현금	365	1,260	883	1,277	1,798	
NOPLAT	142	-109	16	531	666	
FCF	22	23	137	539	701	

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	2,337	1,789	2,266	2,795	3,342	
현금및현금성자산	365	1,260	883	1,277	1,798	
매출채권 및 기타채권	172	167	176	232	237	
채고자산	1	1	1	1	2	
비유동자산	2,057	2,165	2,070	2,161	2,238	
유형자산	1,001	998	999	1,008	1,015	
관계기업등 지분관련자산	25	50	53	70	72	
기타투자자산	648	822	780	837	895	
자산총계	4,394	3,954	4,335	4,956	5,581	
유동부채	614	322	530	620	636	
매입채무 및 기타채무	215	196	200	265	271	
단기차입금	0	0	0	0	0	
유동성장기부채	240	0	130	135	140	
비유동부채	526	568	342	396	406	
장기차입금	0	0	0	0	0	
사채	170	170	40	40	40	
부채총계	1,141	890	872	1,016	1,042	
자배지분	3,250	3,058	3,459	3,935	4,534	
자본금	11	11	11	11	11	
자본잉여금	433	433	433	433	433	
이익잉여금	3,473	3,474	3,714	4,138	4,678	
비지배지분	3	5	5	5	5	
자본총계	3,253	3,064	3,463	3,940	4,539	
순차입금	-1,471	-1,099	-1,657	-2,084	-2,613	
총차입금	649	382	362	385	396	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	9,663	4,291	18,457	20,974	26,409	
BPS	160,025	157,673	178,343	202,913	233,794	
EBITDAPS	11,349	-2	5,017	29,041	35,368	
SPS	81,071	71,883	70,887	94,150	96,421	
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460	
PER	33.3	45.8	10.9	11.2	8.9	
PBR	2.0	1.2	1.1	1.2	1.0	
EV/EBITDA	22.5	-83,858.8	24.8	4.8	3.2	
PSR	4.0	2.7	2.8	2.5	2.4	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-30.8	-11.3	-2.8	32.2	2.4	
영업이익 증가율 (%)	-75.4	0.0	0.0	3,148.1	25.3	
지배순이익 증가율 (%)	-51.3	-55.6	323.9	13.1	25.9	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	1.1	26.2	32.1	
지배순이익률 (%)	11.9	6.0	26.0	22.3	27.4	
EBITDA 마진 (%)	14.0	0.0	7.1	30.8	36.7	
ROIC	16.4	-8.0	5.3	40.4	50.4	
ROA	4.8	2.3	9.6	9.7	10.8	
ROE	6.6	3.0	12.3	12.2	13.4	
부채비율 (%)	35.1	29.1	25.2	25.8	23.0	
순차입금/자기자본 (%)	-45.3	-35.9	-47.9	-53.0	-57.6	
영업이익/금융비용 (배)	9.4	-10.6	1.7	53.9	64.6	



이환욱

미디어/엔터/디지털자산

hwanwook.lee@yuantakorea.com

PART 7

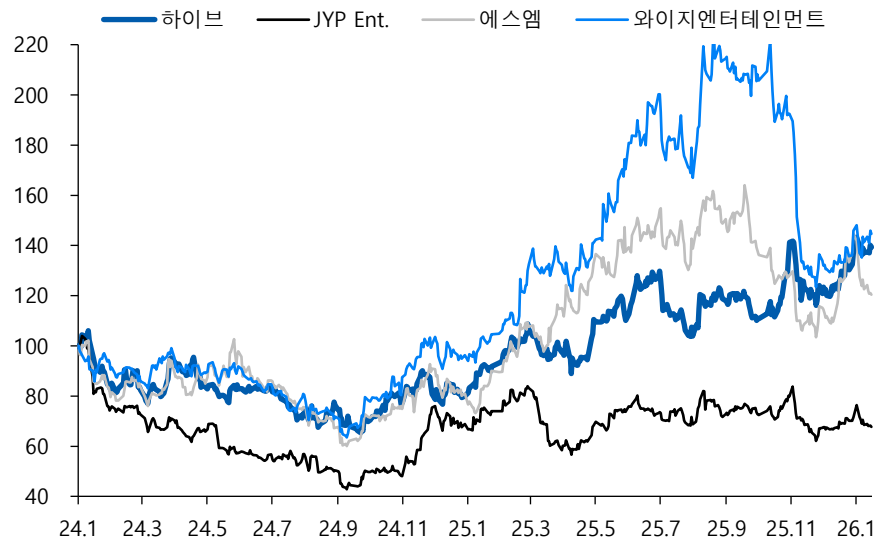
엔터 – 2026 Next K-POP

엔터 4Q25 실적 아쉬우나, 투자 매력도는 여전히 높다

- 작년 하반기 엔터 섹터 전반의 주가 흐름이 조정 국면으로 진입한 이후 뚜렷한 회복세를 보이고 있지 못함. 다만, 26년 이익 성장률이 높거나, Big IP 활동 기대감이 존재하는 엔터사의 수급 개선은 점진적으로 이뤄지고 있다고 판단 됨.
- 업종 대장주 '하이브'의 경우 글로벌 메가 IP 'BTS'의 활동 구체화, 저 연차 신인 IP의 가파른 팬덤 확장세에 기반한 견조한 주가 우상향 트렌드를 보이고 있음. 26/27년 예상 영업이익 성장률은 각각 +578.4%, +14.2% 수준으로 과거 최대 밸류에이션 구간 대비 높은 평균 이익 성장률을 기록할 것으로 전망 되는 바, +30%~40% 내외의 주가 상승 포텐셜을 보유하고 있다 판단됨.
- 엔터 3사의 경우 향후 2년간 평균 영업이익 성장률이 +20% 언더 수준에 그칠 것으로 예상되는 바, 과거 대비 낮은 밸류에이션 구간에 위치해 있음에도 업종 대장주의 수익률을 아웃 포퓰 하기에는 다소 제한적인 국면임. 다만, 1H26 서구권 팬덤 확장 기조, 2H26 中한한령 해지 기대감 등 매력적인 밸류에이션 리레이팅 요소 역시 보유한 만큼 현재 구간에서 매수 유효하다 판단됨.

국내 엔터 4사 주가 추이(24.01~현재)

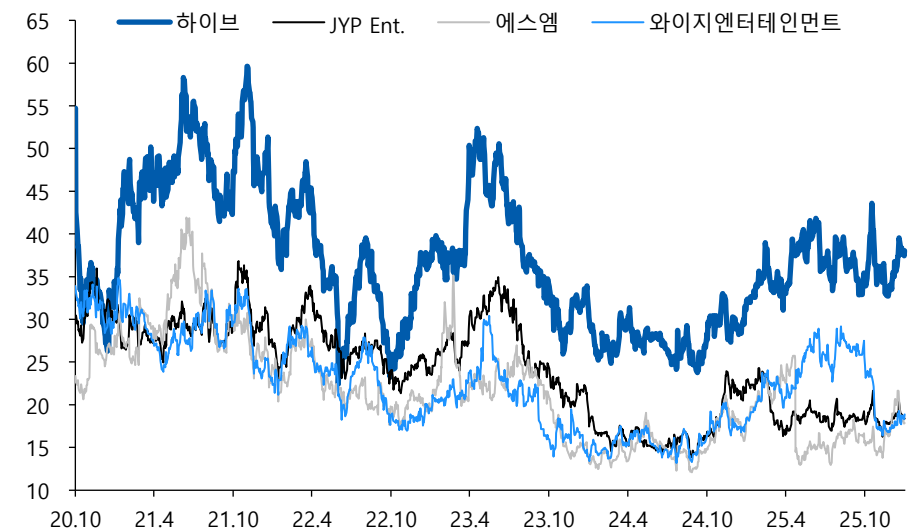
(24.01.02=100pt)



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

국내 엔터 4사 FWD 12M P/E 추이

(배)

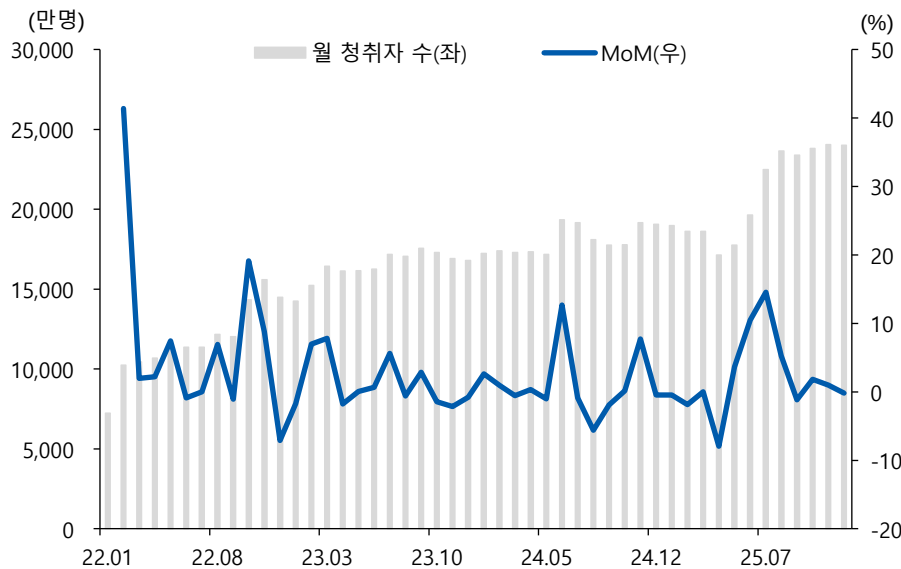


자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

글로벌 K-POP 팬덤 확장세는 현재 진행형

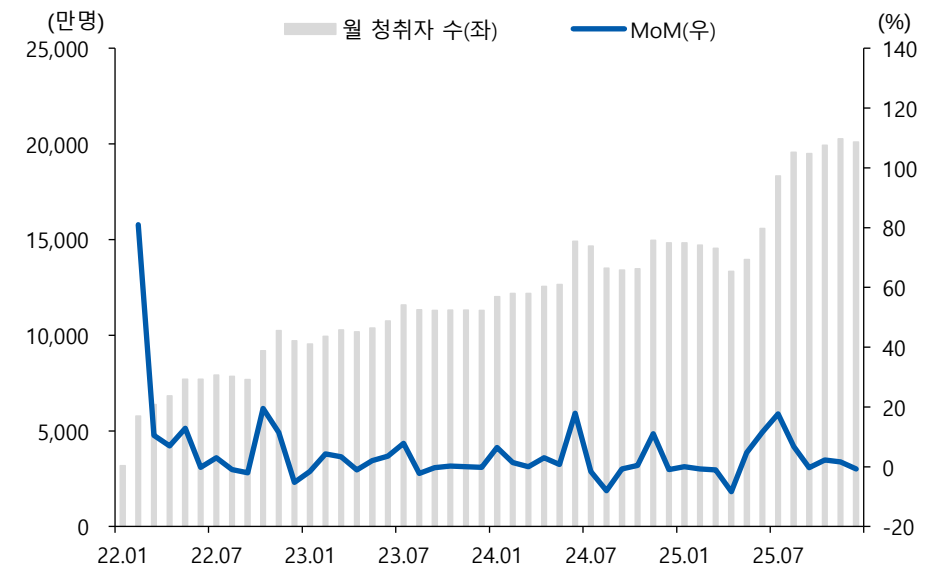
- 국내 엔터 4사 주요 아티스트 IP 합산 스포티파이(글로벌 1위 음원 스트리밍 플랫폼) 월 청취자 수는 2025년 12월 말 기준 2억 4,000명 수준으로 전년동월대비 +25.9% 성장해 역대 최대치를 기록하고 있음.
- BTS/뉴진스 제외한 월 청취자 수는 2억명 수준으로 전년동월대비 +35.6%로 더욱 가파른 확장 추세를 기록 하였음. 상승 동력은 1) 저연차 신인 IP(+현지화 그룹), 2) 고연차 IP(케이팝 데몬 헌터스) 등임.
- IP 별로 세분화 해보면, 고연차 IP ‘블랙핑크’, ‘트와이스’가 각각 +45%, +120% 고성장세를 기록하였고, 저연차 IP ‘투어스’, ‘아일릿’, ‘코르티스’, ‘엔팀’, ‘캣츠아이’, ‘걸셋’ 등이 고성장세를 기록중. 대장주 ‘하이브’의 멀티 홈 & 멀티 장르 전략이 뚜렷한 성과를 보여주고 있음.

주요 K-POP IP 합산 스포티파이 월 청취자 수 추이



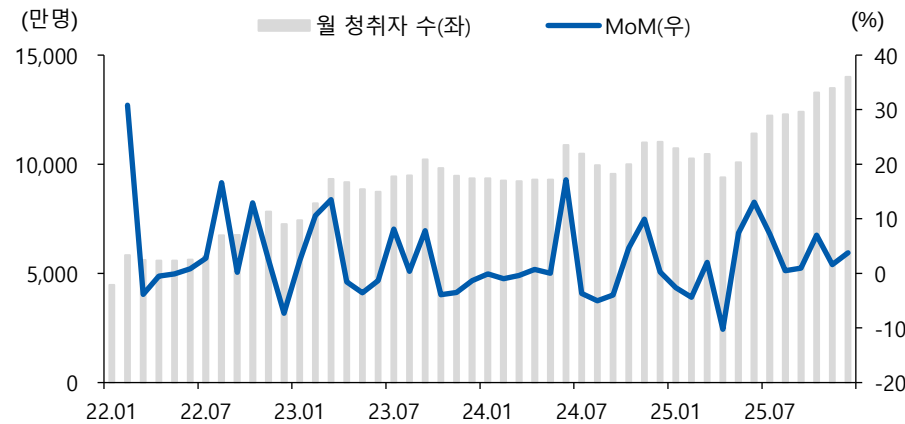
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

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



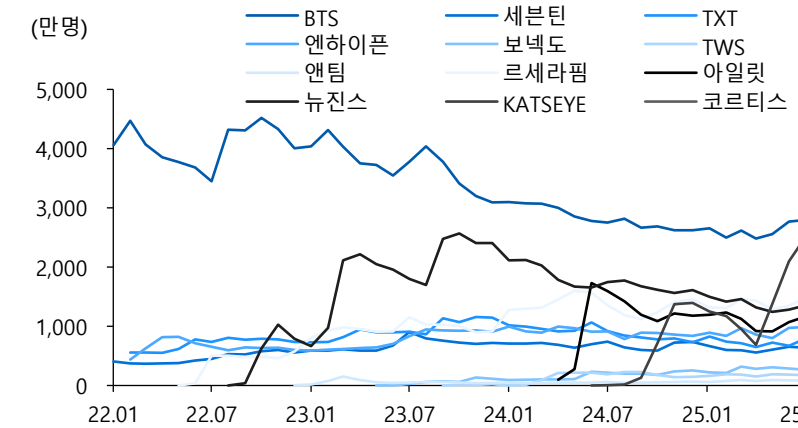
자료: 스포티파이 유안타증권 리서치센터

하이브 소속 IP 합산 스포티파이 월 청취자 수 추이



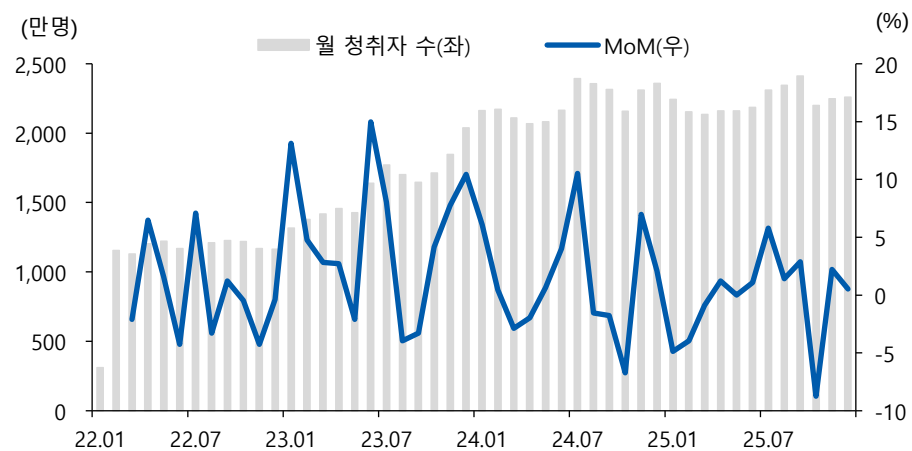
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

하이브 소속 IP별 스포티파이 월 청취자 수 추이



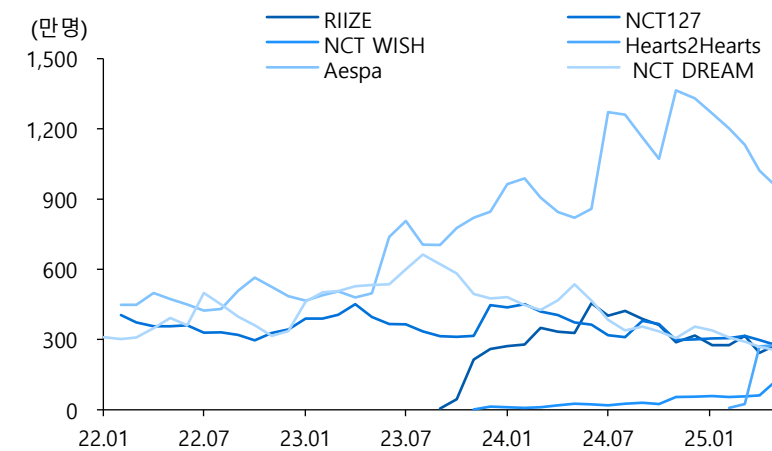
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

SM 소속 IP 합산 스포티파이 월 청취자 수 추이



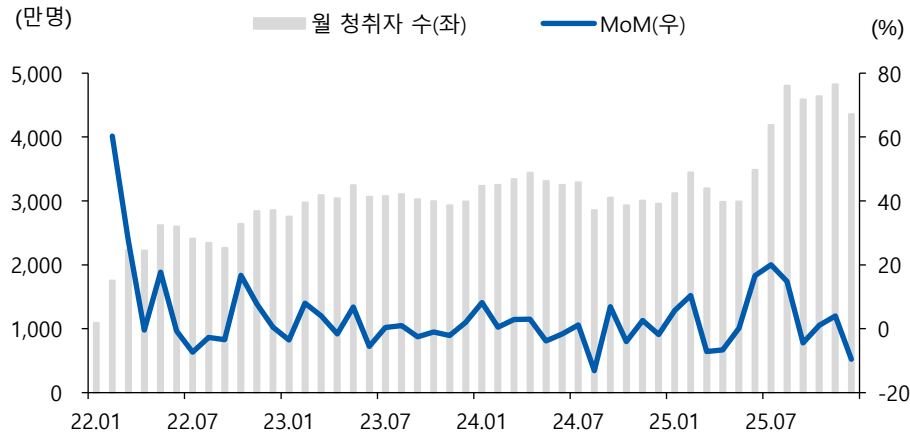
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

SM 소속 IP별 스포티파이 월 청취자 수 추이



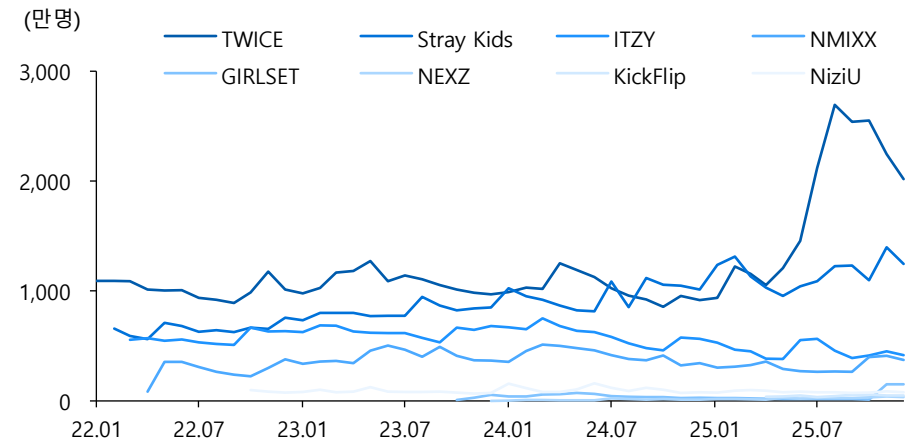
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

JYP 소속 IP 합산 스포티파이 월 청취자 수 추이



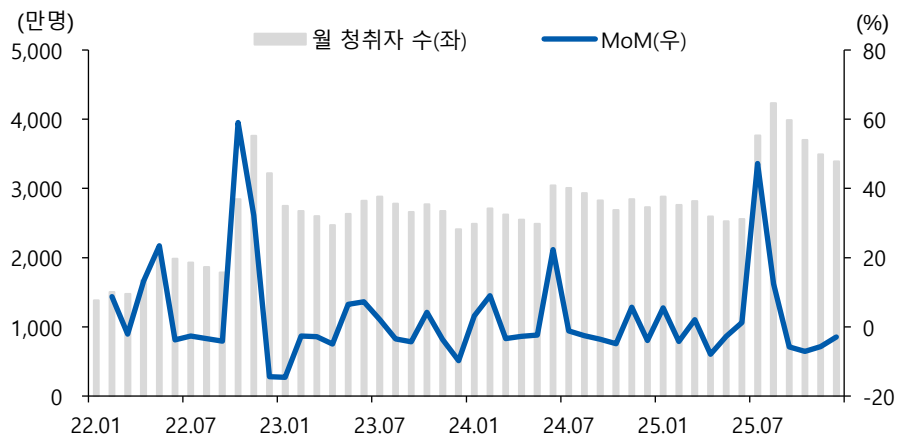
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

JYP 소속 IP별 스포티파이 월 청취자 수 추이



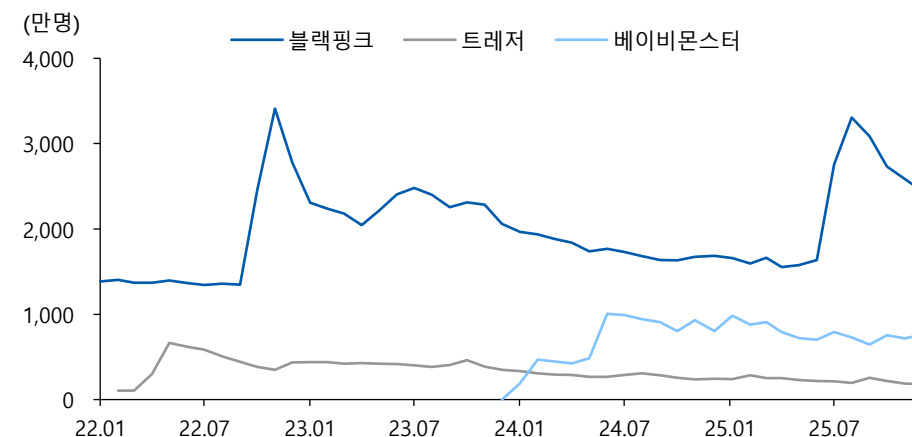
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

YG 소속 IP 합산 스포티파이 월 청취자 수 추이



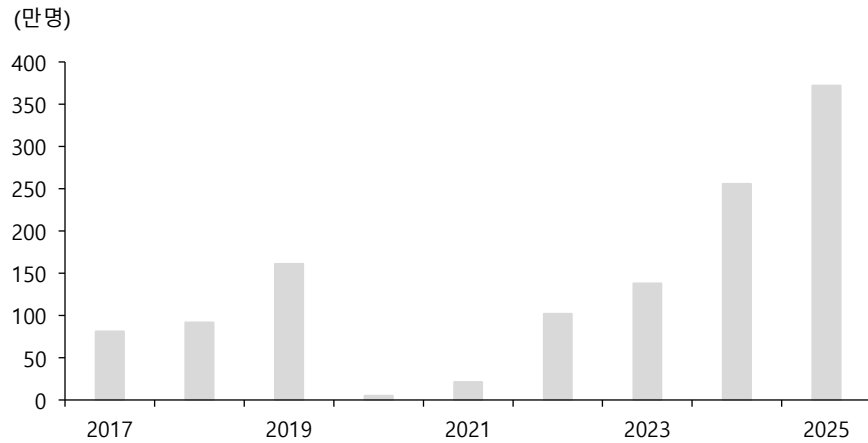
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

YG 소속 IP별 스포티파이 월 청취자 수 추이



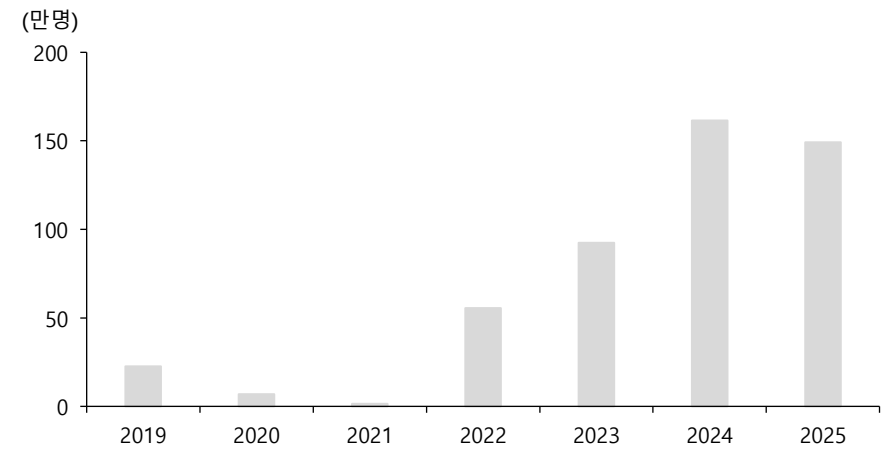
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

하이브 합산(주요 IP) 연도별 공연 모객 수 추이



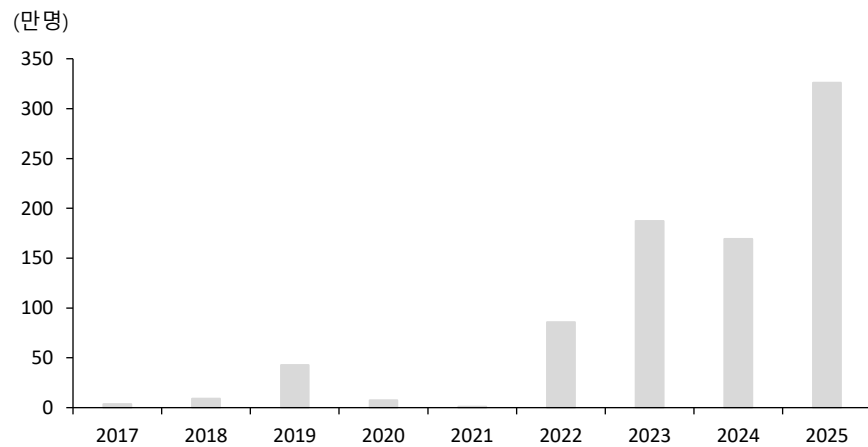
자료: 유안타증권 리서치센터

SM합산(주요 IP) 연도별 공연 모객 수 추이



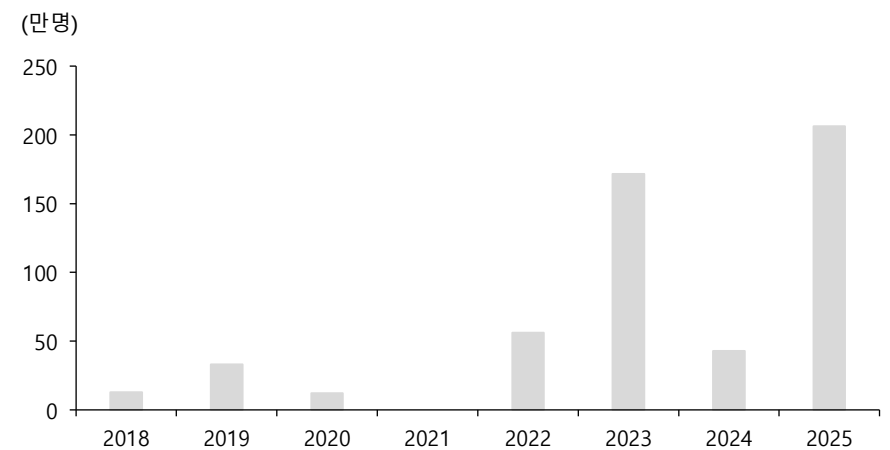
자료: 유안타증권 리서치센터

JYP 합산(주요 IP) 연도별 공연 모객 수 추이



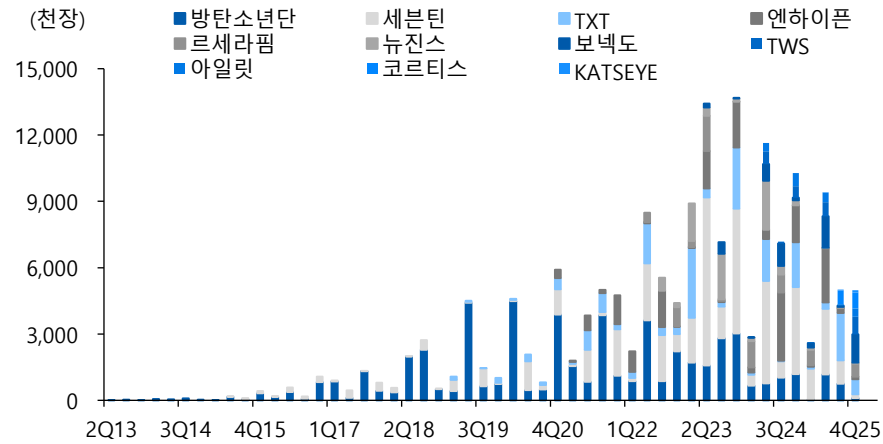
자료: 유안타증권 리서치센터

YG 합산(주요 IP) 연도별 공연 모객 수 추이



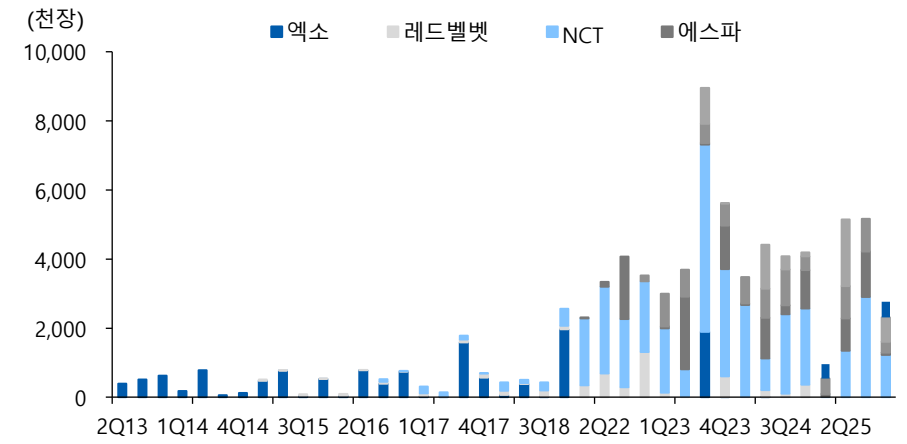
자료: 유안타증권 리서치센터

하이브 분기별 전체 앨범 판매량 추이



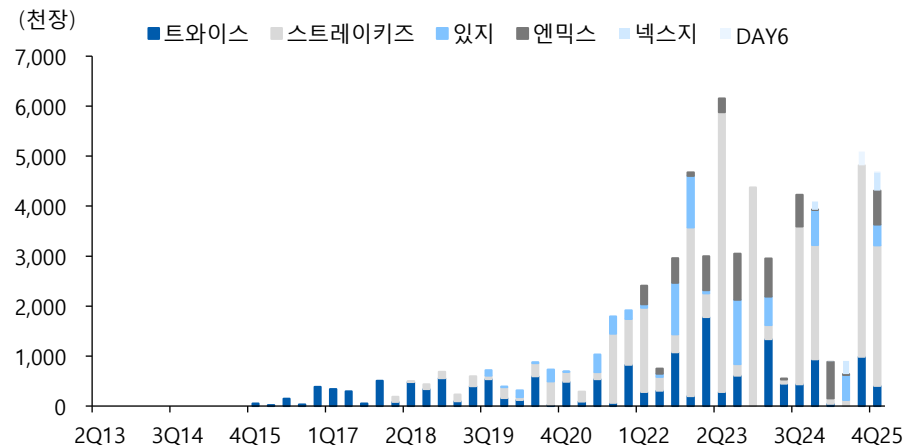
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

