

리서치센터 기업분석팀

2027
연간전망

| 2026년 10월 28일 |

한화투자증권

2027 산업전망

Good idea

음식료/화장품

유통/이류

항공

인터넷/게임

반도체

은행/보험

자동차

건설/유틸리티

방위산업

철강

전력기기



목차

03	Summary
05	I. 음식료 - 커지는 시장, 풀리는 공급
16	II. 화장품 - 하나에 기대지 않는 성장
25	III. 유통/의류 - Into the unknown
45	IV. 항공 - 비로소 호시절
67	V. 인터넷/게임 - 확장에서 결실로
87	VI. 반도체 - 의심의 끝에서, 다시 성장으로
107	VII. 은행 - 투자포인트는 다시 주주환원
117	VIII. 보험 - 본질 수익성 개선을 통한 증익
127	IX. 자동차 - Hold the Line: 전선을 사수하라
147	X. 건설/유틸리티 - 2027년, 증명의 시간
167	XI. 방위산업 - Beyond Infinity
187	XII. 철강 - 눈높이 조정 뒤의 바닥
207	XIII. 전력기기 - 한번 더 Jump Up

Summary

음식료

- ❖ 미국에 이어 유럽으로 확산되는 라면 수요, 증설로 공급 제약 완화
- ❖ 가격 인상 이월 효과와 물량 회복으로 내수 판매액 4% 이상 성장 전망
- ❖ Top Pick 삼양식품, 자싱 공장 가동으로 미국·유럽향 공급 확대

삼양식품
(003230)

한유정
연구위원

화장품

- ❖ 수출국 다변화에 힘입어 2027년 수출 178억 달러(+19.3%) 전망
- ❖ 미국 점유율 상승과 유럽·신흥국 확장으로 중화권 의존도 축소
- ❖ Top Pick 코스맥스, 해외 성장과 생산성 개선으로 이익 성장 강화

코스맥스
(192820)

한유정
연구위원

유통/ 의류

- ❖ 27년 매크로 환경은 비우호적이나, 반도체 기업 중심의 소득 양극화
- ❖ 양극화 강도 강화로 사치재 중심의 소비 개선 전망
- ❖ 외국인 인바운드 모멘텀 지속

롯데쇼핑
(023530)

이진협
연구위원

항공

- ❖ 인바운드 확대에 따른 수요의 구조적 성장
- ❖ 통합 대한항공, 통합 진에어, 그 외 비상장 LCC M&A로 시장 구조 조정
- ❖ 유가 및 환율 안정화에 따른 항공 섹터 수혜

대한항공
(003490)

박수영
책임연구원

인터넷/ 게임

- ❖ 국내 기업들의 GPU 확보와 AI DC 증설이 실제 매출로 연결되기 시작할 전망
- ❖ 신규 증설 규모보다 고객계약, 컴퓨팅 공급단가, 가동률이 기업가치 재평가의 핵심
- ❖ 일본 게임사의 약진에서 기존 IP의 수익화 가능성이 확인, 성장보다 이익 전환 능력에 주목

NHN (181710)
카카오게임즈 (293490)

김소혜
팀장

반도체

- ❖ 최근 조정은 AI 투자 지속성 우려에 기인. 금리 안정 및 신용스프레드 축소가 반등 촉매
- ❖ 네오클라우드보다 하이퍼스케일러의 AI 투자가 핵심. 투자 확대 기조 지속 전망
- ❖ 27년 HBM4 출하 확대·교부가 메모리 비중 상승에 따른 실적 성장 기대. 밸류에이션 매력 부각

삼성전자
(005930)

박준영
책임연구원

Summary

은행/ 보험

- ❖ 은행: 실적 모멘텀이 YoY 약화되면서 포인트는 다시 주주환원으로
- ❖ 보험: 손해율, 이차스프레드 등 본질 수익성의 개선 국면을 기대
- ❖ 각 섹터의 최선호주로 KB금융, DB손해보험을 제시

DB손해보험 (005830)
KB금융 (105560)

김도하
수석연구위원

자동차

- ❖ '27년, 매크로 불확실성과 중국발 물량 밀어내기 격화에 따른 수익성 압박
- ❖ Hold the Line: 북미 HEV로 수익성, 유럽 BEV 중심 M/S 사수
- ❖ '28년의 L2+ SDV와 로봇 양산에 앞서 파일럿 등 미래 대응력 부각 시점

현대차
(005380)

김성래
수석연구위원

건설/ 유틸리티

- ❖ 건설: 수주 및 실적 성장 지속
- ❖ 유틸리티: 불확실성 해소를 위한 기다림 필요
- ❖ 건설업종 최선호주 삼성E&A, 차선호주 현대건설/GS건설

삼성E&A
(294870)

송유림
수석연구위원

방위산업

- ❖ 글로벌 무기 수요, 구조적 전력 재건 사이클 진입
- ❖ 글로벌 방산업체 증산에도 공급과잉 우려 제한적
- ❖ 대규모 수주잔고 기반으로 2027~2029년 실적 성장 지속 전망

한화에어로스페이스
(012450)

채운샘
책임연구위원

철강/ 비철금속

- ❖ 2027년 철강 증익, 판가보다 큰 원가 하락에서 비롯
- ❖ 비철은 아연·은 가격 조정과 원화 강세로 제련 이익 감소
- ❖ 컨센서스 추가 하향 여지, P/B 하단 철강 중 POSCO홀딩스 우선

POSCO홀딩스
(005490)

권지우
책임연구위원

전력기기

- ❖ 2027년에도 기확보 수주잔고 바탕으로 한 실적 성장은 지속될 전망
- ❖ DC 수요 둔화 단정하기 어려움. 전력 인프라 사이클 여전히 유효
- ❖ 핵심은 기존 동력의 실적 전환(수익성/외형) + 신규 동력(800VDC)

LS ELECTRIC
(010120)

김예인
연구위원



음식료/화장품 한유정
yujung.han@hanwha.com
3772-7693

I

음식료

커지는 시장, 풀리는 공급

Summary

1. 성장의 축은 아시아 밖으로

- ❖ 글로벌 라면 시장 연 +4.7%, 중국·일본은 정체. 미국은 5년간 2.2배 성장
- ❖ 2026년 1~9월 라면 수출 +25.5%, 유럽향 +48.1%. 미국 시장 증가분의 87%는 한국 2사

2. 2027년, 공급 부족 해소

- ❖ 자싱(1Q27)·녹산(10월 말) 완공으로 글로벌 라면 시장에서 한국 4사 점유율은 11.7% → 14.3%
- ❖ 곡물 상승과 원화 강세는 수출 평가 인상 명분이 될 것

3. P도 Q도 우상향 전망

- ❖ 2H26 인상의 이월 효과 +3~6%p, 원가 지수 제분 105·라면 102로 추가 인상 여지
- ❖ 프리미엄·채널·인바운드로 소매판매(경상) +4% 이상

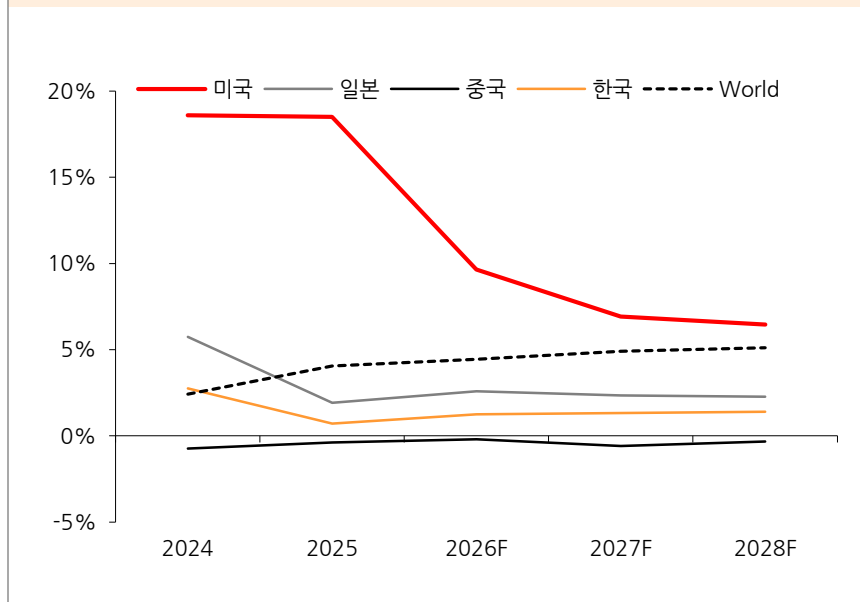


음식료 성숙 시장이라는 오해

[한화리서치센터]

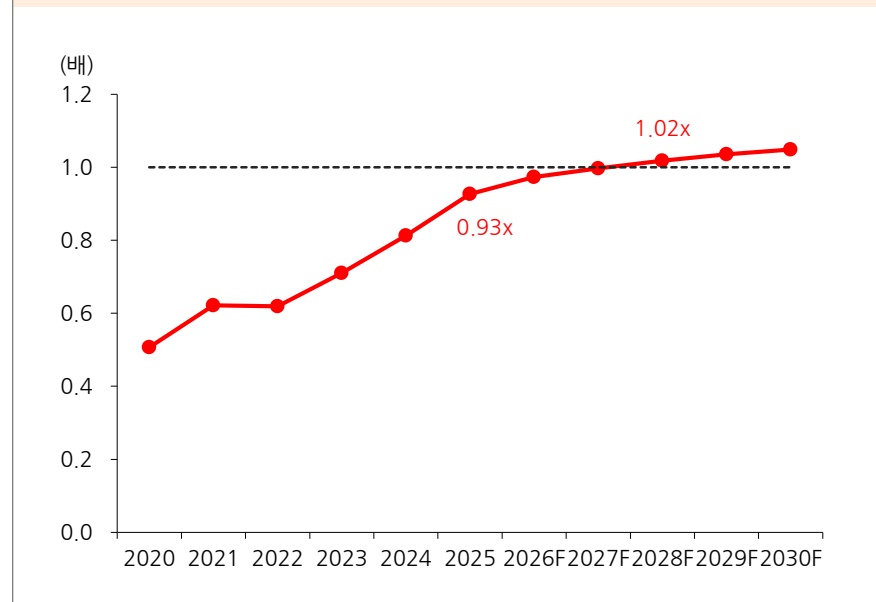
- ❖ 글로벌 라면 소매시장은 2025년 515억 달러 → 2027F 564억 달러로 연평균 +4.7%(Euromonitor). 성숙 카테고리로 불리지만 해마다 20억 달러가 넘는 시장이 새로 생기는 유망 시장
- ❖ 시장의 1/3인 중국은 2025~2027F 연평균 -0.4%, 일본은 +2~3%에 그쳐 두 성숙 시장의 기여는 사실상 0. 증가분은 전부 아시아 밖에서 발생
- ❖ 미국은 2020~2025년 연평균 +17.5%로 글로벌 증가분의 23%를 차지. 비중 4.2% → 7.6%, 2027F 8.4%. 미국 쌀·파스타·면 시장 내 라면 비중도 17.0% → 26.9%
- ❖ 미국 라면 시장은 5년 만에 2.2배(17.5억 → 39.3억 달러), 파스타 대비 0.51배 → 0.93배. 라면이 아시아계 간편식이 아니라 파스타와 같은 선반에서 경쟁하는 카테고리가 된 결과

국가별 라면 시장 성장률 vs World



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

미국 라면/파스타 시장 규모 배수



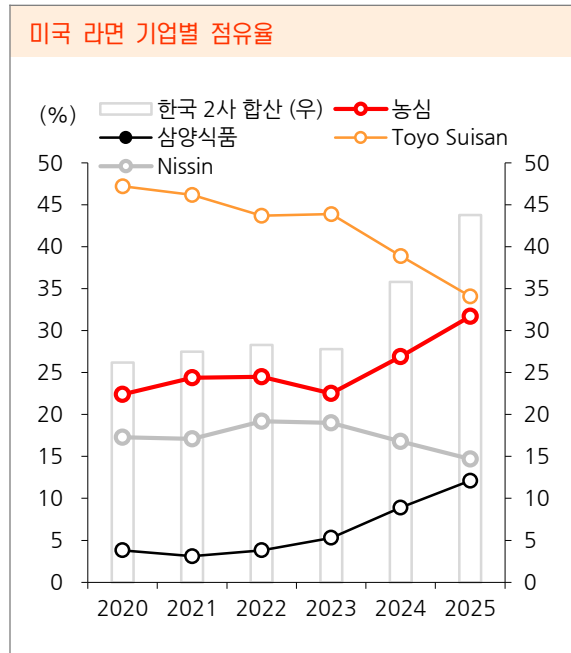
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터



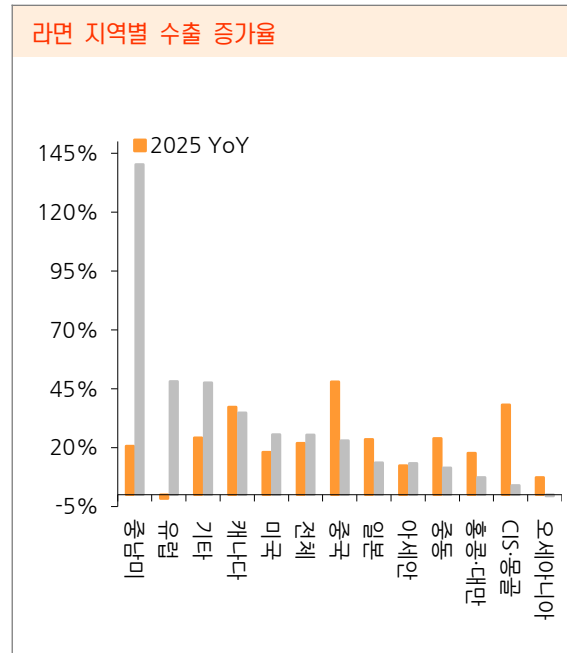
음식료 미국 다음은 유럽

[한화리서치센터]

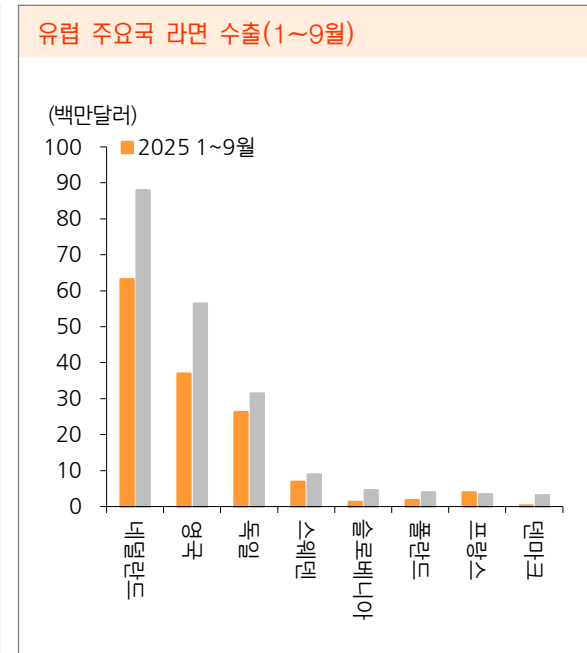
- ❖ 2025년 미국 라면 시장 점유율은 농심 31.7% · 삼양식품 12.1%, 합산 43.8%로 마루찬(34.1%)을 처음 추월. 시장 증가분 6.1억 달러의 87%를 한국 2사가 기여
- ❖ 2026년 1~9월 한국 라면 수출 14.1억 달러(+25.5% YoY). 미국 시장이 +9.6% 클 때 미국향 수출은 +25.6%. 2020→2025년 글로벌 점유율 변화도 삼양식품 +1.6%p · 농심 +1.3%p로 1·2위
- ❖ 유럽향은 2.25억 달러(+48.1%)로 전체 증가율의 2배, 비중 15.9%로 미국(17.3%)에 근접. 네덜란드 87.9백만 달러(+39%) · 영국 56.4(+53%) · 독일 31.4(+20%) 순
- ❖ 미국이 2020~2025년 밝은 길(라면/파스타 0.51배 → 0.93배)을 유럽이 2~3년 시차로 따라가는 구조



주: 기업별 판매액은 RSP 기준
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



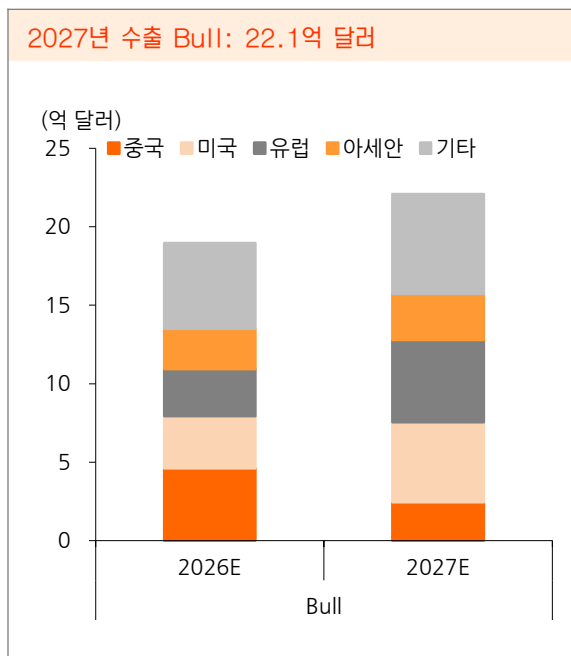
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



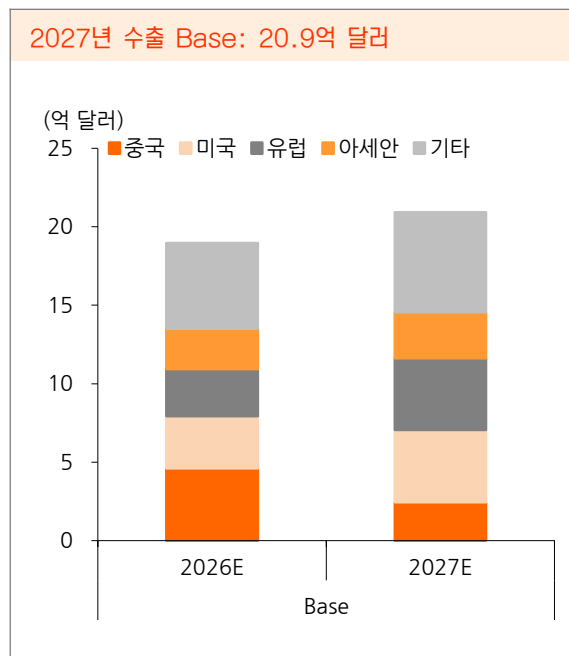
음식료 공급이 풀리고, 가격이 더한다

[한화리서치센터]

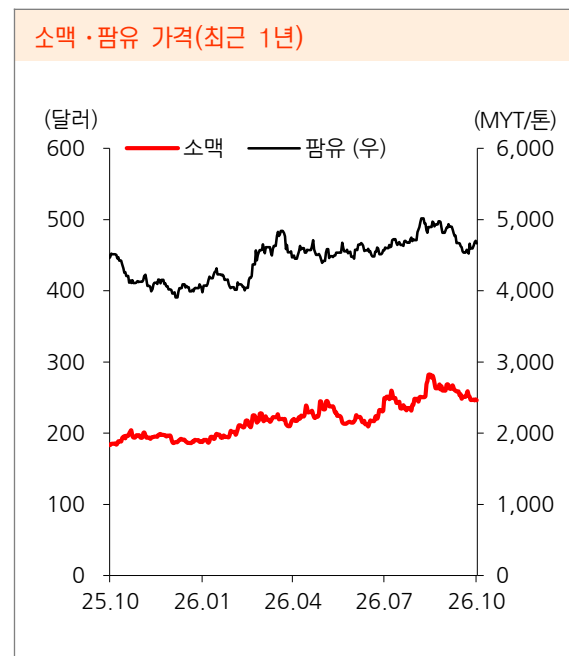
- ❖ 2027년은 해외 CAPA 완공의 해. 삼양식품 자식 1Q27(총 CAPA +40%), 농심 녹산 10월 말 시가동(수출 CAPA 7 → 12억개), CJ제일제당 · 오리온도 뒤따름. 쇼티지로 막혀 있던 성장의 상단이 풀리는 첫해
- ❖ 2027년 라면 수출 Base 20.9억 달러(+10.4%, 2026년 19.0억). 삼양식품 중국향 -68%를 미국 +55% · 유럽 +87%가 메우고 농심은 +30%. 남은 한국 CAPA를 미국 · 유럽이 다 채우면 Bull 22.1억 달러(+16.6%)
- ❖ 수출 통계는 자식 이관으로 둔화돼 보여도 해외 매출 성장세는 지속. 한국 4사 글로벌 점유율 11.7%(2025) → 14.3%(2027E)
- ❖ 소맥 +28% · 팜유 +10%(2025년 평균 대비), 원/달러 1,429원 → 1,350원. 수출 판가 +7% 인상 시 달러 기준 Bull +24.7% · Base +18.1%, 원화 기준 +17.8% · +11.6%



주: 2026E · 2027E는 당사 추정치
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



주: 2026E · 2027E는 당사 추정치
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

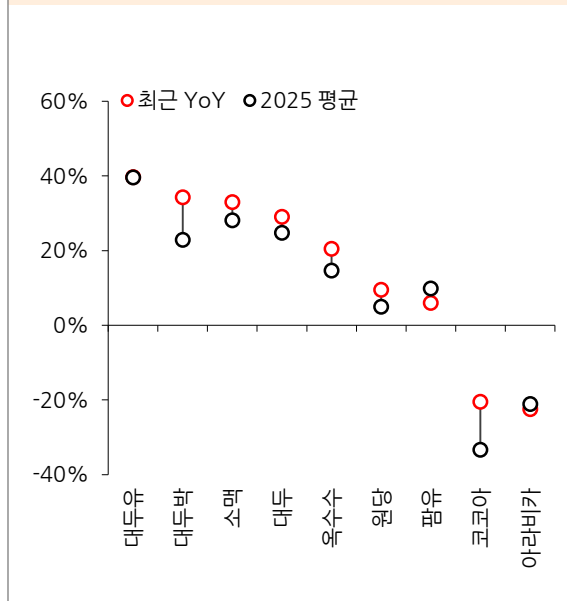


음식료 원가는 명분, 인상은 재개

[한화리서치센터]

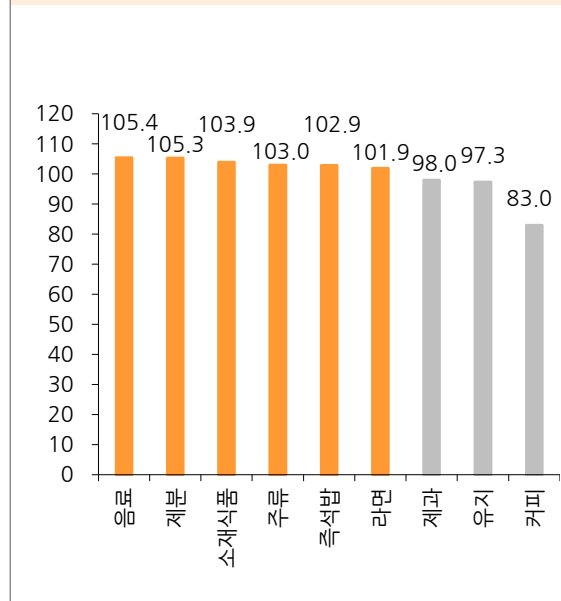
- ❖ 2027년 원가는 곡물 상승과 원화 강세가 맞서는 구조. 9월 말 소맥 +33% · 대두유 +40%(YoY)이나 원/달러는 1,300원대. 1,350원 가정 원가 지수(2026년=100)는 제분 105 · 음료 105 · 라면 102 · 제과 98 · 커피 83
- ❖ 2026년 3~4월 정부 물가 기조에 맞춘 인하(라면 4사 4.8~14.6%)는 7월 CJ제일제당(+8%), 8월 농심(+5.8%), 9월 팔도 · 오투 기, 10월 해태(+7.8%)의 인상으로 되돌아섬
- ❖ 인상이 7~10월에 몰려 2027년 이월 효과는 인상률의 50~75%인 +3~6%p. 농심 봉지면 · 삼양식품(2022년 11월 이후 동결) · 오리 온 · 롯데웰푸드 · 빙그레는 아직 인상 전
- ❖ 가공식품 CPI가 0.8~2.8%로 안정적이라 인상을 억제할 정책 명분이 약하고, 밀가루 · 당류의 원가 상승은 인상의 명분. 2027년 상반기 추가 인상 가능성이 높다고 판단

주요 곡물 가격 YoY(9월 말)



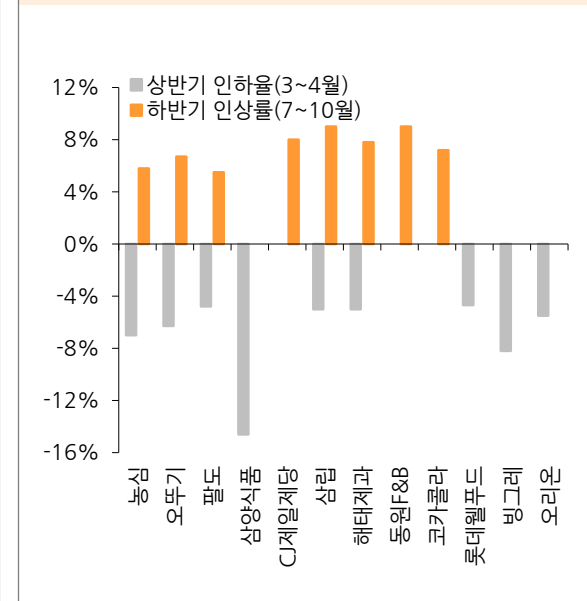
자료: CBOT · ICE · BMD, 한화투자증권 리서치센터

품목별 2027년 원가 지수(2026=100)



주: 2026년 9월 평균 가격 · 환율 1,350원 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

2026년 상반기 인하 vs 하반기 인상



주: 각 사 발표 평균, 10월 초 기준
자료: 각 사, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

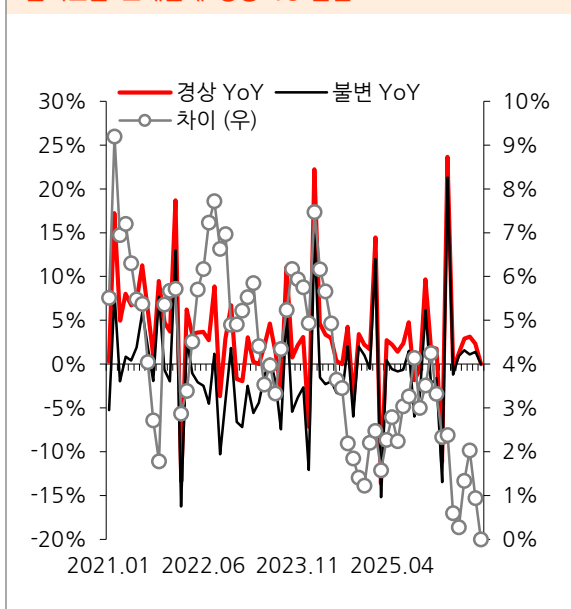


음식료 덜 팔아도 더 버는 내수

[한화리서치센터]

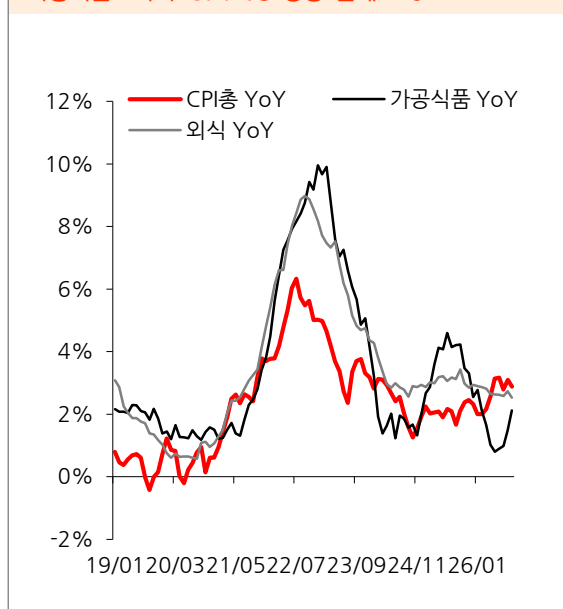
- ❖ 국내 음식료품 소매판매 경상지수는 2019년 91.8 → 2025년 116.8(+27.2%), 불변지수는 95.6 → 93.4(-2.3%). 6년간의 금액 성장은 전부 가격(P)이 만든 것
- ❖ 2022~2023년 가공식품 CPI +7~8%는 원가 전가 국면의 인상, 이후 +1~2%로 안정화. 2026년 1~8월 가공식품 CPI +1.5%, 불변지수 +1.3%로 4년 만에 플러스(8월 +4.0%)
- ❖ 2027년 ASP +3%(인상 온기 반영 · 프리미엄), 외식 → 내식 전환으로 물량 +1% 이상
- ❖ P, Q 동반 증가에 2027년 국내 음식료품 소매판매 경상지수는 +4% 이상 성장 전망

음식료품 소매판매 경상 vs 불변



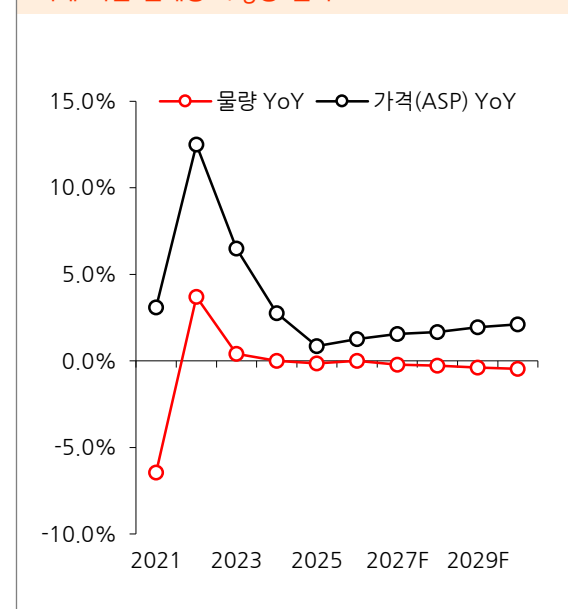
자료: KOSIS, 한화투자증권 리서치센터

가공식품 · 외식 CPI vs 경상 판매 YoY



자료: KOSIS, 한화투자증권 리서치센터

국내 라면 판매량 · kg당 단가



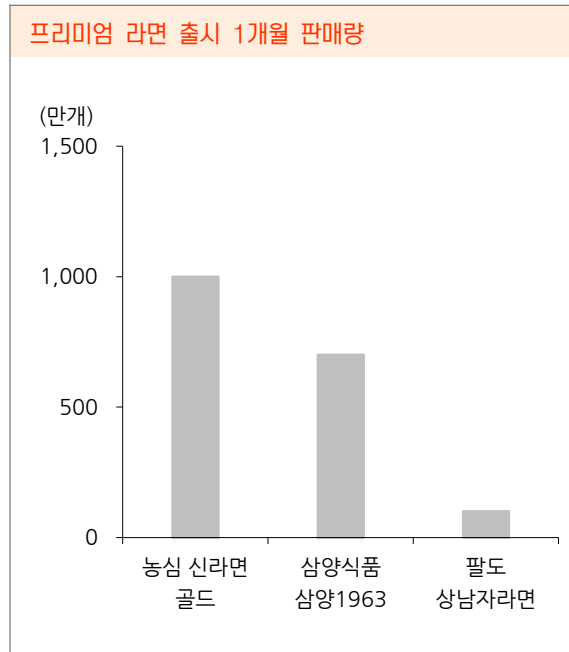
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터



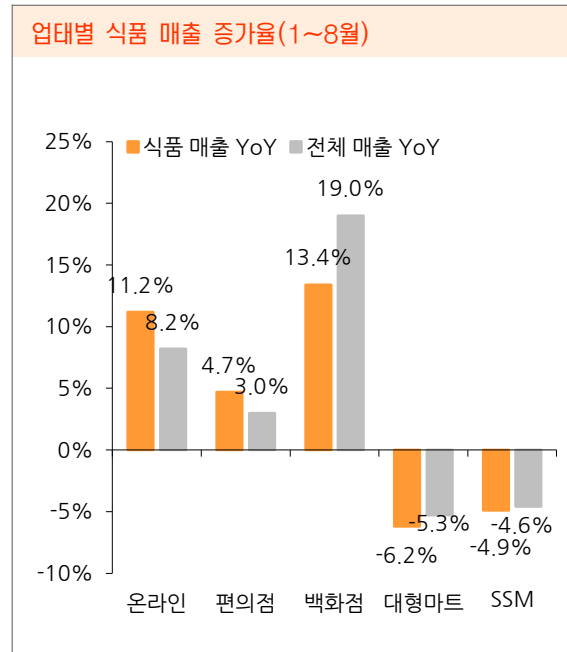
음식료 프리미엄 · 채널 · 인바운드, ASP의 세 축

[한화리서치센터]

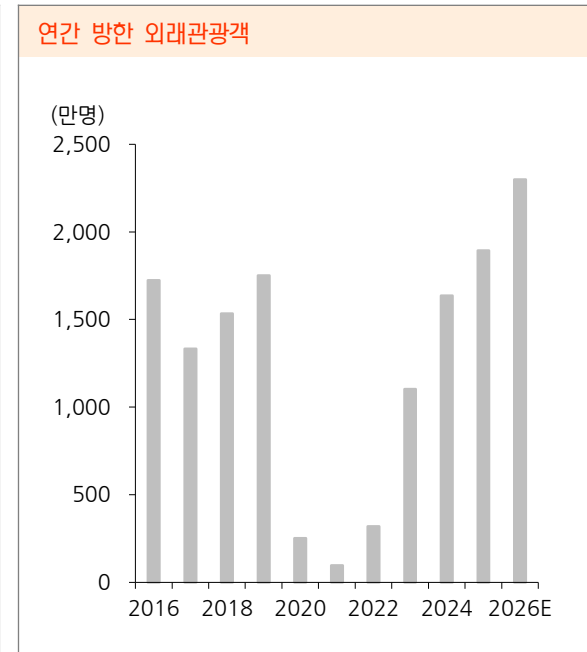
- ❖ 인상이 막혔던 2023년~1H26의 ASP 수단은 고가 신제품. 신라면 골드(100g당 1.4배) · 삼양1963(2.2배)이 출시 한 달 만에 1,000만 · 700만개. 단백질 식품 시장 2019년 1,206억원 → 2026E 8,000억원
- ❖ 1인 가구 36.6% · 65세 이상 20.7%, 미국 성인 GLP-1 복용률 11%. 소용량 · 고단가와 단백질 · 기능성으로의 재배분은 구조적 수요로 ASP에 우호적
- ❖ 2026년 1~8월 식품 매출 온라인 +11.2% · 편의점 +4.7% vs 대형마트 -6.2%. 온라인 비중 53.0%(2022) → 59.7%. 저단가 채널에서 소포장 · 프리미엄 채널로의 이동이 실현 ASP를 올릴 것
- ❖ 2026년 방한 외국인 2,300만명 내외(1~8월 1,505만명, +21.6%), 해외카드 소액 소매 소비 2.0조원(2019년의 2.14배). 내수 물량 정체를 메우는 순증 수요



자료: 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터



자료: 산업통상부, 한화투자증권 리서치센터



주: 2026E는 당사 추정치
자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터

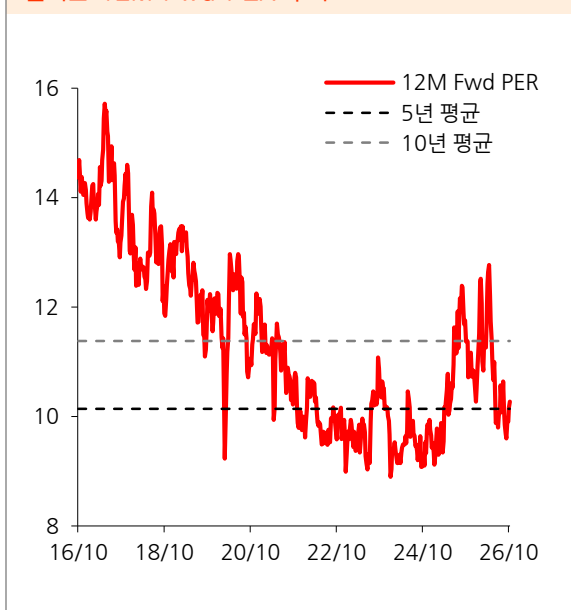


음식료 그럼에도 불구하고 이익이 올라가는 종목

[한화리서치센터]

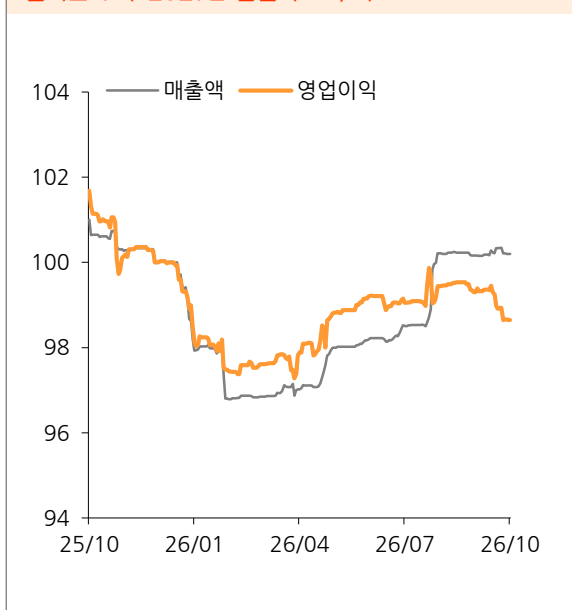
- ❖ 음식료 12M Fwd PER은 10.3배로 5년 평균(10.1배) 수준, 10년 평균(11.4배)은 하회
- ❖ 7사 2027E 영업이익 컨센서스 5.3조원은 연초 대비 -1.3%, 매출은 +0.2%로 1년 내내 실적에 대한 기대는 제자리
- ❖ 종목별로는 엇갈린 움직임. 연초 대비 롯데웰푸드 +12.3%(OPM 4.7 → 5.2%) · KT&G +5.8% · 오리온 +4.8% · 삼양식품 +3.6% · 농심 +2.7% vs CJ제일제당 -14.4%(5.1 → 4.5%) · 롯데칠성 -11.6%
- ❖ 이익 추정치의 상향 가능성이 높은 삼양식품이 2027년 음식료 업종 최선후주

음식료 12M Fwd PER 추이



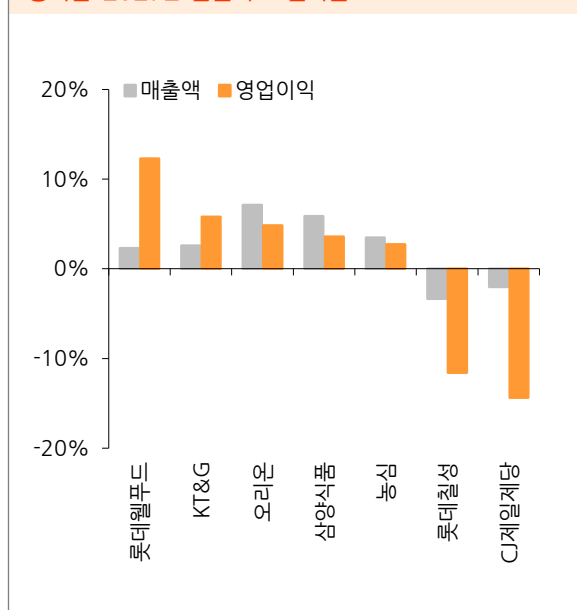
주: 2026년 10월 21일 기준, 점선은 5년 · 10년 평균
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

음식료 7사 2027E 컨센서스 추이



주: 2025년 12월 30일=100, 7사 합산
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

종목별 2027E 컨센서스 변화율



주: 2025년 12월 30일 → 2026년 10월 21일 변화율
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



삼양식품 (003230) 2027 음식료 Top pick

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 1,800,000원

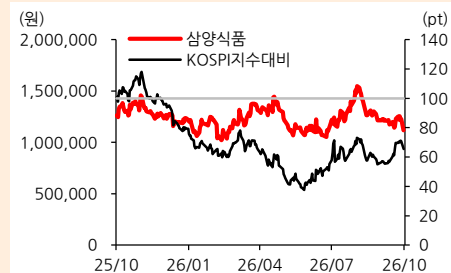
Stock Data

현재 주가(10/26)	1,116,000원
상승여력	▲ 61.3%
시가총액	84,068억원
발행주식수	7,533천주
52주 최고가/최저가	1,547,000 / 1,022,000원
90일 일평균 거래대금	696.16억원
외국인 지분율	18.6%

주주 구성

삼양라운즈스퀘어 (외 7인)	45.0%
국민연금공단 (외 1인)	11.2%
윤영희 (외 1인)	0.0%

Stock Price



2027년 매출액 3조 9,552억원(+28.1%), 2028년 매출액 4조 7,543억원(+20.2%) 전망

- 2027년 1분기 가동 예정인 중국 자싱 신공장은 월별로는 8월, 분기로는 4분기에 2교대 기준 Ramp-up 완료 예상. 2027년 평균 가동률은 50%로 추정
- 중국 자싱 신공장 완공 후 한국에서의 미국·유럽 생산분 확대 예상
- 미국 판매량 비중은 2025년 17% → 2026년 20% → 2027년 25%, 유럽 판매량 비중은 2025년 5% → 2026년 8% → 2027년 12%로 확대 전망

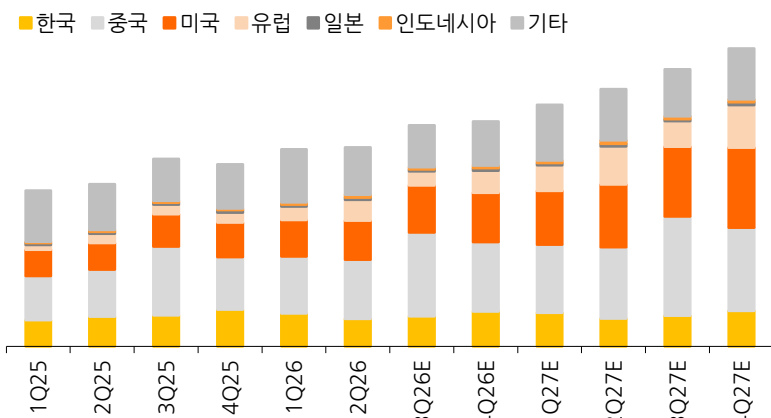
올해를 넘기지 않을 신공장 투자 결정 그리고 연이을 중국 2공장 투자 검토

- 중국 자싱 신공장은 2028년 가동률 100% 초과, 한국 공장은 중국 자싱 신공장으로 중국 생산분 이관에도 2029년 가동률 100% 초과 예상
- 2029년 공급 부족 사태가 불가피하기에 2026년 내 해외 신공장에 대한 의사결정이 이뤄질 것으로 예상
- 현 추정치 기준 2029년 생산 부족 물량이 상당하기에 2028년 하반기부터 중국 자싱 신공장은 3교대 체제에 돌입할 가능성이 높음
- 중국 자싱 신공장 외 해외 신공장뿐만 아니라 중국 내 추가 공장 투자도 검토될 가능성이 높을 것으로 판단

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,728	2,352	3,087	3,955	4,754
영업이익	345	524	722	919	1,128
EBITDA	391	588	805	1,008	1,223
지배주주순이익	272	389	567	693	854
EPS	36,106	52,217	75,960	92,932	114,534
순차입금	36	154	-145	-555	-1,156
PER	30.9	21.4	14.7	12.0	9.7
PBR	10.3	6.7	4.7	3.5	2.6
EV/EBITDA	21.6	14.6	10.3	7.8	5.9
배당수익률(%)	0.3	0.4	0.7	0.8	1.0
ROE	39.4	37.6	37.2	32.8	30.3

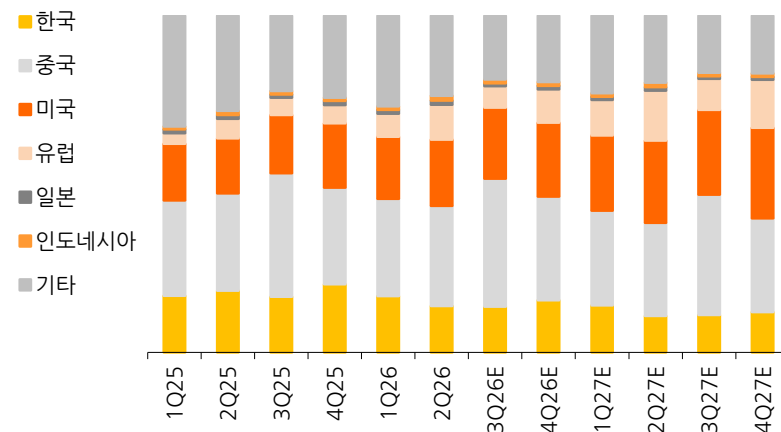
자료: 한화투자증권 리서치센터

삼양식품 지역별 판매량 추정



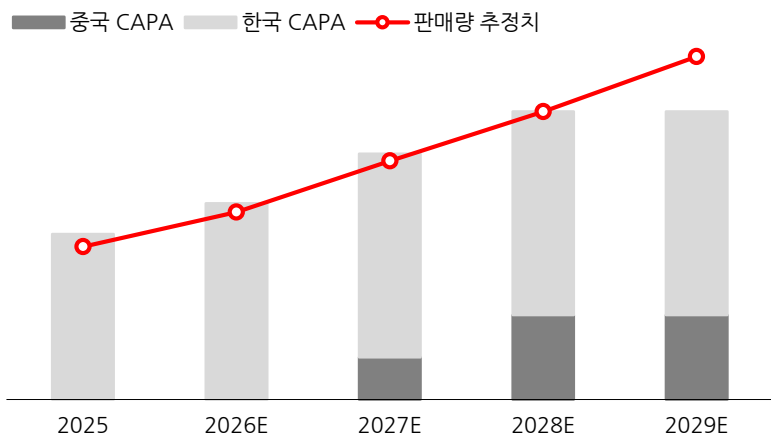
자료: 한화투자증권 리서치센터

삼양식품 지역별 판매량 비중 추정



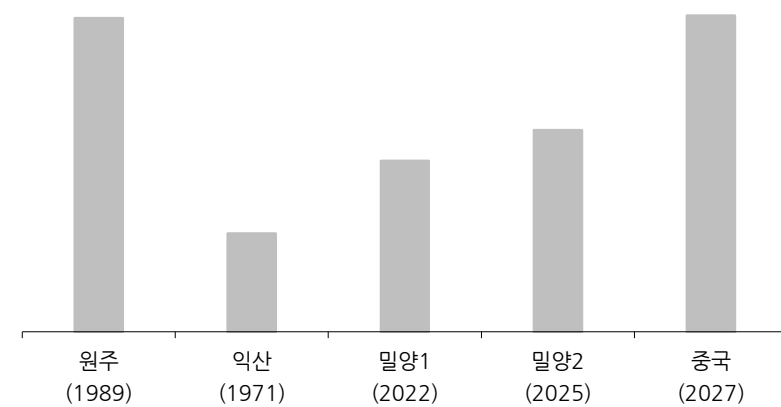
자료: 한화투자증권 리서치센터

삼양식품 CAPA 및 판매량 추정치



자료: 한화투자증권 리서치센터

삼양식품의 공장별 생산능력



자료: 한화투자증권 리서치센터



삼양식품 (003230) 실적 추정

[한화리서치센터]

삼양식품 분기 및 연간 실적 추정											
(십억 원, %)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	714	770	803	799	864	970	1,005	1,117	2,352	3,087	3,955
내수	129	124	128	135	134	129	133	140	468	517	536
해외	585	646	675	664	730	840	872	977	1,884	2,570	3,419
중국	166	181	243	192	189	197	274	230	580	782	890
미국	186	204	233	232	257	300	334	383	595	853	1,275
유럽	77	113	76	115	132	197	132	220	183	381	681
기타	156	148	124	126	152	145	131	144	525	554	573
YoY	35.0%	39.3%	27.1%	25.2%	20.9%	25.9%	25.1%	39.9%	36.1%	31.2%	28.1%
내수	23.2%	10.2%	5.2%	5.1%	3.7%	4.0%	3.9%	3.7%	19.3%	10.4%	3.8%
해외	38.0%	46.7%	32.3%	30.3%	24.7%	30.1%	29.1%	47.2%	41.0%	36.4%	33.0%
중국	36.4%	44.1%	31.4%	29.3%	13.5%	8.8%	13.0%	20.0%	41.2%	34.7%	13.9%
미국	39.8%	54.3%	49.5%	32.3%	38.6%	47.4%	43.8%	65.4%	57.2%	43.3%	49.4%
유럽	214.6%	125.9%	44.6%	105.3%	70.1%	74.5%	73.9%	91.9%	459.9%	108.2%	78.7%
기타	7.6%	11.8%	5.4%	-3.4%	-2.3%	-1.8%	5.7%	14.5%	2.3%	5.4%	3.4%
매출액 비중											
내수	18.1%	16.2%	15.9%	16.9%	15.5%	13.4%	13.2%	12.5%	19.9%	16.7%	13.6%
해외	81.9%	83.8%	84.1%	83.1%	84.5%	86.6%	86.8%	87.5%	80.1%	83.3%	86.4%
중국	23.3%	23.5%	30.2%	24.0%	21.9%	20.3%	27.3%	20.6%	24.7%	25.3%	22.5%
미국	26.0%	26.4%	28.9%	29.0%	29.8%	31.0%	33.3%	34.3%	25.3%	27.6%	32.2%
유럽	10.8%	14.7%	9.5%	14.4%	15.2%	20.4%	13.1%	19.7%	7.8%	12.4%	17.2%
기타	21.8%	19.2%	15.5%	15.7%	17.6%	15.0%	13.1%	12.9%	22.3%	17.9%	14.5%
영업이익	177	176	184	185	206	215	232	265	524	722	919
YoY	32.2%	46.7%	40.7%	32.9%	16.2%	22.3%	26.2%	43.5%	52.1%	37.8%	27.2%
영업이익률	24.8%	22.9%	22.9%	23.2%	23.8%	22.2%	23.1%	23.8%	22.3%	23.4%	23.2%

자료: 삼양식품, 한화투자증권 리서치센터



음식료/화장품 한유정
yujung.han@hanwha.com
3772-7693

II

화장품

하나에 기대지 않는 성장

Summary

1. 2027년 수출 178억 달러(+19.3%) 전망

- ❖ 1~9월 111.4억 달러(+30.8%)로 연간 150억 달러 가시권
- ❖ 2027년 화장품 수출은 Best 193억 달러(+29.2%) · Base 178억 달러(+19.3%) · Worst 164억 달러(+9.4%)로 추정
- ❖ Base 시나리오 상 성장 기여도는 유럽 6.4%p · 기타 4.5%p · 중동/CIS/중남미 3.3%p · 미국 2.9%p · 중화권 0.4%p

2. 다변화가 만든 구조

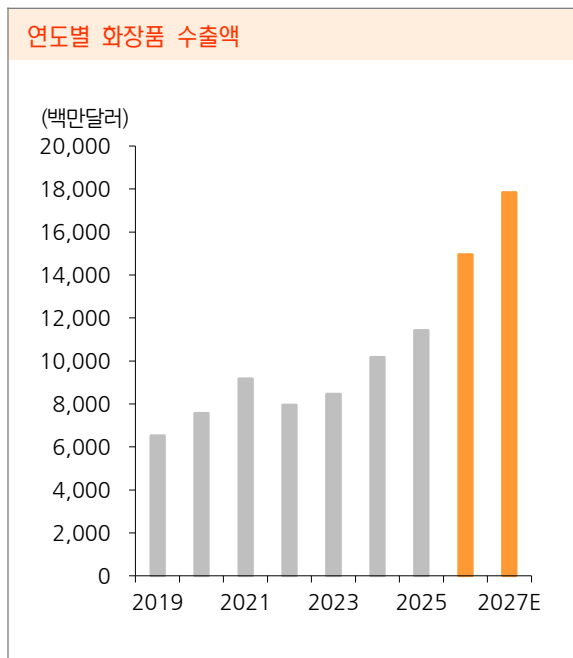
- ❖ 3대 권역 2021~2025년 CAGR -0.9% vs 나머지 +18.9%
- ❖ 수출 대상국은 202개국에 달해 성장 저변 확대



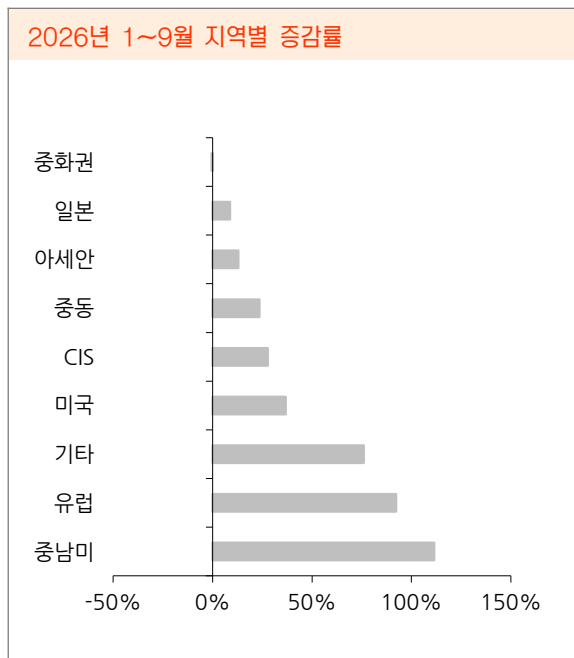
화장품 재가속, 그리고 넓어진 성장의 축

[한화리서치센터]

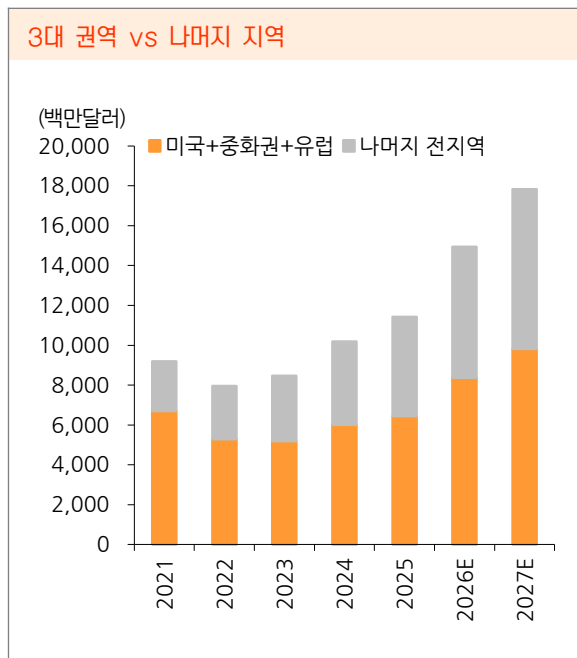
- ❖ 2026년 1~9월 화장품 수출 111.4억 달러(+30.8% YoY), 9월 15.1억 달러(+31.4%)로 월간 최대. 연간 수출 성장률은 2024년 +20.3% → 2025년 +12.3% → 2026년 +31%로 기저 부담에도 높은 성장세를 기록하며 연간 150억 달러 가시권
- ❖ 2026년 누적 증감률은 중남미 +111.3% · 유럽 +92.3% · 기타 +75.9% · 미국 +36.7% · CIS +27.8% · 중동 +23.5% vs 중화권 -0.4%. 성장이 특정 국가가 아닌 전 지역에서 발생되고 있다는 점이 유의미
- ❖ 미국 · 중화권 · 유럽 3대 권역의 2021~2025년 연평균 성장률 -0.9%, 나머지 전 지역 +18.9%. 나머지 비중 27.1%(2021) → 43.5%(2025) → 45.0%(2027E), 수출대상국 172 → 202개국
- ❖ 한 나라에 기대지 않는 구조가 2027년 +19.3% 전망의 가장 큰 근거



주: 2026E · 2027E는 당사 추정치
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



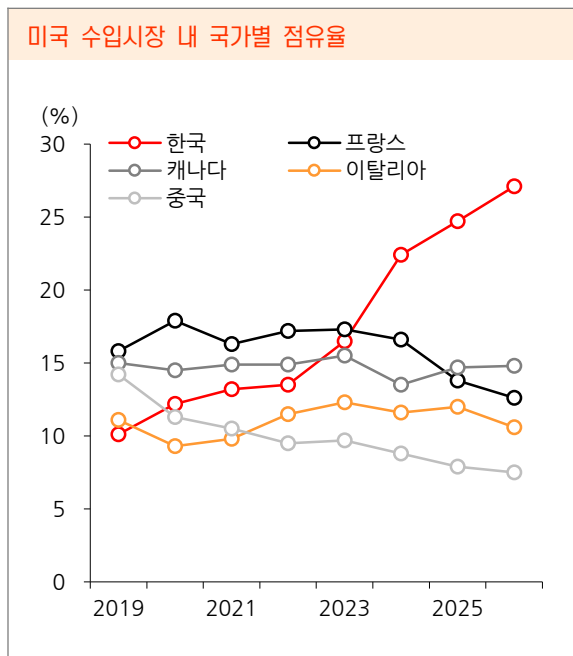
주: 2026E · 2027E는 당사 추정치
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



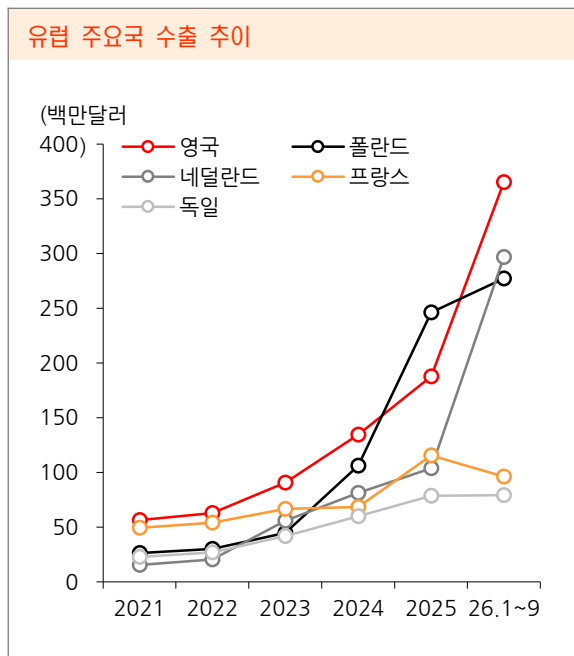
화장품 미국은 점유율, 유럽은 저변

[한화리서치센터]

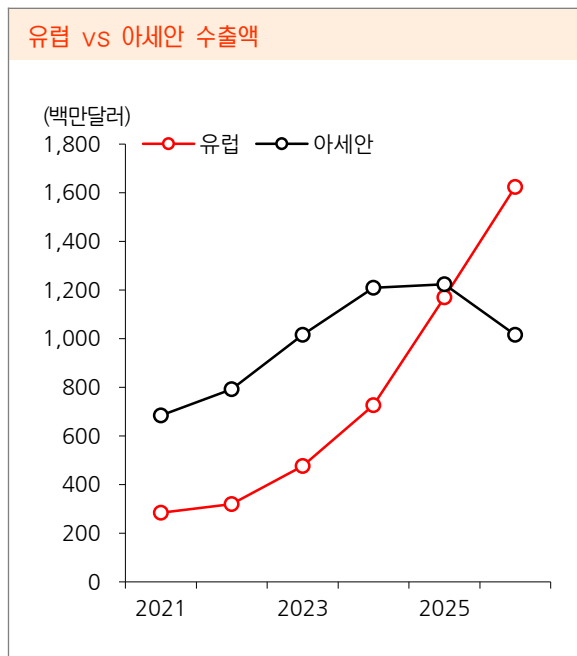
- ❖ 미국 화장품 수입시장은 2024년 75.9억 → 2025년 72.9억 달러로 줄었고 2026년 1~8월도 +2.4%에 그침. 같은 기간 한국산은 +17.2%, 점유율 10.1%(2019) → 22.4%(2024) → 27.1%(2026년 1~8월)
- ❖ 프랑스 -12.2% · 이탈리아 -10.6% · 일본 -5.3%의 자리를 한국이 가져오는 구조
- ❖ Base 시나리오 기준, 2027년 미국향 수출 증가율은 +14%, 미국 화장품 수입시장 내 한국 점유율은 +2.3%p로 가정
- ❖ 유럽향 2026년 1~9월 +92.3%: 영국 +171.7% · 네덜란드 +302.7% · 에스토니아 +208.4% · 폴란드 +55.9%
- ❖ 유럽 16.2억 달러가 아세안 10.2억 달러를 추월. 국가별 규모는 작아도 진출 가능 국가가 많아 중장기 여력이 큰 시장



자료: USA Trade Online, 한화투자증권 리서치센터



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



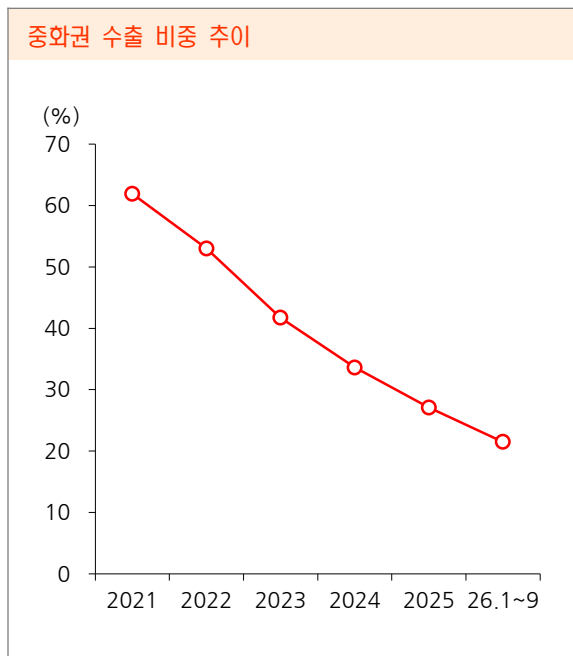
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



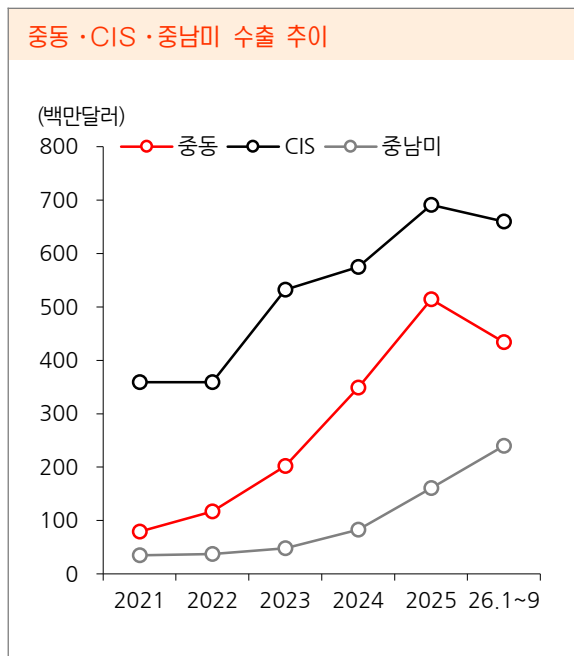
화장품 중화권은 옵션, 나머지가 본편

[한화리서치센터]

- ❖ 중화권 수출은 2026년 1~9월 -0.4%. 2025년 -11.2%에서 감소는 멈췄지만 회복은 아님. 전체 수출 내 중화권 비중 61.9%(2021) → 21.5%
- ❖ 중국 화장품 소매판매는 1~8월 +6.1%로 회복 중이나 로컬 브랜드 점유율 70%에 육박. 2027년 중화권 기여도는 0.4%p로, 하단은 닫히고 상단만 열린 옵션
- ❖ 중남미 +111.3%(브라질 +105.3% · 멕시코 +71.3%), CIS +27.8%(우즈베키스탄 +135.5%), 중동 +23.5%(튀르키예 +93.3%), 캐나다 +128.2%로 2.5억 달러
- ❖ 2027년 기여도에서 중동 · CIS · 중남미 합산 3.3%p가 미국 2.9%p를 상회. 개별 시장은 작지만 국가 수가 많아 합산 기여가 큰 것이 Others의 성격



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

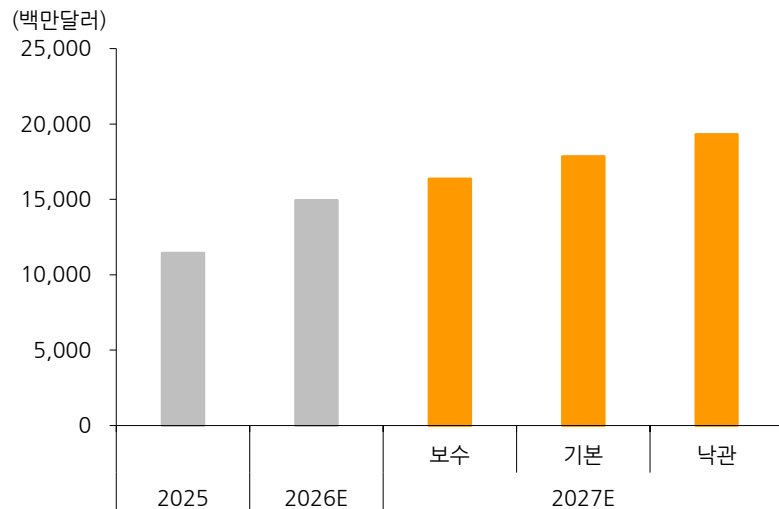


화장품 2027년 수출 +19.3%, 숫자의 구성

[한화리서치센터]

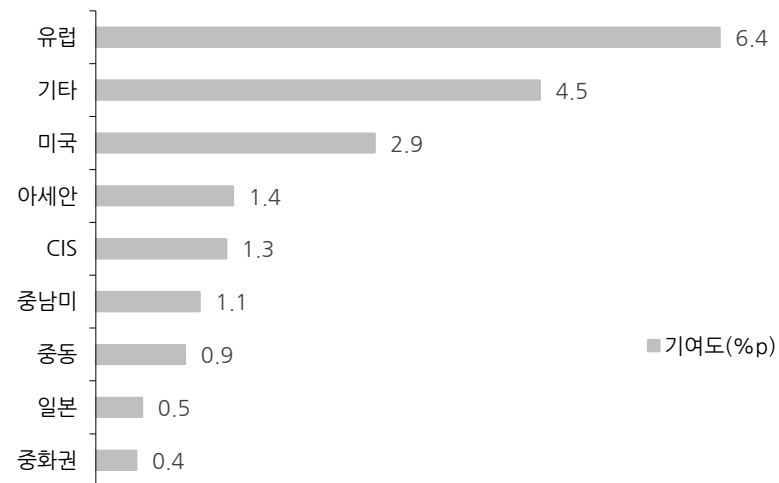
- ❖ 2027년 화장품 수출은 2026E 149.5억 달러 위에 지역별 성장률을 따로 두고 합산. 기본 178억 달러(+19.3%), 보수 164억 달러(+9.4%), 낙관 193억 달러(+29.2%)
- ❖ 기여도는 유럽 6.4%p > 기타 4.5%p > 중동·CIS·중남미 3.3%p > 미국 2.9%p > 중화권 0.4%p. 미국은 성장 기여의 15%에 불과, 중화권이 전년 수준이어도 19% 성장
- ❖ 낙관은 2026년 성장 속도(+31%)가 한 해 더 이어지는 경우, 보수는 주요 권역 성장이 절반으로 꺾이는 경우. 미국은 수입시장 정체를 반영해 +14%로 보수적으로 설정
- ❖ 2027년 전망의 근거는 특정 국가의 회복이 아니라 다변화된 구조

2027년 화장품 수출 시나리오



주: 2026E·2027E는 당사 추정치
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

2027년 지역별 성장 기여도(기본)



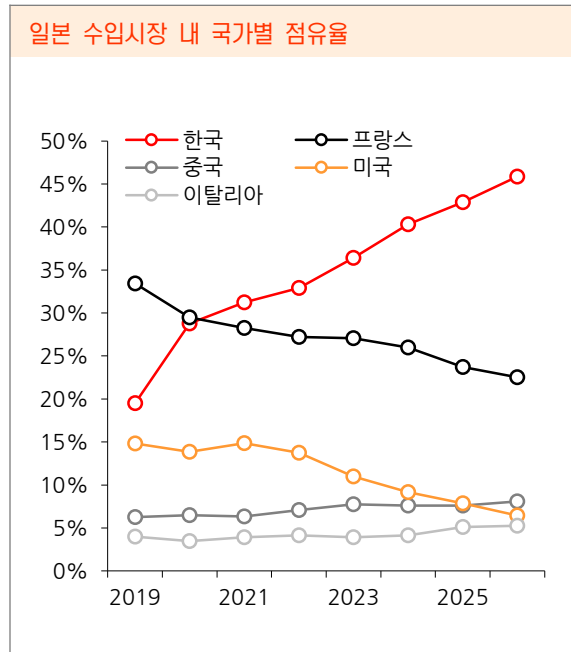
자료: 한화투자증권 리서치센터



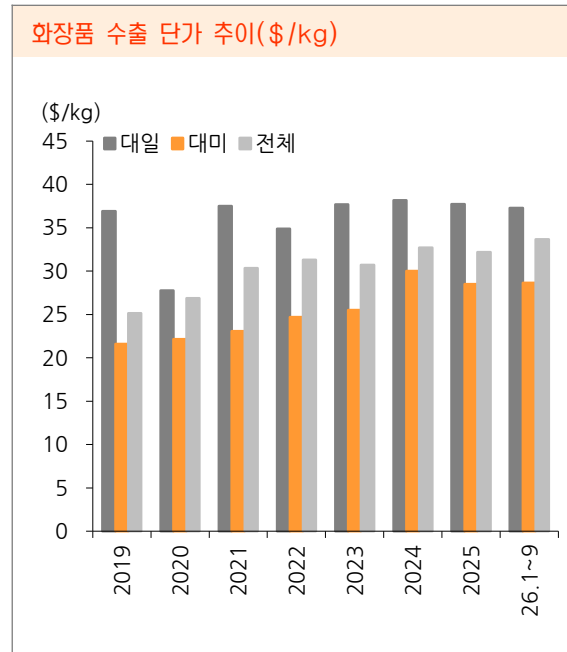
화장품 경쟁 심화와 피크아웃은 다르다

[한화리서치센터]

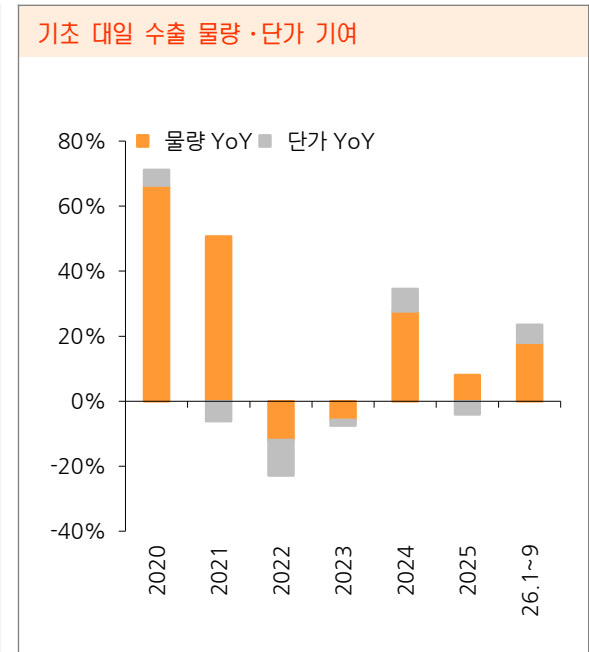
- ❖ 일본은 수출 총량은 늘어도 개별 기업 성장이 분산되는 중. 대일 수출 단가는 2024년 \$38.2 고점 → 2026년 1~9월 \$37.3으로 하락. 현재 주력 수출 시장인 미국으로의 수출 단가도 \$30.0 → \$28.7로 하락해 단가 하락이 과밀 경쟁의 초기 신호로 읽힐 여지
- ❖ 1) 수출 증가율은 둔화되었지만 일본 수입시장 내 한국 점유율은 45.9%로 견조한 입지 유지 중
- 2) 대일은 색조 단가가 전체를 끌어내린 반면 기초화장품 수출 단가는 +5.5%로 고점 유지 중
- 3) 대일 기초화장품 수출 물량은 +18.0%로 견조
- 4) 대미 단가에는 2026년 관세 효과까지 반영된 점을 감안하면 수출 단가 하락을 경쟁 심화와 과밀이라 해석할 이유는 없음



자료: 일본무역통계, 한화투자증권 리서치센터



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

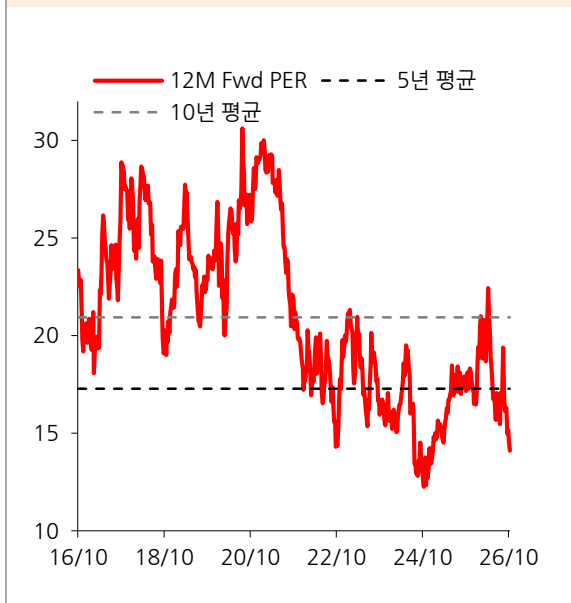


화장품 그룹에도 불구하고 이익이 올라가는 종목

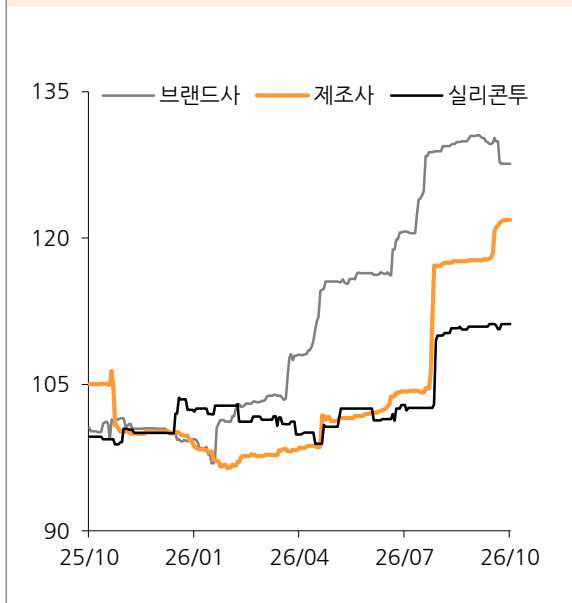
[한화리서치센터]

- ❖ 12M Fwd PER 14.1배는 4월 고점(22.4배) 대비 -37%, 5년 평균(17.3배) · 10년 평균(20.9배) 하회. 그 사이 9사 2027E 영업이익 컨센서스는 연초 대비 +24.1% 상향
- ❖ 브랜드사(에이피알 · 아모레퍼시픽 · LG생활건강 · 달바글로벌)의 2027년 영업이익 컨센서스는 연초 대비 +27.6% 상향됐지만 상향분의 87%가 에이피알(+68.6%)이었고, 나머지 기업들은 +2~8%에 불과. 이마저도 9월 이후 상향 조정 부재한 상황
- ❖ 제조사(코스맥스 · 한국콜마 · 코스메카코리아 · 펴멕코리아)의 2027년 영업이익 컨센서스는 연초 대비 +21.9% 상향. 상반기 보다는 2분기 실적 시즌 이후부터 본격 상향, 10월에도 진행 중(3개월 +16.9%). 매출 +17.4% 상향이 이익을 끈 구조
- ❖ 이익 추정치의 상향 가능성이 높은 코스맥스가 2027년 화장품 업종 최선호주

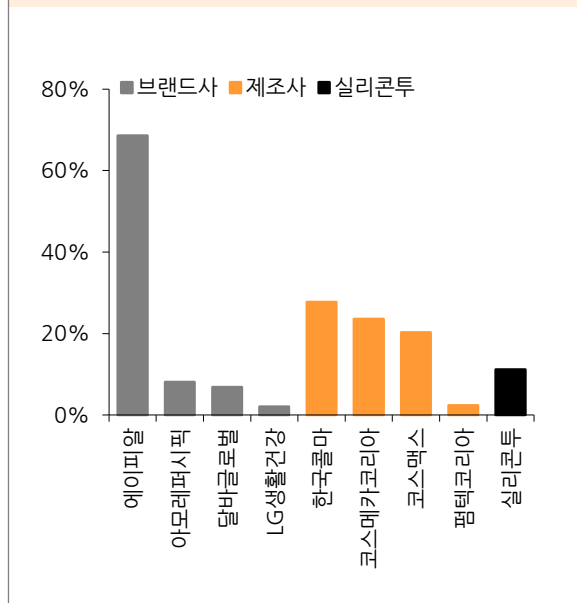
화장품 12M Fwd PER 추이



그룹별 2027E 영업이익 컨센서스 추이



종목별 2027E 영업이익 컨센서스 변화율





코스맥스 (192820) 2027 화장품 Top pick

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 370,000원

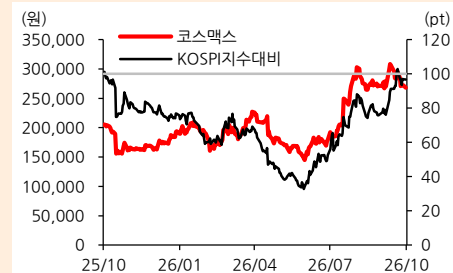
Stock Data

현재 주가(10/26)	268,000원
상승여력	▲ 38.1%
시가총액	30,417억원
발행주식수	11,350천주
52주 최고가/최저가	308,500/144,900원
90일 일평균 거래대금	336.33억원
외국인 지분율	33.9%

주주 구성

코스맥스비티아이 (외 11인)	27.5%
국민연금공단 (외 1인)	12.9%
NorgesBank (외 1인)	6.1%

Stock Price



2027년 매출액 3조 8,106억원(+20.8%), 2028년 매출액 4조 4,376억원(+16.5%) 전망

- 2026년 상반기 연결 매출액은 +21.8% YoY로 전체 수출 증가율 +29.6% YoY를 하회하였으나 하반기는 +41.3% YoY로 전체 수출 증가율을 크게 웃돌 전망
- 2027년 연결 매출액은 +20.8% YoY 성장할 것으로 추정하는데, 한국 법인의 매출 성장률은 +19.5% YoY로 전체 수출 증가율 수준으로 보수적으로 가정한 수준
- 저마진 제품들의 생산성 향상, 색조 수주 성장 전환, 대형 발주 비중 확대에 이익 증가율(+25.7% YoY)이 매출 성장률(+20.8% YoY)을 상회할 것으로 기대

투자의견 BUY, 목표주가 370,000원 유지

- 2023~2028E 연평균 매출 성장률은 +20.1%에 달할 전망
- 한국 법인의 성장 뿐만 아니라 중국, 미국, 동남아 등 해외 법인의 고성장이 전사 실적 성장과 Valuation Re-rating을 견인할 것으로 기대

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,166	2,399	3,153	3,811	4,438
영업이익	175	196	281	354	425
EBITDA	244	270	380	476	556
지배주주순이익	86	123	185	221	269
EPS	7,560	10,847	16,269	19,464	23,746
순차입금	705	846	945	957	923
PER	35.5	24.7	16.5	13.8	11.3
PBR	6.4	5.4	4.3	3.5	2.8
EV/EBITDA	15.3	14.4	10.5	8.4	7.1
배당수익률 (%)	0.9	1.2	1.9	2.1	2.6
ROE	20.5	23.9	29.2	28.0	27.5

자료: 한화투자증권 리서치센터



코스맥스 (192820) 실적 추정

[한화리서치센터]

코스맥스 분기 및 연간 실적 추정											
(십억 원, %)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	682	795	822	855	872	946	981	1,012	2,399	3,153	3,811
국내	423	518	556	542	543	603	656	637	1,527	2,040	2,439
해외	284	305	290	341	356	374	356	408	936	1,220	1,493
이스트	195	197	179	227	232	243	221	270	633	798	966
상해	135	145	119	152	162	181	151	184	425	550	678
광저우	56	49	55	63	63	56	64	74	188	222	258
동남아	47	54	47	48	58	63	59	61	171	197	241
인도네시아	23	29	28	33	30	35	35	40	98	113	140
태국	24	25	19	15	28	28	24	21	73	83	102
미국	42	54	63	66	67	68	76	76	133	225	286
YoY	15.9%	27.5%	40.3%	42.3%	27.8%	19.0%	19.4%	18.4%	10.7%	31.5%	20.8%
국내	16.7%	23.3%	45.0%	50.8%	28.2%	16.3%	18.0%	17.5%	12.4%	33.7%	19.5%
해외	15.8%	37.1%	35.6%	33.7%	25.6%	22.5%	22.8%	19.5%	7.8%	30.3%	22.4%
이스트	19.6%	32.9%	28.0%	24.9%	19.0%	23.0%	23.3%	19.2%	10.1%	26.1%	21.0%
상해	23.8%	33.3%	30.5%	30.0%	20.2%	25.1%	26.9%	21.5%	14.2%	29.4%	23.3%
광저우	15.0%	19.1%	19.8%	19.0%	13.7%	15.3%	18.0%	17.3%	1.9%	18.2%	16.1%
동남아	-12.1%	22.4%	29.3%	31.0%	23.1%	17.4%	24.7%	26.9%	9.1%	14.9%	22.8%
인도네시아	-23.2%	38.5%	30.1%	30.0%	30.8%	19.9%	24.1%	21.0%	-13.7%	15.7%	23.5%
태국	1.7%	7.9%	28.1%	33.3%	15.9%	14.4%	25.6%	40.3%	68.3%	13.9%	22.0%
미국	46.5%	79.4%	70.8%	79.3%	58.9%	25.8%	19.9%	14.9%	-3.3%	69.9%	27.1%
영업이익	53	74	84	70	78	89	102	84	196	281	354
별도	38	56	67	55	50	67	79	65	155	216	260
국내외연결법인	15	17	18	15	28	22	24	19	41	65	93
YoY	3.3%	21.3%	97.5%	71.7%	47.6%	20.9%	21.2%	19.7%	11.6%	43.7%	25.7%
별도	10.8%	13.0%	94.5%	52.3%	32.0%	18.6%	18.0%	17.5%	11.4%	39.8%	20.5%
국내외연결법인	-11.8%	58.9%	109.5%	216.2%	86.7%	28.3%	33.4%	27.6%	12.3%	58.4%	43.0%
영업이익률	7.8%	9.3%	10.3%	8.2%	9.0%	9.4%	10.4%	8.3%	8.2%	8.9%	9.3%
별도	9.0%	10.9%	12.0%	10.1%	9.2%	11.1%	12.0%	10.1%	10.1%	10.6%	10.7%
국내외연결법인	5.8%	6.3%	6.7%	4.9%	8.6%	6.5%	7.3%	5.2%	4.7%	5.9%	6.8%

자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터





지주/유통의류 이진협
jinhyeob.lee@hanwha.com
3772-7638

III

유통/의류

Into the unknown

Summary

1. 26년 Review

- ❖ 상반기 아웃퍼폼했던 백화점의 주가는 하반기 결국 시장을 언더퍼폼
- ❖ 본질은 실적 전망치의 정체. 높은 기저구간에도 성장할 수 있는 모습을 보일 수 있느냐가 관건

2. 27년 Preview

- ❖ 금리, 자산가격 등 비우호적 매크로 환경에 전체적 소비가 좋다고 말하기는 어려울 것
- ❖ 반도체 기업 중심의 소득 양극화로 인해 양극화 강도는 더욱 강해질 것
- ❖ 사치재 중심의 소비만 강세 전망
- ❖ 외국인 모멘텀은 27년에도 지속 예상. 환율 영향은 단기적에 지나지 않을 것

3. 사치재 중심의 투자전략 유효

- ❖ 백화점 중심의 투자전략 유효. 유통업종 롯데쇼핑, 의류업종 한섬 최선호주 제시
- ❖ 백화점의 구조적 성장이 시장 기대치에 미치지 못할 경우 편익점이 대안일 될 것

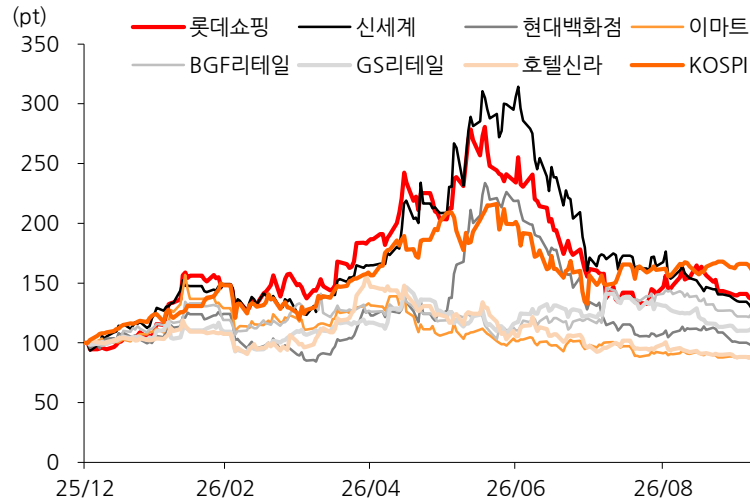


26년 Review 결국 언더퍼폼

[한화리서치센터]

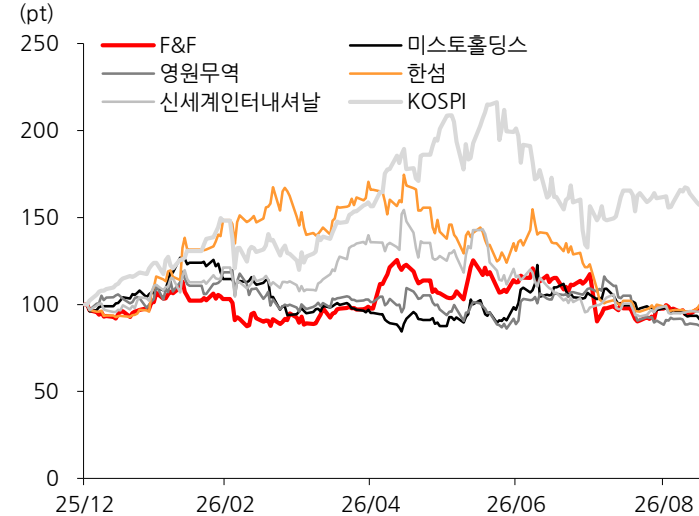
- ❖ 유통/의류업종의 26년 주가수익률은 각각 -0.2% YTD, -11.7% YTD를 기록하며, KOSPI 대비 각각 31.9%p, 43.4%p 하회
- ❖ 내수소비 강세와 외국인 인바운드 모멘텀이 부각된 백화점의 경우, 상반기까지 KOSPI 대비 +51%p 아웃퍼폼하는 모습을 시연하기도 했으나, 하반기 자산 효과 위축, 원화 강세에 따른 인바운드 모멘텀 우려 등에 의한 주가 약세로 인해 25.8%p 언더퍼폼을 기록
- ❖ 당사 유통/의류 커버리지 중 BGF리테일, 한섬 정도만 KOSPI 수준의 수익률을 기록. BGF리테일은 편의점 업황 호조에 더해 하반기 방어주에 대한 시장 관심이 확대된 영향. 한섬은 주주환원 강화 및 내수 의류 턴어라운드, 신규 브랜드 모멘텀 부각

유통업종 주가 수익률



자료: 퀀티와이즈, 한화투자증권 리서치센터

의류업종 주가 수익률



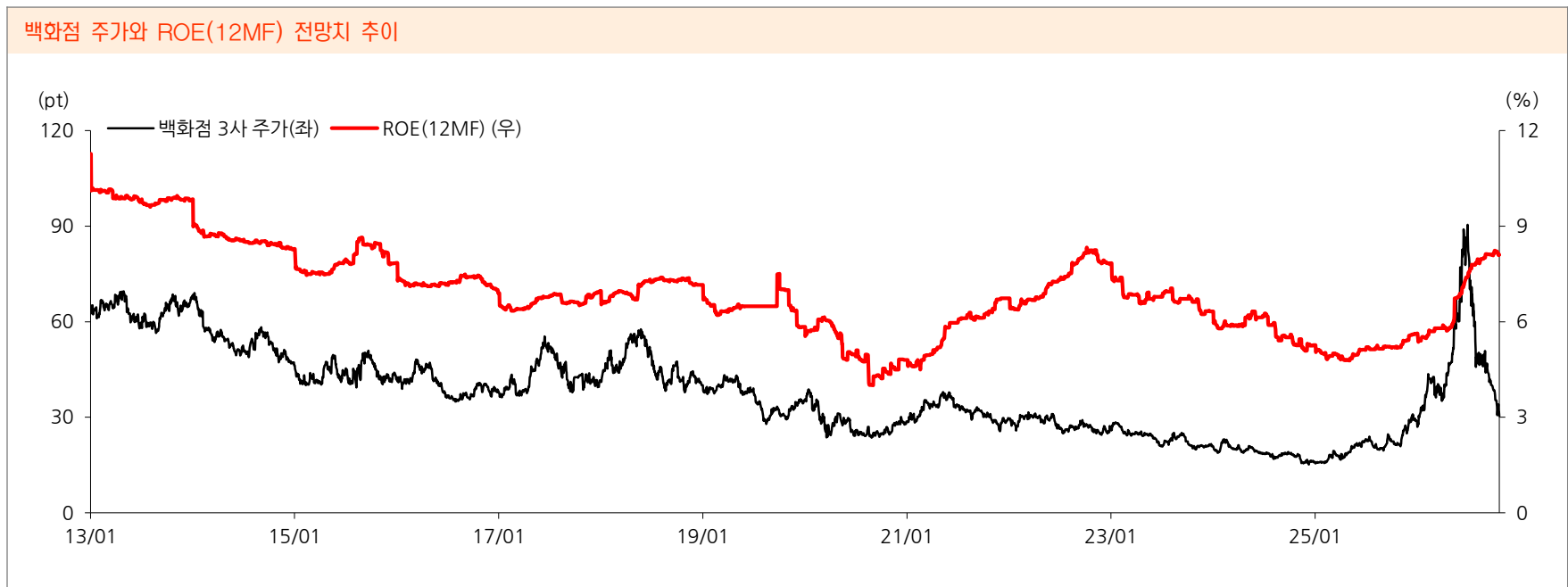
자료: 퀀티와이즈, 한화투자증권 리서치센터



26년 Review 상하반기 너무나 다른 백화점. 근본적 이유는?

[한화리서치센터]

- ❖ ROE 컨센서스의 정체가 백화점 주가 정체(조정)의 주요 원인
- ❖ 백화점 주가 조정에 대해 여러 시각이 존재. 7월 진행된 증시의 강한 조정에 따른 부의 효과 위축과 원/달러 환율 강세로 인한 외국인 매출 성장률 둔화 가능성 등이 대표적
- ❖ 본질적 내부적 요인에만 집중해본다면, ROE 전망치의 정체. 장기적으로 보았을 때, 백화점 뿐만 아니라 유통업종 대부분이 ROE 전망치의 방향성과 주가가 동조해 왔었고, 상반기 백화점 업종 강세는 ROE 전망치의 강한 상향조정을 주가가 반영한 것이라 볼 수 있음
- ❖ 때문에 하반기부터 ROE 전망치 상향보다 조정되는 상황에서 주가 조정이 나타나고 있는 것으로 해석해볼 수 있음



주: ROE의 경우 아웃라이어 전망치로 인해 롯데쇼핑 제외한 값 적용
자료: 퀀티와이즈, 한화투자증권 리서치센터

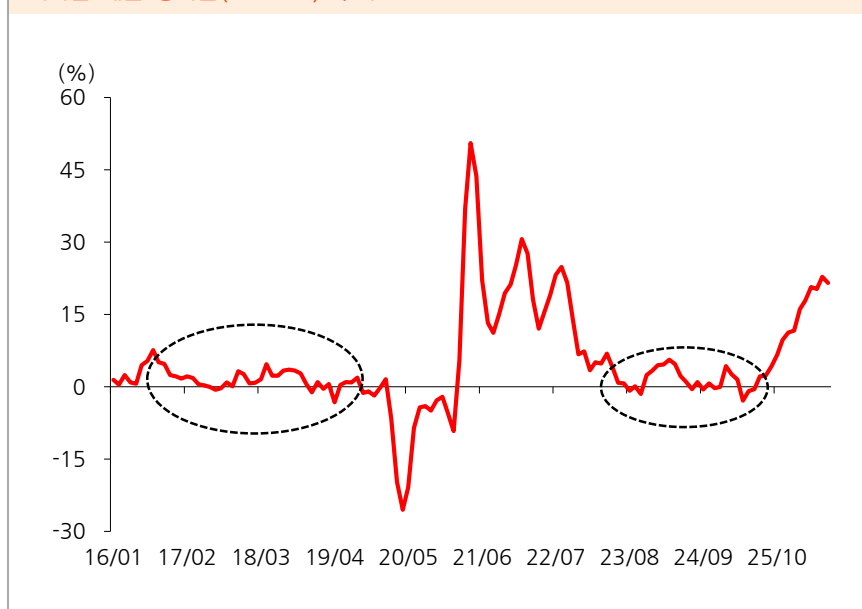


26년 Review 백화점 실적 전망치가 상향되기 위해선?

