

유안타 1Q26 Preview:

컨센 상회 부합 하회 한눈에 보기

이안나	2차전지/신에너지 anna.lee@yuantakorea.com
이창영	인터넷/게임 changyoung.lee@yuantakorea.com
황규원	정유/화학 kyuwon.hwang@yuantakorea.com
이승은	화장품/의료기기/유통 seungeun.lee@yuantakorea.com
이환욱	미디어/엔터/디지털자산 hwanwook.lee@yuantakorea.com
백길현	반도체, USCPA gilhyun.baik@yuantakorea.com
고선영	전기전자 sunyoung.kou@yuantakorea.com
우도형	금융 dohyeong.woo@yuantakorea.com
백종민	방산/AI/로보틱스 jongmin.baik@yuantakorea.com
최지운	운송 jiyun.choi@yuantakorea.com
김도엽	건설/기계 doyub.kim@yuantakorea.com



CONTENTS

반도체	대형주 1H26 예상 영업이익 243.5조원	13
전기전자	의외로 시작된 실적, 핵심은 지속성	27
2차전지	예상대비 좋은 실적, 비중확대 유효	36
정유/화학	호르무즈 봉쇄, 에너지기업 중요성 부각계기	51
방산	흔탁한 국제정세, 답은 방산에 있다	76
건설/기계	대형원전의 귀환, 이제는 선별의 시간	95
운송	1분기 강한 여객 수요, 부담스러운 매크로	99
인터넷/게임	성장이 간절한 성장주 / 부활하는 K게임	107
엔터	섹터 눈높이 재설정이 필요한 시점	127
화장품	주가 더 간다	144
금융	위기는 기회다	148

SUMMARY

[반도체] 대형주 1H26 예상 영업이익 243.5조원

삼성전자에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 33만원으로 상향 조정: 1H26 예상 매출액과 영업이익은 각각 300.5조원(YoY +95.5%, HoH +67.0%), 139.4조원(OPM 46.4%, YoY +1127.0%, HoH +332.4%)으로 상향 조정하고, 이는 1개월기준 시장 컨센서스(매출액 266.6조원, 영업이익 111.4조원)를 크게 상회할 전망이다. 2Q26 메모리반도체 가격 상승폭(DRAM/NAND 각각 분기 ASP 상승폭을 +40.0%, +35.0%로 추정)은 전분기대비 둔화되겠지만, 기존 추정치 및 시장 컨센서스를 크게 상회할 것으로 예상하기 때문이다.

SK하이닉스에 대한 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 180만원으로 상향 조정: 1H26 예상 매출액과 영업이익은 각각 142.8조원(YoY +258.1%, HoH +149.3%), 104.1조원(OPM 72.9%, YoY +524.9%, HoH +240.6%)으로 상향 조정하고, 이는 1개월기준 시장 컨센서스(매출액 120.3조원, 영업이익 87.7조원)를 크게 상회할 전망이다. 2Q26 메모리반도체 가격 상승폭(DRAM/NAND 각각 분기 ASP 예상 상승폭을 +45.0%, +35.0%로 추정)은 전분기대비 둔화되겠지만, 기존 추정치 및 시장 컨센서스를 크게 상회할 것으로 예상하기 때문이다.

메모리업계 전반적으로 장기 계약 및 중장기 지속가능한 투자 방향성에 대한 논의가 지속되고 있다. 기존 Cycle과 다르게 주요 고객사 대상 장기 계약 가격이 당사 기존 예상대비 높게 형성되고 있는 것으로 파악된다는 점이 향후 메모리반도체 변동성을 축소 시키고, 안정적인 현금 흐름 기반의 주주 친화 활동을 강화 시킬 가능성을 높여 나갈 것으로 예상된다는 점이 긍정적이다. 한편 한국 파운드리 산업은 TSMC의 캐파 포화에 따른 글로벌 빅테크 및 중국 팹리스의 실질적 대안으로 급부상 중이다. 8/5/4nm 중심 수주의 견조함과 2nm 선단 공정의 신규 수요는 동사 파운드리 플랫폼의 가치를 높이고, 동사를 포함한 한국 반도체 시장의 밸류에이션 상향 조정의 근거로 작용할 가능성도 배제할 수 없을 것이다.

[전기전자] 의외로 시작된 실적, 핵심은 지속성

이번 전기전자 대형주 1Q26 Preview의 핵심 키워드는 '예외'이다. 전기전자 섹터는 지난해 하반기를 기점으로 새로운 성장 사이클에 진입했으며 이번 실적은 이미 높아진 시장의 눈높이를 각 기업들이 충족시켜줄 수 있는지 그 기준점을 제공해줄 것으로 판단된다. 더불어 현재 섹터를 둘러싸고 있는 매크로 환경은 마냥 우호적이지 않다. 원가에 영향을 미칠 수 있는 원자재 가격은 높은 수준을 유지하고 있으며 수요의 변수를 만드는 지정학적 리스크가 장기화되는 등 노이즈가 많은 상황이다. 결국 개별 기업단에서 현재의 노이즈에 대한 대응 여력이 어떻게 되는지 그 역량이 중요한 시점이라 판단한다. 특히 대형주 중에서도 이번 Preview에 포함된 LG 계열사들의 경우 낮아진 시장의 눈높이와 기대치를 뛰어넘는 우호적인 실적을 달성했으며 향후 핵심은 기업별로 현재 확인된 '의외성'이 지속될지 그 여부가 될 것이다. 대형주 내 기업별 포지셔닝은 상이하나 이미 성과를 낸 기업과, 이제 반등이 기대되는 기업 모두 중장기적 방향성은 동일하게 상방을 가리키고 있다는 점을 강조한다.

SUMMARY

[2차전지] 예상대비 좋은 실적, 비중확대 유효

2026년 1분기 2차전지 섹터는 셀과 소재 기업들의 업황은 여전히 부진하나 양극재 기업들의 재고평가환입 등이 반영되며 흑자 전환이 예상. 전체적인 섹터 1분기 실적은 컨센서스를 상회할 것으로 전망됩니다. 섹터에 대한 투자의견은 향후 AI 데이터센터용 BESS 수요의 본격적인 확대와 유럽 산업축진법(IAA)에 따른 역내 공급망 강화 정책이 섹터의 외형 성장을 견인할 것으로 기대되어 비중 확대를 제시합니다. 섹터 Top Pick은 AIDC용 ESS 초점 시 삼성SDI, 엘앤에프, 한중엔시에스입니다.

[정유/화학] 호르무즈 봉쇄, 에너지기업 중요성 부각계기

26년 1분기 업황 특징: 3월 이란의 호르무즈 봉쇄 영향으로, 정유 및 석화업체 모두 재고평가이익 급증. ① 정유업종의 경우, 복합정제 마진과 국제 유가 급등으로 재고이익이 각사별로 1조원 이상 발생. ② 석화업종의 경우, NCC업체 스프레드 상승에 따른 저가 나프타 투입효과로 3월까지의 긍정적인 시차효과에 따른 실적 서프라이즈 가능. 반면, 호르무즈 봉쇄에 따른 부정적인 영향은 4월부터 발생됨. 원유, 천연가스, 나프타 공급 차질은 해결까지 최소 6개월 정도 필요. 원료 공급 차질로, ① 정유업종의 경우, 정유설비 가동률이 70% 내외로 낮게 운용될 전망. 정부의 수요 통제와 에너지 가격 통제 등의 규제가 이어질 것. ② 석화업종의 경우, 나프타 공급 차질로 NCC설비 가동률은 40% 이하로 낮아질 수 밖에 없음. NCC설비 → 다운스트림 석화설비 차질 → 전방산업 가동 차질 등으로 이어질 위험이 높음. 호르무즈 봉쇄로 중요성이 부각되는 기업: SK이노베이션(천연가스 해외 직접 생산/도입, 국내 LNG발전 5GW), S-Oil(원유 공급 차질없이 90% 이상 정유설비 가동 가능)

[방산] 혼탁한 국제정세, 답은 방산에 있다

방산 섹터에 대한 비중 확대 의견 견지. 1년 중 겨우 1/3이 지나는 시점에서 벌써 4차례의 분쟁이 발생. 방산 업종 평균 '26E PER의 상승 조정 기풍기가 하락 대비 가파르게 형성되는 중. 1)이란 사태 관련 4/8일 합의된 휴전은 일시적일 가능성 존재, 2)러·우 전쟁 불씨 여전히 상존, 3)사태가 완화되더라도, 전력 보충을 위한 재고 확대, 신규 수요 등 긴급 수요가 발생할 가능성이 높기 때문이라고 해석. '26년 한국 방산의 실적과 신규 수주 모두 상저하고를 예상하며, 1분기 실적 공백은 매수 기회라는 판단

SUMMARY

[건설/기계] 원전: 2026년은 두 가지 방식의 실적 가시화가 진행되며, 종목 옥석 가리기가 중요해지는 해

대형원전은 AI 데이터센터 확산, 에너지 안보, 탈탄소로 재평가되는 중이다. 2026년은 원전 수주 기대감에서 실적 가시화로 이어지기 시작하는 원년이라는 점에서 상징적 의미가 있다. 그러나, 이와 동시에 원전주를 단일 테마/바스켓으로 보기보다, 종목별로 파이프라인의 질과 실적 가시성을 고려한 종목 선별이 중요해지는 해이기도 하다. 2026년은 두 가지 방식의 실적 가시화가 진행되며 이를 고려하여 투자전략을 수립해야 된다고 판단한다.

① 메인 업사이드 축: 대형원전 신규 건설과 직접 연결된 기업군은 2026년 원전 투자의 메인 업사이드 축으로 해외 수주 확대와 장기 공급·시공 실적화 측면에서 가장 강한 레버리지를 갖는다. 다만 수주와 실제 매출 인식 사이의 시차가 존재하므로 파이프라인의 질과 실적 가시성을 함께 따질 필요가 있다.

② 방어적인 보조 축: 가동원전 교체·정비 관련 기업군은 이미 가동 중인 원전을 기반으로 반복적 수요가 발생하는 구조다. 실적 가시성이 높고 기대감보다 실제 수요가 우선, 원전 업사이드 전체를 대표하기보다 실적 방어력이 높은 방어적 보조 축으로 이해하는 것이 적절하다.

[운송] 1분기 강한 여객 수요, 부담스러운 매크로

2026년 1분기 국제선 여객 수요는 견조했음. 1~3월 합산 국제선 여객 수송 실적은 2,617만명으로 전년 동기 대비 +12% 증가. 이 중 중국과 일본 노선이 각각 YoY +21%, YoY +25% 성장하며 전체 수요 확대를 주도. 중동발 지정학 리스크로 유가와 환율 변동성이 확대되며 비용 부담 심화. 따라서 현 국면에서는 업종 전체에 대해서는 Neutral 관점을 유지하나, 운임 전가력, 장거 리 네트워크, 높은 외화 매출 비중, 향후 통합 시너지 기대감까지 보유한 대한항공을 선호주로 제시

[인터넷/게임] 인터넷(플랫폼): 성장이 간절한 성장주 / 게임: 부활하는 K게임

AI검색증가, 숏폼 시청 증가 등 해외 플랫폼의 점유율 확대로 NAVER, 카카오와 같은 국내 플랫폼이 상대적으로 어려움을 겪고 있습니다. 국내 플랫폼도 AI Agent 확대 등 AI서비스 강화로 최대한 저항해 보긴 하지만 성장동력을 찾기에는 아직 부족함이 많아 보입니다. 탈쿠팡 효과로 인한 반사이익이 잠시 있긴 하였지만 이또한 오래가지 못하는 듯 하고 고유가, 고환율, 고물가로 광고, 커머스 경기 또한 도움이 되지 않고 있습니다. 다행히 네이버는 해외 C2C '포쉬마크'가 성장을 시작하였고, 카카오톡광고는 특개편이후 성장성을 회복하며 전체 실적을 견인하고 있는 것에 추가회복에 희망을 걸어봅니다.

게임주는 지난 오랜기간 신작 출시 부재, 출시된 신작의 흥행 부재, 기출시된 게임의 매출 하락 등 실적 하락, 벨류에이션 하락의 이중고를 겪어왔습니다. 시장 또한 숏폼, OTT, 오프활동 증가 등 팬데믹 이후 대안 여가 수단들의 증가로 전체 게임 사용량도 감소하며 게임업종 전체가 레드오션화 되어 가고 있었습니다. 하지만, 게임사들이 이러한 시장의 어려움을 극복하고자, 기존 국내 모바일 게임 개발 중심에서 해외 시장을 겨냥한 PC, 콘솔로의 플랫폼 다변화, IP 다변화를 위한 적극적인 M&A, 게임 개발에 적극적인 AI 도입 등으로 흥행 게임 증가, 해외 매출 증가, 고정비 감소 등 과거와 같은 K 게임의 부활을 예고하고 있습니다. 게임주는 흥행에 따른 실적 변동성이 큰 만큼 지속적인 실적 개선주를 가려내는 것이 중요하다고 하였습니다.

SUMMARY

[엔터] 섹터 눈높이 재설정이 필요한 시점

현재 엔터 섹터는 미/이스라엘 대이란 공습 및 국제 유가 급등으로 인한 펀더멘털 훼손 우려가 부각된 국면을 지나고 있음. 다만, 오프라인 콘서트 취소 등의 극단적인 조짐은 보이지 않고 있으며, 유가 급등에 따른 실적 악화는 환율 효과가 일부 상쇄 가능할 전망. 장기 이익 성장률이 둔화되고 있는 만큼 PEG 기준의 디레이팅은 불가피하나, 1) IP 기반 반복 수익(음반원 및 콘서트, MD 등), 2) 글로벌 확장 및 투어 레버리지 유효, 3) 실적 변동성 대비 양호한 현금흐름 가시성 등을 고려할 때, 밴드 하단은 제한되고 상단은 모멘텀에 따라 열리는 구조를 뒀 전망

[화장품] 성장은 이어진다, 유가 안정 속 화장품 업종 밸류에이션 확장 기대

화장품 업종은 성수기 진입과 함께 실적 성장 흐름이 이어지고 있으며, 이에 따른 주가 상승과 밸류에이션 확장 기대도 점차 반영되는 구간이다. 1Q26F 실적 역시 전반적으로 컨센서스에 부합하는 수준으로 업황의 안정성을 확인시켜주고 있다. 다만 지역 및 제품 믹스 영향으로 이익 개선 폭은 제한적이며, 국내·유럽 중심 성장과 중국·중동 부진이 병존하는 흐름이다.

미국·이란 휴전으로 유가가 하락하며 원재료 가격과 물류비 부담 완화 기대가 반영되고, 투자심리 역시 개선되는 모습이다. 다만 조건부·한시적 합의라는 점에서 중동 관련 불확실성은 여전히 남아 있으며, 향후 수요 둔화, 물류 차질, 용기 수급 이슈 재부각 가능성에 대한 점검이 필요하다.

[금융] 위기는 기회다

지정학적 리스크 장기화 우려에도 향후 반도체 수요가 견조할 것으로 판단되며, 현재 코스피 12M fwd PER이 역사적 저점 수준에 해당함에 따라 밸류에이션 매력이 부각되며 하방 지지할 것으로 판단. 증권주는 증시 반등 시 코스피 대비 아웃퍼폼하는 경향이 있어 투자 매력이 높으며, 종목 선정 시에는 해외투자 평가이익, 높은 주주환원 성향, 낮은 밸류에이션을 중심으로 선별 접근이 필요. 업종 내 Top pick으로 미래에셋증권 제시



Sector Overview

섹터	애널리스트	Diff	기업명		1Q26F	컨센서스	1Q25	4Q25	YoY	QoQ
반도체 Overweight	백길현	상회	삼성전자 (1Q26P)	매출액	133,000	119,027	79,141	93,837	68.1%	41.7%
				영업이익	57,236	40,192	6,685	20,074	756.2%	185.1%
				OPM	43.0%	33.8%	8.4%	21.4%	34.6%p	21.6%p
			SK하이닉스	매출액	57,583	46,989	17,639	32,827	226.5%	75.4%
				영업이익	40,362	32,003	7,441	19,170	442.5%	110.6%
				OPM	70.1%	68.1%	42.2%	58.4%	27.9%p	11.7%p
전기전자 Overweight	고선영	상회	LG이노텍	매출액	5,704.9	5,415	4,982.8	7,609.8	14.5%	-25.0%
				영업이익	250.3	205	125.1	324.8	100.1%	-22.9%
				OPM	4.4%	3.8%	2.9%	4.3%	1.5%	0.1%
			LG전자	매출액	23,733.0	23,318	22,739.8	23,852.2	4.4%	-0.5%
				영업이익	1,673.6	1,382	1,259.1	-109.0	32.9%	흑전
				OPM	7.1%	5.9%	5.5%	-	1.6%	흑전
2차전지 Overweight	이안나	상회	삼성SDI	매출액	3,365	3,461	3,177	3,859	5.9%	-12.8%
				영업이익	-232	-281	-434	-299	적지	적지
				OPM	-6.9%	-8.1%	-13.7%	-7.7%	적지	적지
			엘앤에프	매출액	673	669	365	618	84.4%	8.9%
				영업이익	79	59	-140	82	-156.4%	-3.7%
				OPM	11.7%	8.8%	-38.4%	13.3%	흑전	-1.6%p
		하회	LG에너지솔루션 (1Q26P)	매출액	6,555	5,840	6,265	6,142	4.6%	6.7%
				영업이익	-208	-121	375	-122	적전	적지
				OPM	-3.2%	-2.1%	6.0%	-2.0%	적전	적지

자료: 유안타증권 리서치센터
단위: 십억원, %

Sector Overview

섹터	애널리스트	Diff	기업명		1Q26F	컨센서스	1Q25	4Q25	YoY	QoQ
정유화학 Overweight	황규원	상회	SK이노베이션	매출액	25,700	20,096	21,147	19,310	21.5 %	33.1 %
				영업이익	3,021	658	-45	337	흑전	795.2%
				OPM	11.8%	3.3%	-0.2%	1.7%	흑전	10.1%p
			S-Oil	매출액	10,485	8,533	8,991	8,793	16.6 %	19.2 %
				영업이익	1,974	562	-22	372	흑전	430.7%
				OPM	18.8%	6.6%	-0.2%	4.2%	흑전	14.6%p
			롯데케미칼	매출액	5,345	4,923	4,902	4,710	9.0%	13.5%
				영업이익	-55	-217	-127	-433	적지	적지
				OPM	-1.0%	-4.4%	-2.6%	-9.2%	적지	적지
			금호석유	매출액	1,944	1,708	1,908	1,590	1.9%	22.3%
				영업이익	88	79	121	2	-27.4%	5,522.5%
				OPM	4.5%	4.6%	6.3%	0.1%	-1.8%p	4.4%p
		부합	LG화학	매출액	10,834	11,005	12,171	11,197	-11.0%	-3.2%
				영업이익	-163	-172	447	-413	적전	적지
				OPM	-1.5%	-1.6%	3.7%	-3.7%	적전	적지
방산 Overweight	백종민	부합	현대로템	매출액	1,387	1,403.3	1,176.1	1,625.5	17.9%	-18.4%
				영업이익	228.3	221.7	202.9	267.4	12.5%	25.5%
				OPM	16.5%	15.8%	17.3%	16.5%	-0.8%p	0%p
		하회	한국항공우주	매출액	1,032.2	1110.4	699.3	1,466.7	47.6%	-36.1%
				영업이익	66.1	87.8	46.8	77	41.2%	11.1%
				OPM	6.4%	7.9%	6.7%	5.2%	-0.3%p	1.2%p
			한화에어로 스페이스	매출액	6,027.1	6,349.9	5,484.2	8,326.1	9.9%	13.7%
				영업이익	552.9	825.9	560.8	752.8	-1.4%	-37.7%
				OPM	9.2%	13%	10.2%	9.0%	-1.0%p	0.2%p

자료: 유안타증권 리서치센터

단위: 십억원, %

Sector Overview

섹터	애널리스트	Diff	기업명		1Q26F	컨센서스	1Q25	4Q25	YoY	QoQ
기계 Overweight	김도엽	하회	두산에너지빌리티	매출액	4,084	4,101	3,749	4,860	9.0%	-16.0%
				영업이익	160	205	142	212	12.4%	-24.5%
				OPM	3.9%	5.0%	3.8%	4.4%	0.1%p	-0.5%p
운송 Neutral	최지윤	부합	대한항공	매출액	4,261	4,254	3,955	4,551	7.7%	-6.4%
				영업이익	390	385	350	413	11%	-5.6%
				OPM	9.1%	9.0%	8.9%	9.1%	0.2%p	0%p
인터넷/게임 Overweight	이창영	상회	카카오	매출액	1,999	2,015	1,861	2133	7.4%	-6.3%
				영업이익	193	173	115	203	67.7%	-5.2%
				OPM	9.6%	8.6%	6.2%	9.5%	3.4%p	0.1%p
			크래프톤	매출액	1,182	1,188	874	920	35.3%	28.6%
				영업이익	437	402	457	2	-4.5%	18195.8%
				OPM	36.9%	33.9%	52.3%	0.3%	-15.4%p	36.6%p
			엔씨소프트	매출액	541	507	360	404	50.1%	33.8%
				영업이익	104	90	5	3	2001.9%	3253.1%
				OPM	19.3%	17.8%	1.4%	0.8%	17.9%p	18.5%p
		하회	NAVER	매출액	3,095	3,151	2,787	3,195	11.1%	-3.1%
				영업이익	530	573	505	611	4.9%	-13.2%
				OPM	17.1%	18.2%	18.1%	19.1%	-1.0%p	-2.0%p

자료: 유안타증권 리서치센터
단위: 십억원, %

Sector Overview

섹터	애널리스트	Diff	기업명		1Q26F	컨센서스	1Q25	4Q25	YoY	QoQ
엔터 Overweight	이환욱	부합	와이지 엔터테인먼트	매출액	155	141	100	172	54.3%	-10.1%
				영업이익	22	21	10	22	127.1%	-3.2%
				OPM	14.0%	14.7%	9.5%	13.0%	4.5%p	1.0 %p
		하회	하이브	매출액	647	621	501	716	29.3%	-9.7%
				영업이익	43	51	22	4	98.4%	979.3%
				OPM	6.6%	8.2%	4.3%	0.6%	2.3 %p	6.0 %p
			JYP Ent.	매출액	155	160	141	233	10.2%	-33.3%
				영업이익	26	28	20	42	34.4%	-37.1%
				OPM	17.0%	17.8%	13.9%	18.0%	3.1 %p	-1.0%p
			에스엠	매출액	246	262	231	319	6.4%	-22.8%
				영업이익	35	37	33	55	8.0%	-35.3%
				OPM	14.3%	14.0%	14.1%	17.1%	0.2%p	-2.8%p
화장품 Overweight	이승은	부합	아모레퍼시픽	매출액 (억원)	11,030	11,266	10,675	11,634	3.3%	-5.2%
				영업이익 (억원)	1,300	1,245	1,177	525	10.5%	147.6%
				OPM	11.8%	11.1%	11.0%	4.5%	-0.8%p	7.3%p
금융 Overweight	우도형	상회	미래에셋증권	순영업수익	2,378	1,753	813	1,333	192.6%	78.5%
				영업이익	1,806	1,113	346	846	421.8%	113.6%
				지배주주순이익	1,318	829	259	577	409.2%	128.2%

자료: 유안타증권 리서치센터
단위: 십억원, %



백길현



반도체, USCPA

gilhyun.baik@yuantakorea.com

반도체

대형주 1H26 예상 영업이익 243.5조원

삼성전자 (005930 KS): 1H26 예상 영업이익 139.4조원

반도체



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

투자 의견	BUY (M)
목표주가	330,000원 (U)
현재주가 (4/8)	210,500원
상승여력	57%

시가총액	13,599,938억원
총발행주식수	6,648,649,811주
60일 평균 거래대금	54,583억원
60일 평균 거래량	30,840,988주
52주 고	218,000원
52주 저	53,000원
외인지분율	48.40%
주요주주	삼성생명보험 외 15인 19.64%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	11.8 51.7 293.5
상대	6.4 17.6 56.4
절대(달러환산)	12.3 49.6 294.2

- 1Q26 잠정실적 발표:** 매출액과 영업이익은 각각 133.0조원(YoY +68.1%, QoQ +41.7%), 57.2조원(OPM 43.0%, YoY +756.2%, QoQ +185.1%)으로 1개월기준 시장 컨센서스(매출 평균값 123.4조원, 영업이익 평균값 43.8조원)를 크게 상회했다. 반도체부문 합산 매출액과 영업이익은 각각 80.5조원(YoY +209.1%, QoQ + 75.8%), 53.0조원(OPM 65.9%, YoY +4802.9%, QoQ +221.8%)으로, 1)비메모리반도체 적자 규모가 1.2조원 수준으로 전분기대비 확대되었음에도 불구하고, 2)메모리반도체 영업이익이 54.3조원(OPM 73.4%, YoY +1381.5%, QoQ +212.0%)에 달하며 실적 성장을 견인했기 때문이다.
- 투자의견 BUY 유지, 목표주가 33만원으로 상향 조정:** 투자의견 BUY, 목표주가 33만원으로 상향 조정: 1H26 예상 매출액과 영업이익은 각각 300.5조원(YoY +95.5%, QoQ +67.0%), 139.4조원(OPM 46.4%, YoY +1127.0%, QoQ +332.4%)으로 상향 조정하고, 이는 1개월기준 시장 컨센서스(매출액 266.6조원, 영업이익 111.4조원)를 크게 상회할 전망이다. 2Q26 메모리반도체 가격 상승폭(DRAM/NAND 각각 분기 ASP 상승폭을 +40.0%, +35.0%로 추정)은 전분기대비 둔화되겠지만, 기존 추정치 및 시장 컨센서스를 크게 상회할 것으로 예상하기 때문이다. 동사를 포함한 메모리업계 전반적으로 장기 계약 및 중장기 지속가능한 투자 방향성에 대한 논의가 지속되고 있다. 기존 Cycle과 다르게 주요 고객사 대상 장기 계약 가격이 당사 기존 예상대비 높게 형성되고 있는 것으로 파악된다는 점이 향후 메모리반도체 변동성을 축소 시키고, 안정적인 현금 흐름 기반의 주주 친화 활동을 강화 시킬 가능성을 높여 나갈 것으로 예상된다. 한편 한국 파운드리 산업은 TSMC의 캐파 포화에 따른 글로벌 빅테크 및 중국 팹리스의 실질적 대안으로 급부상 중이다. 8/5/4nm 중심 수준의 견조함과 2nm 선단 공정의 신규 수요는 동사 파운드리 플랫폼의 가치를 높이고 한국 반도체 시장의 밸류에이션 상향 조정의 근거로 작용할 가능성도 배제할 수 없을 것이다. 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 33만원(2027년 예상 BPS * Target PBR 2.22배)으로 상향 조정한다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	333,606	688,191	860,238
매출액증가율	-14.3	16.2	10.9	106.3	25.0
영업이익	6,567	32,726	43,601	339,434	395,710
영업이익률	2.5	10.9	13.1	49.3	46.0
지배주주귀속순이익	14,473	33,621	44,261	256,717	303,913
지배주주 귀속 EPS	2,225	5,433	7,241	43,141	51,113
증가율	-75.2	144.2	33.3	495.8	18.5
PER	30.3	13.2	9.9	4.9	4.1
PBR	1.3	1.2	1.1	2.0	1.4
EV/EBITDA	8.4	5.2	4.2	2.7	1.8
ROA	3.2	6.9	8.2	35.6	29.1
ROE	4.1	9.0	10.8	46.3	36.4

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전자 실적 추이 및 전망

표1. 삼성전자 실적 추이 및 전망

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
Sales	Total	79,141	74,566	86,062	93,837	133,000	167,483	188,804	198,903	300,871	333,606	688,191
	Y/Y	10.0%	0.7%	8.8%	23.8%	68.1%	124.6%	119.4%	112.0%	16.2%	10.9%	106.3%
	Q/Q	4.4%	-5.8%	15.4%	9.0%	41.7%	25.9%	12.7%	5.3%	-	-	-
Gross Profit	Total	28,131	25,497	33,492	44,251	71,820	98,815	113,283	127,298	114,309	131,370	411,216
	(% of sales)	35.5%	34.2%	38.9%	47.2%	54.0%	59.0%	60.0%	64.0%	38.0%	39.4%	59.8%
Operating profit	Total	6,685	4,676	12,166	20,074	57,236	82,162	94,692	105,343	32,726	43,601	339,434
	(% of sales)	8.4%	6.3%	14.1%	21.4%	43.0%	49.1%	50.2%	53.0%	10.9%	13.1%	49.3%
	Y/Y	1.2%	-55.2%	32.5%	209.2%	756.2%	1657.1%	678.3%	424.8%	398.3%	33.2%	678.5%
	Q/Q	3.0%	-30.1%	160.2%	65.0%	185.1%	43.5%	15.3%	11.2%	-	-	-
Net Profit	Total	8,223	5,116	12,226	19,292	43,356	61,903	71,423	80,036	34,451	44,261	256,717
	(% of sales)	10.4%	6.9%	14.2%	20.6%	32.6%	37.0%	37.8%	40.2%	11.5%	13.3%	37.3%
	Y/Y	21.7%	-48.0%	21.0%	154.6%	440.0%	1154.6%	494.9%	314.9%	122.5%	31.6%	480.0%
	Q/Q	6.0%	-37.8%	139.0%	60.7%	124.7%	42.8%	15.4%	12.1%	-	-	-
Semi	Sales	26,055	28,584	33,092	45,808	80,537	112,284	126,101	143,344	112,842	133,538	462,267
	Y/Y	11.3%	-1.4%	12.3%	47.8%	209.1%	292.8%	281.1%	212.9%	71.1%	18.3%	246.2%
	Q/Q	-15.9%	9.7%	15.8%	38.4%	75.8%	39.4%	12.3%	13.7%	-	-	-
	OP	1,082	384	6,115	16,495	53,073	79,112	90,159	102,292	15,155	24,077	324,636
	OPM%	4.2%	1.3%	18.5%	36.0%	65.9%	70.5%	71.5%	71.4%	13.4%	18.0%	70.2%
	Y/Y	-44.4%	-94.0%	61.0%	450.1%	4802.9%	20478.8%	1374.3%	520.2%	-204.0%	58.9%	1248.3%
	Q/Q	-63.9%	-64.5%	1490.8%	169.7%	221.8%	49.1%	14.0%	13.5%	-	-	-
DRAM	Sales	13,282	14,262	18,152	28,076	53,879	76,408	86,257	98,051	53,789	73,772	314,595
	Y/Y	27.4%	6.0%	28.4%	77.9%	305.6%	435.8%	375.2%	249.2%	101.7%	37.1%	326.4%
	Q/Q	-15.8%	7.4%	27.3%	54.7%	91.9%	41.8%	12.9%	13.7%	-	-	-
Bit shipments	Q/Q	2.0%	11.0%	14.0%	5.0%	1.0%	2.0%	6.0%	6.0%	-	-	-
ASP	Q/Q	-20.0%	2.0%	14.0%	38.0%	90.0%	40.0%	8.0%	8.0%	-	-	-
	OP	3,666	3,494	6,424	15,452	45,667	66,303	74,593	84,076	14,734	29,036	270,639
	OPM%	27.6%	24.5%	35.4%	55.0%	84.8%	86.8%	86.5%	85.7%	27.4%	39.4%	86.0%
	Y/Y	90.1%	-21.3%	76.8%	226.4%	1145.7%	1797.6%	1061.2%	444.1%	흑전	97.1%	832.1%
	Q/Q	-22.6%	-4.7%	83.9%	140.5%	195.5%	45.2%	12.5%	12.7%	-	-	-
NAND	Sales	6,772	7,623	8,540	10,819	20,059	28,506	32,484	37,275	32,483	33,754	118,324
	Y/Y	-7.8%	-12.5%	2.6%	33.5%	196.2%	274.0%	280.4%	244.5%	93.0%	3.9%	250.5%
	Q/Q	-16.4%	12.6%	12.0%	26.7%	85.4%	42.1%	14.0%	14.7%	-	-	-
Bit shipments	Q/Q	-10.0%	29.0%	10.0%	-8.0%	3.0%	6.0%	7.0%	7.0%	-	-	-
ASP	Q/Q	-10.0%	-8.0%	4.0%	29.0%	80.0%	35.0%	8.0%	8.0%	-	-	-
	OP	(3)	(229)	459	1,941	8,593	13,915	16,302	18,937	5,221	2,168	57,748
	OPM%	-0.1%	-3.0%	8.0%	17.9%	42.8%	48.8%	50.2%	50.8%	16.1%	6.4%	48.8%
	Y/Y	적전	적전	-72.4%	432.2%	흑전	흑전	3448.1%	875.7%	흑전	-58.5%	2563.3%
	Q/Q	적전	적지	흑전	322.4%	342.8%	61.9%	17.2%	16.2%	-	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원 기준

삼성전자 목표주가 산정 테이블

표2. 삼성전자 목표주가 산정 테이블

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Adj BPS_P (Excl. NCI)	24,340	28,971	35,342	37,528	39,406	43,611	50,817	52,002	57,930	63,976	102,560	147,239
PBR_P (End)	1.48	1.76	1.10	1.49	2.06	1.80	1.09	1.51	0.92	1.87	1.94	1.4
PBR_P (High)	1.50	1.99	1.53	1.53	2.06	2.22	1.57	1.51	1.53	1.89	2.17	1.5
PBR_P (Low)	0.89	1.23	1.08	0.98	1.07	1.57	1.02	1.05	0.86	0.79	1.17	0.8
PBR_P (Avg)	1.18	1.60	1.33	1.24	1.45	1.82	1.26	1.30	1.24	1.12	1.65	1.2
Target PBR												2.22
Target Price											330,000	326,813
Close Price (4/8)											210,500	
Upside potential											57%	

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: Target PBR = 2021년 PBR 밴드 상단값 적용

삼성전자 메모리 사업부문 Peer 실적 및 Valuation

표3. 삼성전자 메모리 사업부문 Peer 실적 및 Valuation

	업체명	삼성전자	SK하이닉스	Micron	Western Digital	Sandisk	Nanya
	Ticker	005930 KS	000660 KS	MU US	WDC US	SNDK US	2408 TT
	시가총액	1,246,084	736,222	425,810	105,766	109,028	21,759
2023A	Sales	258,935	32,766	15,540	12,318	6,086	959
	OP	6,567	-7,730	-5,745	-1,285	-2,035	-464
	OPM%	3%	-24%	-37%	-10%	-33%	-48%
	NP	14,473	-9,112	-5,833	-1,684	-2,143	-239
	PER	36.8	-	-	-	-	-
	PBR	1.3	1.8	1.7	1.1	-	1.4
	ROE	3.6	-15.6	-12.4	-14.8	-	-4.3
	EV/EBITDA	8.8	20.4	32.6	-	-	229.4
2024A	Sales	300,871	66,193	25,111	6,317	6,663	1,063
	OP	32,726	23,467	1,304	-403	-468	-329
	OPM%	11%	35%	5%	-6%	-7%	-31%
	NP	33,621	19,789	778	-798	-672	-158
	PER	10.7	6.1	134.3	-	-	-
	PBR	0.8	1.6	2.3	2.4	-	0.5
	ROE	7.9	31.1	1.7	-7.9	0.0	-3.1
	EV/EBITDA	3.1	3.6	12.3	43.9	-	10.5
2025A	Sales	333,606	97,147	37,378	9,520	7,355	2,142
	OP	43,601	47,206	9,770	2,334	-1,377	169
	OPM%	13%	49%	26%	25%	-19%	8%
	NP	44,261	42,919	8,539	1,889	-1,641	213
	PER	18.2	10.5	15.8	13.9	27.8	90.6
	PBR	1.7	3.8	2.5	4.2	0.7	3.5
	ROE	9.5	44.2	17.2	23.0	-16.2	3.9
	EV/EBITDA	6.8	7.3	7.6	9.4	11.2	28.9
2026F	Sales	571,263	247,788	105,811	12,381	15,395	6,493
	OP	254,386	174,797	75,800	4,190	7,259	4,060
	OPM%	45%	71%	72%	34%	47%	63%
	NP	197,358	141,420	64,142	3,467	6,378	3,322
	PER	6.7	5.2	6.7	34.9	18.3	6.5
	PBR	2.3	2.9	3.7	10.5	7.1	2.4
	ROE	38.6	74.0	66.8	48.3	47.9	42.7
	EV/EBITDA	3.8	3.7	5.0	23.4	14.8	4.4
2027F	Sales	677,764	315,233	163,089	15,638	26,410	7,648
	OP	324,049	224,765	129,385	6,285	16,763	4,555
	OPM%	48%	71%	79%	40%	63%	60%
	NP	255,489	177,652	105,318	5,394	14,123	3,713
	PER	3.3	4.1	4.0	22.7	8.2	5.8
	PBR	1.7	1.7	2.0	8.1	3.6	1.7
	ROE	35.2	51.5	58.2	44.5	53.9	33.5
	EV/EBITDA	3.0	2.9	3.1	16.3	6.3	4.1

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원, USDmn 기준, 2026.04.08 기준

삼성전자 LSI/Foundry 사업부문 Peer 실적 및 Valuation

표4. 삼성전자 LSI/Foundry 사업부문 Peer 실적 및 Valuation

	업체명	삼성전자	MediaTek	Qualcomm	TSMC	UMC	SMIC	Intel
	Ticker	005930 KS	2454 TT	QCOM US	2330 TT	2303 TT	688981 CH	INTC US
	시가총액	1,246,084	79,799	132,383	1,592,355	23,884	72,688	265,662
2023A	Sales	258,935	13,907	35,820	69,358	7,140	6,322	54,228
	OP	6,567	2,304	7,788	29,564	1,857	358	93
	OPM%	3%	17%	22%	43%	26%	6%	0%
	NP	14,473	2,470	7,232	26,903	1,957	903	1,689
	PER	36.8	20.9	14.5	18.3	10.7	23.2	139.4
	PBR	1.3	4.4	5.6	4.4	1.8	1.0	2.0
	ROE	3.6	19.0	36.5	26.2	17.6	4.6	1.6
	EV/EBITDA	8.8	16.2	11.5	10.1	6.1	14.7	24.4
2024A	Sales	300,871	16,518	38,962	90,106	7,232	8,030	53,101
	OP	32,726	3,188	10,071	41,157	1,607	474	-11,678
	OPM%	11%	19%	26%	46%	22%	6%	-22%
	NP	33,621	3,312	10,142	36,526	1,470	493	-18,756
	PER	10.7	21.1	20.5	23.8	11.3	81.7	-
	PBR	0.8	5.7	7.2	6.5	1.4	1.6	0.9
	ROE	7.9	27.8	42.4	30.3	12.8	2.4	-18.3
	EV/EBITDA	3.1	16.7	15.5	13.4	5.1	18.5	19.1
2025A	Sales	333,606	19,175	44,284	122,556	7,643	9,327	52,853
	OP	43,601	3,329	12,355	62,293	1,414	1,110	-2,214
	OPM%	13%	17%	28%	51%	19%	12%	-4%
	NP	44,261	3,389	5,541	55,273	1,342	685	-267
	PER	18.2	21.6	16.7	23.4	14.7	104.3	1,571.7
	PBR	1.7	5.7	8.6	7.4	1.6	3.4	1.6
	ROE	9.5	26.4	23.3	35.4	11.0	3.3	-0.3
	EV/EBITDA	6.8	16.3	12.9	14.6	5.5	22.3	15.8
2026F	Sales	571,263	19,862	43,813	157,499	8,129	11,066	54,052
	OP	254,386	3,185	13,605	85,608	1,623	1,230	4,169
	OPM%	45%	16%	31%	54%	20%	11%	8%
	NP	197,358	3,218	11,900	74,097	1,514	1,021	2,596
	PER	6.7	24.6	11.1	21.5	15.6	122.8	97.8
	PBR	2.3	5.8	5.8	7.0	2.0	5.2	2.1
	ROE	38.6	25.4	49.7	36.2	12.8	4.2	1.4
	EV/EBITDA	3.8	18.2	9.2	13.7	6.1	15.5	18.1
2027F	Sales	677,764	27,052	44,139	195,815	8,943	12,886	58,109
	OP	324,049	5,124	13,137	105,889	1,943	1,640	7,274
	OPM%	48%	19%	30%	54%	22%	13%	13%
	NP	255,489	4,856	11,591	91,294	1,846	1,312	5,378
	PER	3.3	16.2	11.1	17.5	12.8	92.4	51.7
	PBR	1.7	5.0	6.0	5.3	1.8	4.9	2.0
	ROE	35.2	35.6	46.8	34.8	14.7	5.2	3.4
	EV/EBITDA	3.0	11.7	9.4	11.1	5.6	13.0	14.6

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원, USDmn 기준, 2026.04.08 기준

삼성전자 DX 사업부문 Peer 실적 및 Valuation

표5. 삼성전자 DX 사업부문 Peer 실적 및 Valuation

	업체명	삼성전자	LG전자	Apple	Xiaomi	ZTE	Whirlpool	HAIER	Electrolux
	Ticker 시가총액	005930 KS 1,246,084	066570 KS 19,009	AAPL US 3,721,669	1810 HK 108,288	000063 CH 22,304	WHR US 3,533	600690 CH 27,573	ELUXB SS 1,855
2023A	Sales	258,935	82,263	383,285	38,265	17,546	19,455	38,721	12,681
	OP	6,567	3,653	114,301	2,779	1,322	1,015	2,684	-282
	OPM%	3%	4%	30%	7%	8%	5%	7%	-2%
	NP	14,473	713	96,995	2,468	1,317	481	2,344	-493
	PER	36.8	22.4	27.9	20.3	8.1	11.6	11.7	-
	PBR	1.3	0.8	42.8	2.2	1.1	2.8	2.0	2.6
	ROE	3.6	3.3	171.9	11.4	14.7	20.5	17.0	-37.7
	EV/EBITDA	8.8	3.8	20.5	12.8	7.7	7.6	6.5	251.5
2024A	Sales	300,871	87,728	391,035	50,823	16,848	16,607	39,726	12,880
	OP	32,726	3,420	123,216	3,409	1,245	142	3,050	104
	OPM%	11%	4%	32%	7%	7%	1%	8%	1%
	NP	33,621	368	93,736	3,286	1,170	-323	2,602	-132
	PER	10.7	23.2	33.8	34.1	13.0	11.3	14.1	-
	PBR	0.8	0.7	60.5	4.3	1.5	2.4	2.4	2.6
	ROE	7.9	1.6	157.4	13.4	12.0	-12.8	17.6	-13.3
	EV/EBITDA	3.1	3.7	24.8	25.0	13.3	7.6	8.9	8.0
2025A	Sales	333,606	89,201	416,161	63,650	18,637	15,524	42,084	13,422
	OP	43,601	2,478	133,050	6,622	791	838	3,082	374
	OPM%	13%	3%	32%	10%	4%	5%	7%	3%
	NP	44,261	961	112,010	5,796	782	318	2,722	90
	PER	18.2	17.1	34.2	21.8	20.8	17.5	12.3	19.6
	PBR	1.7	0.6	51.2	3.4	1.5	1.5	2.1	2.0
	ROE	9.5	3.9	171.4	18.3	7.6	11.8	17.0	9.5
	EV/EBITDA	6.8	4.1	25.6	19.6	18.5	8.3	8.5	5.1
2026F	Sales	571,263	92,736	464,777	74,058	21,925	15,302	46,087	13,702
	OP	254,386	3,582	150,180	5,556	965	826	3,639	509
	OPM%	45%	4%	32%	8%	4%	5%	8%	4%
	NP	197,358	1,971	124,714	5,160	1,186	382	3,073	235
	PER	6.7	10.2	29.8	21.5	20.0	9.5	9.4	7.6
	PBR	2.3	0.8	40.4	2.6	2.0	1.0	1.5	1.5
	ROE	38.6	8.1	143.8	12.3	9.7	9.3	16.3	20.9
	EV/EBITDA	3.8	4.0	22.2	15.5	15.7	8.1	6.3	4.2
2027F	Sales	677,764	97,406	497,151	86,464	24,466	15,810	48,384	14,106
	OP	324,049	4,062	161,038	7,400	1,138	953	3,963	580
	OPM%	48%	4%	32%	9%	5%	6%	8%	4%
	NP	255,489	2,318	134,224	6,805	1,397	479	3,349	290
	PER	3.3	8.8	27.0	16.6	17.5	7.9	8.6	5.9
	PBR	1.7	0.8	30.8	2.2	1.8	1.0	1.4	1.2
	ROE	35.2	8.8	126.2	14.1	10.3	-	16.4	21.8
	EV/EBITDA	3.0	3.8	20.6	11.6	14.1	7.3	5.8	4.0

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원, USDmn 기준, 2026.04.08 기준

삼성전자 SDC/Harman사업부문 Peer 실적 및 Valuation

표6. 삼성전자 SDC/Harman사업부문 Peer 실적 및 Valuation

	업체명	삼성전자	LG디스플레이	BOE	Continental
	Ticker 시가총액	005930 KS 1,246,084	034220 KS 6,055	000725 CH 21,788	CON GR 15,054
2023A	Sales	258,935	21,331	24,648	44,798
	OP	6,567	-2,510	262	1,955
	OPM%	3%	-12%	1%	4%
	NP	14,473	-2,734	360	1,251
	PER	36.8	-	38.5	13.3
	PBR	1.3	0.6	0.7	1.1
	ROE	3.6	-32.0	1.9	8.6
	EV/EBITDA	8.8	11.5	7.9	5.3
2024A	Sales	300,871	26,615	27,554	21,719
	OP	32,726	-561	930	2,205
	OPM%	11%	-2%	3%	10%
	NP	33,621	-2,563	739	1,264
	PER	10.7	-	18.3	9.8
	PBR	0.8	0.7	0.7	0.9
	ROE	7.9	-37.2	4.1	8.3
	EV/EBITDA	3.1	4.1	6.9	5.3
2025A	Sales	333,606	25,810	28,477	22,242
	OP	43,601	517	1,109	295
	OPM%	13%	2%	4%	1%
	NP	44,261	226	815	-187
	PER	18.2	26.2	16.2	-
	PBR	1.7	0.9	0.7	3.5
	ROE	9.5	3.4	4.4	-1.8
	EV/EBITDA	6.8	3.8	5.2	7.9
2026F	Sales	571,263	26,011	33,877	21,135
	OP	254,386	1,226	1,587	2,402
	OPM%	45%	5%	5%	11%
	NP	197,358	631	1,423	1,422
	PER	6.7	10.2	15.3	10.1
	PBR	2.3	0.8	1.1	2.6
	ROE	38.6	9.1	6.5	27.8
	EV/EBITDA	3.8	3.7	6.1	5.9
2027F	Sales	677,764	26,956	36,994	23,097
	OP	324,049	1,455	2,159	2,708
	OPM%	48%	5%	6%	12%
	NP	255,489	863	1,772	1,693
	PER	3.3	6.9	12.4	8.7
	PBR	1.7	0.7	1.0	2.2
	ROE	35.2	10.2	7.8	27.3
	EV/EBITDA	3.0	3.7	5.7	5.4

삼성전자(005930) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	
매출액	258,935	300,871	333,606	688,191	860,238	
매출원가	180,389	186,562	202,236	276,975	309,686	
매출총이익	78,547	114,309	131,370	411,216	550,553	
판매비	71,980	81,583	87,769	71,782	154,843	
영업이익	6,567	32,726	43,601	339,434	395,710	
EBITDA	45,234	75,357	90,528	392,316	446,950	
영업외손익	4,439	4,804	5,880	9,060	16,852	
외환관련손익	-102	-363	16	-440	-440	
이자손익	3,428	3,915	3,987	6,570	14,362	
관계기업관련손익	888	751	683	497	497	
기타	226	501	1,194	2,433	2,433	
법인세비용차감전순손익	11,006	37,530	49,481	348,494	412,562	
법인세비용	-4,481	3,078	4,275	87,124	103,140	
계속사업순손익	15,487	34,451	45,207	261,371	309,421	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	15,487	34,451	45,207	261,371	309,421	
지배지분순이익	14,473	33,621	44,261	256,717	303,913	
포괄순이익	18,837	51,296	51,291	269,414	317,465	
지배지분포괄이익	17,846	50,048	49,904	263,997	311,081	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	44,137	72,983	85,315	272,656	338,040	
당기순이익	15,487	34,451	45,207	261,371	309,421	
감가상각비	35,532	39,650	43,606	49,762	48,650	
외환손익	0	0	0	440	440	
충족,관계기업관련손익	-888	-751	-683	-497	-497	
자산부채의 증감	-5,459	-1,568	-9,614	-50,598	-31,623	
기타현금흐름	-536	1,200	6,799	12,179	11,649	
투자활동 현금흐름	-16,923	-85,382	-68,512	-151,898	-103,694	
투자자산	6,092	1,075	411	-15,420	-7,298	
유형자산 증가 (CAPEX)	-57,611	-51,406	-47,522	-65,000	-65,000	
유형자산 감소	98	156	150	0	0	
기타현금흐름	34,498	-35,207	-21,551	-71,478	-31,396	
재무활동 현금흐름	-8,593	-7,797	-13,478	-11,028	-11,012	
단기차입금	1,967	6,058	4,402	0	0	
사채 및 장기차입금	385	586	1,506	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-9,864	-10,889	-9,897	-11,028	-11,012	
기타현금흐름	-1,081	-3,553	-9,490	0	0	
연결범위변동 등 기타	779	4,821	826	16,898	18,600	
현금의 증감	19,400	-15,375	4,151	126,628	241,934	
기초 현금	49,681	69,081	53,706	57,856	184,484	
기말 현금	69,081	53,706	57,856	184,484	426,418	
NOPLAT	9,241	32,726	43,601	339,434	395,710	
FCF	-13,474	21,576	37,793	207,656	273,040	

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

자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	
유동자산	195,937	227,062	247,685	527,157	849,518	
현금및현금성자산	69,081	53,706	57,856	184,484	426,418	
매출채권 및 기타채권	43,281	53,246	58,609	124,231	150,053	
채고자산	51,626	51,755	52,637	51,903	64,879	
비유동자산	259,969	287,470	319,257	346,795	367,853	
유형자산	187,256	205,945	215,305	230,543	246,893	
관계기업등 지분관련자산	11,767	12,592	13,772	29,192	36,490	
기타투자자산	8,913	11,757	17,576	17,576	17,576	
자산총계	455,906	514,532	566,942	873,953	1,217,370	
유동부채	75,719	93,326	106,411	132,179	160,536	
매입채무 및 기타채무	53,550	61,523	68,114	71,999	89,999	
단기차입금	7,115	13,173	17,575	17,575	17,575	
유동성장기부채	1,309	2,207	1,178	1,178	1,178	
비유동부채	16,509	19,014	24,210	40,917	49,525	
장기차입금	0	7	2,806	2,806	2,806	
사채	538	15	7	7	7	
부채총계	92,228	112,340	130,622	173,097	210,061	
자배지분	353,234	391,688	424,313	684,196	985,140	
자본금	898	898	898	898	898	
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404	
이익잉여금	346,652	370,513	402,136	647,825	940,726	
비지배지분	10,444	10,504	12,007	16,660	22,169	
자본총계	363,678	402,192	436,320	700,856	1,007,309	
순차입금	-79,721	-93,322	-100,608	-303,333	-581,283	
총차입금	12,686	19,330	25,239	25,239	25,239	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	
EPS	2,225	5,433	7,241	43,141	51,113	
BPS	52,002	57,981	63,997	103,647	149,237	
EBITDAPS	6,659	11,094	13,425	58,245	66,356	
SPS	38,120	44,293	49,471	102,172	127,715	
DPS	1,444	1,446	1,668	1,668	1,668	
PER	30.3	13.2	9.9	4.9	4.1	
PBR	1.3	1.2	1.1	2.0	1.4	
EV/EBITDA	8.4	5.2	4.2	2.7	1.8	
PSR	1.8	1.6	1.4	2.1	1.6	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-14.3	16.2	10.9	106.3	25.0	
영업이익 증가율 (%)	-84.9	398.3	33.2	678.5	16.6	
지배순이익 증가율 (%)	-73.6	132.3	31.6	480.0	18.4	
매출총이익률 (%)	30.3	38.0	39.4	59.8	64.0	
영업이익률 (%)	2.5	10.9	13.1	49.3	46.0	
지배순이익률 (%)	5.6	11.2	13.3	37.3	35.3	
EBITDA 마진 (%)	17.5	25.0	27.1	57.0	52.0	
ROIC	4.0	11.7	14.6	82.2	83.2	
ROA	3.2	6.9	8.2	35.6	29.1	
ROE	4.1	9.0	10.8	46.3	36.4	
부채비율 (%)	25.4	27.9	29.9	24.7	20.9	
순차입금/자기자본 (%)	-22.6	-23.8	-23.7	-44.3	-59.0	
영업이익/금융비용 (배)	7.1	36.2	72.0	426.4	497.1	

SK하이닉스 (000660 KS): 1H26 예상 영업이익 104.1조원

반도체



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

투자 의견	BUY (M)
목표주가	1,800,000원 (U)
현재주가 (4/8)	1,033,000원
상승여력	74%

시가총액	7,362,215억원
총발행주식수	712,702,365주
60일 평균 거래대금	41,408억원
60일 평균 거래량	4,655,714주
52주 고	1,099,000원
52주 저	165,000원
외인지분율	52.71%
주요주주	에스케이스퀘어 외 6 인 20.50%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	11.8 36.6 509.4
상대	6.3 5.9 142.2
절대(달러환산)	12.2 34.8 510.5

- **1Q26 예상 영업이익 40.4조원:** 동사 1Q26 예상 매출액과 영업이익은 각각 57.6조원(YoY +226.5%, QoQ +75.4%), 40.4조원(OPM 70.1%, YoY +442.5%, QoQ +110.6%)으로 1개월기준 시장 컨센서스(매출액 51.7조원, 영업이익 36.4조원)를 상회할 전망이다. 이중 DRAM/NAND 예상 영업이익은 각각 34.5조원(OPM 77.5%, YoY +377.2%, QoQ +104.7%), 5.8조원(OPM 46.4%, YoY +9286.0%, QoQ +151.6%)으로 메모리반도체 공급업체의 Bargaining power가 극대화되었기 때문이다. 당사 리서치센터는 DRAM/NAND 각각 분기 ASP 상승폭을 +70.0%, +65.0%로 추정한다.
- **투자의견 BUY 유지, 목표주가 180만원으로 상향 조정:** 1H26 예상 매출액과 영업이익은 각각 142.8조원(YoY +258.1%, HoH +149.3%), 104.1조원(OPM 72.9%, YoY +524.9%, HoH +240.6%)으로 상향 조정하고, 이는 1개월기준 시장 컨센서스(매출액 120.3조원, 영업이익 87.7조원)를 크게 상회할 전망이다. 2Q26 메모리반도체 가격 상승폭(DRAM/NAND 각각 분기 ASP 예상 상승폭을 +45.0%, +35.0% 추정)은 전분기대비 둔화되겠지만, 기존 추정치 및 시장 컨센서스를 크게 상회할 것으로 예상하기 때문이다. 동사를 포함한 메모리업계 전반적으로 장기 계약 및 중장기 지속가능한 투자 방향성에 대한 논의가 지속되고 있다. 기존 Cycle과 다르게 주요 고객사 대상 장기 계약 가격이 당사 기존 예상대비 높게 형성되고 있는 것으로 파악된다는 점이 향후 메모리반도체 변동성을 축소 시키고, 안정적인 현금 흐름 기반의 주주 친화 활동을 강화 시킬 가능성을 높여 나갈 것으로 예상된다는 점이 긍정적이다. 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 180만원(2027년 예상 BPS * Target PBR 1.9배)으로 상향 조정한다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	97,147	358,037	609,212
매출액증가율	-26.6	102.0	46.8	268.6	70.2
영업이익	-7,730	23,467	47,206	267,137	423,980
영업이익률	-23.6	35.5	48.6	74.6	69.6
지배주주귀속순이익	-9,112	19,789	42,919	202,982	326,247
지배주주 귀속 EPS	-12,517	27,182	58,955	284,145	457,761
증가율	-508.7	-317.2	116.9	382.0	61.1
PER	-8.6	6.6	5.2	3.6	2.3
PBR	1.4	1.7	1.8	2.2	1.1
EV/EBITDA	17.5	4.0	3.6	2.0	0.6
ROA	-8.9	18.0	29.0	63.9	50.3
ROE	-15.6	31.1	44.2	91.3	67.0

자료: 유안타증권 리서치센터

SK하이닉스 실적 추이 및 전망

표1. SK하이닉스 실적 추이 및 전망

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
Sales	Total	17,639	22,232	24,449	32,827	57,583	85,213	98,995	116,246	66,193	97,147	358,037
	Y/Y	41.9%	35.4%	39.1%	66.1%	226.5%	283.3%	304.9%	254.1%	102.0%	46.8%	268.6%
	Q/Q	-10.8%	26.0%	10.0%	34.3%	75.4%	48.0%	16.2%	17.4%	-	-	-
Gross Profit	Total	10,102	11,983	14,029	22,576	46,066	70,727	83,156	98,809	31,828	58,691	298,758
	(% of sales)	57.3%	53.9%	57.4%	68.8%	80.0%	83.0%	84.0%	85.0%	48.1%	60.4%	83.4%
Operating profit	Total	7,441	9,213	11,383	19,170	40,362	63,709	74,743	88,323	23,467	47,206	267,137
	(% of sales)	42.2%	41.4%	46.6%	58.4%	70.1%	74.8%	75.5%	76.0%	35.5%	48.6%	74.6%
	Y/Y	157.8%	68.5%	61.9%	137.2%	442.5%	591.5%	556.6%	360.7%	흑자전환	101.2%	465.9%
	Q/Q	-7.9%	23.8%	23.6%	68.4%	110.6%	57.8%	17.3%	18.2%	-	-	-
Net Profit	Total	8,108	6,996	12,598	15,220	30,086	48,414	56,999	67,484	19,789	42,919	202,982
	(% of sales)	46.0%	31.5%	51.5%	46.4%	52.2%	56.8%	57.6%	58.1%	29.9%	44.2%	56.7%
	Y/Y	323.0%	69.8%	119.0%	90.2%	271.1%	591.9%	352.5%	343.4%	흑자전환	116.9%	372.9%
	Q/Q	1.3%	-13.7%	80.1%	20.8%	97.7%	60.9%	17.7%	18.4%	-	-	-
Bit shipments	DRAM Sales	14,195	17,117	19,070	24,949	44,580	66,763	77,151	90,823	45,842	75,331	279,317
	Y/Y	84.9%	50.0%	57.3%	70.6%	214.1%	290.0%	304.6%	264.0%	118.8%	64.3%	270.8%
	Q/Q	-3.0%	20.6%	11.4%	30.8%	78.7%	49.8%	15.6%	17.7%	-	-	-
	Q/Q	-9.0%	23.5%	6.0%	3.0%	2.0%	4.0%	7.0%	9.0%	-	-	-
	ASP	1.1%	2.0%	5.0%	26.5%	70.0%	45.0%	8.0%	8.0%	-	-	-
	DRAM OP	7,239	9,089	11,061	16,881	34,549	54,070	62,900	74,520	19,877	44,270	226,039
	OPM%	51.0%	53.1%	58.0%	67.7%	77.5%	81.0%	81.5%	82.1%	43.4%	58.8%	80.9%
	Y/Y	204.2%	94.2%	98.3%	133.1%	377.2%	494.9%	468.7%	341.5%	4188.7%	122.7%	410.6%
	Q/Q	0.0%	25.6%	21.7%	52.6%	104.7%	56.5%	16.3%	18.5%	-	-	-
Bit shipments	NAND Sales	3,108	4,609	4,890	7,550	12,573	18,036	21,427	24,992	19,184	20,157	77,028
	Y/Y	-29.7%	-9.6%	-0.6%	59.1%	304.5%	291.3%	338.2%	231.0%	98.2%	5.1%	282.1%
	Q/Q	-34.5%	48.3%	6.1%	54.4%	66.5%	43.5%	18.8%	16.6%	-	-	-
	Q/Q	-20.0%	70.0%	-5.0%	12.4%	2.0%	7.0%	10.0%	8.0%	-	-	-
	ASP	-20.0%	-9.0%	10.0%	33.4%	65.0%	35.0%	8.0%	8.0%	-	-	-
	NAND OP	62	46	324	2,319	5,835	9,660	11,864	13,825	3,891	2,752	41,183
	OPM%	2.0%	1.0%	6.5%	30.7%	46.4%	53.6%	55.4%	55.3%	20.3%	13.7%	53.5%
	Y/Y	-90.9%	-95.9%	-73.6%	171.6%	9286.0%	20858.1%	3558.4%	496.1%	흑전	-29.3%	1396.6%
	Q/Q	-92.7%	-25.9%	603.6%	615.2%	151.6%	65.5%	22.8%	16.5%	-	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원 기준

SK하이닉스 목표주가 산정 테이블

표2. SK하이닉스 목표주가 산정 테이블

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Adj BPS_P (Excl. NCI)	34,051	47,510	67,794	69,271	74,721	88,543	90,064	76,616	104,567	167,604	456,597	914,978
PBR_P (End)	1.31	1.61	0.89	1.36	1.59	1.48	0.83	1.85	1.66	3.88	2.04	1.02
PBR_P (High)	1.37	1.90	1.44	1.40	1.62	1.70	1.49	1.88	2.38	3.93	2.41	1.20
PBR_P (Low)	0.75	0.94	0.86	0.82	0.88	1.02	0.83	0.95	1.23	0.97	1.42	0.71
PBR_P (Avg)	1.00	1.35	1.16	1.09	1.19	1.37	1.13	1.41	1.71	1.84	1.89	0.95
Target PBR												1.90
Target Price											1,800,000	1,739,064
Close Price (4/8)											1,033,000	
Upside potential											74%	

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: Target PBR = 2017년 PBR 밴드 상단값 적용, 단위: 원, 배

SK하이닉스 Peer 실적 및 Valuation

표3. SK하이닉스 Peer 실적 및 Valuation

	업체명	SK하이닉스	삼성전자	Micron	Western Digital	Sandisk	Nanya
	Ticker	000660 KS	005930 KS	MU US	WDC US	SNDK US	2408 TT
	시가총액	736,222	1,246,084	425,810	105,766	109,028	21,759
2023A	Sales	32,766	258,935	15,540	12,318	6,086	959
	OP	-7,730	6,567	-5,745	-1,285	-2,035	-464
	OPM%	-24%	3%	-37%	-10%	-33%	-48%
	NP	-9,112	14,473	-5,833	-1,684	-2,143	-239
	PER	-	36.8	-	-	-	-
	PBR	1.8	1.3	1.7	1.1	-	1.4
	ROE	-15.6	3.6	-12.4	-14.8	-	-4.3
	EV/EBITDA	20.4	8.8	32.6	-	-	229.4
2024A	Sales	66,193	300,871	25,111	6,317	6,663	1,063
	OP	23,467	32,726	1,304	-403	-468	-329
	OPM%	35%	11%	5%	-6%	-7%	-31%
	NP	19,789	33,621	778	-798	-672	-158
	PER	6.1	10.7	134.3	-	-	-
	PBR	1.6	0.8	2.3	2.4	-	0.5
	ROE	31.1	7.9	1.7	-7.9	0.0	-3.1
	EV/EBITDA	3.6	3.1	12.3	43.9	-	10.5
2025A	Sales	97,147	333,606	37,378	9,520	7,355	2,142
	OP	47,206	43,601	9,770	2,334	-1,377	169
	OPM%	49%	13%	26%	25%	-19%	8%
	NP	42,919	44,261	8,539	1,889	-1,641	213
	PER	10.5	18.2	15.8	13.9	27.8	90.6
	PBR	3.8	1.7	2.5	4.2	0.7	3.5
	ROE	44.2	9.5	17.2	23.0	-16.2	3.9
	EV/EBITDA	7.3	6.8	7.6	9.4	11.2	28.9
2026F	Sales	247,788	571,263	105,811	12,381	15,395	6,493
	OP	174,797	254,386	75,800	4,190	7,259	4,060
	OPM%	71%	45%	72%	34%	47%	63%
	NP	141,420	197,358	64,142	3,467	6,378	3,322
	PER	5.2	6.7	6.7	34.9	18.3	6.5
	PBR	2.9	2.3	3.7	10.5	7.1	2.4
	ROE	74.0	38.6	66.8	48.3	47.9	42.7
	EV/EBITDA	3.7	3.8	5.0	23.4	14.8	4.4
2027F	Sales	315,233	677,764	163,089	15,638	26,410	7,648
	OP	224,765	324,049	129,385	6,285	16,763	4,555
	OPM%	71%	48%	79%	40%	63%	60%
	NP	177,652	255,489	105,318	5,394	14,123	3,713
	PER	4.1	3.3	4.0	22.7	8.2	5.8
	PBR	1.7	1.7	2.0	8.1	3.6	1.7
	ROE	51.5	35.2	58.2	44.5	53.9	33.5
	EV/EBITDA	2.9	3.0	3.1	16.3	6.3	4.1

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원, USDmn 기준, 2026.04.08 기준

SK하이닉스(000660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	97,147	358,037	609,212
매출원가	33,299	34,365	38,456	59,279	97,474
매출총이익	-533	31,828	58,691	298,758	511,738
판매비	7,197	8,361	11,484	31,621	87,759
영업이익	-7,730	23,467	47,206	267,137	423,980
EBITDA	5,943	36,049	61,136	282,208	437,343
영업외손익	-3,928	418	3,259	3,971	11,765
외환관련손익	-319	269	-448	-522	-389
이자손익	-1,252	-1,000	-429	794	5,756
관계기업관련손익	15	-38	-565	0	0
기타	-2,372	1,188	4,702	3,699	6,397
법인세비용차감전순손익	-11,658	23,885	50,466	271,108	435,744
법인세비용	-2,520	4,088	7,518	67,777	108,936
계속사업순손익	-9,138	19,797	42,948	203,331	326,808
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	42,948	203,331	326,808
지배지분순이익	-9,112	19,789	42,919	202,982	326,247
포괄순이익	-9,037	21,044	43,017	205,846	329,323
지배지분포괄이익	-9,015	21,033	42,984	205,487	328,749

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	53,373	163,915	319,071
당기순이익	-9,138	19,797	42,948	203,331	326,808
감가상각비	13,121	11,985	13,099	14,367	12,813
외환손익	332	352	509	522	389
충속, 관계기업관련손익	0	38	565	0	0
자산부채의 증감	794	-5,600	-2,881	-56,562	-28,228
기타현금흐름	-831	3,223	-867	2,258	7,289
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-48,054	-79,413	-26,281
투자자산	-19	-113	-983	-6,670	-4,266
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,325	-15,946	-27,519	-37,000	0
유형자산 감소	1,540	47	145	0	0
기타현금흐름	-531	-1,993	-19,697	-35,743	-22,014
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	-1,445	11,783	6,804
단기차입금	2,141	-2,643	4,244	13,878	8,877
사채 및 장기차입금	7,043	-4,138	-1,769	0	0
자본	36	115	4,467	0	0
현금배당	-826	-826	-1,681	-2,095	-2,073
기타현금흐름	-2,698	-1,211	-6,705	0	0
연결범위변동 등 기타	-30	530	-155	33,208	7,547
현금의 증감	2,610	3,618	3,719	129,492	307,142
기초 현금	4,977	7,587	11,205	14,924	144,416
기말 현금	7,587	11,205	14,924	144,416	451,558
NOPLAT	-7,730	23,467	47,206	267,137	423,980
FCF	-4,047	13,850	25,854	126,915	319,071

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

자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	69,458	323,966	711,073
현금및현금성자산	7,587	11,205	14,924	144,416	451,558
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	18,468	65,398	95,417
채고자산	13,481	13,314	14,289	50,602	73,828
비유동자산	69,862	77,576	106,650	135,248	126,151
유형자산	52,705	60,157	77,503	100,136	87,323
관계기업등 지분관련자산	1,367	1,941	1,321	4,678	6,825
기타투자자산	4,441	4,582	15,851	19,164	21,283
자산총계	100,330	119,855	176,108	459,214	837,224
유동부채	21,008	24,965	37,379	111,626	159,117
매입채무 및 기타채무	7,026	13,386	15,884	56,248	82,066
단기차입금	4,146	1,283	2,396	2,396	2,396
유동성장기부채	5,712	3,969	5,766	5,766	5,766
비유동부채	25,819	20,974	18,062	23,171	26,440
장기차입금	10,121	5,022	2,880	2,880	2,880
사채	9,490	12,409	11,206	11,206	11,206
부채총계	46,826	45,940	55,441	134,797	185,557
자배지분	53,504	73,903	120,516	323,918	650,607
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	8,954	8,954	8,954
이익잉여금	46,729	65,418	106,577	307,463	631,638
비지배지분	-1	12	151	500	1,061
자본총계	53,504	73,916	120,667	324,417	651,667
순차입금	24,960	12,984	-5,581	-159,294	-481,929
총차입금	33,981	27,200	29,674	43,552	52,429

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
EPS	-12,517	27,182	58,955	284,145	457,761
BPS	77,752	107,256	174,539	468,827	941,665
EBITDAPS	8,164	49,517	83,978	395,050	613,641
SPS	45,008	90,924	133,443	501,200	854,792
DPS	1,200	2,204	3,000	3,000	3,000
PER	-8.6	6.6	5.2	3.6	2.3
PBR	1.4	1.7	1.8	2.2	1.1
EV/EBITDA	17.5	4.0	3.6	2.0	0.6
PSR	2.4	2.0	2.3	2.1	1.2

재무비율 (단위: 배, %) (단위: 배, %, %)					
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-26.6	102.0	46.8	268.6	70.2
영업이익 증가율 (%)	적전	0.0	101.2	465.9	58.7
지배순이익 증가율 (%)	적전	0.0	116.9	372.9	60.7
매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	60.4	83.4	84.0
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	48.6	74.6	69.6
지배순이익률 (%)	-27.8	29.9	44.2	56.7	53.6
EBITDA 마진 (%)	18.1	54.5	62.9	78.8	71.8
ROIC	-8.5	27.1	48.2	172.9	223.8
ROA	-8.9	18.0	29.0	63.9	50.3
ROE	-15.6	31.1	44.2	91.3	67.0
부채비율 (%)	87.5	62.2	45.9	41.6	28.5
순차입금/자기자본 (%)	46.7	17.6	-4.6	-49.2	-74.1
영업이익/금융비용 (배)	-5.3	17.4	51.1	266.5	340.4



고선영

전기전자

sunyoung.kou@yuantakorea.com

PART 2

의외로 시작된 실적, 핵심은 지속성

LG이노텍 (011070): 1Q26 Preview – 공급망 대응이 만든 봄

전기전자



고선영 전기전자
sunyoung.kou@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	460,000원 (U)
현재주가 (4/8)	347,000원
상승여력	33%

시가총액	82,125억원		
총발행주식수	23,667,107주		
60일 평균 거래대금	743억원		
60일 평균 거래량	262,152주		
52주 고	347,000원		
52주 저	122,000원		
외인지분율	32.05%		
주요주주	LG전자 외 1 인 40.79%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	28.5	22.6	172.2
상대	22.2	(4.9)	8.2
절대(달러환산)	29.0	20.9	172.6

• **1Q26 Preview 컨센서스 톤업 지속:** 1Q26 매출 5조 7,049억원(YoY +14.5%, QoQ -25.0%), 영업이익 2,503억원(OPM 4.4%)을 기록하며 이익 기준 컨센을 상회하는 호실적 달성 전망. 시장 눈높이는 연초 이후 지속적으로 상향되고 있는 상황. 광학솔루션의 경우 롱테일 판매 효과가 지속되는 가운데 우호적인 환율 역시 마진 개선에 기여하는 중. 패키지솔루션의 경우 RF-SiP 중심의 모바일 수요 호조, FC-CSP에 가세한 메모리 물량 등이 복합적으로 작용하며 견조한 모습. 제품별 관측되는 전반적인 가동률 상승이 이익 개선을 견인. 모빌리티솔루션의 경우 기존 원가 절감 노력에 더해 AP모듈, 디지털키 기반 신사업 영향력 확대로 고부가 수주 비중 확대가 진행 중이라는 점에 주목