SM 분기별 전체 앨범 판매량 추이



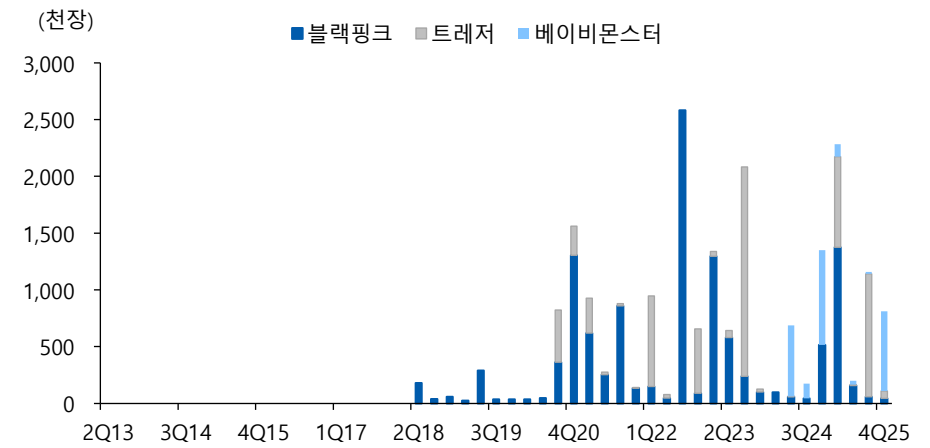
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

JYP 분기별 전체 앨범 판매량 추이



자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

YG 분기별 전체 앨범 판매량 추이



자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

하이브 (352820): 단기 실적 부진에도 주가 우상향 트렌드는 명확

엔터



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	450,000원 (U)
현재주가 (01/19)	366,500원
상승여력	23%

시가총액	156,163억원
총발행주식수	42,709,674주
60일 평균 거래대금	1,089억원
60일 평균 거래량	344,198주
52주 고	366,500원
52주 저	215,000원
외인지분율	19.20%
주요주주	방시혁 외 10인 31.77%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	16.9 36.0 64.0
상대	(4.2) 3.9 (15.6)
절대(달러환산)	17.1 31.1 62.3

- **4Q25E, 컨센서스 하회하는 실적 예상:** 4Q25 예상 매출액 7,226억(-0.5% yoy), 영업이익은 208억원(-67.8% yoy)으로 시장 컨센서스(매출액: 7,062억원, 영업이익: 339억원) 대비 매출액은 상회, 영업이익은 하회할 전망이다. 고연차 IP의 활동 부재에도 불구하고, 저연차 IP의 가파른 팬덤 확장세가 컨센서스 상회하는 외형 성장을 견인하였으나, 전분기에 이어 콘텐츠 투자 비용 확대 및 복미 사업 구조 개편 비용 증가 그리고 기타 연결 자회사(게임) 마케팅 비용 부담 영향으로 이익 개선세는 다소 제한적일 전망이다.
- **부문별 실적:** [앨범/음원] 총 앨범 판매량은 640만장 수준으로 추정되며, 저연차 IP가 판매 호조세를 보임. 합산 스포티파이 월 청취자 수(4Q25평균)도 1억 3,500만명 수준으로 QoQ 더블 디жит 이상의 성장세를 기록. [공연] 총 모객수는 110만명 수준으로 QoQ 소폭 증가 예상. 다만, 저연차 IP 회차 비중 상승에 따른 실적 개선세는 둔화 전망. [MD/콘텐츠] 투어 MD QoQ 감소 예상되나, 시즌 그리팅 판매 호조세 및 BTS(지민*정국) 디즈니+ 향 콘텐츠 영향으로 간접 참여형 QoQ 실적 성장 가능할 전망이다.
- **주가 우상향 트렌드 명확, 추가 모멘텀 기대:** 26/01/14 BTS 월드투어 공개를 시작으로 3월 중순(20일) 정규 5집 발매가 이뤄진다. 주가 하단을 점증적으로 끌어 올릴 것이라 예상되며, 투어 실적이 밸류에이션 부담을 완화시킬 전망이다. 현재까지 공개된 투어 일정은 총 34개 도시 79회차로 총 모객 수는 400만명이 넘을 것으로 추정. 특히 MD 판매 전략도 시장 우려 대비 강화될 것으로 전망됨에 따라 큰 폭의 전사 실적 개선세를 견인 할 예정. 美 현지화 그룹 '캣츠아이' 수익화에 따른 신규 모멘텀 부각도 전망되며, 게임 사업부의 보수적인 접근까지 더해져 투자자 수급 개선도 원활하게 이뤄질 것으로 기대. 투자의견 매수, 목표주가 45만원으로 상향 조정.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,178	2,256	2,656	3,941	4,237
매출액증가율	22.6	3.6	17.7	48.4	7.5
영업이익	296	184	66	477	531
영업이익률	13.6	8.2	2.5	12.1	12.5
지배주주귀속순이익	187	9	43	380	414
지배주주 귀속 EPS	4,504	225	1,024	8,929	9,722
증가율	256.0	-95.0	355.1	772.0	8.9
PER	51.6	877.7	322.3	41.0	37.7
PBR	3.3	2.6	4.6	4.3	3.6
EV/EBITDA	22.7	25.5	66.6	24.6	21.8
ROA	3.7	0.2	0.8	6.2	5.9
ROE	6.6	0.3	1.4	11.4	10.5

자료: 유안타증권 리서치센터

하이프 실적 전망

하이프 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	5,006	7,056	7,272	7,226	6,404	9,782	11,359	11,869	22,556	26,560	39,414
YoY	38.7	10.2	37.8	-0.5	27.9	38.6	56.2	64.3	3.6	17.7	48.4
직접 참여형	3,225	4,479	4,774	4,667	4,002	6,151	7,122	7,477	14,464	17,145	24,752
(1)앨범	1,365	2,286	1,898	2,004	2,203	2,504	1,966	2,227	8,610	7,553	8,900
(2)공연	1,552	1,887	2,450	2,262	1,468	3,321	4,763	4,850	4,509	8,150	14,402
(3)광고, 출연료	308	306	426	401	331	325	393	401	1,345	1,441	1,450
간접 참여형	1,781	2,578	2,498	2,558	2,402	3,631	4,237	4,392	8,093	9,415	14,662
(4)MD&라이선싱	1,064	1,529	1,683	1,541	1,307	2,327	3,120	3,167	4,202	5,817	9,921
(5)콘텐츠	412	702	468	661	727	926	727	824	2,873	2,244	3,205
(6)팬클럽	305	346	346	357	367	378	390	401	1,018	1,354	1,536
매출원가	2,825	4,214	5,256	4,583	3,535	5,862	6,718	6,933	12,958	16,877	23,048
매출원가율	56.4	59.7	72.3	63.4	55.2	59.9	59.1	58.4	57.4	63.5	58.5
매출총이익	2,182	2,843	2,016	2,643	2,869	3,920	4,640	4,936	9,598	9,683	16,366
매출총이익률	43.6	40.3	27.7	36.6	44.8	40.1	40.9	41.6	42.6	36.5	41.5
판관비	1,965	2,184	2,438	2,434	2,214	2,962	3,211	3,213	7,758	9,022	11,600
판관비율	39.3	31.0	33.5	33.7	34.6	30.3	28.3	27.1	34.4	34.0	29.4
영업이익	216	659	-422	208	655	958	1,430	1,724	1,840	661	4,766
YoY	50.3	29.4	-177.9	-67.8	202.8	45.5	-438.8	727.9	-37.7	-64.1	620.8
영업이익률	4.3	9.3	-5.8	2.9	10.2	9.8	12.6	14.5	8.2	2.5	12.1

자료: 유안타증권 리서치센터

하이브 Valuation table

항목	산정가치	비고
예상 EPS(원)	8,929	2026년 추정치 기준
Target 멀티플(배)	50	역사적 밴드 상단 60배 * 16.7% 할인, K엔터 성장성 둔화 고려 보수적 접근
적정주가(원)	446,450	
목표주가(원)	450,000	
현재주가(원)	366,500	2026.01.19 종가 기준
Up-side(%)	22.8%	

하이브 실적 추정 변경내역

(억원)	기존 추정			신규 추정			변동률		
	4Q25E	2025E	2026E	4Q25E	2025E	2026E	4Q25E	2025E	2026E
매출액	7,226	26,560	36,341	7,226	26,560	39,414	0.0%	0.0%	8.5%
영업이익	208	661	4,488	208	661	4,766	0.0%	0.0%	6.2%
OPM	2.9%	2.5%	12.4%	2.9%	2.5%	12.1%	0%pt	0%pt	-0.3%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

하이브(352820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	2,178	2,256	2,656	3,941	4,237	
매출원가	1,169	1,296	1,688	2,305	2,473	
매출총이익	1,009	960	968	1,637	1,764	
판매비	713	776	902	1,160	1,233	
영업이익	296	184	66	477	531	
EBITDA	423	330	211	609	654	
영업외손익	-46	-165	34	-12	-1	
외환관련손익	11	38	-22	-10	-16	
이자손익	0	-9	-10	-2	15	
관계기업관련손익	11	-18	-3	16	16	
기타	-67	-175	69	-17	-17	
법인세비용차감전순손익	250	19	100	464	530	
법인세비용	67	23	68	112	128	
계속사업순손익	183	-3	32	352	402	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	183	-3	32	352	402	
지배지분순이익	187	9	43	380	414	
포괄순이익	205	276	22	580	630	
지배지분포괄이익	210	288	51	742	806	

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	311	152	131	322	584	
당기순이익	183	-3	32	352	402	
감가상각비	53	62	59	50	42	
외환손익	6	-7	1	10	16	
중속,관계기업관련손익	-11	18	3	-16	-16	
자산부채의 증감	-40	-148	-41	-206	9	
기타현금흐름	119	230	77	133	131	
투자활동 현금흐름	-471	-10	-88	-759	-7	
투자자산	45	221	24	-162	-31	
유형자산 증가 (CAPEX)	-23	-33	-30	-32	-30	
유형자산 감소	0	1	0	0	0	
기타현금흐름	-494	-200	-83	-565	54	
재무활동 현금흐름	-11	-118	195	14	-4	
단기차입금	167	-153	0	23	4	
사채 및 장기차입금	-160	81	189	0	0	
자본	-1,081	66	8	0	0	
현금배당	0	-29	-8	-8	-8	
기타현금흐름	1,063	-83	7	0	0	
연결범위변동 등 기타	-3	31	-245	309	-19	
현금의 증감	-174	54	-7	-113	553	
기초 현금	532	358	412	405	292	
기말 현금	358	412	405	292	845	
NOPLAT	296	184	66	477	531	
FCF	288	119	101	290	554	

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER등 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	1,889	1,788	2,237	3,302	4,065	
현금및현금성자산	358	412	405	292	845	
매출채권 및 기타채권	275	311	313	514	537	
재고자산	126	163	187	307	330	
비유동자산	3,457	3,691	3,275	3,364	3,334	
유형자산	101	97	98	80	68	
관계기업등 지분관련자산	241	216	185	305	327	
기타투자자산	482	547	349	392	400	
자산총계	5,346	5,479	5,512	6,665	7,399	
유동부채	1,772	831	726	1,193	1,283	
매입채무 및 기타채무	591	448	448	736	791	
단기차입금	100	0	0	0	0	
유동성장기부채	725	100	0	0	0	
비유동부채	464	1,134	1,423	1,538	1,560	
장기차입금	100	386	683	683	683	
사채	0	356	367	367	367	
부채총계	2,236	1,965	2,150	2,731	2,843	
자배지분	2,919	3,215	3,041	3,641	4,275	
자본금	21	21	21	21	21	
자본잉여금	1,570	1,636	1,643	1,643	1,643	
이익잉여금	1,420	1,401	1,435	1,806	2,212	
비지배지분	191	299	321	293	281	
자본총계	3,110	3,514	3,362	3,934	4,556	
순차입금	-240	-125	-323	-958	-1,654	
총차입금	1,163	1,091	1,280	1,302	1,307	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	4,504	225	1,024	8,929	9,722	
BPS	70,090	77,427	71,628	85,764	100,696	
EBITDAPS	10,175	7,927	5,042	14,306	15,362	
SPS	52,392	54,155	63,509	92,585	99,529	
DPS	700	200	200	200	200	
PER	51.6	877.7	322.3	41.0	37.7	
PBR	3.3	2.6	4.6	4.3	3.6	
EV/EBITDA	22.7	25.5	66.6	24.6	21.8	
PSR	4.4	3.6	5.2	4.0	3.7	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	22.6	3.6	17.7	48.4	7.5	
영업이익 증가율 (%)	24.8	-37.7	-64.1	620.4	11.4	
지배순이익 증가율 (%)	257.9	-95.0	356.5	787.6	8.9	
매출총이익률 (%)	46.3	42.6	36.5	41.5	41.6	
영업이익률 (%)	13.6	8.2	2.5	12.1	12.5	
지배순이익률 (%)	8.6	0.4	1.6	9.6	9.8	
EBITDA 마진 (%)	19.4	14.6	7.9	15.5	15.4	
ROIC	13.2	-1.6	1.0	17.9	20.2	
ROA	3.7	0.2	0.8	6.2	5.9	
ROE	6.6	0.3	1.4	11.4	10.5	
부채비율 (%)	71.9	55.9	63.9	69.4	62.4	
순차입금/자기자본 (%)	-8.2	-3.9	-10.6	-26.3	-38.7	
영업이익/금융비용 (배)	6.3	3.7	1.3	8.9	9.8	

JYP Ent. (035900): 속도보단 방향에 집중

엔터



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

투자 의견	BUY (M)
목표주가	88,000원 (M)
현재주가 (01/19)	69,700원
상승여력	26%

시가총액	24,766억원
총발행주식수	35,532,492주
60일 평균 거래대금	327억원
60일 평균 거래량	446,891주
52주 고	85,100원
52주 저	57,400원
외인지분율	11.71%
주요주주	박진영 외 3인 15.95%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.7)	(2.8)	(8.8)
상대	(6.2)	(13.7)	(31.7)
절대(달러환산)	(0.5)	(6.3)	(9.7)

- **4Q25E, 컨센서스 부합하는 실적 예상:** 4Q25 연결 기준 예상 매출액은 2,042억원(+2.6% yoy), 영업이익은 382억원(+3.5% yoy)으로 시장 컨센서스(매출액: 1,974억원, 영업이익: 376억원)에 대체로 부합할 전망. 주력 IP(스키즈, 트와이스 etc)의 고른 활동에 기반한 YoY 외형성장 및 소품의 수익성 개선 가능할 전망
- **부문별 실적:** [앨범/음원] 스키즈 280만장, 엔믹스 68만장, 잇지 41만장, 트와이스 40만장 등을 포함 총 앨범 판매량은 510만장을 상회한 것으로 파악되며, 스포티파이 월 청취자 베이스 QoQ 소폭 감소하였으나, 케데헌 OST 실적 반영된 영향으로 QoQ, YoY 실적 성장 예상. [공연] 총 관객수는 55만명 수준으로 QoQ 큰 폭으로 감소. 국내 공연 비중이 높아 수익성 개선세도 제한적일 전망. [MD] 스키즈/트와이스 국내외(中 포함) 팝업 스토어 및 콜라보 MD(주토피아*스키즈 등) 판매 호조세가 투어 MD QoQ 실적 감소 일부 상쇄할 전망
- **2026 복미 실적 레버리지 기대:** (1Q26~2Q26) '트와이스' 복미 공연 일정이 활발하게 진행될 예정. 작년 케데헌OST 참여 영향으로 큰 폭으로 넓어진 복미 팬덤 베이스가 공연 & MD 실적 레버리지 효과로 이어질 것으로 기대. (2H26) '스키즈' 활동 재개가 전사 실적 성장을 견인할 전망. 빌보드에서 새 역사를 지속 갱신한 만큼 해외 활동(월드투어 모객 체력: 250만 +@) 로열티 상승이 기대되며, 활동 구체화 시점에 주가 상승 모멘텀 크게 작용할 전망. 저연차 IP의 활동 궤적 역시美了 초점. '엔믹스' 복미 투어를 통해 팬 터치를 늘리며 팬덤 베이스를 확장할 전망이며, 리브랜딩에 성공한 '걸셋' 역시 디지털 싱글을 중심으로 인지도 상승을 이어갈 예정. '속도' 보단 '방향'에 집중할 전망. 투자 의견 매수, 목표주가 88,000원으로 유지

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	567	602	793	850	913
매출액증가율	63.9	6.2	31.7	7.2	7.4
영업이익	169	128	152	175	201
영업이익률	29.8	21.3	19.2	20.6	22.0
지배주주귀속순이익	105	98	165	140	162
지배주주 귀속 EPS	2,971	2,751	4,631	3,938	4,557
증가율	56.3	-7.4	68.3	-15.0	15.7
PER	33.6	23.1	15.7	17.7	15.3
PBR	8.4	4.4	3.8	3.1	2.6
EV/EBITDA	18.3	14.4	13.1	10.4	8.6
ROA	21.5	15.6	21.3	14.5	14.1
ROE	30.4	22.4	29.8	20.3	19.6

자료: 유안타증권 리서치센터

JYP Ent. 실적 전망

JYP Ent. 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	1,408	2,158	2,326	2,042	1,434	1,707	2,702	2,653	6,018	7,934	8,495
YoY	3.1	125.5	36.5	2.6	1.9	-20.9	16.1	29.9	6.2	31.8	7.1
앨범	297	271	670	605	324	363	685	640	1,526	1,843	2,011
음원(스트리밍)	150	115	134	226	157	121	140	238	646	624	656
광고	90	113	128	96	86	91	143	142	343	427	462
콘서트	217	620	633	387	296	433	687	642	1,036	1,858	2,059
출연료	88	97	111	97	97	106	122	107	271	393	432
MD	327	669	400	348	311	412	619	578	1,326	1,744	1,919
기타	239	274	251	282	164	181	305	307	869	1,046	957
영업이익	196	529	408	382	229	348	589	581	1,283	1,515	1,747
OPM	-41.6	466.4	-15.7	3.5	16.9	-34.2	44.4	52.1	-24.3	18.1	15.3
YoY	13.9	24.5	17.5	18.7	16.0	20.4	21.8	21.9	21.3	19.1	20.6

자료: 유안타증권 리서치센터

JYP Ent.(035900) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	567	602	793	850	913	
매출원가	298	345	501	521	549	
매출총이익	268	256	292	329	364	
판매비	99	128	141	154	163	
영업이익	169	128	152	175	201	
EBITDA	180	143	173	198	219	
영업외손익	-14	8	78	10	13	
외환관련손익	-1	6	-4	-4	-4	
이자손익	2	3	5	7	10	
관계기업관련손익	4	3	75	3	3	
기타	-18	-4	2	4	4	
법인세비용차감전순손익	156	136	230	185	214	
법인세비용	51	38	65	45	52	
계속사업순손익	105	98	164	140	162	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	105	98	164	140	162	
지배지분순이익	105	98	165	140	162	
포괄순이익	105	103	166	144	166	
지배지분포괄이익	105	103	166	143	165	

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	151	89	135	346	356	
당기순이익	105	98	164	140	162	
감가상각비	6	9	11	11	8	
외환손익	0	-3	0	4	4	
충족, 관계기업관련손익	-2	-3	-2	-3	-3	
자산부채의 증감	15	-7	16	241	234	
기타현금흐름	27	-4	-55	-46	-49	
투자활동 현금흐름	-61	-100	15	-64	-9	
투자자산	-19	-20	-39	-27	-9	
유형자산 증가 (CAPEX)	-12	-87	-6	-8	0	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-29	8	60	-29	0	
재무활동 현금흐름	-13	-22	-22	-16	-17	
단기차입금	2	0	-1	1	0	
사채 및 장기차입금	5	-1	0	0	0	
자본	1	1	0	0	0	
현금배당	-12	-19	-18	-18	-18	
기타현금흐름	-8	-3	-4	0	0	
연결범위변동 등 기타	0	6	-35	-172	-172	
현금의 증감	78	-27	93	93	158	
기초 현금	140	217	191	284	377	
기말 현금	217	191	284	377	535	
NOPLAT	169	128	152	175	201	
FCF	139	2	129	338	356	

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	369	362	517	680	860	
현금및현금성자산	217	191	284	377	535	
매출채권 및 기타채권	19	52	34	44	47	
재고자산	24	14	16	20	22	
비유동자산	203	317	347	379	370	
유형자산	56	140	140	138	129	
관계기업등 지분관련자산	53	57	30	38	41	
기타투자자산	45	48	97	116	122	
자산총계	572	679	864	1,059	1,230	
유동부채	154	175	218	283	305	
매입채무 및 기타채무	67	109	124	161	173	
단기차입금	0	0	0	0	0	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동부채	19	21	16	19	20	
장기차입금	0	0	0	0	0	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	173	196	234	303	325	
자배지분	394	479	626	752	900	
자본금	18	18	18	18	18	
자본잉여금	78	79	79	79	79	
이익잉여금	311	390	537	659	803	
비지배지분	4	4	4	4	5	
자본총계	398	483	630	757	905	
순차입금	-252	-207	-318	-423	-584	
총차입금	11	10	9	11	11	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	2,971	2,751	4,631	3,938	4,557	
BPS	11,897	14,445	18,897	22,704	27,173	
EBITDAPS	5,084	4,022	4,882	5,578	6,177	
SPS	15,957	16,937	22,330	23,908	25,701	
DPS	574	534	534	534	534	
PER	33.6	23.1	15.7	17.4	15.1	
PBR	8.4	4.4	3.8	3.0	2.5	
EV/EBITDA	18.3	14.4	13.1	10.2	8.5	
PSR	6.3	3.8	3.3	2.9	2.7	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	63.8	6.2	31.8	7.1	7.5	
영업이익 증가율 (%)	75.4	-24.3	18.1	15.3	15.2	
지배순이익 증가율 (%)	56.3	-7.3	68.3	-15.0	15.7	
매출총이익률 (%)	47.4	42.6	36.8	38.7	39.8	
영업이익률 (%)	29.9	21.3	19.1	20.6	22.0	
지배순이익률 (%)	18.6	16.2	20.7	16.5	17.7	
EBITDA 마진 (%)	31.9	23.8	21.9	23.3	24.0	
ROIC	206.6	80.7	58.5	72.8	88.7	
ROA	21.5	15.6	21.3	14.5	14.1	
ROE	30.4	22.4	29.8	20.3	19.6	
부채비율 (%)	43.6	40.6	37.2	40.0	35.9	
순차입금/자기자본 (%)	-64.0	-43.3	-50.7	-56.2	-64.9	
영업이익/금융비용 (배)	640.8	635.2	900.4	1,085.9	1,157.9	

에스엠 (041510): 컨센서스 하회, YoY 성장세는 지속

엔터



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	140,000원 (M)
현재주가 (01/19)	114,000원
상승여력	23%

시가총액	26,100억원
총발행주식수	22,894,690주
60일 평균 거래대금	221억원
60일 평균 거래량	193,484주
52주 고	153,000원
52주 저	78,300원
외인지분율	27.61%
주요주주	카카오 외 7인 41.65%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(2.6) (2.1) 45.4
상대	(8.0) (13.1) 8.8
절대(달러환산)	(2.5) (5.6) 43.9

- **4Q25E, 컨센서스 하회하는 실적 예상:** 4Q25 연결 기준 예상 매출액은 2,905억원(+6.1% yoy), 영업이익은 377억원(+11.3 yoy)으로 시장 컨센서스(매출액: 3,151억원, 영업이익: 453억원)를 하회할 전망이다. 고수익 매출원인 앨범 판매량 감소 및 공연 원가 부담 상승으로 컨센서스 하회 전망되나, MD 판매 호조세 영향으로 YoY 실적 개선세는 지속될 예정
- **부문별 실적:** [앨범/음원] 총 앨범 판매량은 약 295만장 수준으로 파악. 일부 IP의 판매량 역성장 영향으로 시장 기대치 대비 다소 아쉬운 판매량 기록하였으나, 팬덤 규모 축소 영향 보단 소비 다변화에 따른 영향이 큰 것으로 판단. 음원 매출은 250억원 내외의 견조한 흐름 지속 [공연] NCT Dream 아시아 8회, NCT Wish 16회, 에스파 13회, 라이즈 7회 등 총 모객수는 90만명 내외 수준으로 YoY 성장세 달성 예상. 다만, 전분기대비 소규모(팬콘, 미주 투어 등) 오프라인 회차가 다수 포함되며 실적 개선세는 제한적일 전망이다. [MD] 투어 MD & 시즌 그리팅 판매 호조세 및 콜라보 MD(배고/티니핑*에스파 IP 라이선싱) 실적 반영으로 YoY, QoQ 가파른 실적 성장세가 예상
- **2026 눈 높이를 조금 낮춘다면 투자 매력도는 충분:** 올해 기대되는 투자 포인트는 1) 中 한한령 모멘텀 재 부각, 2) 엑소 컴백(앨범+콘서트 활동 예정), 3) 저연차 IP(라이즈, NCT WISH, 하투하 등)의 빠른 수익화에 따른 실적 기여 비중 상승, 4) 신인 보이 그룹 1팀 데뷔(1H26 예능 공개, 2H26 앨범 데뷔), 5) 연결 자회사(디어유) 가파른 실적 성장. 현재 주가 레벨은 P/E(FWD 12M) 18배 수준으로 투자 매력도는 충분한 구간이라 판단되며, 특히 中 한한령 해지 모멘텀은 연간 주가 하단을 끌어 올리는 요소가 될 것이라 기대. 투자의견 매수, 목표주가 14만원으로 유지

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	961	990	1,146	1,265	1,389
매출액증가율	12.9	3.0	15.8	10.4	9.8
영업이익	113	87	166	194	225
영업이익률	11.8	8.8	14.5	15.3	16.2
지배주주귀속순이익	87	18	347	146	165
지배주주 귀속 EPS	3,664	778	15,096	6,360	7,196
증가율	9.0	-78.8	1,840.4	-57.9	13.1
PER	29.9	97.9	8.9	17.9	15.8
PBR	3.6	2.6	3.1	2.3	2.0
EV/EBITDA	14.2	10.7	12.8	9.2	7.7
ROA	5.8	1.2	20.6	7.1	7.2
ROE	12.3	2.6	41.6	13.6	13.4