[한화리서치센터]

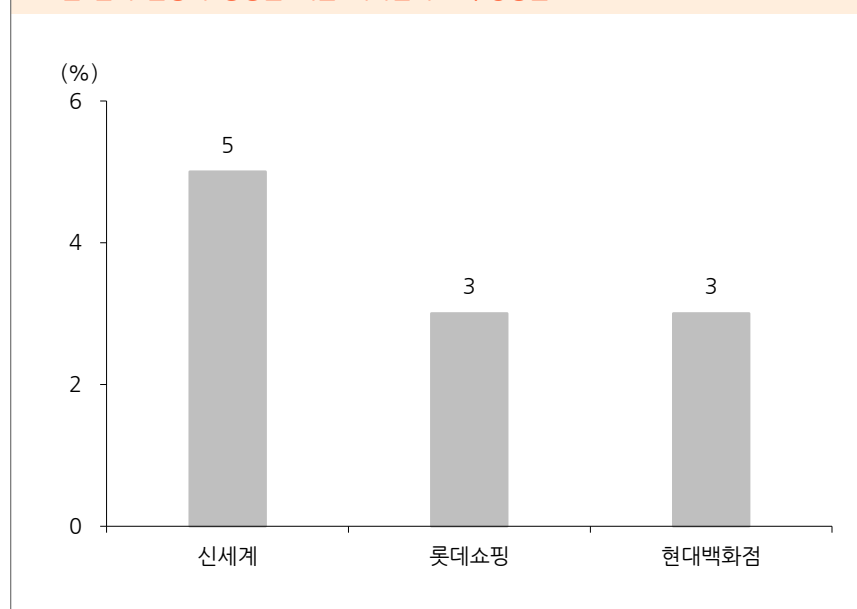
- ❖ 최근 10년 간 백화점은 코로나19와 같은 특이사항이 없을 경우, 0% ~ 10% 내에서 성장 사이클을 형성해왔는데, 올해에는 +20%를 상회하는 성장을 보여준 상황
- ❖ 높은 기저구간에 진입하는 상황에서 27년 전망치를 선제적으로 끌어올리기는 어려움
- ❖ ROE 전망치가 주가의 방향성을 결정한다면, 실적 전망치 상향이 진행될 수 있는 수준의 기존점 성장률 레벨이 지속적으로 유지될 수 있는 지가 관건이 될 것. 27년 백화점의 증익을 위한 최소 요구성장률은 롯데쇼핑/현대백화점 +3%, 신세계 +5% 수준
- ❖ 기저가 높은 27년 상반기, 최소 요구성장률을 이상을 할 수 있다는 확신을 얻기 위해선 4분기 성장률 롯데쇼핑/현대백화점 +HSD%, 신세계 +DD% 수준을 기록할 필요

백화점 매출 증가율(3MMA) 추이



자료: 산업통상부, 한화투자증권 리서치센터

27년 실적 전망치 상향을 위한 백화점의 요구성장률



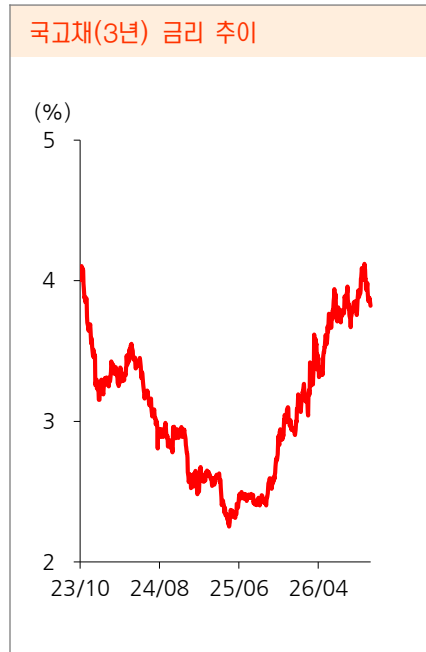
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



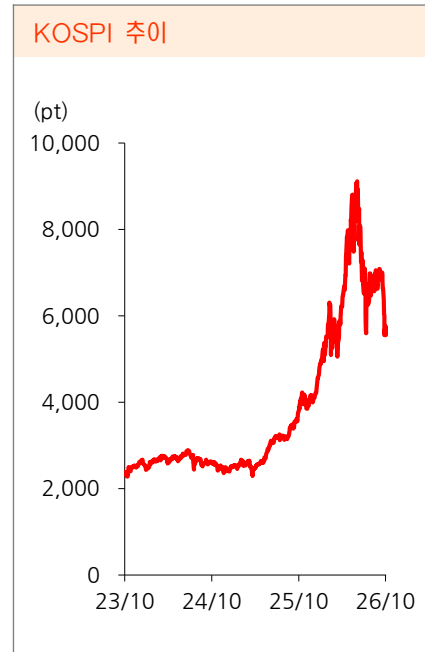
27년 소비 전망 모든 소비가 좋을 것이라고 말하긴 어려운 환경

[한화리서치센터]

- ❖ 27년 소비를 둘러싼 매크로 환경이 우호적이지 않은 것은 사실. 중동정세에 따른 고유가와 AI 투자 사이클로 인한 경제성장을 상향이 물가 상승 압력으로 작용하며 고금리 구간에 진입
- ❖ 증시는 하반기 조정세가 이어지고 있으며, 서울 부동산 가격 상승이 나타나나, 상급지인 강남의 경우 정부의 부동산 정책으로 하락 전환하는 등 자산 효과는 위축
- ❖ 글로벌 수요 둔화 우려를 반영하며 주요 럭셔리 기업 주가 부진이 이어지고 있음



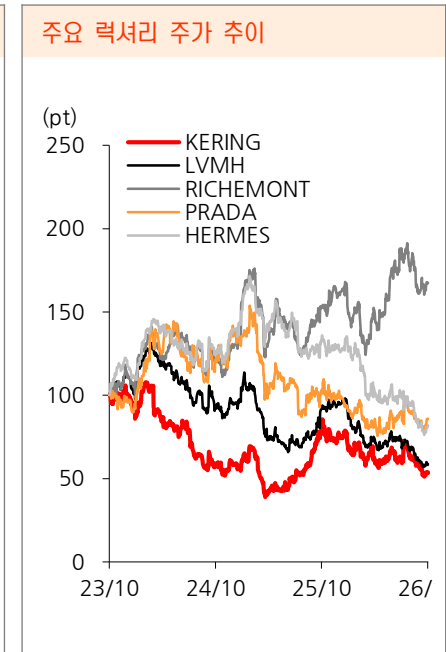
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



자료: 퀀티와이즈, 한화투자증권 리서치센터



자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터



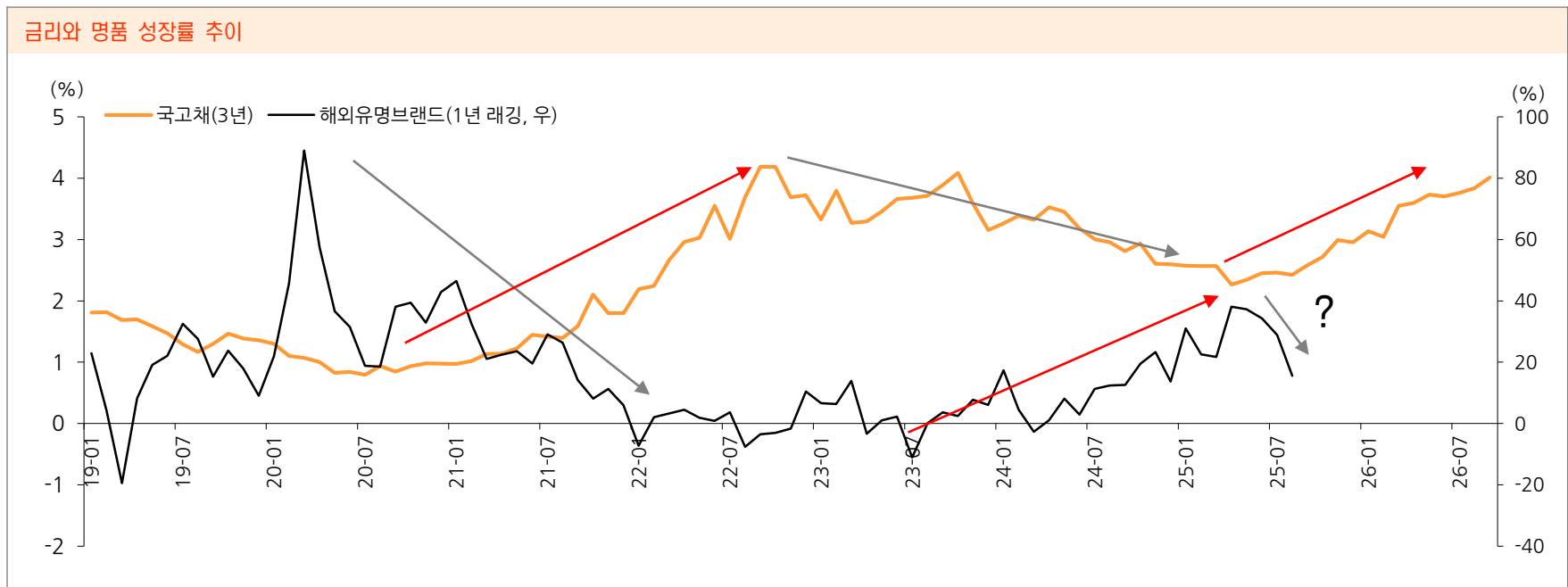
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



27년 소비 전망 일반적이라면 사치재 소비 부진 불가피

[한화리서치센터]

- ❖ 일반적인 환경이었다면, 27년 유통/의류업종 투자전략은 필수소비재 중심의 방어적 전략(백화점/의류 보다는 대형마트/편의점 우위)이 유효한 상황
- ❖ 물가는 실질 소득 증가를 억제하고, 금리 상승은 자산가격의 상승 모멘텀을 약화시켜 부의 효과를 기대하기 어렵게 하기 때문. 금리의 경우 이자비용 등 가계비용 증가도 이끌어 냄
- ❖ 실제 19년부터 금리와 명품 성장률 추이를 살펴볼 때 금리가 상승할 경우, 1년 후 명품성장률이 둔화되었고 금리가 하락할 경우, 1년 후 명품성장률은 반등하는 모습을 보여왔던 것이 사실



자료: 한화투자증권 리서치센터



27년 소비 전망 양극화 강도 ↑

[한화리서치센터]

- ❖ 변수는 반도체기업의 대규모 성과급이 될 것. 삼성전자와 SK하이닉스 양사의 성과급 전체 규모는 약 60~70조원 수준으로 추산되고 있음(인당 7~8억 원 수준). 우리나라 1년 소비 시장 규모의 약 12~14%를 차지하는 막대한 규모. 문제는 막대한 규모의 소득이 전체 인구의 0.2%에 불과한 반도체기업 임직원에게 집중되는 것. 소비의 양극화는 확대될 수 밖에 없을 것. 소득의 확대에 따른 소비의 전방위적 확산보다는 일부 고가 사치재 중심의 소비 확대가 전망
- ❖ 반도체기업 주주환원 확대에 따른 자산소득 증가 효과도 기대됨. 개인투자자가 확보하게 되는 배당소득 약 15조원 추정. 펀드 분배금, 반도체기업 지분 보유기업의 배당 연계 확대까지 감안할 경우, 그 규모는 더욱 커질 것. 자본소득 역시, 양극화를 이끄는 요인이 될 전망
- ❖ 결론적으로 소비 시장을 둘러싼 매크로 환경 부진하나, 특수성이 있는 시기이기에 사치재에 대한 소비 강세 지속될 것

반도체 고노출 지역 품목별 카드사용액 상대강도					
품목/지역	이천	청주 흥덕	화성	평택	용인 기흥
전체	-0.3	2.5	2.6	-0.4	-0.8
자동차	0.2	0.5	0.6	0.3	0.5
고가재량	0.5	0.5	0.2	-0.2	0.2
온라인	0.2	1.2	1.2	0.6	0.0
외식	-0.6	0.0	0.1	-0.3	-0.3
생활소비	-0.2	0.2	0.2	-0.3	-0.5
여가문화	-0.1	0.0	0.0	-0.0	-0.1
의료 교육	-0.4	-0.0	-0.1	-0.3	-0.1
연료	0.2	0.1	-0.0	0.1	-0.3
기타	-0.2	0.1	0.3	-0.2	-0.2

주: 전국대비
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

삼성전자 주주환원정책 공시
<p>□ 2026년 주주환원 예상 규모 및 시행 방안</p> <ul style="list-style-type: none"> - 2026년 경영실적 및 투자 등에 따라 변동 가능하나, 2026년 주주환원 잔여 자원(3년간 총 FCF 50%에서 2024~2025년에 시행한 29.3조원 차감)은 약 90~110조원 규모로 예상 <p>* 3년간 총 FCF 산정시 보증금 성격의 메모리 제품 LTA(장기공급계약) '선수금' 및 임직원 성과급 주식보상 관련 지출액은 차감</p> <ul style="list-style-type: none"> - 2026년 3분기에는 정규 분기배당을 포함해 30조원 내외 규모의 현금배당을 시행할 계획으로 2026년 10월말 개최될 이사회에서 구체적인 내용을 확정할 예정 - 2026년 결산 후 2027년 1월말 개최 예정인 이사회에서 나머지 주주환원의 규모 및 구체적인 시행 방안을 최종 결정하여 별도 발표할 계획 - 나머지 주주환원은 현금배당과 자기주식 매입/소각을 종합적으로 고려하여 시행 예정

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

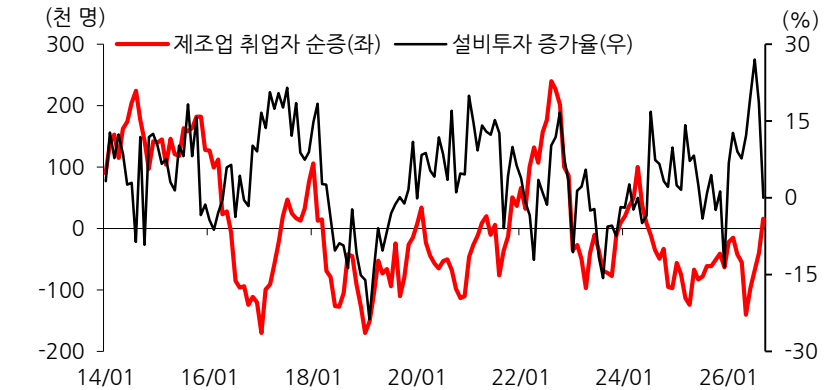


27년 소비 전망 고용 회복 가능성은 긍정적

[한화리서치센터]

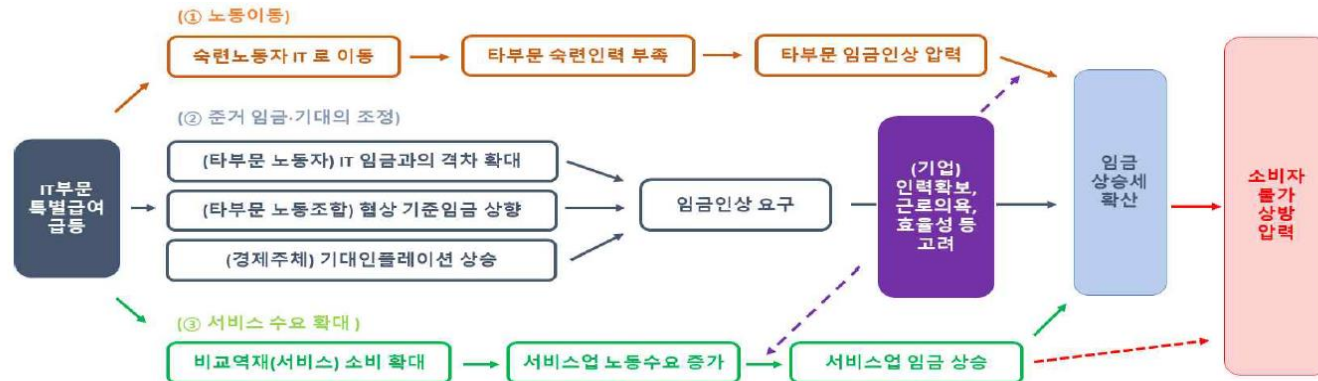
- ❖ 설비투자자는 5월 이후 두 자릿수 성장세를 이어가고 있음. AI 수요가 강하며, 정부의 3대 메가프로젝트 등 대규모 투자 집행이 예정되어 있기 때문에 설비투자 강세는 이어질 공산이 높을 것
- ❖ 제조업 고용은 아직까지 유의미한 회복을 보이고 있지 못한 상황이나, 설비투자 이후 시차를 두고 고용 증가가 이어질 수 있을 전망
- ❖ 중장기적으로는 반도체기업 중심의 소득 증가가 파급효과를 일으키며 전방위적인 고용/임금 증가로 이어질 수 있을 지가 주목됨

설비투자자수 증가율과 제조업 고용 순증 추이



자료: KOSIS, 한화투자증권 리서치센터

IT부문 특별급여 상승이 여타 부문 임금상승을 통해 물가로 파급되는 경로



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

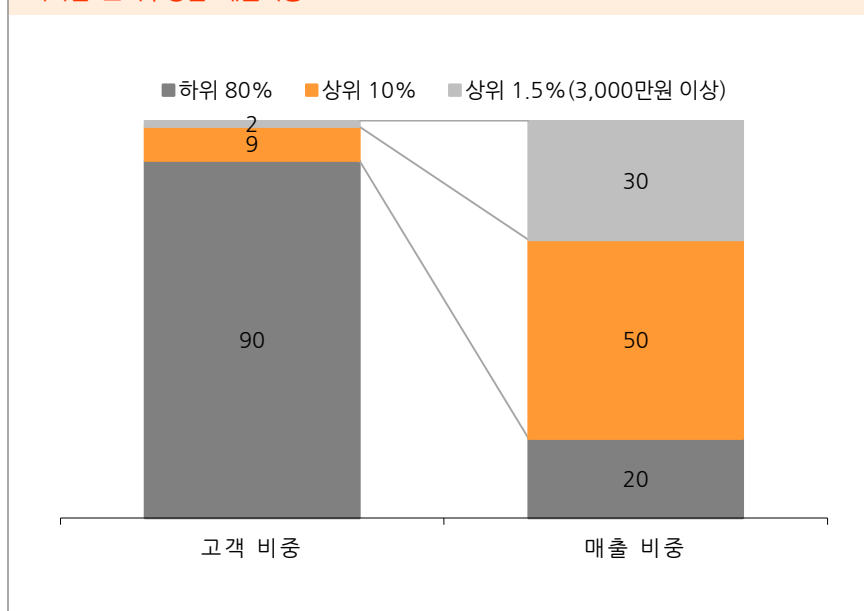


백화점 선호 양극화 강화 > 매크로 우려

[한화리서치센터]

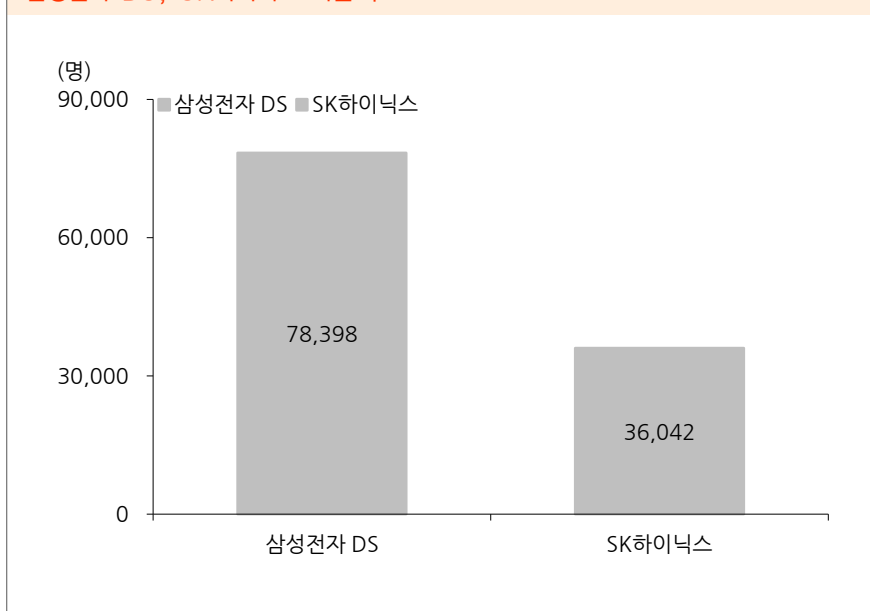
- ❖ 백화점은 상위 10% 고객이 매출액의 80%를 차지하는 소비 양극화 채널. 상대적 영향이 제한적이기는 하나, 상위 VIP도 금리 상승, 자산 가격 부담 등에 따른 소비 감소 가능성에 노출된 것은 사실
- ❖ 만일 상위 10%의 백화점 소비가 10%가 줄어든다고 가정을 하면, 백화점 매출 감소 영향은 -8% 수준. 여기서 추가로 고려해야 할 것은 신규 VIP가 될 수 있는 반도체기업 임직원이 될 것. 삼성전자 DS, SK하이닉스 직원 수는 약 11만명 수준. 이들이 연간 3,000만원 이상 소비 VIP(상위 1.5%, 약 6만명)로 유입될 경우, 백화점 입장에서 신규 창출되는 매출은 약 60%. 결론적으로 매크로 우려보다 양극화가 강화되어 VIP 저변이 넓어지는 것이 백화점 매출에 미치는 영향이 더 클 것
- ❖ 백화점의 매출이 감소한 사례는 메르스(15년), 코로나19(20년) 등 외부충격이 없었다면 제한적이었음

백화점 고객구성별 매출비중



자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

삼성전자 DS, SK하이닉스 직원 수



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터



백화점 선호 환율은 단기적 영향

[한화리서치센터]

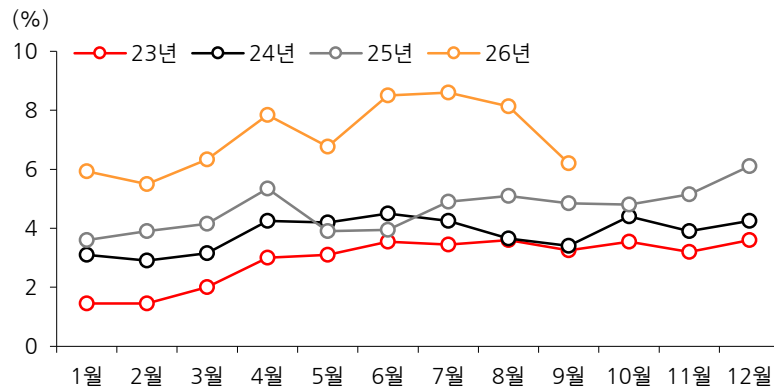
- ❖ 하반기 들어 원화 강세가 급격히 진행 중. 원화 강세로 인해 외국인 구매력 위축은 불가피. 실제 9월 백화점 3사 평균 외국인 매출비중은 6.2%로 7월 8.6%를 고점으로 하락 중에 있음 것이라 판단. 환율 등의 영향을 고려하여, 럭셔리 기업들이 글로벌 가격 리밸런싱을 진행하기 때문
- ❖ 최근 부쉐론의 사례가 대표적. 글로벌 가격 리밸런싱을 진행. 이후 환율로 깨졌었던 한국 = 일본 < 홍콩 < 중국' 의 가격 포맷이 회복됨. 이에 따라 다시금 중국인관광객 입장에서의 한국의 가격 메리트가 확보됨
- ❖ 주요 럭셔리 가격 리밸런싱은 연말/연초에 진행될 공산이 높음

원/달러 환율 추이



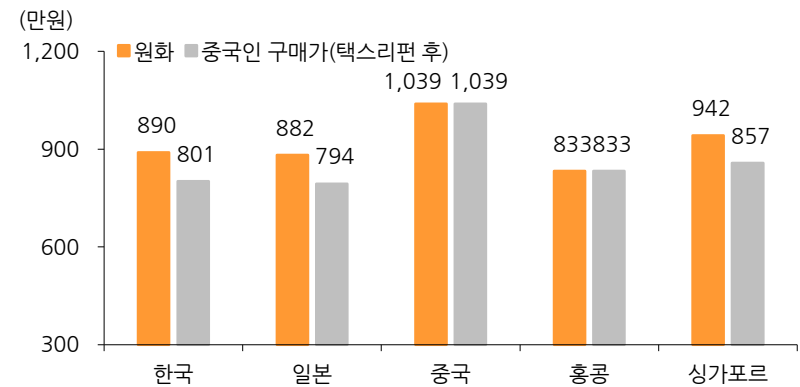
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

백화점 외국인 매출 비중 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

부쉐론 가격 리밸런싱 이후 아시아 주요국가 가격 비교



주: 부쉐론 가격은 10/23 기준

자료: Boucheron, 한화투자증권 리서치센터

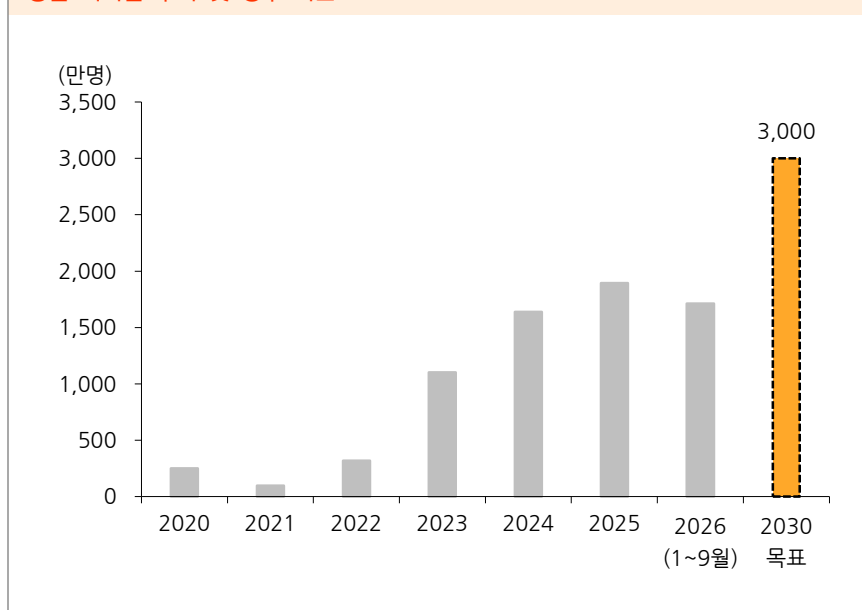


백화점 선호 외국인 모멘텀은 구조적

[한화리서치센터]

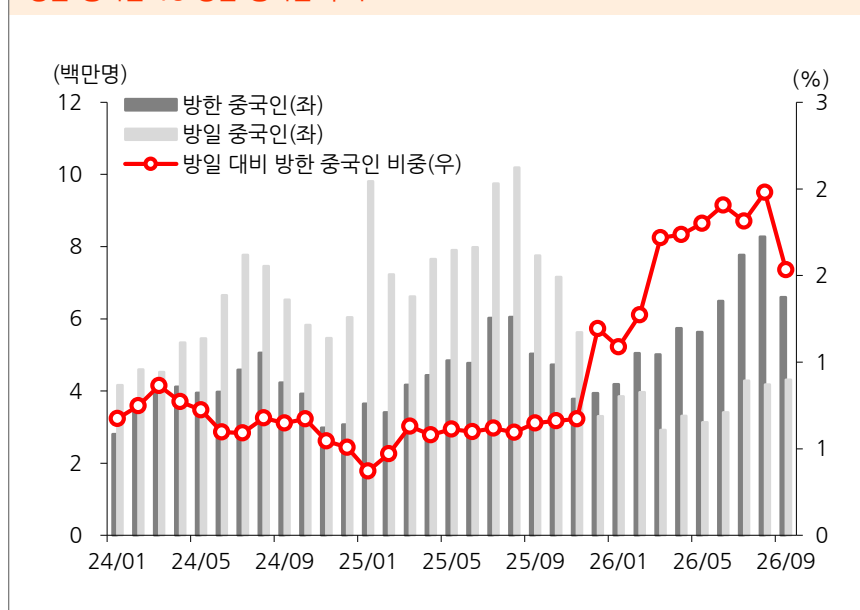
- ❖ 올해부터 인바운드 모멘텀이 부각된 것은 가격적 메리트 이전에 중일관계 악화에 따른 지정학적 관점의 수혜. 한한령을 감안하면, 단기적 해소는 어려울 전망
- ❖ 또한 25년 기준 1,000만명에 육박하는 방일 중국인(참고. 25년 방한 외국인 1,894만명)을 수용할 수 있는 항공편/숙박시설 등의 인프라 공급부족으로 인바운드 병목이 형성. 초과 수요에 대응한 인프라 공급이 확대가 곧 외국인 관광객 성장인 상황이 장기간 지속 전망
- ❖ 한국의 아시아 내 입지 강화로 인해 한국의 쇼핑 콘텐츠가 다양화되고 있다는 점 역시 중요한 포인트. 과거 해외 유명 브랜드의 아시아 진출 순서는 ‘일본 또는 홍콩 → 한국’이었으나, 최근에는 한국에 우선 진출하는 사례가 늘어나고 있음. 이 같은 브랜드 진출은 아시아 인바운드 관광객의 수요를 자극하는 우리나라 쇼핑 콘텐츠로 자리매김. 물론 K브랜드 확대도 쇼핑 콘텐츠 관점에서 긍정적
- ❖ 럭셔리가 한국에 집중하고 있는 것도 한국의 입지 강화와 연결

방한 외국인 추이 및 정부 목표



자료: 한국관광공사, 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

방한 중국인 vs 방일 중국인 추이



자료: 관광지식정보시스템, JNTO, 한화투자증권 리서치센터

한중 항공 운수권 확대

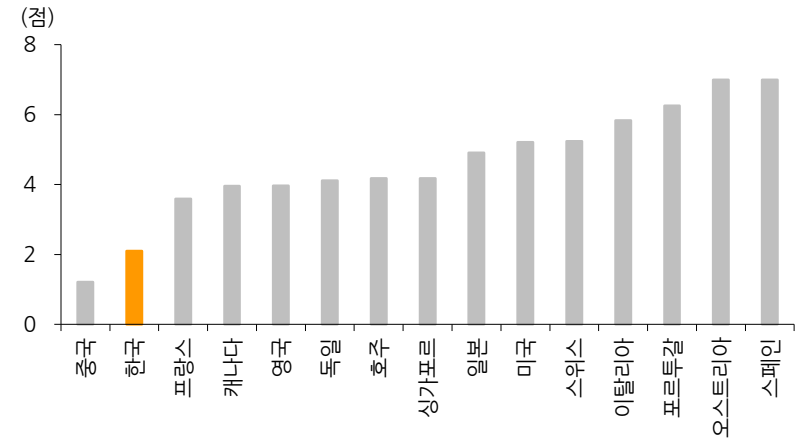
9월 추가 배정되는 국제항공 운수권

중국	인천~베이징	주 14회
중국	인천~상하이	주 7회
중국	인천~광저우	주 7회
중국	인천~다롄	주 7회
중국	인천~청두	주 7회
중국	인천~하얼빈	주 7회
필리핀	한국~마닐라	주 1만1636석
인도	서울~뉴델리·뭄바이 등	주 12회
체코	인천~프라하	주 3회
포르투갈	한국~포르투갈	주 4회
폴란드	부산~폴란드	주 3회
핀란드	부산~헬싱키	주 3회

포르투갈, 폴란드 노선은 취항 도시 제한 없음.
자료: 국토교통부

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 주요국 호텔 밀도 비교



자료: 세계경제포럼, 한화투자증권 리서치센터

롯데본점 알로 매장



자료: 구글, 한화투자증권 리서치센터

연말 한섬이 전개할 스킨스(서울과 홍콩이 아시아 첫 매장)

서울과 홍콩, 동시에 낙점됐다...스킨스가 고른 아시아 첫 매장지

킴 카다시안 스킨스, 국내 1호점은 도산공원...한섬과 독점 계약



자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

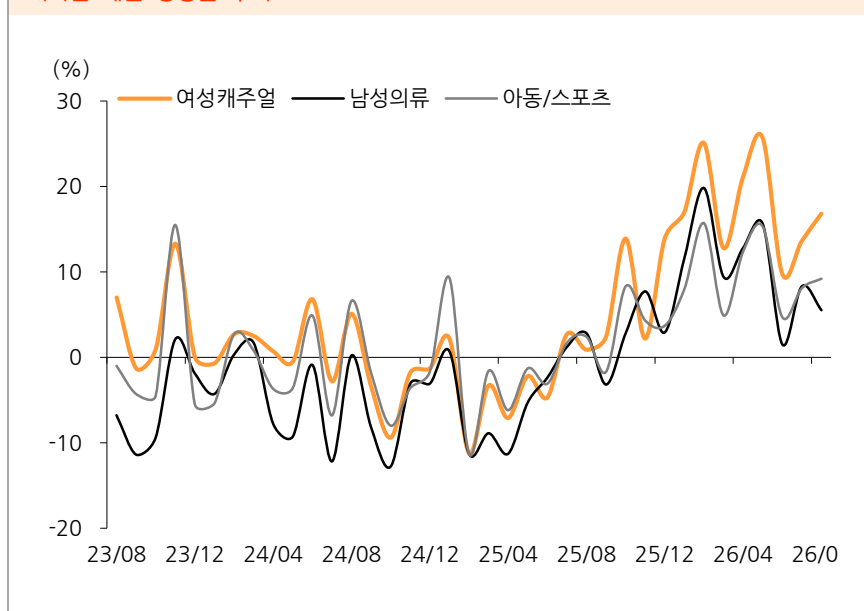


내수 의류 브랜드 선호 백화점과 궤를 같이. 수익성 기대까지

[한화리서치센터]

- ❖ 소비 양극화 확대에 따라 백화점 중심의 사치재 소비 강세 전망
- ❖ 한섬, 신세계인터내셔널이 백화점 중심으로 전개하는 고가 의류 판매 호조도 궤를 같이할 것이라 판단
- ❖ 외형 성장과 더불어 원가율 개선에도 관심. 사치재 소비 강세가 지속될 경우, 정가 판매율이 높아지며 원가율 개선세가 이어질 공산이 높고, 수입 의류 수입 및 원단 수입 시 원화 강세에 따른 원가율 개선도 나타날 수 있을 전망
- ❖ 한섬의 경우, 스킨스, 새티스파이 등 신규 브랜드 모멘텀 기대. 신인터는 제조 코스메틱 해외 진출 모멘텀 기대

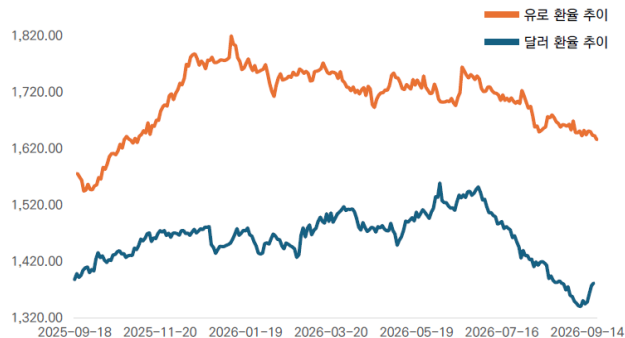
백화점 패션 성장률 추이



자료: 산업자원통상부, 한화투자증권 리서치센터

한섬 환율에 따른 수익성 개선

- 당사 유럽산 고급 소재 사용, 수입 상품 바잉 등 환율 변동에 따른 원가 영향 발생 ('25년 연간 2,000억 결제)
- 환율 4~5% 하락시 약 100억원 원가 개선 효과 기대



자료: 한섬, 한화투자증권 리서치센터

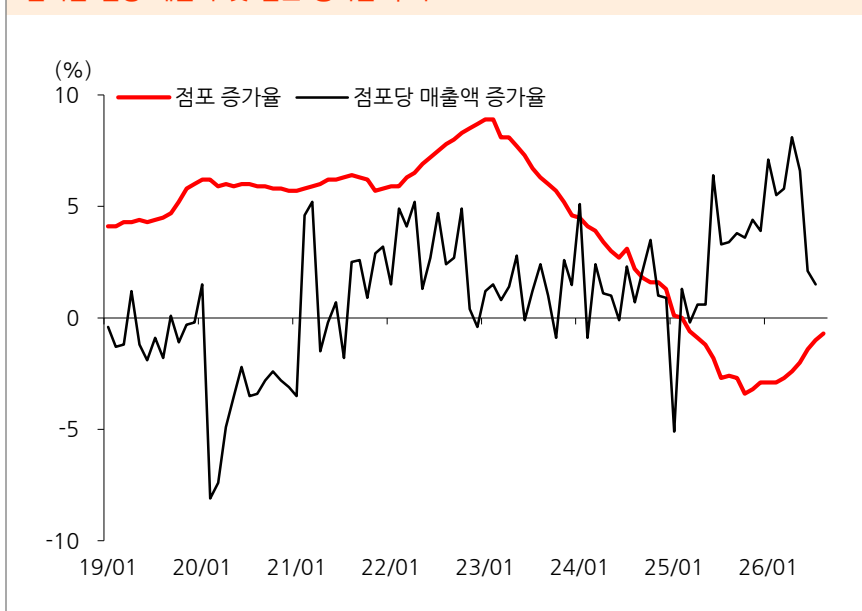


편의점 차선호 백화점에 가려졌던 26년

[한화리서치센터]

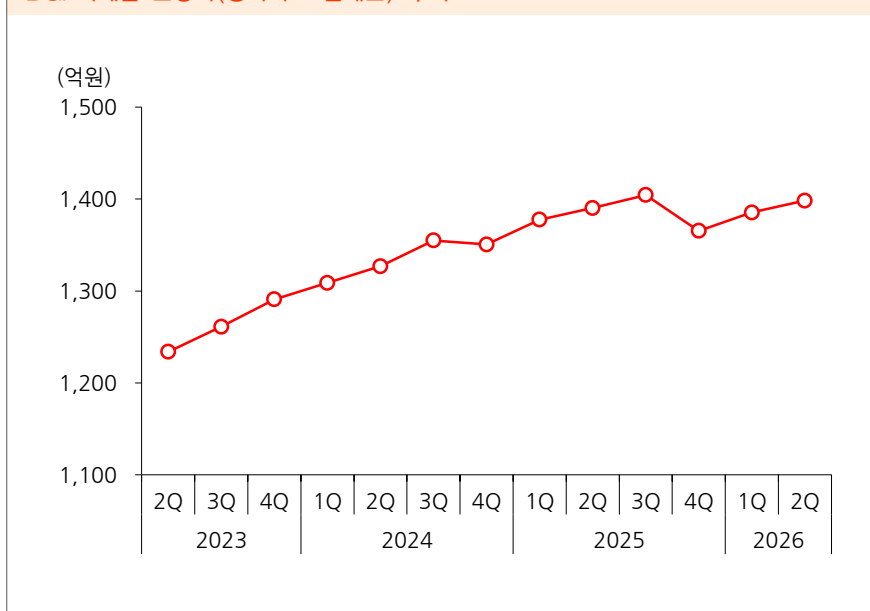
- ❖ 편의점의 질적 성장세는 27년에도 지속될 전망
- ❖ 편의점 점포 수가 순증세로 돌아서기는 하였으나, 제한적으로 증가하는 상황. 이에 고정비 증가는 제한적인 상황에서 기존점 중심의 성장으로 영업 레버리지 효과가 27년에도 이어질 수 있을 것
- ❖ 올해 편의점 업체 호조에도 유통업종 내에서 부각이 되지 못한 가장 큰 이유는 백화점의 구조적 성장에 대한 시장에 기대에 가려져 있었기 때문이라 판단. 만일 27년 백화점의 구조적 성장세가 시장에 기대에 미치지 못할 경우, 편의점이 부각되는 모습이 나타날 수 있을 전망

편의점 점당 매출액 및 점포 증가율 추이



자료: 산업자원통상부, 한화투자증권 리서치센터

BGF리테일 고정비(상각비 + 임대료) 추이



주: 고정비의 경우 감가상각비와 임대료를 합산한 금액임
자료: 한화투자증권 리서치센터

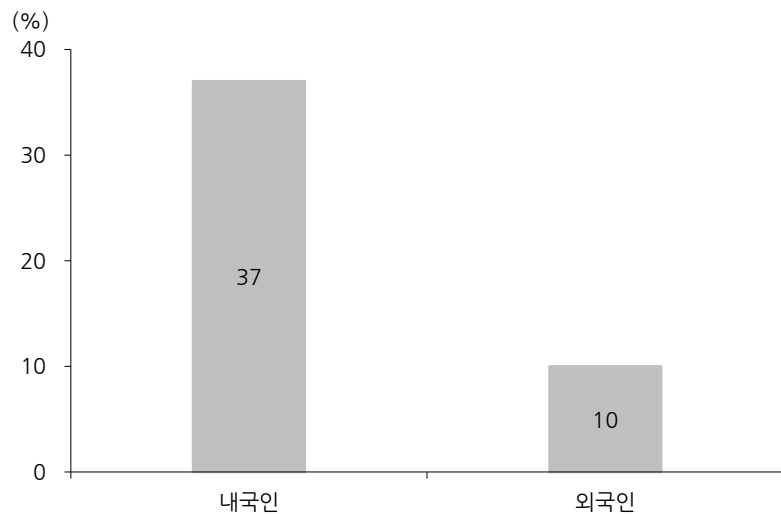


편의점 차선호 일반상품 비중 확대에 따른 원가 개선도 기대

[한화리서치센터]

- ❖ 외국인 관광객 증가도 긍정적. 외국인 매출 비중 약 3%까지 확대. 매출 비중 및 기여는 백화점 대비 낮은 것은 사실이나, 원가율 개선에 명확히 도움이 된다는 점이 백화점과의 차이. 외국인의 담배 매출 비중은 10% 수준에 불과. 내국인의 30~40% 수준 대비 낮음. 이에 외국인 매출 구성비 확대 시 일반상품 매출 비중 확대는 자연스러운 흐름
- ❖ 특히 편의점에 대한 인바운드 수요는 경험적 소비. 환율의 방향성의 영향이 단기적일지라도 불가피한 백화점과는 달리 외국인 인바운드 관광객 증가 시 온전한 수혜를 기대해볼 수 있을 것
- ❖ 또한, 담배 가격 인상에 대한 논의는 지연되고 있는 가운데 하반기 가공식품 중심의 판가 행렬이 지속되는 중. 이 역시 편의점 객단가 상승에 더해 일반 상품 매출 비중 확대로 연결되면서 원가율 개선으로 이어질 수 있음

내국인과 외국인 담배 매출 비중 비교



자료: 산업자원통상부, 한화투자증권 리서치센터

하반기 거센 가공식품 가격 인상

오뚜기, 즉석밥 가격 인상...편의점 최대 29.4% ↑



자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터



투자전략

[한화리서치센터]

- ❖ 27년 소비 양극화 강화 전망. 유통/의류업종 투자전략으로 백화점과 내수브랜드 중심의 비중확대 전략 제시
- ❖ 백화점은 소득 주도의 사치재 소비 강세(소비 양극화), 외국인 인바운드 모멘텀에 따른 구조적 성장세가 지속될 전망
- ❖ 내수브랜드는 백화점과 궤를 같이하면서 원화 강세에 따른 수익성 개선도 기대
- ❖ 백화점의 구조적 성장세가 시장 기대치에 미치지 못할 경우, 편의점을 대안으로 제시
- ❖ 최선호주로는 유통업종 롯데쇼핑, 의류업종 한섬을 제시
- ❖ 롯데쇼핑은 백화점의 구조적 성장과 대형마트 업계 구조조정 반사수혜 기대. 한섬은 고가 의류 소비 호조 및 원가율 개선, 신규 브랜드 전개 등으로 실적 개선에 더불어 주주환원 강화에 따른 밸류에이션 리레이팅 기대

유통/의류업종 주요 커버리지															
기업	시가총액	주가		P/E(배)		P/B(배)		기업	시가총액	주가		P/E(배)		P/B(배)	
				26E	27E	26E	27E					26E	27E	26E	27E
이마트 (139480)	18,379억원	목표주가(원)	100,000	-49.6	7.7	0.2	0.2	미스토홀딩스 (081660)	19,193억원	목표주가(원)	78,000	5.7	4.8	0.9	0.8
		현재주가(원)	66,600							현재주가(원)	36,150				
롯데쇼핑 (023530)	23,027억원	목표주가(원)	200,000	5.0	4.2	0.1	0.1	F&F (383220)	23,061억원	목표주가(원)	100,000	4.8	5.6	1.0	0.9
		현재주가(원)	81,400							현재주가(원)	60,200				
현대백화점 (069960)	15,764억원	목표주가(원)	160,000	5.1	4.8	0.3	0.3	영원무역 (081660)	19,866억원	목표주가(원)	130,000	4.8	5.2	0.6	0.6
		현재주가(원)	73,100							현재주가(원)	67,400				
신세계 (004170)	23,141억원	목표주가(원)	630,000	5.1	4.6	0.5	0.4	한세실업 (105630)	3,312억원	목표주가(원)	12,000	6.2	4.1	0.4	0.4
		현재주가(원)	245,000							현재주가(원)	8,280				
호텔신라 (008770)	13,658억원	목표주가(원)	51,000	13.9	7.3	1.2	1.0	신세계인터내셔널 (031430)	3,534억원	목표주가(원)	22,000	6.0	4.3	0.4	0.4
		현재주가(원)	34,800							현재주가(원)	10,100				
BGF리테일 (282330)	22,072억원	목표주가(원)	190,000	10.5	9.0	1.5	1.4	한섬 (020000)	3,801억원	목표주가(원)	36,000	5.7	4.6	0.3	0.3
		현재주가(원)	127,700							현재주가(원)	17,700				
GS리테일 (007070)	17,307억원	목표주가(원)	32,000	7.8	7.3	0.5	0.5								
		현재주가(원)	20,700												

자료: 한화투자증권 리서치센터



롯데쇼핑 (023530) 27년에도 최선호주

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 200,000원

Stock Data

현재 주가(10/26) 81,400원
 상승여력 ▲ 145.7%
 시가총액 23,027억원
 발행주식수 28,289천주
 52주 최고가/최저가 203,500/64,100원
 90일 일평균 거래대금 168.77억원
 외국인 지분율 14.7%

주주 구성

롯데지주 (외 24인) 59.0%
 국민연금공단 (외 1인) 10.8%
 자사주 (외 1인) 0.1%

Stock Price



27년에도 백화점은 구조적 성장

- 소비 양극화 강화에 따라 사치재 채널이 백화점에 대한 내수 수요 강세는 지속될 전망
- 환율 강세에 따라 차질이 있는 외국인 인바운드 모멘텀도 27년부터 다시 강화될 수 있을 것으로 전망. 인바운드 병목 현상이 지속되는 상황에서 한국의 아시아 내 입지 강화에 따른 쇼핑 콘텐츠 다양화가 나타나고 있다는 점은 변화하지 않았음

대형마트 반사이익 지속

- 홈플러스 영업 경쟁력 저하에 따른 대형마트 반사이익 지속. MDS% 이상 기존점 성장세를 전망

투자의견 BUY, 목표주가 20만원, 최선호주 의견 유지

- 양극화에 따라 SPA 브랜드인 유니클로, 자라, 무인양품 등 동사의 JV 가치도 부각될 수 있을 것
- 26년 배당수익률 7.1%, 27년 배당수익률 8.6% 전망 등 차별화된 배당 매력도 부각 가능
- 현 주가 P/E 4.2배 수준

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	13,987	13,738	14,304	14,629	15,003
영업이익	473	547	825	894	928
EBITDA	1,589	1,603	1,899	1,936	1,956
지배주주순이익	-968	52	457	554	587
EPS	-34,219	1,822	16,171	19,592	20,750
순차입금	11,862	11,413	11,127	10,383	9,693
PER	-2.4	44.7	5.0	4.2	3.9
PBR	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	8.9	8.6	7.1	6.6	6.1
배당수익률(%)	4.7	4.9	7.1	8.6	9.8
ROE	-7.7	0.3	3.0	3.5	3.6

자료: 한화투자증권 리서치센터



롯데쇼핑 (023530) 27년에도 최신후주

[한화리서치센터]

실적 추정											
(십억 원, %, % YoY)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	3,582	3,485	3,628	3,610	3,645	3,555	3,720	3,709	13,738	14,304	14,629
YoY	3.6%	4.0%	6.4%	2.5%	1.8%	2.0%	2.5%	2.8%	-1.8%	4.1%	2.3%
백화점	872	891	808	1,013	899	919	833	1,044	3,339	3,585	3,695
국내 백화점	837	856	776	975	862	881	800	1,004	3,213	3,444	3,547
할인점	1,526	1,330	1,518	1,416	1,622	1,416	1,561	1,463	5,471	5,788	6,062
국내 할인점	1,041	979	1,168	1,020	1,093	1,028	1,174	1,025	3,925	4,208	4,320
하이마트	517	591	653	524	507	573	666	535	2,369	2,285	2,281
수퍼	317	324	311	282	286	305	313	284	1,274	1,235	1,187
홈쇼핑	232	239	213	235	235	241	216	237	902	919	928
컬처웍스	125	106	141	141	100	111	148	148	434	513	507
기타	-3	-11	-16	-1	-3	-11	-16	-1	-44	-31	-31
영업이익	253	90	195	287	249	114	217	314	547	824.7	894
YoY	70.6%	121.4%	49.2%	26.1%	-1.6%	26.8%	11.3%	9.4%	15.6%	50.8%	8.4%
백화점	191	120	129	295	197	125	134	304	504	735	760
국내 백화점	184	112	122	285	189	117	126	294	491	704	726
할인점	34	-38	29	-14	25	-32	37	-6	-7	11	23
국내 할인점	9	-42	25	-18	5	-41	28	-15	-57	-27	-23
하이마트	-15	1	6	-10	-12	-3	9	-7	10	-17	-14
수퍼	2	-2	7	-4	3	0	7	-4	8	3	6
홈쇼핑	26	20	10	18	29	23	12	20	45	74	84
컬처웍스	8	-14	16	5	7	2	18	6	-11	15	34
기타	6	3	-2	-2	0	0	0	0	-2	5	0
영업이익률	7.1%	2.6%	5.4%	8.0%	6.8%	3.2%	5.8%	8.5%	4.0%	5.8%	6.1%
백화점	21.9%	13.4%	16.0%	29.1%	21.9%	13.6%	16.0%	29.2%	15.1%	20.5%	20.6%
국내 백화점	21.9%	13.1%	15.8%	29.3%	21.9%	13.2%	15.8%	29.3%	15.3%	20.4%	20.5%
할인점	2.2%	-2.8%	1.9%	-1.0%	1.5%	-2.3%	2.4%	-0.4%	-0.1%	0.2%	0.4%
국내 할인점	0.8%	-4.3%	2.1%	-1.8%	0.5%	-4.0%	2.4%	-1.5%	-1.4%	-0.6%	-0.5%
수퍼	0.7%	-0.6%	2.1%	-1.5%	1.1%	-0.1%	2.3%	-1.3%	0.6%	0.2%	0.5%

자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터



한섬 (020000) Handsome 한섬

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 36,000원

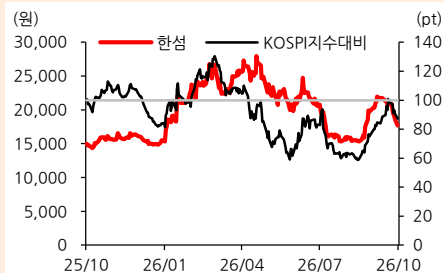
Stock Data

현재 주가(10/26)	17,700원
상승여력	▲ 103.4%
시가총액	3,801억원
발행주식수	21,477천주
52주 최고가/최저가	27,950/14,350원
90일 일평균 거래대금	26.02억원
외국인 지분율	23.3%

주주 구성

현대홈쇼핑 (외 1인)	43.3%
베어링자산운용 (외 3인)	8.7%
국민연금공단 (외 1인)	8.2%

Stock Price



Organic 성장

- 소비 양극화에 따라 동사가 전개하는 고가 의류에 대한 수요 강세 지속될 전망
- 원화 강세에 따른 원가율 개선도 기대. 5% 환율 하락 시, 연간 100억원 이익 개선 기대

Non-Organic 성장

- 스킴스, 새티스파이 등 신규 브랜드 전개 모멘텀 부각. 두 브랜드 모두 아시아 내 첫번째 안테나 매장으로 내국인 수요 뿐만 아니라 외국인 수요 유입 기대
- 시스템의 일본 진출 등 해외 진출 모멘텀 부각. 한류백화점을 시작으로 현지 파트너사가 매장 전개 예정

투자의견 BUY, 목표주가 3.6만원, 최선호주 의견 제시

- 주주환원 강화(별도 영업이익 20% 이상 배당, 매년 자사주 매입/소각 100억원)도 긍정적
- 현 주가 P/E 4.6배 수준

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,485	1,492	1,597	1,686	1,746
영업이익	63	52	85	105	116
EBITDA	135	122	154	176	188
지배주주순이익	45	46	67	82	91
EPS	1,908	2,061	3,123	3,820	4,220
순차입금	66	44	15	-12	-51
PER	9.3	8.6	5.7	4.6	4.2
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	3.3	3.5	2.6	2.1	1.8
배당수익률(%)	4.2	4.2	4.5	5.6	6.2
ROE	3.2	3.3	4.6	5.4	5.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



한섬 (020000) Handsome 한섬

[한화리서치센터]

실적 추정											
(십억 원, %, % YoY)	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025E	2026E	2027E
매출액	410.4	363.2	331.3	492.2	434.9	386.8	348.1	515.8	1,491.6	1,597.1	1,685.7
YoY	7.9%	7.5%	7.0%	6.1%	6.0%	6.5%	5.1%	4.8%	0.4%	7.1%	5.5%
제품매출액	303.7	249.2	230.4	361.8	312.8	256.6	237.3	372.6	1,078.0	1,145.0	1,179.3
상품매출액	104.2	111.5	99.1	127.5	119.7	127.7	109.0	140.3	402.1	442.4	496.6
기타	2.5	2.5	1.8	2.9	2.5	2.5	1.8	2.9	11.1	9.8	9.8
매출총이익	243.4	195.2	192.0	271.8	259.3	211.8	202.8	286.3	840.0	902.4	960.2
GPM	59.3%	53.7%	58.0%	55.2%	59.6%	54.7%	58.3%	55.5%	56.3%	56.5%	57.0%
판매관리비	206.9	190.6	184.1	235.8	217.3	200.6	192.1	245.5	787.9	817.4	855.5
영업이익	36.5	4.6	7.9	35.9	42.0	11.2	10.7	40.8	52.2	85.0	104.7
OPM	8.9%	1.3%	2.4%	7.3%	9.6%	2.9%	3.1%	7.9%	3.5%	5.3%	6.2%
YoY	67.4%	557.1%	217.9%	32.2%	15.0%	143.3%	34.6%	13.5%	-18.1%	52.1%	16.7%

자료: 한섬, 한화투자증권 리서치센터

리서치센터 기업분석팀

2027 산업전망

엔터/레저/운송 박수영

suyoung.park.0202@hanwha.com

3772-7634

IV

항공

비로소 호시절

Summary

1. 수요의 구조적 성장

- ❖ 국내 항공사의 기존 수요는 내국인 아웃바운드 중심
- ❖ 최근 외국인 인바운드 가파른 성장으로 외국인 인바운드의 항공사 여객 수송 실적 기여도 증가
- ❖ 중국/일본/미주 등 주요 노선에서 인/아웃바운드 양방향 수요 확대, 항공사 영업실적 호조 견인

2. 시장 구조조정

- ❖ 통합 FSC 출범으로 장거리 국제선, 아태지역 환승 시장 경쟁력 제고. 건조한 화물 실적도 기대
- ❖ 통합 진에어 출범 및 비상장 LCC 추가적인 M&A는 그간 과도했던 근거리 국제선 시장 경쟁 완화로 연결되며 제주항공 최대 수혜 전망

3. 대한항공 Top Pick

- ❖ 대한항공(003490): 통합 시너지 5천억원 추정, 시장의 예상 뛰어넘을 것
- ❖ 제주항공(089590): 국내 항공시장 구조조정 및 수요의 구조적 확장기 최대 수혜 사업자

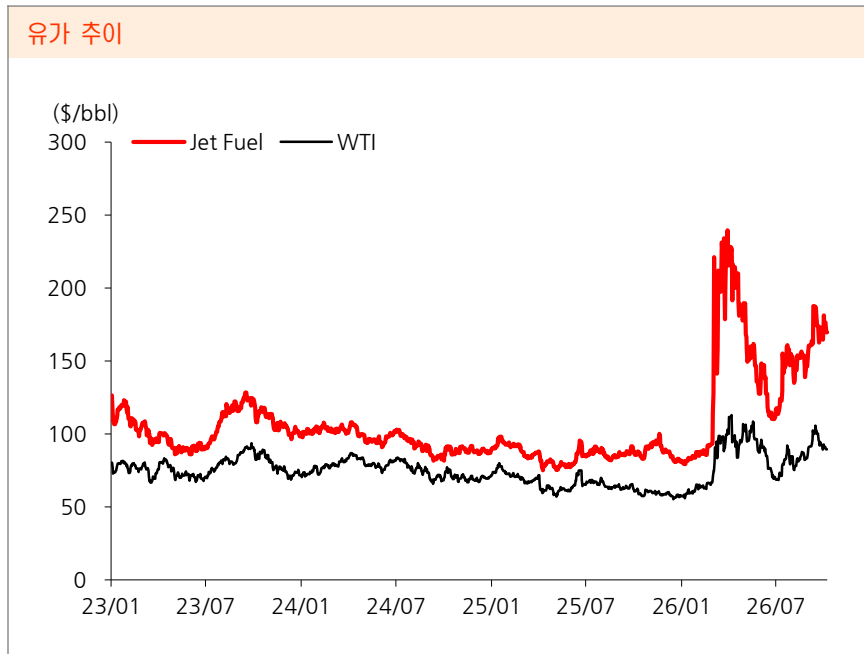


전쟁으로 말미암은 여객 수요 둔화 우려 교환율+고유가

[한화리서치센터]

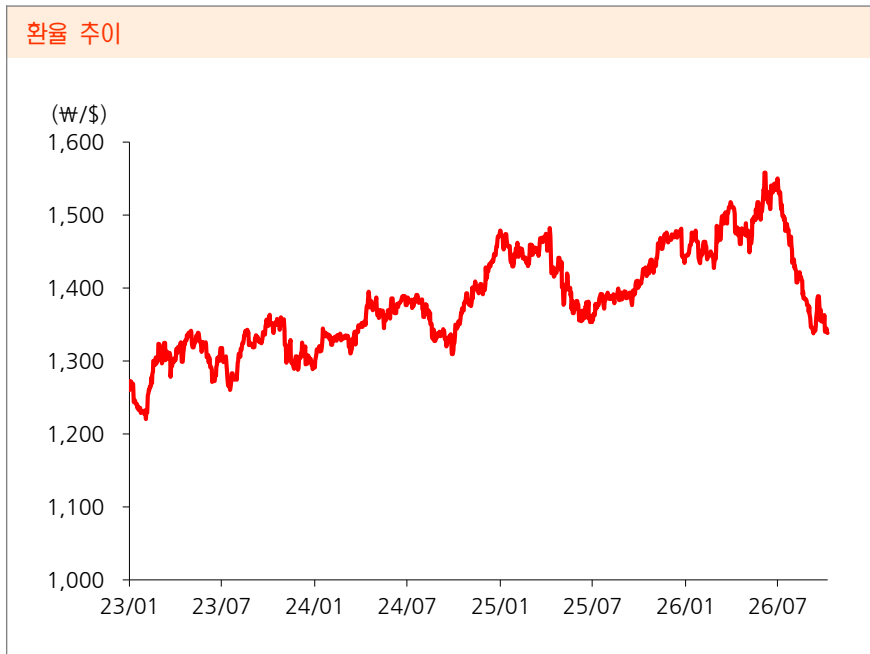
- ❖ 중동 전쟁 이후 매크로(유가/환율) 변동성 확대되며 내국인 해외 여행 수요 둔화 우려 확대
- ❖ 항공유 가격 상승 → 유류할증료 인상 → 항공권 가격 상승 → 여행 경비 부담 확대
 - 중동 전쟁으로 유가 상승. 항공유 가격은 전쟁 중 등유 수요 증가 및 정제 시설 파괴 등으로 원유 대비 가격 변동세 심화
 - 항공유 가격(MOPS)은 3월말 배럴당 240불에 근접한 수준까지 급등. 이후 하락/상승 반복. 최근 재차 상승세
- ❖ 달러 환율 상승 → 여행 경비 부담 확대
 - 원화 자산에 대한 투심 악화 및 국내 에너지 수입 구조 등 탓에 중동 전쟁 직후 원화 가치 급락
 - 미 달러 대비 원화 환율은 6월 초 1,558원 기록
 - 이후 수출 기업 달러 매도 등으로 환율 안정세 보이다 최근 미 국채 금리 급등 등으로 변동성 확대

유가 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

환율 추이

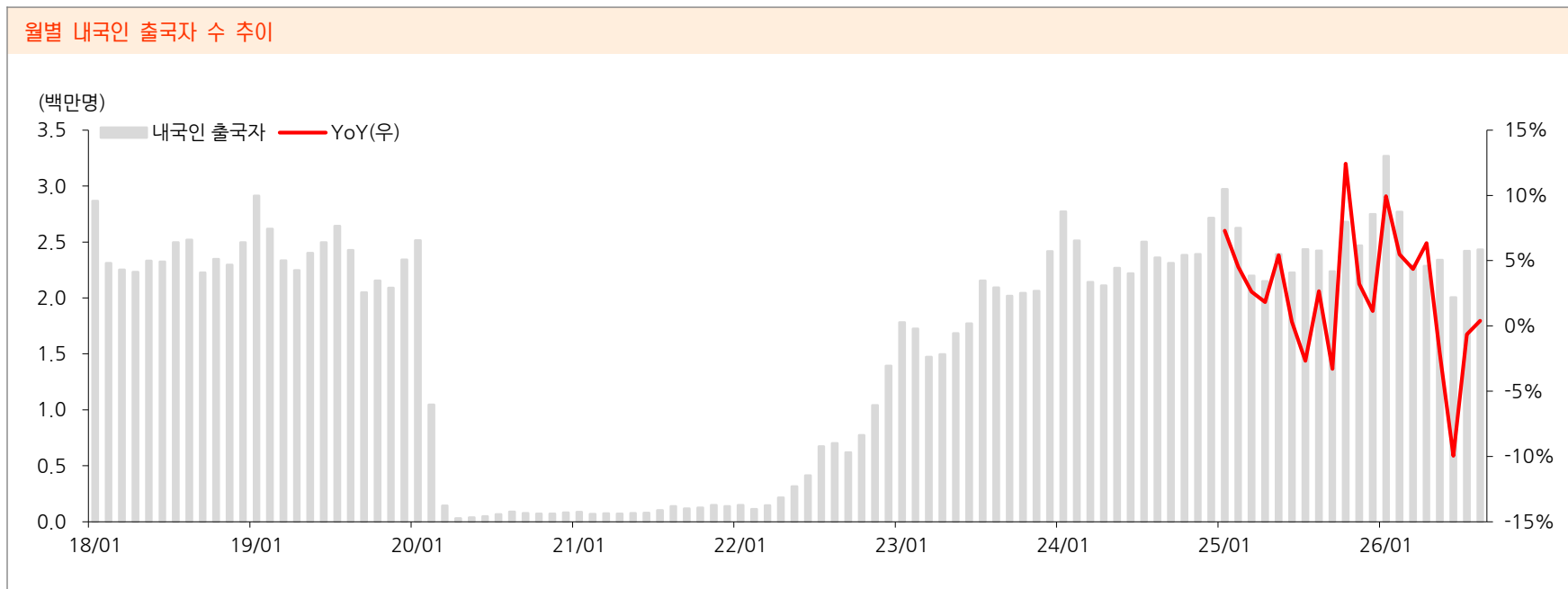


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



전쟁으로 말미암은 여객 수요 둔화 우려 아웃바운드 일시 정체 [한화리서치센터]

- ❖ 2025년 연간 내국인 출국자 수는 29백만명을 웃돌며 팬데믹 이전 수준을 상회
- '19년 28,714,247명 vs '25년 29,550,177명
- ❖ 팬데믹 이후 강하게 나타난 해외 여행 수요의 팬트업 효과는 올해 4월까지 지속
- '26년 1월 내국인 출국자 수 전년비 증가율은 9.9%를 기록
- ❖ 다만 중동 전쟁 이후 유류할증료 인상 및 환율 상승 등으로 경비 부담 확대되며 5-6월 내국인 출국자 수는 전년비 감소
- 5월 YoY -2.1%, 6월 YoY -10.0%
- ❖ 내국인 아웃바운드 수요는 여름 성수기를 맞아 회복. 유류할증료 및 환율 부담 축소된 부분도 유효하게 작용
- 7월 YoY -0.7%, 8월 YoY +0.4%



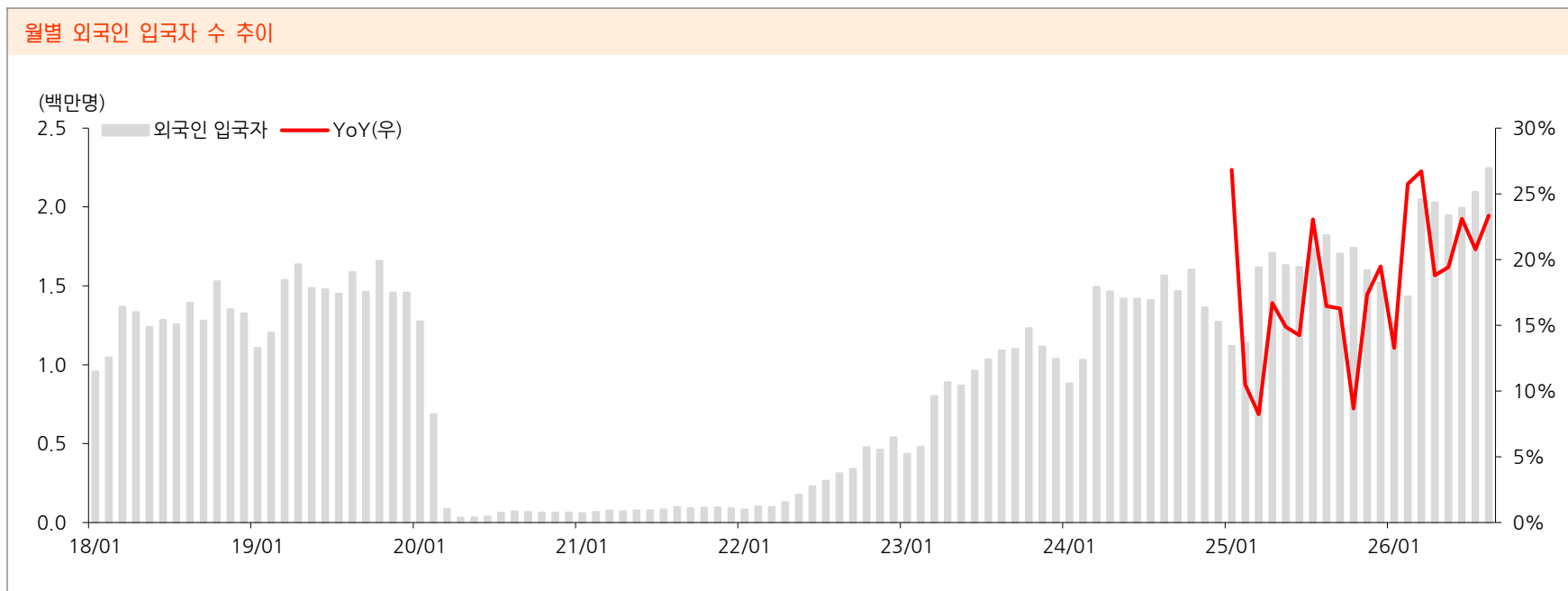
자료: 출국관광통계, 한화투자증권 리서치센터



우려는 그저 우려에 불과 강했던 인바운드, 여객 호실적에 기여

[한화리서치센터]

- ❖ 2025년 연간 외국인 입국자 수는 19백만명에 육박하며 팬데믹 이전인 2019년을 상회
 - '19년 17,502,756명 vs '25년 18,936,562명
- ❖ 올해 외국인 입국자 수는 거의 매월 월 최고치 경신 중
 - 3월 외국인 입국자 수는 처음으로 2백만명을 돌파
 - 8월 외국인 입국자 수는 225만명(YoY +23%)에 육박하며 사상 최대 실적 기록
- ❖ 고유가/고환율에도 강했던 여객 수송 실적 배경은 강한 외국인 인바운드 증가세
 - 아웃바운드 일시적 정체에도 불구하고, 국제선 여객 수송 실적이 호조를 보일 수 있었던 것은 결국 꺾이지 않고 오히려 강했던 인바운드 덕



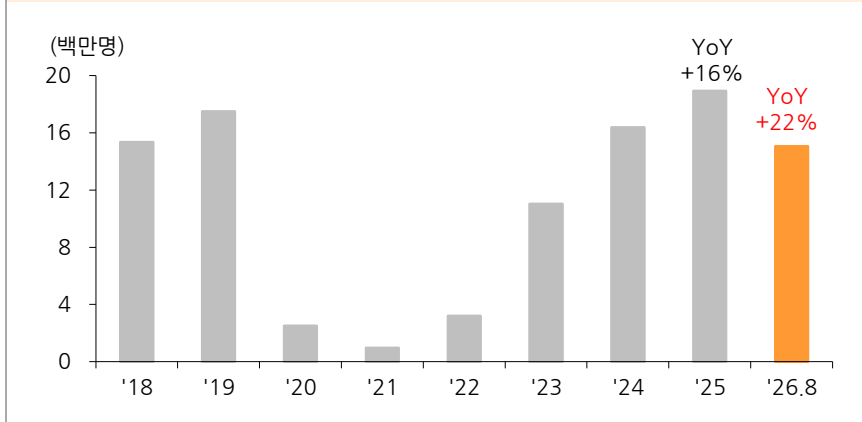
자료: 한국관광통계, 한화투자증권 리서치센터



우려는 그저 우려에 불과 강했던 인바운드, 여객 호실적에 기여

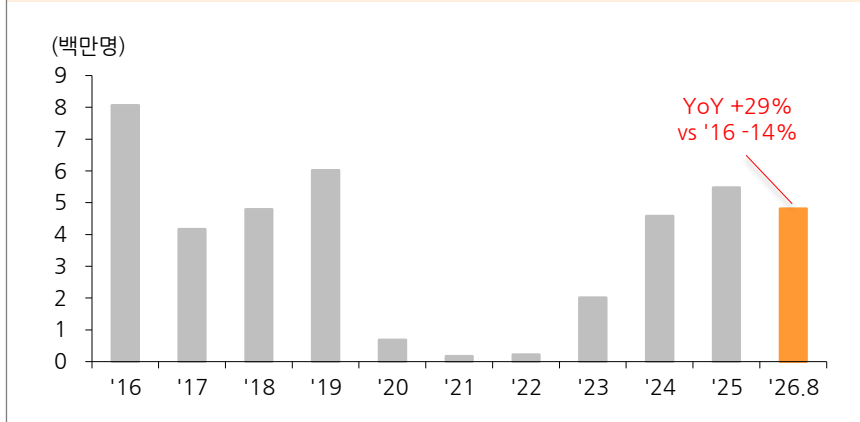
[한화리서치센터]

연도별 외국인 입국자 수



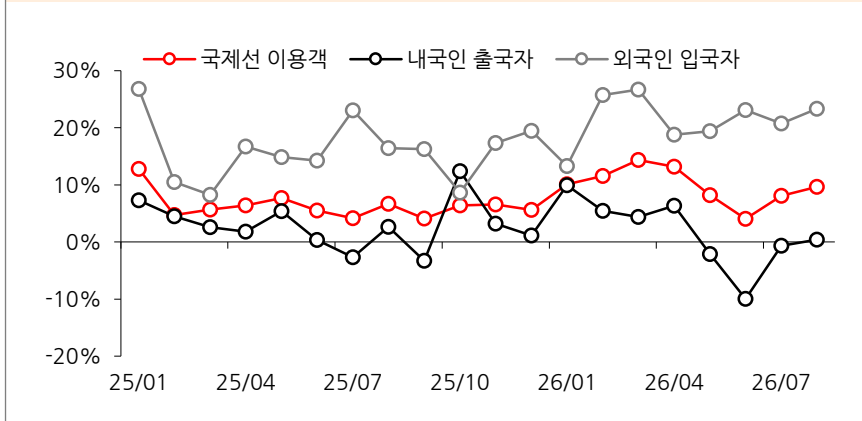
자료: 출국관광통계, 한화투자증권 리서치센터

연도별 방한 중국인 관광객 수



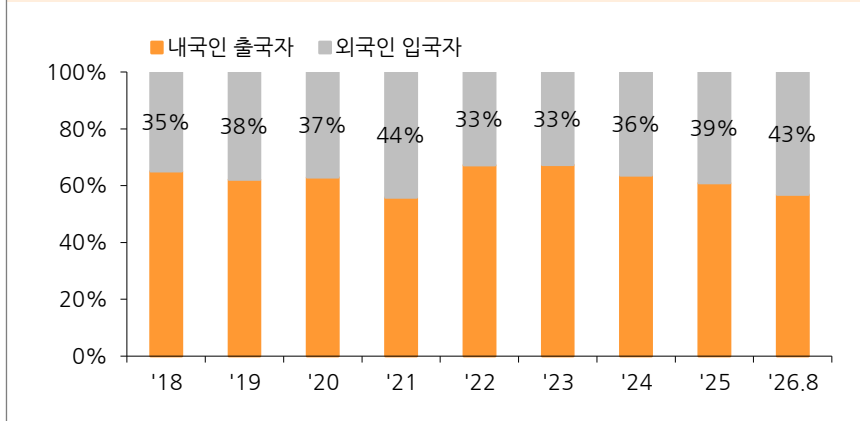
자료: 출국관광통계, 한화투자증권 리서치센터

국제선 이용객, 내국인 출국자, 외국인 입국자 전년비 성장률 비교('25-'26)



자료: 출국관광통계, 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

연도별 출입국자 중 내국인 아웃바운드 vs 외국인 인바운드 비중 추이



자료: 출국관광통계, 한화투자증권 리서치센터

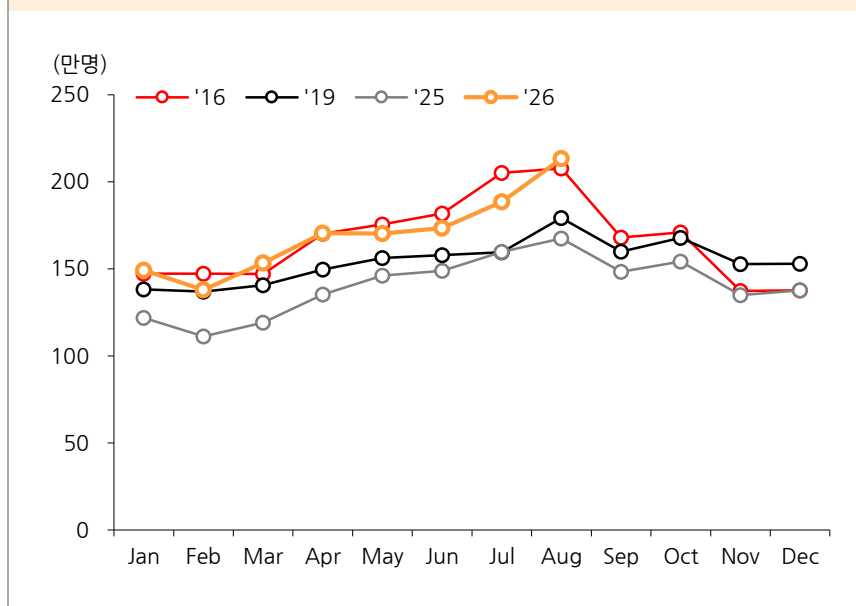


국제선 여객 수요의 구조적 성장 중국 노선 공급 확대

[한화리서치센터]

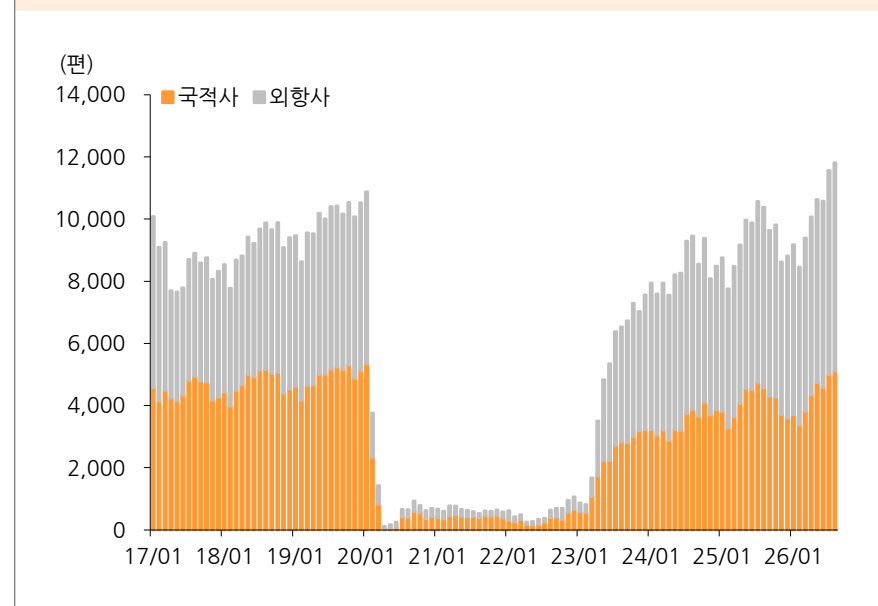
- ❖ 방한 중국인 관광객 확대 및 내국인의 무비자 중국 관광 확대에 힘입어 중국 노선 이용객 수 빠르게 증가
 - 8월 중국 노선 이용객은 약 213만명으로 한한령이 본격화되기 직전이었던 '16년 8월 수송 실적(약 208만명) 상회
- ❖ 인/아웃바운드 양방향 수요 호조에 따라 중국 노선 공급 확대 지속 중
 - 8월 국적사 왕복 운항편수는 5,101편, YoY +12%
 - 8월 외항사 왕복 운항편수는 6,718편, YoY +15%
- ❖ 9월 16일 국토교통부 운수권 수시 배분에 따라 중국 노선 공급은 더욱 확대될 전망
 - 인천發 베이징, 상하이, 광저우, 다롄, 난징, 창사, 항저우 등 주요 노선에 LCC 확대 배분
 - 지방發 베이징, 상하이, 청두, 하얼빈, 다롄, 샤먼 등 노선 LCC 중심 확대 배분

중국 노선 이용객 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

중국 노선 월별 왕복 운항 편수



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터



국제선 여객 수요의 구조적 성장 일본 노선 공급 확대

[한화리서치센터]

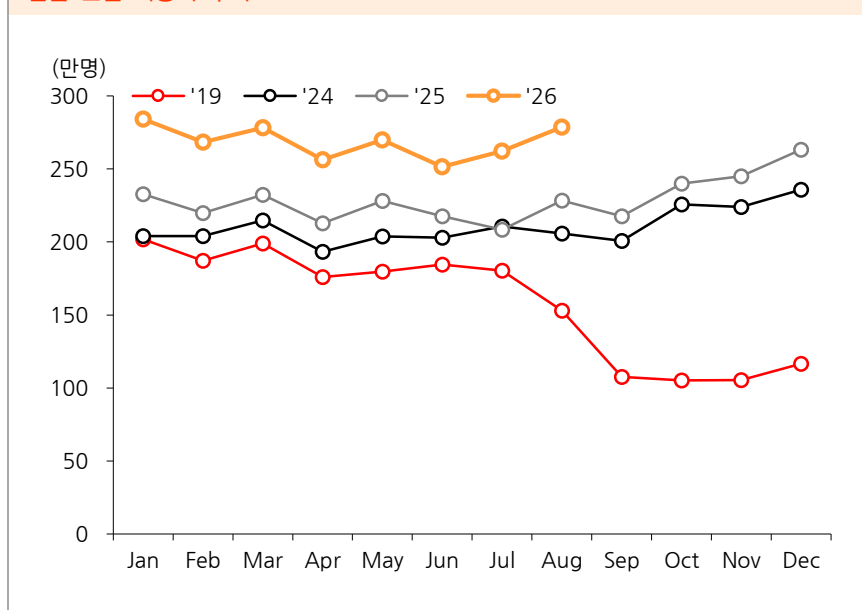
❖ 지속되는 엔저 상황에 일본向 내국인 아웃바운드 견조

- 8월 일본 노선 이용객은 279만명을 기록, YoY +22%
- 7월 일본 노선 이용객은 262만명을 기록, YoY +25%. 한편 동월 방일 한국인 관광객은 90만명에 육박하며 YoY +32% 성장

❖ 팬데믹 이후 방일 한국인 증가에 따라 국내 LCC 중심으로 일본 노선 가파른 공급 확대

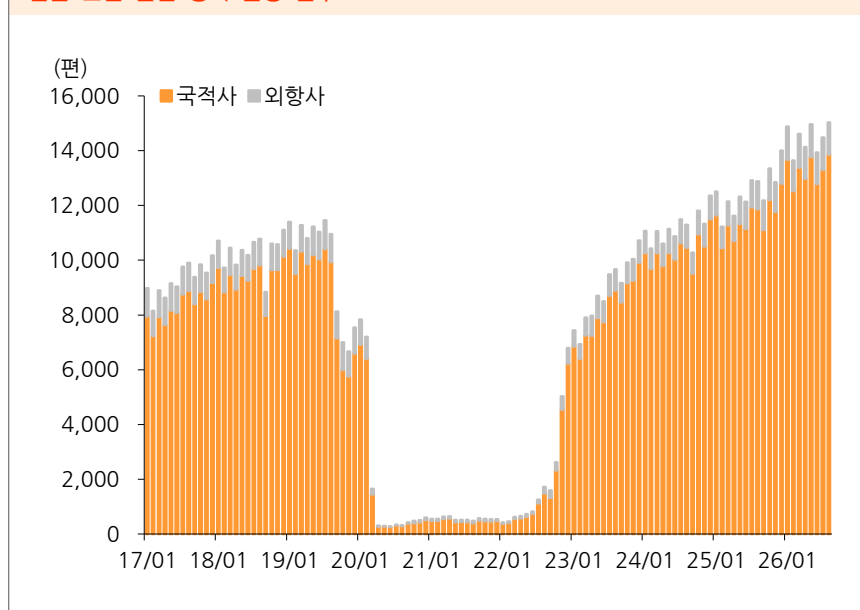
- 8월 양대 국적사 왕복 운항편수는 각각 대한항공 2,245편 YoY +13%, 아시아나항공 1,182편 YoY -13%
- 8월 국내 LCC 왕복 운항편수는 각각 진에어 2,020편 YoY +11%, 제주항공 2,572편 YoY +15%, 트리니티항공 1,800편 YoY +31%, 그 외 기타 LCC 4,048편 YoY +31%
- 내국인의 방일 관광 수요 급증함에 따라 주요 LCC는 인천發 일본 지선 노선 중심으로 공급 확대. 에어로케이 등은 지방發 일본 간선/지선 노선 신규 공급 확대

일본 노선 이용객 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

일본 노선 월별 왕복 운항 편수



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

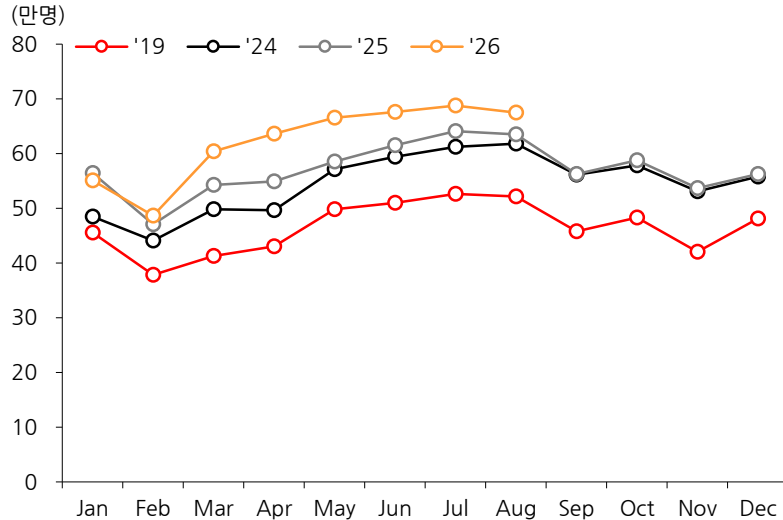


국제선 여객 수요의 구조적 성장 미주 노선 인/아웃 양방향 확대

[한화리서치센터]

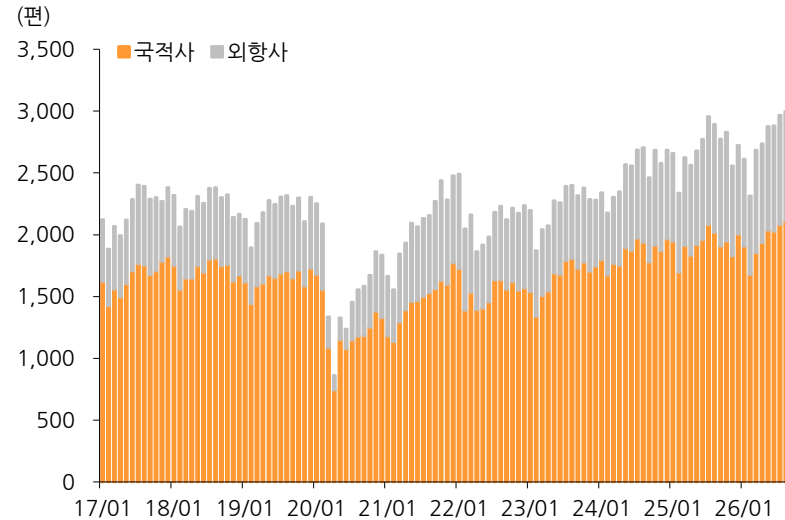
- ❖ 내국인 상용 수요 견조한 가운데, 미주 지역 국적의 방한 증가하며 미주 노선 수요 확대
 - 달러 대비 원화 약세 지속되며 미주 지역 국적의 한국 관광 수요 증가
 - 국적사 공급/수송 확대로도 확인 가능하나, 특히 외항사 공급/수송의 과거대비 가파른 성장
- ❖ 대한항공 미주 지역 관련 매출 가파른 확대
 - 노선별: 미주 노선 매출액 매분기 호조
 - 판매 지역별: 미주 지역에서 판매/인식된 매출액 매분기 호조 → 달러 매출 증가 및 전체 국제선 운임 상승 견인

미주 노선 이용객 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

미주 노선 월별 왕복 운항 편수



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

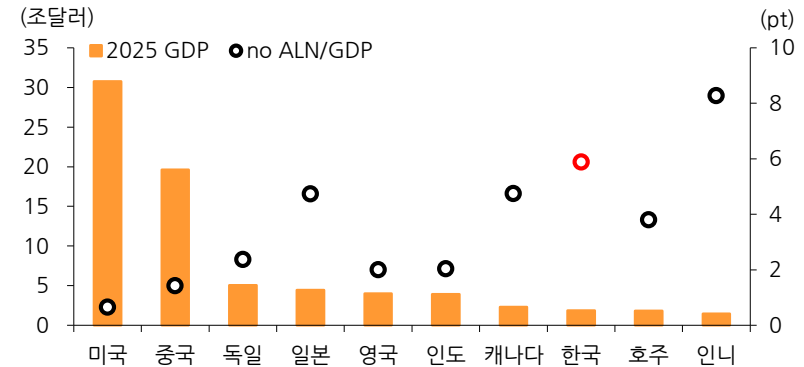


국내 항공산업 구조조정 필연적일 수밖에

[한화리서치센터]

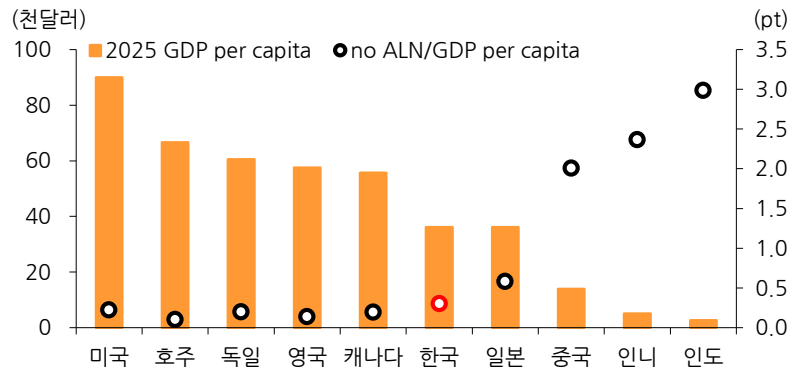
- ❖ 대한항공그룹 통합 이전 국내 FSC 및 LCC는 총 11개사
 - 대한항공, 아시아나항공, 진에어, 에어부산, 에어서울, 제주항공, 트리니티항공, 에어프레미아, 에어로케이, 이스타항공, 파라타항공
- ❖ 통합 이전 기준 G20 국가들과 비교시 국내 항공 시장은 공급 포화
 - GDP 1조달러 당 항공사 비율
 - : 평균 3.6pt vs 한국 5.9pt
 - 1인당 GDP 1천달러 당 항공사 비율
 - : 평균(중국/인니/인도 제외) 0.2pt vs 한국 0.3pt
 - 국토 면적 1만km² 당 항공사 비율
 - : 평균 0.1pt vs 한국 1.1pt
- ❖ 대한항공그룹의 통합 FSC 및 LCC 출범 이후 LCC 시장 추가적인 구조조정도 기대

주요 G20 국가 2025년 GDP 규모와 항공사 수



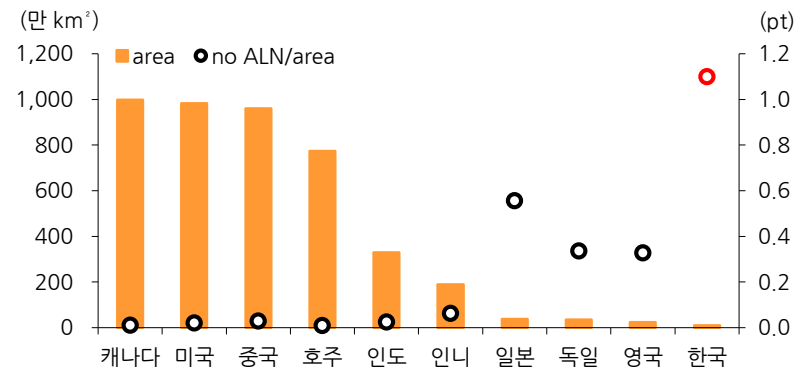
자료: IMF WEO, 한화투자증권 리서치센터

주요 G20 국가 2025년 1인당 GDP 규모와 항공사 수



자료: IMF WEO, World Bank, 한화투자증권 리서치센터

주요 G20 국가 국토 면적과 항공사 수



자료: CIA, 한화투자증권 리서치센터

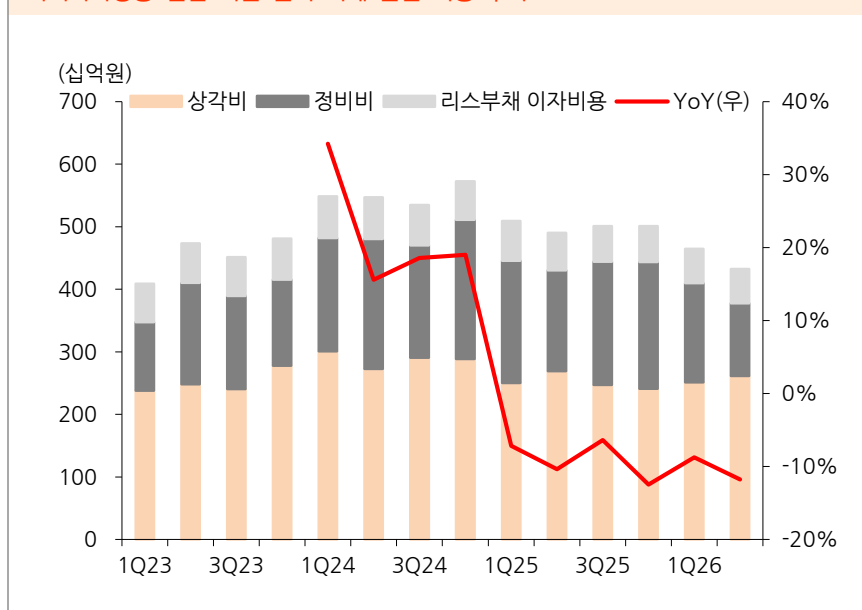


통합 FSC 출범 아시아나항공 숫자는 이미 좋아지는 중

[한화리서치센터]

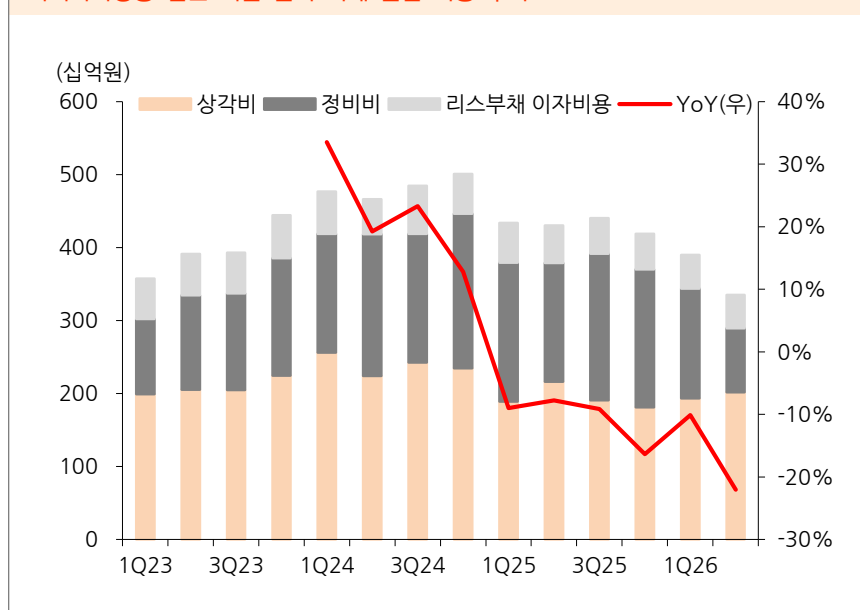
- ❖ 항공 사업의 대부분의 비용은 외부에서 조달해오는 비용
 - 계약 규모가 커질수록 단위 비용 절감 가능
 - 특히 기재 관련 비용(상각비, 정비비, 리스부채 이자비용 등)은 고정비성 성격이 강함
- ❖ 대표적인 적용 사례는 항공기 리스
 - 대한항공을 통해 5개사(대한항공/아시아나항공/진에어/에어부산/에어서울) 통합 리스 계약 체결시 계약 단가 절감
 - 상각비 및 리스이자비용 등 고정성 비용 절감 효과 기대
- ❖ 대한항공은 정비 역량을 보유, 27년에는 운북지구에 대규모 정비 공장 완공
 - 5개사 정비의 내재화시 최근 나타나는 글로벌 정비비 상승 트렌드로부터 상대적으로 자유로울 수 있음

아시아나항공 연결 기준 분기 기재 관련 비용 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

아시아나항공 별도 기준 분기 기재 관련 비용 추이



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

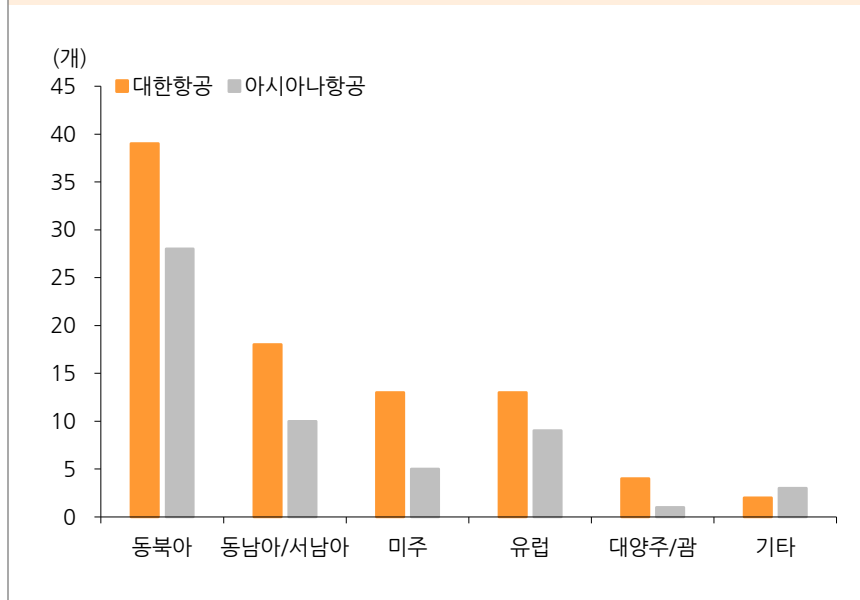


통합 FSC 출범 노선 효율화를 통한 여객 매출 증대

[한화리서치센터]

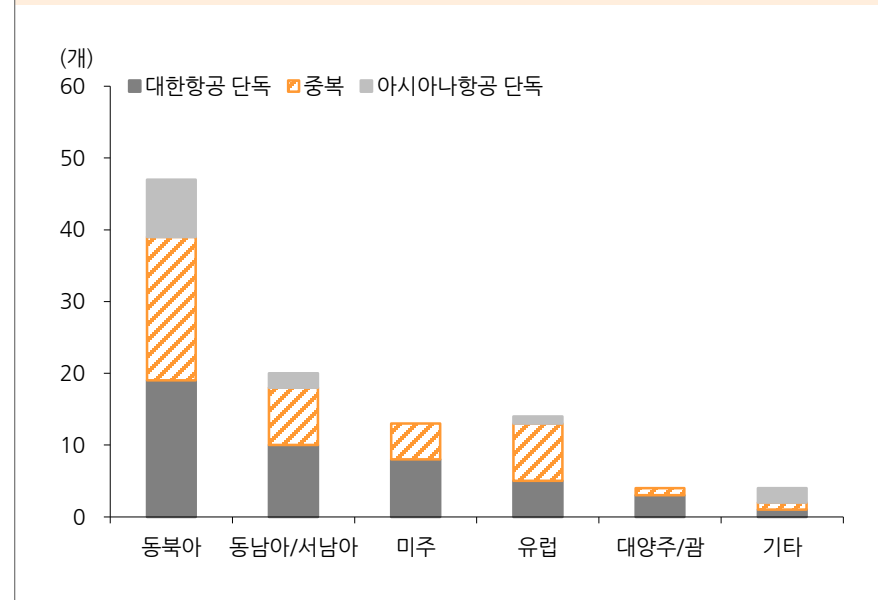
- ❖ 대한항공 및 아시아나항공의 중복 노선은 총 43개
 - 동북아 20, 동남아/서남아 8, 미주 5, 유럽 8, 대양주/괌 1, 기타 1
- ❖ 대한항공의 취항 노선이 아시아나항공 대비 대부분 지역에서 多
- ❖ FSC의 주력 노선인 장거리 특히 미주 노선의 경우 아시아나항공 취항 5개 노선 모두 중복 노선
 - 뉴욕/LA/샌프란시스코/시애틀 노선, 양사 간 출발 시간대 겹침 확인
 - OZ→KE 편명 변경 이후 효율적인 L/F 관리 등을 위한 시간대 조정 예상
 - 장거리 노선의 슬롯 다수 확보시 환승객의 연결성 증대 가능 → 아태지역 환승 여객 시장에서의 경쟁력 제고 전망

대한항공 및 아시아나항공 취항 노선 수



자료: 대한항공, 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 및 아시아나항공 취항 노선 수(중복 노선 표기)



자료: 대한항공, 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터

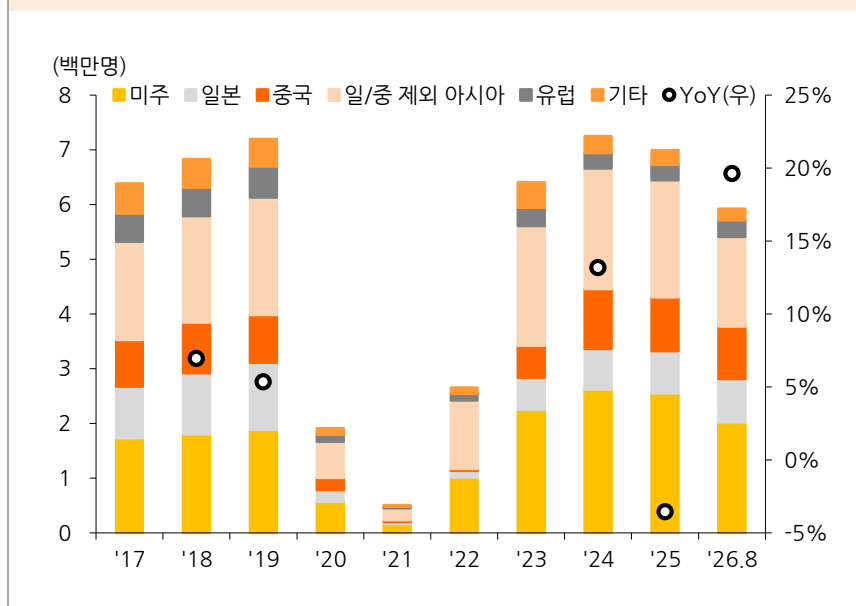


통합 FSC 출범 노선 효율화를 통한 여객 매출 증대

[한화리서치센터]

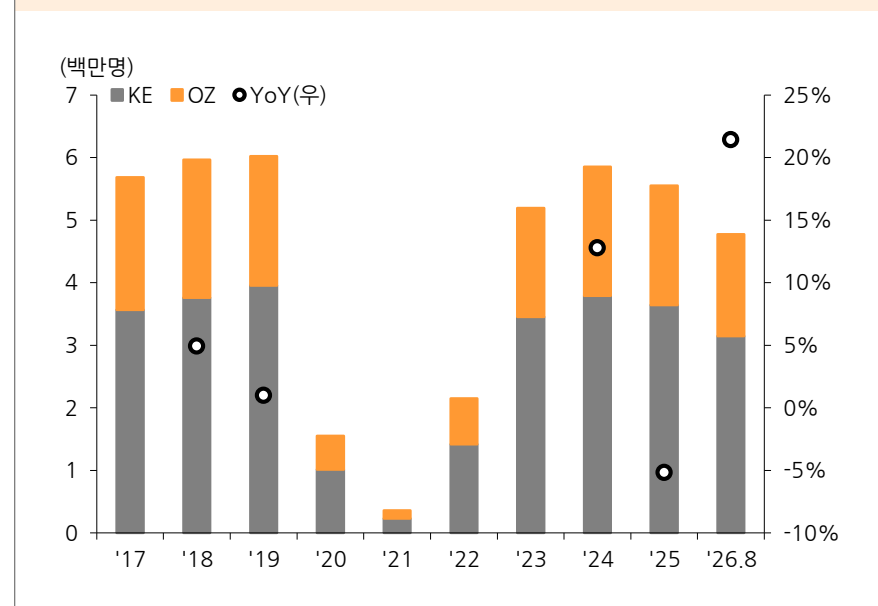
- ❖ 8월까지 누계 기준 인천공항 환승 승객은 592만명, 전년 같은 기간 대비 +20% 성장
 - 같은 기간 통합 FSC 이용 인천공항 환승 승객은 477만명(YoY +21%), 전체 환승 수요의 약 81%
- ❖ 중동 전쟁 및 미중 갈등으로 인천공항 환승 수요 증가
 - 올해 8월까지 누계 기준 지역별 여객 환승 실적은 미주 202만명(+13%), 일/중 제외 아시아 164만명(+9%), 일본 79만명(+40%), 중국 96만명(+36%), 유럽 31만명(+53%) 등
 - 중동 전쟁 여파, 인천공항에서의 유럽 ↔ 아시아 환승 수요 증가
 - 미중 갈등 심화, 인천공항에서의 미주 ↔ 중국 환승 수요 증가
- ❖ 향후 인천공항의 아태지역 환승 허브 입지 확대 전망 → 통합 FSC 여객 실적 탄력적 증가 기여 高

연간 인천공항 여객 환승 실적 추이(전체)



자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터

연간 인천공항 여객 환승 실적 추이(KE+OZ)



자료: 인천국제공항공사, 한화투자증권 리서치센터



통합 FSC 출범 항공 화물 경쟁력 강화

[한화리서치센터]