• **주인공은 바뀌지 않았다, 무대가 넓어졌을 뿐:** 광학솔루션의 경우 수요 환경 자체는 녹록치 않은 상황. 다만, 주 고객사가 메모리 비용 부담에도 신제품 가격 동결 및 가격 프리미엄을 통해 시장 점유율 확대에 집중하면서 수혜로 이어지는 중. 기판솔루션의 경우 제품군별 성장 모멘텀 구체화되는 모습. 주력 제품인 RF-SiP는 Cu-Post 기술 적용 비중 확대로 ASP 상향과 시장점유율 확보가 동시에 진행. FC-CSP는 모바일 AP 중심에서 메모리향으로 응용처 확대 및 고객사 확보. FC-BGA는 기존 PC 칩셋 및 CPU 중심에서 북미 빅테크 중심 서버향으로 응용처 확대 가능성 제기. 리드타임이 긴 기판 사업의 특성상 가동률 여유분이 존재하는 업체 위주로 고객사 컨택 가능성이 높아진 시점이라 판단. 일부 제품의 경우 이미 풀캐파에 근접해 중장기적 관점의 증설 투자도 기대. 관련 이익 기여도는 '26년을 기점으로 빠르게 확대될 전망

• **투자의견 BUY, 목표주가 460,000원으로 상향:** 동사 목표주가를 460,000원으로 상향하며 투자의견은 BUY를 유지. 목표주가는 '26년도 예상 BPS에 동사 '19~20년 평균 PBR를 적용하여 산출. BPS 상향과 Target PBR 할인 해소가 주 요인. 광학의 경우 롱테일 판매 효과가 지속되면서 성장 모멘텀이 확인되는 가운데 패키지 부문의 제품별 성장 모멘텀 구체화로 동사 이익 개선이 본격 기대되는 국면

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	21,201	21,897	22,129	23,989	24,469
매출액증가율	2.9	3.3	1.1	8.4	2.0
영업이익	706	665	966	1,113	1,223
영업이익률	3.3	3.0	4.4	4.6	5.0
지배주주귀속순이익	449	341	278	437	546
지배주주 귀속 EPS	18,983	14,419	11,746	18,465	23,075
증가율	-20.5	-24.0	-18.5	57.2	25.0
PER	11.4	12.4	29.5	18.8	15.0
PBR	1.0	0.7	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	3.3	2.8	3.7	3.0	2.4
ROA	4.0	2.9	2.3	3.3	3.8
ROE	8.9	6.1	4.5	6.1	6.7

자료: 유안타증권 리서치센터

LG이노텍 (011070): 분기 실적 추이 전망

	분기				연간		
	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	5,704.9	4,060.5	5,404.6	6,958.8	21,896.6	22,128.8	23,988.8
Y/Y 증감률(%)	14.5%	3.2%	0.7%	-8.6%	3.3%	1.1%	8.4%
Q/Q 증감률(%)	-25.0%	-28.8%	33.1%	28.8%	-	-	-
광학솔루션	4,832.2	3,100.2	4,372.2	5,799.7	18,318.5	18,104.4	19,439.9
Y/Y 증감률(%)	16.8%	1.6%	-2.4%	-12.7%	2.9%	-1.2%	7.4%
Q/Q 증감률(%)	-27.3%	-35.8%	41.0%	32.6%	-	-	-
기판소재	409.8	460.6	520.8	610.1	1,720.0	2,001.2	2,158.0
Y/Y 증감률(%)	8.7%	10.7%	19.0%	24.7%	17.8%	16.3%	7.8%
Q/Q 증감률(%)	-16.2%	12.4%	13.1%	17.1%	-	-	-
전장부품	462.8	499.7	511.7	549.0	1,858.1	2,023.2	2,390.9
Y/Y 증감률(%)	-1.0%	7.3%	13.6%	15.8%	-4.3%	8.9%	18.2%
Q/Q 증감률(%)	-2.4%	8.0%	2.4%	7.3%	-	-	-
매출비중(%)							
광학솔루션	84.7%	76.4%	80.9%	83.3%	83.7%	81.8%	81.0%
기판소재	7.2%	11.3%	9.6%	8.8%	7.9%	9.0%	9.0%
전장부품	8.1%	12.3%	9.5%	7.9%	8.5%	9.1%	10.0%
영업이익	250.3	138.0	251.6	325.9	664.9	965.8	1,112.7
광학솔루션	188.5	58.9	157.4	214.6	477.8	619.4	671.7
기판소재	41.0	51.6	62.5	75.6	129.1	230.7	280.9
전장부품	20.8	27.5	31.7	35.7	58.1	115.7	160.2
영업이익률(%)	4.4%	3.4%	4.7%	4.7%	3.0%	4.4%	4.6%

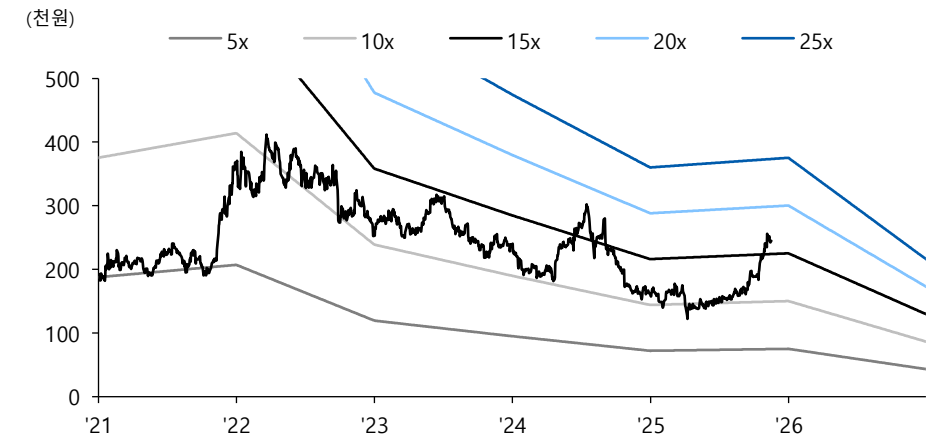
자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원

LG이노텍 목표주가 산정방식

구분	내용	비고
BPS(원)	281,658	'26년 BPS
목표 PBR(배)	1.64	동사 '19~'20년 평균 PBR
목표 주가(원)	460,000	BPS*Target PBR
현재 주가(원)	347,000	
상승 여력(%)	33%	

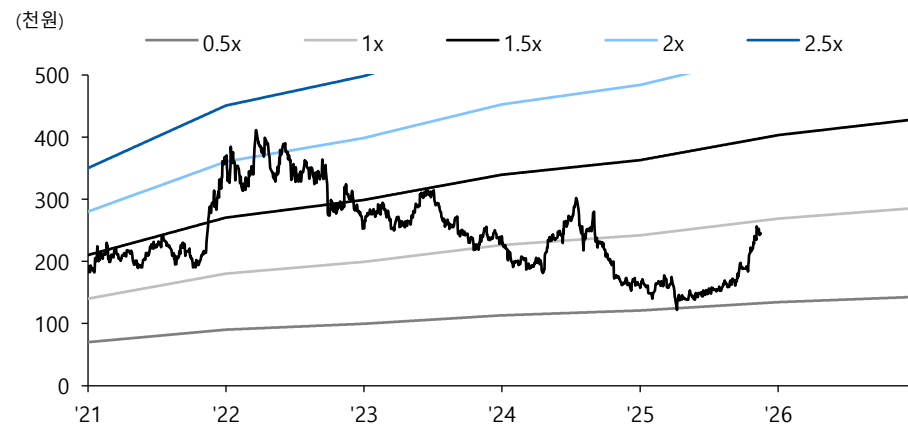
자료: 유안타증권 리서치센터, 26.04.08 기준

LG이노텍 12MF P/E Band



자료: 유안타증권 리서치센터

LG이노텍 12MF P/B Band



자료: 유안타증권 리서치센터

LG이노텍 '10년 이후 주가 흐름 및 주요 이벤트



자료: 유안타증권 리서치센터

LG이노텍(011070) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	21,201	21,897	22,129	23,989	24,469	
매출원가	19,457	20,147	20,056	21,674	22,022	
매출총이익	1,744	1,750	2,073	2,315	2,447	
판매비	1,038	1,085	1,107	1,202	1,223	
영업이익	706	665	966	1,113	1,223	
EBITDA	1,986	1,815	2,113	2,252	2,370	
영업외손익	-117	-256	-655	-628	-601	
외환관련손익	46	-13	-8	-8	-8	
이자손익	-74	-46	-35	-8	19	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-89	-197	-613	-613	-613	
법인세비용차감전순손익	589	409	311	484	622	
법인세비용	140	67	33	47	76	
계속사업순손익	449	341	278	437	546	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	449	341	278	437	546	
지배지분순이익	449	341	278	437	546	
포괄순이익	701	459	842	1,001	1,111	
지배지분포괄이익	701	459	842	1,001	1,111	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	1,110	1,331	4,743	4,779	4,982	
당기순이익	449	341	278	437	546	
감가상각비	1,229	1,101	1,100	1,100	1,114	
외환손익	0	0	8	8	8	
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-816	-410	2,913	2,748	2,834	
기타현금흐름	248	300	444	487	481	
투자활동 현금흐름	-969	-796	-700	-721	-926	
투자자산	-18	-73	11	-7	-2	
유형자산 증가 (CAPEX)	-879	-611	-940	-940	-1,150	
유형자산 감소	7	1	0	0	0	
기타현금흐름	-79	-114	229	226	227	
재무활동 현금흐름	-220	-453	-45	-44	-44	
단기차입금	36	84	-1	1	0	
사채 및 장기차입금	-105	-470	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-62	-49	-44	-44	-44	
기타현금흐름	-89	-17	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	19	-5	-2,749	-2,945	-2,981	
현금의 증감	-60	77	1,249	1,069	1,032	
기초 현금	1,390	1,329	1,406	2,655	3,724	
기말 현금	1,329	1,406	2,655	3,724	4,756	
NOPLAT	706	665	966	1,113	1,223	
FCF	231	720	3,803	3,839	3,832	

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

자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	5,853	6,778	7,567	8,924	10,059	
현금및현금성자산	1,329	1,406	2,655	3,724	4,756	
매출채권 및 기타채권	2,810	3,419	3,127	3,309	3,375	
재고자산	1,575	1,789	1,636	1,731	1,766	
비유동자산	5,525	5,153	4,935	4,742	4,748	
유형자산	4,480	3,724	3,564	3,404	3,441	
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0	
기타투자자산	182	376	365	372	374	
자산총계	11,378	11,931	12,502	13,666	14,807	
유동부채	3,955	4,507	4,183	4,386	4,459	
매입채무 및 기타채무	3,063	3,576	3,270	3,462	3,531	
단기차입금	73	155	155	155	155	
유동성장기부채	611	567	567	567	567	
비유동부채	2,069	1,661	1,654	1,658	1,660	
장기차입금	1,186	1,011	1,011	1,011	1,011	
사채	781	529	529	529	529	
부채총계	6,024	6,168	5,837	6,044	6,119	
자배지분	5,354	5,763	6,665	7,622	8,688	
자본금	118	118	118	118	118	
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134	1,134	
이익잉여금	3,868	4,191	4,425	4,817	5,319	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	5,354	5,763	6,665	7,622	8,688	
순차입금	1,360	882	-365	-1,435	-2,468	
총차입금	2,700	2,313	2,312	2,313	2,313	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	18,983	14,419	11,746	18,465	23,075	
BPS	226,240	243,532	281,652	322,092	367,143	
EBITDAPS	83,917	76,702	89,269	95,164	100,151	
SPS	895,790	925,191	935,001	1,013,594	1,033,866	
DPS	2,090	1,880	1,880	1,880	1,880	
PER	11.4	12.4	29.5	18.8	15.0	
PBR	1.0	0.7	1.2	1.1	0.9	
EV/EBITDA	3.3	2.8	3.7	3.0	2.4	
PSR	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	2.9	3.3	1.1	8.4	2.0	
영업이익 증가율 (%)	-15.0	-5.8	45.2	15.2	9.9	
지배순이익 증가율 (%)	-20.5	-24.0	-18.5	57.2	25.0	
매출총이익률 (%)	8.2	8.0	9.4	9.6	10.0	
영업이익률 (%)	3.3	3.0	4.4	4.6	5.0	
지배순이익률 (%)	2.1	1.6	1.3	1.8	2.2	
EBITDA 마진 (%)	9.4	8.3	9.5	9.4	9.7	
ROIC	9.5	9.6	15.9	19.4	20.8	
ROA	4.0	2.9	2.3	3.3	3.8	
ROE	8.9	6.1	4.5	6.1	6.7	
부채비율 (%)	112.5	107.0	87.6	79.3	70.4	
순차입금/자기자본 (%)	25.4	15.3	-5.5	-18.8	-28.4	
영업이익/금융비용 (배)	6.2	7.6	10.6	12.2	13.4	

LG전자 (066570): 1Q26 잠정 Review – 기대 이상의 출발, 지켜볼 지속성

전기전자



고선영 전기전자
sunyoung.kou@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	140,000원 (U)
현재주가 (4/8)	116,700원
상승여력	20%

시가총액	199,128억원
총발행주식수	180,065,937주
60일 평균 거래대금	1,976억원
60일 평균 거래량	1,718,037주
52주 고	146,700원
52주 저	64,700원
외인지분율	33.57%
주요주주	LG 외 2 인 35.27%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(1.1) 26.6 74.4
상대	(5.9) (1.9) (30.7)
절대(달러환산)	(0.7) 24.9 74.7

- **화려하게 연 1분기:** 동사 분기 잠정 실적은 시장 기대를 상회. 1Q26 연결 매출액 23조 7,330억원(YoY +4.4%, QoQ -0.5%), 영업이익 1조 6,736억원(YoY +32.9%, QoQ 흑전) 기록했으며 영업이익은 시장 컨센을 약 21% 가량 상회. 사업부별로는 MS와 VS 부문의 호조에 주목. MS의 경우 OLED TV, PC 중심 프리미엄 제품 판매 확대가 실적을 견인한 상황. 올림픽 효과, 계절성(개학) 등 수요측 요인에 더해 패널 가격 하락에 따른 원가 개선 효과와 지난해 하반기 실시한 희망퇴직에 따른 고정비 절감까지 복합적으로 맞물리며 가이던스 대비 의미있는 성장 확인. VS의 경우 고유가 국면에서 전기차 및 하이브리드에 대한 관심이 확대되며 유럽 OEM사 수요 회복세가 나타났던 상황
- **다만 촉매를 들기엔:** 연내 실적 개선에 대한 움직임은 지속적으로 확인될 것. 다만 수요 호조와 원가 개선이 동시에 맞물렸던 1Q와 달리, 서프라이즈의 연속성 여부에 대해서는 신중한 시각을 유지할 필요. 중동 및 아시아 내 지정학적 리스크와 구리 등 원자재 가격 상승에 따른 역레버리지 효과에 대해서는 주시해야할 시점. 다만, 프리미엄 제품 비중 확대 및 원가 개선과 고정비 축소 효과에 대해서는 긍정적 시각
- **투자 의견 BUY 유지, 목표주가 140,000원 상향:** 매크로, 수요 환경 등 악조건 속에서도 동사가 추진하고 있는 대응 및 성장 전략은 적절하다고 판단. 관세, 희망퇴직 등 그동안 우려 요인으로 언급된 요인들도 해소되었으며 대응을 통해 원가 절감 효과로 반영 중. 지난해 인도 IPO로 확보된 자금이 미래 성장 분야(로봇, HVAC)에 투자에 활용되고 있으며 그 중 로봇의 경우 부품(액추에이터), 가정(클라우드), 산업 및 상업(스마트팩토리) 등으로 확장되며 의미 있는 성장 스토리 만드는 중. '26년 BPS 상승으로 목표주가를 140,000원으로 상향

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	87,728	89,201	90,648	95,810	97,248
매출액증가율	6.6	1.7	1.6	5.7	1.5
영업이익	3,420	2,478	3,874	4,403	4,862
영업이익률	3.9	2.8	4.3	4.6	5.0
지배주주귀속이익	368	961	-1,204	-448	206
지배주주 귀속 EPS	2,136	5,734	-7,542	-2,900	1,114
증가율	-49.9	168.4	-231.5	-61.5	-138.4
PER	45.7	13.9	-15.5	-40.2	104.7
PBR	0.8	0.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.0	3.9	3.5	2.9	2.4
ROA	0.6	1.4	-1.7	-0.6	0.3
ROE	1.8	4.3	-4.8	-1.6	0.7

자료: 유안타증권 리서치센터

LG전자 (066570): 분기 실적 추이 전망

	분기				연간		
	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액 (연결)	23,733	21,480	22,086	23,349	89,201	90,648	95,810
HS	6,891	6,867	6,792	6,518	26,126	27,068	28,493
MS	5,201	4,691	4,936	5,341	19,426	20,169	20,529
VS	3,015	2,788	2,551	2,751	11,136	11,105	12,390
ES	2,753	2,903	2,232	1,606	9,323	9,494	9,724
기타	168	171	171	174	1,840	683	686
매출 (별도)	18,028	17,420	16,682	16,390	67,851	68,519	71,822
LG이노텍	5,705	4,060	5,405	6,959	21,897	22,129	23,989
영업이익 (연결)	1,673.6	1,007.7	887.5	304.6	2,478.4	3,873.4	4,403.0
HS	615.4	412.0	394.0	65.2	1,279.3	1,486.6	1,566.2
MS	390.5	-23.5	-123.4	-186.9	-750.9	56.7	224.7
VS	180.9	167.3	158.1	173.3	559.0	679.6	780.6
ES	264.6	299.9	171.2	-65.6	647.3	670.1	712.5
기타	-28.1	14.0	36.0	-7.3	58.1	14.7	6.5
영업이익 (별도)	1,423.3	869.8	635.9	-21.3	1,792.8	2,907.7	3,290.3
LG이노텍	250.3	138.0	251.6	325.9	664.9	965.8	1,112.7
OPM (%) (연결)	7.1%	4.7%	4.0%	1.3%	2.8%	4.3%	4.6%
OPM (별도)	7.9%	5.0%	3.8%	-0.1%	2.6%	4.2%	4.6%
LG이노텍	4.4%	3.4%	4.7%	4.7%	3.0%	4.4%	4.6%

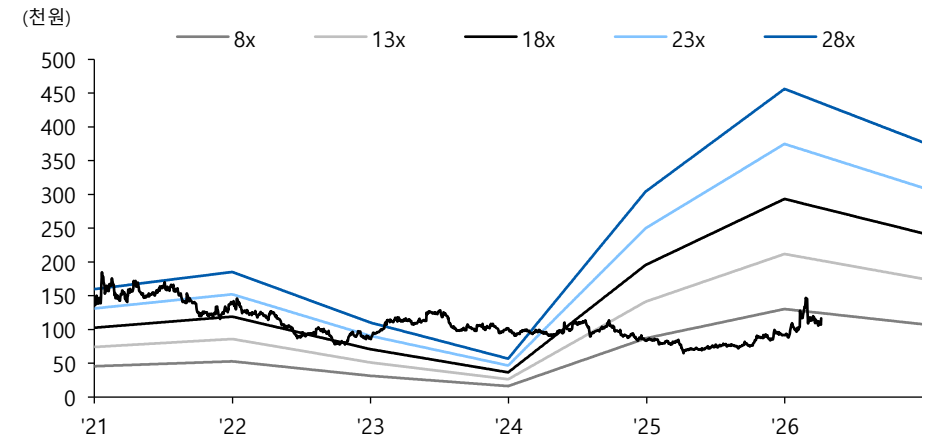
자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원

LG전자 목표주가 산정방식

구분	내용	비고
BPS(원)	145,763	'26년 BPS
목표 PBR(배)	0.95	'20~'24년 P/B 저점 평균
목표 주가(원)	140,000	BPS*Target PBR
현재 주가(원)	116,700	
상승 여력(%)	20%	

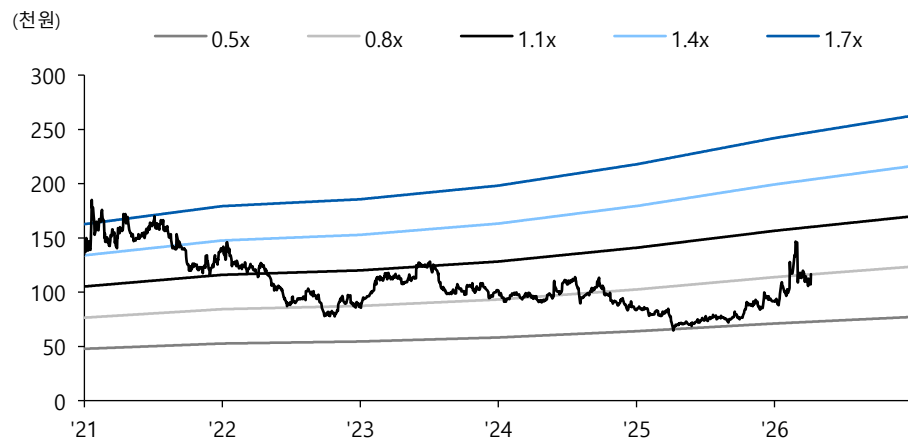
자료: 유안타증권 리서치센터, 26.04.08 기준

LG전자 12MF P/E Band



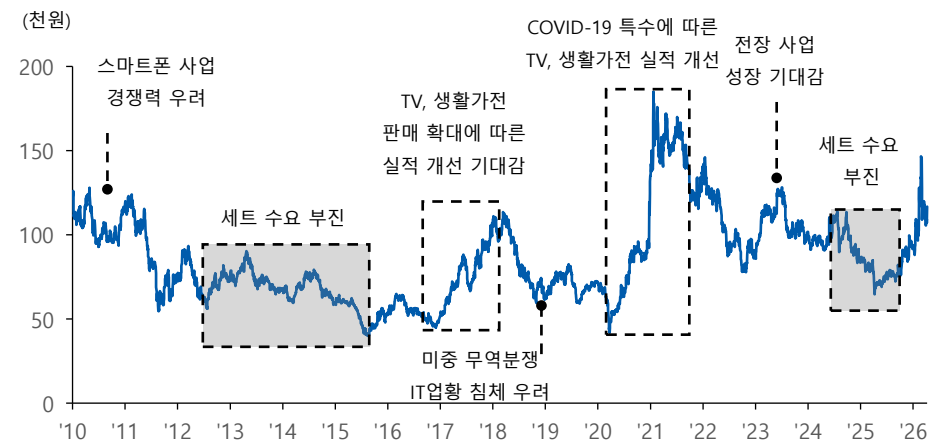
자료: 유안타증권 리서치센터

LG전자 12MF P/B Band



자료: 유안타증권 리서치센터

LG전자 '10년 이후 주가 흐름 및 주요 이벤트



자료: 유안타증권 리서치센터

LG전자(066570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	87,728	89,201	90,648	95,810	97,248
매출원가	66,349	68,359	67,417	70,474	70,991
매출총이익	21,379	20,842	23,231	25,337	26,257
판매비	17,960	18,363	19,357	20,934	21,394
영업이익	3,420	2,478	3,874	4,403	4,862
EBITDA	6,954	6,080	7,675	8,228	8,690
영업외손익	-2,084	-642	-4,926	-4,805	-4,658
외환관련손익	-87	18	-3,041	-3,041	-3,041
이자손익	-71	-191	-121	0	146
관계기업관련손익	-992	111	-483	-483	-483
기타	-933	-581	-1,281	-1,281	-1,281
법인세비용차감전순손익	1,336	1,836	-1,052	-402	204
법인세비용	463	608	3	-9	24
계속사업순손익	873	1,228	-1,056	-393	180
중단사업순손익	-282	-8	0	0	0
당기순이익	591	1,220	-1,056	-393	180
지배지분순이익	368	961	-1,204	-448	206
포괄순이익	2,068	2,062	2,664	3,327	3,900
지배지분포괄이익	1,620	1,715	-203	-254	-298

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	3,843	4,281	9,720	9,986	10,759
당기순이익	591	1,220	-1,056	-393	180
감가상각비	2,993	3,040	3,257	3,355	3,424
외환손익	0	0	3,041	3,041	3,041
중속, 관계기업관련손익	992	-111	483	483	483
자산부채의 증감	-3,797	-2,043	1,051	464	660
기타현금흐름	3,063	2,174	2,944	3,036	2,971
투자활동 현금흐름	-4,212	-3,014	-156	-696	-526
투자자산	-511	-149	74	-112	-53
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,356	-2,615	-3,650	-4,000	-3,890
유형자산 감소	41	102	0	0	0
기타현금흐름	-1,386	-351	3,420	3,416	3,417
재무활동 현금흐름	-705	-319	-253	-230	-237
단기차입금	-101	-39	-9	14	7
사채 및 장기차입금	827	-1,240	0	0	0
자본	-55	1,359	0	0	0
현금배당	-317	-266	-244	-244	-244
기타현금흐름	-1,060	-133	0	0	0
연결범위변동 등 기타	159	249	-6,225	-6,252	-6,437
현금의 증감	-915	1,197	3,087	2,808	3,559
기초 현금	8,488	7,573	8,770	11,856	14,665
기말 현금	7,573	8,770	11,856	14,665	18,224
NOPLAT	3,420	2,478	3,885	4,403	4,862
FCF	1,486	1,665	6,070	5,986	6,869

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

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	33,924	34,870	37,405	41,049	44,992
현금및현금성자산	7,573	8,770	11,856	14,665	18,224
매출채권 및 기타채권	11,345	11,928	11,676	12,058	12,226
재고자산	10,729	11,085	10,851	11,206	11,374
비유동자산	31,706	33,750	33,116	33,403	33,519
유형자산	17,075	16,714	17,108	17,752	18,219
관계기업등 지분관련자산	2,776	2,797	2,738	2,828	2,870
기타투자자산	1,268	1,243	1,229	1,251	1,262
자산총계	65,630	68,620	70,521	74,452	78,510
유동부채	27,307	27,183	26,661	27,452	27,827
매입채무 및 기타채무	19,401	20,217	19,790	20,437	20,743
단기차입금	564	482	482	482	482
유동성장기부채	2,325	1,982	1,982	1,982	1,982
비유동부채	13,110	12,885	12,848	12,904	12,931
장기차입금	4,713	4,863	4,863	4,863	4,863
사채	6,380	5,317	5,317	5,317	5,317
부채총계	40,418	40,068	39,509	40,357	40,758
자배지분	20,995	23,887	26,199	29,227	32,909
자본금	904	904	904	904	904
자본잉여금	2,970	4,329	4,329	4,329	4,329
이익잉여금	16,353	17,419	15,971	15,279	15,241
비지배지분	4,217	4,665	4,813	4,869	4,843
자본총계	25,212	28,552	31,012	34,096	37,752
순차입금	6,833	5,180	2,086	-711	-4,264
총차입금	15,302	14,024	14,015	14,029	14,035

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	2,136	5,734	-7,542	-2,900	1,114
BPS	116,595	132,659	145,763	162,610	183,096
EBITDAPS	38,453	33,684	42,625	45,693	48,259
SPS	485,132	494,153	503,409	532,085	540,067
DPS	1,000	1,350	1,350	1,350	1,350
PER	45.7	13.9	-15.5	-40.2	104.7
PBR	0.8	0.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.0	3.9	3.5	2.9	2.4
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	6.6	1.7	1.6	5.7	1.5
영업이익 증가율 (%)	-6.4	-27.5	56.3	13.7	10.4
지배순이익 증가율 (%)	-48.4	161.4	0.0	0.0	0.0
매출총이익률 (%)	24.4	23.4	25.6	26.4	27.0
영업이익률 (%)	3.9	2.8	4.3	4.6	5.0
지배순이익률 (%)	0.4	1.1	-1.3	-0.5	0.2
EBITDA 마진 (%)	7.9	6.8	8.5	8.6	8.9
ROIC	10.6	7.4	17.1	18.9	18.7
ROA	0.6	1.4	-1.7	-0.6	0.3
ROE	1.8	4.3	-4.8	-1.6	0.7
부채비율 (%)	160.3	140.3	127.4	118.4	108.0
순차입금/자기자본 (%)	32.5	21.7	8.0	-2.4	-13.0
영업이익/금융비용 (배)	6.0	4.1	6.3	7.2	7.9



이안나



2차전지/신에너지

anna.lee@yuantakorea.com

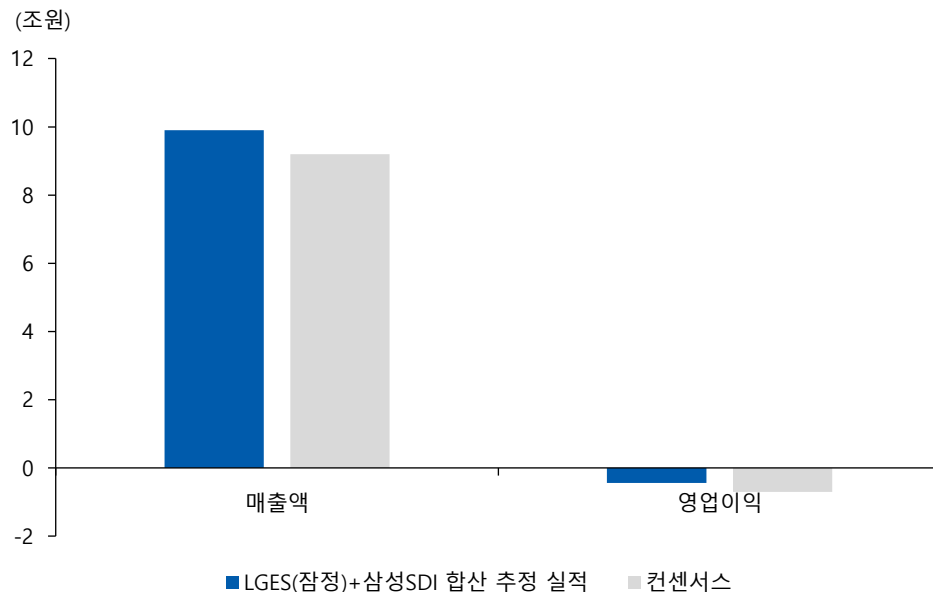
2차전지

예상대비 좋은 실적, 비중확대 유효

2차전지 1Q26 Preview: 소재 중심 컨센서스 대비 상회 실적 기대

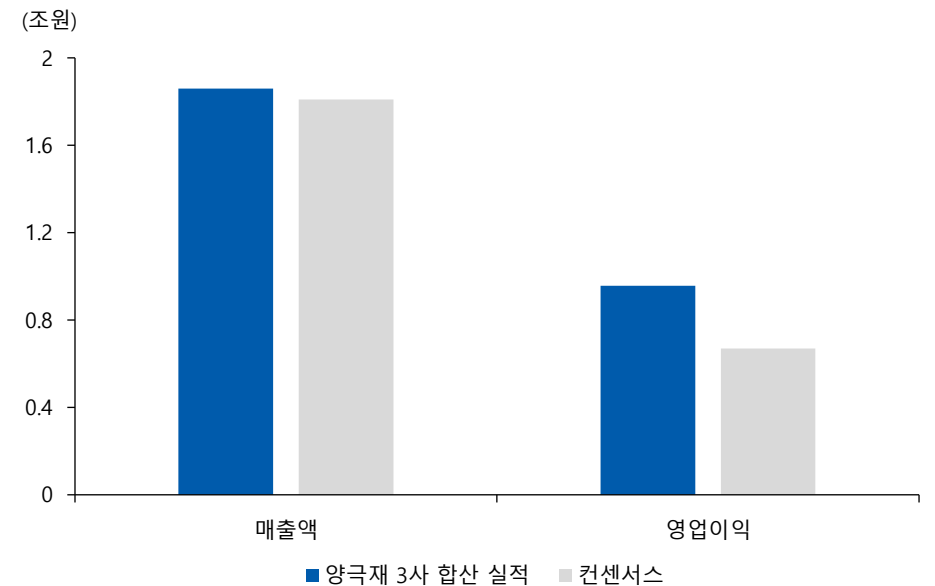
- 2차전지 섹터의 2026년 1분기 실적은 셀, 소재 대부분 컨센서스 대비 상회하는 실적이 기대됨. 특히 셀보다는 양극재를 중심으로 재고평가환입 등의 영향으로 컨센서스 상회 분위기가 형성
- 셀: LG에너지솔루션은 1분기 잠정 영업손실 2,078억원으로 컨센서스를 하회했고, 글로벌 EV 배터리 사용량 데이터에서도 한국 3사는 모두 역성장을 기록
- 양극재: 1분기 양극재 기업들 흑자전환 예상. 다만, 기업별로 내용에 차이가 있음. 기본적으로 양극재 기업들은 대부분 재고평가환입으로 인한 흑자전환 예상. 다만, 엘앤에프의 경우, 하이니켈 가동률도 본격 개선 중

셀 합산 1Q26 실적 컨센 대비 상회 (LGES는 컨센 하회 기록. 삼성SDI 컨센 상회 예상)



자료: 유안타증권 리서치센터

양극재 합산 1Q26 실적 컨센 대비 상회



자료: 유안타증권 리서치센터

2차전지 섹터 비중 확대 가능한 주요 모멘텀

- ESS 수주 확대 기대: AI 데이터센터향 수주는 2028년 가동 시작 그린필드 기준 아직 시작되지 않음. 시간축 전력 설계 방식에 따라 ESS 수주는 2026년이 원년임. 북미 내 AI 데이터센터향 BESS 신규 용량은 매해 80~100GWh가 필요한 상황. 국내 셀 기업들 북미 라인 전환 발표 상황으로 보았을 때 2026년 연말 기준 80GWh 수준으로 여전히 추가 라인 필요한 상황
- 유럽 2026년 3월 Industrial Accelerator Act(IAA) 제안안에 따르면 완성차가 공공조달·법인차 지원·super credits 같은 혜택을 받으려면 배터리 셀을 포함한 최소 3개 배터리 핵심부품을 유럽산으로 맞추도록 하려는 안에 대한 결정 진행 중. 법안이 통과되면 3년 후에는 최소 5개로 강화되고, CAM과 BMS까지 사실상 핵심 의무 축으로 들어간다고 보면 됨. 이에 이미 유럽에 공장이 있는 소재 기업 중심 수혜 예상
- 글로벌 에너지 관련 지정학적 리스크로 인한 EV 수요 개선 기대감(실적과 무관하게 섹터에 대한 긍정적 증시 환경 조성) + BESS 중심 수주 및 외형 확대 + 유럽 IAA 제안안 통과 기대까지 2차전지 섹터에 대한 비중 확대 유효. AI 데이터센터향 ESS 수혜주 Top Pick으로 '삼성SDI', '엘앤에프', '한중엔시에스' 제시

미국 시나리오 별 BESS 셀 수요 전망: FTM+BTM

(GWh)	Low			Base			High		
	FTM total	BTM total	US total	FTM total	BTM total	US total	FTM total	BTM total	US total
2025E	49.68	4.11	53.79	58.63	5.47	64.10	67.74	7.03	74.77
2026E	46.92	6.05	52.97	60.03	8.67	68.70	72.11	11.00	83.11
2027E	44.77	8.50	53.27	56.65	12.75	69.40	69.68	18.96	88.64
2028E	52.52	12.01	64.53	62.32	18.30	80.62	79.36	29.87	109.23
2029E	65.66	14.70	80.36	78.04	22.83	100.87	96.71	39.95	136.66
2030E	73.29	17.63	90.92	87.40	27.89	115.29	112.44	52.11	164.55

자료: 유안타증권 리서치센터

LG에너지솔루션 (373220): 영업이익 기준 컨센서스 하회 실적 기록

2차전지



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	531,000원 (M)
현재주가 (4/8)	406,000원
상승여력	31%

시가총액	950,040억원		
총발행주식수	234,000,000주		
60일 평균 거래대금	1,654억원		
60일 평균 거래량	416,235주		
52주 고	514,000원		
52주 저	268,000원		
외인지분율	5.04%		
주요주주	LG화학 79.38%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.5	10.9	27.7
상대	2.3	(14.0)	(49.3)
절대(달러환산)	8.0	9.4	27.9

- 1Q26 Review 영업이익 기준 컨센 하회 실적 기록:** 매출은 6조 5,550억원, 영업손실은 2,078억원이었고, 45X Tax Credit 1,898억원을 제외하면 영업손실은 3,975억원으로 영업이익 기준 컨센서스 대비 하회 실적 기록. 매출액은 이번 분기부터 북미 생산 보조금 회계 표시 방식을 변경하면서 기타 수익으로 약 1,900억원이 반영, 북미 고객사 향 보상금(약3,500억원)이 반영되면서 컨센서스 대비 상회. 다만, 영업이익은 북미향 EV 파우치 셀의 수요 둔화에 따른 가동률 하락 및 고정비 부담 가중. 그리고 제품 믹스 조정을 위한 EV-to-ESS 라인 전환 과정에서의 과도기적 비용이 중첩되며 컨센서스 대비 하회 실적 기록
- ESS 중심 외형성장 기대 지속:** 동사는 2Q26E 매출 6조 6,720억원, 영업이익 1,610억원 예상. 이는 랜싱 사이트 양산 본격화 등 ESS 중심 외형성장과 AMPC 반영 확대에 의한 것. 동사는 연간 ESS 생산능력을 60GWh 이상으로 확대할 예정이며 이 중 80%는 북미에서 담당할 예정. 특히 AI DC향 수주가 아직 본격화되지 않은 만큼 관련 수주 모멘텀 여전하며 빠른 라인전환을 통해 ESS 중심 외형성장이 2028년까지 지속될 것으로 예상. EV는 북미, 유럽 전체적으로 저조한 가동률이 지속되고 있지만 유럽 쪽 라인의 Mid-Ni 전환 완료로 가동률 개선에 연간 지속될 것으로 예상되며 하반기에는 46시리즈 오창공장 가동률 확대, 애리조나 공장 연말 양산 개시 등으로 실적 개선이 본격화될 것
- 투자의견 Buy, 목표주가 유지:** 북미 EV 둔화를 ESS·원통형·중저가 포트폴리오 전환으로 흡수하면서 45X 제외 수익성 정상화와 가동률 회복이 확인할 가능성이 여전히 높다는 점에서 동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 유지

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	25,620	23,672	27,235	32,629	40,264
매출액증가율	-24.1	-7.6	15.1	19.8	23.4
영업이익	575	1,346	733	2,793	5,191
영업이익률	2.2	5.7	2.7	8.6	12.9
지배주주귀속순이익	-1,019	-1,073	543	394	459
지배주주 귀속 EPS	-4,354	-4,585	2,322	1,685	1,960
증가율	-182.4	5.3	-150.6	-27.4	16.3
PER	-87.3	-78.7	174.8	240.9	207.1
PBR	4.2	4.2	4.6	4.5	4.4
EV/EBITDA	52.0	33.8	56.9	40.0	33.3
ROA	-1.9	-1.7	0.8	0.5	0.6
ROE	-4.9	-5.2	2.7	1.9	2.1

자료: 유안타증권 리서치센터

LG에너지솔루션 실적 추이 및 전망

LG에너지솔루션 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	6,265	5,565	5,700	6,142	6,555	6,672	6,999	7,008	23,672	27,235	32,629	40,264
QoQ %	-3%	-11%	2%	8%	7%	2%	5%	0%				
YoY %	2%	-10%	-17%	-5%	5%	20%	23%	14%	-8%	15%	20%	23%
소형(+원통형 EV)	1,708	1,636	1,743	2,079	1,996	2,002	2,016	1,583	7,166	7,596	8,090	8,656
EV	4,124	3,546	3,404	2,792	2,443	2,232	2,441	2,730	13,866	9,845	10,337	11,371
ESS	433	383	553	1,271	1,927	2,244	2,334	2,471	2,640	8,976	12,566	16,964
영업이익	375	492	601	-122	-208	161	257	523	1,346	733	2,793	5,191
소형(+원통형 EV)	111	93	119	141	104	124	125	118	464	471	485	519
EV	-124	-96	85	-530	-503	-335	-317	-125	-665	-1,179	-620	-455
ESS	-71	4	32	-66	2	76	130	196	-100	374	880	1,527
Tax Credit	458	491	366	333	190	296	319	334	1,647	1,607	2,048	3,600
영업이익률	6%	9%	11%	-2%	-3%	2%	4%	7%	6%	3%	9%	13%
소형(+원통형 EV)	7%	6%	7%	7%	5%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	6%
EV	-3%	-3%	3%	-19%	-21%	-15%	-13%	-5%	-5%	-13%	-6%	-4%
ESS	-16%	1%	6%	-5%	0%	3%	6%	8%	-4%	5%	7%	9%

자료: 유안타증권 리서치센터

LG에너지솔루션 1Q26 Review

구분	1Q25	4Q25	1Q26P	% QoQ	% YoY	당사 추정	차이	Consensus	차이
매출액	6,265	6,142	6,555	7%	5%	6,177	378	5,840	715
소형(+원통형 EV)	1,708	2,079	1,996	-4%	17%	2,085	-89		
EV	4,124	2,792	2,443	-13%	-41%	2,512	-69		
ESS	433	1,271	1,927	52%	345%	1,580	347		
기타			190						
영업이익(Credit 제외)	-83	-455	-398	적지	적지	-146	-252		
영업이익률(Credit 제외)	-1%	-7%	-6%	적지	적지	-2%	-4%		
영업이익(Credit 포함)	375	-122	-208	적지	적전	127	-335	-121	-87
영업이익률(Credit 포함)	6%	-2%	-3%	적지	적전	2%	-5%p	-2%	-1%p
소형(+원통형 EV)	111	141	104	-27%	-7%	136	-32		
EV	-124	-530	-503	적지	적지	-301	-202		
ESS	-71	-66	2	흑전	흑전	20	-18		
Tax Credit	458	333	190	-43%	-59%	273	-83		

자료: 유안타증권 리서치센터

LG에너지솔루션(373220) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	25,620	23,672	27,235	32,629	40,264	
매출원가	22,214	19,440	22,368	26,799	33,069	
매출총이익	3,406	4,232	4,867	5,830	7,195	
판매비	4,311	4,533	5,272	5,086	5,603	
영업이익	575	1,346	733	2,793	5,191	
EBITDA	2,141	3,391	2,310	3,382	4,160	
영업외손익	-227	-932	-728	-1,000	-1,021	
외환관련손익	-22	166	-83	-53	-25	
이자손익	-341	-600	-811	-1,148	-1,335	
관계기업관련손익	-49	-2	2	2	2	
기타	186	-496	164	199	338	
법인세비용차감전순손익	349	414	5	1,793	4,170	
법인세비용	10	333	16	1,757	4,129	
계속사업순손익	339	81	-10	36	42	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	339	81	-10	36	42	
지배지분순이익	-1,019	-1,073	543	394	459	
포괄순이익	3,217	10	1	34	59	
지배지분포괄이익	915	-901	-331	-9,833	-17,124	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	5,112	4,432	2,001	310	-299	
당기순이익	339	81	-10	36	42	
감가상각비	2,856	3,414	2,452	2,417	2,385	
외환손익	0	0	83	53	25	
충속, 관계기업관련손익	0	0	-2	-2	-2	
자산부채의 증감	691	-365	-2,984	-4,045	-4,668	
기타현금흐름	1,226	1,303	2,462	1,850	1,919	
투자활동 현금흐름	-12,065	-10,881	-8,431	-7,157	-5,724	
투자자산	-8	-28	-32	-153	-216	
유형자산 증가 (CAPEX)	-12,399	-10,834	-8,400	-7,000	-5,500	
유형자산 감소	75	75	0	0	0	
기타현금흐름	267	-95	0	-4	-8	
재무활동 현금흐름	5,382	6,286	8,800	1,190	1,120	
단기차입금	-292	1,389	200	120	100	
사채 및 장기차입금	4,675	5,735	8,600	1,070	1,020	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	998	-838	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	402	44	-277	2,700	2,177	
현금의 증감	-1,170	-119	2,093	-2,957	-2,727	
기초 현금	5,069	3,899	3,779	5,872	2,915	
기말 현금	3,899	3,779	5,872	2,915	188	
NOPLAT	575	1,346	733	2,793	5,191	
FCF	-7,287	-6,402	-6,399	-6,690	-5,799	

자료: 유안타증권 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우,

자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	15,327	18,412	21,981	21,785	23,474	
현금및현금성자산	3,899	3,779	5,872	2,915	188	
매출채권 및 기타채권	5,548	4,899	5,963	6,507	8,029	
재고자산	4,552	4,350	4,004	5,005	6,176	
비유동자산	44,979	48,736	53,600	58,116	61,264	
유형자산	38,350	40,795	46,743	51,326	54,441	
관계기업등 지분관련자산	62	78	89	106	131	
기타투자자산	1,210	1,445	1,466	1,601	1,793	
자산총계	60,307	67,148	75,581	79,901	84,738	
유동부채	12,055	16,785	16,222	18,924	21,853	
매입채무 및 기타채무	8,361	8,254	7,230	9,276	11,446	
단기차입금	1,291	2,681	2,881	3,001	3,101	
유동성장기부채	1,199	4,006	4,006	4,126	4,196	
비유동부채	17,285	21,041	30,037	31,621	33,469	
장기차입금	4,866	4,735	12,735	13,185	13,635	
사채	7,776	10,778	11,378	11,878	12,378	
부채총계	29,340	37,826	46,259	50,545	55,323	
자배지분	21,116	20,771	20,771	21,163	21,639	
자본금	117	117	117	117	117	
자본잉여금	17,165	17,165	17,165	17,165	17,165	
이익잉여금	1,397	332	876	1,270	1,729	
비지배지분	9,850	9,106	8,552	8,194	7,777	
자본총계	30,967	29,322	29,323	29,357	29,415	
순차입금	12,493	21,096	27,797	31,934	35,766	
총차입금	16,392	24,923	33,723	34,913	36,033	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	-4,354	-4,585	2,322	1,685	1,960	
BPS	90,240	86,391	88,763	90,439	92,473	
EBITDAPS	9,150	14,490	9,873	14,452	17,776	
SPS	109,485	101,161	116,387	139,440	172,067	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	-87.3	-78.7	174.8	240.9	207.1	
PBR	4.2	4.2	4.6	4.5	4.4	
EV/EBITDA	52.0	33.8	56.9	40.0	33.3	
PSR	3.5	3.6	3.5	2.9	2.4	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	-24.1	-7.6	15.1	19.8	23.4	
영업이익 증가율 (%)	-73.4	134.0	-45.5	280.9	85.9	
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	-27.4	16.3	
매출총이익률 (%)	13.3	17.9	17.9	17.9	17.9	
영업이익률 (%)	2.2	5.7	2.7	8.6	12.9	
지배순이익률 (%)	-4.0	-4.5	2.0	1.2	1.1	
EBITDA 마진 (%)	8.4	14.3	8.5	10.4	10.3	
ROIC	1.6	0.6	-2.8	0.1	0.1	
ROA	-1.9	-1.7	0.8	0.5	0.6	
ROE	-4.9	-5.2	2.7	1.9	2.1	
부채비율 (%)	94.7	129.0	157.8	172.2	188.1	
순차입금/자기자본 (%)	59.2	104.4	133.8	150.9	165.3	
영업이익/금융비용 (배)	1.0	1.6	0.6	2.0	3.7	

삼성SDI (006400): 1Q26 Preview 컨센 상회 기대 + 올해 셀 Top Pick

2차전지



이안나 2차전지/신에너지
anna.lee@yuanta.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	620,000원 (U)
현재주가 (4/8)	471,500원
상승여력	31%

시가총액	383,730억원
총발행주식수	82,203,426주
60일 평균 거래대금	4,128억원
60일 평균 거래량	1,068,937주
52주 고	471,500원
52주 저	160,200원
외인지분율	25.27%
주요주주	삼성전자 외 5 인 20.31%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	14.9 74.0 173.2
상대	9.2 34.9 8.6
절대(달러환산)	15.3 71.6 173.7

- **1Q26 Preview 컨센 상회 실적 기대:** 동사는 2026년 1분기 매출액 3.4조원(-13% qoq, +6% yoy), 영업이익 -2,322억원(적지)으로 컨센서스 영업손실 2,809억원 대비 상회하는 실적 예상. 이는 소형전지 파워툴 수요 개선 및 BBU 수요 견조, 1분기 ESS 비수기임에도 불구하고 미국 라인 가동 본격화로 인한 AMPC 인식이 본격화되고 있기 때문
- **동사 BESS 강점, 다양한 세그먼트향 기술력 + SCM 단순화:** AI 데이터센터는 실시간 부하 변동이 극심한 공학 시스템으로 진화하고 있으며, 이에 따라 BESS는 비상용 백업을 넘어 전력 품질을 유지하는 핵심 동적 버퍼로 재정의. 동사는 랙 내부 BBU(원통형)부터 고효율 UPS(각형), 대규모 Grid향 ESS(SBB)까지 전 영역을 아우르는 계층형 ESS를 보유. 특히 2026년 말 LFP 기반 SBB 2.0까지 양산이 본격화되면서 전 계층 수주 및 외형성장 기대. 또한 동사의 단순화된 SCM 역량은 유지보수 효율이 곧 마케팅 경쟁력이 되는 북미 온사이트 전력 시장에서 강력한 수주 기반이 될 것으로 판단
- **목표주가 620,000원으로 상향:** 동사에 대한 투자의견 Buy 유지, 목표주가 620,000원으로 상향 조정. 이는 기존 2027년에서 ESS 수주 및 외형이 가장 크게 집중될 해인 2028년 EBITDA로 변경, multiple도 2026E~2028E 북미 ESS 연평균 성장률 27.7배를 적용. 동사는 SDC 지분 매각 후 확보될 약 10조원의 재원을 바탕으로 북미 ESS 시장 대응과 동시에, 차세대 배터리 양산 가속화에 집중 투입할 예정. 이에 재무구조 개선 및 성장 모멘텀 등을 반영 시 성장과 모멘텀이 가장 집중되는 2028년 적용은 유효하다는 판단

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	16,592	13,267	14,021	16,131	17,642
매출액증가율	-22.6	-20.0	5.7	15.0	9.4
영업이익	363	-1,722	-502	1,067	1,718
영업이익률	2.2	-13.0	-3.6	6.6	9.7
지배주주귀속이익	599	-649	-95	2,381	2,134
지배주주 귀속 EPS	8,457	-8,502	-1,181	29,543	26,482
증가율	-70.2	-200.5	-86.1	-2,601.5	-10.4
PER	42.1	-25.8	-399.2	16.0	17.8
PBR	1.2	0.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	17.2	266.6	41.2	24.0	22.4
ROA	1.6	-1.6	-0.2	5.4	4.5
ROE	3.1	-3.2	-0.4	10.0	8.0

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성 SDI 실적 추이 및 전망

삼성SDI 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,177	3,179	3,052	3,859	3,365	3,477	3,561	3,617	13,267	14,021	16,131	17,642
% qoq	4%	0%	-4%	26%	-13%	3%	2%	2%				
% yoy	-34%	-22%	-22%	26%	6%	9%	17%	-6%	-17%	6%	15%	9%
소형	908	1,171	987	977	1,110	1,107	1,110	1,122	4,044	4,448	4,759	5,092
ESS	465	439	705	1,058	1,013	1,034	1,038	1,050	2,667	4,134	5,960	7,030
EV	1,608	1,350	1,128	1,587	1,044	1,112	1,180	1,203	5,673	4,539	4,493	4,583
전자재료	196	218	232	237	198	225	234	243	883	900	918	937
영업이익	-434	-398	-591	-299	-232	-174	-178	82	-1,722	-502	1,067	1,718
% qoq	-27%	-8%	49%	-49%	-22%	-25%	2%	-146%				
% yoy	-262%	-242%	-555%	-49%	-47%	-56%	-70%	-127%	-2097%	-71%	-313%	61%
소형	-281	-73	-69	-137	-11	-66	-139	38	-560	-178	71	102
중대형전지	-280	-424	-581	-282	-330	-243	-193	-133	-1,567	-899	-181	-37
AMPC	109	66	20	80	75	97	110	158	275	440	1,039	1,512
전자재료	18	33	39	39	34	38	44	19	129	135	138	140
OPM	-14%	-13%	-19%	-8%	-7%	-5%	-5%	2%	-13%	-4%	7%	10%

자료: 유안타증권 리서치센터

목표주가 620,000원으로 상향

사업부문	단위	2028E	내용
EBITDA	십억원	2,095	
Target EV/EBITDA	x	28	← 2026E~2028E 북미 ESS 연평균 성장률 EV/EBITDA multiple
Total EV(기업가치) (1)	십억원	58,043	
순차입금 (2)	십억원	8,061	
순 기업가치 (1)-(2)	십억원	49,982	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	81	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	620,230	
목표주가	원	620,000	
현재주가 (04/08)	원	471,500	
Upside	%	31	

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성SDI(006400) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	16,592	13,267	14,021	16,131	17,642	
매출원가	13,499	11,805	11,076	12,743	14,114	
매출총이익	3,094	1,462	2,945	3,388	3,528	
판매비	2,820	3,459	3,887	3,360	3,323	
영업이익	363	-1,722	-502	1,067	1,718	
EBITDA	2,148	105	1,209	1,986	2,095	
영업외손익	164	358	389	417	452	
외환관련손익	-40	-9	9	4	4	
이자손익	-281	-270	-267	-212	-199	
관계기업관련손익	801	838	955	865	886	
기타	-317	-202	-308	-240	-239	
법인세비용차감전순손익	527	-1,364	-113	1,484	2,170	
법인세비용	7	-489	-52	458	1,302	
계속사업순손익	520	-875	-61	1,026	868	
중단사업순손익	55	290	0	500	500	
당기순이익	576	-585	-61	1,526	1,368	
지배지분순이익	599	-649	-95	2,381	2,134	
포괄순이익	1,480	174	471	2,260	2,043	
지배지분포괄이익	1,322	97	-400	-1,920	-1,735	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	-138	792	522	1,568	814	
당기순이익	576	-585	-61	1,526	1,368	
감가상각비	1,795	2,012	2,074	1,900	1,847	
외환손익	-24	-10	-9	-4	-4	
충족,관계기업관련손익	-801	-838	-955	-865	-886	
자산부채의 증감	-2,622	-142	-2,091	-2,310	-2,291	
기타현금흐름	939	356	1,564	1,321	780	
투자활동 현금흐름	-4,920	-1,999	-2,243	-3,437	-3,381	
투자자산	1,014	60	86	-1,737	-1,242	
유형자산 증가 (CAPEX)	-6,271	-3,067	-2,420	-2,000	-2,400	
유형자산 감소	8	19	0	0	0	
기타현금흐름	330	989	91	299	260	
재무활동 현금흐름	5,544	865	-3	8	5	
단기차입금	3,105	-1,461	-3	8	5	
사채 및 장기차입금	2,835	793	0	0	0	
자본	0	1,646	0	0	0	
현금배당	-70	-70	0	0	0	
기타현금흐름	-327	-43	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	-127	7	1,212	3,073	2,405	
현금의 증감	361	-334	-513	1,211	-158	
기초 현금	1,524	2,138	1,804	2,912	2,502	
기말 현금	1,885	1,804	1,291	2,502	2,344	
NOPLAT	363	-1,722	-502	1,067	1,718	
FCF	-6,409	-2,274	-1,898	-432	-1,586	

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

자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	10,334	8,740	8,736	10,529	10,717	
현금및현금성자산	1,885	1,804	1,291	2,502	2,344	
매출채권 및 기타채권	3,310	2,395	3,234	3,268	3,528	
재고자산	2,879	2,936	2,412	2,688	2,520	
비유동자산	30,263	33,515	33,673	35,452	37,204	
유형자산	17,707	19,241	19,587	19,687	20,239	
관계기업등 지분관련자산	10,187	11,427	11,427	13,146	14,378	
기타투자자산	1,001	1,381	1,295	1,313	1,323	
자산총계	40,597	42,255	42,408	45,981	47,921	
유동부채	10,856	9,795	9,257	10,109	9,677	
매입채무 및 기타채무	3,367	3,312	2,842	3,540	2,998	
단기차입금	5,394	3,915	3,915	3,915	3,915	
유동성장기부채	1,121	1,476	1,476	1,476	1,476	
비유동부채	8,174	8,890	8,686	9,147	9,476	
장기차입금	5,064	5,493	5,493	5,493	5,493	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	19,030	18,685	17,943	19,255	19,153	
지배지분	19,766	21,443	22,304	25,419	28,227	
자본금	357	416	416	416	416	
자본잉여금	5,002	6,589	6,589	6,589	6,589	
이익잉여금	12,780	12,089	11,994	14,374	16,508	
비지배지분	1,801	2,127	2,161	1,307	540	
자본총계	21,567	23,570	24,465	26,725	28,768	
순차입금	9,679	9,061	9,288	8,011	8,061	
총차입금	11,740	11,072	11,068	11,076	11,081	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	8,457	-8,502	-1,181	29,543	26,482	
BPS	287,707	272,809	283,424	323,006	358,701	
EBITDAPS	29,711	1,352	14,703	24,154	25,490	
SPS	229,472	170,064	170,565	196,230	214,616	
DPS	973	0	0	0	0	
PER	42.1	-25.8	-399.2	16.0	17.8	
PBR	1.2	0.8	1.7	1.5	1.3	
EV/EBITDA	17.2	266.6	41.2	24.0	22.4	
PSR	1.6	1.3	2.8	2.4	2.2	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	-22.6	-20.0	5.7	15.0	9.4	
영업이익 증가율 (%)	-76.5	적전	적지	흑전	61.0	
지배순이익 증가율 (%)	-70.2	적전	적지	흑전	-10.4	
매출총이익률 (%)	18.6	11.0	21.0	21.0	20.0	
영업이익률 (%)	2.2	-13.0	-3.6	6.6	9.7	
지배순이익률 (%)	3.6	-4.9	-0.7	14.8	12.1	
EBITDA 마진 (%)	12.9	0.8	8.6	12.3	11.9	
ROIC	2.0	-5.0	-1.7	4.4	3.7	
ROA	1.6	-1.6	-0.2	5.4	4.5	
ROE	3.1	-3.2	-0.4	10.0	8.0	
부채비율 (%)	88.2	79.3	73.3	72.0	66.6	
순차입금/자기자본 (%)	49.0	42.3	41.6	31.5	28.6	
영업이익/금융비용 (배)	1.1	-5.5	-1.7	4.0	6.5	

엘앤에프 (066970): 어닝 서프라이즈 기대 + LFP 양산 본격화

2차전지



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	235,000원 (U)
현재주가 (4/8)	184,100원
상승여력	28%

시가총액	74,238억원		
총발행주식수	40,325,085주		
60일 평균 거래대금	1,027억원		
60일 평균 거래량	763,736주		
52주 고	185,000원		
52주 저	47,800원		
외인지분율	19.52%		
주요주주	새로닉스 외 18 인 25.36%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	55.2	76.7	224.7
상대	47.6	37.0	29.1
절대(달러환산)	55.8	74.3	225.3

- 1Q26 Preview 컨센 상회 실적 기대:** 당사는 2026년 1분기 매출액 6,734억원(+9% qoq, +85% yoy), 영업이익 788억원(OPM 12%)으로 영업이익 기준 컨센서스 500억원 대비 상회하는 실적 예상. 이는 주요 북미 고객사 YL 모델의 출시 지역 확대에 의한 가동률 상승, 탄산리튬 가격 상승(4Q25 14.5\$/kg 대비 현재 약 20% 상승) 영향으로 인한 ASP 상승 및 환입 효과로 인한 것. 당사는 환입 효과를 제외하더라도 Low-single 수준의 영업이익률 유지가 가능해 보이며 2분기부터는 P, Q가 동반 상승하는 본격적인 실적 개선 기대
- 2026년, 견조한 주요 고객사향 하이니켈 수요 + LFP 확대에 의한 외형성장 기대:** 2026년 4~5월 중 LFP 전용 공장 추가 완공을 앞두고 있으며, 3분기 말부터 본격적인 공급을 시작할 예정. 총 6만 톤의 캐파 중 삼성SDI향으로 연간 최대 5만 톤 배정, 나머지 물량은 타 고객사와 공급 협의가 진행 중. 특히 미국 내 탈중국 ESS 공급망 구축 기조에 따라 국내 배터리 셀 업체들의 국내 LFP 양극재 수요 증가 중
- 투자의견 Buy, 목표주가 상향 조정:** 동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 235,000원으로 상향. 밸류에이션 산정 시점을 2028년으로 변경(기존 2027년). 2028년 EBITDA에 2028년 국내 양극재 3사 EV/EBITDA multiple 37배 적용. 2028년은 동사의 신성장 동력인 ESS향 LFP 양극재의 고객사 라인업이 최대치로 확장되는 시점이면서 북미 지역 내 배터리 에너지 저장장치(BESS) 외형 성장이 정점에 도달하는 해. 이에 2차전지 섹터에 긍정적 환경이 조성(에너지 파동으로 인한 EV 수요에 대한 긍정적 시각, AI데이터센터 ESS 큰 폭의 외형성장 등)되는 현재, 목표주가 산정을 2028년 기준으로 함은 유효하다는 판단

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,907	2,155	2,754	3,029	3,423
매출액증가율	-58.9	13.0	27.8	10.0	13.0
영업이익	-559	-157	165	151	226
영업이익률	-29.3	-7.3	6.0	5.0	6.6
지배주주귀속이익	-378	-534	-702	-574	-734
지배주주 귀속 EPS	-10,416	-14,393	-17,422	-14,230	-18,191
증가율	93.9	38.2	21.0	-18.3	27.8
PER	-12.9	-5.6	-10.6	-12.9	-10.1
PBR	6.3	4.6	119.3	-15.1	-6.2
EV/EBITDA	-13.0	-64.8	41.0	45.9	36.9
ROA	-12.3	-18.0	-22.6	-18.9	-23.8
ROE	-41.7	-77.0	-191.5	275.3	89.5

자료: 유안타증권 리서치센터

엘앤에프 실적 추이 및 전망

엘앤에프 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	365	520	652	618	673	687	704	690	2,155	2,754	3,029	3,423
(%, QoQ)	0	43	25	-5	9	2	3	-2				
(%, YoY)	-43	-6	86	69	85	32	8	12	13	28	10	13
영업이익	-140	-121	22	82	79	23	24	39	-157	165	151	226
(%, QoQ)	적지	적지	흑전	273	-4	-70	3	63				
(%, YoY)	적지	적지	흑전	흑전	-156	-119	8	-53	적지	흑전	-8	49
OPM	적지	적지	3	13	12	3	3	6	적지	6	5	7

자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: IFRS 연결 기준

목표주가 235,000원으로 상향

사업부문	단위	2028E	내용
EBITDA	십억원	300	
Target EV/EBITDA	x	37	← 2028년 국내 양극재 3사 EV/EBITDA multiple
Total EV(기업가치) (1)	십억원	11,115	
순차입금 (2)	십억원	1,654	
순 기업가치 (1)-(2)	십억원	9,461	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	40	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	234,626	
목표주가	원	235,000	
현재주가(04/01)	원	184,100	
Upside	%	28	

자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: IFRS 연결 기준

엘앤에프(066970) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	1,907	2,155	2,754	3,029	3,423	
매출원가	2,371	2,226	2,290	2,519	2,855	
매출총이익	-463	-71	464	511	568	
판매비	95	86	299	359	342	
영업이익	-559	-157	165	151	226	
EBITDA	-495	-72	237	224	300	
영업외손익	39	-411	-858	-717	-945	
외환관련손익	-11	8	-20	-8	-6	
이자손익	-101	-116	-477	-538	-662	
관계기업관련손익	0	-4	14	6	8	
기타	151	-299	-375	-177	-285	
법인세비용차감전순손익	-520	-568	-693	-566	-720	
법인세비용	-139	-33	10	8	14	
계속사업순손익	-381	-535	-703	-574	-734	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	-381	-535	-703	-574	-734	
지배지분순이익	-378	-534	-702	-574	-734	
포괄순이익	-384	-512	-613	-538	-685	
지배지분포괄이익	-381	-511	-613	-538	-685	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	281	-29	-555	-544	-698	
당기순이익	-381	-535	-703	-574	-734	
감가상각비	60	82	69	71	72	
외환손익	26	-8	20	8	6	
충족, 관계기업관련손익	0	4	-14	-6	-8	
자산부채의 증감	776	209	224	-30	-15	
기타현금흐름	-201	219	-151	-12	-20	
투자활동 현금흐름	-240	-138	-220	-147	-133	
투자자산	-49	-14	-10	-15	-21	
유형자산 증가 (CAPEX)	-208	-137	-178	-100	-80	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	17	14	-32	-32	-32	
재무활동 현금흐름	-20	273	486	393	808	
단기차입금	-55	176	216	233	448	
사채 및 장기차입금	-124	9	270	160	360	
자본	-2	-7	0	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	160	95	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	18	-3	155	91	61	
현금의 증감	38	103	-134	-205	37	
기초 현금	241	280	383	249	44	
기말 현금	280	383	249	44	81	
NOPLAT	-559	-157	167	154	230	
FCF	73	-167	-733	-644	-778	

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

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	1,090	1,347	1,182	1,045	1,213	
현금및현금성자산	280	383	249	44	81	
매출채권 및 기타채권	214	339	506	532	601	
재고자산	575	595	394	434	490	
비유동자산	1,710	1,787	1,904	1,946	1,973	
유형자산	1,260	1,326	1,435	1,464	1,472	
관계기업등 지분관련자산	136	132	148	163	184	
기타투자자산	48	65	59	59	59	
자산총계	2,800	3,134	3,086	2,991	3,185	
유동부채	1,552	2,060	2,475	2,917	3,594	
매입채무 및 기타채무	212	405	483	531	600	
단기차입금	813	781	941	1,141	1,541	
유동성장기부채	64	182	302	452	602	
비유동부채	524	397	548	549	750	
장기차입금	502	379	529	529	729	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	2,076	2,457	3,022	3,465	4,344	
자배지분	714	673	60	-477	-1,161	
자본금	18	20	20	20	20	
자본잉여금	702	693	693	693	693	
이익잉여금	-23	-76	-778	-1,352	-2,086	
비지배지분	10	4	3	3	3	
자본총계	723	677	64	-474	-1,159	
순차입금	1,570	1,654	2,273	2,872	3,642	
총차입금	1,856	2,041	2,526	2,920	3,728	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	-10,416	-14,393	-17,422	-14,230	-18,191	
BPS	21,264	17,482	1,544	-12,209	-29,712	
EBITDAPS	-13,651	-1,930	5,867	5,566	7,443	
SPS	52,570	58,131	68,308	75,125	84,891	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	-12.9	-5.6	-10.6	-12.9	-10.1	
PBR	6.3	4.6	119.3	-15.1	-6.2	
EV/EBITDA	-13.0	-64.8	41.0	45.9	36.9	
PSR	2.6	1.4	2.7	2.5	2.2	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	-58.9	13.0	27.8	10.0	13.0	
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	흑전	-8.2	49.2	
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지	
매출총이익률 (%)	-24.3	-3.3	16.9	16.9	16.6	
영업이익률 (%)	-29.3	-7.3	6.0	5.0	6.6	
지배순이익률 (%)	-19.8	-24.8	-25.5	-18.9	-21.4	
EBITDA 마진 (%)	-26.0	-3.3	8.6	7.4	8.8	
ROIC	-18.2	-7.9	8.9	8.0	11.7	
ROA	-12.3	-18.0	-22.6	-18.9	-23.8	
ROE	-41.7	-77.0	-191.5	275.3	89.5	
부채비율 (%)	287.1	363.1	4,743.2	-730.9	-374.9	
순차입금/자기자본 (%)	219.9	245.8	3,768.3	-601.9	-313.6	
영업이익/금융비용 (배)	-5.3	-1.3	0.3	0.3	0.3	

한중엔시에스 (107640): AI DC 최고 프리미엄은 냉각

2차전지



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

투자 의견	BUY (M)
목표주가	97,000원 (M)
현재주가 (4/8)	49,250원
상승여력	97%

시가총액	4,464억원		
총발행주식수	9,511,000주		
60일 평균 거래대금	125억원		
60일 평균 거래량	244,655주		
52주 고	61,300원		
52주 저	20,550원		
외인지분율	4.08%		
주요주주	김상균 외 8 인 35.47%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.0)	18.1	128.5
상대	1.7	2.3	38.1
절대(달러환산)	(3.6)	16.5	128.9

- 1Q26 Preview(컨센서스는 당사 추정 밖에 없음):** 당사는 2026년 1분기 매출액 487억원(-18.79% qoq, +47.1% yoy), 영업이익 26억원(-3.6% qoq, 흑전 yoy OPM 5%) 예상. 4분기 대비 외형, 이익 감소 원인은 ESS 비수기 영향 반영
- 높은 진입장벽, 그리고 글로벌 최고의 기술력:** 당사는 주요 고객사의 셀을 제외한 모듈 부품 - HVAC - Chiller - Cooling Plate - 매니폴드 등 자체 제작 냉각시스템 전량을 자체 공급. 단순 부품 납품을 넘어 열관리 설계 권한의 상당 부분을 공유하고 있어, 후발 주자가 단기간에 침투하기 어려운 강력한 레퍼런스 장벽 보유. 당사는 크게 4가지 핵심 기술을 보유. 1) 화재 확산 방지 기술: 글로벌 패턴은 가스 배출(Venting)과 압력 관리 중심 수동형. 당사는 스프레이파이프를 통한 인접 셀로의 열 전이를 원천 차단하는 능동형 방호, 2) 원가 구조 혁신: 엔지니어링 플라스틱(EP) 및 사출 공법. 기술적, 경제적 이점 동시 보유, 3) 공정 장벽: 200m 자동화 브레이징 라인, 4) LCS 컨트롤러와 관련된 알고리즘 특허 다수 보유. AI 데이터센터향 액랭 시스템의 모든 평가기준 부합한 글로벌 기업은 극히 소수이며 당사는 그 중 하나. 따라서 향후 잠재 고객군은 무궁무진할 것
- 외형 성장은 기본, 2027년 미국 현지화 본격화 + 고객 다변화까지 기대 잠재력 풍부:** 당사에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 유지. 당사는 기존 고객사향 만으로도 2025~2028E 연평균 30% 이상 외형성장 가능. AI 데이터센터 특성상 ESS 다변화가 필수이고 여기에 냉각시스템 전환도 필수인 만큼 당사의 외형 성장도 기대. 특히, 관련 기술 인증 기업 극히 소수. 이에 미국 현지화 이후에는 고객 다변화도 충분히 기대해볼 수 있음

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	177	175	250	382	463
매출액증가율	45.1	-1.1	42.9	52.8	21.2
영업이익	10	4	18	29	43
영업이익률	5.6	2.3	7.2	7.6	9.3
지배주주귀속순이익	17	4	1	28	41
지배주주 귀속 EPS	2,135	450	135	3,093	4,541
증가율	-192.4	-78.9	-70.0	2,191.1	46.8
PER	16.4	73.4	364.3	15.9	10.8
PBR	3.8	3.2	4.9	3.9	3.0
EV/EBITDA	20.3	35.5	21.5	14.4	9.9
ROA	12.0	1.9	0.5	9.8	11.9
ROE	36.1	4.5	1.3	26.0	29.6

자료: 유안타증권 리서치센터

한중엔시에스 실적 추이 및 전망

한중엔시에스 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	331	364	459	599	487	780	530	706	1,773	1,753	2,503	3,820	4,631
영업이익	-6	4	15	28	26	49	38	62	96	41	175	287	426
OPM	-2%	1%	3%	5%	5%	6%	7%	9%	5%	2%	7%	8%	9%