자료: 유안타증권 리서치센터

에스엠 실적 전망

에스엠 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	2,315	3,029	3,216	2,905	2,676	3,183	3,574	3,220	9,900	11,465	12,653
YoY	5.2	19.3	32.8	6.1	15.6	5.1	11.1	10.8	3.0	15.8	10.4
SM엔터테인먼트	1,655	2,203	2,247	1,842	1,842	2,317	2,577	2,152	6,641	7,947	8,886
음반/음원	678	990	967	596	459	932	934	626	2,857	3,231	2,951
출연	188	232	241	173	222	226	272	182	844	834	902
콘서트	390	336	525	465	460	255	453	513	1,226	1,716	1,681
MD/라이선싱	394	639	503	597	690	893	906	820	1,689	2,133	3,309
SM C&C	177	211	254	193	111	133	157	212	193	835	612
Dear U	-	202	223	233	242	253	269	296	-	658	1,060
DREAM MAKER	230	149	85	133	131	73	129	146	133	597	480
기타	593	1,393	871	1,110	1,027	1,104	1,159	1,152	1,110	3,398	4,441
영업이익	327	476	482	377	355	516	582	484	874	1,662	1,936
OPM	14.1	15.7	15.0	13.0	13.3	16.2	16.3	15.0	8.8	14.5	15.3
YoY	111.1	92.6	262.4	11.3	8.5	8.4	20.6	28.3	-23.0	90.2	16.5

자료: 유안타증권 리서치센터

에스엠(041510) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	961	990	1,146	1,265	1,389	
매출원가	620	682	722	759	824	
매출총이익	341	307	424	506	565	
판매비	228	220	258	312	340	
영업이익	113	87	166	194	225	
EBITDA	171	149	237	260	285	
영업외손익	5	-61	234	14	19	
외환관련손익	1	10	-2	0	0	
이자손익	8	7	7	10	16	
관계기업관련손익	47	-2	231	7	7	
기타	-51	-76	-2	-3	-3	
법인세비용차감전순손익	119	26	400	208	244	
법인세비용	36	25	39	44	59	
계속사업순손익	83	1	361	164	185	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	83	1	361	164	185	
지배지분순이익	87	18	347	146	165	
포괄순이익	80	6	363	171	192	
지배지분포괄이익	86	23	348	151	170	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	113	136	205	214	229	
당기순이익	83	1	361	164	185	
감가상각비	30	33	33	26	20	
외환손익	-1	-8	1	0	0	
충족, 관계기업관련손익	0	0	-2	-7	-7	
자산부채의 증감	-34	6	51	219	219	
기타현금흐름	36	104	-240	-187	-188	
투자활동 현금흐름	-83	56	-177	-57	-64	
투자자산	-7	11	-97	-22	-22	
유형자산 증가 (CAPEX)	-19	-24	-8	-8	-10	
유형자산 감소	1	2	2	0	0	
기타현금흐름	-57	67	-74	-27	-32	
재무활동 현금흐름	-43	-144	-26	-6	-6	
단기차입금	36	-32	1	3	3	
사채 및 장기차입금	-4	-4	-3	0	0	
자본	-5	-9	0	0	0	
현금배당	-28	-28	-13	-9	-9	
기타현금흐름	-42	-72	-12	0	0	
연결범위변동 등 기타	-2	8	-21	33	38	
현금의 증감	-14	55	-19	184	197	
기초 현금	318	303	358	339	523	
기말 현금	303	358	339	523	720	
NOPLAT	113	87	166	194	225	
FCF	94	111	197	206	219	

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	858	814	839	1,075	1,319	
현금및현금성자산	303	358	339	523	720	
매출채권 및 기타채권	261	247	262	291	314	
채고자산	26	28	30	33	36	
비유동자산	683	605	1,106	1,091	1,088	
유형자산	71	76	68	51	40	
관계기업등 지분관련자산	168	156	166	184	202	
기타투자자산	85	85	131	135	139	
자산총계	1,541	1,419	1,946	2,166	2,407	
유동부채	519	485	514	569	623	
매입채무 및 기타채무	330	321	341	378	415	
단기차입금	42	5	5	5	5	
유동성장기부채	5	8	0	0	0	
비유동부채	112	105	104	108	112	
장기차입금	0	0	0	0	0	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	632	590	618	677	735	
자배지분	723	665	1,003	1,146	1,309	
자본금	12	12	12	12	12	
자본잉여금	362	353	353	353	353	
이익잉여금	365	320	618	754	910	
비지배지분	187	164	325	343	363	
자본총계	909	829	1,327	1,489	1,672	
순차입금	-357	-372	-378	-572	-780	
총차입금	146	110	109	112	115	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	3,664	778	15,096	6,360	7,196	
BPS	30,825	29,037	43,800	50,067	57,170	
EBITDAPS	7,197	6,342	10,339	11,341	12,436	
SPS	40,336	42,062	49,939	55,266	60,682	
DPS	1,200	400	400	400	400	
PER	29.9	97.9	8.9	17.7	15.6	
PBR	3.6	2.6	3.1	2.2	2.0	
EV/EBITDA	14.2	10.7	12.8	9.0	7.6	
PSR	2.7	1.8	2.7	2.0	1.9	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	13.0	3.0	15.8	10.4	9.8	
영업이익 증가율 (%)	24.7	-23.1	90.3	16.5	16.2	
지배순이익 증가율 (%)	9.1	-79.0	1,792.6	-58.0	13.1	
매출총이익률 (%)	35.5	31.0	37.0	40.0	40.7	
영업이익률 (%)	11.8	8.8	14.5	15.3	16.2	
지배순이익률 (%)	9.1	1.9	30.2	11.5	11.9	
EBITDA 마진 (%)	17.8	15.1	20.7	20.5	20.5	
ROIC	56.2	1.9	47.0	31.0	38.2	
ROA	5.8	1.2	20.6	7.1	7.2	
ROE	12.3	2.6	41.6	13.6	13.4	
부채비율 (%)	69.4	71.2	46.6	45.5	44.0	
순차입금/자기자본 (%)	-49.4	-55.9	-37.7	-49.9	-59.6	
영업이익/금융비용 (배)	19.9	16.0	30.6	38.5	43.5	

와이지엔터테인먼트 (122870): 핵심 경쟁력을 증명할 2026

엔터



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	80,000원 (M)
현재주가 (01/19)	71,100원
상승여력	20%

시가총액	13,289억원		
총발행주식수	18,691,049주		
60일 평균 거래대금	193억원		
60일 평균 거래량	274,915주		
52주 고	107,400원		
52주 저	47,950원		
외인지분율	10.32%		
주요주주	양현석 외 5인 22.95%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.3	(21.0)	45.5
상대	6.2	(29.9)	8.9
절대(달러환산)	12.5	(23.8)	44.0

- **4Q25E, 컨센서스 하회하는 실적 예상:** 4Q25 연결 기준 예상 매출액은 1,617억원(+55.3% yoy), 영업이익은 221억원(+2,116.6% yoy)으로 시장 컨센서스(매출액: 1,696억원, 영업이익: 255억원)를 소폭 하회할 전망. 걸그룹 IP ‘블랙핑크’, ‘베이비몬스터’의 공연/앨범 활동에 기인한 큰 폭의 YoY 실적 성장세 뚜렷하게 기록할 예정이나, 3Q25 (일회성 기타 영업수익 약 78억원) 기저 부담으로 인한 수익성 개선세는 다소 제한적일 전망
- **부문별 실적:** [앨범/음원] 총 앨범 판매량은 81만장 수준으로 파악. 레이블 합산 스포티파이 평균 월 청취자 베이스는 3,550만명 수준으로 (-10% QoQ, +25% yoy)수준으로 앨범 판매량 역성장을 상쇄할 전망. [공연] 블랙핑크 12회차 53만명, 트레저 14회차 18만명 등 총 모객수 81만명을 상회하는 실적 반영 예정. QoQ 역성장 불가피하나 큰 폭의 YoY 성장세 지속될 전망. [MD] 견조한 투어 MD 판매 호조세 예상되나, 제한적인 시즌 그리팅 영향으로 시장 기대치를 상회하는 실적 시현은 다소 아쉬울 예정.
- **다운사이드 리스크 & 업사이드 리스크가 공존:** (1Q26) 블랙핑크 미니 3집이 예정된 만큼 관련 MD 판매세도 작년 대비 가파르게 올라올 수 있을 것으로 기대. (2Q26) 베이비 몬스터 역시 올해 투어 모객 공격적으로 늘릴 예정. 또, ‘빅뱅’ 20주년 관련 활동 역시 매력적인 주가 상승 모멘텀으로 작용할 전망. 다만, 현재까지 ‘블랙핑크’ & ‘빅뱅’의 구체적인 활동이 가시화되지 않은 만큼 다운 사이드 리스크와 업사이드 리스크가 공존하는 구간이라 판단. 이를 제외한 핵심 펀더멘털에 집중해 중장기적 투자 관점이 필요한 시점. 투자의견 매수, 목표주가 85,000만원으로 유지

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	569	365	535	532	550
매출액증가율	45.5	-35.9	46.6	-0.6	3.4
영업이익	87	-21	71	79	77
영업이익률	15.3	-5.8	13.3	14.8	14.0
지배주주귀속순이익	61	19	46	56	56
지배주주 귀속 EPS	3,285	991	2,440	3,018	2,983
증가율	81.2	-69.8	146.2	23.7	-1.2
PER	19.8	41.6	28.4	23.6	23.8
PBR	2.6	1.6	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	11.4	63.6	13.2	11.8	11.2
ROA	8.4	2.5	5.7	6.3	5.8
ROE	14.0	3.9	9.0	10.1	9.1

자료: 유안타증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트 실적 전망

와이지엔터테인먼트 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	1,002	1,004	1,731	1,617	1,443	1,183	1,281	1,411	3,650	5,353	5,318
YoY	14.7	11.6	107.2	55.3	44.1	17.8	-26.0	-12.7	-35.9	46.7	-0.7
Album/DVD	59	20	118	81	262	85	55	106	153	278	298
Digital Contents	158	198	202	229	174	208	206	241	673	787	844
Goods(others)	260	192	281	242	165	132	180	203	696	976	1,046
Concert	75	88	508	473	307	236	301	310	170	1,144	1,227
Advertisement	51	53	92	93	70	72	78	83	349	289	310
Royalty	37	93	163	118	77	59	75	77	254	411	441
Appearance fee	26	41	45	46	47	48	48	49	165	157	168
Music Service	224	221	212	216	230	227	219	223	786	873	936
Others	111	99	110	117	112	116	118	119	403	437	468
영업이익	95	84	311	221	252	168	175	195	-206	711	790
OPM	9.5	8.3	18.0	13.6	17.5	14.2	13.7	13.8	-5.7	13.3	14.9
YoY	흑전	흑전	흑전	2,116.6	164.4	101.1	-43.8	-11.4	-123.7	흑전	11.2

자료: 유안타증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트(122870) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	569	365	535	532	550	
매출원가	383	265	355	349	363	
매출총이익	186	99	181	183	188	
판매비	106	118	123	115	116	
영업이익	87	-21	71	79	77	
EBITDA	99	11	87	94	94	
영업외손익	6	49	20	26	29	
외환관련손익	0	2	1	1	1	
이자손익	9	5	6	10	13	
관계기업관련손익	-2	23	2	2	2	
기타	-1	20	12	14	14	
법인세비용차감전순손익	93	29	92	105	106	
법인세비용	15	9	23	24	26	
계속사업순손익	78	20	68	81	80	
중단사업순손익	-1	0	0	0	0	
당기순이익	77	20	68	81	80	
지배지분순이익	61	19	46	56	56	
포괄순이익	76	23	69	84	83	
지배지분포괄이익	61	22	46	59	58	

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	94	0	133	278	257	
당기순이익	77	20	68	81	80	
감가상각비	13	15	14	14	13	
외환손익	0	0	0	-1	-1	
중속, 관계기업관련손익	0	0	-2	-2	-2	
자산부채의 증감	-10	-20	59	199	182	
기타현금흐름	13	-14	-7	-13	-16	
투자활동 현금흐름	-70	1	4	11	-8	
투자자산	-30	24	15	6	-1	
유형자산 증가 (CAPEX)	-12	-7	-7	-8	-6	
유형자산 감소	0	2	1	0	0	
기타현금흐름	-29	-18	-5	13	-1	
재무활동 현금흐름	-6	-12	-10	-5	-4	
단기차입금	0	2	-1	-1	0	
사채 및 장기차입금	-6	5	-9	0	0	
자본	1	0	0	0	0	
현금배당	-5	-6	-5	-5	-5	
기타현금흐름	3	-13	4	0	0	
연결범위변동 등 기타	-1	1	-32	-176	-157	
현금의 증감	17	-10	95	108	87	
기초 현금	80	97	87	182	290	
기말 현금	97	87	182	290	377	
NOPLAT	87	-21	71	79	77	
FCF	82	-7	126	270	251	

자료: 유안타증권 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균주가 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	348	303	466	544	640	
현금및현금성자산	97	87	182	290	377	
매출채권 및 기타채권	80	89	106	93	97	
채고자산	17	10	17	15	15	
비유동자산	395	431	403	382	370	
유형자산	179	188	176	171	164	
관계기업등 지분관련자산	46	50	44	38	40	
기타투자자산	100	133	134	134	134	
자산총계	742	734	869	926	1,010	
유동부채	147	110	175	153	158	
매입채무 및 기타채무	94	89	122	107	111	
단기차입금	0	0	0	0	0	
유동성장기부채	8	1	1	1	1	
비유동부채	10	21	22	21	21	
장기차입금	0	7	7	7	7	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	157	131	197	174	180	
자배지분	467	483	529	584	637	
자본금	10	10	10	10	10	
자본잉여금	227	227	227	227	227	
이익잉여금	216	229	267	319	370	
비지배지분	118	120	143	168	193	
자본총계	585	603	673	752	830	
순차입금	-206	-169	-288	-386	-476	
총차입금	18	25	25	25	25	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	3,285	991	2,440	3,018	2,983	
BPS	25,166	26,050	28,548	31,477	34,370	
EBITDAPS	5,306	607	4,658	5,027	5,016	
SPS	30,484	19,526	28,640	28,452	29,448	
DPS	300	250	250	250	250	
PER	19.8	41.6	28.4	22.8	23.1	
PBR	2.6	1.6	2.4	2.2	2.0	
EV/EBITDA	11.4	63.6	13.2	11.4	10.7	
PSR	2.1	2.1	2.4	2.4	2.3	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	45.5	-35.9	46.7	-0.7	3.5	
영업이익 증가율 (%)	86.4	0.0	0.0	11.2	-2.4	
지배순이익 증가율 (%)	82.1	-69.8	146.3	23.7	-1.2	
매출총이익률 (%)	32.7	27.3	33.7	34.4	34.1	
영업이익률 (%)	15.3	-5.6	13.3	14.9	14.0	
지배순이익률 (%)	10.8	5.1	8.5	10.6	10.1	
EBITDA 마진 (%)	17.4	3.1	16.3	17.7	17.0	
ROIC	34.3	-6.3	24.6	32.2	33.3	
ROA	8.4	2.5	5.7	6.3	5.8	
ROE	14.0	3.9	9.0	10.1	9.1	
부채비율 (%)	26.8	21.7	29.2	23.2	21.6	
순차입금/자기자본 (%)	-44.1	-34.9	-54.5	-66.2	-74.7	
영업이익/금융비용 (배)	158.6	-22.3	120.9	151.2	149.0	



하현수

제약/바이오

hyunsoo.ha@yuantakorea.com

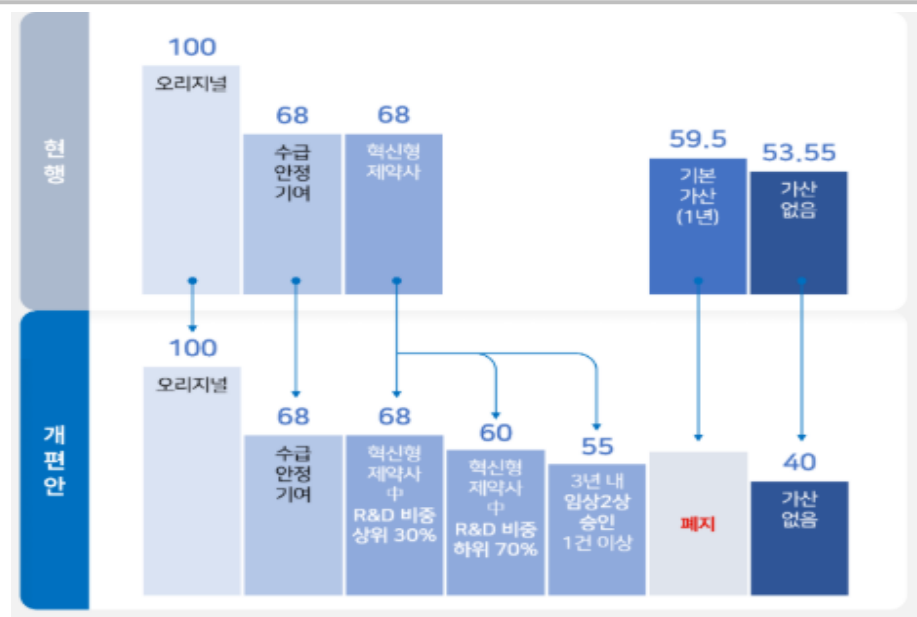
PART 8

변화하는 약가제도에 주목

약가제도 개편에 주목해야

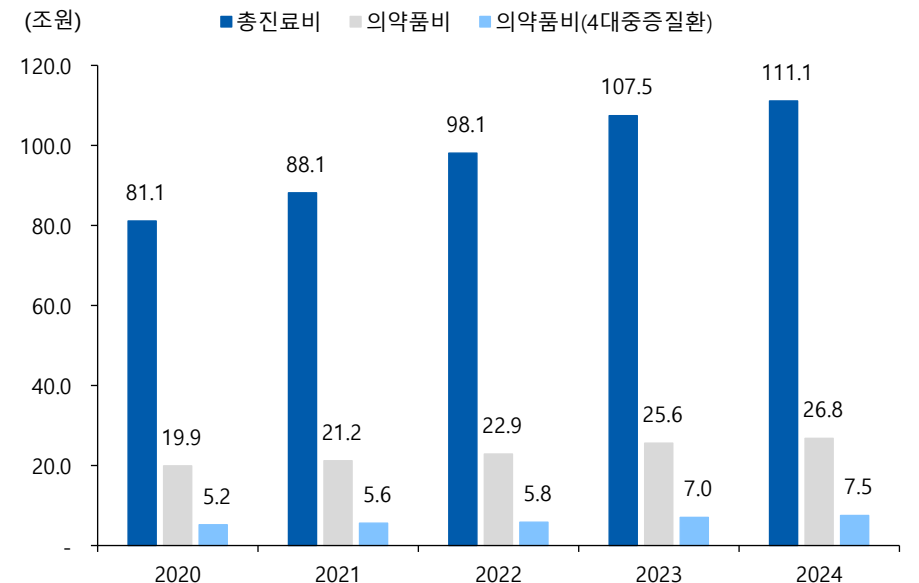
- 정부는 약가제도 개편안을 추진 중으로 신약 급여 등재 기간 단축, ICER 임계값 상향 등을 통한 보장성 강화와 특허 만료 의약품 및 제네릭 의약품의 상한 금액 산정률 조정(오리지널 대비 53.55%→40%대)과 급여 등재 순서에 따라 기존 21번째 제품부터 적용하던 계단식 약가를 11번째 제품부터 적용하는 안을 검토 중
- 24년 건강보험 총 진료비는 약 111조원으로 최근 5년 동안 연평균 6.5%씩 증가 추세이며 이 중 의약품비는 24% 내외를 차지. 4대 중증 질환(암, 희귀난치 등) 의약품 비중은 24년 28.1%로 증가 추세에 있으며, 신약 접근성 확대 기조에 따라 더욱 증가할 것으로 전망
- 약가제도 개편 시 제네릭 약가는 15~20% 정도 낮아질 것으로 예상. 도입 신약, 개량 신약 비중이 큰 대형 제약사들에 미치는 영향은 중소형 제약사에 비해 낮을 것으로 보이나 수익성 하락은 불가피할 것으로 판단

제네릭 약가 개편안



자료: 데일리팜, 유안타증권 리서치센터

건강보험 의약품 청구액 추이



자료: 건강보험심사평가원, 유안타증권 리서치센터

한미약품 (128940): 26년에도 이어질 R&D 기대

제약/바이오



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	520,000원 (U)
현재주가 (1/19)	444,500원
상승여력	17%

시가총액	56,945억원
총발행주식수	12,810,991주
60일 평균 거래대금	689억원
60일 평균 거래량	156,892주
52주 고	483,000원
52주 저	215,000원
외인지분율	10.57%
주요주주	한미사이언스 외 4인 50.39%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	0.8 28.5 74.0
상대	(17.4) (1.8) (10.5)
절대(달러환산)	1.0 23.9 72.2

- **4Q25Pre:** 연결 기준 매출액 4,271억원(+21.5% YoY), 영업이익 685억원(+124.9%, OPM 16.0%)으로 컨센서스를 상회하는 실적 전망. 독감 유행이 늦어졌던 24년과 달리 4Q25에는 전염성 호흡기 질환 등이 유행하며 호흡기 관련 품목 성장 및 롤베돈 관련 로열티 등이 증가하며 한미약품 별도 매출액 3,038억원(+8.3%)을 기록할 것으로 전망. 북경 한미도 호흡기 질환 유행에 따른 계절적 성수기 효과로 매출액 1,222억원(+63.2%)을 기록하며 연간 가이드라인 매출액 4,000억원을 충족할 것으로 예상
- **26년에도 R&D 모멘텀이 중요:** Efinopegdutide(GLP-1/GCG agonist)는 25년말 MASH 임상 2b상을 종료. 1H26 임상 데이터 확인이 가능할 것으로 예상되며, 비교 약물인 Semaglutide와 비교를 통해 약물 경쟁력을 가늠할 수 있을 것으로 판단. Semaglutide는 25년 중순 Essence 임상을 근거로 MASH 적응증 획득. 2H26 Epegerglucagon(LAPS-GCG)과 Efocipegtrutide(GLP-1/GIP/GCG agonist)의 2b 임상 결과도 발표할 예정. Epegerglucagon은 고인슐린혈증 치료제로 개발 중으로 희귀질환이기는 하나 승인된 치료법이 제한적이라는 점에서 임상 결과에 따라 상업적 가치는 커질 것으로 판단
- **투자의견 Buy 유지, 목표주가 52만원으로 상향:** 매수 의견을 유지하며, 목표주가는 기존 45만원에서 52만원으로 상향. 목표주가 상향은 26년 예상 실적 반영과 환율 상승에 따라 파이프라인 가치 소폭 상향에 기인. 정부의 제네릭 약가제도 개편 추진에 따라 국내 매출 영향이 예상되나 높은 개량 신약 매출 비중, 북경 한미 실적 회복 등으로 제네릭 약가 인하에 따른 영향은 제한적일 것으로 판단

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,491	1,496	1,542	1,634	1,693
매출액증가율	11.9	0.3	3.1	6.0	3.6
영업이익	221	216	243	275	286
영업이익률	14.8	14.4	15.8	16.8	16.9
지배주주귀속이익	146	121	169	194	210
지배주주 귀속 EPS	11,415	9,470	13,175	15,113	16,371
증가율	76.6	-17.0	39.1	14.7	8.3
PER	25.2	32.7	34.3	29.4	27.2
PBR	3.8	3.6	4.7	3.8	3.2
EV/EBITDA	13.0	14.1	18.2	15.7	14.8
ROA	7.6	6.2	8.2	8.6	8.2
ROE	16.0	11.9	14.7	14.4	13.0

자료: 유안타증권 리서치센터

한미약품 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	390.9	361.3	362.3	427.1	418.8	385.6	385.4	444.5	1,495.5	1,541.6	1,634.3
YoY (%)	-3.2	-4.4	0.1	21.5	7.1	6.7	6.4	4.1	0.3	3.1	6.0
한미약품 별도	295.0	276.4	269.1	303.8	290.2	293.1	287.6	316.3	1,114.1	1,144.3	1,187.2
북경 한미	96.5	86.7	94.1	122.2	127.4	91.0	96.9	127.1	385.6	399.5	442.5
한미 정밀화학	22.8	23.0	17.2	21.1	24.6	28.8	17.7	21.7	108.9	84.1	92.8
연결 조정	-23.4	-24.8	-18.1	-20.1	-23.4	-27.3	-16.8	-20.7	-113.1	-86.4	-88.2
영업이익	59.0	603.4	55.1	68.5	70.3	62.6	64.0	78.1	216.2	243.0	274.9
YoY (%)	-23.0	4.0	8.0	124.9	19.2	3.6	16.1	14.0	-2.0	12.4	13.1
영업이익률 (%)	15.1	16.7	15.2	16.0	16.8	16.2	16.6	17.6	14.5	15.8	16.8

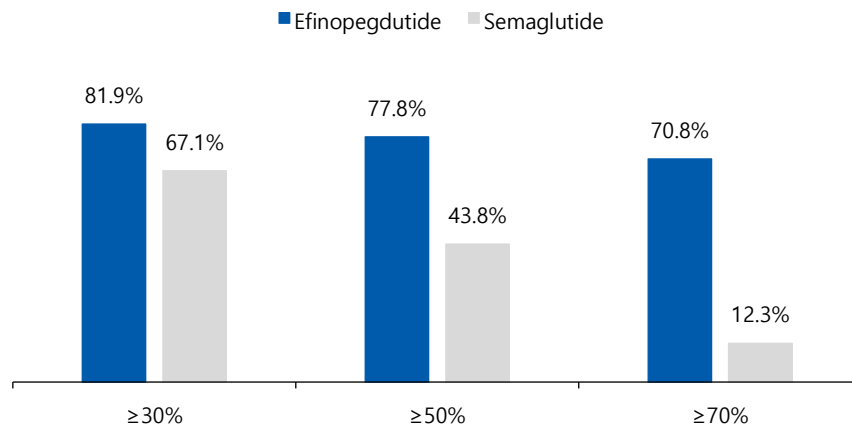
자료: 유안타증권 리서치센터

한미약품 목표주가 산정방식

(십억원)	내용	비고
영업 가치	4,826	26년 예상 EBITDA 3,712억원, 타겟 multiple 13x
파이프라인 가치	1,717	Efinopegdutide 6,280억원→8,163억원 Efocipegtrutide 2,182억원→4,722억원 Epfeglenatide 4,285억원 반영
순차입금	-61	26년말 예상
기업 가치	6,604	
주식수(천주)	12,811	
주당 가치(원)	515,476	
목표주가(원)	520,000	

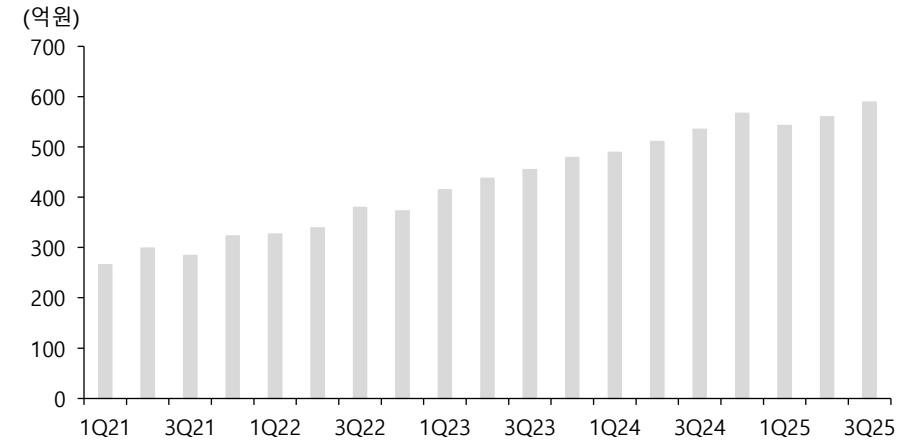
자료: 유안타증권 리서치센터

Efinopegdutide 2a상 결과(간지방 감소 비율)



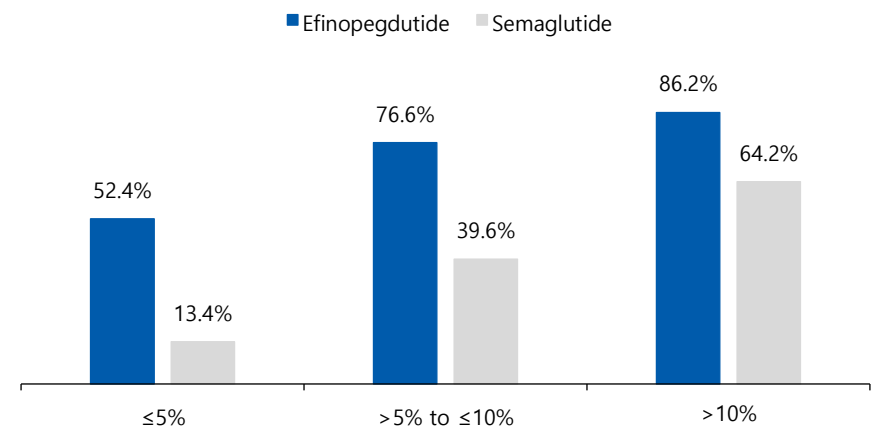
자료: Journal of Hepatology, 유안타증권 리서치센터

로수젯 매출 추이



자료: 한미약품, 유안타증권 리서치센터

Efinopegdutide 2a상 결과(체중 감소율 비율)