❖ 견조한 글로벌 항공 화물 시장

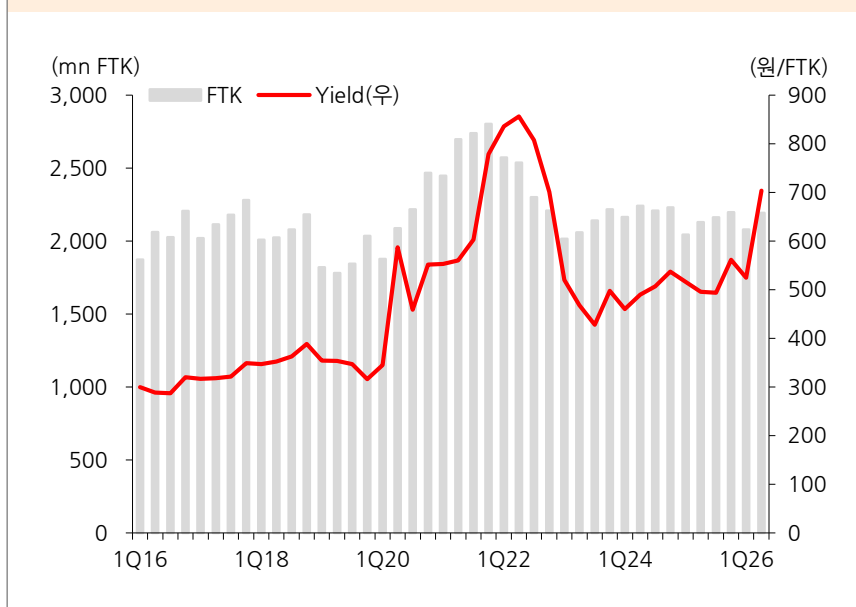
- IATA, 중동 전쟁 영향이 있었던 3월을 제외하면 올해 내내 강한 항공 화물 수요 확인 중
- 8월까지 누계 글로벌 항공 화물 수송량 YoY +4.6%, 특히 아시아 지역의 경우 YoY +7.5%

❖ 대한항공 2Q26 항공 화물 운임 703.4원 기록 (팬데믹 화물 대란 시기 초입과 유사한 수준)

- 글로벌 기업 AI 관련 투자 확대 및 K-뷰티 수출 호조 등 유효
- 8월까지 누계 기준, 항공을 통해 수출된 반도체 제조장비(HS 코드 8486) 수출 금액 YoY +33%, 수출 중량 YoY +44%
- 8월까지 누계 기준, 항공을 통해 수출된 화장품(HS 코드 3304) 수출 금액 YoY +27%, 수출 중량 YoY +44%

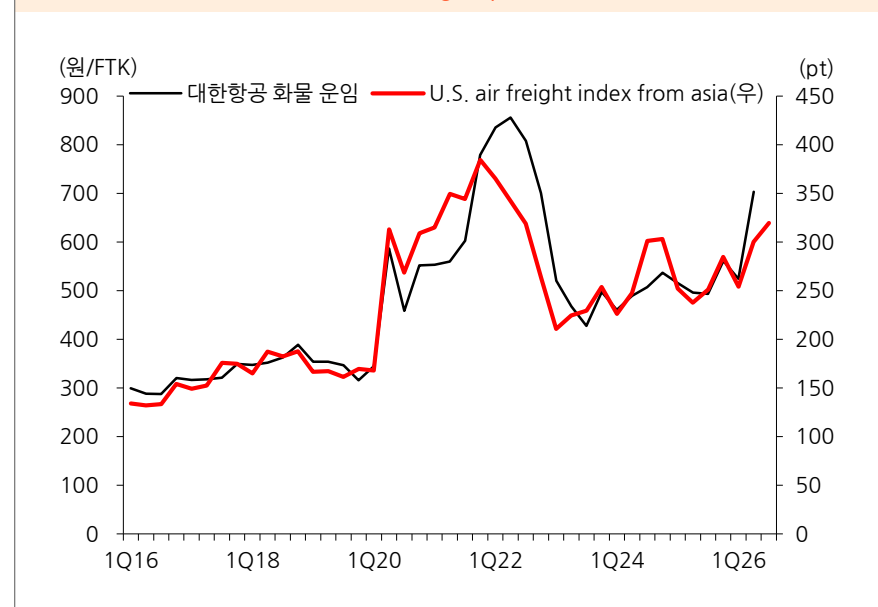
❖ 글로벌 항공기 시장 화물기 부족한 상황 지속 중. OZ 통합시 OZ 여객기 Belly Cargo를 활용한 화물 사업 효율성 증대 전망

대한항공 분기별 화물 수송 실적 및 운임 추이



자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 화물 운임 vs U.S. air freight price index from Asia



자료: 대한항공, U.S. Bureau of Labor Statistics, FRED, 한화투자증권 리서치센터



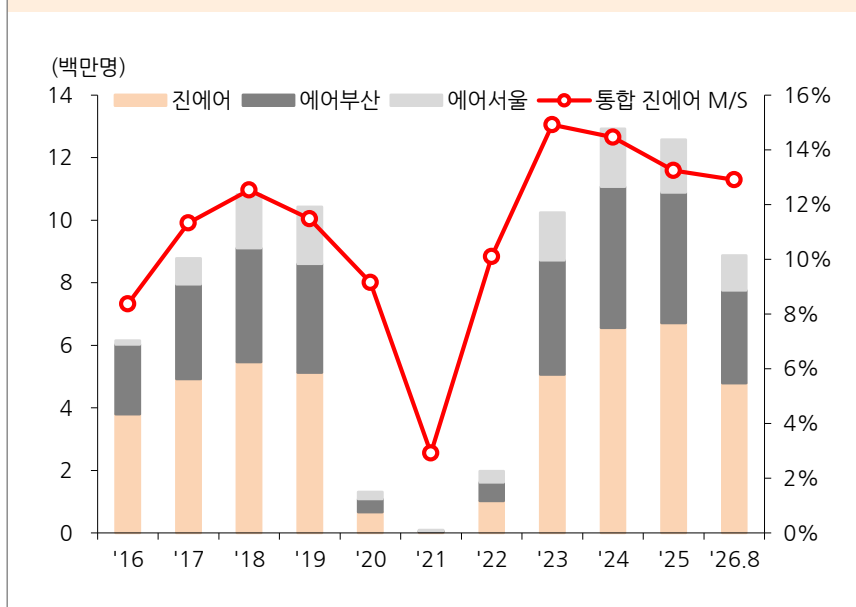
통합 진에어 출범 02보다 커질 LI

[한화리서치센터]

❖ 통합 FSC 출범 이후, 내년 3월 진에어+에어부산+에어서울의 통합 진에어 출범 예정

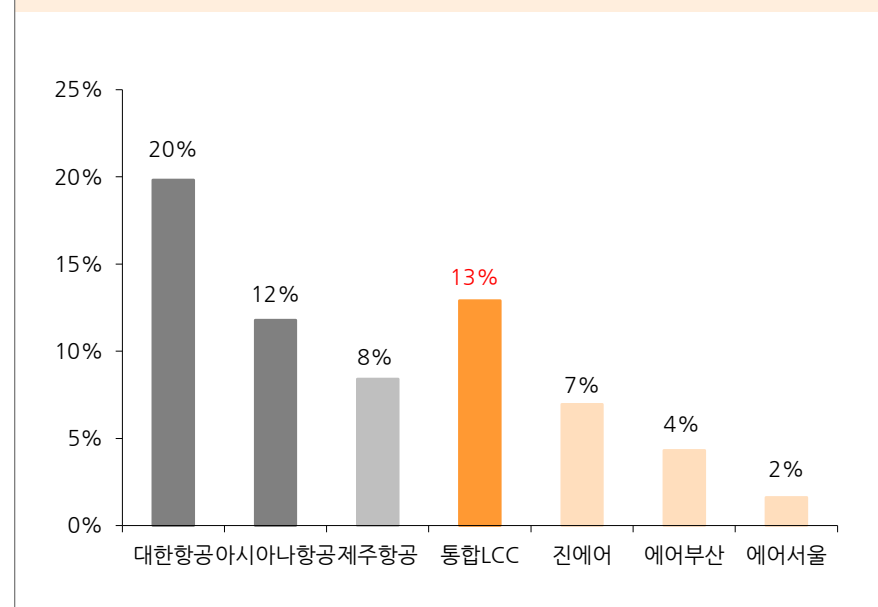
- 진에어:에어부산=1:0.2862684, 진에어:에어서울=1:0.7501939 신주 교부
- '25년 기준 국제선 수송객 단순 합산시, 3사 점유율은 13.2%로 아시아나항공 실적 소폭 상회
- 3사 보유 기재 합산시 총 60대 (참고: 아시아나항공 보유 기재 66대)
- 진에어는 보유 중대형기 B777-200 반납 예정이며, 10월부터 A321-200 기종 노선 투입. 해당 A321-200(A321ceo) 기재는 아시아나항공으로부터 인도받은 기종 (에어부산 및 에어서울 기재는 전부 에어버스 생산 기종)
- 3분기 중 대한항공 및 아시아나항공으로부터 소형기 임차. A321neo 10대(대한항공), B737-900 3대(대한항공), A321ceo 1대(대한항공). 지난해, 조원태 회장은 A321neo 기종을 통합 LCC 주력 기종으로 활용하겠다고 밝힘

통합 진에어 연간 국제선 수송 실적 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

'26년 8월 누계 기준 주요 국내 항공사 국제선 점유율



자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 한화투자증권 리서치센터

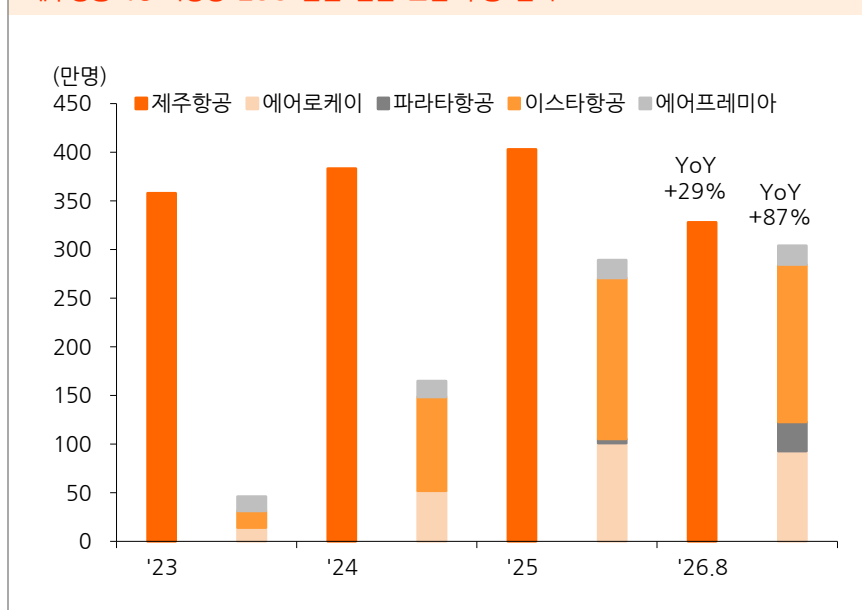


그리고 끝나지 않은 LCC 구조조정 당분간 승자는 제주항공

[한화리서치센터]

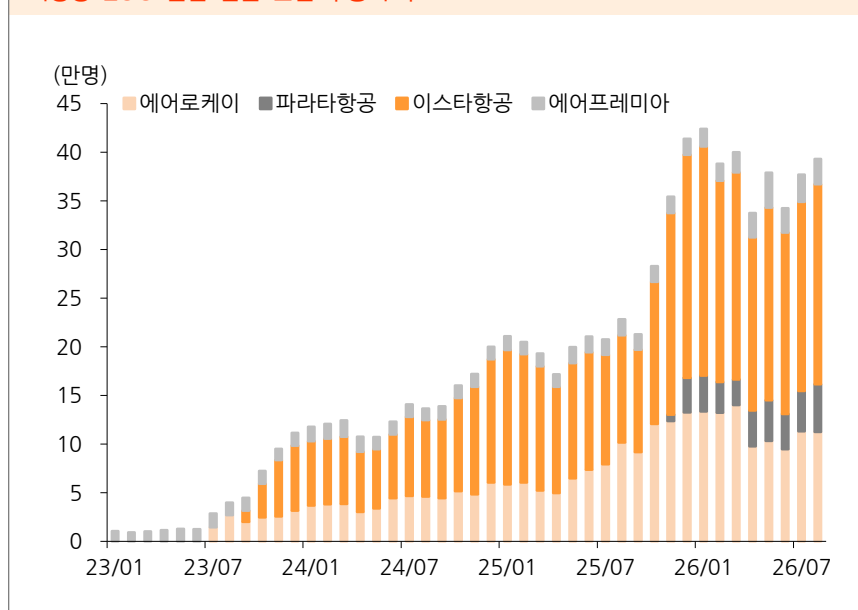
- ❖ 일본 노선은 전체 국제선 노선 가운데 가장 수요가 좋은 노선 → 1Q26 LCC 호실적의 원동력
 - 강한 수요로 국내 지방發 주요 대도시는 물론, 지방 소도시 신규 취항 등 공급 확대
 - 에어로케이는 청주發 일본 12개 노선, 주당 99회 운영. 주요 대도시 외 이바라키/마쓰야마/오비히로 등 지방 소도시까지 취항
 - 이스타항공은 김해發 일본 5개 노선, 주당 51회 운영. 에어프레미아는 오는 12월부터 인천-삿포로 노선 신규 취항
- ❖ 제주항공의 궁극적인 일본 노선 독식 예상
 - 내년에도 일본 노선 수요는 강할 전망. 공급 경쟁 여전할 수 있으나 본업에만 집중할 수 있는 제주항공의 M/S 확대 전망
 - 통합 진에어의 경우 내년 한 해 내/외부 통합 등 본업 외 신경 써야 할 부분 多
 - 비상장 LCC의 경우 이스타+에어프레미아 통합, 파라타항공 재무 건전성 확보 및 미주 노선 진출, 에어로케이 재무 건전성 확보 등 일본 노선 경쟁에만 집중하긴 어려울 전망

제주항공 vs 비상장 LCC 연간 일본 노선 수송 실적



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

비상장 LCC 월별 일본 노선 수송객 수



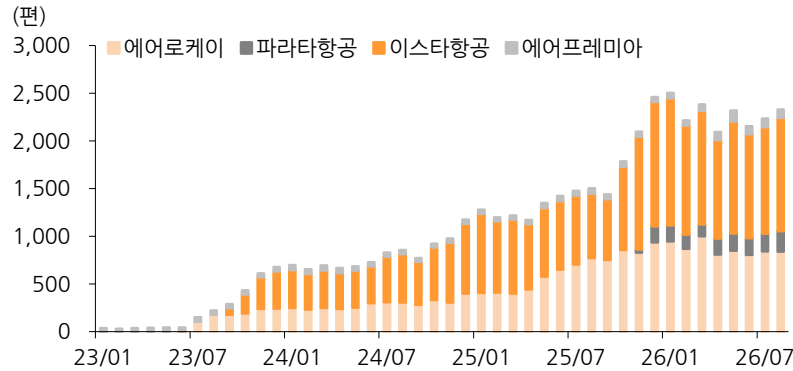
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터



그리고 끝나지 않은 LCC 구조조정 당분간 승자는 제주항공

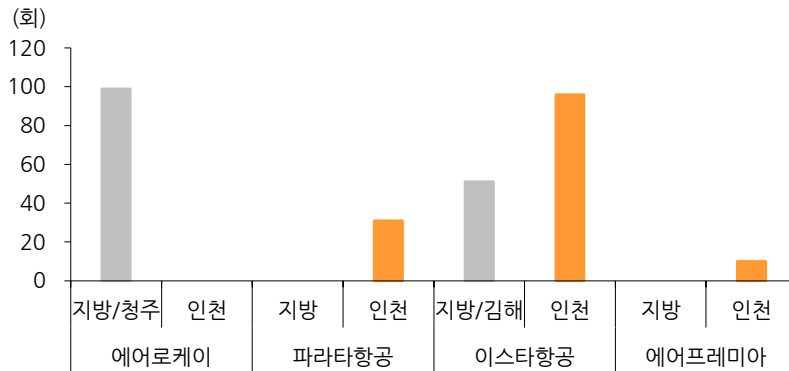
[한화리서치센터]

비상장 LCC 월별 일본 노선 운항 추이



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

비상장 LCC 일본 노선 운항 현황



주: 10월 3주차 기준
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

비상장 LCC 일본 노선 운항 현황

항공사	출발지	도착지	현재 운항요일	현재 주 운항횟수 (26년 10월 3주차 기준)
에어로케이	청주	오사카/간사이	월/화/수/목/금/토/일	21
	청주	도쿄/나리타	월/화/수/목/금/토/일	20
	청주	후쿠오카	월/화/수/목/금/토/일	12
	청주	기타큐슈	월/화/수/목/금/토/일	10
	청주	삿포로	월/화/수/목/금/토/일	7
	청주	나고야	월/화/수/목/금/토/일	7
	청주	오кина와	월/화/수/목/금/토/일	7
	청주	히로시마	월/수/목/금/일	5
	청주	구마모토	수/목/토/일	4
	청주	이바라키	화/목/토	3
	청주	마쓰야마	수/금/일	3
	청주	오비히로		-
파라타항공	인천	오사카/간사이	월/화/수/목/금/토/일	12
	인천	도쿄/나리타	월/화/수/목/금/토/일	12
	인천	삿포로	월/화/수/목/금/토/일	7
이스타항공	인천	도쿄/나리타	월/화/수/목/금/토/일	35
	인천	후쿠오카	월/화/수/목/금/토/일	28
	인천	오사카/간사이	월/화/수/목/금/토/일	14
	인천	삿포로	월/화/수/목/금/토/일	8
	인천	오кина와	월/화/수/목/금/토/일	8
	인천	도쿄시마	화/목/토	3
	인천	가고시마		-
	김해	후쿠오카	월/화/수/목/금/토/일	19
	김해	오사카/간사이	월/화/수/목/금/토/일	14
	김해	삿포로	월/화/수/목/금/토/일	7
	김해	구마모토	월/화/수/목/금/토/일	7
	김해	오кина와	화/목/토/일	4
에어프레미아	인천	도쿄/나리타	월/화/수/목/금/토/일	10
	인천	삿포로		-

주: 10월 3주차 기준
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



대한항공 (003490) 통합 원년, 시너지 1조원을 향해

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 43,000원

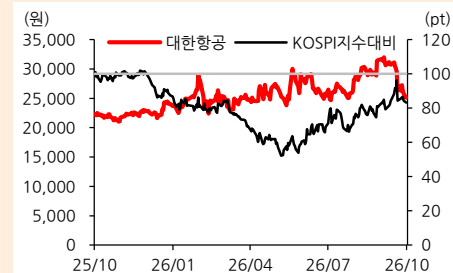
Stock Data

현재 주가(10/26)	25,100원
상승여력	▲ 71.3%
시가총액	92,423억원
발행주식수	368,221천주
52주 최고가/최저가	32,000/21,000원
90일 일평균 거래대금	757.02억원
외국인 지분율	26.7%

주주 구성

한진칼 (외 29인)	30.3%
국민연금공단 (외 1인)	10.0%
대한항공우리사주 (외 1인)	2.3%

Stock Price



통합 대한항공 시너지 효과 MAX 1조원 전망

- 공정위 합병 독소조항 위배되지 않는 선에서 OZ 여객 및 화물 운임의 KE 수렴시 매출 및 영업이익 약 9300억원 수준 확대 전망
- '25년 기준 OZ 기재 1대당 정비 단가가 KE 대비 약 3배 높게 형성. 통합 이후 KE 자체 정비 활용시 정비비 절감 약 5천억원
- OZ 1인당 평균 인건비의 KE화 필요. 평균 임금 격차 해소시 증가하는 영업비용은 약 3600억원 수준 추정
- 매출 확대 및 비용 절감 효과에 인건비 팽창 감안시 시너지 효과 MAX 1조원 전망

과소평가된 통합 시너지 효과. 적극적인 매수 대응 유도

- 최근 시장 변동성 확대에 따라 동사 주가 변동성도 함께 확대되나 유가 및 환율 안정화 국면은 동사에 유리한 상황
- 특히 앞서 언급한 시너지 효과 과소평가. 운임 격차 해소 부분에 대한 가정을 좀 더 보수적으로 접근, 격차 해소를 절반 수준으로 축소해도 연간 시너지 효과는 약 7천억원 수준으로 회사가 제시한 3천억원을 크게 웃돌 전망
- 적극적인 매수 대응이 유효한 구간

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	17,871	25,226	28,790	28,744	30,808
영업이익	2,110	1,114	320	2,596	4,581
EBITDA	3,906	3,969	3,414	6,073	8,342
지배주주순이익	1,317	780	277	2,253	3,413
EPS	3,575	2,115	751	6,115	9,267
순차입금	12,566	16,961	18,461	16,603	13,265
PER	7.0	11.9	33.4	4.1	2.7
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.6	6.6	8.1	4.3	2.7
배당수익률(%)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
ROE	13.2	7.3	2.5	18.9	23.5

자료: 한화투자증권



대한항공 (003490) 통합 원년, 시너지 1조원을 향해

[한화리서치센터]

대한항공 별도 실적 추정											
	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	4,515	5,020	5,045	5,348	6,247	6,517	6,511	6,880	16,502	19,928	26,155
국내선	103	120	121	163	192	152	158	191	470	508	693
ASK(mn)	646	610	619	852	1,203	907	949	1,174	2,910	2,727	4,232
RPK(mn)	546	531	512	725	1,017	790	785	998	2,459	2,314	3,589
L/F(%)	84.5%	87.0%	82.7%	85.0%	84.5%	87.0%	82.7%	85.0%	84.5%	84.8%	84.8%
Yield(원/RPK)	189	227	237	225	189	193	201	191	191	219	193
국제선	2,510	2,727	2,796	2,791	3,817	3,787	3,883	3,876	9,374	10,825	15,363
ASK(mn)	22,110	22,686	23,341	23,800	33,621	35,798	36,832	37,557	89,480	91,937	143,807
RPK(mn)	19,560	19,761	19,860	20,230	29,743	31,183	31,339	31,923	75,551	79,411	124,188
L/F(%)	88.5%	87.1%	85.1%	85.0%	88.5%	87.1%	85.1%	85.0%	84.4%	86.4%	86.4%
Yield(원/RPK)	128	138	141	138	128	121	124	121	124	136	124
화물	1,091	1,542	1,432	1,710	1,390	1,716	1,594	1,922	4,409	5,775	6,622
AFTK(mn)	2,961	3,076	3,156	3,183	3,431	3,603	3,698	3,765	11,995	12,376	14,497
FTK(mn)	2,079	2,192	2,277	2,324	2,409	2,567	2,668	2,749	8,530	8,872	10,393
L/F(%)	70.2%	71.3%	72.1%	73.0%	70.2%	71.3%	72.1%	73.0%	71.1%	71.7%	71.7%
Yield(원/FTK)	525	703	629	736	577	668	598	699	517	651	637
기타	811	630	695	683	848	862	876	891	2,248	2,820	3,477
영업비용	3,998	4,758	4,624	4,882	5,724	5,911	5,829	5,813	14,963	18,262	23,276
연료유류비	1,081	1,999	1,696	1,806	2,086	1,829	1,712	1,729	4,163	6,582	7,355
항공유단가(\$/bbl)	123	160	152	163	144	126	117	113	86	149	125
사용량(kbbbl)	7,770	7,930	8,138	8,594	11,136	11,256	11,595	12,125	31,897	32,432	46,112
상각비	524	531	547	564	814	830	846	862	1,949	2,166	3,351
정비비	160	143	139	142	198	198	198	198	593	583	793
인건비	714	734	832	931	939	1,294	1,315	1,167	3,115	3,211	4,715
기타	1,520	1,352	1,409	1,440	1,687	1,760	1,758	1,858	5,142	5,720	7,062
영업이익	517	262	421	466	523	606	682	1,067	1,539	1,666	2,879
OPM(%)	11.4%	5.2%	8.4%	8.7%	8.4%	9.3%	10.5%	15.5%	9.3%	8.4%	11.0%

자료: 대한항공, 한화투자증권



대한항공 (003490) 통합 원년, 시너지 1조원을 향해

[한화리서치센터]

대한항공 연결 실적 추정											
	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	6,658	7,230	7,319	7,582	6,959	7,097	7,176	7,513	25,226	28,790	28,744
항공운송	6,541	7,191	7,239	7,489	6,694	6,819	6,883	7,205	24,960	28,460	27,602
KE+OZ	5,626	6,357	6,328	6,634	5,970	6,227	6,207	6,560	21,919	24,945	24,963
LJ+PUS+ASV	770	667	762	705	724	592	677	645	2,504	2,904	2,638
항공우주	252	210	251	263	277	290	305	320	780	976	1,192
호텔	57	54	54	54	54	54	54	54	199	218	215
기타	101	92	92	92	92	92	92	92	421	377	369
연결조정	-293	-317	-317	-317	-158	-158	-158	-158	-1,134	-1,243	-633
영업비용	6,141	7,437	7,353	7,539	6,513	6,566	6,560	6,509	24,112	28,470	26,147
영업이익	517	-207	-33	43	446	531	616	1,004	1,114	320	2,596
OPM(%)	7.8%	-2.9%	-0.5%	0.6%	6.4%	7.5%	8.6%	13.4%	4.4%	1.1%	9.0%

자료: 대한항공, 한화투자증권



제주항공 (089590) 레버리지 확대되는 중

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 6,500원

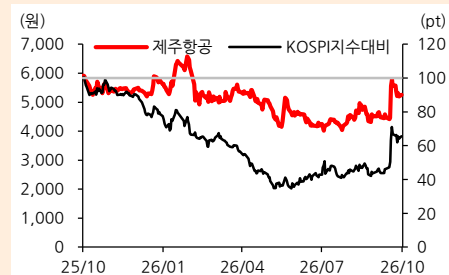
Stock Data

현재 주가(10/26) 5,250원
 상승여력 ▲ 23.8%
 시가총액 4,234억원
 발행주식수 80,641천주
 52주 최고가/최저가 6,580/4,015원
 90일 일평균 거래대금 17.57억원
 외국인 지분율 4.0%

주주 구성

에이케이홀딩스 (외 5인) 53.6%
 제주항공우리사주 (외 1인) 1.1%
 자사주 (외 1인) 0.1%

Stock Price



절치부심이 빛나는 실적 지속 전망

- 2Q26, 여타 LCC 대비 가장 선방한 실적 기록. 이는 그간의 비용 및 노선 효율화 전략 덕
- 3Q26, 전분기와 마찬가지로 여타 LCC 가운데 가장 강한 영업이익 기록 추정
- 일본 노선 호조 및 비용 슬림화에 따른 실적 호조
- 향후에도 노선 포트폴리오 탄력적인 조정에 따른 매출 상승 효과와 비용 효율화 전략에 따른 영업이익 레버리지 효과 돋보일 전망

LCC Top pick

- 국제선 여객 수요의 구조적 성장 및 시장 구조조정에 따른 수혜를 온전히 영업실적에 반영할 수 있는 유일한 LCC 사업자
- 여타 경쟁사의 경우 통합 등으로 어수선한 상황 지속될 것으로 보이는 가운데, 동사는 영업에만 집중할 수 있는 환경
- 유가 및 환율 안정화에 따른 수혜 섹터로 항공산업 주목받을 것으로 전망되는 가운데 수급적으로도 유리한 구간
- 목표 P/B 1.4배, 목표주가 6,500원 유지

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,936	1,580	2,045	1,950	2,007
영업이익	80	-112	44	138	392
EBITDA	218	35	202	293	392
지배주주순이익	22	-116	40	90	319
EPS	270	-1,443	497	1,114	3,961
순차입금	506	928	1,509	1,901	2,233
PER	19.5	-3.6	10.6	4.7	1.3
PBR	1.3	1.5	1.4	1.1	0.6
EV/EBITDA	4.3	38.2	9.6	7.9	6.8
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	6.8	-38.9	13.7	25.6	58.2

자료: 한화투자증권



제주항공 [089590] 레버리지 확대되는 중

[한화리서치센터]

실적 추정											
	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	516	462	538	529	486	426	538	500	1,580	2,045	1,950
국내선	56	91	75	70	39	69	75	79	233	292	262
ASK(mn)	569	673	669	659	466	552	696	779	2,372	2,570	2,493
RPK(mn)	535	632	622	560	392	508	654	662	2,158	2,349	2,216
L/F(%)	94.0%	93.9%	93.0%	85.0%	84.0%	92.0%	94.0%	85.0%	91.0%	91.4%	88.9%
Yield(원/RPK)	105.1	143.9	120.0	125.0	99.8	136.8	114.0	118.8	107.8	124.2	118.1
국제선	441	350	447	443	430	340	447	405	1,262	1,682	1,622
ASK(mn)	4,839	4,039	5,183	5,248	4,936	4,443	5,286	5,353	19,021	19,309	20,018
RPK(mn)	4,342	3,543	4,613	4,618	4,343	3,776	4,705	4,497	15,813	17,116	17,321
L/F(%)	89.7%	87.7%	89.0%	88.0%	88.0%	85.0%	89.0%	84.0%	83.1%	88.6%	86.5%
Yield(원/RPK)	101.6	98.7	97.0	96.0	99.0	90.0	95.0	90.0	79.8	98.2	93.6
기타	19	21	16	16	17	17	17	17	85	72	67
영업비용	447	507	529	518	457	415	469	471	1,692	2,001	1,812
연료유류비	122	201	199	199	160	130	142	141	474	721	573
항공유단가(\$/bbl)	123	160	152	163	144	126	117	113	86	149	125
사용량(kbbl)	832	725	916	924	834	781	938	966	3,296	3,397	3,519
상각비	39	39	42	39	39	39	39	39	147	158	155
정비비	55	49	50	46	51	51	50	50	179	200	202
인건비	77	76	86	86	71	72	88	94	309	324	325
기타	154	142	153	148	136	124	150	147	583	598	557
영업이익	69	-45	9	12	29	11	69	29	-112	44	138
OP M-(%)	13.4%	-9.7%	1.6%	2.2%	5.9%	2.5%	12.9%	5.9%	-7.1%	2.2%	7.1%

자료: 제주항공, 한화투자증권

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo writing.





인터넷/게임/미디어 김소혜
sohye.kim@hanwha.com
3772-7404

RA 김나우
now.kim@hanwha.com
3772-7710

V

인터넷/게임 확장에서 결실로

Summary

1. 인터넷/SW: 성장에 부여하는 프리미엄 기준이 달라진다

- ❖ AI 컴퓨팅 수요의 강세와 주주가치 창출은 서로 다른 문제
- ❖ 국내 기업들의 GPU 확보와 AI 데이터센터 증설이 실제 매출로 연결되기 시작할 전망
- ❖ 신규 증설 규모보다 고객계약, 컴퓨팅 공급단가, 가동률이 기업가치 재평가의 핵심

2. 게임: 성장보다 이익 전환 능력에 주목

- ❖ 일본 게임사의 약진에서 기존 IP의 수익화 가능성이 확인
- ❖ 국내 게임사들도 MMORPG 중심에서 장르 다변화를 추진 중

3. 최선희주: NHN, 카카오게임즈

- ❖ NHN: 민간 GPUaaS 고객 확대와 신규 데이터센터 증설을 통한 실적 성장 전망
- ❖ 카카오게임즈: 신작 출시와 미투온 인수를 통해 2027년 이익 정상화 기대

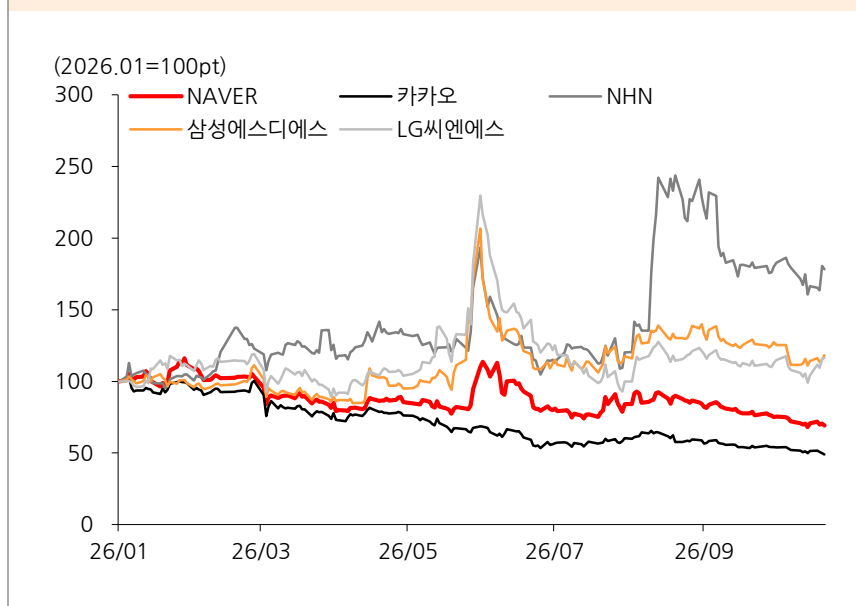


2026년 리뷰

[한화리서치센터]

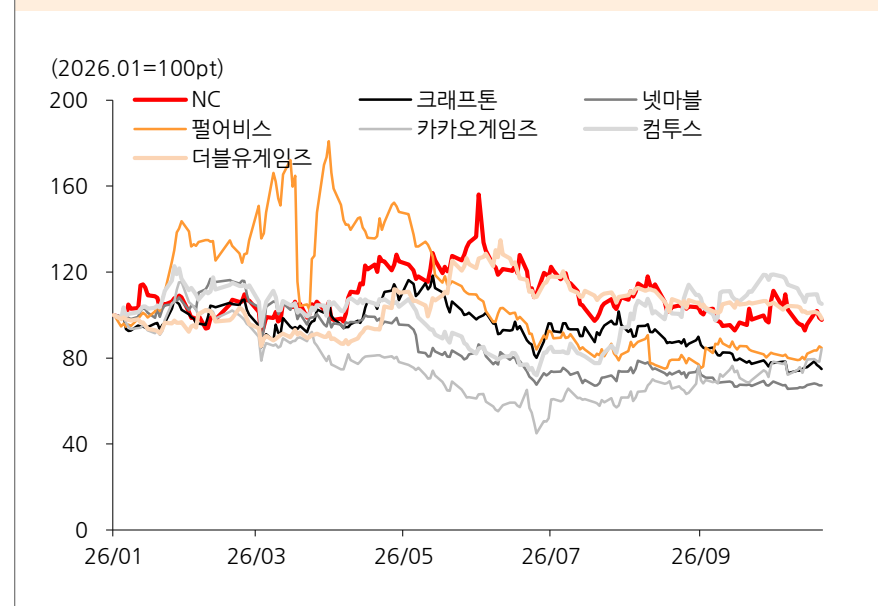
- ❖ 올해 인터넷/SW 업종의 주가 차별화는 AI 인프라 확대에 대한 기대가 모든 기업에 동일한 프리미엄으로 반영되지는 않고 있음을 보여줌. NAVER와 카카오는 기존 플랫폼 사업의 성장 둔화와 신규 AI 사업의 이익 기여에 대한 불확실성이 부담으로 작용한 반면, NHN 및 SI 기업들은 AI 컴퓨팅 공급 확대가 구체화되면서 상대적으로 높은 주가 성과를 기록
- ❖ 게임은 주요 기업의 주가가 전반적으로 부진한 가운데 개별 IP의 흥행 성과와 실적 회복 기대에 따라 차별화. 게임 산업의 성장 기회가 사라졌다고보다, 대형 신작의 개발 및 마케팅 비용 부담과 출시 이후 매출 유지에 대한 불확실성이 기업가치에 반영되고 있는 것으로 판단

인터넷 기업 YTD 주가 수익률 추이



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

게임 기업 YTD 주가 수익률 추이



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



2027년 인터넷/SW 성장에 부여하는 프리미엄 기준이 달라진다

[한화리서치센터]

- ❖ 올해 주가 흐름에서 공통적으로 확인되는 특징은 성장 기대가 업종 전체의 동반 상승으로 이어지지 않고 있다는 점. AI 인프라 투자와 게임 신작 출시가 지속되고 있음에도 관련 기업들의 주가는 차별화됐으며, 특히 기존 사업의 성장 둔화와 신규 사업의 수익화 불확실성이 높은 기업들의 투자심리는 상대적으로 부진
- ❖ 시장이 성장에 부여하는 프리미엄 기준이 달라질 것으로 전망. 미래 성장 가능성 자체에서 실제 매출 발생 여부와 영업이익의 지속 가능성이 중요해질 것. AI DC 산업에서는 AI 인프라의 고객계약과 수익화 일정이, 게임에서는 기존 IP의 재수익화와 신규 장르의 이익 기여가 핵심 평가 기준으로 부상할 전망

2027년 업종별 투자 판단 기준		
핵심 테마	2027년 투자 판단의 핵심	주요 영향
AI 데이터센터	설비·GPU 규모 → 장기 계약·가동률·ROIC	AI DC 신규 사업가치
AI 검색·에이전틱 커머스	트래픽 → 광고 전환·거래 실행	네이버 광고·커머스 / 카카오 특비즈
게임 산업	신작 출시 → 기존 IP 재수익화·신규 장르 이익 기여	국내 게임 기업 밸류에이션

자료: 한화투자증권 리서치센터





AI 컴퓨팅 수요의 강세와 주주가치 창출은 서로 다른 문제 [한화리서치센터]

- ❖ AI DC 산업은 기술 도입 자체가 아니라 이익 기여와 자본효율성을 중심으로 평가해야 할 것. 본질은 GPU 보유량이 아니라 인도 가능한 컴퓨팅을 반복 매출과 현금으로 전환하는 능력. 즉, 설비 발표가 고객 확보와 현금흐름을 보장하지 않음
- ❖ 최근 CoreWeave는 성장과 자본 부담의 공존을 보여줌. 백로그가 높아도 설비 구축 지연, 금융비용, 고객 집중도, 장비 교체가 주주가치에 부담으로 작용할 수 있음
- ❖ MW 기준 전력 용량 확보가 실제 GPU 설치와 고객 계약, 매출 발생 및 현금 회수로 직결되는 것은 아니라는 점에 주목할 필요가 있음

CoreWeave, 압도적 수주 성장 뒤의 금융비용		
지표	내용	해석
2Q26 매출 백로그	약 1,042억 달러	중장기 고객 수요 확보
2026년 설비투자 가이드스	350억~390억 달러	막대한 초기 투자 소요
2025년 순손실	약 12억 달러	EBITDA와 순이익의 괴리
2026년 10월 시장 우려	차입 부담 · 구축 지연	실행 및 자본시장 위험에 대한 재평가

자료: CoreWeave, 한화투자증권 리서치센터

AI DC 사업 가치평가: 다섯 단계를 분리	
1. 설치용량	
- 확보한 MW는 부지 · 전력 · 냉각의 공급 잠재력. 매출 확정이 아님	
2. GPU 서비스 용량	
- GPU 모델 · 서버당 전력 · 냉각 · 네트워크에 따라 실제 판매 용량 차이	
3. 고객 계약	
- 계약 가격, 기간, take-or-pay, 조기 해지, 고객 신용도가 핵심	
4. 매출/현금흐름	
- 계약 발표와 실서비스 제공 · 매출 인식 · 현금 수취 사이의 시차	
5. 투자자본 회수	
- 장비 감가상각, 금융비용, 유지보수, 세대교체 Capex를 반영	

자료: 한화투자증권 리서치센터

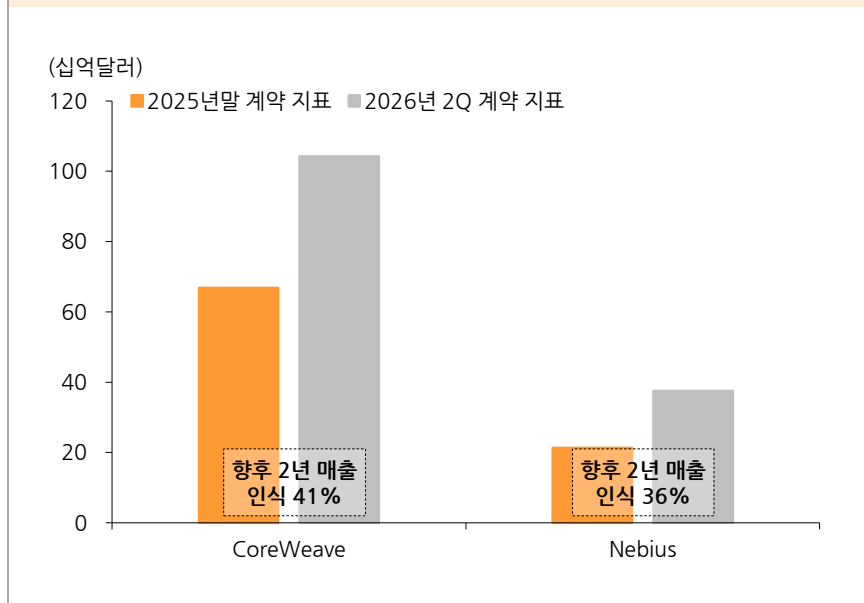


잔고는 수요의 신호, 매출은 인도의 결과

[한화리서치센터]

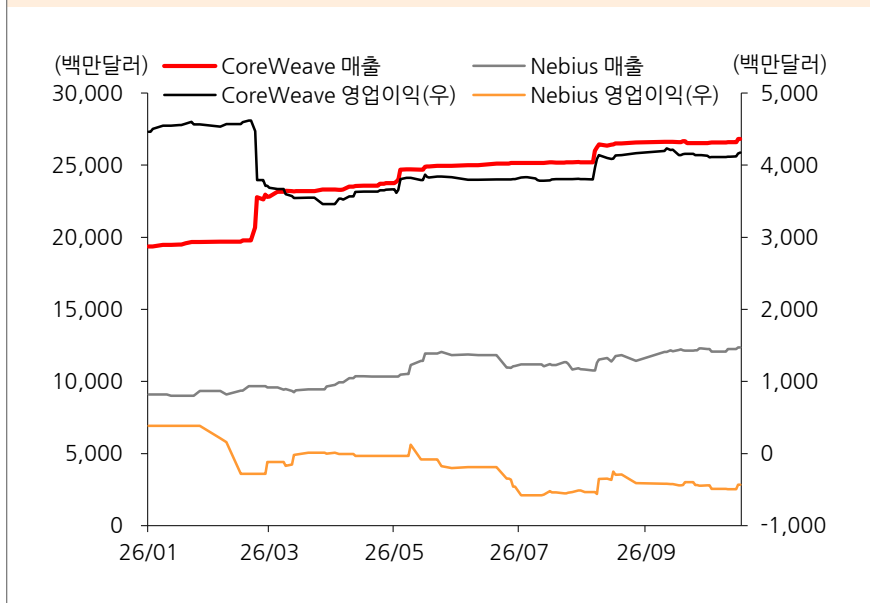
- ❖ CoreWeave와 Nebius의 지난 2분기 수주잔고 증가율은 각각 +56%, +76%로 대형 고객들의 수요 자체는 상당 부분 확보
- ❖ 하지만 전체 수주잔고 중 향후 2년 안에 매출로 인식될 예상 금액은 CoreWeave 41%, Nebius 36%에 불과
- ❖ 장기 계약을 기반으로 중장기 매출 가시성은 확보했으나 실제 매출 실현까지 상당한 시차가 존재
- ❖ GPU 구매와 DC 구축에는 막대한 비용이 먼저 발생하고, 고객 계약으로 확보한 매출은 실제 컴퓨팅 공급이 시작된 이후 장기간에 걸쳐 인식. 계약 규모가 커질수록 투자 부담도 동시에 증가할 수 있으며, 사업 확장 초기에는 매출 성장에도 불구하고 FCF가 악화될 가능성도 존재

실제 매출 실현까지 상당한 시차가 존재



자료: CoreWeave, 한화투자증권 리서치센터

CoreWeave와 Nebius의 2027F 컨센서스 추이



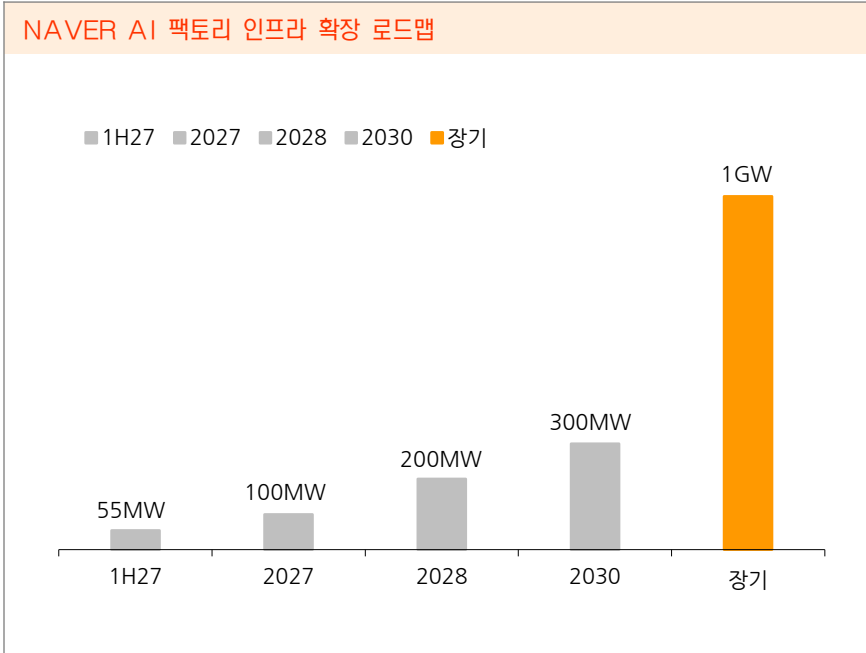
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



NAVER AI 팩토리: 공개 사업계획과 자본조달의 구분

[한화리서치센터]

- ❖ NAVER는 AI 팩토리 사업이 내년 상반기에 매출을 창출할 것으로 예상한다고 설명
- ❖ 다만 동사 역시 향후 검증할 부분은 실제 상업 가동 GPU 수량, GPU 모델 및 서비스 개시 시점, 주요 고객 계약상 최소 구매·최소 매출 보장 여부와 계약 기간이 될 것. 즉, 2028년까지 계획된 용량인 200MW를 전체 매출로 환산해서는 안 됨
- ❖ 그리고, 에셋라이트의 실질 의미를 생각해 보아야 함. 외부자본 활용은 자본효율성을 높일 수 있지만 이익을 자동으로 확대하지 않음
- ❖ 단기적으로는 10월 30일 엔비디아 유상증자 납입기한과 브룩필드 PF 진행이 예정대로 마무리되는지 확인



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

NAVER AI 팩토리 사업 실적 추정				
구분	2027E	2028E	2029E	중장기 ~1GW
연말 Capacity	100MW	200MW	200MW	1,000MW
연평균 Capacity	70MW	150MW	200MW	1,000MW
평균 가동률	75%	85%	95%	95~100%
실질 가동 Capacity	53MW	128MW	190MW	950~1,000MW
AI 팩토리 매출	약 1.0조원	약 2.4조원	약 3.6조원	약 18~19조원
OPM 가정	5~8%	12~15%	18~20%	20%+
AI 팩토리 영업이익	500~800억원	3~4천억원	6~7천억원	3.6~3.8조원+

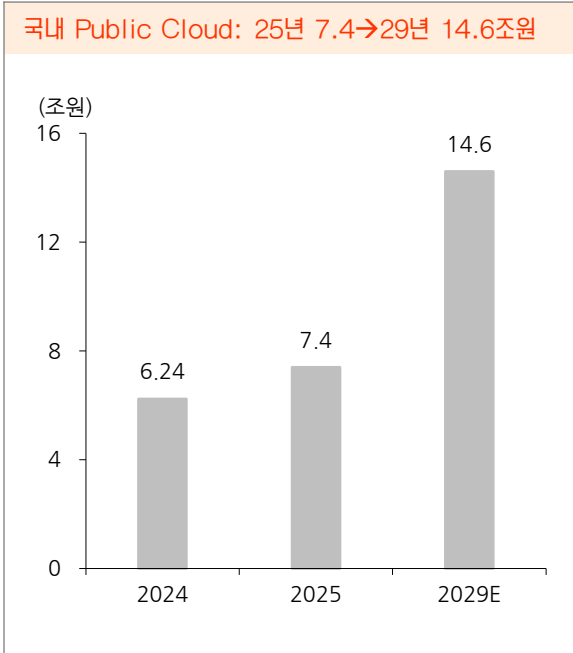
자료: 한화투자증권 리서치센터



국내수요 대응, 경쟁 축이 다르다

[한화리서치센터]

- ❖ 2026년 국내 Public Cloud 시장은 약 8.5조원, 2029년까지 연평균 18.6% 성장 전망
- ❖ M/S는 대부분 퍼블릭 IaaS 사업자. NHN의 포지션은 전체 퍼블릭 클라우드 시장이 아니라 공공 프로젝트 수행, B200 cluster 운영, AI 팩토리화 SW 레이어의 결합이 될 것. 즉 GPU 특화 부문에서의 점유율이 더 중요



자료: IDC, 한화투자증권 리서치센터

클라우드 사업자의 분류		
경쟁 축	주요 플레이어	핵심 경쟁력
Generic IaaS	AWS, MS 등 글로벌 CSP	가격, 서비스 breadth, ecosystem
Domestic SI/CSP	삼성SDS, 네이버, KT Cloud 등	공공 레퍼런스, SI, 규제 대응
AI infra capacity /ops	NHN Cloud 및 GPU 사업자	GPU 수량, MW, cluster 운영, 공공 AI 프로젝트

자료: 한화투자증권 리서치센터

국내 수요의 경로	
공공 클라우드 전환	행정·지자체·공공기관의 민간 cloud 도입
AI compute 수요	GPU·AI platform이 cloud spending의 새로운 budget line으로 편입
규제 산업 hybrid	금융·의료·제조의 private/public 혼합 구조
소버린	데이터 위치·보안·국내 운영 책임 요구

자료: 한화투자증권 리서치센터



확보한 인프라 규모 < 얼마나 효율적으로 수익화하는지

[한화리서치센터]

- ❖ 같은 AI DC라도 시설·컴퓨팅·모델 판매 중 무엇을 판매하느냐에 따라 경제성이 달라짐
- ❖ 직접 구축, 시설 임차, 외부 컴퓨팅 계약은 고객의 선택에 따라 대체재로 작용하지만, 인프라 공급망 내에서는 상호 보완적인 관계를 형성
- ❖ 핵심 차이는 자산 보유 여부, 매출 직접 인식 범위, 운영 SW의 부가가치 창출 능력에 있으며, 동일한 AI 수요 확대에도 기업별 실적 기여도는 상이
- ❖ 따라서 AI DC 투자 규모나 확보 전력량보다는 실제 고객 계약, 컴퓨팅 가동률, 투자자본 대비 현금창출력을 중심으로 기업가치를 평가할 필요가 있음

자산을 누가 보유하고, 누가 서비스 책임과 채투자 위험을 부담하는지 확인

구분	시설·전력	GPU/CPU 컴퓨팅	관리형 AI·모델
판매상품	상면·전력·냉각	GPU-hour·전용 클러스터	배포·운영·API 토큰
수익 지표	계약 전력·임대료	과금률×자원×단가	처리 토큰·서비스 단가
주요 비용	토지·건설·전기	GPU·네트워크·감가상각	서빙·SW·운영 인력
주요 경쟁력	전력 인입 시점·입지	장비 조달·고객 확보	성능·개발 편의·자동화
핵심 리스크	공실·초기 투자	장비 교체·단가 하락	모델 가격 경쟁·품질

자료: 한화투자증권 리서치센터

클라우드 조달의 선택

평가 항목	직접 구축	시설 임차 + 자체 GPU	외부 컴퓨팅 조달
초기 투자	시설·GPU 모두 부담	GPU 장비 중심 투자	선급·예약료 중심
공급 시점	전력·허가·건설에 좌우	시설 가용성에 좌우	기배치 장비는 상대적으로 빠름
운영 통제력	가장 높음	시설은 계약 의존	서비스 수준에 의존
비용 성격	감가·금융비용	GPU 감가+임차료	기간별 이용료·약정비
적합한 수요	예측가능한 장기 전략 수요	중장기 고정 수요	빠른 확장·수요 변동

자료: 한화투자증권 리서치센터

글로벌 사업자 비교

기업	핵심 사업	공급·수익 구조
CoreWeave	대규모 GPU 클러스터	장기 약정 중심·계약매출 전환
Nebius	AI 클라우드+추론 플랫폼	GPU 예약·Token Factory
Sharon AI	호주 중심 지역 GPU	코로케이션, 지역 글로벌 수요
IREN	전력·시설·GPU 통합	대형 고객 전용 공급, 건설·조달 리스크
xAI	자체 모델+외부 컴퓨팅	대규모 인프라 외부 판매·내부 수요
Akamai	기존 CDN·클라우드 확장	CPU 중심 장기 클라우드·기존 SW 강점활용

자료: 한화투자증권 리서치센터

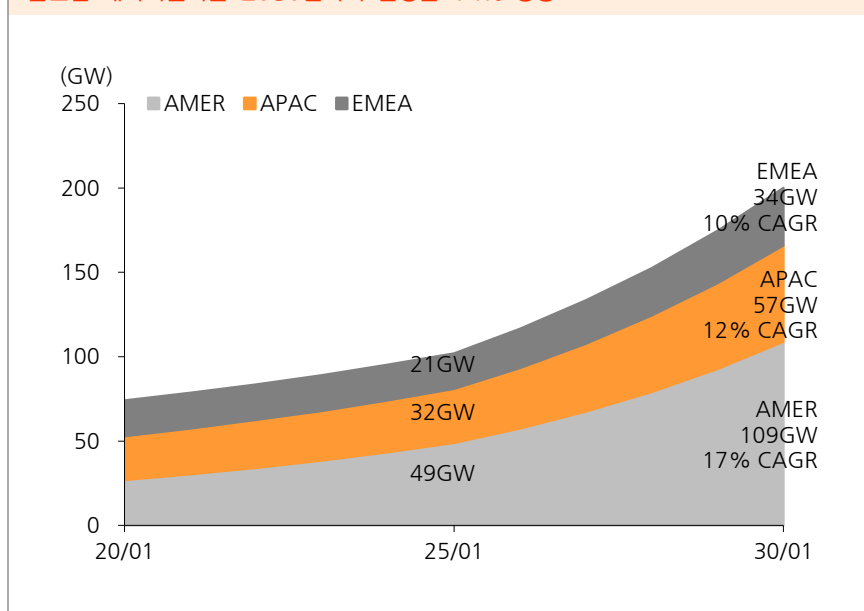


APAC 시장 내 한국 유입 수요는 4.5GW로 추정

[한화리서치센터]

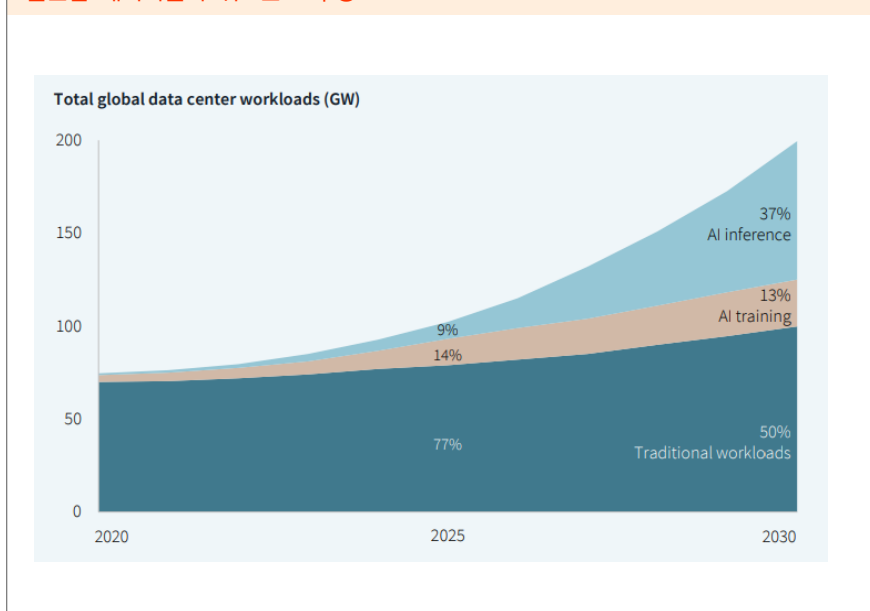
- ❖ 해외에서 한국 데이터센터로 유입되는 수요는 약 4.5GW로 추정
- ❖ 시장조사기관 JLL은 APAC DC 용량이 2025년 32GW에서 2030년 57GW로 CAGR 12% 증가 전망
- ❖ 이 워크로드 중 AI 비중을 50%라고 가정하고, 그 중 국가 간 이동이 가능한 비민감 비중을 50%라고 추정한다면 한국 사업자가 경쟁할 수 있는 시장은 약 15GW로 형성
- ❖ 15GW 중 한국이 약 30%를 확보한다고 가정하면, 해외에서 한국 DC로 유입되는 수요로 약 4.5GW 추정
- ❖ 해당 규모는 APAC 전체 DC 시장 내 약 8% 점유율에 해당

글로벌 데이터센터는 2030년까지 연평균 14% 성장



자료: JLL Research, 2026 Global Data Center Outlook, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 데이터센터 워크로드 구성

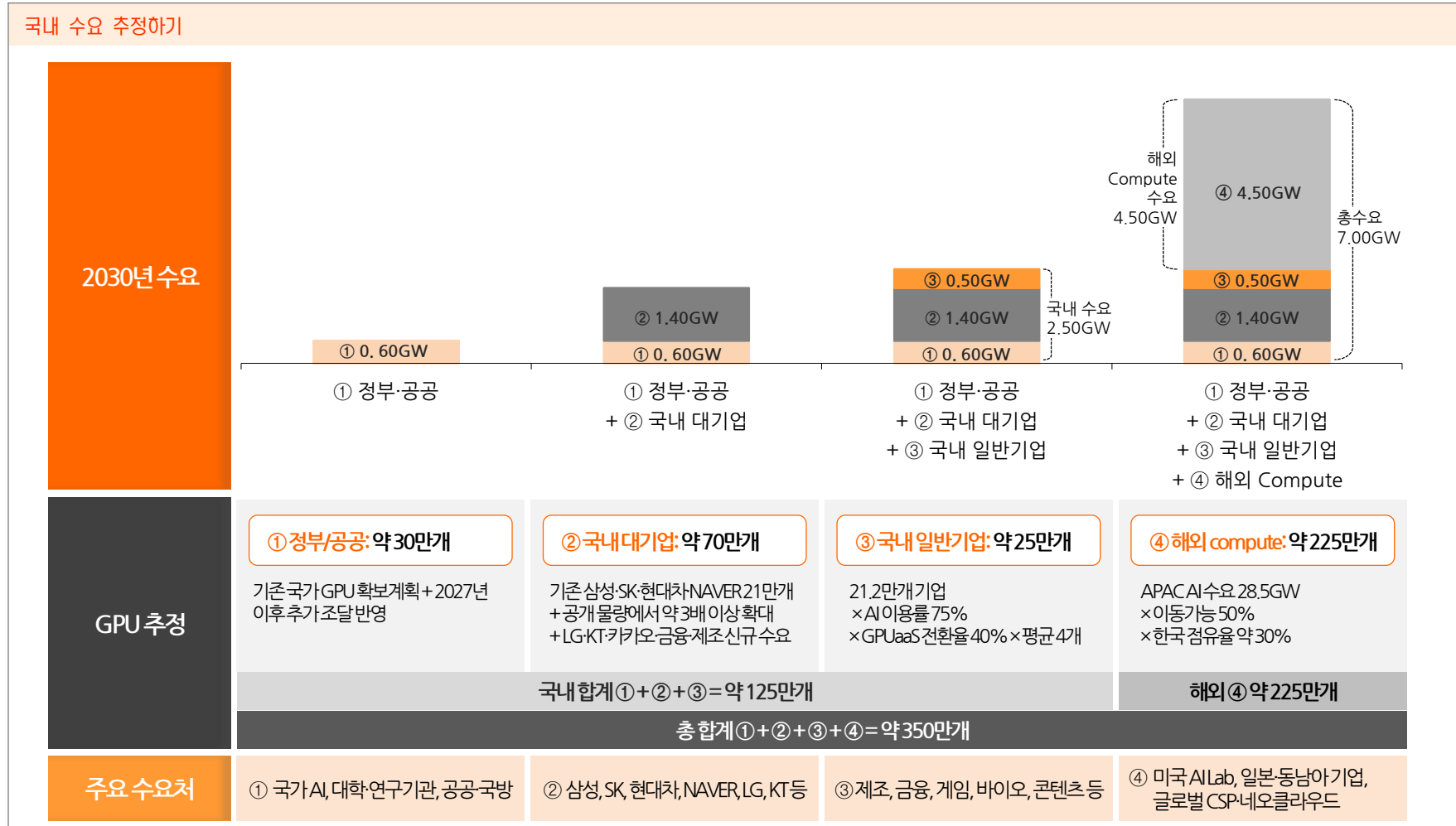


자료: JLL Research, 한화투자증권 리서치센터



국내 수요 추정: 2030년 국내 흡수 가능 수요는 약 7G

[한화리서치센터]



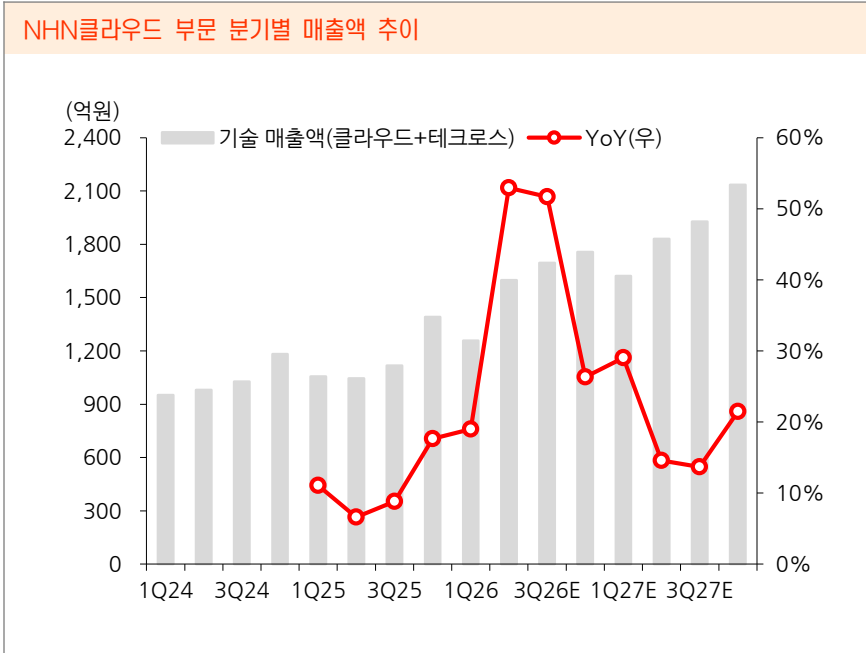
자료: 한화투자증권 리서치센터 추정



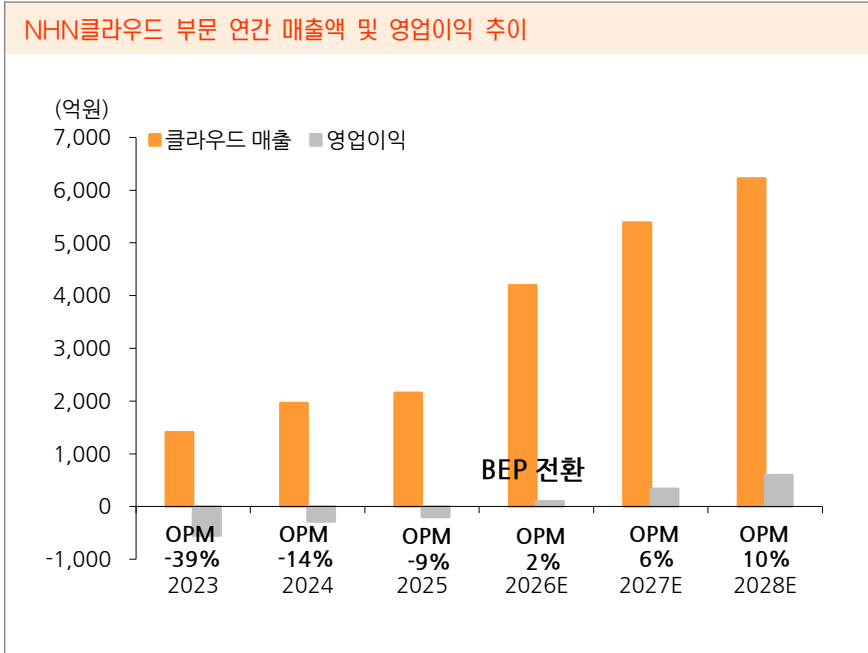
GPUaaS 신규 서비스 매출 반영 본격화

[한화리서치센터]

- ❖ GPUaaS 관련 사업 성과는 올해 하반기부터 더욱 확대될 전망. NHN은 2Q26 실적을 시작으로 양평 B200 리전이 본격 가동되며 중장기 실적 기반을 확대시킬 것. 공공 AI 프로젝트 및 잔여 Capacity 장기계약 논의도 진행 중
- ❖ 클라우드 법인은 GPU 본격화 이전에도 매출 성장세가 높았고, 22~25년 매출 CAGR은 22.6%, 손익 역시 적자 축소 추세
- ❖ 올해 NHN클라우드 법인은 BEP 달성 후 중장기 OPM 15% 수준까지 영업 레버리지 효과 기대



자료: NHN클라우드, 한화투자증권 리서치센터



자료: NHN클라우드, 한화투자증권 리서치센터



NHN Capacity

[한화리서치센터]

- ❖ NHN의 자체 데이터센터, 그 외 사업 임차 등으로 현재 약 26MW 규모 가동 중
- ❖ 향후 30MW 규모의 데이터센터 확보 추진 중. 조만간 구체적인 부지와 활용처 공개될 예정

NHN클라우드 IDC Capa 현황 및 계획(가정)						
구분	센터/리전	주요 용도	GPU/AI가속기 수	MW 캐파	가동 여부	비고
판교	NHN Cloud Center	기존 클라우드 리전 + 민간 GPUaaS	약 500~1,000장	3MW 추정	가동 중	크래프톤향 Blackwell Ultra 1,000장+ 기준. MW는 8개 서버룸 x 3,500RU x 8.8kW/rack ÷ 42U로 추정
광주	국가 AI 데이터센터	공공 AI 컴퓨팅 + GPU 서비스	약 1,500장	3.5MW	가동 중	공공/국가 AI 사업 성격. A100/H100/T4/IPU 등 구성 보도 기준
양평	양평 AI 데이터센터 Factory X Seoul	B200 GPUaaS, 정부·민간 AI인프라	7,656장	20MW	가동 중	6,120장은 정부 AI 사업, 1,536장은 NHN 자체·민간 장기계약 대상
합계(현재)	판교+광주+양평		약 10,000여 장	26.5MW	가동 중	
추가 30MW 증설 계획	신규	차세대 GPUaaS / B300+ 대응	약 8,000~9,000장 추정	+30MW	계획	20MW 외부 임차 + 10MW 자체 구축, 2027년 하반기 목표. GPU 수는 양평 밀도 7,656장/26MW 적용
증설 후 합계			약 18,000~19,000장+	65.1MW		

자료: NHN클라우드, 한화투자증권 리서치센터

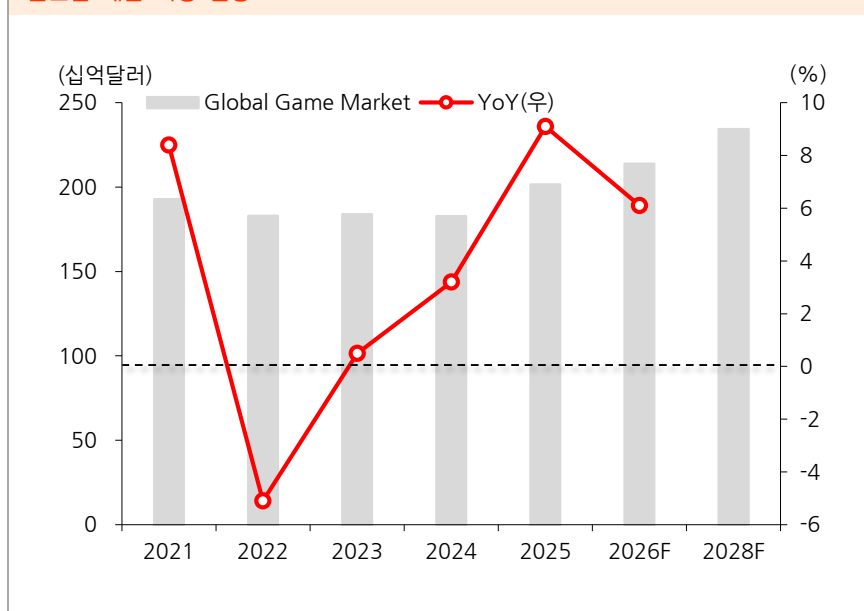


게임 업종, 성장보다 이익 전환 능력에 주목

[한화리서치센터]

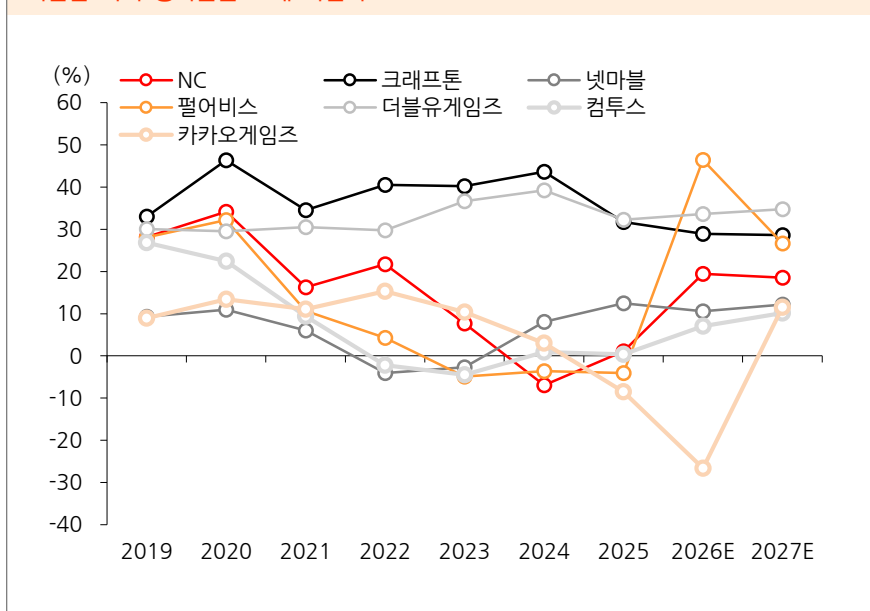
- ❖ 글로벌 시장 성장률이 6% 수준이라도, 흥행작 집중과 매출 믹스 및 비용 통제로 기업별 이익 증가율은 크게 차별화
- ❖ 시장 전체의 성장보다 신작 흥행에 따른 점유율 확대와 기존 IP의 장기 흥행 여부가 개별 기업의 실적을 결정하는 핵심 변수로 작용
- ❖ 기존 IP를 활용한 후속작과 장기 라이브 서비스는 신규 고객 확보 및 개발·마케팅 비용 부담을 낮춰 이익 개선에 기여할 전망
- ❖ 국내 게임사들의 구조조정과 인력 효율화, 비핵심 사업 정리 효과가 누적되면서 2027년에는 외형 성장률보다 영업이익 개선 폭이 큰 기업에 주목할 필요

글로벌 게임 시장 전망



자료: Newzoo, 한화투자증권 리서치센터

기업별 이익 증가율은 크게 차별화



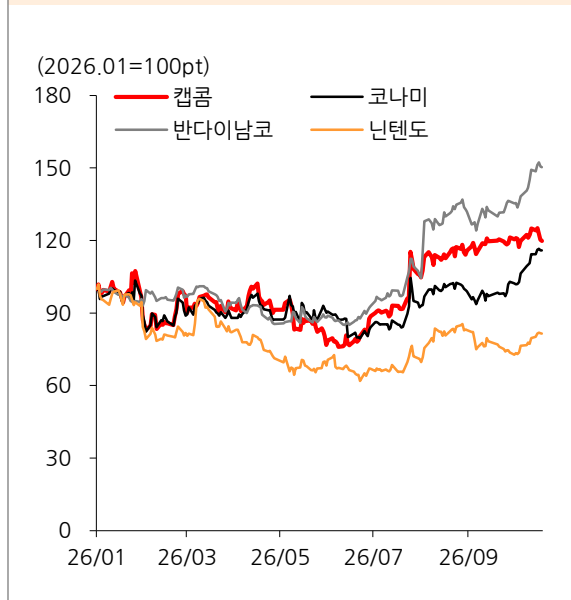
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



일본 게임사에서 확인한 성장 공식, 국내도 사업구조 재편 [한화리서치센터]

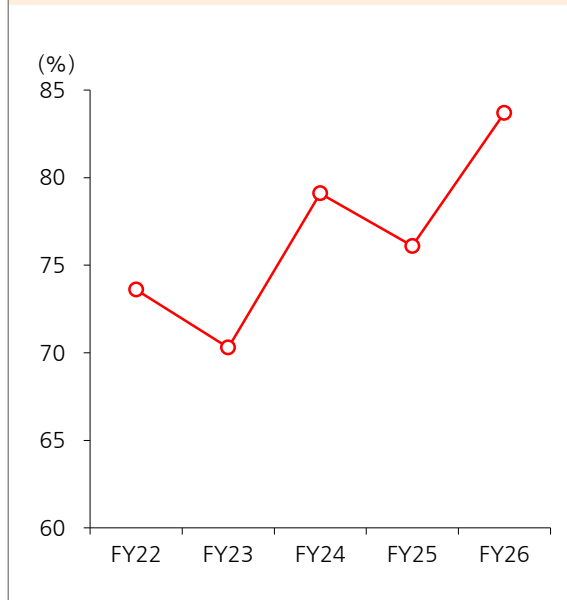
- ❖ 일본 주요 게임사들의 실적 성장 및 주가 상승 흐름은 국내 게임업종의 중장기 성장 방향성을 보여준다고 봄
- ❖ 멀티플이 확장되고 있는 주요 기업들의 공통점은 특정 신작의 흥행에만 의존하지 않고 기존 IP의 반복적인 수익화, 글로벌 판매 확대, 장기 서비스 및 다양한 장르의 매출을 결합했다는 점
- ❖ 캡콤의 FY26 기존작 판매량 비중은 83.7%에 달하는데, 매년 신작을 출시하면서도 상당한 판매량을 누적 IP에서 확보하고 있다는 의미
- ❖ 코나미의 게임사업(디지털 엔터테인먼트) 영업이익률은 FY23 21.8%에서 FY26 34.5%로 상승. eFootball의 장기 운영, 유희왕 등 기존 IP 활용, 메탈기어·사일런트 힐 시리즈의 반복 판매가 성장에 기여

주요 일본 기업 주가 추이



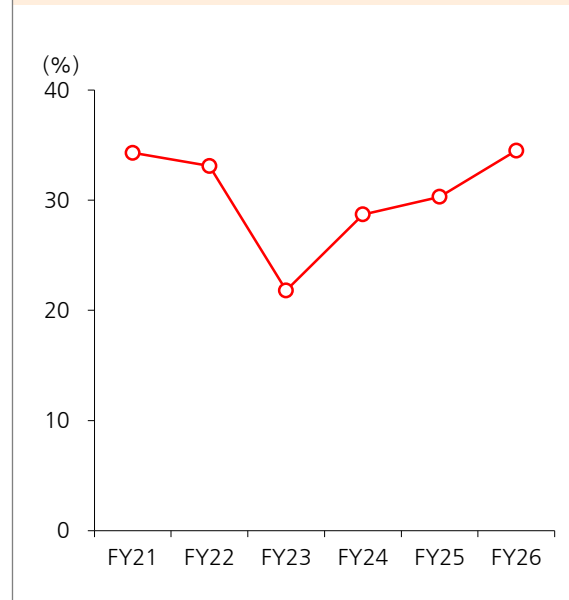
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

캡콤 카탈로그 게임 판매량 비중 추이



자료: Capcom, 한화투자증권 리서치센터

코나미의 게임사업 영업이익률 추이



자료: Konami, 한화투자증권 리서치센터



투자전략

[한화리서치센터]

- ❖ 2027년 인터넷/SW 산업은 네오클라우드 기업들의 수주잔고 규모 자체보다 신규 컴퓨팅 용량의 인도 일정, 계약 매출의 실현 속도, 선행 투자 부담과 금융비용을 종합적으로 고려해야 함. 장기 수요를 확보하면서도 자본투입 규모를 최소화하고 계약을 안정적으로 현금화하는 기업에 프리미엄이 집중될 것으로 판단
- ❖ 즉, AI 기술 도입 자체보다 기존 사업의 수익성 개선과 신규 사업의 매출 기여가 중요해지는 시기가 될 것. NAVER는 AI 기반 검색·광고 효율화와 커머스 성장에 더해 AI 데이터센터 사업의 초기 수익화가 새로운 기업가치 상승 요인으로 작용할 전망. 특히 외부자본을 활용하는 투자 구조가 구체화되고 장기 고객 계약에 기반한 실적 가시성이 확보된다면 AI DC 사업의 추가 가치 반영이 가능할 것으로 판단. 카카오는 AI 에이전트와 통합 멤버십 출시 이후 이용자의 활동 지표 추이가 투자포인트. 2027년부터 신규 수익화 가능성이 점진적으로 확인될 것으로 예상
- ❖ 게임 산업은 현재 기존 MMORPG 중심의 고과금·신작 의존 구조에서 벗어나 다양한 장르를 통한 매출 안정성 확보로 확대 중. 이는 개별 신작의 흥행 여부에 따른 실적 변동성을 완화하고, 상대적으로 안정적인 반복매출을 확보하기 위한 전략으로 판단됨
- ❖ 대표적으로 NC와 카카오게임즈가 이에 해당. 두 기업 모두 MMORPG를 핵심 사업으로 유지하면서 모바일 캐주얼과 소셜카지노 등으로 포트폴리오를 확장 중. 신규 장르의 이익 기여가 검증될수록 게임사들의 밸류 역시 개별 신작의 흥행 기대보다 포트폴리오 전체의 안정적인 현금창출력이 중요해질 것으로 전망
- ❖ 최선호주로 NHN과 카카오게임즈를 제시
- ❖ NHN은 올해 시작된 GPUaaS 매출의 연간 반영과 장기계약 확대에 따른 이익 성장 기대. 내년까지 추가 30MW의 AI DC 확보를 추진하고 있어 28년 이후 중장기 성장 가시성도 높아질 전망. 게임·결제사업의 안정적인 현금창출력을 기반으로 인프라 사업 확장이 가능
- ❖ 카카오게임즈는 대형 신작 출시와 미투온 연결 편입 효과가 본격 반영되며 실적 턴어라운드 기대. 국내 모바일 MMORPG 중심에서 글로벌 PC·콘솔 및 캐주얼 게임으로 사업영역 확대 예정. 신규 게임의 매출 기여와 비용 효율화에 따른 영업레버리지 확대로 실적 회복과 기업가치 재평가가 동시에 나타날 가능성에 주목.



NHN (181710) AI 인프라의 성장 잠재력이 실적으로 연결되는 시기

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 87,000원

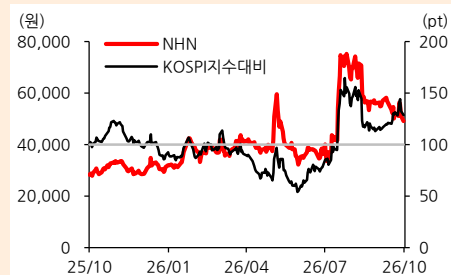
Stock Data

현재 주가(10/26)	49,100원
상승여력	▲ 77.2%
시가총액	15,874억원
발행주식수	32,329천주
52주 최고가/최저가	75,200/26,150원
90일 일평균 거래대금	132.85억원
외국인 지분율	14.7%

주주 구성

이준호 (외 16인)	57.4%
국민연금공단 (외 1인)	9.9%
자사주 (외 1인)	6.0%

Stock Price



정부 GPU 사업을 통해 초기 투자 부담을 낮추면서 수익성을 확보한 점이 핵심 경쟁력

- 양평 AI 데이터센터의 장기계약 확대에 따른 중기 실적 가시성 확보 기대. 기존 양평 리전에서 확보한 GPU 운영 경험과 고객 레퍼런스를 기반으로 신규 데이터센터 사업을 확대할 계획. 신규 용량은 최신 GPU 도입을 전제로 검토되고 있어 기존 B200 기반 사업 대비 높은 연산 성능과 매출 잠재력을 확보할 수 있을 것으로 기대
- 기존 클라우드 사업과 GPUaaS의 결합을 통한 사업 확장 기대. 단순 GPU 임대뿐 아니라 클라우드 인프라, 네트워크, 스토리지, 운영관리 서비스 등을 통합 제공할 수 있다는 점이 강점.

AI 인프라 사업가치가 본격적으로 반영되는 밸류에이션 재평가 국면 진입 기대

- 2027년 매출액 3.36조 원(YoY +11.1%), 영업이익 2554억 원(YoY 26.3%) 전망
- 국내 웹보드게임의 규제 완화 효과와 일본 모바일게임 사업의 안정적인 매출 기반이 유지되고 있음. 일본 시장 중심의 신작 출시 및 기존 게임의 운영 효율화가 진행될 경우 게임사업의 이익 기여도가 확대될 것으로 기대
- 목표주가는 27E 예상 EPS에 P/E 목표배수 18배 적용

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,456	2,516	3,020	3,356	3,725
영업이익	-33	132	202	255	322
EBITDA	72	236	331	427	534
지배주주순이익	-133	32	116	152	205
EPS	-4,073	1,018	3,690	4,830	6,510
순차입금	-410	-1,401	-1,041	-908	-1,039
PER	-12.1	48.2	13.3	10.2	7.5
PBR	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	16.4	0.8	1.6	1.6	1.0
배당수익률(%)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
ROE	-8.6	2.2	7.7	9.3	11.4

자료: 한화투자증권 리서치센터



NHN (181710) AI 인프라의 성장 잠재력이 실적으로 연결되는 시기

[한화리서치센터]

NHN 실적 추정											
(십억 원, %, % YoY)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	671.4	757.9	778.5	812.2	793.8	825.9	850.3	885.9	2,516	3,020	3,356
YoY(%)	11.9	25.3	24.4	18.5	18.2	9.0	9.2	9.1	2.4	20.0	11.1
게임매출	127.8	139.6	129.7	127.2	130.0	135.5	137.9	137.8	479	524	541
PC	48.0	49.1	49.9	47.9	51.0	53.3	52.4	50.3	173	195	207
모바일	79.8	90.5	79.9	79.3	79.0	82.2	85.5	87.4	306	329	334
결제	354.6	394.0	398.2	410.8	402.1	432.3	440.9	484.8	1,266	1,558	1,760
기술	125.7	159.8	165.2	180.0	178.2	195.8	201.8	212.6	460	631	788
영업비용	645.1	700.0	723.5	749.0	738.8	766.4	783.9	811.4	2,384	2,818	3,101
YoY(%)	12.7	20.1	21.0	18.8	14.5	9.5	8.3	8.3	-0.6	7.0	8.5
인건비	114.1	116.0	117.9	118.3	124.7	128.0	126.4	126.8	436	466	506
지급수수료	456.2	507.3	520.8	543.4	525.5	546.7	562.9	586.5	1,681	2,028	2,222
광고선전비	23.6	17.5	25.5	26.8	26.0	27.1	28.0	29.3	87	93	110
영업이익	26.3	57.9	54.9	63.2	55.0	59.5	66.4	74.5	132.4	202.3	255.4
YoY(%)	-5.0	164.2	98.8	14.4	109.5	2.8	20.9	17.9	흑전	52.8	26.3
영업이익률(%)	3.9	7.6	7.1	7.8	6.9	7.2	7.8	8.4	5.3	6.7	7.6
당기순이익	31.1	29.1	31.6	22.9	43.0	43.1	40.1	26.0	51.9	116.3	152.3
YoY(%)	흑전	158.8	75.6	-0.3	38.3	48.2	26.9	13.9	흑전	124.1	30.9
순이익률(%)	4.6	3.8	4.1	2.8	5.4	5.2	4.7	2.9	2.1	3.9	4.5

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터



카카오게임즈 [293490] 실적 턴어라운드의 강도와 밸류에이션 회복 [한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(상향): 15,000원

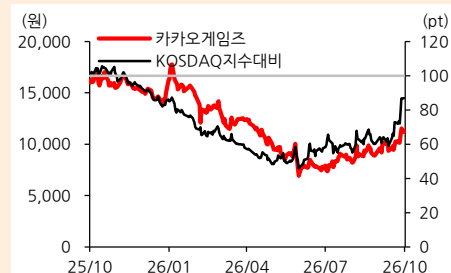
Stock Data

현재 주가(10/26)	59,200원
상승여력	▲ 52.0%
시가총액	3,534,111억원
발행주식수	5,969,783천주
52주 최고가/최저가	87,800/55,900원
90일 일평균 거래대금	16,338.01억원
외국인 지분율	52.6%

주주 구성

엘트리플레이인베스트먼트 (외 1인)	20.1%
카카오 (외 6인)	7.7%
자사주 (외 1인)	5.0%

Stock Price



신작 매출 증가와 비용 통제에 따른 영업레버리지 확대 기대

- 기존 모바일 MMORPG의 매출 하향 안정화와 신작 출시 지연으로 25~26년 실적 부진이 이어졌으나, 4Q26부터 신작 출시가 재개. 내년에는 신규 게임의 매출 기여와 미투온 연결 편입 효과가 더해지며 외형 성장과 영업손익 개선이 동시에 나타날 것으로 기대됨
- 27년 1월, '오던Q: 발키리스쿨' 출시를 통해 핵심 MMORPG 성장 모멘텀 회복 예상. 사업 구조조정과 비용 효율화 작업이 진행됐으며, 고정비 부담을 낮추기 위한 보수적인 비용 집행 기조가 유지 중. 신작 출시로 매출 규모가 증가하는 가운데 인건비와 운영비 증가율을 제한할 경우 영업이익 개선 폭이 매출 증가율을 상회할 가능성이 높다고 판단

신작과 M&A가 동시에 이끄는 턴어라운드

- 2027년 매출액 6270억 원(YoY +84.8%), 영업이익 799억 원(YoY 흑전) 전망
- 신작 흥행이 확인되면 단순 실적 정상화를 넘어 중장기 성장 기대감이 반영되는 주가 재평가가 가능할 것으로 판단됨
- 목표주가 27E 예상 EPS에 P/E 목표배수 18배 적용

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	627	465	339	627	684
영업이익	19	-40	-92	80	92
EBITDA	91	8	-52	121	135
지배주주순이익	-109	-100	-119	72	93
EPS	-1,314	-1,125	-1,122	681	875
순차입금	444	280	85	-29	-149
PER	-8.5	-10.0	-10.0	16.4	12.8
PBR	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	17.9	181.6	-24.9	9.6	7.8
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-8.0	-7.9	-9.1	4.9	6.0

자료: 한화투자증권 리서치센터



카카오게임즈 [293490] 실적 턴어라운드의 강도와 밸류에이션 회복 [한화리서치센터]

카카오게임즈 실적 추정											
(십억 원, %, % YoY)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	82.9	75.0	73.1	108.1	169.5	158.4	152.7	146.5	465.0	339.2	627.0
YoY(%)	(32.5)	(35.2)	(42.6)	9.3	104.3	111.1	108.7	35.5	(25.9)	(27.1)	84.8
모바일	55.0	52.7	51.1	78.7	113.0	96.0	87.9	78.7	350.8	237.5	375.5
PC	27.9	22.3	22.1	29.4	31.5	36.4	36.8	36.8	114.2	101.7	141.5
YoY(%)											
모바일	(42.7)	(47.8)	(39.8)	14.1	105.2	82.1	72.1	0.0	(35.1)	(32.3)	58.1
PC	4.1	50.5	(48.2)	(1.6)	13.0	63.2	66.7	25.0	31.6	(10.9)	39.1
영업비용	108.4	98.0	101.9	122.9	140.0	135.7	135.1	136.3	504.6	431.3	547.1
YoY(%)	(19.9)	(21.2)	(23.3)	9.8	29.1	38.5	32.5	10.9	(17.0)	(14.5)	26.8
인건비	38.7	39.2	40.0	41.2	39.2	40.0	40.8	41.6	150.1	159.2	161.4
지급수수료	45.9	36.5	35.8	51.9	74.6	71.3	68.7	65.9	234.2	170.2	280.4
광고선전비	4.6	3.5	6.6	9.7	7.6	5.5	6.1	8.8	37.4	24.5	28.1
영업이익	(25.5)	(23.0)	(28.8)	(14.8)	29.5	22.7	17.6	10.2	(39.6)	(92.1)	79.9
영업이익률(%)	(30.7)	(30.7)	(39.4)	(13.7)	17.4	14.3	11.5	7.0	(8.5)	(27.2)	12.7
당기순이익	(39.5)	(57.0)	(41.3)	0.9	21.7	24.2	22.5	4.2	(37.8)	(136.7)	72.5
순이익률(%)	(47.6)	(76.0)	(56.4)	0.8	12.8	15.3	14.7	2.8	(8.1)	(40.3)	11.6

자료: 카카오게임즈, 한화투자증권 리서치센터



Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo writing.





반도체 박준영
jyp94@hanwha.com
3772-7481

RA 김나우
now.kim@hanwha.com
3772-7710

VI

반도체

의심의 끝에서, 다시 성장으로

Summary

1. AI 투자에 대한 의심, 편더멘털 훼손은 아니다

- ❖ AI CAPEX 투자회수 우려와 네오클라우드 신용위험 부각
- ❖ AI 투자의 중심은 하이퍼스케일러, 지속적인 AI 투자 기조 확대 예상
- ❖ 클라우드 수요와 수주잔고 확대가 AI 인프라 투자 지속을 뒷받침

2. 금융환경 개선이 반등의 촉매

- ❖ 물가 안정과 경기 연착륙에 따른 명목금리 안정과 신용스프레드 축소 시 AI 인프라 자금조달 부담 완화
- ❖ 하이퍼스케일러 CAPEX 재확인 및 AI 기업 자금조달 여부에 주목

3. 2027년, HBM4가 이익 성장을 주도

- ❖ AI 가속기 투자 확대에 따른 고성능 메모리 수요 증가
- ❖ Rubin 출시와 HBM4 출하 본격화에 따른 제품 Mix 개선
- ❖ 실적 성장 대비 낮아진 밸류에이션, 국내 메모리 업종 재평가 기대

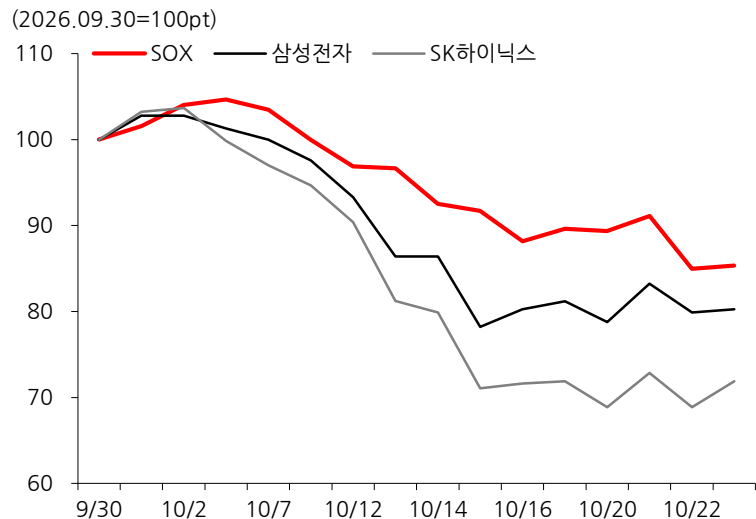


AI 투자에 대한 의심이 시작됐다

[한화리서치센터]

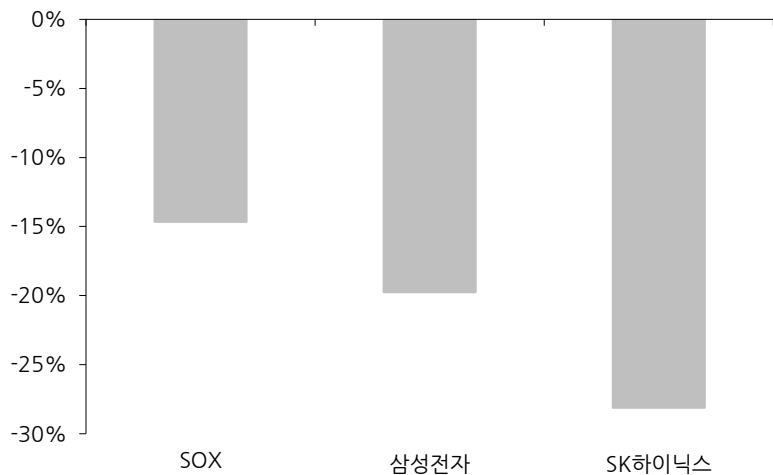
- ❖ 10월 들어 글로벌 반도체 업종의 주가 조정 본격화. 9월 말 대비 10월 23일 SOX 지수는 14.6%, 삼성전자와 SK하이닉스는 각각 19.7%, 28.1% 하락. AI 투자 확대에 따른 투자회수 우려가 주요 원인으로 작용.
- ❖ 특히 네오클라우드 업체들의 대규모 차입과 현금흐름 악화에 대한 우려 확대. 여기에 미국 국채금리 변동성과 거시경제 불확실성이 더해지며 반도체 업종 전반의 투자심리 위축.
- ❖ 다만 최근 주가 조정은 AI 반도체의 실질적인 수요 둔화보다 투자 지속 가능성에 대한 과도한 의구심이 반영된 결과로 판단. 주요 하이퍼스케일러의 CAPEX 축소가 확인되지 않은 만큼 구조적인 성장성 훼손으로 해석할 필요는 없음.

반도체 업종 주가 추이



자료: Investing.com, 한화투자증권 리서치센터

9월 말 대비 10월 수익률



자료: Investing.com, 한화투자증권 리서치센터



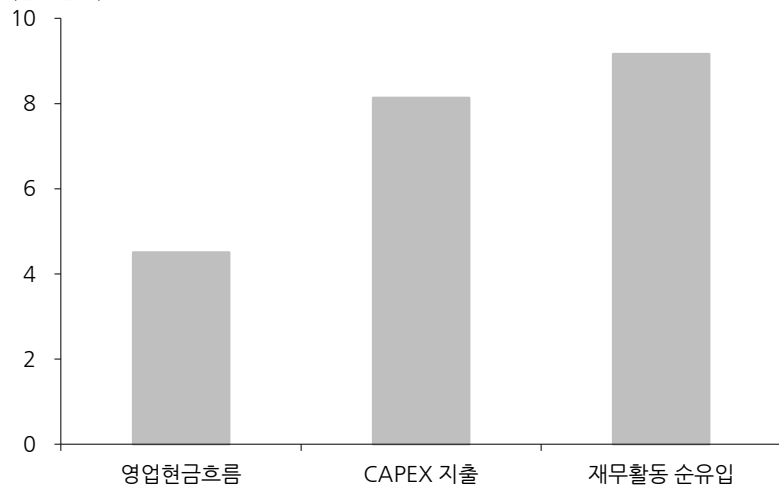
문제는 AI 수요가 아니라 자금조달

[한화리서치센터]

- ❖ AI 인프라는 대규모 초기 설비투자가 필요한 반면 투자금 회수까지 상당한 시간이 소요되는 산업임. GPU 및 데이터센터를 선제적으로 확보하는 사업구조로 인해 매출 성장과 현금흐름 개선 사이에 시차가 발생하며 이는 특히 다른 현금흐름이 없는 네오클라우드 업체들에게 더 큰 문제가 됨.
- ❖ Nebius의 1H26 영업현금흐름은 45억달러를 기록했으나 이 중 약 44억달러가 이연수익 증가에 기인. 같은 기간 설비 및 무형자산 투자액은 81억달러로 자체 현금창출 능력 대비 높은 투자 부담 확인.
- ❖ 현재 네오클라우드 업체들의 핵심 문제는 최종 컴퓨팅 수요의 부재보다 투자 확대에 필요한 자금조달 부담임. 향후 금융 여건 개선과 투자 자금 확보에 따라 관련 우려가 완화될 가능성에 주목.

Nebius 1H26 현금흐름

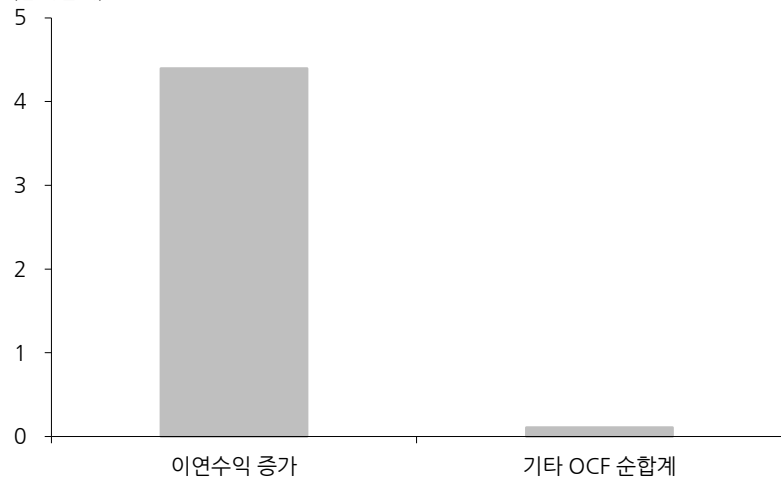
(십억달러)



자료: Nebius, 한화투자증권 리서치센터

OCF 중 이연수익 증가분

(십억달러)



자료: Nebius, 한화투자증권 리서치센터

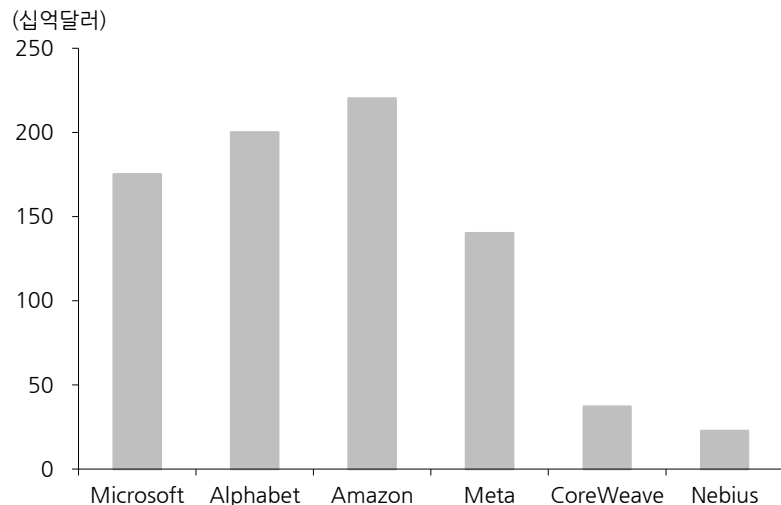


AI CAPEX의 중심은 하이퍼스케일러

[한화리서치센터]

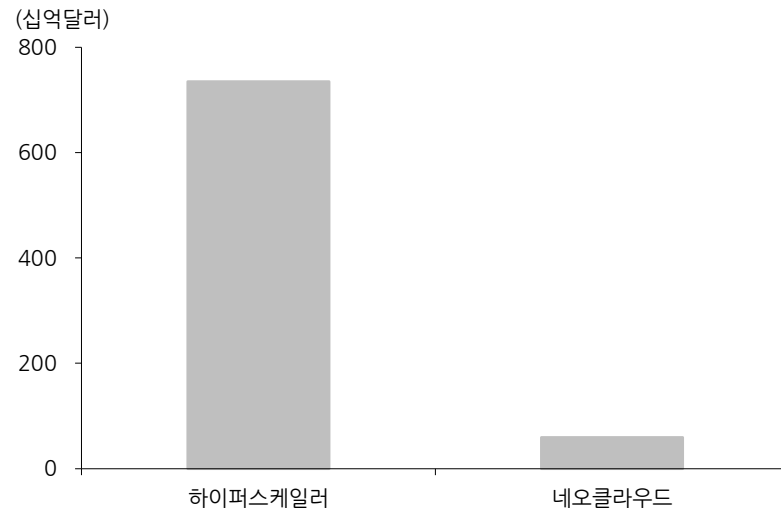
- ❖ 최근 AI 투자에 대한 우려는 CoreWeave 등 네오클라우드 업체들의 재무건전성 악화에서 시작. 다만 AI 인프라 투자의 절대적인 규모는 하이퍼스케일러가 압도적이며 일부 네오클라우드의 투자 차질이 전체 시장에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단.
- ❖ Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta의 2026년 CAPEX 가이드스 및 추정 규모는 합산 약 7,300억달러 수준. 반면 CoreWeave와 Nebius의 연간 투자계획은 합산 약 550~640억달러로 하이퍼스케일러 4개사의 10%에도 미치지 못하는 규모임.
- ❖ 결국 AI 반도체 수요의 핵심 변수는 네오클라우드의 자금조달보다 하이퍼스케일러의 투자 지속 여부임. 주요 하이퍼스케일러의 재무건전성과 클라우드 사업 성장세가 유지되는 한 AI 인프라 투자 확대 기조는 지속될 전망.