자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: IFRS 연결 기준

글로벌 액체 냉각 시스템 기업 중 평가 기준에 모두 부합하는 대표 두 기업: 애초에 기준 부합 글로벌 기업이 소수

평가 기준	한중엔시에스 (한)	ENVICOOL (중)
1) 열관리 정밀도(셀 간 편차 ΔT)	양호 ($\pm 3^{\circ}\text{C}$), 전용 칠러/제어 알고리즘 보유, 기계식 정밀 제어 강조	최우수 ($\leq 2^{\circ}\text{C}$), 전용 칠러/제어 알고리즘 보유, 유량 균일도 $\pm 10\%$ 보증
2) 누설 제로 신뢰성(Leak 방지)	차별화 (EP/사출), 플라스틱 사출로 연결부 최소화, 자동화 브레이징/누수 검사	우수 (Quick Connect), 무용접(Welding-free) 조립, 압력 하 무배수 플러그 기술
3) 15~20년 장기 수명(화학적 관리)	혁신 시도 (부식 재료), EP(엔지니어링 플라스틱) 적용 시 금속 부식 원천 차단	표준 준수: 부식 억제제/냉각수 관리 솔루션. 유지보수 매뉴얼 체계적
4) 지능형 통합 제어 SW	통합형, Smart HVAC 하드웨어 연동, 알고리즘 특허	강점 (Digital O&M), 냉각수 자동 보충, 상태 모니터링, 자체 제어 로직 독립성 우수
5) 화재 전파 억제(열폭주 차단)	독창적 (능동 진압), 스프레이 파이프: 특정 셀 냉각/소화 직접 분사 (선제적 대응)	수동적, 화재 시 격리/배출 중심. 소화 설비는 옵션 대응
6) 양산 확장성 및 제조 효율성	최우수 (자동화/사출), EP 사출로 복잡 유로 한방에 구현, 공정 자동화/원가 30% 절감	우수 (모듈화), 표준화된 라인업, 빠른 조립/교체(30분 컷)
7) 인허가 및 보험 실사	주요 고객사를 통한 인증 확보	인증 확보, UL/CE 등 주요 인증 보유, 글로벌 프로젝트 레퍼런스

자료: 유안타증권 리서치센터

한중엔시에스(107640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	177	175	250	382	463	
매출원가	150	144	208	317	384	
매출총이익	27	31	43	65	79	
판매비	17	27	25	36	36	
영업이익	10	4	18	29	43	
EBITDA	15	10	24	37	51	
영업외손익	-4	-4	-16	1	1	
외환관련손익	0	0	0	0	0	
이자손익	-4	-3	-4	-5	-5	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	0	-2	-12	6	6	
법인세비용차감전순손익	6	0	1	30	44	
법인세비용	-10	-5	0	1	1	
계속사업순손익	15	5	1	29	43	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	15	5	1	29	43	
지배지분순이익	17	4	1	28	41	
포괄순이익	15	7	-2	26	39	
지배지분포괄이익	17	6	-2	26	39	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	6	1	31	52	70	
당기순이익	15	5	1	29	43	
감가상각비	5	6	7	8	8	
외환손익	0	0	0	0	0	
충족,관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-4	-9	21	12	16	
기타현금흐름	-10	-1	3	3	3	
투자활동 현금흐름	-20	-41	-27	-36	-25	
투자자산	0	0	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-11	-48	-24	-30	-21	
유형자산 감소	1	2	0	0	0	
기타현금흐름	-10	5	-3	-6	-4	
재무활동 현금흐름	35	58	3	11	6	
단기차입금	-8	46	3	11	6	
사채 및 장기차입금	-7	8	0	0	0	
자본	52	-29	0	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-2	33	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	0	0	-28	-20	-23	
현금의 증감	21	17	-21	6	28	
기초 현금	9	30	48	27	33	
기말 현금	30	48	27	33	61	
NOPLAT	25	4	18	29	43	
FCF	-4	-47	7	22	49	

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

자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	75	105	92	129	177	
현금및현금성자산	30	48	27	33	61	
매출채권 및 기타채권	18	23	23	34	41	
재고자산	14	22	28	43	52	
비유동자산	92	148	165	187	200	
유형자산	84	136	153	175	188	
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0	
기타투자자산	1	1	1	1	1	
자산총계	167	253	257	316	376	
유동부채	50	116	121	155	176	
매입채무 및 기타채무	26	37	38	58	71	
단기차입금	15	44	44	44	44	
유동성장기부채	6	7	7	7	7	
비유동부채	37	37	37	38	38	
장기차입금	22	23	23	23	23	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	86	153	159	193	213	
자배지분	82	98	96	120	158	
자본금	5	5	5	5	5	
자본잉여금	79	50	50	50	50	
이익잉여금	-14	34	35	63	105	
비지배지분	-2	2	2	3	5	
자본총계	80	100	98	124	163	
순차입금	17	54	77	78	54	
총차입금	58	111	114	125	131	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	2,135	450	135	3,093	4,541	
BPS	9,099	10,316	10,068	12,639	16,591	
EBITDAPS	1,815	1,090	2,575	3,859	5,351	
SPS	21,869	19,073	26,317	40,164	48,691	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	16.4	73.4	364.3	15.9	10.8	
PBR	3.8	3.2	4.9	3.9	3.0	
EV/EBITDA	20.3	35.5	21.5	14.4	9.9	
PSR	1.6	1.7	1.9	1.2	1.0	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	45.8	-1.1	42.8	52.6	21.2	
영업이익 증가율 (%)	흑전	-57.9	335.2	63.5	48.7	
지배순이익 증가율 (%)	흑전	-76.4	-69.9	2,187.8	46.8	
매출총이익률 (%)	15.2	17.7	17.0	17.0	17.0	
영업이익률 (%)	5.4	2.3	7.0	7.5	9.2	
지배순이익률 (%)	9.8	2.3	0.5	7.3	8.9	
EBITDA 마진 (%)	8.3	5.7	9.8	9.6	11.0	
ROIC	29.7	-48.2	11.4	15.8	21.0	
ROA	12.0	1.9	0.5	9.8	11.9	
ROE	36.1	4.5	1.3	26.0	29.6	
부채비율 (%)	107.4	152.9	162.2	155.8	130.9	
순차입금/자기자본 (%)	20.1	55.1	80.4	64.5	34.1	
영업이익/금융비용 (배)	2.1	1.1	3.3	5.2	7.2	



황규원

정유/화학

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

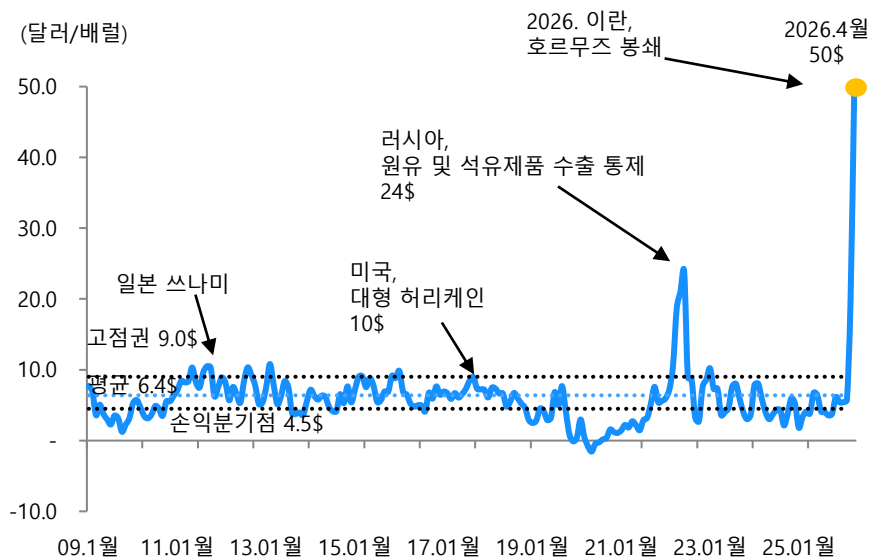
정유/화학

호르무즈 봉쇄, 에너지기업 중요성 부각계기

호르무즈 봉쇄, 에너지 기업 중요성을 부각시키는 계기

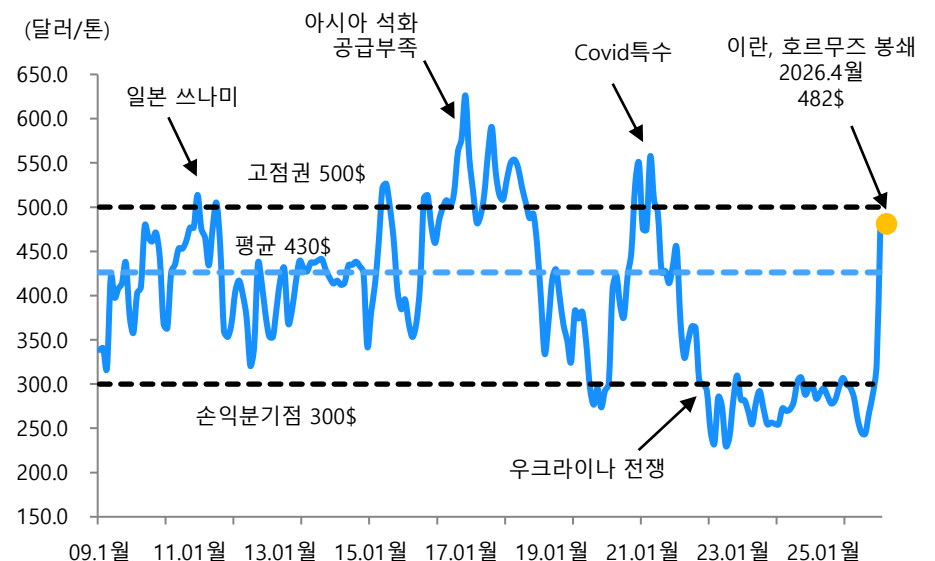
- 2026년 1분기 업황 특징: 3월 이란의 호르무즈 봉쇄 영향으로, 정유 및 석화업체 모두 재고평가이익 급증
 - ① 정유업종의 경우, 복합정제 마진이 전쟁전 1배럴당 5.7\$에서 4월 50\$/배럴(평균 6.5\$)로 높아짐. 국제 원유가격도 (12월 62\$ → 3월 117\$/배럴)급등하면서, 보유 재고이익이 각사별로 1조원 이상 발생. ② 석화업종의 경우, NCC업체 스프레드가 전쟁전 1톤당 290\$에서 4월 480\$(평균 430\$)로 높아졌음. 저가 나프타 투입효과로 3월까지의 긍정적인 시차효과로 실적 서프라이즈 가능성. 반면, 호르무즈 봉쇄에 따른 부정적인 영향은 4월부터 발생됨
- 호르무즈 봉쇄 영향: 40곳이 넘게 파괴된 중동 에너지 기반시설의 복구기간, 호르무즈 해협에 설치된 기뢰 제거 기간 등을 감안하면, 호르무즈 봉쇄에 따른 원유, 천연가스, 나프타 공급 차질이 해소되기까지 최소 6개월 정도 필요함. 원료 공급 차질로, ① 정유업종의 경우, 정유설비 가동율이 전쟁 전 90%에서 70% 내외로 낮게 운용될 전망이다. 정부의 수요 통제와 에너지 가격 통제 등의 규제가 이어질 전망이다. ② 석화업종의 경우, 나프타 공급 차질로 인해 국내 NCC설비 가동률은 전쟁 전 80%에서 40% 이하로 낮아질 수 밖에 없음. NCC설비 → 다운스트림 석화설비 차질(고무, ABS, 섬유 등) → 전방산업 가동 차질 등으로 이어질 위험이 높음
- 2026년 호르무즈 봉쇄에도 중요성이 부각되는 기업에 매수: SK이노베이션(천연가스 해외 직접 생산/도입, 국내 LNG발전 5GW 부각), S-Oil(원유 공급 차질없이 90% 이상 정유설비 가동 가능)

정유회사 복합 정제마진 : 호르무즈 봉쇄로, 5.7\$ → 50\$/배럴 폭등



자료: 유안타증권 리서치센터

한국 NCC업체 스프레드 : 호르무즈 봉쇄로, 290\$ → 480\$/MT 급등



자료: 유안타증권 리서치센터

[호르무즈 이슈] Gulf만 에너지 설비 스트라이크 의미 2가지?

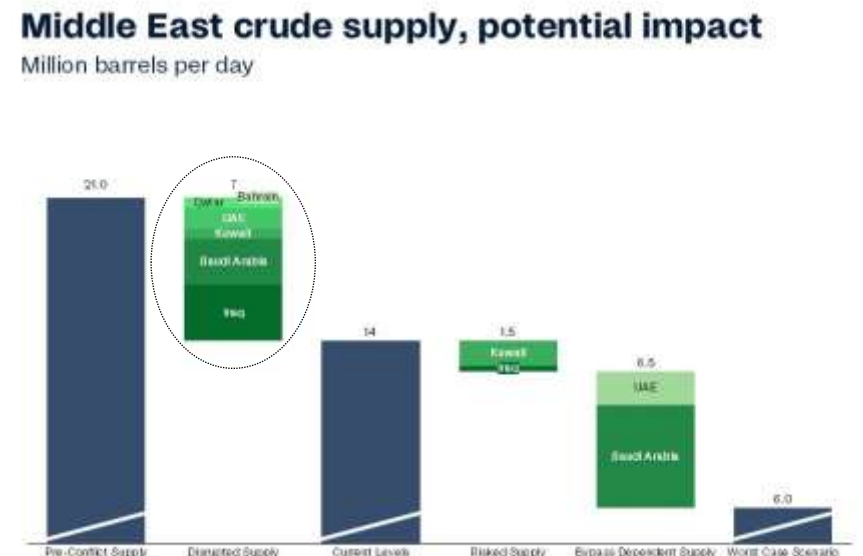
- 2026년 3월 이란은 'Gulf만 국가의 에너지 생산/정제/수출 기지에 대해 집중적인 공습'을 감행함. 설비 차질이 해소되기 전까지 중동산 에너지 공급이 정상화되기 힘들어 보임
- Gulf 지역 생산설비 차질 현황
주요 국가 40개 이상 광구/정제설비/수출터미널 피격. 사우디(라스타누라 수출 항구 피격), UAE(르와이스 수출 터미널 피격), 이라크(바스라 수출 항구 피격), 카타르(라스라판 천연가스 수출 항구 피격), 바레인(BAPCO 정유설비 피격)
- Gulf만 40개 플랜트 파손에서 기억할 것
 - ① Gulf만 원유/가스 수출기지 설비 파손으로 원유 생산 차질 규모 → 최소 700 ~ 최대 1,600만b/d
 - ② 이란 전쟁이 종료되더라도, Gulf만 원유/가스 수출기지 설비가 정상 가동하기까지 6개월 이상 시간 필요 → 호르무즈 에너지 수송차질 영향 길어진다는 뜻

2026년 3월 이란 전쟁 이후, Gulf만 에너지 설비 스트라이크 현황

설비 카테고리	국가	설비명	설비 규모	피해 영향	복구 예상 기간
운영 설비	카타르	라스라판 LNG 4호 트레인	470만톤/년	카타르 LNG 수출능력의 17% 감소	3~5년
		라스라판 LNG 6호 트레인	800만톤/년	카타르 LNG 수출능력의 17% 감소	3~5년
	사우디아라비아	펠 GTL 2호 트레인	Pearl GTL 전체 기준 1.6 bcf/d	트레인 1기 손상, 전체 생산 중단	약 1년
		펠 GTL 2호 트레인	Pearl Gas To Liquid 14만b/d	트레인 1기 손상, 전체 생산 중단	약 1년
	쿠웨이트	라스 타누라 정유공장	55만b/d	일부 유닛 예방 섯다운	11일 (현재 복구 완료)
		안부 SAMREF 정유공장	40만b/d	제한된 피해 예상	1~3개월
	UAE	미나 알 아흐마디 정유시설	34.6만b/d	운영 유닛 피해 및 재공격	1~6주
		미나 압둘라 정유시설	45.4만b/d	운영 유닛 피해 및 화재	1~4주
	이라크	사 가스 플랜트 / 사 가스전	420만톤/년	UAE 국내 가스망 공급 중단 (최소 0.5bcfd)	최소 1~8주, 최대 2~6개월
		합산 가스 처리 단지	6.1 bcf/d	일시 중단 후 재가동	약 4일
저장탱크-항만-터미널	바레인	바브 유전	45만b/d	미확인	수일~수주
		루자이라 터미널	1,800만 m³ / 1 mbpd 이상	적체 제한	1~6주
	이라크	루와이스 정유공장	92.2만b/d	섯다운	2~8주
		시트라 정유공장	38만b/d	불가항력 선언	2~8주
	사우디	사르상 유전	3만b/d	생산 중단 보도 (피해규모 미확인)	1~3주
		라나츠 정유공장	7.5만b/d	가동 중단 보도 (피해규모 미확인)	1~4주
	이스라엘	사우스 파로스 가스전	이란 가스 70~75%	미확인	2주~12개월
		하이파 정유공장	19.7만b/d	시설 손상 확인 / 생산설비 운영 지속 및 재가동	수일~수주
	쿠웨이트	쿠웨이트 공항 연료 저장탱크	미공개	제한된 피해 예상	수일~2주
		무사파 연료 저장 터미널	미공개	영향 없음	수일~2주
설비 규모 미공개	오만	두클 상업용 연료 저장탱크	미공개	제한된 피해 예상	수일~2주
		살랄라 항 원유 저장 및 연료탱크	탱크 120,000 톤 / 연간 처리량 600만 톤	운영 중단	1~3주
	카타르	메사이에드 산업단지	미공개	산업지대 피해	미확인
		아실루에 산업 허브	미공개	운영 차질	2주~12개월
설비 규모 미공개	이라크	아크다시에 저장기지	미공개	9개 저장지점 피해	수주~수개월
		이스파한 가스 스테이션	미공개	가스 설비 피해	수일~4주
	호람사르 발전소	호람사르 발전소 가스 파이프라인	미공개	파이프라인 영향	수일~수주

재건비용 35조원 추산(소스 : Rystad Energy)
(엔지니어링 49%, 설비 39%, 운영설비 6%, 물류6%)

2026년 Gulf 스트라이크에 따른 원유 공급 차질



자료: Rystad Energy, 유안타증권 리서치센터

자료: 언론 내용을 유안타증권 리서치센터에서 취합

[투자 아이디어 1] 한국 에너지에 직접 공급에 기여도 ?

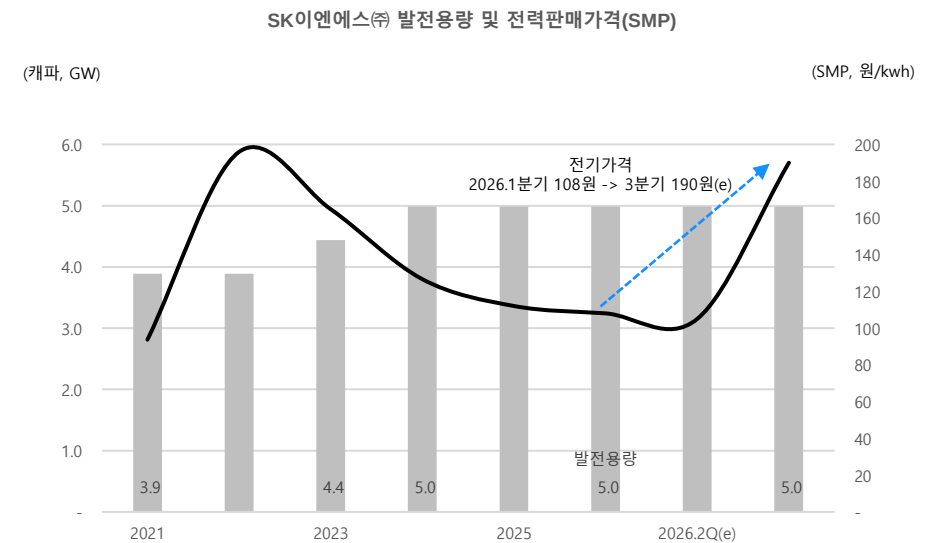
- 호르무즈 봉쇄영향에서 찾을 수 있는 투자 아이디어는 2가지. 1차수혜(한국에 에너지를 안정적으로 공급하는 기업), 2차수혜(중동 에너지인프라 Rebuilding 수혜 기업)
- 1차 수혜: 원유/천연가스 공급 차질에도 안정적으로 한국에 에너지를 공급할 수 있는 기업 중요성이 부각될 것
 - ① 호르무즈 봉쇄로도 원유 조달에 문제가 없어서, 정유설비를 90% 이상 가동할 수 있는 기업
 - S-Oil(주), 사우디 Aramco(주) 증손자회사로, 원유 90% 사우디 홍해 안부 항구에서 조달
 - ② 호르무즈 봉쇄에도 해외 원유/천연가스 광구에서 직접 한국으로 도입해, 전기를 생산하는 기업
 - SK이노베이션(주), 해외자원개발로 10만b/d 자급 + 천연가스 연간 300만톤 직도입으로 5GW LNG발전소 가동해 전기에너지 공급

2026년 호르무즈 해협 봉쇄 피난처 사우디 안부 항구(홍해) : S-Oil(주) 원유 90%를 우회 선적 중



자료: nate news, 유안타증권 리서치센터

한국 전력도매가격(SMP, kwh 당) : 2026년 1분기 108원 → 3분기 200~300원



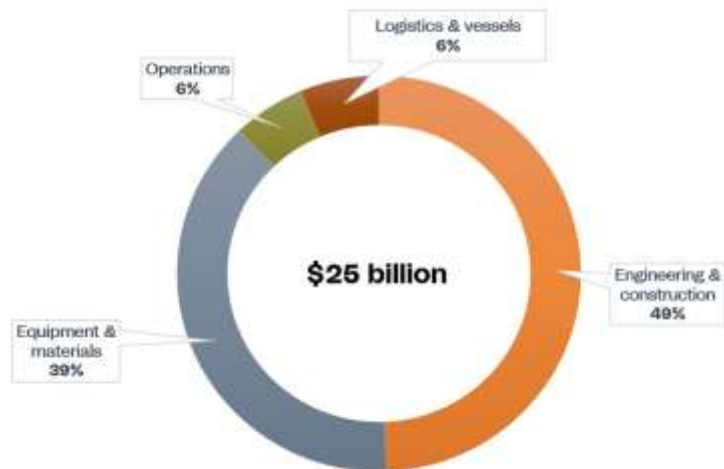
자료: 유안타증권 리서치센터

[투자 아이디어 2] 에너지 인프라 Rebuilding ?

- 2차 수혜: 2026년 이란 호르무즈 전쟁이 종료되면, 에너지 시스템에 3가지 Rebuilding(재건)이 반드시 필요함
 - ① Gulf만 40개 플랜트 파손 설비를 즉각 재건해야 함
 - 35조원 규모로, 6개월 ~ 2년 정도 소요될 것
 - ② 호르무즈 내해국에서 수출 루트를 홍해 및 지중해로 다변화하는 투자가 시작될 것
 - UAE/쿠웨이트-사우디 파이프라인, 카타르-이라크-터키로 이르는 LNG 파이프라인, 오만의 무산담 프로젝트(? , 150조원, 30년 소요되는 운하 프로젝트)
 - ③ 아시아 각국에서 전략비축유 저장 설비(오일, LNG터미널) 확충
 - 기존 IEA에서는 석유수입량의 90일분을 권고했지만, 이번 사태로 턱없이 부족했기 때문

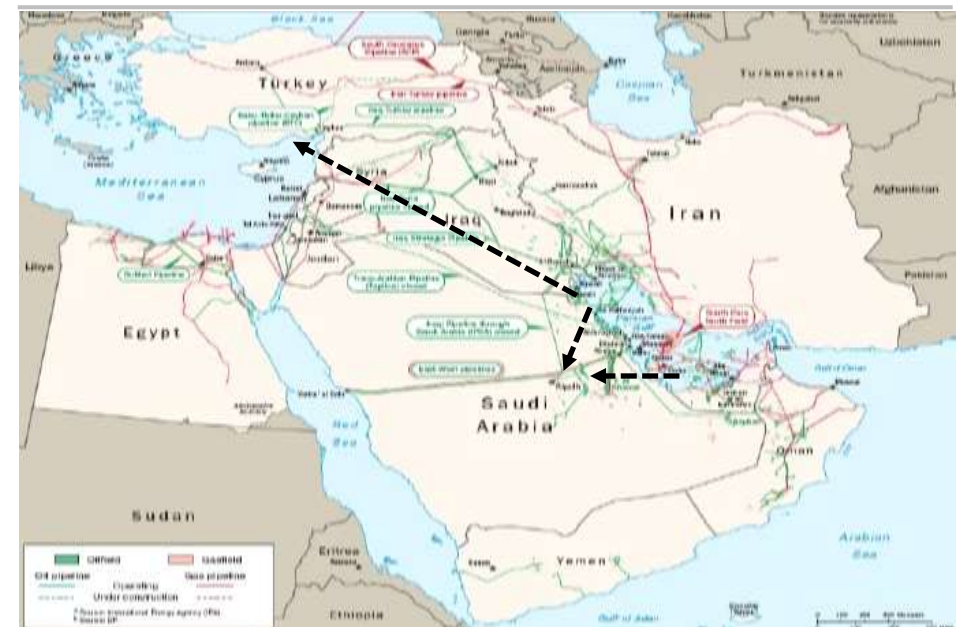
2026년 Gulf만 에너지 플랜트 복구 수요 : 최소 35조원

Expected repair costs on impacted gulf infrastructure
USD (\$)



자료: Rystad Energy, 유안타증권 리서치센터

중동지역 원유 수출 파이프라인 : 전쟁 종료 이후, 홍해/지중해로 에너지 수출 루트 확보 경쟁



자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770): 호르무즈 봉쇄로 에너지 기업 재평가 수혜!

정유/화학



황규원 정유/화학
kyuwon.hwang@yuantaikorea.com

서석준 Research Assistant
seokjun.seo@yuantaikorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	170,000원 (M)
현재주가 (4/8)	120,400원
상승여력	41%

시가총액	203,540억원		
총발행주식수	170,301,214주		
60일 평균 거래대금	831억원		
60일 평균 거래량	700,129주		
52주 고	137,700원		
52주 저	81,100원		
외인지분율	13.22%		
주요주주	SK 외 12인 52.09%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.6)	17.3	24.3
상대	(8.3)	(9.0)	(50.6)
절대(달러환산)	(3.2)	15.8	24.5

• **2026년 1분기 Pre-View:** 분기 예상 매출액 25.7조원, 영업이익 3.0조원(영업이익률 11.8%), 지배주주 순이익 1.8조원. 영업실적은 전분기 3,374억원 대비 795% 급증하는 수치로, 초호황에 해당함. 2월 28일 미국/이스라엘-이란 전쟁으로, 복합정제 마진 개선(2025년 4분기 5.1\$ → 2026년 1분기 8.3\$/배럴)과 유가 급등(전분기 64\$ → 1분기 90\$/배럴)에 따른 재고 효과로 정유부문이 실적을 이끌 것으로 보임. 반면, 배터리는 미국 판매 부진으로 적자폭이 이어지고 있음. 부문별 영업이익 추정치는 '정유 2.6조원(전분기 4,749억원), E&S 발전소 3,096억원(전분기 1,176억원), 배터리 △3,069억원(전분기 △4,330억원)' 등

• **호르무즈 봉쇄 영향:** 이란에서 호르무즈 해협을 통한 원유/나프타/천연가스 등 물류를 통제하고 있음. SK이노베이션(주)에는 1가지 부정적인 영향보다 2가지 긍정 효과가 더 클 것으로 예상됨. ① 원유 조달이 어려워지며, 정유설비 가동율이 80% 초반에서 70% 내외로 낮춰 가동이 예상됨. 전쟁전 조달 원유의 40%를 호르무즈 해협에 의존했기 때문. 반면, ② 해외자원개발 사업 가치는 높아지는 계기임. 7군데 광구에서 하루에 10.4만boe를 생산하고 있으며, 이중에 천연가스 300만톤을 직접 한국으로 도입하고 있음. ③ LNG발전소 5.0GW에 대한 중요성도 부각될 것임. 금년 여름철 전력 판매가격(SMP.계통한계가격)이 kwh 당 190원(1분기 108원)으로 높아질 가능성이 높음

• **2026년 실적 및 Valuation:** 호르무즈 봉쇄 영향이 6개월 정도 지속한다는 가정으로부터 연간 실적을 추정해보면, '매출액 92.4조원, 영업이익 3.2조원(영업이익률 3.4%, 전년 4,487억원), 지배주주 순이익 1.7조원' 등임. 2026년 적정주가는 17만원으로 평가함. ① 정유부문 호황, ② 해외자원개발 및 E&S(주) 발전소 호황 등을 동시에 반영할 결과임. 특히, 호르무즈 봉쇄로 국내 에너지업체로 재평가되는 기회!

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	74,270	80,296	92,466	80,347	71,410
매출액증가율	-3.9	8.1	15.2	-13.1	-11.1
영업이익	356	449	3,190	2,171	1,383
영업이익률	0.5	0.6	3.4	2.7	1.9
지배주주귀속순이익	-2,260	-3,348	1,663	915	249
지배주주 귀속 EPS	-21,510	-21,223	9,825	5,399	1,456
증가율	-909.3	-1.3	-146.3	-45.0	-73.0
PER	-5.3	-5.2	12.3	22.3	82.7
PBR	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	23.2	19.4	9.2	11.5	14.5
ROA	-2.4	-3.1	1.5	0.8	0.2
ROE	-9.6	-14.4	7.4	3.9	1.0

자료: 유안타증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770) 추정 실적

SK이노베이션 (096770) 추정 실적

		2025				2026				연간실적													
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	
생 산 Capa																							
석유정제	(만배럴/일)	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	
석유화학 PX	(만톤)	83	83	83	83	83	83	83	83	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	
자원개발 원유등가물 생산량	(만배럴/일)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.2	6.0	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.6	6.0	6.0	6.0	6.0	
윤활기유	(만배럴/일)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	6.7	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	
중대형전지	(GW)	38.4	47.7	47.7	45.9	45.9	36.7	45.9	45.9	0.8	0.9	1.0	2.9	4.7	17.8	56.7	81.7	90.7	113	180	174	184	
LNG발전소	(GW/h)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0											5.0	5.0	5.0	
주요제품 가격																							
두바이유(원재료)	\$/배럴	76.1	66.7	69.9	63.6	90.0	100.0	84.0	70.0	51.9	40.3	52.8	69.9	63.1	42.2	68.9	97.1	81.9	79.7	69.1	86.0	70.0	
사업부문별 가격 및 스프레드																							
싱가폴정제마진(Datastream)	\$/배럴	3.1	5.5	3.9	5.1	8.3	9.8	7.8	6.8	7.6	6.1	7.1	5.9	3.7	0.4	3.5	10.8	6.7	4.9	4.4	8.2	7.0	
석화마진(주력제품 가중평균 스팟마진)	\$/톤	229	237	227	231	244	302	294	285	335	389	398	398	377	223	270	294	329	291	231	281	297	
윤활기유 마진(윤활유-50%*B/C-0.5*등유)	\$/배럴	37	43	48	48	18	30	42	45	29	38	40	35	40	36	63	59	65	45	44	34	47	
매출액		억 원	211,466	193,066	205,332	193,097	257,003	231,980	224,085	211,593	483,563	395,205	461,627	542,165	498,765	345,499	468,534	780,569	772,885	747,170	802,961	924,661	803,467
정유사업	억 원	119,181	111,187	124,421	117,114	164,369	137,993	124,969	125,814	352,997	283,698	333,368	391,935	358,168	226,380	295,971	525,817	475,496	498,399	471,903	553,145	446,789	
석화사업	억 원	24,770	22,686	23,008	21,211	28,986	32,754	31,269	25,684	92,880	76,865	93,392	106,844	95,424	70,541	95,433	110,269	107,442	103,517	91,675	118,693	104,273	
윤활유사업	억 원	9,722	8,938	9,805	9,896	9,866	12,756	11,258	9,696	26,188	25,358	30,474	32,661	31,583	23,713	33,512	49,815	46,928	42,354	38,361	43,576	40,167	
E&P	억 원	3,792	3,417	3,200	3,227	3,422	4,420	4,101	3,411	6,286	5,305	6,358	7,550	6,687	4,448	8,817	15,255	11,262	14,767	13,636	15,354	12,359	
배터리사업	억 원	16,054	21,077	18,079	14,572	15,133	16,041	16,338	19,467			1,457	3,482	6,903	16,102	30,398	76,177	128,972	62,485	69,782	66,979	80,698	
SK E&S(발전소/ 도시가스)	억 원	37,521	25,453	25,278	25,278	34,383	27,203	34,747	25,929										23,734	111,022	122,262	116,000	
기타	억 원	426	308	1,541	1,799	844	813	1,403	1,592						4,315	4,403	3,236	2,785	1,914	4,074	4,652	3,181	
영업이익		억 원	-446	-4,176	5,735	3,374	30,206	8,008	-1,241	-5,075	19,796	32,283	32,218	21,032	12,693	-24,203	17,417	39,173	19,039	3,155	4,487	31,898	21,708
원유재고평가前 영업이익(E)		-666	-1,176	5,784	4,550	21,206	6,008	4,759	-75	26,096	28,481	30,144	20,476	11,401	-18,434	6,729	24,304	17,558	4,271	8,492	31,898	24,708	
정유사업	억 원	363	-4,663	3,050	4,749	26,297	6,017	-6,539	-5,840	12,845	19,393	15,021	7,132	4,503	-22,228	11,616	33,911	8,107	4,611	3,499	19,935	6,856	
석화사업	억 원	-1,143	-1,186	-368	-89	2,839	254	-267	-634	4,310	9,187	13,772	11,175	7,056	-1,212	1,616	1,271	5,165	1,253	-2,786	2,192	2,669	
윤활유사업	억 원	1,214	1,346	1,706	1,810	1,081	1,831	650	1,004	2,947	4,685	5,049	4,607	3,058	2,622	9,609	10,532	9,978	6,867	6,076	4,566	5,833	
E&P사업	억 원	1,204	1,090	893	810	1,123	1,643	1,733	1,550	620	1,052	1,884	2,538	1,961	1,437	3,286	6,415	5,734	3,997	6,049	4,171		
배터리사업(미국 IRA 보조금 반영 후)	억 원	-2,993	-664	-1,248	-4,330	-3,069	-2,944	-1,943	-2,369			-2,321	-3,175	-3,091	-4,265	-6,827	-9,912	-5,809	-10,787	-9,235	-10,325	-5,109	
SK E&S(발전소/ 도시가스)	억 원	1,931	1,150	2,554	1,176	3,096	2,103	6,040	1,712										1,142	6,811	12,951	10,419	
기타	억 원	-1,022	-1,249	-852	-752	-1,161	-896	-915	-498						-557	-1,883	-3,044	-2,084	-5,665	-3,875	-3,470	-3,131	
영업이익률		%	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.7%	11.8%	3.5%	-0.6%	-2.4%	4.1%	8.2%	7.0%	3.9%	2.5%	-7.0%	3.7%	5.0%	2.5%	0.4%	0.6%	3.4%	2.7%
원유재고평가前 영업이익률	%	-0.3%	-0.6%	2.8%	2.4%	8.3%	2.6%	2.1%	0.0%	5.4%	7.2%	6.5%	3.8%	2.3%	-4.8%	1.4%	3.1%	2.3%	0.6%	1.1%	3.4%	3.1%	
정유사업	%	0.3%	-4.2%	2.5%	4.1%	16.0%	4.4%	-5.2%	-4.6%	3.6%	6.8%	4.5%	1.8%	1.3%	-9.8%	3.9%	6.4%	1.7%	0.9%	0.7%	3.6%	1.5%	
석화사업	%	-4.6%	-5.2%	-1.6%	-0.4%	9.8%	0.8%	-0.9%	-2.5%	4.6%	12.0%	14.7%	10.5%	7.4%	-1.7%	1.7%	1.2%	4.8%	1.2%	-3.0%	1.8%	2.6%	
윤활유사업	%	12.5%	15.1%	17.4%	18.3%	11.0%	14.4%	5.8%	10.4%	11.3%	18.5%	16.6%	14.1%	9.7%	11.1%	28.7%	21.1%	21.3%	16.2%	15.8%	10.5%	14.5%	
E&P사업	%	31.8%	31.9%	27.9%	25.1%	32.8%	37.2%	42.3%	45.4%	9.9%	19.8%	29.6%	33.6%	29.3%	32.3%	37.3%	42.1%	32.7%	38.8%	29.3%	39.4%	33.7%	
배터리사업(미국 IRA 보조금 반영 후)	%	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-29.7%	-20.3%	-18.4%	-11.9%	-12.2%			-159.3%	-91.2%	-44.8%	-26.5%	-22.5%	-13.0%	-4.5%	-17.3%	-13.2%	-15.4%	-6.3%	
SK E&S(발전소/ 도시가스)	%	5.1%	4.5%	10.1%	4.7%	9.0%	7.7%	17.4%	6.6%										4.8%	6.1%	10.6%	9.0%	
기타	%																						
순이자손익		억 원	-3,195	-3,155	-2,964	-1,882	-1,830	-1,772	-1,911	-1,544	-2,111	-1,675	-1,303	-1,713	-2,427	-2,953	-3,389	-4,404	-7,488	-10,996	-11,196	-7,057	-6,754
		4Q 배터리 합작청산손실 △4.2조원																					
지배주주 순이익	억 원	-2,290	-7,722	-1,079	-22,388	18,233	4,675	-2,204	-4,071	8,150	16,713	21,038	16,511	-357	-21,728	2,921	15,690	2,563	-22,600	-33,479	16,633	9,151	

자료: 유안타증권 리서치센터

SK이노베이션(주) 적정주가 17만원 유지

SK이노베이션(주) 적정주가 17만원 유지

	기준일 (2026.4월)	주요 내역								
(+) 영업 자산가치 (억원)	485,036 (배터리 흑자가치 적용)	사업 부문	지분율	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	(참고)	할인율	적정사업가치(억원)
		▶정유부문	100%	12,695	3,051	15,746	7.5	← 호황사이클	20%	94,478
		▶석화부문	100%	7,031	1,300	8,331	5.5	← 업황회복 지연(기존 평균 수준)	20%	36,658
		(2026년 NCC 다운사이징 가정. 석화 캐파 16%(△117만톤) 감소)								
		▶윤활유부문	100%	6,297	818	7,115	11.5	←호황사이클 반영	20%	65,462
		▶자원개발부	100%	5,260		5,260	8.5	매장량 3.8억배럴 x 배럴당 9.5\$	20%	35,910
		▶배터리+분리막	81%/53%	1,711	8,530	10,241	25.0		20%	153,755
		(2025년말~2026년 배터리 다운사이징 반영. 2025년 캐파 192GW → 145GW)								
		▶도시가스/발전/LNG	92%	9,050	4384	13,434	10.0	←초호황사이클 반영(기존 호황)	20%	98,773
		사업가치 합산	배터리 흑자전환 적용시 →							
주1) 사업가치 = 평균적인 EBTIDA 창출 규모 x 업황판단 EV/EBITDA배율(2.5~11.배) x 비상장 할인율 x 실효 지배율 주2) 평균적인 영업이익 = 최근 3개년 매출액 x 과거 평균 영업이익률. 사이클에 상관없이 평균적으로 얻을 수 있는 이익 규모를 의미함 주3) 배터리/분리막 영업이익 = 최근 3개년간 캐파 x 평균적인 계약 영업이익률 X 적정 가동율										
(+) 투자 자산가치 (억원)	44,072	투자자산 구성	지분율	순자산(지분율 반영후)	PBR(배)	적정가치(억원)			비 고	
		Sinopec SK 우한	35%	7,472	0.5	3,736			중국 NCC업체	
		대한송유관공사	41%	3,246	0.5	1,623			국내 원유수송	
		전략비축유		677만배럴	배럴당 70\$	6,872				
		기타		63,683	0.5	31,842				
		합 계				44,072				
(-) 순차입금 (억원)	248,120	※ 2026년 초 현금자산 16.3조원 + 2026년 잉여현금 1.2조원								
		※ 2026년 초 차입금 38.9조원								
		연간배출량(톤)	탄소가격(\$/톤)	환율	연간 사회적부담액	WACC	현재가치 환산액			
		18,409,041	10	1350	2,485	7.50%	33,136			
보통주 주주가치(A, 억원)		280,989								
발행주식수(B, 주)		169,050,334 ※ 2025년 유증 반영 후 169,051,561주- 자사주 1227주								
보통주 1주당 가치(원/주)		170,000								
(직전 목표주가)		170,000								

자료: 유안타증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	74,270	80,296	92,466	80,347	71,410	
매출원가	70,256	75,996	85,351	74,741	66,974	
매출총이익	4,013	4,300	7,115	5,606	4,436	
판매비	3,950	4,570	3,925	3,435	3,053	
영업이익	356	449	3,190	2,171	1,383	
EBITDA	2,518	2,965	6,368	5,214	4,302	
영업외손익	-2,658	-6,317	-783	-592	-584	
외환관련손익	-374	308	7	70	93	
이자손익	-1,067	-1,120	-706	-675	-726	
관계기업관련손익	-430	-246	-92	5	41	
기타	-786	-5,260	7	9	8	
법인세비용차감전순손익	-2,302	-5,869	2,407	1,579	799	
법인세비용	0	-955	596	382	191	
계속사업순손익	-2,302	-4,914	1,811	1,197	608	
중단사업순손익	-70	-523	0	0	0	
당기순이익	-2,372	-5,436	1,811	1,197	608	
지배지분순이익	-2,260	-3,348	1,663	915	249	
포괄순이익	1,016	-5,938	1,811	1,197	608	
지배지분포괄이익	12	-3,800	1,663	915	249	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	2,233	2,283	3,494	5,103	4,138	
당기순이익	-2,372	-5,436	1,811	1,197	608	
감가상각비	2,125	2,865	2,824	2,745	2,668	
외환손익	262	-208	-7	-70	-93	
중속, 관계기업관련손익	282	246	92	-5	-41	
자산부채의 증감	1,674	38	-2,175	555	554	
기타현금흐름	262	4,779	950	680	441	
투자활동 현금흐름	-7,295	-4,285	-3,534	-3,490	-3,452	
투자자산	-160	991	-41	41	55	
유형자산 증가 (CAPEX)	-10,028	-5,367	-3,500	-3,600	-3,600	
유형자산 감소	72	565	0	0	0	
기타현금흐름	2,820	-474	7	70	93	
재무활동 현금흐름	7,327	2,346	-386	-1,500	-429	
단기차입금	4,004	-4,701	464	-140	-149	
사채 및 장기차입금	12,801	-1,188	-851	-1,360	-280	
자본	2,628	588	0	0	0	
현금배당	-314	-681	0	-337	-337	
기타현금흐름	-11,792	8,328	0	337	337	
연결범위변동 등 기타	526	-117	1,738	-2,450	-2,605	
현금의 증감	2,791	226	1,312	-2,337	-2,349	
기초 현금	13,074	15,865	16,092	17,404	15,067	
기말 현금	15,865	16,092	17,404	15,067	12,717	
NOPLAT	356	449	3,190	2,171	1,383	
FCF	-7,795	-3,084	-6	1,503	538	

자료: 유안타증권 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우,

자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	36,318	42,795	46,675	42,669	38,527	
현금및현금성자산	15,865	16,092	17,404	15,067	12,717	
매출채권 및 기타채권	8,567	7,879	9,174	8,712	8,027	
재고자산	10,336	9,559	10,831	9,624	8,517	
비유동자산	74,212	62,813	63,176	63,692	64,319	
유형자산	56,720	47,195	47,871	48,726	49,658	
관계기업등 지분관련자산	8,818	7,415	7,415	7,415	7,415	
기타투자자산	1,649	1,109	1,150	1,110	1,055	
자산총계	110,530	105,608	109,850	106,360	102,846	
유동부채	37,726	41,057	45,984	41,146	41,018	
매입채무 및 기타채무	18,689	17,107	18,974	17,085	15,019	
단기차입금	12,051	7,202	7,637	7,526	7,415	
유동성장기부채	6,050	9,372	11,290	9,151	12,139	
비유동부채	33,156	28,160	25,685	26,173	22,514	
장기차입금	16,398	16,959	16,059	16,038	13,304	
사채	11,634	5,806	3,936	4,736	4,203	
부채총계	70,881	69,217	71,670	67,319	63,533	
지배지분	24,641	21,792	23,434	24,012	23,924	
자본금	786	876	876	876	876	
자본잉여금	12,747	13,245	13,245	13,245	13,245	
이익잉여금	8,231	4,304	5,968	6,546	6,458	
비지배지분	15,007	14,599	14,747	15,029	15,389	
자본총계	39,649	36,391	38,181	39,042	39,313	
순차입금	31,533	25,276	23,578	24,415	26,335	
총차입금	47,855	41,966	41,579	40,080	39,650	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	-21,510	-21,223	9,825	5,399	1,456	
BPS	165,656	129,847	139,229	142,666	142,142	
EBITDAPS	23,660	18,651	37,395	30,617	25,258	
SPS	697,896	505,017	542,956	471,791	419,315	
DPS	2,000	0	2,000	2,000	2,000	
PER	-5.3	-5.2	12.3	22.3	82.7	
PBR	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8	
EV/EBITDA	23.2	19.4	9.2	11.5	14.5	
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	-3.9	8.1	15.2	-13.1	-11.1	
영업이익 증가율 (%)	-81.3	26.1	610.9	-31.9	-36.3	
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	-45.0	-72.8	
매출총이익률 (%)	5.4	5.4	7.7	7.0	6.2	
영업이익률 (%)	0.5	0.6	3.4	2.7	1.9	
지배순이익률 (%)	-3.0	-4.2	1.8	1.1	0.3	
EBITDA 마진 (%)	3.4	3.7	6.9	6.5	6.0	
ROIC	0.7	0.7	4.7	3.1	1.9	
ROA	-2.4	-3.1	1.5	0.8	0.2	
ROE	-9.6	-14.4	7.4	3.9	1.0	
부채비율 (%)	178.8	190.2	187.7	172.4	161.6	
순차입금/자기자본 (%)	128.0	116.0	100.6	101.7	110.1	
영업이익/금융비용 (배)	0.2	0.3	3.1	2.3	1.4	

S-Oil (010950): 호르무즈 봉쇄에도 원유 조달 경쟁력 부각!

정유/화학



황규원 정유/화학
kyuwon.hwang@yuantaikorea.com

서석준 Research Assistant
seokjun.seo@yuantaikorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	155,000원 (U)
현재주가 (4/8)	112,100원
상승여력	38%

시가총액	126,205억원
총발행주식수	116,604,719주
60일 평균 거래대금	1,088억원
60일 평균 거래량	887,256주
52주 고	141,300원
52주 저	50,400원
외인지분율	76.71%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 5 인 63.43%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(13.6) 37.5 118.9
상대	(17.8) 6.6 (13.0)
절대(달러환산)	(13.2) 35.7 119.3

• **2026년 1분기 Pre-View** : 분기 예상 매출액 10.5조원, 영업이익 2.0조원(영업이익률 18.8%), 지배주주 순이익 1.3조원. 영업실적은 전분기 3,719억원 대비 431% 급증하는 수치로, 초호황 수준에 해당함. 미국/이스라엘-이란 전쟁으로, 복합정제 마진 개선(2025년 4분기 8.9\$ → 2026년 1분기 11.3\$/배럴)과 유가 급등(전분기 64\$ → 1분기 90\$/배럴)에 따른 재고 효과로 정유부문이 실적을 이끌 것으로 보임. 다만, 3/4일 ~ 5/4일 2호기 정유설비 정기보수로 3월 60% 초반으로 낮아졌다는 점은 아쉬운 대목임. 부문별 영업이익 추정치는 '정유 1.9조원(전분기 1,993억원), 윤활기유 1,298억원(전분기 1,937억원), 화학 △115억원(전분기 △211억원)' 등

• **호르무즈 봉쇄 영향** : 이란에서 호르무즈 해협을 통한 원유/나프타/천연가스 등 물류를 통제하고 있음. 오히려, S-Oil(주)에 그동안 잠재되어 있던 장점이 부각되는 기회임. ① 2호기 23만b/d 정제설비 정기보수가 완료되는 5월 초 가동률이 90 ~ 95%로 다시 높아질 수 있음. 원유의 95%를 사우디아라비아로부터 조달 받고 있는데, 호르무즈 해협 사태가 터지자 홍해지역의 안부 항구로 부터 안정적으로 공급받고 있기 때문. ② 2026년 6월 완공되는 대형 석화설비인 사힌 프로젝트(에틸렌 180만톤) 가동 우려도 낮아지고 있음. 아시아 석화제품은 나프타 조달 차질로 공급부족 현상이 나타나는 반면, 사힌프로젝트는 안정적인 나프타 및 원유 공급으로 생산과 더불어 이익 달성 가능성이 높아짐

• **2026년 실적 및 Valuation** : 호르무즈 봉쇄 영향이 6개월 정도 지속한다는 가정으로 부터 연간 실적을 추정해 보면, '매출액 41.6조원, 영업이익 2.0조원(영업이익률 4.9%, 전년 2,356억원), 지배주주 순이익 1.5조원' 등임. 2026년 적정주가는 15.5만원(기존 13.1만원)으로 상향함. ① 원유조달 안정성으로 정유부문 초호황 효과를 기대할 수 있을 뿐만 아니라, ② 사힌 프로젝트 4.4조원(평균 업황시)을 적용한 결과임

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	36,637	34,247	41,595	39,091	33,025
매출액증가율	2.5	-6.5	21.5	-6.0	-15.5
영업이익	422	236	2,037	1,862	1,414
영업이익률	1.2	0.7	4.9	4.8	4.3
지배주주귀속순이익	-193	177	1,450	1,429	1,137
지배주주 귀속 EPS	-1,720	1,560	12,828	12,604	10,011
증가율	-120.6	-190.7	722.3	-1.7	-20.6
PER	-38.6	40.6	8.7	8.9	11.2
PBR	0.9	0.8	1.3	1.1	1.1
EV/EBITDA	11.6	12.8	6.9	5.2	5.9
ROA	-0.8	0.7	5.4	5.2	4.3
ROE	-2.2	2.0	15.1	13.1	9.5

자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 추정 실적

S-Oil (010950) 추정 실적

		2025				2026				연간실적												
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
생산 Capa																						
상업정제설비	(만배럴/일)	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	
고도화정제설비(FCC+HOU)	(만배럴/일)	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	14.9	14.9	14.9	20.6	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	
Ethylene	(만톤)								45.0												180.0	
HDPE/LDPE	(만톤)								33.0												132.0	
부타디엔	(만톤)								5.0												20.0	
PX	(만톤)	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	
벤젠	(만톤)	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	20.5	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	61.0	82.0	
프로필렌	(만톤)	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	39.9	22.6	22.6	22.6	67.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	101.9	159.6
PP	(만톤)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0				20.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	
PO	(만톤)	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5				15.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	
윤활기유	(만배럴/일)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	
사힌프로젝트 2026년 중반 완공																						
주요제품 가격																						
경유(5ppm)	\$/bbl	90.2	81.9	87.9	86.7	119.1	140.0	109.0	90.0	64.8	52.4	66.2	62.9	77.1	48.4	76.3	131.0	104.0	95.5	86.7	114.5	88.0
두바이유(원재료)	\$/bbl	76.1	66.7	69.9	63.6	90.0	100.0	84.0	70.0	51.9	40.3	52.9	69.2	63.0	42.2	68.9	97.1	81.9	79.7	69.1	86.0	70.0
에틸렌	\$/MT																			[사힌프로젝트]	879	
HDPE	\$/MT																			[사힌프로젝트]	1,009	
부타디엔	\$/MT																			[사힌프로젝트]	1,334	
사업부문별 스프레드																						
심가폴정제마진(S-Oil(위기준))	\$/bbl	1.4	4.4	4.4	8.9	11.3	13.0	8.5	7.5	5.4	3.9	4.7	2.4	1.3	-1.4	-0.7	10.3	5.1	2.0	4.8	10.1	7.4
석화마진	\$/MT	242	272	262	260	259	277	329	303	289	336	335	428	384	323	332	316	339	286	259	292	324
매출액																						
	억원	89,905	80,485	84,154	87,926	104,846	120,529	102,461	88,113	178,903	163,218	208,914	254,633	243,942	168,297	274,639	424,460	357,267	366,370	342,470	415,949	390,909
정유부문	억원	70,720	62,599	66,943	69,792	84,900	96,444	82,773	70,597	140,542	124,642	164,124	201,265	190,030	126,351	201,907	340,049	282,570	288,044	270,054	334,714	273,311
석화부문	억원	11,280	10,337	10,163	10,561	11,885	14,383	11,678	10,178	24,963	25,440	28,641	37,014	38,752	28,621	46,573	50,255	43,848	47,029	42,341	48,124	86,876
윤활기유부문	억원	7,904	7,549	7,047	7,684	8,061	9,702	8,011	7,338	13,398	13,136	16,149	16,354	15,160	13,325	26,158	34,155	30,849	31,297	30,184	33,112	30,720
영업이익																						
	억원	-215	-3,440	2,292	3,719	19,739	8,210	-3,573	-4,003	8,176	16,169	13,733	6,396	4,201	-10,991	21,409	34,052	13,546	4,222	2,356	20,373	18,615
원유재고평가前 영업이익(E)		-337	-1,607	2,340	4,593	6,739	5,710	2,427	997	11,476	14,666	13,183	8,196	2,291	-4,071	15,441	30,791	14,552	5,618	4,989	15,873	21,315
정유부문	억원	-568	-4,411	1,155	1,993	18,556	6,673	-5,250	-5,426	2,278	6,991	6,273	224	-474	-17,042	9,082	23,443	3,535	-2,698	-1,831	14,553	6,264
석화부문	억원	-745	-349	-199	-211	-115	-256	86	107	2,783	5,059	3,258	3,580	2,517	1,796	2,438	-498	1,906	1,273	-1,504	-178	7,070
윤활기유부문	억원	1,097	1,318	1,336	1,937	1,298	1,793	1,591	1,316	3,111	4,120	4,203	2,591	2,158	4,253	9,890	11,107	8,105	5,682	5,688	5,998	5,281
영업이익률																						
	%	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.2%	18.8%	6.8%	-3.5%	-4.5%	4.6%	9.9%	6.6%	2.5%	1.7%	-6.5%	7.8%	8.0%	3.8%	1.2%	0.7%	4.9%	4.8%
원유재고평가前 영업이익(E)	%	-0.4%	-2.0%	2.8%	5.2%	6.4%	4.7%	2.4%	1.1%	6.4%	9.0%	6.3%	3.2%	0.9%	-2.4%	5.6%	7.3%	4.1%	1.5%	1.5%	3.8%	5.5%
정유부문	%	-0.8%	-7.0%	1.7%	2.9%	21.9%	6.9%	-6.3%	-7.7%	1.6%	5.6%	3.8%	0.1%	-0.2%	-13.5%	4.5%	6.9%	1.3%	-0.9%	-0.7%	4.3%	2.3%
석화부문	%	-6.6%	-3.4%	-2.0%	-2.0%	-1.0%	-1.8%	0.7%	1.1%	11.1%	19.9%	11.4%	9.7%	6.5%	6.3%	5.2%	-1.0%	4.3%	2.7%	-3.6%	-0.4%	8.1%
윤활기유부문	%	13.9%	17.5%	19.0%	25.2%	16.1%	18.5%	19.9%	17.9%	23.2%	31.4%	26.0%	15.8%	14.2%	31.9%	37.8%	32.5%	26.3%	18.2%	18.8%	18.1%	17.2%
지배주주 순이익																						
	억원	-446	-668	632	2,551	12,509	7,730	-2,654	-3,084	18,700	12,548	8,463	2,580	654	-7,961	13,785	21,044	9,488	-1,930	2,069	14,501	14,287

자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil(주) 적정주가 15.5만원 상향(기존 13.1만원) : 정유 초호황 반영

S-Oil(주) 적정주가 15.5만원 상향(기존 13.1만원) : 정유 초호황 반영

구 분	기준일 (2026.4월)	주요 내역							
(+) 영업자산가치(억원)	258,668	사업 부문	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	업황판단	실효지배율	적정사업가치(억원)
		▶정유부문	8,553	3,868	12,421	8.5 ← 초호황반영(기존 6.5배)		100%	105,579
		▶화학부문	5,225	1,743	6,968	6.5 ← 아로마틱 평균 회복 가정		100%	45,292
		▶윤활유부문	5,458	103	5,561	11.5 ← 호황 업황 가정		100%	63,952
		▶사한프로젝트	3,579	3,167	6,745	6.5 ← 가동 시작과 함께 평균업황 가정		100%	43,846
		합 계	22,815	8,881	31,695	8.2			258,668
		※사업부문 적정가치 = 평균 EBITDA x 업황판단 EV/EBITDA배율 X 실효 지배율							
		※평균 EBITDA = 예상 매출액 X 과거 10개년 평균 EBITDA 이익률로 계산해서, 사이클을 배제한 평균적인 이익을 산출함							
		※정유부문은 EV/EBITDA 배율은 평균업황인 6.5배 적용 (바닥 3.5배, 평균 6.5배, 호황 8.5배)							
		※석화부문은 EV/EBITDA 배율은 부진업황에서 벗어나는 6.5배 적용 (바닥 3.5배, 평균 6.5배, 호황 8.5배)							
※윤활유부문은 EV/EBITDA 배율은 호황업황인 11.5배 적용 (바닥 9.0배, 평균 10.3배, 호황 11.5배)									
※사한프로젝트(에틸렌 180만톤)는 2026년 6월 완공. EV/EBITDA 배율은 평균업황 회복을 적용한 6.5배를 적용함									
(+) 투자자산가치(억원)	7,749	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)	비 고		
		S-Oil도탈	50%+1주	320	1.0	320	윤활유제품		
		대한송유관공사	8.87%	634	0.5	317	국내 원유 소송		
		잉여부동산	서산시 89만㎡	1,539	1.0	1,539			
		전략비축유		569만배럴	배럴당 70\$	5,377			
		기타		390.5	0.5	195			
		합 계		8,261	0.94	7,749			
(-) 순차입금(억원)	92,104								
		총차입금	83,000	▶7.8조원 + 2026년 차입금 증가액 0.5조원					
		(-) 현금성자산	17,000						
(+) 탄소배출 잠재비용	26,104	연간배출량(톤)	탄소가격(달러/톤)	환율(원/달러)	연간비용(억원)	WACC	사회적가치(억원)		
		14,541,000	10	1,350	1,963	7.52%	26,104		
보통주 주주가치(A, 억원)	174,312								
발행주식수(B, 주)	112,582,792								
보통주 1주당 가치(A/B, 원/주)	155,000	※적정주가 추가 상향 배경(기존 13.1만원 → 15.5만원) : 호르무즈 봉쇄에도 불구하고, 안정적인 원유도입효과로 정유부문 초호황 밸류로 적용함							
(직전 적정주가, 원/주)	131,000								

자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	36,637	34,247	41,595	39,091	33,025	
매출원가	35,411	33,204	38,911	35,874	30,465	
매출총이익	1,226	1,043	2,684	3,217	2,560	
판매비	804	808	646	1,356	1,145	
영업이익	422	236	2,037	1,862	1,414	
EBITDA	1,174	1,043	2,862	3,408	2,817	
영업외손익	-755	-62	-125	23	83	
외환관련손익	-593	92	16	156	168	
이자손익	-229	-236	-146	-137	-100	
관계기업관련손익	6	4	5	4	15	
기타	62	78	0	0	0	
법인세비용차감전순손익	-333	173	1,912	1,884	1,497	
법인세비용	-139	-4	462	455	360	
계속사업순손익	-193	177	1,450	1,429	1,137	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	-193	177	1,450	1,429	1,137	
지배지분순이익	-193	177	1,450	1,429	1,137	
포괄순이익	-153	192	1,450	1,429	1,137	
지배지분포괄이익	-153	192	1,450	1,429	1,137	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	1,468	3,942	1,572	2,777	2,160	
당기순이익	-193	177	1,450	1,429	1,137	
감가상각비	741	791	810	1,535	1,392	
외환손익	397	121	-16	-156	-168	
충족, 관계기업관련손익	-6	-4	-5	-4	-15	
자산부채의 증감	829	3,091	-537	98	-97	
기타현금흐름	-300	-235	-131	-125	-90	
투자활동 현금흐름	-3,027	-3,783	-2,063	-677	-654	
투자자산	3	1	0	-2	8	
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,042	-3,906	-2,117	-830	-830	
유형자산 감소	3	0	0	0	0	
기타현금흐름	8	122	54	156	168	
재무활동 현금흐름	1,539	-270	417	-1,224	-1,425	
단기차입금	1,204	-1,107	-283	-345	-287	
사채 및 장기차입금	963	1,039	700	-879	-1,138	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-189	0	-39	-231	-347	
기타현금흐름	-439	-202	39	231	347	
연결범위변동 등 기타	3	-1	-394	-33	-470	
현금의 증감	-17	-111	-468	843	-389	
기초 현금	1,963	1,946	1,835	1,367	2,210	
기말 현금	1,946	1,835	1,367	2,210	1,821	
NOPLAT	422	241	2,037	1,862	1,414	
FCF	-1,574	36	-545	1,947	1,330	

자료: 유안타증권 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우,

자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	10,048	8,616	8,273	9,240	7,778	
현금및현금성자산	1,946	1,835	1,367	2,210	1,821	
매출채권 및 기타채권	3,479	2,554	2,541	2,524	2,162	
채고자산	4,493	4,164	4,341	4,481	3,772	
비유동자산	14,403	17,941	19,233	18,519	17,939	
유형자산	13,582	16,990	18,296	17,592	17,030	
관계기업등 지분관련자산	43	41	41	41	41	
기타투자자산	160	147	147	149	141	
자산총계	24,451	26,557	27,506	27,759	25,717	
유동부채	11,657	12,211	11,226	11,924	9,940	
매입채무 및 기타채무	7,410	9,385	8,473	8,747	7,361	
단기차입금	3,355	2,173	1,890	1,538	1,274	
유동성장기부채	660	331	540	1,310	999	
비유동부채	4,099	5,459	5,949	4,306	3,459	
장기차입금	1,316	1,478	1,478	1,128	1,170	
사채	2,475	3,554	4,044	2,745	1,876	
부채총계	15,756	17,670	17,175	16,230	13,399	
자배지분	8,696	8,887	10,331	11,529	12,318	
자본금	292	292	292	292	292	
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332	
이익잉여금	7,030	7,222	8,633	9,831	10,620	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	8,696	8,887	10,331	11,529	12,318	
순차입금	6,001	6,065	6,988	4,921	3,885	
총차입금	8,005	7,938	8,355	7,130	5,705	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	-1,720	1,560	12,828	12,604	10,011	
BPS	74,692	76,339	88,740	99,027	105,807	
EBITDAPS	10,069	8,942	24,544	29,229	24,154	
SPS	314,199	293,701	356,718	335,243	283,220	
DPS	125	330	1,500	3,000	3,000	
PER	-38.6	40.6	8.7	8.9	11.2	
PBR	0.9	0.8	1.3	1.1	1.1	
EV/EBITDA	11.6	12.8	6.9	5.2	5.9	
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	2.5	-6.5	21.5	-6.0	-15.5	
영업이익 증가율 (%)	-68.8	-44.2	764.6	-8.6	-24.0	
지배순이익 증가율 (%)	적전	흑전	719.4	-1.5	-20.4	
매출총이익률 (%)	3.3	3.0	6.5	8.2	7.8	
영업이익률 (%)	1.2	0.7	4.9	4.8	4.3	
지배순이익률 (%)	-0.5	0.5	3.5	3.7	3.4	
EBITDA 마진 (%)	3.2	3.0	6.9	8.7	8.5	
ROIC	1.8	1.7	10.0	8.7	6.7	
ROA	-0.8	0.7	5.4	5.2	4.3	
ROE	-2.2	2.0	15.1	13.1	9.5	
부채비율 (%)	181.2	198.8	166.2	140.8	108.8	
순차입금/자기자본 (%)	69.0	68.2	67.6	42.7	31.5	
영업이익/금융비용 (배)	1.5	0.9	6.3	6.3	5.4	

LG화학 (051910): 나프타 우려/배터리 약세, 적정 주가 44만원으로 하향!