자료: Journal of Hepatology, 유안타증권 리서치센터

한미약품(128940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	1,491	1,496	1,542	1,634	1,693	
매출원가	662	678	676	709	733	
매출총이익	829	817	866	925	960	
판매비	609	601	623	650	674	
영업이익	221	216	243	275	286	
EBITDA	319	314	341	371	373	
영업외손익	-27	-45	-21	-1	11	
외환관련손익	1	9	-2	0	0	
이자손익	-24	-19	-11	-4	8	
관계기업관련손익	-1	0	0	0	0	
기타	-3	-36	-8	3	3	
법인세비용차감전순손익	194	171	222	274	297	
법인세비용	29	31	35	55	59	
계속사업순손익	165	140	187	219	237	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	165	140	187	219	237	
지배지분순이익	146	121	169	194	210	
포괄순이익	111	175	195	301	320	
지배지분포괄이익	93	142	174	254	269	

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	204	402	465	
당기순이익	165	140	187	219	237	
감가상각비	86	86	85	79	68	
외환손익	1	-6	0	0	0	
중속, 관계기업관련손익	1	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-57	-90	-98	38	80	
기타현금흐름	20	64	30	66	79	
투자활동 현금흐름	-183	25	-142	49	54	
투자자산	-139	104	-33	-8	-7	
유형자산 증가 (CAPEX)	-27	-39	-33	0	0	
유형자산 감소	3	0	1	0	0	
기타현금흐름	-20	-40	-77	57	61	
재무활동 현금흐름	-127	-94	-96	-13	-13	
단기차입금	-34	35	-50	0	0	
사채 및 장기차입금	-72	-111	-11	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-18	-13	-31	-13	-13	
기타현금흐름	-3	-5	-4	0	0	
연결범위변동 등 기타	1	13	-30	-133	-152	
현금의 증감	-92	137	-64	306	355	
기초 현금	147	55	192	128	434	
기말 현금	55	192	128	434	788	
NOPLAT	221	216	243	275	286	
FCF	189	154	171	402	465	

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 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	731	746	840	1,209	1,590	
현금및현금성자산	55	192	128	434	788	
매출채권 및 기타채권	177	239	291	323	334	
채고자산	289	301	342	373	387	
비유동자산	1,168	1,275	1,269	1,201	1,138	
유형자산	833	796	743	664	596	
관계기업등 지분관련자산	2	2	3	3	3	
기타투자자산	42	170	193	201	207	
자산총계	1,899	2,021	2,109	2,410	2,728	
유동부채	705	683	628	640	650	
매입채무 및 기타채무	189	213	212	221	228	
단기차입금	336	371	320	320	320	
유동성장기부채	145	31	14	14	14	
비유동부채	94	97	105	105	106	
장기차입금	82	86	93	93	93	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	798	780	733	745	756	
자배지분	955	1,085	1,209	1,472	1,751	
자본금	31	32	32	32	32	
자본잉여금	412	411	411	411	411	
이익잉여금	582	681	837	1,018	1,215	
비지배지분	145	156	168	193	221	
자본총계	1,100	1,241	1,376	1,665	1,972	
순차입금	318	303	244	-61	-416	
총차입금	573	497	435	435	435	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	11,415	9,470	13,175	15,113	16,371	
BPS	75,316	85,575	95,311	116,064	138,089	
EBITDAPS	24,912	24,473	26,613	28,979	29,083	
SPS	116,376	116,736	120,338	127,570	132,153	
DPS	490	1,250	1,000	1,000	1,000	
PER	25.2	32.7	34.3	29.4	27.2	
PBR	3.8	3.6	4.7	3.8	3.2	
EV/EBITDA	13.0	14.1	18.2	15.7	14.8	
PSR	2.5	2.6	3.8	3.5	3.4	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	12.0	0.3	3.1	6.0	3.6	
영업이익 증가율 (%)	39.6	-2.0	12.4	13.1	4.1	
지배순이익 증가율 (%)	76.6	-17.0	39.1	14.7	8.3	
매출총이익률 (%)	55.6	54.6	56.2	56.6	56.7	
영업이익률 (%)	14.8	14.5	15.8	16.8	16.9	
지배순이익률 (%)	9.8	8.1	10.9	11.8	12.4	
EBITDA 마진 (%)	21.4	21.0	22.1	22.7	22.0	
ROIC	15.9	15.2	16.0	18.4	19.8	
ROA	7.6	6.2	8.2	8.6	8.2	
ROE	16.0	11.9	14.7	14.4	13.0	
부채비율 (%)	72.6	62.9	53.2	44.8	38.3	
순차입금/자기자본 (%)	33.2	28.0	20.2	-4.2	-23.7	
영업이익/금융비용 (배)	7.7	8.9	14.1	17.6	18.3	

HK이노엔 (195940): 이제는 케이캡 이후가 필요

제약/바이오



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	68,000원 (U)
현재주가 (1/19)	47,000원
상승여력	45%

시가총액	13,315억원		
총발행주식수	28,329,891 주		
60일 평균 거래대금	130억원		
60일 평균 거래량	258,338주		
52주 고	54,800원		
52주 저	32,050원		
외인지분율	8.91%		
주요주주	한국콜마 외 2인 43.03%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.4)	(1.5)	28.1
상대	(14.4)	(12.5)	(4.2)
절대(달러환산)	(9.3)	(5.0)	26.7

- 4Q25Pre:** 매출액 2,953억원(+25.2% YoY), 영업이익 407억원(+67.1%, OPM 13.8%)으로 컨센서스를 상회할 것으로 전망. 3Q에 반영되지 못한 코미나티 백신 NIP 수수료가 대부분 4Q에 반영될 예정. 국내 케이캡 처방은 여전히 견조한 성장을 이어가고 있으며, 4Q 케이캡 매출액은 485억원(+20.0%)으로 전망. 케이캡의 중국 매출도 견조한 성장을 이어가고 있으며 25년 연간 로열티 규모는 약 140억원으로 추정. 9월 전공의들의 수련 병원 복귀로 기초 수액을 비롯한 수액제 매출도 안정적인 성장 지속. H&B는 음료 매출 회복세와 관련 보상금 반영으로 흑자 전환 예상
- 케이캡, FDA 허가 신청:** 동사 미국 파트너사인 세벨라 파마슈티컬스는 9일 Tegoprazan(케이캡 성분명)의 NDA 신청 제출. 신청 적응증은 NERD, EE 환자 대상 치료 요법과 EE 환자 치료 후 유지 요법을 포함 3개로 27년초 허가 및 출시 예상. 같은 P-CAB 기전 약물인 보케즈나(Vonoprazan)는 보험, 비보험 처방 모두 견조한 성장을 지속하며 미국 시장 내에서 P-CAB 제제 경쟁력을 증명하고 있으며 케이캡도 출시 이후 견조한 처방 성장을 보일 것으로 예상. 케이캡의 미국 임상 데이터 확보와 FDA 허가 신청에 따라 유럽 권리에 대한 L/O도 1H26 내에 가능할 것으로 기대
- 투자의견 Buy 유지, 목표주가 68,000원으로 상향:** 매수 의견을 유지하며 목표 주가는 기존 5.8만원에서 6.8만원으로 상향. 목표 주가 상향은 26년 예상 실적 반영과 환율 상승에 따른 미국 케이캡 가치 소폭 상향에 기인. 견조한 ETC 부문 성장과 함께 케이캡 미국 허가, 유럽 L/O 모멘텀 존재. 다만, 케이캡 모멘텀 외에 향후 동사 주가는 케이캡 글로벌 매출 성장과 넥스트 케이캡이 될 수 있는 파이프라인 개발이 중요할 것

Forecasts and Valuation (K-IFRS 별도)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	829	897	1,067	1,118	1,151
매출액증가율	-2.1	8.2	19.0	4.8	3.0
영업이익	66	88	112	121	133
영업이익률	8.0	9.8	10.5	10.8	11.6
지배주주귀속순이익	47	62	82	74	95
지배주주 귀속 EPS	1,661	2,174	2,910	2,611	3,349
증가율	25.9	30.9	33.9	-10.3	28.3
PER	22.2	18.7	16.9	18.0	14.0
PBR	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	13.0	11.8	11.1	9.5	8.2
ROA	2.6	3.3	4.1	3.5	4.3
ROE	4.0	5.0	6.4	5.4	6.5

자료: 유안타증권 리서치센터

HK이노엔 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	247.4	263.1	260.8	295.3	269.7	275.3	275.1	297.7	897.1	1,066.6	1,117.7
YoY (%)	16.3	20.0	13.6	25.2	9.0	4.6	5.5	0.8	8.2	18.9	4.8
의약품 사업	225.9	243.1	245.7	274.2	248.2	253.2	256.1	276.4	804.9	988.9	1,033.9
소화기계 (케이캡 포함)	48.8	50.4	47.7	55.5	53.5	54.6	52.2	56.4	174.5	202.4	216.7
케이캡	47.5	49.2	46.4	54.6	51.9	53.0	50.6	54.8	168.9	197.7	210.3
순환기계	66.5	68.8	69.8	68.5	67.8	67.4	68.4	67.9	253.6	273.6	271.5
당뇨/신장	21.3	27.2	25.3	25.2	24.1	25.8	25.6	25.5	108.4	99.0	100.9
항암제/항생제	33.2	44.0	44.7	39.9	41.2	44.4	46.0	41.9	94.2	161.8	173.5
수액제제	33.5	33.9	38.8	36.0	38.6	38.6	39.9	38.2	122.2	142.2	155.3
기타	22.6	18.9	19.4	49.1	23.1	22.3	24.0	46.5	52.0	110.0	115.9
H&B	21.4	20.0	15.1	21.1	21.4	22.1	19.0	21.3	92.4	77.6	83.8
컨디션시리즈	14.0	13.1	10.4	14.8	13.9	13.4	11.3	15.0	59.4	52.4	53.6
기타	7.4	6.8	4.8	6.2	7.5	8.7	7.7	6.3	33.0	25.3	30.2
영업이익	25.4	19.5	25.8	40.7	29.4	23.7	29.7	38.1	88.2	111.5	120.9
YoY (%)	46.6	-19.7	16.0	67.1	15.9	21.3	15.0	-6.5	33.8	26.4	8.4
영업이익률 (%)	10.3	7.4	9.9	13.8	10.9	8.6	10.8	12.8	9.8	10.5	10.8

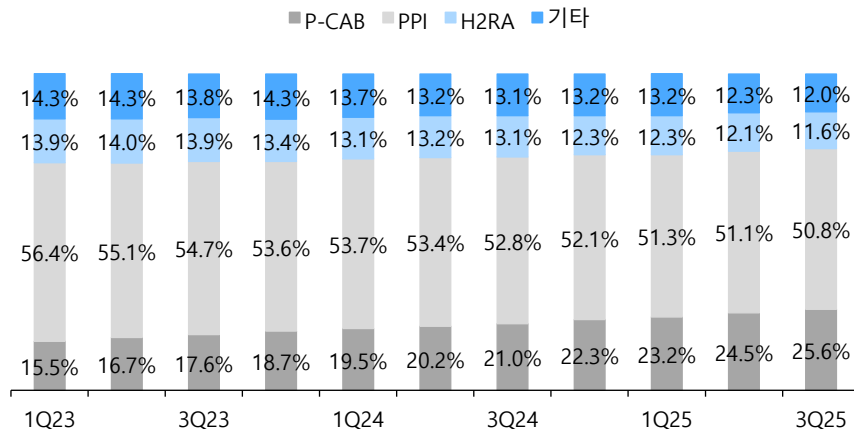
자료: 유안타증권 리서치센터

HK이노엔 목표주가 산정방식

(십억원)	내용	비고
영업 가치	1,895	26년 예상 EBITDA 1,579억원, 타겟 multiple 12x
케이캡(미국)	211	출시 예상 시점 26년→27년으로 변경 로열티율 10% 가정, 기존 1,881억원→2,112억원 변경
순차입금	172	26년말 예상
기업 가치	1,935	
주식수(천주)	28,330	
주당 가치(원)	68,285	
목표주가(원)	68,000	

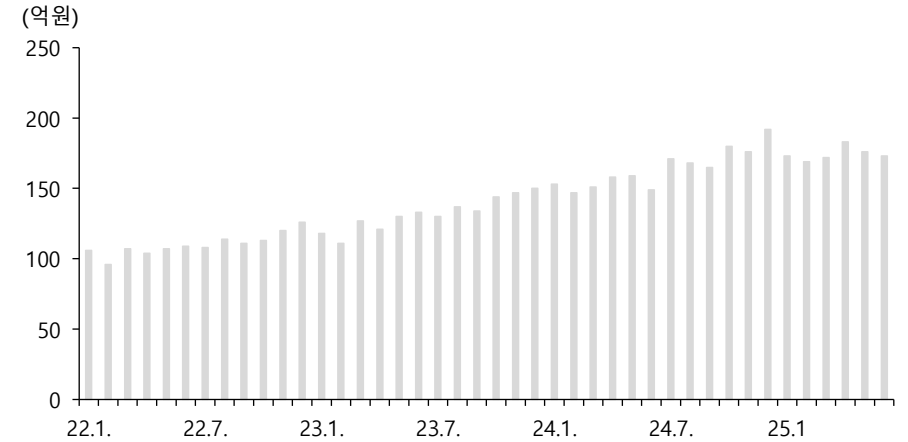
자료: 유안타증권 리서치센터

국내 소화성 궤양용제 기전별 점유율 추이



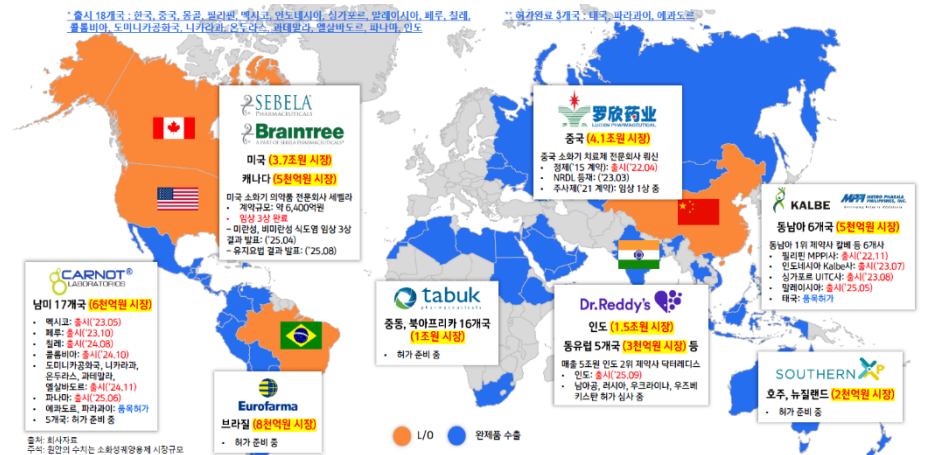
자료: HK이노엔, UBIST, 유안타증권 리서치센터

케이캡 월간 처방액



자료: HK이노엔, UBIST, 유안타증권 리서치센터

케이캡 글로벌 현황



자료: HK이노엔, 유안타증권 리서치센터

HK이노엔(195940) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	829	897	1,067	1,118	1,151	
매출원가	453	462	580	609	623	
매출총이익	376	435	486	508	528	
판매비	310	347	375	387	395	
영업이익	66	88	112	121	133	
EBITDA	105	128	152	158	168	
영업외손익	-21	-16	-11	-30	-16	
외환관련손익	0	1	0	0	0	
이자손익	-15	-12	-10	-30	-16	
관계기업관련손익	1	0	0	0	0	
기타	-7	-5	-2	0	0	
법인세비용차감전순손익	45	72	100	91	117	
법인세비용	-2	10	18	17	22	
계속사업순손익	47	62	82	74	95	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	47	62	82	74	95	
지배지분순이익	47	62	82	74	95	
포괄순이익	44	53	89	83	104	
지배지분포괄이익	44	53	89	83	104	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	83	106	157	185	198	
당기순이익	47	62	82	74	95	
감가상각비	28	29	30	27	25	
외환손익	0	0	0	0	0	
충족, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-23	-19	-45	-5	-10	
기타현금흐름	30	34	89	89	88	
투자활동 현금흐름	-34	-130	-70	30	43	
투자자산	0	-7	-1	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-36	-117	-66	0	0	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	2	-6	-3	30	43	
재무활동 현금흐름	-52	-38	27	-70	-70	
단기차입금	74	11	42	0	0	
사채 및 장기차입금	-82	-23	24	0	0	
자본	0	-50	0	0	0	
현금배당	-5	-6	-10	-10	-10	
기타현금흐름	-39	30	-29	-61	-61	
연결범위변동 등 기타	0	0	28	-36	-45	
현금의 증감	-3	-62	142	109	125	
기초 현금	111	108	45	188	297	
기말 현금	108	45	188	297	422	
NOPLAT	69	88	112	121	133	
FCF	47	-11	91	185	198	

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	385	596	708	844	
현금및현금성자산	108	45	188	297	422	
매출채권 및 기타채권	149	124	155	156	160	
채고자산	142	177	215	216	222	
비유동자산	1,415	1,504	1,501	1,464	1,429	
유형자산	277	378	381	354	329	
관계기업등 지분관련자산	4	2	3	3	3	
기타투자자산	21	22	37	37	37	
자산총계	1,848	1,890	2,097	2,172	2,274	
유동부채	595	464	545	547	554	
매입채무 및 기타채무	168	177	234	236	242	
단기차입금	239	250	292	292	292	
유동성장기부채	175	23	2	2	2	
비유동부채	49	174	221	221	221	
장기차입금	20	0	45	45	45	
사채	0	150	150	150	150	
부채총계	644	638	766	768	775	
자배지분	1,204	1,251	1,331	1,404	1,499	
자본금	14	14	14	14	14	
자본잉여금	516	466	466	466	466	
이익잉여금	107	208	280	344	429	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	1,204	1,251	1,331	1,404	1,499	
순차입금	310	357	281	171	45	
총차입금	451	439	505	505	505	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	1,661	2,174	2,910	2,611	3,349	
BPS	42,487	44,172	46,977	49,569	52,899	
EBITDAPS	3,685	4,517	5,355	5,572	5,941	
SPS	29,178	31,668	37,648	39,452	40,632	
DPS	350	350	350	350	350	
PER	22.2	18.7	16.9	18.0	14.0	
PBR	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9	
EV/EBITDA	13.0	11.8	11.1	9.5	8.2	
PSR	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-2.1	8.2	18.9	4.8	3.0	
영업이익 증가율 (%)	25.5	33.8	26.4	8.4	10.3	
지배순이익 증가율 (%)	23.8	30.5	33.9	-10.3	28.3	
매출총이익률 (%)	45.4	48.5	45.6	45.5	45.9	
영업이익률 (%)	8.0	9.8	10.5	10.8	11.6	
지배순이익률 (%)	5.7	6.9	7.7	6.6	8.2	
EBITDA 마진 (%)	12.6	14.3	14.2	14.1	14.6	
ROIC	4.7	5.0	5.9	6.4	7.2	
ROA	2.6	3.3	4.1	3.5	4.3	
ROE	4.0	5.0	6.4	5.4	6.5	
부채비율 (%)	53.5	51.0	57.6	54.7	51.7	
순차입금/자기자본 (%)	25.8	28.5	21.1	12.2	3.0	
영업이익/금융비용 (배)	3.5	6.0	7.4	2.0	2.2	

종근당 (185750): 26년 수익성 개선 기대

제약/바이오



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	110,000원 (M)
현재주가 (1/19)	83,200원
상승여력	32%

시가총액	11,484억원
총발행주식수	13,802,780주
60일 평균 거래대금	33억원
60일 평균 거래량	38,756주
52주 고	96,500원
52주 저	71,200원
외인지분율	14.96%
주요주주	종근당홀딩스 외 5인 39.74%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(4.4) 3.4 (8.6)
상대	(21.6) (21.0) (53.0)
절대(달러환산)	(4.2) (0.3) (9.5)

- 4Q25Pre:** 별도 기준 매출액 4,299억원(+4.2% YoY), 영업이익 181억원(+132.6%, OPM 4.2%)으로 영업이익은 컨센서스를 상회할 것으로 전망. 케이캡 코프로모션 계약 종료, 주요 품목인 자누비아와 프롤리아 약가 인하 및 고덱스, 펙수클루 등 도입 품목의 매출 비중 증가로 4Q25 원가율은 68.8%로 높아질 것으로 추정. 영업이익률은 비용 통제에 따라 전년 동기 대비 개선될 것으로 추정. 동사는 26년 위고비(노보노디스크), 아일리아(바이엘)를 추가 도입하며 약 1,300억원의 추가 매출 증가가 예상되나 높은 원가율로 인해 26년 영업이익률은 4%대로 예상. 다만, 주요 품목 이탈 및 가격 인하 영향으로 인한 이익 하락에서 벗어나 26년부터 전체 매출 증가가 이익 증가로 이어질 수 있을 것으로 전망
- CKD-510 임상 개시:** 지난해 5월 동사 공시로 임상 2상 시작이 알려진 CKD-510(노바티스 코드명 PKN605)의 임상 정보가 Clinical trials에 등록. 심방 세동 환자들을 대상으로 CKD-510의 유효성 및 내약성 등을 평가할 예정으로 심방 세동의 경우 여전히 미충족 수요가 큰 질환 중 하나. 임상 결과는 2H27에 확인 가능할 것으로 예상되며, 긍정적인 임상 결과 확인 시 동사 주가에 CKD-510 가치가 반영되기 시작할 것으로 판단
- 투자 의견 Buy, 목표주가 11만원 유지:** 동사는 23년말 노바티스와의 대규모 L/O 계약 체결 이후 CKD-510의 후속 임상 개시 소식 부재. 케이캡, 프롤리아 등 매출 상위 품목의 이탈 및 약가 인하 등으로 인한 수익성 하락 등으로 주가 하락이 지속되어왔으나 26년부터 이익 증가로 턴어라운드가 예상되며 CKD-510 임상 진행 및 ADC 파이프라인 임상 등 R&D 모멘텀 존재

Forecasts and Valuation (K-IFRS 별도)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,650	1,559	1,686	1,822	1,827
매출액증가율	12.1	-5.5	8.1	8.1	0.3
영업이익	241	88	74	78	82
영업이익률	14.6	5.6	4.4	4.3	4.5
지배주주귀속이익	209	108	77	85	95
지배주주 귀속 EPS	15,131	7,803	5,589	6,167	6,883
증가율	151.8	-48.4	-28.4	10.3	11.6
PER	5.5	13.1	14.8	13.5	12.1
PBR	1.4	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.6	10.2	9.4	8.5	7.3
ROA	16.9	7.7	5.2	5.2	5.4
ROE	29.3	12.7	8.3	8.3	8.3

자료: 유안타증권 리서치센터

종근당 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	399.1	429.6	427.4	429.9	448.8	456.4	458.7	458.1	1,559.3	1,686.0	1,822.0
YoY (%)	12.9	11.6	4.6	4.2	12.5	6.2	7.3	6.6	-5.5	8.1	8.1
자누비아/자누메트	18.2	18.8	19.0	18.5	18.0	18.6	18.8	18.4	80.8	74.5	73.8
프롤리아	45.0	37.2	33.0	32.2	30.6	30.1	29.7	30.0	136.7	147.4	120.4
고텍스	17.1	19.2	18.0	19.3	17.6	19.8	18.5	19.8	50.6	73.5	75.7
팩수클루	18.9	18.8	19.0	20.2	19.3	19.9	20.2	21.4	44.2	77.0	80.8
글리아티린	21.0	23.1	23.2	15.7	14.5	13.4	11.6	9.1	92.9	83.0	48.6
아토젯	26.6	28.0	28.2	29.0	28.2	29.4	29.7	30.4	102.7	111.8	117.7
딜라트렌	12.0	16.5	14.6	14.8	14.7	15.5	15.1	15.4	67.0	58.0	60.7
이모튼	12.9	12.1	14.8	14.6	13.9	14.1	15.4	15.3	51.5	54.4	58.7
타크로벨	11.3	12.4	12.7	12.4	11.8	12.2	12.6	12.5	48.2	48.8	49.1
큐시미아	6.5	8.3	10.5	7.7	6.9	7.5	8.0	7.2	33.3	33.0	29.6
기타	197.9	222.5	222.0	233.0	261.2	262.6	266.4	265.7	805.9	875.4	1,055.8
영업이익	12.8	22.2	20.5	18.1	18.8	20.1	20.6	18.3	88.1	73.6	77.9
YoY (%)	-52.0	-21.9	-18.7	132.6	46.8	-9.4	0.6	-3.1	-63.4	-16.5	5.9
영업이익률 (%)	3.2	5.2	4.8	4.2	4.2	4.4	4.5	4.0	5.7	4.4	4.3

자료: 유안타증권 리서치센터

종근당(185750) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	1,650	1,559	1,686	1,822	1,827	
매출원가	998	1,045	1,162	1,255	1,258	
매출총이익	652	515	524	567	569	
판매비	411	427	451	489	487	
영업이익	241	88	74	78	82	
EBITDA	276	127	117	115	113	
영업외손익	-4	8	3	2	7	
외환관련손익	-3	3	-2	0	0	
이자손익	-1	5	1	3	8	
관계기업관련손익	0	5	1	0	0	
기타	0	-6	3	-1	-1	
법인세비용차감전순손익	237	96	77	80	88	
법인세비용	28	-12	-1	-5	-7	
계속사업순손익	209	108	77	85	95	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	209	108	77	85	95	
지배지분순이익	209	108	77	85	95	
포괄순이익	208	106	101	126	136	
지배지분포괄이익	208	106	101	126	136	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	309	54	137	249	281	
당기순이익	209	108	77	85	95	
감가상각비	32	35	37	31	25	
외환손익	0	-3	1	0	0	
충족,관계기업관련손익	0	-5	-1	0	0	
자산부채의 증감	27	-75	-3	92	116	
기타현금흐름	41	-5	25	41	45	
투자활동 현금흐름	-171	3	-163	0	5	
투자자산	32	-3	0	-1	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-41	-38	-123	0	0	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-163	44	-41	1	5	
재무활동 현금흐름	-35	-59	9	-14	-14	
단기차입금	2	-27	27	0	0	
사채 및 장기차입금	-10	-2	-2	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-12	-13	-14	-14	-14	
기타현금흐름	-16	-17	-3	0	0	
연결범위변동 등 기타	-1	3	-30	-111	-121	
현금의 증감	102	2	-47	125	151	
기초 현금	111	213	215	293	293	
기말 현금	213	215	168	293	444	
NOPLAT	241	99	74	83	88	
FCF	268	16	15	249	281	

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	931	939	923	1,097	1,251	
현금및현금성자산	213	215	168	293	444	
매출채권 및 기타채권	311	298	310	331	332	
재고자산	258	350	364	388	390	
비유동자산	446	491	636	599	567	
유형자산	303	306	395	364	339	
관계기업등 지분관련자산	0	6	6	7	7	
기타투자자산	41	42	66	66	66	
자산총계	1,377	1,430	1,558	1,696	1,819	
유동부채	494	358	467	488	489	
매입채무 및 기타채무	250	255	266	284	285	
단기차입금	88	62	88	88	88	
유동성장기부채	80	0	70	70	70	
비유동부채	75	187	119	124	125	
장기차입금	10	10	0	0	0	
사채	20	100	40	40	40	
부채총계	569	546	587	612	614	
자배지분	808	885	972	1,084	1,205	
자본금	31	33	35	35	35	
자본잉여금	263	262	260	260	260	
이익잉여금	569	662	729	800	881	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	808	885	972	1,084	1,205	
순차입금	-152	-111	-42	-172	-323	
총차입금	206	178	203	203	203	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	15,131	7,803	5,589	6,167	6,883	
BPS	60,795	67,347	73,753	82,239	91,475	
EBITDAPS	19,985	9,232	8,487	8,367	8,183	
SPS	119,515	112,973	122,151	132,004	132,349	
DPS	1,002	1,050	1,050	1,050	1,050	
PER	5.5	13.1	14.8	13.5	12.1	
PBR	1.4	1.5	1.1	1.0	0.9	
EV/EBITDA	3.6	10.2	9.4	8.5	7.3	
PSR	0.7	0.9	0.7	0.6	0.6	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	12.0	-5.5	8.1	8.1	0.3	
영업이익 증가율 (%)	124.8	-63.4	-16.5	5.9	5.0	
지배순이익 증가율 (%)	151.8	-48.4	-28.4	10.4	11.6	
매출총이익률 (%)	39.5	33.0	31.1	31.1	31.2	
영업이익률 (%)	14.6	5.7	4.4	4.3	4.5	
지배순이익률 (%)	12.7	6.9	4.6	4.7	5.2	
EBITDA 마진 (%)	16.7	8.2	6.9	6.3	6.2	
ROIC	34.5	14.7	8.1	9.8	10.7	
ROA	16.9	7.7	5.2	5.2	5.4	
ROE	29.3	12.7	8.3	8.3	8.3	
부채비율 (%)	70.5	61.7	60.4	56.5	50.9	
순차입금/자기자본 (%)	-18.9	-12.6	-4.3	-15.8	-26.8	
영업이익/금융비용 (배)	31.0	12.0	13.8	19.2	20.1	