기업별 2026 CAPEX



자료: Reuters, 한화투자증권 리서치센터

그룹별 합산 CAPEX



자료: Reuters, 한화투자증권 리서치센터



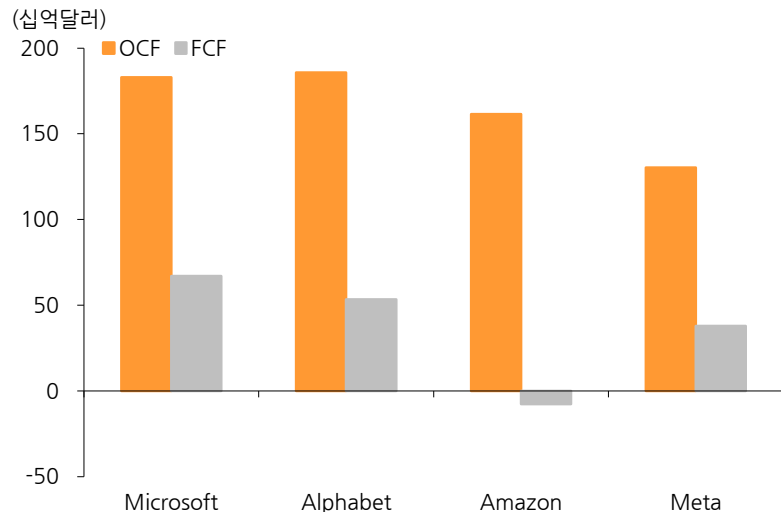


FCF 적자와 신용위험은 별개의 문제

[한화리서치센터]

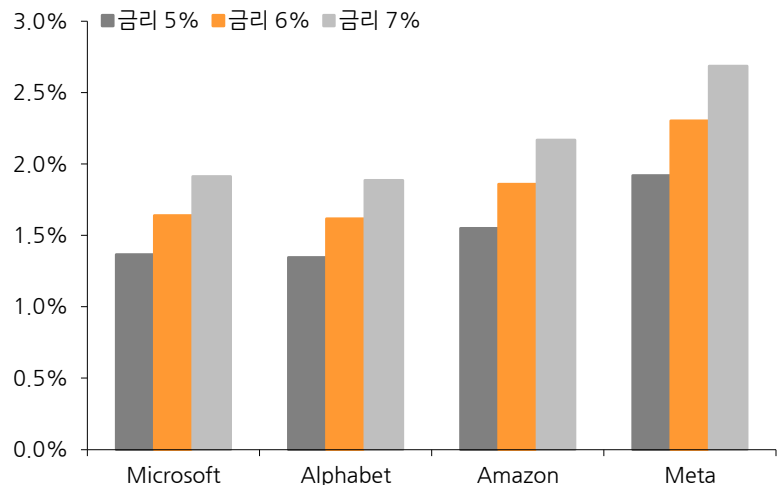
- ❖ AI CAPEX 급증으로 하이퍼스케일러의 FCF 감소와 외부 자금조달 필요성 확대. 다만 기존 사업의 영업현금흐름은 여전히 견조하며 FCF 적자는 주로 설비투자 증가에 기인. 신용위험 판단에는 추가 차입에 따른 이자상환 부담을 고려할 필요가 있음.
- ❖ Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta의 연간 OCF(2025.07.01~2026.06.30)는 각각 1,829억달러, 1,697억달러, 1,614억달러, 1,292억달러 수준. 연간 500억달러를 6% 금리로 추가 차입하더라도 이자비용은 30억달러로 각 사 OCF의 1.6~2.3%에 불과.
- ❖ 장기 회사채 발행을 통해 원금 상환 시점을 분산할 수 있다는 점도 긍정적. 향후 차입금 누적에 따른 이자비용 증가에도 불구하고 기존 사업의 현금창출 능력을 고려하면 단기적인 채무상환 부담은 제한적일 것으로 판단.

하이퍼스케일러의 연간 OCF와 FCF



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

하이퍼스케일러의 추가 차입 이자



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



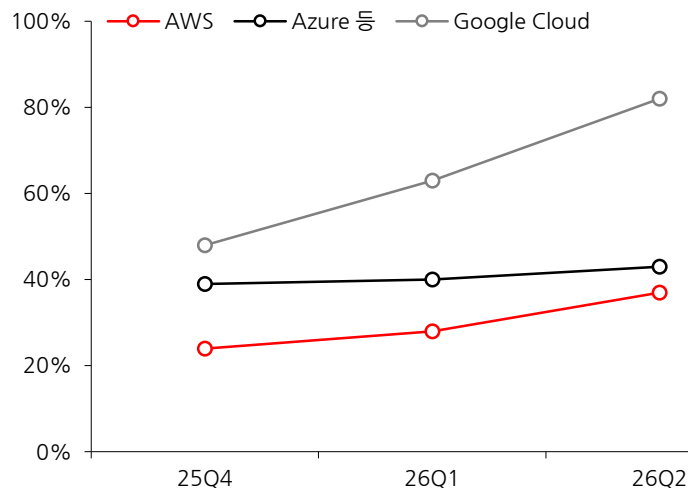


AI 투자는 선택이 아닌 생존의 문제

[한화리서치센터]

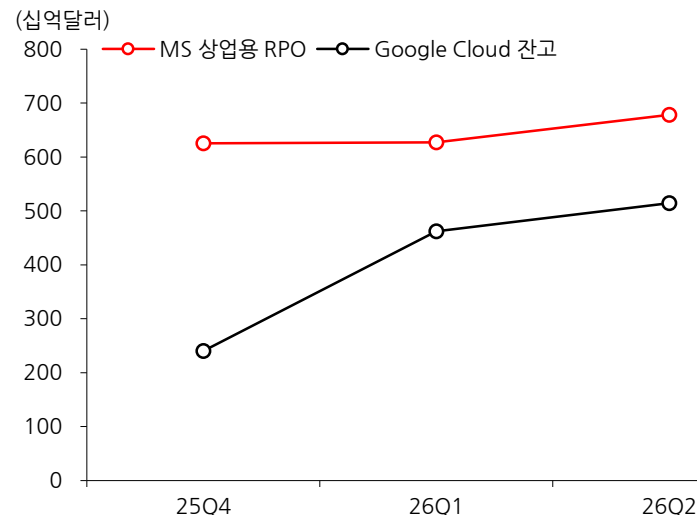
- ❖ AI 인프라 투자는 신규 사업 확대뿐 아니라 기존 클라우드 시장의 지배력 유지를 위한 필수 투자로 변화. AI 모델의 학습과 추론 수요가 클라우드 성장의 핵심 동력으로 부상하면서 컴퓨팅 CAPA 확보 여부가 향후 매출 성장과 고객 유지 능력을 결정하는 구조임.
- ❖ 클라우드 사업은 데이터, 애플리케이션, AI 모델이 하나의 플랫폼에 결합되며 높은 고객 전환비용이 발생. 초기 AI 인프라 경쟁에서 고객을 확보하지 못할 경우 향후 클라우드와 소프트웨어 매출까지 상실할 가능성. 투자 축소에 따른 기회비용이 단기 FCF 개선 효과를 훨씬 상회할 것.
- ❖ 최근 AI Agent 등의 등장으로 AI 데이터센터에 대한 수요는 더이상 미래의 수요를 위한 선증설이 아닌 현존하는 수요가 되어가고 있음. 이미 확보한 고객 수요에 대응하기 위한 투자 성격이 강한 만큼 하이퍼스케일러의 CAPEX 축소 유인은 제한적이라고 판단.

주요 클라우드 YoY 매출 성장률



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

주요 클라우드 사업자 RPO 및 수주잔고 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

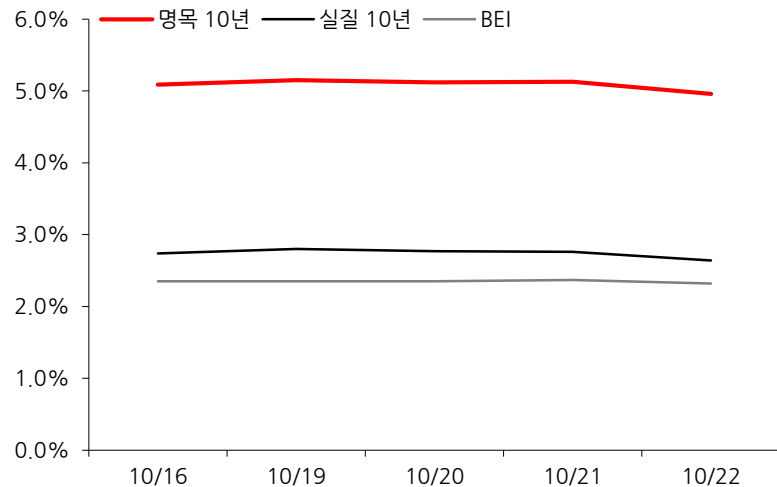


금리의 하락보다 중요한 것은 하락의 이유

[한화리서치센터]

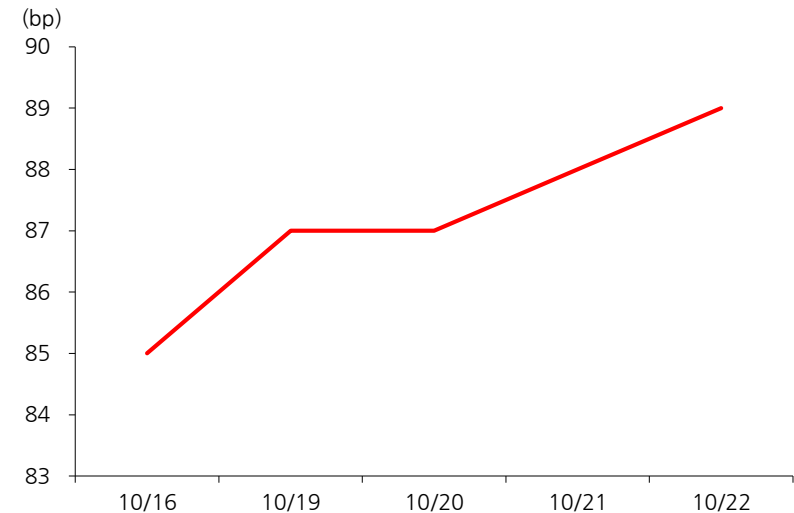
- ❖ 최근 미국 국채금리 하락에도 불구하고 반도체 업종의 주가 조정 지속. 이는 금리 하락에 따른 자금조달 비용 개선 기대보다 AI 투자회수와 신용위험에 대한 우려가 크게 작용한 결과로 판단. AI 인프라 투자 지속 가능성을 판단하기 위해서는 명목금리와 신용스프레드의 방향성에 주목할 필요.
- ❖ 명목금리 하락의 원인에 따라 반도체 업종에 미치는 영향은 상이. 물가 안정과 경기 연속록에 따른 명목금리 하락은 기업의 조달비용 완화에 긍정적이나, 경기침체 우려에 따른 금리 하락은 신용스프레드 확대와 투자 위축으로 이어질 가능성.
- ❖ 국내 반도체 업종에 가장 우호적인 환경은 물가 안정과 기업 성장세 유지 속 명목 국채금리 하락 및 신용스프레드 축소가 동반되는 국면임. 이는 AI 인프라 사업자의 이자비용과 차환 부담을 낮추고 하이퍼스케일러의 CAPEX 지속 가능성을 높이는 요인으로 작용할 전망.

미국 10년 명목금리/실질금리/BEI



자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

미국 투자적격 회사채 OAS



자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터



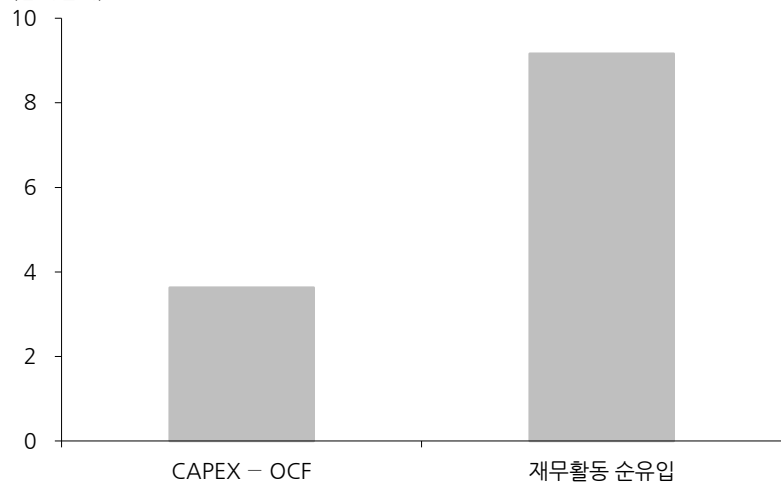
반등을 위한 두가지 조건

[한화리서치센터]

- ❖ 첫 번째 조건은 AI 인프라 투자에 대한 자금조달 불확실성 해소. 이를 위해서는 미국 국채 금리와 기업 신용스프레드 및 CDS 프리미엄의 안정이 선행되어야함. 최근 반도체 업종의 조정은 펀더멘털 훼손보다 금융시장 불확실성 확대에 기인한 것으로 판단. 금융 여건 개선은 투자심리 회복의 주요 계기가 될 전망.
- ❖ 두 번째 조건은 주요 하이퍼스케일러의 CAPEX 확대 기조 재확인. 향후 실적 발표에서 AI 인프라 투자계획과 클라우드 매출 성장세가 유지된다면 AI 투자회수 우려가 점진적으로 완화될 것이라는 판단.
- ❖ 두가지 조건이 충족될 경우 반도체 업종의 주가 반등 기대.

투자 현금부족분과 재무활동 순유입

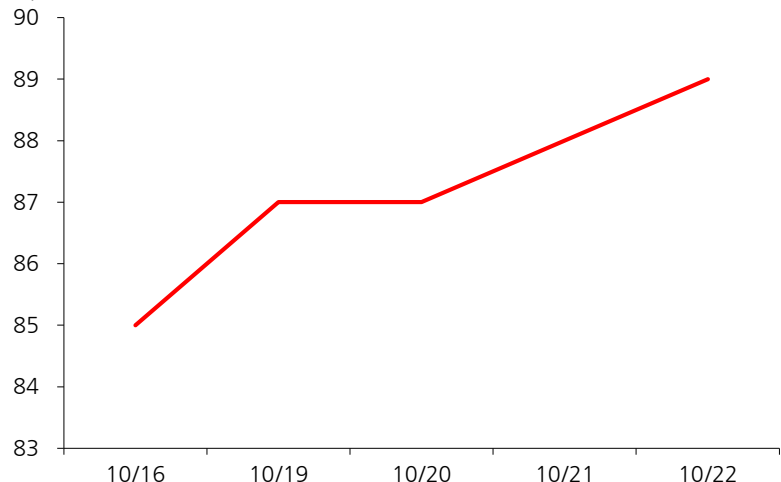
(십억달러)



자료: Fred, 한화투자증권 리서치센터

투자적격 회사채 신용스프레드

(bp)



자료: Fred, 한화투자증권 리서치센터

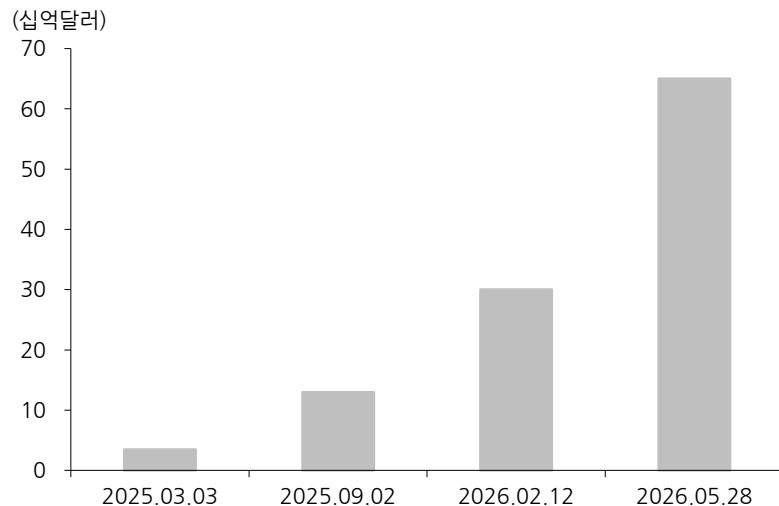


Anthropic IPO, 새로운 자금 유입의 계기

[한화리서치센터]

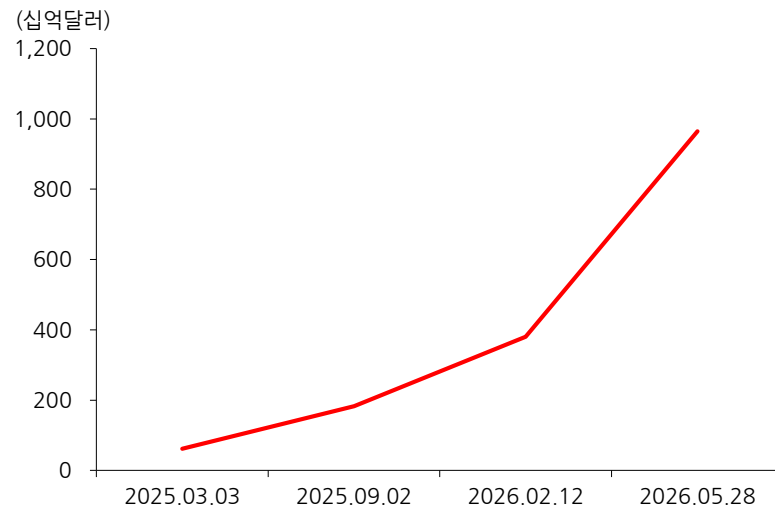
- ❖ AI 산업의 자금조달 확대는 반도체 업종의 추가적인 상승 촉매로 작용할 전망. 특히 Anthropic의 IPO 추진 가능성에 주목. 상장이 현실화될 경우 AI 모델 개발과 컴퓨팅 인프라 확보를 위한 대규모 자금 유입 기대.
- ❖ AI 모델 기업의 자금조달 확대는 클라우드 사업자의 매출 성장과 데이터센터 투자 확대로 연결될 수 있음. 특히 신규 조달자금이 추가적인 컴퓨팅 구매에 투입될 경우 AI가속기 및 메모리 수요를 자극하는 요인으로 작용.
- ❖ 다만 IPO 일정과 조달 규모는 아직 확정되지 않은 상황. 기존 투자계획을 초과하는 신규 지출 여부가 반도체 수요 증가의 핵심 변수임. 향후 AI 모델 기업들의 자금조달 확대에 주목할 필요.

Anthropic 라운드별 사모 조달액



자료: Anthropic, 한화투자증권 리서치센터

Anthropic Post-money 기업가치



자료: Anthropic, 한화투자증권 리서치센터

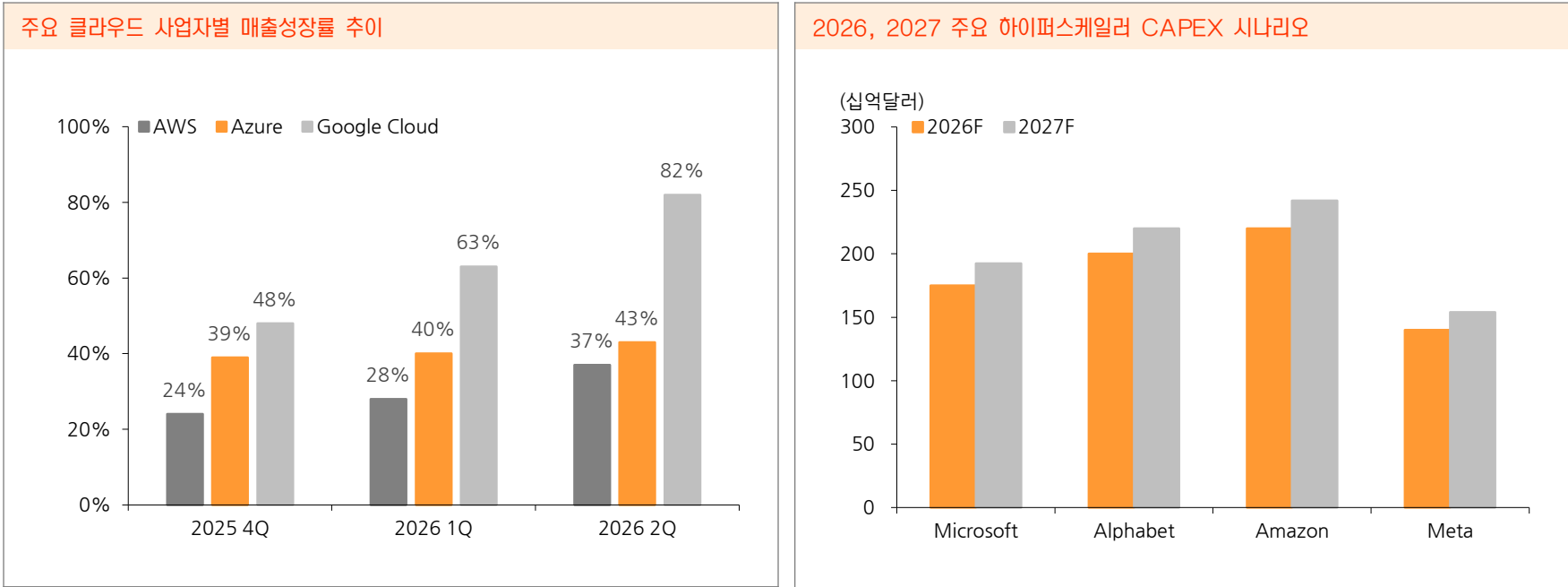




2027년에도 AI 인프라 투자 확대 지속

[한화리서치센터]

- ❖ 주요 하이퍼스케일러의 AI 인프라 투자 확대 기조는 2027년에도 지속될 전망. Amazon의 2027년 CAPEX 추정치는 2,420억달러, Alphabet은 2,200억달러, Microsoft는 1,925억달러, Meta는 1,540억달러 수준. 대규모 투자 집행과 기존 프로젝트 증설 지속.
- ❖ 특히 Azure, Google Cloud, AWS 등 주요 클라우드 사업의 높은 성장률은 AI 인프라 투자 확대를 뒷받침. 데이터센터 공급능력 확보를 위한 선제적 투자와 기존 프로젝트의 집행이 병행되며 CAPEX 확대 기조 유지 전망.
- ❖ 2027년에도 주요 하이퍼스케일러의 CAPEX 증가 가능성이 높다고 판단. 데이터센터 증설과 AI 가속기 도입 확대가 동시에 진행되면서 글로벌 반도체 수요의 구조적 성장세 지속 전망.



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

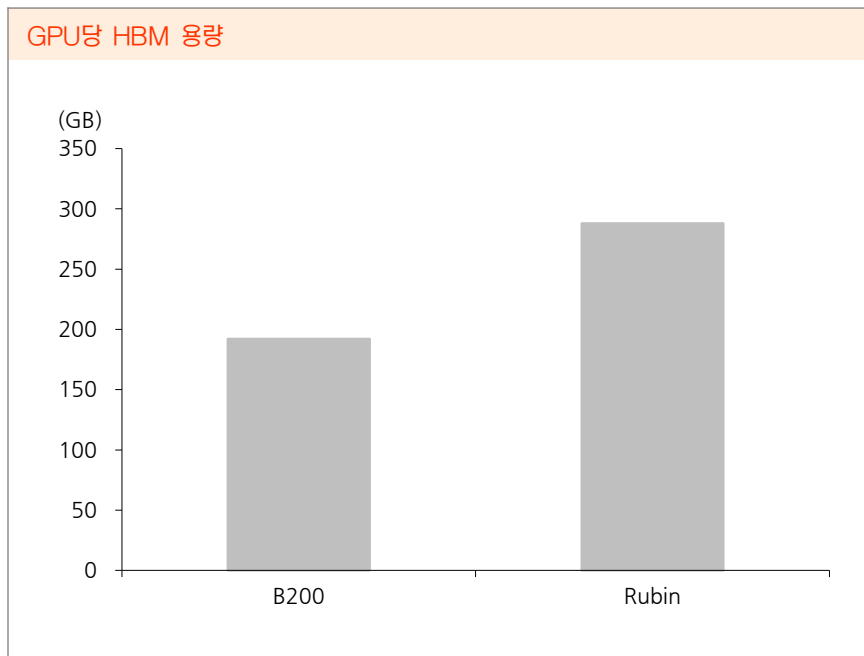
자료: 한화투자증권 리서치센터



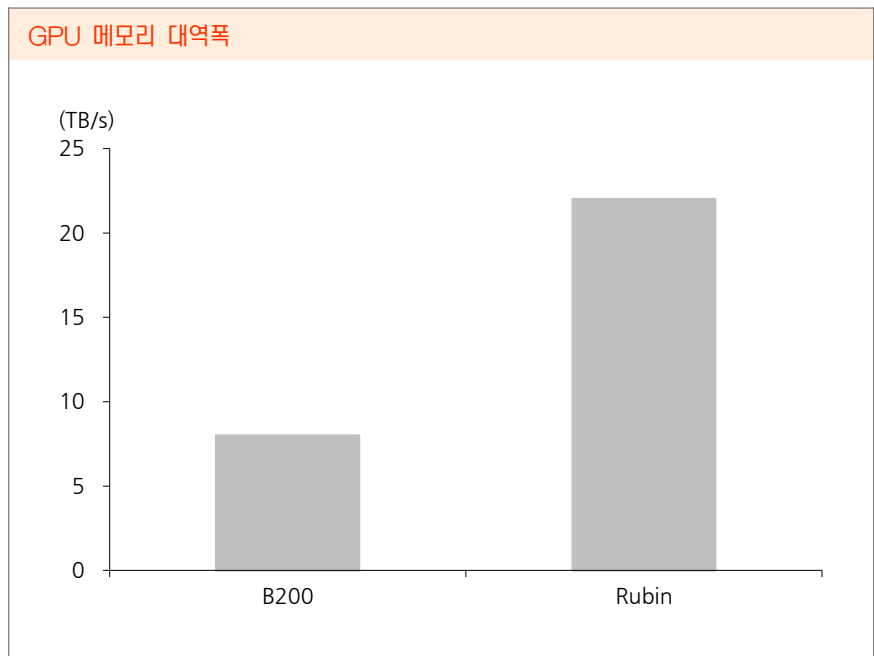
AI 투자 확대의 최종 수혜는 반도체

[한화리서치센터]

- ❖ AI 인프라 투자 확대는 GPU와 ASIC 등 AI 가속기 출하 증가로 연결. 동시에 메모리 반도체에 대한 투자도 확대되며 반도체 산업의 구조적인 성장 동력으로 작용.
- ❖ 특히 AI 가속기의 성능 고도화는 고성능 메모리 수요 증가를 동반. NVIDIA Rubin은 GPU당 최대 288GB의 HBM4와 22TB/s의 메모리 대역폭을 지원. B200 대비 메모리 용량은 1.5배, 대역폭은 2.75배 확대.
- ❖ 향후 AI 반도체 시장은 가속기 출하량 증가와 고성능 메모리 채용 확대가 동시에 진행될 전망. 특히 HBM은 AI 시스템의 성능을 결정하는 핵심 부품으로 자리잡으며 국내 메모리 업체들의 직접적인 수혜 기대



자료: NVIDIA, 한화투자증권 리서치센터



자료: NVIDIA, 한화투자증권 리서치센터





2027년, HBM4가 성장의 중심

[한화리서치센터]

- ❖ 2027년 메모리 산업의 핵심 성장 동력은 HBM4가 될 전망. NVIDIA Rubin 플랫폼의 본격적인 출하와 함께 HBM4 수요 확대 기대. 2026년 초기 양산을 거쳐 2027년에는 출하량 증가와 연간 실적 기여가 본격화될 전망.
- ❖ HBM4는 기존 제품 대비 높은 데이터 전송속도와 대역폭을 요구하는 차세대 고부가 메모리임. 제품 고도화에 따른 판가 상승과 HBM4 매출 비중 확대는 국내 메모리 업체들의 수익성 개선을 견인할 것으로 판단.
- ❖ 특히 2027년에는 HBM4의 출하량 증가와 제품 Mix 개선 효과가 동시에 반영될 전망. 초기 양산 수출 안정과 생산능력 확대가 병행되면 서 국내 메모리 업체들의 실적 성장세가 더욱 강화될 것으로 기대.

HBM 세대별 주요 성능 비교			HBM4 침투 확대 타임라인	
비교 항목	HBM3E	HBM4	타임라인	내용
데이터 I/O (bit)	1,024	2,048	2025년	HBM3E 기반 B200, B300
핀 속도 (Gbps)	9.6	10~11.7	2026년 상반기	삼성 2/12 상용 제품 출하 발표, SK하이닉스 2Q 양산 출하
상향 가능 속도 (Gbps)	10.5	13.0	2026년 하반기	NVIDIA Rubin 고객사 출하 시작, Rubin용 HBM4 본격 양산 출하
채용 GPU	B200 / B300	Rubin	2027년	Rubin 확산, HBM4 연간 매출 기여 확대

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

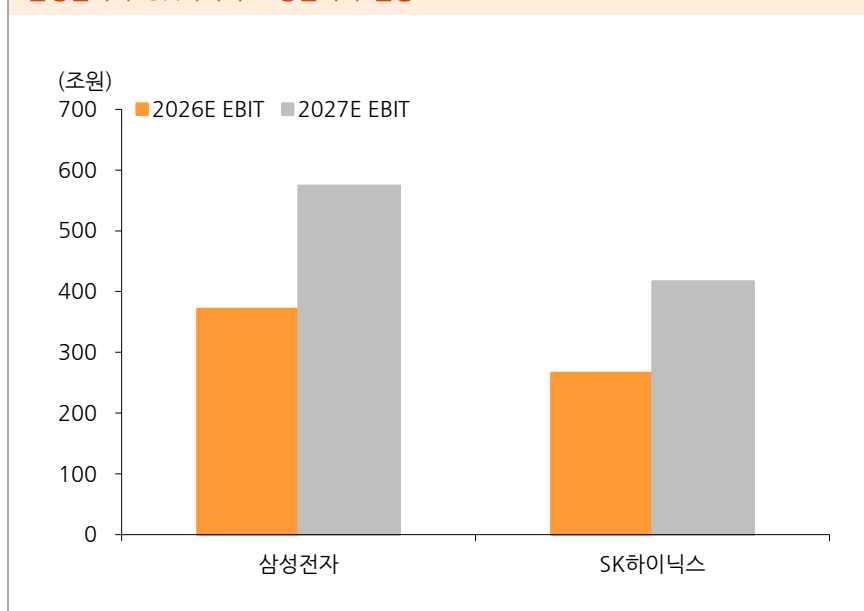


과도한 우려는 주가에, 성장은 실적에

[한화리서치센터]

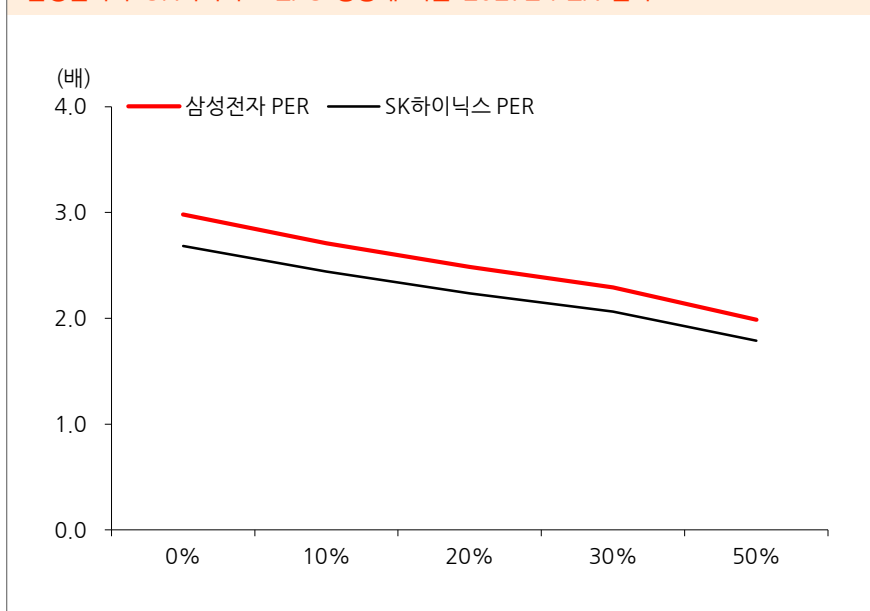
- ❖ 최근 국내 반도체 업종의 주가 조정으로 밸류에이션 매력 크게 확대. 10월 23일 종가 및 컨센서스 기준 삼성전자와 SK하이닉스의 2027E PER은 각각 3.0배, 2.7배 수준. 향후 이익 성장 전망을 고려하면 지나치게 낮은 밸류에이션으로 판단.
- ❖ 반면 국내 메모리 업체들의 2027년 실적 성장 기대감은 여전히 유효. HBM4 출하 본격화와 고부가 제품 비중 확대가 이익 성장을 견인할 전망. AI 인프라 투자 확대에 따른 메모리 수요 증가 역시 긍정적인 요인.
- ❖ 금융시장 불확실성 완화가 주가 반등의 계기가 된다면 HBM4 중심의 이익 성장은 상승 추세를 지속시킬 핵심 동력이 될 전망. 현재의 주가 조정은 펀더멘털 훼손보다 과도한 우려가 반영된 결과로 판단하며 국내 반도체 업종에 대한 긍정적인 시각 유지.

삼성전자와 SK하이닉스 영업이익 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

삼성전자와 SK하이닉스 EPS 상향에 따른 2027E PER 변화



자료: 한화투자증권 리서치센터





삼성전자 (005930) HBM4가 이끌 새로운 성장 국면

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 580,000원

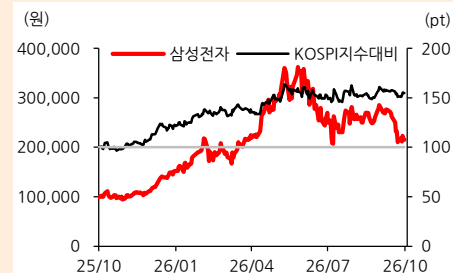
Stock Data

현재 주가(10/26)	213,000원
상승여력	▲ 172.3%
시가총액	12,452,573억원
발행주식수	5,846,279천주
52주 최고가/최저가	362,500 / 94,800원
90일 일평균 거래대금	54,495.18억원
외국인 지분율	46.1%

주주 구성

삼성생명보험 (외 18인)	19.7%
국민연금공단 (외 1인)	7.8%
BlackRockFundAdvisors (외 16인)	5.1%

Stock Price



AI 투자 우려는 과도, 견조한 수요가 뒷받침하는 메모리 업황

- 최근 AI 인프라 투자 지속성에 대한 우려가 확대되고 있으나 구조적 성장 방향에는 변화가 없다고 판단. 일부 네오클라우드 업체의 신용위험을 AI 산업 전반의 투자 위축으로 확대 해석할 필요는 없음. 주요 하이퍼스케일러는 견조한 영업현금흐름(OCF)을 바탕으로 투자 여력을 확보하고 있으며, AI 서비스 상용화와 추론 수요 확대는 메모리 수요 증가를 뒷받침할 전망. 최근 주가 조정은 펀더멘털 훼손보다 투자심리 악화에 기인한 것으로 판단

2027년 전망: HBM4 경쟁력 회복과 실적 성장 가속화

- 2027년 매출액 994조원(YoY +39.3%), 영업이익 605조원(YoY +62.9%)을 전망. 핵심 성장 동력은 HBM4 공급 확대와 메모리 판가 상승. 삼성전자는 1c DRAM과 자체 4nm 베이스다이를 적용한 HBM4를 통해 기술 경쟁력을 강화 중. 2027년 Rubin 출하 확대에 따른 HBM4 공급 증가와 고부가 제품 비중 상승이 수익성 개선을 견인할 전망. HBM4를 기점으로 경쟁력 회복과 기업 가치 재평가가 본격화될 것으로 판단

Valuation

- 삼성전자에 대해 목표주가 580,000원(27F EPS 93,865원과 Target P/E 6.2배 적용)과 BUY 의견을 유지

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	300,871	333,606	713,048	993,821	1,068,611
영업이익	32,726	43,601	371,388	605,057	463,310
EBITDA	75,357	90,528	424,603	665,966	530,764
지배주주순이익	33,621	44,261	323,689	551,978	425,597
EPS	5,433	7,250	54,879	93,865	71,628
순차입금	-93,285	-100,582	-318,270	-660,159	-967,898
PER	39.2	29.4	3.9	2.3	3.0
PBR	3.7	3.4	1.9	1.1	0.9
EV/EBITDA	17.0	14.1	2.5	1.1	0.8
배당수익률(%)	0.7	0.8	4.7	7.0	8.0
ROE	9.0	10.8	55.4	55.8	30.5

자료: 한화투자증권 리서치센터



삼성전자 (005930) HBM4가 이끌 새로운 성장 국면

[한화리서치센터]

삼성전자 실적 추정											
(십억 원, %, % YoY)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	133,873	171,500	195,000	212,675	227,071	237,145	254,428	275,177	333,606	713,048	993,821
DS	81,700	127,537	147,189	163,013	173,503	187,595	203,405	223,555	133,600	519,439	788,058
DRAM	53,618	84,931	98,260	108,331	117,128	128,484	142,308	159,883	73,624	345,141	547,803
NAND	21,212	35,885	41,361	45,166	46,669	49,030	50,501	52,016	34,174	143,623	198,215
LSI	6,870	6,721	7,568	9,516	9,707	10,082	10,596	11,655	25,802	30,675	42,039
MX/NW	38,520	33,196	31,615	31,434	40,113	34,559	32,928	32,746	124,667	134,765	140,346
스마트폰	33,905	28,672	27,187	26,741	35,546	30,060	28,502	28,035	106,825	116,504	122,143
태블릿	2,928	2,871	2,887	2,911	2,840	2,813	2,801	2,853	11,326	11,598	11,307
기타	1,687	1,653	1,541	1,781	1,727	1,686	1,625	1,858	6,516	6,663	6,897
VD/DA	14,300	14,170	14,480	15,121	14,586	15,315	16,387	16,715	57,235	58,071	63,004
SDC	6,700	7,328	8,100	9,316	7,370	8,107	9,323	9,510	29,901	31,444	34,310
Harman	3,800	4,025	4,227	4,731	3,600	3,913	4,113	4,665	15,800	16,783	16,291
기타	-11,147	-14,757	-10,611	-10,939	-12,101	-12,344	-11,729	-12,014	-27,597	-47,454	-48,187
영업이익	57,233	89,490	107,400	117,263	131,833	144,099	156,876	172,248	43,298	371,383	605,057
OPM(%)	43%	52%	55%	55%	58%	61%	62%	63%	13%	52%	61%
DS	53,700	89,079	105,396	115,022	128,837	141,510	153,985	169,806	25,663	363,197	594,138
DRAM	42,358	66,310	78,681	82,263	95,861	106,149	119,085	133,710	29,811	269,612	454,805
NAND	12,727	25,516	28,138	33,082	33,868	36,107	35,582	36,650	2,807	99,462	142,207
LSI	-1,386	-2,746	-1,423	-323	-892	-747	-681	-553	-6,955	-5,878	-2,874
MX/NW	2,830	-161	576	739	2,569	1,616	1,371	643	12,339	3,984	6,199
스마트폰	2,712	-185	536	696	2,499	1,560	1,321	612	11,948	3,760	5,993
태블릿	117	24	39	43	70	56	49	30	390	223	205
기타	0.3	0.4	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	1.3	0.9	0.5
VD/DA	200	148	223	-205	49	157	211	-35	272	366	381
SDC	800	932	1,196	1,890	725	1,032	1,401	1,868	4,228	4,818	5,025
Harman	200	379	307	295	205	349	392	497	1,500	1,182	1,443
기타	-500	-888	-297	-479	-552	-565	-483	-530	-702	-2,164	-2,130
당기순이익	47,225	71,624	99,773	107,019	121,489	134,479	144,171	159,540	45,207	325,641	559,680
지배주주순이익	47,101	71,269	99,773	105,546	119,818	132,629	142,187	157,345	44,261	323,689	551,978

자료: 삼성전자, 한화투자증권 리서치센터





삼성전자 (005930) HBM4가 이끌 새로운 성장 국면

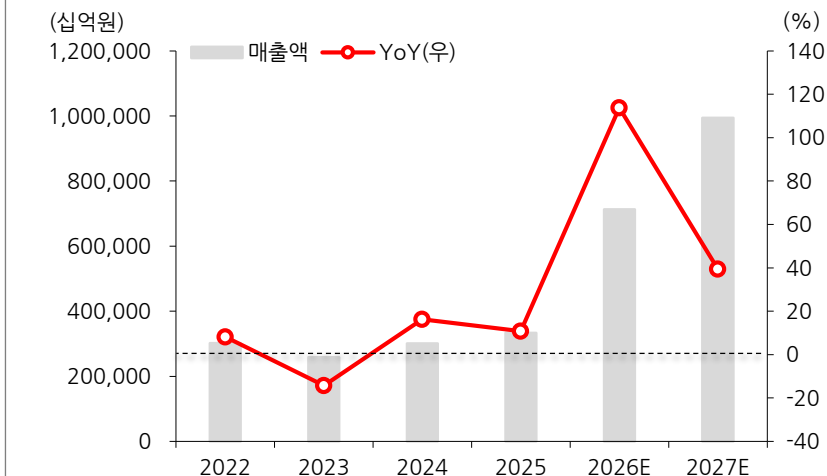
[한화리서치센터]

삼성전자 주요 가정

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
DRAM Unit Shipment (1Gb equiv., mn units)	31,094	34,203	34,887	36,632	37,364	38,485	40,025	42,026	111,737	136,816	157,900
% QoQ, YoY	0.8%	10.0%	2.0%	5.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	12.6%	22.4%	15.4%
DRAM ASP (US\$/1Gb)	1.18	1.70	2.04	2.14	2.27	2.42	2.58	2.76	0.46	1.77	2.51
% QoQ, YoY	90.5%	44.0%	20.0%	5.0%	6.0%	6.5%	6.5%	7.0%	18.6%	288.2%	41.9%
NAND Unit Shipment (1GB equiv., mn units)	85,730	86,844	88,581	92,124	93,967	96,786	99,689	102,680	312,141	353,279	393,122
% QoQ, YoY	8.6%	1.3%	2.0%	4.0%	2.0%	3.0%	3.0%	3.0%	8.2%	13.2%	11.3%
NAND ASP (US\$/1GB)	0.17	0.28	0.32	0.34	0.34	0.35	0.35	0.35	0.08	0.28	0.35
% QoQ, YoY	87.6%	67.0%	13.0%	5.0%	2.0%	2.0%	0.0%	0.0%	-9.0%	259.9%	25.5%

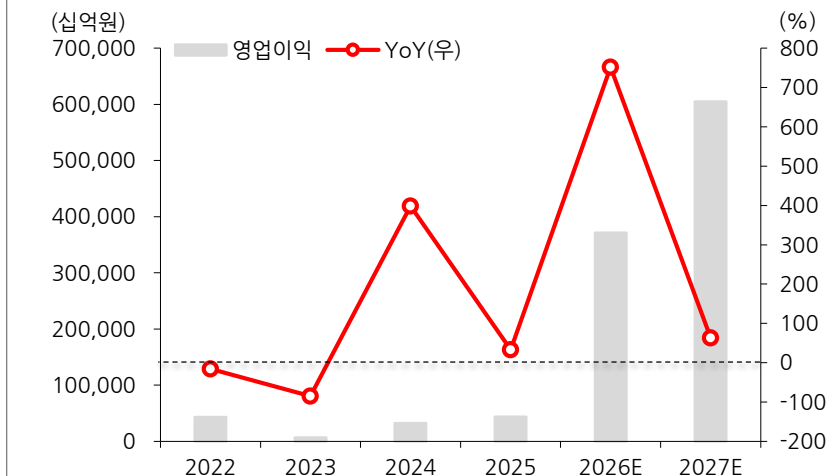
자료: 한화투자증권 리서치센터

삼성전자 매출액 추이 및 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

삼성전자 영업이익 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



SK하이닉스 [000660] 실적이 증명할 성장의 지속성

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 3,150,000원

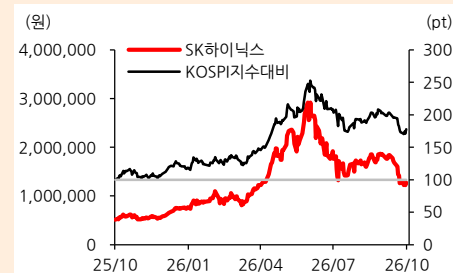
Stock Data

현재 주가(10/26)	1,275,000원
상승여력	▲ 147.1%
시가총액	9,313,778억원
발행주식수	730,492천주
52주 최고가/최저가	2,919,000 / 478,500원
90일 일평균 거래대금	66,408.03억원
외국인 지분율	48.8%

주주 구성

에스케이스퀘어 (외 10인)	20.0%
국민연금공단 (외 1인)	7.3%
자사주 (외 1인)	3.5%

Stock Price



3Q26 Preview: 환율 부담을 압도하는 메모리 가격 상승

- 3분기 매출액 97.0조원, 영업이익 78.2조원을 전망. 원화 강세에 따른 부정적인 환율 효과에도 불구하고 메모리 가격 상승폭이 기존 예상을 상회하며 실적 서프라이즈 기대. 3분기 DRAM과 NAND 가격 상승률은 각각 QoQ +23%, +15%로 기존 추정치인 +18%, +8%를 상회할 전망. 견조한 가격 협상력을 바탕으로 평가 상승에 따른 이익 개선 효과가 환율 부담을 충분히 상쇄할 것으로 판단

2027년 전망: HBM4 출하 본격화, 실적 성장의 새로운 동력내용

- 2027년 영업이익 추정치를 기존 415조원에서 445조원으로 7.2% 상향. HBM4 출하 본격화에 따른 판매량 증가와 제품 믹스 개선이 핵심 배경. NVIDIA Rubin 플랫폼의 양산 확대와 함께 HBM4 수요 증가가 예상되며 차세대 제품 전환에 따른 높은 판가와 출하 확대가 실적 성장을 견인할 전망. 일부 네오클라우드 업체의 자금조달 우려와 달리 하이퍼스케일러의 투자 여력은 견조하다는 점에서 AI 투자 확대 기조는 지속될 것으로 판단

Valuation

- SK하이닉스에 대한 목표주가 3,150,000원(2027F EPS 487,563원, Target P/E 6.5배 적용)과 투자의견 BUY를 유지

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	66,193	97,147	337,736	531,175	563,276
영업이익	23,467	47,206	264,956	445,472	461,208
EBITDA	36,049	61,136	283,456	473,063	496,213
지배주주순이익	19,789	42,919	260,857	334,659	354,595
EPS	27,182	58,955	380,041	487,563	516,608
순차입금	13,554	-242	-125,203	-387,719	-629,132
PER	46.9	21.6	3.4	2.6	2.5
PBR	12.6	7.7	2.3	1.3	0.8
EV/EBITDA	26.2	15.2	2.8	1.1	0.6
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE	31.1	44.2	102.8	60.5	39.6

자료: 한화투자증권 리서치센터



SK하이닉스 (000660) 실적이 증명할 성장의 지속성

[한화리서치센터]

SK하이닉스 실적 추정											
(십억 원, %, % YoY)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	52,576	79,319	97,033	108,808	116,322	128,085	138,704	147,922	97,065	337,736	531,175
DRAM	40,913	58,303	74,054	83,977	90,696	100,944	109,171	116,922	75,142	257,248	417,733
NAND	11,240	20,585	22,668	24,515	25,256	26,783	29,194	30,654	20,299	79,008	111,887
기타	427	431	312	316	371	357	339	346	1,625	1,486	1,555
영업이익	37,610	60,543	78,159	88,644	96,073	107,226	117,200	125,076	47,204	264,956	445,472
DRAM	31,912	47,928	62,205	71,381	77,998	87,821	96,071	102,892	45,019	213,426	364,782
NAND	5,654	12,454	15,867	17,161	17,976	19,293	21,029	22,081	1,957	51,136	80,379
기타	44	161	87	102	99	112	100	103	228	394	311
영업이익률(%)	72%	76%	81%	81%	83%	84%	84%	85%	49%	78%	84%
DRAM	78%	82%	84%	85%	86%	87%	88%	88%	60%	83%	87%
NAND	50%	61%	70%	70%	71%	72%	72%	72%	10%	65%	72%
당기순이익	40,346	93,923	58,692	68,153	73,428	82,341	88,613	90,642	42,948	261,113	335,024
지배주주순이익	40,330	93,820	58,628	68,079	73,348	82,251	88,517	90,543	42,919	260,857	334,659

자료: SK하이닉스, 한화투자증권 리서치센터



SK하이닉스 (000660) 실적이 증명할 성장의 지속성

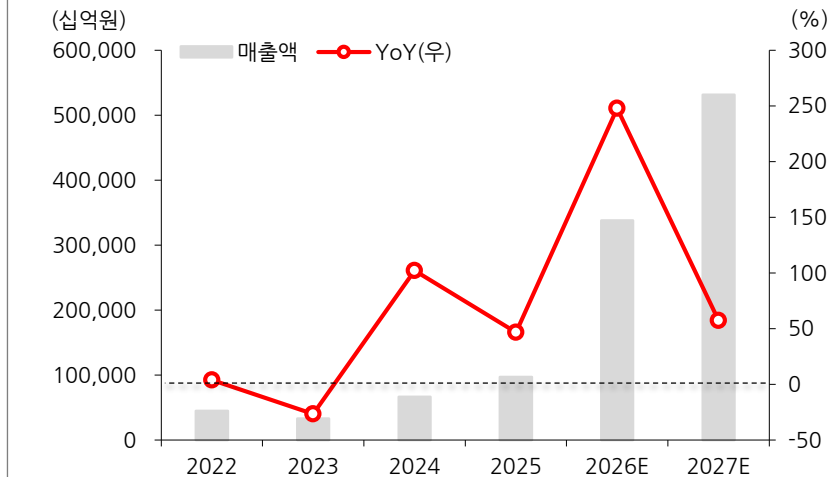
[한화리서치센터]

SK하이닉스 주요 가정

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
DRAM Unit Shipment (1Gb equiv., mn units)	25,503	27,543	30,298	31,813	31,813	33,403	35,073	36,827	92,163	115,157	137,116
% QoQ, YoY	-1%	8%	10%	5%	0%	5%	5%	5%	21%	25%	19%
DRAM ASP (US\$/1Gb)	1.10	1.44	1.77	1.91	2.07	2.19	2.26	2.30	0.57	1.56	2.20
% QoQ, YoY	64%	31%	23%	8%	8%	6%	3%	2%	32%	174%	42%
NAND Unit Shipment (1GB equiv., mn units)	53,838	62,613	63,866	67,059	67,730	71,116	77,517	81,392	199,387	247,376	297,755
% QoQ, YoY	-11%	16%	2%	5%	1%	5%	9%	5%	23%	24%	20%
NAND ASP (US\$/1GB)	0.14	0.22	0.26	0.26	0.27	0.27	0.27	0.27	0.07	0.22	0.27
% QoQ, YoY	73%	56%	15%	3%	2%	1%	0%	0%	-22%	212%	23%

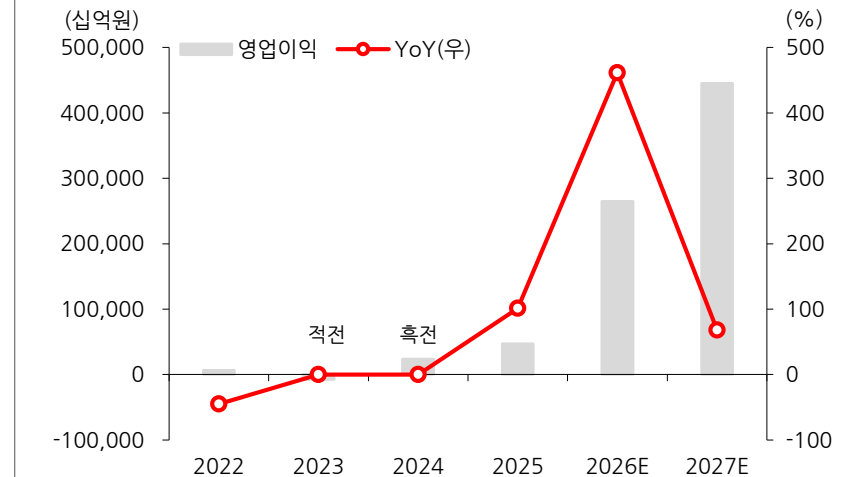
자료: 한화투자증권 리서치센터

SK하이닉스 매출액 추이 및 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

SK하이닉스 영업이익 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo content.





은행/보험 김도하
doha.kim@hanwaha.com
3772-7479

VII

은행

투자포인트는 다시 주주환원

Summary

1. 실적 모멘텀은 둔화: 마진 소폭 개선, 대손비용 상승

- ❖ 2027년 EPS 증가율은 BNK·iM금융이 20%대 YoY, 그외 6~10% YoY 증가할 전망
- ❖ 2027년 NIM은 평균 +2bp YoY, 순이자이익은 평균 +7% YoY 전망
- ❖ 2027년 대손비용률이 3년 만에 상승 전환하면서 총당금 전입액은 +7% YoY 증가할 전망

2. 2027년 투자포인트는 다시 주주환원

- ❖ 주요 은행지주의 2027E 주주환원율은 대부분 상승할 전망
- ❖ 은행지주의 주주환원 수익률은 8~10%로 기대되며, 방어주 역할이 강화될 전망
- ❖ 실적 모멘텀이 약화되는 구간에서는 주주환원의 우열이 종목 선별의 기준이 될 것으로 판단

3. Top pick: KB금융

- ❖ 원화 강세로 확보된 자본여력이 자산 성장에 분배되어도 주주환원금액이 4조원대로 증가할 전망
- ❖ 2027E 주주환원율 62%, 주주환원 수익률 8.0%로 투자 매력이 재차 높아진 것으로 판단

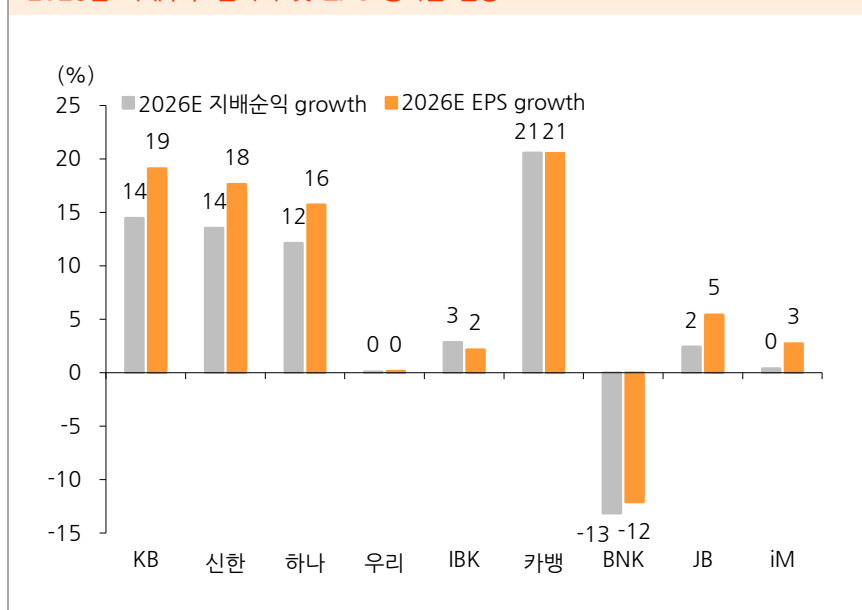


2027년 EPS 6~22% 증가 전망

[한화리서치센터]

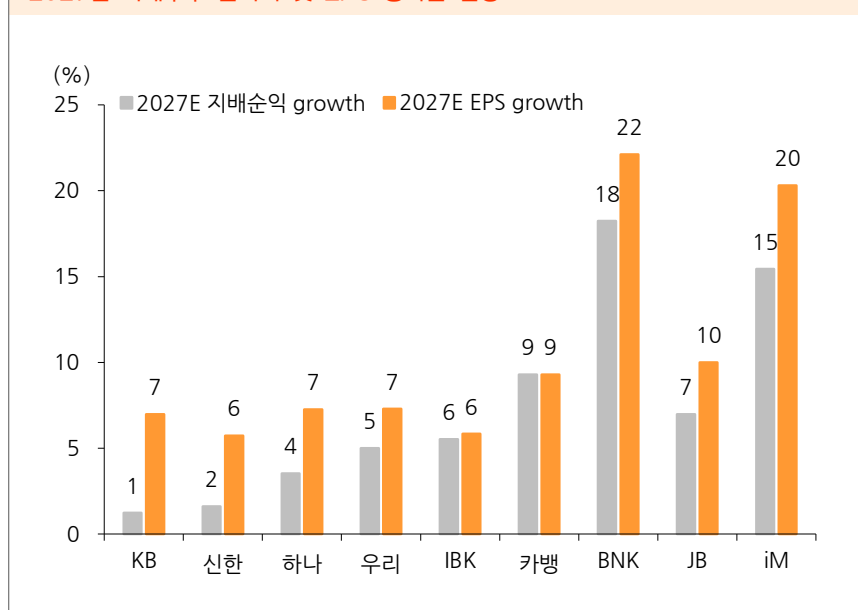
- ❖ 한화투자증권 커버리지 은행주의 2027년 지배주주 순이익은 대형 3개 지주가 5% 미만, 우리금융, 카카오뱅크, JB금융, 기업은행이 5~10%, BNK금융과 iM금융이 15~20% 수준 증가(YoY)할 것으로 추정
- ❖ 시가총액 상위 은행지주는 2026년 대비 이익 증가율이 하락하는데, 상대적으로 비은행 비중이 높은 만큼 비이자이익의 기저가 높아진 것이 주로 영향을 미침
- ❖ 한편 자사주 소각에 따라 7개 은행지주의 EPS 성장률은 이익 증가율을 초과할 전망. 특히 자본여력이 많은 만큼 자사주 활용 비중이 높은 대형사가 EPS 성장률의 수혜를 더 크게 볼 것으로 기대됨

2026년 지배주주 순이익 및 EPS 증가율 전망



주: 카카오뱅크는 당기순이익
자료: 한화투자증권 리서치센터

2027년 지배주주 순이익 및 EPS 증가율 전망



주: 카카오뱅크는 당기순이익
자료: 한화투자증권 리서치센터

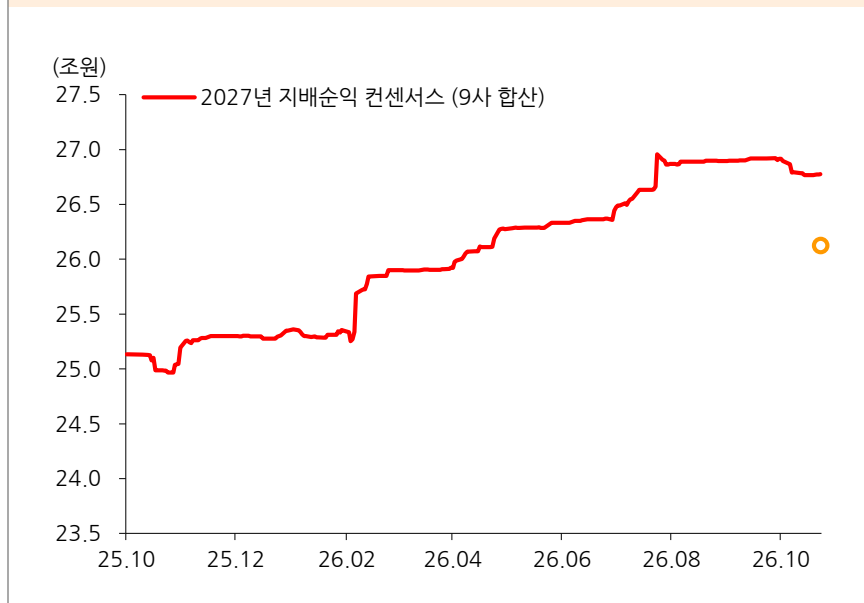


컨센서스 상향 기조, 회사별 온도차는 존재

[한화리서치센터]

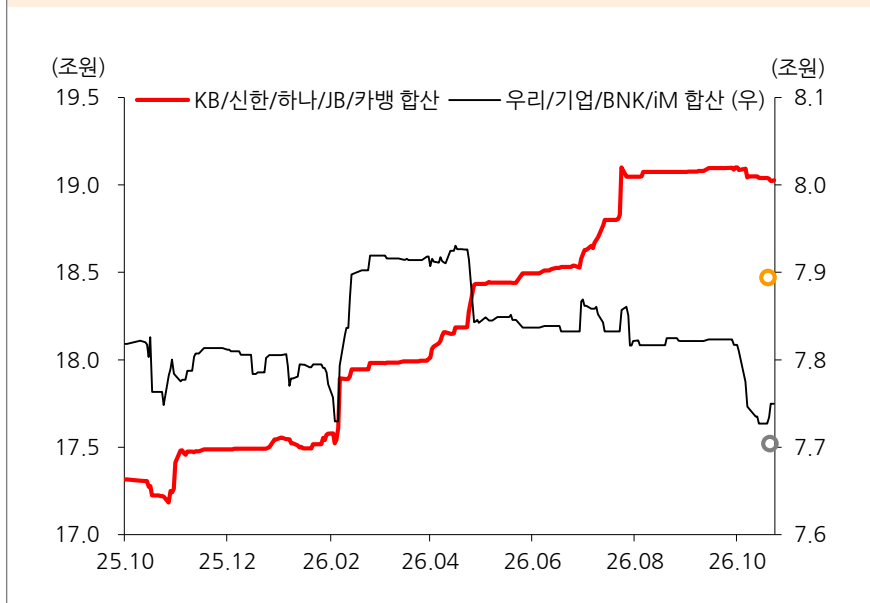
- ❖ 2027년 은행주 실적에 대한 시장의 기대는 커버리지 9개사 합산 기준으로 연초 대비 6% 상향되어 있음. 다만 회사별 온도차가 존재
- ❖ KB금융, 신한지주, 하나금융, JB금융, 카카오뱅크의 이익 전망치는 연초 대비 평균 8% 상향된 반면, 우리금융, 기업은행, BNK금융, iM금융의 이익 전망치는 연초 대비 2% 하향되었음
- ❖ 이는 (1)비이자 부문의 이익 창출력 증대에 대한 기대, (2)2027년 자산 건전성 악화에 대한 우려에 있어서 강도의 차이가 있기 때문인 것으로 해석
- ❖ 2027년은 시장금리 상승에 따른 이자마진 개선의 기대는 전년보다 낮아지고, 한계 차주의 상환 부담에 따른 대손비용률 상승의 가능성은 높아지는 국면이라고 판단

은행주 2027년 지배 순익 컨센서스: 커버리지사 합산



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

은행주 2027년 지배 순익 컨센서스: 그룹별



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

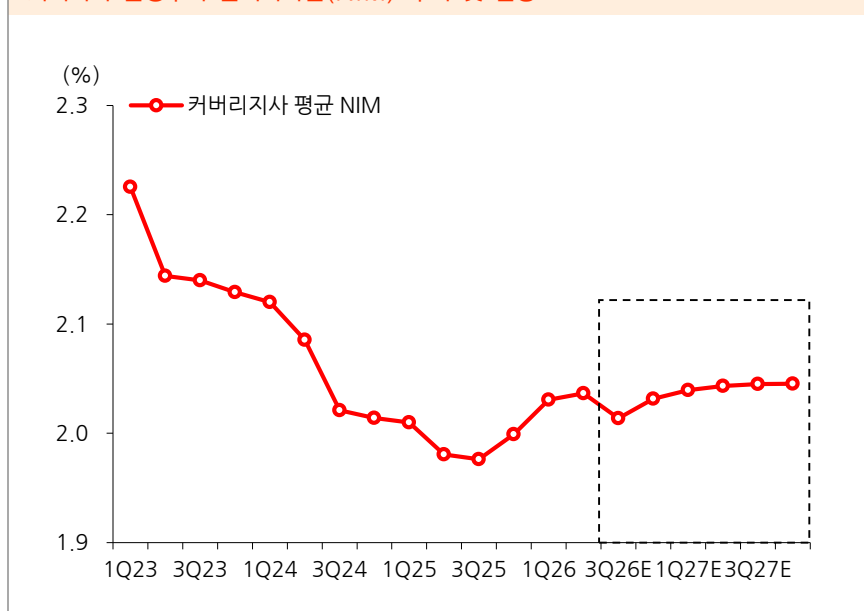


2027년 평균 NIM +2bp YoY 전망

[한화리서치센터]

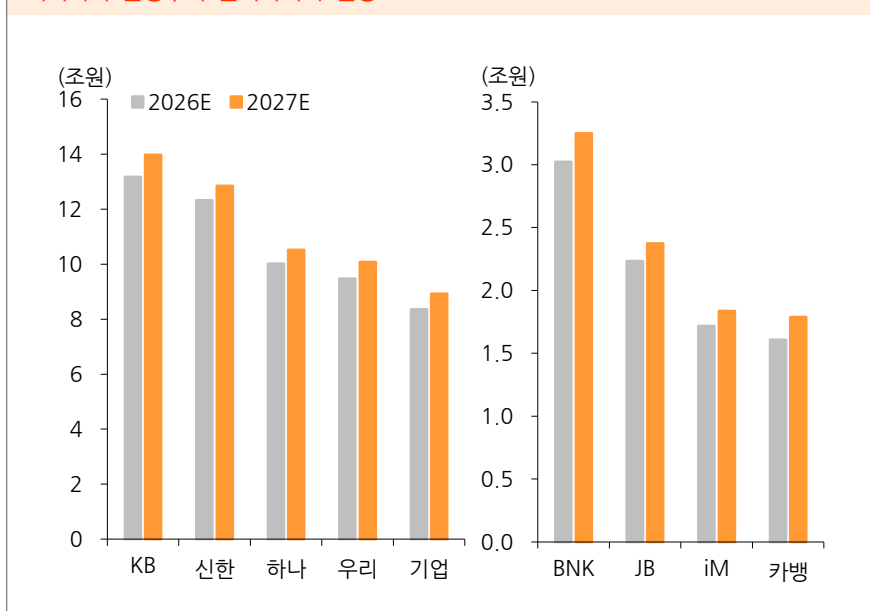
- ❖ 커버리지 은행의 순이자마진(NIM)은 4Q26 반등하고, 이후 2027년 평균 2bp 상승할 것으로 전망
- ❖ 시장금리와 은행 NIM의 시차를 고려하면 2026년 중 연달아 QoQ 상승하는 것이 자연스러우나, (1)상반기까지 자산(운용) 대비 부채(조달)가 더 크게 증가한 점과 (2)시장금리를 정상적으로 반영한 조달금리 및 가계대출 금리와 달리 기업대출 금리는 상승폭이 억제된 점, (3)8월 들어 조달부채 내 mix가 악화된 점 등이 원인으로 작용하면서 부진한 마진 흐름을 나타냄
- ❖ 4Q26에는 부채 조달의 부담이 완화되고, 기업대출의 기본금리(주로 시중은행) 중 하나인 CD금리가 9월부터 본격적으로 상승하면서 마진이 반등할 것으로 전망. 다만 2027년에도 존재하는 생산적 금융 목표치는 기업대출 금리의 상승폭을 여전히 억제할 전망
- ❖ 2027년 커버리지 은행의 원화대출 성장률은 4.2%(가계 +3.1%, 기업 +4.9%)로 추정. 결과적으로 순이자이익은 평균 +7% YoY로 전망

커버리지 은행주의 순이자마진(NIM) 추이 및 전망



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

커버리지 은행주의 순이자이익 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

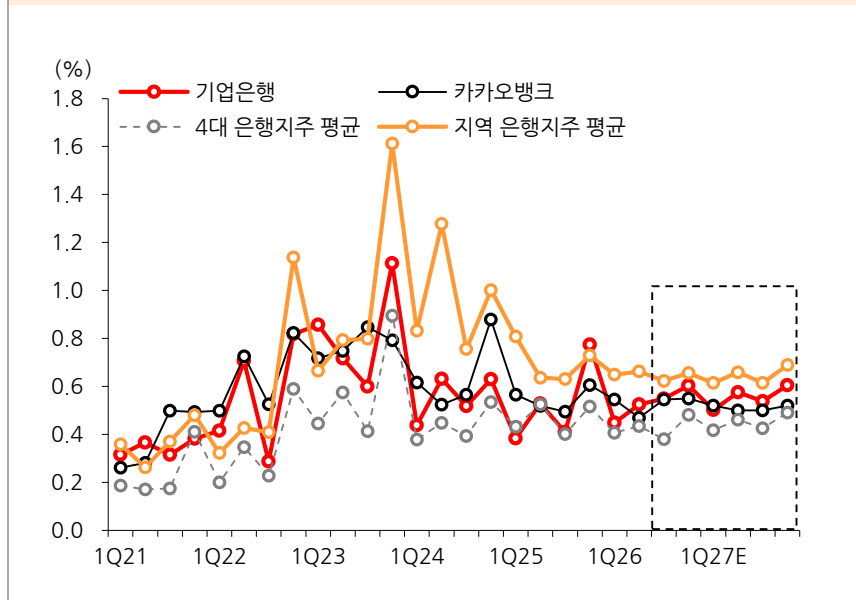


2027년 대손비용 +7% YoY 전망

[한화리서치센터]

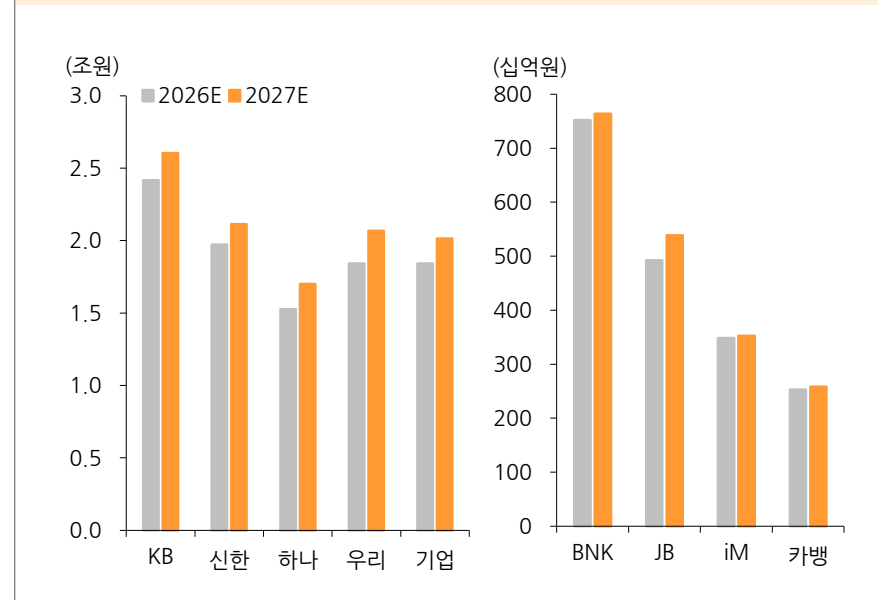
- ❖ 2027년은 신용위험이 상승하는 시기일 것으로 예상됨. 커버리지사의 대손비용률은 3년 만에 상승 전환할 것으로 전망
- ❖ 근거는 특정 업종에 집중된 거시 경제지표의 개선으로 인해 시장금리가 상승하면서 한계(marginal) 차주의 부담 심화된 점과 최근 주요 은행들의 부실 채권 커버율(NPL coverage ratio)이 낮아진 점이라고 판단
(2026년 상반기 말 7대 은행지주 및 기업은행 평균 NPL커버리지 비율 100.6%)
- ❖ 이에 2027년 대손충당금 전입액은 커버리지사 평균 7% YoY 증가할 것으로 추정함

커버리지 은행주의 대손비용률(CCR) 추이 및 전망



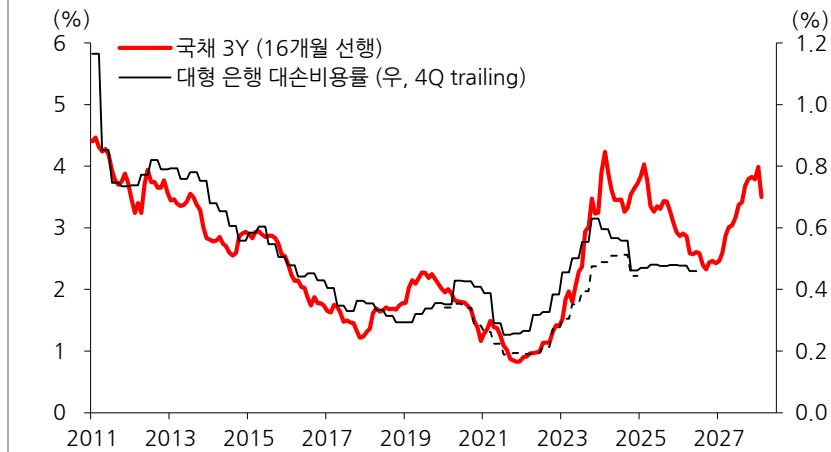
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

커버리지 은행주의 대손충당금 전입액 전망



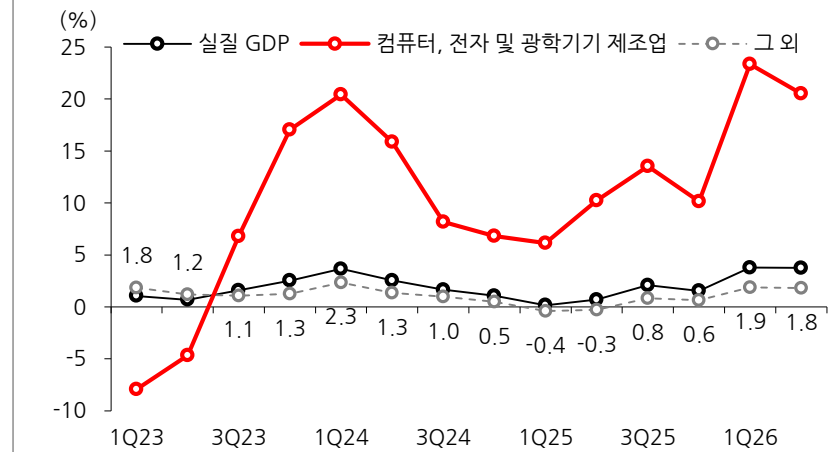
자료: 한화투자증권 리서치센터

시장금리에 후행하는 은행 대손비용률



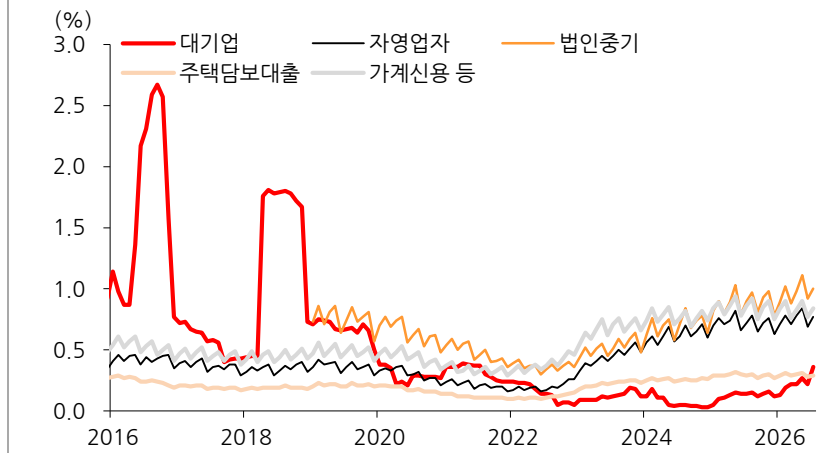
자료: 금융투자협회, 각 사, 한화투자증권 리서치센터

특정 업종에 집중된 경제성장률



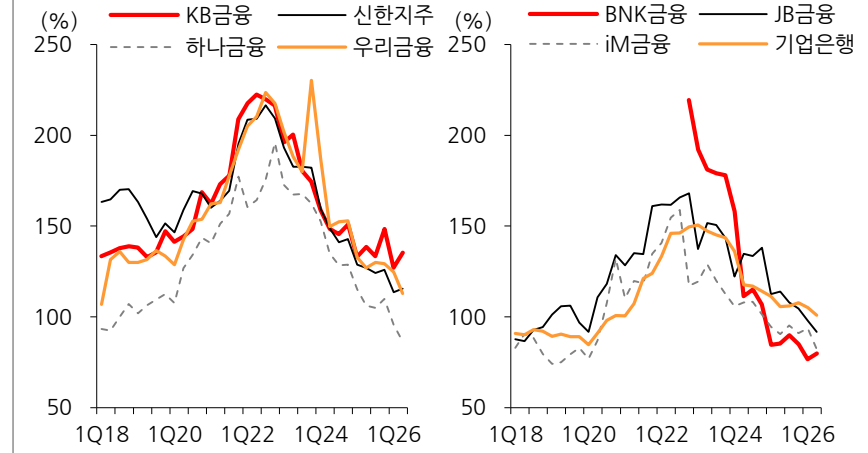
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

은행업종의 연체율 추이



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

NPL coverage ratio



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

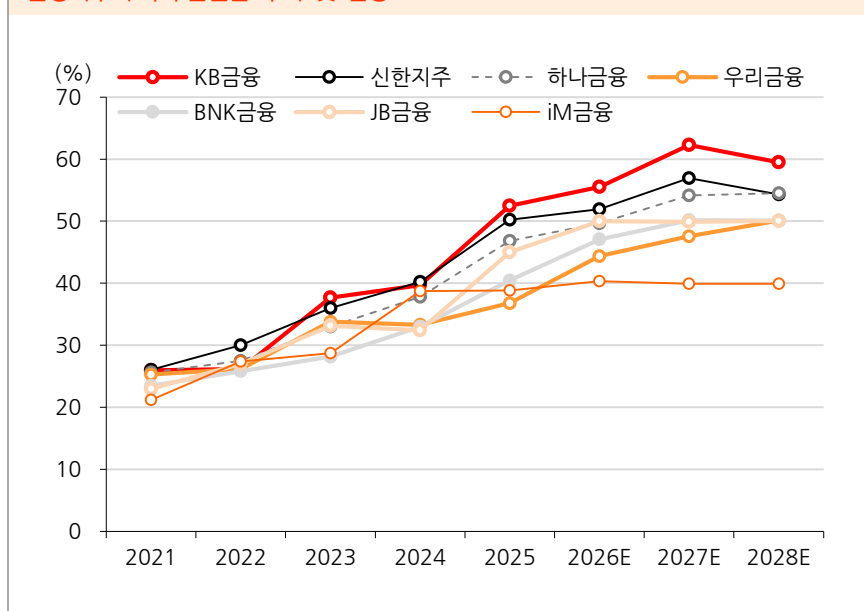


2027년 은행지주 환원 수익률 8~10% 전망

[한화리서치센터]

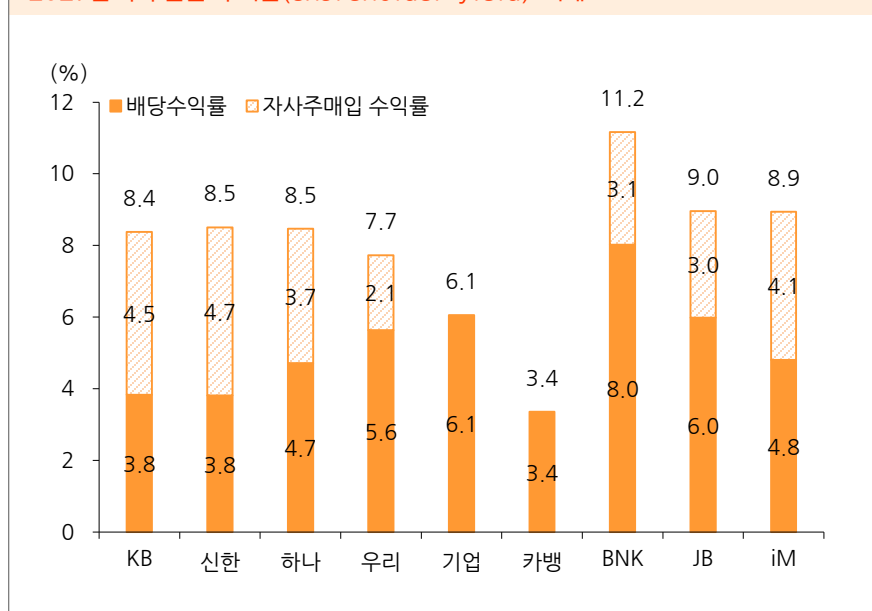
- ❖ 주요 은행지주의 2027년 주주환원율은 대부분 전년보다 상승할 전망. 2026년 하반기 중 원화 강세로 인해 발생한 자본여력의 상당 부분을 위험자산 성장에 투자하면서 미래 이익의 기반을 다질 것으로 예상되나, 그럼에도 환원에 배분할 여력이 있을 것으로 기대됨
- ❖ 2027E 주주환원율: KB금융 62%, +7%p YoY / 신한지주 57%, +5%p YoY / 하나금융 54%, +4%p YoY / 우리금융 48%, +3%p YoY / BNK금융 50%, +3%p YoY / JB금융 50%, flat YoY / iM금융 40%, flat YoY
- ❖ 이때 주주환원 수익률은 은행지주 기준 8~10%로 기대됨. 증시 불확실성이 높아진 환경에서 은행주의 높은 이익 안정성과 그로 인해 담보되는 주주환원, 높아진 환원 수익률은 방어주로서의 기능을 강화하는 요인이 될 것으로 판단

은행지주의 주주환원율 추이 및 전망



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

2027년 주주환원 수익률(shareholder yield) 기대



자료: 한화투자증권 리서치센터

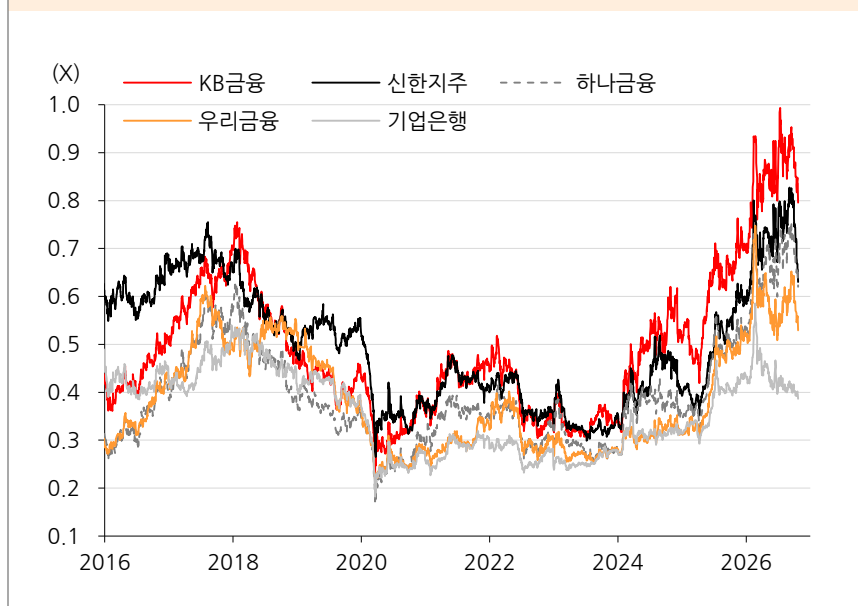


2027년 투자포인트는 다시 주주환원으로

[한화리서치센터]

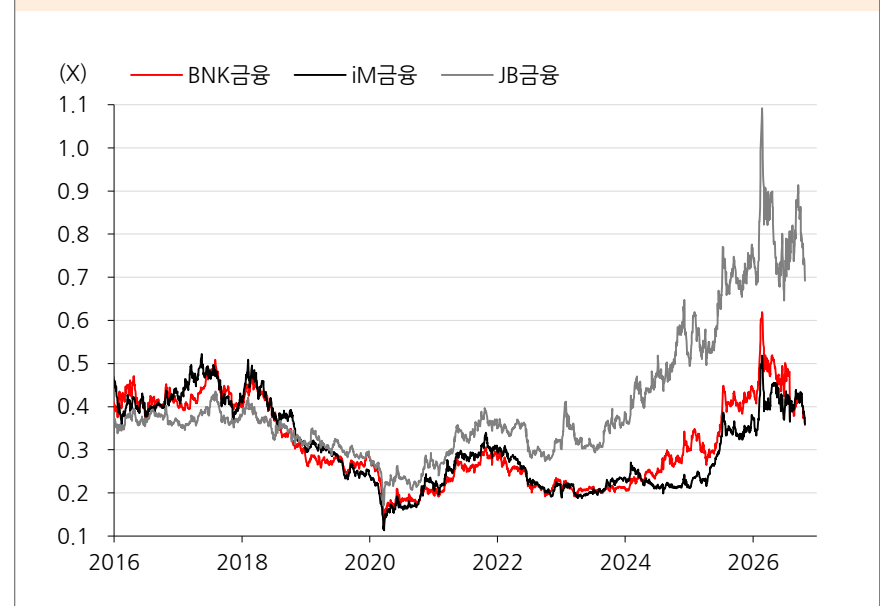
- ❖ 최근 은행주의 valuation은 하락세를 보임. 평균 12m forward PBR은 시중 은행지주가 지난 9월 중순의 고점 0.80배에서 25영업일 간 0.62배로, 지역 은행지주가 같은 기간 0.59배에서 0.44배로 20%대 하락함
- ❖ 은행주의 주가 부진은 (1)동일 기간 중 고점으로부터 하락하고 있는 시장금리 추이와 (2)분기 마진에 대한 연이은 실망, (3)대손비용률 상승에 대한 우려 등이 복합적으로 작용한 결과라고 판단
- ❖ 2027년은 2026년 대비 실적 모멘텀이 악화되는 구간임을 고려하면, 은행업종의 주된 투자 포인트는 다시 주주환원의 우열에 달릴 것으로 예상

커버리지 은행주의 12m forward PBR - I



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

커버리지 은행주의 12m forward PBR - II



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



KB금융 (105560) 4조원대 주주환원 규모 예상

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 220,000원

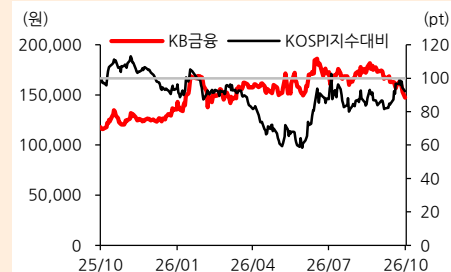
Stock Data

현재 주가(10/26)	147,200원
상승여력	▲ 49.5%
시가총액	522,100억원
발행주식수	354,688천주
52주 최고가/최저가	186,200 / 113,800원
90일 일평균 거래대금	1,704.17억원
외국인 지분율	78.1%

주주 구성

국민연금공단 (외 1인)	9.2%
Capital Research and Management Company (외 3인)	7.1%
BlackRock Fund Advisors (외 14인)	6.2%

Stock Price



2027년 지배 순이익 +1% YoY, 수정 EPS +7% YoY 전망

- KB금융의 2027년 지배주주 순이익은 1% YoY 증가할 전망. 자산시장 관련 수수료수익의 전년 기저가 높은 상황에서 경성적인 대손비용이 증가할 것(+8% YoY)으로 가정한 결과
- 2027년 NIM은 +2bp YoY로, 1Q26 수준으로 다시 회복할 것으로 예상. 동기간 CCR은 1bp YoY 상승할 것으로 가정함
- 연간 자사주 매입 및 소각의 규모가 처음으로 2조원을 상회하면서 EPS 증가율은 +7% YoY에 달할 것으로 추정됨

주주환원이 주된 관심사일 때, 가장 좋은 선택지

- 2027년은 수익성, 성장성 등의 지표보다 주주환원에 더 많은 관심이 집중될 것으로 예상. 이는 은행업종의 모멘텀이 약화되는 국면으로 전망하기 때문
- KB금융은 원화 강세로 인해 확보된 자본여력을 위험자산 투자에 배분하기에 유리한 계열사 구조를 갖고 있음. 동시에 성장에의 배분에도 불구하고, 2027년 주주환원 규모가 4.2조원으로 증가할 것으로 추정됨 (주주환원율 62%)
- 최근 업종 전반의 주가 부진으로 12m forward PBR이 0.80배까지 낮아진 가운데, 2027년 주주환원 수익률은 8.0%로 높아져 투자매력이 다시 확보된 구간으로 판단. 업종 내 최선호주로 유지함

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
일반영업이익	17,135	18,117	19,547	19,988	20,673
순이자손익	12,827	13,073	13,170	13,981	14,574
총전영업이익	10,197	11,053	11,870	12,049	12,392
영업이익	8,045	8,518	9,454	9,444	9,648
지배주주 순이익	5,078	5,833	6,677	6,760	6,905
EPS	13,572	16,222	19,250	20,684	22,087
BPS	154,949	164,669	177,506	195,397	212,609
PER	6.1	7.7	7.6	7.1	6.7
PBR	0.5	0.8	0.8	0.8	0.7
ROE	8.8	10.0	11.1	10.8	10.6
배당성향	23.5	27.1	27.0	28.1	29.0
배당수익률	4.1	3.4	3.4	3.8	4.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



KB금융 (105560) 4조원대 주주환원 규모 예상

[한화리서치센터]

실적 추정: KB금융											
(십억 원, %)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
일반영업이익	5,009.6	5,242.2	4,839.1	4,455.8	5,075.9	5,112.0	5,064.9	4,735.3	18,117.3	19,546.6	19,988.1
순이자이익	3,334.8	3,143.4	3,324.9	3,367.3	3,430.9	3,483.1	3,519.3	3,547.7	13,073.1	13,170.4	13,981.0
총전영업이익	3,244.7	3,352.7	3,062.7	2,209.7	3,240.4	3,232.0	3,217.4	2,358.9	11,052.8	11,869.7	12,048.7
대손충당금 전입액	517.1	640.1	550.1	708.6	597.3	669.1	621.0	717.4	2,535.1	2,415.9	2,604.7
영업이익	2,727.6	2,712.5	2,512.6	1,501.2	2,643.1	2,562.9	2,596.5	1,641.5	8,517.7	9,453.8	9,444.0
세전이익	2,631.1	2,732.8	2,512.6	1,401.2	2,643.1	2,562.9	2,596.5	1,641.5	8,183.1	9,277.6	9,444.0
지배주주 순이익	1,892.4	1,992.2	1,812.6	979.7	1,894.9	1,843.8	1,873.1	1,147.7	5,833.2	6,676.9	6,759.6
% YoY											
일반영업이익	9.9	13.0	10.9	-2.2	1.3	-2.5	4.7	6.3	5.7	7.9	2.3
영업이익	19.0	27.2	7.6	-14.5	-3.1	-5.5	3.3	9.3	5.9	11.0	-0.1
지배 순이익	11.5	14.6	7.5	37.7	0.1	-7.4	3.3	17.2	14.9	14.5	1.2
이익률											
순이자마진	1.77	1.74	1.74	1.75	1.76	1.77	1.77	1.77	1.75	1.75	1.77
판관비용률	35.2	36.0	36.7	50.4	36.2	36.8	36.5	50.2	39.0	39.3	39.7
대손비용률	0.42	0.52	0.44	0.56	0.46	0.51	0.47	0.54	0.53	0.49	0.50

자료: KB금융, 한화투자증권 리서치센터





은행/보험 김도하
doha.kim@hanwha.com
3772-7479

VIII

보험

본질 수익성 개선을 통한 증익 기대

Summary

1. 보험손익과 이차스프레드가 함께 개선

- ❖ 2027E OP: 삼성 +151%, 삼화 +27%, 한손·현대·한생 +15~20%, DB +7% YoY 전망
- ❖ 보험: 신계약 경쟁이 위축되고 제도 개선이 동반되면서 손해율 및 예실차가 개선될 것으로 기대
- ❖ 투자: 6사 평균 이차스프레드는 14bp YoY 상승할 것으로 추정

2. 기본자본 규제의 도입, 주주환원은 차별화

- ❖ 커버리지사의 T1비율은 규제 수준을 상회하나, 해약준비금 부담과 할인율 강화에 대비할 필요
- ❖ 삼성화재·DB손보·삼성생명의 2027E 배당수익률은 5.4~6.7%로 예상
- ❖ 삼성 계열사는 새로운 value up 발표를 통한 과잉자본 해소가 기대됨

3. Top picks: DB손해보험, 한화손해보험

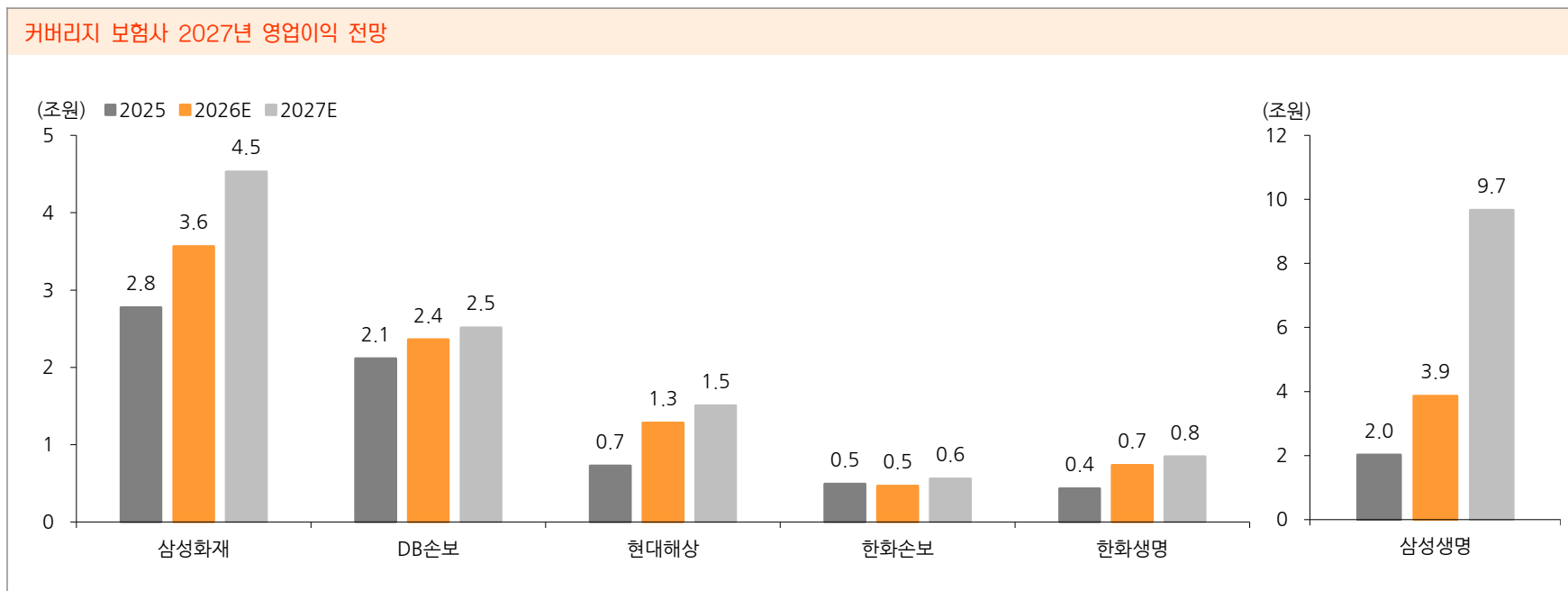
- ❖ 도덕적 해이를 억제하는 정책에 따라 실손과 자보를 중심으로 보험손익 증가 국면을 맞을 전망
- ❖ 업종 수익성 개선의 수혜와 자본여력, 증익 모멘텀 등을 종합적으로 고려해 최선호주를 제시함



2027년 배당수익과 보험손익 증가 전망

[한화리서치센터]

- ❖ 한화투자증권 커버리지 원수 보험사의 2027년 영업이익은 삼성생명이 151%, 삼성화재가 27%, 한화손보, 현대해상, 한화생명이 15~20%, DB손보가 7% 수준 증가(YoY)할 것으로 추정
- ❖ 증익 추정의 근거는 (1)삼성 계열사의 경우 삼성전자로부터 수취하는 배당수익의 증가(house view)가 주로 영향을 미쳤고, (2)2위권 손보사는 자동차보험 손익과 보험금 예실차의 개선이 주요했으며 (3)한화생명은 투자손익에서의 기저효과가 크게 작용함



주: 삼성화재는 연결, 그 외 별도 기준
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

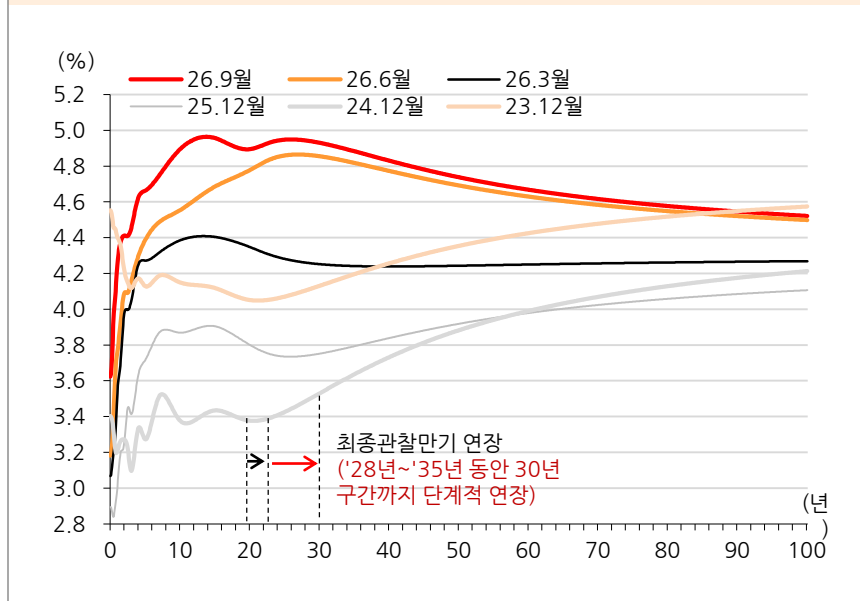


시장금리 상승으로 자본여력 개선

[한화리서치센터]