정유/화학



황규원 정유/화학
kyuwon.hwang@yuantaikorea.com

서석준 Research Assistant
seokjun.seo@yuantaikorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표 주가	470,000원 (D)
현재 주가 (4/8)	344,500원
상승 여력	36%

시가총액	243,191억원		
총발행주식수	78,281,143주		
60일 평균 거래대금	1,338억원		
60일 평균 거래량	400,920주		
52주 고	419,500원		
52주 저	182,400원		
외인지분율	35.77%		
주요주주	LG 외 2 인 34.98%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.5	9.4	62.9
상대	0.3	(15.2)	(35.3)
절대(달러환산)	5.9	7.9	63.2

• **2026년 1분기 Pre-View:** 분기 예상 매출액 10.8조원, 영업손실 △1,629억원(영업손실을 △1.5%), 지배주주 손손실 △2,200억원. 영업실적은 전분기 △4,133억원 대비 적자폭을 크게 줄이는 수준임. 기초소재 스프레드 약화(2025년 4분기 435\$ → 2026년 1분기 364\$/톤)에도 불구하고, 이란 전쟁 전에 저가로 확보한 저가 나프타가 3월 시차효과가 크게 발생되어 흑자전환이 가능하기 때문. 반면, 배터리와 양극재의 경우, 미국 보조금 폐지와 유럽시장에서 중국 배터리업체와의 경쟁이 치열해지며, 예상보다 부진한 상황임. 부문별 영업이익 추정치는 '기초소재 317억원(전분기 △760억원), 배터리 △2,078억원(AMPC 1,861억원 포함, 전분기 △1,220억원), 첨단소재 85억원(전분기 △170억원)' 등

• **2 ~ 3분기 3가지 중요한 이벤트:** 펀더멘탈 모멘텀은 하반기 부터 기대해 볼 수 있음. 우선, ① 2분기 호르무즈 봉쇄 영향으로 NCC석화 설비 가동률은 70% 중반에서 50% 이하로 낮추어 가동해야 함. 필요한 나프타의 60% 정도를 호르무즈를 통해 도입해 왔는데, 여기에 차질이 이어지고 있기 때문임. ② 여수 석유화학 구조조정도 계획되어 있지만, 지연되고 있음. 여수 LG화학(주) NCC 200만톤과 GS칼텍스(주) 75만톤 설비를 통합 후, △120만톤 규모를 폐쇄하는 것임. ③ 양극재 판매 여건은 3분기에 개선될 수 있음. 2025년 판매량 3.5만톤(캐파 14만톤)에서 하반기에 1.5만톤(테슬라(주)향 하이니켈 양극재 1만톤 + 도요타(주)/혼다(주) 향 양극재 5,000톤) 추가 판매가 가능하기 때문

• **2026년 실적 및 Valuation:** 호르무즈 봉쇄 영향과 하반기 양극재 판매량 회복에도 이어지는 적자를 반영한 예상 실적은 '매출액 45.8조원, 영업이익 5,857원(영업이익률 1.3%, 전년 1.2조원), 지배주주 순이익 △1,602억원' 등. 2026년 적정주가를 47만원(변경전 50만원)으로 하향 조정함. ① 호르무즈 봉쇄로 석유화학 업황 회복 지연, ② 배터리 Capex 6.5조원으로 순차입금 추가 3조원 확대 부담을 반영 했음

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	48,700	45,932	45,770	53,542	54,362
매출액증가율	-11.9	-5.7	-0.4	17.0	1.5
영업이익	875	1,181	586	1,921	2,590
영업이익률	1.8	2.6	1.3	3.6	4.8
지배주주귀속순이익	-691	-1,819	-160	499	915
지배주주 귀속 EPS	-9,901	-25,997	-2,547	6,788	12,685
증가율	-153.3	162.6	-90.2	-366.5	86.9
PER	-36.7	-10.6	-135.2	50.8	27.2
PBR	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	15.4	12.6	11.2	9.6	8.9
ROA	-0.8	-1.9	-0.2	0.5	0.9
ROE	-2.1	-5.5	-0.5	1.5	2.8

자료: 유안타증권 리서치센터

LG화학 (051910) 추정 실적

LG화학 (051910) 추정 실적

	2025				2026				연간실적											
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
생산capa																				
에틸렌 (만톤)	83.8	83.8	83.8	83.8	83.8	83.8	83.8	83.8	226.0	226.0	226.0	243.3	249.0	313.5	335.0	335.0	335.0	335.0	335.0	335.0
PVC (만톤)	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	122.0	122.0	122.0	122.0	122.0	122.0	122.0	128.0	116.0	112.0	112.0	112.0
PE/EVA/POE (만톤)	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8	126.3	141.3	141.3	160.0	165.0	183.0	189.0	191.5	199.0	199.0	199.0	199.0
PP (만톤)	15.9	15.9	15.9	15.9	15.9	15.9	15.9	15.9	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0	50.8	63.5	63.5	63.5
ABS (만톤)	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	135.2	173.0	185.0	229.0	229.0	229.0	229.0	229.0	231.8	234.5	234.5	234.5
BR/SBR (만톤)	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5
가성소다 (만톤)	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5	78.5	83.0	84.5	84.5	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0
SAP (만톤)	12.5	12.5	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3	37.4	45.4	45.4	49.6	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	45.5	41.0	41.0
NB-Latex (만톤)	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	33.8	39.0	45.0	57.4	55.5	55.5	55.5
중대형 2차전지 (Gwh)	130.4	130.4	134.6	134.6	144.6	144.6	153.4	153.4	9.5	11.5	22.0	42.0	107.0	148.3	177.0	303.5	373.0	530.0	596.0	663.5
양극재 (만톤)	3.5	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	4.0	1.0	1.0	2.0	3.0	4.0	8.0	8.8	12.0	14.0	14.8	15.3	16.0
	홀란드 17GW(LFP)				배터리 혼다 40GW				메리조나 35GW								2027년 랜싱 50GW			
	양극재 구미 1만톤								양극재 미국 1만톤								2027년 미국 1만톤			
주요 제품가격																				
PVC(건축자재)	\$/톤	719	708	714	678	801	1,160	1,028	915	818	904	922	861	879	1,369	1,081	828	787	705	976
ABS(IT/자동차 외장재)	\$/톤	1,454	1,386	1,334	1,250	1,473	1,800	1,648	1,515	1,376	1,858	1,873	1,438	1,522	2,254	1,689	1,340	1,447	1,356	1,609
나프타(원재료)	\$/톤	663	578	591	563	794	950	798	665	312	497	614	527	385	651	789	654	683	599	802
Dubai 원유가격(참고)	\$/배럴	76	67	70	64	90	100	84	70	40	53	69	63	42	69	97	82	80	69	86
양극재	\$/톤	23,201	23,137	22,460	22,167	22,870	24,200	24,000	24,000		33,270	57,079	29,230	22,570	24,250	42,823	44,560	27,063	22,741	23,767
석화부문 스프레드(시장 반영)	\$/톤	484	488	482	415	521	439	437	468	695	855	771	585	707	1,071	603	438	467	472	466
석화부문 스프레드(스팩)	\$/톤	481	518	474	435	364	526	532	544	705	866	781	595	718	1,040	602	443	476	566	492
나프타 원료조달 시장	\$/톤	-3	30	-8	20	-157	87	95	76	87	5	11	-9	11	-31	16	5	9	18	25
양극재 스프레드	\$/톤	15,966	15,583	14,731	14,414	14,712	15,917	15,753	15,364		12,126	32,280	20,146	20,156	15,226	15,287	27,319	32,937	19,334	16,203
배터리 스프레드	\$/톤	19,088	17,898	18,116	14,595	16,254	15,597	18,267	20,386		17,121	8,679	20,157	22,417	15,945	14,018	14,901	21,925	18,641	18,609
매출액	억원	121,710	113,678	111,962	111,971	108,345	109,123	114,922	125,307	206,593	256,980	281,830	286,250	300,765	425,993	509,833	552,498	489,161	459,322	457,696
기초소재	억원	47,810	46,960	44,610	41,566	43,860	44,830	44,340	45,573	144,471	169,191	178,582	155,480	142,659	207,590	217,240	178,090	191,190	180,946	178,603
비석화사업	억원	82,870	72,044	69,969	74,656	79,365	78,546	80,920	85,650	62,122	87,789	109,675	144,739	174,953	240,860	353,526	435,245	341,276	299,539	324,481
2차전지(지분율 80%)	억원	62,650	55,654	56,969	61,415	65,550	63,420	66,216	69,355	35,617	45,606	65,197	83,503	123,636	175,718	255,966	337,455	256,196	236,718	264,541
첨단소재(양극재 등)	억원	14,900	10,600	8,380	8,374	8,549	10,009	10,599	11,440	26,558	30,618	32,730	49,060	38,690	48,030	80,510	78,140	64,120	42,254	40,597
판한농(지분율 100%)	억원	2,460	2,420	1,020	1,523	2,455	2,499	1,213	1,535	3,255	6,057	5,997	5,898	6,014	6,720	7,940	7,820	7,620	7,423	7,702
생명과학	억원	2,860	3,370	3,570	3,344	2,811	2,618	2,892	3,320		5,508	5,751	6,278	6,613	7,600	9,090	11,830	13,340	13,144	11,641
영업이익	억원	4,470	4,675	6,797	-4,133	-1,629	456	4,242	2,788	19,919	29,285	22,461	8,956	17,982	50,264	29,794	25,292	9,168	11,809	5,857
기초소재	억원	-560	-900	290	-760	317	-1,736	-1,321	-178	21,377	26,992	21,002	14,178	19,679	40,820	10,750	-1,440	-1,360	-1,930	-2,918
비석화사업	억원	5,197	6,012	6,883	-1,258	-1,772	2,465	5,845	3,077	-1,458	2,293	2,457	-3,404	704	10,901	22,536	28,062	12,482	16,844	9,615
2차전지(IRA보조금 반영 후)	억원	3,747	4,922	6,013	-1,220	-2,078	1,790	5,594	2,912	-495	289	2,092	-4,543	-1,653	7,299	12,138	21,632	5,754	13,462	8,218
첨단소재(양극재 등)	억원	1,270	710	70	-170	85	332	483	67	-549	1,114	-283	637	1,628	2,330	9,258	5,700	5,100	1,880	967
판한농(지분율 100%)	억원	310	130	-200	64	317	149	-223	69	-418	354	153	130	250	211	410	450	440	304	312
생명과학	억원	-130	250	1,010	68	-96	194	-9	29		536	495	372	479	670	730	280	1,188	1,198	118
연결손익	억원	-167	-437	-386	-2,115	-174	-273	-282	-111	21,377	0	-999	-1,818	-2,401	-1,457	-3,329	-1,330	-1,954	-3,105	-840
* 3분기 회계비만치로제 기술수출이익 550억원 반영																				
영업이익률	%	3.7%	4.1%	6.1%	-3.7%	-1.5%	0.4%	3.7%	2.2%	9.6%	11.4%	8.0%	3.1%	6.0%	11.8%	5.8%	4.6%	1.9%	2.6%	1.3%
기초소재	%	-1.2%	-1.9%	0.7%	-1.8%	0.7%	-3.9%	-3.0%	-0.4%	14.8%	16.0%	11.8%	9.1%	13.8%	19.7%	4.9%	-0.8%	-0.7%	-1.1%	-1.6%
비석화사업	%	6.3%	8.3%	9.9%	-1.7%	-2.2%	3.1%	7.2%	3.6%	-2.3%	2.6%	2.2%	-2.4%	0.4%	4.5%	6.4%	6.4%	3.7%	5.6%	3.0%
2차전지(IRA보조금 반영 후)	%	6.0%	8.8%	10.5%	-2.0%	-3.2%	2.8%	8.4%	4.2%	-1.4%	0.6%	3.2%	-5.4%	-1.3%	4.2%	4.7%	6.4%	2.2%	5.7%	3.1%
첨단소재(양극재 등)	%	8.5%	6.7%	0.8%	-2.0%	1.0%	3.3%	4.6%	0.6%	-2.1%	3.6%	-0.9%	1.3%	4.2%	4.9%	11.5%	7.3%	8.0%	4.4%	2.4%
판한농(지분율 100%)	%	12.6%	5.4%	-19.6%	4.2%	12.9%	6.0%	-18.4%	4.5%	-12.8%	5.8%	2.6%	2.2%	4.2%	3.1%	5.2%	5.8%	5.8%	4.1%	4.1%
생명과학	%	-4.5%	7.4%	28.3%	2.0%	-3.4%	7.4%	-0.3%	0.9%		9.7%	8.6%	5.9%	7.2%	8.8%	8.0%	2.4%	8.9%	9.1%	1.0%
순이자손익	억원	- 1,786	- 2,424	- 2,656	- 2,026	- 2,340	- 2,706	- 2,701	- 2,700	- 366	- 697	- 877	- 1,544	- 1,622	- 1,353	- 459	- 3,304	-6,011	-8,892	- 10,447
순차입금	조원	21.5	23.4	24.8	22.4	26.3	28.0	27.2	26.7	0.6	2.4	2.8	6.3	6.2	10.6	7.0	12.8	18.6	22.4	27.1
* 4분기 일회성 비용 12조원 반영																				
지배주주 순이익	억원	-1,076	-4,343	1,194	-13,969	-2,200	-60	525	133	12,811	19,453	14,726	3,134	5,126	36,698	18,454	13,378	-6,909	-18,194	-1,602

자료: 유안타증권 리서치센터

LG화학(주) 적정주가 44만원 하향(기존 50만원): 호르무즈 이슈로 석화 업황 회복 지연

LG화학(주) 적정주가 44만원 하향(기존 50만원) : 호르무즈 이슈로 석화 업황 회복 지연

구 분	기준일 (2026.4월)	주요 내역											
(+) 영업자산가치 (억원)	545,265	사업부문	지분율	지배주주 지분율	영업이익 (억원)	감가상각비 (억원)	평균EBITDA (억원)	추정실적 기준 평균이익률 반영	적정배율	업황 판단	100% 사업가치 (억원)	자회사할인율 (상장여부)	적정사업가치 (억원)
		(1) 배터리부문	79%	69%	15,038	31,500	46,538	평균이익률 반영	10.0	(CATL,SDI평균)	465,378	0%	253,472
		AMPC 보조금	79%	69%						2025~2032년 현재	140,685	0%	76,625
		(2) 석유화학부문	100%		12,658	9,823	22,481	평균이익률 반영	4.8	←석화 업황 회복 지연(직전 5.1배)	107,909	0%	107,909
		(3) 첨단소재부문	100%		5,167	3,704	8,871	평균이익률 반영	8.6		76,295	0%	76,295
		(4) 생명과학	100%		805	394	1,199	평균이익률 반영	24.0		28,776	0%	28,776
		(5) 팜한농	100%		273	148	421	평균이익률 반영	6.5		2,737	20%	2,189
		합 산									2025년 적정 밸류		545,265
		주1) 사업가치 = 평균적인 EBITDA 창출 규모 x 업황판단 EV/EBITDA배율 x 비상장 할인율 x 실효 지배율 주2) 평균적인 영업이익 = 최근 3개년 매출액 x 과거 평균 영업이익률. 사이클에 상관없이 평균적으로 얻을 수 있는 이익 규모를 의미함 주3) 업황 판단 EV/EBITDA는 적자 불황 2.5배, 불황 4.5배, 평균 업황 6.5배, 호황 8.5배, 초호황 10배 등을 적용함											
(+) 투자자산가치 (억원)	1,948	투자자산 구성	지분율	순자산(지분율 적용후) (억원)	PBR (배)	적정투자가치 (억원)	비 고						
		씨텍	50%	1,403	0.5	701	여수지역 스팀공급						
		Huajin New Energy	49%	948	0.5	474							
		한국전구체㈜	49%	365	1.0	365	새만금 전구체 생산						
		기타		815	0.5	408	투자부동산 포함						
		합 산				1,948							
(-) 순차입금 (억원)	- 195,346		실효적용율	총차입금 (억원)	우선주 (억원)	현금성자산 (억원)	순차입금(실효 지분율 적용) (억원)						
		LG화학(주) 본사 등	100%	112,998	11,524	61,206	63,316						
		LG에너지솔루션	54%	225,121		37,793	102,030						
		2026년 추가 차입금	100%	30,000			30,000						
		소 계		368,119	11,524	98,999	195,346						
(-) 탄소부채 (억원)	- 19,875	총탄소발생량 (톤/년)	탄소가격 (\$/톤)	환율 (원/달러)	연간비용 (억원)	WACC	현재가치환산액 (억원)						
		10,188,000	10	1,350	1,375.4	6.9%	19,875						
보통주가치 (억원)	331,992												
발행주식수 (주)	70,592,341	총발행주식수 70,592,343주 - 자기주식수 2주											
보통주 1주당가치 (원/주) (직전 적정가, 원/주)	470,000 500,000	※ 적정주가 하향 배경(기존 50만원 → 47만원) : ① 호르무즈 봉쇄 영향으로, 석화업황 회복 지연 반영 ② 2026년 LG에너지솔루션(주) 현금 부족 3조원 반영(EBITDA 4.3조원 - Capex 6.5조원 - 이자비용 0.8조원)											

자료: 유안타증권 리서치센터

LG화학 (051910) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	48,700	45,932	45,770	53,542	54,362	
매출원가	41,247	38,123	37,294	42,391	42,401	
매출총이익	7,452	7,809	8,476	11,151	11,961	
판매비	8,057	8,275	7,890	9,230	9,371	
영업이익	875	1,181	586	1,921	2,590	
EBITDA	4,077	4,792	6,286	7,385	8,014	
영업외손익	-1,184	-2,961	-1,073	-941	-880	
외환관련손익	-537	332	16	284	307	
이자손익	-598	-889	-1,056	-1,191	-1,190	
관계기업관련손익	-25	-118	-36	-36	0	
기타	-24	-2,286	3	3	3	
법인세비용차감전순손익	-310	-1,780	-487	980	1,709	
법인세비용	53	16	-111	239	414	
계속사업순손익	-362	-1,796	-376	741	1,296	
중단사업순손익	877	819	0	0	0	
당기순이익	515	-977	-376	741	1,296	
지배지분순이익	-691	-1,819	-160	499	915	
포괄순이익	3,949	-701	-376	741	1,296	
지배지분포괄이익	1,369	-1,443	-160	499	915	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	7,012	8,234	2,746	6,434	6,448	
당기순이익	515	-977	-376	741	1,296	
감가상각비	4,200	4,694	5,188	5,043	5,079	
외환손익	0	0	-16	-284	-307	
충족, 관계기업관련손익	25	118	36	36	0	
자산부채의 증감	1,012	1,522	-2,488	238	-379	
기타현금흐름	1,260	2,876	402	660	758	
투자활동 현금흐름	-13,663	-12,471	-5,361	-6,440	-6,280	
투자자산	-431	122	205	-123	14	
유형자산 증가 (CAPEX)	-14,615	-13,661	-8,075	-8,100	-8,100	
유형자산 감소	122	158	1,500	1,500	1,500	
기타현금흐름	1,261	910	1,009	284	307	
재무활동 현금흐름	4,821	6,243	458	130	-1,434	
단기차입금	-235	1,787	329	49	55	
사채 및 장기차입금	5,454	4,935	128	81	-1,489	
자본	-3	1,085	0	0	0	
현금배당	-367	-227	-157	-196	-196	
기타현금흐름	-27	-1,337	157	196	196	
연결범위변동 등 기타	600	39	-1,265	-15	-724	
현금의 증감	-1,230	2,045	-3,423	109	-1,989	
기초 현금	9,085	7,855	9,900	6,477	6,587	
기말 현금	7,855	9,900	6,477	6,587	4,598	
NOPLAT	1,024	1,192	586	1,921	2,590	
FCF	-7,603	-5,427	-5,329	-1,666	-1,652	

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

자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	27,816	32,527	31,685	32,505	31,051	
현금및현금성자산	7,855	9,900	6,477	6,587	4,598	
매출채권 및 기타채권	9,070	7,524	9,223	9,291	9,883	
채고자산	8,847	8,177	9,377	9,410	9,207	
비유동자산	66,042	68,535	69,204	70,464	71,626	
유형자산	54,570	56,458	57,845	59,402	60,923	
관계기업등 지분관련자산	898	353	353	353	353	
기타투자자산	2,728	2,994	2,789	2,913	2,899	
자산총계	93,858	101,062	100,890	102,969	102,677	
유동부채	21,086	26,137	26,651	25,854	24,660	
매입채무 및 기타채무	11,552	11,107	11,275	12,650	12,605	
단기차입금	1,812	3,273	3,522	3,498	3,536	
유동성장기부채	5,809	8,465	9,345	7,038	5,890	
비유동부채	24,777	27,819	27,665	29,997	29,800	
장기차입금	5,997	6,180	6,214	6,638	7,049	
사채	12,984	15,003	14,377	16,261	15,509	
부채총계	45,862	53,956	54,317	55,851	54,460	
자배지분	33,284	32,528	32,528	32,831	33,550	
자본금	391	391	391	391	391	
자본잉여금	11,569	12,654	12,654	12,654	12,654	
이익잉여금	18,592	16,999	16,682	16,985	17,704	
비지배지분	14,711	14,260	14,045	14,287	14,667	
자본총계	47,995	47,106	46,573	47,118	48,217	
순차입금	20,483	25,751	30,624	30,644	31,200	
총차입금	28,771	36,899	37,357	37,486	36,053	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	-9,901	-25,997	-2,547	6,788	12,685	
BPS	425,221	419,617	415,566	419,433	428,618	
EBITDAPS	52,085	61,215	80,305	94,338	102,371	
SPS	622,113	586,759	584,683	683,973	694,452	
DPS	1,000	2,000	2,500	2,500	2,500	
PER	-36.7	-10.6	-135.2	50.8	27.2	
PBR	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8	
EV/EBITDA	15.4	12.6	11.2	9.6	8.9	
PSR	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	-11.9	-5.7	-0.4	17.0	1.5	
영업이익 증가율 (%)	-65.4	35.0	-50.4	228.0	34.8	
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	적지	촉전	83.5	
매출총이익률 (%)	15.3	17.0	18.5	20.8	22.0	
영업이익률 (%)	1.8	2.6	1.3	3.6	4.8	
지배순이익률 (%)	-1.4	-4.0	-0.4	0.9	1.7	
EBITDA 마진 (%)	8.4	10.4	13.7	13.8	14.7	
ROIC	1.8	1.8	0.7	2.0	2.7	
ROA	-0.8	-1.9	-0.2	0.5	0.9	
ROE	-2.1	-5.5	-0.5	1.5	2.8	
부채비율 (%)	95.6	114.5	116.6	118.5	112.9	
순차입금/자기자본 (%)	61.5	78.4	94.1	93.3	93.0	
영업이익/금융비용 (배)	0.9	1.0	0.5	1.4	2.0	

롯데케미칼 (011170): 석화 구조조정은 차근히 주가 16.5만원으로 높일 것!

정유/화학



황규원 정유/화학
kyuwon.hwang@yuantaikorea.com

서석준 Research Assistant
seokjun.seo@yuantaikorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표 주가	165,000원 (M)
현재 주가 (4/8)	91,600원
상승 여력	80%

시가총액	39,182억원
총발행주식수	42,775,419주
60일 평균 거래대금	215억원
60일 평균 거래량	264,987주
52주 고	95,900원
52주 저	54,400원
외인지분율	21.13%
주요주주	롯데지주 외 41 인 54.58%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	21.5 32.6 63.0
상대	15.5 2.8 (35.2)
절대(달러환산)	22.0 30.8 63.3

• **2026년 1분기 Pre-View:** 분기 예상 매출액 5.3조원, 영업손실 △546억원(영업손실률 △1.0%), 지배주주 순손실 △1,181억원. 영업실적은 전분기 △4,335억원 대비 적자폭을 크게 줄이는 수치이지만, 해석에 주의가 필요함. 미국/이스라엘-이란 전쟁으로, 석화 스프레드는 악화(2025년 4분기 311\$ → 2026년 1분기 220\$/톤)되었지만, 전쟁전에 저가로 확보한 나프타 원료가 투입되면서 시차효과가 크게 발생되었기 때문. 핵심 원료인 나프타 60%를 호르무즈에서 도입하고 있어, 2분기 석화 가동률은 40% 내외로 떨어질 수 있어 주의가 필요함. 부문별 영업이익 추정치는 '기초소재 △567억원(전분기 △3,700억원), 스페셜티 671억원(전분기 114억원, 첨단/정밀/동박), PPA상가 △650억원(전분기 △749억원)' 등

• **석화 사업 구조조정 진행:** 2026년 호르무즈 해협 봉쇄 영향 보다 한국 내에서 가장 빠르게 진행 중인 석유화학 구조조정 효과에 더 주목해야 함. ① 3가지 방향으로 석유화학 다운사이징이 진행되고 있음. 대산 NCC공장(에틸렌 110만톤/년)을 분사해 9월 현대케미칼(주) 합병시켜 50% 자회사로 전환됨. 여수 NCC공장(에틸렌 123만톤/년)도 비슷하게 분사후 여천NCC(주)에 합병해, 33% 지분법 자회사로 바꿀 계획임. 말레이시아 롯데타이탄(주) NCC 공장(에틸렌 80만톤/년)은 자산매각을 진행하고 있음. ② 구조조정이 완료되면, 에틸렌 생산 캐파는 기존 451만톤에서 138만톤으로 줄어드는 대신, 순차입금도 6.7조원에서 3.2조원으로 줄어들게 됨. 재무구조를 탄탄하게 바꿀 수 있음

• **2027년 실적 및 Valuation:** 석화 구조조정이 마무리되면 첨단소재/정밀화학/동박 등 스페셜티 중심으로 재편되는데, 구조조정 후 예상 실적은 '매출액 13.1조원(구조조정 전 21조원), 영업이익 5,910억원(영업이익률 4.5%), 지배주주 순이익 2,244억원' 등임. 구조조정 후 적정주가는 16.5만원임. 특히, 첨단소재/정밀화학/동박에서 6,000억원 전후의 안정적인 흑자 기업으로 전환된다는 점을 반영한 결과임

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	19,895	18,483	20,874	13,130	12,827
매출액증가율	-0.3	-7.1	12.9	-37.1	-2.3
영업이익	-915	-943	-595	591	733
영업이익률	-4.6	-5.1	-2.9	4.5	5.7
지배주주귀속순이익	-1,711	-2,037	-674	224	349
지배주주 귀속 EPS	-39,988	-47,624	-15,750	5,245	8,167
증가율	3,249.1	19.1	-66.9	-133.3	55.7
PER	-2.6	-1.4	-5.8	17.5	11.2
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	48.4	54.5	27.4	9.1	7.7
ROA	-5.0	-6.2	-2.3	0.9	1.3
ROE	-11.4	-15.1	-5.7	2.0	3.0

자료: 유안타증권 리서치센터

롯데케미칼 (011170) 추정 실적

롯데케미칼 (011170) 추정 실적

		2025				2026				연간실적												
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
생산capa																						
	에틸렌 (만톤)	87.8	87.8	87.8	112.8	112.8	112.8	112.8	85.3	272.0	272.0	272.0	286.0	338.5	351.0	351.0	351.0	351.0	351.0	376.0	423.5	218.0
	프로필렌 (만톤)	45.1	45.1	45.1	58.1	58.1	58.1	58.1	44.4	148.5	148.5	148.5	163.0	173.0	180.5	180.5	180.5	180.5	180.5	193.5	218.8	113.5
	부타디엔 (만톤)	10.5	10.5	10.5	14.0	14.0	14.0	14.0	9.3	40.0	42.0	42.0	42.0	42.0	42.0	42.0	42.0	42.0	42.0	45.5	51.3	21.0
	EG (만톤)	43.5	43.5	43.5	43.5	43.5	43.5	43.5	25.3	104.0	104.0	104.0	104.0	174.0	174.0	174.0	174.0	174.0	174.0	174.0	155.8	61.0
	PP (만톤)	59.0	59.0	59.0	65.3	65.3	65.3	65.3	52.8	156.0	156.0	156.0	216.0	236.0	236.0	236.0	236.0	236.0	236.0	242.3	248.5	151.0
	PE (만톤)	52.7	52.7	52.7	52.7	52.7	52.7	52.7	42.2	202.5	206.7	210.9	210.9	210.9	210.9	210.9	210.9	210.9	210.9	210.9	200.4	105.9
	ABS/PS (만톤)	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3		40.5	81.0	81.0	81.0	81.0	81.0	81.0	81.0	81.0	81.0	81.0	131.0
	TPA/PIA (만톤)	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	165.0	165.0	165.0	165.0	165.0	133.5	102.0	102.0	102.0	102.0	52.0	52.0	52.0
	2차전지 동박 (만톤)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0									6.0	7.0	8.0	8.0	11.0
	가성소다(50% 기준) (만톤)	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3									73.0	73.0	73.0	73.0	73.0
주요제품 가격																						
	에틸렌(기초 원료) \$/MT	853	768	799	721	942	1,200	1,048	935	879	1,138	1,152	1,215	848	731	1,013	1,009	838	853	785	1,031	935
	나프타(원재료) \$/MT	663	578	591	563	794	950	798	665	497	406	497	614	527	383	651	789	654	683	599	802	665
	Dubai 국제원유(참고) \$/배럴	76	67	70	64	90	100	84	70	52	40	53	69	63	43	69	97	82	80	69	86	70
사업부문별 스프레드(시차반영) \$/MT																						
	본사 기초소재 spot 스프레드 \$/MT	327	362	342	313	235	429	405	405	543	599	632	628	456	421	480	323	292	323	336	369	405
	첨단소재 spot 스프레드 \$/MT	476	566	552	588	269	353	375	419		590	837	860	660	936	1,463	833	550	445	545	354	448
	타이탄(주) spot 스프레드 \$/MT	298	356	319	305	241	363	360	367	535	649	598	563	420	432	461	315	311	313	320	333	374
	Lotte USA(EG) spot 스프레드 \$/MT	183	166	189	112	177	405	309	212					396	162	291	70	132	236	162	276	198
	동박 스프레드 \$/MT	4,362	4,406	4,359	3,365	3,011	3,710	3,744	3,176									5,742	5,405	4,123	3,410	3,900
매출액 억원																						
	본사 석화사업(올레핀+아로마틱) 억원	27,147	18,029	22,168	21,138	27,030	20,066	25,646	18,478	93,012	89,821	109,355	104,626	95,040	65,803	101,514	133,171	104,917	109,110	88,482	91,220	17,233
	롯데첨단소재(흡수합병) 억원	11,082	10,455	10,222	9,235	11,388	13,479	10,785	11,815		19,562	28,941	30,839	29,367	33,298	46,681	47,895	42,625	43,822	41,054	47,467	53,446
	타이탄 자회사(76%) 억원	4,872	4,664	8,062	8,870	9,118	9,440	9,546	9,534	24,121	22,852	20,449	25,266	23,728	19,335	27,222	29,591	22,456	22,164	26,468	37,638	22,607
	Lotte Chemical USA(지분율 90%) 억원	1,461	1,408	1,538	1,696	1,333	1,678	1,515	1,774					3,100	3,794	5,788	7,138	5,325	5,898	6,103	6,300	7,155
	롯데에너지머티리얼(지분율 46%) 억원	1,580	2,049	1,437	1,709	1,809	2,069	2,273	2,397									15,476	9,022	6,775	8,548	11,010
	롯데정밀화학(지분율 43%) 억원	4,456	4,247	4,434	4,391	4,395	4,489	5,139	5,169									4,966	17,687	16,705	17,528	19,845
영업이익 억원																						
	본사 석화사업(올레핀+아로마틱) 억원	-622	-1,312	-649	-1,293	-196	-1,329	-657	541	12,797	17,919	23,097	15,259	8,333	445	7,404	-6,493	-2,143	-4,408	-3,876	-1,641	3,232
	롯데첨단소재(흡수합병) 억원	729	560	575	221	722	439	432	288		2,397	3,389	2,358	1,814	2,558	3,633	1,700	2,325	1,879	1,814	1,881	2,663
	타이탄 자회사(76%) 억원	-407	-522	-507	-2,064	-208	-2,009	-1,068	-878	3,315	5,126	2,811	1,845	650	782	2,900	-2,951	-2,541	-2,618	-3,500	-4,163	745
	Lotte Chemical USA(지분율 90%) 억원	-48	-384	-69	-343	-163	271	83	144					770	-216	1,419	-364	-451	-1,066	-844	335	272
	롯데에너지머티리얼(지분율 46%) 억원	-460	-311	-343	-338	-273	-160	-155	-135									-587	-645	-1,452	-723	-603
	롯데정밀화학(지분율 43%) 억원	188	87	276	231	222	84	366	286								482	1,547	504	782	958	1,201
	기타(PPA상각 등) 억원	-646	-623	-609	-749	-650	-650	-650	-650									-2,272	-2,588	-2,627	-2,600	-1,600
영업이익률 %																						
	본사 석화사업(올레핀+아로마틱) %	-2.3%	-7.3%	-2.9%	-6.1%	-0.7%	-6.6%	-2.6%	2.9%	13.8%	19.9%	21.1%	14.6%	8.8%	0.7%	7.3%	-4.9%	-2.0%	-4.0%	-4.4%	-1.8%	18.8%
	롯데첨단소재(흡수합병) %	6.6%	5.4%	5.6%	2.4%	6.3%	3.3%	4.0%	2.4%		12.3%	11.7%	7.6%	6.2%	7.7%	7.8%	3.5%	5.5%	4.3%	4.4%	4.0%	5.0%
	타이탄 자회사(76%) %	-8.4%	-11.2%	-6.3%	-23.3%	-2.3%	-21.3%	-11.2%	-9.2%	13.7%	22.4%	13.7%	7.3%	2.7%	4.0%	10.7%	-10.0%	-11.3%	-11.8%	-13.2%	-11.1%	3.3%
	Lotte Chemical USA(지분율 90%) %	-3.3%	-27.3%	-4.5%	-20.2%	-12.2%	16.2%	5.5%	8.1%					24.8%	-5.7%	24.5%	-5.1%	-8.5%	-18.1%	-13.8%	5.3%	3.8%
	롯데에너지머티리얼(지분율 46%) %	-29.1%	-15.2%	-23.9%	-19.8%	-15.1%	-7.7%	-6.8%	-5.6%									-3.8%	-7.1%	-21.4%	-8.5%	-5.5%
	롯데정밀화학(지분율 43%) %	4.2%	2.0%	6.2%	5.3%	5.1%	1.9%	7.1%	5.5%									8.7%	3.0%	4.5%	5.0%	6.1%
	기타(PPA상각 등, 매출액 대비) %	-1.3%	-1.5%	-1.3%	-1.6%	-1.2%	-1.3%	-1.2%	-1.3%									-1.1%	-1.3%	-1.4%	-1.2%	-1.2%
4분기, 자산손상 1조원 반영																						
지배주주 순이익 억원																						
		-1,908	-4,045	-1,180	-13,238	-1,181	-2,749	-1,873	-934	9,925	18,358	22,439	15,792	7,150	1,585	13,457	616	-500	-17,105	-20,371	-6,737	2,244

자료: 유안타증권 리서치센터

롯데케미칼(주) 적정주가 16.5만원 유지 (석화 구조조정 반영 후)

롯데케미칼(주) 적정주가 16.5만원 유지(석화 구조조정 반영 후)

구분	기준일 (2026.4월)	주요 내역								
(+) 영업자산가치	72,036	사업 부문	평균영업이익 (억원)	평균감가상각비 (억원)	평균EBITDA (억원)	적정배율 (배)	특징	가치 적용율 (비상장여부)	실효지배율 (%)	적정사업가치(억원)
		▶아로마틱 부문	1,379	50	1,429	5.5	← 평균업황 회복 지연	100%	100%	7,858
		▶첨단소재 부문	3,926	1,854	5,780	5.5	← 평균업황 회복 지연	100%	100%	31,793
		[자회사]								
		▶롯데타이탄(지분율 76%)	-	0	-	4.5	←2026년 자산매각 가정	100%	76%	
		▶롯데케미칼USA(지분율 90.3%)	367	710	1,077	6.5	←호르무즈로 업황 회복 가정	80%	90%	5,058
		▶롯데에너지머티리얼즈(지분율 46.9%)	459	896	1,355	12.0	←악세 업황 가정	100%	47%	7,627
		▶롯데정밀화학(지분율 43%)	1,583	1,212	2,795	5.5	← 평균업황 회복 지연	100%	43%	6,609
		▶인도네시아 라인프로젝트(75%, PRS 반영)	1,809	2,280	4,089	4.5	←악세 업황 가정	80%	75%	11,039
		▶Lotte Battery Materials USA(100%)	[총투자비]	6,075	[지분투자비]	2,565		80%	100%	2,052
		합 계	9,523	7,002	16,525	4.4				72,036
		주1) 적정 사업가치 = 평균적인 EBITDA 창출능력 X 업황 판단 적용 EV / EBITDA 배율 X 상장여부 할인율 X 실효 지배율 주2) 평균적인 EBITDA = (미래 3개년간 평균 매출액 x 과거 평균 영업이익율) + 감가상각비 주3) 업황 판단 적용 EV / EBITDA 배율 : 적자 지속 2.5배, 악세 4.5배, 평균 업황 6.5배, 호황 8.5배, 초호황 10.0배 주4)•비상장계열사 적정가치 계산할 때, EBITDA × 적정 배율 × 지분율 × 비상장 적용율 81%로 계산함								
(+) 투자자산가치	27,699	투자자산 구성	지분율	순자산(지분 반영후)	PBR(배)	적정가치(억원)	비 고			
		롯데건설	44.0%	10,498	0.3	3,149	주택건설(비상장)			
		씨텍	50.0%	1,446	1.0	1,446	대산 열에너지 공급(비상장)			
		롯데MCC	50.0%	1,358	0.5	679	인조대리석용 PMMA 생산(비상장)			
		Kor-UZ Gas Chemical	49.0%	8,752	1.0	8,752	우즈베키스탄 천연가스 생산 및 ECC			
		롯데켈 대산 + HD현대케미칼	50.0%	4,446	0.5	2,223	MX 생산, 2022년 NCC완공, 2026년 말 롯데케미칼(주) 대산과 합병			
		롯데이네오스	50.0%	6,214	0.5	3,107	초산 생산(비상장)			
		롯데지에스화학	50.0%	1,900	0.5	950	페놀/아세톤/BPA 생산(비상장)			
		투자부동산		559	1.0	559				
		롯데켈 여수+여천NCC	33.0%	4,492	0.5	2,246	2026년 말, 롯데케미칼(주) 여수공장과 여천NCC 합병 반영			
		기타		9,177	0.5	4,589	Clean H2 Infla, 한주, 한덕화학 등			
		합 계		48,841		27,699				
(→ 순차입금(억원))		29,570								
(-) 현금성자산		34,122 ※ 2026년 초 현금자산 2.7조원 + 2026년 말레이시아 롯데타이탄(주) 자산매각 7,000억원								
(+) 총차입금		61,994 ※ 2026년 초 총차입금 9.3조원 - 2026년 대산공장 분할 차입금 감소 1.6조원 - 2026년 여수공장 분할 차입금 감소 1.6조원								
(+) 탄소배출 잠재부채		1,698								
		연간배출량(사업구조 재편 후, 톤)	탄소가격(\$/톤)	환율	연간잠재비용 (억원)	WACC	현재가치(억원)			
		1,328,503	10	1350	179	10.6%	1,698			
보통주 주주가치(A)		70,165								
유통주식수(B, 주)		42,147,147 ※ 총발행주식수 42,755,419주 - 자사주 608,272주								
보통주 1주당 가치(A/B, 원/주)		165,000								
(직전 적정주가)		165,000								

자료: 유안타증권 리서치센터

롯데케미칼 (011170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	19,895	18,483	20,874	13,130	12,827	
매출원가	19,590	18,221	20,472	11,726	11,382	
매출총이익	305	262	401	1,403	1,445	
판매비	1,219	1,205	997	812	713	
영업이익	-915	-943	-595	591	733	
EBITDA	376	290	604	1,444	1,546	
영업외손익	-1,365	-1,767	-465	-263	-203	
외환관련손익	24	-71	0	0	0	
이자손익	-245	-284	-331	-188	-137	
관계기업관련손익	-121	-105	-133	-75	-66	
기타	-1,022	-1,307	0	0	0	
법인세비용차감전순손익	-2,279	-2,710	-1,060	328	530	
법인세비용	-441	-227	-244	85	135	
계속사업순손익	-1,838	-2,483	-816	243	395	
중단사업순손익	13	7	0	0	0	
당기순이익	-1,826	-2,476	-816	243	395	
지배지분순이익	-1,711	-2,037	-674	224	349	
포괄순이익	-517	-2,561	-816	243	395	
지배지분포괄이익	-824	-2,085	-691	206	334	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	1,542	489	397	2,377	1,318	
당기순이익	-1,826	-2,476	-816	243	395	
감가상각비	1,079	1,066	1,117	775	740	
외환손익	-10	73	0	0	0	
충족, 관계기업관련손익	121	105	133	75	66	
자산부채의 증감	1,029	73	-120	1,207	43	
기타현금흐름	1,149	1,649	82	78	74	
투자활동 현금흐름	-1,948	-581	1,485	1,508	-455	
투자자산	35	204	-17	142	5	
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,238	-1,621	-800	-600	-600	
유형자산 감소	14	42	1,900	1,900	0	
기타현금흐름	241	795	402	66	140	
재무활동 현금흐름	-188	-149	-2,080	-3,862	2,435	
단기차입금	348	95	-211	-1,098	-210	
사채 및 장기차입금	1,301	-1,325	-1,425	-2,447	3,005	
자본	-213	356	0	0	0	
현금배당	-225	-83	-42	-63	-84	
기타현금흐름	-1,398	809	-402	-254	-276	
연결범위변동 등 기타	4	-1	-955	-42	761	
현금의 증감	-590	-241	-1,154	-19	4,059	
기초 현금	2,702	2,112	1,870	717	697	
기말 현금	2,112	1,870	717	697	4,756	
NOPLAT	-915	-943	-595	591	733	
FCF	-696	-1,132	-403	1,777	718	

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

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	8,983	7,994	7,750	5,474	9,456	
현금및현금성자산	2,112	1,870	717	697	4,756	
매출채권 및 기타채권	2,195	1,885	3,006	1,954	1,920	
채고자산	2,818	2,910	3,012	1,957	1,919	
비유동자산	25,569	23,123	20,840	18,545	18,326	
유형자산	16,085	14,585	12,368	10,293	10,153	
관계기업등 지분관련자산	3,854	3,779	3,779	3,779	3,779	
기타투자자산	801	523	540	398	393	
자산총계	34,552	31,117	28,590	24,020	27,783	
유동부채	8,502	7,674	7,515	6,908	6,664	
매입채무 및 기타채무	1,888	1,840	2,463	1,601	1,570	
단기차입금	2,788	3,061	2,849	2,171	2,171	
유동성장기부채	2,548	1,436	854	2,297	2,297	
비유동부채	6,062	5,815	5,003	858	3,855	
장기차입금	4,662	4,323	3,173	-213	2,793	
사채	469	634	941	437	437	
부채총계	14,564	13,489	12,517	7,766	10,519	
자배지분	14,352	12,585	11,172	11,334	12,299	
자본금	214	214	214	214	214	
자본잉여금	1,730	2,086	2,086	2,086	2,086	
이익잉여금	11,062	9,044	8,328	8,489	8,754	
비지배지분	5,636	5,044	4,901	4,920	4,965	
자본총계	19,988	17,628	16,073	16,253	17,264	
순차입금	8,172	7,918	7,768	4,242	2,979	
총차입금	11,686	10,709	9,073	5,528	8,324	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	-39,988	-47,624	-15,750	5,245	8,167	
BPS	340,367	298,452	264,956	268,777	291,663	
EBITDAPS	8,793	6,772	14,127	33,752	36,148	
SPS	465,099	432,094	487,984	306,943	299,871	
DPS	2,000	1,000	1,500	2,000	2,000	
PER	-2.6	-1.4	-5.8	17.5	11.2	
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	
EV/EBITDA	48.4	54.5	27.4	9.1	7.7	
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	-0.3	-7.1	12.9	-37.1	-2.3	
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	23.9	
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	55.7	
매출총이익률 (%)	1.5	1.4	1.9	10.7	11.3	
영업이익률 (%)	-4.6	-5.1	-2.9	4.5	5.7	
지배순이익률 (%)	-8.6	-11.0	-3.2	1.7	2.7	
EBITDA 마진 (%)	1.9	1.6	2.9	11.0	12.1	
ROIC	-3.4	-4.0	-2.3	1.9	3.6	
ROA	-5.0	-6.2	-2.3	0.9	1.3	
ROE	-11.4	-15.1	-5.7	2.0	3.0	
부채비율 (%)	72.9	76.5	77.9	47.8	60.9	
순차입금/자기자본 (%)	56.9	62.9	69.5	37.4	24.2	
영업이익/금융비용 (배)	-2.2	-2.3	-1.5	2.3	2.7	

금호석유 (011780): 부타디엔 공급 감소에 노출, 주가 18만원 하향!

정유/화학



황규원 정유/화학
kyu.won.hwang@yuantaikorea.com
서석준 Research Assistant
seokjun.seo@yuantaikorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표 주가	180,000원 (D)
현재 주가 (4/8)	129,900원
상승 여력	39%

시가총액	33,815억원
총발행주식수	28,180,811주
60일 평균 거래대금	181억원
60일 평균 거래량	134,145주
52주 고	153,400원
52주 저	103,600원
외인지분율	24.41%
주요주주	박철완 외 13 인 29.16%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	6.0 11.4 21.3
상대	0.8 (13.6) (51.8)
절대(달러환산)	6.5 9.9 21.5

• **2026년 1분기 Pre-View** : 분기 예상 매출액 1.9조원, 영업이익 875억원(영업이익률 4.5%), 지배주주 순이익 968억원. 영업실적은 전분기 16억원에서 크게 회복 되는 수치임. 전분기에 발생되었던 일회성 비용 500억원(발전소/페놀유도체 정기보수, 재고손실, 성과급 등)이 소멸되는 가운데, 부타디엔 가격 상승(전분기 927\$ → 1분기 1,769\$/톤)이 2월 말부터 합성고무/라텍스 등의 가격 상승으로 이어졌기 때문. 다만, 2월 28일 미국/이스라엘-이란 전쟁에 따른 영향은 4월부터 생산에 영향을 미치기 때문에 주의가 필요함. 부문별 영업이익 추정치는 ‘합성고무/EPDM 769억원(전분기 356억원), 합성수지 △68억원(전분기 △95억원), 페놀유도체 △81억원(전분기 △223억원), 발전소/기타 255억원(전분기 △22억원)’ 등

• **호르무즈 봉쇄 영향** : 이란에서 호르무즈 해협을 통한 원유/나프타/천연가스 등 물류를 통제하고 있음. 금호석유(주)의 경우 악재와 호재가 혼재되어 있음. ① 핵심 원료인 부타디엔 조달이 어려워져, 합성고무/수지 가동률이 70 ~ 80%에서 50% 내외로 낮아질 전망이다. 전쟁 전 부타디엔 연간 구매량은 80만톤으로, 국내와 해외 비중은 각각 5 : 5 수준임. 호르무즈 봉쇄 영향으로 국내 NCC업체 가동률이 절반으로 낮아지고 있어, 부타디엔 공급 위험에 노출되어 있음. 반면, ② 300MW 규모의 혼소 발전소(페타이어 85% : 석탄 15%)에는 긍정적인 효과를 기대할 수 있음. 금년 여름철 전력 판매가격(SMP.계통한계가격)이 kwh 당 190원(1분기 108원)으로 높아질 가능성이 높기 때문

• **2026년 실적 및 Valuation** : 호르무즈 봉쇄 영향이 6개월 정도 지속한다는 가정으로부터 연간 실적을 추정해 보면, ‘매출액 7.5조원, 영업이익 2,580억원(영업이익률 3.4%, 전년 2,718억원), 지배주주 순이익 2,953억원’ 등임. 2026년 적정주가는 18만원(기존 20만원)으로 하향함. ① 부타디엔 공급 차질에 따른 고무/수지 부문 업황 회복 지연과 혼조 ② 발전소 호황 진입을 동시에 적용한 결과임

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	7,155	6,915	7,493	7,922	7,276
매출액증가율	13.2	-3.4	8.4	5.7	-8.2
영업이익	273	272	258	323	320
영업이익률	3.8	3.9	3.4	4.1	4.4
지배주주귀속순이익	349	291	295	365	384
지배주주 귀속 EPS	12,308	10,766	11,443	14,316	15,062
증가율	-18.0	-12.5	6.3	25.1	5.2
PER	10.9	10.6	11.4	9.1	8.6
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.5	5.3	5.9	4.8	4.3
ROA	4.3	3.5	3.4	4.1	4.2
ROE	5.9	4.7	4.7	5.6	5.6

자료: 유안타증권 리서치센터

금호석유 (011780) 추정 실적

금호석유 (011780) 추정 실적

		2025				2026				연간 실적																	
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E					
생산capa																											
SBR/SSBR (만톤)		10	10	10	11	11	11	11	11	54	42	42	42	35	32	32	34	39	39	39	42	42					
BR (만톤)		9	9	9	9	9	9	9	9	34	34	34	34	34	34	34	34	35	35	35	35	35					
NB/SB Latex (만톤)		24	24	24	24	24	24	24	24	28	40	43	43	51	60	66	71	71	83	95	95	95					
EPDM (만톤)		8	8	8	8	8	8	8	8	19	22	22	22	22	22	23	24	24	24	31	31	31					
ABS (만톤)		7	7	7	7	7	7	7	7	25	25	25	25	25	25	25	25	29	29	29	29	29					
전기 (MWH)		300	300	300	300	300	300	300	300	155	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300					
금호P&B(주) BPA (만톤)		11	11	11	11	11	11	11	11	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45					
금호미쓰이(주) MDI (만톤)		15	15	15	15	15	15	15	15	25	25	28	35	37	41	41	41	41	51	61	61	71					
화학 스프레드		491	490	535	520	574	581	379	390	311	359	469	643	515	675	1,459	906	579	448	509	481	500					
합성고무 스프레드 \$/MT		316	453	410	446	-	8	314	329	394	311	445	363	366	237	334	931	563	433	312	406	257	374				
합성수지 스프레드 \$/MT		118	285	282	355	-	111	35	85	240	326	241	352	472	407	815	1,335	550	315	100	260	62	208				
금호P&B 스프레드 \$/MT		970	1,114	1,041	1,064	1,019	1,201	1,006	979	304	277	724	1,235	1,071	1,234	2,558	1,777	967	865	1,047	1,051	948					
※원료(BD/SM) 도입사차 \$/MT		32	-	113	-	23	-	74	-	1,100	-	1,040	-	1,163	-	1,471	-	2,181	-	32	5	22	28	-	44	44	-
전기판매 스프레드 원/kwh		91	99	90	66	74	99	157	92	96	80	66	75	72	49	55	161	138	100	86	105	74					
금호미쓰이 스프레드 \$/MT		1,623	1,518	1,512	1,437	1,649	1,600	1,550	1,500	1,230	1,120	1,916	2,297	1,523	1,279	1,670	1,254	1,075	951	1,522	1,575	1,350					
매출액		19,082	17,734	16,438	15,897	19,445	17,596	19,286	18,602	39,345	39,704	50,648	55,849	49,779	48,095	84,618	79,756	63,225	71,550	69,151	74,929	79,220					
합성고무/EPDM	억원	9,450	8,551	8,078	7,929	8,921	8,540	9,177	9,033	15,535	15,592	20,681	20,154	19,070	18,376	34,015	33,598	28,077	34,631	34,008	35,671	39,067					
합성수지	억원	3,360	2,982	2,725	2,662	3,692	2,873	3,496	3,389	10,795	10,356	12,058	12,254	11,676	11,540	18,297	15,965	12,501	12,739	11,729	13,450	14,670					
금호P&B	억원	4,367	4,326	3,787	3,645	4,660	4,347	4,268	3,938	7,904	8,598	11,809	17,562	13,503	13,770	29,173	21,628	14,844	16,352	16,125	17,213	16,632					
유틸리티/기타	억원	1,905	1,875	1,848	1,661	2,172	1,836	2,345	2,242	5,111	5,158	6,100	5,879	5,530	4,409	3,133	8,565	7,803	7,828	7,289	8,595	8,851					
영업이익		1,206	652	844	16	875	617	805	283	1,640	1,571	2,626	5,546	3,678	7,422	24,068	11,477	3,590	2,728	2,718	2,580	3,232					
합성고무/EPDM	억원	699	235	514	356	769	402	287	256	182	303	526	1,037	1,443	3,516	9,250	4,717	1,832	1,709	1,804	1,714	1,662					
합성수지	억원	52	53	44	-	68	-	62	-	487	353	622	372	485	1,189	3,385	747	-	60	-	184	54	-	237	31		
금호P&B	억원	19	-	23	-	81	-	154	-	125	169	269	2,551	464	2,104	10,087	3,062	28	-	179	-	371	-	407	60		
유틸리티/기타	억원	436	387	430	-	255	431	629	195	847	746	1,209	1,586	1,286	613	1,346	2,951	1,790	1,382	1,231	1,510	1,479					
영업이익률		6.3%	3.7%	5.1%	0.1%	4.5%	3.5%	4.2%	1.5%	4.2%	4.0%	5.2%	9.9%	7.4%	15.4%	28.4%	14.4%	5.7%	3.8%	3.9%	3.4%	4.1%					
합성고무/EPDM	%	7.4%	2.7%	6.4%	4.5%	8.6%	4.7%	3.1%	2.8%	1.2%	1.9%	2.5%	5.1%	7.6%	19.1%	27.2%	14.0%	6.5%	4.9%	5.3%	4.8%	4.3%					
합성수지	%	1.5%	1.8%	1.6%	-3.6%	-1.8%	-2.2%	-0.7%	-2.4%	4.5%	3.4%	5.2%	3.0%	4.2%	10.3%	18.5%	4.7%	-0.5%	-1.4%	0.5%	-1.8%	0.2%					
금호P&B	%	0.4%	-0.5%	-3.8%	-6.1%	-1.7%	-3.5%	-2.0%	-2.2%	1.6%	2.0%	2.3%	14.5%	3.4%	15.3%	34.6%	14.2%	0.2%	-1.1%	-2.3%	-2.4%	0.4%					
유틸리티 및 기타	%	22.9%	20.6%	23.3%	-1.3%	11.7%	23.5%	26.8%	8.7%	16.6%	14.5%	19.8%	27.0%	23.2%	13.9%	43.0%	34.5%	22.9%	17.7%	16.9%	17.6%	16.7%					
지분법이익(금호미쓰이(주) 등)		306	299	374	332	340	250	304	346	431	276	891	1,350	387	564	1,886	1,162	1,111	935	1,311	1,240	1,442					
지배주주 순이익		1,250	577	1,069	14	968	632	871	482	1,189	732	2,136	4,912	2,946	5,829	19,655	10,254	4,468	3,486	2,910	2,953	3,654					

자료: 유안타증권 리서치센터

금호석유(주) 적정주가 18만원 하향(기존 20만원) : 호르무즈 이슈로 업황 회복 지연

금호석유(주) 적정주가 18만원 하향(기존 20만원) : 호르무즈 이슈로 업황 회복 지연

구분	기준일 (2026.4월)	주요 내역								
(+) 영업자산가치 (억원)	40,813	사업 부문	실효 지분율	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	(참고)	할인율	적정사업가치(억원)
		▶ 합성고무/EPDM 부문	100%	1,981	1,275	3,256	4.8	← 호황사이클로 전환 지연(기존 5.6배)	0%	15,675
		▶ 합성수지 부문	100%	347	580	927	4.5	← 업황 회복 지연(기존 5.5배)	0%	4,169
		▶ 금호P&B 부문	100%	643	536	1,179	3.5	← 불황 사이클 반영(기존 3.5배)	0%	4,126
		▶ 발전소/금호리조트/기타 부문	100%	1,768	555	2,323	7.3	← 발전소 호황(기존 6.5배)	0%	16,843
		사업가치 합산		4,738	2,946					40,813
주1) 사업가치 = 평균적인 EBTIDA 창출 규모 x 업황판단 EV/EBITDA배율 x 비상장 할인율 x 실효 지배율										
주2) 평균적인 영업이익 = 최근 3개년 매출액 x 과거 평균 영업이익률. 사이클에 상관없이 평균적으로 얻을 수 있는 이익 규모를 의미함										
주3) 업황 판단 EV/EBITDA는 적자 불황 2.5배, 불황 4.5배, 평균 업황 6.5배, 호황 8.5배, 초호황 10배 등을 적용함										
(+) 투자자산가치 (억원)	8,759	투자자산 구성	보유 지분율	순자산(지분 적용후)	PBR(배)	적정가치(억원)	비 고			
		금호미쓰이화학	50.0%	6,543	0.5	3,272	MDI 생산업체			
		아시아항공	4.0%	644	1.0	644	국내 항공 운송			
		대우건설	2.4%	302	1.0	302	건설업체			
		OCI홀딩스	1.8%	390	1.0	390	태양광 소재업체			
		투자부동산		1,136	1.0	1,136				
		기타		6,030	0.5	3,015				
		합 계				8,759				
(–) 순차입금 (억원)		8,039								
현금성자산	7,887	※ 2026년 초 현금자산 – M&A 대기 자금 3,000억원								
(–) 총차입금	8,798	※ 2026년 초 차입금								
(–)우선주	1,512	※우선주 3,023,486주 x 주가 5만원								
(–) 탄소배출부담	5,616	연간배출량(톤)	탄소가격(\$/톤)	환율	연간 사회적부담액	WACC	현재가치 환산액			
		4,492,579	10	1350	606	10.80%	5,616			
보통주 주주가치(A, 억원)		41,533								
유통 주식수(B, 주)		22,532,908	※ 2026년 초 발행주식수 26,031,742주– 자사주 3,498,834주							
			※ 2026년 자사주 소각 계획 8,74,417주							
보통주 1주당 가치(원/주)		180,000	※ 목표주가 하향 배경(기존 20만원 → 18만원) : 2026년 호르무즈 봉쇄 영향으로, 화학부문 업황 회복 지연 반영함							
(직전 목표주가)		200,000								

자료: 유안타증권 리서치센터

금호석유 (011780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	7,155	6,915	7,493	7,922	7,276	
매출원가	6,569	6,311	6,992	7,356	6,713	
매출총이익	586	604	501	566	563	
판매비	313	332	243	243	243	
영업이익	273	272	258	323	320	
EBITDA	548	589	567	612	591	
영업외손익	135	77	112	136	162	
외환관련손익	31	0	1	-4	-3	
이자손익	0	-14	-13	-3	16	
관계기업관련손익	93	131	124	143	149	
기타	10	-40	0	0	0	
법인세비용차감전순손익	408	349	370	460	482	
법인세비용	59	58	75	94	98	
계속사업순손익	349	291	295	365	384	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	349	291	295	365	384	
지배지분순이익	349	291	295	365	384	
포괄순이익	335	315	295	365	384	
지배지분포괄이익	335	315	295	365	384	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	322	715	264	464	674	
당기순이익	349	291	295	365	384	
감가상각비	267	308	301	283	267	
외환손익	-15	3	-1	4	3	
충족,관계기업관련손익	-93	-124	-124	-143	-149	
자산부채의 증감	-297	84	-214	-60	136	
기타현금흐름	113	154	8	15	33	
투자활동 현금흐름	-259	-373	-300	-215	-212	
투자자산	-14	-80	-2	-1	2	
유형자산 증가 (CAPEX)	-436	-194	-210	-210	-210	
유형자산 감소	2	0	0	0	0	
기타현금흐름	190	-98	-87	-4	-3	
재무활동 현금흐름	-91	-121	-62	-42	-158	
단기차입금	-2	-56	-18	0	-105	
사채 및 장기차입금	62	123	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-77	-58	-44	-42	-53	
기타현금흐름	-73	-130	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	4	0	124	179	35	
현금의 증감	-23	221	27	386	339	
기초 현금	452	429	650	678	1,064	
기말 현금	429	650	678	1,064	1,403	
NOPLAT	273	272	258	323	320	
FCF	-114	521	54	253	463	

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

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	2,711	2,742	3,165	3,617	3,773	
현금및현금성자산	429	650	678	1,064	1,403	
매출채권 및 기타채권	896	748	905	940	853	
채고자산	958	859	1,003	1,032	941	
비유동자산	5,629	5,733	5,637	5,559	5,496	
유형자산	4,102	3,927	3,837	3,764	3,708	
관계기업등 지분관련자산	994	1,175	1,175	1,175	1,175	
기타투자자산	219	235	238	238	237	
자산총계	8,340	8,474	8,801	9,176	9,269	
유동부채	1,534	1,366	1,636	1,738	1,487	
매입채무 및 기타채무	1,003	842	961	996	905	
단기차입금	346	288	267	266	163	
유동성장기부채	109	145	300	365	319	
비유동부채	764	861	757	705	718	
장기차입금	328	292	237	127	119	
사채	100	155	55	100	155	
부채총계	2,298	2,228	2,392	2,444	2,206	
자배지분	6,038	6,245	6,408	6,731	7,062	
자본금	167	167	167	167	167	
자본잉여금	404	403	403	403	403	
이익잉여금	5,571	5,743	5,995	6,318	6,649	
비지배지분	4	1	1	1	1	
자본총계	6,042	6,247	6,409	6,732	7,064	
순차입금	160	-77	-211	-597	-1,041	
총차입금	945	1,012	994	993	888	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	12,308	10,766	11,443	14,316	15,062	
BPS	232,363	244,373	259,639	272,741	286,164	
EBITDAPS	17,797	19,939	19,990	21,730	20,984	
SPS	232,347	233,965	264,112	281,115	258,192	
DPS	2,200	1,700	1,700	2,200	2,200	
PER	10.9	10.6	11.4	9.1	8.6	
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	
EV/EBITDA	7.5	5.3	5.9	4.8	4.3	
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	13.2	-3.4	8.4	5.7	-8.2	
영업이익 증가율 (%)	-24.0	-0.4	-5.1	25.3	-1.0	
지배순이익 증가율 (%)	-22.0	-16.5	1.5	23.7	5.1	
매출총이익률 (%)	8.2	8.7	6.7	7.1	7.7	
영업이익률 (%)	3.8	3.9	3.4	4.1	4.4	
지배순이익률 (%)	4.9	4.2	3.9	4.6	5.3	
EBITDA 마진 (%)	7.7	8.5	7.6	7.7	8.1	
ROIC	4.9	4.7	4.7	5.5	5.2	
ROA	4.3	3.5	3.4	4.1	4.2	
ROE	5.9	4.7	4.7	5.6	5.6	
부채비율 (%)	38.0	35.7	37.3	36.3	31.2	
순차입금/자기자본 (%)	2.7	-1.2	-3.3	-8.9	-14.7	
영업이익/금융비용 (배)	8.2	6.2	5.2	6.5	7.1	



백종민

방산/AI/로보틱스

jongmin.baik@yuantakorea.com

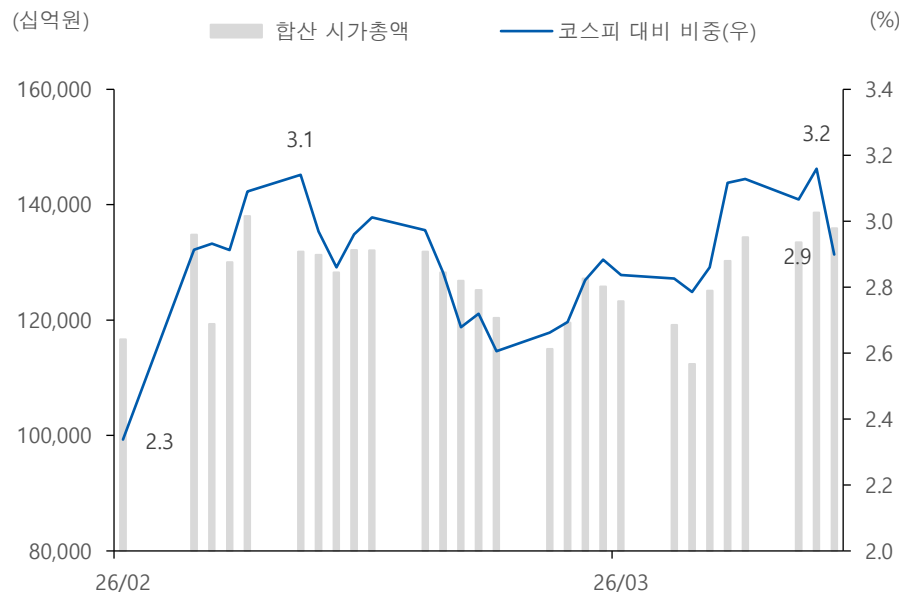
방산

혼탁한 국제정세, 답은 방산에 있다

혼탁한 국제정세, 답은 방산에 있다

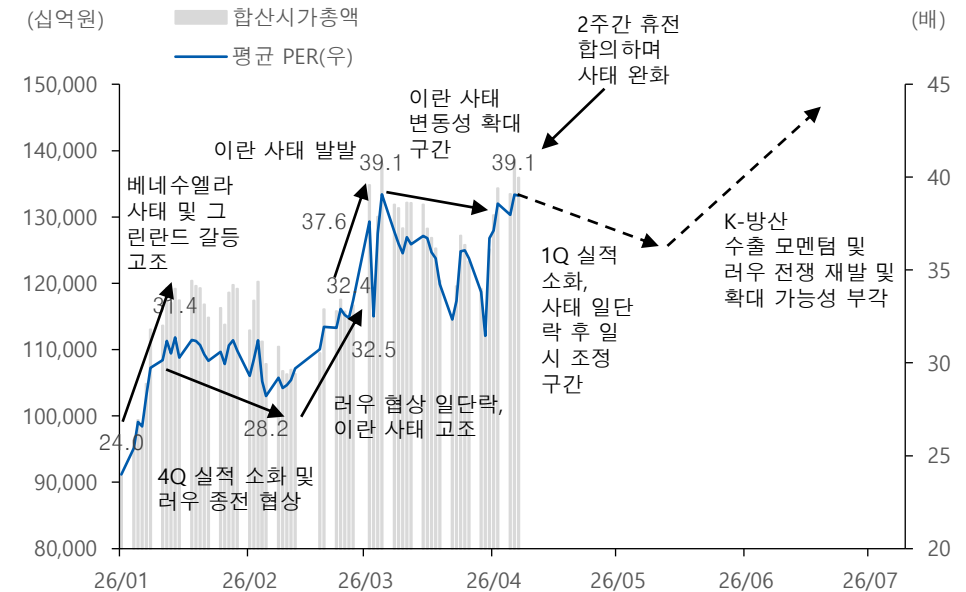
- 4/8일 미국과 이란이 2주간의 휴전과 호르무즈 개항 합의하며 사태가 완화되는 모양세. 하지만 트럼프의 행보와 이란의 강경한 입장을 고려하면 안심하긴 이른 상황
- 사태 발발 후 증시 변동성 확대. 분쟁 방어주로 분류되는 방산업종도 하루에 10% 이상의 주가 등락폭을 지속하며 투자심리가 흔들리는 모습
- 그럼에도 답은 역시 방산에 있었음. 2/27~4/8일 간 주요 방산 4사 합산 시가총액은 +16.5% 상승하며, 코스피 대비 +22.5% 초과 성과 기록
- 러·우 전쟁에 미국의 변수가 더해지며 연중 멀티플 확장 국면을 예고(1/20일 발간 자료). 1년 중 겨우 1/3 지점을 지나는 시점에 벌써 4차례의 지정학적 분쟁 발생
- 분쟁 발발에 따른 멀티플 상승 조정 폭이 사태 일단락 후의 하락 조정 폭 대비 가파른 기울기가 확인되고 있음
- 이대로 이란 사태가 일단락이 되더라도, 조정 폭은 제한적일 전망. 1)러·우 전쟁의 불씨가 상존 중이며, 2)전력 보충 위한 재고 확보, 신규 수요 등이 예상되기 때문
- 올해 한국 방산 실적 및 수주 성과의 뚜렷한 상저하고 예상. 대부분 양산 인도 일정이 하반기에 집중. 논의 중인 수출 사업 역시 사태로 인한 지연 중인 것으로 파악
- 방산업종에 대해 비중 확대 의견 견지. 1분기 실적 발표 전후가 매수 적기라는 판단. 긴급 소요가 증가할 가능성이 높음. K-방산의 강점이 부각되는 환경 마련되는 중

이란 사태 간 방산 4사 합산 시가총액 추이 및 코스피 내 비중 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

'26년 주요 지정학적 이벤트에 따른 국내 방산 4사 합산 시가총액 및 평균 PER 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주: 평균 PER은 주요 방산 4사 '26 PER 단순 평균

한국항공우주 (047810): 1Q26 Preview, 업사이클의 서막

방산



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

투자 의견	BUY (M)
목표주가	236,000원 (U)
현재주가 (4/8)	190,400원
상승여력	24%

시가총액	185,593억원		
총발행주식수	97,475,107주		
60일 평균 거래대금	1,734억원		
60일 평균 거래량	1,001,076주		
52주 고	202,000원		
52주 저	71,500원		
외인지분율	29.14%		
주요주주	한국수출입은행 26.41%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.9	33.3	159.8
상대	(1.2)	3.4	3.3
절대(달러환산)	4.3	31.5	160.2

- 1Q26E 업사이클의 서막:** 한국항공우주의 1Q26E 연결기준 실적은 매출액 1조 322억원(YoY +47.6%), 영업이익 661억원(YoY +41.2%, OPM 6.4%)으로 컨센서스 대비 매출액(1조 1,104억원)과, 영업이익(878억원) 모두 하회할 전망. 외형과 수익성 모두 완제기 믹스의 문제. 중요한 점은 1분기에 예정된 12~13대의 완제기 인도가 지연 없이 진행됐다는 부분. 이는 분기 실적 공백이 연간 추정치에 영향이 제한적임을 시사하기 때문. 고수익성의 KF-21 인도, FA-50 수출 사업 진행률 인식 등이 하반기에 쏠려 있는 것으로 파악. 1분기의 실적 공백만큼 3~4분기에 더해지는 조삼모사 트렌드 전망
- 안본 사이 더 좋아졌다:** 이란 사태 간 동사의 성장 가시성이 한층 높아진 것으로 판단. 1)KF-21 첫 수출(인니)이 상반기 내 성사될 전망. 16대 규모(약 3조원 추정)로 파악되며, 인도 스케줄에 따라 빠르면 28년 실적 추정치 상향 가능성 존재. 무엇보다, 공동 개발국의 도입 레퍼런스는 4.5세대 전투기 도입 논의 중인 국가에 매력적인 옵션 될 것. UAE의 라팔 F5 개발 프로그램 참여 철회 소식, 필리핀 KF-21 획득 위한 법 개정 추진 소식 등도 KF-21 수출 기대감을 부각시키는 요인. 또한, 2)미국 UJTS 사업의 공식 입찰 경쟁이 시작됐음. 1Q27 최종 사업자 선정 예정인 것으로 파악됨. 이란 사태에도 불구하고 사업이 스케줄대로 진행하는 점은 해군 고등훈련기 교체의 시급함을 의미한다고 판단. 이는 T-7(설계 결함 문제 지속) 대비 T-50 플랫폼(양산 운용 중)의 경쟁 우위 요인으로 작용할 전망
- 목표주가 236,000원으로 상향:** 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 236,000원으로 상향. 밸류에이션 산정 시점을 '28년으로 변경(기존 '27년). '28년 당기순이익 7,390억원에 글로벌 Peer의 26E~28E 평균 PER 31.2배 적용. 수주 잔고에 기반한 보수적인 추정치임에도 Peer 대비 높은 이익 성장세 예상. 또한 KF-21 수출, UJTS 사업 수주 등은 리레이팅 요인으로 부족함이 없다고 판단

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,634	3,696	5,734	6,795	7,710
매출액증가율	-4.8	1.7	55.1	18.5	13.5
영업이익	241	269	489	691	856
영업이익률	6.6	7.3	8.5	10.2	11.1
지배주주귀속순이익	172	186	347	543	733
지배주주 귀속 EPS	1,765	1,907	3,559	5,566	7,523
증가율	-23.2	8.0	86.6	56.4	35.2
PER	30.5	46.1	53.5	34.2	25.3
PBR	3.1	4.7	8.8	7.2	5.9
EV/EBITDA	18.0	28.3	34.5	24.7	19.6
ROA	2.3	2.0	2.9	3.8	4.6
ROE	10.4	10.5	17.6	23.2	25.6

자료: 유안타증권 리서치센터

1Q26E 실적 Preview

	1Q26E			
(십억원)	당사 추정치	컨센서스	차이(%)	YoY(%)
매출액	1,032.2	1,110.4	-7.0	47.6
영업이익	66.1	87.8	-24.7	41.2
OPM(%)	6.4	7.9	-1.5	-0.3

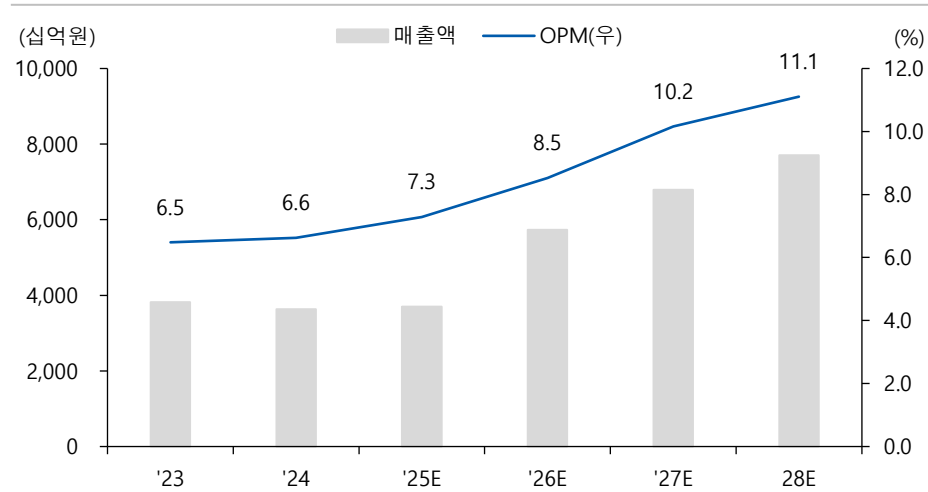
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 추정치 변경 내역

	변경 전			변경 후			차이(%)		
(십억원)	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
매출액	5,720.4	7,010.7	-	5,734.0	6,795.1	7,709.9	0.2	-3.1	-
영업이익	493.0	701.2	-	488.8	690.9	856.2	-0.9	-1.5	-
OPM(%)	8.6	10.0	-	8.5	10.2	11.1	-0.1	0.2	-

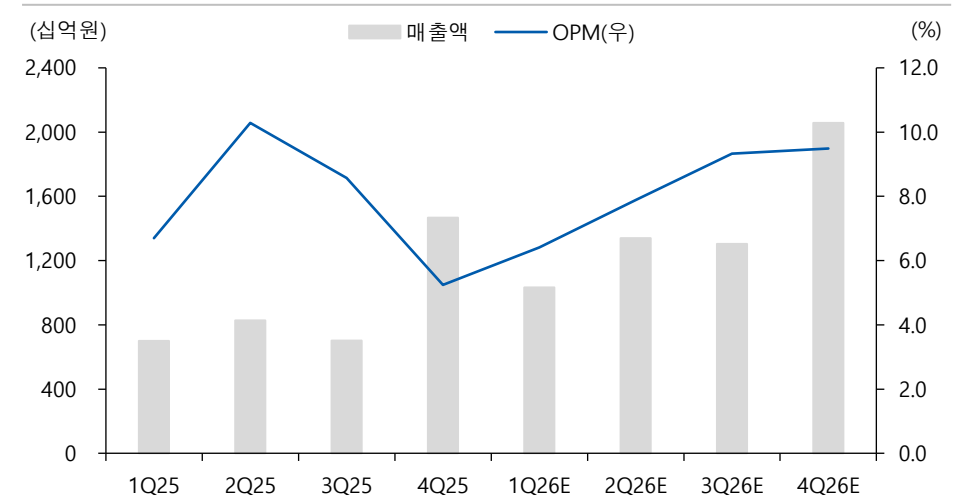
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

분기 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	'24	'25E	'26E	'27E
연결 매출액	699.3	828.3	702.1	1,466.7	1,032.2	1,340.7	1,304.7	2,056.5	3,633.7	3,696.4	5,734.0	6,795.1
YoY %	22.9	12.9	-30.3	-2.9	47.6	61.9	85.8	40.2	30.4	1.7	55.1	18.5
국내사업	330.5	371.8	282.3	755.4	625.0	839.5	661.7	1,116.3	2,136.3	1,739.9	3,242.4	3,663.1
완제기수출	171.1	227.3	162.0	365.0	191.5	228.4	332.4	606.3	640.3	925.4	1,358.6	1,803.7
기체부품	191.2	218.2	233.8	316.6	210.6	263.4	298.0	320.7	821.8	959.9	1,092.7	1,281.5
연결 영업이익	46.8	85.2	60.2	77.0	66.1	105.8	121.7	195.1	240.7	269.2	488.8	690.9
YoY %	141.3	915.7	-7.9	-50.1	41.2	24.1	102.3	153.5	70.0	11.8	81.6	41.4
OPM %	6.7	10.3	8.6	5.2	6.4	7.9	9.3	9.5	6.6	7.3	8.5	10.2

자료: 유안타증권 리서치센터

한국항공우주 밸류에이션 테이블

구분	내용	비고
당기순이익(십억원)	739	(a) 2028년 순이익
Target PER(배)	31.2	(b) 글로벌 Peer 26E~28E 평균 PER
기업가치(십억원)	23,037	(c)=(a)*(b)
주식수(천주)	97,475	(d)
주당가치(원)	236,341	(e)=(c)/(d)
목표주가(원)	236,000	
현재주가(원)	190,400	4월 8일 종가
상승여력(%)	23.9	

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer Valuation Table

국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		한국항공우주	한화에어로 스페이스	현대로템	LIG넥스원	RTX	Leonardo	Hindustan Aeronautics	Elbit Systems	GE Aerospace
시가총액		18.6	76.3	22.7	18.3	394.1	57.4	41.8	63.1	446.1
매출액	2025	3.7	26.7	5.8	4.3	126.0	31.3	5.1	11.3	65.2
	2026F	5.6	30.7	6.9	5.1	141.2	37.1	5.4	13.3	72.6
	2027F	6.6	34.1	8.5	6.0	150.7	40.4	6.5	14.6	80.2
	2028F	7.2	35.5	10.3	7.2	160.1	44.3	7.7	15.7	87.3
영업이익	2025	0.3	3.1	1.0	0.3	13.2	2.6	1.4	1.0	12.2
	2026F	0.5	4.4	1.3	0.5	18.5	3.5	1.3	1.3	15.6
	2027F	0.7	5.4	1.8	0.6	20.4	4.1	1.6	1.6	17.7
	2028F	1.4	6.1	2.3	0.8	22.1	4.8	1.9	1.8	19.7
순이익	2025	0.2	1.4	0.8	0.3	9.6	2.0	1.4	0.8	12.4
	2026F	0.4	2.3	1.0	0.4	14.0	2.3	1.4	1.1	11.8
	2027F	0.5	2.9	1.4	0.5	15.2	2.8	1.6	1.3	13.4
	2028F	1.5	3.5	1.8	0.7	16.6	3.3	1.8	1.4	15.1
PER	2025	59.9	33.4	26.8	36.6	29.2	23.2	33.4	49.2	48.8
	2026F	49.5	32.7	23.0	47.6	29.0	24.9	30.0	61.7	38.7
	2027F	35.6	26.0	16.2	34.8	26.2	20.7	26.5	52.2	33.5
	2028F	12.0	21.5	13.3	26.9	24.0	17.4	23.1	46.0	29.4
PBR	2025	6.1	5.1	6.7	6.5	3.8	3.0	8.0	6.5	17.3
	2026F	8.8	6.5	5.7	10.5	3.9	3.1	6.5	9.1	16.5
	2027F	7.3	5.3	4.3	8.4	3.8	2.9	5.6	8.0	15.9
	2028F	4.8	4.5	3.5	6.8	3.6	2.6	4.8	7.6	14.9
ROE	2025	10.5	19.1	30.1	19.2	10.7	13.2	26.1	14.4	45.8
	2026F	18.9	22.2	27.7	24.0	13.8	12.6	22.8	15.7	43.9
	2027F	23.0	22.8	29.8	27.1	14.1	13.9	22.2	16.5	48.1
	2028F	37.5	23.9	24.6	27.7	14.8	14.8	22.0	19.1	50.8
EV/EBITDA	2025	35.1	15.4	18.2	22.8	19.8	13.0	25.0	28.0	36.7
	2026F	32.7	16.9	16.1	30.9	20.3	12.8	22.4	39.5	30.0
	2027F	25.3	14.0	11.6	23.9	18.6	11.5	19.0	32.8	26.4
	2028F	10.2	12.6	9.7	17.9	17.1	10.1	16.2	27.9	23.7