손현정

전력기기/음식료

hyunjeong.son@yuantakorea.com

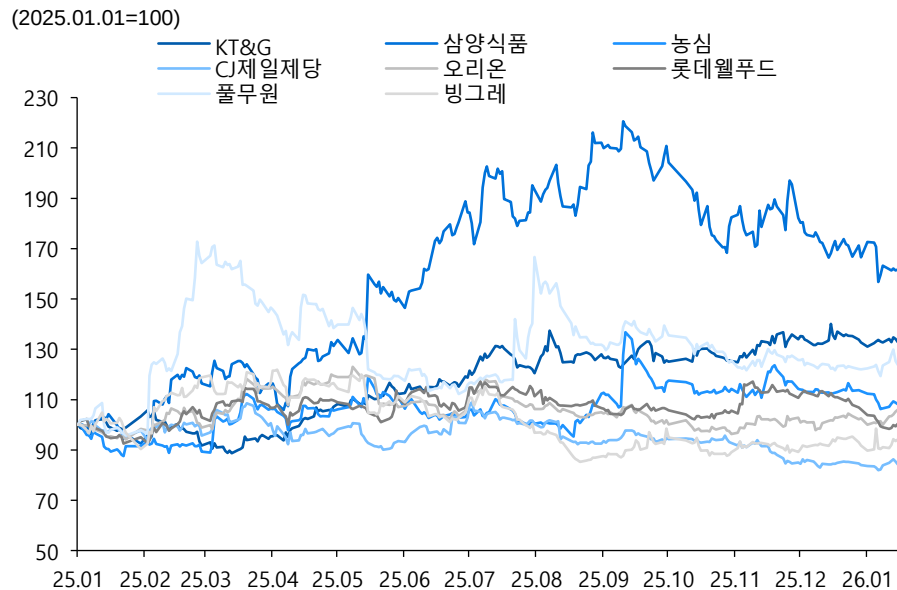
PART 9

음식료 - 2026년에도 '해외 확장'에 주목

음식료 - 가격 매력은 충분, 종목별 접근 필요

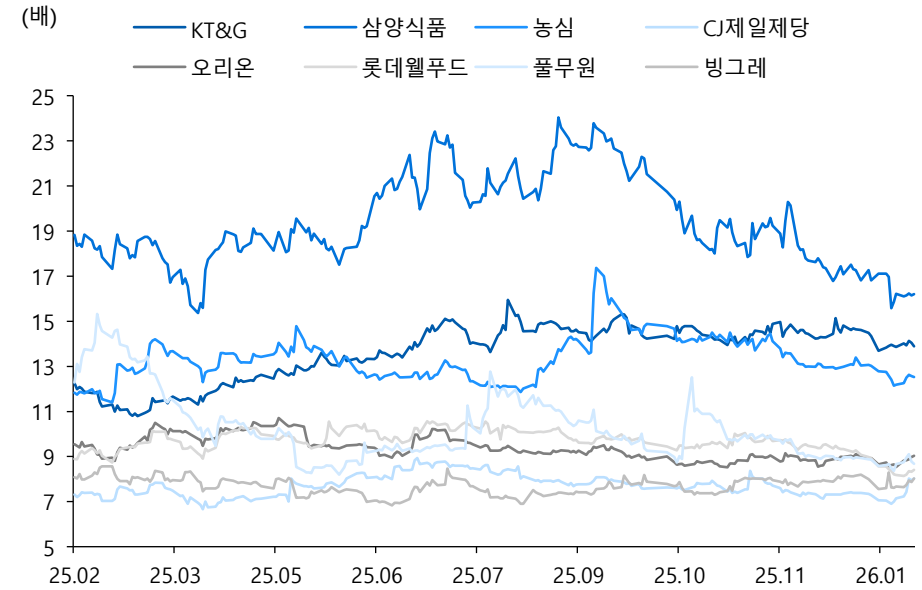
- **4Q25 실적 컨센서스 대체로 부합, 일부 기업은 일회성 비용 부담 존재:** 음식료 업종의 4Q25 실적은 전반적으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 다만 4분기 특성상 인건비와 마케팅비 등 일회성 비용이 집중 반영되며, 일부 기업의 경우 컨센서스를 소폭 하회할 가능성도 존재한다. 구조적인 수요 둔화보다는 비용 집행 시점에 따른 분기 변동성으로 판단된다.
- **주가 조정은 수급 요인, 밸류에이션 부담은 제한적:** 최근 음식료 업종 주가는 국내 증시 내 반도체 업종으로의 수급 쏠림 현상 속에서 상대적으로 소외되며 전반적인 조정을 받았다. 주요 종목들은 최근 1~2개월간 약 20% 내외 하락했으며, 현재 음식료 업종 평균 12MF PER은 약 11배 수준으로 코스피대비 밸류에이션 부담은 사실상 없는 수준이다. 4Q 실적 모멘텀 부재와 수급 부담이 단기 조정으로 이어진 국면으로 판단된다.
- **업종 전반보다는 선별적 접근이 유효한 구간:** 전반적인 업종 모멘텀은 제한적이거나, 이러한 소외 국면에서는 업종보다 기업별 펀더멘털 차별화에 주목할 필요가 있다. 해외 매출 비중 확대, 제품 믹스 개선, 가격 전가력이 확인되는 기업 중심의 선별적인 접근이 유효한 시점으로 판단된다.

당사 커버리지 8개사 주가 추이



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

당사 커버리지 8개사 밸류에이션 비교



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

2026년에도 '해외 확장'에 주목

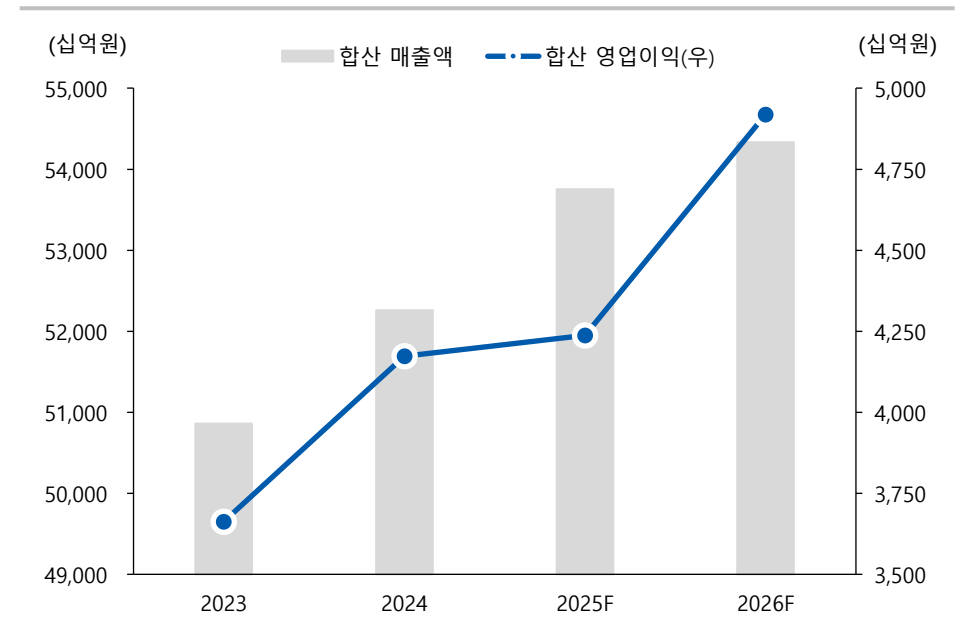
- **2025년 내수 저성장세 지속:** 2025년 당사 음식료 커버리지 8개 기업의 합산 매출액은 53조 7,546억원(YoY +2.9%), 영업이익은 4조 2,373억원(YoY +1.5%)으로 전망된다. 국내 음식료 기업들은 여전히 내수 비중이 높은 구조로, 전반적인 시장 성장률 둔화가 이어지고 있다. 이에 따라 실적 차별화는 내수보다는 해외 매출 비중 확대 여부에 의해 결정될 가능성이 높으며, 중장기적으로 해외 성장 여력이 높은 기업들에 대한 선별적 접근이 필요하다고 판단된다.
- **4Q25 계절성·사업 구조 영향으로 QoQ 둔화 불가피:** 4Q25 당사 음식료 커버리지 8개 기업의 합산 매출액은 13조 3,235억원(YoY +0.0%, QoQ -5.7%), 영업이익은 8,935억원(YoY +1.9%, QoQ -31.3%)으로 전망된다. 분기 기준으로는 CJ제일제당 F&C 사업부 매각에 따른 매출 감소 영향이 반영되며, 4분기 특성상 인건비 비중이 확대된 것으로 판단된다. 다만 YoY 기준으로는 비용 부담에도 불구하고 일부 기업의 해외 고마진 제품 비중 확대가 이익 방어 역할을 수행할 전망이다.
- **2026년 해외 성장 기업 중심의 이익 회복 기대:** 2026년 당사 음식료 커버리지 8개 기업의 합산 매출액은 54조 3,340억원(YoY +1.1%), 영업이익은 4조 9,192억원(YoY +16.1%)으로 전망된다. 외형 성장률은 제한적이나, 해외 매출 확대가 가능한 기업들을 중심으로 영업이익 증가폭은 상대적으로 크게 나타날 것으로 판단된다. 특히 북미·유럽 등 선진국 시장에서 브랜드력과 유통망을 확보한 기업들의 고마진 제품 기여도가 확대되며, 전사 수익성 개선을 주도할 전망이다.

4Q25 실적 추정 컨센 비교

(십억원)		4Q25F	4Q24	YoY	컨센서스	Diff
KT&G	매출액	1,705.5	1,556.4	9.6%	1,651.4	부합
	영업이익	244.5	212.5	15.1%	245.8	부합
	OPM	14.3%	13.7%	0.7%p	14.9%	부합
삼양식품	매출액	646.5	478.9	35.0%	661.7	부합
	영업이익	142.0	87.7	62.0%	145.7	부합
	OPM	22.0%	18.3%	3.7%p	22.0%	부합
농심	매출액	879.2	855.1	2.8%	891.3	부합
	영업이익	30.4	20.4	48.9%	44.5	하회
	OPM	3.5%	2.4%	1.1%p	5.0%	하회
오리온	매출액	900.3	861.8	4.5%	908.4	부합
	영업이익	166.9	159.7	4.5%	161.6	부합
	OPM	18.5%	18.5%	0.0%p	16.8%	상회
롯데웰푸드	매출액	1,014.0	970.5	4.5%	1,020.0	부합
	영업이익	15.8	-19.6	-180.8%	18.8	하회
	OPM	1.6%	-2.0%	3.6%p	1.8%	부합
CJ제일제당	매출액	6,988.7	7,490.2	-6.7%	7,237.1	부합
	영업이익	278.9	389.1	-28.3%	298.1	부합
	OPM	4.0%	5.2%	-1.2%p	4.1%	부합
풀무원	매출액	889.1	817.7	8.7%	864.5	부합
	영업이익	29.6	26.0	13.7%	27.7	부합
	OPM	3.3%	3.2%	0.1%p	3.2%	부합
빙그레	매출액	300.1	290.9	3.2%	298.4	부합
	영업이익	-14.6	0.6	적전	0.1	하회
	OPM	-4.9%	0.2%	적전	0.0%	하회

자료: 유안타증권 리서치센터

당사 커버리지 8개사 합산 매출액 및 합산 영업이익



자료: 유안타증권 리서치센터

KT&G (033780): 4Q25 Pre – 해외 담배 성장이 실적 견인

전력기기/음식료



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com
김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	200,000원 (M)
현재주가 (1/19)	144,800원
상승여력	38%

시가총액	170,830억원
총발행주식수	117,976,645주
60일 평균 거래대금	392억원
60일 평균 거래량	276,915주
52주 고	150,000원
52주 저	95,000원
외인지분율	43.16%
주요주주	국민연금공단 8.40%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(1.3) 3.9 36.7
상대	(19.1) (20.6) (29.6)
절대(달러환산)	(1.1) 0.2 35.3

- 4Q25 Preview:** 4Q25 연결 매출액은 1조 7,055억원(YoY +9.6%), 영업이익은 2,445억원(YoY +15.1%, OPM 14.3%)으로 전망된다. 담배 부문 매출액은 1조 400억원(YoY +2.8%), 영업이익은 2,080억원(YoY -8.0%, OPM 20.0%)으로 예상되며, 해외 사업이 실적 성장을 실질적으로 견인하는 구조가 이어지고 있다. 해외 쉐련 매출액은 중동·아프리카·중남미 중심의 판매량 확대와 ASP 상승이 동시에 나타나며 4,367억원(YoY +15.0%)으로 증가할 전망이다. 해외 NGP 매출액 역시 유통 국가 확대와 디바이스 공급 정상화에 힘입어 1,038억원(YoY +27.0%)으로 고성장세가 지속될 것으로 판단된다. 부동산 부문 매출액은 3,150억원(YoY +129.8%)으로 분기 기준 역대 최대치를 기록할 전망이다. 중소형 개발 프로젝트의 안정적인 이익 인식에 더해, 서초 개발 관련 수익이 4Q25에 일시적으로 반영되며 전사 실적 개선에 유의미한 기여를 할 것으로 판단된다. 이에 2025년 연결 매출액은 6조 5,714억원(YoY +11.2%), 영업이익은 1조 3,452억원(YoY +13.2%, OPM 20.5%)으로 예상된다. 해외 쉐련 및 해외 NGP 매출액이 각각 YoY +29.6%, YoY +29.4% 성장하며 전사 실적을 견인할 전망이다. 해외 판매량 증가와 고마진 지역 비중 확대가 국내 담배 수요 둔화를 상쇄하는 구조로, 담배 사업의 성장 추이 국내에서 해외로 명확히 이동했음을 확인할 수 있다.

- 2026년 해외 담배가 이끄는 이익률 레벨업 지속:** 2026년 연결 매출액은 6조 8,537억원(YoY +4.3%), 영업이익은 1조 5,030억원(YoY +11.7%, OPM 21.9%)으로 전망된다. 매출 성장률은 완만해지나, 해외 생산 비중 확대와 물류·원가 구조 개선 효과가 본격 반영되며 수익성은 추가적으로 개선될 전망이다. 해외 쉐련 및 NGP 중심의 사업 구조는 부동산 부문의 단기 변동성과 무관하게 중장기 실적 안정성을 뒷받침하는 핵심 요인으로 판단된다. 당사는 해외 담배 중심의 구조적 실적 성장과 부동산 개발 이익을 통해 안정적인 현금창출력이 유지되고 있다. 이를 바탕으로 배당과 자사주 매입을 병행하는 주주환원 기조 역시 중기적으로 지속 가능할 것으로 판단된다. 실적 성장성과 주주환원을 동시에 제공하는 사업 구조를 감안할 때, 현 주가 수준의 밸류에이션 부담은 제한적이다. 이에 목표주가 200,000원을 유지한다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	5,863	5,909	6,571	6,854	7,166
매출액증가율	0.2	0.8	11.2	4.3	4.6
영업이익	1,167	1,189	1,345	1,503	1,670
영업이익률	19.9	20.1	20.5	21.9	23.3
지배주주귀속순이익	903	1,166	1,308	1,340	1,446
지배주주 귀속 EPS	6,615	8,975	10,764	11,361	12,254
증가율	-10.6	35.7	19.9	5.5	7.9
PER	13.1	10.9	13.2	12.7	11.8
PBR	1.1	1.1	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.7	8.7	10.3	9.3	8.2
ROA	7.2	8.7	9.0	8.7	8.9
ROE	9.8	12.7	13.6	13.0	13.1

자료: 유안타증권 리서치센터

KT&G 실적 전망

KT&G 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액		1,491.1	1,547.9	1,826.9	1,705.5	1,574.2	1,663.0	2,005.7	1,610.9	5,908.8	6,571.4	6,853.7	7,166.2
담배		988.0	1,090.4	1,232.3	1,040.0	1,129.8	1,202.0	1,368.0	1,135.9	3,905.5	4,350.7	4,835.8	5,146.2
	NGP	159.0	196.1	279.1	241.5	187.9	208.7	304.1	254.9	783.9	875.7	955.7	1,004.4
	국내	138.5	140.1	168.3	137.7	155.1	147.1	176.7	146.0	559.0	584.6	624.9	663.7
	해외	20.5	56.0	110.8	103.8	32.8	61.6	127.4	108.9	224.9	291.1	330.8	340.7
	관련	822.7	877.3	970.8	794.4	938.7	982.3	1,053.9	878.1	3,099.5	3,465.2	3,853.0	4,124.1
	국내	373.6	408.3	446.6	357.7	377.3	395.9	451.1	354.1	1,649.2	1,586.2	1,578.4	1,569.0
	해외	449.1	469.1	524.2	436.7	561.4	586.4	602.8	524.0	1,450.3	1,879.1	2,274.6	2,555.2
반제품		6.3	17.0	-17.6	4.2	3.2	11.1	10.0	2.9	22.1	9.9	27.1	17.7
건기식		314.4	220.6	359.8	260.5	295.9	232.8	394.1	268.3	1,301.7	1,155.3	1,191.2	1,253.2
국내		244.7	161.6	304.7	173.6	247.1	169.7	335.2	177.1	925.1	884.6	929.1	968.4
해외		69.7	59.0	55.1	86.9	48.8	63.1	59.0	91.3	376.6	270.7	262.1	284.8
부동산		100.4	143.8	146.1	315.0	55.0	130.0	150.0	111.7	361.3	705.3	446.7	370.6
기타		88.3	93.1	88.7	90.0	93.5	98.1	93.5	94.9	340.3	360.1	380.0	396.2
% YoY		15.4%	8.7%	11.6%	9.6%	5.6%	7.4%	9.8%	-5.6%	0.8%	11.2%	4.3%	4.6%
담배		15.3%	10.2%	17.6%	2.8%	14.3%	10.2%	11.0%	9.2%	5.0%	11.4%	11.1%	6.4%
	NGP	-9.8%	-0.8%	44.5%	11.4%	18.2%	6.4%	9.0%	5.6%	0.6%	11.7%	9.1%	5.1%
	국내	6.5%	2.0%	7.5%	2.0%	12.0%	5.0%	5.0%	6.0%	7.6%	4.6%	6.9%	6.2%
	해외	-55.6%	-7.3%	202.7%	27.0%	60.0%	10.0%	15.0%	5.0%	-13.5%	29.4%	13.6%	3.0%
	관련	21.9%	11.3%	14.1%	1.0%	14.1%	12.0%	8.6%	10.5%	10.3%	11.8%	11.2%	7.0%
	국내	-2.4%	-4.8%	3.6%	-12.0%	1.0%	-3.0%	1.0%	-1.0%	-1.7%	-3.8%	-0.5%	-0.6%
	해외	53.9%	30.6%	24.9%	15.0%	25.0%	25.0%	15.0%	20.0%	28.0%	29.6%	21.0%	12.3%
반제품		13.5%	307.7%	-534.6%	-50.0%	-50.0%	-35.0%	0.0%	-30.0%	-83.0%	-55.3%	174.8%	-34.8%
건기식		1.9%	-16.8%	-11.3%	-19.2%	-5.9%	5.5%	9.5%	3.0%	1.3%	-11.2%	3.1%	5.2%
담배		0.7%	-6.5%	-5.0%	-8.0%	1.0%	5.0%	10.0%	2.0%	1.4%	-4.4%	5.0%	4.2%
해외		6.6%	-36.1%	-35.3%	-35.0%	-30.0%	7.0%	7.0%	5.0%	0.9%	-28.1%	-3.2%	8.7%
부동산		122.1%	78.6%	48.3%	129.8%	-45.2%	-9.6%	2.7%	-64.6%	-34.3%	95.2%	-36.7%	-17.0%
기타		7.6%	5.4%	5.3%	5.1%	5.8%	5.4%	5.4%	5.4%	11.0%	5.8%	5.5%	4.3%
영업이익		285.6	349.9	465.3	244.5	340.2	369.6	523.1	270.1	1,188.8	1,345.2	1,503.0	1,670.1
담배		252.9	321.9	371.8	208.0	303.5	350.9	420.1	239.2	1,084.1	1,154.6	1,313.7	1,328.9
건기식		18.2	6.2	71.5	5.3	21.8	7.7	75.1	5.5	98.3	101.2	110.1	110.6
부동산		10.4	17.7	20.7	30.5	8.8	8.9	22.8	24.4	-4.9	79.3	64.9	64.9
기타		4.1	4.1	1.4	0.8	6.1	2.2	5.1	1.0	11.4	10.4	14.4	2.9
% OPM		19.2%	22.6%	25.5%	14.3%	21.6%	22.2%	26.1%	16.8%	20.1%	20.5%	21.9%	23.3%
담배		25.6%	29.5%	30.2%	20.0%	26.9%	29.2%	30.7%	21.1%	27.8%	26.5%	27.2%	25.8%
건기식		5.8%	2.8%	19.9%	2.0%	7.4%	3.3%	19.0%	2.1%	7.6%	8.8%	9.2%	8.8%
부동산		10.4%	12.3%	14.2%	9.7%	16.1%	6.8%	15.2%	21.9%	-1.4%	11.2%	14.5%	17.5%
기타		4.6%	4.4%	1.6%	0.8%	6.5%	2.2%	5.4%	1.0%	3.3%	2.9%	3.8%	0.7%

Peer 밸류에이션 테이블

(십억 원, 십억달러, 십억파운드, 십억JPY)		KT&G	PMI	BAT	JTI
시가총액		17,083	267	94	11,600
매출액	2024	5,909	38	26	3,150
	2025F	6,571	41	26	3,427
	2026F	6,854	44	26	3,645
영업이익	2024	1,189	14	10	701
	2025F	1,345	16	11	839
	2026F	1,503	18	12	919
영업이익률	2024	20.1%	36.5%	38.3%	22.2%
	2025F	20.5%	40.4%	44.6%	24.5%
	2026F	21.9%	41.0%	44.9%	25.2%
당기순이익 (지배)	2024	1,166	7	3	179
	2025F	1,308	12	8	556
	2026F	1,340	13	8	618
PER	2024	14.4	14.5	11.6	16.5
	2025F	13.1	23.0	12.3	20.8
	2026F	12.7	21.0	11.8	18.8
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 26.01.19 기준

KT&G(033780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	5,863	5,909	6,571	6,854	7,166	
매출원가	3,054	3,007	3,421	3,456	3,529	
매출총이익	2,808	2,902	3,150	3,398	3,637	
판매비	1,641	1,713	1,805	1,895	1,967	
영업이익	1,167	1,189	1,345	1,503	1,670	
EBITDA	1,408	1,439	1,561	1,689	1,831	
영업외손익	81	377	438	304	281	
외환관련손익	24	364	0	0	0	
이자손익	29	73	77	113	155	
관계기업관련손익	10	19	10	10	10	
기타	19	-79	352	182	117	
법인세비용차감전순손익	1,248	1,566	1,783	1,807	1,951	
법인세비용	319	394	477	468	507	
계속사업순손익	930	1,172	1,307	1,339	1,445	
중단사업순손익	-7	-7	0	0	0	
당기순이익	922	1,165	1,307	1,339	1,445	
지배지분순이익	903	1,166	1,308	1,340	1,446	
포괄순이익	901	1,195	1,330	1,323	1,428	
지배지분포괄이익	882	1,197	1,332	1,324	1,430	

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	974	1,206	1,222	
당기순이익	922	1,165	1,307	1,339	1,445	
감가상각비	211	219	189	164	142	
외환손익	5	-327	0	0	0	
중속, 관계기업관련손익	-10	-19	-10	-10	-10	
자산부채의 증감	185	-365	-587	-322	-343	
기타현금흐름	-47	150	74	34	-11	
투자활동 현금흐름	-848	-530	-21	193	221	
투자자산	-284	11	-255	-109	-120	
유형자산 증가 (CAPEX)	-473	-768	0	0	0	
유형자산 감소	7	21	0	0	0	
기타현금흐름	-99	205	234	301	341	
재무활동 현금흐름	-776	-293	-1,805	-1,853	-1,894	
단기차입금	-11	259	4	2	2	
사채 및 장기차입금	413	680	0	0	0	
자본	0	1	0	0	0	
현금배당	-776	-587	-598	-643	-685	
기타현금흐름	-402	-647	-1,211	-1,211	-1,211	
연결범위변동 등 기타	-11	105	1,291	1,084	1,094	
현금의 증감	-369	104	439	630	643	
기초 현금	1,401	1,032	1,136	1,575	2,205	
기말 현금	1,032	1,136	1,575	2,205	2,848	
NOPLAT	1,167	1,189	1,345	1,503	1,670	
FCF	793	55	974	1,206	1,222	

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균주가 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	8,210	9,112	10,057	
현금및현금성자산	1,032	1,136	1,575	2,205	2,848	
매출채권 및 기타채권	1,772	1,895	2,059	2,147	2,245	
채고자산	2,764	3,101	3,449	3,597	3,761	
비유동자산	6,354	6,749	6,788	6,710	6,670	
유형자산	2,096	2,664	2,475	2,311	2,170	
관계기업등 지분관련자산	471	482	536	559	585	
기타투자자산	2,229	2,370	2,571	2,656	2,751	
자산총계	12,772	13,925	14,998	15,823	16,727	
유동부채	2,672	3,143	3,442	3,570	3,711	
매입채무 및 기타채무	2,323	2,336	2,597	2,709	2,833	
단기차입금	62	288	288	288	288	
유동성장기부채	46	184	184	184	184	
비유동부채	805	1,424	1,465	1,483	1,502	
장기차입금	147	214	214	214	214	
사채	323	808	808	808	808	
부채총계	3,478	4,567	4,907	5,053	5,213	
지배지분	9,174	9,239	9,972	10,652	11,397	
자본금	955	955	955	955	955	
자본잉여금	534	535	535	535	535	
이익잉여금	8,979	8,783	9,492	10,189	10,950	
비지배지분	121	119	118	118	117	
자본총계	9,295	9,358	10,090	10,770	11,513	
순차입금	-1,113	-352	-842	-1,493	-2,160	
총차입금	623	1,562	1,566	1,567	1,569	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	6,615	8,975	10,764	11,361	12,254	
BPS	81,326	85,662	96,081	102,637	109,808	
EBITDAPS	10,321	11,079	12,851	14,319	15,518	
SPS	42,963	45,491	54,096	58,094	60,743	
DPS	5,200	5,400	6,200	6,400	6,600	
PER	13.1	10.9	13.2	12.7	11.8	
PBR	1.1	1.1	1.5	1.4	1.3	
EV/EBITDA	7.7	8.7	10.3	9.3	8.2	
PSR	2.0	2.2	2.6	2.5	2.4	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	0.2	0.8	11.2	4.3	4.6	
영업이익 증가율 (%)	-7.9	1.8	13.2	11.7	11.1	
지배순이익 증가율 (%)	-11.1	29.1	12.2	2.5	7.9	
매출총이익률 (%)	47.9	49.1	47.9	49.6	50.8	
영업이익률 (%)	19.9	20.1	20.5	21.9	23.3	
지배순이익률 (%)	15.4	19.7	19.9	19.6	20.2	
EBITDA 마진 (%)	24.0	24.4	23.8	24.6	25.5	
ROIC	20.6	18.1	18.4	20.6	23.0	
ROA	7.2	8.7	9.0	8.7	8.9	
ROE	9.8	12.7	13.6	13.0	13.1	
부채비율 (%)	37.4	48.8	48.6	46.9	45.3	
순차입금/자기자본 (%)	-12.1	-3.8	-8.4	-14.0	-19.0	
영업이익/금융비용 (배)	25.5	28.2	22.3	24.9	27.6	

삼양식품 (003230): 4Q25 Pre – 미국 수요 견조, 밀양2공장 가동률 과도기 구간

전력기기/음식료



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com
김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	2,000,000원 (M)
현재주가 (1/19)	1,186,000원
상승여력	50%

시가총액	89,342억원
총발행주식수	7,533,015주
60일 평균 거래대금	787억원
60일 평균 거래량	61,003주
52주 고	1,630,000원
52주 저	684,000원
외인지분율	17.02%
주요주주	삼양라운드스퀘어 외 6인 44.98%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(5.3) (10.6) 55.6
상대	(22.3) (31.6) (19.9)
절대(달러환산)	(5.1) (13.7) 54.0