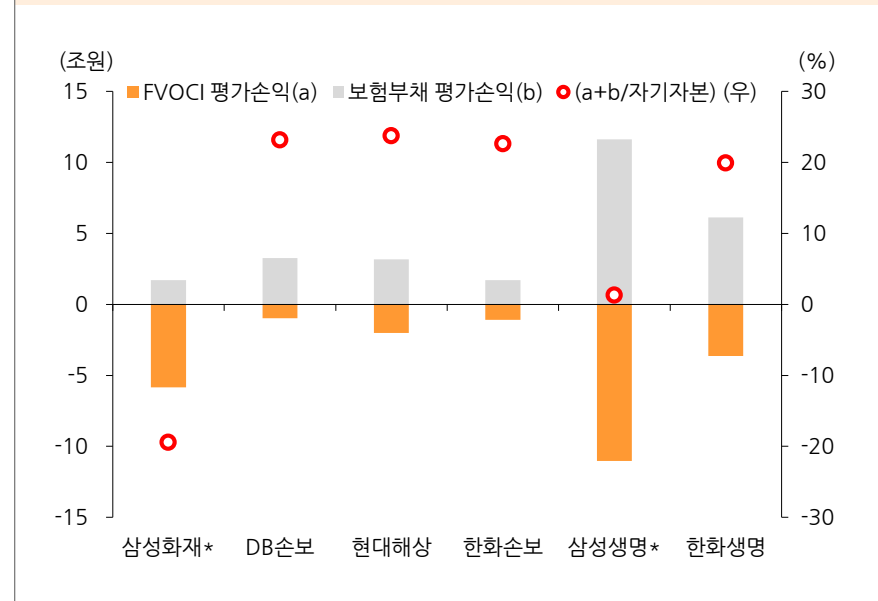
- ❖ 국채금리가 2025년 9월부터 상승 추세를 지속하면서 보험부채 할인율 커브가 상향되었고, 이는 부채 부담을 낮추는 데 기여
- ❖ 금리 상승으로 인해 부채 민감도 자체도 낮아지면서 대부분의 상장사는 2026년 상반기 말 듀레이션 갭이 (+)로 전환된 상태
- ❖ 금융당국의 자본규제 강화 스케줄에 따라 다시 부채 듀레이션이 높아질 것을 고려하면, 현재의 (+) 갭이 균형에 가까울 것으로 보임. 더불어 운용자산과 보험부채의 평균 만기가 유사하더라도 장만기 구간에서 부채의 분포가 많을 것으로 추정되므로, 기간 프리미엄 확대는 자본에 긍정적인 것으로 판단
- ❖ 2026년 상반기 중 금리 상승 국면에서 커버리지사 대부분은 기타포괄손익누계액(AOCI)에서 자산 평가손보다 부채 평가익이 크게 나타나면서 자본 증가 효과를 누림

금융감독원이 제공하는 금리기간구조



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

2026년 상반기 중 자본 내 자산-부채 평가손익 변동



주: *삼성전자 보유 지분에 의한 FVOCI 변동은 제외함
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

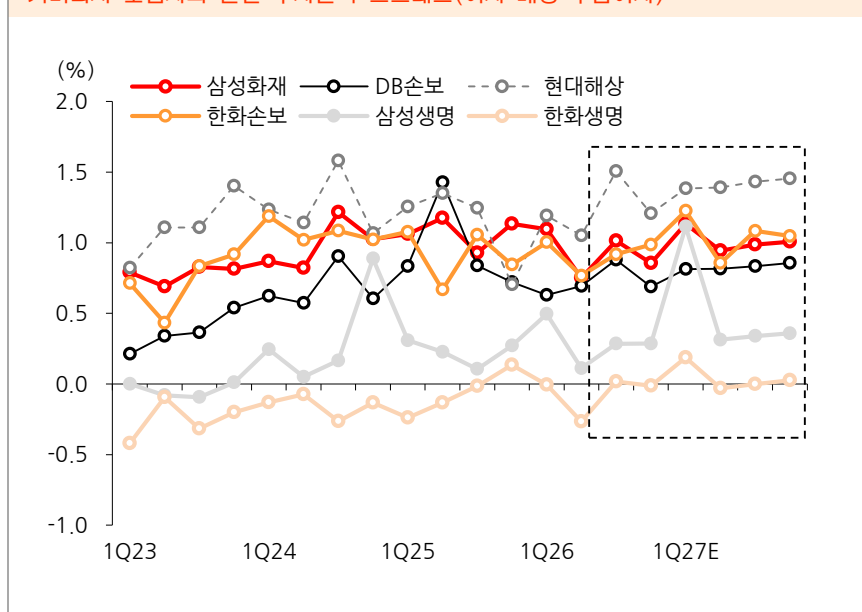


2027년 이차스프레드 14bp YoY 개선 전망

[한화리서치센터]

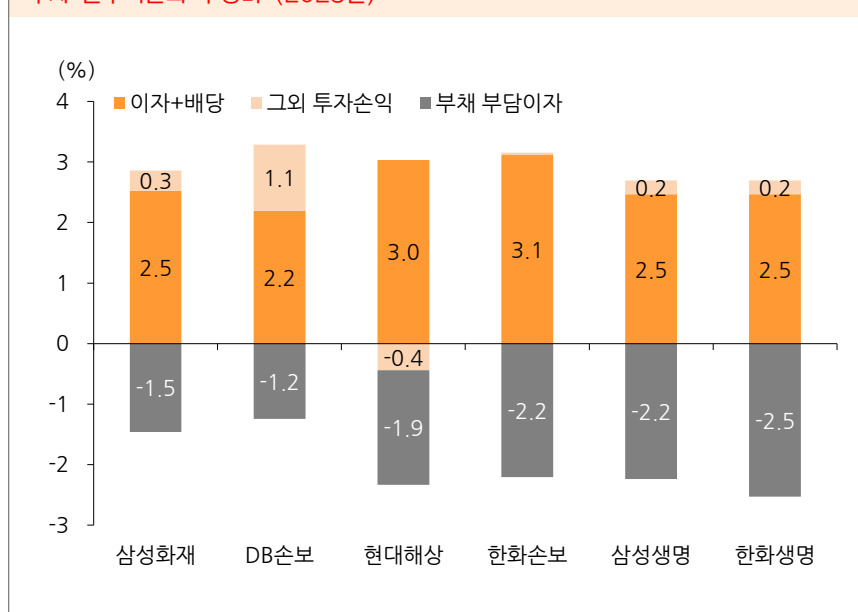
- ❖ 한편 시장금리 상승이 당장 유의한 투자손익 증가로 연결되지는 않음. 보험사의 투자손익은 크게 (1)이자/배당손익과 (2)부채 부담이자, (3)그 외 매매/평가/외환/파생손익 등으로 구분
- ❖ 당사는 이자/배당손익과 부담이자를 차감한 이차 스프레드를 추정 가능한 본질 실적으로 간주. 이때, 시장금리 상승 시 편입 자산과 신규 부채의 이자율이 동반 상승하지만 부채보다 자산의 재투자 주기가 더 짧고 회사의 판단에 따라 교체 매매가 가능하다는 점에서 이차스프레드 개선을 기대할 수 있을 것
- ❖ 다만 자산과 부채의 금리 변동주기가 평균 1년 내외로 짧은 은행과 달리 보험은 듀레이션이 10년 내외 또는 이상인 경우가 대부분. 따라서 높아진 장기 금리가 장기간 유지될 때, 이차스프레드 개선이 누적적으로 나타날 전망. 2027년 6개사 평균 이차스프레드는 14bp YoY 개선될 전망

커버리지 보험사의 본질 투자손익 스프레드(이자+배당-부담이자)



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

투자 순수익률의 구성비 (2025년)



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

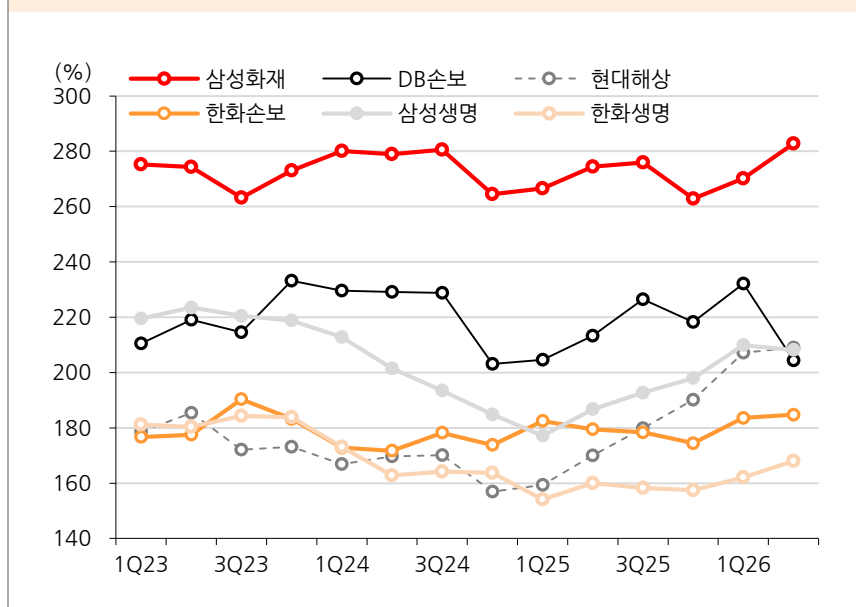


기본자본(T1)비율 규제 도입 예정

[한화리서치센터]

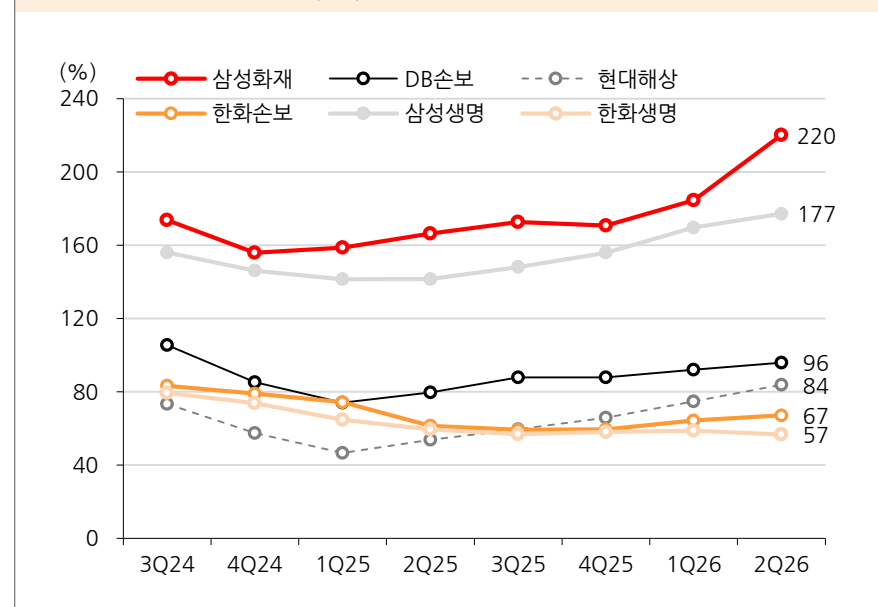
- ❖ 2027년부터 보험업종에 기본자본(tier1)에 대한 규제가 도입될 예정. T1비율의 규제 수준은 50%, 우량 수준은 80%로 제시됨. 규제 수준에 미달 시 금융감독원의 경영개선 조치 대상이 되고, 우량 수준에 미달 시 자본증권을 조기상환하기 위해서는 동질의 차환이 요구됨
- ❖ 당장은 T1비율이 50%를 하회하더라도 2035년 말까지 9년 간의 경과조치가 주어질 예정. 다만 보수적인 시장 특성상 상장사에게는 암묵적으로 50% 상회가 요구될 것으로 예상됨
- ❖ 당사 커버리지는 2Q26 말 기준으로 모두 T1비율이 50%를 초과하고 있음. 따라서 단기적인 우려는 제한적이나, (1)해약준비금 증가로 인한 미처분잉여금 소진 후의 T1 차감, (2)재개될 부채 할인을 강화안으로 금리리스크가 증가 또는 가용자본이 감소할 가능성 등을 고려하면, 대부분 보험사는 회사 자원의 노력을 동반해야 할 전망
- ❖ 또한 규제 수준의 3~4배를 초과하는 삼성화재 및 삼성생명은 ROE 구축을 야기하는 과잉자본을 해소할 필요가 높다고 판단됨

커버리지 보험사별 K-ICS 비율



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

커버리지 보험사별 기본자본(T1) 비율



자료: 손해보험협회, 생명보험협회, 한화투자증권 리서치센터

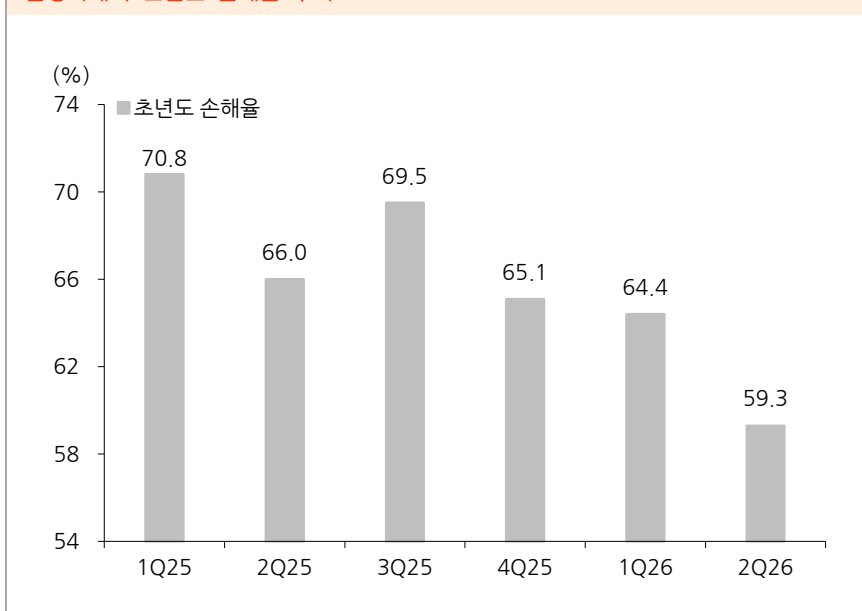


신계약 경쟁 위축에 따른 수익성 개선 전망

[한화리서치센터]

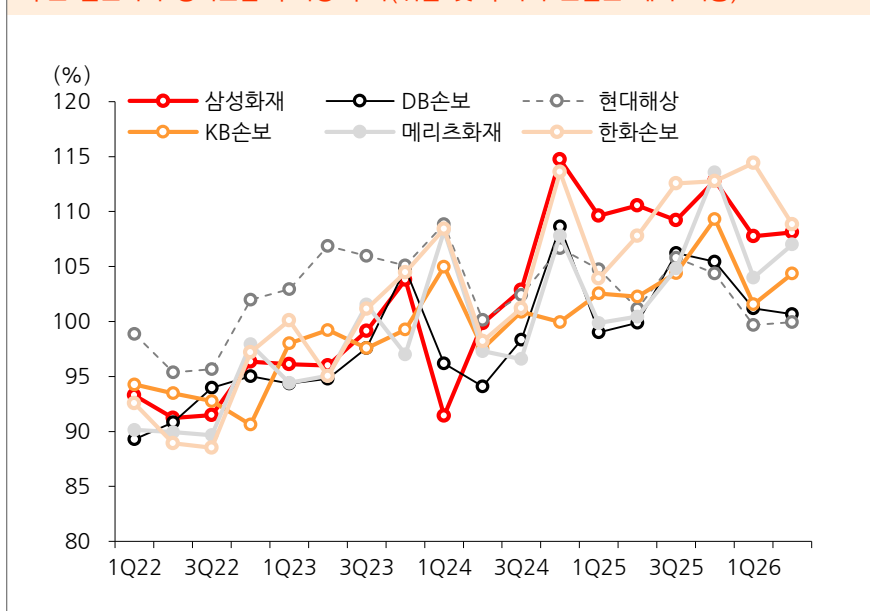
- ❖ 2027년 보험 수익성의 개선이 전망됨. IFRS17 도입 이후 CSM 확보를 위해 업종 전반에서 지속되었던 장기 인보험 신계약 경쟁이 위축되면서, 추세를 이탈해 상승했던 초년도 손해율도 정상화되는 기조를 보이고 있음
- ❖ 주요 손보사의 장기보험 수익성은 대형사를 중심으로 YoY 악화를 멈추고 개선으로 전환되려는 흐름을 보임. 저축요소를 제외하고 위험 및 부가보험료와 그 비용(보험금 및 사업비)을 대응한 수익성 지표는 대형 3사 평균으로 2025년 4%p YoY 악화되었으나, 1H26에는 평균 2%p YoY 개선됨
- ❖ 신계약비 증가 및 해약 확대에 따른 CSM 체력 저하, 초기 손해율 악화, 해약준비금 부담 급증 등 신계약 경쟁의 부작용과 GA채널 수수료 규제로 인해 무분별한 경쟁의 유인은 축소되었으므로, 본질적인 수익성 개선 추이는 당분간 이어질 것으로 기대

삼성화재의 초년도 손해율 추이



자료: 삼성화재, 한화투자증권 리서치센터

주요 손보사의 장기보험 수익성 추이(위험 및 부가의 보험료 대비 비용)



자료: 보험개발원, 한화투자증권 리서치센터

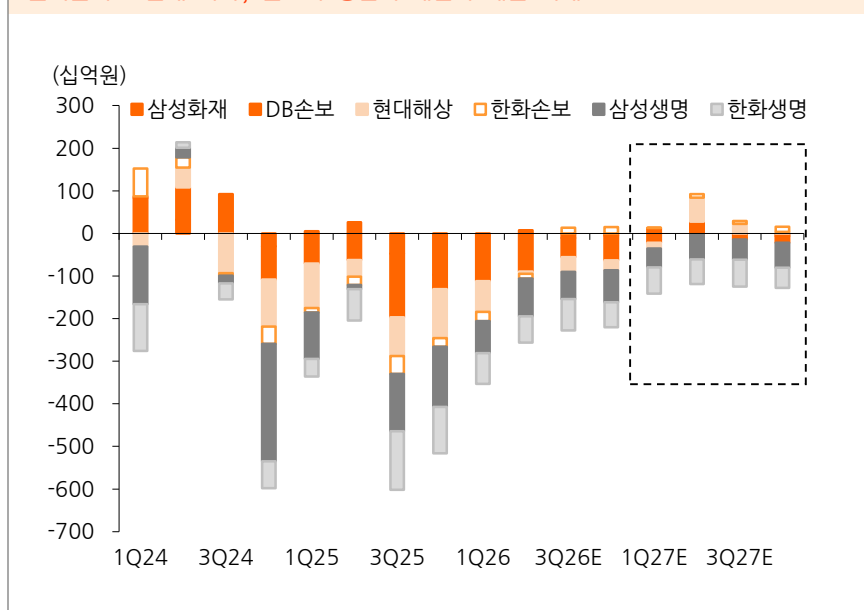


제도적 뒷받침에 의한 손해를 개선 기대

[한화리서치센터]

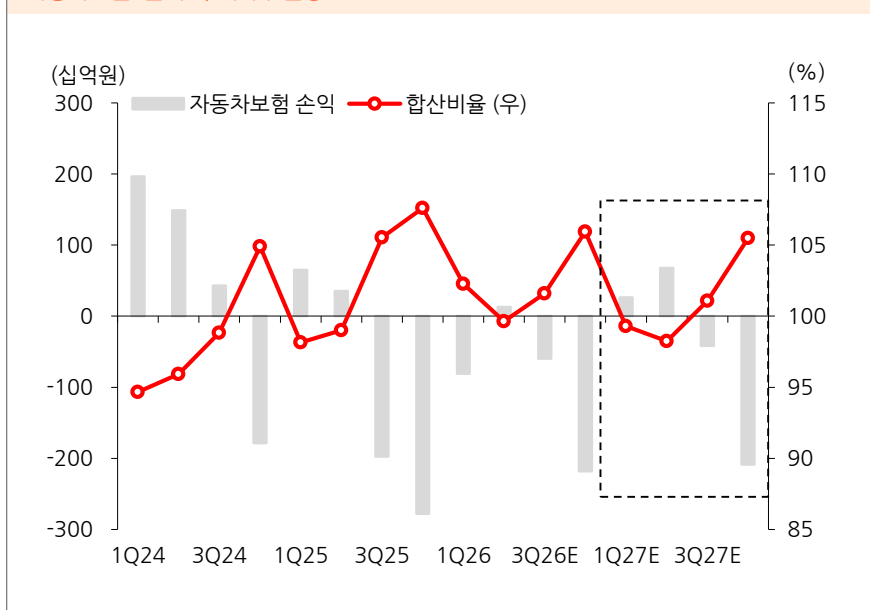
- ❖ 본질 요소 외에도 제도적인 뒷받침이 기대됨. 전국 평균 수가가 10만원 초반이었던 도수치료 수가가 관리급여로 포함돼 4.4만원으로 낮아졌고, 의료서비스 공급이 가격보다 더 크게 감소하면서 2026년 8월 도수치료 청구액은 96% YoY 감소
- ❖ 대신 다른 의학요법 치료가 증가했으나, 지난 8월 중 도수치료 청구액은 462억원 감소하고 풍선효과는 84억원 발생하면서 합산 370억원대의 개선 효과가 발생. 이를 연 환산하면 4,500억원대로, 대형사 기준 연간 보험금이 800억원 절감될 것이라는 당사의 기대를 지지함
- ❖ 자동차 사고율 하락과 국토교통부 및 금융당국의 제도 개선(8주를, 항치비 지급 기준 등)으로 인해, 자동차보험의 수익성도 개선될 것으로 기대

관리급여 도입에 따라, 손보사 중심의 예실차 개선 기대



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

자동차보험 손익 추이 및 전망



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

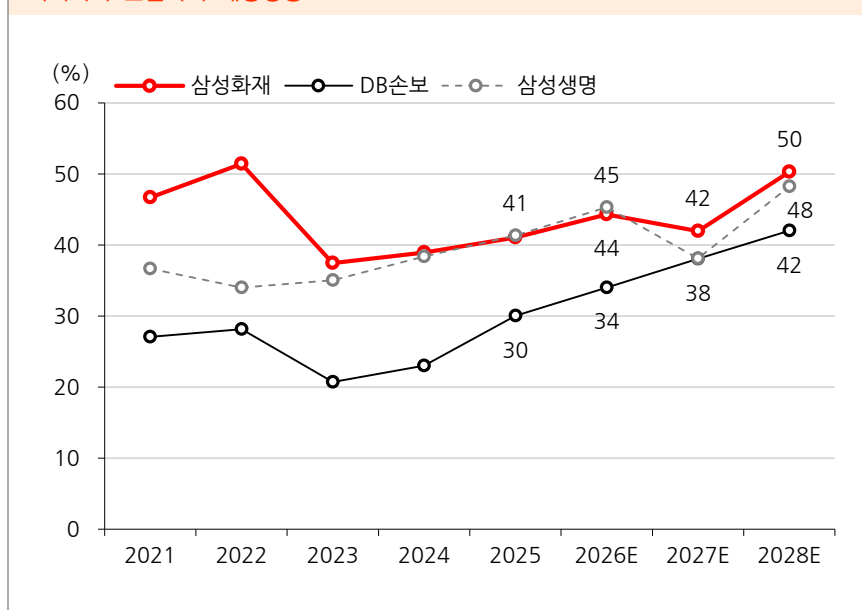


점진적인 배당성향 상향 목표

[한화리서치센터]

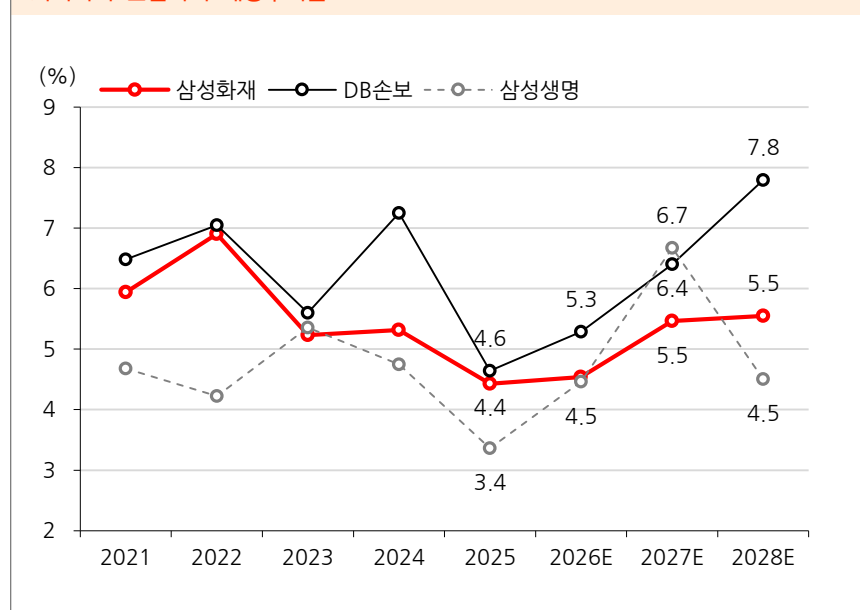
- ❖ 상장된 원수 보험사 중 배당이 가능한 것은 삼성화재, DB손해보험, 삼성생명 뿐이며 이들은 점진적 배당성향 상승을 목표로 제시하고 있음
- ❖ DB손보는 지난 8월 발표한 주주환원 정책을 선형적으로 따를 것이라고 가정했고(2030E 별도 payout 50%), 삼성화재와 삼성생명은 2025년 삼성전자 매각익을 배당에 포함했다고 가정할 경우 산출되는 배당성향(화재 40.5%, 생명 38.4%)을 유지하면서 DPS가 상향되는 수준으로 가정함. 이때 기대 배당수익률은 2026E 4.5~5.3%, 2027E 5.5~6.7%로 나타남
- ❖ 삼성화재와 삼성생명은 새로운 기업가치 제고 계획(value up)을 발표할 예정. 연내 이뤄질 가능성이 충분히 높아졌으며, 자사주 매입 및 소각도 배제할 필요는 없을 것으로 판단
- ❖ 현대해상, 한화손보, 한화생명의 2027년 배당 여부는 현재 논의 중인 해약준비금 완화안에 따라 결정될 전망

커버리지 보험사의 배당성향



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

커버리지 보험사의 배당수익률



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



DB손해보험 (005830) Well balanced

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 247,000원

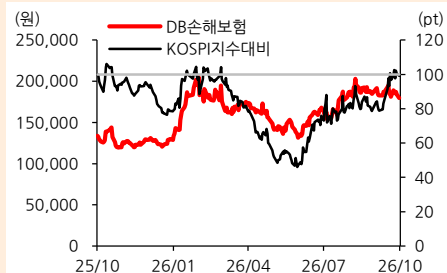
Stock Data

현재 주가(10/26)	179,700원
상승여력	▲ 37.5%
시가총액	117,704억원
발행주식수	65,500천주
52주 최고가/최저가	205,500 / 119,300원
90일 일평균 거래대금	401.08억원
외국인 지분율	42.7%

주주 구성

김남호 (외 14인)	27.8%
국민연금공단 (외 1인)	9.4%
자사주 (외 1인)	7.4%

Stock Price



2027년 당기순이익 +8% YoY 전망

- DB손해보험의 2027년 당기순이익은 8% YoY 증가할 전망
- 보험손익이 3% YoY 감소하나 이는 2Q26 중 제도 변경에 의해 발생한 대규모 실손 환입에 의한 기저효과로, 해당 요소 제외 시 21% YoY 증가할 전망
- 투자손익은 19% YoY 증가할 전망. 본질 스프레드가 11bp YoY 상승하는 가운데, 2H26 중 부진한 매매/평가손익에 대한 기저 효과가 작용한 결과

Well balanced

- 과잉진료 감소를 통한 실손 손해율의 정상화와 자동차보험의 모럴해저드를 억제하는 정책으로 보험손익이 개선 국면을 맞을 전망
- 3Q26 실적은 어닝 쇼크가 예상된다는 점에서 아쉬우나, (1)2027년 실적의 기대는 하향되지 않았고(당사 추정치, 컨센서스 모두) (2)분기 실적 부진에 의한 연간 배당수익률 하락이 0.1%대에 불과하다는 점에서 우려는 제한적이라고 판단
- 동사의 배당수익률은 2026년 5.2%, 2027년 6.2%로 기대됨. 업종 수익성 개선의 수혜와 충분한 자본여력, 비유기적인 증익 모멘텀 등을 고려해 업종 내 최선호주로 유지함

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	1,619	1,036	1,375	1,343	1,515
투자손익	744	1,078	984	1,173	1,268
영업이익	2,363	2,114	2,359	2,516	2,783
지배순이익	1,772	1,535	1,693	1,834	2,027
CSM 잔액*	12,240	12,201	12,519	12,827	13,257
수정 EPS	29,516	25,199	26,307	28,995	32,181
수정 BPS	230,723	234,915	272,583	275,698	281,053
수정 PER	3.5	5.2	6.8	6.2	5.6
수정 PBR	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6
수정 ROE	12.4	10.8	10.4	10.6	11.6
배당수익률	7.2	4.6	5.3	6.4	7.8

주: 별도 재무제표, *보유 순부채 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터



DB손해보험 (005830) Well balanced

[한화리서치센터]

실적 추정: DB손해보험											
(십억 원, %)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
보험손익	226.6	561.8	292.2	294.9	306.5	347.8	362.4	323.2	1,035.9	1,375.5	1,340.0
투자손익	236.1	402.1	157.5	188.3	284.7	288.4	296.4	303.9	1,077.7	984.0	1,173.4
영업이익	462.7	963.9	449.7	483.1	591.3	636.2	658.8	627.1	2,113.7	2,359.4	2,513.3
세전이익	459.5	967.7	449.7	483.1	591.3	636.2	658.8	627.1	2,108.0	2,360.1	2,513.3
당기순이익	268.5	711.1	344.1	369.7	431.0	463.7	480.2	457.1	1,534.9	1,693.5	1,832.1
% YoY											
보험손익	-43.7	109.9	186.2	11.9	35.3	-38.1	24.0	9.6	-36.0	32.8	-2.6
투자손익	-3.2	16.7	-47.7	0.1	20.6	-28.3	88.2	61.4	44.9	-8.7	19.3
영업이익	-28.5	57.4	11.5	7.0	27.8	-34.0	46.5	29.8	-10.5	11.6	6.5
당기순이익	-39.9	54.6	17.5	10.4	60.5	-34.8	39.5	23.6	-13.4	10.3	8.2
운용자산	7.2	7.8	4.7	1.8	2.6	3.5	4.3	4.3	13.0	1.8	4.3
CSM 잔액*	-0.3	-3.5	-3.9	2.6	-1.3	0.1	-0.3	2.0	-0.3	2.6	2.0

주: 별도 재무제표, *보유 순부채 기준
자료: DB손해보험, 한화투자증권 리서치센터





자동차 김성래
sr.kim@hanwha.com
3772-7751

IX

자동차

Hold the Line: 전선을 사수하라

Summary

1. 2026년 리뷰

- ❖ '26년 국내 자동차업종은 연초 Physical AI 모멘텀 수혜 섹터로 부상했으나, 인플레이션, 환율 등 매크로 불확실성과 생산 차질 및 경쟁 심화로 인한 실적 부진으로 밸류 프리미엄 반환

2. 2027년 전망

- ❖ 2027년도 고금리/인플레이션 등 매크로 불확실성 상존으로 낮은 수준의 수요 성장세 지속
- ❖ 제한적 판매 환경에서 결국 지역별 xEV 판매 증대를 통한 추가적인 매출 성장 달성이 중요
- ❖ 중국 수출 공세와 자국 보호 정책 강화(IAA) 및 원자재가 상승 지속으로 수익성 압박 심화

3. 2027년 대응, Hold the Line

- ❖ EU IAA 발효 압박에 따른 현지 공급망 강화 노력: 현지 거점 보유한 현대차/현대모비스 유리
- ❖ 북미 HEV 라인업 확대 통해 수익성 확보하고, 유럽은 BEV 물량 증대로 중국 물량 공세 방어
- ❖ 2028년 L2+ SDV와 로봇 양산 본격화를 위한 파일럿 검증 등 미래 대응력 부각에 주목

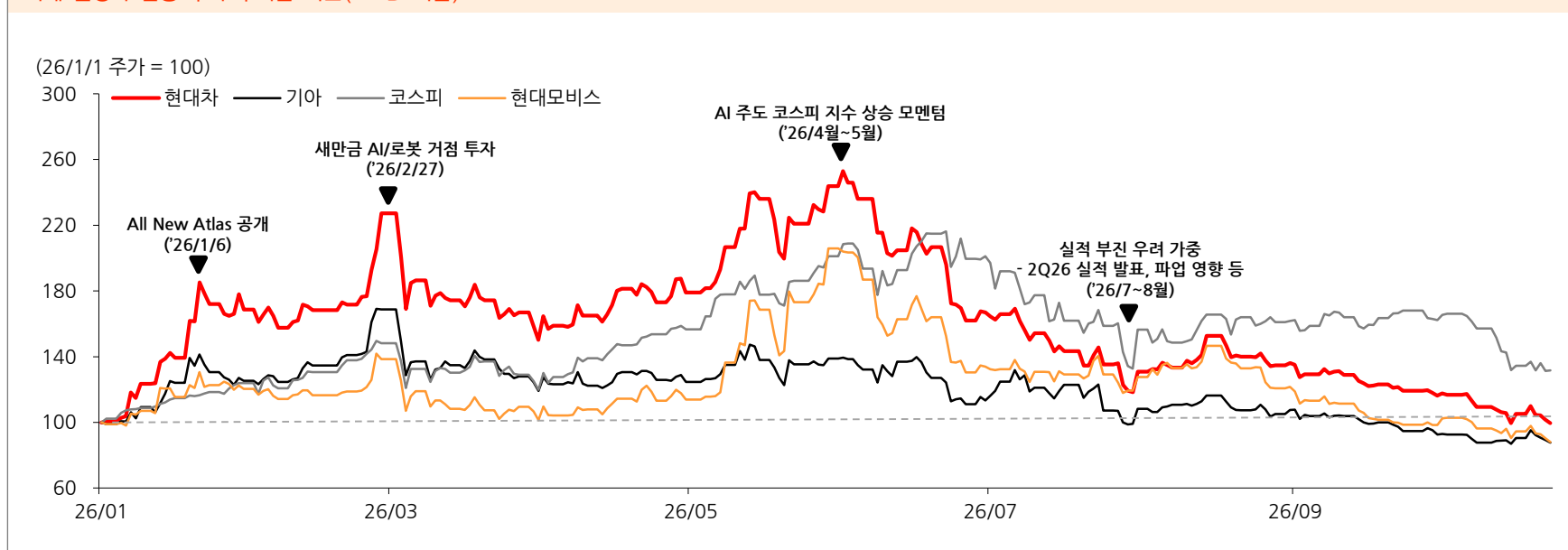


2026년 리뷰 자동차업종 주가는 연초 기대감을 모두 반환

[한화리서치센터]

- ❖ 국내 자동차업종 주가는 연초 피지컬 AI 모멘텀 수혜 섹터로 부상했으나 하반기 실적 부진과 매크로 불확실성 점증으로 밸류 프리미엄 모두 반환
 - 국내 완성차업종 주가는 1월 보스턴다이내믹스 'New Atlas' 공개와 함께 Physical AI 기대감 반영으로 '26.6/1 연중 최고치 기록
 - 그러나, 중동전쟁 장기화에 따른 원자재 가격 상승, 시장 금리 변동성 등 매크로 불확실성의 점증으로 6월 기점 하락
 - 또한, 상반기 협력사 화재와 7/8월 파업 등으로 인한 물량 차질, 그리고 글로벌 경쟁 심화에 따른 마진 압박 등 실적 부진 영향 가중

국내 완성차 업종 주가 수익률 비교(YTD 기준)



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

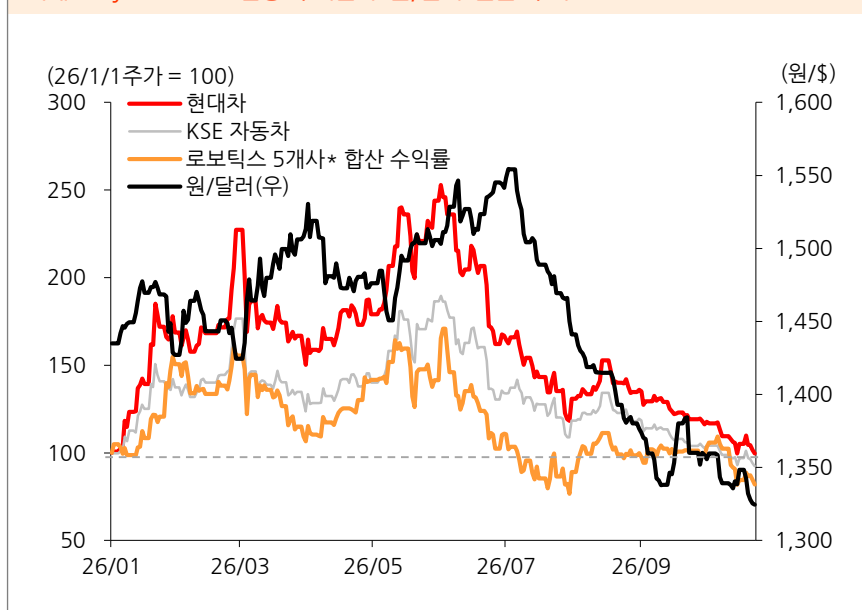


2026년 리뷰 매크로 불확실성을 극복하지 못한 Physical AI 모멘텀

[한화리서치센터]

- ❖ 2026년 상반기 AI 모멘텀 강세에 따라 Physical AI 핵심 축으로 부상한 로봇틱스 관련 업종의 주가 상승세는 하반기 기점 환율과 금리 변동성 부각되면서 빠르게 둔화
 - 올해 7월 이후 원/달러 환율 하락은 수출 비중이 높은 자동차업종의 수익성 저하 우려를 부각시키며 주가 하락에 영향
 - * 별도 매출액 기준 '26년 상반기 수출 금액 비중은 현대차 62.7%, 기아 68.7%
 - 또한, 중동 불확실성에 따른 유가 상승과 AI CAPEX 확대에 따른 반도체 가격 상승 등 인플레이션 우려 가중으로 금리 상승하며 로봇틱스 및 Physical AI 관련 성장주에 대한 밸류에이션 부담 요인으로 작용 → 연초 Physical AI 기대감으로 상승한 자동차업종의 주가 하락 영향

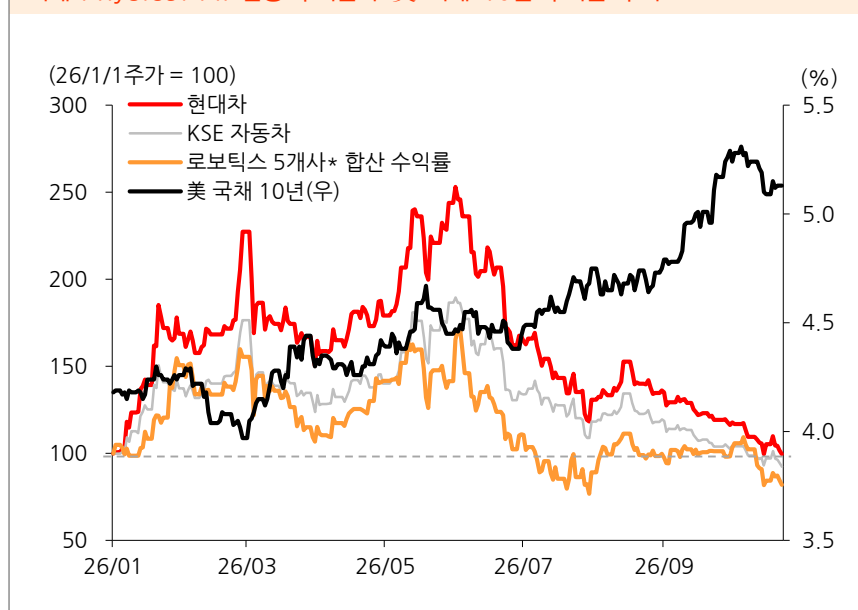
국내 Physical AI 업종 수익률과 원/달러 환율 추이



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

*주: 두산로보틱스, 레인보우로보틱스, 교영, 로보티즈, 에스피지

국내 Physical AI 업종 수익률과 美 국채 10년 수익률 추이



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

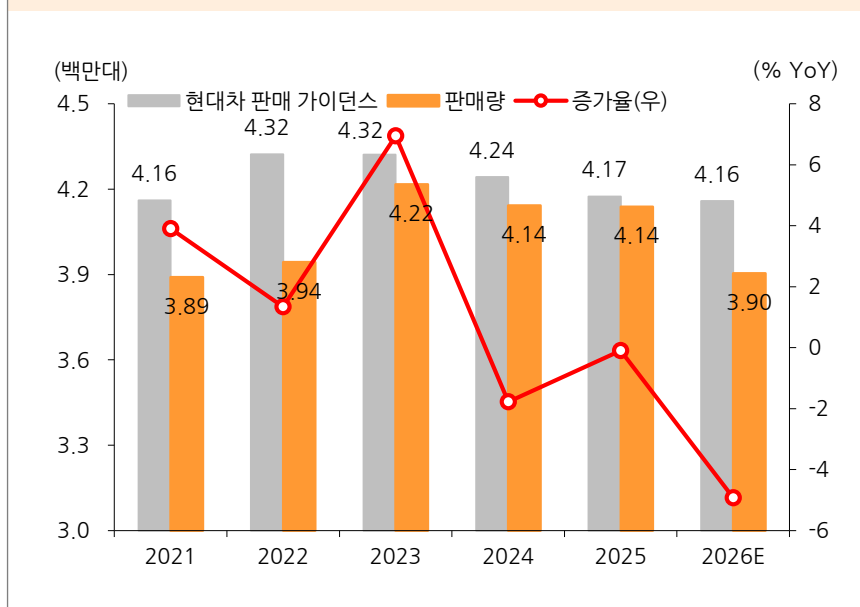


2026년 리뷰 완성차 실적 부진 - 판매 차질과 수익성 저하

[한화리서치센터]

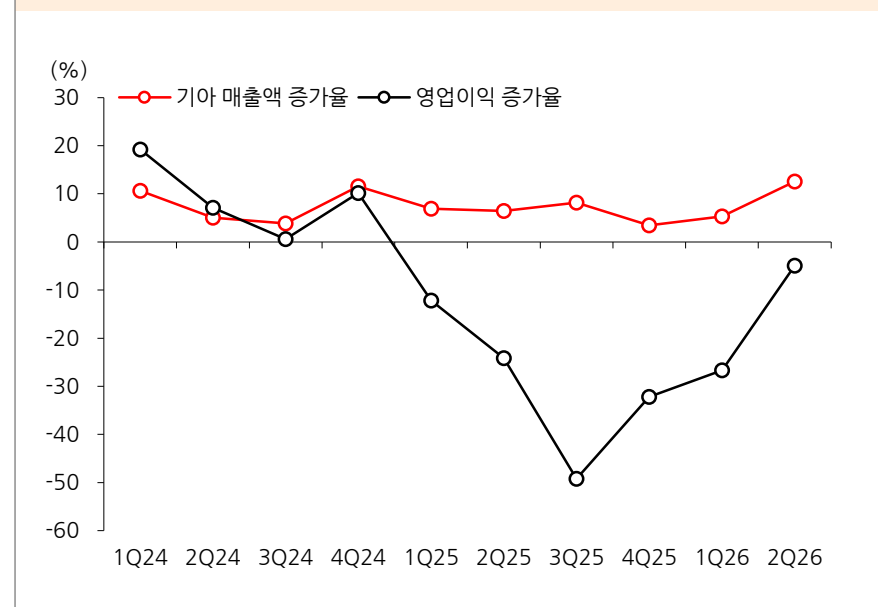
- ❖ '26년 현대차/기아 기준 국내 완성차 실적은 전반적으로 부진. 현대차는 물량이 감소했고 기아는 판매 성장은 양호했으나 수익성이 저하
- 현대차는 협력사 화재 및 파업 영향으로 올해 연간 판매 가이드스 415.8만대 대비 25.4만대 하회한 390.4만대(-5.7% YoY) 전망
- 기아는 텔루라이드, EV2 등 신차출시 및 판매 확대 통해 연간 가이드스 335만대에 근접한 329.3만대(+5.0% YoY) 기대
- 그러나, 지난해 관세 영향 둔화에도 불구하고 상대적 저마진의 경제형EV 중심 판매 증가와 원자재 가격 상승 영향으로 수익성은 저하

현대차 연도별 판매량과 판매량 증가율 추이/전망 - 판매 차질에 따른 역성장 지속



자료: 현대차, 한화투자증권 리서치센터

기아 분기별 매출액/영업이익 증가율 추이 - 믹스 악화로 매출 대비 이익 증가 저조



자료: 기아, 한화투자증권 리서치센터

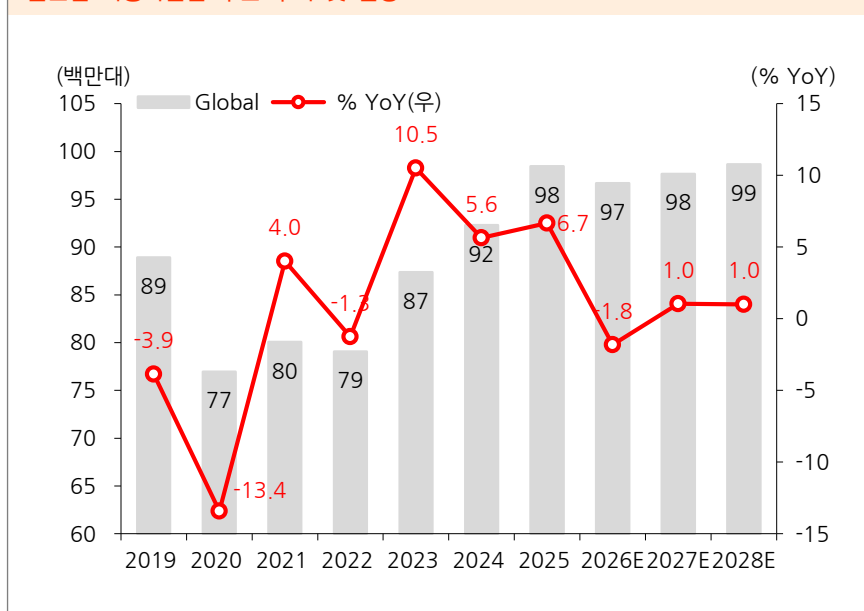


2027년 전망 글로벌 완성차 수요 - 매크로 불확실성으로 저성장 지속

[한화리서치센터]

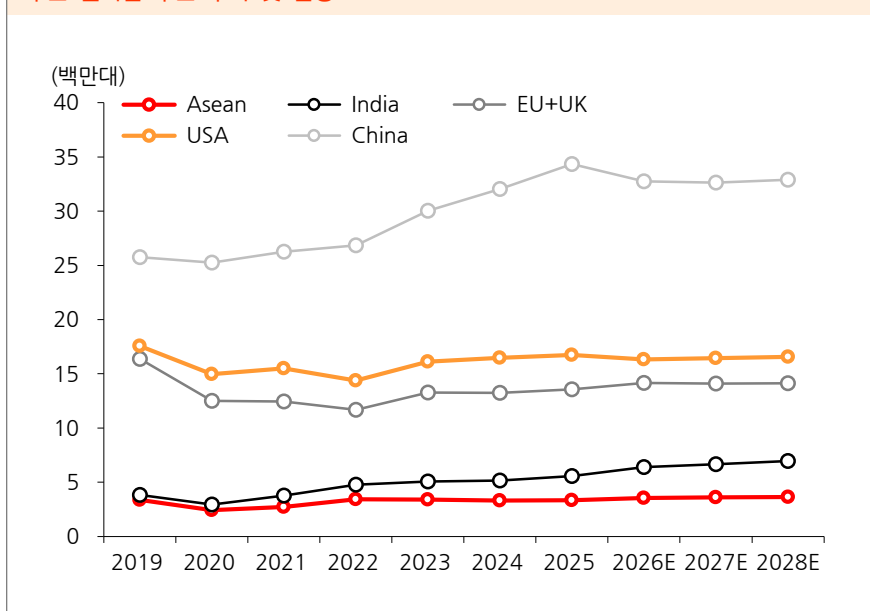
- ❖ 글로벌 자동차산업 수요는 2023년 고성장 이후 관세, 보조금 정책 변경 등 불확실성 요인 상존으로 증가세 둔화 지속
 - 2026년은 유럽과 인도가 각각 4.5%, 14.5%의 성장 흐름 나타냈으나, 미국과 중국은 관세 영향, 보조금 축소 및 고유가/인플레이션 영향 등으로 구매력 저하되며 역성장(미국 -2.4%, 중국 -4.7% 이하 YoY)
- ❖ 2027년 산업 수요는 2026년 낮은 기저에도 불구하고, 고금리/인플레이션 등 매크로 불확실성 상존으로 낮은 수준의 성장(+1.0%) 지속 전망
 - 미국은 고유가/인플레이션 영향 지속으로 낮은 수준의 성장(+0.7%) 전망. 중국은 수요 둔화 흐름 지속으로 Flat 하회(-0.3%) 예상
 - 유럽은 올해 전기차 수요 기반의 높은 성장 흐름이 매크로 불확실성 영향으로 다소 둔화(-0.5%) 전망
 - 반면, 인도는 도시화 및 OEM 현지 생산 능력 확대로 글로벌 권역에서 가장 견조한 성장세(+4.2%)를 지속할 것으로 기대

글로벌 자동차산업 수요 추이 및 전망



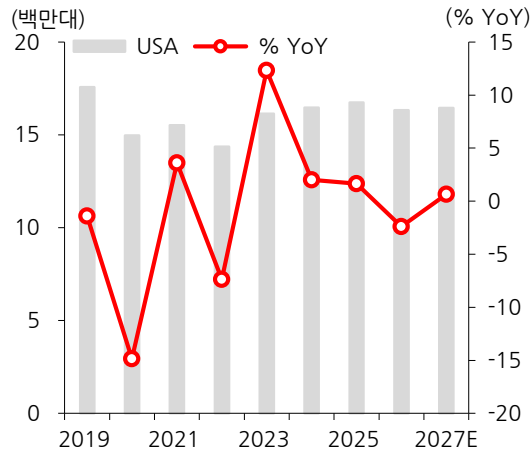
자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

주요 권역별 수요 추이 및 전망

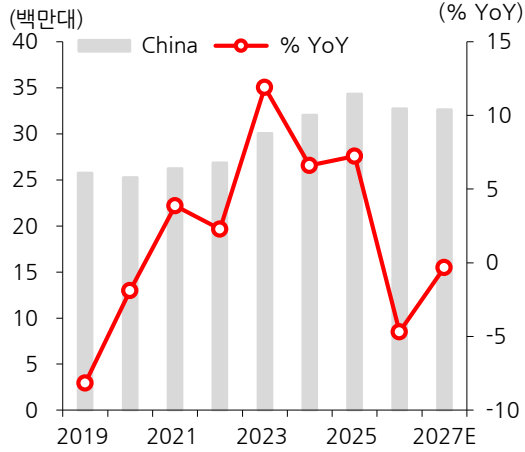


자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

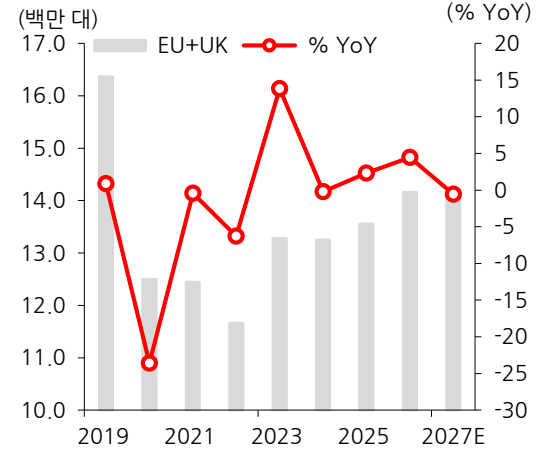
미국 수요 추이 및 전망 - 저성장(+0.7%) 전망



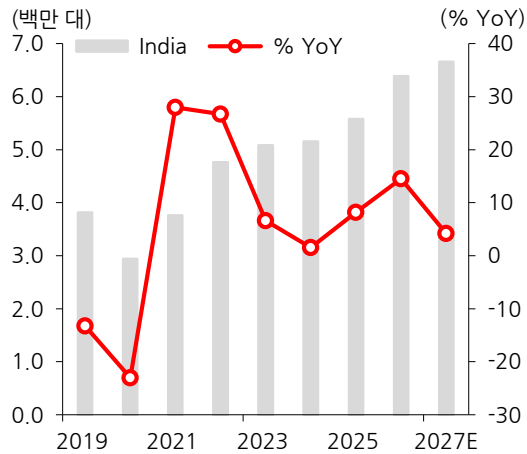
중국 수요 추이 및 전망 - Flat 하회 지속(-0.3%)



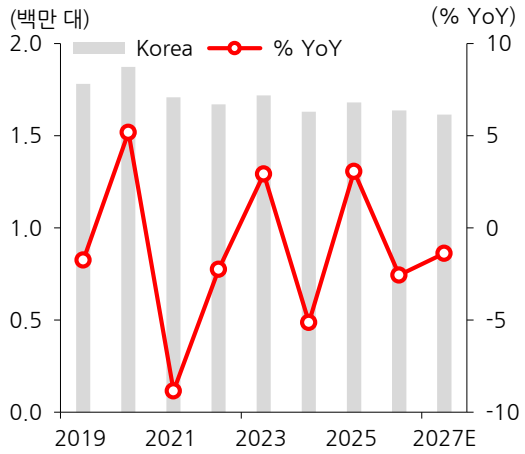
EU 수요 추이 및 전망 - 성장 둔화세 전환(-0.5%)



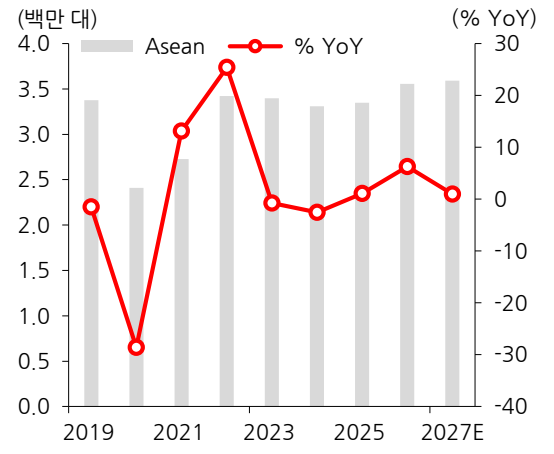
인도 수요 추이 및 전망 - 안정적 성장세 지속(+4.2%)



내수 수요 추이 및 전망 - Flat 하회 지속(-1.4%)



아세안 수요 추이 및 전망 - 성장세 다소 둔화(+1.0%)



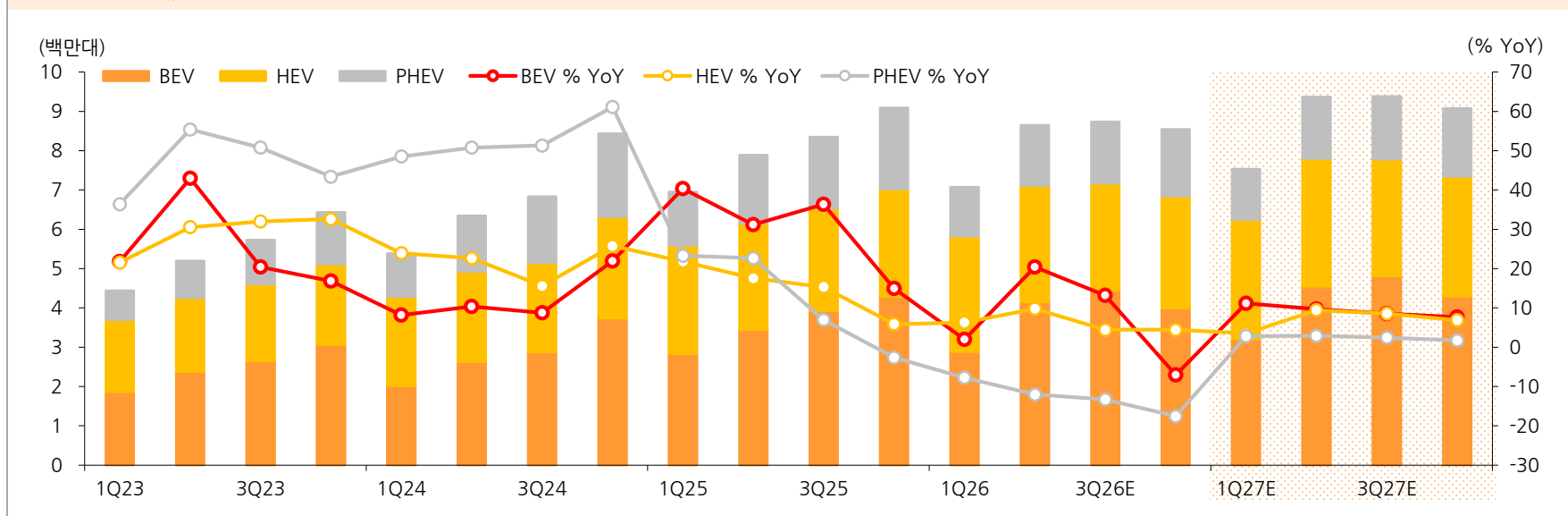


2027년 전망 xEV 성장을 다소 둔화되나, 물량 성장에 있어 가장 중요

[한화리서치센터]

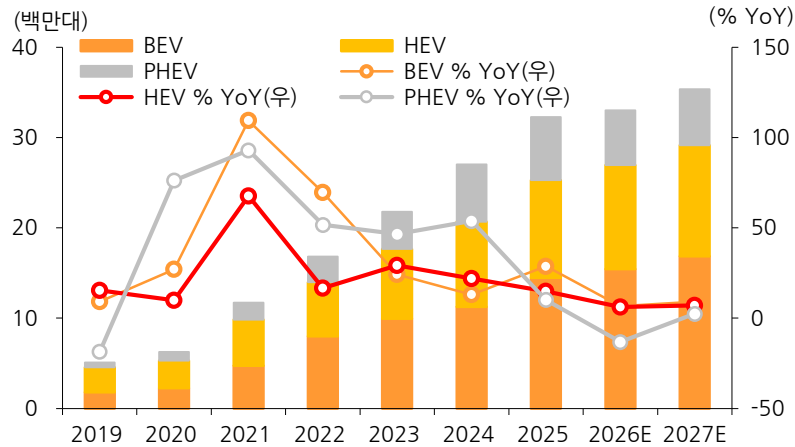
- ❖ 시장 수요 저성장에 따른 제한적 판매 환경에서 완성차업체들은 지역별 xEV 판매 증대를 통해 추가적인 매출 성장을 이뤄야 하는 상황
 - xEV 성장세 둔화되나 여전히 상대적으로 견조. '27년 글로벌 BEV 수요 1,685만대(+9.1%), HEV 1,231만대(+7.1%) 전망
- ❖ [BEV] '26년 미국과 중국 수요 감소에 따른 낮은 기저로 '27년 성장세 전환. EU는 경제형EV 높은 수요 지속으로 고성장 지속
 - (미국/중국) '26년 BEV 수요 급감(-25.9%/-11.2%)에 따른 낮은 기저로 '27년 성장세(+2.9%/+4.3%)로 전환 전망
 - (유럽) 경제형(affordable)EV 중심 수요 지속으로 '27년 BEV 수요는 3.9백만대(+19.2%) 규모로 성장. 전체 수요의 27.9% 비중 차지
- ❖ [HEV] 미국/북미 중심의 강한 수요 증가세가 지속될 전망. 반면, 유럽/중국은 BEV 대비 상대적 낮은 수요 성장세(+3.5%/+0.4%) 지속
 - (미국) ICE 대체할 파워트레인으로서 높은 HEV 수요 성장(303만대, +17.1%) 지속. 글로벌 HEV 시장 중 가장 큰 수요(22.5%) 차지할 전망

글로벌 친환경차(xEV) 산업수요 추이 및 전망

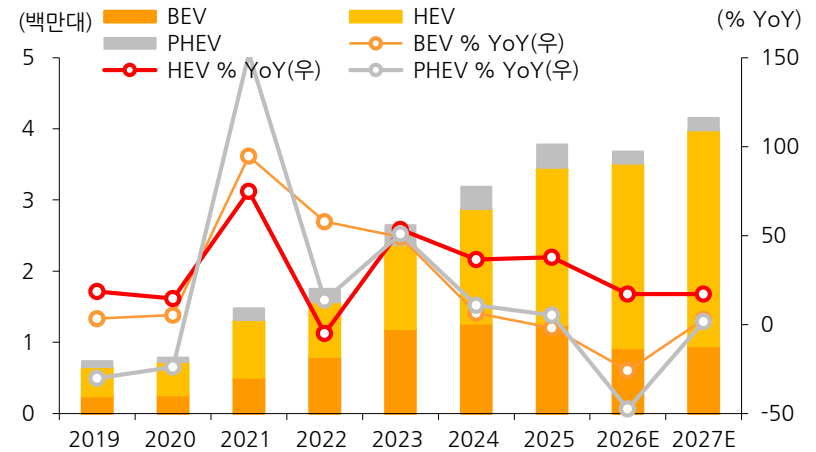


자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

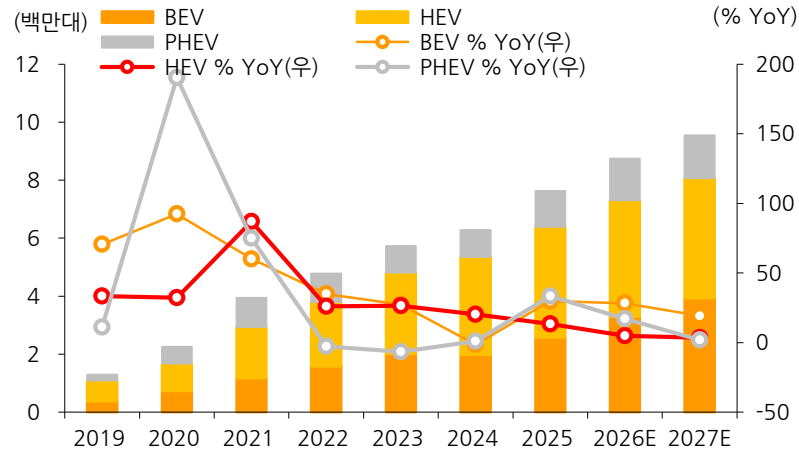
글로벌 xEV PT별 수요 규모 및 증가율 추이



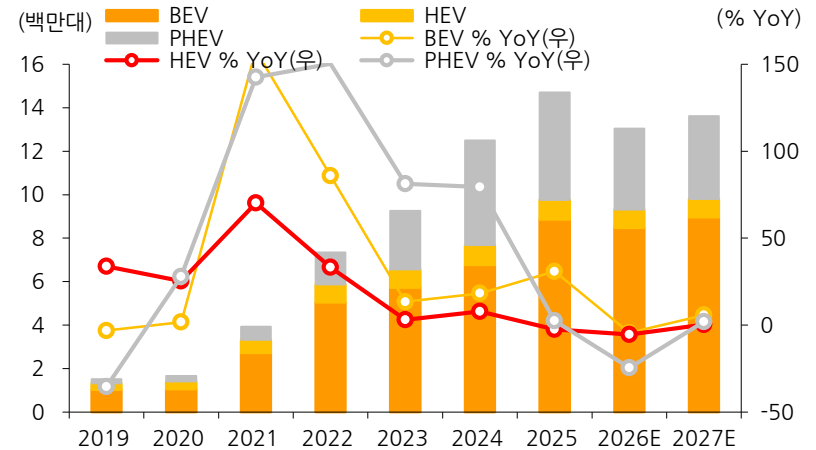
미국 xEV PT별 수요 규모 및 증가율 추이 - 강한 HEV 수요 중심 성장 지속



유럽 xEV PT별 수요 규모 및 증가율 추이 - BEV 중심 성장



중국 xEV PT별 수요 규모 및 증가율 추이



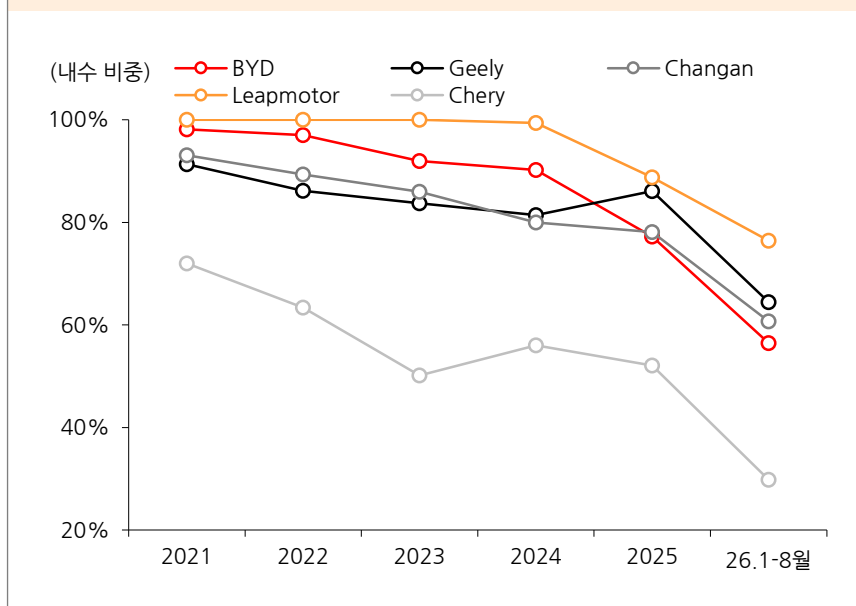


2027년 주요 이슈 1) 중국발 치킨게임 격화 - EU로 물량 밀어내기

[한화리서치센터]

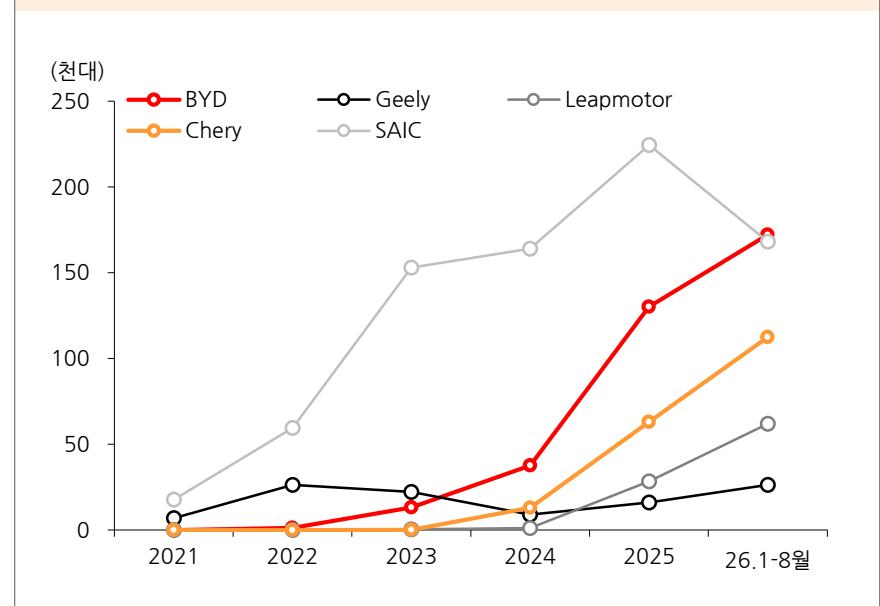
- ❖ 중국 로컬업체들은 2025년 기점으로 내수에서 수출 중심 판매 물량 확대 중으로 2027년에도 중국 내수 시장의 수요 둔화 추세(-0.5%) 고려 시, 수출 중심의 물량 확대에 집중 전망
 - BYD 비롯한 중국 주요 로컬업체들의 전체 판매량에서 차지하는 내수 판매 비중은 2025년 기점으로 매년 10%p 이상 축소 중
 - 축소된 내수 물량은 역외 수출 물량 확대로 전환 중. 2026년 중국의 글로벌 자동차 수출량은 약 1,000만 대에 이를 것으로 예상
- ❖ 확대 중인 수출 물량은 EU, UK 등 유럽 권역 중심으로 판매 증가 흐름 뚜렷
 - BYD, Chery 등 중국 주요 로컬업체들의 2026년 1~8월까지 유럽 내 누적 판매량은 이미 2025년 연간 판매량을 넘어선 상황
 - * 2025년 8월 누적 판매량 기준 전년 동기 대비 판매량 증가율: BYD 134.8%, Leapmotor 458.3%, Chery 283.1%

중국 주요 로컬업체 내수 판매 비중 추이 - '25년 기점 수출 증가



자료: Marklines, 한화투자증권 리서치센터

중국 로컬업체 유럽 판매량 추이 - '26년 8월 누적 판매량이 '25년 연간 판매량 상회



자료: Marklines, 한화투자증권 리서치센터

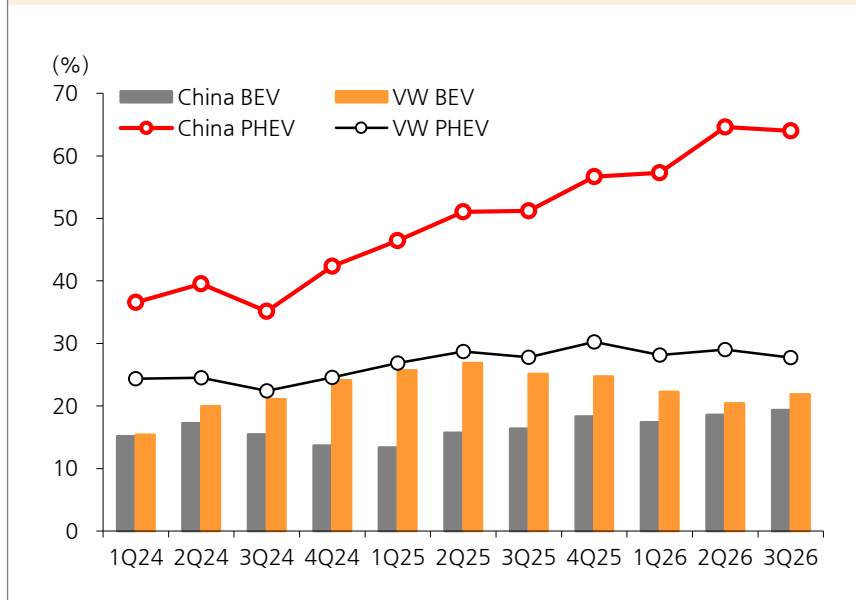


2027년 주요 이슈 1) 중국발 치킨게임 격화 - EU 내 수익성 압박

[한화리서치센터]

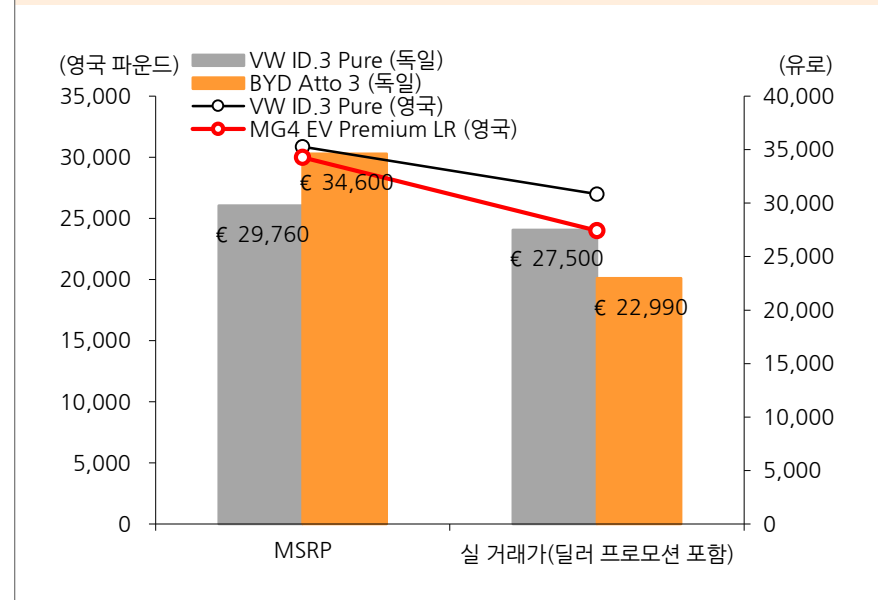
- ❖ 중국 로컬업체들의 유럽 권역 내 판매 증가 추세는 BEV와 PHEV 중심으로 집중되고 있으며, 특히 PHEV 시장에서의 지배력 확대 중
 - 유럽 내 중국 BEV M/S는 3Q26 기준 19.3%(+2.9%p YoY)이고 PHEV M/S는 64%(+12.8%p)로 큰 폭의 증가세
 - BEV/PHEV M/S 1위 유지 중인 VW의 BEV M/S는 3Q26 기준 21.8%(-3.3%p), PHEV M/S는 27.7%(-0.1%p)로 감소
- ❖ 중국 로컬업체들의 유럽 시장 공략의 동력은 가격으로 공격적 인센티브 통해 MSRP(소비자가격) 대비 실거래가격 우위 확보에 주력 중
 - BYD와 SAIC 등은 각각 27%, 35.3% EU 상계관세 적용을 받고 있음에도 경쟁차종 대비 낮은 가격으로 판매

유럽 BEV/PHEV 시장 내 중국업체 점유율



자료: SNER, 한화투자증권 리서치센터

유럽 판매 차종 MSRP vs. 실거래가 비교



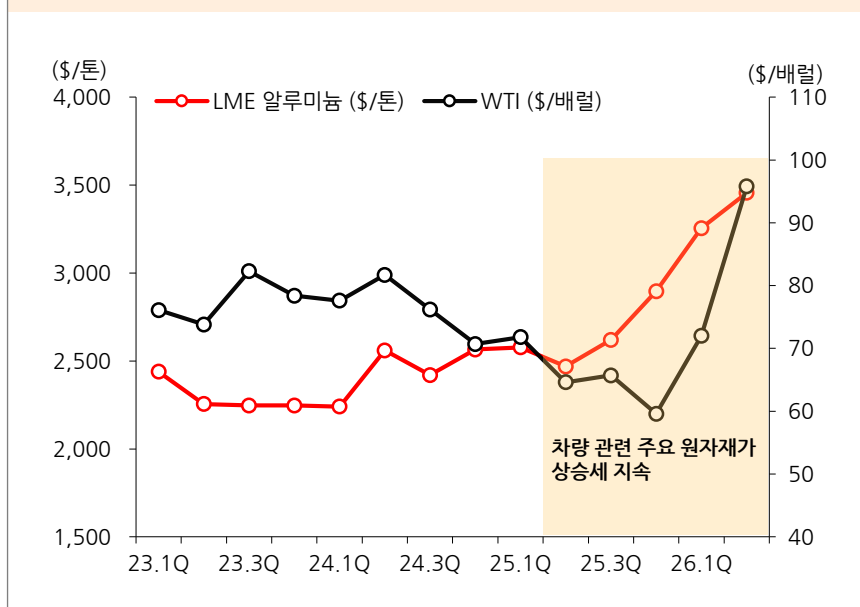
자료: 언론종합, 한화투자증권 리서치센터



2027년 주요 이슈 2) 원자재 가격 상승 지속 - 사업 전반의 수익성 압박 [한화리서치센터]

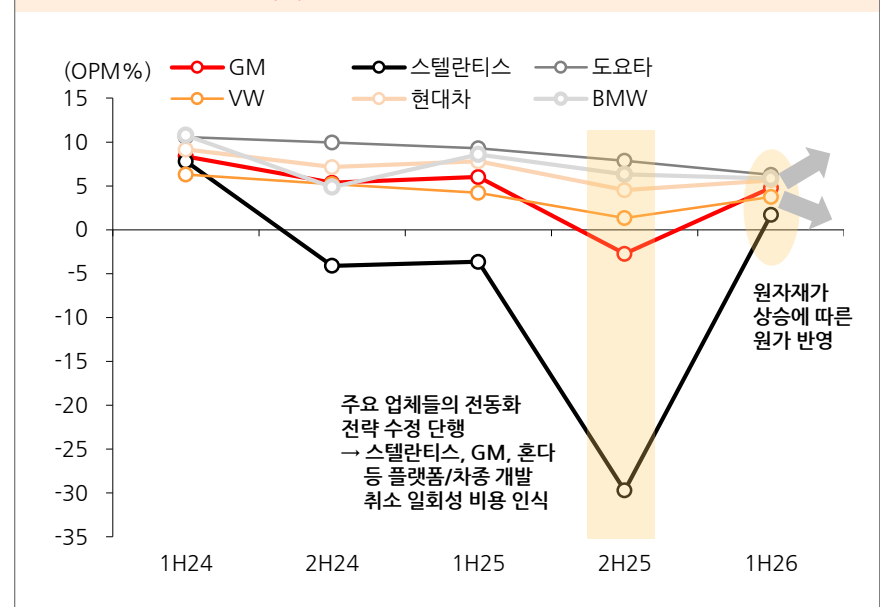
- ❖ 미국 관세 등 무역 갈등에 따른 비철금속 수급 변동성에 이어 중동 전쟁 장기화에 따른 유가 상승세 지속으로 업종 전반의 원가 압박 가중
 - 차량 중량의 10~15% 비중 차지하는 알루미늄 비롯하여 최근 차량 내 비중 증가하고 있는 플라스틱 원재료인 유가의 상승폭 지속 증가
 - * LME 기준 2Q26 알루미늄 상승률은 +48.3% YoY, WTI 상승률은 +40% YoY 기록
- ❖ 이에, 자동차업종의 수익성 저하 우려는 2027년에도 지속 가능성 존재
 - 지난해 미국 관세와 전기차 보조금 폐지에 따른 전동화 일회성 비용 영향에 이어 2026년 하반기부터 원자재 가격 상승분 점진적 반영
 - '27년에도 미/중 갈등과 중동 지정학적 불확실성 지속 시 상반기 대비 하반기 제조원가율은 0.5%~1%p 상승 가능성

주요 원자재 가격 추이 - 차량 제조원가 상승 압박요소로 작용



자료: SNER, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 완성차업체 OPM(%) 추이 - 관세/전동화 비용 영향에 이어 원자재 상승까지



자료: SNER, 한화투자증권 리서치센터



2027년 주요 이슈 3) 자국 보호주의 강화 – EU IAA(산업 가속화법)

[한화리서치센터]

- ❖ 미국 IRA에 이어 EU 또한 중국 보조금에 대응하기 위한 조치로서 역내 전략산업 육성 및 탈탄소화 규제 목적의 ‘산업가속화법(IAA)’ 발표
 - 2024년 기준 EU GDP의 약 14% 수준인 제조업 비중을 2035년까지 20%로 확대 목표
 - 이에, 유럽산 의무화와 1억 유로 이상 FDI(외국인 투자)에 대한 심사 조건 강화 등 EU 역내 기술/제조업 주도권 확보 방향성 추진
- ❖ 전동화, 소프트웨어 중심 자동차(SDV), 자율주행 분야는 IAA의 최우선 타깃이며, 자동차 공급망 운영과 완성차/부품 수익성에 직접적 영향을 미칠 수 있는 구조적 변화를 요구
 - 완성차/부품 현지 생산 비중 높이기 위한 CAPEX 및 R&D 투자 부담은 향후 글로벌 업체들의 수익성에 하방 압력으로 작용
 - 한편, 상대적으로 현지 생산거점 부족한 중국 로컬업체 대비 이미 EU 역내 현지 생산거점 보유한 글로벌업체들의 경쟁력 제고 기회

EU IAA(Industrial Accelerator Act, 산업 촉진화법) 배경

핵심 목표	제조업 르네상스	메이드 인 유럽	유럽산 의무화
현재 약 14% → 2035년 20% • 2035년까지 EU GDP 내 제조업 비중 20%로 확대		• 공공조달 · 보조금 지급 시 유럽산 부품 · 제품 비율 적용 - 전기차 역내 조립 및 부품 70% 이상 유럽산으로 유도	
인허가 가속화	패스트트랙 도입	투자 규제	FDI(외국인 투자) 감시
• 산업 가속화 구역 지정 • 인허가 절차 디지털 단일화 • 중요 프로젝트 행정 절차 대폭 단축		• 특정 국가가 글로벌 시장 40% 이상 점유한 전략 분야(배터리, 태양광 등) 대상 규제 - 1억유로 이상 투자 시 엄격한 심사 적용 - 단순조립에서 EU 내 실질가치창출 유도	
저탄소 시장	친환경 인센티브	전략 부문	집중 육성 분야
• 철강, 시멘트, 알루미늄 등 저탄소 제품 공공 우선구매 • 자발적 저탄소 라벨링 도입으로 수요 창출		배터리 전기차(EV) 태양광 풍력 수소 원자력 탄소포집(CCUS)	

EU IAA 관련 세부 내용 – 자동차산업 관련 내용 중심

구분	대상	적용시점	저탄소 · EU 원산지 요건	기타 사항
에너지저장 산업 제품	철강	'29. 1.1 이후	• 건물, 인프라, 자동차 등 사용된 총 강철 사용량의 최소 25% 이상 저탄소강 적용 (EU산 의무 X)	-
	알루미늄		• 총 사용량의 최소 25% 저탄소 및 EU산 적용	-
전기차	순수전기차/플러그인 하이브리드/수소차	규정 발효 6개월 후	• EU 내 조립 • 배터리 외 부품가 70% 이상 EU산 적용 • 배터리 셀 포함 최소 3개 이상 배터리 핵심 부품 EU산 적용	• EU산 적용에 대한 추가 요건 (3년 이후 적용) - 배터리 핵심 부품 최소 5개 (셀, 양극재, BMS 포함) - 전동화 PT 부품 50% 이상 - 주요 전자시스템 50% 이상
	소형 전기차(M1E)		• EU 내 조립 • 배터리 외 부품가 70% 이상 또는 배터리 셀 포함 최소 3개 이상 배터리 핵심 부품 EU산	• 소형 무공해 차량(ZEV)의 슈퍼 크레딧 수혜 요건 동일 ※ 슈퍼 크레딧: 제조사 CO ₂ 배출량 산정 시 차량 1대가 아닌 1.3대로 계산

자료: 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터



2027년 대응: Hold the Line 1) 지역별 현지 공급망 최적화

[한화리서치센터]

- ❖ 유럽 IAA(산업촉진화법)의 2027년 중 발효 시 최소 2028년부터 적용 예상에 따라 글로벌 자동차업계의 사전적 대응이 본격화될 전망
 - 유럽 내 현지 거점 규모가 미미한 중국로컬업체들은 규제 대응 위해 헝가리와 스페인 중심으로 현지 조립 거점을 확장 추진
 - * BYD는 '26년 4Q에 헝가리에 15만대 규모 양산체제 구축하고 '돌핀 서프' 모델 양산 시작 예정
 - 국내 완성차/부품업체 또한 기존 생산 거점을 BEV 등 전동화 중심 생산거점으로 전환하여 IAA 규제 본격 대응 추진 전망 (2025년 기준 글로벌 판매량에서 유럽 비중은 현대차 14.5%, 기아는 16.2%로서 주요 권역 중 하나)
 - * 현대차는 유럽에 58만대 규모 생산 CAPA 보유 중. 전기차 수요 대응 위해 전동화 라인으로 전환(BEV 비중 50%+), 8월 아이오닉3 생산 개시
 - * 기아 슬로박 공장 또한 연초 전기차 생산라인 전환 완료 통해 올해 3Q 기준 EV2, EV4 누적 생산 5.8만대 기록하며 ramp-up 진행 중
 - * 현대모비스는 '23년부터 Non-cap. 수주 확대 위해 투자 확대한 스페인, 헝가리 등 생산 거점 가동 시작되면서 현지 조달 수요에 대응 확대 추진

중국 로컬 완성차 업체: 대규모 '우회 생산' 가속				
기업명	거점 지역	현지 생산규모 (대)	현지 판매규모 (대, 2025년)	비고
BYD	헝가리 (세게드)	연 15만 → 30만	연 13만	<ul style="list-style-type: none"> 2026년 초 시험 생산 거쳐 2026년 4분기부터 본격 대량 생산(Mass Production) 돌입 기존 튀르키예(마니사) 투자 계획 보류, EU 회원국인 헝가리 공장에 전사적 역량 집중
SAIC	스페인 (갈라시아)	연 12만	22.5만	<ul style="list-style-type: none"> MG 유럽 판매 대응 목적으로 2억 유로 투자 2027년 착공해 2028년 가동 목표 완성차 이외에 R&D와 부품 공급망 포함된 수직화 전략 추진 거점으로 활용
Leap motor	폴란드 티히 & 스페인 사라고사	스텔란티스 잉여 CAPA 활용	2.9만	<ul style="list-style-type: none"> 독자 공장이 아닌 JV(Leapmotor Intl.) 통해 유럽 공장 활용 2025년까지 폴란드 티히(Tychy) 공장에서도 SKD 방식으로 T03 모델 생산 규제 대응 위해 스페인 사라고사(Zaragoza) 공장에 B10 콤팩트 SUV 전용 대량 생산 라인 구축하고 현지 생산 가속화

자료: 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

한국 완성차 및 부품 업체: 전동화 중심 공급망 재편 및 현지 부품 조달 수요 대응				
기업명	거점 지역	생산 규모(대)	주요 생산	비고
현대차	체코	연 33 ~34만	코나EV, 투싼	<ul style="list-style-type: none"> 2027년 상반기까지 전기차 생산 대규모 확대 전기차 생산 비중 70% 달성 목표
	튀르키예	연 25만	i10, i20, 베뉴, 아이오닉3	<ul style="list-style-type: none"> 전기차 및 배터리팩 자동화 생산시설 구축 약 1.25조 원(7.15억 유로) 투자, '26.8월부터 아이오닉3 양산 배터리팩 조립 자동화에 약 960억 원 투자 ※ 튀르키예는 EU 미가입 국가로서 IAA 적용 대상 제외 시 아이오닉3 등은 체코 생산으로 전환 전망
기아	슬로바키아	연 30만	스포티지, EV4, EV2	<ul style="list-style-type: none"> 1.08억 유로 투자해 전기차 생산라인 전환 2027년까지 전기차 생산량 18만 대로 확대 기존 대비 3배 증산
현대 모비스	슬로바키아	연 28만	PE 시스템	<ul style="list-style-type: none"> 모터/인버터/감속기 통합 시스템 양산 개시 (2026년 9월)
	헝가리	-	차시 안전 모듈	<ul style="list-style-type: none"> 메르세데스-벤츠 등 글로벌 완성차 대상 차시 모듈 공급 등 Non-cap 공급 기지 역할 수행
	스페인	연 36만	전기차 배터리리시스템 (BSA)	<ul style="list-style-type: none"> 폭스바겐 등 유럽 전기차용 BSA 공급 위한 신규 공장 구축(2025년 말)

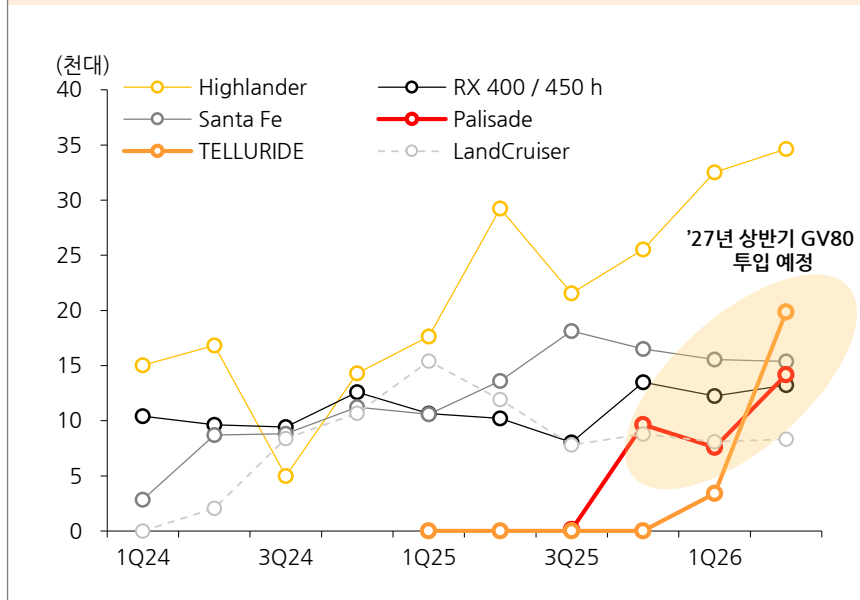
자료: 언론종합, 한화투자증권 리서치센터



2027년 대응: Hold the Line 2) HEV로 수익 개선, BEV로 물량 확보 [한화리서치센터]

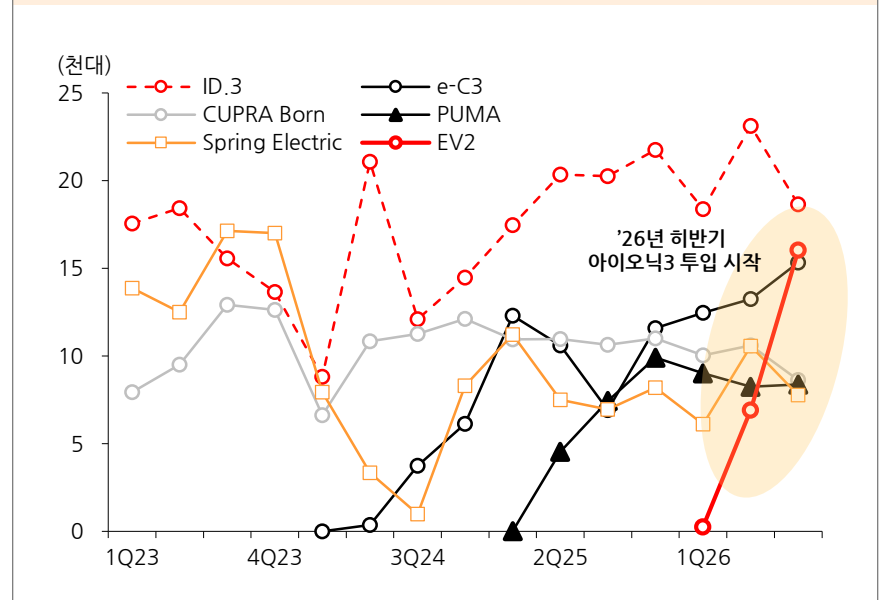
- ❖ 글로벌 수요 저성장과 경쟁 심화에 따른 저수익 경쟁 상황에서 가능한 시장 대응은 결국 제품 다각화와 ‘물량 확대’
→ 상대적 고마진 시장인 북미 HEV SUV 라인업 확대와 중국 공세에 따른 저수익 경쟁 속 물량 확대 통한 유럽 BEV M/S 사수 중요
- ❖ 국내 완성차업종은 경쟁사 대비 HEV와 BEV 중심 PT Variation 기반의 라인업 확장성 보유 → **성장 세그먼트 중심 신차 확대 유리**
 - (북미) 전통적으로 강자인 일본 주도 중대형 HEV SUV 시장에서 outperform했고, 앞으로도 견조한 M/S 확대와 수익성 개선 전망
 - * '26년 기존의 일본 차종(도요타 하이랜더, 렉서스 RX400) 중심 시장 판도에서 **팔리세이드, 텔루라이드 투입으로 M/S 확대 주요**
 - '27년은 상반기 GV80 HEV 투입으로 프리미엄 HEV 세그먼트에서 물량 증가 및 믹스 개선 기대, 준중형급에서는 투싼, 셀토스HEV 신차 투입
 - (유럽) 수요 높은 경제형EV seg. 내 EV2 투입 효과 주요했고, '27년 아이오닉3 판매 확대로 부진했던 EU M/S 회복 기대
 - * **대중형 EV 라인업 확대는 믹스 개선에 있어서는 부정적이나, 현지 생산 통한 IAA 대응 및 단기 중국 로컬업체 물량 공세에 대한 방어에 있어 중요**

미국 중대형(D/E/F) SUV HEV seg. 주요 모델 판매량 추이



자료: SNER, 한화투자증권 리서치센터

유럽 경제형 SUV EV(C/D) seg. 내 주요 모델 판매량 추이



자료: SNER, 한화투자증권 리서치센터



2027년 대응: Hold the Line 3) 2028년 SDV/자율주행 본격화 대비 [한화리서치센터]

- ❖ 글로벌 주요 완성차 업체들은 2028년 기점으로 고도화된 레벨2+(L2+) 및 레벨3(L3) 자율주행 기능이 탑재된 Full Stack SDV 모델 양산을 목표로 기술 내재화 및 전략적 파트너십 추진
 - (전동화 플랫폼 보완) 포드와 GM은 기존 전동화 플랫폼 성능/품질/수익성 문제를 보완한 차세대 플랫폼을 신규 개발하고 SDV 적용 계획
 - (통합 아키텍처 구축) 제어기 통합 구조의 E/E 아키텍처 기반에 고성능 AI 연산 가능한 중앙 집중형 컴퓨팅 시스템 개발 및 적용
 - * GM은 자체 설계 추진하고, VW와 Mercedes-Benz 등은 각각 리비안, 엔비디아 등과 외부 협력 추진
- ❖ 2028년 L2+급 SDV 상용화에 앞서 2027년에는 소프트웨어와 핵심 기술을 실제 주행 환경에 통합 검증하고, 향후 양산차로 기술을 확대 적용하기 위한 'Pace Car' 와 같은 시범운행 차량의 보급이 확대될 전망

글로벌 주요 완성차업체의 자율주행 및 SDV 추진 계획 - 2028년에 L2+ 적용

완성차 업체	L2+ 적용 시점	L2+ 자율주행 및 SDV 관련 주요 계획
Ford	2028년	<ul style="list-style-type: none"> • 2027년 3만 달러 수준의 보급형 전기차(Universal EV Platform 기반) 출시 • 제어기 통합 아키텍처 기반 중앙 컴퓨팅 시스템을 해당 UEV 플랫폼 차량에 탑재 • 2028년에는 일부 구간에서 시선을 뗄 수 있는 'Eyes-off' 기반의 L2+/L3급 자율주행 기능(BlueCruise 고도화) 적용 예정
VW	2026년	<ul style="list-style-type: none"> • 올해 샤오펑(Xpeng)의 통합 제어 기술(CEA 아키텍처)을 적용한 'ID.UnyX08'을 4월 출시하여 고속도로 중심의 L2 및 제한적 L3 기술을 중국에서 상용화 • 지난 2024년 리비안과 차세대 전기차 플랫폼 개발 위한 JV 'RV Tech' 설립하고, 2027년 해당 기술 적용한 첫 차종 출시 계획
GM	2028년	<ul style="list-style-type: none"> • 2028년 캐딜락 에스칼레이드 IQ(ESCALADE IQ)부터 L2+ 도심 자율주행 지원 • 일부 구간에 'Eyes-off' 가능한 자율주행 시스템 '슈퍼 크루즈(Super Cruise)' 확대 - 12억 마일의 hands-off 고객 데이터 통해 매일 30억 마일 가상 주행 학습 진행 중 • L2+ SDV 적용 위한 4세대 전기차 플랫폼 출시하고, 고성능 AI 연산 위한 중앙집중형 컴퓨팅(CCU) 자체 설계 적용 추진 - 기존 대비 니켈 함량을 30~40% 수준으로 낮추고 리튬/망간 비중을 늘린 LMR(리튬 망간 리치) 배터리 적용하며, 부품수 40% / 와이어링 30% 경량화
Toyota	2028년	<ul style="list-style-type: none"> • 자체 운영체제 '아린(Arene) OS' 기반으로 2028년형 차량에 테슬라 FSD 수준(L2+)의 차세대 ADAS 도입하여 교통사고 사상자의 약 60%를 사전에 예방 추진
Mercedes-Benz	2027년	<ul style="list-style-type: none"> • L2+급 'MB Drive Assist Pro'를 올해 말 CLA 차종 고객 대상으로 시범운행하고, 2027년 독일 시작으로 상용화 개시 • 총 27개 센서(카메라 10, 레이더 5, 초음파 센서 12)와 엔비디아 고성능 칩(Orin) 기반의 Hyperion 아키텍처 적용하여 254~508Tops 수준의 AI 연산 지원 • 중국향 신형 S-Class 모델에서는 모멘타(Momenta)와 협력하여 L2+급 ADAS 적용 추진 * 중국 지리 정보 및 주행 데이터의 국외 반출을 극도로 제한하는 데 따른 조치
Tesla	2024년	<ul style="list-style-type: none"> • FSD v12.3.3 버전 출시(2024년 상반기)되면서 공식 명칭에서 'Beta'를 빼고 'Full Self-Driving (Supervised)' 로 서비스 시작 • 지난 9월 사이버캡(Cybercab) 출시 이후 한달만에 오스틴에서 300대 이상 확대, 11월에 델러스 지역으로 확대하며 1,000대로 확대 예정

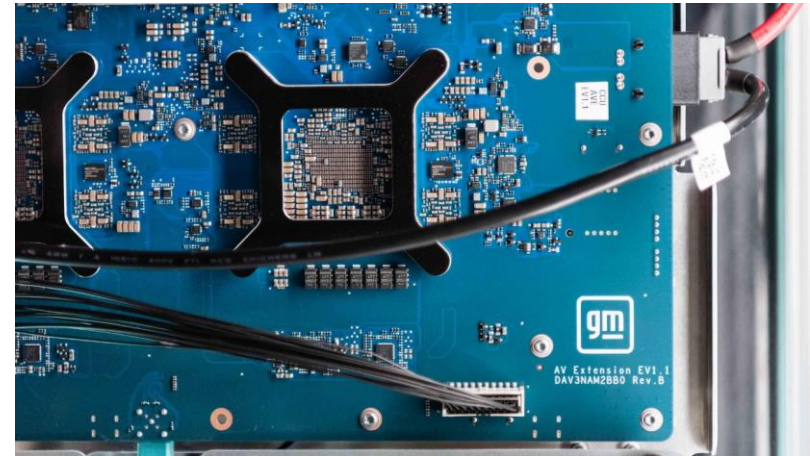
자료: 언론 종합, 한화투자증권 리서치센터



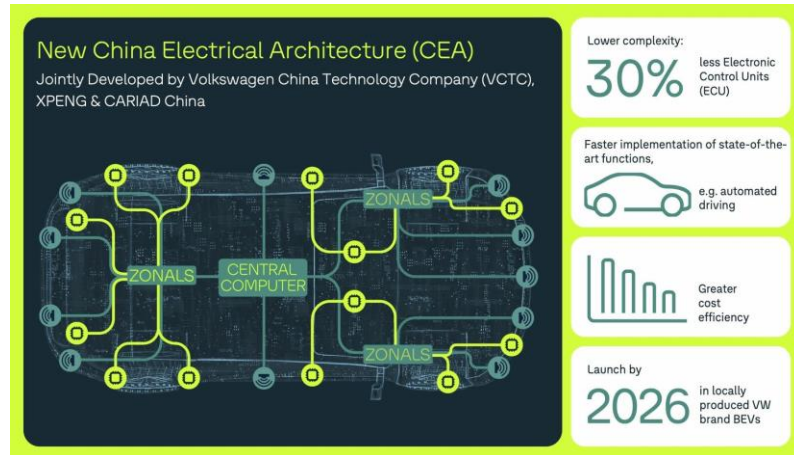
GM 4세대 EV 플랫폼 – 에너지 효율 향상, 부품/와이어링 축소로 경량화



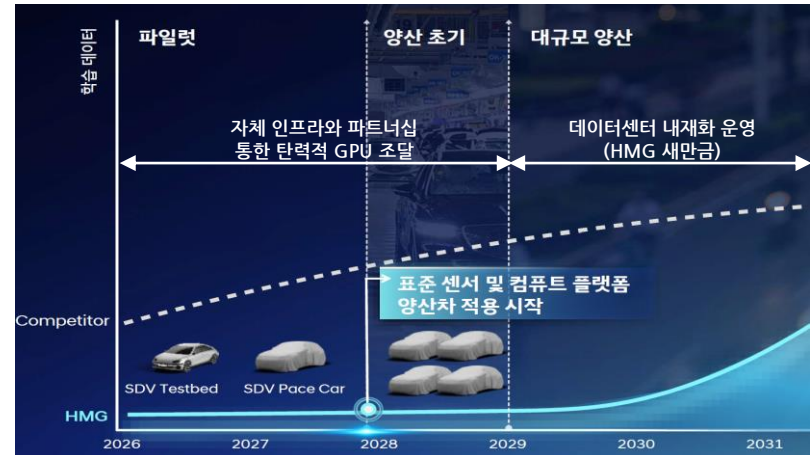
GM 자체 설계한 중앙집중형 컴퓨팅(CCU) – Bandwidth 1000배 향상



Xpeng의 통합형 전자 아키텍처(CEA) – VW 중국향 모델에 탑재



현대차그룹 SDV 전개 계획 – 2027년 Pace Car, 2028년 L2+ 출시





현대차 (005380) 절치부심 2027년

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(하향): 600,000원

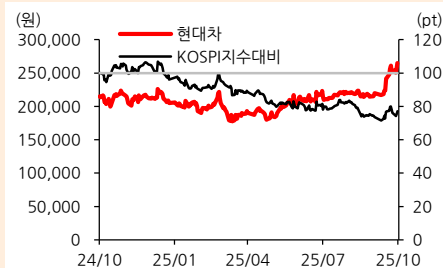
Stock Data

현재 주가(10/26)	288,000원
상승여력	▲ 108.3%
시가총액	585,983억원
발행주식수	203,466천주
52주 최고가/최저가	750,000 / 250,500원
90일 일평균 거래대금	2,196.78억원
외국인 지분율	24.1%

주주 구성

현대모비스 (외 12인)	30.9%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%
현대차우리스주 (외 1인)	2.7%

Stock Price



' 26년, 물량 차질과 긍정적 환율효과 축소로 매출 성장 둔화와 감익 불가피

- 올해 연간 판매량은 가이던스(416만대) 크게 하회한 390만대(-5.7%) 예상. 생산 차질에 따른 HEV 판매 둔화로 Mix 악화되고, 원화 절상으로 긍정적 환율 효과 또한 축소되며 ' 26년 매출액 186.7조원(+0.2%), 영업이익 10.1조원(-11.9%, OPM 5.4%) 전망.

