

유안타 1Q26 Preview:

컨센 상회 부합 하회 한눈에 보기

이승웅	통신 seungwoong.lee@yuantakorea.com
하현수	제약/바이오 hyunsoo.ha@yuantakorea.com
손현정	유틸리티/음식료 hyunjeong.son@yuantakorea.com
김용민	조선/자동차 yongmin.kim@yuantakorea.com
최지운	운송 jiyun.choi@yuantakorea.com





CONTENTS

통신	통신업종 재평가 국면 진입	10
제약/바이오	더 커진 R&D 중요성	25
유틸리티	실적은 분기별 편차, 수주는 레벨업	36
음식료	해외 매출 비중이 높은 기업에 주목	67
조선	어차피 증익은 나온다	82
운송	중동 전쟁발 변동성 확대	100



SUMMARY

[통신]

1Q26 통신3사 합산 영업이익은 1,268억원(-16.1% YoY)으로 컨센서스 소폭 하회 전망. SK텔레콤은 무선 가입자 일부 회복, SKB 이익 성장, KT는 일회성 기저 영향 존재, LG유플러스는 인건비 절감으로 이익 성장세 유지. 1월 급증했던 번호이동 시장은 안정화 추세. 26년 연간 합산 영업이익은 61.1조원(+0.5% YoY) 전망, AI 인프라 성장과 비용 효율화가 지속될 것. Top Pick인 SK텔레콤은 배당 회복과 엔트로픽 지분가치(약 3.5조원) 상승 기대

[제약/바이오]

약가제도 개편에 따라 국내 제약사 매출의 대부분을 차지하는 제네릭 약가는 기존 약가 대비 16% 인하 예정. 다만, 기존 등재 의약품의 경우 순차적인 인하 예정으로 영향은 제한적일 것으로 예상되며 R&D 중요성이 커질 전망

[유틸리티]

당사 커버리지 6개사 합산 기준 매출액 5조 4,728억원(YoY +20.7%), 영업이익 7,154억원(YoY +41.2%)으로 외형과 이익 모두 고성장 흐름이 이어질 전망. 업체별로 수주가 실적으로 연결되는 속도의 차별화가 본격화. 업종 내 Top Pick으로는 초고압 중심 수주 확대에 따른 이익 레벨 상승이 뚜렷한 효성중공업과 빅테크 고객 확대 및 단납기 구조를 기반으로 수주가 실적으로 빠르게 연결되는 LS ELECTRIC을 유지



SUMMARY

[음식료]

음식료 업종 주가는 타 업종 대비 뚜렷한 모멘텀 부재하며 코스피 지수 대비 언더퍼폼. 중동 전쟁발 인플레이션 부담 확대, 판관비 부담 확대 우려에 기인. 다만, 현재(4/22) 음식료 업종 평균 12MF PER은 약 14배 수준으로 코스피(7.5x) 대비 할증된 상태. 과거 코스피 지수 PER과 동행하는 모습을 보였으나, 3월 기점으로 코스피와 달리 리레이팅 되는 모습. 다만, 업체별 주가 차별화는 극명하기에 선별적 접근이 유효. Top Pick으로 삼양식품 제시

[조선]

4Q25 대비 조업일수 감소 영향이 제한적인 1분기로 주요 조선업체의 실적은 컨센서스를 부합 혹은 상회하는 결과를 보였다고 추정. 3Q25까지 지속된 해양방산 리레이팅 이후 전반적 투자심리가 약화된 4Q25-1Q26이었으나, 여전히 유효한 증익 사이클과 연내 등장할 방산 리레이팅 트리거에 대한 준비가 필요한 상황. 업종 내 Top picks는 한화오션과 한국조선해양을 유지

[운송]

1Q26 해운 시황은 중동 전쟁 발발로 변동성이 크게 확대. 호르무즈 해협 통과 선박 수가 급감하며, 에너지 공급망에 심각한 충격을 야기. 1분기 벌크 시황은 중국 철광석 수요 증가 등에 기인한 Capesize 선형 중심으로 시황이 강세를 보였으며, 컨테이너 시황은 전쟁 발발 이후 전쟁보험료 상승, 유류할증료 부과 등으로 SCFI 지수가 약 +41% 급등했으나, 분기 평균으로는 전년비 약세를 보임