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 / 단위: 조원, %, 배
 주: 1)국내 단위, 해외 단위 모두 조원으로 통일, 2)2026/04/08 종가기준

한국항공우주(047810) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,634	3,696	5,734	6,795	7,710
매출원가	3,152	3,088	4,764	5,515	6,179
매출총이익	481	608	970	1,281	1,530
판매비	241	339	481	590	674
영업이익	241	269	489	691	856
EBITDA	345	380	609	819	972
영업외손익	-44	-67	-88	-76	-31
외환관련손익	-4	4	3	1	0
이자손익	-23	-61	-90	-76	-30
관계기업관련손익	-2	-4	4	4	4
기타	-14	-6	-6	-6	-6
법인세비용차감전순손익	197	202	401	615	825
법인세비용	26	15	51	69	86
계속사업순손익	171	187	350	547	739
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	171	187	350	547	739
지배지분순이익	172	186	347	543	733
포괄순이익	156	175	337	534	726
지배지분포괄이익	157	173	334	529	719

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-728	-903	-32	1,149	1,380
당기순이익	171	187	350	547	739
감가상각비	82	93	103	112	99
외환손익	11	-4	-3	-1	0
충족,관계기업관련손익	2	4	-4	-4	-4
자산부채의 증감	-1,166	-1,315	-628	345	396
기타현금흐름	171	130	151	151	151
투자활동 현금흐름	-189	-186	-209	-201	-20
투자자산	-48	17	-12	-6	-5
유형자산 증가 (CAPEX)	-161	-129	-180	-180	0
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	20	-75	-17	-15	-15
재무활동 현금흐름	369	1,030	973	-8	-147
단기차입금	394	77	52	101	1
사채 및 장기차입금	42	1,032	1,000	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-49	-49	-49	-78	-117
기타현금흐름	-18	-31	-31	-31	-31
연결범위변동 등 기타	4	5	30	-68	-18
현금의 증감	-543	-54	762	872	1,195
기초 현금	658	115	61	823	1,695
기말 현금	115	61	823	1,695	2,890
NOPLAT	241	269	489	691	856
FCF	-889	-1,032	-212	969	1,380

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

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,439	7,595	10,414	12,062	13,992
현금및현금성자산	115	61	823	1,695	2,890
매출채권 및 기타채권	428	750	914	1,083	1,229
재고자산	2,359	3,637	5,442	6,349	7,204
비유동자산	2,587	2,775	2,846	2,904	2,793
유형자산	913	994	1,071	1,139	1,040
관계기업등 지분관련자산	15	10	16	19	21
기타투자자산	89	104	110	113	116
자산총계	8,026	10,370	13,260	14,965	16,785
유동부채	4,915	6,351	7,535	8,567	9,590
매입채무 및 기타채무	982	1,029	1,597	1,892	2,147
단기차입금	414	493	543	643	643
유동성장기부채	29	324	324	324	324
비유동부채	1,384	2,122	3,540	3,757	3,945
장기차입금	43	64	64	64	64
사채	549	1,266	2,266	2,266	2,266
부채총계	6,298	8,473	11,075	12,324	13,534
자배지분	1,706	1,830	2,116	2,568	3,171
자본금	487	487	487	487	487
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	1,111	1,235	1,534	1,998	2,614
비지배지분	21	67	70	74	80
자본총계	1,727	1,897	2,186	2,642	3,251
순차입금	923	2,116	2,403	1,630	434
총차입금	1,075	2,184	3,236	3,337	3,338

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	1,765	1,907	3,559	5,566	7,523
BPS	17,500	18,776	21,706	26,342	32,535
EBITDAPS	3,535	3,901	6,249	8,407	9,972
SPS	37,279	37,921	58,826	69,711	79,096
DPS	500	500	800	1,200	1,200
PER	30.5	46.1	53.5	34.2	25.3
PBR	3.1	4.7	8.8	7.2	5.9
EV/EBITDA	18.0	28.3	34.5	24.7	19.6
PSR	1.4	2.3	3.2	2.7	2.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	-4.9	1.7	55.1	18.5	13.5
영업이익 증가율 (%)	-2.7	11.8	81.6	41.4	23.9
지배순이익 증가율 (%)	-23.2	8.0	86.6	56.4	35.2
매출총이익률 (%)	13.3	16.5	16.9	18.8	19.8
영업이익률 (%)	6.6	7.3	8.5	10.2	11.1
지배순이익률 (%)	4.7	5.0	6.1	8.0	9.5
EBITDA 마진 (%)	9.5	10.3	10.6	12.1	12.6
ROIC	10.2	7.7	9.7	12.6	16.7
ROA	2.3	2.0	2.9	3.8	4.6
ROE	10.4	10.5	17.6	23.2	25.6
부채비율 (%)	364.7	446.6	506.7	466.5	416.3
순차입금/자기자본 (%)	54.1	115.6	113.6	63.5	13.7
영업이익/금융비용 (배)	7.2	4.1	4.4	5.2	6.3

한화에어로스페이스 (012450): 1Q26 Preview, 실적 공백은 매수 기회

방산



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

투자 의견	BUY (M)
목표주가	1,820,000원 (U)
현재주가 (4/8)	1,484,000원
상승여력	23%

시가총액	765,201억원		
총발행주식수	51,563,401주		
60일 평균 거래대금	4,036억원		
60일 평균 거래량	305,041주		
52주 고	1,537,000원		
52주 저	680,432원		
외인지분율	45.41%		
주요주주	한화 외 6 인 35.78%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.2	36.1	115.9
상대	(4.7)	5.5	(14.2)
절대(달러환산)	0.6	34.3	116.3

• **1Q26E 실적 컨센서스 대비 하회:** 한화에어로스페이스의 1Q26E 연결기준 실적은 매출액 6조 271억원(YoY +9.9%), 영업이익 5,529억원(YoY -1.4%, OPM 9.2%)으로 컨센서스 대비 매출액과 영업이익 모두 컨센서스 하회 전망. 실적 부진은 계절성에 기인. 올해는 전년대비 뚜렷한 상회하고 전망. 지상방산 부문 매출액 1조 3,654억원(YoY +18.0%), 영업이익 2,607억원(YoY -13.6%, OPM 19.1%)을 예상. 1)1분기는 저마진 개발 사업 비중이 높고, 2)하반기에 집중된 양산 인도 스케줄에 대비한 생산 비용 증가 예상. 한편, 올해 예정된 폴란드형 플랫폼 인도 대수는 전년대비 감소하겠으나, 1)폴란드형 미사일 등 부속품 납품(천무 EC1 총 계약 규모 5조원, 잔여 3.3조원, 남은 기간 2년) 증가와 2)이집트('26E 약 1조원), 호주 K9 양산 시작에 따른 견조한 성장세 예상. 이에 '26E 지상방산 영업이익 +30.3%(YoY) 추정

• **천무는 왕이 될 상이다:** 천무가 K9에 이어 차세대 스테디셀러로 도약 중. 연초부터 노르웨이 천무 1.3조원, 폴란드 천무 EC3 초도 계약 2.4조원 등 총 3.7조원 확보. 두 사업은 규모보다 이후의 확장성을 주목할 필요. 1)노르웨이도 폴란드, 에스토니아에 이어 K9+천무 채택. 이는 기존 K9 운용국(핀란드, 루마니아) 확장성을 기대하게 되는 부분. 2)폴란드 천무 EC3는 전량 현지 생산 미사일로 구성. 최근 외신에서 폴란드의 486대 HIMARS 도입이 무산될 위기라는 소식 보도. 쟁점은 GMLS 미사일 현지 생산 승인 지연. 유럽 내 HIMARS의 대체제로 천무가 가장 매력적인 옵션으로 부상. **폴란드 계약 대체만 가정해도 20조원 이상 규모.** 한편, 프랑스도 천무 도입을 논의 중인 것으로 파악. 이 밖에도, 스페인 K9, 루마니아 레드백(2Q26), 미국 K9(7월 숏리스트), 사우디 MNG(2H26, 이란사태에 따른 지연), 폴란드 K9 EC3(연말) 등 연중 수주 모멘텀 확대 전망. 스페인 사업은 제너럴다이내믹스의 소송에도 정부가 강행 중인 것으로 파악. 해당 사업을 수주한 스페인 인드라 사는 **1.3억 유로의 투자 발표와 동시에 동사와 MOU를 체결하며 수주 불확실성 해소**

• **목표주가 1,820,000원으로 상향:** 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 1,820,000원으로 상향. 목표주가는 SOTP 방식으로 산정. 밸류에이션 산정 시점을 '28년으로 연장. 지역별 다변화된 성장 잠재력과 수주 잔고 기반의 안정적인 실적 성장세를 반영. 상반기 실적 공백은 매수 기회라고 판단

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	11,240	26,703	30,873	35,812	40,336
매출액증가율	42.5	137.6	15.6	16.0	12.6
영업이익	1,732	3,089	4,289	5,496	6,976
영업이익률	15.4	11.6	13.9	15.3	17.3
지배주주귀속이익	2,299	1,405	2,152	2,908	3,617
지배주주 귀속 EPS	46,183	28,573	41,740	56,400	70,153
증가율	190.7	-38.1	46.1	35.1	24.4
PER	5.5	28.4	35.6	26.3	21.2
PBR	2.4	4.3	6.6	5.4	4.3
EV/EBITDA	12.8	13.1	17.3	14.0	11.4
ROA	7.3	2.9	3.7	4.5	4.9
ROE	53.9	19.1	20.2	22.5	22.7

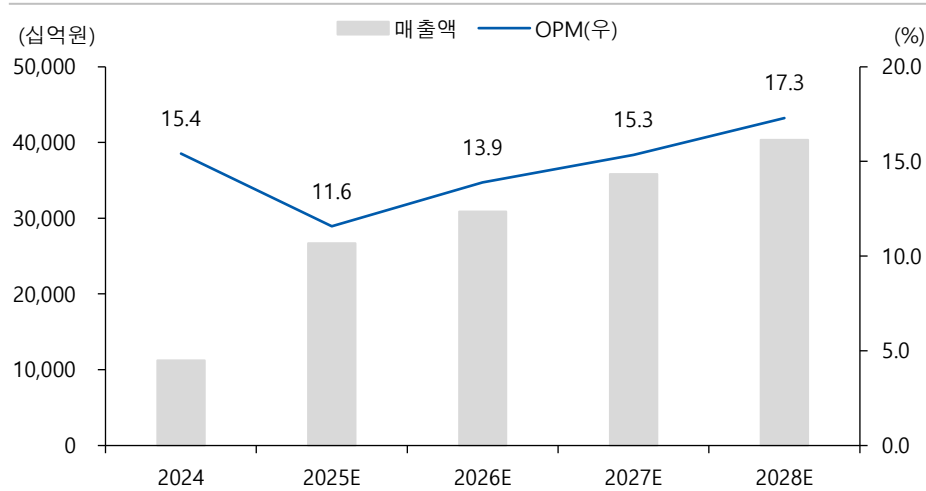
자료: 유안타증권 리서치센터

1Q26E 실적 Preview

	1Q26E			
(십억원)	당사 추정치	컨센서스	차이(%)	YoY(%)
매출액	6,173.1	6,349.9	-2.8	12.6
영업이익	646.1	825.9	-21.8	15.2
OPM(%)	10.5	13.0	-2.5	0.2

자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 추이 및 전망



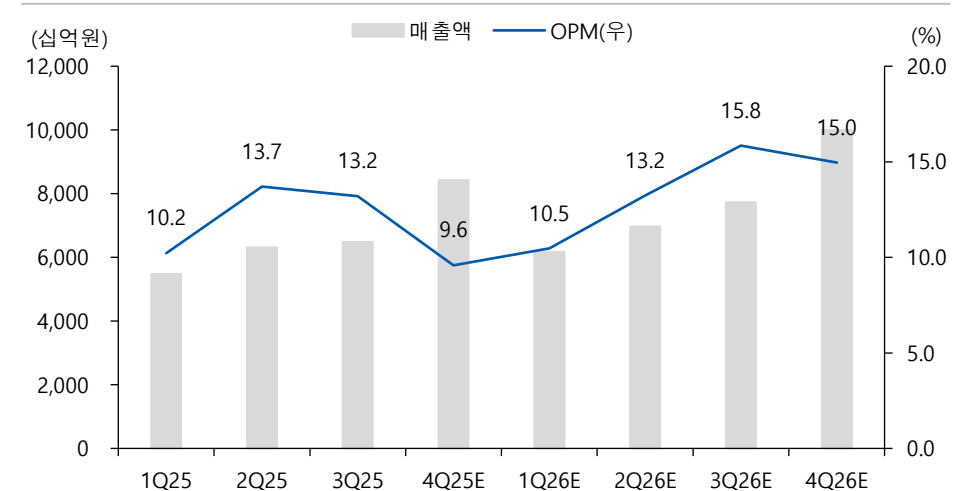
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 추정치 변경 내역

	변경 전			변경 후			차이(%)		
(십억원)	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
연결 매출액	28,719.1	34,847.6	-	30,873.1	35,811.9	40,336.2	7.5	2.8	-
YoY %	6.6	21.3	-	15.6	16.0	12.6			-
항공우주	2,684.4	2,952.2	-	3,241.8	3,736.1	4,105.3	20.8	26.6	-
지상방산	10,779.9	13,005.6	-	9,995.7	11,923.3	13,580.0	-7.3	-8.3	-
한화시스템	4,272.7	4,335.0	-	4,376.6	5,146.2	5,666.1	2.4	18.7	-
한화오션	13,745.7	15,648.4	-	13,722.1	15,528.8	17,580.4	-0.2	-0.8	-
세트렉아이	236.3	283.5	-	236.3	283.5	311.9			-
연결 영업이익	4,026.0	5,458.5	-	4,289.1	5,495.8	6,976.2	6.5	0.7	-
YoY %	18.4	35.6	-	38.8	28.1	26.9			-
OPM %	14.0	15.7	-	13.9	15.3	17.3	-0.1	-0.3	-

자료: 유안타증권 리서치센터

분기 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	'25	'26E	'27E	'28E
연결 매출액	5,484.2	6,311.0	6,486.5	8,421.2	6,173.1	6,969.1	7,733.1	9,997.7	26,702.9	30,873.1	35,811.9	40,336.2
YoY %	278.4	170.3	146.5	74.5	12.6	10.4	19.2	18.7	137.6	15.6	16.0	12.6
항공우주	530.9	648.9	604.0	729.3	749.3	794.8	755.7	941.9	2,513.1	3,241.8	3,736.1	4,105.3
지상방산	1,157.5	1,773.2	2,109.8	3,092.6	1,365.4	1,881.6	2,708.8	4,039.9	8,133.1	9,995.7	11,923.3	13,580.0
한화시스템	690.1	768.2	807.7	1,398.1	806.3	974.1	1,060.1	1,536.1	3,664.1	4,376.6	5,146.2	5,666.1
한화오션	3,143.1	3,294.1	3,023.4	3,323.0	3,302.0	3,478.3	3,349.9	3,591.9	12,783.6	13,722.1	15,528.8	17,580.4
세트렉아이	40.0	44.5	50.4	72.0	47.2	64.5	53.7	70.8	206.9	236.3	283.5	311.9
연결 영업이익	560.8	864.4	856.4	807.6	646.1	922.5	1,225.0	1,495.6	3,089.2	4,289.1	5,495.8	6,976.2
YoY %	3,060.1	156.3	79.5	- 10.2	15.2	6.7	43.0	85.2	78.4	38.8	28.1	26.9
OPM %	10.2	13.7	13.2	9.6	10.5	13.2	15.8	15.0	11.6	13.9	15.3	17.3

자료: 유안타증권 리서치센터

지상방산 부문 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	'25	'26E	'27E	'28E
매출액	1,157.5	1,773.2	2,109.8	3,092.6	1,365.4	1,881.6	2,708.8	4,039.9	8,133.1	9,995.7	11,923.3	13,580.0
영업이익	301.9	522.5	572.6	616.0	260.7	452.1	765.1	1,145.5	2,013.0	2,623.4	3,365.5	3,930.1
OPM %	26.1	29.5	27.1	19.9	19.1	24.0	28.2	28.4	24.8	26.2	28.2	28.9

자료: 유안타증권 리서치센터

한화에어로스페이스 밸류에이션 테이블

영업가치	구분	산정가치	비고			
지상방산/항공우주	NOPLAT	2,856	(a)	26E~28E 평균, 법인세율 20% 적용		
	적용 멀티플	28.8	(b)	글로벌 Peer 26E~28E 평균 EV/NOPLAT		
	적용 가치(십억원)	82,241	(c)=(a)*(b)			
비영업가치	주요 상장 회사	전체 시가총액	지분율	할인율(%)	적용 가치	비고
	한화오션	39,129	30.4	50	5,948	4월 8일 증가
	한화시스템	24,673	46.7	50	5,761	4월 8일 증가
	씨트렉아이	1,8833	33.6	50	317	4월 8일 증가
	소계	12,025	(d)	자회사 적용 가치 합산		
	구분	산정가치	비고			
	합계(십억원)	94,266	(e)=(c)+(d)			
	순차입금(b)	607	(f)	별도 기준 순차입금		
	적정 시가총액	93,659	(h)=(e)-(f)			
	발행주식 수	51,448,788		자사주 제외(114,613주)		
	적정 주가(원)	1,820,430		1000원 단위 미만 절삭		
목표 주가(원)	1,820,000					
현재 주가(원)	1,484,000		4월 8일 증가			
상승 여력(%)	22.6					

자료: 유안타증권 리서치센터

지상방산 주요 수출 파이프라인(~2031E)

	국가	규모 (십억원)	대수	25E	26E	27E	28E	29E	30E	31E
K9	호주	794	30		양산					
	이집트	1,995	200		양산					
	폴란드 1차	3,204	212							
	폴란드 2차	3,448	152				양산			
	루마니아	1,383	54			양산				
	인도	371	100							
	베트남	352	25							
	폴란드 차체	403								
천무	폴란드 1차	5,048	218							
	폴란드 2차	2,253	72							
	폴란드 3차	5,600								
	노르웨이	1,316	16			양산				
	에스토니아	437	6				양산			
	사우디	402								
레드백	호주	3,165	129			양산				
천공-II	UAE 발사대	389		양산						
	사우디 발사대	628			양산					
	이라크	388				양산				
	사우디 구성품	318								

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer Valuation Table

국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		한화에어로 스페이스	한국항공우주	현대로템	LIG넥스원	Lockheed martin	BAE Systems	Rheinmetall	GE Aerospace	Elbit Systems
시가총액		76.3	18.6	22.7	18.3	214.0	136.2	126.2	446.1	63.1
매출액	2025	26.7	3.7	5.8	4.3	106.7	53.1	16.0	65.2	11.3
	2026F	30.7	5.6	6.9	5.1	119.3	66.9	25.4	72.6	13.3
	2027F	34.1	6.6	8.5	6.0	125.4	72.1	34.4	80.2	14.6
	2028F	35.5	7.2	10.3	7.2	131.4	77.5	45.9	87.3	15.7
영업이익	2025	3.1	0.3	1.0	0.3	11.0	5.5	2.6	12.2	1.0
	2026F	4.4	0.5	1.3	0.5	14.5	7.2	4.7	15.6	1.3
	2027F	5.4	0.7	1.8	0.6	15.2	8.0	6.8	17.7	1.6
	2028F	6.1	1.4	2.3	0.8	16.0	8.8	9.3	19.7	1.8
순이익	2025	1.4	0.2	0.8	0.3	7.1	3.9	1.1	12.4	0.8
	2026F	2.3	0.4	1.0	0.4	10.4	5.0	3.0	11.8	1.1
	2027F	2.9	0.5	1.4	0.5	11.0	5.7	4.5	13.4	1.3
	2028F	3.5	1.5	1.8	0.7	11.6	6.2	6.2	15.1	1.4
PER	2025	33.4	59.9	26.8	36.6	29.5	24.9	68.1	48.8	49.2
	2026F	32.7	49.5	23.0	47.6	21.1	27.3	40.4	38.7	61.6
	2027F	26.0	35.6	16.2	34.8	19.6	24.0	27.4	33.5	52.2
	2028F	21.5	12.0	13.3	26.9	18.4	21.5	20.2	29.4	46.0
PBR	2025	5.1	6.1	6.7	6.5	16.5	4.4	14.3	17.3	6.5
	2026F	6.5	8.8	5.7	10.5	16.0	5.5	11.2	16.5	9.1
	2027F	5.3	7.3	4.3	8.4	14.3	5.1	8.6	15.9	8.0
	2028F	4.5	4.8	3.5	6.8	10.7	4.6	6.6	14.9	7.6
ROE	2025	19.1	10.5	30.1	19.2	76.9	17.6	15.4	45.8	14.4
	2026F	22.2	18.9	27.7	24.0	84.4	19.5	29.5	43.9	15.7
	2027F	22.8	23.0	29.8	27.1	72.3	20.7	33.7	48.1	16.5
	2028F	23.9	37.5	24.6	27.7	68.2	21.6	36.6	50.8	19.1
EV/EBITDA	2025	15.4	35.1	18.2	22.8	13.4	13.9	33.5	36.7	28.0
	2026F	16.9	32.7	16.1	30.9	14.4	16.1	22.3	30.0	39.5
	2027F	14.0	25.3	11.6	23.9	13.7	14.7	15.5	26.4	32.8
	2028F	12.6	10.2	9.7	17.9	13.1	13.4	11.5	23.7	27.9

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 / 단위: 조원, %, 배
 주: 1) 국내 단위, 해외 단위 모두 조원으로 통일, 2) 2026/04/08 종가기준

한화에어로스페이스(012450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	11,240	26,703	30,873	35,812	40,336	
매출원가	8,370	21,252	23,652	26,796	29,282	
매출총이익	2,870	5,450	7,221	9,016	11,054	
판매비	1,138	2,361	2,932	3,520	4,078	
영업이익	1,732	3,089	4,289	5,496	6,976	
EBITDA	2,063	3,962	5,159	6,393	7,907	
영업외손익	916	-879	-312	-204	-162	
외환관련손익	92	-66	-59	-62	-65	
이자손익	-173	-267	-210	-183	-138	
관계기업관련손익	105	-83	83	83	83	
기타	890	-464	-126	-41	-41	
법인세비용차감전순손익	2,647	2,210	3,977	5,292	6,815	
법인세비용	136	8	604	734	1,145	
계속사업순손익	2,511	2,202	3,373	4,558	5,669	
중단사업순손익	29	0	0	0	0	
당기순이익	2,540	2,202	3,373	4,558	5,669	
지배지분순이익	2,299	1,405	2,152	2,908	3,617	
포괄순이익	2,598	2,306	3,477	4,662	5,773	
지배지분포괄이익	2,376	1,437	2,167	2,906	3,598	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	1,393	4,050	1,980	3,464	3,941	
당기순이익	2,540	2,202	3,373	4,558	5,669	
감가상각비	259	495	531	593	657	
외환손익	-11	9	59	62	65	
충속, 관계기업관련손익	-105	83	-83	-83	-83	
자산부채의 증감	-903	571	-1,860	-1,593	-2,266	
기타현금흐름	-386	690	-41	-73	-102	
투자활동 현금흐름	-1,367	-4,021	-1,315	-1,747	-1,906	
투자자산	-602	-2,027	-240	-410	-375	
유형자산 증가 (CAPEX)	-578	-1,711	-889	-1,210	-1,300	
유형자산 감소	2	19	0	0	0	
기타현금흐름	-189	-302	-186	-127	-230	
재무활동 현금흐름	1,066	4,682	1,287	543	388	
단기차입금	4,150	-34	381	-114	-267	
사채 및 장기차입금	2,778	1,853	1,000	1,200	1,200	
자본	-10	3,428	0	0	0	
현금배당	-120	-195	-360	-360	-360	
기타현금흐름	-5,732	-369	267	-184	-186	
연결범위변동 등 기타	70	35	-58	-44	-65	
현금의 증감	1,161	4,746	1,894	2,216	2,358	
기초 현금	1,806	2,968	7,713	9,607	11,824	
기말 현금	2,968	7,713	9,607	11,824	14,181	
NOPLAT	1,732	3,089	4,289	5,496	6,976	
FCF	815	2,339	1,091	2,254	2,641	

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

자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	22,982	30,705	37,738	45,196	54,555	
현금및현금성자산	2,968	7,713	9,607	11,824	14,181	
매출채권 및 기타채권	3,365	3,448	3,661	3,892	4,383	
채고자산	6,404	7,742	9,290	11,148	13,378	
비유동자산	20,580	23,248	23,507	24,229	24,974	
유형자산	8,386	9,524	9,883	10,500	11,143	
관계기업등 지분관련자산	966	2,190	2,409	2,795	3,148	
기타투자자산	1,454	1,958	1,979	2,003	2,026	
자산총계	43,562	53,954	61,245	69,425	79,529	
유동부채	25,516	29,976	32,976	35,454	38,726	
매입채무 및 기타채무	4,270	6,041	6,985	8,102	9,125	
단기차입금	5,153	5,371	5,721	5,571	5,271	
유동성장기부채	965	1,611	1,611	1,611	1,611	
비유동부채	6,554	7,189	8,363	9,764	11,183	
장기차입금	2,458	3,114	3,114	3,114	3,114	
사채	1,707	2,298	3,298	4,498	5,698	
부채총계	32,070	37,165	41,339	45,218	49,909	
자배지분	4,995	9,685	11,581	14,233	17,594	
자본금	240	270	270	270	270	
자본잉여금	207	3,604	3,604	3,604	3,604	
이익잉여금	4,747	5,983	7,775	10,323	13,580	
비지배지분	6,497	7,103	8,324	9,974	12,026	
자본총계	11,492	16,788	19,905	24,207	29,620	
순차입금	7,505	4,717	4,174	3,075	1,577	
총차입금	11,190	13,010	14,391	15,477	16,410	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	46,183	28,573	41,740	56,400	70,153	
BPS	108,088	188,251	225,097	276,643	341,973	
EBITDAPS	41,440	80,579	100,058	123,990	153,348	
SPS	225,800	543,072	598,741	694,521	782,263	
DPS	3,443	7,000	7,000	7,000	7,000	
PER	5.5	28.4	35.6	26.3	21.2	
PBR	2.4	4.3	6.6	5.4	4.3	
EV/EBITDA	12.8	13.1	17.3	14.0	11.4	
PSR	1.1	1.5	2.5	2.1	1.9	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	42.5	137.6	15.6	16.0	12.6	
영업이익 증가율 (%)	191.4	78.4	38.8	28.1	26.9	
지배순이익 증가율 (%)	181.2	-38.9	53.2	35.1	24.4	
매출총이익률 (%)	25.5	20.4	23.4	25.2	27.4	
영업이익률 (%)	15.4	11.6	13.9	15.3	17.3	
지배순이익률 (%)	20.5	5.3	7.0	8.1	9.0	
EBITDA 마진 (%)	18.4	14.8	16.7	17.9	19.6	
ROIC	16.5	18.6	20.4	23.0	24.2	
ROA	7.3	2.9	3.7	4.5	4.9	
ROE	53.9	19.1	20.2	22.5	22.7	
부채비율 (%)	279.1	221.4	207.7	186.8	168.5	
순차입금/자기자본 (%)	150.3	48.7	36.0	21.6	9.0	
영업이익/금융비용 (배)	7.1	6.3	7.7	9.1	10.8	

현대로템 (064350): 1Q26 Preview, 2가지 체크포인트

방산



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	300,000원 (M)
현재주가 (4/8)	206,500원
상승여력	45%

시가총액	225,379억원		
총발행주식수	109,142,293주		
60일 평균 거래대금	2,089억원		
60일 평균 거래량	977,750주		
52주 고	249,000원		
52주 저	91,600원		
외인지분율	34.45%		
주요주주	현대자동차 외 2 인 33.77%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.4)	(2.1)	125.4
상대	(15.7)	(24.1)	(10.4)
절대(달러환산)	(11.0)	(3.5)	125.8

- **1Q26E 컨센서스 대비 매출액과 영업이익의 모두 부합:** 현대로템의 1Q26E 연결기준 실적은 매출액 1조 3,870억원(YoY +17.9%), 영업이익 2,283억원(YoY +12.5%, OPM 16.5%)으로 컨센서스 대비 매출액(1조 4,033억원)과 영업이익(2,217억원)은 부합할 전망. 올해는 디펜스솔루션 부문의 수출 매출 중심이 폴란드 EC1에서 EC2로 넘어가는 구간이며, 국내 K2 4차 양산 사업(연 50대 규모)이 시작되는 해. 기존 EC2 GF물량 인도 스케줄('26년 31대, '27년 85대)과 무관하게 생산 연속성을 확보하는 것으로 파악. 또한 '27년 말 종료 예정인 EC1 잔여 금액 5,000억원 중 일부가 반영될 예정. 이에 수출 매출 성장 지속이 예상되나, 국내 매출 확대에 따라 이익률은 전년대비 하락할 전망
- **실적 발표 체크포인트 1)EC2 이익률:** 다가오는 실적 발표에서 EC2의 생애주기 이익 톤을 확인할 필요. 앞선 4Q25 실적발표에서 EC2의 이익률이 생애주기 전체에서 매우 낮은 기울기의 우상향 나타낼 것을 예고. 당사는 EC1의 생애주기 전체 OPM을 약 31%로 추정('22~'25년 내수 OPM 10%, '25년 EC2 OPM 30% 가정 시). EC2는 EC1과 달리 PL 버전 개발과 현지 생산이 포함됐으나, PL 물량과 계열 전차 등의 높은 ASP에 따라 EC1과 유사한 이익률 예상. 당사의 '26년 디펜스솔루션 부문 OPM은 내수 10%, 수출 32.5% 추정
- **실적 발표 체크포인트 2)수주 가시성:** 연중 루마니아(1H26), 페루(8월 이후), 이라크(2H26) 등 약 20조원 규모의 수주 가시성 높은 사업 존재. 신규 수주 흐름에 맞춰 동사 및 협력사들은 2배 증설 추진 중. 1)조기 수주 시, 진행률 매출 인식에 따라 '26~'27년 추정치 상향 가능성 존재하나, 2)연내 수주 불발 시 '27년 생산라인 공백 가능성 역시 상존. PL버전은 '28년 개발 완료 후 하반기 인도 예정되어 있기 때문
- **투자의견 Buy, 목표주가 300,000원 유지:** 실적, 수주 여러모로 쉽지 않을 한 해가 될 전망. 이란 사태로 인해 전차에 대한 관심이 옮겨갔으나, 러·우 전쟁 불씨도 간과할 수 없는 부분. 기존의 사우디, 폴란드 잔여 사업 외에도 모로코 등의 신규 국가의 전차 도입 가능성 제기. 1)이란 사태에 따른 주가 상승폭이 제한적이었고, 2)방산 4사 중 높은 밸류 매력 보유('26E PER 24배, '27E PER 18배). 투자의견과 목표주가 유지

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	4,377	5,839	6,883	8,071	9,059
매출액증가율	22.0	33.4	17.9	17.3	12.2
영업이익	457	1,006	1,127	1,490	1,896
영업이익률	10.4	17.2	16.4	18.5	20.9
지배주주귀속순이익	407	770	932	1,217	1,559
지배주주 귀속 EPS	3,728	7,055	8,539	11,155	14,284
증가율	152.7	89.2	21.0	30.6	28.1
PER	11.7	21.9	24.2	18.5	14.5
PBR	2.3	5.5	5.3	3.9	3.0
EV/EBITDA	8.6	14.7	17.2	12.8	9.6
ROA	7.7	10.5	8.9	9.4	9.9
ROE	21.8	30.1	25.4	24.5	23.6

자료: 유안타증권 리서치센터

1Q26E 실적 Preview

	1Q26E			
(십억원)	당사 추정치	컨센서스	차이(%)	YoY(%)
매출액	1,387.0	1,403.3	1.2	17.9
영업이익	228.3	221.7	-2.9	12.5
OPM(%)	16.5	15.8	-0.7	-0.8

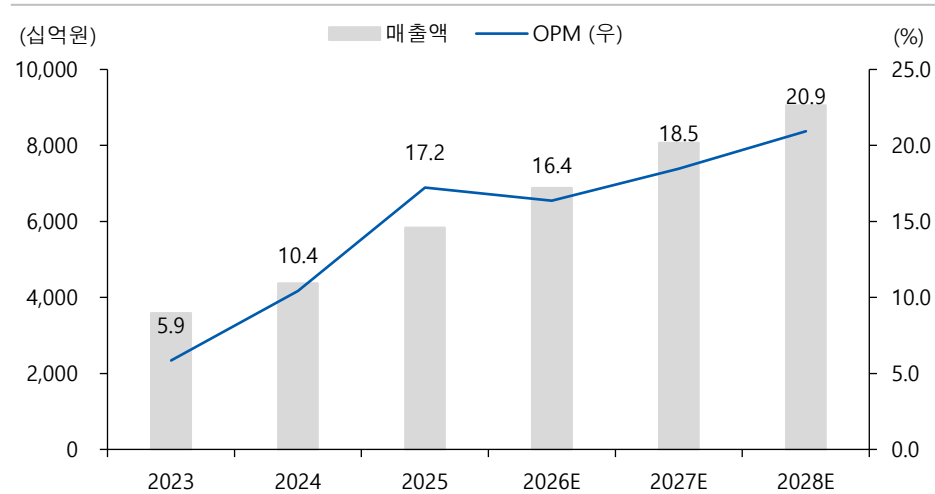
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 추정치 변경 내역

	변경 전			변경 후			차이(%)		
(십억원)	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
매출액	7,112.2	8,486.8	-	6,882.9	8,071.4	9,058.6	-3.2	-4.9	-
영업이익	1,288.6	1,723.9	-	1,126.8	1,491.0	1,895.7	-12.6	-13.5	-
OPM(%)	18.1	20.3	-	16.4	18.5	20.9	-1.7	-1.8	-

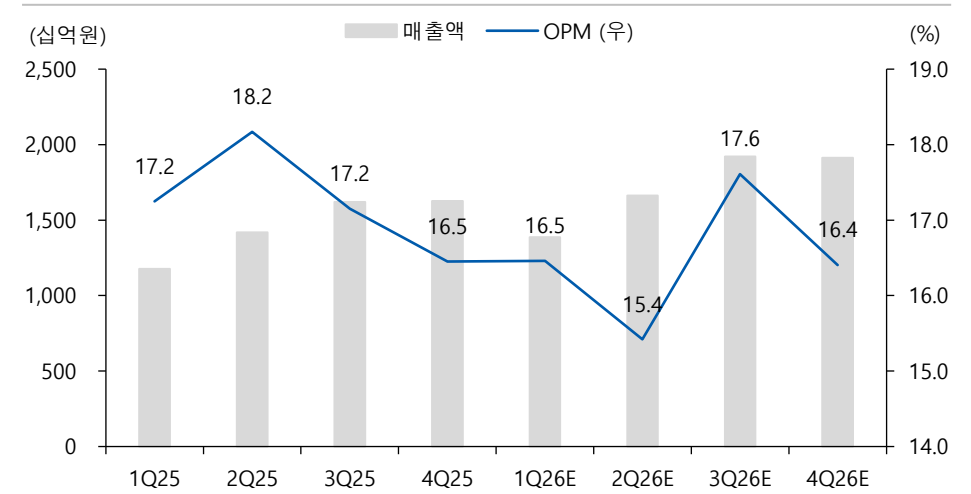
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

분기 실적 추이 및 전망



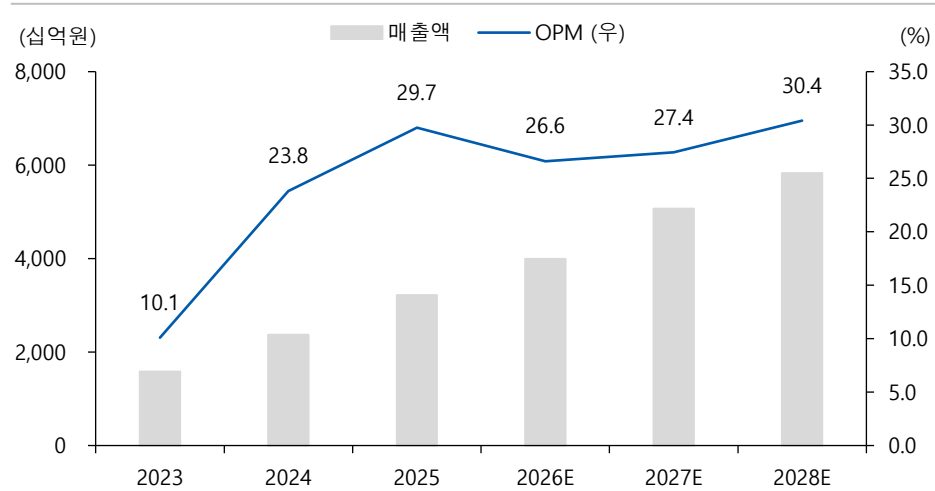
자료: 유안타증권 리서치센터

실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	'24	'25E	'26E	'27E
매출액	1,176.1	1,417.6	1,619.6	1,625.7	1,387.0	1,662.1	1,921.1	1,912.6	4,376.6	5,839.0	6,882.9	8,071.4
YoY %	57.3	29.5	48.1	12.8	17.9	17.2	18.6	17.7	35.9	24.1	27.1	14.9
디펜스솔루션	658.0	761.3	936.1	859.9	814.9	938.5	1,167.0	1,068.5	2,365.2	3,215.3	3,988.8	5,069.3
레일솔루션	402.5	527.4	540.6	619.2	439.2	575.4	589.8	675.5	1,495.6	2,089.6	2,279.8	2,462.2
에코플랜트	115.7	128.9	142.9	146.6	133.0	148.3	164.3	168.6	515.8	534.1	614.2	540.0
영업이익	202.9	257.6	277.8	267.5	228.3	256.3	338.3	313.8	456.6	1,005.6	1,126.8	1,491.0
YoY %	354.0	128.4	102.1	65.4	12.5	-0.5	21.8	17.3	117.4	120.3	12.0	32.3
OPM %	17.2	18.2	17.2	16.5	16.5	15.4	17.6	16.4	10.4	17.2	16.4	18.5

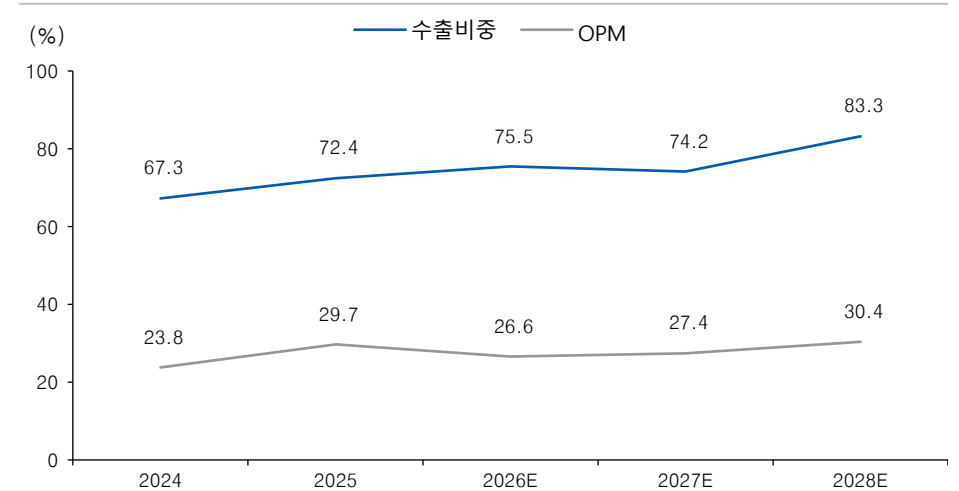
자료: 유안타증권 리서치센터

디펜스솔루션 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

디펜스솔루션 수출 비중 및 영업이익률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

Peer Valuation Table

국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

		현대로템	한화에어로 스페이스	한국항공우주	LIG넥스원	Rheinmetall	BAE Systems	General Dynamics
시가총액		22.7	76.3	18.6	18.3	126.2	136.2	139.6
매출액	2025	5.8	26.7	3.7	4.3	16.0	53.1	74.7
	2026F	6.9	30.7	5.6	5.1	25.4	66.9	82.4
	2027F	8.5	34.1	6.6	6.0	34.4	72.1	86.0
	2028F	10.3	35.5	7.2	7.2	45.9	77.5	89.9
영업이익	2025	1.0	3.1	0.3	0.3	2.6	5.5	7.6
	2026F	1.3	4.4	0.5	0.5	4.7	7.2	8.5
	2027F	1.8	5.4	0.7	0.6	6.8	8.0	9.3
	2028F	2.3	6.1	1.4	0.8	9.3	8.8	10.0
순이익	2025	0.8	1.4	0.2	0.3	1.1	3.9	6.0
	2026F	1.0	2.3	0.4	0.4	3.0	5.0	6.7
	2027F	1.4	2.9	0.5	0.5	4.5	5.7	7.4
	2028F	1.8	3.5	1.5	0.7	6.2	6.2	7.9
PER	2025	26.8	33.4	59.9	36.6	68.1	24.9	21.8
	2026F	23.0	32.7	49.5	47.6	40.4	27.3	21.4
	2027F	16.2	26.0	35.6	34.8	27.4	24.0	19.5
	2028F	13.3	21.5	12.0	26.9	20.2	21.5	17.9
PBR	2025	6.7	5.1	6.1	6.5	14.3	4.4	3.6
	2026F	5.7	6.5	8.8	10.5	11.2	5.5	3.4
	2027F	4.3	5.3	7.3	8.4	8.6	5.1	3.2
	2028F	3.5	4.5	4.8	6.8	6.6	4.6	3.0
ROE	2025	30.1	19.1	10.5	19.2	15.4	17.6	17.7
	2026F	27.7	22.2	18.9	24.0	29.5	19.5	16.7
	2027F	29.8	22.8	23.0	27.1	33.7	20.7	17.2
	2028F	24.6	23.9	37.5	27.7	36.6	21.6	17.5
EV/EBITDA	2025	18.2	15.4	35.1	22.8	33.5	13.9	14.9
	2026F	16.1	16.9	32.7	30.9	22.3	16.1	15.1
	2027F	11.6	14.0	25.3	23.9	15.5	14.7	13.9
	2028F	9.7	12.6	10.2	17.9	11.5	13.4	13.0

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 / 단위: 조원, %, 배
 주: 1)국내 단위, 해외 단위 모두 조원으로 통일, 2)2026/04/08 종가기준

현대로템(064350) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	4,377	5,839	6,883	8,071	9,059	
매출원가	3,548	4,447	5,309	6,064	6,588	
매출총이익	829	1,392	1,574	2,007	2,471	
판매비	372	386	447	517	575	
영업이익	457	1,006	1,127	1,490	1,896	
EBITDA	504	1,065	1,192	1,548	1,947	
영업외손익	53	-1	25	51	81	
외환관련손익	18	19	19	19	19	
이자손익	11	25	51	77	107	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	24	-45	-45	-45	-45	
법인세비용차감전순손익	510	1,004	1,152	1,541	1,977	
법인세비용	104	234	219	322	417	
계속사업순손익	405	770	933	1,218	1,560	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	405	770	933	1,218	1,560	
지배지분순이익	407	770	932	1,217	1,559	
포괄순이익	373	1,075	1,237	1,523	1,864	
지배지분포괄이익	376	1,077	1,239	1,525	1,868	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	142	904	1,239	1,180	1,485	
당기순이익	405	770	933	1,218	1,560	
감가상각비	33	40	48	43	39	
외환손익	2	-20	-19	-19	-19	
충속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-541	-120	140	-198	-228	
기타현금흐름	244	234	138	135	133	
투자활동 현금흐름	233	-232	-353	-363	-349	
투자자산	-2	-3	-5	-6	-5	
유형자산 증가 (CAPEX)	-81	-129	-300	-300	-300	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	316	-100	-48	-57	-44	
재무활동 현금흐름	-300	-237	-61	-61	-61	
단기차입금	-19	-11	1	1	1	
사채 및 장기차입금	-224	-208	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-11	-22	-65	-65	-65	
기타현금흐름	-45	3	3	3	3	
연결범위변동 등 기타	1	1	-18	-87	-23	
현금의 증감	76	436	807	670	1,051	
기초 현금	396	472	908	1,716	2,385	
기말 현금	472	908	1,716	2,385	3,437	
NOPLAT	457	1,006	1,127	1,490	1,896	
FCF	61	775	939	880	1,185	

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

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	3,686	7,163	9,194	11,655	14,241	
현금및현금성자산	472	908	1,716	2,385	3,437	
매출채권 및 기타채권	965	3,438	5,559	8,018	10,500	
재고자산	316	503	593	695	780	
비유동자산	1,599	2,155	2,395	2,643	2,896	
유형자산	1,292	1,820	2,072	2,329	2,590	
관계기업등 지분관련자산	1	1	1	2	2	
기타투자자산	54	76	80	86	90	
자산총계	5,285	9,318	11,589	14,298	17,137	
유동부채	3,020	5,776	6,800	7,966	8,935	
매입채무 및 기타채무	670	988	1,165	1,366	1,534	
단기차입금	60	49	49	49	49	
유동성장기부채	262	0	0	0	0	
비유동부채	256	500	576	663	734	
장기차입금	3	11	11	11	11	
사채	0	50	50	50	50	
부채총계	3,276	6,277	7,377	8,628	9,669	
자배지분	2,045	3,079	4,250	5,706	7,503	
자본금	546	546	546	546	546	
자본잉여금	520	520	520	520	520	
이익잉여금	689	1,434	2,301	3,453	4,946	
비지배지분	-36	-38	-37	-36	-35	
자본총계	2,009	3,041	4,213	5,670	7,468	
순차입금	-419	-1,145	-2,016	-2,760	-3,872	
총차입금	351	132	134	135	136	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	3,728	7,055	8,539	11,155	14,284	
BPS	18,737	28,211	38,937	52,279	68,749	
EBITDAPS	4,614	9,760	10,922	14,180	17,840	
SPS	40,100	53,499	63,064	73,949	83,002	
DPS	200	600	600	600	600	
PER	11.7	21.9	24.2	18.5	14.5	
PBR	2.3	5.5	5.3	3.9	3.0	
EV/EBITDA	8.6	14.7	17.2	12.8	9.6	
PSR	1.1	2.9	3.3	2.8	2.5	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	22.0	33.4	17.9	17.3	12.2	
영업이익 증가율 (%)	117.4	120.3	12.1	32.2	27.2	
지배순이익 증가율 (%)	152.7	89.2	21.0	30.6	28.1	
매출총이익률 (%)	18.9	23.8	22.9	24.9	27.3	
영업이익률 (%)	10.4	17.2	16.4	18.5	20.9	
지배순이익률 (%)	9.3	13.2	13.5	15.1	17.2	
EBITDA 마진 (%)	11.5	18.2	17.3	19.2	21.5	
ROIC	26.3	41.5	41.3	42.3	41.9	
ROA	7.7	10.5	8.9	9.4	9.9	
ROE	21.8	30.1	25.4	24.5	23.6	
부채비율 (%)	163.1	206.4	175.1	152.2	129.5	
순차입금/자기자본 (%)	-20.5	-37.2	-47.4	-48.4	-51.6	
영업이익/금융비용 (배)	27.5	127.7	260.1	340.6	429.3	



김도엽

건설/기계

doyub.kim@yuantakorea.com

건설/기계

대형원전의 귀환, 이제는 선별의 시간

두산에너지 (034020): 조금하게 생각할 것 없어! 한 걸음, 한 걸음씩!

건설/기계



김도엽 건설/기계
dooyub.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	139,000원 (M)
현재주가 (4/8)	101,200원
상승여력	37%

시가총액	648,248억원
총발행주식수	640,561,146주
60일 평균 거래대금	6,515억원
60일 평균 거래량	6,771,017주
52주 고	109,600원
52주 저	20,150원
외인지분율	24.18%
주요주주	두산 외 28 인 30.68%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	3.3 20.9 387.7
상대	(1.8) (6.3) 93.9
절대(달러환산)	3.7 19.3 388.6

- **1Q26 Preview:** 동사 2026년 1분기 연결 실적은 매출액 4조 843억원(+9.0% YoY), 영업이익 1,602억원(+12.4% YoY, OPM 3.9%)으로 영업이익 컨센서스 2,049억원을 하회할 것으로 전망한다. 에너지빌리티부문 1분기 매출액은 1조 7,047억원(+8.2% YoY), 영업이익 567억원(흑자전환 YoY, OPM 3.3%)을 기록할 것으로 전망된다. 에너지빌리티부문이 2024년부터 원자력과 가스 사업을 중심으로 고수익성 성장 산업 위주의 수주로 포트폴리오를 개편함에 따라, 수주에 후행하는 실적의 수익성은 점차 개선되는 추세를 보일 것으로 전망된다. 2026년 연간으로 보았을 때, 하반기로 갈수록 영업이익률이 대체로 개선되는 흐름이 나타날 것으로 판단된다.
- **2026년 외형 성장, 수주 감소, 이익률 UP:** 2026년 에너지빌리티부문 매출액은 원자력(3조 7,537억원(+150.2% YoY)), 가스/수소(1조 500억원(+75.0% YoY)) 사업 부문이 견인할 것으로 판단한다. 원자력 부문의 경우, 2025년 12월 수주한 체코 두코바니 원전 프로젝트의 매출 인식(동사 수주 규모: 5조 6,401억원)이 시작되며 매출 성장을 견인할 것으로 전망한다. 가스/수소의 외형 성장은 전년도 수주한 8기의 가스터빈(국내 3건, 북미 데이터센터용 5건)의 매출이 인식되기 시작하며 증가할 것으로 예상된다. 고수익성의 원자력, 가스/수소 매출액이 증가(각각 +150.2% YoY, 가스/수소 +75.0%)하면서 에너지빌리티부문 영업이익률은 전년 대비 +2.6%p 개선될 것으로 전망된다.
- 그러나, 신규수주는 원전 수주 축소(5조 2,134억원, -23.3% YoY)로 전년 대비 감소할 것으로 전망한다. 2025년에 Westinghouse향 대비 동사의 기자재 공급 범위가 넓어 수주단가가 높은 팀코리아향 체코 두코바니 대형 원전 수주가 있었는데 반해, 2026년에는 체코 두코바니 원전 시공을 제외한 수주 가시성이 높은 팀코리아향 대형 원전 수주는 없다고 판단하기 때문이다. 2026년에는 Westinghouse향 수주 1기가 추정되는데 Westinghouse 원전 수주 단가는 2,500억원~3,000억원으로 추정되어 상대적으로 낮다고 판단하는 바, 원전 수주 축소의 원인으로 파악된다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	17,590	16,233	17,058	17,687	19,480
매출액증가율	14.1	-7.7	5.1	3.7	10.1
영업이익	1,467	1,018	763	1,091	1,517
영업이익률	8.3	6.3	4.5	6.2	7.8
지배주주귀속순이익	56	111	85	402	630
지배주주 귀속 EPS	87	174	132	627	984
증가율	-107.0	100.0	-24.1	375.0	56.9
PER	189.0	104.1	388.7	161.3	102.9
PBR	1.5	1.5	4.2	7.6	6.8
EV/EBITDA	8.6	12.7	30.5	42.2	33.1
ROA	0.2	0.4	0.3	1.4	2.1
ROE	0.8	1.5	1.1	4.9	7.0

자료: 유안타증권 리서치센터

두산에너지 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	3,748.6	4,569.0	3,880.3	4,860.0	4,084.3	4,638.9	3,954.9	5,009.2	17,041.5	17,687.3	19,479.5
YoY (%)	-8.5%	10.1%	14.3%	5.9%	9.0%	1.5%	1.9%	3.1%	-3.1%	3.7%	10.1%
에너지빌리티	1,575.6	2,267.7	1,678.3	2,359.7	1,704.7	2,132.4	1,752.9	2,441.2	7,881.3	8,031.2	9,299.9
두산밥캣	2,098.2	2,201.4	2,115.2	2,377.2	2,318.6	2,378.0	2,128.5	2,365.9	8,746.0	9,190.9	9,557.9
두산퓨얼셀	99.7	128.5	90.8	135.8	94.2	135.8	87.1	202.9	448.8	520.0	676.5
기타 및 연결 조정	(24.9)	(28.5)	(4.0)	(12.7)	(33.2)	(7.3)	(13.6)	(0.7)	(34.6)	(54.8)	(54.8)
매출총이익	597.7	746.4	604.1	795.1	686.3	789.4	679.7	881.2	2,743.3	3,036.6	3,574.2
YoY (%)	-20.0%	2.4%	15.3%	9.0%	14.8%	5.8%	12.5%	10.8%	0.5%	10.7%	17.7%
영업이익	142.5	271.1	137.0	212.1	160.2	299.8	231.1	399.8	762.7	1,090.9	1,517.3
YoY (%)	-60.2%	-12.5%	19.3%	-9.8%	12.4%	10.6%	68.7%	88.5%	-25.1%	43.0%	39.1%
에너지빌리티	(1.4)	92.4	43.4	167.9	56.7	135.0	97.4	225.8	302.3	514.9	941.3
두산밥캣	200.0	204.2	133.6	148.3	186.5	191.3	171.3	190.4	692.1	739.5	873.3
두산퓨얼셀	(11.5)	(1.9)	(15.6)	(76.6)	(6.8)	(9.8)	(6.3)	(14.6)	(55.1)	(37.5)	14.5
세전이익	30.2	310.5	(17.9)	4.0	109.7	228.2	381.4	161.8	326.8	881.1	1,381.8
YoY (%)	-91.8%	-1.9%	-146.5%	-106.0%	263.0%	-26.5%	-2227.0%	3948.9%	-50.3%	169.6%	56.8%
지배주주 순이익	(68.9)	130.9	(50.1)	72.8	50.0	104.1	173.9	73.8	84.8	401.8	630.1
YoY (%)	-147.8%	-3.9%	-9.0%	-163.9%	-172.6%	-20.5%	-447.3%	1.4%	-23.9%	374.0%	56.8%
이익률											
매출총이익률	15.9%	16.3%	15.6%	16.4%	16.8%	17.0%	17.2%	17.6%	16.1%	17.2%	18.3%
영업이익률	3.8%	5.9%	3.5%	4.4%	3.9%	6.5%	5.8%	8.0%	4.5%	6.2%	7.8%
에너지빌리티	-0.1%	4.1%	2.6%	7.1%	3.3%	6.3%	5.6%	9.2%	3.8%	6.4%	10.1%
두산밥캣	9.5%	9.3%	6.3%	6.2%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	7.9%	8.0%	9.1%
두산퓨얼셀	-11.6%	-1.5%	-17.2%	-56.4%	-7.2%	-7.2%	-7.2%	-7.2%	-12.3%	-7.2%	2.1%
세전이익률	0.8%	6.8%	-0.5%	0.1%	2.7%	4.9%	9.6%	3.2%	1.9%	5.0%	7.1%
지배주주 순이익률	-1.8%	2.9%	-1.3%	1.5%	1.2%	2.2%	4.4%	1.5%	0.5%	2.3%	3.2%

자료: 유안타증권 리서치센터

두산에너지(034020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	
매출액	17,590	16,233	17,058	17,687	19,480	
매출원가	14,573	13,503	14,315	14,651	15,905	
매출총이익	3,017	2,730	2,743	3,037	3,574	
판매비	1,550	1,712	1,981	1,946	2,057	
영업이익	1,467	1,018	763	1,091	1,517	
EBITDA	1,934	1,509	1,320	1,691	2,115	
영업외손익	-729	-360	-436	-210	-136	
외환관련손익	-4	57	-89	-7	-7	
이자손익	-241	-220	-239	-216	-172	
관계기업관련손익	-39	20	23	18	18	
기타	-446	-218	-131	-4	27	
법인세비용차감전순손익	738	658	327	881	1,382	
법인세비용	221	263	122	211	332	
계속사업순손익	518	395	205	670	1,050	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	518	395	205	670	1,050	
지배지분순이익	56	111	85	402	630	
포괄순이익	537	973	527	1,019	1,400	
지배지분포괄이익	-1	370	272	662	908	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	2,071	242	752	2,127	2,531	
당기순이익	518	395	205	670	1,050	
감가상각비	323	350	394	426	433	
외환손익	13	-56	70	7	7	
중속,관계기업관련손익	39	-20	-23	-18	-18	
자산부채의 증감	645	-891	-416	279	238	
기타현금흐름	535	465	522	763	820	
투자활동 현금흐름	-817	-821	-311	-118	-240	
투자자산	-10	-53	335	-23	-83	
유형자산 증가 (CAPEX)	-396	-461	-403	-439	-484	
유형자산 감소	9	9	6	0	0	
기타현금흐름	-420	-317	-249	344	326	
재무활동 현금흐름	-53	608	-288	6	23	
단기차입금	-277	1,131	-390	6	23	
사채 및 장기차입금	98	151	200	0	0	
자본	-1,146	-141	-131	0	0	
현금배당	-80	-86	-108	0	0	
기타현금흐름	1,353	-446	140	0	0	
연결범위변동 등 기타	23	249	29	-824	-706	
현금의 증감	1,224	278	183	1,191	1,608	
기초 현금	1,396	2,620	2,898	3,081	4,272	
기말 현금	2,620	2,898	3,081	4,272	5,880	
NOPLAT	1,467	1,018	763	1,091	1,517	
FCF	1,675	-219	349	1,687	2,047	

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

자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	
유동자산	9,642	10,049	10,772	12,199	14,664	
현금및현금성자산	2,620	2,898	3,081	4,272	5,880	
매출채권 및 기타채권	3,351	3,405	4,046	4,170	4,621	
채고자산	2,539	2,734	2,544	2,622	2,905	
비유동자산	14,999	16,266	16,742	16,604	16,572	
유형자산	5,225	5,703	5,777	5,791	5,842	
관계기업등 지분관련자산	317	348	353	363	403	
기타투자자산	698	834	857	869	912	
자산총계	24,641	26,315	27,513	28,803	31,236	
유동부채	9,597	8,946	10,107	10,328	11,129	
매입채무 및 기타채무	6,119	5,463	6,434	6,631	7,348	
단기차입금	1,187	2,141	1,884	1,884	1,884	
유동성장기부채	1,576	398	1,030	1,030	1,030	
비유동부채	4,203	5,708	5,397	5,461	5,693	
장기차입금	1,458	2,435	2,336	2,336	2,336	
사채	494	907	499	499	499	
부채총계	13,799	14,654	15,504	15,789	16,822	
자배지분	7,117	7,497	7,786	8,523	9,502	
자본금	3,267	3,267	3,267	3,267	3,267	
자본잉여금	1,713	1,572	1,442	1,442	1,442	
이익잉여금	1,185	1,394	1,696	2,098	2,728	
비지배지분	3,724	4,165	4,224	4,491	4,912	
자본총계	10,842	11,661	12,009	13,014	14,414	
순차입금	2,414	3,403	3,137	1,946	337	
총차입금	5,343	6,624	6,435	6,441	6,465	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	
EPS	87	174	132	627	984	
BPS	11,113	11,705	12,156	13,307	14,837	
EBITDAPS	3,022	2,355	2,061	2,639	3,303	
SPS	27,483	25,342	26,630	27,612	30,410	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	189.0	104.1	388.7	161.3	102.9	
PBR	1.5	1.5	4.2	7.6	6.8	
EV/EBITDA	8.6	12.7	30.5	42.2	33.1	
PSR	0.6	0.7	1.9	3.7	3.3	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	14.1	-7.7	5.1	3.7	10.1	
영업이익 증가율 (%)	32.7	-30.6	-25.0	43.0	39.1	
지배순이익 증가율 (%)	흑전	100.3	-23.9	374.0	56.8	
매출총이익률 (%)	17.2	16.8	16.1	17.2	18.3	
영업이익률 (%)	8.3	6.3	4.5	6.2	7.8	
지배순이익률 (%)	0.3	0.7	0.5	2.3	3.2	
EBITDA 마진 (%)	11.0	9.3	7.7	9.6	10.9	
ROIC	7.7	4.4	3.2	5.7	8.2	
ROA	0.2	0.4	0.3	1.4	2.1	
ROE	0.8	1.5	1.1	4.9	7.0	
부채비율 (%)	127.3	125.7	129.1	121.3	116.7	
순차입금/자기자본 (%)	33.9	45.4	40.3	22.8	3.5	
영업이익/금융비용 (배)	4.6	3.1	2.3	3.5	4.9	



최지운

운송

jiyun.choi@yuantakorea.com

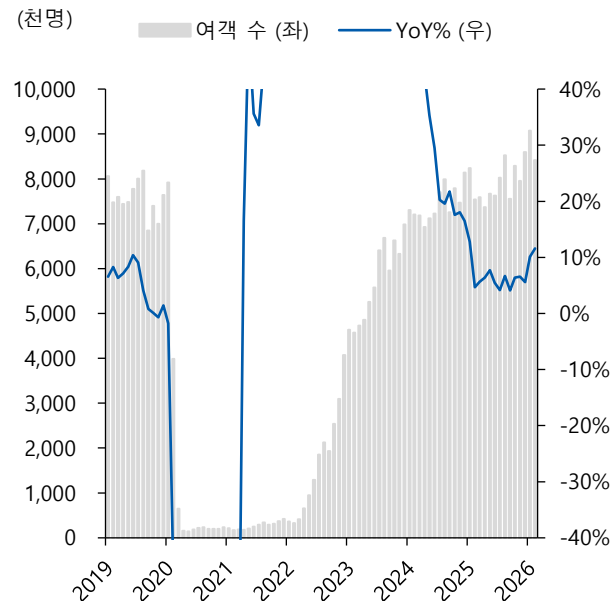
운송

1분기 강한 여객 수요,
부담스러운 매크로

건조한 국제선 여객 수요

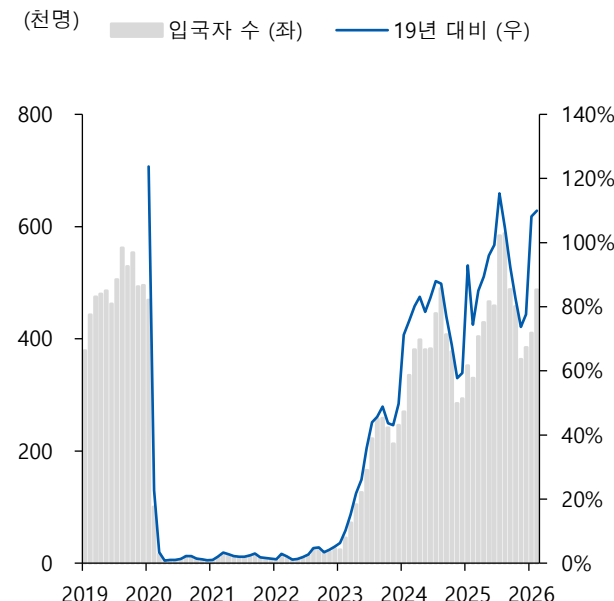
- 2026년 1분기 국제선 여객 수요는 건조했음. 1~3월 합산 전국 공항 국제선 여객 수송 실적은 2,617만명으로 전년 동기 대비 +12% 증가. 이 중 중국과 일본 노선이 각각 YoY +21%, YoY +25% 성장하며 전체 수요 확대를 주도
- 1) 중국은 무비자 정책 효과, 한일령에 따른 반사수혜가 복합적으로 작용했으며, 2) 일본은 원화 대비 주요국 통화가 강세를 보이는 가운데, 일본 엔화의 상대적 약세가 지속되면서 한국인에게 해외 여행지로서 가격 경쟁력이 부각된 점이 수요 확대에 기여한 것으로 판단
- 3월은 특히 장거리 노선 수요 확대가 인상적. 미국-이란 전쟁에 따른 중동 허브 공항의 운영 차질이 이어지면서 아시아 주요 허브로 일부 수요가 재분배됐을 것으로 추정. 이에 따라 인천공항을 기반으로 한 국내 FSC의 미주/유럽 노선 직항 및 환승 수요가 상대적으로 강한 흐름을 나타낸 것으로 해석

월별 국제선 여객 수송 실적



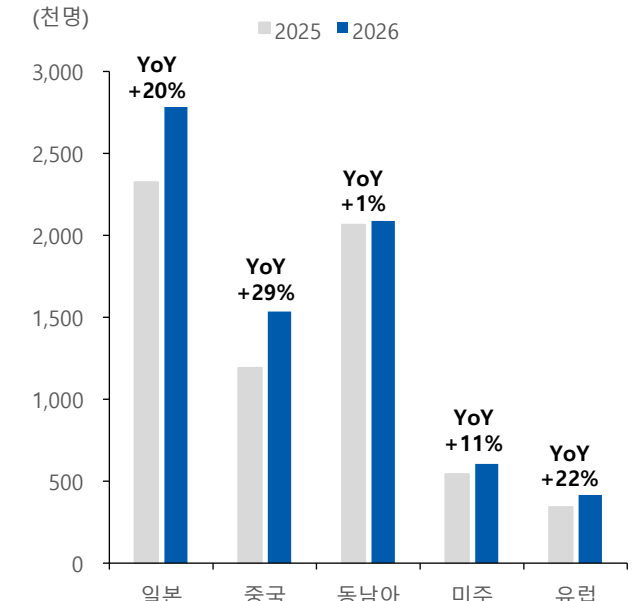
자료: 한국공항공사, 유안타증권 리서치센터

중국인 한국 입국자 수 추이



자료: 한국관광공사, 유안타증권 리서치센터

2026년 3월 노선별 여객 수송 실적 (2025년 vs 2026년)

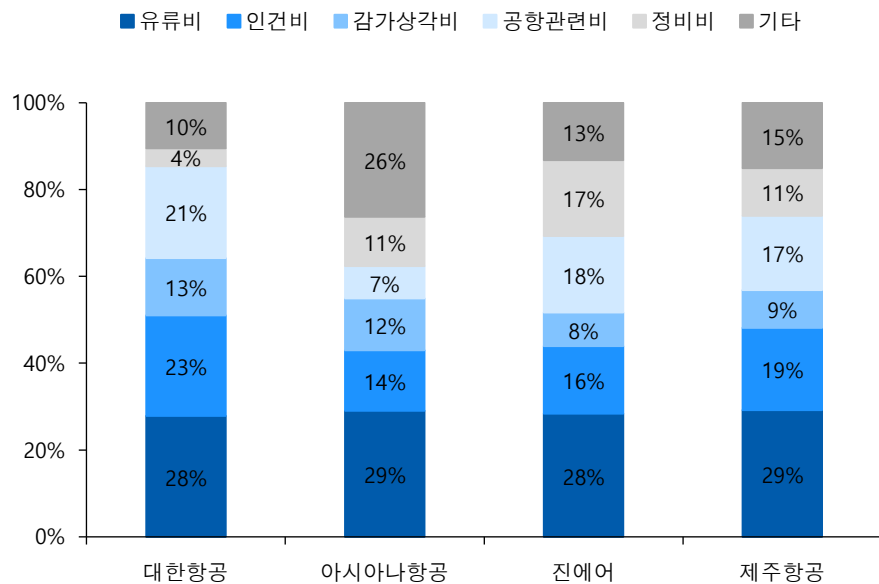


자료: 인천국제공항공사, 한국공항공사, 유안타증권 리서치센터

매크로 변동성 확대 국면

- 중동발 지정학 리스크로 유가와 환율 변동성이 확대되며 항공업종의 단기 투자 매력은 다소 제한적. 유류비는 항공사 비용의 약 30%를 차지하는 핵심 비용 항목으로, 3월 유가 급등은 시차를 두고 항공사 2분기 실적에 반영될 전망. 영업비용의 외화 노출도가 높은 항공사 특성상 고환율도 수익성에 부담 요인으로 작용할 것
- 유가 급등에 따라 4월 유류할증료도 큰 폭으로 인상되었으나, 장거리 노선은 상대적으로 상용 수요 비중이 높고, 최근 중동 허브 공항 차질에 따른 반사수해도 일부 나타나고 있어 단거리 대비 수요 둔화 압력은 제한적일 것으로 판단
- 현재 국면은 국내 FSC인 대한항공 중심으로 수익성 방어가 상대적으로 유리할 것으로 판단. 장거리 노선 비중이 높고 프리미엄 수요가 확보된 대한항공은 운임 전가와 수요 방어가 가능하며, 유가 헷지, 높은 외화매출 비중을 통해 매크로 부담을 일부 상쇄할 수 있는 구조도 보유하고 있기 때문

국내 주요 항공사 2025년 영업비용 항목별 비중



자료: 각 사, Dart, 유안타증권 리서치센터

유류할증료 적용 단계 및 항공유 가격 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

대한항공 (003490): 국제선 여객 호조

윤승



최지운 윤승

jiyun.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	32,000원 (M)
현재주가 (4/8)	24,950원
상승여력	28%

시가총액	92,134억원		
총발행주식수	369,331,455주		
60일 평균 거래대금	764억원		
60일 평균 거래량	3,083,146주		
52주 고	28,950원		
52주 저	20,150원		
외인지분율	18.94%		
주요주주	한진칼 외 28 인 27.06%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.8	15.2	22.0
상대	(3.1)	(10.7)	(51.5)
절대(달러환산)	2.2	13.7	22.2

• 1Q26 별도 매출액 4조 2,613억원, 영업이익 3,895억원 전망: 동사 1Q26 별도 기준 예상 매출액과 영업이익은 각각 4조 2,613억원(YoY +7.7%), 3,895억원(YoY +11.0%, OPM 9.1%)으로, 여객 부문 실적 호조로 수익성이 개선되며, 영업이익 기준 컨센서스를 부합할 것으로 전망. **국제선 여객** 매출액은 2조 4,661억원(YoY +5.5%)으로 전망. 1분기에도 일본 및 중국 노선 수요가 견조했던 가운데, 3월 미국-이란 전쟁에 따른 중동 공항 운영 차질이 인천공항 등 아시아 허브로의 수요 재편 효과로 이어졌고, 반사수혜로 동사의 미주, 유럽 노선 수요가 확대된 것으로 판단. 이에 따라 탑승률(L/F) 및 운임이 개선된 것으로 추정하며, 1분기 국제선 운임은 전년 대비 +2% 증가한 126원/km으로 예상. **항공화물** 매출액은 1조 896억원(YoY +3.4%)으로 전망. 1분기에도 반도체 등 고부가 화물 수요가 견조했으며, 운임은 전년 대비 +2% 상승한 것으로 추정. 2026년은 IT, 반도체 수출 확대가 동사 실적의 하방을 방어하는 요인으로 작용할 전망. 외화매출 비중이 높아 고환율에 따른 비용 부담을 상쇄할 수 있다는 점도 긍정적

• 투자의견 BUY, 목표주가 32,000원으로 유지: 동사 2026년 별도 기준 예상 실적은 매출액 17조원(YoY +5.4%), 영업이익 1.5조원(YoY -1.7%, OPM 8.7%)으로 전망. 여객, 화물 및 항공우주의 견조한 흐름에 힘입어 외형 성장은 지속될 것. 다만, 3월 항공유 가격 급등이 시차를 두고 2분기 수익성에 부정적인 영향을 줄 것으로 전망하며, 고환율, 신규 기재 도입 등에 따른 비유류비용 증가까지 감안하면, 연간 영업이익률은 전년 대비 -0.5%pt 하락할 것으로 추정. 중동발 매크로 불확실성 확대가 유가 급등 및 원화 절하를 초래하고 있으나, 동사는 장거리 노선 비중이 높고 프리미엄 수요가 확보되어 있어 운임 전가 및 수요 방어가 상대적으로 유리할 것으로 판단. 유가 헛지 및 높은 외화 매출 비중을 통해 매크로 부담을 일부 상쇄할 수 있다는 점도 주목. 향후 유가 및 환율이 안정화될 경우 현재의 비용 부담 우려는 점차 완화될 것으로 예상하며, 중장기적으로 공정위 시정조치 해소, 통합 시너지 기대감, 항공우주 중장기 성장성까지 부각되며 투자 매력도는 재차 높아질 것으로 기대. 투자의견 BUY를 유지하며, 12M Fwd BPS 31,281원에 Target PBR 1.0배(글로벌 항공사 Peer 평균)를 적용, 목표주가를 32,000원으로 유지