- 4Q25 Preview:** 4Q25 연결 매출액은 6,465억원(YoY +35.0%), 영업이익은 1,420억원(YoY +62.0%, OPM 22.0%)으로 전망된다. 사상 최대 실적으로 외형 및 이익 성장 자체는 견조하나, 컨센서스 대비로는 소폭 하회할 가능성이 있다. 이는 수요 둔화보다는 공급·지역 믹스 요인에 기인한 단기적 조정으로 판단된다. 먼저 중국 법인 매출은 11월 광군제 물량이 3Q25에 선반영되면서, 4Q25 중국 매출은 QoQ -10% 감소할 전망이다. 다만 이는 계절적·물량 이연 요인으로, 춘절 물량이 1Q26에 재차 반영될 것으로 예상된다. 또한 밀양2공장 가동률은 상승 구간에 있으나, 4Q25는 완전한 온기 반영 이전 단계에 해당한다. 12월부터 봉지면 3개 라인(2교대), 용기면 3개 라인(1교대) 체제로 운영 중이나, 초기 램프업 과정에서 실질 생산성은 2026년부터 본격화될 전망이다. 이에 따라 공급 제약이 완전히 해소되기 전까지는 분기별 실적 변동성이 일부 불가피하다. 반면, 미국 법인 매출이 QoQ +20% 증가하며 성장을 견인할 것으로 기대한다. 주요 메인스트림 채널 가격 인상(약 10%) 이후에도 물량 성장이 동반되고 있으며, 크로거·타깃 등 채널 확장이 지속되고 있다. 이에 4Q25는 연결 마케팅비 집행(약 280억원) 영향에도 불구하고 영업이익률이 QoQ +2%p 상승할 것으로 전망한다.
- 2026년 CAPA 온기 반영과 해외 성장으로 재차 레벨업:** 2026년 연결 매출액은 3조 675억원(YoY +29.9%), 영업이익은 7,074억원(YoY +34.2%, OPM 23.1%)으로 전망된다. 밀양2공장 온기 가동 효과, 미국·유럽 중심의 물량 확대, 중국 저선 도시 확장 가능성이 맞물리며 공급·수요 양측의 병목 해소 국면에 진입할 전망이다. 특히 CAPA는 수량 기준으로 2024년 대비 2026년까지 +36% 확대되며, 2027년 중국 공장 가동 시 추가 성장 여력도 열려 있다. 중장기적으로 글로벌 불담 수요 증가 → 생산능력 확장에 따른 P,Q의 구조적 성장세가 유효하다. 이에 목표주가 2,000,000원을 유지한다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,193	1,728	2,361	3,067	3,664
매출액증가율	31.2	44.8	36.6	29.9	19.5
영업이익	148	345	527	707	897
영업이익률	12.4	20.0	22.3	23.1	24.5
지배주주귀속이익	126	272	405	548	701
지배주주 귀속 EPS	16,761	36,106	53,805	72,720	93,046
증가율	58.2	115.4	49.0	35.2	28.0
PER	8.8	12.3	22.9	16.3	12.7
PBR	2.0	4.1	7.7	5.2	3.7
EV/EBITDA	6.8	8.7	15.6	10.9	8.0
ROA	12.1	19.7	21.8	22.2	21.8
ROE	24.8	39.4	40.3	37.6	34.1

자료: 유안타증권 리서치센터

삼양식품 실적 전망

삼양식품 실적 추이 및 전망

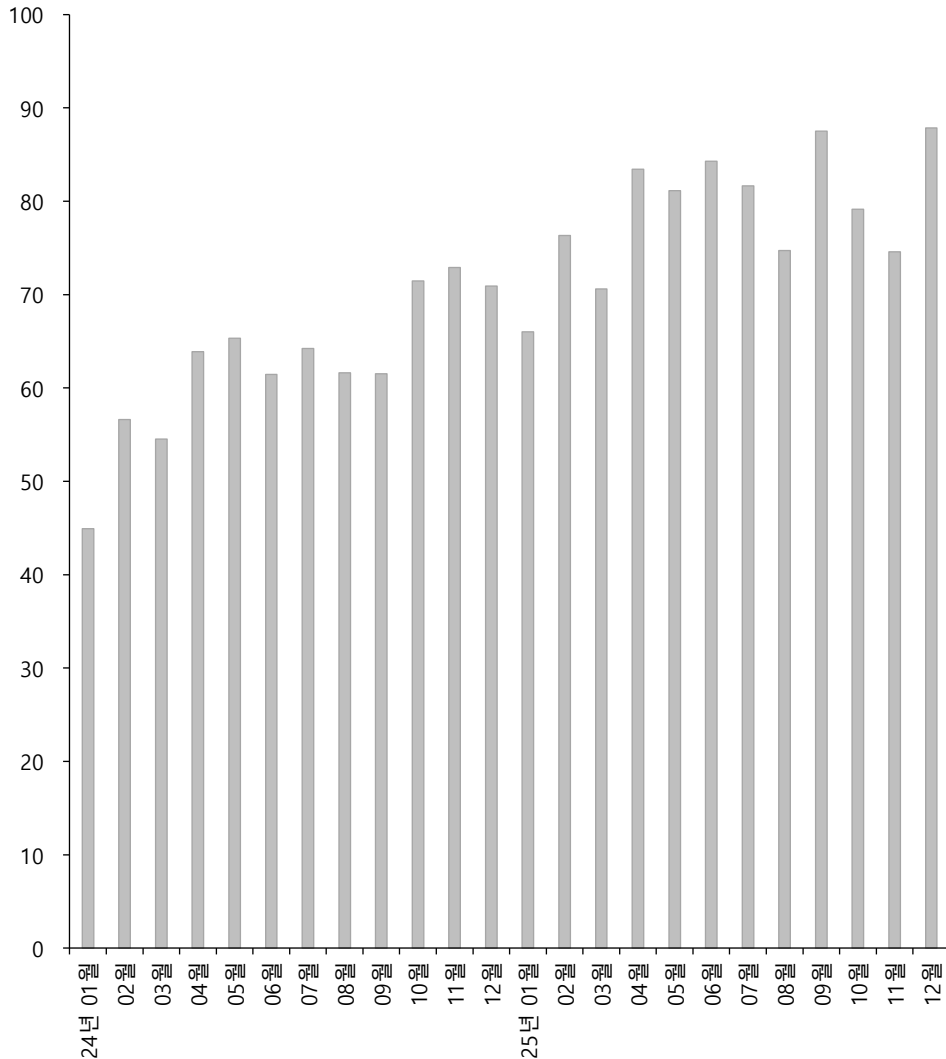
(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액		529.0	553.1	632.0	646.5	703.1	739.5	802.7	822.2	1,728.0	2,360.6	3,067.5
국내		105.0	112.9	121.5	126.7	113.5	121.4	128.9	136.1	392.1	466.1	499.9
	면스낵	70.2	79.7	83.1	82.0	73.7	83.7	87.3	87.7	280.2	315.0	332.4
	소스 등 일반식품	20.5	21.6	21.7	22.3	21.5	22.7	22.8	23.4	76.8	86.1	90.4
	기타	27.5	25.3	29.4	35.8	30.2	27.9	32.4	39.4	77.3	118.1	129.9
	매출 에누리	-13.2	-13.7	-12.8	-13.4	-12.0	-12.8	-13.6	-14.4	-42.1	-53.1	-52.9
해외		424.0	440.2	510.5	519.8	589.6	618.1	673.8	686.1	1,335.9	1,894.5	2,567.6
	면스낵	410.4	424.6	495.0	504.6	562.3	585.9	643.4	656.0	1,306.4	1,834.6	2,447.7
	소스 등 일반식품	13.8	15.8	15.9	15.5	27.7	32.6	30.8	30.5	30.4	61.1	121.6
	매출 에누리	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.9	-1.2	-1.7
% YoY		37.1%	30.3%	44.0%	35.0%	32.9%	33.7%	27.0%	27.2%	45.0%	36.6%	29.9%
국내		8.5%	22.3%	23.8%	20.7%	8.1%	7.5%	6.1%	7.4%	1.2%	18.9%	7.2%
	면스낵	2.4%	17.7%	18.7%	11.0%	5.0%	5.0%	5.0%	7.0%	-14.9%	12.4%	5.5%
	소스 등 일반식품	5.5%	11.1%	30.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-11.7%	12.2%	5.0%
	기타	58.8%	74.2%	32.0%	55.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	181.7%	52.8%	10.0%
해외		46.7%	32.5%	49.8%	39.0%	39.1%	40.4%	32.0%	32.0%	65.1%	41.8%	35.5%
	면스낵	43.5%	31.9%	48.7%	38.0%	37.0%	38.0%	30.0%	30.0%	64.7%	40.4%	33.4%
	소스 등 일반식품	169.5%	80.1%	92.8%	89.0%	100.0%	106.3%	93.6%	96.3%	55.1%	101.1%	99.0%
% 매출비중												
국내		19.9%	20.4%	19.2%	19.6%	16.1%	16.4%	16.1%	16.6%	22.7%	19.7%	16.3%
	면스낵	13.3%	14.4%	13.2%	12.7%	10.5%	11.3%	10.9%	10.7%	16.2%	13.3%	10.8%
	소스 등 일반식품	3.9%	3.9%	3.4%	3.4%	3.1%	3.1%	2.8%	2.8%	4.4%	3.6%	2.9%
	기타	5.2%	4.6%	4.7%	5.5%	4.3%	3.8%	4.0%	4.8%	4.5%	5.0%	4.2%
해외		80.1%	79.6%	80.8%	80.4%	83.9%	83.6%	83.9%	83.4%	77.3%	80.3%	83.7%
	면스낵	77.6%	76.8%	78.3%	78.1%	80.0%	79.2%	80.2%	79.8%	75.6%	77.7%	79.8%
	소스 등 일반식품	13.2%	14.0%	13.1%	12.3%	24.4%	26.8%	23.9%	22.4%	7.7%	13.1%	24.3%
영업이익		134.0	120.1	130.9	142.0	165.9	171.2	180.1	190.2	344.6	527.0	707.4
% YoY		67.2%	34.2%	49.9%	62.0%	23.8%	42.6%	37.6%	33.9%	133.6%	52.9%	34.2%
% 영업이익률		25.3%	21.7%	20.7%	22.0%	23.6%	23.2%	22.4%	23.1%	19.9%	22.3%	23.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

삼양식품 라면 수출데이터 추이

삼양식품 월별 라면 수출데이터

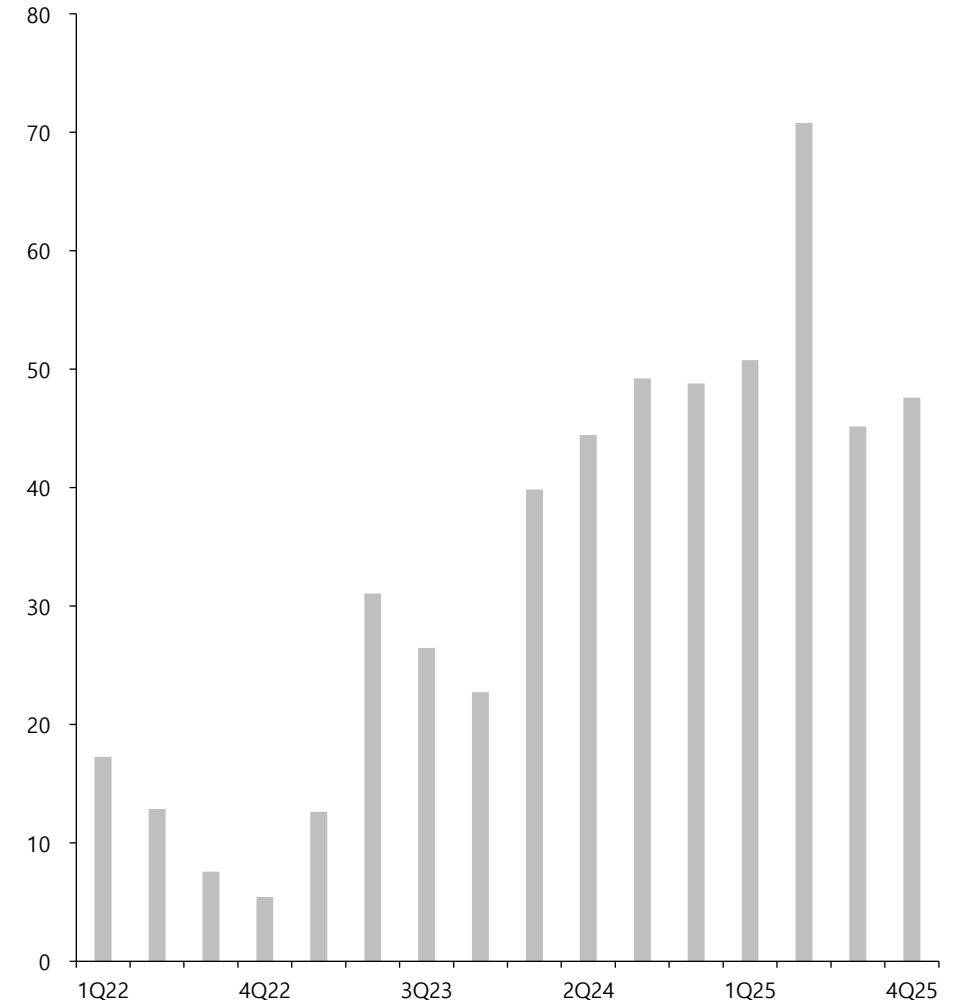
(백만달러)



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 분기별 미국향 라면 수출데이터

(백만달러)



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

Peer 밸류에이션 테이블

(십억 원, 십억JPY)		삼양식품	농심	오뚜기	닛신	도요수산
시가총액		8,934	2,506	1,529	885	1,217
매출액	2024	1,728	3,539	3,539	733	489
	2025F	2,361	3,511	789	789	528
	2026F	3,067	3,568	3,725	821	551
영업이익	2024	345	222	222	61	67
	2025F	527	181	241	67	80
	2026F	707	215	248	72	84
영업이익률	2024	20.0%	4.7%	6.3%	8.3%	13.6%
	2025F	22.3%	5.2%	30.5%	8.4%	15.2%
	2026F	23.1%	6.0%	6.7%	8.7%	15.2%
당기순이익 (지배)	2024	272	157	160	54	56
	2025F	405	164	166	48	66
	2026F	548	195	176	51	69
PER	2024	12.3	14.5	11.6	16.5	15.5
	2025F	22.0	15.2	22.0	18.5	18.4
	2026F	16.3	12.9	16.3	17.3	17.8

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 26.01.19 기준

삼양식품(003230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	1,193	1,728	2,361	3,067	3,664	
매출원가	776	1,005	1,308	1,618	1,869	
매출총이익	417	723	1,053	1,450	1,795	
판매비	269	379	526	742	898	
영업이익	148	345	527	707	897	
EBITDA	180	391	579	763	968	
영업외손익	9	7	-15	-16	-5	
외환관련손익	2	27	0	10	0	
이자손익	-7	-5	1	12	28	
관계기업관련손익	6	0	0	0	0	
기타	8	-16	-16	-38	-33	
법인세비용차감전순손익	156	352	512	691	892	
법인세비용	30	80	108	145	193	
계속사업순손익	127	271	404	546	699	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	127	271	404	546	699	
지배지분순이익	126	272	405	548	701	
포괄순이익	124	271	404	546	698	
지배지분포괄이익	124	271	405	547	700	

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	440	558	730	
당기순이익	127	271	404	546	699	
감가상각비	32	46	52	55	71	
외환손익	1	-13	0	-10	0	
충족, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-8	-7	-41	-47	-38	
기타현금흐름	16	61	25	14	-2	
투자활동 현금흐름	-24	-214	-171	-160	-162	
투자자산	22	-2	-2	-3	-2	
유형자산 증가 (CAPEX)	-45	-228	-180	-480	-200	
유형자산 감소	0	0	0	300	0	
기타현금흐름	-1	16	12	23	40	
재무활동 현금흐름	-20	-35	-75	-75	-79	
단기차입금	33	23	11	12	10	
사채 및 장기차입금	28	19	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-12	-19	-25	-26	-28	
기타현금흐름	-69	-58	-61	-61	-62	
연결범위변동 등 기타	-3	7	76	94	72	
현금의 증감	122	116	272	418	561	
기초 현금	97	219	335	606	1,024	
기말 현금	219	335	606	1,024	1,585	
NOPLAT	148	345	527	707	897	
FCF	123	129	260	78	530	

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 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	497	682	1,081	1,640	2,322	
현금및현금성자산	219	335	606	1,024	1,585	
매출채권 및 기타채권	81	138	189	246	293	
채고자산	142	148	202	263	314	
비유동자산	673	913	1,043	1,171	1,302	
유형자산	543	748	876	1,001	1,130	
관계기업등 지분관련자산	3	3	4	6	7	
기타투자자산	7	13	14	15	16	
자산총계	1,170	1,595	2,124	2,811	3,623	
유동부채	402	492	635	795	930	
매입채무 및 기타채무	175	246	336	437	522	
단기차입금	76	78	78	78	78	
유동성장기부채	91	25	25	25	25	
비유동부채	192	274	282	290	297	
장기차입금	141	211	211	211	211	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	594	767	917	1,085	1,226	
자배지분	565	817	1,197	1,718	2,390	
자본금	38	38	38	38	38	
자본잉여금	11	11	11	11	11	
이익잉여금	522	770	1,151	1,672	2,345	
비지배지분	12	11	10	9	7	
자본총계	577	828	1,207	1,726	2,397	
순차입금	103	36	-231	-642	-1,199	
총차입금	344	386	397	409	420	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	16,761	36,106	53,805	72,720	93,046	
BPS	75,732	109,524	158,876	228,013	317,277	
EBITDAPS	23,851	51,851	76,864	101,223	128,530	
SPS	158,358	229,392	313,372	407,207	486,373	
DPS	2,100	3,300	3,500	3,700	3,800	
PER	8.8	12.3	22.9	16.3	12.7	
PBR	2.0	4.1	7.7	5.2	3.7	
EV/EBITDA	6.8	8.7	15.6	10.9	8.0	
PSR	0.9	1.9	3.9	2.9	2.4	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	31.2	44.9	36.6	29.9	19.4	
영업이익 증가율 (%)	63.2	133.6	52.9	34.2	26.8	
지배순이익 증가율 (%)	58.2	115.4	49.0	35.2	28.0	
매출총이익률 (%)	34.9	41.9	44.6	47.3	49.0	
영업이익률 (%)	12.4	19.9	22.3	23.1	24.5	
지배순이익률 (%)	10.6	15.7	17.2	17.9	19.1	
EBITDA 마진 (%)	15.1	22.6	24.5	24.9	26.4	
ROIC	19.8	37.8	50.6	59.6	66.5	
ROA	12.1	19.7	21.8	22.2	21.8	
ROE	24.8	39.4	40.3	37.6	34.1	
부채비율 (%)	102.9	92.6	76.0	62.8	51.2	
순차입금/자기자본 (%)	18.2	4.4	-19.3	-37.4	-50.1	
영업이익/금융비용 (배)	12.1	23.9	34.1	44.5	54.8	

농심 (004370): 4Q25 Pre – 일회성 비용 부담으로 실적 컨센서스 하회

전력기기/음식료



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	530,000원 (M)
현재주가 (1/19)	412,000원
상승여력	29%

시가총액	25,060억원		
총발행주식수	6,082,642주		
60일 평균 거래대금	146억원		
60일 평균 거래량	33,363주		
52주 고	522,000원		
52주 저	334,000원		
외인지분율	19.99%		
주요주주	농심홀딩스 외 5인 44.24%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.4)	(4.1)	20.8
상대	(21.6)	(26.7)	(37.8)
절대(달러환산)	(4.2)	(7.5)	19.6

- 4Q25 Preview:** 4Q25 연결 매출액은 8,792억원(YoY +2.8%), 영업이익은 304억원(YoY +48.9%, OPM 3.5%)으로 전망된다. 영업이익이 기대치를 하회할 것으로 판단되는데, 이는 전년대비 늘어난 복리후생비와 글로벌 광고·마케팅비(약 400억원)가 일시에 반영되었기 때문이다. 특히 북미 지역에서는 케데헌 콜라보 제품 확대(기존 2종 → 8종)에 따른 판매량 증대와 동시에 마케팅비 집행이 확대되며, 매출 성장 대비 이익 기여는 제한적일 전망이다. 해외 매출액은 3,014억원(YoY +26.6%)으로, 북미 매출액은 1,757억원(YoY +15.0%)으로 추정된다. 미국 법인은 케데헌 협업 효과와 2025년 하반기 가격 인상 효과가 동시에 반영되며 외형 성장을 이어가고 있다. 이에 따라 2025년 연결 매출액은 3조 5,111억원(YoY +2.1%), 영업이익은 1,810억원(YoY +11.0%, OPM 5.2%)으로 예상된다. 연간 기준으로는 해외 성장에도 불구하고, 비용 집행 집중으로 이익 개선 폭은 제한적일 전망이다.
- 2026년 비용 정상화 + 해외 성장으로 수익성 회복:** 2026년 연결 매출액은 3조 5,677억원(YoY +1.6%), 영업이익은 2,154억원(YoY +19.0%, OPM 6.0%)으로 전망된다. 4Q25에 집중 반영된 일회성 인건비·마케팅비 부담이 해소되면서 이익 레벨업이 가능할 것으로 판단된다. 단기적으로는 4Q25 실적 부진이 부담 요인이거나, 이는 구조적 경쟁력 훼손이 아닌 일회성 비용 요인에 기인한다. 해외 매출 비중 확대와 북미 브랜드 인지도 상승 흐름은 2026년 실적 개선으로 이어질 가능성이 존재한다. 목표주가 530,000원을 유지한다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,411	3,439	3,511	3,568	3,705
매출액증가율	9.0	0.8	2.1	1.6	3.8
영업이익	212	163	181	215	229
영업이익률	6.2	4.7	5.2	6.0	6.2
지배주주귀속이익	172	157	164	195	212
지배주주 귀속 EPS	28,261	25,861	27,038	31,994	34,852
증가율	48.0	-8.5	4.6	18.3	8.9
PER	14.4	15.4	16.0	12.9	11.8
PBR	1.0	0.9	0.9	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.4	5.5	5.2	3.6	2.8
ROA	5.5	4.6	4.4	4.9	4.9
ROE	7.3	6.2	5.9	6.4	6.4

자료: 유안타증권 리서치센터

농심 실적 전망

농심 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액		893.0	867.7	871.2	879.2	891.8	880.5	885.7	909.6	3,438.7	3,511.1	3,567.7	3,704.6
국내 (별도)		693.4	693.7	675.2	697.7	721.4	703.9	708.8	722.3	2,701.6	2,759.9	2,856.4	2,892.7
	라면	410.3	403.8	405.8	440.0	441.0	420.0	426.2	453.2	1,577.7	1,659.8	1,740.5	1,783.0
	스낵	101.5	111.6	113.6	101.9	104.6	112.7	118.3	104.7	424.4	428.7	440.3	452.7
	수출	138.9	145.1	119.9	122.4	140.3	143.5	133.6	135.7	524.6	526.3	553.0	553.0
	기타 및 매출 에누리	42.7	33.2	35.9	33.4	35.6	27.6	30.6	28.7	174.9	145.1	122.5	103.9
해외		254.1	249.6	266.1	301.4	303.6	285.4	309.3	335.4	953.3	1,071.2	1,233.8	1,361.8
	북미	162.5	159.2	142.6	175.7	173.9	167.7	164.0	189.8	616.9	640.0	695.4	745.6
	중국	45.4	42.7	44.0	43.7	47.7	38.4	48.4	47.6	162.5	175.8	182.2	190.2
	일본	28.2	28.0	32.9	36.1	36.1	33.6	40.8	44.1	104.3	125.3	154.6	186.3
	호주	14.1	16.1	18.6	15.4	16.5	18.5	21.2	17.7	56.3	64.2	73.8	84.9
	베트남	3.9	3.6	4.2	4.4	4.6	4.2	4.9	5.2	13.4	16.1	18.8	22.0
	유럽			23.7	26.0	25.0	23.0	30.0	31.0	-	49.7	109.0	132.8
	연결조정	-54.5	-75.5	-70.1	-119.9	-133.3	-108.8	-132.4	-148.1	-216.1	-320.0	-522.5	-549.9
% YoY		2.3%	0.8%	2.4%	2.8%	-0.1%	1.5%	1.7%	3.5%	0.8%	2.1%	1.6%	3.8%
국내 (별도)		1.4%	0.9%	1.2%	5.2%	4.0%	1.5%	5.0%	3.5%	3.7%	2.2%	3.5%	1.3%
	라면	5.3%	3.0%	5.1%	7.3%	7.5%	4.0%	5.0%	3.0%	1.9%	5.2%	4.9%	2.4%
	스낵	-11.1%	3.9%	9.4%	3.0%	3.0%	1.0%	4.1%	2.8%	-1.9%	1.0%	2.7%	2.8%
	수출	7.8%	1.0%	-10.5%	3.6%	1.0%	-1.1%	11.5%	10.8%	30.6%	0.3%	5.1%	0.0%
	기타 및 매출 에누리	-16.2%	-24.9%	-17.4%	-8.0%	-16.6%	-16.7%	-14.7%	-14.0%	-21.3%	-17.0%	-15.6%	-15.2%
해외		2.8%	5.8%	14.4%	26.6%	19.5%	14.4%	16.3%	11.3%	-2.7%	12.4%	15.2%	10.4%
	북미	0.8%	6.1%	-6.7%	15.0%	7.0%	5.4%	15.0%	8.0%	-2.9%	3.8%	8.6%	7.2%
	중국	-4.6%	4.1%	31.8%	8.0%	5.0%	-10.0%	10.0%	9.0%	-14.2%	8.2%	3.6%	4.4%
	일본	21.0%	3.7%	25.9%	30.0%	27.9%	20.0%	24.0%	22.0%	9.4%	20.1%	23.4%	20.5%
	호주	20.5%	10.0%	11.5%	16.4%	16.7%	15.0%	13.9%	14.7%	14.6%	14.1%	15.0%	15.0%
	베트남	18.2%	12.5%	17.5%	18.9%	16.8%	16.4%	17.4%	17.4%	18.1%	20.2%	17.0%	17.1%
% 매출비중													
국내 (별도)		77.6%	79.9%	77.5%	79.4%	80.9%	79.9%	80.0%	79.4%	78.6%	78.6%	80.1%	78.1%
	라면	45.9%	46.5%	46.6%	50.0%	49.5%	47.7%	48.1%	49.8%	45.9%	47.3%	48.8%	48.1%
	스낵	11.4%	12.9%	13.0%	11.6%	11.7%	12.8%	13.4%	11.5%	12.3%	12.2%	12.3%	12.2%
	수출	15.6%	16.7%	13.8%	13.9%	15.7%	16.3%	15.1%	14.9%	15.3%	15.0%	15.5%	14.9%
	기타 및 매출 에누리	4.8%	3.8%	4.1%	3.8%	4.0%	3.1%	3.5%	3.2%	5.1%	4.1%	3.4%	2.8%
해외		28.5%	28.8%	30.5%	34.3%	34.0%	32.4%	34.9%	36.9%	27.7%	30.5%	34.6%	36.8%
	북미	18.2%	18.3%	16.4%	20.0%	19.5%	19.1%	18.5%	20.9%	17.9%	18.2%	19.5%	20.1%
	중국	5.1%	4.9%	5.1%	5.0%	5.3%	4.4%	5.5%	5.2%	4.7%	5.0%	5.1%	5.1%
	일본	3.2%	3.2%	3.8%	4.1%	4.0%	3.8%	4.6%	4.8%	4.7%	5.0%	5.1%	5.1%
	호주	1.6%	1.9%	2.1%	1.8%	1.8%	2.1%	2.4%	1.9%	3.0%	3.6%	4.3%	5.0%
	베트남	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	1.6%	1.8%	2.1%	2.3%
	유럽				3.0%	2.8%	2.6%	3.4%	3.4%	0.0%	0.5%	0.5%	0.6%
영업이익		56.1	40.2	54.4	30.4	53.6	52.6	60.6	48.6	163.1	181.0	215.4	228.7
% YoY		-8.7%	-8.1%	44.6%	48.9%	-4.3%	30.9%	11.4%	60.0%	-23.1%	11.0%	19.0%	6.2%
% 영업이익률		6.3%	4.6%	6.2%	3.5%	6.0%	6.0%	6.8%	5.3%	4.7%	5.2%	6.0%	6.2%

농심(004370) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	3,411	3,439	3,511	3,568	3,705	
매출원가	2,375	2,473	2,486	2,508	2,603	
매출총이익	1,035	966	1,025	1,060	1,102	
판매비	823	802	844	844	873	
영업이익	212	163	181	215	229	
EBITDA	330	286	306	344	364	
영업외손익	19	55	44	51	63	
외환관련손익	-1	2	0	0	0	
이자손익	17	22	26	33	40	
관계기업관련손익	-1	0	0	0	0	
기타	4	31	18	18	23	
법인세비용차감전순손익	231	218	225	266	291	
법인세비용	60	60	60	71	79	
계속사업순손익	171	158	165	195	212	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	171	158	165	195	212	
지배지분순이익	172	157	164	195	212	
포괄순이익	154	264	271	301	318	
지배지분포괄이익	155	262	269	299	317	

주:영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일함. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	327	273	295	329	347	
당기순이익	171	158	165	195	212	
감가상각비	115	118	121	124	132	
외환손익	0	1	0	0	0	
충속, 관계기업관련손익	1	0	0	0	0	
자산부채의 증감	1	-52	-40	-38	-45	
기타현금흐름	40	47	49	48	48	
투자활동 현금흐름	-267	-382	-300	-397	-365	
투자자산	-2	-51	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-108	-123	-70	-170	-120	
유형자산 감소	1	7	0	0	0	
기타현금흐름	-158	-216	-230	-227	-245	
재무활동 현금흐름	-45	95	-55	-55	-55	
단기차입금	2	7	0	0	0	
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	243	342	249	
현금의 증감	15	-2	182	218	176	
기초 현금	128	143	141	323	541	
기말 현금	143	141	323	541	718	
NOPLAT	212	163	181	215	229	
FCF	219	150	225	159	227	