Sector Overview

섹터	애널리스트	Diff	기업명		1Q26F	컨센서스	1Q25	4Q25	YoY	QoQ
통신 Overweight	이승웅	부합	SK텔레콤	매출액	4,3789	4,398	4,454	4,329	-1.7%	1.2%
				영업이익	503	513	567	119	12.7%	322.6%
				OPM	11.5%	11.7%	12.7%	2.8%	-1.2%p	8.7%p
			LG유플러스	매출액	3,852	3,863	3,748	3,848	2.8%	0.1%
				영업이익	276	281	255	171	-7.5%	61.9%
				OPM	7.2%	7.3%	6.8%	4.4%	0.4%p	2.7%p
		하회	KT	매출액	6,736	6,798	6,845	6,845	-1.6%	-1.6%
				영업이익	488	518	689	227	41.1%	114.7%
				OPM	7.2%	7.6%	10.1%	3.3%	-2.8%p	3.9%p
제약/바이오 Neutral	하현수	부합	한미약품	매출액	392	398	391	433	0.4%	-9.4%
				영업이익	57	60	59	83	-2.6%	-31.0%
				OPM	14.7%	15.2%	15.1%	19.2%	-0.4%pt	-4.5%pt
		부합	HK이노엔	매출액	270	263	247	292	9.3%	-7.4%
				영업이익	29	30	25	40	15.1%	-27.2%
				OPM	10.8%	11.2%	10.3%	13.7%	+0.5%pt	-2.9%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

단위: 십억원, %

Sector Overview

섹터	애널리스트	Diff	기업명		1Q26F	컨센서스	1Q25	4Q25	YoY	QoQ
유틸리티 Overweight	손현정	상회	일진전기	매출액	559	525	457	614	22.1%	-9.0%
				영업이익	51	45	34	44	49.2%	14.8%
				OPM	9.1%	8.6%	7.4%	7.2%	1.6%p	1.9%p
			포스코 인터내셔널	매출액	8,333	8,274	8,154	7,828	2.2%	6.5%
				영업이익	338	314	270	266	25.1%	27.3%
				OPM	4.1%	3.8%	3.3%	3.4%	0.7%p	0.7%p
		부합	LS ELECTRIC	매출액	1,377	1,340	1,032	1,524	33.4%	-9.7%
				영업이익	127	133	87	130	45.0%	-2.4%
				OPM	9.2%	9.9%	8.5%	8.5%	0.7%p	0.7%p
		하회	HD현대 일렉트릭	매출액	1,061	1,108	1,015	1,163	4.6%	-8.8%
				영업이익	268	271	218	321	22.8%	-16.5%
				OPM	25.2%	24.4%	21.5%	27.6%	3.7%p	-2.3%p
			효성중공업	매출액	1,318	1,330	1,076	1,743	22.5%	-24.4%
				영업이익	163	168	102	261	59.0%	-37.5%
				OPM	12.4%	12.7%	9.5%	14.9%	2.8%p	-2.6%p
음식료 Overweight	손현정	상회	KT&G	매출액	1,706	1,639	1,491	1,714	14.4%	-0.5%
				영업이익	357	338	286	243	23.1%	44.7%
				OPM	20.6%	20.6%	19.2%	14.2%	1.5%p	6.4%p
		부합	삼양식품	매출액	683	677	529	638	29.1%	7.1%
				영업이익	161	163	134	139	19.8%	15.3%
				OPM	23.5%	24.1%	25.3%	21.8%	-1.8%p	1.7%p