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	17,871	25,226	25,532	26,512	27,440
매출액증가율	10.9	41.2	1.2	3.8	3.5
영업이익	2,110	1,114	1,315	1,750	1,963
영업이익률	11.8	4.4	5.2	6.6	7.2
지배주주귀속순이익	1,317	780	547	908	1,092
지배주주 귀속 EPS	3,575	2,115	1,482	2,464	2,963
증가율	24.2	-40.8	-29.9	66.3	20.3
PER	6.3	10.8	16.8	10.1	8.4
PBR	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.5	6.5	6.2	5.3	4.9
ROA	3.4	1.6	1.1	1.8	2.0
ROE	13.2	7.3	4.9	7.7	8.7

자료: 유안타증권 리서치센터

대한항공(별도) 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
원/달러	1,452	1,399	1,387	1,449	1,460	1,450	1,445	1,440	1,422	1,449	1,420
매출액 (십억원)	3,956	3,986	4,009	4,552	4,261	4,223	4,409	4,506	16,502	17,400	18,261
YoY (%)	3.5	-0.9	-5.5	13.0	7.7	6.0	10.0	-1.0	2.4	5.4	5.0
국제 여객 (십억원)	2,337	2,275	2,299	2,464	2,466	2,399	2,537	2,468	9,374	9,871	10,704
YoY (%)	4.4	-1.7	-7.8	8.9	5.5	5.5	10.4	0.2	0.7	5.3	8.4
ASK (백만km)	22,174	21,584	22,615	23,135	22,975	22,488	23,831	23,616	89,508	92,910	100,168
RPK (백만km)	18,836	18,354	18,998	19,387	19,574	19,160	20,042	19,909	75,575	78,685	84,931
L/F (%)	84.9	85.0	84.0	83.8	85.2	85.2	84.1	84.3	84.4	84.7	84.8
Yield (원/km)	124	124	121	127	126	125	127	124	124	125	126
국내 여객 (십억원)	99	121	123	128	122	133	133	129	470	517	447
YoY (%)	-5.5	-7.1	-1.9	13.3	23.2	9.9	8.5	1.3	-0.5	10.0	-13.5
ASK (백만km)	614	704	749	843	796	816	864	831	2,910	3,308	2,885
RPK (백만km)	517	621	637	685	643	682	704	694	2,460	2,724	2,379
L/F (%)	84.2	88.2	85.0	81.3	80.8	83.6	81.5	83.5	84.5	82.4	82.5
Yield (원/km)	191	195	192	187	189	195	189	187	191	190	188
화물 (십억원)	1,054	1,055	1,067	1,233	1,090	1,094	1,116	1,241	4,409	4,540	4,635
YoY (%)	5.8	-3.8	-4.7	2.9	3.4	3.6	4.6	0.6	-0.1	3.0	2.1
ACTK (백만톤km)	2,896	2,944	3,034	3,121	2,939	3,003	3,055	3,137	11,995	12,134	12,377
CTK (백만톤km)	2,043	2,128	2,162	2,197	2,080	2,168	2,177	2,217	8,530	8,642	8,911
L/F (%)	70.5	72.3	71.3	70.4	70.7	72.2	71.3	70.7	71.1	71.2	72.0
Yield (원/km)	516	496	493	561	524	505	513	559	517	525	520
영업비용 (십억원)	3,605	3,587	3,632	4,139	3,872	3,946	4,003	4,065	14,963	15,886	16,418
YoY (%)	6.5	-0.6	0.3	15.1	7.4	10.0	10.2	-1.8	5.3	6.2	3.4
영업이익 (십억원)	351	399	376	413	390	277	406	441	1,539	1,514	1,843
YoY (%)	-19.5	-3.5	-39.2	-5.1	11.0	-30.6	7.9	6.8	-19.1	-1.7	21.7
영업이익률 (%)	8.9	10.0	9.4	9.1	9.1	6.6	9.2	9.8	9.3	8.7	10.1

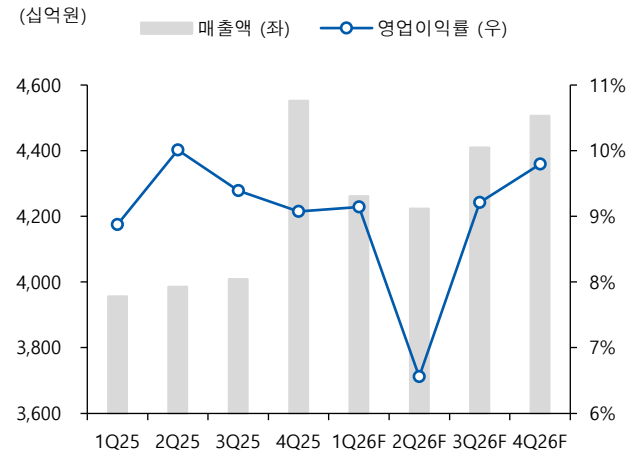
자료: 유안타증권 리서치센터

대한항공(연결) 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
원/달러	1,452	1,399	1,387	1,449	1,460	1,450	1,445	1,440	1,422	1,449	1,420
매출액 (십억원)	6,492	6,211	6,027	6,496	6,443	6,143	6,419	6,527	25,225	25,532	26,512
YoY (%)	51.3	41.1	28.9	44.3	-0.7	-1.1	6.5	0.5	41.2	1.2	3.8
대한항공 별도 (십억원)	3,956	3,986	4,009	4,552	4,261	4,223	4,409	4,506	16,502	17,400	18,261
YoY (%)	3.5	-0.9	-5.5	13.0	7.7	6.0	10.0	-1.0	2.4	5.4	5.0
아시아나항공 연결 (십억원)	2,074	1,887	1,681	1,624	1,725	1,552	1,596	1,622	7,267	6,496	6,577
YoY (%)	3.3	-6.4	-22.8	-23.3	-16.8	-17.7	-5.1	-0.1	-12.6	-10.6	1.3
진에어 (십억원)	418	306	304	353	395	285	344	339	1,381	1,363	1,392
YoY (%)	-2.9	-0.7	-16.5	-1.5	-5.5	-6.9	13.0	-3.9	-5.5	-1.3	2.1
영업비용 (십억원)	6,061	5,841	5,869	6,341	6,040	5,934	6,086	6,156	24,112	24,217	24,762
YoY (%)	61.5	47.5	46.4	57.0	-0.3	1.6	3.7	-2.9	53.0	0.4	0.0
대한항공 별도 (십억원)	3,605	3,587	3,632	4,139	3,872	3,946	4,003	4,065	14,963	15,886	16,418
YoY (%)	6.5	-0.6	0.3	15.1	7.4	10.0	10.2	-1.8	5.3	6.2	3.4
아시아나항공 연결 (십억원)	2,019	1,894	1,879	1,820	1,735	1,669	1,697	1,736	7,612	6,838	6,807
YoY (%)	3.7	-5.2	-6.1	-13.3	-14.1	-11.9	-9.7	-4.6	-5.4	-10.2	-0.4
진에어 (십억원)	360	348	327	363	356	307	355	336	1,397	1,353	1,326
YoY (%)	8.4	13.4	0.7	8.3	-1.1	-11.8	8.5	-7.4	7.6	-3.2	-2.0
영업이익 (십억원)	431	370	158	155	403	209	333	371	1,114	1,315	1,750
YoY (%)	-19.8	-16.4	-76.3	-66.6	-6.4	-43.6	111.1	139.2	-47.2	18.1	33.1
영업이익률 (%)	6.6	6.0	2.6	2.4	6.3	3.4	5.2	5.7	4.4	5.2	6.6
대한항공 별도 (십억원)	351	399	376	413	390	277	406	441	1,539	1,514	1,843
YoY (%)	-19.5	-3.5	-39.2	-5.1	11.0	-30.6	7.9	6.8	-19.1	-1.7	21.7
영업이익률 (%)	8.9	10.0	9.4	9.1	9.1	6.6	9.2	9.8	9.3	8.7	10.1
아시아나항공 연결 (십억원)	55	-7	-198	-196	-10	-117	-101	-114	-345	-342	-230
YoY (%)	-11.1	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	-225.2	-0.8	-32.8
영업이익률 (%)	2.7	-0.4	-11.8	-12.1	-0.6	-7.5	-6.4	-7.0	-4.7	-5.3	-3.5
진에어 (십억원)	58	-42	-23	-10	40	-22	-11	3	-16	10	66
YoY (%)	-40.8	적전	적전	적전	-32.2	적지	적지	흑전	-109.9	-163.3	538.7
영업이익률 (%)	13.9	-13.8	-7.4	-2.7	10.0	-7.8	-3.1	1.0	-1.2	0.8	4.7

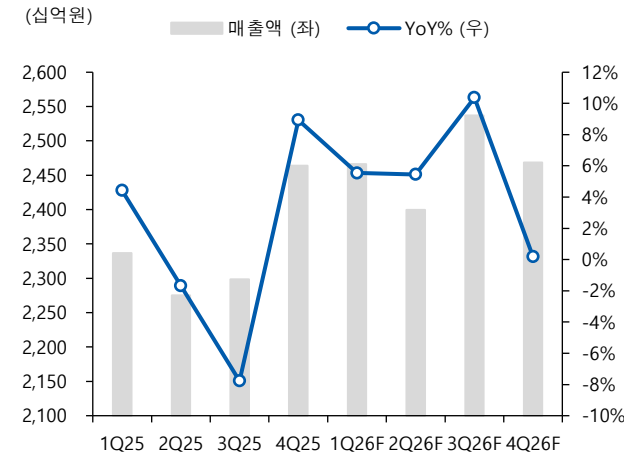
자료: 유안타증권 리서치센터

대한항공(별도) 매출액, 영업이익률 추이



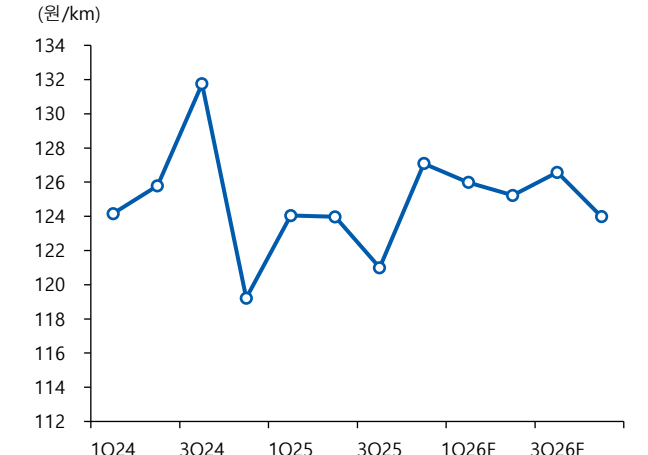
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

대한항공(별도) 국제선 여객 매출액 추이 및 전망



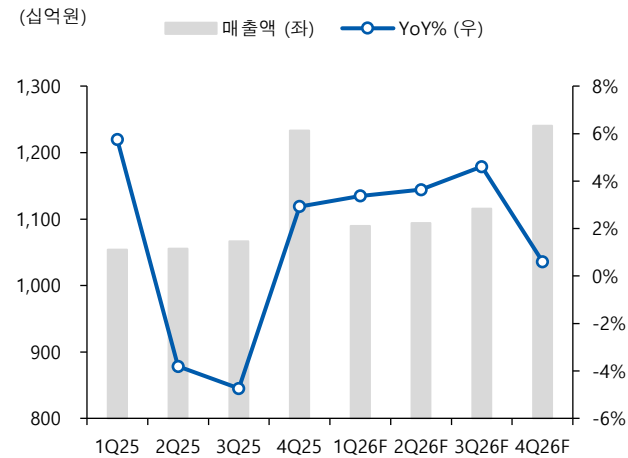
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

대한항공(별도) 국제선 여객 운임 추이



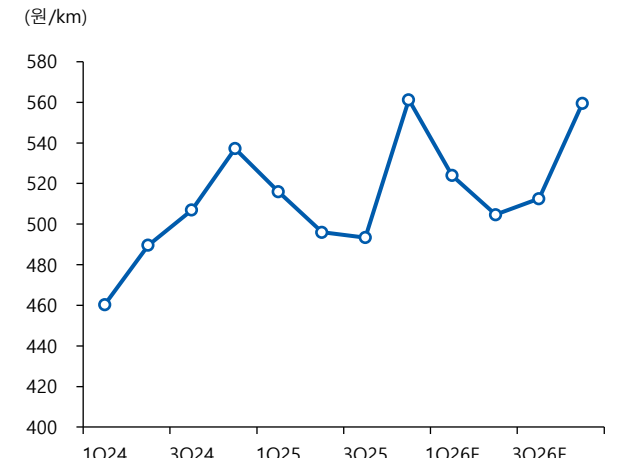
자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

대한항공(별도) 항공화물 매출액 추이



자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

대한항공(별도) 항공화물 운임 추이



자료: 대한항공, 유안타증권 리서치센터

대한항공(003490) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	17,871	25,226	25,532	26,512	27,440	
매출원가	14,113	21,550	21,634	22,112	22,775	
매출총이익	3,758	3,675	3,898	4,400	4,665	
판매비	1,648	2,562	2,583	2,649	2,702	
영업이익	2,110	1,114	1,315	1,750	1,963	
EBITDA	3,906	3,969	4,300	4,866	5,158	
영업외손익	-274	-290	-357	-323	-246	
외환관련손익	-394	-35	-26	-25	-25	
이자손익	-233	-558	-632	-616	-615	
관계기업관련손익	0	22	19	19	19	
기타	352	280	282	298	374	
법인세비용차감전순손익	1,836	823	958	1,427	1,716	
법인세비용	454	176	330	383	461	
계속사업순손익	1,382	647	628	1,044	1,255	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,382	647	628	1,044	1,255	
지배지분순이익	1,317	780	547	908	1,092	
포괄순이익	1,279	631	691	1,107	1,318	
지배지분포괄이익	1,224	783	3,168	5,072	6,041	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	4,559	4,075	5,394	5,869	6,164	
당기순이익	1,382	647	628	1,044	1,255	
감가상각비	1,737	2,738	2,869	3,012	3,102	
외환손익	349	16	26	25	25	
충속,관계기업관련손익	0	-22	-19	-19	-19	
자산부채의 증감	412	-646	203	129	133	
기타현금흐름	679	1,342	1,687	1,679	1,668	
투자활동 현금흐름	-871	-2,340	-3,345	-3,636	-3,903	
투자자산	-222	-366	-1	-25	-24	
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,894	-4,289	-3,607	-3,581	-3,857	
유형자산 감소	16	133	0	0	0	
기타현금흐름	2,229	2,182	262	-30	-22	
재무활동 현금흐름	-2,163	-2,137	-918	-1,099	-1,099	
단기차입금	1,513	-492	-100	1	1	
사채 및 장기차입금	6,981	3,553	279	0	0	
자본	0	-1	0	0	0	
현금배당	-278	-289	-277	-277	-277	
기타현금흐름	-10,379	-4,908	-820	-823	-823	
연결범위변동 등 기타	67	56	-579	-443	-475	
현금의 증감	1,593	-346	551	691	687	
기초 현금	623	2,216	1,870	2,421	3,112	
기말 현금	2,216	1,870	2,421	3,112	3,799	
NOPLAT	2,110	1,114	1,315	1,750	1,963	
FCF	1,665	-214	1,787	2,288	2,307	

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

자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	11,617	9,709	9,685	10,653	11,603	
현금및현금성자산	2,216	1,870	2,421	3,112	3,799	
매출채권 및 기타채권	1,590	1,576	1,584	1,643	1,701	
재고자산	1,171	1,449	1,456	1,512	1,565	
비유동자산	35,395	40,697	41,321	41,811	42,496	
유형자산	28,374	32,944	33,682	34,251	35,006	
관계기업등 지분관련자산	155	173	174	181	187	
기타투자자산	1,011	1,247	1,247	1,266	1,283	
자산총계	47,012	50,406	51,006	52,464	54,100	
유동부채	16,973	15,081	14,600	14,951	15,283	
매입채무 및 기타채무	3,465	3,435	3,451	3,584	3,709	
단기차입금	2,517	2,027	1,927	1,927	1,927	
유동성장기부채	4,723	3,628	3,528	3,528	3,528	
비유동부채	19,075	23,866	24,440	24,717	24,979	
장기차입금	1,819	3,277	3,359	3,359	3,359	
사채	1,463	2,623	2,523	2,523	2,523	
부채총계	36,049	38,947	39,040	39,668	40,263	
자배지분	10,473	10,954	11,380	12,074	12,951	
자본금	1,847	1,847	1,847	1,847	1,847	
자본잉여금	4,145	4,145	4,145	4,145	4,145	
이익잉여금	3,486	3,949	4,219	4,850	5,665	
비지배지분	490	505	587	722	886	
자본총계	10,963	11,459	11,966	12,796	13,837	
순차입금	12,564	16,943	16,727	15,901	15,087	
총차입금	19,469	22,529	22,709	22,710	22,711	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	3,575	2,115	1,482	2,464	2,963	
BPS	28,356	29,659	30,811	32,690	35,067	
EBITDAPS	10,576	10,746	11,641	13,176	13,967	
SPS	48,387	68,301	69,130	71,784	74,296	
DPS	750	750	750	750	750	
PER	6.3	10.8	16.8	10.1	8.4	
PBR	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	
EV/EBITDA	5.5	6.5	6.2	5.3	4.9	
PSR	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	10.9	41.2	1.2	3.8	3.5	
영업이익 증가율 (%)	17.9	-47.2	18.1	33.1	12.1	
지배순이익 증가율 (%)	24.1	-40.8	-29.9	66.1	20.2	
매출총이익률 (%)	21.0	14.6	15.3	16.6	17.0	
영업이익률 (%)	11.8	4.4	5.2	6.6	7.2	
지배순이익률 (%)	7.4	3.1	2.1	3.4	4.0	
EBITDA 마진 (%)	21.9	15.7	16.8	18.4	18.8	
ROIC	7.5	3.1	2.8	4.1	4.6	
ROA	3.4	1.6	1.1	1.8	2.0	
ROE	13.2	7.3	4.9	7.7	8.7	
부채비율 (%)	328.8	339.9	326.2	310.0	291.0	
순차입금/자기자본 (%)	120.0	154.7	147.0	131.7	116.5	
영업이익/금융비용 (배)	4.1	1.4	1.6	2.1	2.4	



이창영

인터넷/게임

changyoung.lee@yuantakorea.com

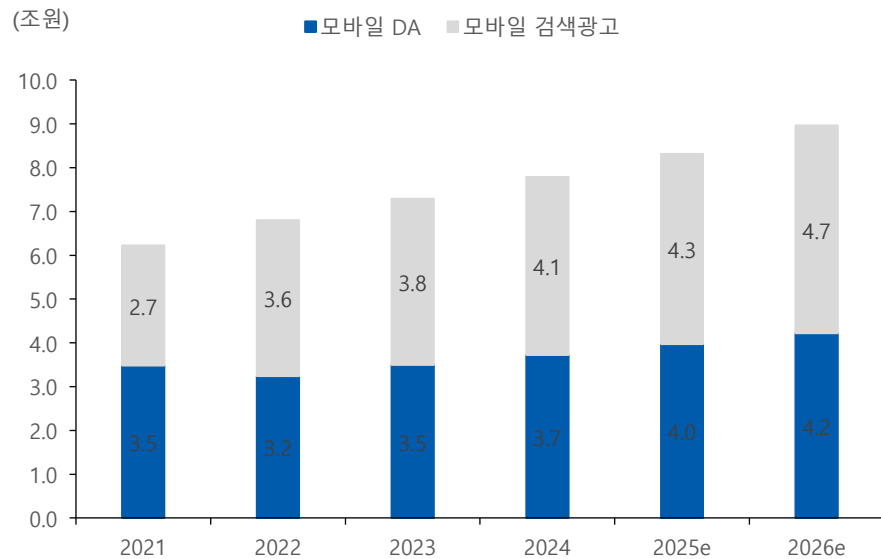
인터넷/게임

성장이 간절한 성장주 / 부활하는 게임

국내 모바일 광고 시장 & e커머스 시장

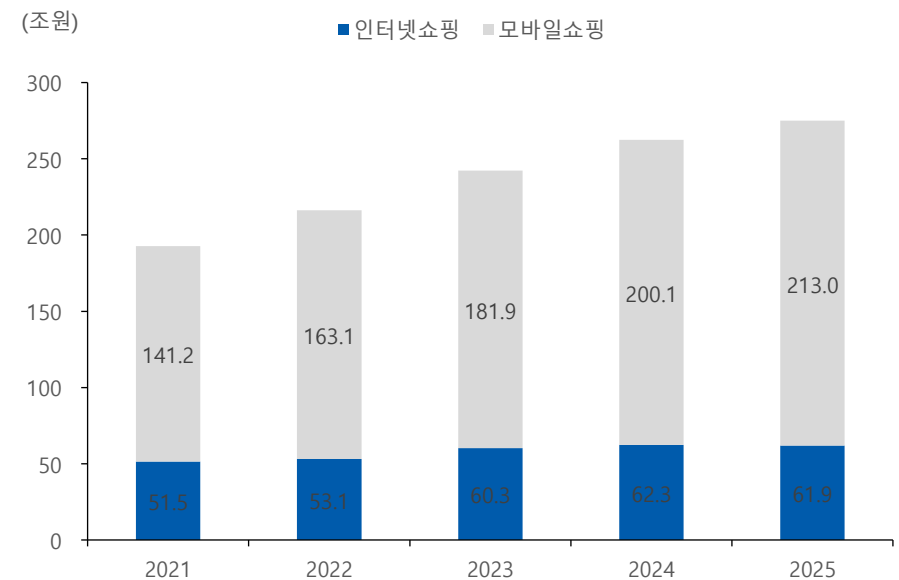
- 2025년 국내 모바일 광고시장 규모는 8.3조원(예상)으로 전년 대비 6.7% 성장 전망. 2022년 9.3% 대비 성장률 둔화
- 이중 모바일 디스플레이 광고(DA)가 4.0조원 (YoY +6.8%), 모바일 검색광고가 4.3조원 (YoY +6.6%)
- 2025년 국내 온라인 쇼핑 거래규모는 274.9조원으로 전년 대비 4.8% 성장 전망. 2022년 12.2% 대비 성장률 둔화
- 이중 인터넷(PC)쇼핑이 61.9조원 (YoY -0.7%), 모바일 쇼핑이 213조원 (YoY +6.5%)

모바일 광고 (DA + 검색) 시장 규모 및 전망



자료: 국가데이터처

인터넷 쇼핑 + 모바일 쇼핑 거래 규모

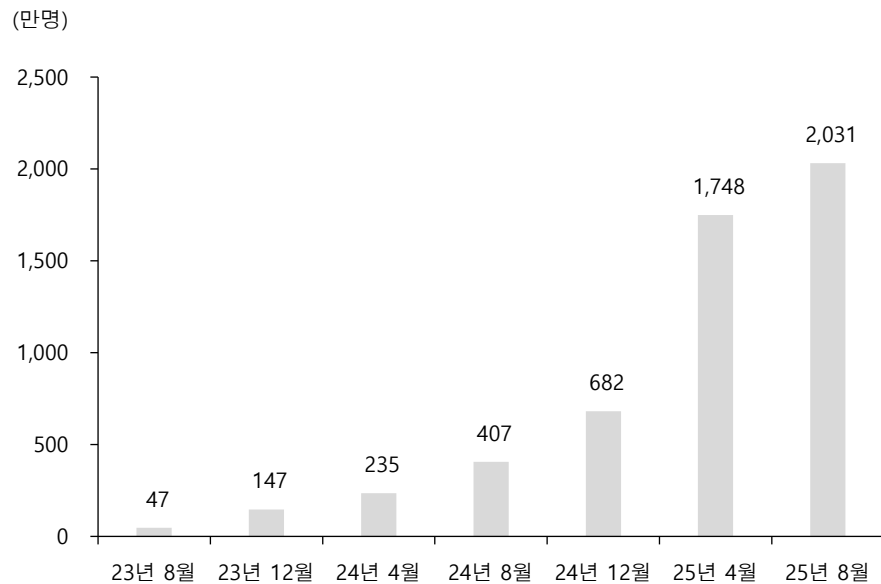


자료: 국가데이터처

국내 AI 플랫폼 & SNS 사용자수 추이

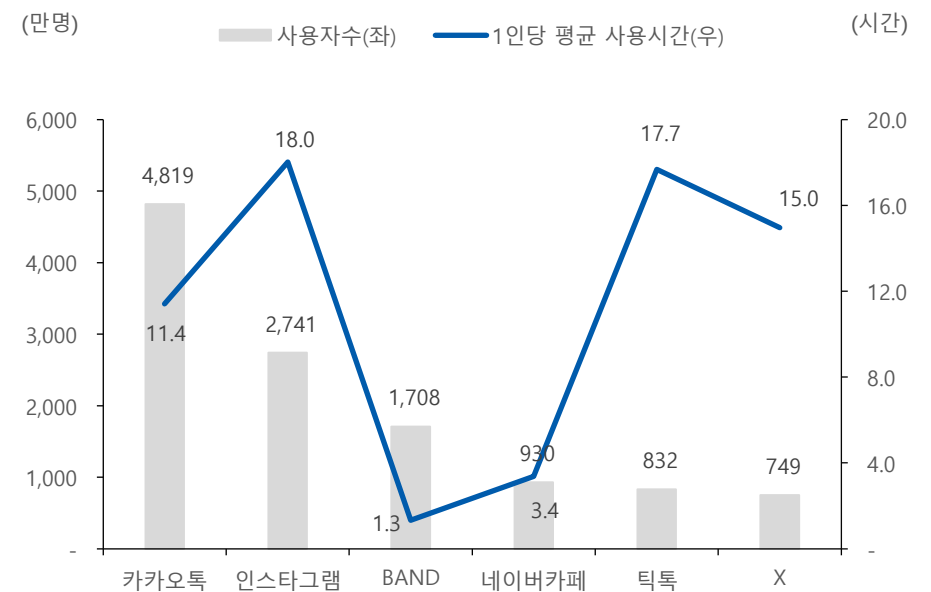
- ChatGPT 사용자수 25년 8월 기준 2,031만명. 1년 만에 5배 증가. 20대부터 40대까지 연령대가 전체 이용자의 70% 차지
- 기존 웹검색을 통한 지식, 정보 검색 사용량 상당부분 대체 중이고 향후에도 대체가 가속화될 것으로 예상
- 국내 SNS 사용자수 카카오톡 4,819만명으로 2위 인스타그램 2,741만명 대비 2,078만명 더 많지만 1인당 평균 사용시간은 인스타그램이 18.0시간으로 카카오톡 대비 6.6시간 더 많음
- 따라서, 전체 사용시간은 카카오톡과 인스타그램이 각각 5.5억 시간, 4.9억 시간으로 유사함

국내 ChatGPT 월간 사용자 수 추이



자료: 와이즈앱, 리테일 / 주: 국내 Android + iOS 앱 사용자 추정

SNS 앱 사용자수 및 1인당 평균 사용시간



자료: 와이즈앱, 리테일 / 주: 국내 Android + iOS 앱 사용자수 및 1인당 평균 사용시간 추정. 2025년 8월 기준

NAVER(035420): 1Q26 Preview : 우려가 현실로

인터넷



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	290,000원 (D)
현재주가 (4/8)	201,500원
상승여력	44%

시가총액	316,058억원
총발행주식수	156,852,638주
60일 평균 거래대금	3,303억원
60일 평균 거래량	1,324,361주
52주 고	290,500 원
52주 저	176,900 원
외인지분율	38.22 %
주요주주	국민연금공단 9.33%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(9.4) (19.7) 12.2
상대	(13.9) (37.8) (55.4)
절대(달러환산)	(9.1) (20.8) 12.4

- **1Q26 Preview** : 영업수익 3조 954억원 YoY +11.1%, 영업이익 5,300억원 YoY +4.9%. 영업이익률 17.1%. 컨센서스 하회 전망
[광고] 기존 검색광고, DA, 쇼핑광고를 포함한 전체 광고매출은 전년 동기와 유사한 매출 전망. 쇼핑광고는 성장했을 것으로 추정되나 환율, 유가상승 등 광고 경기불안요소도 있겠지만, 우려했던 기존 검색광고의 역성장이 전체 광고 성장 둔화의 주요한 원인으로 작용한 것으로 추정된다. AI브리핑이 CTR등 광고 효율성이 높지만 광고 인벤토리가 기존 통합검색 대비 현저히 작고, 무엇보다 타 AI 검색증가로 인한 전체 검색쿼리 감소에 의한 검색광고 매출 감소영향이 클 것으로 추정된다.
- **[커머스]** 광고와 달리 커머스는 견조한 성장흐름이 이어질 것으로 예상된다. ① 커머스 전체 수수료를 증가(25년 6월)효과 ② 탈쿠팡 효과 ③ 포쉬마크 실적 호조 지속 ④ 마켓컬리, 스포티파이 등 멤버십 효과 ⑤ 'KREAM', 'SODA' 고성장 지속 등으로 전년 대비 높은 성장 유지 전망. 특히, '포쉬마크'는 C커머스의 미국 관세부과로 인한 반사효과와 고물가, 경기둔화 우려에 대한 중고거래 증가로 4분기에 이어 고성장 예상. 향후 해외 C2C 커머스 성장 기대.
- **투자의견 BUY, 목표주가 29만원으로 하향 조정** : CapEx 투자 증가에 따른 비용증가, 무료 배송 비용 부담 증가 등 매출 증가율을 앞서는 비용 증가로 이익률 하락 전망. 또한, 실적 개선 및 밸류에이션 리레이팅 요인으로 기대되었던 두나무와의 합병 연기. 2026년 PER 기준 13.2배, PBR 1.1배가 과거 대비 낮은 수준이나 현재 광고, 커머스, 웹툰, 클라우드 등의 동사 사업부문에서 성장 모멘텀이 불활실한 상황. 해외 C2C 커머스 등 의미있는 성장이 본격화 되기 전까지는 밸류에이션 리레이팅이 어려울 것으로 판단. 2026년 광고+커머스 매출액에 글로벌 피어들의 하향된 평균 PSR을 적용하고, 최근 주가하락을 반영한 자회사 지분가치를 반영, 목표주가 29만원으로 하향 조정함

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	12,819	13,178	13,316
매출액증가율	11.0	12.1	6.5	2.8	1.0
영업이익	1,979	2,208	2,269	2,393	2,430
영업이익률	18.4	18.3	17.7	18.2	18.2
지배주주귀속순이익	1,923	1,953	2,350	2,254	2,041
지배주주 귀속 EPS	11,913	12,376	14,982	14,373	13,012
증가율	92.8	3.9	21.1	-4.1	-9.5
PER	15.5	18.3	13.4	14.0	15.5
PBR	1.1	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.6	11.0	5.5	6.7	7.6
ROA	5.2	4.9	5.6	5.2	4.6
ROE	7.9	7.4	8.2	7.5	6.5

자료: 유안타증권 리서치센터

NAVER 1Q26 실적 전망

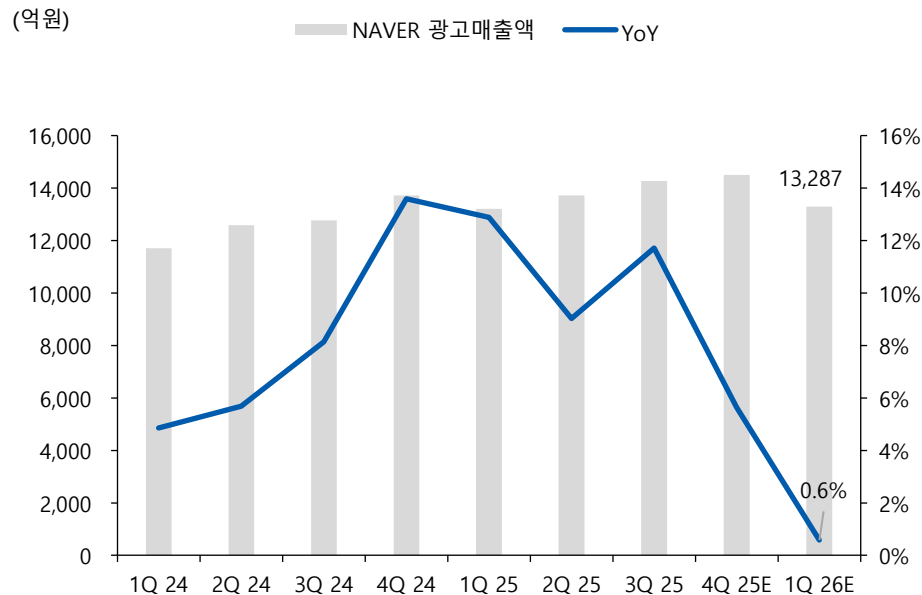
NAVER 실적전망

(억원)	1Q 25	2Q 25	3Q25	4Q 25	1Q 26E	2Q 26E	3Q 26E	4Q 26E	2024	2025	2026E	2027E
영업수익	27,868	29,150	31,381	31,951	30,954	31,913	32,171	33,147	107,378	120,350	128,186	131,784
YoY	10.3%	11.7%	15.6%	10.7%	11.1%	9.5%	2.5%	3.7%	11.0%	12.1%	6.5%	2.8%
서치플랫폼	10,127	10,365	10,602	10,596	9,757	10,323	10,221	10,657	39,462	41,690	40,957	39,870
YoY	11.9%	5.9%	6.3%	-0.5%	-3.7%	-0.4%	-3.6%	0.6%	10.0%	5.6%	-1.8%	-2.7%
커머스	7,879	8,611	9,855	10,540	10,610	10,786	10,599	11,155	29,230	36,885	43,150	46,116
YoY	12.0%	19.8%	35.9%	36.0%	34.7%	25.3%	7.6%	5.8%	14.8%	26.2%	17.0%	6.9%
커머스 광고	3,083	3,356	3,663	3,903	3,530	3,843	3,731	4,162	11,320	14,005	15,266	16,365
YoY	16.4%	19.8%	31.2%	26.8%	14.5%	14.5%	1.9%	6.6%	2.3%	24.0%	9.0%	7.2%
중개 및 판매	4,242	4,682	5,589	6,009	6,404	6,259	6,153	6,221	15,958	20,523	25,037	26,656
YoY	8.6%	11.2%	39.7%	45.2%	51.0%	33.7%	10.1%	3.5%	25.8%	28.6%	22.0%	8.0%
핀테크	3,927	4,117	4,331	4,531	4,427	4,488	4,565	4,778	15,084	16,906	18,258	19,586
YoY	11.0%	11.7%	12.5%	13.0%	12.7%	9.0%	5.4%	5.4%	11.3%	12.1%	8.0%	7.3%
콘텐츠	4,593	4,740	5,093	4,567	4,584	4,738	5,109	4,696	17,964	18,993	19,128	19,176
YoY	2.9%	12.9%	10.1%	-2.3%	-0.2%	0.0%	0.3%	2.8%	3.7%	5.7%	0.7%	0.2%
클라우드	1,342	1,317	1,500	1,718	1,576	1,578	1,677	1,862	5,638	5,877	6,692	7,037
YoY	14.7%	5.7%	3.7%	-3.3%	17.4%	19.8%	11.8%	8.4%	26.1%	4.2%	13.9%	5.2%
영업비용	22,815	23,933	25,675	25,845	25,655	26,298	26,642	26,901	87,585	98,268	105,495	107,858
인건비	5,739	5,833	6,322	6,357	6,409	6,440	6,482	6,509	22,253	24,251	25,841	26,621
YoY	8%	2%	18%	9%	12%	10%	3%	2%	2%	9%	7%	3%
파트너	9,742	10,140	10,970	11,144	10,703	11,114	11,343	11,289	37,900	41,996	44,449	44,889
YoY	7%	11%	17%	9%	10%	10%	3%	1%	7%	11%	6%	1%
인프라	1,893	1,977	2,186	2,052	2,225	2,246	2,258	2,352	7,048	8,108	9,081	9,808
YoY	11%	15%	23%	11%	18%	14%	3%	15%	18%	19%	12%	8%
마케팅	4,302	4,824	5,020	5,057	5,052	5,185	5,270	5,342	15,993	19,203	20,849	21,003
영업이익	5,053	5,217	5,706	6,106	5,300	5,615	5,530	6,246	19,793	22,082	22,691	23,926
영업이익률	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	17.1%	17.6%	17.2%	18.8%	18.4%	18.3%	17.7%	18.2%
YoY	15.1%	10.4%	8.6%	12.6%	4.9%	7.6%	-3.1%	2.3%	32.9%	11.6%	2.8%	5.4%

NAVER 광고(검색+DA+쇼핑) 성장률 & 커머스(중계&판매) 성장률

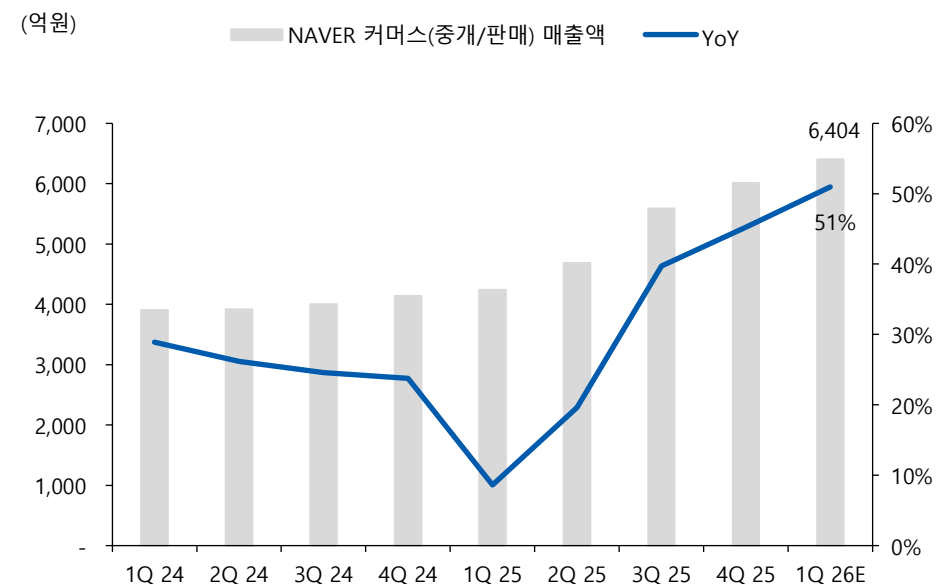
- NAVER 광고(검색+DA+쇼핑) 24,25년 전년 대비 성장률이 각각 8.1%, 9.7% 였으나 1Q26 +0.6%로 성장률 하락&정체 전망
- 쇼핑 광고는 높은 성장 유지 예상 되나, 검색 광고 역성장이 전체 광고 성장률 하락을 이끌었을 것으로 예상
- 커머스(중계+판매) 매출 성장률은 24년 25.8%에서 26년 6월 커머스 수수료 인상이후 3Q25, 4Q25 각각 40%, 45%에 이어 탈쿠팡효과까지 추가되며 1Q26 51%의 고성장 예상
- 최근 쿠팡 사용자수 및 결제액 회복으로 탈쿠팡효과가 소강상태에 있고, 수수료 인상 기저효과가 종료되는 하반기에는 NAVER 커머스(중계+판매) 성장률이 감소할 것으로 전망

NAVER 광고(검색+DA+쇼핑) 매출액 & 성장률



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

NAVER 커머스(중계+판매) 매출액 & 성장률



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

NAVER 투자의견 BUY, 목표주가 29만원 하향조정

NAVER 목표주가 산정 내역

밸류에이션 항목	변동 전 가치산정내역	밸류에이션 항목	변동 후 가치산정내역
국내 NAVER 검색 플랫폼 가치 (A) = (a) * (b)	377,776	국내 NAVER 검색 플랫폼 가치 (A) = (a) * (b)	326,337
2025년 NAVER 검색 플랫폼 + 커머스 예상 매출액 (a)	75,707	2026년 NAVER 검색 플랫폼 + 커머스 예상 매출액 (a)	84,107
Target 멀티플 : 글로벌 플랫폼 기업 평균 PSR) (b)	5.0	Target 멀티플 : 글로벌 플랫폼 기업 평균 PSR) (b)	3.9
일본 A홀딩스 지분 가치 (B) = (c) * (d)	112,563	일본 A홀딩스 지분 가치 (B) = (c) * (d)	82,456
LY 지분율 (c) = 50% x 65%	32.4%	LY 지분율 (c) = 50% x 65%	32.4%
LY 가치 (d) (2025. 6.27 시총)	347,577	LY 가치 (d) (2026. 4.6 시총)	254,613
네이버 파이낸셜 지분가치 (C) = (e) * (f)	75,900	네이버 파이낸셜 지분가치 (C) = (e) * (f)	34,086
네이버 파이낸셜 지분율 (e)	69.0%	네이버 파이낸셜 지분율 (e)	69.0%
네이버 파이낸셜 가치 (f) (카카오페이 2025. 6.27 시총)	110,000	네이버 파이낸셜 가치 (f) (두나무와 합병신청시 평가액)	49,400
네이버 웹툰(WEBTOON Entertainment) 지분 가치 (D) = (g) * 60.64%	4,526	네이버 웹툰(WEBTOON Entertainment) 지분 가치 (D) = (g) * 60.64%	12,080
WEBTOON Entertainment 2025. 6.27 시총 (g)	7,365	WEBTOON Entertainment (2026. 4.6 시총) (g)	19,658
총가치 = A + B + C + D + E + F	570,765	총가치 = A + B + C + D + E + F	454,959
발행주식수	158,437,008	발행주식수	156,852,638
NAVER 총 주당가치	360,247	NAVER 총 주당가치	290,055

자료: 유안타증권 리서치센터, 주 : 2026년 글로벌 플랫폼 기업 평균 PSR 산정시 Alphabet 8.8배 제외 / 단위: 억원

NAVER(035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	10,738	12,035	12,819	13,178	13,316	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	10,738	12,035	12,819	13,178	13,316	
판매비	8,758	9,827	10,549	10,786	10,887	
영업이익	1,979	2,208	2,269	2,393	2,430	
EBITDA	2,653	2,953	5,688	4,723	4,149	
영업외손익	343	212	896	644	319	
외환관련손익	-147	3	437	445	145	
이자손익	69	114	-235	-263	-252	
관계기업관련손익	145	495	309	257	214	
기타	277	-400	386	204	212	
법인세비용차감전순손익	2,322	2,420	3,165	3,036	2,749	
법인세비용	390	601	791	759	687	
계속사업순손익	1,932	1,819	2,374	2,277	2,062	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,932	1,819	2,374	2,277	2,062	
지배지분순이익	1,923	1,953	2,350	2,254	2,041	
포괄순이익	2,631	1,938	2,160	1,805	1,590	
지배지분포괄이익	2,561	2,087	4,930	4,121	3,629	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	2,590	3,096	6,668	5,536	5,066	
당기순이익	1,932	1,819	2,374	2,277	2,062	
감가상각비	609	680	3,192	2,130	1,539	
외환손익	117	-15	-437	-445	-145	
종속, 관계기업관련손익	-145	-495	-309	-257	-214	
자산부채의 증감	152	462	1,568	1,572	1,582	
기타현금흐름	-75	645	279	259	243	
투자활동 현금흐름	-1,340	-744	-7,464	-2,759	-1,686	
투자자산	1,280	169	-4,175	-2,591	-1,561	
유형자산 증가 (CAPEX)	-554	-1,235	-4,000	-800	-800	
유형자산 감소	32	14	0	0	0	
기타현금흐름	-2,098	308	711	631	675	
재무활동 현금흐름	-770	-524	-440	-601	-601	
단기차입금	-224	21	-47	-7	-7	
사채 및 장기차입금	-153	350	0	-200	-200	
자본	180	164	0	0	0	
현금배당	-119	-168	-394	-393	-393	
기타현금흐름	-454	-891	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	140	-39	-1,624	-2,855	-3,194	
현금의 증감	619	1,788	-2,860	-678	-415	
기초 현금	3,576	4,196	5,984	3,124	2,446	
기말 현금	4,196	5,984	3,124	2,446	2,031	
NOPLAT	1,979	2,208	2,269	2,393	2,430	
FCF	2,036	1,861	2,668	4,736	4,266	

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

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	9,375	10,928	8,365	7,829	7,461	
현금및현금성자산	4,196	5,984	3,124	2,446	2,031	
매출채권 및 기타채권	1,588	1,617	1,677	1,703	1,720	
채고자산	22	20	21	22	22	
비유동자산	28,793	30,156	34,912	36,308	37,320	
유형자산	2,910	3,608	4,415	3,086	2,347	
관계기업등 지분관련자산	17,406	16,649	20,237	22,261	23,819	
기타투자자산	3,504	4,745	5,332	5,899	5,902	
자산총계	38,168	41,084	43,277	44,136	44,781	
유동부채	6,092	8,019	8,154	7,813	7,491	
매입채무 및 기타채무	3,866	4,238	4,420	4,199	3,989	
단기차입금	135	132	132	132	132	
유동성장기부채	200	1,597	1,597	1,597	1,597	
비유동부채	5,075	4,113	4,275	4,064	3,834	
장기차입금	863	874	874	774	674	
사채	2,007	382	382	282	182	
부채총계	11,167	12,131	12,429	11,876	11,325	
자배지분	25,460	27,582	29,453	30,842	32,018	
자본금	16	16	16	16	16	
자본잉여금	1,423	1,586	1,586	1,586	1,586	
이익잉여금	25,965	27,626	29,582	31,443	33,091	
비지배지분	1,541	1,371	1,395	1,418	1,438	
자본총계	27,001	28,953	30,848	32,260	33,456	
순차입금	-3,157	-4,411	-1,822	-1,503	-1,361	
총차입금	4,378	4,609	4,562	4,311	4,065	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	11,913	12,376	14,982	14,373	13,012	
BPS	170,953	184,396	196,907	206,194	214,054	
EBITDAPS	16,432	18,714	36,265	30,114	26,453	
SPS	66,511	76,258	81,724	84,018	84,897	
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630	2,630	
PER	15.5	18.3	13.4	14.0	15.5	
PBR	1.1	1.2	1.0	1.0	0.9	
EV/EBITDA	10.6	11.0	5.5	6.7	7.6	
PSR	2.8	3.0	2.5	2.4	2.4	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	11.0	12.1	6.5	2.8	1.0	
영업이익 증가율 (%)	32.9	11.6	2.8	5.4	1.5	
지배순이익 증가율 (%)	90.0	1.6	20.3	-4.1	-9.5	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	18.4	18.3	17.7	18.2	18.2	
지배순이익률 (%)	17.9	16.2	18.3	17.1	15.3	
EBITDA 마진 (%)	24.7	24.5	44.4	35.8	31.2	
ROIC	49.2	49.3	48.8	52.7	71.4	
ROA	5.2	4.9	5.6	5.2	4.6	
ROE	7.9	7.4	8.2	7.5	6.5	
부채비율 (%)	41.4	41.9	40.3	36.8	33.9	
순차입금/자기자본 (%)	-12.4	-16.0	-6.2	-4.9	-4.3	
영업이익/금융비용 (배)	18.9	20.3	5.2	5.7	6.1	

카카오(035720): 1Q26 Preview : 특광고 호조 지속

인터넷



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	80,000원 (M)
현재주가 (4/8)	47,850원
상승여력	67%

시가총액	211,976억원
총발행주식수	441,580,272주
60일 평균 거래대금	1,480억원
60일 평균 거래량	2,617,224주
52주 고	70,400 원
52주 저	36,450 원
외인지분율	29.58 %
주요주주	김범수 외 75인 24.08%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(10.7) (17.2) 22.5
상대	(15.1) (35.8) (51.3)
절대(달러환산)	(10.4) (18.3) 22.8

- **1Q26 Preview** : 영업수익 1조 9,985억원 YoY +7%, 영업이익 1,928억원 YoY +68%. 영업이익률 9.6%. 컨센서스 상회 전망
[플랫폼] <광고> 지난 해 특개편 이후 증가된 체류시간의 유지, 광고 인벤토리(1탭, 3탭) 증가, 비즈니스 메시지 고성장 지속 등 특광고 두자릿수 성장 지속 전망. **<커머스(선물하기)>**는 자기구매 성장과 프로모션에 의한 매출차감이 상쇄되며 전년 수준 매출 예상
<모빌리티> 택시, 대리, 주차의 고른 성장과 퀵서비스의 고성장으로 두자릿수 성장 지속 및 고정비 레버리지 효과로 빠른 이익개선 기대(2025년 매출액 7,393억원 YoY +9.5%, 영업이익 1,155억원 YoY +24.2%) **<페이>** 기존 결제 매출의 안정적인 성장위에 해외주식 비중 증가 등 증권 수익의 턴어라운드로 이익개선이 가팔라질 것으로 예상
- **[콘텐츠] <게임>** 신작 부재 및 기존 게임 매출 감소로 역성장 지속 전망 **<뮤직>** 멜론 점유율 정체/하락, IP 활동 제한. 'IVE', 'KiKi', 에스엠만 성장. 전체로 전년 수준 기대 **<스토리>** 카카오엔터 역성장 지속, 피코마 성장 및 이익 개선 지속되나 일본 웹툰 시장 정체로 성장률은 둔화 전망. 콘텐츠 전체로 매출 역성장 및 이익 감소 지속 전망
- **AI for 카카오** : 'ChatGPT for 카카오'의 이용자수는 상당히 증가한 것으로 추정되나, 전체적으로 아직 의미 있는 체류시간 및 활동성 증가로 이어지고 있지는 못하고 있는 것으로 추정. 3월 시작된 AI Agent '카나나 in 카카오톡' 도 기능적으로도 아직 완결된 상황이 아니고 아직 의미있는 트래픽 창출이 되고 있지는 않는 것으로 추정됨. 동사는 향후 기능 추가, 파트너 추가 및 마케팅 강화로 트래픽 증가 및 수익 증가 계획

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	7,864	8,099	8,640	8,968	9,197
매출액증가율	4.1	3.0	6.7	3.8	2.6
영업이익	495	732	904	1,069	1,218
영업이익률	6.3	9.0	10.5	11.9	13.2
지배주주귀속순이익	55	491	-177	-250	-375
지배주주 귀속 EPS	124	1,110	-400	-567	-850
증가율	-105.4	795.2	-136.0	41.8	49.9
PER	358.2	46.6	-119.7	-84.4	-56.3
PBR	1.9	2.0	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	14.4	13.0	10.9	9.0	8.0
ROA	0.2	1.8	-0.6	-0.8	-1.1
ROE	0.6	4.6	-1.4	-1.8	-2.4

자료: 유안타증권 리서치센터

카카오 1Q26 실적 전망

카카오 실적전망

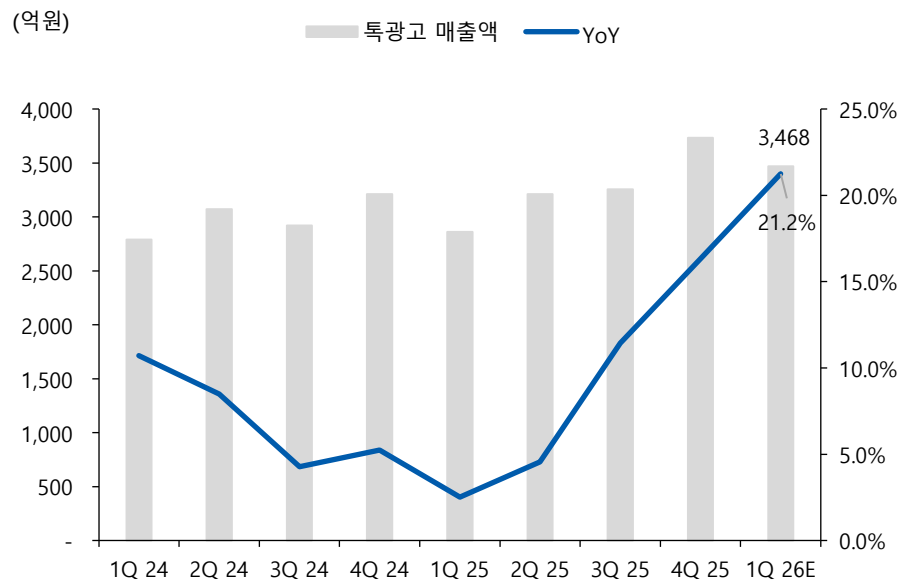
(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
총매출	18,606	20,242	20,812	21,332	19,985	21,048	22,071	23,298	78,640	80,991	86,402
YoY	-6%	1%	8%	9%	7%	4%	6%	9%	4%	3%	7%
플랫폼부문	9,899	10,511	10,546	12,226	11,670	11,685	11,543	13,104	38,933	43,182	48,002
특비즈	5,533	5,422	5,344	6,271	6,164	6,036	5,836	6,666	20,816	22,570	24,702
특광고	2,860	3,210	3,254	3,734	3,468	3,663	3,618	4,088	11,990	13,058	14,836
커머스	2,673	2,212	2,090	2,537	2,696	2,374	2,218	2,578	8,826	9,512	9,866
YoY	13%	10%	0%	8%	1%	7%	6%	2%	2%	8%	4%
포털비즈	741	783	727	717	663	713	684	582	3,322	2,968	2,642
플랫폼 기타	3,624	4,306	4,474	5,239	4,843	4,936	5,023	5,856	14,795	17,643	20,657
콘텐츠부문	8,707	9,731	10,266	9,106	8,316	9,364	10,528	10,193	39,707	37,810	38,401
게임	1,452	1,426	1,544	979	965	1,023	1,467	1,461	8,732	5,401	4,915
뮤직	4,379	5,172	5,645	5,251	4,463	5,336	5,882	5,495	19,200	20,446	21,176
에스엠	2,314	3,029	3,216	3,190	2,476	3,183	3,574	3,420	9,900	11,749	12,653
스토리	2,126	2,190	2,118	1,918	2,062	2,072	2,192	2,194	8,640	8,353	8,519
엔터매출액	887	912	845	798	810	792	816	809	3,885	3,442	3,227
피코마매출액	1,238	1,276	1,270	1,120	1,251	1,280	1,377	1,384	4,758	4,903	5,292
미디어	751	942	958	958	826	933	987	1,044	3,134	3,609	3,790
영업비용	17,457	18,289	18,628	19,298	18,057	18,923	19,667	20,717	73,688	73,671	77,364
인건비	4,721	4,825	4,711	4,974	4,784	4,753	4,760	4,986	18,915	19,231	19,283
매출연동비	6,975	7,130	7,420	7,680	7,103	7,702	8,277	8,376	30,110	29,205	31,458
외주/인프라	2,049	2,322	2,594	2,500	2,499	2,531	2,568	2,623	8,755	9,465	10,222
마케팅비	865	873	1,006	1,163	791	1,040	1,058	1,604	4,043	3,907	4,493
상각비	2,049	2,212	2,077	2,043	2,063	2,084	2,105	2,126	69,362	68,977	69,551
기타	798	928	821	937	817	814	899	1,002	3,271	3,484	3,531
영업이익	1,149	1,953	2,184	2,034	1,928	2,125	2,404	2,581	4,952	7,320	9,038
영업이익률	6.2%	9.6%	10.5%	9.5%	9.6%	10.1%	10.9%	11.1%	6.3%	9.0%	10.5%
YoY	-10%	38%	57%	136%	68%	9%	10%	27%	7%	48%	23%

자료: 유안타증권 리서치센터

카카오 광고 매출액 & 성장률, 카카오 모빌리티&페이 영업이익 추이

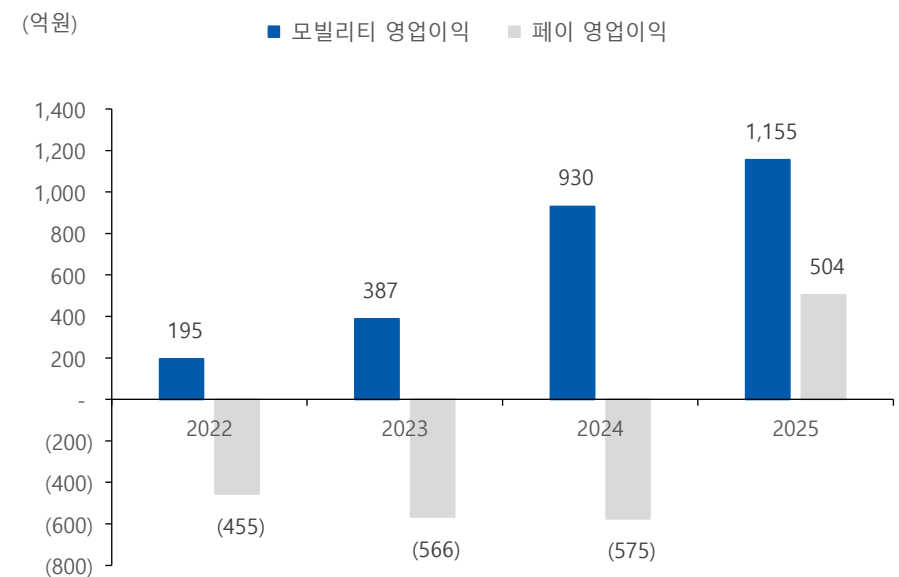
- 카카오 특광고 24,25년 전년 대비 성장률이 각각 7.1%, 8.9% 였으나, 특개편에 따른 체류시간 증가, 광고 인벤토리 증가로 4Q25 +16.3%에 이어 1Q26 21.2% 증가 전망
- 카카오 모빌리티는 매출 성장에 따른 고정비 레버리지 효과로 2025년 매출액 7,393억원 YoY +9.5%, 영업이익 1,155억원 YoY +24.2% 기록
- 카카오 페이도 매출 성장에 따른 고정비 레버리지 효과로 2025년 매출액 9,584억원 YoY +25.1%, 영업이익 504억원으로 24년 영업손실 575억원에서 흑자전환 시현. 1Q26에도 이익 개선 폭 증가 전망

카카오 특광고 매출액 & 성장률 추이



자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

카카오 모빌리티 & 페이 영업이익(손실) 연도별 추이



자료: DART

카카오(035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	7,864	8,099	8,640	8,968	9,197	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	7,864	8,099	8,640	8,968	9,197	
판매비	7,369	7,367	7,736	7,899	7,979	
영업이익	495	732	904	1,069	1,218	
EBITDA	1,331	1,572	1,539	1,747	1,925	
영업외손익	-446	-111	-687	-606	-523	
외환관련손익	25	-4	0	0	0	
이자손익	2	1	-394	-353	-312	
관계기업관련손익	56	90	214	222	231	
기타	-530	-197	-506	-476	-442	
법인세비용차감전순손익	50	622	217	463	695	
법인세비용	160	95	-31	111	167	
계속사업순손익	-111	527	248	352	528	
중단사업순손익	-51	-9	0	0	0	
당기순이익	-162	518	248	352	528	
지배지분순이익	55	491	-177	-250	-375	
포괄순이익	197	1,306	2,703	2,287	2,047	
지배지분포괄이익	387	1,324	3,216	2,721	2,435	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	1,250	1,405	1,729	1,891	2,093	
당기순이익	-162	518	248	352	528	
감가상각비	576	583	426	455	472	
외환손익	-22	4	0	0	0	
종속,관계기업관련손익	-54	-90	-214	-222	-231	
자산부채의 증감	-4	-106	1,011	1,035	1,040	
기타현금흐름	917	496	258	272	283	
투자활동 현금흐름	10	-478	-651	-1,668	-1,727	
투자자산	129	343	-279	-638	-728	
유형자산 증가 (CAPEX)	-380	-479	0	-500	-500	
유형자산 감소	32	14	0	0	0	
기타현금흐름	229	-355	-372	-531	-499	
재무활동 현금흐름	-521	-708	-33	-157	-161	
단기차입금	563	-598	0	-85	-90	
사채 및 장기차입금	-598	194	0	-39	-38	
자본	71	-108	0	0	0	
현금배당	-43	-39	-33	-33	-33	
기타현금흐름	-513	-158	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	41	-14	1,137	1,298	852	
현금의 증감	781	204	2,182	1,363	1,057	
기초 현금	5,389	6,170	6,374	8,556	9,920	
기말 현금	6,170	6,374	8,556	9,920	10,977	
NOPLAT	495	732	1,034	1,069	1,218	
FCF	871	926	1,729	1,391	1,593	

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

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	10,722	12,374	14,995	16,557	17,742	
현금및현금성자산	6,170	6,374	8,556	9,920	10,977	
매출채권 및 기타채권	1,255	1,396	1,534	1,550	1,589	
채고자산	81	77	84	87	90	
비유동자산	15,051	15,409	15,050	15,931	16,851	
유형자산	1,363	1,557	1,131	1,176	1,204	
관계기업등 지분관련자산	2,923	2,517	2,765	2,959	3,195	
기타투자자산	2,827	3,549	3,580	4,024	4,515	
자산총계	25,773	27,784	30,045	32,488	34,593	
유동부채	8,545	8,780	8,438	8,596	8,669	
매입채무 및 기타채무	5,310	6,193	5,852	6,074	6,229	
단기차입금	1,458	938	938	838	738	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동부채	3,285	3,779	3,874	3,905	3,922	
장기차입금	328	991	991	941	891	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	11,830	12,559	12,312	12,501	12,592	
자배지분	10,141	11,276	13,359	15,011	16,122	
자본금	44	44	44	44	44	
자본잉여금	8,911	8,803	8,803	8,803	8,803	
이익잉여금	1,943	2,685	2,475	2,192	1,783	
비지배지분	3,802	3,949	4,374	4,976	5,880	
자본총계	13,943	15,225	17,733	19,987	22,001	
순차입금	-4,434	-6,349	-8,777	-10,424	-11,681	
총차입금	4,472	4,068	4,068	3,944	3,816	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	124	1,110	-400	-567	-850	
BPS	23,100	25,625	30,422	34,183	36,713	
EBITDAPS	2,997	3,552	3,482	3,957	4,359	
SPS	17,710	18,296	19,549	20,309	20,828	
DPS	68	75	75	75	75	
PER	358.2	46.6	-119.7	-84.4	-56.3	
PBR	1.9	2.0	1.6	1.4	1.3	
EV/EBITDA	14.4	13.0	10.9	9.0	8.0	
PSR	2.5	2.8	2.4	2.4	2.3	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	4.1	3.0	6.7	3.8	2.6	
영업이익 증가율 (%)	7.5	47.8	23.5	18.3	13.9	
지배순이익 증가율 (%)	흑전	789.1	적전	적지	적지	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	6.3	9.0	10.5	11.9	13.2	
지배순이익률 (%)	0.7	6.1	-2.0	-2.8	-4.1	
EBITDA 마진 (%)	16.9	19.4	17.8	19.5	20.9	
ROIC	-40.3	34.2	77.6	62.0	75.2	
ROA	0.2	1.8	-0.6	-0.8	-1.1	
ROE	0.6	4.6	-1.4	-1.8	-2.4	
부채비율 (%)	84.8	82.5	69.4	62.5	57.2	
순차입금/자기자본 (%)	-43.7	-56.3	-65.7	-69.4	-72.5	
영업이익/금융비용 (배)	2.4	4.1	1.5	1.9	2.2	

크래프톤(259960): 1Q26 Preview : 기대를 뛰어넘는 PUBG

게임



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	300,000원 (M)
현재주가 (4/8)	234,000원
상승여력	28%

시가총액	110,930억원
총발행주식수	47,406,091주
60일 평균 거래대금	358억원
60일 평균 거래량	146,527주
52주 고	386,000 원
52주 저	211,000 원
외인지분율	41.35 %
주요주주	장병규 외 33인 21.95%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	3.5 2.0 (36.2)
상대	(1.5) (21.0) (74.6)
절대(달러환산)	3.9 0.6 (36.0)

- **1Q26 Preview** : 매출액 1조 1,824억원 YoY +35%, 영업이익 4,367억원 YoY -5%. 영업이익률 36.9%. 컨센서스 상회 전망 **[PC PUBG]** 1월 신년 복각 성장형 무기 이벤트, 2월 스프링 페스티벌, 3월 9주년 이벤트 '에스틴마틴' 재판매 등 유료결제자 증가로 YoY +6% 증가한 3,429억원 전망. 스팀 최고 동접 기준 지난해 80만명에서 1분기 134만명까지 증가하며 트래픽과 ARPU 동시 상승세 지속. 4월 웰메이드 모드 출시, 4/8 콘텐츠 BM 성장형 스킨, '스텔라 블레이드' 콜라보, 제노 포인트, 페이드잇 업데이트 등 2분기에도 매출 성장 기대
- **[모바일 PUBG] <화평정영>** 춘절기간 파라모 신규 맵 추가, '패라리' 콜라보 등 신규 BM 증가가 높은 매출 상승 견인. 25년 DAU 8천만명에서 26년 춘절기간 9천만명 돌파. 중국내 인기 여전함을 입증 **<PUBG 글로벌>** 매출 높은 중동 지역 22/18~3/19 라마단 기간 역대 매출 기록 경신. 3월 독일 'Apollo' 콜라보 등 1분기 성수기 효과 수혜
- **신작 업데이트** : <서브2> 소송 패소로 5월 출시는 연기. 연내 출시는 가능 <팰월드 모바일> 26년 CBT 후 26년 연말 또는 27년 초 출시 예정 <인조이> 1분기 대규모 1주년 업데이트. 콘텐츠 대폭 증가 후 27년 출시 목표 <26개 신작 파이프라인> '블랙버짓', '원들리스', '눈마세', '노로우' 등 27년 출시 준비중.
- **투자 의견 BUY, 목표주가 30만원 유지** : 신작 공백이 길어지며 다소 지루한 면이 있지만, PUBG 성장이 견조하고, 늦어진 만큼 개발에 충실하여 PUBG와 같은 글로벌 IP 준비중이며, ADK 인수 등 실적 공백은 없을 것으로 보이는 바, 게임주 Bottom 벨류인 P/E 10배, P/B 1배 수준에서는 매수로 대응할 것을 권고함

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,710	3,327	4,344	4,531	4,440
매출액증가율	41.8	22.8	30.6	4.3	-2.0
영업이익	1,182	1,054	1,322	1,764	1,681
영업이익률	43.6	31.7	30.4	38.9	37.9
지배주주귀속순이익	1,306	735	920	1,124	1,086
지배주주 귀속 EPS	27,162	15,438	19,406	23,710	24,067
증가율	122.3	-43.2	25.7	22.2	1.5
PER	10.2	21.2	12.1	9.9	9.7
PBR	1.8	2.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.5	10.9	5.6	3.9	3.5
ROA	18.2	8.5	9.1	9.9	8.7
ROE	21.1	10.6	12.4	13.6	11.7

자료: 유안타증권 리서치센터

크래프톤 1Q26 실적 전망

크래프톤 실적전망

(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	8,742	6,620	8,706	9,197	11,824	9,861	11,285	10,469	27,098	33,266	43,438	45,308
YoY	31%	-6%	-24%	49%	35%	49%	30%	14%	42%	23%	31%	4%
온라인	3,235	2,197	3,539	2,874	3,429	2,461	3,308	2,989	9,419	11,846	12,187	12,674
모바일	5,324	4,276	4,885	2,922	5,408	4,194	4,617	3,893	16,898	17,407	18,112	18,584
콘솔	131	98	102	97	127	114	100	100	443	428	441	716
기타	51	50	180	71	92	89	96	106	337	353	383	402
광고및컨텐츠(ADK)	-	-	-	3,232	2,768	3,003	3,164	3,382	-	3,232	12,316	12,932
비용합계	4,169	4,160	5,220	9,173	7,457	6,731	7,464	8,566	15,273	22,722	30,218	27,671
플랫폼수수료	1,050	839	1,286	1,037	1,316	948	1,330	1,115	3,493	4,213	4,708	4,884
인건비	1,484	1,468	1,555	2,840	2,504	2,010	2,044	2,100	5,168	7,347	8,658	8,761
주식보상비용	179	200	54	64	53	28	72	77	1,024	496	230	207
지급수수료	841	962	1,416	3,903	2,591	2,818	2,878	3,933	3,161	7,123	12,220	9,190
마케팅비	229	261	433	518	388	323	502	638	1,014	1,441	1,852	1,971
기타	385	430	477	810	605	604	637	703	1,413	2,101	2,549	2,658
영업이익	4,573	2,461	3,486	24	4,367	3,130	3,821	1,903	11,825	10,544	13,220	17,637
영업이익률	52.3%	37.2%	40.0%	0.3%	36.9%	31.7%	33.9%	18.2%	43.6%	31.7%	30.4%	38.9%
YoY	47%	-26%	-53%	-99%	-5%	27%	10%	7724%	54%	-11%	25%	33%

자료: 유안타증권 리서치센터

서브노티카2에 대한 기대 & 글로벌 PUBG 사용자수 & 화평정영 매출순위

STEAM Most Wished Game 순위



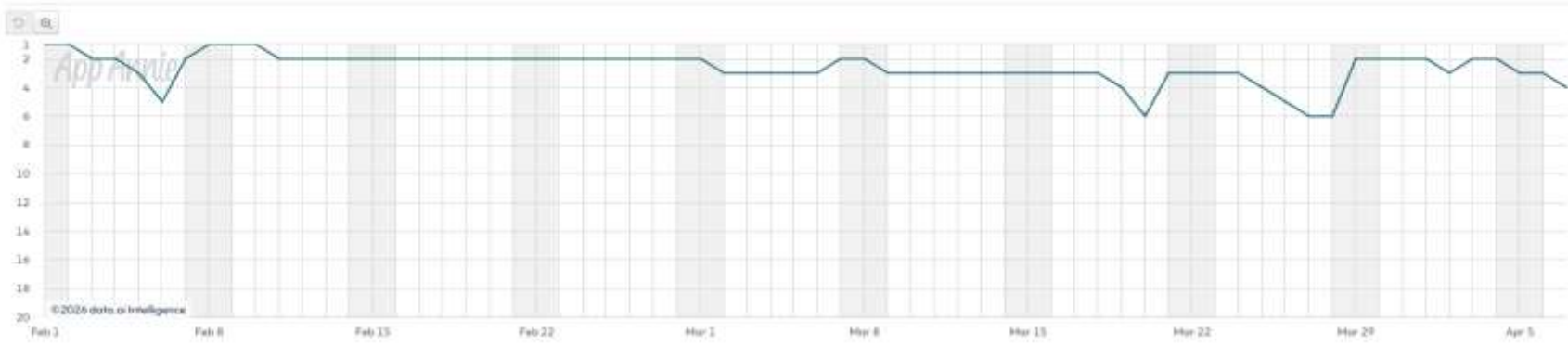
자료: STEAM DB

PUBG Battleground 사용자수 추이



자료: STEAM DB

중국 iOS '화평정영' 매출 순위 (2026.2.1 ~ 2026. 4. 7)



자료: Data.ai

크래프톤(259960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	2,710	3,327	4,344	4,531	4,440	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	2,710	3,327	4,344	4,531	4,440	
판매비	1,527	2,272	3,022	2,767	2,760	
영업이익	1,182	1,054	1,322	1,764	1,681	
EBITDA	1,289	1,200	1,530	1,959	1,866	
영업외손익	540	-95	74	-58	-44	
외환관련손익	123	-7	-73	-80	-88	
이자손익	23	13	42	55	88	
관계기업관련손익	-48	-46	50	45	41	
기타	442	-56	54	-78	-85	
법인세비용차감전순손익	1,723	959	1,396	1,706	1,637	
법인세비용	420	225	349	426	401	
계속사업순손익	1,303	734	1,047	1,279	1,236	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,303	734	1,047	1,279	1,236	
지배지분순이익	1,306	735	920	1,124	1,086	
포괄순이익	1,376	688	1,028	1,260	1,217	
지배지분포괄이익	1,380	690	877	1,075	1,037	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	908	1,045	1,364	1,674	1,695	
당기순이익	1,303	734	1,047	1,279	1,236	
감가상각비	85	110	145	135	127	
외환손익	0	0	73	80	88	
충속,관계기업관련손익	48	46	-50	-45	-41	
자산부채의 증감	-276	241	-30	48	112	
기타현금흐름	-251	-85	179	177	174	
투자활동 현금흐름	-832	-580	-941	-299	-194	
투자자산	-665	490	-612	-104	-14	
유형자산 증가 (CAPEX)	-20	-77	-200	-100	-100	
유형자산 감소	0	1	0	0	0	
기타현금흐름	-147	-994	-129	-95	-80	
재무활동 현금흐름	-259	-452	48	-91	-98	
단기차입금	6	282	50	-23	-33	
사채 및 장기차입금	-11	92	97	31	34	
자본	6	-1	0	0	0	
현금배당	0	0	-100	-98	-98	
기타현금흐름	-259	-824	0	0	0	
연결법위변동 등 기타	43	1	565	-287	-310	
현금의 증감	-139	15	1,036	997	1,093	
기초 현금	721	582	597	1,632	2,629	
기말 현금	582	597	1,632	2,629	3,723	
NOPLAT	1,182	1,054	1,322	1,764	1,681	
FCF	888	968	1,164	1,574	1,595	