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 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	1,420	1,744	1,956	2,199	2,432	
현금및현금성자산	143	141	323	541	718	
매출채권 및 기타채권	313	328	335	341	354	
채고자산	318	323	330	335	348	
비유동자산	1,815	1,854	1,898	1,940	2,025	
유형자산	1,535	1,580	1,629	1,675	1,763	
관계기업등 지분관련자산	2	1	1	1	1	
기타투자자산	73	57	57	57	57	
자산총계	3,235	3,597	3,855	4,139	4,457	
유동부채	696	678	692	703	728	
매입채무 및 기타채무	596	568	580	589	612	
단기차입금	21	26	26	26	26	
유동성장기부채	0	1	1	1	1	
비유동부채	97	247	248	250	253	
장기차입금	14	16	16	16	16	
사채	0	129	129	129	129	
부채총계	794	925	940	952	982	
자배지분	2,430	2,672	2,913	3,185	3,474	
자본금	30	30	30	30	30	
자본잉여금	122	130	130	130	130	
이익잉여금	2,316	2,437	2,573	2,739	2,922	
비지배지분	11	1	1	1	2	
자본총계	2,441	2,673	2,914	3,186	3,476	
순차입금	-699	-850	-1,047	-1,278	-1,484	
총차입금	61	203	203	204	204	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	28,261	25,861	27,038	31,994	34,852	
BPS	420,264	462,077	503,828	550,793	600,763	
EBITDAPS	54,273	46,976	50,389	56,474	59,845	
SPS	560,704	565,335	577,234	586,530	609,039	
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	
PER	14.4	15.4	16.0	12.9	11.8	
PBR	1.0	0.9	0.9	0.7	0.7	
EV/EBITDA	5.4	5.5	5.2	3.6	2.8	
PSR	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	9.0	0.8	2.1	1.6	3.8	
영업이익 증가율 (%)	89.1	-23.1	11.0	19.0	6.2	
지배순이익 증가율 (%)	48.0	-8.5	4.6	18.3	8.9	
매출총이익률 (%)	30.4	28.1	29.2	29.7	29.7	
영업이익률 (%)	6.2	4.7	5.2	6.0	6.2	
지배순이익률 (%)	5.0	4.6	4.7	5.5	5.7	
EBITDA 마진 (%)	9.7	8.3	8.7	9.6	9.8	
ROIC	9.8	7.2	7.7	8.9	9.2	
ROA	5.5	4.6	4.4	4.9	4.9	
ROE	7.3	6.2	5.9	6.4	6.4	
부채비율 (%)	32.5	34.6	32.3	29.9	28.2	
순차입금/자기자본 (%)	-28.8	-31.8	-35.9	-40.1	-42.7	
영업이익/금융비용 (배)	54.9	26.8	19.3	23.0	24.4	



우도형

금융

dohyeong.woo@yuantakorea.com

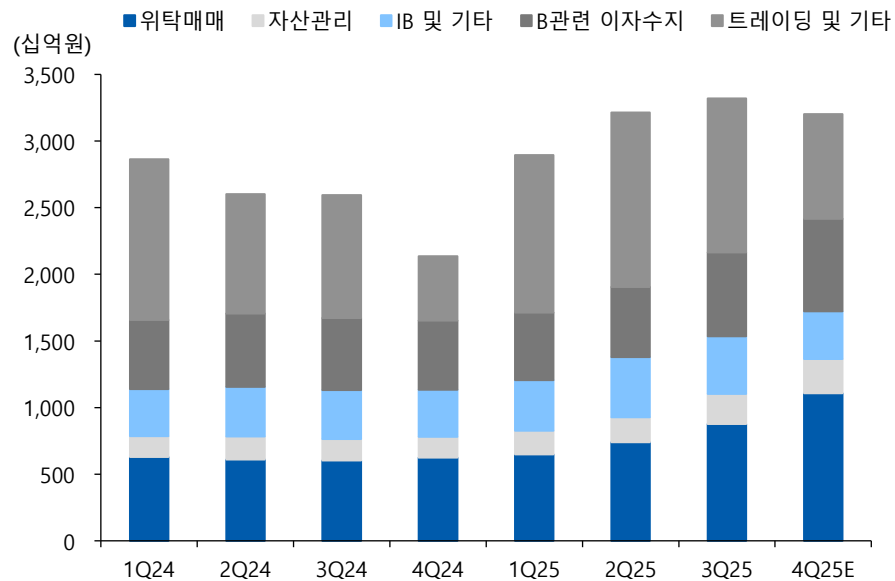
PART 10

증시도 좋은데 증권 사자

4Q25 Preview: 합산 지배주주 순이익 1.46조원, 컨센서스 6.0% 상회 전망

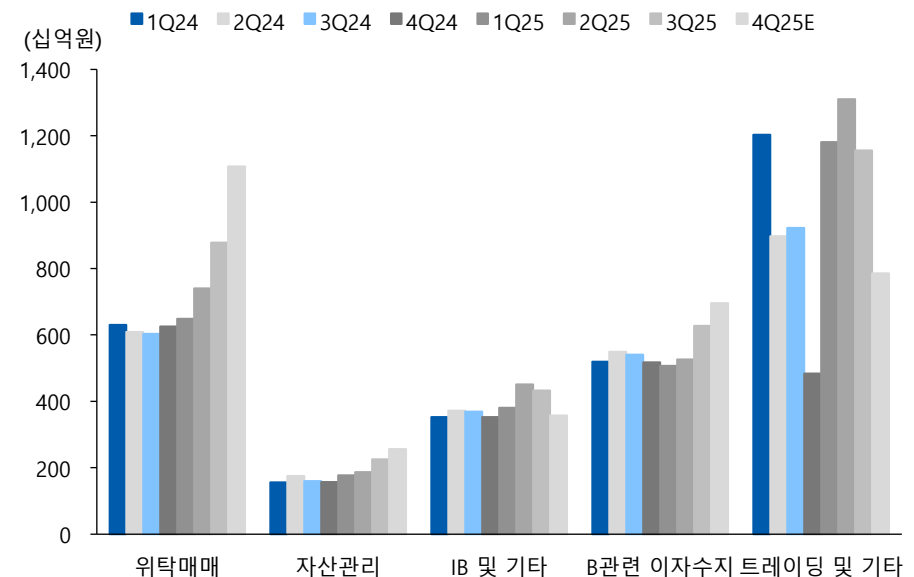
- 커버리지 증권사 합산 지배주주순이익은 1.46조원으로 컨센서스를 6.0% 상회할 것으로 전망. 컨센서스 상회 이유는 1) 증시 상승에 따른 거래대금 증가로 양호한 브로커리지 손익 시현이 예상되며, 2) Trading 부문에서 해외투자 및 주식운용손익 증가로 금리 상승에 따른 채권평가손실을 방어할 것으로 예상되기 때문.
- 커버리지 합산 운영업수익은 전분기 대비 3.5% 감소하였는데 Brokerage 관련 수익은 증가하였지만 계절적 요인으로 IB 수익은 감소.
- 트레이딩 역시 전분기 대비 감소하였는데 이는 양호한 주식시장 환경 (코스피+코스닥 분기평균 시가총액 증가 3Q +19.8%, 4Q +21.6%)에도 불구하고 금리 상승 폭 (국고 3년 3Q +13bp, 4Q +37.1bp)이 확대되며 채권평가손실이 확대될 것으로 예상되기 때문.

커버리지 증권사 합산 운영업수익 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

커버리지 증권사 합산 부문별 추이

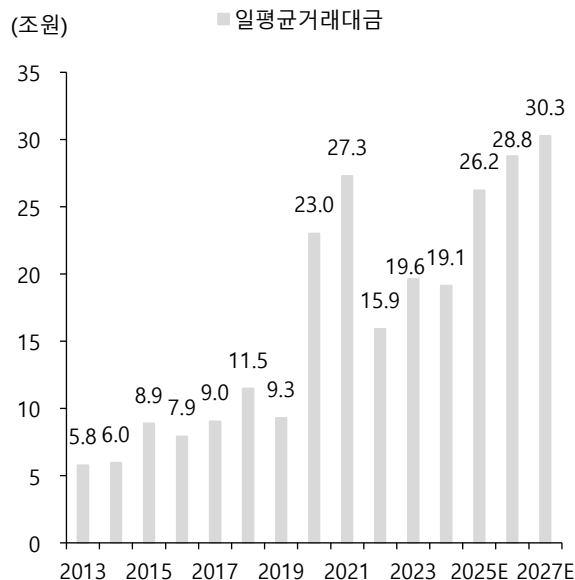


자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

지수 상승과 외국인 투자자가 견인할 거래대금의 상승

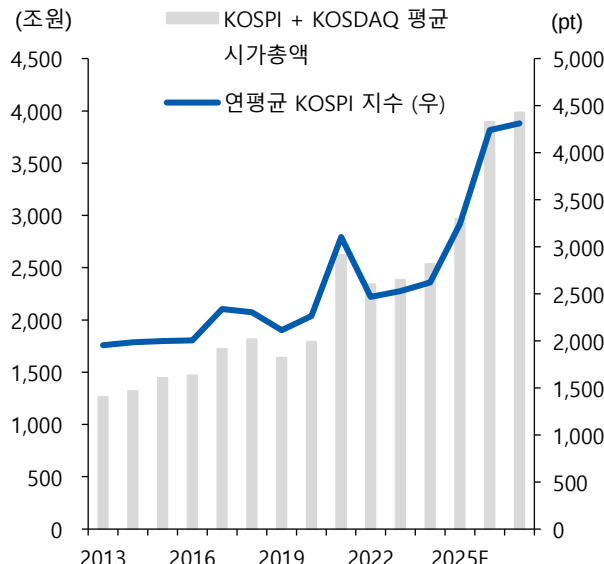
- 2026년 및 2027년 코스피 및 코스닥 시장 합산 일평균거래대금은 각각 28.8조원 30.3조원으로 전망. 거래대금은 시가총액과 거래 회전율로 계산되는데 시가총액 및 회전율은 향후 코스피 및 코스닥 지수의 상승 및 외국인 투자자 추가 유입으로 점진적 상승이 기대되는 상황.
- 25년 4분기 평균 시가총액은 증시 상승으로 3,750조원 수준을 기록. 정부의 코스피 5,000pt 달성 의지 및 반도체 업종의 상승 추세를 고려 시 26년 평균 시가총액 역시 25년 4분기 수준을 유지할 것으로 판단되며 이전보다 상승 폭은 축소될 수 있으나 2027년 역시 점진적 상승 예상.
- 2025년 투자자별 회전율은 외국인이 높은 수준을 보이고 있는데 외국인의 회전율은 추세적으로 높아지고 있는 상황이며 개인의 회전율 대비 변동 폭이 적은 것으로 판단. 이에 따라 2026년 및 2027년 회전율 역시 큰 폭의 조정은 제한적으로 생각되며 우상향 기조를 반영.

연도별 일평균거래대금 추이



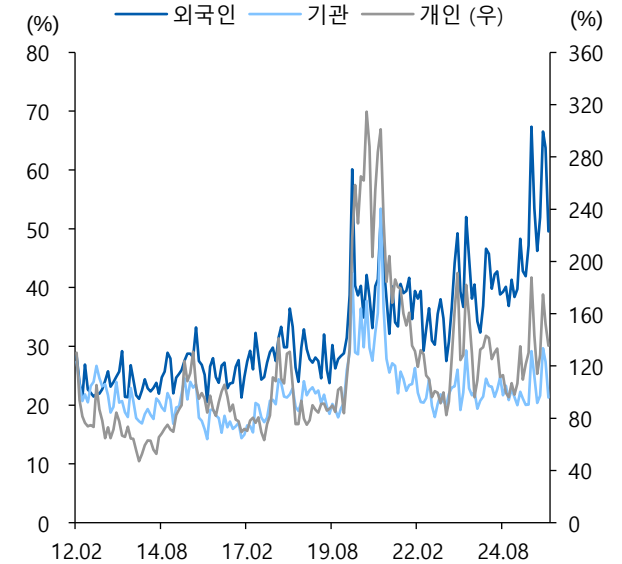
자료: KRX, NXT, Check, 유안타증권 리서치센터

코스피+코스닥 평균시가총액 추이



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

투자자별 회전율 추이



자료: 에프앤가이드 Quantivise, Check, 유안타증권 리서치센터

미래에셋증권 (006800): 스페이스x 모멘텀은 연내 지속 전망

증권



우도형 금융
dohyeong.woo@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	38,000원 (U)
현재주가 (1/19)	31,950원
상승여력	19%

시가총액	181,184억원
총발행주식수	717,839,966주
60일 평균 거래대금	1,283억원
60일 평균 거래량	5,231,528주
52주 고	31,950원 / 8,120원
52주 저	11.34%
외인지분율	10.00%
주요주주	미래에셋캐피탈 외 18인 33.23%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	40.7 48.3 293.5
상대	15.4 13.3 102.5
절대(달러환산)	41.0 43.0 289.4

- **현 주가는 1분기 스페이스x 관련 평가이익 7천억원을 이미 반영:** 1분기 스페이스x 관련 이익을 포함한 미래에셋증권 2026년 지배주주순이익은 1조 6,887억원으로 예상됨. 3분기 말 기준 스페이스x는 4천억 달러의 가치를 인정받았는데 이때 미래에셋증권의 스페이스x 장부가는 7천억원 수준으로 지분율은 0.12% 수준으로 판단됨. 스페이스x가 이번 8,000억 달러의 가치를 인정받음에 따라 미래에셋증권은 1분기 7,000억원 평가이익을 인식할 것으로 생각됨. 향후 스페이스x의 IPO시 가치는 1.5조 달러로 예상되며 미래에셋증권의 스페이스x 관련 평가이익은 1.4조원 수준으로 생각됨. 다만 주가에는 현재 8천억 달러 가치 수준의 평가이익만 반영된 수준
- **주주환원은 2가지 시나리오:** 주주환원은 배당소득 분리과세를 적용한 경우와 적용하지 않은 경우 2가지로 구분 가능, 1번 째 시나리오인 배당소득 분리과세 적용은 25년, 26년 배당성향 25%가 예상되며 27년은 DPS 10% 증가에 따라 배당성향 30%가 될 전망. 2번 째 시나리오는 배당소득 분리과세 미적용으로 2025년 DPS는 배당수익률을 감안하여 25% 배당성향을 유지하나 26년, 27년 DPS는 최소한의 성장으로 자사주 소각 위주의 주주환원이 될 것임. 미래에셋증권이 보유한 합병 자사주 1.1억주의 경우 상법개정 완료 후 1~2년 내에 전부 소각될 것으로 판단되나 이를 주주환원에 포함할 경우 투자자들의 기대에 못 미치는 주주환원이 될 것으로 예상됨. 이에 따라 배당성향을 높이는 방향의 주주환원이 개인 투자자에게 더 유리한 조건으로 생각됨
- **스페이스x 상장까지 모멘텀 지속:** 미래에셋증권의 Trailing PBR은 1.42배로 ROE 대비 높은 수준이며, 주주환원에 대한 불확실성이 존재하나 스페이스x 상장까지 주가 상승 모멘텀은 지속될 것으로 판단됨. 목표주가는 스페이스x 1분기 평가이익을 반영하여 10.1% 상향함

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
순영업이익	1,887	2,832	3,569	4,376	4,087
영업이익	521	1,188	1,555	2,213	1,816
지배순이익	327	922	1,376	1,688	1,506
PER (배)	14.1	5.1	9.9	10.5	11.4
PBR (배)	0.42	0.39	1.05	1.28	1.21
ROE (%)	3.07	7.96	11.00	12.62	10.74
ROA (%)	0.3	0.7	1.0	1.2	1.0

자료: 유안타증권 리서치센터

미래에셋증권 실적 전망

미래에셋증권 실적 추이 및 전망(별도기준)

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
순영업수익	549	551	573	409	539	714	595	739	2,082	2,586	2,746
수수료손익	242	240	249	239	253	273	334	410	970	1,270	1,400
위탁매매	161	152	155	163	180	197	239	301	631	916	981
자산관리	62	69	68	67	75	73	88	102	265	338	360
IB 및 기타	20	20	26	9	-1	4	8	6	75	16	59
B관련이자수지	109	118	110	114	113	117	137	153	450	520	624
트레이딩 및 상품손익	185	178	213	75	196	347	97	199	651	838	702
배당&분배금	108	113	72	79	119	87	87	81	372	374	365
트레이딩 처분 및 평가	55	41	130	-16	53	234	-25	83	211	345	184
T 및 상품관련 이자	22	23	11	12	23	27	34	35	68	120	152
기타영업이익	13	15	1	-19	-22	-24	26	-23	10	-42	20
판관비	278	309	283	317	311	343	390	378	1,187	1,422	1,570
영업이익	271	242	289	92	228	371	205	361	895	1,164	1,175
영업외손익	-28	-21	43	10	-104	-56	-116	-34	4	-311	-116
세전이익	244	221	332	102	123	314	89	327	899	853	1,059
별도순이익	175	169	265	53	90	234	71	240	661	635	780
연결순이익(지배주주)	165	199	291	267	259	403	340	373	922	1,375.6	1,687.7
ROE (연결)	5.9	7.1	10.3	9.1	8.5	13.2	10.9	11.6	8.0	11.0	12.6
ROA (연결)	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8	1.2	1.0	1.0	0.7	1.0	1.2

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

미래에셋증권 Valuation table

항목	산식	단위	수정 전 (26/01/15)	수정 후 (26/01/20)	비고
자기자본비용 (COE)	$(C=a+(b*c)+d)$	%	8.5	8.5	
무위험수익률	(a)	%	2.48	2.48	통안채 1년 3M
Risk Premium	(b)	%	5.07	5.07	
Beta	(c)		1.27	1.27	104주 조정베타 사용
Ri	(d)	%	-0.45	-0.45	과거 COE 수준 고려하여 추가 반영
Average ROE	(B)	%	11.2	11.5	2025~2027년 평균 ROE
영구성장률	(D)	%	3.1	3.1	MIN (ROE*유보율, 국고채 30년 3M)
Target PBR	$(A=(B-D)/(C-D))$	X	1.52	1.56	
12M Fwd BPS	(E)	원	22,523	24,460	
목표주가	$(A*E)$	원	34,500	38,000	
현주가 (1.19)		원		31,950	
상승여력		%		18.9	

미래에셋증권 실적 추정 변경내역

(십억원, %)	기존 추정		신규 추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
순영업수익	3,585	3,855	3,569	4,376	-0.4	13.5
영업이익	1,555	1,675	1,555	2,213	0.0	32.1
지배주주순이익	1,376	1,403	1,376	1,688	0.0	20.3

자료: 유안타증권 리서치센터

미래에셋증권 배당 시나리오

시나리오 1. 배당소득 분리과세 적용	2024	2025E	2026E	2027E
지배순이익	922	1,376	1,688	1,506
배당성향 (%)	15.9	25.2	25.0	30.2
DPS (원)	250	590	740	820
증가율 (%)	66.7	136.0	25.4	10.8
자사주소각률 (%)	23.9	13.8	14.8	13.3
주주환원율 (소각 기준, %)	39.8	39.0	39.9	43.5
배당수익률 (%)	3.1	1.9	2.3	2.6
시나리오 2. 배당소득 분리과세 미적용	2024	2025E	2026E	2027E
지배순이익	922	1,376	1,688	1,506
배당성향 (%)	15.9	25.2	20.9	23.1
DPS (원)	250	590	600	610
증가율 (%)	66.7	136.0	1.7	1.7
자사주소각률 (%)	23.9	13.8	19.0	20.4
주주환원율 (소각 기준, %)	39.8	39.0	39.9	43.5
배당수익률 (%)	3.1	1.9	1.9	1.9

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 2024년 주가는 8,030원, 2025E~2027E 주가는 31,500원 적용

미래에셋증권(006800) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업수익	20,359	22,243	25,833	26,276	25,827	
수수료수익	1,138	1,308	1,919	2,055	2,139	
위탁매매	636	802	1,283	1,365	1,415	
자산관리	233	269	359	384	406	
IB+기타	269	237	276	306	319	
이자수익	4,314	5,805	6,205	6,600	6,629	
금융상품관련수익	14,396	14,487	17,153	17,013	16,451	
기타수익	512	642	555	608	608	
영업비용	19,838	21,055	24,278	24,063	24,012	
수수료비용	238	266	581	576	541	
이자비용	3,949	5,421	5,678	5,944	5,949	
금융상품관련비용	13,951	13,415	15,605	15,683	15,711	
기타비용	334	310	526	131	132	
판관비	1,366	1,643	2,014	2,163	2,271	
영업이익	521	1,188	1,555	2,213	1,816	
영업외손익	-142	36	270	124	248	
법인세차감전순이익	379	1,224	1,825	2,337	2,064	
당기순이익	338	925	1,378	1,674	1,492	
지배주주순이익	327	922	1,376	1,687.7	1,506	

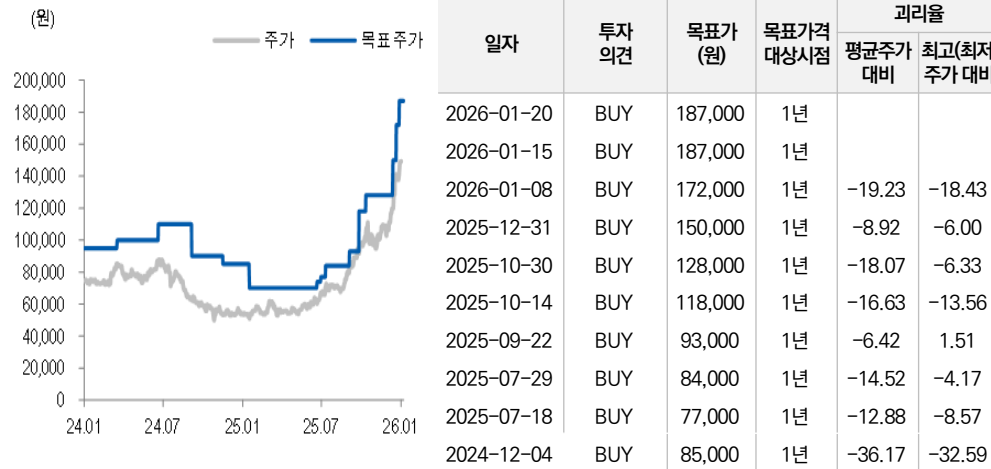
성장성지표						(단위: %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
자산총계	20.7	7.0	7.6	-1.4	2.1	
부채총계	22.0	6.9	7.6	-2.2	2.0	
자본총계	8.5	8.8	7.2	6.6	3.0	
지배주주자본	8.2	8.9	7.3	6.7	3.0	
순영업수익	-13.3	50.0	26.0	22.6	-6.6	
판관비	1.9	20.3	22.6	7.4	5.0	
영업이익	-37.6	128.0	30.9	42.3	-18.0	
법인세차감전순이익	-54.1	223.0	49.0	28.1	-11.7	
지배주주순이익	-48.8	173.9	48.9	21.5	-10.9	

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	
현금 및 예금	1,751	1,867	2,591	2,563	2,593	
당기손익금융자산	43,496	53,576	63,707	62,375	63,807	
매도가능금융자산	17,374	19,249	14,042	13,869	14,206	
종속및관계기업투자	2,022	1,614	1,452	1,155	1,323	
대여금및 수취채권	45,542	44,269	44,439	44,032	44,470	
신용공여금	14,225	15,135	17,109	16,924	17,122	
대출금	1,145	1,069	986	986	986	
유/무형/기타자산	17,992	16,617	21,321	21,477	22,063	
자산총계	128,177	137,192	147,552	145,471	148,462	
예수부채	10,291	12,230	17,822	13,448	14,529	
당기손익금융부채	14,229	11,915	11,989	12,162	12,339	
매도파생결합증권	9,618	6,559	6,722	6,857	6,995	
차입부채	67,600	77,119	74,661	75,915	77,229	
차입금	10,625	11,114	12,210	12,210	12,210	
발행어음(초대형IB)	6,449	7,473	8,391	8,611	8,851	
발행사채	7,512	7,744	8,273	8,273	8,273	
후순위사채	1,000	1,370	1,114	1,114	1,114	
기타부채	17,306	15,953	21,697	21,697	21,697	
부채총계	116,938	124,961	134,442	131,495	134,068	
지배주주지분	11,081	12,067	12,944	13,809	14,228	
자본금	4,102	4,102	4,102	4,102	4,102	
자본잉여금	2,158	2,157	2,157	2,157	2,157	
신종자본증권	0	0	0	0	0	
이익잉여금	4,821	5,439	6,460	7,293	7,715	
기타자본	1	369	224	257	254	
비지배주주지분	158	164	167	167	167	
자본총계	11,239	12,231	13,110	13,975	14,394	

투자지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
ROE	3.1	8.0	11.0	12.6	10.7	
ROA	0.3	0.7	1.0	1.2	1.0	
EPS	540	1,574	2,366	2,979	2,735	
BVPS	18,281	20,606	22,259	24,375	25,845	
DPS	150	250	590	740	820	
P/E	14.1	5.1	9.9	10.5	11.4	
P/B	0.42	0.39	1.05	1.28	1.21	

삼성전자 (005930) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

SK하이닉스 (000660) 투자등급 및 목표주가 추이



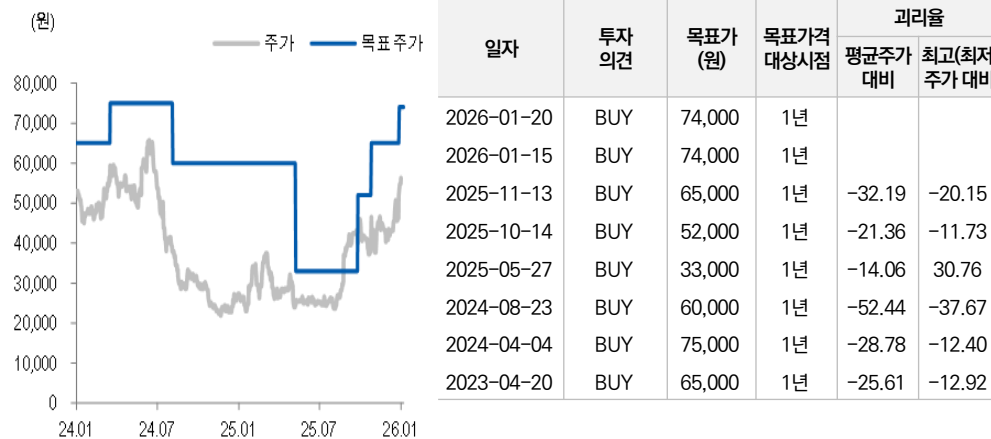
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

하나머티리얼즈 (166090) 투자등급 및 목표주가 추이



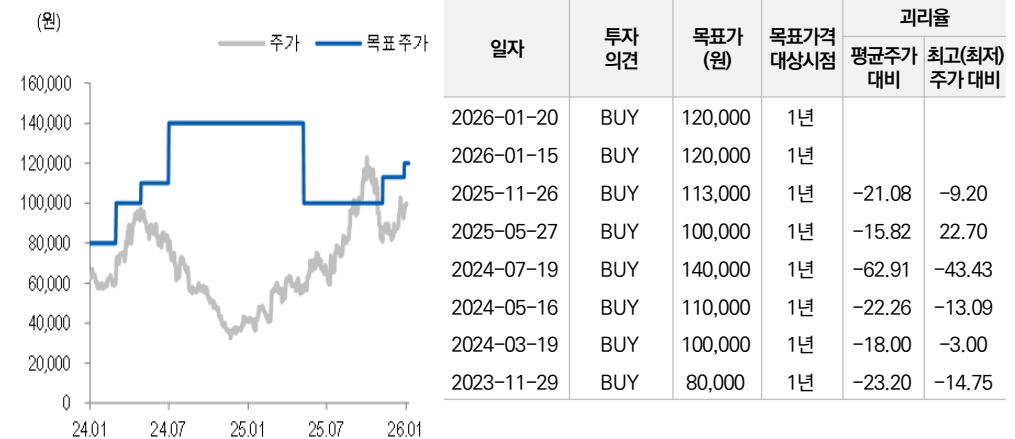
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

코미코 (183300) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

한솔케미칼 (014680) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	350,000	1년		

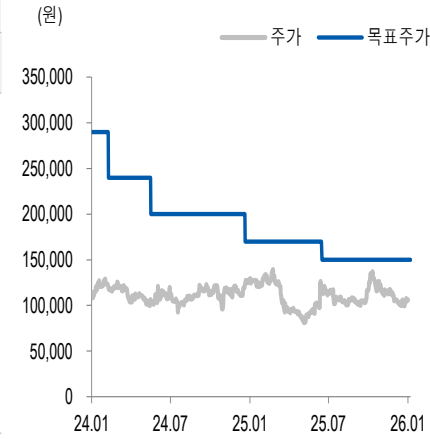
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

SK이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	150,000	1년		
2025-07-04	BUY	150,000	1년		
2025-01-08	BUY	170,000	1년	-35.31	-18.12
2024-06-04	BUY	200,000	1년	-44.32	-38.50
2024-02-27	BUY	240,000	1년	-52.97	-47.67
2024-06-04	BUY	200,000	1년	-44.32	-38.50

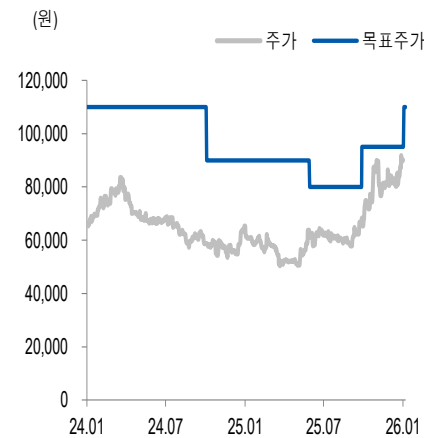
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	110,000	1년		
2025-10-16	BUY	95,000	1년	-14.90	-3.37
2025-06-17	BUY	80,000	1년	-23.32	-16.50
2024-10-22	BUY	90,000	1년	-36.71	-27.44
2024-06-09	1년 경과 이후		1년	-41.52	-37.45
2023-06-09	BUY	110,000	1년	-34.57	-24.09