' 27년, 원자재 상승과 부정적 환율 영향 등 매크로 불확실성 속에서 이연된 신차 사이클 기반 실적 턱어라운드 기대

- ' 26년 원자재 가격 상승 영향 반영과 원/달러 환율 하락 추세에 따른 1,300원/\$ 하회 가능성 등 매크로 불확실성 고려한 ' 27년 매출 성장 및 이익 개선 속도는 보수적 접근 필요
- 그러나, ' 26년 하반기 생산 차질에 따른 신차 판매 효과가 ' 27년 집중되며 전년 대비 이익 성장 전망. '북미 HEV, 유럽 BEV' 전략 하에서 엘란트라, 투싼 풀체인지, 그리고 제네시스 HEV 모델의 미국 수요 대응 통해 수익성 중심 Mix 개선하고, 터기 아이오닉3 생산 본격화로 유럽 경제형 EV 판매 확대 및 중국 로컬업체들의 공세 속 M/S 사수 기대.
- 2027년 RA 법인 설립 지분 참여와 운영 전략에 따라 로봇 사업 내 동사 역할 확인될 것. 원화절상 추세 고려(1,350→1,300원/\$)한 2027년 추정치 하향 및 최근 성장주 밸류 디스카운트 고려한 BD 지분가치 30% 할인하여 목표주가 600,000원 제시.
- 글로벌 주요업체들의 ' 28년 SDV 전개 계획에 따라 동사 Pace car 공개와 E/E 아키텍처 비롯한 SDV Stack 구축화 여부가 중요.

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	175,231	186,254	186,706	197,088	215,022
영업이익	14,240	11,468	10,100	12,020	15,295
EBITDA	18,527	16,484	15,319	17,784	21,751
지배주주순이익	12,527	9,446	8,346	9,441	11,812
EPS	56,433	43,607	38,268	43,902	54,893
순차입금	130,181	152,184	171,790	181,325	189,999
PER	5.1	6.6	7.5	6.6	5.2
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.0	13.7	16.0	14.3	12.1
배당수익률(%)	4.2	3.5	3.5	4.2	4.3
ROE	12.4	8.4	7.1	7.7	9.1

자료: 한화투자증권



현대차 (005380) 절치부심 2027년

[한화리서치센터]

현대차 분기 및 연간 실적 추정											
(십억 원, %)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	45,939	49,215	44,605	46,947	47,310	50,548	48,933	50,296	186,254	186,706	197,088
% YoY	3.4	1.9	-4.5	0.2	3.0	2.7	9.7	7.1	6.3	0.2	5.6
자동차	34,538	36,833	33,401	35,476	35,240	37,179	37,021	38,124	145,632	140,248	147,563
% YoY	-0.5	-2.1	-9.0	-3.0	2.0	0.9	10.8	7.5	6.5	-3.7	5.2
금융	8,992	9,503	8,345	8,567	9,496	10,417	8,979	9,178	30,233	35,407	38,070
% YoY	21.5	15.7	16.1	15.3	5.6	9.6	7.6	7.1	6.3	17.1	7.5
기타	2,409	2,879	2,859	2,904	2,575	2,952	2,933	2,994	10,390	11,051	11,454
% YoY	5.1	16.9	1.5	3.1	6.9	2.5	2.6	3.1	3.3	6.4	3.6
영업이익	2,515	2,851	2,401	2,334	2,792	3,461	2,689	3,078	11,468	10,100	12,020
% YoY	-30.8	-20.8	-5.4	37.7	11.0	21.4	12.0	31.9	-19.5	-11.9	19.0
자동차*	1,787	1,971	1,590	1,811	2,011	2,540	1,836	2,536	8,471	7,160	8,924
금융	579	759	590	388	602	781	604	393	2,164	2,317	2,381
기타	148	121	221	134	178	140	249	148	833	624	716
OPM	5.5	5.8	5.4	5.0	5.9	6.8	5.5	6.1	6.2	5.4	6.1
자동차	5.2	5.4	4.8	5.1	5.7	6.8	5.0	6.7	5.8	5.1	6.0
금융	6.4	8.0	7.1	4.5	6.3	7.5	6.7	4.3	7.2	6.5	6.3
기타	6.2	4.2	7.7	4.6	6.9	4.7	8.5	4.9	8.0	5.6	6.2
세전이익	3,522	3,646	3,204	2,165	3,548	4,173	3,438	2,917	13,842	12,536	14,077
% YoY	-21.1	-16.9	-3.7	29.9	0.8	14.5	7.3	34.8	-22.2	-9.4	12.3
지배주주순이익	2,335	2,521	2,083	1,407	2,380	2,799	2,306	1,956	9,446	8,346	9,441
% YoY	-26.0	-15.9	-7.9	36.8	1.9	11.0	10.7	39.0	-24.6	-11.6	13.1

자료: 현대차, 한화투자증권



현대모비스 (012330) 시장 우려보단 미래 확장성 부각될 2027년

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(하향): 700,000원

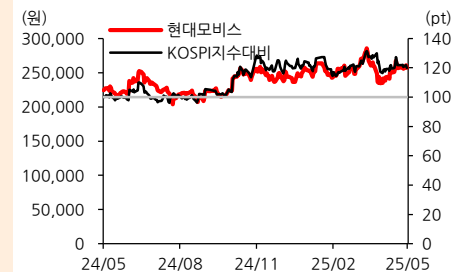
Stock Data

현재 주가(10/26)	326,000원
상승여력	▲ 114.7%
시가총액	292,815억원
발행주식수	89,821천주
52주 최고가/최저가	768,000 / 288,000원
90일 일평균 거래대금	1,277.39억원
외국인 지분율	37.3%

주주 구성

기아 (외 9인)	33.0%
국민연금공단 (외 1인)	9.6%
미래에셋자산운용 (외 10인)	5.4%

Stock Price



' 26년, 완성차 물량 차질과 반도체 등 재료비 상승 영향을 구조적 수익성 개선으로 방어

- 2026년 매출액 64.3조원(+5.2% 이하 YoY)과 영업이익 3.7조원(+9.8%) 전망. 완성차 생산 차질 비롯하여 북미 전동화 물량 감소와 반도체/PCB 비용 상승 영향에도 비교적 안정적 성장 지속.
- 전장 고부가 부품 중심 믹스 개선으로 부정적 영향 상쇄하며 모듈/핵심부품 영업이익은 830억원으로 전년 대비 개선세 지속하고, A/S는 하반기 우호적 환율 둔화에도 글로벌 수요 강세 및 판가 정상화로 영업이익 3.6조원(+9.8%, OPM 26.1%)의 고마진 기대.

' 27년, 부정적 시장환경에 대한 우려보단 미래 사업으로의 외연 확대가 부각

- 반도체 등 원자재 상승과 원화 절상 등 부정적 매크로 환경 지속에서도 동사의 실적 개선세는 지속 전망.
- 그룹 차원의 Pleos connect 확대는 기존 분산된 전장 제어기 통합 구조로 동사가 제공하는 제어기 영역의 확대 효과로 작용하며 볼륨 차종 순차적 전개에 따라 동사 고부가 전장부품 매출 증가와 믹스 개선에 기여.
- 전동화 부문은 지난해 미국 전기차 보조금 폐지 영향은 낮은 기저로 작용하고, 멕시코 EV3 전동화 물량 신규 생산으로 북미 전동화 실적 회복 전망. 유럽에서는 EV2, 아이오닉3 등 경제형EV 현지 생산 확대와 IAA 대응 위한 유럽 Non-captive 수요 확대 기대.
- 최근 성장주 밸류 디스카운트 고려한 BD 지분가치 및 로봇 사업가치에 30% 할인하여 목표주가 700,000원으로 하향. 그러나, 2028년 SDV 출시 및 로보틱스 양산 위한 ' 27년 파일럿 준비 단계에서 동사 미래 중심 사업 체질 변화가 부각될 것.

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	57,237	61,118	64,324	71,342	78,144
영업이익	3,073	3,357	3,688	3,967	4,228
EBITDA	4,058	4,525	4,994	5,311	5,710
지배주주순이익	4,056	3,656	3,949	4,431	4,777
EPS	43,611	40,995	44,983	51,349	58,022
순차입금	-1,236	-1,256	-715	227	-410
PER	7.5	8.0	7.2	6.3	5.6
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.9	6.2	5.7	5.6	5.1
배당수익률(%)	1.8	2.0	2.0	2.5	2.6
ROE	9.4	7.7	7.9	8.4	8.6

자료: 한화투자증권



현대모비스 (012330) 시장 우려보단 미래 확장성 부각될 2027년

[한화리서치센터]

현대모비스 분기 및 연간 실적 추정											
(십억 원, %, % YoY)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	15,561	16,325	15,754	16,684	17,146	18,044	17,744	18,408	61,118	64,324	71,342
모듈 및 핵심부품	12,041	12,894	12,309	13,277	13,714	14,563	14,186	14,766	47,800	50,522	57,229
모듈조립	7,149	7,521	7,041	7,767	7,917	8,261	7,894	8,513	28,232	29,479	32,586
핵심부품	3,605	3,954	3,734	3,881	4,047	4,290	4,221	4,250	14,213	15,173	16,807
전동화부품	1,287	1,419	1,534	1,629	1,750	2,013	2,071	2,002	5,355	5,870	7,836
A/S	3,519	3,430	3,445	3,407	3,432	3,481	3,558	3,642	13,318	13,802	14,113
매출 비중											
모듈 및 핵심부품	77.4	79.0	78.1	79.6	80.0	80.7	79.9	80.2	78.2	78.5	80.2
모듈조립	45.9	46.1	44.7	46.6	46.2	45.8	44.5	46.2	46.2	45.8	45.7
핵심부품	23.2	24.2	23.7	23.3	23.6	23.8	23.8	23.1	23.3	23.6	23.6
전동화부품	8.3	8.7	9.7	9.8	10.2	11.2	11.7	10.9	8.8	9.1	11.0
A/S	22.6	21.0	21.9	20.4	20.0	19.3	20.1	19.8	21.8	21.5	19.8
영업이익	803	975	921	989	761	931	1,133	1,143	3,357	3,688	3,967
모듈 및 핵심부품	-121	22	31	151	-124	42	220	268	76	83	406
A/S	924	953	889	838	885	890	912	874	3,282	3,605	3,561
세전이익	1,292	1,355	1,403	1,281	1,228	1,608	1,650	1,512	5,115	5,330	5,997
지배주주순이익	882	1,059	1,050	959	907	1,188	1,219	1,117	3,656	3,949	4,431
OPM	5.2	6.0	5.8	5.9	4.4	5.2	6.4	6.2	5.5	5.7	5.6
모듈 및 핵심부품	-1.0	0.2	0.3	1.1	-0.9	0.3	1.6	1.8	0.2	0.2	0.7
A/S	26.3	27.8	25.8	24.6	25.8	25.6	25.6	24.0	24.6	26.1	25.2
NPM	5.7	6.5	6.7	5.7	5.3	6.6	6.9	6.1	6.0	6.1	6.2
% YoY											
매출액	5.5	2.4	4.8	8.4	10.2	10.5	12.6	10.3	6.8	5.2	10.9
영업이익	3.3	12.1	18.0	6.3	-5.2	-4.5	23.0	15.5	9.2	9.8	7.6
지배주주순이익	-14.5	13.5	13.0	25.7	2.9	12.2	16.1	16.5	-9.9	8.0	12.2

자료: 현대모비스, 한화투자증권





건설/유틸리티 송유림
yurim.song@hanwha.com
3772-7152

X

건설/유틸리티

2027년, 증명의 시간

Summary

1. 2027년 실적 전망

- ❖ 건설: 마진 안정화에 더해지는 성장
- ❖ 유틸리티: 에너지 가격 변동 리스크

2. 수주로 증명해낼 시간

- ❖ 건설: 수주 증가 사이클의 시작
- ❖ 유틸리티: 원전사업 확대를 위한 조건

3. 투자전략

- ❖ 건설: 확실한 성장을 찾아서 (Top pick 삼성E&A)
 - ❖ 유틸리티: 불확실성 해소를 위한 기다림
-

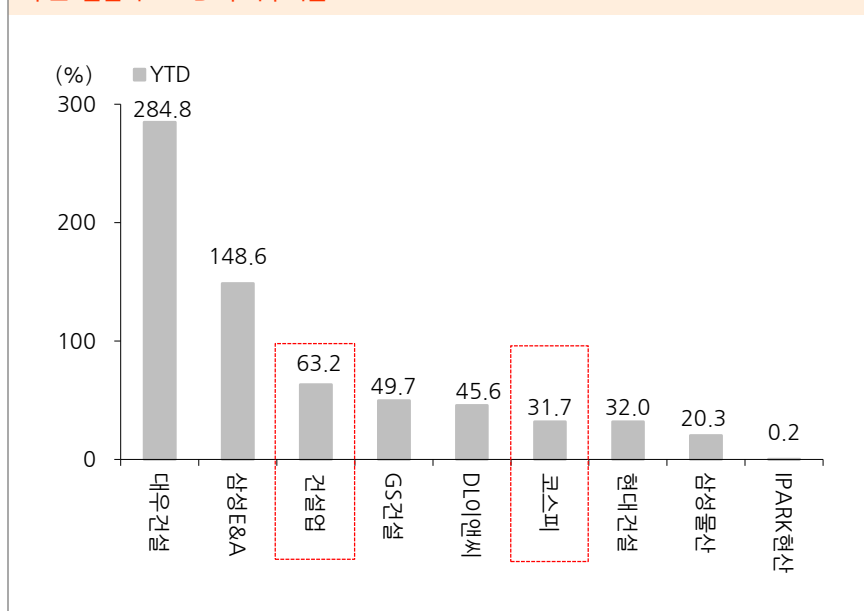


2026년 리뷰 불안정한 매크로 환경에도 ...

[한화리서치센터]

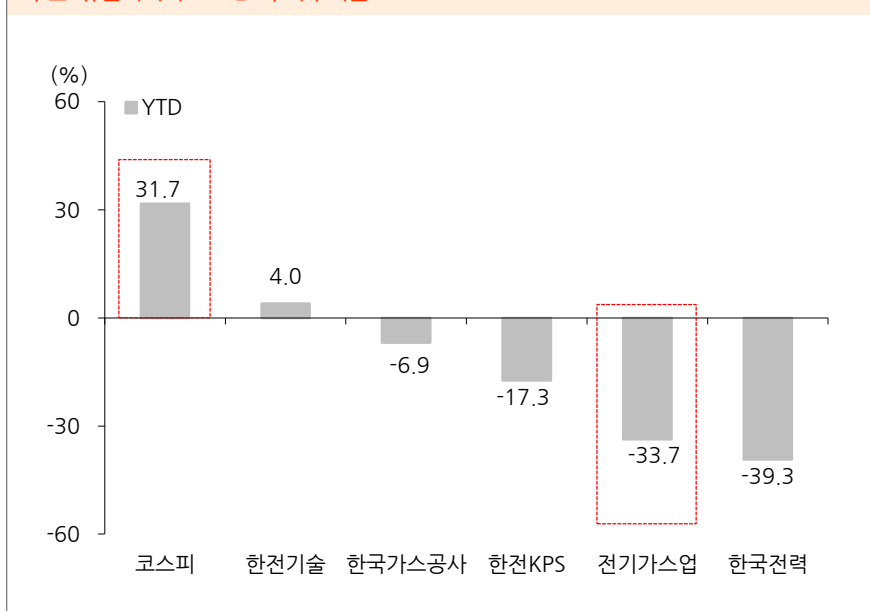
- ❖ 건설 업종의 YTD 주가수익률은 +63.2%로 KOSPI 수익률 +31.7%를 상회
 - 올해 4월 중순 KOSPI대비 89.7%p를 아웃퍼폼하며 주가 정점을 기록
 - 종목별로는 대우건설 +284.8% > 삼성E&A +148.6% > GS건설 +49.7% > DL이앤씨 +45.6% > 현대건설 +32.0% 순
- ❖ 유틸리티 업종 YTD 주가수익률은 -33.7%로 KOSPI 수익률을 큰 폭 하회
 - 미-이란 충돌 이후 한국전력의 주가가 하락한 것이 업종수익률 부진의 주 이유
 - 종목별로는 한전기술 +4.0% > 한국가스공사 -6.9% > 한전KPS -17.3% > 한국전력 -39.3% 순

주요 건설사 YTD 주가수익률



자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

주요 유틸리티사 YTD 주가수익률



자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터



2027년 전망 실적 1) 건설: 마진 안정화에 더해지는 성장

[한화리서치센터]

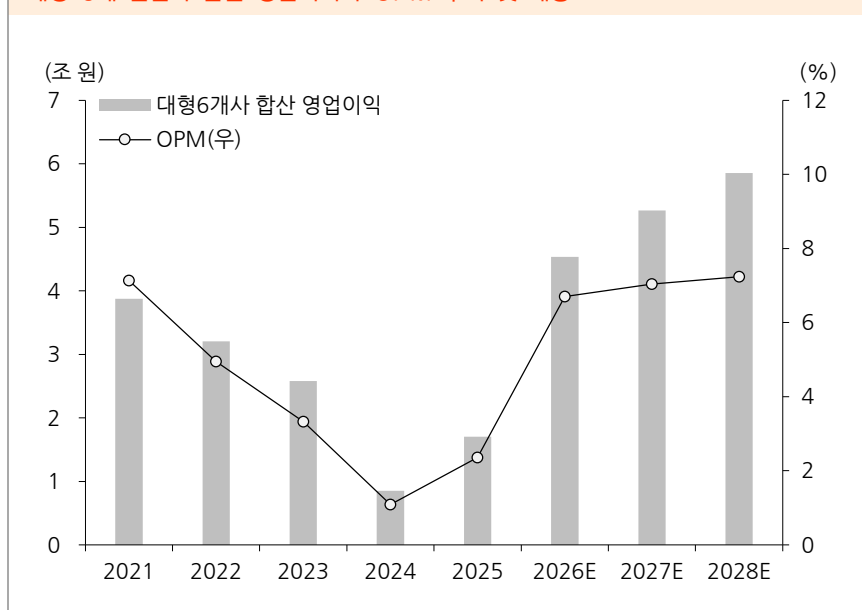
❖ 대형 6개 건설사 합산 영업이익은 우상향 추세 뚜렷

- 2025~26년 탑라인 축소 구간임에도 불구하고 마진 정상화 영향으로 영업이익은 개선

❖ 2027~28년은 매출 성장에 기인한 영업이익 증가 예상

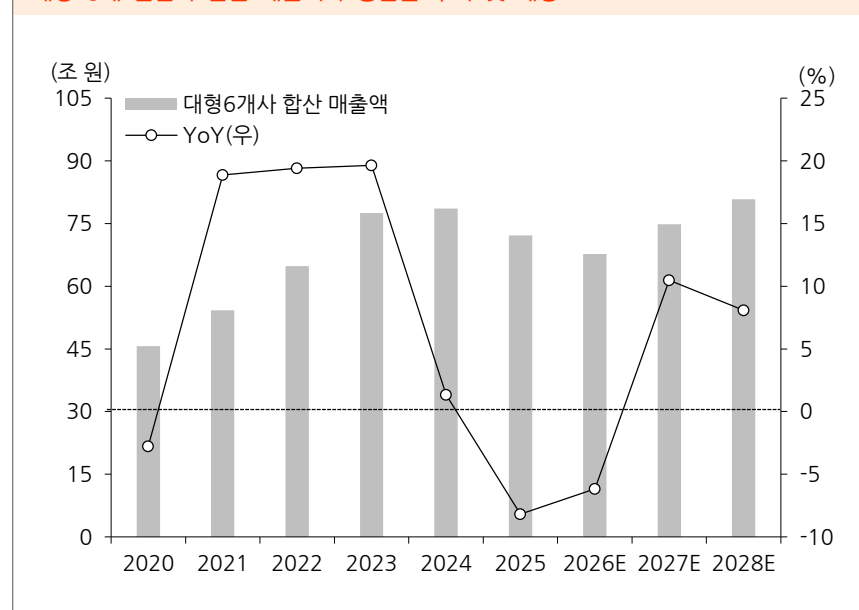
- 2027~28년 평균 매출 성장률: 삼성E&A +17.0% > IPARK현대산업개발 +13.1% > 대우건설 +12.0% > GS건설 +8.3% > 현대건설 +6.3%, DL이앤씨 +4.9%

대형 6개 건설사 합산 영업이익과 OPM 추이 및 예상



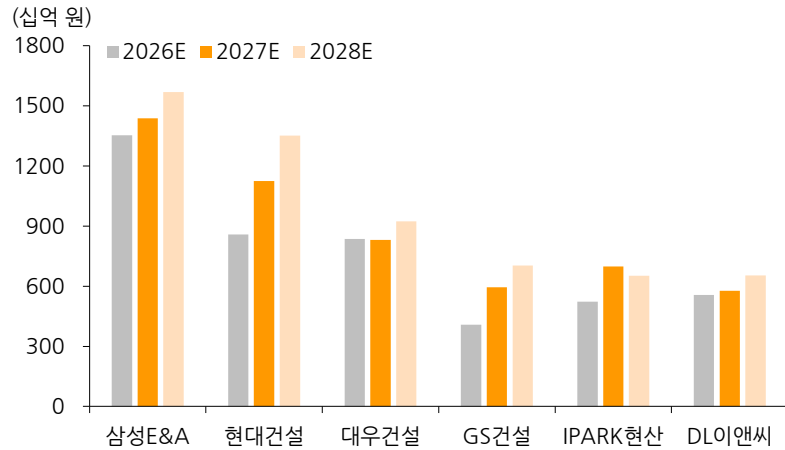
주: 2026~28년 실적은 시장 컨센서스 기준
자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

대형 6개 건설사 합산 매출액과 증감률 추이 및 예상

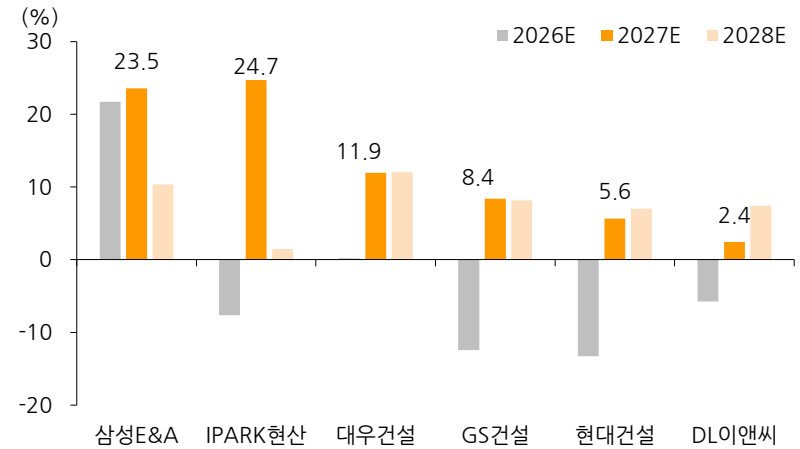


주: 2026~28년 실적은 시장 컨센서스 기준
자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

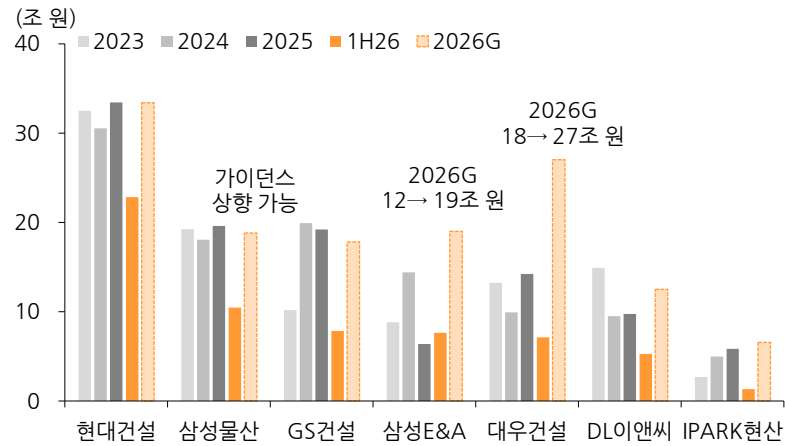
대형 6개 건설사 영업이익 추이 및 예상 (컨센서스 기준)



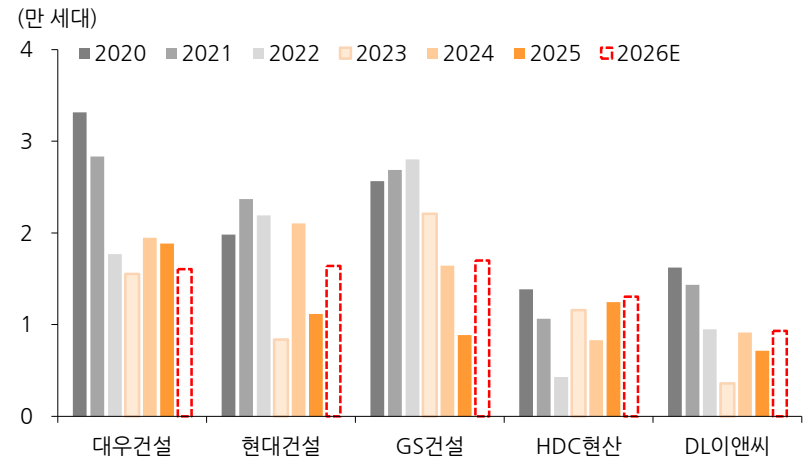
대형 6개 건설사 예상 매출액 증감률 (컨센서스 기준)



대형 7개 건설사 신규수주 추이 및 전망



대형 5개 건설사 주택 착공물량 추이 및 계획 (별도 기준)



자료: Fnguide, 각 사, 한화투자증권 리서치센터



2027년 전망 실적 2) 유틸리티: 에너지 가격 변동 리스크

[한화리서치센터]

❖ 에너지 가격 상승에 따른 이익 추정치 하향

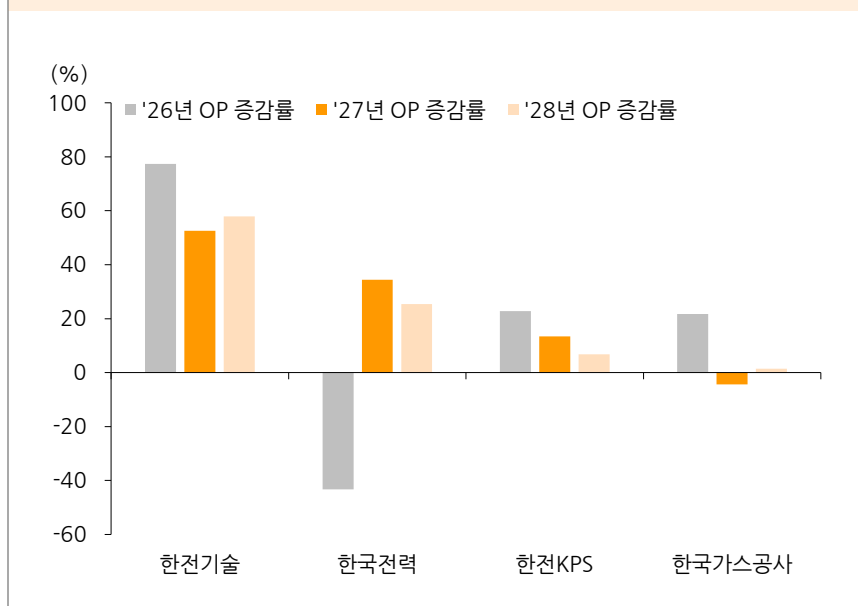
- 중동 사태 이후 유가 및 LNG 가격 변동에 따라 한국전력 이익 추정치 대폭 하향, 한국가스공사 미수금 다시 증가 전환

❖ 2027년에도 실적 불확실성 존재

- 중동 전쟁 확산 및 장기화 영향으로 에너지 가격 상승 압력 지속→ 4~6개월 래깅 감안 시 내년 상반기까지 부정적으로 작용

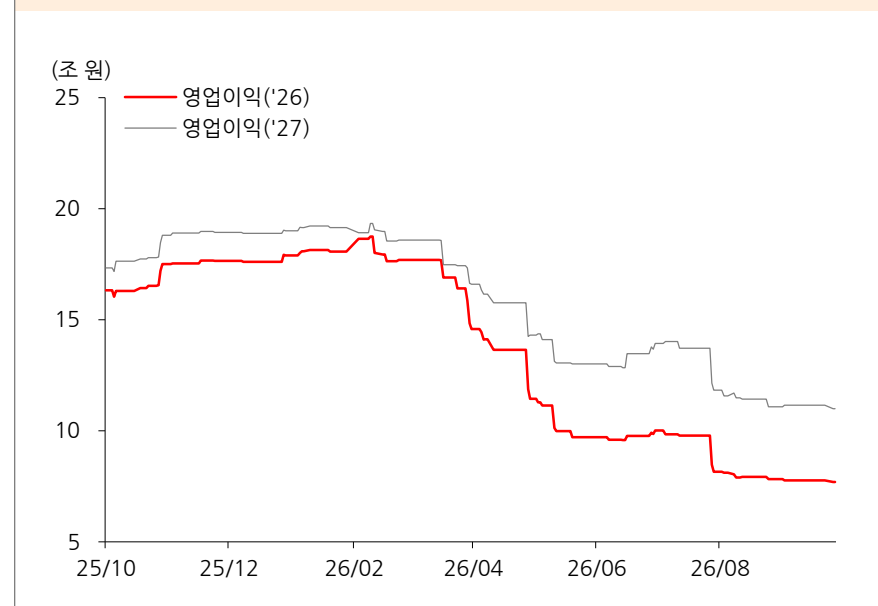
- 이로부터 자유로운 한전기술, 한전KPS의 경우 이익 증가 기조 지속 예상

주요 유틸리티사 예상 영업이익 증감률



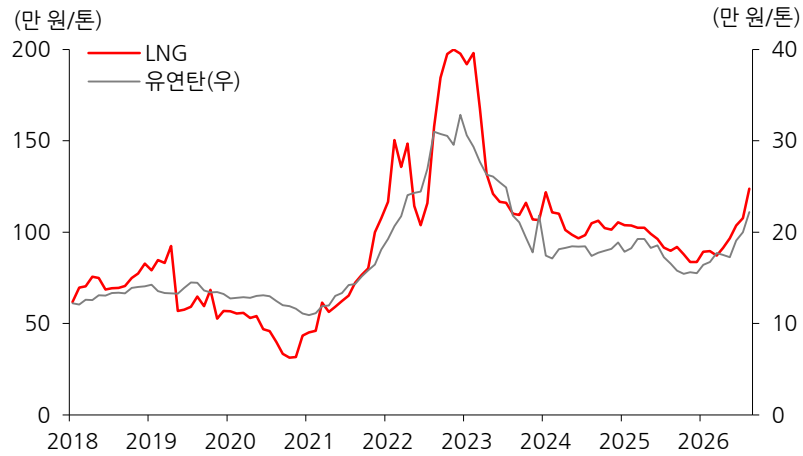
자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

한국전력 영업이익 컨센서스 추이

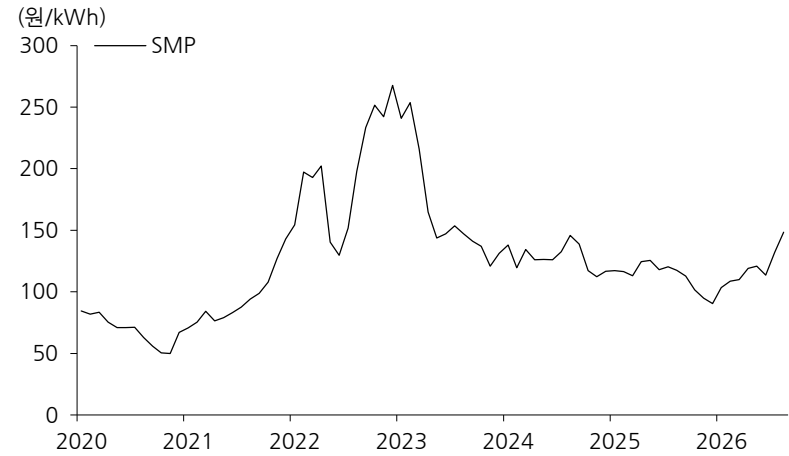


자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

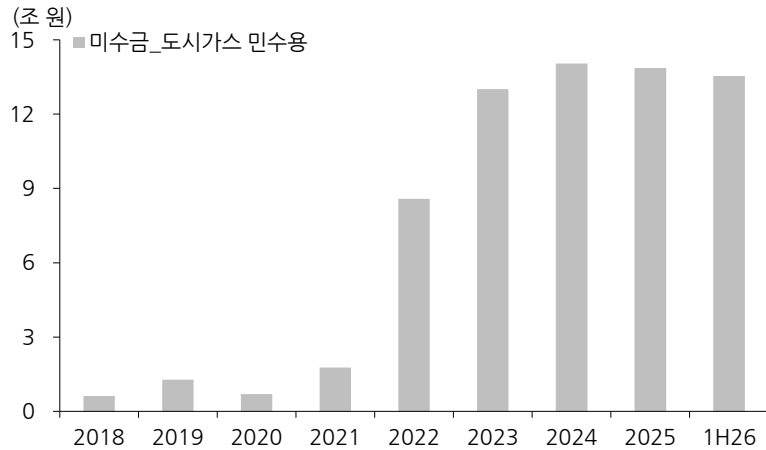
주요 에너지 가격 추이



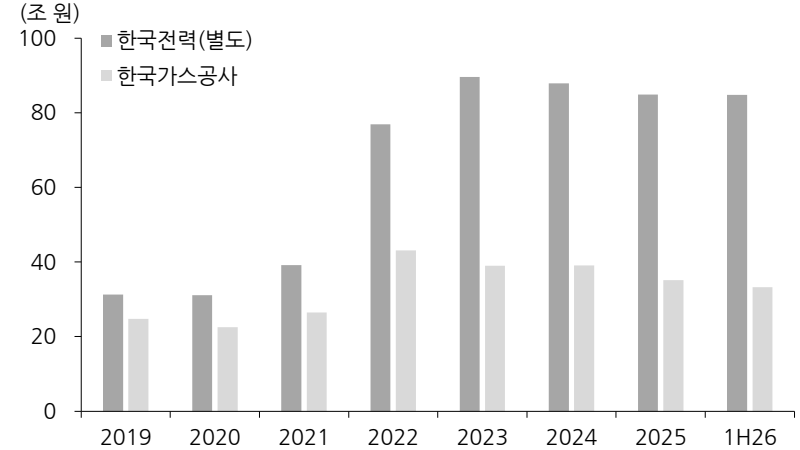
SMP 추이



한국가스공사 미수금 추이: 2Q26 13.5조 원으로 QoQ 증가



한국전력과 한국가스공사의 차입금 추이



자료: EPSIS, 각 사, 한화투자증권 리서치센터



2027년 전망 증명의 시간 1) 건설: 수주 성장 - 주택

[한화리서치센터]

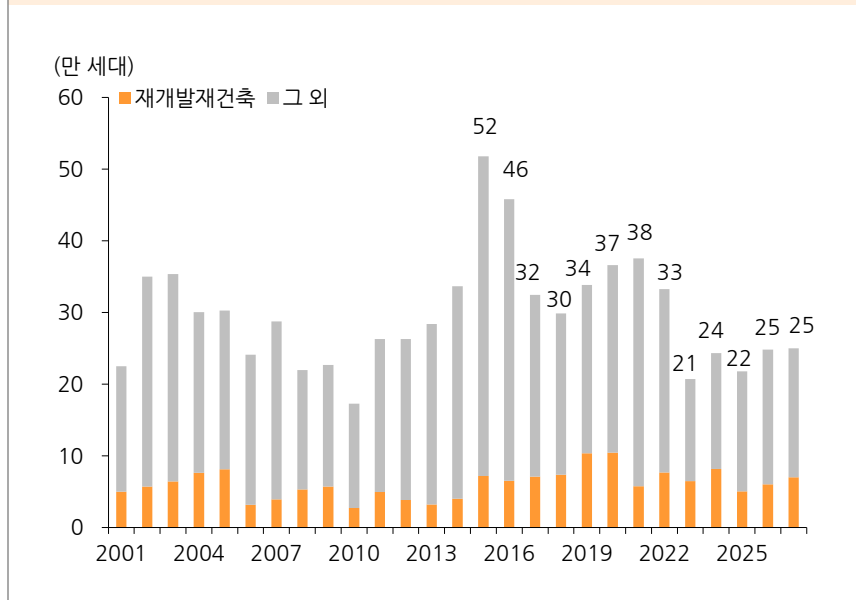
❖ 2027년 국내 주택(주거용 건축) 수주 소폭 증가 예상

- 도시정비 및 공공 신규주택 중심의 수주 증가 지속 → 도시정비 사업에 강한 대형건설사와 공공주택 수주 강한 중소형건설사 유리
- 지방 분양 경기 개선이 이뤄지기 전까지는 민간 신규주택 수주의 유의미한 반등은 제한적일 것

❖ 2027년 전국 아파트 분양 물량은 올해와 유사한 수준 전망

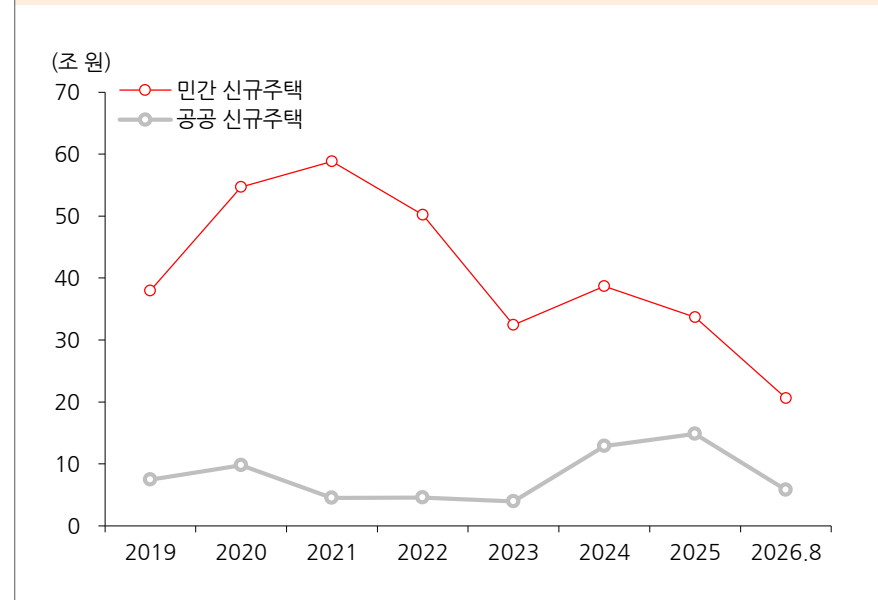
- 올해 전국 아파트 분양공급은 약 25만 세대 예상하며, 내년에는 도시정비 물량 소폭 증가 기대

아파트 분양공급 추이 및 계획: '26년 25만 세대, '27년 유지 예상



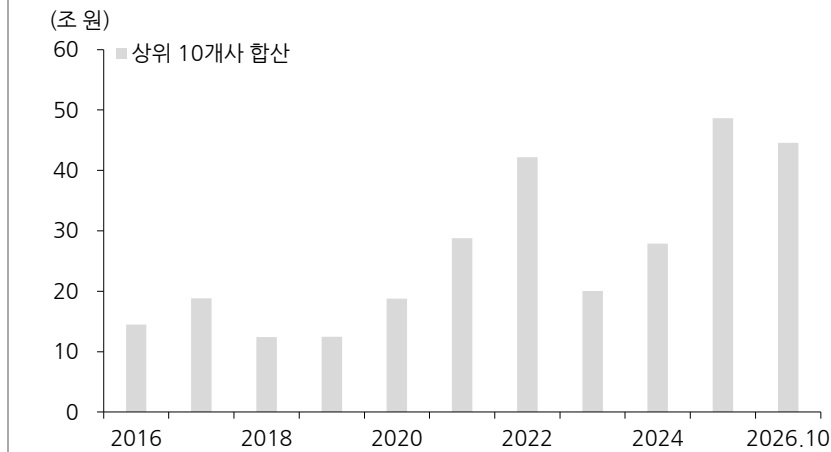
자료: REPS, 한화투자증권 리서치센터

신규주택 수주: 8월 누계 YoY 기준 공공 +28.3%, 민간 -5.8%



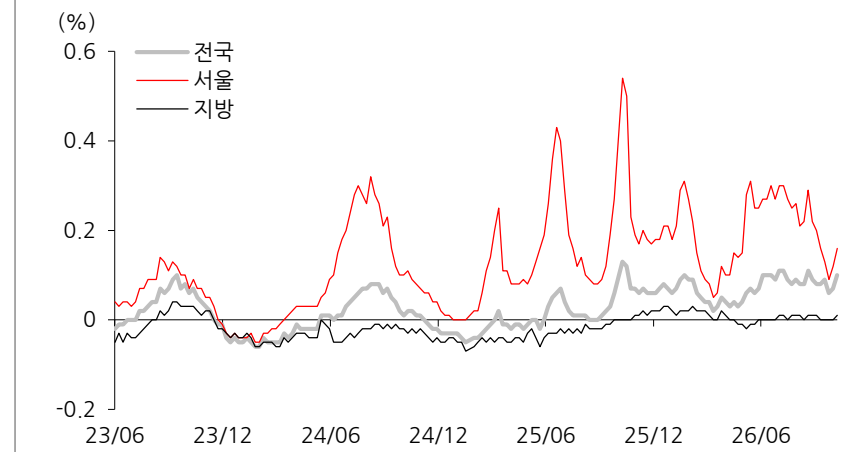
자료: 대한건설협회, 한화투자증권 리서치센터

상위 10개 건설사 도시정비 수주 추이 (시공사 선정 기준)



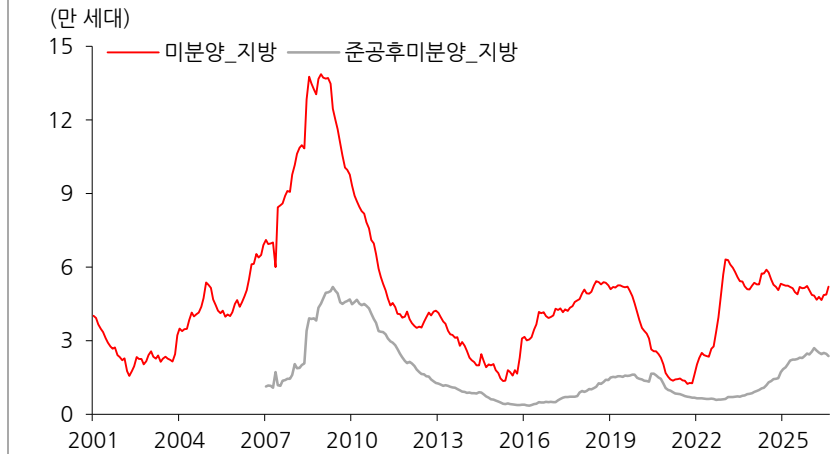
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

지역별 아파트 매매가격지수 주간변동률



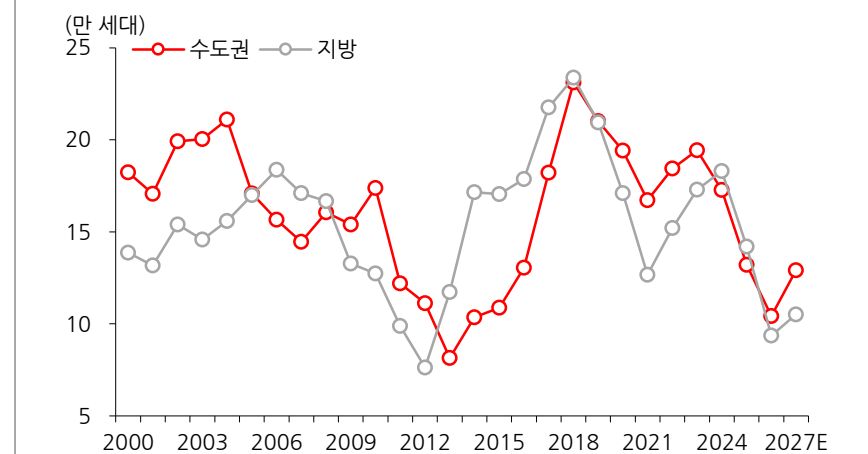
자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

지방 미분양 및 준공후미분양 추이



자료: REPS, 한화투자증권 리서치센터

지역별 아파트 입주공급 추이 및 예상



자료: REPS, 한화투자증권 리서치센터



2027년 전망 증명의 시간 1) 건설: 수주 성장 - 비주택

[한화리서치센터]

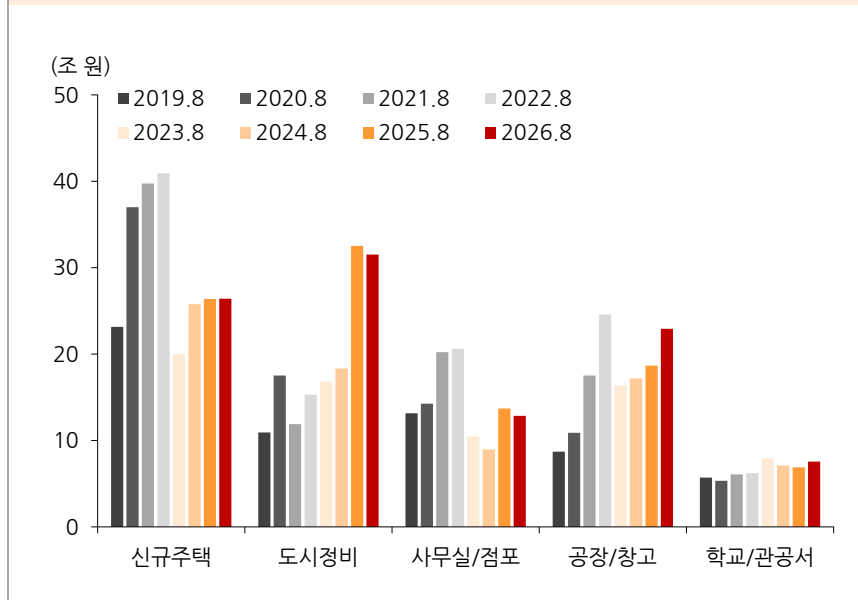
❖ 국내 비주거용 건축 내 공장/창고 부문 수주 호조 지속

- 올해 공장/창고 부문 수주는 역대 최대 수준으로 8월 누계 기준 YoY +23%를 기록하며 비주거용 건축 수주 증가 견인
- 반도체 공장 관련 수주가 주를 이루는 가운데 내년부터는 데이터센터 수주의 유의미한 증가도 기대됨

❖ 발전, 토목 등 AI 인프라 발주 지속 예상

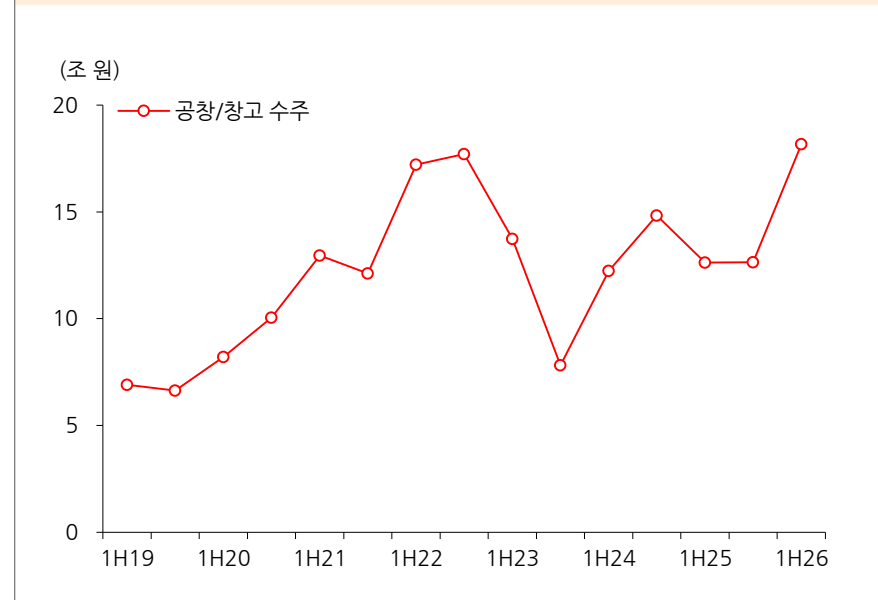
- 전력 인프라 확대를 위한 발전공사와 신규지역 투자에 필수적으로 수반되는 일반 토목공사도 함께 늘어날 것으로 기대

건축 세부공종별 수주 추이



자료: 대한건설협회, 한화투자증권 리서치센터

공장/창고 반기별 수주 추이



자료: 대한건설협회, 한화투자증권 리서치센터

2026년 주요 신규수주 - 공장/창고

시기	수주 내역
1월	- 용인 반도체클러스터 일반산업단지 집단에너지사업 건설공사(7.8천억 원)
2월	- (중액) 현대차 울산 수소연료전지공장울산 현대차 C-프로젝트 신축공사(3.7천억 원)
3월	- (중액)평택캠퍼스 2단지 조성 및 P5 FAB 건축 공사(2.5조 원) - [P4 Ph2(하동)] FAB동/복합동 마감공사(1.5조 원) - (중액)P4-PJT(1조 원)
4월	- (중액)[P5] 복합동, 그린동, 변전소 골조공사(1.3조 원)
5월	- 용인 Cluster 1기 Ph-4 IBL(3.9조 원) - (중액)청주 P&T7 신축 건설공사(1.9조 원) - (중액)용인 Cluster 1기 구축공사(1.1조 원) - 용인 Cluster 1기 Ph-4 OBL(6.6천억 원) - O5L 신축 PJT 154kV/그린동/대기방지/UPW 신축공사(5.5천억 원)
6월	- 국가 AI 컴퓨팅센터 신축공사(5천억 원) - 평택캠퍼스 P5 FAB1 Ph1 마감공사(2.2천억 원)
7월	- (신규)용인 Y1 Ph-2 신축공사(1.7조 원) - (중액)P4 Ph4(상동) 마감공사(4.8천억 원)
8월	- (중액)SDR 신축공사(4천억 원) - (중액)[P4 Ph2(하동)] FAB동/복합동 마감공사(3.5천억 원)

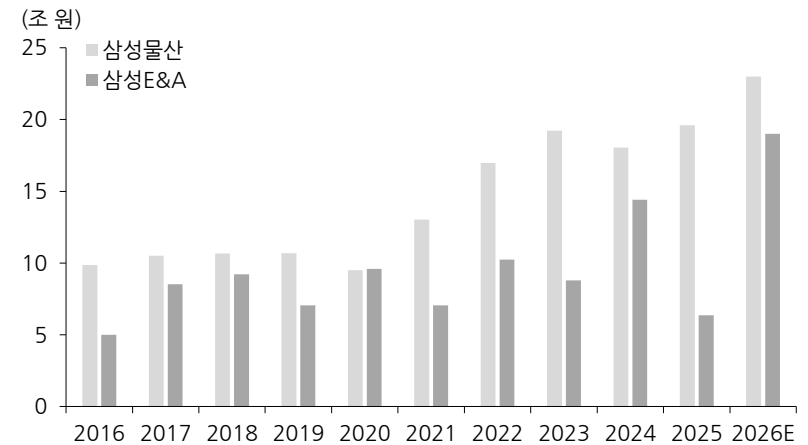
자료: 대한건설협회, 한화투자증권 리서치센터

3대 메가프로젝트 중 AIDC 구축 계획



자료: 한화투자증권 리서치센터

삼성물산과 삼성E&A의 신규수주 추이 및 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정



2027년 전망 증명의 시간 1) 건설: 수주 성장 - 해외

[한화리서치센터]

❖ 2026년 해외수주는 감소 불가피

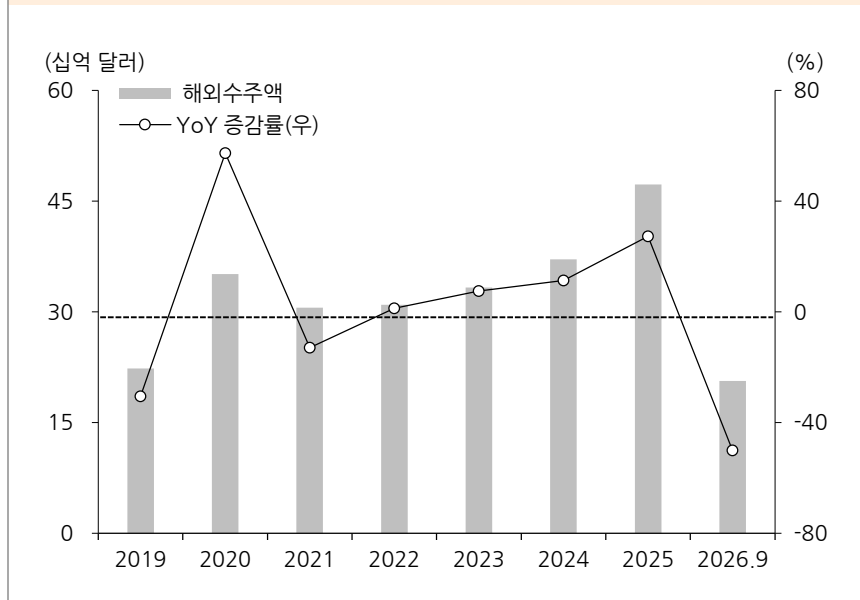
- 작년 체코 원전(약 200억 달러) 수주 인식에 따른 베이스 부담 영향

❖ 2027년 해외수주 증가 전망

- 해외 원전: 팀코리아(베트남, 루마니아 등), 현대건설(불가리아, 미국 SMR 2건 등) 주요 수주 안건 본계약 체결 예상

- LNG: 삼성E&A(인도네시아 아바디), 대우건설(모잠비크, 파푸아뉴기니), 현대건설(파푸아뉴기니) 등 수주 파이프라인 보유

해외 수주액 추이: 2026년 9월 말 기준 206.6억 달러 기록(YoY -50%)



주: 2026년은 9월 누계 기준 전년동기대비 증감률
자료: 해외건설협회, 한화투자증권 리서치센터

현대건설 원전 수주 파이프라인

지역	국가	프로젝트 내용	수주 시기	비고
유럽	불가리아	코즐로두이 7,8호기	2027	4Q26 ESC 2차 계약 추진 중
	슬로베니아	크르슈코 JEK2 (1기)	2027	WH+현대건설, 경쟁, TFS 완료
	핀란드	대형원전	2028	WH+현대건설, 경쟁, EWA 수행중
	네덜란드	대형원전 2기	2029	WH+현대건설, 경쟁, Dual FEED
	영국	(SMR) Cottam	2031	Holtec+현대건설, 부지 기 확보
중동/아시아	사우디	자국 최초원전 (2기)	-	팀코리아
	베트남	닌투언 2 (2기)	2027	팀코리아
북미	미국	Fermi Matador Pjt	2027	대형원전 4기 FEED 완료
		(SMR) 펠리세이즈(300MW*2)	2027	Holtec+현대건설, 연내 부분 계약
		(SMR) 케머러 FOAK(345MW)	2027	TerraPower+현대건설, NOAK 8기
		(SMR) 오이스터크릭(300MW*4)	2028	Holtec+현대건설

자료: 현대건설, 한화투자증권 리서치센터



2027년 전망 증명의 시간 2) 유틸리티: 해외 원전사업 확대

[한화리서치센터]

- ❖ 원전 대미투자를 통해 APR1400의 미국 진출 합의
 - 원전 8기 건설(APR1400 2기, AP1000 6기), 웨스팅하우스 지분 인수 등 추진
 - 향후 부지, 사업구조, 건설 일정 등 개별 프로젝트들을 구체화하고, 각 사업별로 상업적 합리성 검토와 국회 절차 등을 거쳐 최종 추진 여부를 결정할 예정
- ❖ 더불어 제3국 시장에서의 한국 노형에 대한 신뢰도 제고 및 수주 가능성 향상에도 기여할 것으로 기대
- ❖ 웨스팅하우스와의 협력 과정에서 향후 지식재산권과 수출 통제를 해소하는 것이 관건

한미 전략적 투자 MOU - 한미 원전 프레임워크(Project Power)

핵심 세부 사항	
총 투자 규모 및 원전 건설	 최대 1,200억 달러 투자/ 원전 8기 건설 (APR1400 2기, AP1000 6기) 
건설 비용 및 예비비	건설비용 1,000억 달러 + 예비비 200억 달러
웨스팅하우스 지분 인수	 웨스팅하우스 AP1000 사업 상업적 이익 공유를 위한 한국 기업들의 지분 인수 추진
장주기 품목 선지급	 연말까지 최대 100억 불 선지급 및 품목 선제적 확보 협의 (원자로 용기, 증기발생기 등) 

자료: 산업통상부, 한화투자증권 리서치센터

한수원과 웨스팅하우스의 체코원전 관련 합의 주요 내용

한수원-웨스팅하우스 '체코 원전' 관련 합의 주요 내용	
로열티 지급	원전 1기 수출마다 6억 5,000만달러(약 9,000억원) 규모 물품-용역 구매 계약 원전 1기 수출마다 기술 사용료 1억 7,500만 달러(약 2,400억 원) 지급
진출 국가 제한	웨스팅하우스 북미, 유럽, 영국, 일본, 우크라이나 진출 가능 국가 한수원 동남아시아, 중앙아시아, 남아프리카, 북아프리카, 진출 가능 국가 남미, 요르단, 터키, 아랍에미리트(UAE), 사우디아라비아
기술 점검	소형모듈원자로(SMR) 수출 시 웨스팅하우스가 기술 자립 검증

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터



2027년 전망 투자전략 1) 건설: 확실한 성장을 찾아서

[한화리서치센터]

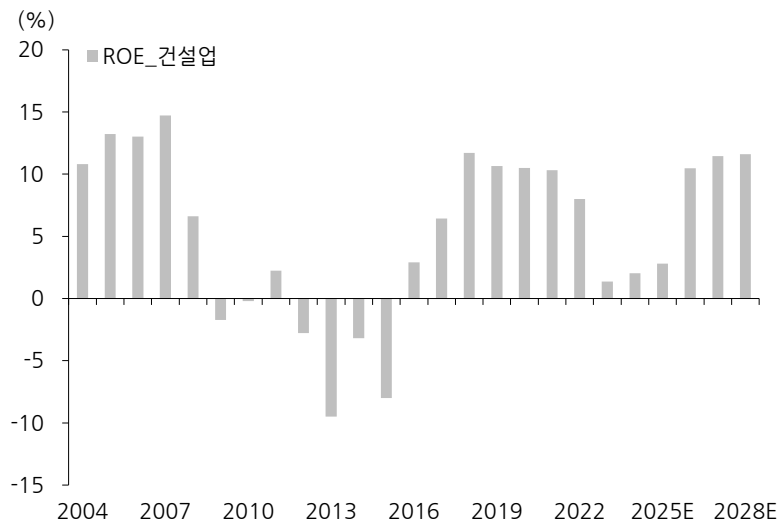
❖ 건설 업종 투자의견 긍정적(Positive) 유지

- 불확실한 환경 속에서도 건설 업종은 실적 개선과 수주 성장을 이어나갈 전망
- 실적 상 공통점은 주택 부문의 매출 회복 및 마진 개선으로 베이스가 우상향으로 깔려 있다는 점
- 반면, 각 사마다 수주 성장을 기대하는 지역/공종이 모두 상이하기 때문에 2026~27년 수주 성과에 따라 업체간 실적 차별화 심화 예상

❖ 보다 확실한 성장을 기대할 수 있는 종목에 집중하는 전략이 유효하다는 판단

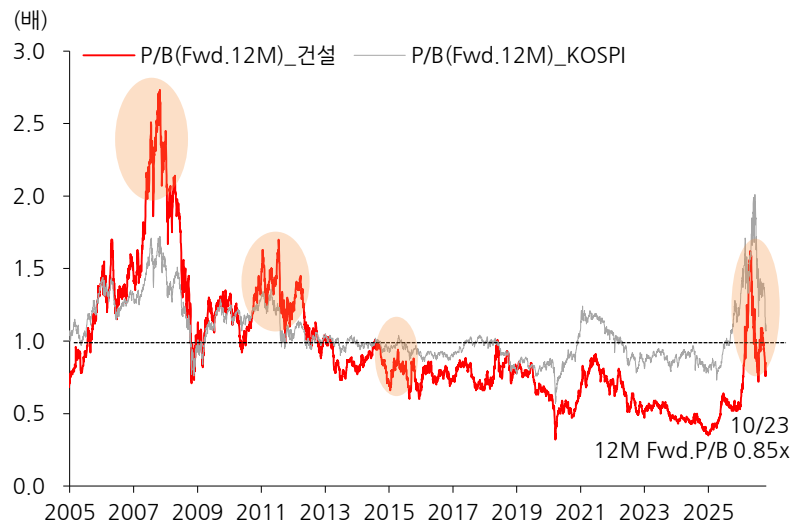
- 대형주 내 최선호주 삼성E&A(반도체), 차선호주 현대건설(원전)/GS건설(데이터센터) 제시
- 중소형주 내 한미글로벌(반도체/데이터센터/원전), 자이에스앤디(데이터센터/주택) 선호주 제시

건설업 ROE 추이 및 예상



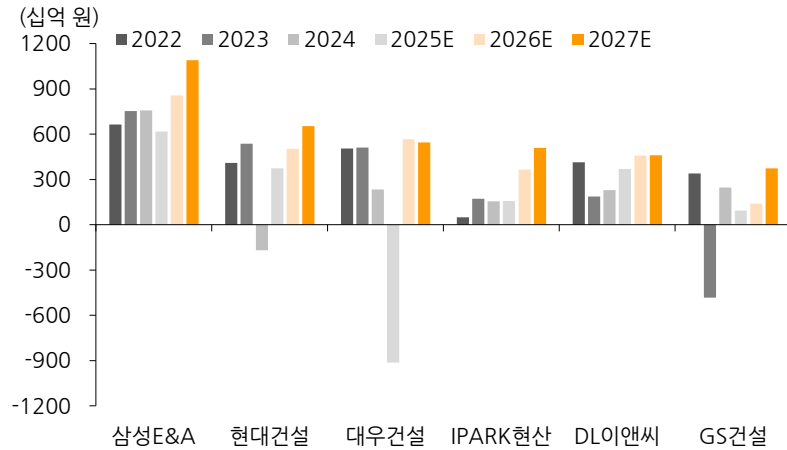
자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

건설업 밸류에이션 추이



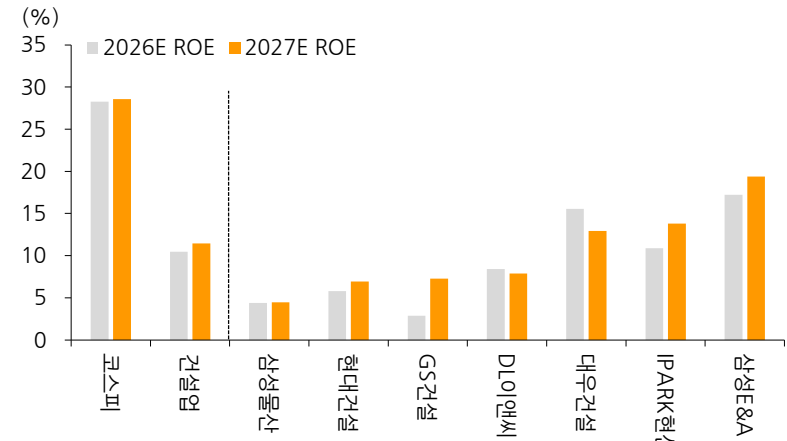
자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

주요 건설사 순이익 컨센서스



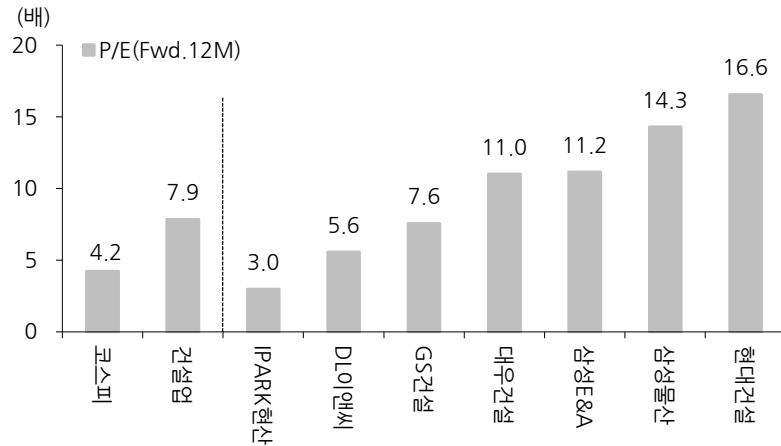
자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

주요 건설사 2026~27년 ROE 컨센서스



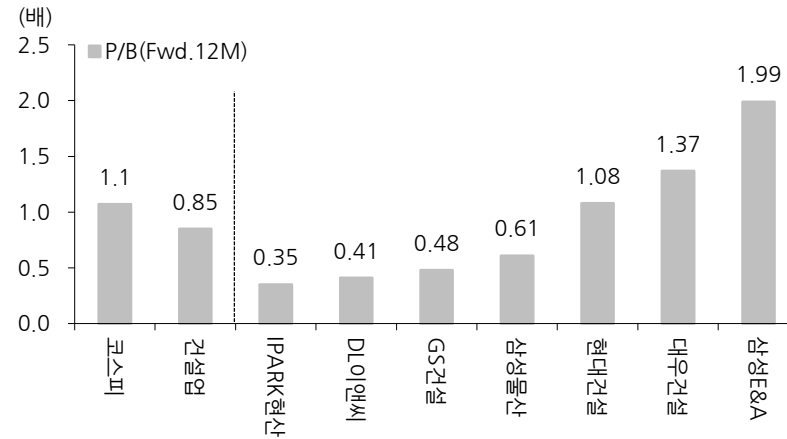
자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

주요 건설사 12M Fwd.P/E



자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

주요 건설사 12M Fwd.P/B



자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

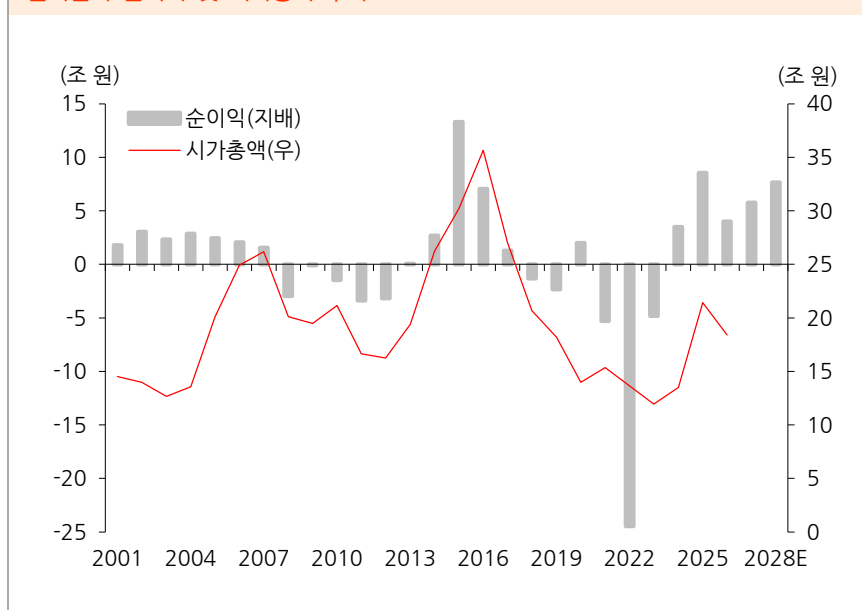


2027년 전망 투자전략 2) 유틸리티: 불확실성 해소를 위한 기다림

[한화리서치센터]

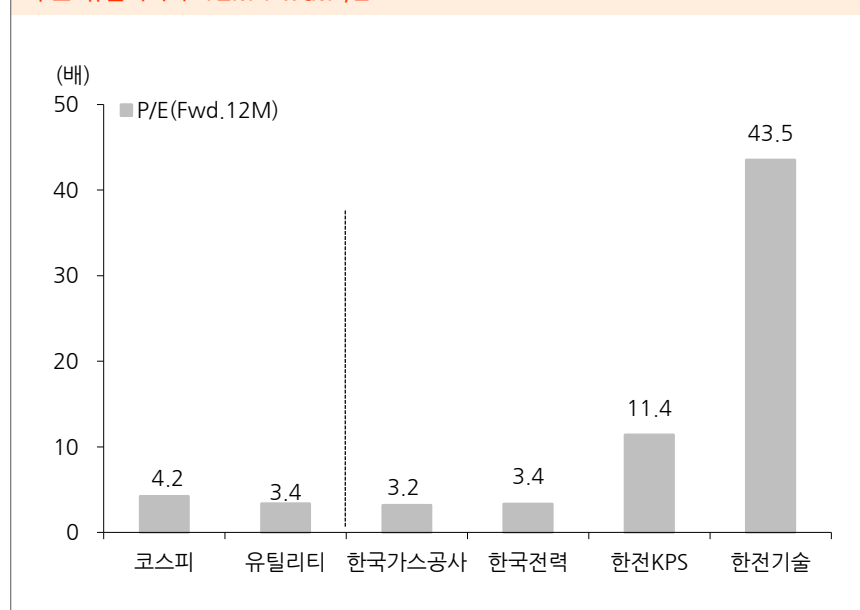
- ❖ 유틸리티 업종 투자의견 중립(Neutral) 제시
 - 한국전력, 한국가스공사: 에너지 가격, 금리 등 대외변수가 실적에 부정적으로 작용하고 있는 상황
 - 한전기술, 한전KPS: 실적은 비교적 안정적이나 원전 수주 확장성에 대한 가시화가 필요
- ❖ 불확실성 해소를 위한 기다림이 필요하다는 판단
 - 종전 등에 따른 에너지 가격 하향 안정화 확인 시 밸류에이션 매력 보유한 한국전력 매수 대응 추천

한국전력 순이익 및 시가총액 추이



자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

주요 유틸리티사 12M Fwd.P/E



자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터



삼성E&A (028050) 모든 면에서 압도적

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 84,000원

Stock Data

현재 주가(10/26)	59,800원
상승여력	▲ 40.5%
시가총액	117,208억원
발행주식수	196,000천주
52주 최고가/최저가	64,400/23,250원
90일 일평균 거래대금	1,081.37억원
외국인 지분율	40.4%

주주 구성

삼성SDI (외 7인)	20.6%
국민연금공단 (외 1인)	9.3%
자사주 (외 1인)	0.1%

Stock Price



수주부터 실적, 재무현황, 주주환원까지

- 2026년 수주 가이드스 12조 원에서 19조 원으로 대폭 상향하며 향후 견조한 수주가 지속될 것으로 전망
- 가이드스상 4분기 OPM 13%대로 과거 3개년 평균 9.3%대비 높게 제시된 가운데 내년부터는 관계사 및 화공 매출 레벨이 순차적으로 높아질 예정이어서 추세적인 이익 증가가 무난히 예상
- 자사주 취득 및 소각(6900억 원) 공시는 향후 실적 및 현금흐름에 대한 자신감으로 해석

투자 의견 Buy, 목표주가 84,000원으로 업종 내 최선호주 제시

- 실적의 정점을 논하기엔 아직 개선의 초입이고, 불안한 매크로 환경 속 이만큼 확실한 성장을 찾기 어렵다고 판단
- 목표주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수 2.6배(예상 ROE 19.3%)를 적용해 산출
- 현 주가는 시장 컨센서스 기준 12M Fwd. P/B 2.0배, P/E 11.2배 수준

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	9,967	9,029	11,096	14,068	16,242
영업이익	972	792	1,404	1,661	1,904
EBITDA	1,041	874	1,496	1,760	2,011
지배주주순이익	757	617	859	1,176	1,363
EPS	3,862	3,150	4,384	6,000	6,953
순차입금	-2,661	-2,659	-3,370	-4,014	-4,796
PER	15.5	19.0	13.6	10.0	8.6
PBR	2.8	2.5	2.2	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.7	10.4	5.6	4.4	3.4
배당수익률(%)	1.1	1.3	1.5	2.2	2.5
ROE	19.6	13.8	16.9	19.8	19.5

자료: 한화투자증권 리서치센터



삼성E&A (028050) 모든 면에서 압도적

[한화리서치센터]

삼성E&A 분기 및 연간 실적 추정											
	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	2,267	2,609	2,911	3,308	2,984	3,389	3,546	4,148	9,029	11,096	14,068
YoY(%)	8.1	19.8	45.8	20.0	31.6	29.9	21.8	25.4	-9.4	22.9	26.8
화학	1,129	1,073	1,049	1,061	927	1,062	1,225	1,487	5,151	4,313	4,701
첨단산업	574	838	1,071	1,402	1,364	1,541	1,596	1,841	2,531	3,884	6,342
뉴에너지	564	698	791	845	694	786	724	821	1,346	2,898	3,025
매출원가	1,924	2,197	2,285	2,711	2,502	2,833	2,967	3,465	7,695	9,117	11,767
매출원가율(%)	84.8	84.2	78.5	82.0	83.8	83.6	83.7	83.5	85.2	82.2	83.6
화학	84.0	85.1	73.8	82.0	85.0	85.0	85.0	85.0	85.6	81.3	85.0
첨단산업	86.1	82.8	83.0	82.5	83.7	83.2	83.2	82.8	86.0	83.2	83.2
비화학	85.2	84.5	78.6	81.0	82.5	82.5	82.5	82.5	82.2	82.0	82.5
판매비	156	139	125	155	144	149	152	195	542	574	640
판매비율(%)	6.9	5.3	4.3	4.7	4.8	4.4	4.3	4.7	6.0	5.2	4.5
영업이익	188	273	501	442	339	407	427	488	792	1,404	1,661
YoY(%)	19.6	51.0	183.6	59.5	79.9	49.1	-14.8	10.3	-18.5	77.3	18.2
영업이익률(%)	8.3	10.5	17.2	13.4	11.3	12.0	12.0	11.8	8.8	12.7	11.8
영업외손익	21	-27	-202	-23	26	1	-25	-34	38	-232	-33
세전이익	209	246	299	419	364	408	402	454	830	1,173	1,627
순이익	163	183	217	310	271	304	299	338	648	873	1,212
YoY(%)	3.9	28.8	37.7	61.6	66.1	66.4	38.1	8.9	1.5	34.6	38.9
순이익률(%)	7.2	7.0	7.4	9.4	9.1	9.0	8.4	8.1	7.2	7.9	8.6
지배주주순이익	156	181	218	304	263	295	290	328	617	859	1,176

자료: 삼성E&A, 한화투자증권 리서치센터



현대건설 (000720) 원전 시장이 열릴 때

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 170,000원

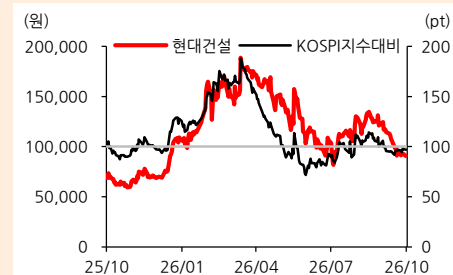
Stock Data

현재 주가(10/26)	90,700원
상승여력	▲ 87.4%
시가총액	101,000억원
발행주식수	111,356천주
52주 최고가/최저가	188,700/59,300원
90일 일평균 거래대금	770.03억원
외국인 지분율	25.8%

주주 구성

현대자동차 (외 6인)	34.9%
국민연금공단 (외 1인)	10.6%
BlackRockFundAdvisors (외 12인)	5.0%

Stock Price



2027년부터 시작되는 원전 수주

- 2026년 3분기 누계 신규수주는 약 29조 원으로 4분기 파이프라인 감안 시 역대 최대 수주도 가능한 상황
- 이로써 내년부터는 매출액과 영업이익 모두 증가할 것으로 예상
- 대부분 원전 공사의 본계약이 2027년 이후로 예정되어 있어 내년부터 본격적인 수주 성과 기대

투자의견 Buy, 목표주가 17만 원으로 업종 내 차선후주 제시

- 압도적으로 풍부한 원전 수주 파이프라인을 바탕으로 대형 건설사 중 가장 높은 밸류에이션을 받고 있는 상황인 만큼 원전 수주 성과가 향후 동사 주가의 향방을 가를 전망
- 목표주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수 2.0배(예상 ROE 6.6%)를 적용해 산출
- 현 주가는 시장 컨센서스 기준 12M Fwd. P/B 1.1배, P/E 16.6배 수준

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	32,670	31,063	26,038	27,339	29,114
영업이익	-1,263	653	803	1,158	1,434
EBITDA	-1,042	854	1,051	1,425	1,679
지배주주순이익	-169	373	440	640	804
EPS	-1,521	3,343	3,947	5,738	7,213
순차입금	-2,236	-1,712	-1,381	-1,963	-2,563
PER	-59.6	27.1	23.0	15.8	12.6
PBR	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	-7.6	9.9	8.3	5.7	4.5
배당수익률(%)	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
ROE	-2.1	4.6	5.1	7.0	8.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



현대건설 (000720) 원전 시장이 열릴 때

[한화리서치센터]

현대건설 분기 및 연간 실적 추정											
(십억 원)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	6,281	6,842	6,382	6,532	6,086	6,697	6,768	7,788	31,063	26,038	27,339
YoY(%)	-15.8	-11.4	-18.5	-19.0	-3.1	-2.1	6.1	19.2	-4.9	-16.2	5.0
현대건설	3,613	3,919	3,598	3,793	3,428	3,838	3,868	4,547	16,513	14,923	15,681
토목	423	504	492	552	479	525	501	582	1,856	1,971	2,087
건축/주택	1,872	2,279	2,093	2,276	2,026	2,250	2,279	2,579	9,320	8,519	9,134
플랜트	1,276	1,037	964	905	883	1,013	1,038	1,326	5,149	4,183	4,260
현대엔지니어링	2,537	2,668	2,533	2,577	2,478	2,649	2,691	2,991	13,897	10,315	10,808
기타연결	132	256	250	162	180	210	210	250	654	800	850
매출원가	5,776	6,297	5,846	6,005	5,515	6,086	6,148	7,100	29,083	23,924	24,849
매출원가율(%)	92.0	92.0	91.6	91.9	90.6	90.9	90.8	91.2	93.6	91.9	90.9
현대건설	92.9	95.0	93.6	93.5	91.7	91.8	91.8	92.0	94.6	93.8	91.8
토목	91.8	105.4	95.5	96.4	95.0	96.0	96.0	96.8	94.0	97.5	96.0
건축/주택	95.6	86.8	90.5	90.0	89.8	89.6	89.5	89.2	93.6	90.5	89.5
플랜트	90.4	113.0	102.0	103.4	96.3	97.0	97.0	97.5	98.6	101.5	97.0
현대엔지니어링	90.9	88.6	89.6	90.2	89.5	89.7	89.7	90.1	93.4	89.8	89.8
기타연결	86.4	82.4	83.4	83.1	86.0	88.0	88.0	89.4	73.6	83.5	88.0
판매비	324	283	317	386	331	298	325	378	1,327	1,311	1,331
판매비율(%)	5.2	4.1	5.0	5.9	5.4	4.4	4.8	4.9	4.3	5.0	4.9
영업이익	181	262	218	141	240	313	295	310	653	803	1,158
YoY(%)	-15.4	20.7	110.9	19.1	32.6	19.6	35.3	119.3	-151.7	22.9	44.3
영업이익률(%)	2.9	3.8	3.4	2.2	3.9	4.7	4.4	4.0	2.1	3.1	4.2
현대건설	84	97	81	49	114	187	165	170	251	310	636
현대엔지니어링	84	127	106	78	108	111	115	125	260	395	459
기타연결	13	39	31	14	18	16	16	15	141	98	64
영업외손익	93	-21	-91	2	19	-20	-43	-5	-6	-18	-50
세전이익	274	240	128	144	258	293	252	305	647	785	1,109
순이익	207	157	94	106	191	217	187	226	559	564	820
YoY(%)	24.0	0.0	36.1	-35.9	-7.5	38.2	97.6	112.4	-173.0	1.0	45.3
순이익률(%)	3.3	2.3	1.5	1.6	3.1	3.2	2.8	2.9	1.8	2.2	3.0
재무개선순이익	174	116	71	80	149	169	145	176	373	440	640

자료: 현대건설, 한화투자증권 리서치센터

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo content.





방산/조선/기계 채운샘
unsam1@hanwha.com
3772-8419

XI

방위산업

Beyond Infinity

Summary

1. 글로벌 무기 수요, 구조적 전력 재건 사이클 진입

- ❖ 과거 전쟁 사례에서 종전 이후에도 군비지출 증가세 지속 확인
- ❖ 지정학적 경쟁 장기화, 노후 전력 교체, 국방예산 확대로 구조적 전력 재건 수요 확대 전망

2. 글로벌 방산업체 증산에도 공급과잉 우려 제한적

- ❖ 미국과 유럽의 증산에도 높은 수주잔고와 생산 제약으로 공급과잉 가능성 낮음
- ❖ K9, 천무, 천궁-II, KF-21, K2, 모두 경쟁제품의 공급 제약에 따른 수출 기회 지속 전망

3. 한국 방산 중장기 성장 지속, Top Pick 한화에어로스페이스 제시

- ❖ 대규모 수주잔고 기반으로 2027~2029년 실적 성장 지속. 중동 신규 수주가 단기 추가 변수
- ❖ 육해공 포트폴리오와 미국 자주포 시장 진출 따른 성장 기회를 높게 평가하며 Top Pick 제시

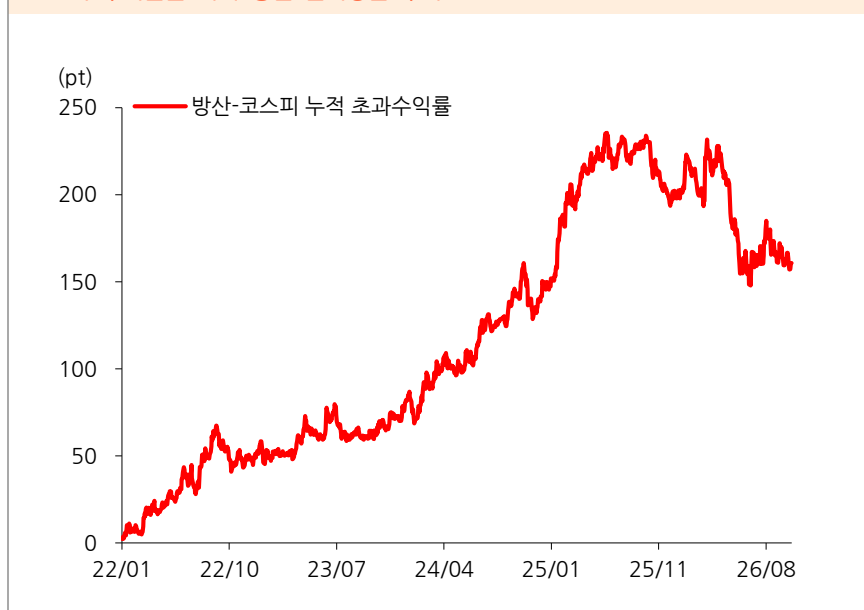


방위산업 종전 우려에도 무기 수요 사이클은 지속

[한화리서치센터]

- ❖ 글로벌 방산주 주가 하락에는 다양한 우려가 반영. 핵심은 종전 이후 무기 수요 감소
- ❖ 전력 복구 및 노후 전력 교체 수요를 감안하면 종전/휴전 이후에도 군비지출의 단기간 내 감소는 제한적일 가능성이 높음
- ❖ 과거 전쟁 사례에서도 종전 이후 군비지출이 증가세를 유지한 사례가 다수 확인됨

코스피 수익률을 하회 중인 한국방산 주가



자료: 한화투자증권 리서치센터

방산 투자자들의 주요 우려 요인



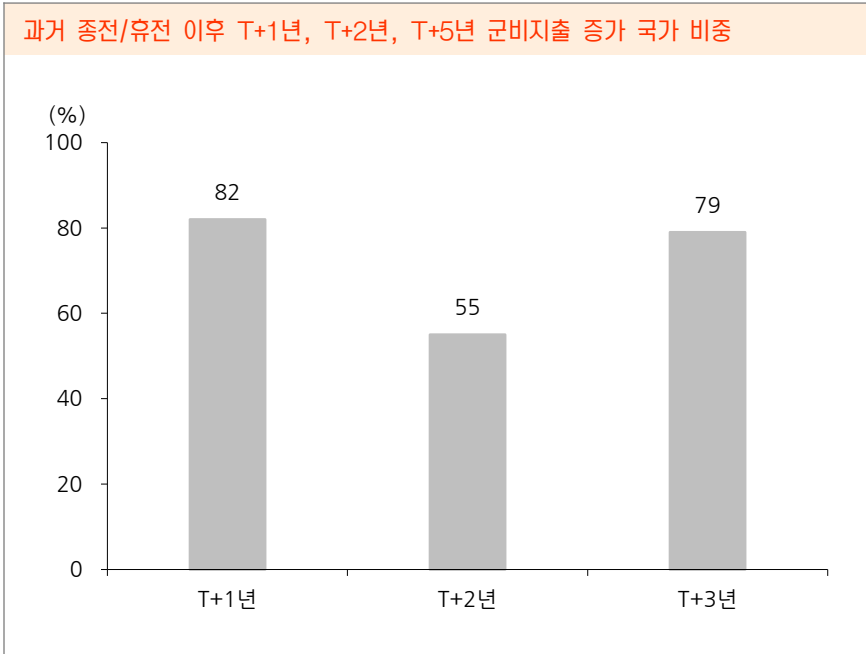
자료: 한화투자증권 리서치센터



방위산업 과거 사례로 확인한 종전 이후 군비지출 증가세

[한화리서치센터]

- ❖ 과거 국가 간 전쟁 67건 중 인명피해 1천명 이상인 22건을 대상으로 종전/휴전 이후 군비지출 변화 분석
- ❖ 종전/휴전 1년 후 82%, 5년 후 78%의 국가에서 군비지출 전년대비 증가. 전력 복구 및 군 현대화 수요가 지속된 결과
- ❖ GDP 대비 군비지출 비중 역시 종전/휴전 1년 후 82%, 5년 후 72%의 국가에서 전쟁 이전 수준 상회



자료: SIPRI, 한화투자증권 리서치센터

종전/휴전 직후 군비지출 감소 사례와 GDP 대비 군비지출 비중 변화

구분	T+1		T+2		T+5	
	군비지출 YoY	군비/GDP YoY	군비지출 YoY	군비/GDP YoY	군비지출 YoY	군비/GDP YoY
이란 (이란-이라크)	(26.0)	4.6	(11.2)	2.9	17.1	1.7
에티오피아 (에티오피아-에리트리아)	(36.5)	4.4	(16.9)	3.8	0.4	2.8
쿠웨이트 (아라크-쿠웨이트)	(49.3)	31.8	(51.6)	12.4	(15.0)	10.3
인도 (인도-파키스탄)	(5.8)	3.6	(6.6)	3.2	3.1	3.2
튀니지 (튀니지-프랑스)	(23.7)	1.7	0.3	1.5	4.8	1.3

자료: SIPRI, 한화투자증권 리서치센터



방위산업 러-우 및 미-이 전쟁, 종전 이후에도 군비지출 확대 지속 전망 [한화리서치센터]

- ❖ 과거 사례와 마찬가지로 러-우 및 미-이 전쟁 역시 종전/휴전 이후에도 전력 복구와 안보위협 대응을 위한 군비지출 지속 전망
- ❖ 러-우 전쟁은 우크라이나의 전력 재건과 러시아의 군사력 복구 수요가 존재. 유럽은 NATO 국방비 확대 기조에 따라 전력 증강 지속 예상
- ❖ 미-이 전쟁은 미국의 미사일, 탄약 재고 보충과 중동 국가들의 방공체계 및 요격미사일 확보 수요가 군비지출을 뒷받침할 전망

러-우/미-이 종전 이후 전쟁 당사국 및 주변국의 군비지출 전망			
구분	안보위협	재정여력	군비지출 전망
우크라이나	유	부족	불확실
러시아	유	제한적	제한적 증가
유럽 등 주변국	유	국가별 상이	증가
미국	유	상대적 충분	증가
이란	유	부족	불확실
중동 등 주변국	유	국가별 상이	증가

자료: 한화투자증권 리서치센터

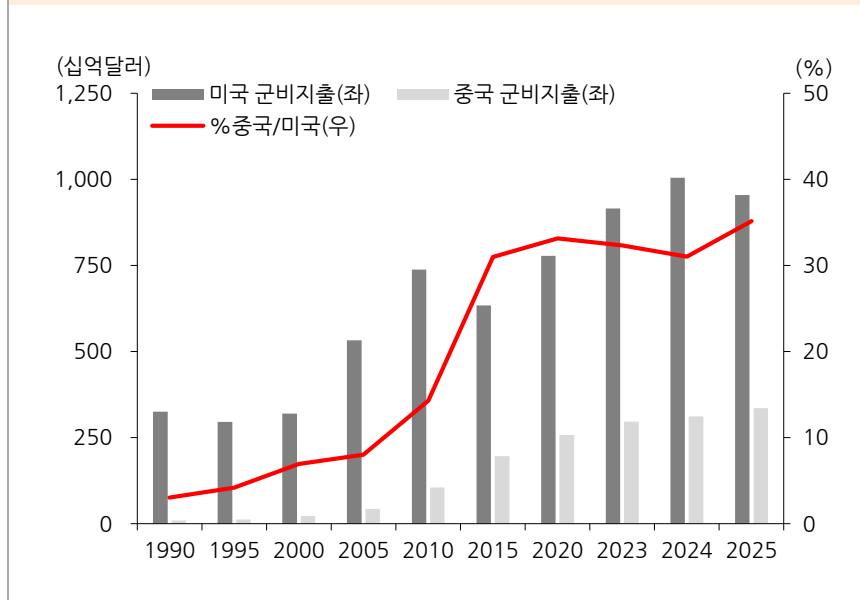


방위산업 미국의 군사개입 축소, 주요국의 자체 전력 증강 필요성 확대

[한화리서치센터]

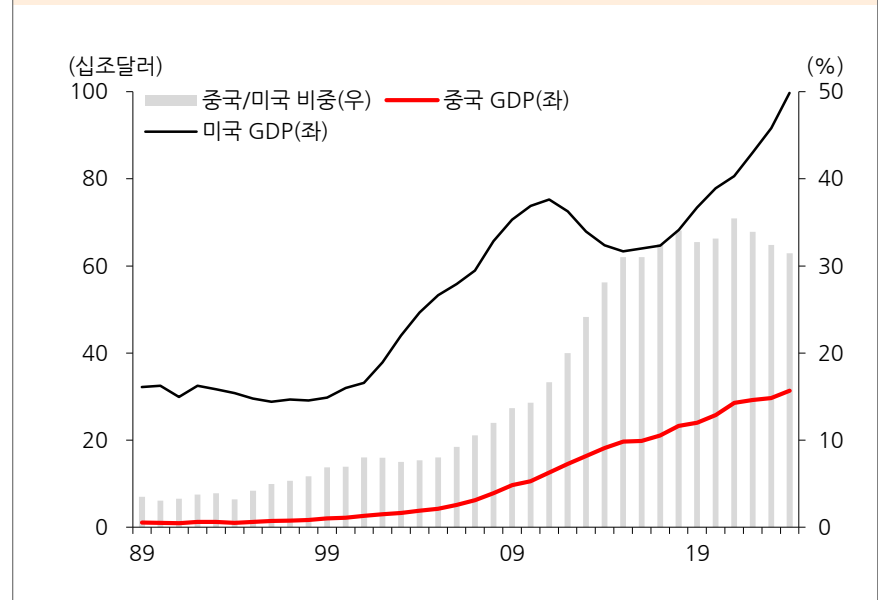
- ❖ 미국은 중국과의 전략적 경쟁에 군사력을 집중하면서 유럽 및 중동 동맹국에 자체 방위력 강화와 국방비 부담 확대 요구
- ❖ 러-우 및 중동 전쟁을 거치며 미국의 군사적 우위가 약화됐으며 제한적인 생산능력으로 소진된 전력을 단기간에 복구하기도 어려운 상황
- ❖ 종전/휴전 이후에도 미국의 안보보장만으로 안보위협이 충분히 완화되기는 어려우며 주요국의 자체 전력 확충 수요 지속 전망

미국-중국 군비지출 추이 비교



자료: SIPRI, 한화투자증권 리서치센터

미국-중국 GDP 추이 비교



자료: SIPRI, 한화투자증권 리서치센터

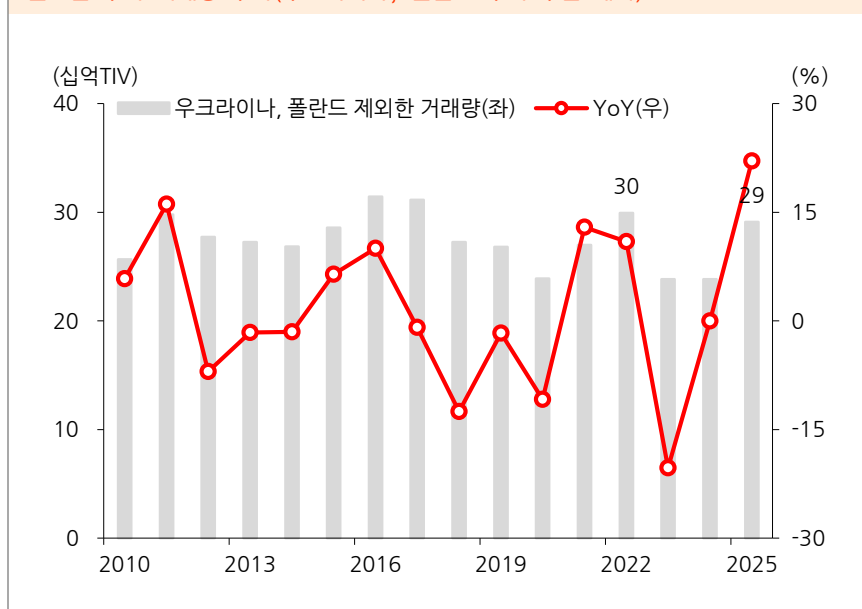


방위산업 글로벌 무기 수요, 본격적인 전력 증강 사이클은 아직 시작 전

[한화리서치센터]

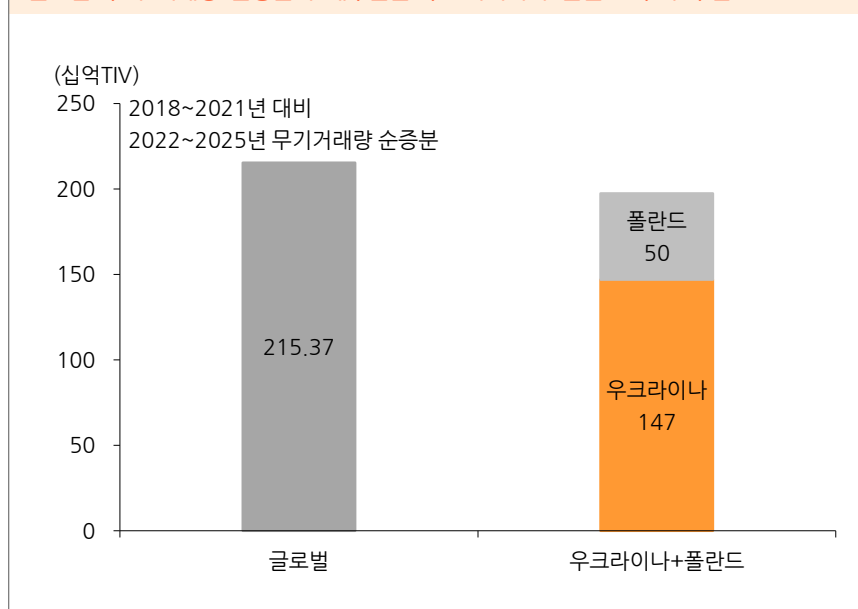
- ❖ 러-우 전쟁 이후 글로벌 방산업종에 대한 관심은 크게 확대됐지만 실제 글로벌 무기 거래 총량은 큰 변화 없이 유지
- ❖ 22~25년 글로벌 무기 순증분의 92%가 우크라이나, 폴란드에 집중. 글로벌 전반의 수요 확대보다는 일부 국가의 긴급 전력 보충에 기인
- ❖ 주요국 국방예산은 빠르게 증가하고 있지만 실제 전력 증강은 제한적. 글로벌 재무장까지는 여전히 갈 길이 멀었음

글로벌 무기 거래량 추이(우크라이나, 폴란드 무기 수입 제외)