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

자본 자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	5,004	4,866	5,421	6,680	7,829	
현금및현금성자산	582	597	1,632	2,629	3,723	
매출채권 및 기타채권	1,018	1,362	1,551	1,616	1,583	
채고자산	0	0	0	0	0	
비유동자산	2,915	4,567	5,270	5,272	5,223	
유형자산	240	579	634	599	572	
관계기업등 지분관련자산	722	806	1,180	1,231	1,206	
기타투자자산	426	514	752	805	844	
자산총계	7,919	9,434	10,691	11,952	13,052	
유동부채	785	1,583	1,929	1,971	1,906	
매입채무 및 기타채무	238	833	949	990	970	
단기차입금	7	252	252	222	192	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동부채	306	666	711	768	814	
장기차입금	0	0	0	0	0	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	1,090	2,250	2,640	2,739	2,720	
자배지분	6,828	7,041	7,781	8,788	9,757	
자본금	5	5	5	5	5	
자본잉여금	1,478	1,477	1,477	1,477	1,477	
이익잉여금	5,081	5,637	6,458	6,794	6,981	
비지배지분	1	143	270	425	575	
자본총계	6,829	7,184	8,051	9,214	10,332	
순차입금	-3,642	-2,662	-2,756	-3,916	-5,084	
총차입금	260	677	874	896	914	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	27,162	15,438	19,406	23,710	24,067	
BPS	150,187	157,747	177,598	200,579	222,684	
EBITDAPS	26,805	25,218	32,279	41,326	41,365	
SPS	56,353	69,891	91,631	95,574	98,445	
DPS	0	2,240	2,240	2,240	2,240	
PER	10.2	21.2	12.1	9.9	9.7	
PBR	1.8	2.1	1.3	1.2	1.1	
EV/EBITDA	7.5	10.9	5.6	3.9	3.5	
PSR	4.9	4.7	2.6	2.4	2.4	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	41.8	22.8	30.6	4.3	-2.0	
영업이익 증가율 (%)	54.0	-10.8	25.4	33.4	-4.7	
지배순이익 증가율 (%)	119.4	-43.7	25.2	22.2	-3.4	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	43.6	31.7	30.4	38.9	37.8	
지배순이익률 (%)	48.2	22.1	21.2	24.8	24.4	
EBITDA 마진 (%)	47.6	36.1	35.2	43.2	42.0	
ROIC	71.2	40.2	31.7	50.0	48.7	
ROA	18.2	8.5	9.1	9.9	8.7	
ROE	21.1	10.6	12.4	13.6	11.7	
부채비율 (%)	16.0	31.3	32.8	29.7	26.3	
순차입금/자기자본 (%)	-53.3	-37.8	-35.4	-44.6	-52.1	
영업이익/금융비용 (배)	125.0	90.5	22.7	26.5	24.7	

엔씨소프트(036570): 1Q26 Preview : 2026년 분기별 계단식 실적 성장 예상

게임



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	360,000원 (M)
현재주가 (0/0)	218,000원
상승여력	65%

시가총액	46,966억원
총발행주식수	21,544,022주
60일 평균 거래대금	328억원
60일 평균 거래량	146,826주
52주 고	247,500 원
52주 저	135,800 원
외인지분율	35.16 %
주요주주	김택진 외 14인 12.37%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	1.6 (4.0) 57.5
상대	(3.3) (25.6) (37.4)
절대(달러환산)	2.0 (5.3) 57.8

- 1Q26 Preview** : 매출액 5,409억원 YoY +50%, 영업이익 1,041억원 YoY +1895%. 영업이익률 19.3%. 컨센서스 상회 전망
[아이온2] 출시 초반 트래픽(DAU 150만명)을 거의 유지하며, 지난 4분기에서 이월되는 167억원포함 1분기 매출액 약 1,350억원 전망. 트래픽이 견조하여 매출의 3~40% 일 것으로 추정되는 멤버십 매출액도 견조할 것으로 예상되고, '아이템 레벨' 중심의 게임 성장구조로 인해 캐릭터의 내실을 다지는 '성장패키지'나 '기간한정 부스터', 코스튬 등 '치장성 아이템'의 다양화 등으로 아이템 매출 또한 꾸준할 것으로 예상.4/8 시작되는 '시즌3' 업데이트로 매출 반등예상. 또한, 3분기 글로벌 출시로 하반기 매출 증가 전망. 24년 10월 'TL' 글로벌 매출 1,500억원 감안 시 2026년 실적 상승의 핵심 Factor 예상
- [리니지클래식]** 동시접속자수 32만명 돌파, 2/7~2/26 400억원(결제액 기준), PC방 순위 2위(19%, 4/8기준) 기록 중. 현재에도 일 결제액 20억원 전후일 것으로 추정
- 모바일캐주얼 (M&A)** : Applovin(APP, NASDAQ)과 유사한 모바일 게임기반의 광고 리워드 플랫폼 '저스트플레이'(2억2,000만불 투자, 동사 지분 70%, 26년 4월말 인수 예정)는 2026년 예상 매출액 3억 2,500만 달러, 영업이익 4,000만 달러(출처:회사 보도자료)로 2분기부터 동사 실적에 반영, 분기당 약 150억원의 영업이익 추가 예상. 이밖에 지난해말 인수한 모바일 캐주얼 게임사 '리후후'(1억400만불 투자, 동사 지분 67%) 1분기부터 분기당 약 60억원의 영업이익이 추가될 것으로 예상됨
- 신규 IP** : 테스트 결과에 따라 변동이 될 수 있겠으나, 2분기 '타임테이커스'(TPS), 3분기 '브레이커스'(서브컬처), 4분기 '신더시티'(TPS), 27년 1분기 '호라이즌'(MMORPG) 등 분기별 1회의 신작 모멘텀이 이어지며, 성장에 대한 시장 기대감을 계속 높여 갈 것으로 전망

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,578	1,507	2,448	2,606	2,492
매출액증가율	-11.3	-4.5	62.4	6.5	-4.4
영업이익	-109	16	565	606	527
영업이익률	-6.9	1.1	23.1	23.3	21.1
지배주주귀속순이익	94	347	467	471	422
지배주주 귀속 EPS	4,291	16,022	21,686	21,880	19,595
증가율	-55.6	273.4	35.4	0.9	-10.4
PER	45.8	12.6	10.1	10.0	11.1
PBR	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	-83,858.8	24.7	5.2	4.4	4.3
ROA	2.3	8.4	10.2	9.3	7.7
ROE	3.0	10.8	13.0	11.7	9.5

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 1Q26 실적 전망

엔씨소프트 실적전망

(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	3,603	3,824	3,600	4,042	5,409	5,940	6,192	6,942	15,774	15,069	24,484	26,061
YoY	-9%	4%	-10%	-1%	50%	55%	72%	72%	-11%	-4%	62%	6%
Lineage 1	223	207	252	250	152	172	186	194	982	932	703	1,020
Lineage 2	191	227	216	229	216	211	218	236	855	863	880	836
Aion	85	130	90	53	63	76	70	60	504	358	269	255
Blade & Soul	142	195	136	86	84	88	89	88	251	559	348	329
Guild War 2	193	158	184	289	206	188	217	200	926	824	811	865
Royalty Sales	450	423	468	424	419	390	425	325	1,820	1,764	1,559	1,606
기타	283	317	296	156	184	214	213	241	1,077	1,052	852	912
리니지M	1,127	1,211	1,053	938	911	906	890	930	4,928	4,330	3,637	3,455
리니지2M	379	480	472	453	412	410	383	375	1,818	1,783	1,580	1,343
리니지W	531	476	434	389	368	358	353	344	2,443	1,831	1,423	1,243
아이온2				774	1,350	1,155	1,192	1,940		774	5,637	4,509
리니지클래식 등 기타 신작	-	-	-	-	745	798	532	585	-	-	2,660	3,500
비용총계	3,551	3,673	3,675	4,010	4,367	4,334	4,906	5,222	16,873	14,908	18,829	20,004
인건비	1,872	1,908	1,994	1,979	2,223	2,156	2,383	2,406	9,064	7,752	9,168	9,632
광고선전비	133	234	160	529	487	515	821	925	1,282	1,056	2,748	3,568
감가상각비	251	247	214	223	234	229	241	240	1,081	935	944	962
매출변동비 및 기타	1,294	1,284	1,307	1,279	1,424	1,433	1,461	1,651	5,447	5,165	5,969	5,843
매출액 대비	36%	34%	36%	32%	26%	24%	24%	24%	35%	34%	24%	22%
영업이익	52	151	-75	32	1,041	1,607	1,286	1,721	-1,100	161	5,655	6,057
영업이익률	1.4%	3.9%	-2.1%	0.8%	19.3%	27.0%	20.8%	24.8%	-7.0%	1.1%	23.1%	23.2%
YoY	-80%	70%	-48%	-103%	1895%	966%	-1822%	5200%	-180%	-115%	3417%	7%

자료: 유안타증권 리서치센터

'아이온2' 국내 서버 현황

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



자료: 엔씨소프트

[그림 2] 2026년 3월 18일 목요일 오후 10시 '아이온2' 국내서버 현황 (총 42대 중 혼잡 42대)



자료: 엔씨소프트

엔씨소프트(036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	1,578	1,507	2,448	2,606	2,492	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	1,578	1,507	2,448	2,606	2,492	
판매비	1,687	1,491	1,883	2,000	1,965	
영업이익	-109	16	565	606	527	
EBITDA	0	109	722	756	654	
영업외손익	230	445	55	23	36	
외환관련손익	50	-8	-21	-24	-26	
이자손익	62	46	32	28	40	
관계기업관련손익	4	-23	-9	-8	-7	
기타	114	431	54	26	29	
법인세비용차감전순손익	121	461	620	629	563	
법인세비용	27	114	153	157	141	
계속사업순손익	94	347	467	471	422	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	94	347	467	471	422	
지배지분순이익	94	347	467	471	422	
포괄순이익	48	355	474	479	429	
지배지분포괄이익	48	355	473	478	429	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	107	199	781	778	722	
당기순이익	94	347	467	471	422	
감가상각비	106	89	134	128	106	
외환손익	-4	-16	21	24	26	
충속, 관계기업관련손익	2	23	9	8	7	
자산부채의 증감	-43	63	119	117	132	
기타현금흐름	-48	-308	30	30	29	
투자활동 현금흐름	1,294	-693	-1,194	-145	23	
투자자산	327	-14	-302	-78	3	
유형자산 증가 (CAPEX)	-84	-87	-400	-100	0	
유형자산 감소	1	1	0	0	0	
기타현금흐름	1,051	-593	-492	33	20	
재무활동 현금흐름	-523	-66	-5	-15	-31	
단기차입금	6	2	5	3	-2	
사채 및 장기차입금	-273	-18	19	10	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-64	-28	-28	-28	-28	
기타현금흐름	-193	-21	0	0	0	
연결법위변동 등 기타	17	59	475	-148	-193	
현금의 증감	895	-501	57	471	521	
기초 현금	365	1,260	760	817	1,288	
기말 현금	1,260	760	817	1,288	1,809	
NOPLAT	-109	16	565	606	527	
FCF	23	112	381	678	722	

자료: 유안타증권 주·1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우,

자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	1,789	2,267	1,617	2,081	2,581	
현금및현금성자산	1,260	760	817	1,288	1,809	
매출채권 및 기타채권	167	165	198	197	188	
채고자산	1	1	2	2	2	
비유동자산	2,165	2,067	3,212	3,252	3,122	
유형자산	998	1,008	1,274	1,246	1,140	
관계기업등 지분관련자산	50	51	56	60	57	
기타투자자산	822	769	1,066	1,141	1,140	
자산총계	3,954	4,333	4,829	5,333	5,703	
유동부채	322	641	671	710	685	
매입채무 및 기타채무	196	245	270	287	275	
단기차입금	0	0	0	0	0	
유동성장기부채	0	130	130	135	135	
비유동부채	568	322	342	356	350	
장기차입금	0	0	0	0	0	
사채	170	40	40	40	40	
부채총계	890	963	1,013	1,066	1,035	
자배지분	3,058	3,365	3,810	4,261	4,662	
자본금	11	11	11	11	11	
자본잉여금	433	433	433	433	433	
이익잉여금	3,474	3,662	4,100	4,544	4,937	
비지배지분	5	6	6	6	6	
자본총계	3,064	3,370	3,816	4,266	4,668	
순차입금	-1,099	-1,665	-951	-1,398	-1,912	
총차입금	382	366	390	403	401	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	4,291	16,022	21,686	21,880	19,595	
BPS	157,673	173,511	196,487	219,712	240,399	
EBITDAPS	-2	5,028	33,534	35,084	30,360	
SPS	71,883	69,644	113,645	120,966	115,690	
DPS	1,460	1,460	1,460	1,460	1,460	
PER	45.8	12.6	10.1	10.0	11.1	
PBR	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9	
EV/EBITDA	-83,858.8	24.7	5.2	4.4	4.3	
PSR	2.7	2.9	1.9	1.8	1.9	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	-11.3	-4.5	62.5	6.4	-4.4	
영업이익 증가율 (%)	적전	흑전	3,417.2	7.1	-13.0	
지배순이익 증가율 (%)	-55.6	268.0	34.8	0.9	-10.4	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	-6.9	1.1	23.1	23.2	21.2	
지배순이익률 (%)	6.0	23.0	19.1	18.1	16.9	
EBITDA 마진 (%)	0.0	7.2	29.5	29.0	26.2	
ROIC	-8.0	5.5	32.4	26.4	24.6	
ROA	2.3	8.4	10.2	9.3	7.7	
ROE	3.0	10.8	13.0	11.7	9.5	
부채비율 (%)	29.1	28.6	26.5	25.0	22.2	
순차입금/자기자본 (%)	-35.9	-49.5	-25.0	-32.8	-41.0	
영업이익/금융비용 (배)	-10.6	1.6	58.9	60.2	51.7	



이환욱

미디어/엔터/디지털자산

hwanwook.lee@yuantakorea.com

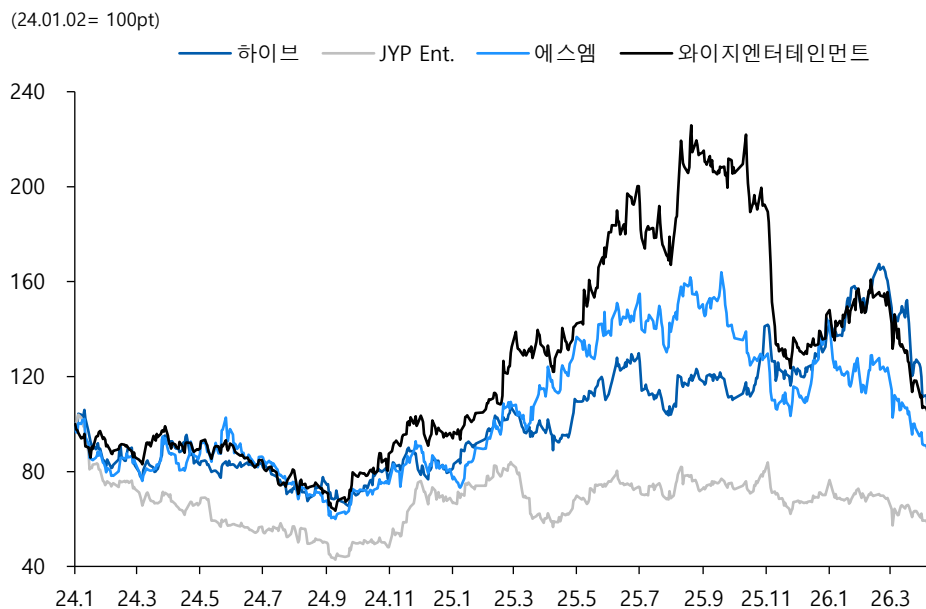
엔터

섹터 눈높이 재설정이 필요한 시점

섹터 눈높이 재설정이 필요한 시점

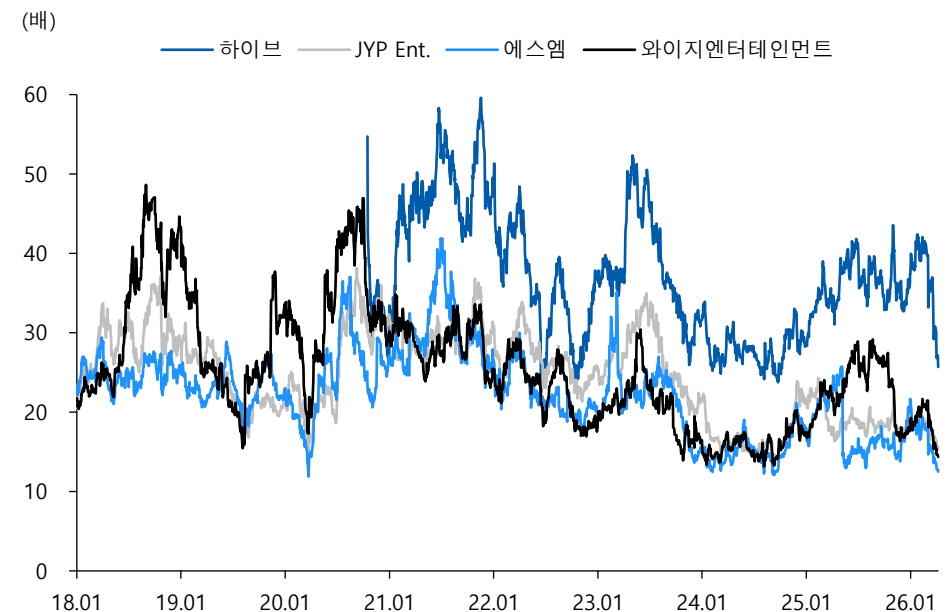
- 현재 엔터 섹터는 미/이스라엘 대이란 공습 및 국제 유가 급등으로 인한 펀더멘털 훼손 우려가 부각된 국면을 지나고 있음. 다만, 오프라인 콘서트 취소 등의 극단적인 조짐은 보이지 않고 있으며, 유가 급등에 따른 실적 악화는 환율 효과가 일부 상쇄 가능할 전망. P/E 밴드 하단에서의 긍정적인 트레이딩 유효하다는 판단
- 장기 이익 성장률이 둔화(2개년 평균 이익 성장률 20~21년 +40%, 22~23년 +25%, 26~27년 +15%)되고 있는 만큼 P/E 밴드 재설정이 필요하다는 판단. PEG 기준 엔터 3사(JYP, SM, YG)는 15~25배 수준, 하이브는 20~40배 밴드 적용이 합리적이라 추정됨
- PEG 기준의 디레이팅은 불가피하나, 1) IP 기반 반복 수익(음반원 및 콘서트, MD 등), 2) 글로벌 확장 및 투어 레버리지 유효, 3) 실적 변동성 대비 양호한 현금흐름 가시성 등을 고려할 때, 밴드 하단은 제한되고 상단은 모멘텀에 따라 열리는 구조를 펼 전망
- 현재 각 사별 12개월 선행 P/E는 HYBE 25.7배, JYP Ent 15.3배, SM Ent 12.5배, YG Ent 14.4배를 기록 중으로 밸류에이션 매력도 높은 구간이라 판단함

국내 엔터 4사 주가 추이(24.01~현재)



자료: 에프엔가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

국내 엔터 4사 P/E 추이(FWD 12M)

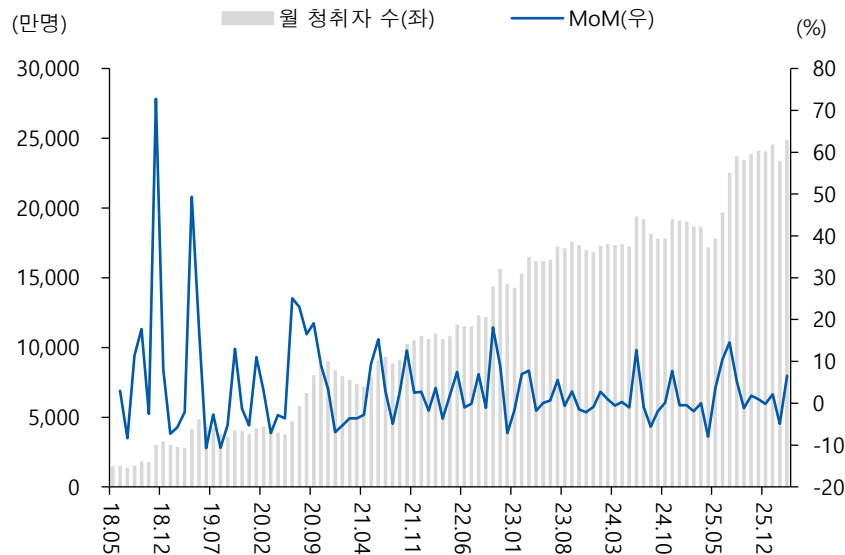


자료: 에프엔가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

글로벌 팬 베이스 확장 추세 속도 조절 중

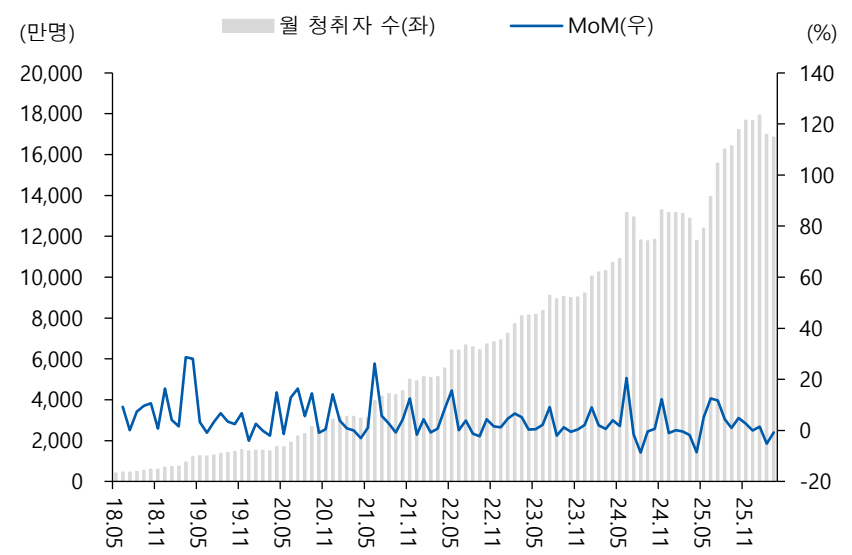
- 국내 엔터 4사 주요 아티스트 IP 합산 스포티파이 월 청취자 수는 2026년 3월 말 기준 2억 4,850만명으로 전년 동월 대비 +33.4% 상승해 역대 최대치 수준을 기록 중으로 가장 넓은 글로벌 청취자 베이스를 보유한 '방탄소년단'의 컴백 효과가 뚜렷하게 나타난 결과로 해석됨
- 다만, 4대 엔터사 향 K-POP IP의 구조적 글로벌 침투가 23년도 하반기 진입을 기점으로 다소 부침을 겪고 있으며, 작년 하반기 이후 성장 곡선은 '일부 아티스트 IP'에 편중된 경향성을 보이고 있는 것으로 파악됨
- 각사별 합산 월 청취자 수는 HYBE 1억 4,652만명(+39.9% yoy), JYP Ent 4,054만명(+26.8% yoy), SM Ent 2,612만명(+22.3% yoy), YG Ent 3,532만명(+25.3% yoy)으로 모두 상승 추세를 보였으나, 글로벌 메가 IP(방탄소년단, 블랙핑크)의 컴백 효과와 케데헌 OST(트와이스) 특수가 큰 영향을 미친 결과
- 다만, 美 현지화 그룹(갯츠아이, 걸셋)의 성장성이 긍정적인 흐름을 보이고 있고, 저연차 IP(코르티스, 하츠투하츠 등)의 폭발적인 성장도 일부 감지되는 만큼 글로벌 팬 베이스 확장 추세는 지속적으로 이뤄질 전망

주요 K-POP IP 합산 스포티파이 월간 청취자 수 추이



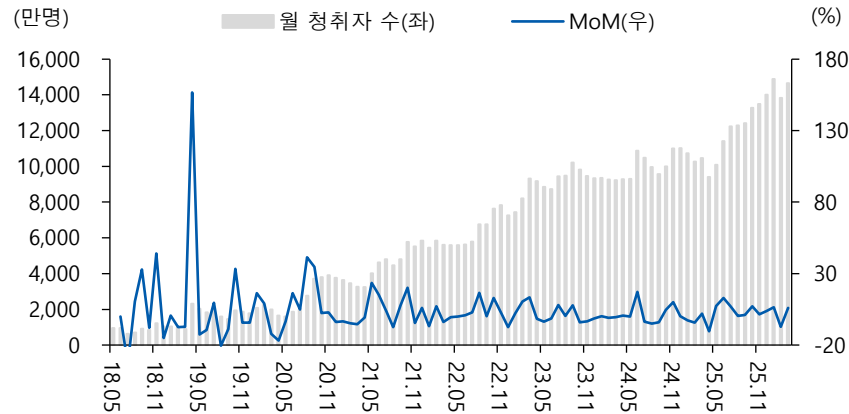
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

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



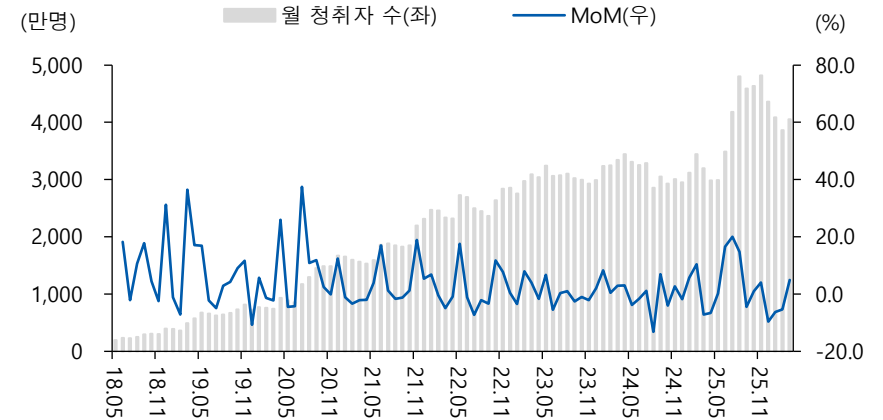
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

하이브 소속 IP 합산 스포티파이 월간 청취자 수 추이



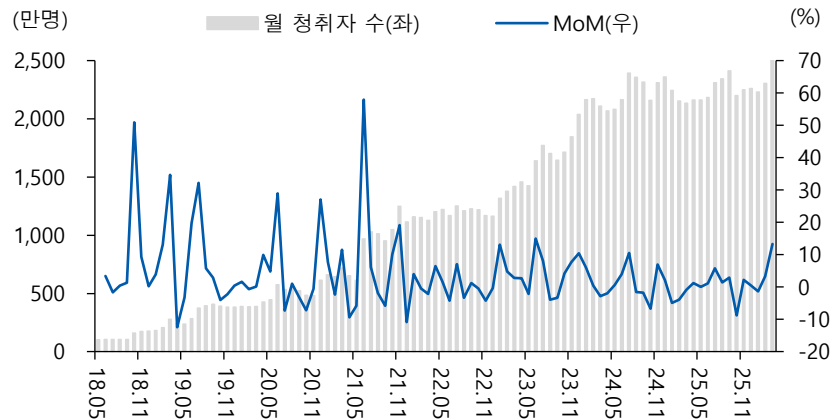
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

JYP 소속 IP 합산 스포티파이 월간 청취자 수 추이



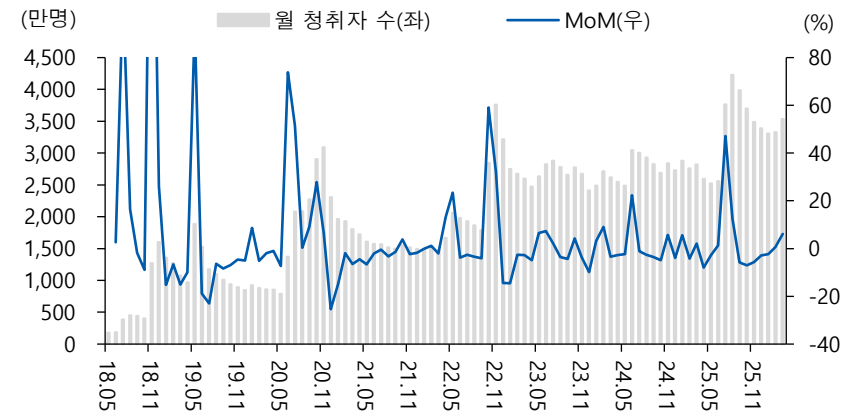
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

SM 소속 IP 합산 스포티파이 월간 청취자 수 추이



자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

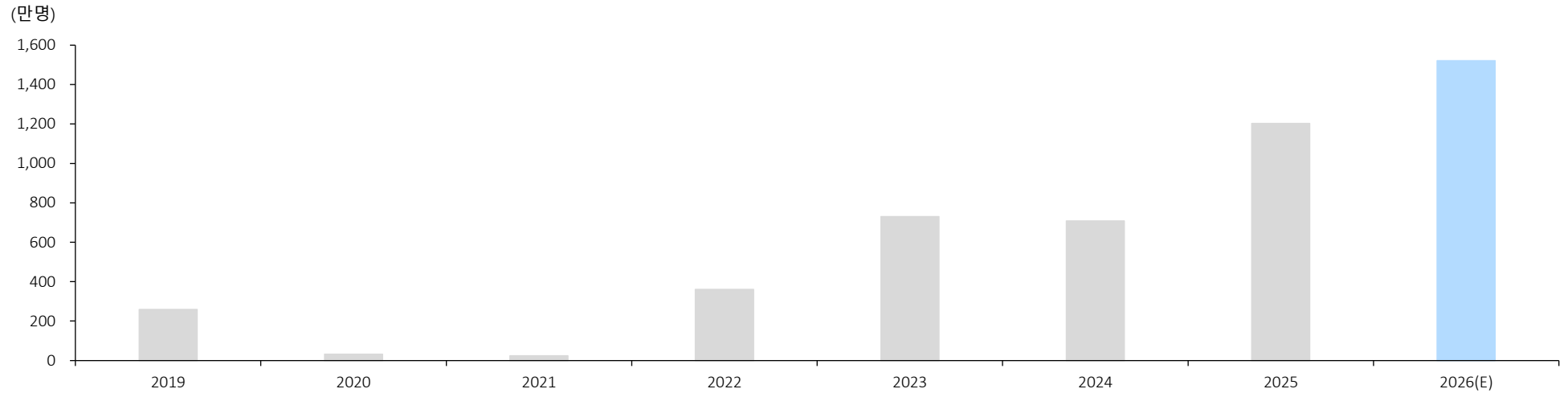
YG 소속 IP 합산 스포티파이 월간 청취자 수 추이



자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

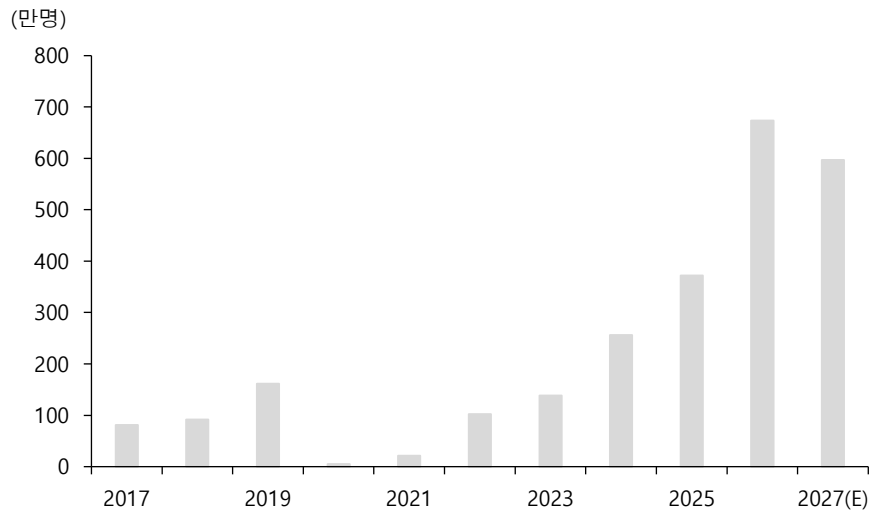
월드 투어 모객 추이 & 앨범 판매 현황

엔터 4사 합산(주요 IP) 연도별 공연 모객수 추이



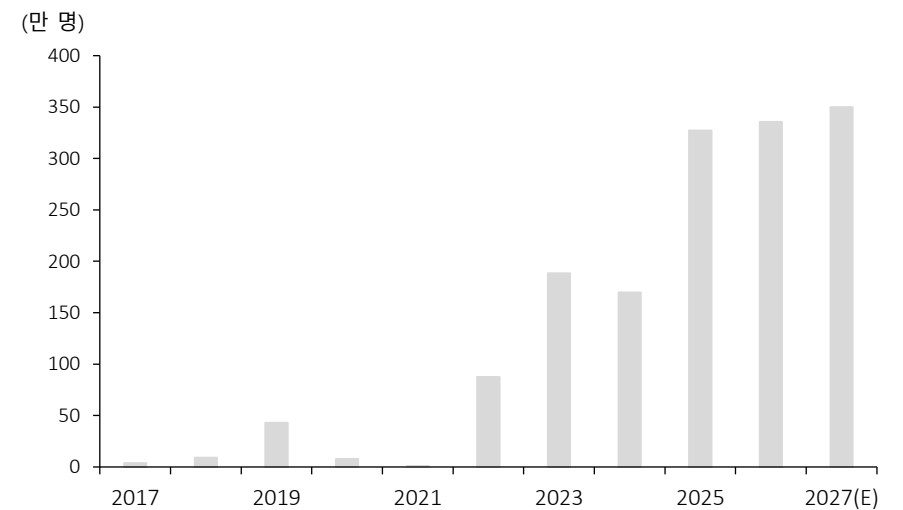
자료: 유안타증권 리서치센터

하이브 합산(주요 IP) 연도별 공연 모객수 추이



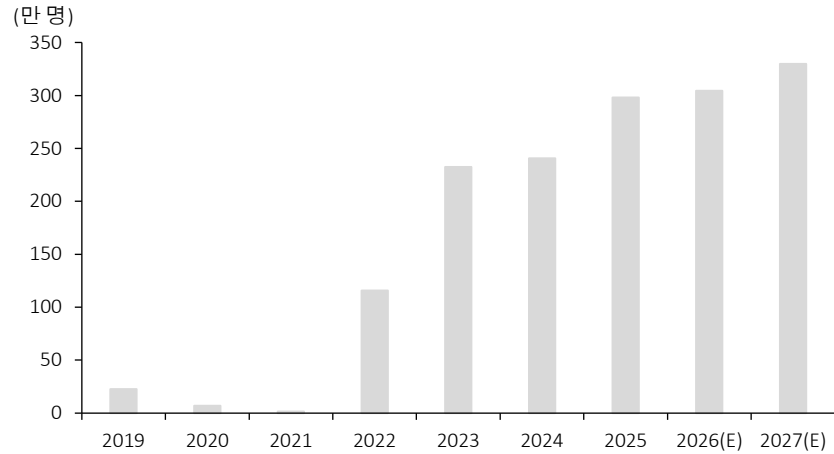
자료: 유안타증권 리서치센터

JYP 합산(주요 IP) 연도별 공연 모객수 추이



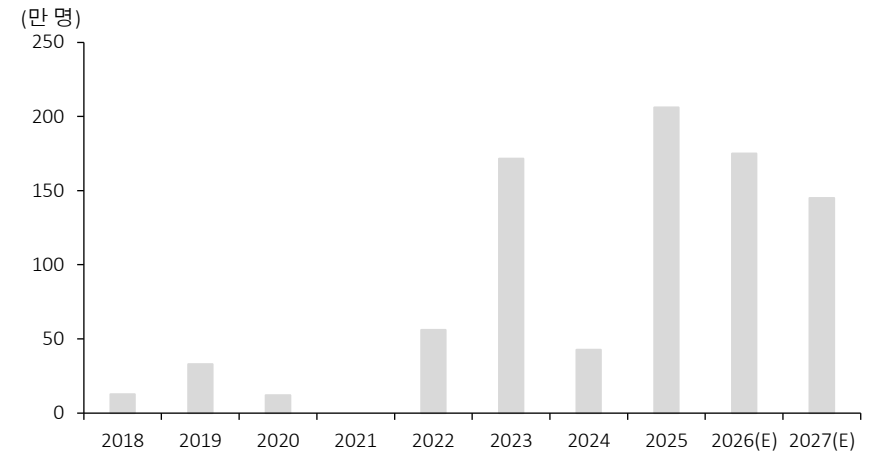
자료: 유안타증권 리서치센터

SM 합산(주요 IP) 연도별 공연 모객수 추이



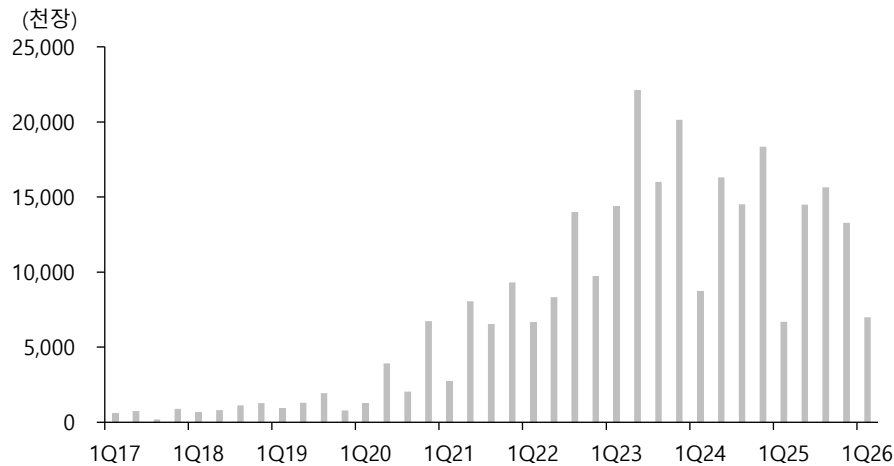
자료: 유안타증권 리서치센터

YG 합산(주요 IP) 연도별 공연 모객수 추이



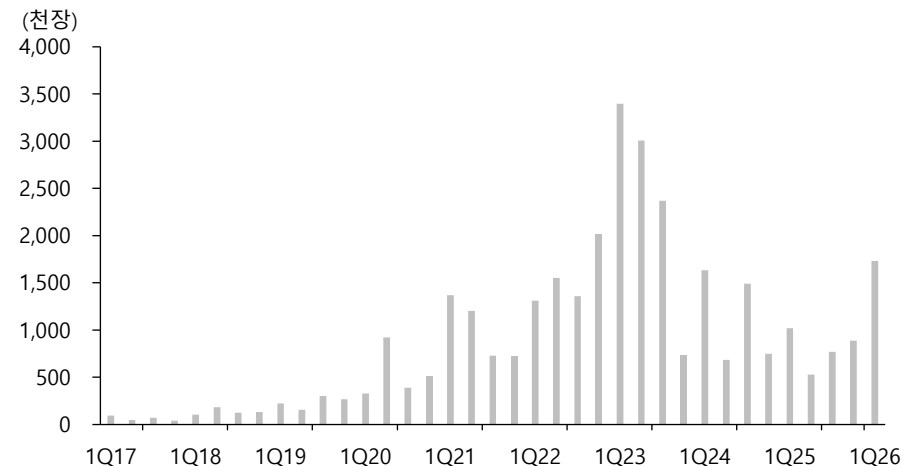
자료: 유안타증권 리서치센터

엔터 4사 분기별 전체 앨범 판매량 추이



자료: 씨클차트, 유안타증권 리서치센터

엔터 4사 분기별 구보 판매량 추이



자료: 씨클차트, 유안타증권 리서치센터

하이브 (352820): 1Q26 컨센서스 하회

엔터



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	370,000원 (D)
현재주가 (4/8)	260,500원
상승여력	42%

시가총액	112,192억원
총발행주식수	43,102,249주
60일 평균 거래대금	1,285억원
60일 평균 거래량	371,519주
52주 고	404,500원
52주 저	215,000원
외인지분율	20.89%
주요주주	방시혁 외 7 인 28.92%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(26.2) (22.4) 13.0
상대	(29.8) (39.8) (55.1)
절대(달러환산)	(25.9) (23.4) 13.2

- 1Q26 예상 매출액 +29.3% yoy, 영업이익 +98.4%: 1분기 예상 매출액은 6,471억원(+29.3% yoy), 영업이익은 429억원(+98.4% yoy)으로 시장 컨센서스(매출액: 6,208억원, 영업이익: 508억원) 대비 매출액은 상회, 영업이익은 하회할 전망. 전통적 비수기에도 불구하고 대표 아티스트 IP 'BTS' 컴백 활동 영향이 전사 높은 yoy 실적 성장을 견인하였으나, 앨범 제작 등 원가 비중 상승한 영향으로 수익성 개선은 다소 제한적일 예정
- [음반원] 총 앨범 판매량은 약 900만장 수준으로 방탄소년단 480만장, 엔하이픈 240만장, 세븐틴(유닛) 62만장, 코르티스(구작) 61만장 등으로 구성되며, BTS 앨범 수록곡 줄 세우기 영향으로 음원 YoY 성장세 견조할 전망이고, 북미향 LP 판매 호조세가 탑라인 서프라이즈를 견인한 것으로 파악됨. [공연] 세븐틴 월드투어 6회(20만명), 투바투 아시아 투어 15회(34만명) 등 총 모객수는 55만명 수준으로 전년동기대비 역성장 불가피할 전망. 다만, [MD] 투어 MD 공백에도 불구하고 BTS 향 응원봉(아미밤) 선판매분 & 정규 앨범 MD 판매 호조세 영향으로 YoY 실적 성장 가능할 예정이고, [콘텐츠] 역시 넷플릭스향 BTS 독점 라이브 콘서트 및 컴백 다큐멘터리 실적 반영되며 큰 폭의 매출 성장 가능할 전망
- 투자의견 매수, 목표주가 37만원 하향 제시: 투자의견 매수, 목표주가 37만원으로 하향 제시함. 실적 추정치 하향 조정 및 적용 멀티플 하향 조정에 따름. 다만, BTS 실적 모멘텀이 2분기부터 본격화 되고, 신인 보이 그룹 IP '코르티스'와 美 현지화 그룹 IP '캣츠아이'의 가파른 성장 추이를 고려해 볼 때 현재의 구간에서 투자 매력도는 여전히 높다고 판단됨

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,256	2,650	4,035	4,087	4,557
매출액증가율	3.6	17.5	52.3	1.3	11.5
영업이익	184	49	441	511	629
영업이익률	8.2	1.8	10.9	12.5	13.8
지배주주귀속순이익	9	-237	348	417	520
지배주주 귀속 EPS	225	-5,673	8,073	9,677	12,066
증가율	-95.0	-2,621.3	-242.3	19.9	24.7
PER	877.7	-47.6	32.3	26.9	21.6
PBR	2.6	3.5	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	25.5	55.7	18.0	15.3	11.8
ROA	0.2	-4.3	5.7	6.0	6.7
ROE	0.3	-7.3	9.9	10.1	10.5

자료: 유안타증권 리서치센터

하이프 실적 추정 변경내역

(십억원, %)	기존 추정			신규 추정			변동률		
	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2026E	2027E
매출액	619	3,919	4,531	647	4,035	4,087	4.6%	3.0%	-9.8%
영업이익	67	493	587	43	441	511	-36.1%	-10.6%	-12.9%
OPM	10.8%	12.6%	13.0%	6.6%	10.9%	12.5%	-4.2%p	-1.7%p	-0.5%p

자료: 유안타증권 리서치센터

하이프 Valuation table

구분	단위	값	비고
예상 EPS	원	9,200	향후 4개 분기 (2Q26~1Q27) 실적 추정치 기준
Target 멀티플	배	40	디레이팅 된 밴드(20~40배) 상단, 역사적최대 실적 모멘텀 진입 구간 고려
적정주가	원	368,000	
목표주가	원	370,000	
현재주가	원	260,500	2026.04.08 종가 기준
Up-side	%	42%	

자료: 유안타증권 리서치센터

하이브(352820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	2,256	2,650	4,035	4,087	4,557	
매출원가	1,296	1,714	2,443	2,405	2,634	
매출총이익	960	936	1,592	1,682	1,924	
판매비	776	887	1,151	1,171	1,294	
영업이익	184	49	441	511	629	
EBITDA	330	196	567	615	722	
영업외손익	-165	-227	30	54	75	
외환관련손익	38	-1	13	16	15	
이자손익	-9	-8	11	32	54	
관계기업관련손익	-18	-12	21	21	21	
기타	-175	-205	-15	-15	-15	
법인세비용차감전순손익	19	-177	471	565	704	
법인세비용	23	77	114	137	170	
계속사업순손익	-3	-254	357	428	534	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	-3	-254	357	428	534	
지배지분순이익	9	-237	348	417	520	
포괄순이익	276	-235	702	773	879	
지배지분포괄이익	288	-218	674	742	844	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	152	107	796	1,223	1,203	
당기순이익	-3	-254	357	428	534	
감가상각비	62	59	43	31	26	
외환손익	-7	-6	-13	-16	-15	
중속,관계기업관련손익	18	12	-21	-21	-21	
자산부채의 증감	-148	-34	-104	217	100	
기타현금흐름	230	331	534	584	579	
투자활동 현금흐름	-10	-169	-872	186	-211	
투자자산	221	-111	-108	16	-29	
유형자산 증가 (CAPEX)	-33	-31	-20	-20	-20	
유형자산 감소	1	1	0	0	0	
기타현금흐름	-200	-27	-744	190	-162	
재무활동 현금흐름	-118	187	4	-25	-15	
단기차입금	-153	2	25	-4	7	
사채 및 장기차입금	81	-7	0	0	0	
자본	66	253	0	0	0	
현금배당	-29	-8	-21	-22	-22	
기타현금흐름	-83	-52	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	31	-3	-65	-477	-300	
현금의 증감	54	123	-138	907	678	
기초 현금	358	412	535	397	1,304	
기말 현금	412	535	397	1,304	1,982	
NOPLAT	184	71	441	511	629	
FCF	119	76	776	1,203	1,183	

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

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	1,788	2,364	3,461	4,183	5,195	
현금및현금성자산	412	535	397	1,304	1,982	
매출채권 및 기타채권	311	329	551	517	580	
재고자산	163	184	309	290	324	
비유동자산	3,691	3,121	3,153	3,094	3,100	
유형자산	97	87	64	53	47	
관계기업등 지분관련자산	216	102	170	160	179	
기타투자자산	547	419	458	452	463	
자산총계	5,479	5,485	6,614	7,277	8,294	
유동부채	831	734	1,230	1,156	1,289	
매입채무 및 기타채무	448	463	776	729	813	
단기차입금	0	0	0	0	0	
유동성장기부채	100	0	0	0	0	
비유동부채	1,134	1,200	1,302	1,286	1,314	
장기차입금	386	682	682	682	682	
사채	356	178	178	178	178	
부채총계	1,965	1,934	2,532	2,442	2,602	
자배지분	3,215	3,257	3,779	4,520	5,364	
자본금	21	21	21	21	21	
자본잉여금	1,636	1,888	1,888	1,888	1,888	
이익잉여금	1,401	1,155	1,481	1,877	2,375	
비지배지분	299	294	304	314	328	
자본총계	3,514	3,551	4,083	4,835	5,692	
순차입금	-125	-659	-1,314	-2,102	-2,992	
총차입금	1,091	1,086	1,111	1,107	1,114	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	225	-5,673	8,073	9,677	12,066	
BPS	77,427	76,647	87,822	105,038	124,646	
EBITDAPS	7,927	4,683	13,175	14,259	16,760	
SPS	54,155	63,360	93,692	94,827	105,732	
DPS	200	500	500	500	500	
PER	877.7	-47.6	32.3	26.9	21.6	
PBR	2.6	3.5	3.0	2.5	2.1	
EV/EBITDA	25.5	55.7	18.0	15.3	11.8	
PSR	3.6	4.3	2.8	2.7	2.5	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	3.6	17.5	52.3	1.3	11.5	
영업이익 증가율 (%)	-37.7	-73.2	794.6	15.8	23.2	
지배순이익 증가율 (%)	-95.0	적전	흑전	20.0	24.7	
매출총이익률 (%)	42.6	35.3	39.5	41.2	42.2	
영업이익률 (%)	8.2	1.9	10.9	12.5	13.8	
지배순이익률 (%)	0.4	-9.0	8.6	10.2	11.4	
EBITDA 마진 (%)	14.6	7.4	14.1	15.0	15.9	
ROIC	-1.6	3.4	17.4	21.0	26.3	
ROA	0.2	-4.3	5.7	6.0	6.7	
ROE	0.3	-7.3	9.9	10.1	10.5	
부채비율 (%)	55.9	54.5	62.0	50.5	45.7	
순차입금/자기자본 (%)	-3.9	-20.2	-34.8	-46.5	-55.8	
영업이익/금융비용 (배)	3.7	1.0	10.0	11.5	14.1	

JYP Ent. (035900): 1Q26 컨센서스 소폭 하회

엔터



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	88,000원 (M)
현재주가 (4/8)	61,200원
상승여력	44%

시가총액	21,746억원		
총발행주식수	35,532,492주		
60일 평균 거래대금	218억원		
60일 평균 거래량	318,602주		
52주 고	85,000원		
52주 저	57,400원		
외인지분율	15.59%		
주요주주	박진영 외 3 인 15.95%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.1)	(14.4)	2.2
상대	(0.6)	(25.9)	(38.3)
절대(달러환산)	(5.8)	(15.6)	2.4

- **1Q26 예상 매출액 +10.2% yoy, 영업이익 +34.4% yoy:** 1Q26 예상 매출액은 1,552억원(+10.2% yoy), 영업이익은 264억원(+34.4% yoy)으로 견조한 YoY 실적 성장 달성하였으나 시장 컨센서스는 소폭 하회 전망함. 주력 걸그룹 IP의 서구권 월드투어 활동이 전사 실적 성장 견인할 전망. 부문별로 [앨범/음원] 총 앨범 판매량은 75만장 수준으로 전년동기 대비 실적 감소 불가피할 전망. 잇지 멤버 '유나'의 솔로 앨범과 트와이스 '미사모' 日 앨범을 제외한 주력 신보 런칭은 전무했음. 다만, 스키즈의 구작 앨범 판매분(약 40만장)이 일부 매출 공백 상쇄 가능할 예정이며, 고연차 IP 서구권 팬덤 확장 및 '잇지' 음원 역주행 영향으로 견조한 음원 실적 시현 가능할 예정. [공연] 1분기 총 모객수는 65만명 수준으로 트와이스 29회, 니쥬 12회, 데이식스 10회, 엔믹스 7회 등으로 구성. 주력 걸그룹 IP '트와이스'의 실적 기여가 클 것으로 예상되는데, 전분기대비 Q는 물론 P도 높은 북미권 투어가 집중적으로 이뤄졌으며 기저효과도 큰 구간이기 때문. [MD] 북미권 팬 베이스 확장 영향으로 투어 MD 판매 호조세 예상되나, 기획 MD 판매분은 QoQ 기저 부담 상존함
- **고품질 IP 포트폴리오 완성의 해:** 고연차 주력 IP '스트레이키즈'와 '트와이스'의 서구권 라이트 팬덤 확장은 현재 진행형으로 판단. 스포티파이 월간 청취자 수의 장기 추세선이 여전히 우상향 중이기 때문이며, MD 강화 전략(해외 라이선싱 파트너십 및 투어 도시별 팝업 스토어 확대)으로 영업 레버리지 효과 지속될 예정. 또 저연차 IP(엔믹스, 킷플립 / 넥스지, 걸셋)의 점진적인 성장 기조 역시 긍정적인 상황인데, 특히美 현지화 그룹 '걸셋'의 인지도 확장 기조는 디레이팅된 P/E 밴드(15~25배) 하단에서 매력적인 투자 포인트가 될 것이라 판단됨
- **투자의견 매수, 목표주가 88,000원 유지:** 투자의견 매수, 목표주가 88,000원 유지함. 고연차 서구권 팬덤 확장 및 저연차 IP(美현지화 그룹 포함) 성장 가능성을 고려해 디레이팅된 밴드 중앙값에 10% 할증 적용은 합당하다고 판단됨

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	602	822	873	964	1,058
매출액증가율	6.2	36.5	6.2	10.4	9.8
영업이익	128	155	179	219	254
영업이익률	21.3	18.9	20.5	22.7	24.0
지배주주귀속순이익	98	161	143	173	202
지배주주 귀속 EPS	2,751	4,519	4,016	4,861	5,693
증가율	-7.4	64.3	-11.1	21.0	17.1
PER	23.1	16.1	15.2	12.6	10.8
PBR	4.4	3.9	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA	14.4	12.8	8.8	6.8	5.3
ROA	15.6	21.0	15.5	16.1	16.0
ROE	22.4	29.2	21.1	21.6	21.2

자료: 유안타증권 리서치센터

JYP Ent.(035900) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	602	822	873	964	1,058	
매출원가	345	518	536	573	619	
매출총이익	256	303	337	391	439	
판매비	128	148	158	172	185	
영업이익	128	155	179	219	254	
EBITDA	143	176	200	241	277	
영업외손익	8	68	11	11	15	
외환관련손익	6	-4	1	-1	0	
이자손익	3	5	7	10	12	
관계기업관련손익	3	75	2	2	2	
기타	-4	-8	0	0	0	
법인세비용차감전순손익	136	223	190	229	269	
법인세비용	38	63	46	56	65	
계속사업순손익	98	161	144	174	204	
0	0	0	0	0	0	
당기순이익	98	161	144	174	204	
지배지분순이익	98	161	143	173	202	
포괄순이익	103	160	139	170	199	
지배지분포괄이익	103	160	138	167	197	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	89	124	197	232	262	
당기순이익	98	161	144	174	204	
감가상각비	9	11	11	10	10	
외환손익	-3	1	-1	1	0	
충족,관계기업관련손익	-3	-2	-2	-2	-2	
자산부채의 증감	-7	-8	56	48	48	
기타현금흐름	-4	-38	-10	1	3	
투자활동 현금흐름	-100	3	-48	-51	-48	
투자자산	-20	37	-13	-15	-13	
유형자산 증가 (CAPEX)	-87	-6	-8	-8	-8	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	8	-27	-26	-28	-27	
재무활동 현금흐름	-22	-22	-28	-28	-28	
단기차입금	0	0	1	1	1	
사채 및 장기차입금	-1	0	0	0	0	
자본	1	0	0	0	0	
현금배당	-19	-18	-29	-29	-29	
기타현금흐름	-3	-5	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	6	-1	-30	-30	-30	
현금의 증감	-27	104	91	122	155	
기초 현금	217	191	294	386	508	
기말 현금	191	294	386	508	663	
NOPLAT	128	155	179	219	254	
FCF	2	118	189	224	254	

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

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	362	496	614	765	945	
현금및현금성자산	191	294	386	508	663	
매출채권 및 기타채권	52	43	49	55	60	
재고자산	14	20	23	26	28	
비유동자산	317	355	375	397	415	
유형자산	140	142	139	137	135	
관계기업등 지분관련자산	57	34	38	43	47	
기타투자자산	48	97	106	117	126	
자산총계	679	851	989	1,162	1,360	
유동부채	175	206	233	263	289	
매입채무 및 기타채무	109	83	94	106	117	
단기차입금	0	0	0	0	0	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동부채	21	20	22	24	26	
장기차입금	0	0	0	0	0	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	196	226	254	287	315	
자배지분	479	621	729	868	1,037	
자본금	18	18	18	18	18	
자본잉여금	79	79	79	79	79	
이익잉여금	390	533	646	790	963	
비지배지분	4	4	5	7	8	
자본총계	483	625	734	875	1,045	
순차입금	-207	-328	-424	-551	-711	
총차입금	10	10	10	11	12	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	2,751	4,519	4,016	4,861	5,693	
BPS	14,445	18,730	22,006	26,211	31,309	
EBITDAPS	4,022	4,967	5,618	6,770	7,795	
SPS	16,937	23,130	24,578	27,129	29,788	
DPS	534	877	877	877	877	
PER	23.1	16.1	15.2	12.6	10.8	
PBR	4.4	3.9	2.8	2.3	2.0	
EV/EBITDA	14.4	12.8	8.8	6.8	5.3	
PSR	3.8	3.1	2.5	2.3	2.1	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	6.2	36.6	6.3	10.4	9.8	
영업이익 증가율 (%)	-24.3	21.0	15.3	22.1	16.2	
지배순이익 증가율 (%)	-7.3	64.2	-11.1	21.0	17.1	
매출총이익률 (%)	42.6	36.9	38.6	40.5	41.5	
영업이익률 (%)	21.3	18.9	20.5	22.7	24.0	
지배순이익률 (%)	16.2	19.5	16.3	17.9	19.1	
EBITDA 마진 (%)	23.8	21.5	22.9	25.0	26.2	
ROIC	80.7	65.3	81.6	99.1	115.4	
ROA	15.6	21.0	15.5	16.1	16.0	
ROE	22.4	29.2	21.1	21.6	21.2	
부채비율 (%)	40.6	36.2	34.6	32.8	30.1	
순차입금/자기자본 (%)	-43.3	-52.8	-58.1	-63.5	-68.5	
영업이익/금융비용 (배)	635.2	906.8	1,058.2	1,232.5	1,350.3	

와이지엔터테인먼트 (122870): 1Q26 컨센서스 부합

엔터



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	70,000원 (D)
현재주가 (0/0)	51,300원
상승여력	36%

시가총액	9,589억원		
총발행주식수	18,691,049주		
60일 평균 거래대금	194억원		
60일 평균 거래량	284,882주		
52주 고	107,400원		
52주 저	49,900원		
외인지분율	11.67%		
주요주주	양현석 외 5 인 22.95%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(26.2)	(24.8)	(13.2)
상대	(21.8)	(34.8)	(47.6)
절대(달러환산)	(25.9)	(25.8)	(13.0)

- **1Q26 예상 매출액 +54.3% yoy, 영업이익 +127.1%:** 1Q26 연결 기준 매출액은 1,545억원(+54.3% yoy), 영업이익은 216억원(+127.1% yoy)으로 시장 컨센서스(매출액: 1,409억원, 영업이익: 207억원)를 대체로 부합할 전망으로 걸그룹 메가 IP ‘블랙핑크’의 신보 및 월드 투어가 전사 큰 폭의 YoY 실적 개선세를 견인할 전망. 부문별로 [앨범/음원] 블랙핑크 미니 3집 ‘DEADLINE’의 판매 호조세가 기존 당사 추정치를 넘어서며 수익성 개선을 견인할 예정으로 총 판매량은 200만장을 상회한 것으로 파악됨. 또 스포티파이 기준 월간 청취자 베이스 역시 +19.7% 수준의 높은 YoY 성장 구간이었음을 고려해 볼 때 디지털 콘텐츠 부분의 견조한 YoY 실적 성장도 예상.[공연] 1Q26 실적 반영 총 관객수는 약 45만명 수준으로, 블랙핑크 30만명, 트레저 13만명, 베이비몬스터 팬콘 2만명으로 구성. 블랙핑크 공연의 경우 전분 기대비 관객수는 감소하지만, 대형 저회차 콘서트 위주로 구성되어 영업 레버리지 효과는 더욱 클 것으로 기대. [MD] 블랙핑크 신보 + 투어 MD 호조에 동반한 매출 시현 예상됨
- **빅뱅 20주년 활동 모멘텀 & 저연차 IP 성장 기대:** 연내 가장 기대되는 주가 모멘텀은 ‘빅뱅 20주년 활동’ 기대감. 활동의 형태와 기간이 비공개인 현재의 시점에서 시장 실적 컨센서스는 보수적으로 잡혀 있고, 현 주가는 디레이팅된 밴드(15~25배) 하단에 위치해 있기 때문. 활동 구체화 시점은 2분기(데뷔일 2006년 8월 19일)로 예상. (2H26) 기저부담으로 인한 YoY 실적 공백은 저연차 IP 가동률 증가가 상쇄할 전망으로, 트레저/베몬 각각 신보 2개 런칭 예정이며, 오프라인 이벤트는 물론 기획 MD 강화를 통한 고마진 매출 비중이 확대될 전망
- **투자의견 매수, 목표주가 7만원 하향 제시:** 투자의견 매수, 목표주가 7만원으로 하향 제시함. 실적 추정치(블랙핑크 추가 공연 X) 및 적용 멀티플 하향 조정에 따름. 다만, 저연차 IP의 성장 기대감 및 고연차 IP 추가 활동 발표 역시 유효한 상황으로 투자의견 매수 유지함

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	365	545	591	542	574
매출액증가율	-35.9	49.3	8.4	-8.3	5.9
영업이익	-21	71	79	74	94
영업이익률	-5.8	13.0	13.4	13.7	16.4
지배주주귀속이익	19	37	62	60	74
지배주주 귀속 EPS	991	1,974	3,306	3,215	3,950
증가율	-69.8	99.2	67.5	-2.8	22.9
PER	41.6	38.1	15.5	16.0	13.0
PBR	1.6	2.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	63.6	15.5	7.3	7.3	5.6
ROA	2.5	4.7	7.2	6.7	7.7
ROE	3.9	7.4	11.5	10.4	11.7

자료: 유안타증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트 실적 추정 변경내역

(십억원, %)	기존 추정			신규 추정			변동률		
	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2026E	2027E
매출액	145	594	591	155	591	542	6.3%	-0.5%	-8.2%
영업이익	21	81	74	22	79	74	3.0%	-2.9%	0.3%
OPM	14.4%	13.6%	12.5%	14.0%	13.3%	13.7%	-0.4%p	-0.3%p	1.2%p

자료: 유안타증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트 Valuation table

구분	단위	값	비고
예상 EPS	원	3,306	2026년 추정치 기준
Target 멀티플	배	21	K엔터 Per 밴드(15~25배) 중앙값 * 5% 할증, 2H26 MEGA IP 활동 모멘텀 고려
적정주가	원	69,426	
목표주가	원	70,000	
현재주가	원	51,300	2026.04.08 종가 기준
Up-side	%	36%	

자료: 유안타증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트(122870) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	365	545	591	542	574	
매출원가	265	359	378	346	361	
매출총이익	99	187	213	197	212	
판매비	118	134	134	122	118	
영업이익	-21	71	79	74	94	
EBITDA	11	82	105	98	116	
영업외손익	49	4	17	19	20	
외환관련손익	2	2	2	2	2	
이자손익	5	5	6	7	9	
관계기업관련손익	23	0	-58	-58	-58	
기타	20	-3	68	68	68	
법인세비용차감전순손익	29	75	96	93	114	
법인세비용	9	21	23	23	28	
계속사업순손익	20	54	72	70	87	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	20	54	72	70	87	
지배지분순이익	19	37	62	60	74	
포괄순이익	23	50	60	58	74	
지배지분포괄이익	22	34	45	43	55	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	0	91	319	308	315	
당기순이익	20	54	72	70	87	
감가상각비	15	14	13	12	11	
외환손익	0	-1	-2	-2	-2	
충족,관계기업관련손익	0	0	58	58	58	
자산부채의 증감	-20	11	102	93	85	
기타현금흐름	-14	14	76	77	76	
투자활동 현금흐름	1	3	-12	-13	-22	
투자자산	24	9	4	3	-3	
유형자산 증가 (CAPEX)	-7	-6	-4	-4	-6	
유형자산 감소	2	1	0	0	0	
기타현금흐름	-18	0	-12	-11	-13	
재무활동 현금흐름	-12	-12	-6	-6	-5	
단기차입금	2	-1	0	0	0	
사채 및 장기차입금	5	-5	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-6	-5	-6	-6	-6	
기타현금흐름	-13	-1	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	1	-1	-228	-224	-216	
현금의 증감	-10	82	73	65	72	
기초 현금	97	87	168	241	307	
기말 현금	87	168	241	307	379	
NOPLAT	-21	71	79	74	94	
FCF	-7	85	315	304	309	

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

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	303	446	508	565	645	
현금및현금성자산	87	168	241	307	379	
매출채권 및 기타채권	89	119	110	104	111	
재고자산	10	21	19	18	19	
비유동자산	431	393	374	360	357	
유형자산	188	175	167	159	154	
관계기업등 지분관련자산	50	44	41	38	41	
기타투자자산	133	120	119	119	119	
자산총계	734	839	882	925	1,002	
유동부채	110	171	158	150	158	
매입채무 및 기타채무	89	122	113	107	113	
단기차입금	0	0	0	0	0	
유동성장기부채	1	1	1	1	1	
비유동부채	21	17	17	16	17	
장기차입금	7	6	6	6	6	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	131	188	175	166	175	
자배지분	483	514	559	601	656	
자본금	10	10	10	10	10	
자본잉여금	227	227	227	227	227	
이익잉여금	229	258	315	369	437	
비지배지분	120	137	148	158	171	
자본총계	603	651	707	759	827	
순차입금	-169	-269	-342	-408	-479	
총차입금	25	18	18	18	18	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	991	1,974	3,306	3,215	3,950	
BPS	26,050	27,689	30,120	32,379	35,378	
EBITDAPS	607	4,407	5,641	5,217	6,218	
SPS	19,526	29,180	31,636	29,021	30,704	
DPS	250	300	300	300	300	
PER	41.6	38.1	15.5	16.0	13.0	
PBR	1.6	2.7	1.7	1.6	1.5	
EV/EBITDA	63.6	15.5	7.3	7.3	5.6	
PSR	2.1	2.6	1.6	1.8	1.7	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	-35.9	49.4	8.4	-8.3	5.8	
영업이익 증가율 (%)	적전	흑전	10.2	-5.6	26.9	
지배순이익 증가율 (%)	-69.8	99.3	67.5	-2.8	22.9	
매출총이익률 (%)	27.3	34.2	36.0	36.2	37.0	
영업이익률 (%)	-5.6	13.1	13.3	13.7	16.4	
지배순이익률 (%)	5.1	6.8	10.4	11.1	12.9	
EBITDA 마진 (%)	3.1	15.1	17.8	18.0	20.3	
ROIC	-6.3	22.9	30.3	30.5	40.6	
ROA	2.5	4.7	7.2	6.7	7.7	
ROE	3.9	7.4	11.5	10.4	11.7	
부채비율 (%)	21.7	28.9	24.8	21.9	21.1	
순차입금/자기자본 (%)	-34.9	-52.3	-61.2	-67.9	-73.1	
영업이익/금융비용 (배)	-22.3	89.9	71.6	69.0	87.6	

에스엠 (041510): 1Q26 컨센서스 소폭 하회

엔터



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	120,000원 (D)
현재주가 (4/8)	87,000원
상승여력	38%

시가총액	19,918억원
총발행주식수	22,894,690주
60일 평균 거래대금	167억원
60일 평균 거래량	153,315주
52주 고	153,000원
52주 저	83,000원
외인지분율	29.37%
주요주주	카카오 외 8 인 41.67%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(16.9) (26.2) (21.3)
상대	(12.0) (36.1) (52.5)
절대(달러환산)	(16.6) (27.2) (21.2)

• **1Q26 예상 매출액 +6.4% yoy, 영업이익 +8.0%:** 1분기 예상 매출액은 2,462억원(+6.4% yoy), 영업이익은 353억원(+8.0% yoy)으로 시장 컨센서스(매출액: 2,617억원, 영업이익: 369억원)를 소폭 하회할 전망. 아티스트 IP 활동 공백 영향으로 컨센서스 소폭 하회 예상되나, 고연차 IP '엑소'의 컴백 활동 흥행이 전사 YoY 실적 개선세를 견인할 전망. [음반원] 총 앨범 판매량은 약 230만장 수준으로, 엑소 100만장, NCT JNJM 70만장, 日 발매 앨범 합산 약 60만장 등으로 기저 효과 클 것. 다만, 전년도 일회성 음원 실적 반영 영향으로 역성장 불가피할 예정. [공연] 총 50회차 실적 반영 예정. 라이즈 8회 모객수 약 20만명, NCT DREAM & WISH 각각 11회 12만명/8.5만명 등을 포함 총 모객수 55만명으로 전년동기대비 하락 전망됨. [MD] 투어 MD 판매분 축소 불가피 했으나, 기획 MD 상품군 다각화 전략 영향으로 일부 상쇄 전망함. [주요 자회사_디어유] 中 신규 아티스트 IP 입점 효과로 견조한 실적 개선세 이어질 전망

• **저연차 신인 IP 성장성은 전사 수익성 개선으로 이어질 것:** 고연차 IP의 서방권 인지도 확대 다소 아쉬운 상황이나, 저연차 신인 IP의 높은 팬덤 확장세가 전사 수익성 개선을 견인 할 전망. 신인 보이그룹 IP 'NCT WISH'는 데뷔 2년차에 밀리언 셀러에 등극하며 빠른 BEP 진입하였고, 2Q26에는 정규 1집으로 실적 기여가 더욱 커질 예정이며, 신인 걸그룹 IP '하츠투하츠' 역시 글로벌 청취자 베이스(스포티파이 월 청취자수 800만명 +65.4% MoM)가 대폭 증가한 것으로 파악됨

• **투자의견 매수, 목표주가 12만원 하향 제시:** 투자의견 매수, 목표주가 12만원으로 하향 제시함. 실적 추정치 하향 조정 및 적용 멀티플 하향 조정에 따름. 다만, 저연차 아티스트 IP 성장성 및 中 한한령 해지 관련 고베타 모멘텀 등의 투자 매력도는 여전히 높다고 판단됨

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	990	1,175	1,296	1,370	1,432
매출액증가율	3.0	18.7	10.3	5.7	4.5
영업이익	87	183	209	231	246
영업이익률	8.8	15.6	16.1	16.9	17.2
지배주주귀속순이익	18	347	139	154	167
지배주주 귀속 EPS	778	15,126	6,067	6,709	7,299
증가율	-78.8	1,844.2	-59.9	10.6	8.8
PER	97.9	7.7	14.3	13.0	11.9
PBR	2.6	2.7	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.7	10.1	6.6	5.8	5.1
ROA	1.2	20.3	6.6	6.7	6.8
ROE	2.6	41.6	13.2	13.3	13.1

자료: 유안타증권 리서치센터

에스엠 실적 추정 변경내역

(십억원, %)	기존 추정			신규 추정			변동률		
	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2026E	2027E
매출액	247	1,255	1,325	246	1,296	1,370	-0.4%	3.3%	3.4%
영업이익	38	216	246	35	209	231	-6.8%	-3.2%	-6.2%
OPM	15.3%	17.2%	18.6%	14.3%	16.1%	16.8%	-1.0%p	-1.1%p	-1.7%p

자료: 유안타증권 리서치센터

에스엠 Valuation table

구분	단위	값	비고
예상 EPS	원	6,067	2026년 실적 추정치 기준
Target 멀티플	배	20	디레이팅된 밴드(15~25배) 중앙값, 저연차 성장성 및 中 한한령 고베타 고려
적정주가	원	121,340	
목표주가	원	120,000	
현재주가	원	87,000	2026.04.08 종가 기준
Up-side	%	38%	