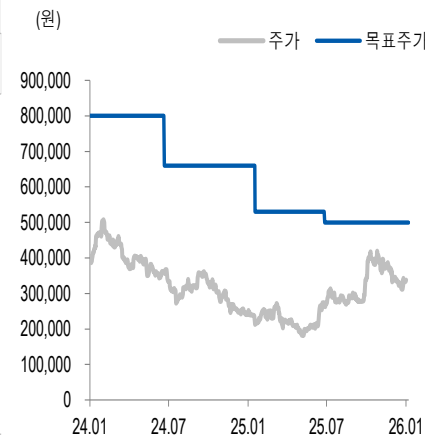
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

LG화학 (051910) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	500,000	1년		
2025-07-15	BUY	500,000	1년		
2025-02-04	BUY	530,000	1년	-57.49	-48.30
2024-07-09	BUY	660,000	1년	-54.61	-44.32
2023-09-26	BUY	800,000	1년	-45.38	-33.88

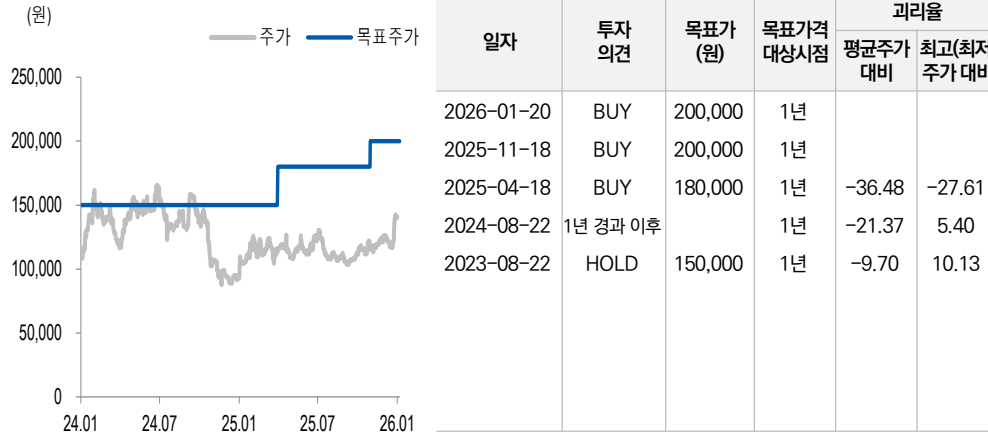
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



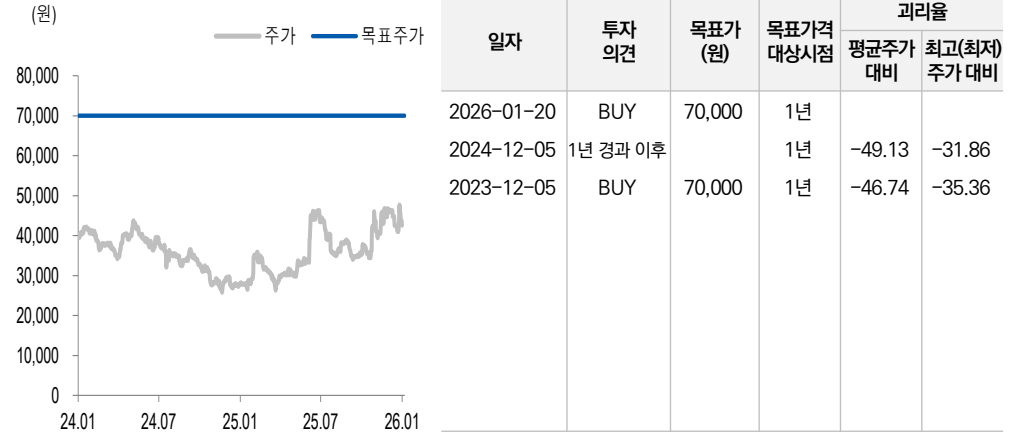
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

코오롱인더 (120110) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

대한유화 (006650) 투자등급 및 목표주가 추이



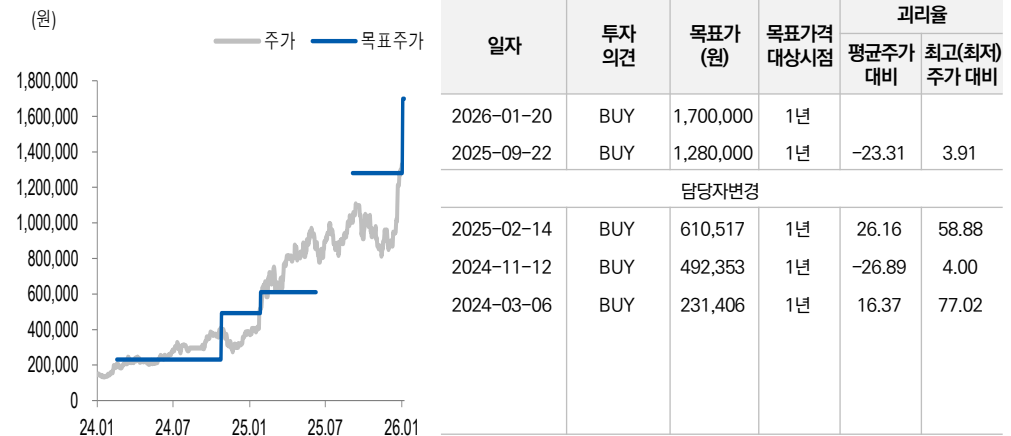
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

한화에어로스페이스 (012450) 투자등급 및 목표주가 추이



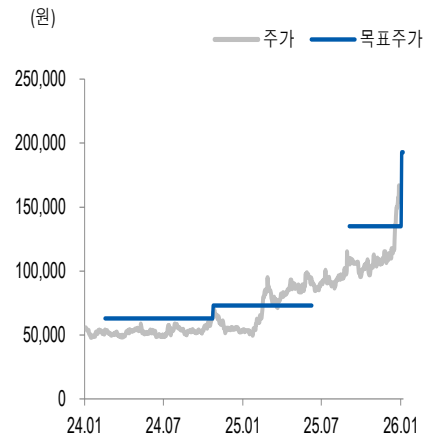
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

한국항공우주 (047810) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	193,000	1년		
2025-09-22	BUY	135,000	1년	-16.63	23.41
담당자변경					
2024-11-11	BUY	73,000	1년	-2.37	35.34
2024-03-06	BUY	63,000	1년	-16.00	0.00

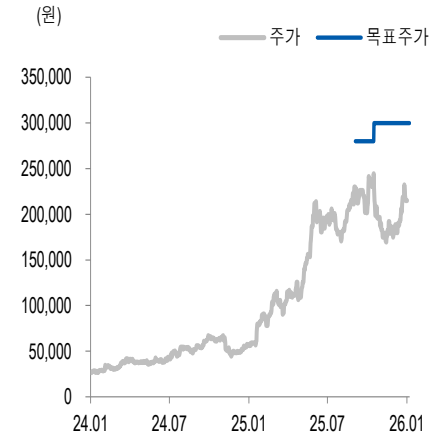
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

현대로템 (064350) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	300,000	1년		
2025-11-04	BUY	300,000	1년		
2025-09-22	BUY	280,000	1년	-20.55	-12.68
2025-03-26	Not Rated	-	1년		

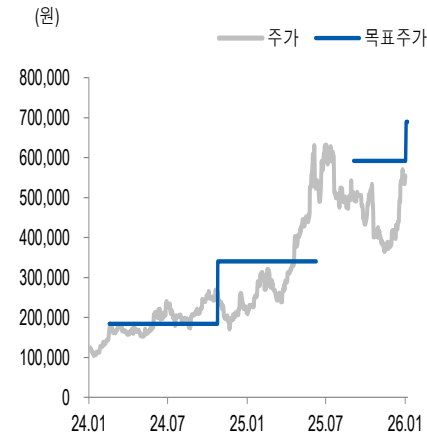
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

LIG넥스원 (079550) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	690,000	1년		
2025-09-22	BUY	592,000	1년	-24.25	-3.72
담당자변경					
2024-11-12	BUY	340,000	1년	-11.50	85.29
2024-03-06	BUY	184,000	1년	7.01	46.20

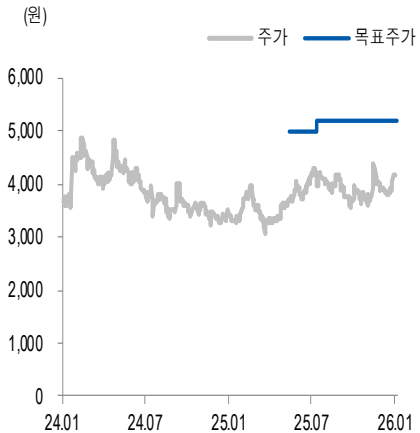
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

팬오션 (028670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	5,200	1년		
2025-08-01	BUY	5,200	1년		
2025-05-30	BUY	5,000	1년	-20.74	-14.10

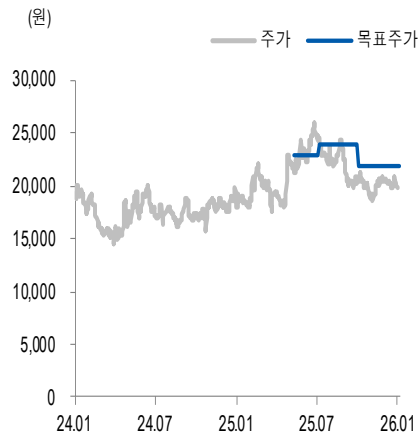
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

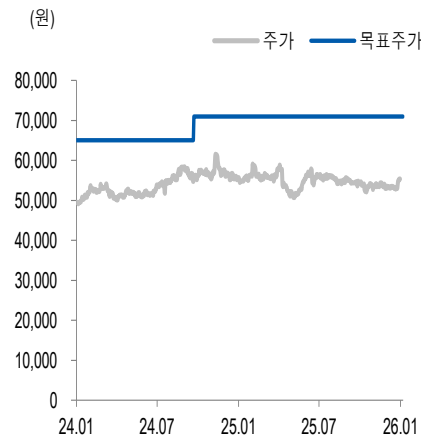
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

HMM (011200) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	HOLD	22,000	1년		
2025-10-22	HOLD	22,000	1년		
2025-07-25	HOLD	24,000	1년	-7.40	-17.21
2025-05-30	HOLD	23,000	1년	3.01	12.83
2025-03-07	Not Rated	-	1년		

SK텔레콤 (017670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	18,000	1년		
2025-11-06	BUY	18,000	1년		
2024-10-12	1년 경과 이후		1년	-4.78	18.46
2023-10-12	BUY	13,000	1년	-23.10	-19.23

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

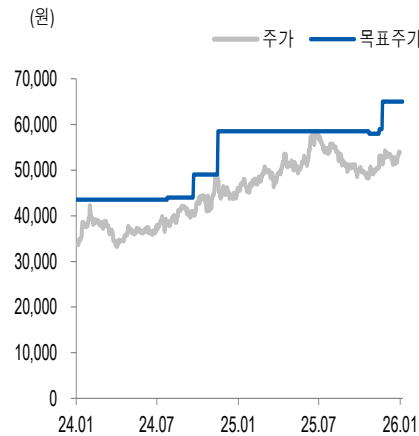
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

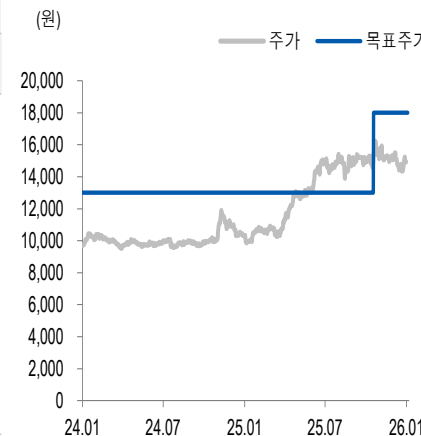
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

KT (030200) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	65,000	1년		
2025-12-10	BUY	65,000	1년		
2025-12-03	BUY	59,000	1년	-11.31	-10.00
2025-11-10	BUY	58,000	1년	-13.86	-12.59
2024-12-04	BUY	58,500	1년	-14.10	-0.17
2024-10-10	BUY	49,000	1년	-10.56	0.00
2024-08-12	BUY	44,000	1년	-8.70	-4.43
2023-10-12	BUY	43,500	1년	-17.59	-2.99

LG유플러스 (032640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	18,000	1년		
2025-11-06	BUY	18,000	1년		
2024-10-12	1년 경과 이후		1년	-4.78	18.46
2023-10-12	BUY	13,000	1년	-23.10	-19.23

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

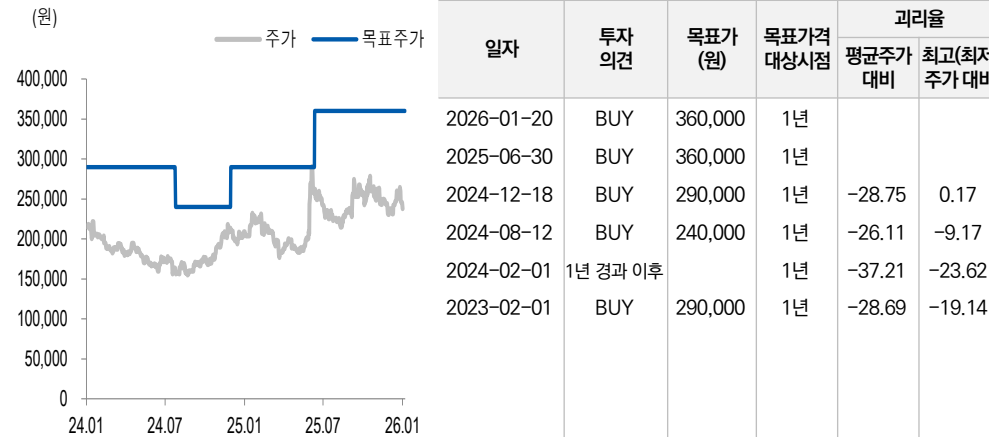
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이



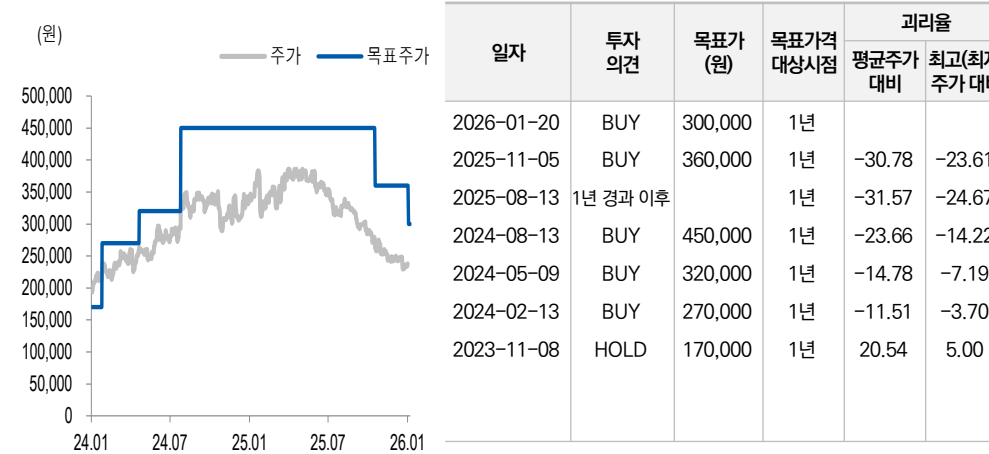
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

크래프톤 (259960) 투자등급 및 목표주가 추이



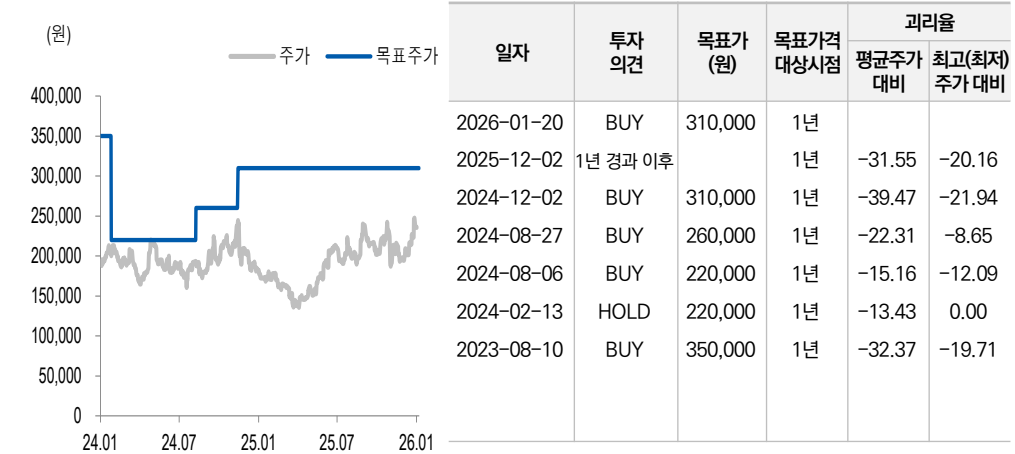
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



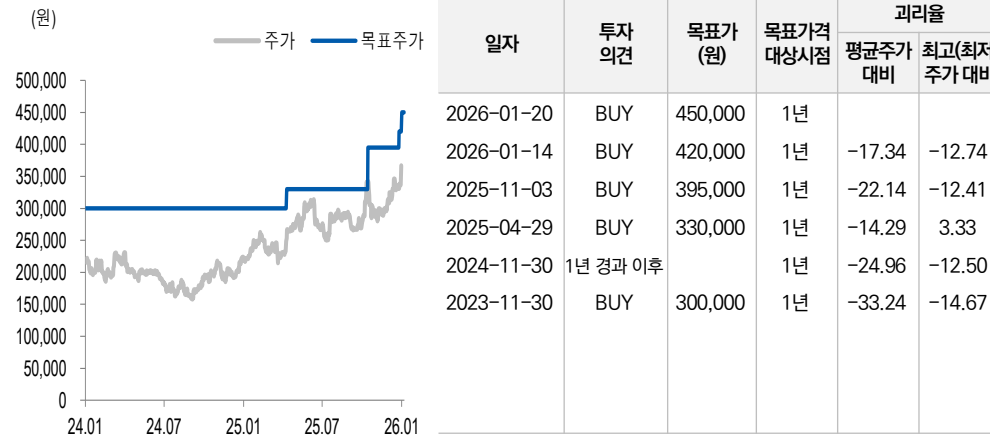
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

하이브 (352820) 투자등급 및 목표주가 추이



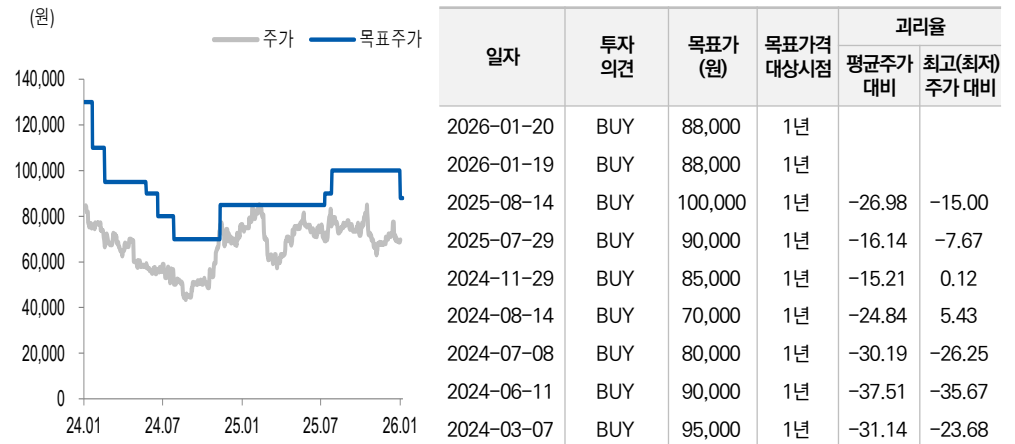
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

JYP Ent. (035900) 투자등급 및 목표주가 추이



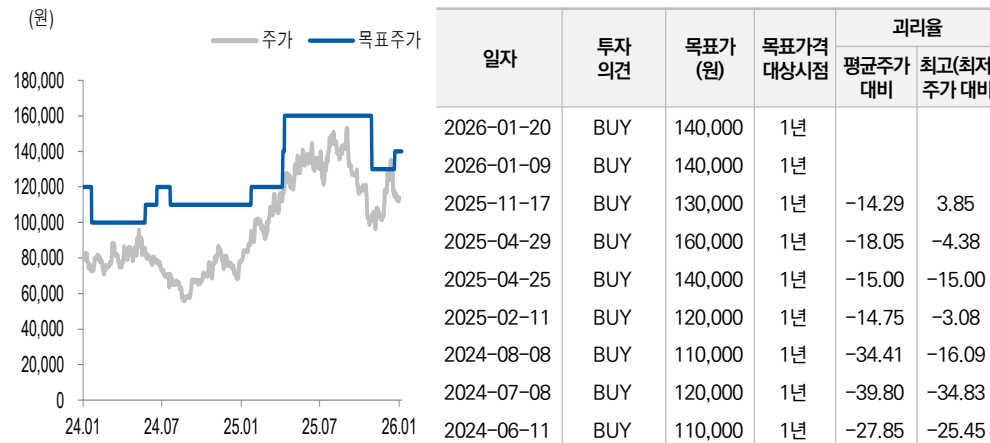
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

에스엠 (041510) 투자등급 및 목표주가 추이



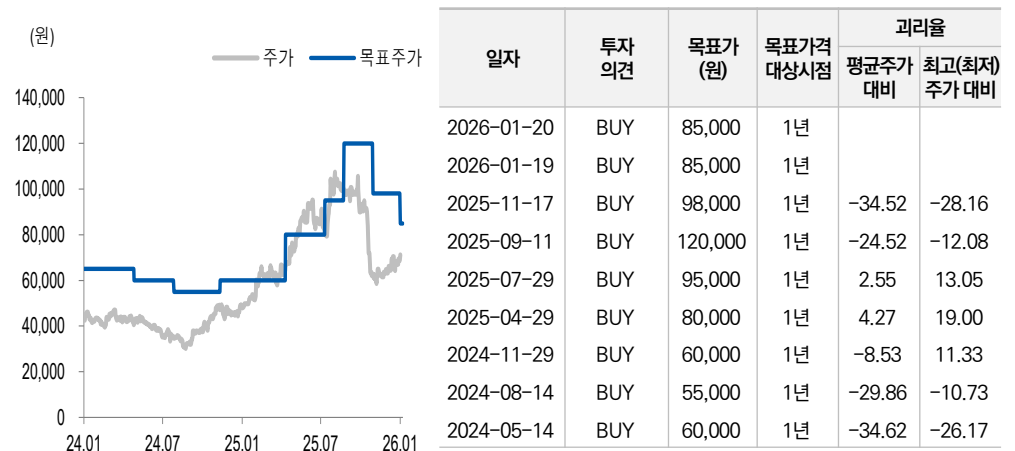
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

와이지엔터테인먼트 (122870) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

한미약품 (128940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	520,000	1년		
2025-10-22	BUY	450,000	1년	-2.03	7.33
2025-10-15	BUY	410,000	1년	-15.52	-13.78
2025-01-15	BUY	360,000	1년	-22.49	9.17
2025-01-12	1년 경과 이후		1년	-37.98	-37.98
2024-01-12	BUY	420,000	1년	-26.96	-16.55

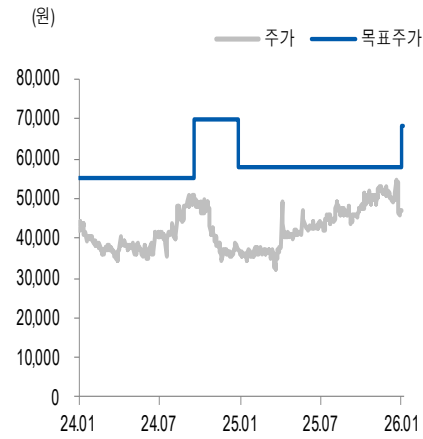
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

HK이노엔 (195940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	68,000	1년		
2026-01-15	1년 경과 이후		1년	-19.01	-18.97
2025-01-15	BUY	58,000	1년	-24.82	-5.52
2024-10-07	BUY	70,000	1년	-40.70	-28.71
2023-11-16	BUY	55,000	1년	-26.87	-8.18

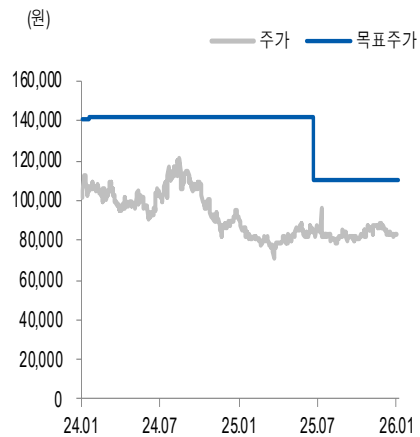
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

종근당 (185750) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	110,000	1년		
2025-07-10	BUY	110,000	1년		
2025-01-15	BUY	142,000	1년	-42.45	-35.21
2024-02-06	BUY	141,380	1년	-28.55	-14.32
2023-12-21	BUY	141,307	1년	-20.91	-10.09

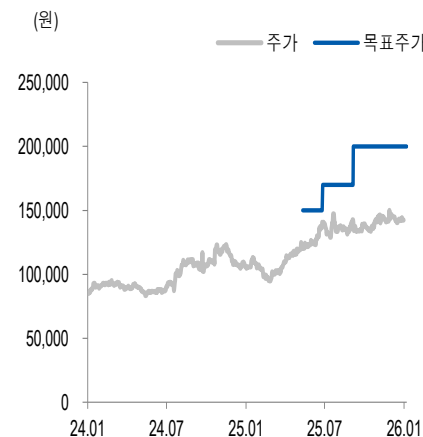
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

KT&G (033780) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	200,000	1년		
2025-09-24	BUY	200,000	1년		
2025-07-15	BUY	170,000	1년	-19.84	-13.41
2025-05-30	BUY	150,000	1년	-15.19	-6.20

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

삼양식품 (003230) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	2,000,000	1년		
2025-11-17	BUY	2,000,000	1년		
2025-07-15	BUY	1,780,000	1년	-19.71	-8.43
2025-06-04	BUY	1,500,000	1년	-12.56	-0.13
2025-05-16	BUY	1,310,000	1년	-14.17	-11.53
2025-03-11	BUY	1,100,000	1년	-17.28	-9.18
담당자변경					
2023-11-08	Not Rated	-	1년		

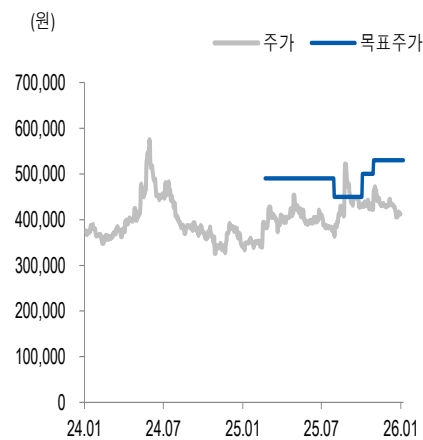
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

농심 (004370) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	530,000	1년		
2025-11-17	BUY	530,000	1년		
2025-10-22	BUY	500,000	1년	-13.56	-11.40
2025-08-18	BUY	450,000	1년	-3.36	16.00
2025-03-11	BUY	490,000	1년	-17.92	-7.35
담당자변경					
2023-11-08	Not Rated	-	1년		

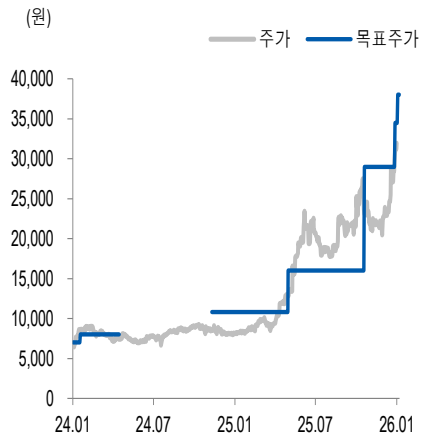
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

미래에셋증권 (006800) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	38,000	1년		
2026-01-15	BUY	34,500	1년	-8.48	-7.39
2025-11-07	BUY	29,000	1년	-19.31	1.72
2025-05-19	BUY	16,000	1년	26.74	71.88
2024-11-28	BUY	10,800	1년	-15.04	20.93
담당자변경					
2024-02-05	HOLD	8,000	1년	1.84	-10.63
2023-11-06	HOLD	7,000	1년	4.25	-8.14

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율 (%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-01-20

※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: 백길현, 황규원, 백종민, 최지운, 이승웅, 이창영, 이환욱, 하현수, 손현정, 우도형)
- 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	임지윤	3527	jiyoon.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@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
스몰캡	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/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
전력기기/음식료	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.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	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
Research Assistant	신승우	5594	sungwoo.shin@yuantakorea.com



2026년의 첫 페이지

유안타가 4Q25로 엽니다