자료: 유안타증권 리서치센터, 주) LS ELECTRIC은 1Q26 잠정 수치
단위: 십억원, %

Sector Overview

섹터	애널리스트	Diff	기업명		1Q26F	컨센서스	1Q25	4Q25	YoY	QoQ
조선 Overweight	김용민	상회	HD현대중공업	매출액	5,820	5,626	3,823	5,193	52.3%	12.1%
				영업이익	837	779	434	557	93.1%	50.3%
				OPM	14.4%	13.8%	11.3%	12.6%	3.1%p	1.8%p
			삼성중공업	매출액	3,019	2,997	2,494	2,838	21.0%	6.4%
				영업이익	395	339	123	296	221.0%	33.4%
				OPM	13.1%	11.3%	4.9%	10.4%	8.2%p	2.7%p
			한화오션	매출액	3,483	3,277	3,143	3,323	10.8%	4.8%
				영업이익	420	367	259	248	62.5%	69.4%
				OPM	12.1%	11.2%	8.2%	7.4%	3.9%p	4.7%p
		하회	대한조선	매출액	277	316	308	350	-10.0%	-20.9%
				영업이익	71	82	70	95	2.1%	-25.3%
				OPM	25.7%	26.0%	22.7%	27.2%	-1.5%p	-1.5%p
운송 Neutral	최지운	상회	팬오션	매출액	1,457	1,449	1,393	1,476	4.6%	-1.3%
				영업이익	135	131	113	130	19.4%	3.8%
				OPM	9.3%	9.0%	8.1%	8.8%	3.6%p	1.2%p
		부합	HMM	매출액	2,660	2,567	2,854	2,707	-6.8%	-1.7%
				영업이익	276	272	613	317	-55.0%	-12.9%
				OPM	10.4%	10.6%	21.5%	11.7%	10.4%p	0%p