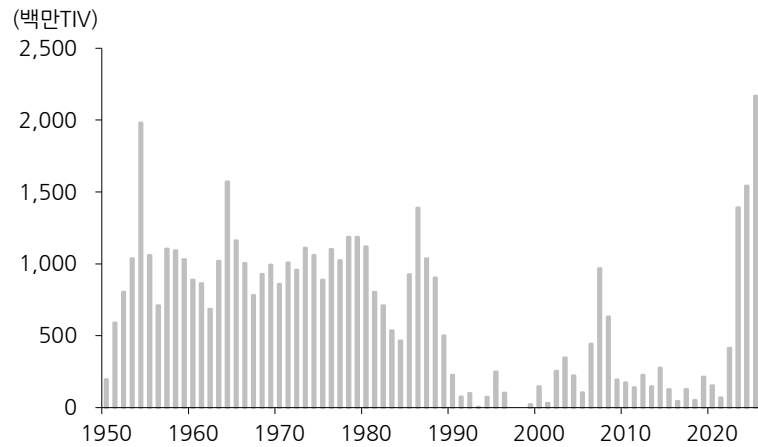
자료: SIPRI, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 무기 거래량 순증분의 대부분은 우크라이나와 폴란드 무기 수입

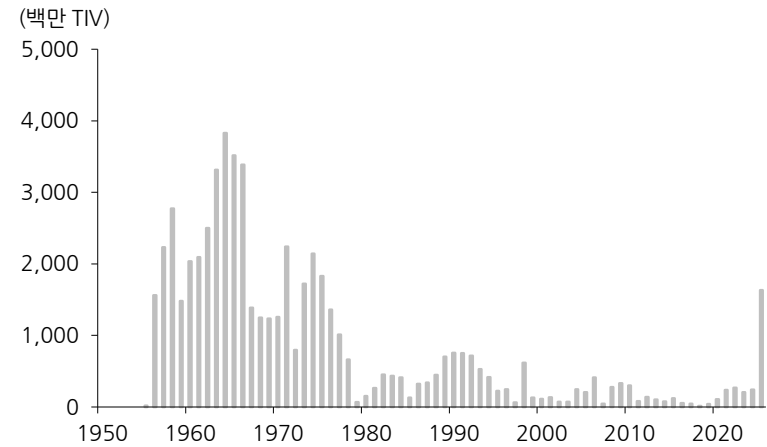


자료: SIPRI, 한화투자증권 리서치센터

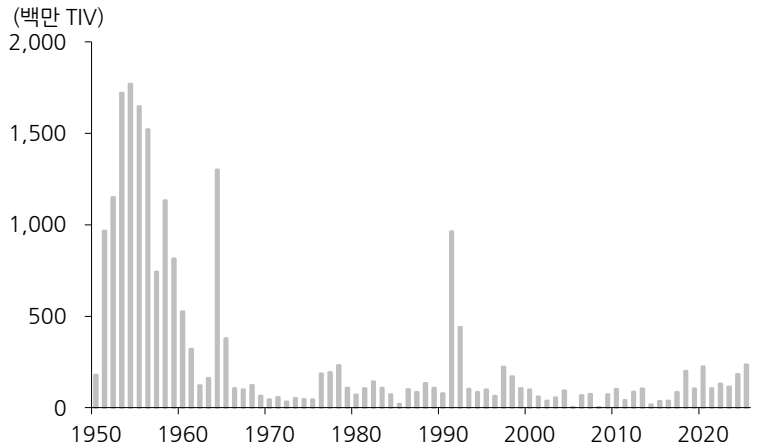
폴란드 무기수입 추이(1950년~2025년)



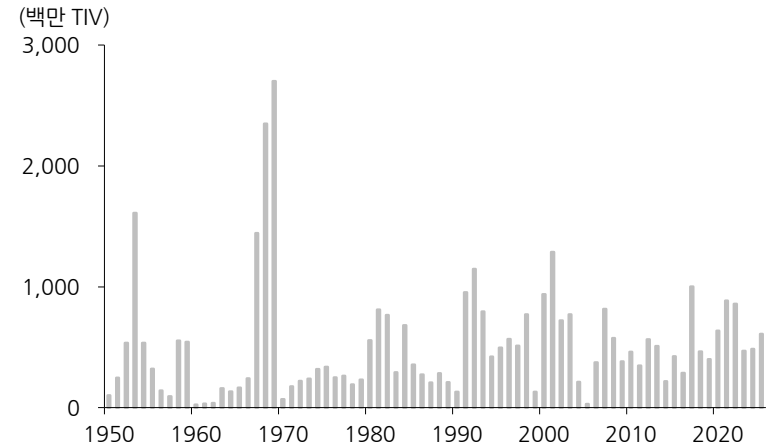
독일 무기수입 추이(1950년~2025년)



프랑스 무기수입 추이(1950~2025년)



영국 무기수입 추이(1950년~2025년)



자료: 한화투자증권 리서치센터

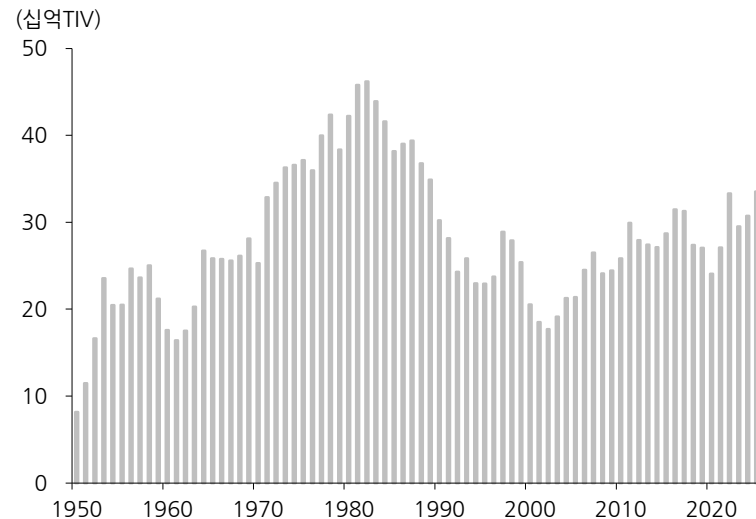


방위산업 긴급 전력 보충에서 구조적 전력 재건으로 수요 확대

[한화리서치센터]

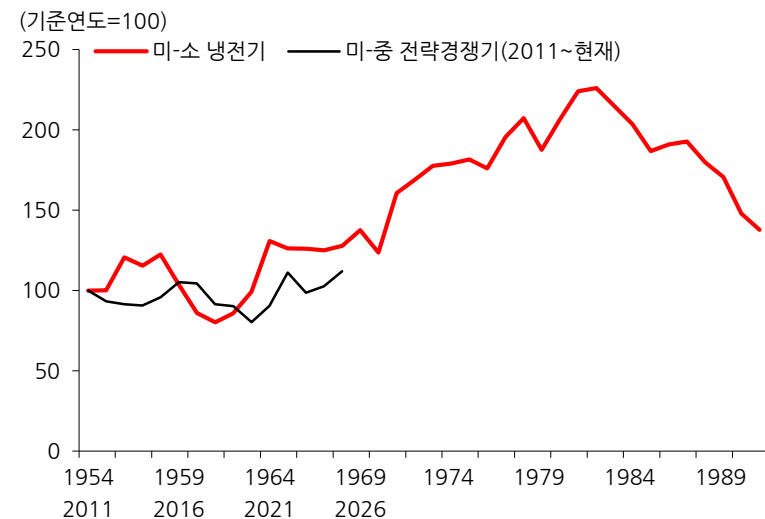
- ❖ 22~25년 글로벌 무기 수요가 긴급 전력 보충에 집중됐다면 향후에는 구조적 전력 재건을 중심으로 수요 확대 전망
- ❖ 구조적 전력 재건 수요의 장기화 근거는 1) 지정학적 경쟁의 장기화, 2) 노후 전력 교체 필요성, 3) 신규 모기 도입 여력 증가
- ❖ 주요국의 안보위협 지속과 노후 전력 교체 수요에 국방예산 확대까지 더해지며 글로벌 무기 수요의 장기 성장 전망

글로벌 무기 거래량 추이(1950~2025년)



자료: SIPRI, 한화투자증권 리서치센터

미-소 냉전기와 미-중 전략경쟁기 글로벌 무기거래량 추이 비교



자료: SIPRI, 한화투자증권 리서치센터



방위산업 유럽 방산업체들의 증산, 역내 무기 수요 흡수 여부가 관건

[한화리서치센터]

- ❖ 미국과 유럽을 비롯한 글로벌 방산업체들은 러-우 전쟁 이후 증가한 무기 수요에 대응하기 위해 생산능력 확대 추진
- ❖ 유럽 방산업체들은 역내 재무장 수요에 대응하기 위해 주요 무기체계의 증산 추진. 확대된 생산능력이 역내 수요를 얼마나 흡수할지가 관건
- ❖ 한국 방산업체는 유럽산 무기체계와 직접 경쟁하는 만큼 경쟁업체들의 생산능력 확대 속도와 납기 변화 점검 필요

한국과 유럽의 주요 경쟁 무기체계				
구분	한국	유럽 경쟁제품	주요 기업	CAPA 방향
자주포	K9	CAESAR	KNDS France	확대 중
		RCH 155	KNDS Deutschland	확대 중
		Archer	BAE Systems	확대 중
		PzH 2000	KNDS Deutschland	알 수 없음
다연장로켓	천무	PULS	Elbit Systems	확대 중
		EuroPULS	KNDS / Elbit	확대 예정
전차	K2	Leopard 2	KNDS / Rheinmetall	확대 중
방공	천궁II	SAMP/T NG	MBDA	확대 중
		IRIS-T SLM	Diehl Defence	확대 중
전투기	KF-21	Rafale	Dassault Aviation	확대 중
		Eurofighter	Airbus / BAE / Leonardo	확대 중
		Gripen	Saab	확대 중

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터





방위산업 자주포: 궤도형 경쟁 무기, 추가 증설 가능성 낮음

[한화리서치센터]

- ❖ 한국 K9의 주요 경쟁제품은 미국 BAE Systems의 M109A7, 독일 KNDS의 PzH 2000
- ❖ M109A7은 기존 모델의 증산보다 차세대 자주포 개발에 집중. 기존 생산라인의 대규모 증설 가능성은 낮음
- ❖ PzH 2000은 유럽 역내 수요가 궤도형보다 차륜형이 우세를 보이고 있어 발주 규모 제한적. 추가적인 증설 가능성은 낮음

글로벌 자주포 증설 현황 및 CAPA 전망				
구분		연간 생산능력	CAPA 확장 계획	전망
궤도형자주포	M109A7	60문(추정)	공개된 바 없음	CAPA 확장 가능성 매우 낮음
	PzH 2000	10~15문(추정)	공개된 바 없음	CAPA 확장 가능성 낮음
차륜형자주포	CAESAR	120문	144문	추가 CAPA 확장 가능성 낮음
	RCH 155	25~35문(추정)	증설 중	추가 CAPA 확장 가능성 매우 높음
	ARCHER	15문(추정)	증설 중	추가 CAPA 확장 가능성 매우 낮음

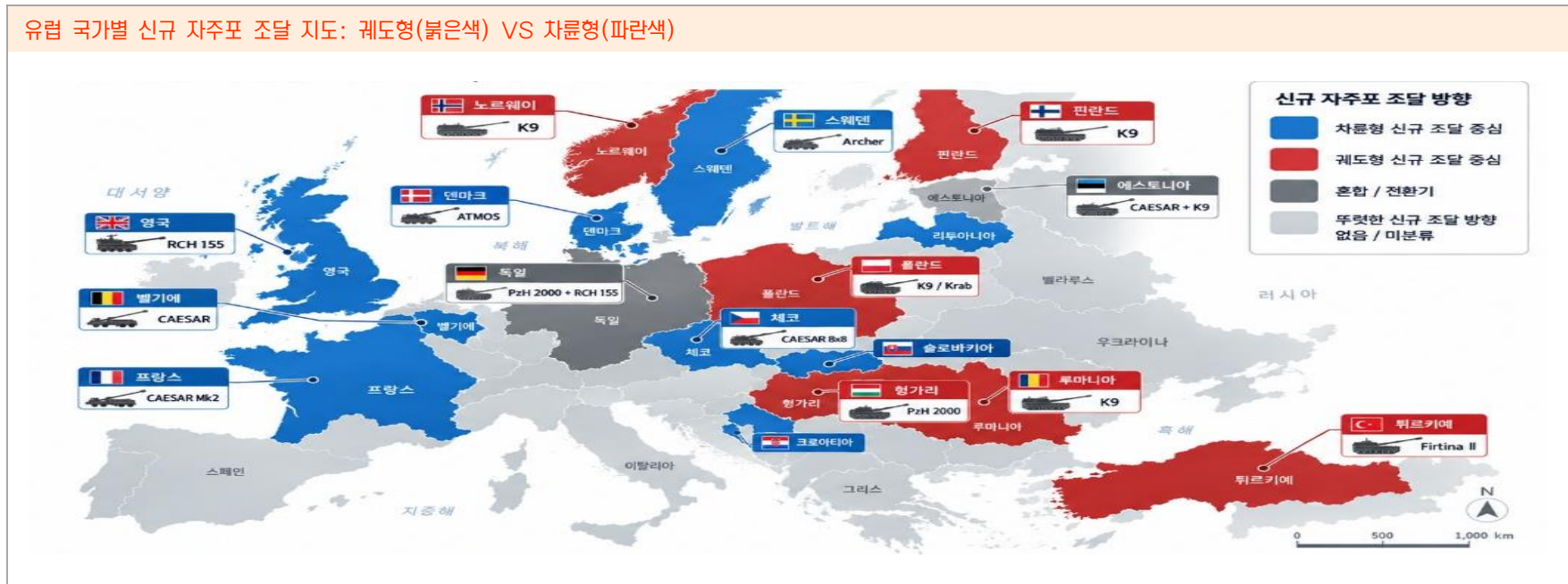
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

방위산업 자주포: 차륜형 경쟁무기 증산 진행 중. 공급과잉 우려 제한적

[한화리서치센터]

- ❖ 한국 K9MH의 주요 경쟁제품은 프랑스 KNDS의 CAESAR, 독일 KNDS의 RCH 155, 영국 BAE Systems의 Archer
- ❖ RCH 155는 본격적인 양산 확대 단계에 진입. 유럽 내 높은 수요와 누적된 수주잔고를 감안하면 증산에 따른 공급과잉 우려는 제한적
- ❖ CAESAR는 연간 생산능력을 기존 24문에서 120문 수준으로 확대. 상당 부분 증설이 완료된 만큼 추가적인 대규모 증설 가능성 낮음

유럽 국가별 신규 자주포 조달 지도: 궤도형(붉은색) VS 차륜형(파란색)



자료: 한화투자증권 리서치센터



방위산업 다연장로켓포: 추가 증산 가능성 높지만 초과수요 지속 전망

[한화리서치센터]

- ❖ 한국 천무의 주요 경쟁제품은 미국 Lockheed Martin의 HIMARS, 이스라엘 Elbit Systems의 PULS
- ❖ HIMARS는 연간 생산능력을 48대에서 96대로 확대 완료. 추가 증산 여지도 높지만 수요 역시 지속 증가하고 있어 초과수요 지속 전망
- ❖ PULS는 향후 EuroPULS의 증산 규모가 핵심 변수. 양산 계획이 아직 확정되지 않은 만큼 본격 생산능력 확대는 2030년 전후 예상

러-우 전쟁 전후 HIMARS 체계 및 주요 탄종 CAPA 비교			
구분	2022년 이전 CAPA	2022년 이후 CAPA	비고
HIMARS 체계	48대/년	96대/년	100% 증가
GMLRS (사거리 70km 미사일)	10,000발/년	14,000발/년	40% 증가 ER GMLRS(150km) 포함
ATACMS (사거리 300km 미사일)	320발/년	500발/년	미국: ATACMS-PrSM 전환 해외: 수요 지속
PrSM (사거리 499km 미사일)	초기 양산 단계	400발/년	FY2027 최대 664발/년 장기 생산능력 4배 확대 추진

자료: 한화투자증권 리서치센터

PULS 신규 발주 추이(이스라엘 제외)				
구분	계약일	발사대 수량	계약 이행기간	비고
덴마크	2023.02	8대	3년(~2026년)	-
네덜란드	2023.05	20대	5년(~2028년)	-
비공개	2023.07	비공개	3년(~2026년)	1.5억달러
비공개	2024.08	비공개	4년(~2028년)	2.7억달러
비공개	2024.11	비공개	4년(~2028년)	3.4억달러, 유럽국가
독일	2025.02	5대	비공개	-
비공개	2025.08	비공개	5년(~2030년)	16.4억달러, 세르비아
그리스	2026.04	*36대	4년(~2030년)	발사대 수량은 언론보도

자료: 한화투자증권 리서치센터



방위산업 방공체계: 탄도미사일 방어체계 초과수요 장기화 전망

[한화리서치센터]

- ❖ 한국 천궁-II의 주요 경쟁제품은 미국 RTX의 Patriot, 유럽 Eurosam의 SAMP/T NG
- ❖ 미국과 유럽의 방공체계 증산에도 탄도미사일 대응 체계는 2030년대 중반까지 초과수요 지속 전망
- ❖ Patriot의 공급 부족으로 이를 보완할 방공체계 시장 확대 예상. 핵심 경쟁제품인 SAMP/T NG의 본격적인 공급 확대는 2030년 전후 전망

글로벌 방공체계 증설 현황 및 CAPA 전망			
구분	연간 생산능력	CAPA 확장 계획	전망
Patriot	12포대	증설 중	구체적인 포대 CAPA 미공개 미사일 CAPA 확장 중
SAMP/T	4~6포대(추정)	증설 중	SAMP/T NG 본격 양산 진입 예정 미사일 CAPA 확장 중
NASAMS	3~5포대(추정)	공개된 바 없음	CAPA 확장 가능성 높음
IRIS-T	10포대	증설 중	2028년 16포대, 중장기 30포대

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



방위산업 전투기: 신규 수주 증가에도 생산능력 확대는 더딘 상황

[한화리서치센터]

- ❖ 한국 KF-21의 주요 4.5세대 경쟁제품은 미국 Lockheed Martin의 F-16, Boeing의 F-15EX, 프랑스 Dassault Aviation의 Rafale, 유럽 Eurofighter, 스웨덴 Saab의 Gripen
- ❖ 러-우 전쟁 이후 전투기 인도량은 제한적이었으나 신규 수주는 증가 추세. 누적된 수주잔고를 바탕으로 전투기 인도량 확대 구간 진입 전망
- ❖ 전투기 제조사들은 적극적인 증산 추진 중. 공급망 병목과 생산시설 확충 지연 등으로 목표 생산능력 달성은 쉽지 않을 전망

글로벌 전투기 증설 현황 및 CAPA 전망			
구분	연간 생산능력	CAPA 확장 계획	전망
F-16	20~30대(추정)	48대	목표 달성 지연. 추가 증설 가능성 제한적
F-15	12~17대(추정)	24대	목표 달성 지연. 추가 증설 가능성 존재
Rafale	20~30대(추정)	48대	목표 달성 지연. 달성 이후 추가 증설 가능성 존재
Eurofighter	12~14대(추정)	20~30대	목표 달성 이후 추가 증설 가능성 제한적
Gripen	15대(추정)	20~30대	목표 달성 이후 추가 증설 가능성 제한적

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터





방위산업 전차: 차세대 전차 양산 전환에 집중, 기존 모델 증산 제한적

[한화리서치센터]

- ❖ 한국 K2의 주요 경쟁제품은 독일 KNDS·Rheinmetall의 Leopard 2, 미국 General Dynamics의 M1 Abrams
- ❖ 전차 제조사들은 기존 모델의 대규모 증산보다 차세대 모델 양산 전환 집중. 독일은 Leopard 2A8, 미국은 M1E3 중심 개편 추진
- ❖ Leopard 2와 M1 Abrams 모두 차세대 모델 전환에 집중하면서 기존 모델의 대규모 증산 가능성 낮음

글로벌 주요 전차 증설 현황 및 CAPA 전망			
구분	연간 생산능력	CAPA 확장 계획	전망
Leopard 2	20~30대(추정)	40~50대(추정)	추가적인 CAPA 확장 가능성 낮음
M1A2	180대(추정)	설비투자 진행 중	차세대 전차 생산 목적 공장 현대화 추정
Leopard 2 A-FC 3.0	개발 중		양산 일정 미정
KF51	개발 중		양산 일정 미정
MGCS	개발 중		2040년 전후 양산 목표
M1E3	개발 중		2030년 이전 양산 본격화 예상

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터





방위산업 글로벌 무기 공급 확대에도 공급과잉 가능성은 제한적

[한화리서치센터]

- ❖ 미국과 유럽 방산업체들은 주요 무기체계의 생산능력을 확대하고 있지만 높은 수주잔고와 지속적인 수요 증가로 공급과잉 우려는 제한적
- ❖ K9은 경쟁제품의 증산 여력이 제한적이며 천무는 글로벌 초과수요 지속에 따른 수출 기회 확대 전망
- ❖ 천궁-II는 탄도미사일 병아체계 공급 부족의 수혜 장기화 예상. KF-21은 경쟁전투기의 긴 납기를 바탕으로 수출 경쟁력 확보 기대

한국방산 경쟁 무기체계별 생산능력 및 증설 현황					
구분	무기체계	라우 전쟁 이전 연 CAPA	현재 연간 CAPA	목표 CAPA	비고
자주포	M109A7	60문(추정)	60문(추정)	공개된 바 없음	증설 가능성 낮음
	PzH2000	5문(추정)	10~15문(추정)	공개된 바 없음	증설 가능성 낮음
	ROCH155	0문(양산 전)	25~35문(추정)	증설 중	수치 미공개
	CAESAR	24문	120문	144문	추가 증설 가능성 낮음
	ARCHER	10~15문(추정)	15문(추정)	증설 중	추가 증설 가능성 낮음
다연장	HIMARS	48대	96대	증설 완료	증설 가능성 높음
	PULS	알 수 없음	알 수 없음	증설 중(추정)	추가 증설 가능성 높음
방공	Patriot	알 수 없음	12포대	증설 중	수치 미공개
	SAMP/T	1~3포대(추정)	4~6포대(추정)	증설 중	수치 미공개
	IRIS-T	알 수 없음	10포대	16포대	장기 30포대 증산 목표
	NASAMS	1~3포대(추정)	3~5포대(추정)	공개된 바 없음	증설 가능성 높음
전투기	F-16	공장 이전 후 양산 시작	20~30대(추정)	48대	추가 증설 가능성 제한적
	F-15	10~15대(추정)	12~17대(추정)	24대	추가 증설 가능성 존재
	Rafale	12~20대(추정)	20~30대(추정)	48대	추가 증설 가능성 존재
	Eurofighter	10~12대(추정)	12~14대(추정)	20~30대	추가 증설 가능성 제한적
	Gripen	6~10대(추정)	15대(추정)	20~30대	추가 증설 가능성 제한적
전차	Leopard 2	알 수 없음	20~30대(추정)	40~50대(추정)	추가 증설 가능성 낮음
	M1A2	180대(추정)	180대(추정)	증설 중	시설 현대화 투자 중(추정)

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



한화에어로스페이스 (012450) 더 큰 기회가 여전히 많다

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 1,300,000원

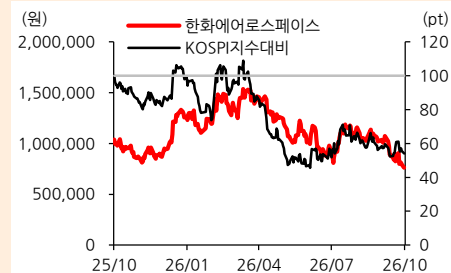
Stock Data

현재 주가(10/26)	760,000원
상승여력	▲ 71.1%
시가총액	391,882억원
발행주식수	51,563천주
52주 최고가/최저가	1,537,000 / 760,000원
90일 일평균 거래대금	1,730.억원
외국인 지분율	44.9%

주주 구성

한화 (외 7인)	35.8%
국민연금공단 (외 1인)	7.9%
한화에어로스페이스우 리사주 (외 1인)	1.3%

Stock Price



미국 방산시장 진출과 포병체계 점유율 확대 기대

- 2026년 8월 미국 차륜형 자주포 시제사업자로 선정. 향후 양산사업 및 궤도형 자주포 현대화 사업으로의 확대 기대
- 글로벌 포병체계 공급 제약 지속으로 수주 경쟁 심화 우려 제한적. K9 안정적인 점유율 유지와 차륜형 자주포 점유율 확대 전망
- 천무는 빠른 납기와 가격 경쟁력을 바탕으로 HIMARS 점유율 잠식 기대. 미국 시장 진출 성과에도 최근 주가는 부진한 흐름 지속

대규모 수주잔고 기반 중장기 실적 성장 지속. 중동 수주가 단기 변수

- 약 38조원 규모 방산 수주잔고를 기반으로 매크로 불확실성에도 중장기 실적 성장 가시성 높음
- 기존 수주 물량의 인도 확대에 따라 2027년분 아니라 2028~2029년까지 이익 성장 지속 전망
- 단기 주가 모멘텀은 중동 수출사업 진척 여부가 핵심. 안정적인 실적 성장과 포병체계 뿐만 아니라 육해공 방산 경쟁력 확대에 주목

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	11,240	26,703	31,721	33,251	36,443
영업이익	1,732	3,089	4,619	5,502	6,043
EBITDA	2,063	3,962	5,587	6,593	7,314
지배주주순이익	2,299	1,405	2,366	3,249	3,548
EPS	49,621	27,247	45,986	63,156	68,969
순차입금	7,536	4,717	6,913	7,649	8,819
PER	15.3	27.9	16.5	12.0	11.0
PBR	6.9	4.0	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	22.7	11.1	8.3	7.1	6.6
배당수익률(%)	0.5	0.9	1.1	1.3	1.4
ROE	53.9	19.1	20.8	22.4	20.3

자료: 한화투자증권 리서치센터



한화에어로스페이스 (012450) 더 큰 기회가 여전히 많다

[한화리서치센터]

실적 추정											
(십억 원, %, % YoY)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	5,751	9,293	7,128	9,549	6,896	7,661	7,973	10,721	26,703	31,721	33,251
영업이익	639	1,365	1,127	1,487	1,162	1,302	1,385	1,652	3,120	4,619	5,502
세전이익	555	1,247	947	1,327	1,041	1,168	1,302	1,519	2,241	4,075	5,030
순이익	261	636	612	857	672	754	841	982	1,432	2,366	3,249
% YoY											
매출액	4.9	47.2	9.9	13.4	19.9	(17.6)	11.9	12.3	137.6	18.8	4.8
영업이익	13.9	58.5	26.6	84.2	81.9	(4.7)	22.9	11.1	80.2	48.0	19.1
순이익	201.2	253.1	14.8	35.5	157.9	18.5	37.5	14.5	(37.7)	81.9	23.4
이익률											
매출총이익	21.3	22.0	21.7	18.0	30.9	27.5	19.0	22.5	20.4	20.6	24.5
영업이익	11.1	14.7	15.8	15.6	16.9	17.0	17.4	15.4	11.7	14.6	16.5
순이익	4.5	6.8	8.6	9.0	9.8	9.8	10.5	9.2	5.4	7.5	9.8

자료: 한화투자증권 리서치센터





LIG D&A (079550) 탄도미사일 요격체계의 공급 제약은 지속

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 670,000원

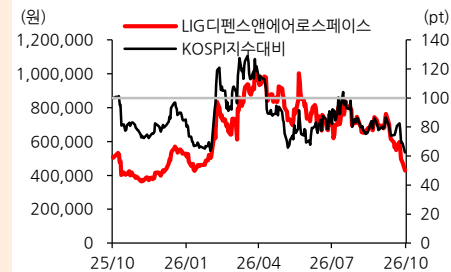
Stock Data

현재 주가(10/26)	429,000원
상승여력	▲ 56.2%
시가총액	94,380억원
발행주식수	22,000천주
52주 최고가/최저가	1,020,000 / 364,500원
90일 일평균 거래대금	864.05억원
외국인 지분율	26.3%

주주 구성

엘아이지 (외 9인)	38.2%
국민연금공단 (외 1인)	9.9%
자사주 (외 1인)	0.7%

Stock Price



탄도미사일 방어체계 공급 부족 지속, 천궁-II 수출 기회 확대 전망

- 미·이란 전쟁 이후 Patriot 공급 부족이 부각되며 천궁-II 수출 기대감 확대. 신규 수주 성과가 기대에 미치지 못하면서 주가 부진
- 미국과 유럽 방산업체들의 방공체계 증산에도 탄도미사일 방어체계 공급 부족 지속 전망
- Patriot는 운용국 재고 확충에 집중, SAMP/T NG는 2030년 전후까지 증산 제한적. 천궁-III 전력화 시 수출경쟁력 강화 기대

고마진 수주잔고 기반 중장기 실적 성장 지속, 중동 추가 수주가 핵심 변수

- 단기 신규 수주 공백에도 중동 3개국 중심의 고마진 방산 수주잔고를 바탕으로 중장기 실적 성장성 유효
- 기존 수주 물량의 인도 확대로 2027~2029년 안정적인 이익 성장 전망. 추가 수출계약 확보 시 2030년대까지 성장 가시성 확대
- 단기 주가 모멘텀은 중동 지역의 추가 방공체계 수주 진척 여부가 핵심

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,309	3,276	4,307	4,968	5,825
영업이익	186	223	319	440	602
EBITDA	255	309	444	592	749
지배주주순이익	175	219	253	400	567
EPS	7,953	9,974	11,516	18,325	25,955
순차입금	-167	-75	896	1,624	1,521
PER	16.4	43.0	37.3	23.4	16.5
PBR	2.7	7.8	6.6	5.3	4.2
EV/EBITDA	10.6	30.3	23.3	18.7	14.6
배당수익률(%)	1.5	0.6	0.7	1.0	1.4
ROE	17.6	19.4	19.2	25.0	28.3

자료: 한화투자증권 리서치센터



LIG D&A (079550) 탄도미사일 요격체계의 공급 제약은 지속

[한화리서치센터]

실적 추정											
(십억 원, %, % YoY)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	1,168	1,110	1,151	1,540	1,328	1,440	1,387	1,671	4,307	4,968	5,825
영업이익	171	106	91	72	182	181	140	99	323	440	602
세전이익	177	101	98	79	197	195	146	108	282	455	646
순이익	140	83	78	100	158	156	117	136	255	400	567
% YoY											
매출액	28.7	17.4	9.7	9.6	13.7	29.7	20.5	8.5	31.5	15.4	17.2
영업이익	50.6	29.5	1.7	85.6	6.5	71.5	53.2	37.8	44.8	35.9	36.9
순이익	66.1	(22.8)	31.8	2,049.4	13.1	88.2	49.5	36.9	16.3	56.8	41.6
이익률											
매출총이익	21.7	20.2	16.6	13.5	22.4	21.4	19.0	14.5	15.4	17.6	19.1
영업이익	4.3	2.7	0.1	5.6	0.5	5.0	3.8	2.3	7.5	8.8	10.3
순이익	5.7	(2.1)	2.8	133.1	1.0	6.1	3.6	2.2	5.9	8.1	9.7

자료: 한화투자증권 리서치센터





철강/비철금속 권지우
Jiwoo.kwon@hanwha.com
3772-7689

XII

철강/비철금속

눈높이 조정 뒤의 바닥

Summary

1. 2026년 리뷰: 이익 눈높이와 엇갈린 주가

- ❖ 코스피는 연초 대비 32% 올랐으나(10월 23일), 철강/ 비철 커버리지 6종목은 모두 밑돌았고 오른 종목은 세아제강 하나
- ❖ 작년에 반등 근거로 본 세 가지(유동성 · 감산 · 재고 보충) 가운데 확인된 것은 감산 일부

2. 2027년 전망: 평가보다 더 내리는 원가

- ❖ 철강: 쇳물 1톤당 원료 비용은 약 14% 감소, 국내 열연은 2% 안팎 하락. 판재 스프레드는 5% 안팎 개선되고 현대제철 영업이익은 약 2배
- ❖ 비철: 아연 · 은 가격이 약 8% 내리고 원화가 강해 제련 이익 감소

3. 투자전략: 컨센서스 하향 국면, 철강부터 분할 매수

- ❖ 철강주 바닥은 컨센서스 하향이 끝나기 전인 2027년 1분기 안팎, P/B 하단인 POSCO홀딩스 · 현대제철부터 분할 매수
- ❖ 컨센서스 하향 위험이 상대적으로 적은 POSO홀딩스 단기 선호

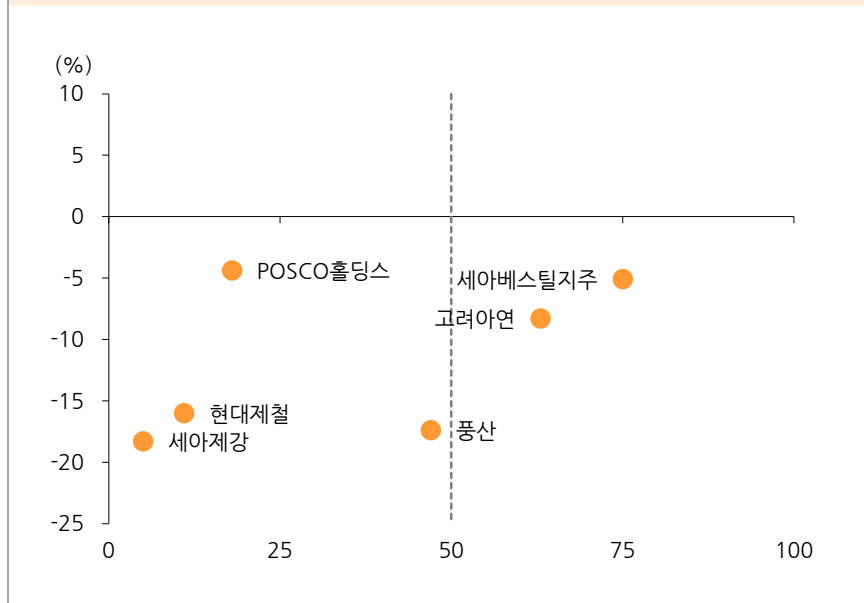


2027 철강 · 비철 연간전망 컨센 하향 여지, 철강부터 접근

[한화리서치센터]

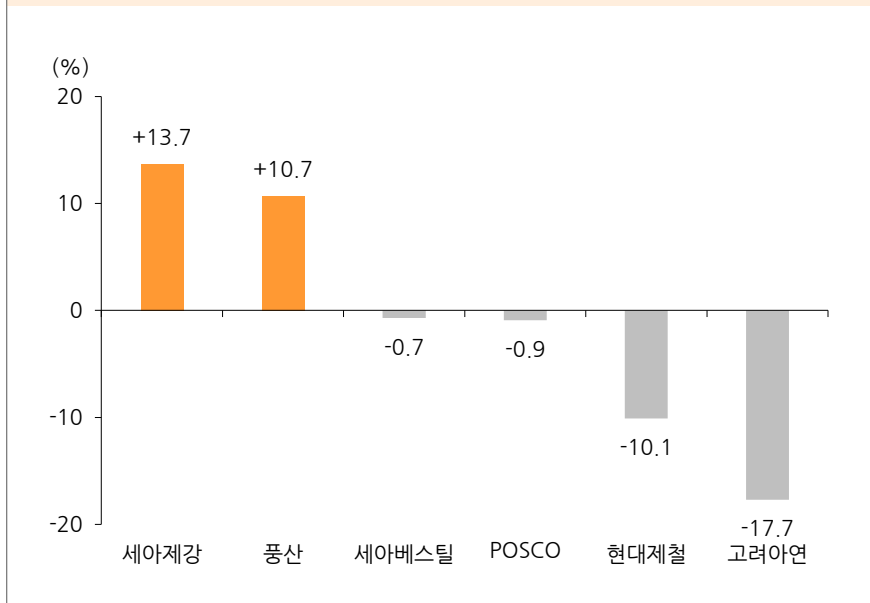
- ❖ 중국 · 국내 수요가 약한 2027년, 철강 증익은 평가보다 큰 원가 하락에서 나올 전망
- ❖ 철강: 판재 스프레드 5% 안팎 개선, 현대제철 영업이익은 2026년 2,683억원에서 2027년 약 5,400억원으로 약 2배 전망
- ❖ 비철은 아연 · 은 가격 조정과 원화 강세로 제련 이익 감소. 강관의 증익 여부는 미국 원유 업스트림 투자 가이드스 · 환율 · 미국 열연 가격 이 좌우
- ❖ 일부 종목 컨센서스는 우호적 가격 · 계약 조건을 전제 - 고려아연은 은 연평균 약 73달러, 현대제철은 평가 하락이 제한되는 상단 경로에 가까움
- ❖ 철강주 바닥은 컨센서스 하향이 끝나기 전인 2027년 1분기 안팎 가능성 - P/B 하단의 현대제철 · POSCO홀딩스부터 분할 매수 유효

2027E 당사 전망은 6종목 모두 컨센 아래, 밸류 하단은 철강 · 강관 3종목



주: 가로는 상장 · 분할 이후 12개월 선행 P/B 위치(10월 23일)
자료: 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터

2027 이익 컨센, 고려아연 · 현대제철 하향, 세아제강 · 풍산 상향



주: 7월 24일 → 10월 23일
자료: 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터



가격 전망 및 가정 원료비는 평가보다 더 내림, 아연 · 은 하락 · 리튬 회복 [한화투자증권]

- ❖ 철광석은 4분기 수준(92달러)이 이어지고 원료탄은 4분기 고점에서 내려, 원화 강세를 더한 고로 원료 비용은 약 14% 감소
- ❖ 아연은 광산 부족 · LME 재고 쏠림이 풀리며 약 8% 하락, 은의 -8%는 2026년 상반기 고가의 기저 효과이고 2027년 안에서는 회복
- ❖ 구리(연평균 13,500달러)는 정광 부족이 하단을 받쳐 완만한 조정, 금 가격은 중앙은행 매입과 금리 부담이 맞서 보합
- ❖ 탄산리튬은 재고 감소 · 짐바브웨 수출 금지 가능성 · 신규 광산 지연으로 분기마다 올라 연평균 +8%
- ❖ 원/달러는 반도체 수출 흑자로 1,325원, 중국 열연 원화 가격도 낮춰 국내 열연은 2% 안팎 하락

한화투자증권 2027년 전망 및 가정: 분기 평균									
지표(단위)	3Q26 실제	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E	2027 변화
철광석 62%(달러/톤)	98.8	92	93	92	91	90	100.9	91.5	-9.3%
원료탄 호주(달러/톤)	246.8	262	245	230	228	225	244.7	232.0	-5.2%
국내 열연 유통(천원/톤)	953	917	908	893	884	878	913	891	-2.4%
구리 LME(달러/톤)	14,104	14,400	13,900	13,600	13,300	13,200	13,669	13,500	-1.2%
아연 LME(달러/톤)	3,825	3,650	3,500	3,300	3,150	3,050	3,545	3,250	-8.3%
은(달러/온스)	62.6	57.0	60.5	62.5	64.5	66.5	69.3	63.5	-8.4%
금(달러/온스)	4,262	4,100	4,200	4,350	4,500	4,650	4,435	4,425	-0.2%
탄산리튬 중국(만 위안/톤)	14.8	10.2	13.0	15.0	16.5	17.5	14.4	15.5	+7.6%
원/달러(원)	1,421	1,345	1,340	1,330	1,320	1,310	1,433	1,325	-7.5%

주: 분기 평균, 3Q26은 실제, 탄산리튬은 배터리급
 자료: 스틸데일리, LME, Wind, 한화투자증권 리서치센터





투자전략 철강은 P/B 하단, 강관 · 신동은 눈높이 부담

[한화리서치센터]

- ❖ 현대제철 · POSCO홀딩스는 ROE가 2026년 저점에서 오르나 아직 장기 평균 아래 - 낮은 P/B는 낮은 ROE를 반영한 수준
- ❖ 세아제강 · 풍산은 ROE에 비해 P/B가 더 낮으나 2027년 이익이 보합이거나 줄고, 컨센서스가 당사 전망보다 17~18% 높음
- ❖ 철강주는 이익 전망보다 먼저 바닥을 지나는 경향 - P/B 하단에서 분할 매수 유효한 시점

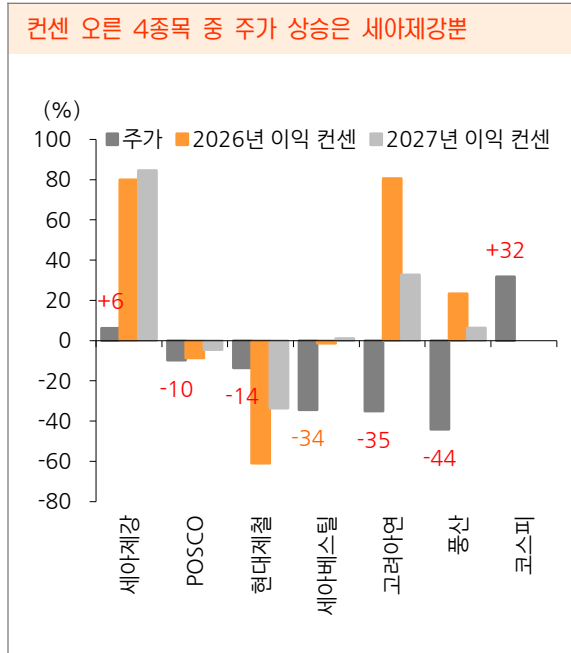
커버리지 6종목 밸류에이션(2027E)									
종목	투자의견	목표주가(원)	현재가(원)	상승여력	P/E	2027E P/B	ROE 2026E→2027E	장기 평균 ROE	EV/EBITDA
현대제철	Buy	43,000	26,300	63.5%	11.3배	0.18배	0.5→1.7%	2.8%	5.0배
POSCO홀딩스	Buy	500,000	269,500	85.5%	9.9배	0.37배	3.4→4.0%	4.3%	4.7배
세아베스틸지주	Buy	54,000	31,700	70.3%	9.7배	0.58배	4.5→6.2%	4.0~4.5%	6.7배
세아제강	Buy	207,000	121,100	70.9%	3.5배	0.28배	7.9→8.4%	8.0~12.0%	3.3배
풍산	Buy	98,000	57,200	71.3%	6.5배	0.60배	12.2→9.9%	8.6%	5.4배
고려아연	Buy	1,400,000	845,000	65.7%	17.3배	1.42배	10.5→8.6%	9.6%	12.5배

주: 배수는 컨센서스 2027E(10월 22일), 장기 평균 ROE는 사업 구조 변경 뒤 평균
 자료: 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터

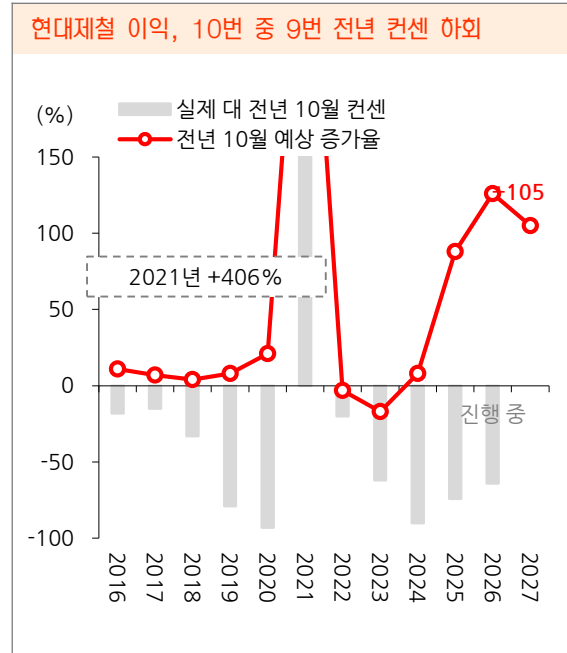


올해 회고와 내년 출발점 컨센은 2배 전제, 다만 당장의 반등 근거 부족 [한화리서치센터]

- ❖ 2026년 코스피는 연초 대비 32% 올랐으나(10월 23일) 커버리지 6종목은 모두 밀푼, 오른 종목은 세아제강(+6%) 하나
- ❖ 고려아연 · 풍산은 올해 · 내년 영업이익 컨센서스가 모두 올랐어도 주가는 35% · 44% 하락, 같은 기간 은 가격도 23% 하락
- ❖ 현대제철은 올해 컨센서스 -61% · 2027년 -34%로 깎였으나, 2027년 컨센서스는 지금도 올해의 약 2배 회복을 전제
- ❖ 작년 반등 근거 중 감산만 일부 확인, 직전 중국 재고 주기는 59개월로 평균 43개월보다 길었고 이번 보충기 첫 12개월 열연은 -2%
- ❖ 같은 틀로 보면 2027년 상반기 반등 근거는 부족하고, 열연은 지금 대비 보합~소폭 하락 전망



주: 10월 23일 기준
자료: 에프앤가이드, 한국거래소, 한화투자증권 리서치센터



자료: 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터

중국 재고 보충 1년에도 열연 2% 하락

주기	보충	감축	전체	보충기 열연(%)
09.12~13.8	23	22	45	+14
13.9~16.10	12	26	38	-7
16.11~20.9	16	31	47	+23
20.10~25.8	19	40	59	+31
25.9~(진행)	12	-	-	-2
원료 7주기 평균	20	24	43	-

주: 보충 · 감축 · 전체는 개월 수
자료: Mysteel, 중국 국가통계국, Wind, 한화투자증권 리서치센터

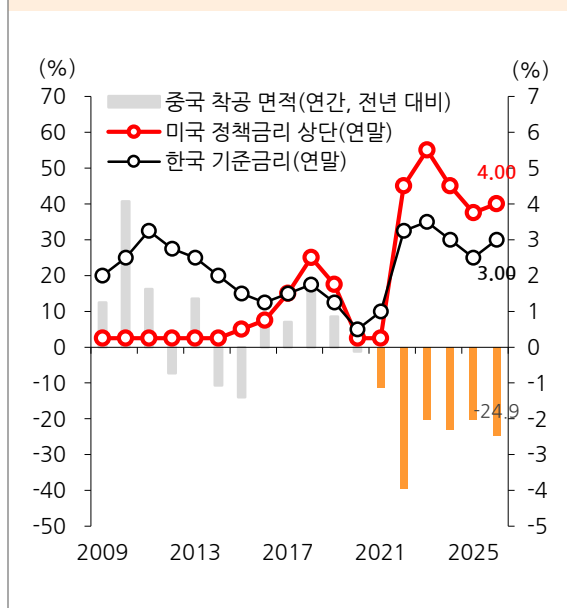


철강: 중국 수요 수요 반등 미확인, 증익은 원가 하락에서

[한화리서치센터]

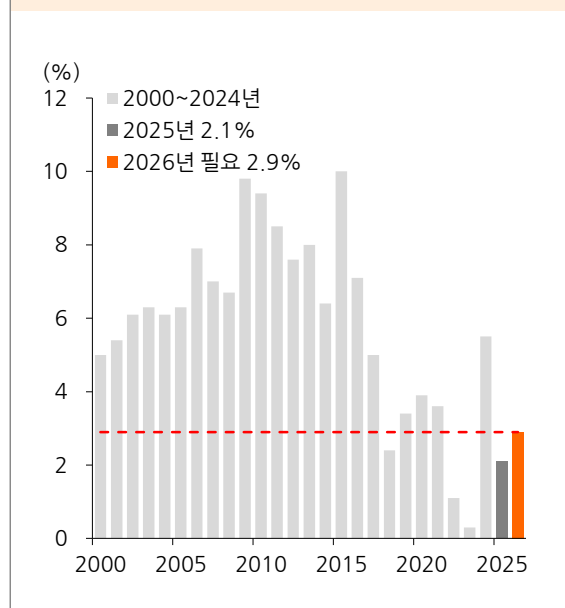
- ❖ 중국의 2026년 1~9월 부동산 착공 면적은 1년 전보다 24.9% 줄어, 2020년 이후 매년 감소한 흐름이 이어짐
- ❖ 중국 M1(현금과 바로 꺼내 쓸 수 있는 예금)은 9월 1년 전보다 3.2% 늘어 시장 예상 4.0%를 밑돌음
- ❖ M1 증가율이 반년 전보다 높아지면 철강 반등 신호 - 1월 중순 발표될 12월분이 6월의 4.0%를 넘어야 하나, 9월 말 이후 잔액이 2025년처럼 2.1%만 늘면 3.1%에 그침
- ❖ 인프라 투자가 3년 연 8~12% 늘어도 철강 내수는 감소, 2026년 특수채는 전년과 같은 규모
- ❖ 감산은 흑자 제철소가 8%로 줄어든 시기에 집중, 손실이 줄자 10월 일부 제철소 재가동

중국 착공 매년 감소, 미·한 금리 인상(%)



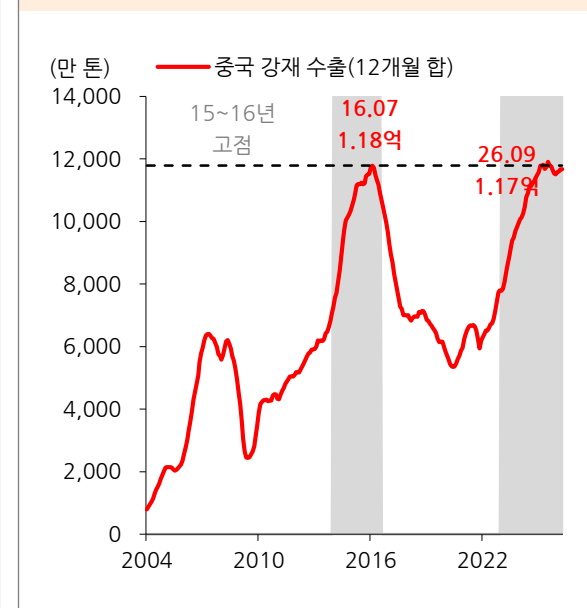
주: 금리는 연말(2026년은 10월), 착공 2026년은 1~9월
자료: 중국 국가통계국, FRB, 한국은행, Wind, 한화투자증권 리서치센터

연도별 9월 말~12월 말 M1 잔액 증가율(%)



주: 막대 하나는 그해 9월 말 대비 12월 말 M1 잔액 증가율,
2026년은 12월 증가율 4.0%에 필요한 값
자료: 중국인민은행, Wind, 한화투자증권 리서치센터

중국 강재 수출, 2015~16년 고점 수준



주: 반제품 제외
자료: 중국 해관총서, Wind, 한화투자증권 리서치센터



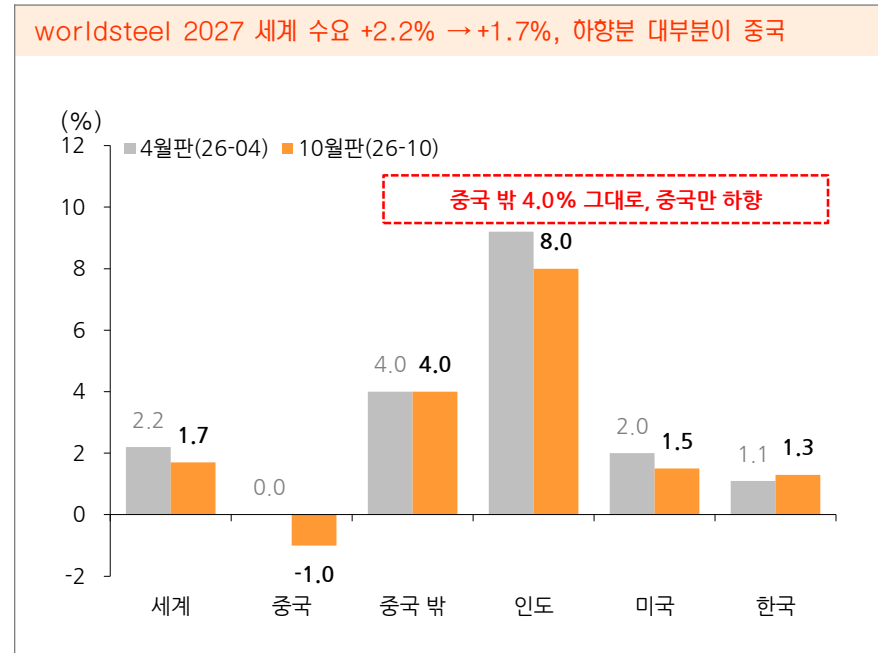
철강: 국내 수요와 출하 출하 약 1% 감소, 늘어나는 품목은 후판분

[한화리서치센터]

- ❖ 5품목 내수 출하는 약 2% 늘지만, 수출이 7~8% 줄어 총출하는 약 1% 감소 전망
- ❖ 수요 증가는 2028년 인도분 선박의 강재 투입과 2026년 착공·수주 증가가 이끌
- ❖ 수출 감소는 EU 쿼터 축소와 미국향 철근 수출 정상화의 영향
- ❖ 수출 비중이 26~27%인 현대제철은 같은 가정에서 출하 감소가 약 0.4%에 그침
- ❖ worldsteel 10월판도 한국 수요를 +1.3%로 올리고 중국은 -1.0%로 낮춤

2027년 품목별 내수·수출·출하			
품목	내수	수출	출하
후판	+6%	-5~-9%	+2~+3%
열연	+1%	-6%	약 -2%
냉연·도금	+0.5%	-2~-7%	-1~-3%
철근	+2.5%	약 100만에서 30~40만 톤으로	-4~-6%
형강	+1.5%	-5~-8%	약 -1%
5품목 합	+2.1%	-7~-8%	약 -1%

자료: 한국철강협회, 한화투자증권 리서치센터



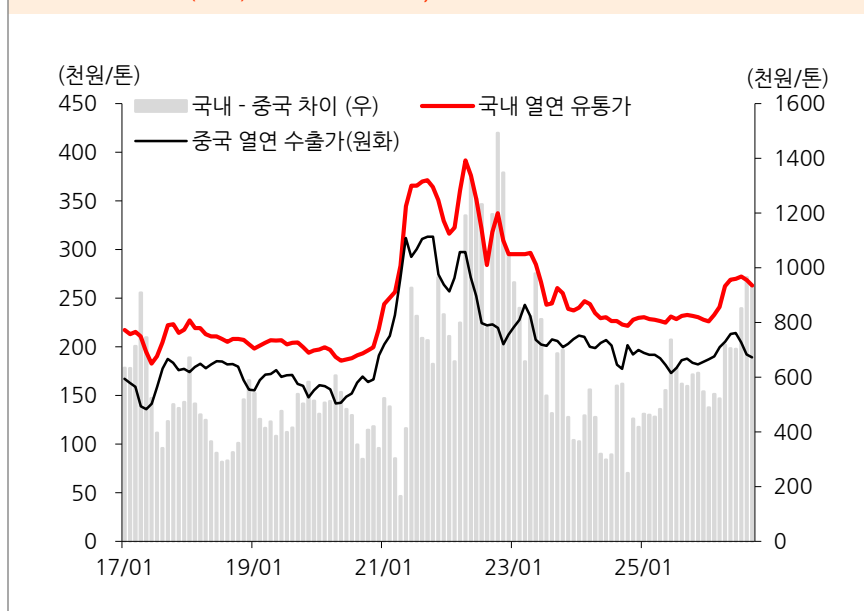
주: 겹보기 소비(수입 포함) 기준
자료: worldsteel, 한화투자증권 리서치센터



철강: 국내 가격과 스프레드 원료비가 더 내려 스프레드 소폭 개선 [한화리서치센터]

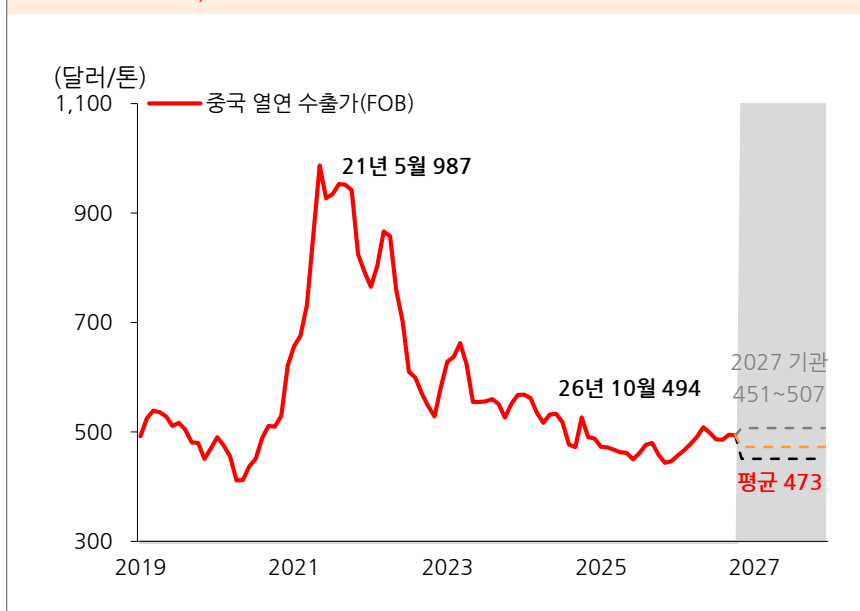
- ❖ 2017년 이후 국내 판재 가격은 원료 비용보다 중국 열연 가격(원화)과 더 밀접하게 움직였음
- ❖ 2027년 중국 열연은 달러 기준 보합~소폭 하락, 원화 강세로 원화 기준 약 9% 하락 전망
- ❖ 원료탄은 산시 탄광 복구로 2027년 연평균 232달러(2026년 245달러), 원화 강세를 더하면 고로 원료 비용은 약 14% 감소
- ❖ 판가보다 원료 비용이 더 내려 판재 스프레드는 2026년보다 5% 안팎 개선이 기본 예상 - 중국 판재 오퍼가 원료보다 더 내리면 보합

국내·중국 열연(원화)은 함께 움직였고, 반덤핑 뒤 차이 확대



주: 중국 열연은 수출가(FOB)의 원화 환산
자료: 스틸데일리, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

중국 열연 수출가, 2027 기관 평균 473달러로 10월보다 약 4% 낮음



주: 기관 = 블룸버그 집계 5곳
자료: 스틸데일리, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

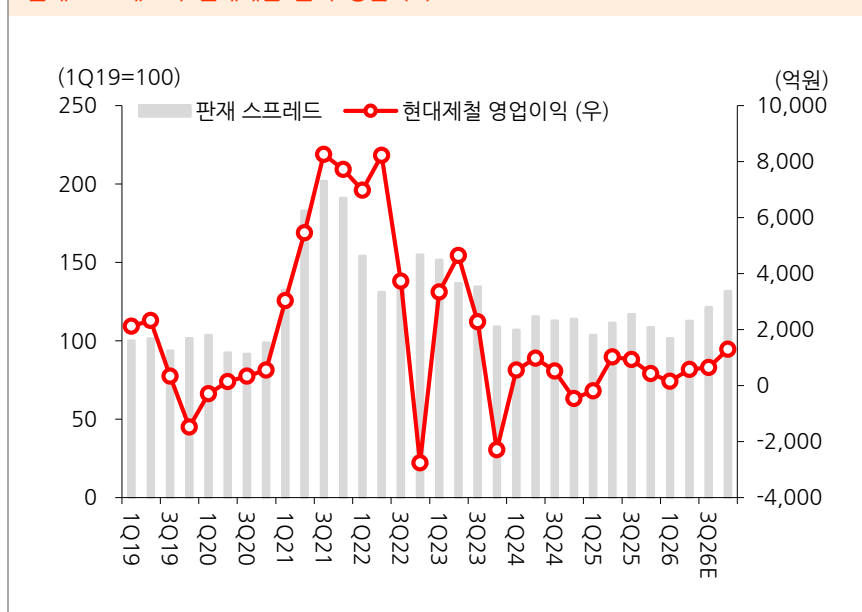


철강: 2027년 이익 현대제철 영업이익은 컨센을 약 16% 밑돌 전망

[한화리서치센터]

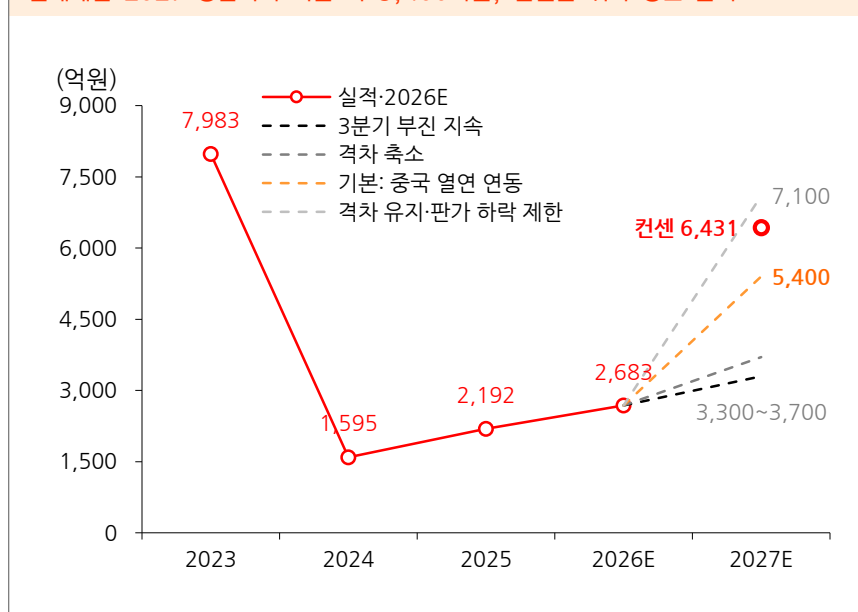
- ❖ 당사의 현대제철 2027년 영업이익 전망은 기본 경로(스프레드 5% 안팎 개선) 기준 약 5,400억원, 10월 컨센서스 6,431억원은 최근 4번의 실적 발표 뒤 연속 하향 중
- ❖ 2025년 이후 같은 스프레드에서도 이익이 분기 약 450억원 낮아진 상태가 이어진다는 전제
- ❖ 반덤핑 뒤 벌어진 국산-중국 열연 가격 차(10월 톤당 약 25만원)가 유지돼 판가 하락이 제한되는 상단 경로는 약 7,100억원으로 컨센서스 상회
- ❖ 전기요금 지역별 인하는 설계안대로면 연 약 410억~680억원, 기본 경로에는 하단 반영

판재 스프레드와 현대제철 분기 영업이익



주: 국내 유통가 기준, 2019년 1분기 = 100, 3Q26·4Q26 영업이익은 추정
자료: 스틸데일리, 관세청, DART, 한화투자증권 리서치센터

현대제철 2027 영업이익 기본 약 5,400억원, 컨센은 위쪽 경로 근처



자료: DART, 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터

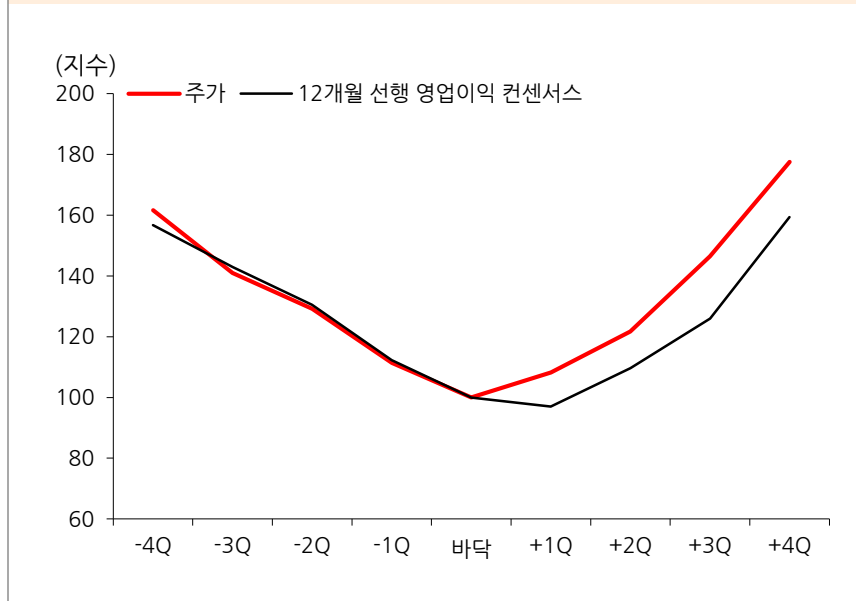


철강: 매수 시점과 가치 밸류 하단, 주가는 이익보다 먼저 바닥

[한화리서치센터]

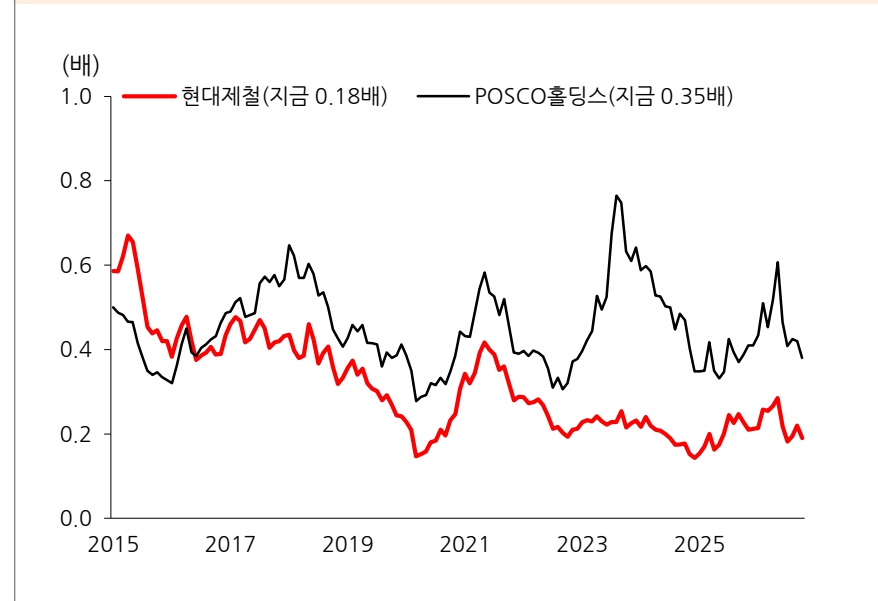
- ❖ 현대제철 선행 P/B 0.18배는 2015년 이후 하위 11%, 2015년 이후 철강주 주가 바닥은 이익 전망 바닥보다 같은 분기~2분기 먼저 옴(늦은 사례 없음)
- ❖ 2027년 영업이익 컨센서스는 상반기까지 하향 가능성이 높고 코스피도 하락 추세여서 분할 매수 관점에서 접근
- ❖ POSCO홀딩스는 철강 스프레드 회복과 리튬 손익 전환에 따른 재평가 기대, 변수는 리튬 가격 - 2027년 리튬 영업이익은 약 -1,240억 원, 호주 광산 합작 지분법이익(약 2,150억원)을 더하면 약 +910억원
- ❖ 원료탄 하락이 원가에 반영되는 2027년 2분기부터 판가보다 원가가 더 내려 판매 마진이 넓어질 전망

철강주 주가 바닥은 이익 전망 바닥보다 같은 분기~2분기 먼저(8건)



주: 2015년 이후 철강 5사 주가 바닥 8건 중간값, 바닥 분기 = 100, 사후 기준
자료: 에프앤가이드, 한국거래소, 한화투자증권 리서치센터

선행 P/B, 현대제철 하위 11% · POSCO홀딩스 하위 18%(2015년 이후)



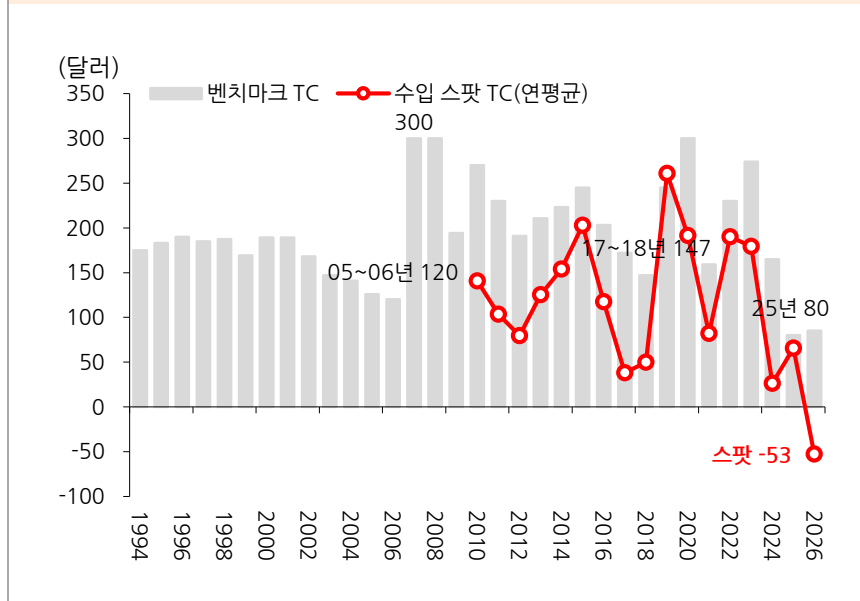
자료: 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터



비철: 제련 이익 구조 금속 가격 하락으로 감익, 희소금속이 일부 완충 [한화리서치센터]

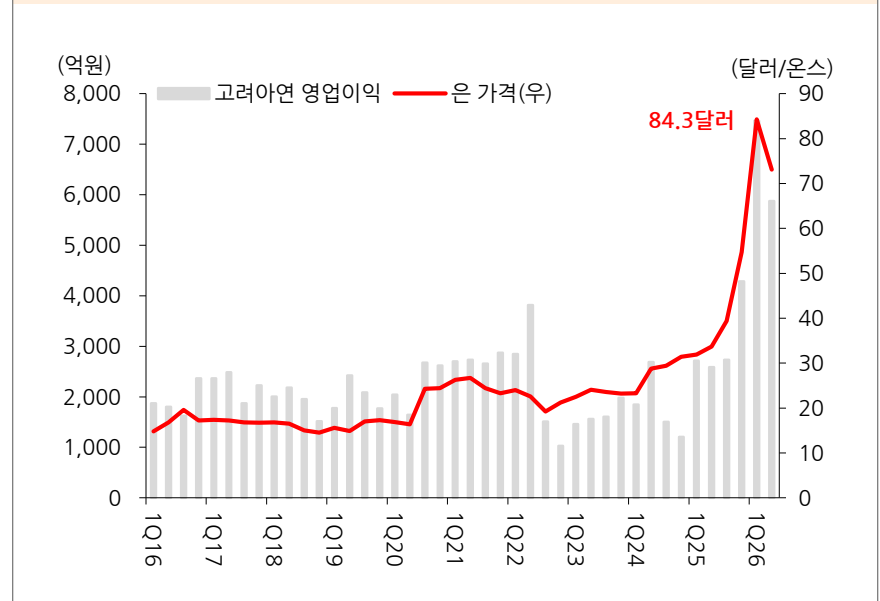
- ❖ 북유럽 제련사 Boliden의 2025년 제련 총이익 중 TC는 18%, 회수율 초과분(프리메탈)이 56%
- ❖ 고려아연은 2Q26 별도 매출의 62%가 금·은, 희소금속 매출총이익은 2025년 영업이익의 31% 규모
- ❖ 아연 정광 중국 도착 스팟 TC는 10월 톤당 -150달러 안팎, 연간 계약 물량에 적용할 2027 벤치마크는 보통 2월에 합의
- ❖ 2027년 고려아연 이익을 줄이는 요인은 아연·은 가격(2026년 평균 대비 각 약 -8%), 게르마늄 판매 시작 등 희소금속 증가가 일부 상쇄

아연 벤치마크 TC 80달러로 1994년 이후 최저, 스팟은 마이너스



자료: Bloomberg, LME, Fastmarkets, 한화투자증권 리서치센터

2025년 이후 고려아연 영업이익은 은 가격과 함께 움직임



주: 영업이익은 연결, 은은 런던 현물
자료: DART, Wind, 한화투자증권 리서치센터



비철: 구리 · 아연 정련동이 남아 구리는 13,500달러로 완만한 조정

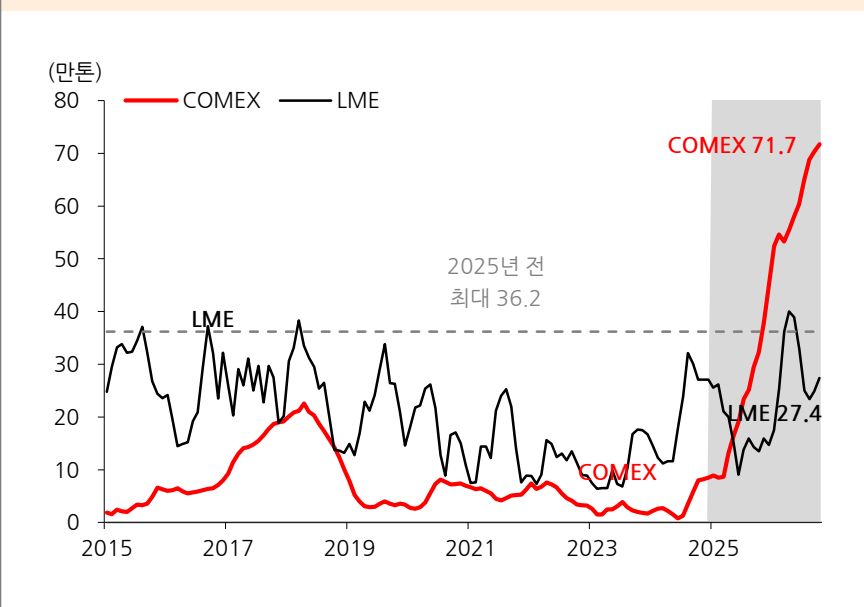
[한화리서치센터]

- ❖ 구리 광산 공급은 줄어드는 중 - 상반기 세계 생산 -1.1%, 칠레 정부는 2026년 생산 전망을 -8~-9%로 낮춤
- ❖ 반면 정련동은 늘어남 - 신규 제련 설비와 스크랩 재활용 정련이 늘어, ICSG는 2027년 정련동 36.8만 톤(사용량의 1.2%) 과잉을 전망
- ❖ 제련소는 정광이 모자라도 가동을 줄이지 않고 처리 수수료(TC)를 마이너스까지 낮춰 버텼음 - 실제 감산으로 이어지면 정련동 부족으로 가격 상방
- ❖ 기관의 2027년 정련동 수급 전망은 부족 40만 톤~과잉 40만 톤으로 갈리나, 미국 창고의 초과 재고(약 63만 톤)가 더 커 이 재고를 풀지 못할 1월 관세 결정이 가장 큰 변수

정광은 빠듯하고 정련은 늘어남, 아연은 2027년 사실상 균형		
항목 (전년비, 정련 수지는 만 톤 ·+과잉)	2026	2027
구리 광산 생산	+1.3%	+3.1%
구리 정련 생산	+0.4%	+3.4%
구리 정련 수지	+10.4	+36.8
아연 광산 생산	-2.6%	+3.0%
아연 정련 생산	+0.9%	+2.0%
아연 정련 수지	-8.8	+2.5

주: ICSG · ILZSG 전망
자료: ICSG, ILZSG, 한화투자증권 리서치센터

COMEX 구리 재고는 2025년 전 최대치의 2배, LME는 과거 범위 안



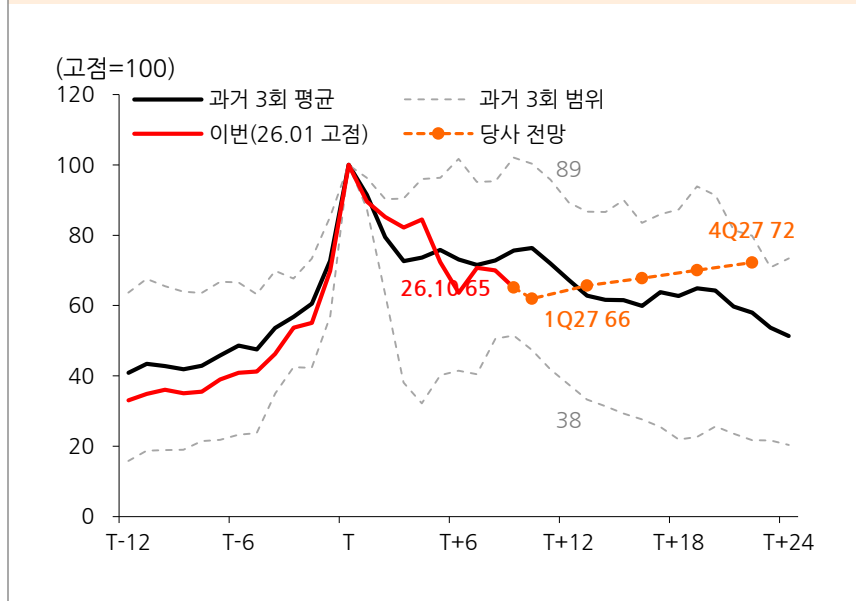
주: 만 톤, 월말, COMEX는 쇼트톤을 미터톤으로 환산, 음영 = 미국 정련동 관세 대기 구간
자료: COMEX, LME, SHFE, Wind, 한화투자증권 리서치센터



비철: 은 · 환율 원화 강세와 2026년보다 낮은 은 가격이 제련 · 신동 부담 [한화리서치센터]

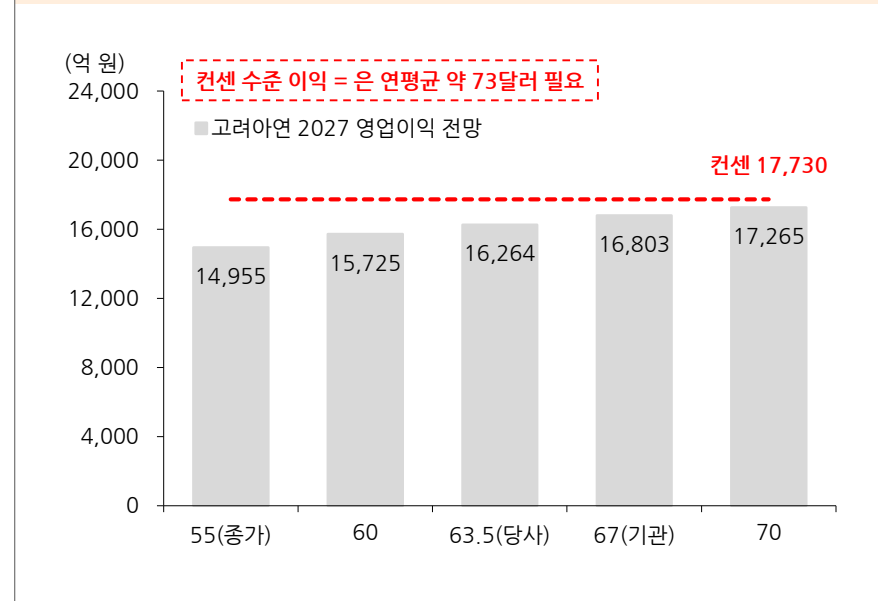
- ❖ 2027년 은 연평균 전망 63.5달러는 10월 21일 종가(55달러)보다 높으나 2026년 평균(약 69달러)보다 8% 낮음
- ❖ 2027년 실물 수급은 태양광 은 사용 절감으로 과잉 전환 전망, 연중 회복(60.5 → 66.5달러)은 금리 인상 종료 뒤 투자 수요에 기댐
- ❖ 원/달러는 2026년 평균 1,433원에서 2027년 1,325원으로, 제련사의 환산 이익과 신동사의 원화 구리 가격을 낮춤
- ❖ 당사의 2027년 영업이익 전망은 고려아연이 컨센서스보다 8%, 풍산은 메탈 효과 축소와 방산 가정 차이로 17% 낮음

은 급등 고점 12개월 뒤 과거 38~89%, 2027년 전망 경로 66~72%도 범위 안



주: 런던 현물 월평균, 고점 = 100, 과거 표본 3건
자료: Wind, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

컨센서스 수준의 고려아연 이익에는 은 연평균 약 73달러가 필요한 것으로 추정



자료: 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터

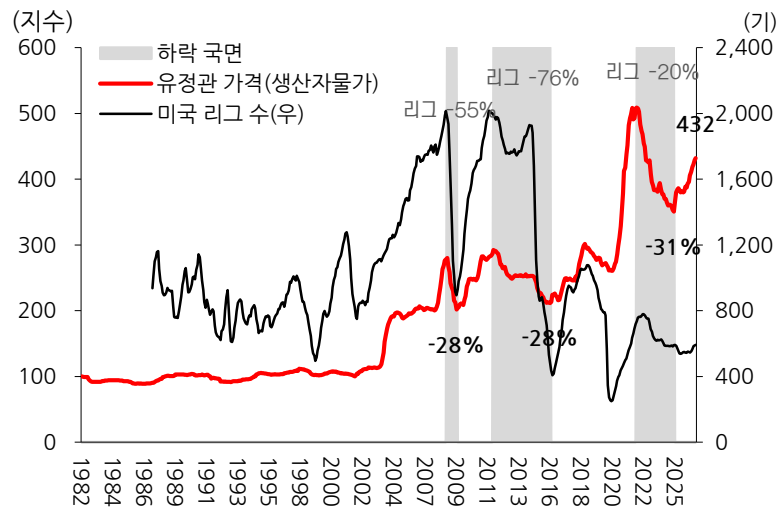


강관: 미국 유정관 하반기 가격 정상화, 세아제강 컨센보다 18% 낮음

[한화리서치센터]

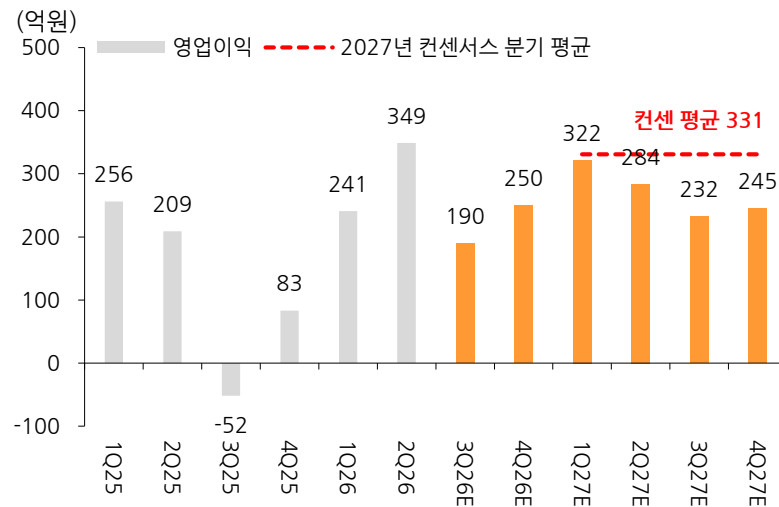
- ❖ 미국 유정관 수입이 관세로 2022년의 절반이 되며 스팟 가격은 2026년 1분기보다 약 45% 상승
- ❖ 시추 뒤 완결을 기다리는 유정은 약 4.6개월치로 2014년 이후 가장 적어, 리그가 크게 늘지 않아도 유정관 수요가 줄어듦 여지는 작음
- ❖ 다만 리그 증가 없이 오른 과거 세 번의 유정관 스팟 가격은 모두 2~4분기 뒤 14~37% 하락, 2027년 하반기에는 미국 열연 하락이 정상화 요인
- ❖ 당사의 세아제강 2027년 영업이익 전망은 1,082억원으로 2026년과 비슷하나 컨센서스보다 18% 낮음 - 확실한 증익을 위해서는 해상 풍력 · 대형 에너지 프로젝트 수주와 미국 열연 가격 · 환율 가정 상향이 필요한 것으로 추정

유정관 가격 약 30% 하락은 리그 급감 · 급등 되돌림 때, 이번은 +23%



주: 미국 노동통계국 생산자물가(유정관), 리그는 원유 · 가스 합계
자료: 미국 노동통계국, Baker Hughes, 한화투자증권 리서치센터

세아제강 분기 이익 전망



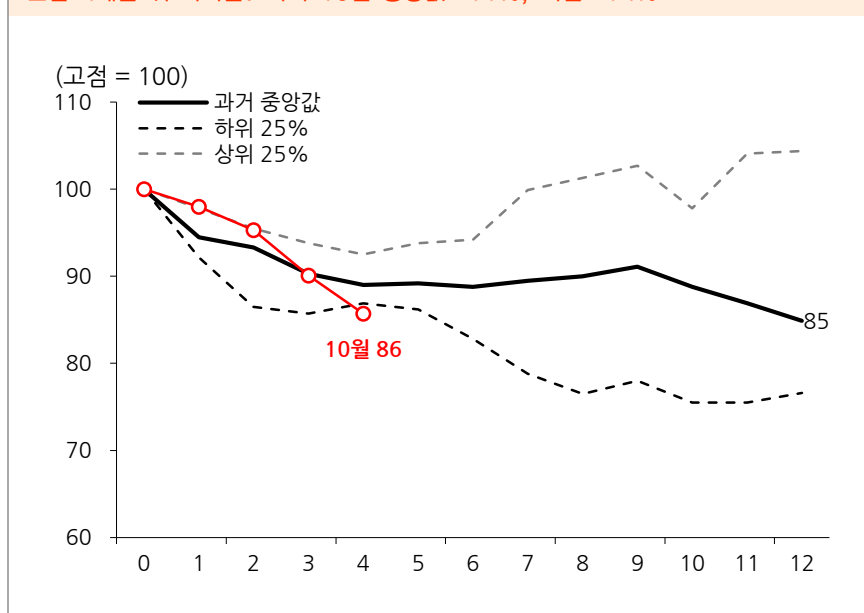
자료: DART, 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터



특수강: 세아베스틸지주 증익 예상이나 전망의 18%는 출하·수주 전 [한화리서치센터]

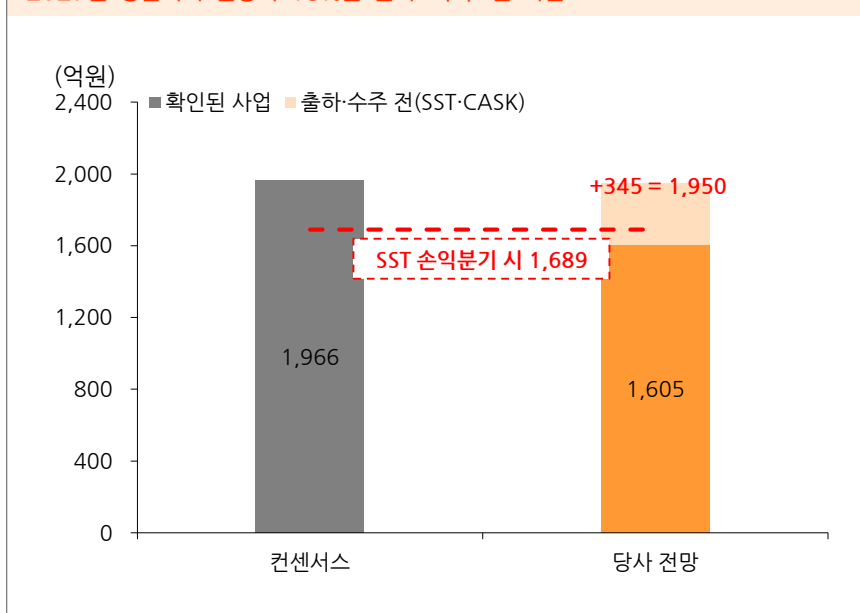
- ❖ 2026년 상반기 스크랩 강세를 만든 미국향 철근 수출이 줄며 중량A는 고점 대비 14% 하락, 2027년은 하반기 광양 전기로 가동 확대로 상반기보다 소폭 높아질 전망
- ❖ 봉강 잠정관세(11월 말 결정)가 붙으면 중국산 수입 봉강과 국산의 가격 차(탄소강 kg당 약 200원)는 대부분 축소, 전망에는 선구매 재고 소진 뒤 2분기부터 판가 +1~2%만 반영
- ❖ 당사 2027년 영업이익 전망 1,950억원은 최신 추정 기준 컨센(1,966억원)과 비슷
- ❖ 2027년 전망은 미국 특수합금(SST) 첫해 영업이익 약 260억원을 반영, 하반기로 갈수록 증익 폭 확대 - 주가는 증익 기대를 일부 반영, 추가 재평가는 SST 실적 가시성에서 나올 전망

고점 4개월 뒤 하락률: 과거 19번 중앙값 -11%, 이번 -14%



주: 스틸데일리 중량A, 2006년 이후 10% 넘는 하락 19번
자료: 스틸데일리, 한화투자증권 리서치센터

2027년 영업이익 전망의 18%는 출하·수주 전 사업



자료: 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터



투자전략: 2027년 분기별 흐름 6종목 컨센 하회 · 철강 마진 2Q 회복 [한화리서치센터]

- ❖ 현대제철 기본 전망 약 5,400억원은 판가가 원화 기준 중국 열연 하락을 일부 따르는 경로이며, 컨센서스 6,431억원은 반덤핑 뒤 벌어진 국산-중국 열연 가격 차가 유지되는 경로에 더 가까움
- ❖ 고려아연 컨센서스는 은 연평균 약 73달러를 유지해야 가능한 것으로 추정되고, 63.5달러 가정과의 차이가 영업이익 약 1,500억원
- ❖ 풍산 · 세아제강은 컨센서스가 오르는 중이나, 당사 전망은 메탈 이익 축소와 하반기 유정관 가격 정상화를 반영해 17~18% 낮음
- ❖ 현대제철 · POSCO홀딩스는 P/B 하단에서 매수 유효 - 원료탄이 2분기에도 250달러(상단 전망) 위면 판재 스프레드 개선은 4분기



주: 주가 바닥 선행은 2015년 이후 철강 · 비철 15건(사후 기준)
자료: 에프앤가이드, DART, 한화투자증권 리서치센터



POSCO홀딩스 (005490) 철강은 증익, 리튬은 지분법 포함시 흑자 전망 [한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 500,000원

Stock Data

현재 주가(10/26)	269,500원
상승여력	▲ 85.5%
시가총액	213,556억원
발행주식수	79,242천주
52주 최고가/최저가	535,000 / 269,500원
90일 일평균 거래대금	813.86억원
외국인 지분율	31.8%

주주 구성

국민연금공단 (외 1인)	8.3%
BlackRockFundAdvisors (외 14인)	5.8%
자사주 (외 1인)	4.6%

Stock Price



3Q26 Preview: 철강 개선, 이차전지는 적자

- 3분기 연결 영업이익 7,563억원 추정(전년비 +17%), 컨센서스보다 7% 하회 전망
- 철강은 판가 인상·대보수 전 증산으로 포스코 별도 영업이익이 전분기비 +32%
- 이차전지는 염수 공장 보수·비싼 정광 재고로 적자, 4분기는 광양 2고로 개수로 감익

2027년: 철강·포스코인터내셔널이 증익, 리튬은 지분법 포함시 흑자 전망

- 영업이익 약 3.7조원(+25%), 컨센서스 수준 전망
- 판가가 원료 하락을 대부분 따르는 하단 경로에서 포스코 별도 영업이익은 1.6조원 대신 약 1.1조원
- 리튬 가격 가정을 19.4만에서 15.5만 위안으로 낮춰 영업이익 약 -1,240억원(PPLS 광석 리튬 공장 적자), 호주 광산 지분법이익(영업외 약 2,150억원)을 더하면 흑자
- 당사 가정은 기관 전망(12만~14만 위안)보다 높음(집바브웨 정광 수출 금지·신규 광산 생산 미달), 1만 위안당 영업이익 약 540억원
- 포스코인터내셔널(그룹 이익의 약 40%)은 세넥스 증산·인니 팜 인수로 증익

투자의견 Buy, 목표주가 50만원 유지

- 선행 P/B 0.35배는 2015년 이후 하위 18%로 장기 평균 ROE(약 4.3%)에 맞는 범위(0.36~0.41배) 하단 부근 - 재평가는 리튬 손익 전환 때
- 2027년 철강 증익에도 리튬 적자로 영업이익 전망은 컨센서스 4% 하회 - 재평가 시점은 리튬 가격 및 인증 추이 주시
- 자회사 지분 일부 매각 대금의 10%는 자사주 매입·소각

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	72,688	69,095	72,855	75,178	77,142
영업이익	2,174	1,827	2,910	3,658	4,230
EBITDA	6,158	5,986	7,365	8,641	9,623
지배주주순이익	1,095	658	1,598	1,909	2,355
EPS	13,252	8,126	21,135	25,248	31,137
순차입금	11,444	13,793	15,830	20,218	23,538
PER	20.3	33.2	12.8	10.7	8.7
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.3	5.9	5.0	4.8	4.7
배당수익률(%)	3.7	3.7	4.1	4.1	4.1
ROE	2.0	1.2	2.8	3.3	3.9

자료: 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터



POSCO홀딩스 (005490) 철강은 증익, 리튬은 2027년 영업적자

[한화리서치센터]

실적 추정											
(십억 원, %, % YoY)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	17,876	19,259	17,854	17,867	18,754	18,951	18,752	18,721	69,096	72,856	75,178
철강	14,964	15,393	15,241	14,932	15,509	15,874	15,491	15,158	59,411	60,530	62,033
인프라	13,859	15,466	13,670	13,907	14,564	14,678	14,525	14,926	53,005	56,903	58,692
이차전지	979	1,052	816	904	1,149	998	1,203	1,082	3,338	3,750	4,433
내부거래 등	-11,926	-12,652	-11,873	-11,877	-12,469	-12,599	-12,467	-12,446	-46,658	-48,327	-49,980
YoY 증가율	2.5%	9.7%	3.4%	6.1%	4.9%	-1.6%	5.0%	4.8%	-4.9%	5.4%	3.2%
철강	-1.0%	2.5%	3.3%	2.8%	3.6%	3.1%	1.6%	1.5%	-4.5%	1.9%	2.5%
인프라	5.2%	15.9%	3.8%	4.5%	5.1%	-5.1%	6.3%	7.3%	-6.8%	7.4%	3.1%
이차전지	5.3%	37.7%	-18.4%	40.3%	17.4%	-5.1%	47.5%	19.8%	-12.8%	12.3%	18.2%
영업이익	707	819	756	628	556	1,090	1,088	924	1,827	2,910	3,658
철강	345	403	450	413	268	614	622	525	1,961	1,611	2,029
인프라	405	493	438	353	436	514	519	373	682	1,690	1,842
이차전지	-7	41	-52	-58	-77	32	17	95	-441	-77	67
OPM	4.0%	4.3%	4.2%	3.5%	3.0%	5.8%	5.8%	4.9%	2.6%	4.0%	4.9%
철강	2.3%	2.6%	3.0%	2.8%	1.7%	3.9%	4.0%	3.5%	3.3%	2.7%	3.3%
인프라	2.9%	3.2%	3.2%	2.5%	3.0%	3.5%	3.6%	2.5%	1.3%	3.0%	3.1%
2차전지	-0.7%	3.9%	-6.4%	-6.5%	-6.7%	3.2%	1.4%	8.8%	-13.2%	-2.0%	1.5%

자료: 한화투자증권 리서치센터



현대제철 (004020) 원가 하락으로 이익 2배, 컨센 하향은 불가피

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 43,000원

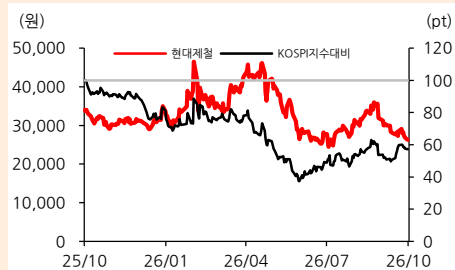
Stock Data

현재 주가(10/26)	26,300원
상승여력	▲ 63.5%
시가총액	35,096억원
발행주식수	133,446천주
52주 최고가/최저가	46,500/24,500원
90일 일평균 거래대금	185.94억원
외국인 지분율	14.4%

주주 구성

기아 (외 7인)	36.0%
국민연금공단 (외 1인)	9.8%
자사주 (외 1인)	1.4%

Stock Price



3Q26 Preview: 물량 감소로 컨센서스 하회

- 3분기 연결 영업이익 649억원 추정 - 컨센서스 920억원보다 29% 낮음
- 주식 연유와 건설 비수기가 겹쳐 별도 판매량은 2분기 대비 약 10% 감소 추정
- 판매는 원료 가격 상승의 시차 반영과 원화 강세로 스프레드 축소, 봉형강은 판가 상승·철스크랩 보합으로 스프레드 확대
- 4분기 영업이익 1,301억원 추정 - 판매량 회복과 자동차강판·조선용 후판 인상분 반영

2027년: 원가 하락으로 2배 증익, 회복 폭은 컨센서스보다 작음

- 2027년 영업이익 약 5,400억원(2026E 2,683억원의 2배), 컨센서스 6,431억원보다 16% 낮음
- 기본 전망은 판가가 원화 기준 중국 열연 하락을 일부 따르는 경로, 컨센서스는 반덤핑 뒤 국산-중국 열연 가격 차가 유지되는 경로에 가까움
- 국산-중국 열연 가격 차 유지로 판가 하락이 제한되는 상단 경로는 약 7,100억원, 2026년 3분기 같은 물량 부진이 이어지는 경로는 약 3,300억원
- 산업용 전기요금 지역별 인하는 설계안대로면 연 약 410억~680억원 절감, 기본 전망에는 하단 반영

투자의견 Buy, 목표주가 43,000원 유지

- 선행 P/B 0.18배는 2015년 이후 하위 11%로 장기 평균 ROE(2.8%) 기준 하단(0.20~0.22배) 아래, 2027년 ROE 회복 폭만큼 재평가 여지
- 컨센서스 하향은 2027년 상반기까지 이어질 전망이나 주가는 먼저 바닥을 치날 가능성 - P/B 0.18배에서 분할 매수

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	23,226	22,733	23,381	23,342	23,575
영업이익	159	219	268	540	653
EBITDA	1,870	1,981	1,940	2,207	2,308
지배주주순이익	-12	-7	25	236	312
EPS	-87	-52	187	1,792	2,372
순차입금	8,258	7,769	9,111	8,669	8,341
PER	-302.0	-507.4	140.5	14.7	11.1
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	6.3	5.7	6.5	5.5	5.1
배당수익률(%)	2.9	1.9	1.9	1.9	1.9
ROE	-0.1	0.0	0.1	1.2	1.5

자료: 에프앤가이드, 한화투자증권 리서치센터



현대제철 (004020) 원가 하락으로 이익 2배, 컨센 하향은 불가피

[한화리서치센터]

실적 추정(연결)											
(십억 원, %, % YoY)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	5,740	6,107	5,638.4	5,895	5,848	6,122	5,559.5	5,813	22,733	23,381	23,342
현대제철(별도)	4,474	4,838	4,440.3	4,709	4,605	4,819	4,378.1	4,643	17,800	18,462	18,445
판재류	3,182	3,347	3,082.2	3,285	3,236	3,288	3,018.6	3,195	12,451	12,895	12,738
봉형강류	1,293	1,491	1,358	1,425	1,369	1,531	1,360	1,448	5,350	5,567	5,707
자회사	1,265	1,269	1,198	1,186	1,243	1,303	1,181	1,169	4,933	4,919	4,897
영업이익	16	58	64.9	130	138	178	53.1	171	219	268	540
영업이익률	0.3%	0.9%	1.2%	2.2%	2.4%	2.9%	1.0%	2.9%	1.0%	1.1%	2.3%
현대제철(별도)	-72	11	18	100	107	139	18	136	89	57	400
영업이익률	-1.6%	0.2%	0.4%	2.1%	2.3%	2.9%	0.4%	2.9%	0.5%	0.3%	2.2%
자회사	88	47	47	30	31	39	35	35	130	211	141
영업이익률	7.0%	3.7%	3.9%	2.5%	2.5%	3.0%	3.0%	3.0%	2.6%	4.3%	2.9%