자료: 유안타증권 리서치센터

에스엠(041510) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	990	1,175	1,296	1,370	1,432	
매출원가	682	742	793	830	868	
매출총이익	307	433	503	540	564	
판매비	220	250	293	309	318	
영업이익	87	183	209	231	246	
EBITDA	149	250	258	272	284	
영업외손익	-61	185	-19	-20	-17	
외환관련손익	10	-1	4	4	4	
이자손익	7	8	11	14	17	
관계기업관련손익	-2	214	-28	-32	-32	
기타	-76	-37	-7	-7	-7	
법인세비용차감전순손익	26	368	190	210	229	
법인세비용	25	8	46	51	55	
계속사업순손익	1	359	144	159	173	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1	359	144	159	173	
지배지분순이익	18	347	139	154	167	
포괄순이익	6	358	140	155	169	
지배지분포괄이익	23	347	138	153	167	

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

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업활동 현금흐름	136	195	172	183	193	
당기순이익	1	359	144	159	173	
감가상각비	33	34	24	16	12	
외환손익	-8	3	-4	-4	-4	
충족, 관계기업관련손익	0	0	28	32	32	
자산부채의 증감	1	-38	28	14	15	
기타현금흐름	109	-162	-48	-35	-35	
투자활동 현금흐름	56	-150	-109	-57	-58	
투자자산	11	2	-16	-4	-4	
유형자산 증가 (CAPEX)	-24	-9	-8	-8	-8	
유형자산 감소	2	2	0	0	0	
기타현금흐름	67	-146	-85	-45	-45	
재무활동 현금흐름	-144	-33	-31	-36	-36	
단기차입금	-32	-1	6	1	2	
사채 및 장기차입금	-4	-5	0	0	0	
자본	-9	0	0	0	0	
현금배당	-28	-13	-37	-37	-37	
기타현금흐름	-72	-14	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	8	-5	53	23	27	
현금의 증감	55	6	85	113	127	
기초 현금	303	358	365	449	563	
기말 현금	358	365	449	563	690	
NOPLAT	87	183	209	231	246	
FCF	111	186	164	175	185	

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

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	814	980	1,196	1,339	1,499	
현금및현금성자산	358	365	449	563	690	
매출채권 및 기타채권	247	255	310	322	335	
채고자산	28	24	29	30	32	
비유동자산	605	1,027	1,035	1,037	1,042	
유형자산	76	74	58	49	45	
관계기업등 지분관련자산	156	37	45	46	48	
기타투자자산	85	108	116	118	120	
자산총계	1,419	2,008	2,231	2,377	2,541	
유동부채	485	497	600	624	651	
매입채무 및 기타채무	321	309	375	390	408	
단기차입금	5	5	5	5	5	
유동성장기부채	8	9	9	9	9	
비유동부채	105	152	171	175	180	
장기차입금	0	0	0	0	0	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	590	649	771	799	831	
자배지분	665	1,003	1,098	1,211	1,336	
자본금	12	12	12	12	12	
자본잉여금	353	353	353	353	353	
이익잉여금	320	618	720	837	967	
비지배지분	164	356	361	367	374	
자본총계	829	1,359	1,460	1,578	1,710	
순차입금	-372	-513	-645	-769	-909	
총차입금	110	104	110	111	113	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	778	15,126	6,067	6,709	7,299	
BPS	29,037	43,793	47,979	52,875	58,362	
EBITDAPS	6,342	10,904	11,259	11,880	12,395	
SPS	42,062	51,184	56,604	59,838	62,531	
DPS	400	1,620	1,620	1,620	1,620	
PER	97.9	7.7	14.3	13.0	11.9	
PBR	2.6	2.7	1.8	1.6	1.5	
EV/EBITDA	10.7	10.1	6.6	5.8	5.1	
PSR	1.8	2.3	1.5	1.5	1.4	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	3.0	18.7	10.3	5.7	4.5	
영업이익 증가율 (%)	-23.1	109.7	14.3	10.4	6.6	
지배순이익 증가율 (%)	-79.0	1,796.3	-60.0	10.6	8.8	
매출총이익률 (%)	31.0	36.8	38.8	39.4	39.4	
영업이익률 (%)	8.8	15.6	16.1	16.8	17.2	
지배순이익률 (%)	1.9	29.6	10.7	11.2	11.7	
EBITDA 마진 (%)	15.1	21.3	19.9	19.9	19.8	
ROIC	1.9	52.0	30.3	32.3	34.9	
ROA	1.2	20.3	6.6	6.7	6.8	
ROE	2.6	41.6	13.2	13.3	13.1	
부채비율 (%)	71.2	47.8	52.8	50.6	48.6	
순차입금/자기자본 (%)	-55.9	-51.1	-58.7	-63.5	-68.0	
영업이익/금융비용 (배)	16.0	33.5	42.3	45.8	48.2	



이승은



화장품/의료기기/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

화장품

주가 더 간다

아모레퍼시픽 (090430): 국내 건조, 해외 온도차

화장품



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

투자 의견	BUY (M)
목표주가	178,000원 (M)
현재주가 (4/8)	130,300원
상승여력	37%

시가총액	81,057억원
총발행주식수	69,050,589주
60일 평균 거래대금	427억원
60일 평균 거래량	302,812주
52주 고	165,100원
52주 저	101,200원
외인지분율	25.95%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 18 인 50.14%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(1.0) 8.6 25.2
상대	(5.8) (15.8) (50.2)
절대(달러환산)	(0.6) 7.1 25.4

- 1Q26 Preview:** 동사 2026년 1분기 실적은 매출액 1조 1,030억원(+3% YoY), 영업이익 1,300억원(+10% YoY, OPM 12%)으로 영업이익 컨센서스 1,250억원에 부합할 것으로 예상된다. 국내 매출액은 6,250억원(+8% YoY), 영업이익 640억원(OPM 10%)이 예상되며, 면세가 전년 대비 소폭 성장 흐름을 보이고 있고, 이커머스 및 멀티브랜드샵 채널이 예상 대비 견조한 성장세를 나타내며 수익성 개선에 기여하고 있는 점이 긍정적이다. 특히 해당 채널은 백화점/방판 대비 마진 구조가 우수해 국내 OPM 개선 요인으로 작용하고 있다.
- 해외 지역별 온도차:** 해외는 지역별로 온도차가 존재한다. 중화권은 구조조정 영향으로 매출액 23% 감소가 예상되며 BEP 수준의 수익성이 전망된다. 미주는 유통사의 보수적인 매입 기조 영향으로 1분기 성장률은 +9% YoY가 예상된다. 유럽은 중동 전쟁 영향에 따른 마케팅 지연 및 유통사 매입 일정 지연, 채널 진입 지연 영향으로 1분기 매출액은 +3% YoY가 예상된다. 코스알엑스는 유럽 중심의 견조한 수요와 신제품 모멘텀에 힘입어 1분기에도 매출 10% 중반 성장과 영업이익률 20% 중반의 고수익성이 유지되며 전사 실적 방어에 기여할 것으로 예상된다.
- 투자 의견 매수, 목표주가 178,000원 유지:** 동사에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 178,000원을 유지한다. 단기적으로는 미주·유럽의 물량 지연 및 마케팅 집행 영향으로 실적 모멘텀이 일부 제한될 수 있으나, 국내는 이커머스 및 멀티브랜드샵 중심의 고마진 채널 믹스 개선과 비용 효율화 효과가 지속되며 안정적인 이익 성장을 견인할 전망이다. 중장기적으로는 중국 비중 축소와 함께 유럽·일본 중심의 지역 믹스 개선, 코스알엑스의 고성장·고수익성 구조가 전사 마진 레벨을 점진적으로 끌어올릴 것으로 기대된다. 또한 최근 단행한 비올 관련 투자와 같이 메디컬 에스테틱 및 디바이스 영역으로의 확장은 화장품과의 시너지 창출 및 신규 성장 동력 확보 측면에서 긍정적으로 판단된다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	38,851	42,528	44,000	45,000	49,259
매출액증가율	5.7	9.5	3.5	2.3	9.5
영업이익	2,205	3,358	4,300	4,700	7,790
영업이익률	5.7	7.9	9.8	10.4	15.8
지배주주귀속순이익	5,932	2,357	2,430	2,690	4,885
지배주주 귀속 EPS	9,937	3,805	3,930	4,375	8,126
증가율	241.0	-61.7	3.3	11.3	85.7
PER	13.8	32.3	33.2	29.8	16.0
PBR	1.8	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	17.1	11.5	10.7	9.8	6.3
ROA	9.4	3.4	3.5	3.9	6.9
ROE	11.7	4.4	4.4	4.7	8.1

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레퍼시픽 실적 추정

(단위: 억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	10,675	10,050	10,169	11,634	42,528	11,030	10,320	10,530	12,120	44,000
Korea	5,773	5,536	5,566	5,876	22,752	6,250	5,900	5,790	6,080	24,020
Overseas & Export	4,697	4,325	4,408	5,662	19,091	4,680	4,290	4,540	5,840	19,350
North America	1,572	1,344	1,568	1,826	6,310	1,710	1,470	1,680	1,900	6,760
EMEA	553	441	527	889	2,410	570	450	550	920	2,490
중화권	1,328	1,327	1,060	1,410	5,124	1,020	1,050	1,000	1,420	4,490
기타 아시아	1,244	1,213	1,254	1,537	5,247	1,380	1,320	1,310	1,600	5,610
매출액 YoY	17	11	4	7	9	3	3	4	4	3
Korea	2	8	4	7	5	8	7	4	3	6
Overseas & Export	41	14	3	8	15	-1	-2	3	3	1
North America	79	10	7	8	20	9	9	7	4	7
EMEA	219	18	-3	45	42	3	2	4	3	3
중화권	-10	23	9	-10	0	-23	-21	-6	1	-12
기타 아시아	55	9	-3	10	14	8	5	4	4	7
영업이익	1,177	737	919	525	3,358	1,300	840	1,030	1,130	4,300
Korea	494	402	594	-41	1,449	640	460	670	450	2,220
Overseas & Export	696	360	427	617	2,099	760	410	470	640	2,280

자료: 아모레퍼시픽, 유안타증권 리서치센터

아모레퍼시픽(090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	38,851	42,528	44,000	45,000	49,259
매출원가	11,384	11,767	12,150	12,350	13,519
매출총이익	27,467	30,761	31,850	32,650	35,740
판매비	25,263	27,402	27,550	27,950	27,950
영업이익	2,205	3,358	4,300	4,700	7,790
EBITDA	4,779	6,039	6,981	7,381	10,471
영업외손익	4,003	80	-845	-834	-744
외환관련손익	273	-41	-300	-341	-341
이자손익	-162	-86	-17	42	133
관계기업관련손익	165	-8	21	22	22
기타	3,727	215	-548	-557	-557
법인세비용차감전순손익	6,208	3,438	3,455	3,866	7,046
법인세비용	192	965	893	1,026	1,889
계속사업순손익	6,016	2,473	2,562	2,840	5,157
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	6,016	2,473	2,562	2,840	5,157
지배지분순이익	5,932	2,357	2,430	2,690	4,885
포괄순이익	6,004	2,691	2,780	3,058	5,375
지배지분포괄이익	5,928	2,572	2,657	2,922	5,136

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	3,345	5,838	5,720	6,224	8,074
당기순이익	6,016	2,473	2,562	2,840	5,157
감가상각비	2,574	2,681	2,681	2,681	2,681
외환손익	-141	-23	300	341	341
중속, 관계기업관련손익	0	0	-21	-22	-22
자산부채의 증감	-1,644	126	-637	-451	-917
기타현금흐름	-3,460	582	835	835	835
투자활동 현금흐름	-3,122	-2,953	-1,906	-1,983	-224
투자자산	2,652	-2,035	-715	-601	-176
유형자산 증가 (CAPEX)	-810	-646	-1,200	-1,400	0
유형자산 감소	8	9	0	0	0
기타현금흐름	-4,973	-281	9	19	-49
재무활동 현금흐름	-988	-2,224	-2,391	-2,552	-1,374
단기차입금	680	-628	-1,084	-1,100	28
사채 및 장기차입금	218	-273	96	-50	0
자본	-1,706	97	0	0	0
현금배당	-631	-923	-855	-855	-855
기타현금흐름	451	-497	-547	-547	-547
연결범위변동 등 기타	217	69	-2,627	-723	335
현금의 증감	-548	730	-1,204	967	6,811
기초 현금	5,064	4,515	5,246	4,042	5,009
기말 현금	4,515	5,246	4,042	5,009	11,820
NOPLAT	2,205	3,358	4,300	4,700	7,790
FCF	2,535	5,193	4,520	4,824	8,074

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

자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	17,348	20,037	19,178	20,379	28,188
현금및현금성자산	4,515	5,246	4,042	5,009	11,820
매출채권 및 기타채권	4,184	3,896	4,030	4,122	4,512
재고자산	4,978	4,801	4,967	5,080	5,561
비유동자산	50,487	49,575	48,809	48,130	45,625
유형자산	22,964	22,248	20,767	19,486	16,805
관계기업등 지분관련자산	58	56	58	59	65
기타투자자산	679	603	1,317	1,917	2,087
자산총계	67,835	69,612	67,988	68,509	73,813
유동부채	10,957	11,209	7,463	5,763	6,255
매입채무 및 기타채무	5,303	6,104	4,200	3,800	4,160
단기차입금	3,062	2,563	1,563	563	563
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,618	3,369	3,565	3,584	3,876
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	14,575	14,578	11,028	9,346	10,131
자배지분	52,524	54,493	56,286	58,339	62,586
자본금	345	345	345	345	345
자본잉여금	6,232	6,330	6,330	6,330	6,330
이익잉여금	46,010	47,750	49,325	51,160	55,190
비지배지분	736	542	674	824	1,096
자본총계	53,260	55,035	56,960	59,163	63,683
순차입금	-3,350	-7,454	-7,269	-9,406	-16,276
총차입금	4,402	3,501	2,513	1,363	1,391

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	9,937	3,805	3,930	4,375	8,126
BPS	76,149	78,989	81,673	84,652	90,816
EBITDAPS	6,921	8,746	10,110	10,689	15,164
SPS	56,265	61,590	63,721	65,170	71,338
DPS	1,125	1,240	1,240	1,240	1,240
PER	13.8	32.3	33.2	29.8	16.0
PBR	1.8	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	17.1	11.5	10.7	9.8	6.3
PSR	2.4	2.0	2.0	2.0	1.8

재무비율 (단위: 배, %,)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	5.7	9.5	3.5	2.3	9.5
영업이익 증가율 (%)	103.8	52.3	28.0	9.3	65.7
지배순이익 증가율 (%)	229.4	-60.3	3.1	10.7	81.6
매출총이익률 (%)	70.7	72.3	72.4	72.6	72.6
영업이익률 (%)	5.7	7.9	9.8	10.4	15.8
지배순이익률 (%)	15.3	5.5	5.5	6.0	9.9
EBITDA 마진 (%)	12.3	14.2	15.9	16.4	21.3
ROIC	5.8	5.8	8.0	8.4	14.8
ROA	9.4	3.4	3.5	3.9	6.9
ROE	11.7	4.4	4.4	4.7	8.1
부채비율 (%)	27.4	26.5	19.4	15.8	15.9
순차입금/자기자본 (%)	-6.4	-13.7	-12.9	-16.1	-26.0
영업이익/금융비용 (배)	7.8	15.0	25.2	42.7	99.6



우도형



금융

dohyeong.woo@yuantakorea.com

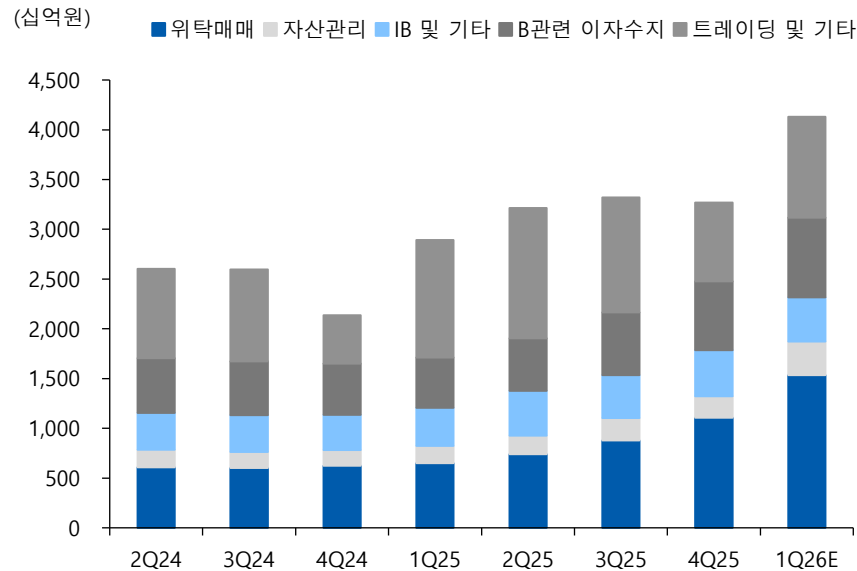
금융

위기는 기회다

1Q26 커버리지 합산 실적 전망

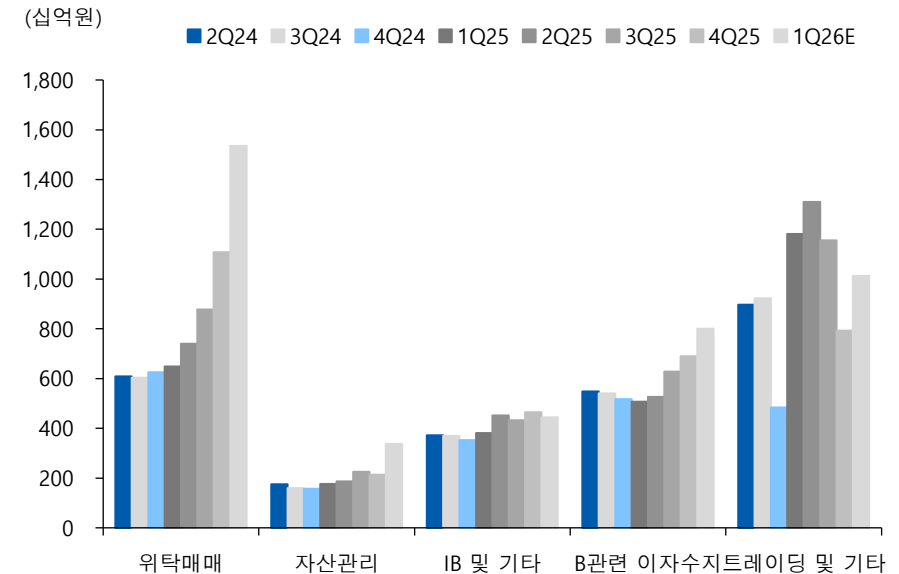
- 커버리지 증권사 합산 지배주주순이익은 3.1조원으로 컨센서스를 25.5% 상회할 것으로 전망
- 컨센서스 상회 이유는 1) 증시 상승에 따른 거래대금 증가로 양호한 브로커리지 손익 시현이 예상되며, 2) 미래에셋증권의 스페이스X 관련 평가이익이 1조원 이상 반영될 것으로 기대되기 때문. 실적에는 아직 평가이익이 전부 반영되지 않아 미래에셋증권의 실적이 컨센서스 대비 괴리가 큰 것으로 판단되나 추가에는 이미 반영되었다고 판단
- 커버리지 합산 순영업수익은 전분기 대비 26.3% 증가하였는데 양호한 증시 상황으로 Brokerage 관련 수익 및 WM 수익이 증가하였고 트레이딩 및 기타수익 역시 총당금이 반영되는 4분기 대비 양호한 수준을 기록할 것으로 전망

커버리지 증권사 합산 순영업수익 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

커버리지 증권사 합산 부문별 추이

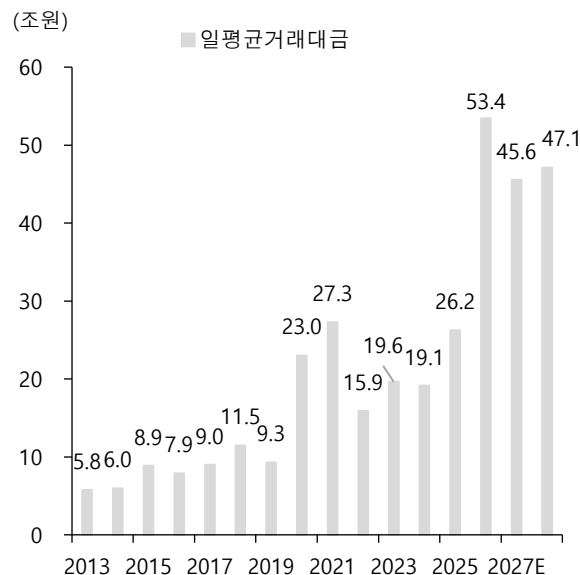


자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

2026년 일평균거래대금 전망

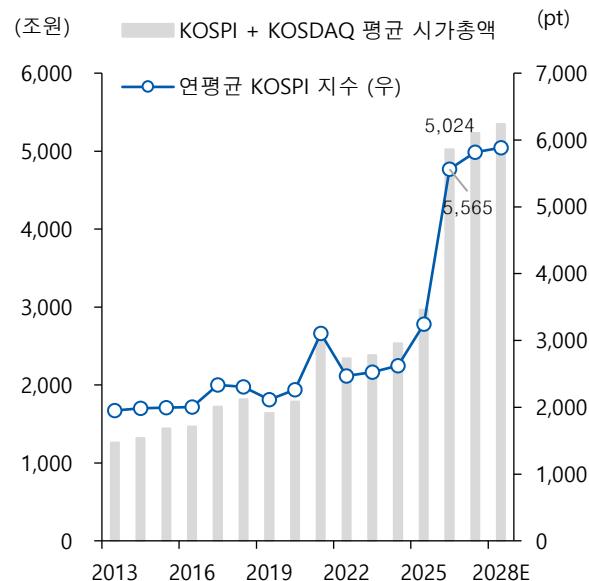
- 2026년 코스피 및 코스닥 시장 합산 일평균거래대금은 각각 53.4조원으로 전망. 시가총액 및 회전율은 향후 코스피 및 코스닥 지수의 상승 및 외국인 투자자 추가 유입으로 점진적 상승이 기대되는 상황
- 26년 1분기 코스피+코스닥 평균 시가총액은 4,974조원 수준을 기록했는데 2분기 전쟁 우려 완화 및 미국 중간선거 관련 기대감에 따라 소폭 회복을 가정하여 연간 시가총액은 5,024조원, 회전율은 260%를 가정하여 26년 일평균거래대금을 추정 (시가총액 5,024조원 * 회전율 260% / 영업일수 245일)
- 투자자별 회전율은 외국인이 여전히 높은 수준을 보이고 있으나 전쟁 여파로 인한 환율 상승으로 하락 가능성은 배제할 수 없다고 판단. 다만 증시 상승을 주도하는 반도체 실적이 여전히 견고할 것으로 판단되며 5월 개별 종목 레버리지 ETF 출시에 따라 개인 및 기관의 회전율이 상승할 것으로 기대됨에 따라 외국인 회전율 하락을 방어할 수 있을 것으로 판단

연도별 일평균거래대금 추이



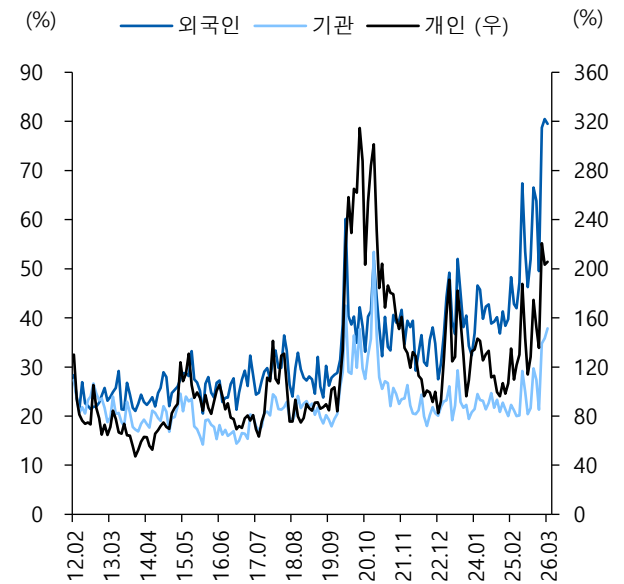
자료: KRX, NXT, Check, 유안타증권 리서치센터

코스피+코스닥 평균시가총액 추이



자료: 에프엔가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

투자자별 회전율 추이

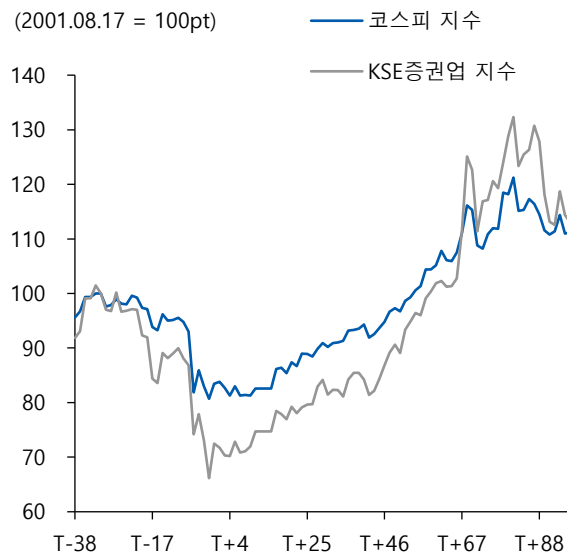


자료: 에프엔가이드 Quantivise, Check, 유안타증권 리서치센터

투자전략: 해외투자 평가이익, 주주환원 성향, 밸류에이션 중심의 선별 접근 필요

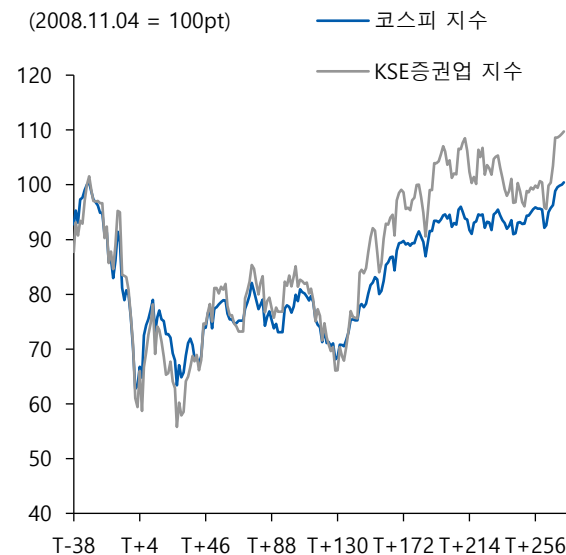
- 지정학적 리스크 장기화 우려가 존재하는 가운데, 증권 업종에 대한 투자의견 ‘매수’ 제시
- 증시를 견인하는 반도체 수요가 향후에도 견조할 것으로 판단되며, 현재 코스피 12M fwd PER은 7.6배로 역사적 저점 수준에 해당함에 따라 밸류에이션 매력이 부각되며 하방을 지지할 것으로 판단
- 증권주의 경우 증시 반등 시 코스피 대비 아웃퍼폼하는 경향이 있어 하방 압력이 제한적인 상황에서는 증권주에 대한 투자 매력이 높다고 판단
- 다만 종목에 대해서는 선별적인 접근이 필요할 것으로 생각되며 종목 선정 시에는 1) 해외투자 관련 평가이익, 2) 높은 주주환원 성향, 3) 상대적으로 낮은 밸류에이션에 대한 고려가 필요함

닷컴버블 시기 코스피 및 증권업 지수 추이



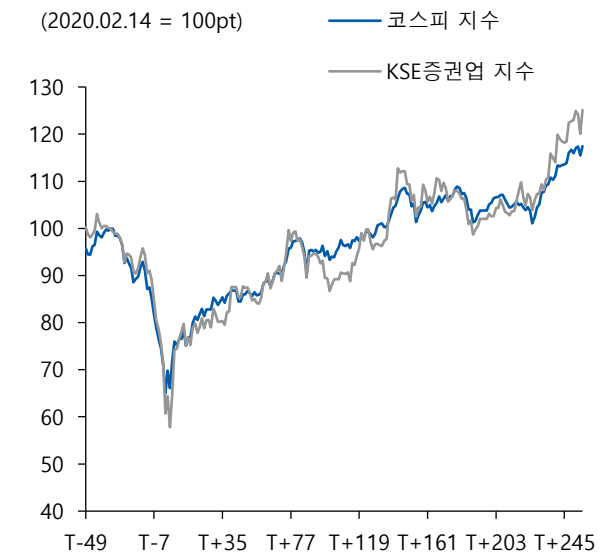
자료: 에프엔가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

금융위기 시기 코스피 및 증권업 지수 추이



자료: 에프엔가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

코로나 시기 코스피 및 증권업 지수 추이

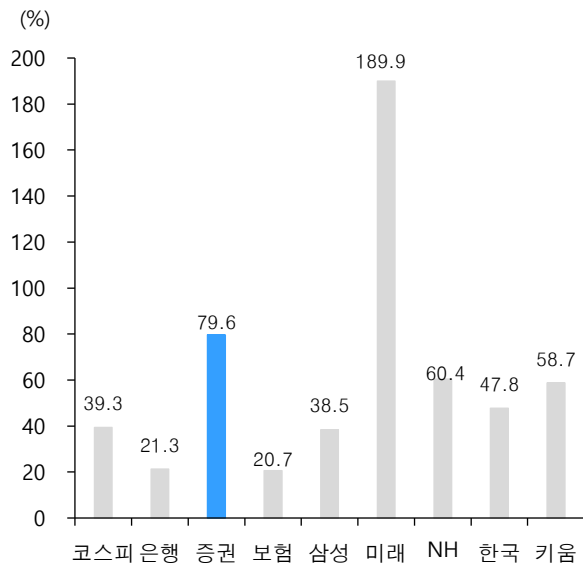


자료: 에프엔가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

Top pick: 미래에셋증권

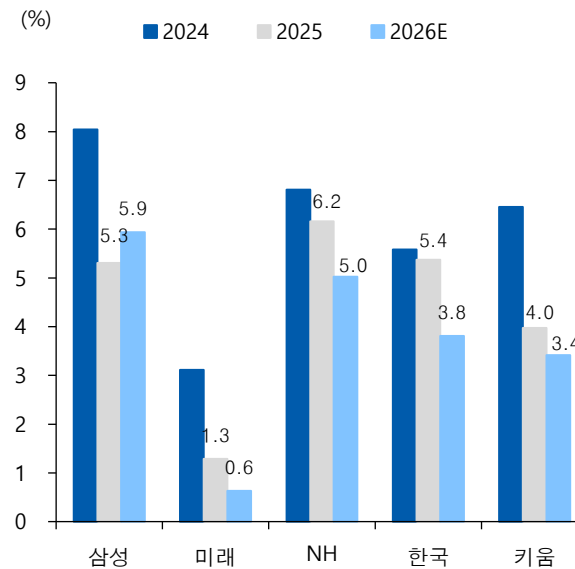
- 증권업종 YTD 수익률은 79.6%를 기록하며 코스피 수익률 39.3% 대비 초과 상승. 증권업종 Top pick으로 미래에셋증권 제시
- 미래에셋증권의 경우 26년 1분기 스페이스x 관련 평가이익이 1조원 이상 반영될 것으로 판단되며 이는 스페이스x의 가치 1.25조 달러 기준. 언론보도에 따르면 6월 스페이스x 상장 시 기업가치를 2조 달러로 평가받는 것을 목표로 하고 있어 상장까지 스페이스x 관련 모멘텀은 지속될 것으로 판단
- 증권업종 Top pick으로 스페이스x 및 디지털자산 모멘텀이 있는 미래에셋증권을 제시

YTD 수익률



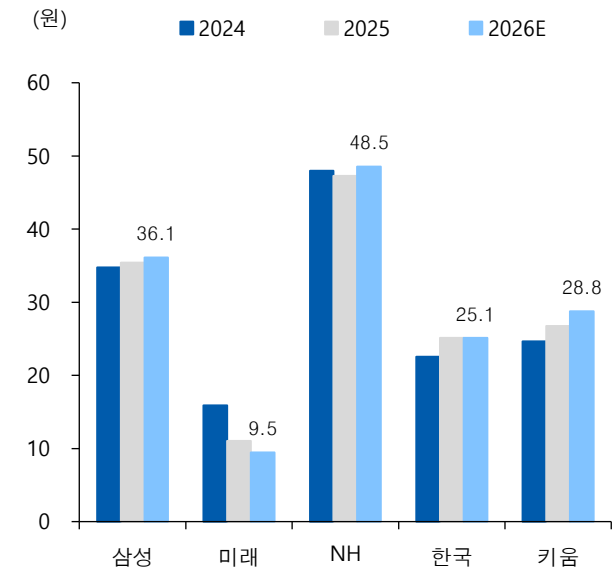
자료: 에프엔가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터 / 4월 8일 추가 기준

배당 수익률 추이



자료: 에프엔가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터 / 4월 8일 추가 기준

배당성향 추이



자료: 에프엔가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

미래에셋증권 (006800): 스페이스x 상장까지 걱정 없음

금융



우도형 금융
dohyoong.woo@yuantaskorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	83,000원 (M)
현재주가 (4/8)	67,700원
상승여력	23%

시가총액	406,878억원		
총발행주식수	710,142,630주		
60일 평균 거래대금	3,333억원		
60일 평균 거래량	6,313,587주		
52주 고	73,282원		
52주 저	8,463원		
외인지분율	9.57%		
주요주주	미래에셋캐피탈 외 17 인 33.98%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.3	145.9	683.3
상대	(3.6)	90.6	211.4
절대(달러환산)	1.7	142.6	684.7

• **1Q26 순이익 1조 3,176억원 예상:** 미래에셋증권의 1Q26 지배주주순이익은 1조 3,176억원으로 컨센서스 8,292억원을 크게 상회할 것으로 예상. 1분기에는 스페이스x 관련 평가이익이 반영될 것으로 생각되며 금액은 1조원 이상으로 예상. **위탁매매 수수료**는 시장 거래대금 증가로 전분기 대비 28.8% 증가가 예상되는데 1분기 약정 M/S는 25년 4분기 대비 소폭 감소할 전망. **Brokerage 이자수익** 역시 신용공여 및 고객예탁금 잔고 증가로 전분기 대비 12.0% 증가한 수준 예상. **Trading 및 상품손익**은 3월 채권금리 상승으로 전년 동기 대비 68.3% 감소한 수준 예상. **IMA 상품**은 작년 말 1,000억원 규모의 1호 상품을 출시했으며 현재 1,000억원 규모의 2호 상품 역시 완판된 상황. 2026년 연간 IMA 조달 금액은 격 달로 1,000억원씩 총 6,000억원 수준 예상

• **배당소득 분리과세 적용:** 미래에셋증권은 2025년 DPS 300원, 연결 배당성향 11.0%, 총주주환원율 40.2%를 기록. 배당성향이 25% 이하이기 때문에 배당소득 분리과세 요건은 미충족. 총주주환원율 40.2%는 배당성향 11.0%, 주식배당 18.4%, 자사주 소각 10.8%로 구성되며 26년 역시 총주주환원율 40% 수준으로 25년과 비슷한 모습이 될 것으로 판단. 2026년 기대 배당수익률은 0.6% 수준. 합병 자사주 소각은 새로운 주주환원정책이 나온 후 확인될 것으로 판단되며 올해 중 새로운 주주환원정책이 나올 것으로 예상

• **투자의견 Buy, 목표주가 83,000원, Top pick:** 투자의견은 Buy, 목표주가는 83,000원을 제시. 목표주가 83,000원은 12M Fwd BPS 26,349원에 PBR 3.15배 (향후 3개년 ROE 평균 13.9%, COE 6.8%)를 적용하여 산출. 미래에셋증권의 경우 1) 6월 상장 예정인 스페이스x 관련 평가이익 기대감 및 2) 디지털자산에 대한 모멘텀이 주가에 지속 작용할 것으로 판단되며 업종 Top pick으로 제시

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
순영업수익	2,832	3,910	5,554	4,752	4,740
영업이익	1,188	1,915	3,233	2,303	2,230
지배순이익	922	1,580	2,503	1,873	1,825
PER (배)	5.1	8.6	15.8	20.5	20.4
PBR (배)	0.39	1.02	2.68	2.47	2.28
ROE (%)	7.96	12.45	17.84	12.38	11.46
ROA (%)	0.7	1.1	1.7	1.2	1.2

자료: 유안타증권 리서치센터

미래에셋증권 실적 전망

미래에셋증권 실적 추이 및 전망(별도기준)

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
순영업수익	539	714	595	664	777	864	827	847	2,511	3,315
수수료손익	253	273	334	442	551	502	481	449	1,302	1,983
위탁매매	180	197	239	297	383	348	332	305	912	1,368
자산관리	75	73	88	91	136	120	115	103	326	472
IB 및 기타	-1	4	8	53	32	34	35	42	63	143
B관련이자수지	113	117	137	142	160	170	163	157	510	649
트레이딩 및 상품손익	196	347	97	89	62	187	177	236	728	662
배당&분배금	119	87	87	91	101	91	90	94	384	375
트레이딩 처분 및 평가	53	234	-25	-45	-73	65	62	122	217	177
T 및 상품관련 이자	23	27	34	43	34	31	25	20	127	110
기타영업이익	-22	-24	26	-9	5	5	5	5	-28	20
판관비	311	343	390	337	414	431	449	411	1,381	1,705
영업이익	228	371	205	327	363	433	378	436	1,130	1,610
영업외손익	-104	-56	-116	-68	-14	-4	-4	-4	-345	-26
세전이익	123	314	89	259	349	429	374	432	786	1,584
별도순이익	90	234	71	198	257	315	275	318	592	1,166
연결순이익(지배주주)	259	403	340	577	1,317.6	408	368	410	1,580	2,503.3
ROE (연결)	8.5	13.2	10.9	17.7	38.9	11.7	10.3	11.3	12.4	17.8
ROA (연결)	0.8	1.2	1.0	1.6	3.4	1.1	1.0	1.1	1.1	1.7

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

미래에셋증권 Valuation table

항목	산식	단위	수정 전 (26/03/05)	수정 후 (26/04/06)	비고
자기자본비용 (COE)	$(C=a+(b*c)+d)$	%	7.4	6.8	
무위험수익률	(a)	%	2.58	2.65	통안채 1년 3M
Risk Premium	(b)	%	5.07	5.07	
Beta	(c)		1.48	1.27	52주 조정베타 사용
Ri	(d)	%	-2.70	-2.30	과거 COE 수준 고려하여 추가 반영
Average ROE	(B)	%	14.1	13.9	2025~2027년 평균 ROE
영구성장률	(D)	%	3.4	3.5	MIN (ROE*유보율, 국고채 30년 3M)
Target PBR	$(A=(B-D)/(C-D))$	X	2.67	3.15	
12M Fwd BPS	(E)	원	27,484	26,349	
목표주가	$(A*E)$	원	73,500	83,000	
현주가 (4.8)		원		67,700	
상승여력		%		22.6	

자료: 유안타증권 리서치센터

미래에셋증권 실적 추정 변경내역

(십억원, %)	기존 추정		신규 추정		변동률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
순영업수익	5,584	4,768	5,554	4,752	-0.5	-0.3
영업이익	3,263	2,308	3,233	2,303	-0.9	-0.2
지배주주순이익	2,530	1,886	2,503	1,873	-1.1	-0.6

자료: 유안타증권 리서치센터

미래에셋증권(006800) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
영업수익	22,243	29,284	28,847	28,465	30,016	
수수료수익	1,308	1,951	2,664	2,536	2,602	
위탁매매	802	1,295	1,823	1,717	1,759	
자산관리	269	348	497	458	475	
IB+기타	237	309	345	362	368	
이자수익	5,805	6,284	6,903	6,884	6,935	
금융상품관련수익	14,487	20,522	18,699	18,465	19,899	
기타수익	642	527	580	579	579	
영업비용	21,055	27,369	25,614	26,161	27,786	
수수료비용	266	653	775	738	710	
이자비용	5,421	5,704	6,263	6,261	6,297	
금융상품관련비용	13,415	18,168	16,219	16,578	17,223	
기타비용	310	849	494	594	1,506	
판관비	1,643	1,995	2,321	2,448	2,510	
영업이익	1,188	1,915	3,233	2,303	2,230	
영업외손익	36	165	214	248	248	
법인세차감전순이익	1,224	2,080	3,447	2,551	2,478	
당기순이익	925	1,594	2,470	1,840	1,792	
지배주주순이익	922	1,580	2,503	1,873.3	1,825	

성장성지표						(단위: %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
자산총계	7.0	9.5	0.6	1.0	2.1	
부채총계	6.9	9.5	-0.4	0.6	1.8	
자본총계	8.8	10.3	10.6	5.1	5.3	
지배주주자본	8.9	10.3	10.8	5.2	5.3	
순영업수익	50.0	38.1	42.0	-14.4	-0.3	
판관비	20.3	21.4	16.3	5.5	2.5	
영업이익	128.0	61.2	68.8	-28.7	-3.2	
법인세차감전순이익	223.0	69.9	65.7	-26.0	-2.9	
지배주주순이익	173.9	72.2	55.0	-25.5	-2.6	

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

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
현금 및 예금	1,867	1,698	1,700	1,706	1,719	
당기손익금융자산	53,576	66,033	66,217	66,949	68,550	
매도가능금융자산	19,249	15,381	14,792	14,855	15,221	
종속및관계기업투자	1,614	1,786	2,445	2,657	2,894	
대여금및 수취채권	44,269	45,767	45,823	46,043	46,526	
신용공여금	15,135	16,264	16,289	16,389	16,609	
대출금	1,069	1,342	1,342	1,342	1,342	
유/무형/기타자산	16,617	19,611	20,254	20,587	21,171	
자산총계	137,192	150,277	151,230	152,797	156,080	
예수부채	12,230	17,546	15,249	14,184	14,657	
당기손익금융부채	11,915	12,122	12,308	12,497	12,690	
매도파생결합증권	6,559	7,197	7,342	7,490	7,642	
차입부채	77,119	77,089	78,814	80,496	82,284	
차입금	11,114	11,786	11,786	11,786	11,786	
발행어음(초대형IB)	7,473	9,088	9,826	10,385	11,004	
발행사채	7,744	9,757	9,757	9,757	9,757	
후순위사채	1,370	1,114	1,114	1,114	1,114	
기타부채	15,953	20,274	20,179	20,179	20,179	
부채총계	124,961	136,789	136,306	137,113	139,567	
지배주주자본	12,067	13,313	14,749	15,509	16,338	
자본금	4,102	4,102	4,102	4,102	4,102	
자본잉여금	2,157	2,157	2,157	2,157	2,157	
신종자본증권	0	0	0	0	0	
이익잉여금	5,439	6,729	8,140	8,902	9,731	
기타자본	369	325	350	348	348	
비지배주주자본	164	175	175	175	175	
자본총계	12,231	13,488	14,924	15,684	16,513	

투자지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
ROE	8.0	12.4	17.8	12.4	11.5	
ROA	0.7	1.1	1.7	1.2	1.2	
EPS	1,574	2,717	4,295	3,305	3,313	
BVPS	20,606	22,894	25,303	27,358	29,658	
DPS	250	300	400	450	500	
P/E	5.1	8.6	15.8	20.5	20.4	
P/B	0.39	1.02	2.68	2.47	2.28	

삼성전자 (005930) 투자등급 및 목표주가 추이



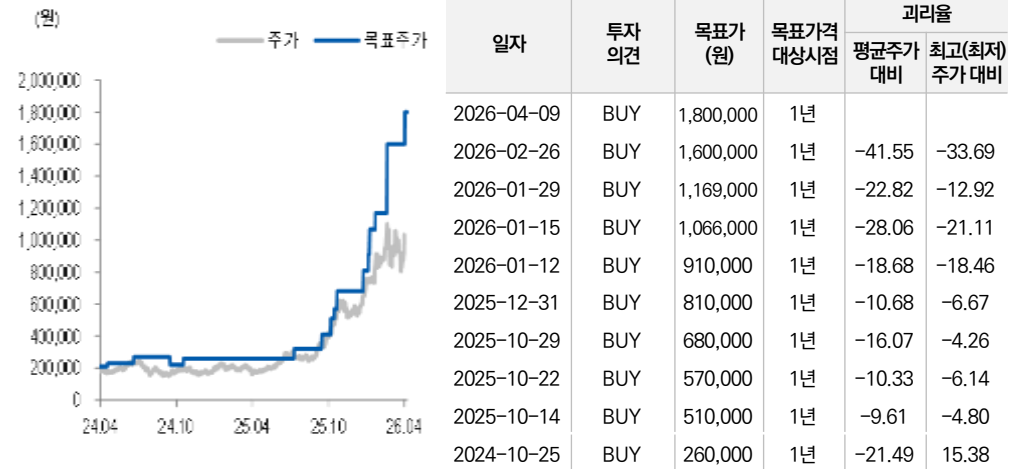
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

SK하이닉스 (000660) 투자등급 및 목표주가 추이



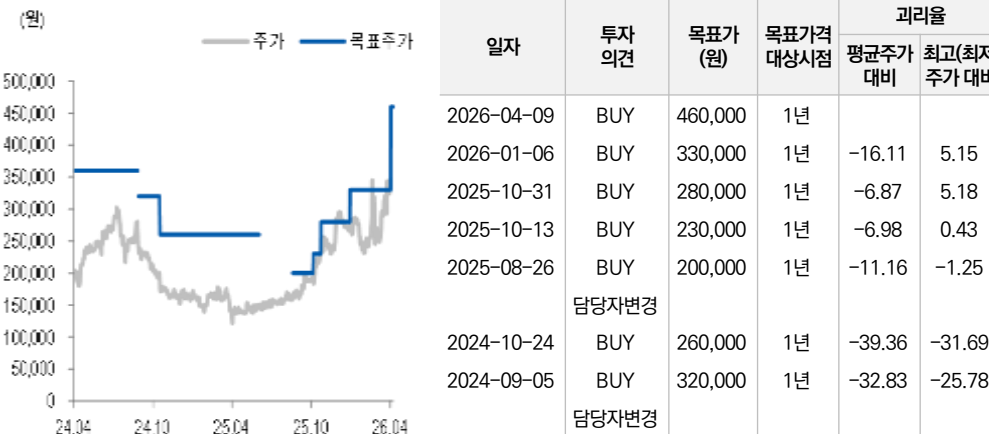
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

LG이노텍 (011070) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

LG전자 (066570) 투자등급 및 목표주가 추이



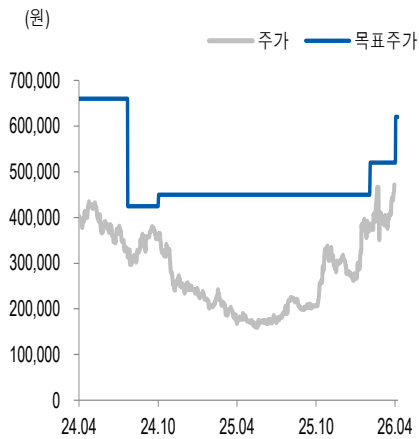
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

삼성SDI (006400) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-10	BUY	620,000	1년		
2026-02-11	BUY	520,000	1년	-21.21	-9.33
2025-04-21	BUY	450,000	1년	-46.75	-11.89
2024-10-10	BUY	450,000	1년	-46.83	-18.85
2024-07-31	BUY	425,000	1년	-20.00	-10.74
2023-11-21	BUY	660,000	1년	-39.45	-27.91

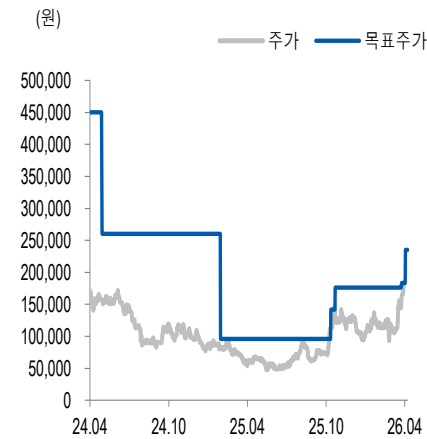
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

엘앤에프 (066970) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-10	BUY	235,000	1년		
2026-04-02	BUY	183,000	1년	-3.54	1.09
2025-10-30	BUY	176,000	1년	-31.99	-11.42
2025-10-20	BUY	142,000	1년	-8.33	3.52
2025-02-06	BUY	96,000	1년	-30.16	15.63
2024-05-07	BUY	260,000	1년	-56.48	-34.00
2024-04-10	1년 경과 이후		1년	-65.50	-62.78
2023-04-10	BUY	450,000	1년	-54.82	-25.11

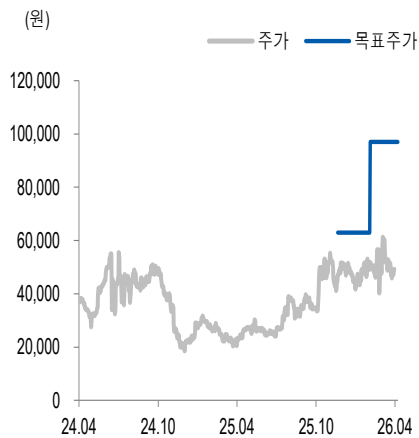
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

한중엔시에스 (107640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-10	BUY	97,000	1년		
2026-02-11	BUY	97,000	1년		
2025-11-28	BUY	63,000	1년	-23.36	-15.87
2025-06-04	1년 경과 이후		1년		
2024-06-04	Not Rated	-	1년		

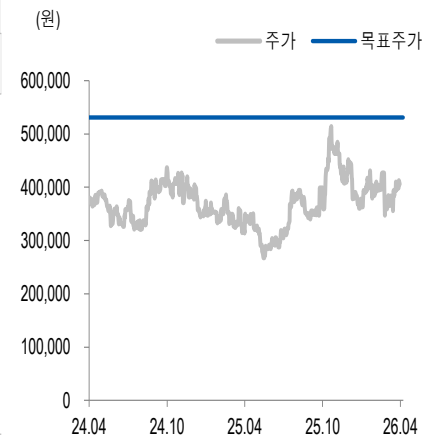
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

LG에너지솔루션 (373220) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-10	BUY	531,000	1년		
2024-11-21	1년 경과 이후		1년	-30.59	-3.20
2023-11-21	BUY	531,000	1년	-27.46	-14.41

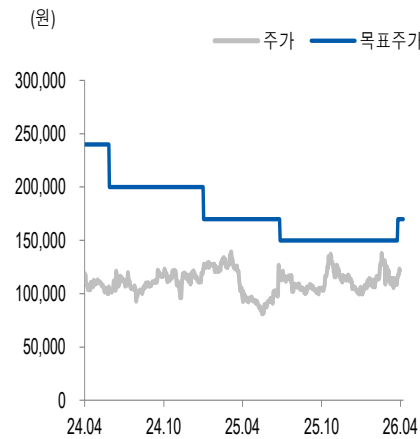
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

SK이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-09	BUY	170,000	1년		
2026-04-02	BUY	170,000	1년		
2025-07-04	BUY	150,000	1년	-25.12	-8.20
2025-01-08	BUY	170,000	1년	-35.31	-18.12
2024-06-04	BUY	200,000	1년	-44.32	-38.50
2024-02-27	BUY	240,000	1년	-52.97	-47.67

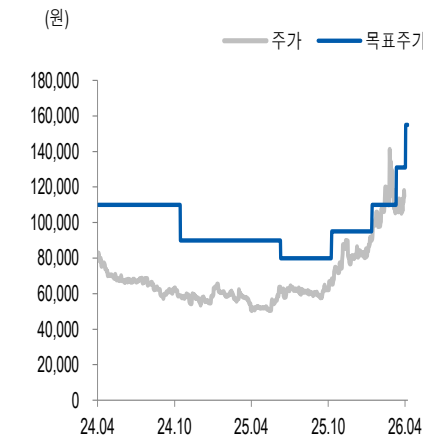
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-09	BUY	155,000	1년		
2026-03-19	BUY	131,000	1년	-15.40	-9.85
2026-01-20	BUY	110,000	1년	-0.43	28.45
2025-10-16	BUY	95,000	1년	-14.90	-3.37
2025-06-17	BUY	80,000	1년	-23.32	-16.50
2024-10-22	BUY	90,000	1년	-36.71	-27.44
2024-06-09	1년 경과 이후		1년	-41.52	-37.45
2023-06-09	BUY	110,000	1년	-34.57	-24.09

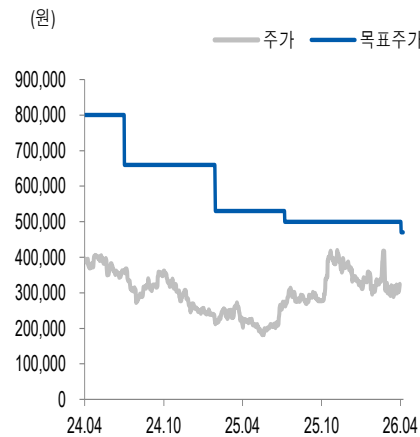
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

LG화학 (051910) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-09	BUY	470,000	1년		
2025-07-15	BUY	500,000	1년	-34.53	-16.10
2025-02-04	BUY	530,000	1년	-57.49	-48.30
2024-07-09	BUY	660,000	1년	-54.61	-44.32
2023-09-26	BUY	800,000	1년	-45.38	-33.88

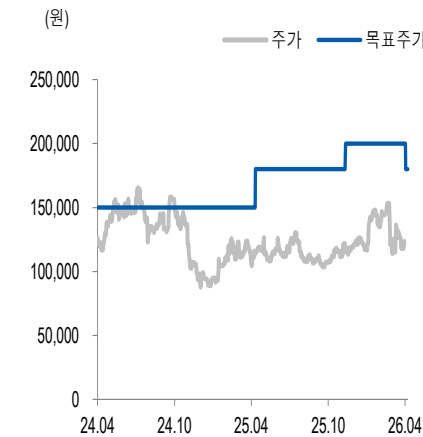
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-09	BUY	180,000	1년		
2025-11-18	BUY	200,000	1년	-35.40	-23.30
2025-04-18	BUY	180,000	1년	-36.48	-27.61
2024-08-22	1년 경과 이후		1년	-21.37	5.40
2023-08-22	HOLD	150,000	1년	-9.70	10.13

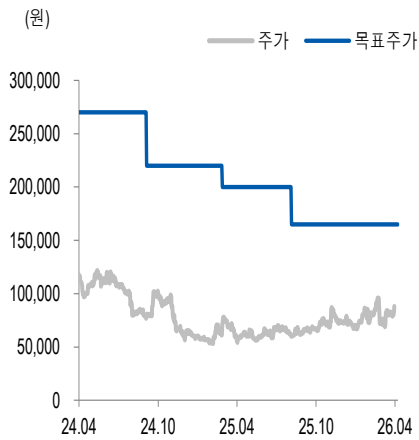
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

롯데케미칼 (011170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-09	BUY	165,000	1년		
2025-08-12	BUY	165,000	1년		
2025-03-05	BUY	200,000	1년	-67.99	-61.05
2024-09-11	BUY	220,000	1년	-67.16	-53.45
2024-03-19	BUY	270,000	1년	-61.16	-53.89

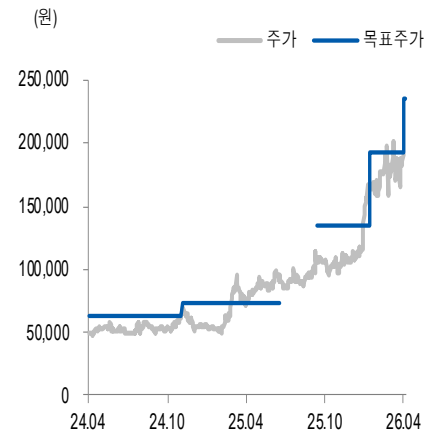
자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

한국항공우주 (047810) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-09	BUY	236,000	1년		
2026-01-20	BUY	193,000	1년	-8.63	4.66
2025-09-22	BUY	135,000	1년	-16.63	23.41
	담당자변경				
2024-11-11	BUY	73,000	1년	-2.37	35.34
2024-03-06	BUY	63,000	1년	-16.00	0.00

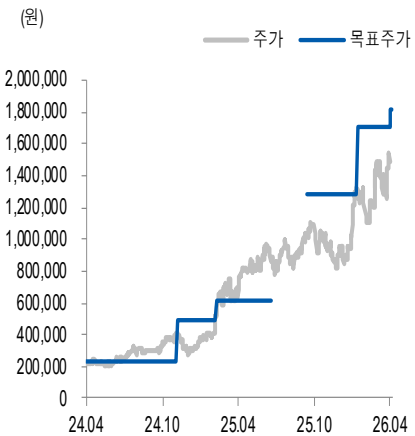
자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

한화에어로스페이스 (012450) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-09	BUY	1,820,000	1년		
2026-01-20	BUY	1,700,000	1년	-22.56	-9.59
2025-09-22	BUY	1,280,000	1년	-23.31	3.91
	담당자변경				
2025-02-14	BUY	610,517	1년	26.16	58.88
2024-11-12	BUY	492,353	1년	-26.89	4.00
2024-03-06	BUY	231,406	1년	16.37	77.02

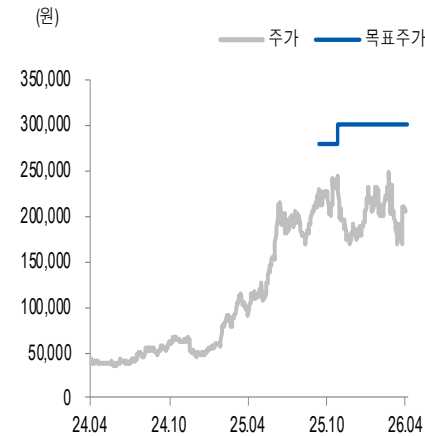
자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

현대로템 (064350) 투자등급 및 목표주가 추이



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

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

두산에너지 (034020) 투자등급 및 목표주가 추이



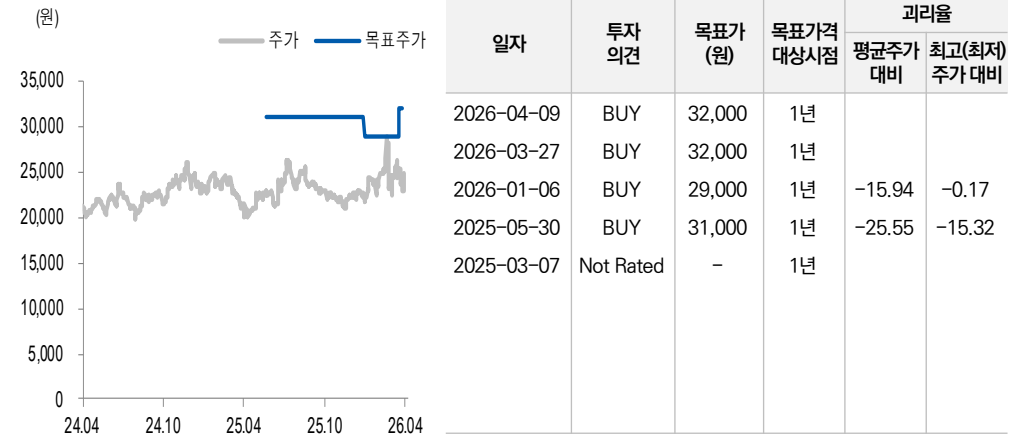
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

대한항공 (003490) 투자등급 및 목표주가 추이



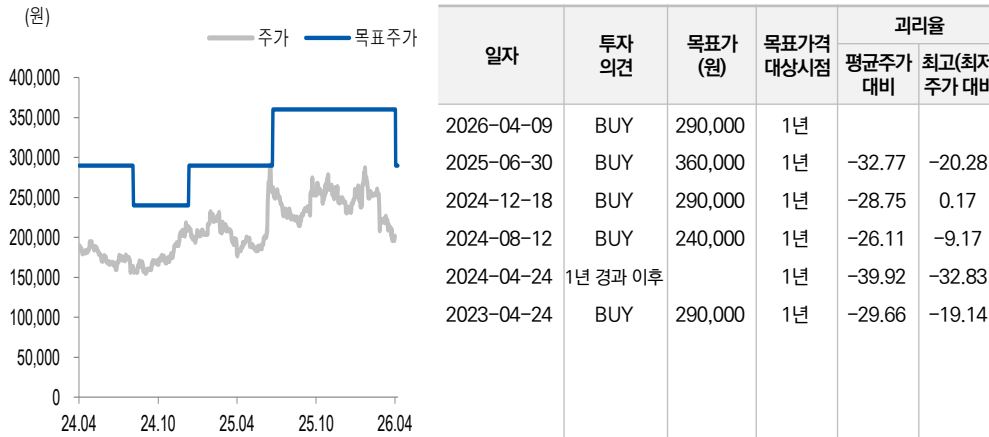
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



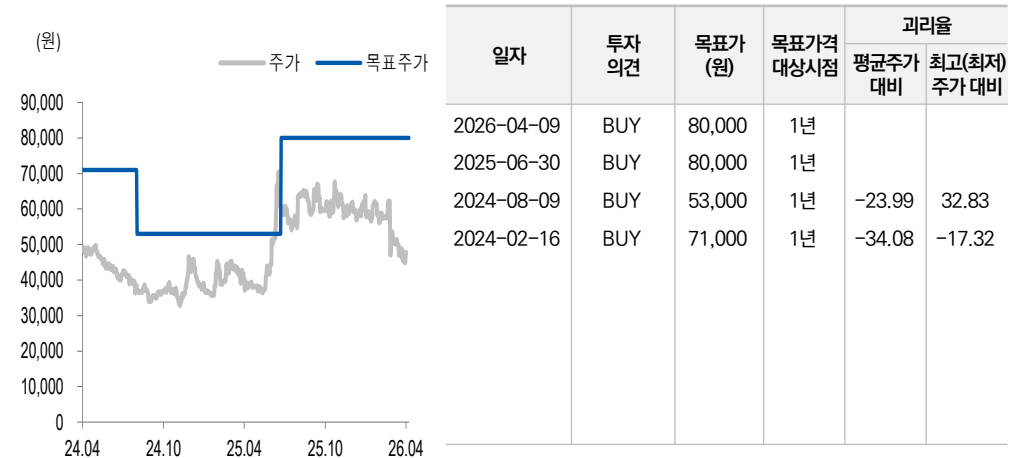
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이



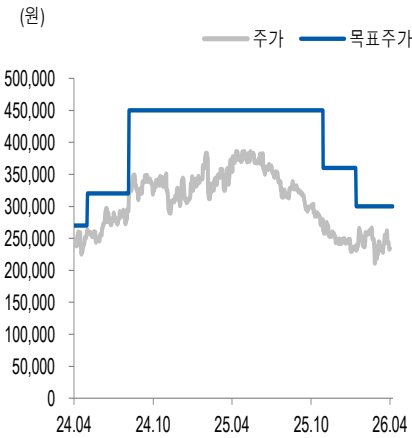
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

크래프톤 (259960) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-09	BUY	300,000	1년		
2026-01-20	BUY	300,000	1년		
2025-11-05	BUY	360,000	1년	-30.78	-23.61
2025-08-13	1년 경과 이후		1년	-31.57	-24.67
2024-08-13	BUY	450,000	1년	-23.66	-14.22
2024-05-09	BUY	320,000	1년	-14.78	-7.19
2024-02-13	BUY	270,000	1년	-11.51	-3.70

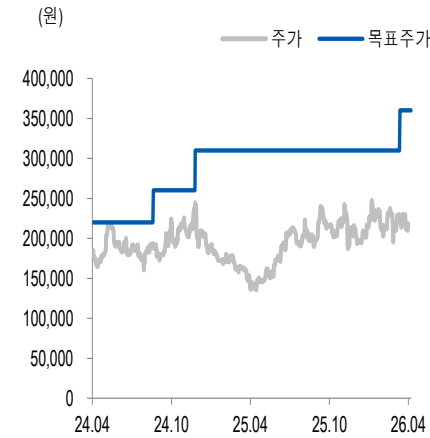
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-09	BUY	360,000	1년		
2026-03-20	BUY	360,000	1년		
2025-12-02	1년 경과 이후		1년	-29.88	-20.16
2024-12-02	BUY	310,000	1년	-39.47	-21.94
2024-08-27	BUY	260,000	1년	-22.31	-8.65
2024-08-06	BUY	220,000	1년	-15.16	-12.09
2024-02-13	HOLD	220,000	1년	-13.43	0.00

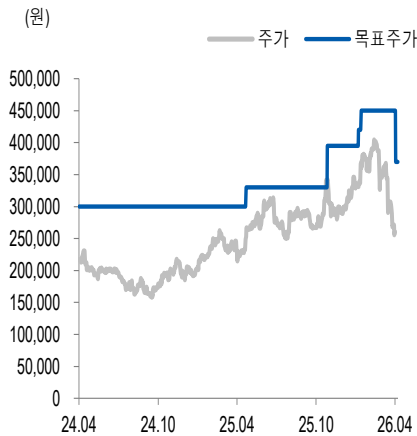
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

하이브 (352820) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-09	BUY	370,000	1년		
2026-01-20	BUY	450,000	1년	-22.44	-10.11
2026-01-14	BUY	420,000	1년	-17.34	-12.74
2025-11-03	BUY	395,000	1년	-22.14	-12.41
2025-04-29	BUY	330,000	1년	-14.29	3.33
2024-11-30	1년 경과 이후		1년	-24.96	-12.50
2023-11-30	BUY	300,000	1년	-33.24	-14.67

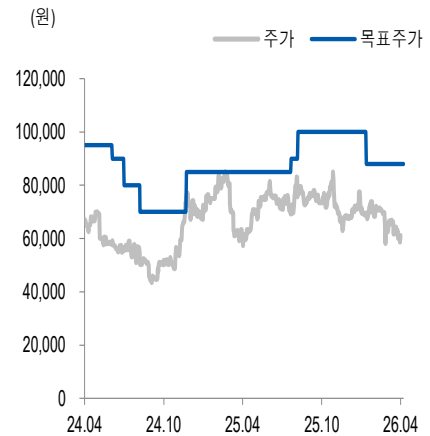
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

JYP Ent. (035900) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-09	BUY	88,000	1년		
2026-01-19	BUY	88,000	1년		
2025-08-14	BUY	100,000	1년	-26.98	-15.00
2025-07-29	BUY	90,000	1년	-16.14	-7.67
2024-11-29	BUY	85,000	1년	-15.21	0.12
2024-08-14	BUY	70,000	1년	-24.84	5.43
2024-07-08	BUY	80,000	1년	-30.19	-26.25
2024-06-11	BUY	90,000	1년	-37.51	-35.67
2024-03-07	BUY	95,000	1년	-31.14	-23.68

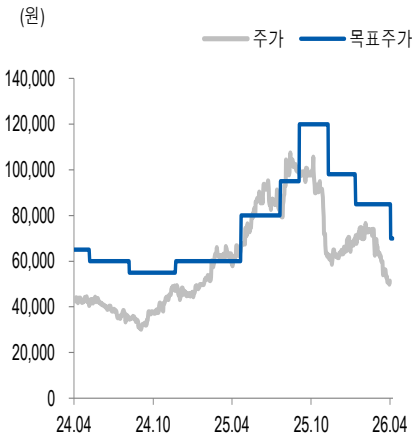
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

와이지엔터테인먼트 (122870) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-09	BUY	70,000	1년		
2026-01-19	BUY	85,000	1년	-23.09	-10.00
2025-11-17	BUY	98,000	1년	-34.52	-28.16
2025-09-11	BUY	120,000	1년	-24.52	-12.08
2025-07-29	BUY	95,000	1년	2.55	13.05
2025-04-29	BUY	80,000	1년	4.27	19.00
2024-11-29	BUY	60,000	1년	-8.53	11.33
2024-08-14	BUY	55,000	1년	-29.86	-10.73
2024-05-14	BUY	60,000	1년	-34.62	-26.17

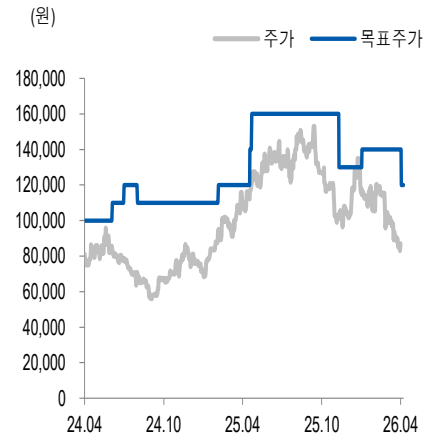
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

에스엠 (041510) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-09	BUY	120,000	1년		
2026-01-09	BUY	140,000	1년	-25.05	-14.00
2025-11-17	BUY	130,000	1년	-14.29	3.85
2025-04-29	BUY	160,000	1년	-18.05	-4.38
2025-04-25	BUY	140,000	1년	-15.00	-15.00
2025-02-11	BUY	120,000	1년	-14.75	-3.08
2024-08-08	BUY	110,000	1년	-34.41	-16.09
2024-07-08	BUY	120,000	1년	-39.80	-34.83
2024-06-11	BUY	110,000	1년	-27.85	-25.45

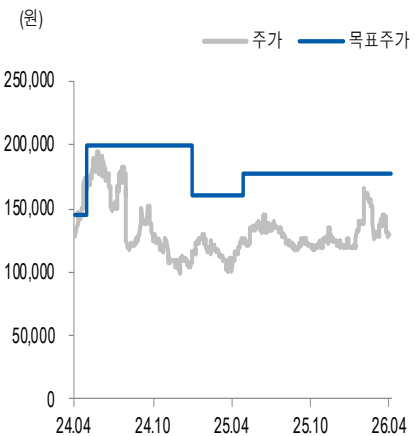
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-09	BUY	178,000	1년		
2025-05-07	BUY	178,000	1년		
2025-01-06	BUY	160,000	1년	-27.75	-18.94
2024-05-07	BUY	200,000	1년	-29.48	-2.90

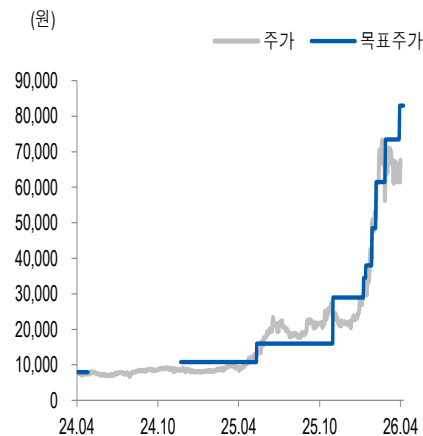
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

미래에셋증권 (006800) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-09	BUY	83,000	1년		
2026-04-06	BUY	83,000	1년		
2026-03-05	BUY	73,500	1년	-10.07	-3.28
2026-02-12	BUY	61,500	1년	10.09	19.16
2026-02-03	BUY	48,500	1년	4.50	-1.46
2026-01-20	BUY	38,000	1년	-6.56	12.01
2026-01-15	BUY	34,500	1년	-8.87	-7.79
2025-11-07	BUY	29,000	1년	-19.66	1.28
2025-05-19	BUY	16,000	1년	26.19	71.14

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율 (%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.9
Hold(중립)	5.1
Sell(비중 축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-04-09

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
(작성자: 이안나, 이창영, 황규원, 이승은, 이환욱, 백길현, 고선영, 우도형, 백종민, 최지운, 김도엽)
- 본 조사분석 자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 최지운은 (주)대한항공의 기업설명회 등에 (주)대한항공의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com
Credit Analyst	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com
Quant Analyst	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Market Analyst	이재원	5719	jaewon2.lee@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jyoon.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com

기업분석

팀장 2차전지/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
통신/지주	이승용	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
US Market	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com
유틸리티/음식료	손현정	5595	hyunjeong.son@yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
방산/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
운송	최지운	3640	jyoon.choi@yuantakorea.com
건설/기계	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김고은	3649	koeun2.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	배종성	3643	jongsung.bae@yuantakorea.com
Research Assistant	신승우	5594	sungwoo.shin@yuantakorea.com

유안타 1Q26 Preview:

컨센 상회 부합 하회 한눈에 보기