자료: 한화투자증권 리서치센터



전력기기 김예인
yein.kim@hanwha.com
3772-8420

XIII

전력기기

한번 더 Jump Up

Summary

1. 2026년 리뷰 및 2027년 전망

- ❖ 5월까지 이어진 강세, AI 전력 수요 불확실성에 조정
- ❖ 수주잔고 기반 성장 지속

2. AI DC를 둘러싼 우려

- ❖ DC 수요가 둔화되고 있나?
- ❖ 전력 설비 투자가 축소될까?
- ❖ BTM vs FTM

3. 2027년 관전 포인트

- ❖ 수익성: 교부가 제품 Mix 효과 본격화
- ❖ 외형: 예정보다 빨라지는 증설
- ❖ 신규 동력: 800VDC 아키텍처 도래

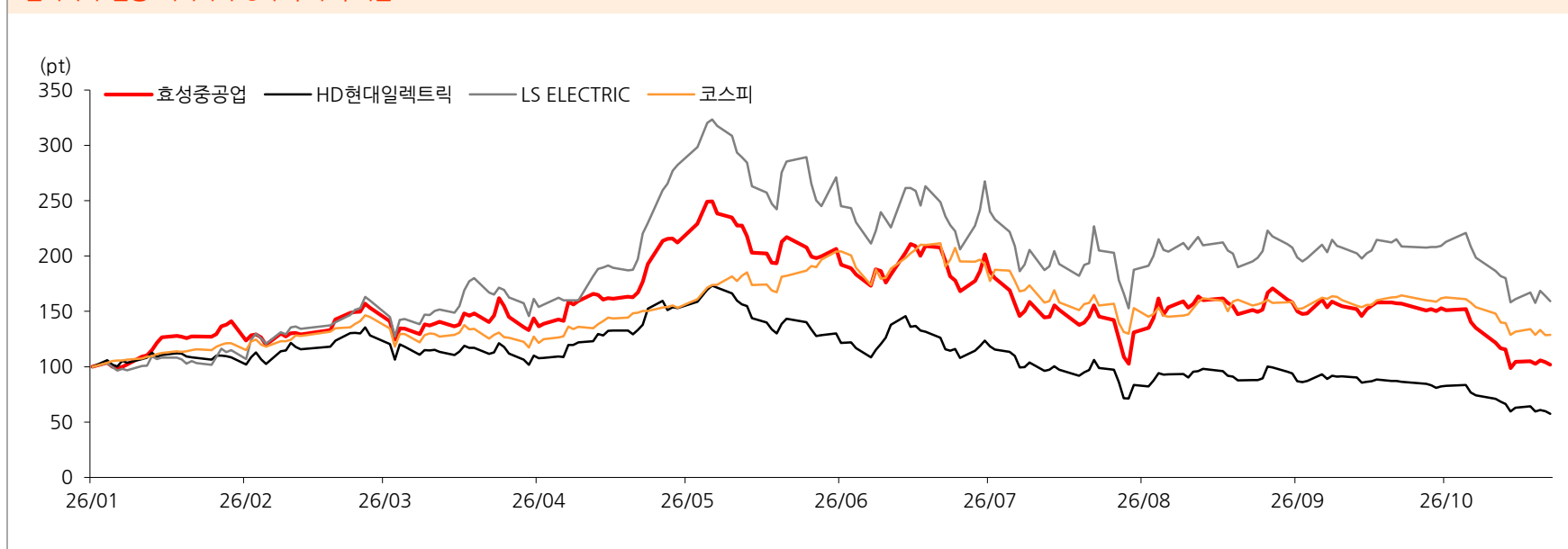


2026년 리뷰 5월까지 이어진 강세, AI 전력 수요 불확실성에 조정

[한화리서치센터]

- ❖ 국내 주요 전력기기 3사(효성중공업, HD현대일렉트릭, LS ELECTRIC)의 평균 YTD 수익률은 +6.1%를 기록하면서 KOSPI(+28.8%)를 22.7%p 하회
 - LS ELECTRIC이 +59.3% 상승한 반면, 효성중공업과 HD현대일렉트릭이 +1.7%와 -42.6%의 수익률을 기록하며 종목별 차별화
- ❖ 상반기에는 AI 데이터센터 투자 확대와 북미 전력망 교체에 따른 구조적 수요 성장 기대로 가파르게 주가 상승했으나, 5월 이후 밸류에이션 부담과 차익실현, AI 인프라 투자 기대에 대한 눈높이 조정, 신규 모멘텀 부재 등이 맞물리며 조정 국면에 진입
- ❖ 현재 연초 수준까지 하락한 주가는 전력 수요 증가, 노후 전력망 교체 등 기존의 구조적 성장 요인마저 상당 부분 반납한 상황으로 펀더멘털 대비 과도한 조정 구간에 진입한 것으로 판단

전력기기 업종 커버리지 3사 주가 수익률



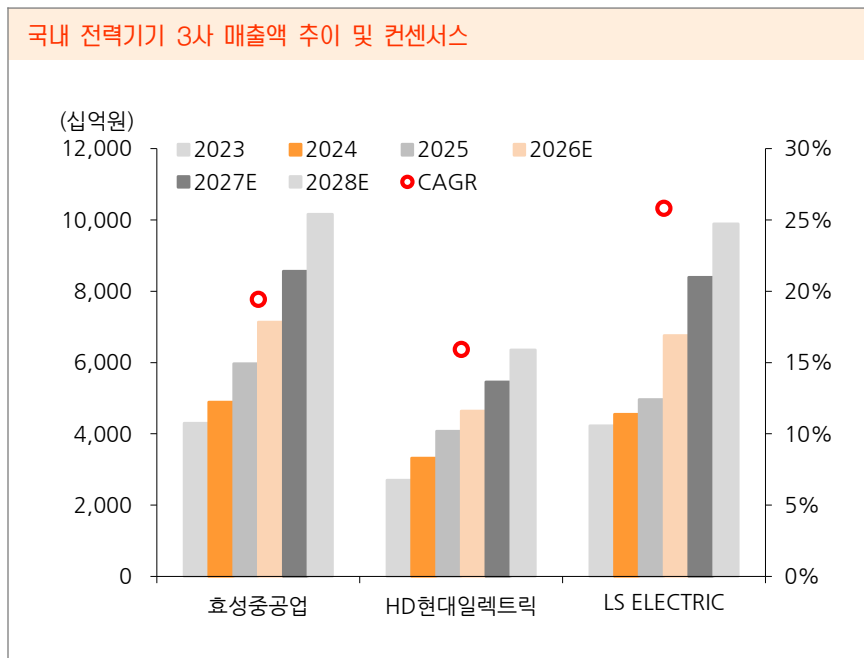
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



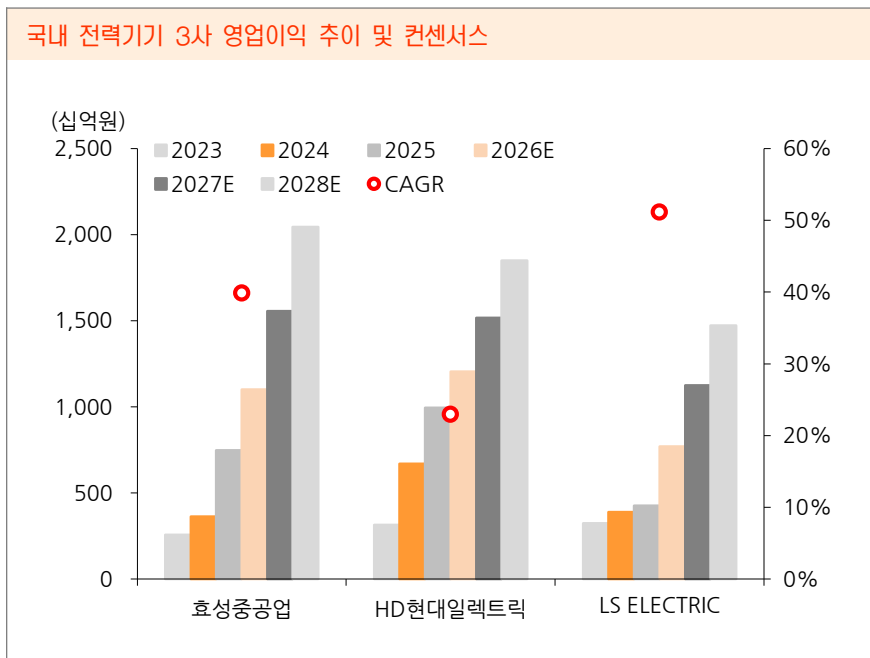
2027년 전망 수주잔고 기반 성장 지속

[한화리서치센터]

- ❖ 전력기기 업체들의 2027년 실적은 장기간에 걸쳐 확보한 수주잔고를 기반으로 성장세 이어갈 전망
 - 데이터센터 투자 둔화 등 중장기 수요에 대한 우려가 주가에 반영되고 있으나, 실적 컨센서스의 하향 조정으로 이어질 수준은 아님
- ❖ 향후 관건은 중장기 실적 방향성 자체 보다 기존 수주잔고의 차질 없는 매출 전환과 신규 수주 증가세의 지속 여부

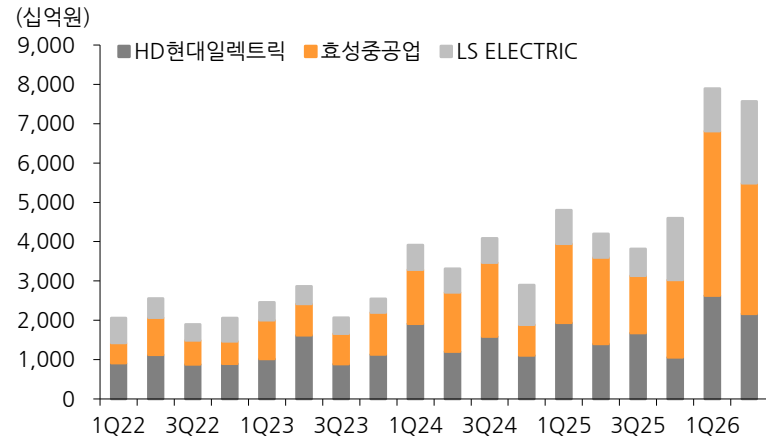


자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



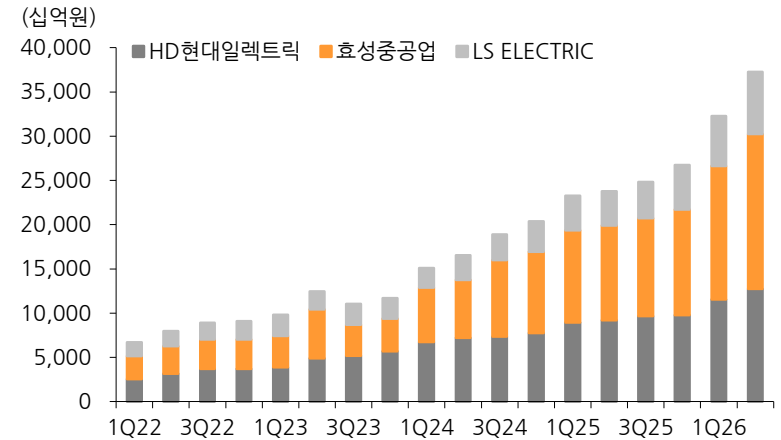
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

커버리지 3사 합산 신규수주 추이



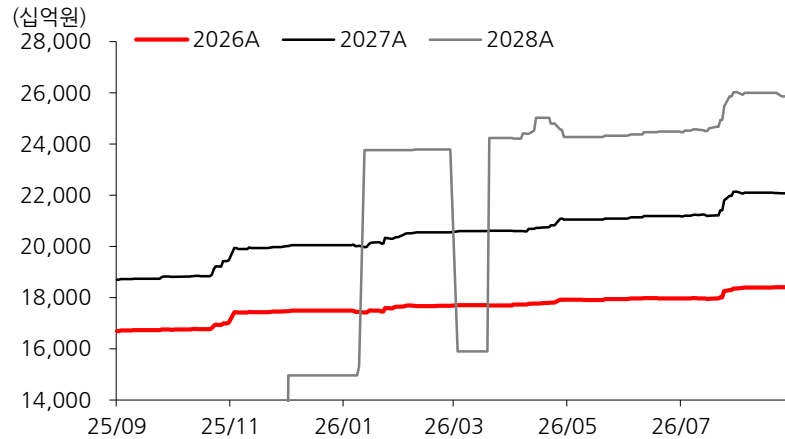
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

커버리지 3사 합산 수주잔고 추이



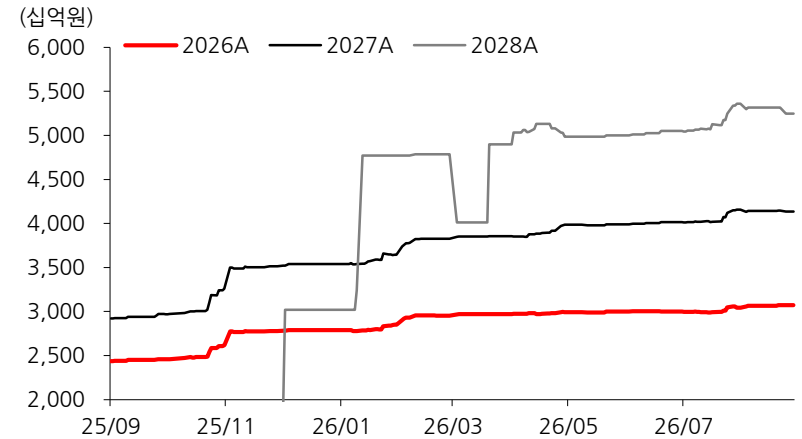
자료: 한화투자증권 리서치센터

커버리지 3사 합산 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

커버리지 3사 합산 영업이익 컨센서스 추이



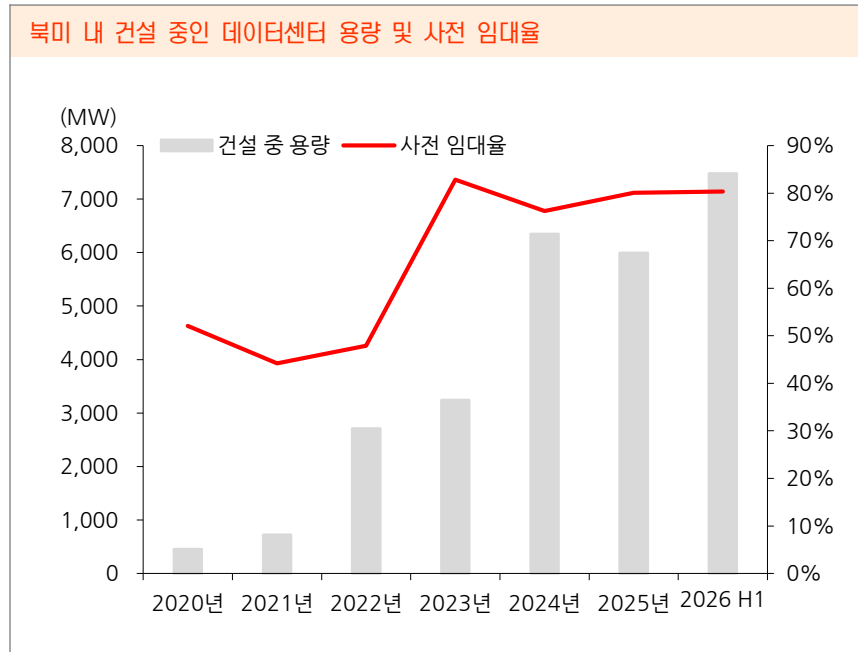
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터



AI DC를 둘러싼 우려 DC 수요가 둔화되고 있나?

[한화리서치센터]

- ❖ 최근 미국에서는 데이터센터 전력 수요 신청의 과대 추정 가능성이 부각되며 프로젝트 취소와 인허가 지연 사례가 발생
- ❖ 다만 일부 취소·지연 사례로 데이터센터 시장의 수요 둔화를 판단하기는 어려움
 - 2026년 상반기 북미 데이터센터 건설 중 용량은 7.5GW로 전년 동기 대비 24.8% 증가하며 사상 최대 기록
 - 건설 중 용량의 80.4%가 사전 임대됐으며, 공실률도 1.4%로 낮은 수준을 유지. 공급 확대에도 실제 임대 수요가 신규 공급을 흡수하고 있음을 시사
- ❖ 최근 취소·지연은 데이터센터 수요 둔화보다는 초기 개발 단계에서 계획된 수요의 실현 가능성을 재검증하는 과정
 - 특히 계통 연결 지연은 데이터센터 가동 시점을 늦추는 요인이나, 동시에 전력 공급 병목 해소를 위한 발전·송배전 인프라 확충의 중요성을 부각



자료: CBRE, 한화투자증권 리서치센터

미국 데이터센터 프로젝트 지연·취소 사례 및 주요 원인		
날짜	상세 내용	지연 또는 취소 원인
2026.03	뉴멕시코 Oracle Project Jupiter(2.5GW) 인허가 제약 - 데이터센터에 전력을 공급할 약 2.5GW의 천연가스 연료전지 기반 마이크로그리드와 가스 파이프라인의 인허가 거부	자체 발전·연료 공급 인프라 제약
2026.04	미네소타주 Nobles County 데이터센터(400MW) 사업 거부 - 농업 중심 지역의 토지 이용 변화에 대한 우려와 주민 반대 - 다른 지역으로의 이전 가능성 검토	입지·지역사회 수용성 문제
2026.09	텍사스주: 신규 대규모 전력 접속 신청 동결 및 전수 점검 - 텍사스의 대규모 전력 수요 접속 신청 2023년 약 48GW → 2026년 474GW 이상으로 급증 - 신청 규모와 실현 가능성 재검증 위해 신규 접속 절차를 보류	전력 수요·계통 접속 심사 강화
2026.09	네바다주 Townsite 데이터센터(167MW) 승인 정지 - 기존 사업의 환경평가를 그대로 활용한 것이 문제시. 사업의 경제성에 따른 취소가 아니라 환경 심사 절차에 따른 규제 리스크	인허가·환경 규제 제약
2026.09	텍사스주: 데이터센터 관련 신규 환경 인허가 보류 - Greg Abbott 주지사, 전력망 안정성 점검이 끝날 때까지 신규 데이터센터 관련 허가를 보류하도록 지시	인허가·환경 규제 제약
2026.09	위스콘신 Oracle Project Lighthouse (1.3GW) 심사 지연 - 송전선 인허가 심사가 9월 재접수되면서 절차가 사실상 초기화	송전 인프라 구축 지연

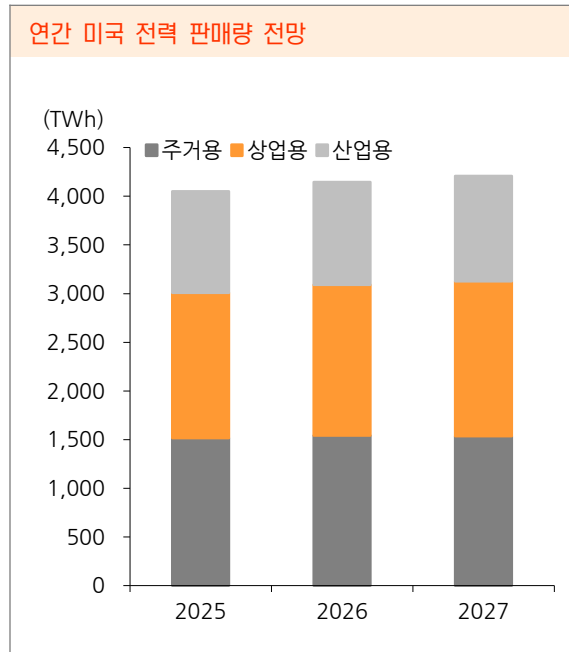
자료: 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터



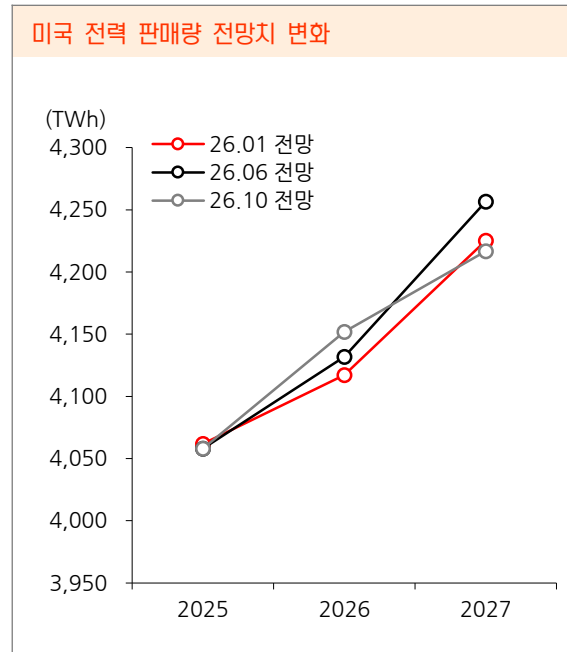
AI DC를 둘러싼 우려 전력 설비 투자가 축소될까?

[한화리서치센터]

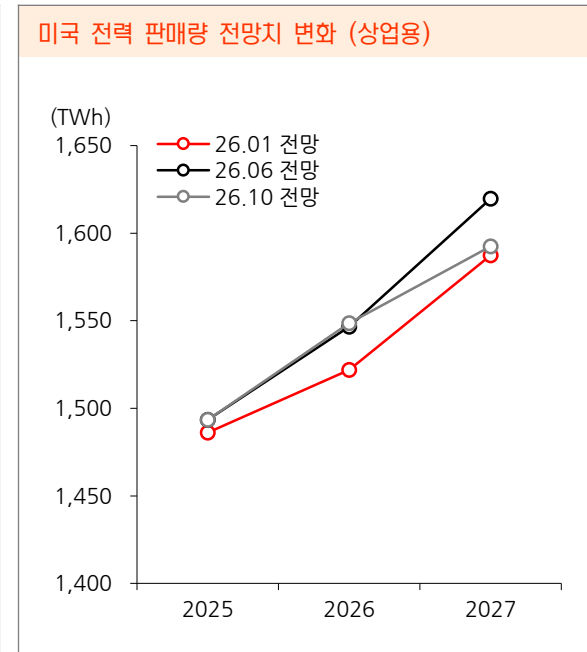
- ❖ 미국 전체 전력 수요 전망은 여전히 증가세
 - EIA의 2026년 10월 단기 전망에 따르면 데이터센터를 포함하는 상업 부문 전력 수요는 2027년에도 증가세를 이어가며 전년 대비 2.8% 증가할 전망. 산업 부문은 2.7% 증가할 것으로 예상
 - 다만 텍사스의 신규 데이터센터 계통 연결 중단 등의 영향으로 West South Central 지역의 전력 판매 전망은 하향 조정
- ❖ 전력 수요 및 전력망 투자는 데이터센터 수요뿐 아니라 노후 전력망 교체, 산업용 전력 수요 증가, 신규 발전원 연계 및 지역 간 전력 공급 불균형 해소 등 다양한 요인에 의해 결정
 - 데이터센터 증설 속도가 둔화하더라도 전력 수요 전망은 상향될 수 있으며, 특히 송전 인프라 확충 필요성에 미치는 영향은 상대적으로 제한적



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

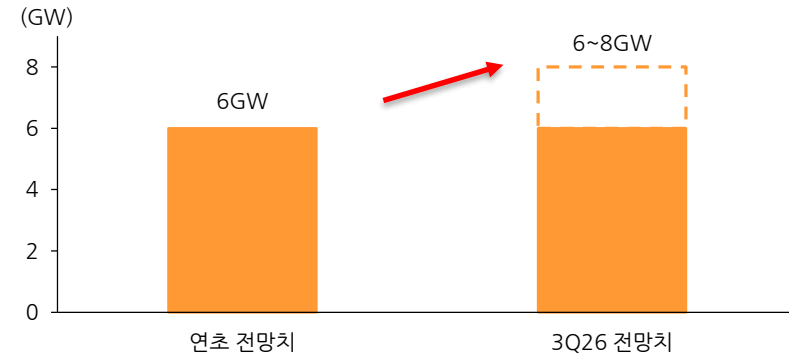


AI DC를 둘러싼 우려 전력 설비 투자가 축소될까?

[한화리서치센터]

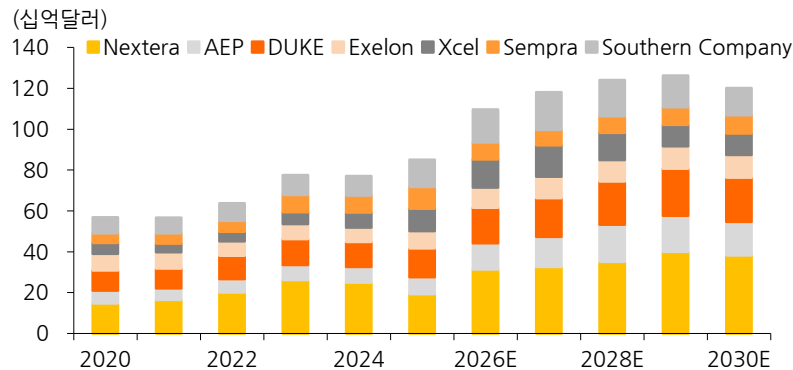
- ❖ 유틸리티와 빅테크의 투자 계획은 확대 기조를 유지
 - NextEra Energy, 플로리다 전력 자회사(FPL)의 대규모 부하 장기전망을 2032년까지 기존 6GW에서 8GW로 상향
 - Meta, 연간 CapEx 가이드를 기존 1,300억~1,450억 달러에서 1,350억~1,450억달러로 조정해 하단을 50억달러 상향
- ❖ 중장기 투자 계획은 전력기기 업체의 장기 공급 계약으로도 확인됨
 - LS ELECTRIC은 지난 10월, 북미 데이터센터 345kV급 초고압 변압기 2030년까지 납품하는 계약 체결
 - HD현대일렉트릭은 지난 7월, 북미 데이터센터용 배전·전력기기를 최대 1조1,212억원 규모로 공급하는 장기 기본계약을 체결

NextEra Energy, 장기 전력 부하 전망 상향 (~2032)



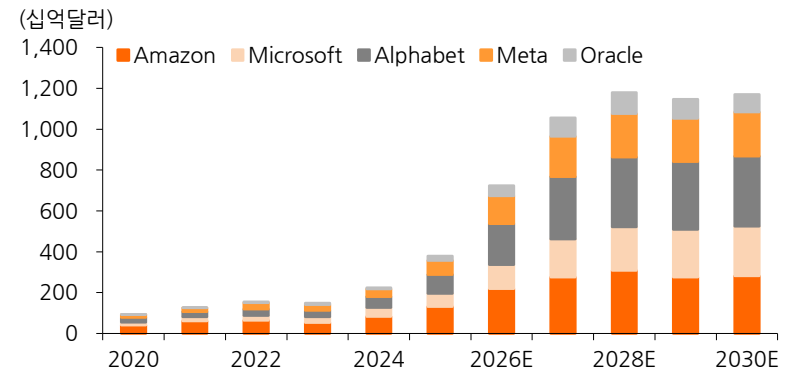
자료: NextEra Energy, 한화투자증권 리서치센터

미국 주요 유틸리티 업체 CapEx 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

주요 빅테크 기업 CapEx 추이 및 전망



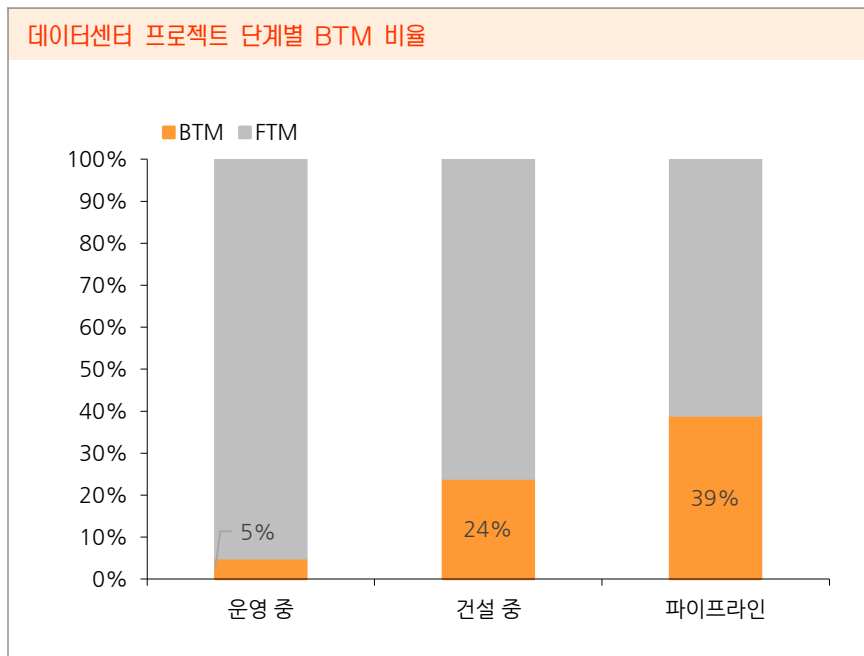
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



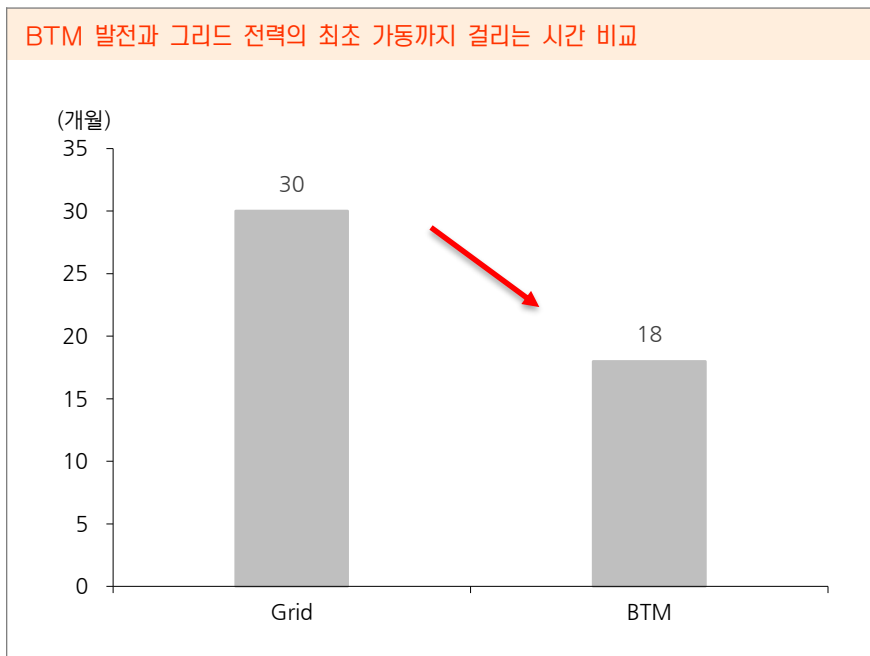
AI DC를 둘러싼 우려 BTM vs FTM

[한화리서치센터]

- ❖ 데이터센터 전력 수요 급증과 전력망 연결 지연으로 BTM 발전이 대안으로 부상
 - BTM (Behind-the-Meter): 전력을 사용하는 데이터센터 등 수요자 측에 발전설비를 설치해 전력을 직접 공급하는 방식
 - FTM (Front-of-the-Meter): 발전소에서 생산한 전력을 송전망·배전망을 통해 전력 수요처에 공급하는 방식
- ❖ 그리드 연결을 기다리는 대신 자체 발전설비를 활용해 전력을 조달함으로써 데이터센터 가동 시점을 앞당기려는 움직임
 - BTM은 그리드 기반 대비 첫 가동까지 걸리는 기간을 약 12개월 단축 가능한 것으로 추산



주: 2026년 7월 기준
자료: Bernstein, 한화투자증권 리서치센터



자료: Carnegie Endowment, 한화투자증권 리서치센터

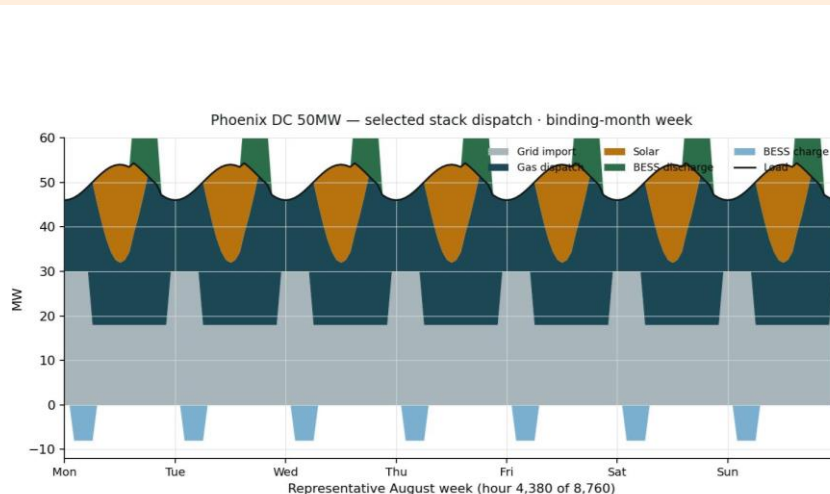


AI DC를 둘러싼 우려 BTM vs FTM

[한화리서치센터]

- ❖ BTM 확대만으로 FTM 수요 감소를 단정하기는 어려움
- ❖ BTM은 그리드 공급 지연 시 초기 가동을 앞당길 수 있지만, 프로젝트별로 그리드와의 병행 여부 및 장기 전력 조달 방식이 다름
 - 대규모 데이터센터의 전력 수요를 자체 발전만으로 장기간 충당하는 데는 비용과 설비 규모 측면의 제약이 있어, BTM 도입 이후에도 그리드 전력과 송전·변전 인프라 수요가 지속
 - 배전 인프라는 BTM·FTM 방식과 무관하게 데이터센터 내 전력 공급에 필요하며, BTM 설비의 계통 연계 시에도 활용
- ❖ BTM 역할 구분
 - 1) 피크 대응: 전력 수요가 집중되는 시간에 현장 발전이나 배터리를 활용해 그리드에서 끌어오는 전력을 줄임
 - 2) 그리드 접속 전 Bridge 전원: 송전·변전 설비가 완공되기 전에도 데이터센터 가동을 시작하기 위해 자체 발전을 설치
 - 3) 상시 전원: 그리드와 병행하거나 일부 시설에서는 자체 발전이 상시 전력 수요의 상당 부분을 담당

데이터센터 24시간 전력 공급 구성도



자료: 한화투자증권 리서치센터

데이터센터 전력 공급 구조별 비교



자료: 한화투자증권 리서치센터

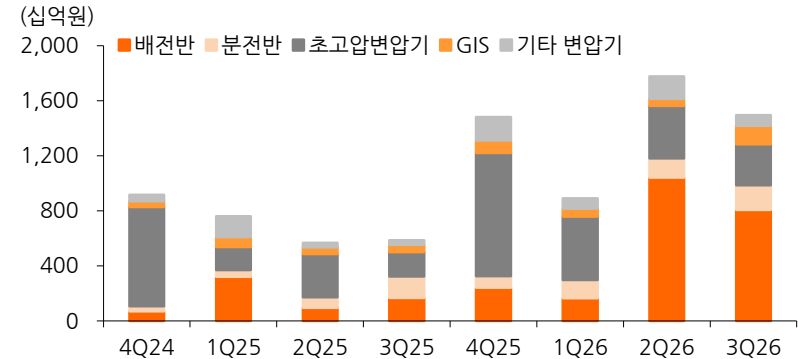


2027 관전 포인트 1) 고부가 제품 Mix 효과 본격화

[한화리서치센터]

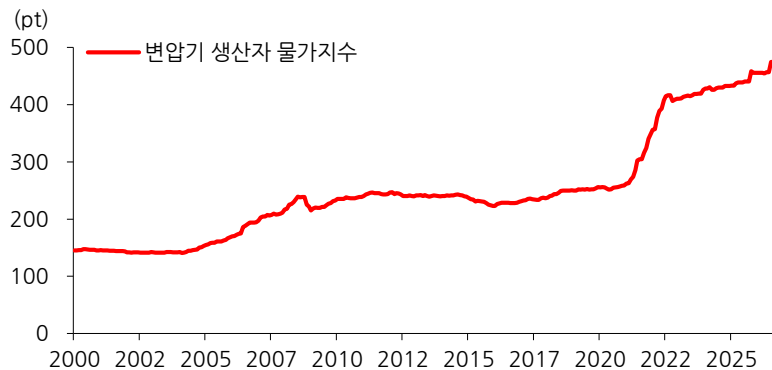
- ❖ 성장 내러티브(데이터센터)가 유효하다는 전제 하에, 올해의 핵심 관전 포인트는 기존 성장 동력의 실적 전환 속도와 신규 성장 기회의 현실화 여부를 점검하는 것
 - 1) 수익성 개선: 고부가 제품 Mix 개선 효과, 2) 외형 성장: 증설 일정 단축, 3) 신규 성장 기회: 800VDC 전환에 주목
- ❖ (송전) 765kV 초고압 변압기 등 고부가 제품의 매출화 본격화로 평균판매단가(ASP) 및 이익률 개선 기대
 - 생산자물가지수(PPI)와 수출단가의 추가적인 상승 가능성
- ❖ (배전) 상대적으로 수익성이 높은 배전반 비중 확대에 따른 제품 Mix 개선 효과 기대

LS ELECTRIC 주요 제품군별 신규수주: 배전반 수주 확대



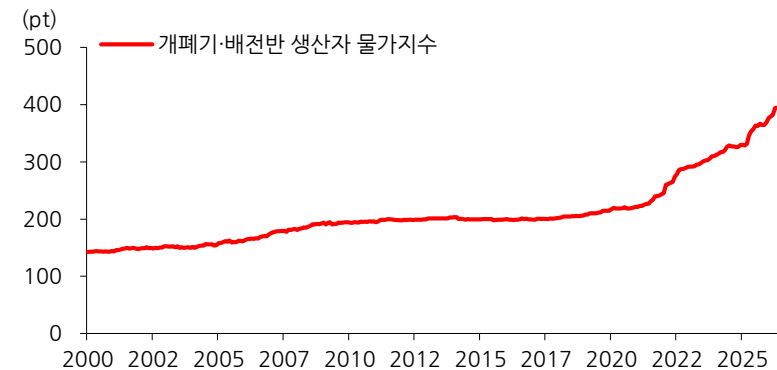
자료: LS ELECTRIC, 한화투자증권 리서치센터

미국 변압기 생산자 물가지수 추이



자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

미국 개폐기·배전반 물가지수 추이



자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터



2027 관전 포인트 2) 예정보다 빨라지는 증설

[한화리서치센터]

- ❖ 증설 일정과 가동률 상승 속도가 기존 계획을 상회하면서 생산능력 확대가 예상보다 빨라지는 추세
 - LS ELECTRIC: 자회사 LS파워솔루션 초고압변압기 및 배전변압기 증설 발표 (매출 CAPA 2천억원 → 6500억원)
 - HD현대일렉트릭: 청주 배전변압기 2단계 투자 결정(매출 CAPA +2500억원) 및 울산 변압기 공장 가동률 100% 조기 달성 목표
- ❖ 생산 병목 해소에 따라 기존 수주잔고의 매출 전환이 가속화되고, 추가 수주 대응 여력도 확대될 전망

국내 전력기기 3사 CAPA 증설에 따른 매출 증대 효과																
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
HD현대일렉트릭																
한국 울산					증설 완료 (+2000억원)											
미국 앨라배마									완공 예정 (+2000억원)							
한국 청주	1차 증설 완료 (+1500억원), '30년말까지 추가 증설(+2500억원)															
효성중공업																
한국 창원	증설 완료(+300억원)				증설 완료 (GIS, +3400억원)				완공 예정 (HVDC 초고압변압기, +6000억원)							
미국 댈러스					1차 완공 예정(변압기 연간 130대 -> 250대, +2억달러)								2차 완공 예정 (+2억달러))			
LS ELECTRIC																
한국 부산	증설 완료(+6000억원)															
LS파워솔루션	인수 완료(+1000억원)								완공 예정(초고압변압기 +2000억원)				(배전반 +2500억원)			
미국 유타									완공예정 (+3000억원)				30년말까지 추가 증설 (+4000억원)			

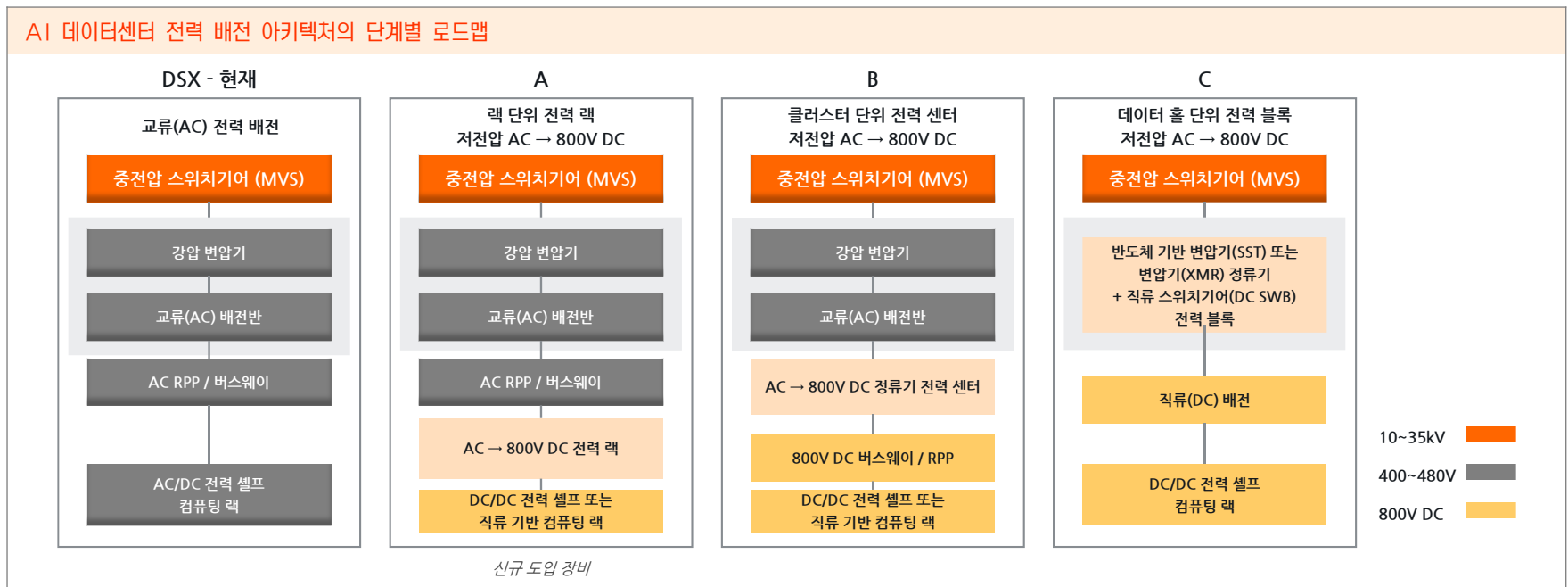
자료: 한화투자증권 리서치센터



2027 관전 포인트 3) 800VDC 아키텍처의 도래

[한화리서치센터]

- ❖ 800VDC: 데이터센터 내부의 전력 배전 전압을 약 800V 직류(DC)로 높이는 차세대 전력 아키텍처
- ❖ AI용 GPU의 전력 소비와 랙당 전력 밀도가 높아지면서 기존 전력 공급 구조의 변환 손실, 배선 및 발열 부담이 확대되는 문제를 해결하고자 도입
- ❖ 기존 구조: 전력망에서 공급받은 AC 전력을 데이터센터 내부에서 DC로 변환하고, 랙·서버 단계에서 다시 낮은 전압으로 변환해 사용
→ 800VDC 구조: 고전압 DC를 랙 인근까지 공급해 전력 전달 과정의 전류와 배선 부담을 줄이고, 전력변환 단계를 간소화하는 방향
- ❖ 기존 데이터센터의 단계적 전환과 신규 데이터센터의 800V DC 도입 병행
 - 기존 데이터센터를 일괄적으로 재구축하기보다는 기존 전력 인프라, 증설 계획 및 목표 전력밀도에 따라 랙(A)·클러스터(B)·데이터 홀(C) 단위의 800V DC 배전 방식을 선택적으로 적용



자료: 한화투자증권 리서치센터



2027 관전 포인트 3) 800VDC 아키텍처의 도래

[한화리서치센터]

- ❖ 주요 필요 장비는 중전압 스위치기어, 변압기 또는 SST, AC/DC 정류기, DC 스위치기어·차단기, DC 버스웨이 및 케이블 등
 - 기존 AC 기반 설비를 활용하는 초기에는 변압기·AC 배전반·AC 버스웨이 등을 유지하면서 랙 또는 클러스터 단위의 전력 변환 장비를 추가하는 하이브리드 방식이 가능
- ❖ SST(Solid-State Transformer: 고주파 전력변환 회로와 반도체 소자를 활용해 전압을 변환하는 장치로, 기존 철심·권선 기반 변압기와 달리 전력의 변환·제어 기능을 통합. 향후 데이터센터 전력 아키텍처 변화에 따른 신규 장비 시장으로 부상할 가능성
- ❖ NVIDIA는 차세대 1MW급 랙을 지원하기 위한 800V DC 인프라의 본격적인 생산·도입 시점을 2027년으로 제시
 - 다만 초기 800V DC 도입은 기존 변압기와 정류기 조합으로도 가능해 DC 배전 시장의 성장과 SST 시장의 성장은 구분할 필요
 - SST를 포함한 중전압 직류 변환 설비의 본격적인 시장 개화 시기는 2028년 이후로 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

국내 전력기기 3사의 배전·전력변환 솔루션 현황	
기업명	상세 현황
LS ELECTRIC	LVDC: SST, SSCB(반도체 차단기), DC MCCB, DC ACB 등 MVDC: MMC Valve, C&P 등 HVDC: 컨버터 변압기, Valve 등 (GEV 협력)
효성중공업	SST, HVDC 솔루션(독자 개발)
HD현대일렉트릭	SST, DC 배전시스템 및 HVDC 솔루션(히타치 협력)

자료: 한화투자증권 리서치센터



투자전략 및 Valuation

[한화리서치센터]

- ❖ 주된 성장 내러티브(데이터센터)가 유효하다는 전제 하에, 추가적인 반등 위해서는 핵심 관전 포인트인 기존 성장 동력의 실적 전환 속도와 신규 성장 기회의 현실화 여부를 확인 필요
 - 1) 수익성 개선: 고부가 제품 Mix 개선 효과, 2) 외형 성장: 증설 일정 단축, 3) 신규 성장 기회: 800VDC 전환에 주목
- ❖ 전력기기 업종 투자의견 긍정적(Positive) 유지
 - 수주 확대 및 기확보한 수주의 매출 전환이 원활하게 진행되고, 차세대 데이터센터 전력 아키텍처인 800VDC 생태계에 성공적으로 진입할 수 있는 업체 선호
 - 최선호주 LS ELECTRIC, 차선호주 효성중공업 제시

커비리지 종목 투자의견과 목표주가									
기업명	투자의견	시가총액 (십억원)	목표주가 (원)	투자의견 변경	현재주가 (원)	상승여력 (%)	26E P/E	27E P/E	27E 영업이익 성장률(%)
LS ELECTRIC	Buy	22,935	260,000	유지	152,600	70%	42.1	28.5	47.9
효성중공업	Buy	17,278	4,500,000	유지	1,847,000	143%	23.2	16.6	39.3
HD현대일렉트릭	Buy	16,113	1,000,000	유지	449,000	124%	18.5	15.6	18.6

주: 10월 26일 종가 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정





LS ELECTRIC (010120) 닫히지 않은 성장판

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 260,000원

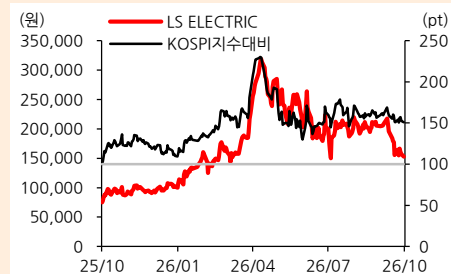
Stock Data

현재 주가(10/26)	152,900원
상승여력	▲ 70.%
시가총액	229,350억원
발행주식수	150,000천주
52주 최고가/최저가	318,500/73,700원
90일 일평균 거래대금	1,152.18억원
외국인 지분율	18.5%

주주 구성

LS (외 11인)	48.5%
국민연금공단 (외 1인)	8.8%
자사주 (외 1인)	0.8%

Stock Price



3Q26 Review: 영업이익 2335억 원, 컨센서스 상회

- 3분기 실적은 매출 1조 8778억 원(YoY +54.4%), 영업이익 2335억 원(YoY +131.7%, OPM 12.4%) 기록
- 전력기기 부문은 유럽·동남아 원가 상승분의 평가 전가 지연으로 수익성 개선이 제한됐으나 10월부터 평가 인상 효과가 적용될 예정
- 전력인프라 부문은 배전반과 초고압 변압기 매출 확대에 관세 환급금 효과가 더해지며 OPM 17.1%를 기록. 관세 환급금 제외하고 도 QoQ로 수익성 개선 흐름 지속되는 것으로 추정

수주 확대와 빠른 매출 전환, 증설 통한 추가 성장이라는 선순환

- AI 투자 지속성에 대한 우려가 확산되고 있으나, 실제 수주 강도에서는 둔화 조짐이 확인되지 않음. 3Q 누적 신규수주에 4.8조원에 기공시된 4Q 수주 약 3500억원 확보. 연간 수주 가이던스(6.0~6.5조 원) 상단을 넘어설 가능성 높음
- LS파워솔루션 증설: 초고압변압기 Capa 1천억원 → 3천억원(2H27), 배전변압기 Capa 1천억원 → 3500억원(2H28)
- 투자 의견 BUY와 목표주가 260,000원 유지하며 업종 내 최선호주로 제시. 고객군과 제품 라인업이 확대되고 있으며, 적극적 증설은 성장을 가속화. 구조적 성장 동력이 유요한 가운데, 최근 업종 전반의 주가 조정으로 밸류에이션 부담은 완화됨

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	4,552	4,966	6,764	8,316	9,494
영업이익	390	426	788	1,150	1,516
EBITDA	503	559	939	1,323	1,715
지배주주순이익	239	287	544	804	1,074
EPS	1,591	1,911	3,633	5,372	7,172
순차입금	749	695	795	537	-29
PER	96.1	80.0	42.1	28.5	21.3
PBR	2.5	2.2	9.0	7.0	5.4
EV/EBITDA	47.0	42.3	25.3	17.7	13.4
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	13.4	14.7	23.6	27.8	28.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



LS ELECTRIC (010120) 달하지 않은 성장판

[한화리서치센터]

실적 추정											
(십억 원, %, % YoY)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	1377	1577	1878	1933	1963	1964	2081	2308	4966	6764	8316
전력기기	268	292	306	323	310	338	354	374	947	1188	1377
전력인프라	643	725	892	955	1050	957	1036	1187	1911	3215	4230
자동차	82	98	86	87	87	104	90	92	334	353	372
신재생	48	75	95	69	56	57	83	73	271	286	270
자회사 및 연결조정	336	388	449	499	459	508	518	582	1500	1672	2068
영업이익	127	179	234	250	248	245	317	340	426	788	1150
전력기기	36	45	44	54	55	59	62	65	177	180	242
전력인프라	78	93	153	131	154	148	166	199	202	454	666
자동차	3	9	6	6	9	9	6	7	9.5	25	31
신재생	-9	-1	-3	0	0	0	-3	1	-26	-13	-2
자회사 및 연결조정	18	32	34	59	31	29	86	67	65	143	213
세전이익	154	157	194	225	258	234	296	319	410	731	1107
순이익	121	119	141	164	187	170	215	232	284	545	804
YoY											
매출액	41%	32%	67%	43%	45%	22%	13%	20%	9%	36%	23%
영업이익	45%	64%	132%	93%	96%	37%	36%	36%	9.4%	84.9%	45.9%
순이익	80%	76%	114%	95%	55%	43%	53%	41%	17%	92%	48%
이익률											
매출총이익	21.3%	21.5%	24.3%	24.8%	24.7%	24.4%	27.0%	26.5%	21.2%	23.2%	25.7%
영업이익	9.2%	11.3%	12.4%	12.9%	12.7%	12.5%	15.2%	14.7%	8.6%	11.7%	13.8%
순이익	8.8%	7.5%	7.5%	8.5%	9.6%	8.6%	10.4%	10.0%	5.7%	8.1%	9.7%

자료: 한화투자증권 리서치센터



효성중공업 (298040) 일회성은 지나가고

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 4,500,000원

Stock Data

현재 주가(10/26)	1,853,000원
상승여력	▲ 142.8%
시가총액	172,784억원
발행주식수	9,325천주
52주 최고가/최저가	4,601,000 / 1,757,000원
90일 일평균 거래대금	1,252.64억원
외국인 지분율	25.3%

주주 구성

효성 (외 12인)	44.0%
국민연금공단 (외 1인)	10.0%
자사주 (외 1인)	0.1%

Stock Price



3Q26 Preview: 영업이익 2920억 원, 컨센서스 하회 추정

- 중동항 물량 이연과 고객사 요청에 따른 인도시기 조정으로 동사의 3Q26 실적은 시장 기대치를 하회할 것으로 예상
- 중공업 부문 OPM 21.3%로 전망. 계약 시점부터 매출 인식 시점까지 환해지를 적용하고 있어, 원/달러 환율 하락이 영업 손익에 미치는 영향은 제한적
- 건설 부문에 대한 특이사항은 없는 것으로 파악

765kV 매출 본격화와 미국 현지 생산 확대가 성장 견인

- 단기 실적 변동에도 북미향 고마진 제품의 매출 확대와 생산능력 증설에 기반한 동사의 중장기 성장성은 불변
- '27년부터는 765kV 초고압 제품의 매출 기여가 본격화되며 외형 성장과 수익성 향상이 이어질 것으로 예상
- 투자 의견 BUY와 목표주가 4,500,000원을 유지. 일회성 요인은 연내 해소될 것으로 가정해, 연간 실적 성장세는 지속될 것으로 예상

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	4,895	5,969	7,168	8,460	9,485
영업이익	362	747	1,155	1,552	1,871
EBITDA	435	833	1,252	1,650	1,973
지배주주순이익	223	520	745	1,038	1,273
EPS	23,876	55,755	80,036	111,474	136,698
순차입금	729	598	222	-801	-1,625
PER	77.6	33.2	23.2	16.6	13.6
PBR	9.1	7.3	5.7	4.3	3.3
EV/EBITDA	41.4	21.5	14.0	10.0	7.9
배당수익률 (%)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	14.9	24.4	27.7	29.6	27.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



효성중공업 (298040) 일회성은 지나가고

[한화리서치센터]

실적 추정											
(십억 원, %, % YoY)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	1358	1687	1728	2395	1949	2109	2180	2223	5969	7168	8460
중공업	881	1137	1229	1862	1415	1574	1660	1668	4148	5109	6317
건설	477	549	499	533	533	534	520	555	1816	2057	2143
영업이익	152	264	292	446	330	392	420	411	747	1155	1552
중공업	118	230	262	410	297	361	389	377	699	1020	1423
건설	34	34	30	36	33	31	31	34	48	135	129
세전이익	129	237	269	397	324	354	397	350	626	1032	1425
순이익	87	173	196	289	236	258	289	255	520	745	1038
YoY											
매출액	26%	11%	6%	37%	43%	25%	26%	-7%	22%	20.1%	18%
영업이익	49%	61%	33%	71%	117%	48%	44%	-8%	106%	54.6%	34%
순이익	-15%	87%	31%	65%	171%	49%	47%	-12%	67%	19%	13%
이익률											
매출총이익	19.9%	23.7%	24.9%	26.7%	25.1%	26.6%	27.3%	26.6%	21.0%	24.2%	26.4%
영업이익	11.2%	15.7%	16.9%	18.6%	16.9%	18.6%	19.3%	18.5%	12.5%	16.1%	18.3%
순이익	6.4%	10.2%	11.4%	12.1%	12.1%	12.2%	13.3%	11.5%	8.7%	10.4%	12.3%

자료: 한화투자증권 리서치센터

Compliance Notices

Compliance Notice

(공표일: 2026년 10월 27일)

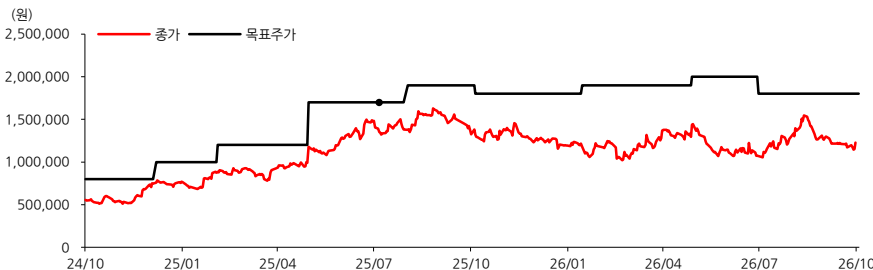
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 송유림, 김도아, 김성래, 한유정, 이진협, 박수영, 권지우, 박준영, 채운샘, 김예인, 김나우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

한화에어로스페이스, 한화손해보험, 한화생명은 당사와 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 계열회사 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

삼양식품(003230)



투자의견 변동내역

일 시	2024.11.01	2024.11.04	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.09	2024.12.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	1,000,000
일 시	2024.12.27	2025.01.24	2025.02.06	2025.02.19	2025.02.28	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,200,000	1,200,000	1,200,000
일 시	2025.04.02	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.16	2025.05.30	2025.06.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,200,000	1,200,000	1,200,000	1,700,000	1,700,000	1,700,000
일 시	2025.07.04	2025.07.18	2025.07.25	2025.08.18	2025.08.29	2025.09.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,700,000	1,700,000	1,700,000	1,900,000	1,900,000	1,900,000
일 시	2025.10.21	2025.10.31	2025.11.17	2025.11.20	2025.11.28	2025.12.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000
일 시	2025.12.26	2026.01.20	2026.01.30	2026.02.27	2026.03.18	2026.03.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,800,000	1,800,000	1,900,000	1,900,000	1,900,000	1,900,000
일 시	2026.03.27	2026.04.24	2026.05.14	2026.05.28	2026.05.29	2026.06.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,900,000	1,900,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000
일 시	2026.07.16	2026.07.31	2026.08.18	2026.08.20	2026.08.28	2026.10.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000
일 시	2026.10.27					
투자의견	Buy					
목표가격	1,800,000					

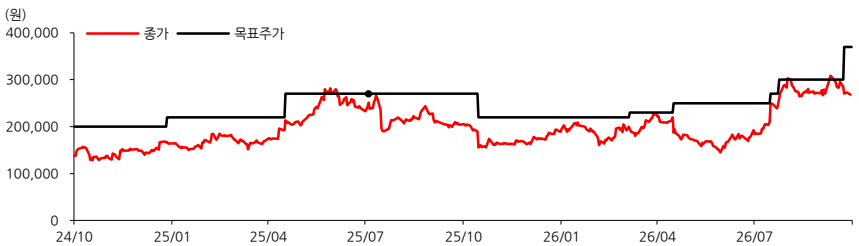
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (삼양식품)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.12.23	Buy	1,000,000	-23.82	-11.40
2025.02.19	Buy	1,200,000	-24.64	-16.75
2025.05.16	Buy	1,700,000	-22.97	-11.65
2025.08.18	Buy	1,900,000	-21.13	-14.21
2025.10.21	Buy	1,800,000	-28.72	-19.11
2026.01.30	Buy	1,900,000	-36.58	-27.53
2026.05.14	Buy	2,000,000	-41.18	-27.80
2026.07.16	Buy	1,800,000		

코스맥스(192820)



투자의견 변동내역

일 시	2024.11.07	2024.11.15	2025.01.23	2025.02.10	2025.04.21	2025.05.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	220,000	220,000	220,000	270,000
일 시	2025.05.30	2025.08.12	2025.10.20	2025.11.11	2026.02.25	2026.03.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	270,000	270,000	270,000	220,000	220,000	220,000
일 시	2026.04.02	2026.05.13	2026.06.01	2026.07.03	2026.08.12	2026.08.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	230,000	250,000	250,000	250,000	270,000	300,000
일 시	2026.09.02	2026.10.20	2026.10.27			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	300,000	370,000	370,000			

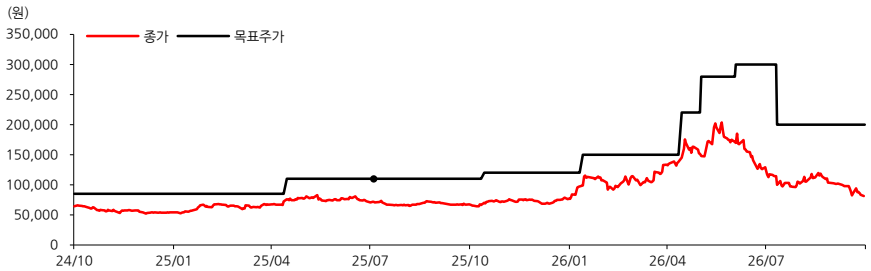
목표주가 변동 내역별 괴리율 (코스맥스)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.01.23	Buy	220,000	-23.14	-10.86
2025.05.14	Buy	270,000	-15.96	4.44
2025.11.11	Buy	220,000	-18.91	-5.00
2026.04.02	Buy	230,000	-10.56	-1.30
2026.05.13	Buy	250,000	-30.11	-17.80
2026.08.11	Buy	270,000	-11.05	-7.59
2026.08.20	Buy	300,000	-6.60	2.83
2026.10.20	Buy	370,000		

Compliance Notices

롯데쇼핑(023530)



투자의견 변동내역

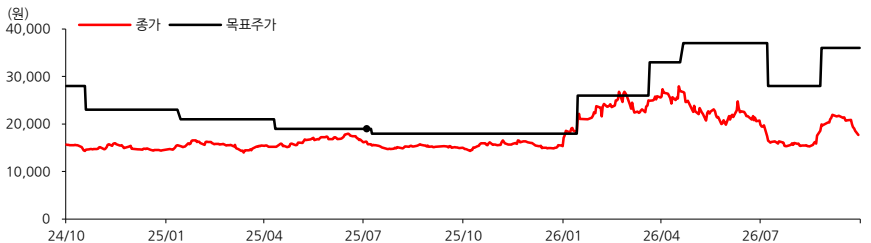
일 시	2016.08.12	2024.11.01	2025.05.12	2025.09.29	2025.10.31	2025.11.10
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		85,000	110,000	110,000	110,000	120,000
일 시	2025.11.19	2025.11.28	2025.12.26	2026.01.06	2026.01.28	2026.01.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
일 시	2026.02.09	2026.02.27	2026.03.11	2026.03.27	2026.03.31	2026.04.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
일 시	2026.05.11	2026.05.29	2026.06.24	2026.06.26	2026.06.30	2026.07.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	280,000	280,000	280,000	300,000	300,000
일 시	2026.07.24	2026.08.07	2026.09.04	2026.09.30	2026.10.06	2026.10.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000

목표주가 변동 내역별 괴리율 (롯데쇼핑)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.05.12	Buy	110,000	-34.82	-24.45
2025.11.10	Buy	120,000	-37.52	-19.17
2026.02.09	Buy	150,000	-25.66	-7.67
2026.05.11	Buy	220,000	-27.85	-20.14
2026.05.29	Buy	280,000	-36.46	-27.32
2026.06.30	Buy	300,000	-53.03	-38.33
2026.08.07	Buy	200,000		

한섬(020000)



투자의견 변동내역

일 시	2024.11.15	2025.02.10	2025.05.08	2025.08.05	2025.11.04	2025.11.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	23,000	21,000	19,000	18,000	18,000	18,000
일 시	2026.02.10	2026.04.17	2026.05.18	2026.05.29	2026.08.04	2026.09.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	26,000	33,000	37,000	37,000	28,000	36,000
일 시	2026.10.27					
투자의견	Buy					
목표가격	36,000					

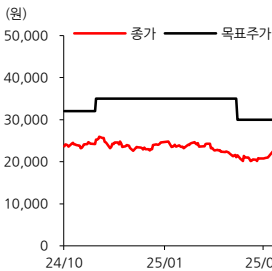
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (한성)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.15	Buy	23,000	-34.91	-30.52
2025.02.10	Buy	21,000	-26.32	-21.00
2025.05.08	Buy	19,000	-12.82	-5.37
2025.08.05	Buy	18,000	-13.39	6.39
2026.02.10	Buy	26,000	-9.72	3.08
2026.04.17	Buy	33,000	-21.89	-15.30
2026.05.18	Buy	37,000	-40.55	-27.84
2026.08.04	Buy	28,000	-43.08	-33.71
2026.09.22	Buy	36,000		

대한항공(003490)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.11.26	2024.11.29	2024.12.11	2024.12.27	2025.01.24
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
일 시	2025.02.10	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.04	2025.04.25	2025.05.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2025.06.27	2025.07.14	2025.07.25	2025.07.30	2025.08.27	2025.08.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2025.09.26	2025.10.31	2025.11.21	2025.12.26	2026.01.16	2026.01.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	27,000	27,000	27,000	27,000
일 시	2026.02.27	2026.03.26	2026.03.27	2026.04.14	2026.10.08	2026.10.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	27,000	32,000	32,000	32,000	43,000	43,000
일 시	2026.10.27					
투자의견	Buy					
목표가격	43,000					

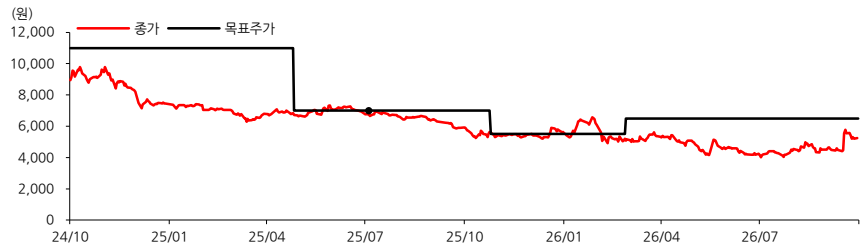
목표주가 변동 내역별 괴리율 (대한항공)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.26	Buy	35,000	-32.44	-25.86
2025.04.04	Buy	30,000	-23.78	-12.50
2025.11.21	Buy	27,000	-12.64	7.22
2026.03.26	Buy	32,000	-16.23	0.00
2026.10.08	Buy	43,000		

Compliance Notices

제주항공(089590)



투자의견 변동내역

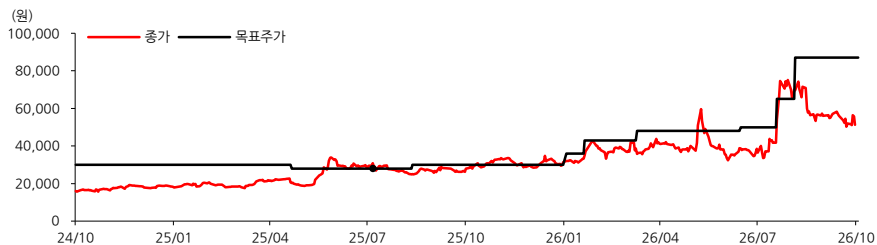
일 시	2025.05.23	2025.11.21	2026.03.26	2026.04.24	2026.10.08	2026.10.27
투자의견	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	7,000	5,500	6,500	6,500	6,500	6,500
일 시						
투자의견						
목표가격						
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (제주항공)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.05.23	Hold	7,000	-6.50	4.71
2025.11.21	Hold	5,500	0.64	-10.45
2026.03.26	Buy	6,500		

NHN(181710)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.11.19	2024.12.04	2025.05.14	2025.09.04	2026.01.26
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		30,000	30,000	28,000	30,000	36,000
일 시	2026.02.12	2026.03.27	2026.04.02	2026.04.24	2026.05.13	2026.05.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	48,000	48,000	48,000	48,000
일 시	2026.05.29	2026.07.08	2026.08.11	2026.08.28	2026.10.08	2026.10.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	48,000	50,000	65,000	87,000	87,000	87,000
일 시						
투자의견						
목표가격						

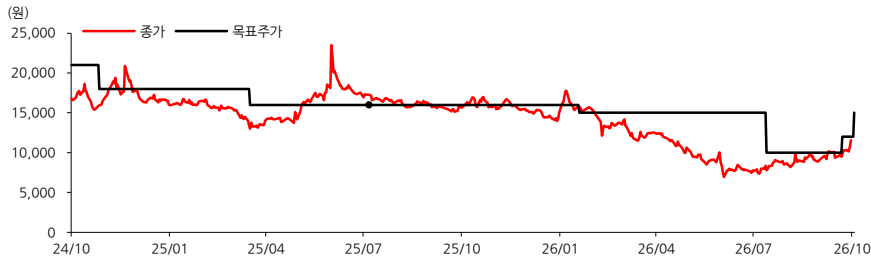
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (NHN)

•괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.05.14	Buy	28,000	-4.81	21.25
2025.09.04	Buy	30,000	-1.77	16.00
2026.01.26	Buy	36,000	-10.90	-7.92
2026.02.12	Buy	43,000	-11.12	-1.40
2026.04.02	Buy	48,000	-17.25	24.17
2026.07.08	Buy	50,000	-23.70	-12.60
2026.08.11	Buy	65,000	5.18	15.69
2026.08.28	Buy	87,000		

카카오게임즈(293490)



투자의견 변동내역

일 시	2024.11.01	2024.11.19	2025.04.09	2025.06.05	2025.10.31	2026.02.11
투자의견	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	21,000	18,000	16,000	16,000	16,000	15,000
일 시	2026.08.05	2026.10.15	2026.10.27			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	10,000	12,000	15,000			
일 시						
투자의견						
목표가격						

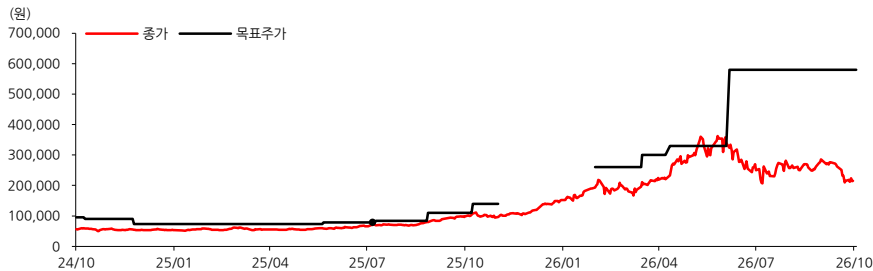
목표주가 변동 내역별 괴리율 (카카오게임즈)

•괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.19	Hold	18,000	-8.24	16.11
2025.04.09	Hold	16,000	0.14	46.88
2026.02.11	Hold	15,000	-27.29	-53.80
2026.08.05	Buy	10,000	-9.25	1.40
2026.10.15	Buy	12,000	-12.92	-3.75
2026.10.27	Buy	15,000		

Compliance Notices

삼성전자(005930)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.11.01	2024.11.05	2024.12.17	2025.01.13	2025.02.03
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		90,000	90,000	73,000	73,000	73,000
일 시	2025.02.21	2025.02.28	2025.04.09	2025.05.02	2025.05.14	2025.06.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	73,000	73,000	73,000	73,000	73,000	79,000
일 시	2025.06.27	2025.07.09	2025.07.25	2025.08.01	2025.08.08	2025.09.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	79,000	79,000	79,000	84,000	84,000	110,000
일 시	2025.09.26	2025.10.15	2025.10.31	2026.02.23	2026.02.23	2026.02.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	140,000	박준영	260,000	260,000
일 시	2026.03.27	2026.04.08	2026.04.24	2026.05.04	2026.05.29	2026.06.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	260,000	300,000	300,000	330,000	330,000	330,000
일 시	2026.06.25	2026.06.26	2026.06.29	2026.07.02	2026.07.07	2026.07.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	330,000	330,000	580,000	580,000	580,000	580,000
일 시	2026.08.28	2026.09.02	2026.09.30	2026.10.06	2026.10.27	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	580,000	580,000	580,000	580,000	580,000	

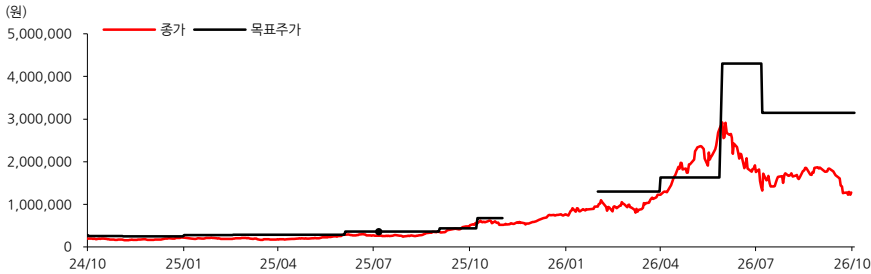
목표주가 변동 내역별 괴리율 (삼성전자)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.01	Buy	90,000	-38.60	-34.78
2024.12.17	Buy	73,000	-23.58	-15.34
2025.06.13	Buy	79,000	-20.08	-8.10
2025.08.01	Buy	84,000	-14.81	-4.17
2025.09.19	Buy	110,000	-15.95	-5.36
2025.10.31	Buy	140,000	-9.27	35.79
2026.02.23	Buy	260,000	-26.75	-16.15
2026.04.08	Buy	300,000	-28.23	-24.67
2026.05.04	Buy	330,000	-6.00	9.85
2026.06.29	Buy	580,000		

Compliance Notices

SK하이닉스(000660)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.05	2024.11.27	2024.11.29
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		260,000	260,000	260,000	250,000	250,000
일 시	2024.12.27	2025.01.13	2025.01.24	2025.02.21	2025.03.12	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	250,000	280,000	280,000	290,000	290,000
일 시	2025.04.03	2025.04.25	2025.05.14	2025.05.30	2025.06.27	2025.07.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	290,000	290,000	290,000	290,000	360,000	360,000
일 시	2025.07.25	2025.08.08	2025.08.29	2025.09.09	2025.09.25	2025.10.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000	440,000	680,000
일 시	2026.02.23	2026.02.23	2026.04.24	2026.06.02	2026.06.22	2026.06.25
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	박준영	1,300,000	1,630,000	1,630,000	4,300,000	4,300,000
일 시	2026.06.29	2026.07.02	2026.07.30	2026.08.20	2026.09.02	2026.10.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	4,300,000	4,300,000	3,150,000	3,150,000	3,150,000	3,150,000

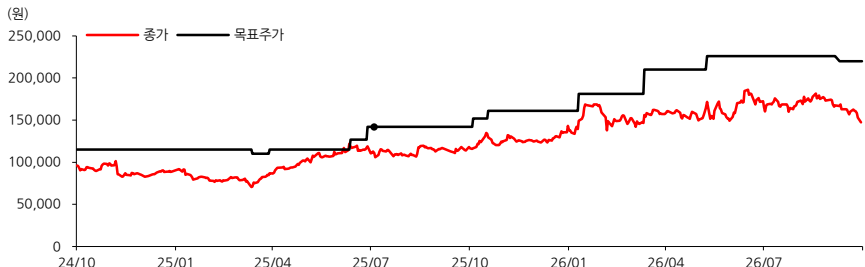
목표주가 변동 내역별 괴리율 (SK하이닉스)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.27	Buy	250,000	-26.47	-9.80
2025.01.24	Buy	280,000	-28.29	-21.07
2025.03.12	Buy	290,000	-29.11	1.03
2025.06.27	Buy	360,000	-21.46	0.28
2025.09.25	Buy	440,000	1.26	29.09
2025.10.31	Buy	680,000	-0.95	39.56
2026.02.23	Buy	1,300,000	-23.64	-5.77
2026.04.24	Buy	1,630,000	20.29	69.57
2026.06.22	Buy	4,300,000	-49.49	-32.12
2026.07.30	Buy	3,150,000		

Compliance Notices

KB금융(105560)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.11.01	2024.11.11	2024.11.29	2024.12.05	2024.12.27
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		115,000	115,000	115,000	115,000	115,000
일 시	2025.01.07	2025.01.24	2025.02.06	2025.03.17	2025.04.09	2025.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	115,000	115,000	115,000	115,000	110,000	115,000
일 시	2025.07.09	2025.07.25	2025.08.29	2025.09.26	2025.10.10	2025.10.31
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	127,000	142,000	142,000	142,000	142,000	152,000
일 시	2025.11.14	2025.12.26	2026.01.07	2026.01.30	2026.02.06	2026.02.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	161,000	161,000	161,000	161,000	181,000	181,000
일 시	2026.03.27	2026.04.08	2026.04.24	2026.05.29	2026.06.05	2026.06.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	181,000	210,000	210,000	210,000	226,000	226,000
일 시	2026.07.09	2026.07.24	2026.07.31	2026.08.28	2026.09.30	2026.10.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	226,000	226,000	226,000	226,000	226,000	220,000
일 시	2026.10.27					
투자의견	Buy					
목표가격	220,000					

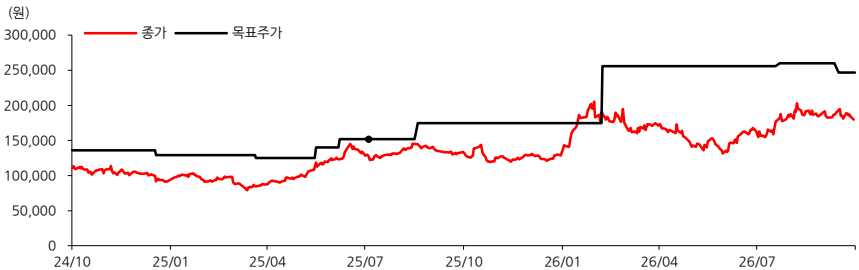
*과리율 산정: 수정주가 적용

목표주가 변동 내역별 과리율 (KB금융)

일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.04.09	Buy	110,000	-27.68	-22.73
2025.04.25	Buy	115,000	-10.73	6.09
2025.07.09	Hold	127,000	-8.50	-5.83
2025.07.25	Buy	142,000	-20.28	-15.77
2025.10.31	Buy	152,000	-17.43	-11.38
2025.11.14	Buy	161,000	-20.23	-11.18
2026.02.06	Buy	181,000	-15.27	-6.74
2026.04.08	Buy	210,000	-25.21	-21.81
2026.06.05	Buy	226,000	-25.35	-17.61
2026.10.06	Buy	220,000		

Compliance Notices

DB손해보험(005830)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.11.01	2024.11.11	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.27
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		136,000	136,000	136,000	136,000	136,000
일 시	2025.01.14	2025.01.20	2025.01.24	2025.02.24	2025.02.25	2025.02.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	129,000	129,000	129,000	129,000	129,000	129,000
일 시	2025.03.13	2025.03.20	2025.03.28	2025.04.17	2025.04.25	2025.05.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	129,000	129,000	129,000	125,000	125,000	125,000
일 시	2025.05.30	2025.06.12	2025.06.27	2025.07.04	2025.07.25	2025.08.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	125,000	140,000	140,000	152,000	152,000	152,000
일 시	2025.08.29	2025.09.15	2025.09.26	2025.10.15	2025.10.31	2026.01.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	152,000	175,000	175,000	175,000	175,000	175,000
일 시	2026.02.27	2026.03.06	2026.03.27	2026.04.01	2026.04.24	2026.05.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	175,000	256,000	256,000	256,000	256,000	256,000
일 시	2026.05.29	2026.06.26	2026.07.07	2026.07.31	2026.08.18	2026.08.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	256,000	256,000	256,000	256,000	260,000	260,000
일 시	2026.08.31	2026.09.30	2026.10.12	2026.10.27		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	260,000	260,000	247,000	247,000		

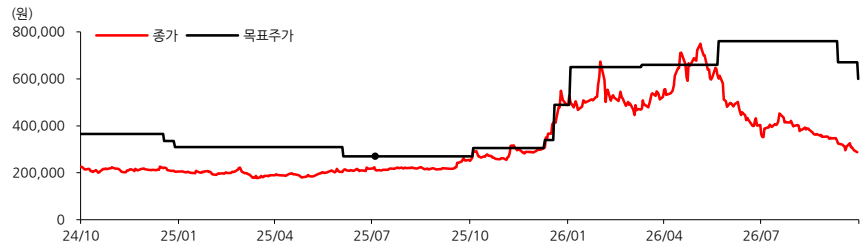
목표주가 변동 내역별 괴리율 (DB손해보험)

•괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.01.14	Buy	129,000	-27.21	-20.00
2025.04.17	Buy	125,000	-23.99	-10.64
2025.06.12	Buy	140,000	-13.98	-10.14
2025.07.04	Buy	152,000	-12.42	-4.28
2025.09.15	Buy	175,000	-20.74	17.43
2026.03.06	Buy	256,000	-37.18	-23.95
2026.08.18	Buy	260,000	-28.03	-21.92
2026.10.12	Buy	247,000		

Compliance Notices

현대차(005380)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2023.11.14	2023.12.04	2024.01.15	2024.04.26	2024.05.07
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		300,000	300,000	280,000	290,000	290,000
일 시	2024.07.04	2024.07.26	2025.01.08	2025.01.14	2025.01.24	2025.06.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	365,000	365,000	365,000	335,000	310,000	310,000
일 시	2025.07.01	2025.10.02	2025.10.31	2026.01.06	2026.01.15	2026.01.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	270,000	270,000	305,000	340,000	490,000	650,000
일 시	2026.04.07	2026.06.18	2026.10.08	2026.10.27		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	660,000	760,000	670,000	600,000		

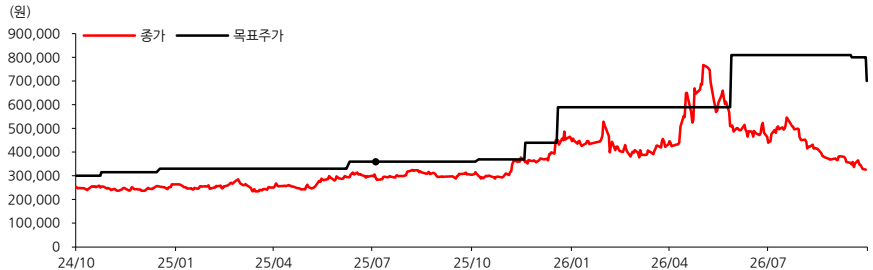
목표주가 변동 내역별 괴리율 (현대차)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.01.14	Buy	335,000	-36.36	-33.73
2025.01.24	Buy	310,000	-36.65	-28.39
2025.07.01	Buy	270,000	-18.15	-1.85
2025.10.31	Buy	305,000	-8.09	3.44
2026.01.06	Buy	340,000	7.12	21.03
2026.01.15	Buy	490,000	-0.12	12.04
2026.01.30	Buy	650,000	-21.26	3.69
2026.04.07	Buy	660,000	-8.96	13.64
2026.06.18	Buy	760,000	-45.03	-19.34
2026.10.08	Buy	670,000	-53.54	-49.85
2026.10.27	Buy	600,000		

Compliance Notices

현대모비스(012330)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.10.28	2024.11.08	2024.11.20	2024.11.29	2025.01.13
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		300,000	300,000	315,000	315,000	330,000
일 시	2025.01.24	2025.01.31	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.15	2025.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	330,000	330,000	330,000	330,000	330,000	330,000
일 시	2025.04.28	2025.05.14	2025.05.30	2025.06.27	2025.07.07	2025.07.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	330,000	330,000	330,000	330,000	360,000	360,000
일 시	2025.07.25	2025.07.28	2025.08.28	2025.08.29	2025.09.10	2025.09.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2025.10.10	2025.11.03	2025.11.17	2025.12.16	2025.12.26	2026.01.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	360,000	370,000	370,000	440,000	440,000	590,000
일 시	2026.01.29	2026.01.30	2026.02.27	2026.03.27	2026.04.13	2026.04.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	590,000	590,000	590,000	590,000	590,000	590,000
일 시	2026.04.27	2026.06.18	2026.06.24	2026.06.30	2026.07.02	2026.07.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	590,000	590,000	810,000	810,000	810,000	810,000
일 시	2026.07.31	2026.08.28	2026.09.11	2026.10.13	2026.10.27	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	810,000	810,000	810,000	800,000	700,000	

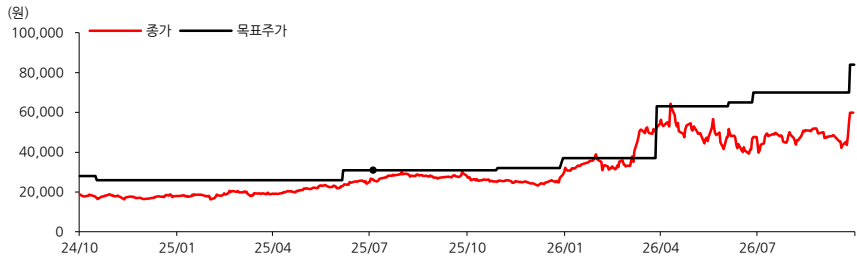
목표주가 변동 내역별 괴리율 (현대모비스)

•괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.20	Buy	315,000	-22.04	-18.25
2025.01.13	Buy	330,000	-21.29	-9.24
2025.07.07	Buy	360,000	-15.48	-9.86
2025.11.03	Buy	370,000	-14.82	2.03
2025.12.16	Buy	440,000	-13.74	2.50
2026.01.15	Buy	590,000	-17.32	30.17
2026.06.24	Buy	810,000	-43.88	-32.47
2026.10.13	Buy	800,000	-56.90	-54.31
2026.10.27	Buy	700,000		

Compliance Notices

삼성E&A(028050)



투자의견 변동내역

일 시	투자의견	투자등급변경	2024.11.13	2025.01.23	2025.02.10	2025.04.25	2025.05.23
일 시	투자의견	목표가격	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
일 시	투자의견	목표가격	26,000	26,000	26,000	26,000	26,000
일 시	투자의견	투자등급변경	2025.07.03	2025.07.08	2025.07.24	2025.08.08	2025.11.25
일 시	투자의견	목표가격	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
일 시	투자의견	목표가격	31,000	31,000	31,000	31,000	32,000
일 시	투자의견	투자등급변경	2026.01.26	2026.04.24	2026.06.11	2026.07.01	2026.07.02
일 시	투자의견	목표가격	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
일 시	투자의견	목표가격	37,000	63,000	63,000	65,000	70,000
일 시	투자의견	투자등급변경	2026.08.25	2026.10.06	2026.10.23	2026.10.27	
일 시	투자의견	목표가격	Buy	Buy	Buy	Buy	
일 시	투자의견	목표가격	70,000	70,000	84,000	84,000	

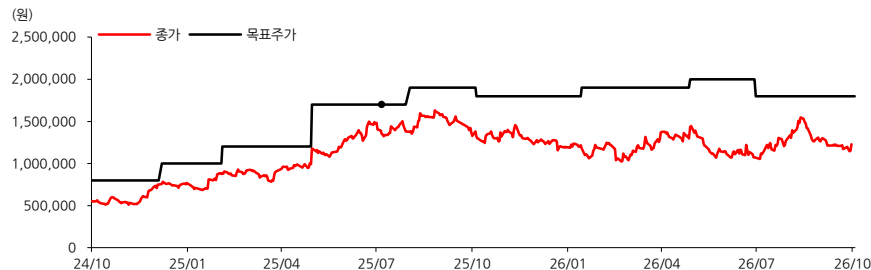
목표주가 변동 내역별 괴리율 (삼성E&A)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.13	Buy	26,000	-26.24	-9.42
2025.07.03	Buy	31,000	-12.97	-2.26
2025.11.25	Buy	32,000	-21.61	-15.63
2026.01.26	Buy	37,000	1.17	41.62
2026.04.24	Buy	63,000	-19.03	2.22
2026.07.01	Buy	65,000	-31.98	-20.46
2026.07.24	Buy	70,000	-32.07	-25.71
2026.10.23	Buy	84,000		

Compliance Notices

현대건설(000720)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.11.13	2024.12.09	2025.01.06	2025.01.22	2025.01.22
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		43,000	43,000	43,000	43,000	43,000
일 시	2025.01.24	2025.01.31	2025.02.10	2025.02.12	2025.02.19	2025.02.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.03.11	2025.03.28	2025.03.31	2025.04.08	2025.04.14	2025.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.04.30	2025.05.12	2025.05.23	2025.05.30	2025.06.20	2025.06.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	78,000	78,000	78,000	78,000
일 시	2025.07.08	2025.07.21	2025.07.25	2025.08.08	2025.08.29	2025.09.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	78,000	78,000	78,000	78,000	78,000	92,000
일 시	2025.09.11	2025.09.26	2025.10.21	2025.10.31	2025.11.12	2025.11.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000
일 시	2025.11.28	2025.12.26	2026.01.15	2026.01.30	2026.02.05	2026.02.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	92,000	92,000	126,000	126,000	148,000	160,000
일 시	2026.02.27	2026.03.23	2026.03.27	2026.04.08	2026.04.24	2026.04.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	160,000	160,000	160,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2026.05.29	2026.06.11	2026.06.26	2026.07.02	2026.07.31	2026.08.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2026.08.25	2026.08.28	2026.09.30	2026.10.19	2026.10.27	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	200,000	200,000	200,000	170,000	170,000	

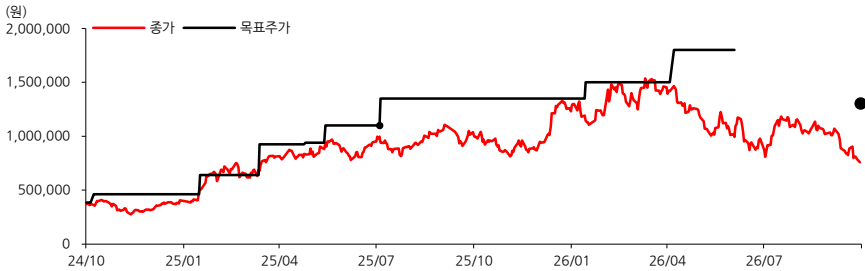
목표주가 변동 내역별 괴리율 (현대건설)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.01.31	Buy	50,000	-26.14	-2.10
2025.05.23	Buy	78,000	-11.49	3.97
2025.09.01	Buy	92,000	-29.16	3.15
2026.01.15	Buy	126,000	-15.83	-10.32
2026.02.05	Buy	148,000	-21.94	-13.31
2026.02.23	Buy	160,000	-4.28	6.31
2026.04.08	Buy	200,000	-35.59	-5.65
2026.10.19	Buy	170,000		

Compliance Notices

한화에어로스페이스 (012450)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.11.04	2024.11.28	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.21
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		470,000	470,000	470,000	470,000	470,000
일 시	2025.01.24	2025.02.12	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.09	2025.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	470,000	650,000	650,000	650,000	940,000	940,000
일 시	2025.05.02	2025.05.30	2025.06.10	2025.06.27	2025.07.25	2025.08.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	940,000	940,000	1,100,000	1,100,000	1,100,000	1,350,000
일 시	2025.08.29	2025.09.26	2025.10.31	2025.11.04	2025.11.28	2025.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,350,000	1,350,000	1,350,000	1,350,000	1,350,000	1,350,000
일 시	2025.12.26	2026.01.30	2026.02.10	2026.02.27	2026.03.27	2026.04.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,350,000	1,350,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000
일 시	2026.05.04	2026.05.29	2026.06.11	2026.10.23	2026.10.26	2026.10.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격	1,800,000	1,800,000	1,800,000	채운샘	1,300,000	1,300,000

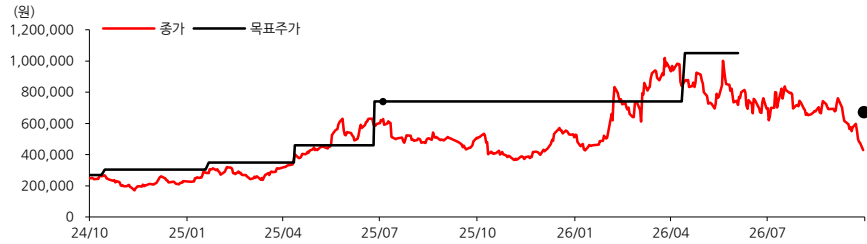
목표주가 변동 내역별 괴리율 (한화에어로스페이스)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.04	Buy	462,812	-22.58	5.96
2025.02.12	Buy	640,059	2.05	17.54
2025.04.09	Buy	925,623	-11.80	-2.23
2025.06.10	Buy	1,100,000	-18.68	-9.27
2025.08.01	Buy	1,350,000	-25.89	-1.48
2026.02.10	Buy	1,500,000	-8.62	2.47
2026.05.04	Buy	1,800,000	-40.83	-18.61
2026.10.26	Buy	1,300,000		

Compliance Notices

LIG디펜스엔에어로스페이스(079550)



투자의견 변동내역

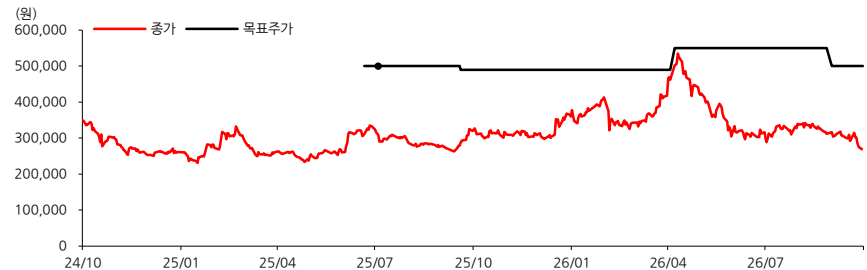
일 시	2024.11.11	2025.01.13	2025.02.17	2025.05.09	2025.07.23	2025.08.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	304,000	304,000	350,000	460,000	740,000	740,000
일 시	2025.11.07	2025.12.01	2026.02.23	2026.05.11	2026.06.11	2026.10.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격	740,000	740,000	740,000	1,050,000	1,050,000	채운샘
일 시	2026.10.26	2026.10.27				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	670,000	670,000				

목표주가 변동 내역별 괴리율 (LIG디펜스엔에어로스페이스)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.11	Buy	304,000	-26.00	-4.61
2025.02.17	Buy	350,000	-17.84	6.43
2025.05.09	Buy	460,000	8.97	37.17
2025.07.23	Buy	740,000	-24.05	37.84
2026.05.11	Buy	1,050,000	-29.90	-4.57
2026.10.26	Buy	670,000		

POSCO홀딩스(005490)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2025.07.18	2025.07.18	2025.08.01	2025.08.29	2025.09.18
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		권지우	500,000	500,000	500,000	500,000
일 시	2025.09.26	2025.10.16	2025.10.28	2025.10.31	2025.11.24	2025.11.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	500,000	490,000	490,000	490,000	490,000	490,000
일 시	2025.12.01	2025.12.09	2025.12.26	2026.01.08	2026.01.30	2026.03.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	490,000	490,000	490,000	490,000	490,000	490,000
일 시	2026.03.27	2026.05.04	2026.05.29	2026.06.26	2026.07.07	2026.07.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	490,000	550,000	550,000	550,000	550,000	550,000
일 시	2026.09.02	2026.09.28	2026.10.27			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	550,000	500,000	500,000			

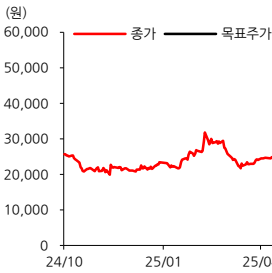
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (POSCO홀딩스)

•괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.07.18	Buy	500,000	-41.31	-33.00
2025.10.16	Buy	490,000	-30.38	-4.29
2026.05.04	Buy	550,000	-35.20	-2.73
2026.09.28	Buy	500,000		

현대제철 (004020)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2025.07.18	2025.07.18	2025.07.25	2025.08.29	2025.09.18
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		권치우	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.09.26	2025.10.17	2025.10.31	2025.11.24	2025.11.28	2025.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.12.09	2025.12.26	2026.01.09	2026.01.30	2026.02.02	2026.02.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2026.03.06	2026.04.16	2026.04.27	2026.07.13	2026.08.04	2026.08.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	50,000	43,000	43,000	43,000
일 시	2026.09.30	2026.10.06	2026.10.27			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	43,000	43,000	43,000			

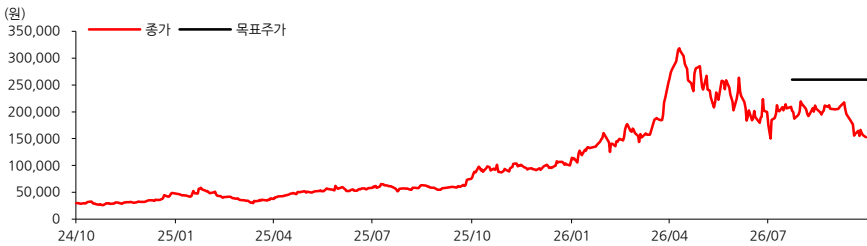
목표주가 변동 내역별 괴리율 (현대제철)

•괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.07.18	Buy	50,000	-31.26	-7.00
2026.07.13	Buy	43,000		

Compliance Notices

LS ELECTRIC(010120)



투자의견 변동내역

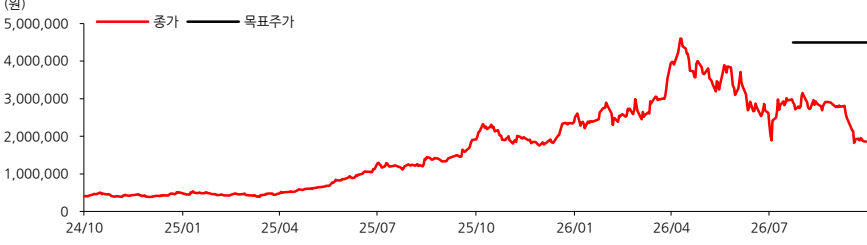
일 시	2026.08.19	2026.08.19	2026.10.12	2026.10.22	2026.10.27	
투자이견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	김예인	260,000	260,000	260,000	260,000	
일 시						
투자이견						
목표가격						
일 시						
투자이견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (LS ELECTRIC)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자이견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2026.08.19	Buy	260,000		

효성중공업(298040)



투자의견 변동내역

일 시	2026.08.19	2026.08.19	2026.08.28	2026.09.30	2026.10.12	2026.10.27
투자이견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	김예인	4,500,000	4,500,000	4,500,000	4,500,000	4,500,000
일 시						
투자이견						
목표가격						
일 시						
투자이견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (효성중공업)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자이견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2026.08.19	Buy	4,500,000		

Compliance Notices

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2026년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%

본 · 지점망

본사 02)3772-7000(代)
서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282
주문전용 080-851-8200
ARS 080-852-1234

서울

본 사	02) 3772-7000	영 업 부	02) 3775-0775
강 남 W M 센 터	02) 6975-2000	목 동 W M 센 터	02) 2654-2300
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	송 파 W M 센 터	02) 449-3677
금융플라자63지점	02) 308-6363	센트럴WM센터	02) 743-7311

인천/경기

분 당 W M 센 터	031) 707-7114	일 산 지 점	031) 929-1313
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평 촌 지 점	031) 381-6004
신 갈 지 점	031) 285-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
안 성 지 점	031) 677-0233		

부산/울산/경남

부 산 W M 센 터	051) 465-7533	울 산 W M 센 터	052) 265-0505
마 린 시 티 지 점	055) 943-3000	언 양 지 점	052) 262-9300
거 제 브 랜 치	055) 730-0400	거 창 지 점	051) 751-8321

대구/경북

대 구 W M 센 터	053) 741-3211	영 주 지 점	054) 633-8811
문 경 지 점	054) 550-3500	영 천 지 점	054) 331-5000

대전/충청

대 전 W M 센 터	042) 488-7233	청 주 지 점	043) 224-3300
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200

광주/전라

광 주 W M 센 터	062) 713-5700	전 주 지 점	063) 710-1000
-------------	---------------	---------	---------------

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보 출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.