자료: 유안타증권 리서치센터

단위: 십억원, %



이승웅

통신

seungwoong.lee@yuantakorea.com

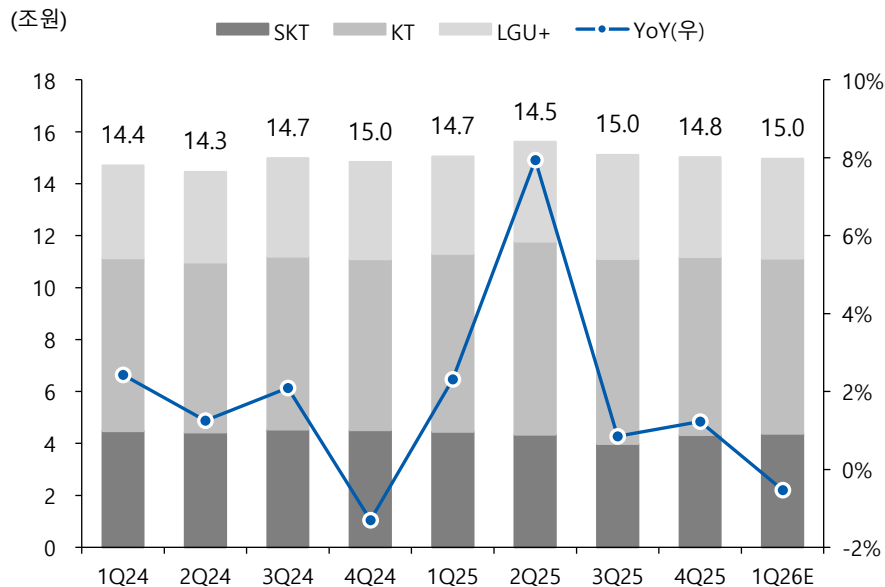
통신

통신업종 재평가 국면 진입

1Q26 Preview: 영업이익 컨센서스 하회 예상

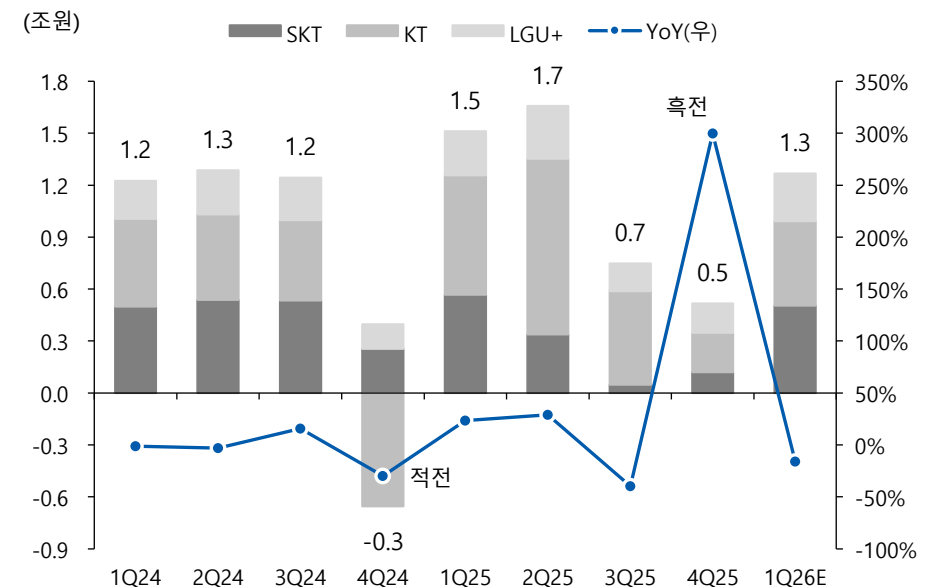
- 1Q26 통신3사 합산 연결 영업수익은 15.0조원(-0.5% YoY), 영업이익은 1,268억원(-16.1% YoY)으로 시장 컨센서스(15.1조원, 1,312억원)를 소폭 하회하는 영업이익을 시현할 전망
- SK텔레콤**은 1월 핸드셋 가입자 16만명 회복한 것으로 파악돼 25년 감소한 무선 가입자 일부 회복. SKB의 이익 성장 기대. 데이터센터(판교DC 인수)와 유선(인터넷, IPTV)의 외형 성장, 희망퇴직으로 인한 인건비 감소 효과로 SKB의 영업이익은 1,024억으로 예상
- KT**는 1Q25 일회성 수익 기저 효과와 마케팅비 증가로 영업이익이 시장 컨센을 하회할 전망. 1월 위약금 면제는 25년 가입자 순증 감안시 실적에 미치는 영향은 제한적. KT클라우드와 KT에스테이트의 고성장세가 지속되는 가운데, 콘텐츠 자회사의 실적 또한 일부 개선될 것으로 기대
- LG유플러스**는 1월 번호이동 시장이 확대되었음에도 퀄리티 중심의 가입자 유치로 마케팅비 증가는 제한적, 전년도 희망퇴직에 따른 인건비 절감 효과가 이어지며 이익 성장세 유지. A기존 DC의 가동률 상승과 신사업인 DBO, 구축 사업을 바탕으로 AIDC 사업이 외형 성장을 견인

통신3사 합산 연결 영업수익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

통신3사 합산 연결 영업이익 추이

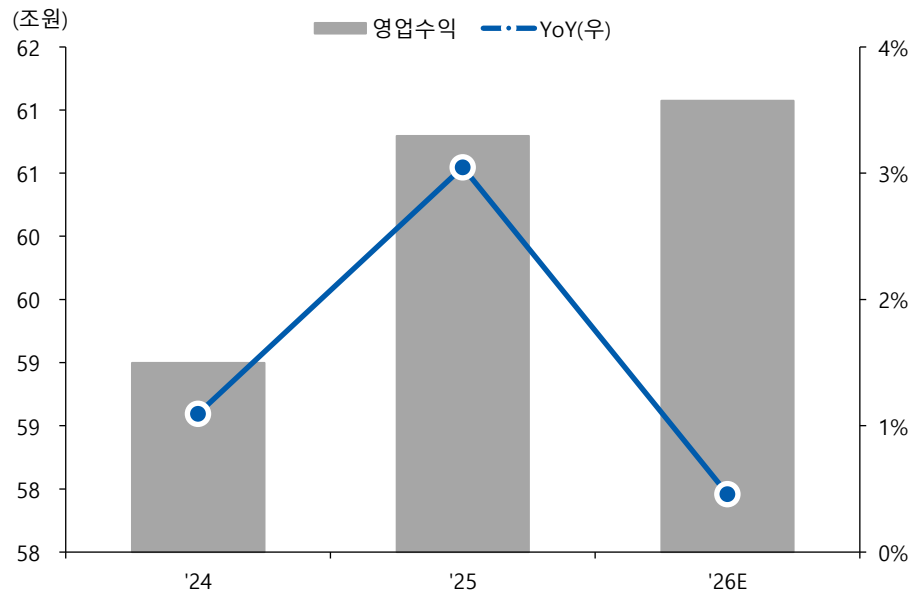


자료: 유안타증권 리서치센터

이익 정상화에 더해 AI 자산 가치 부각

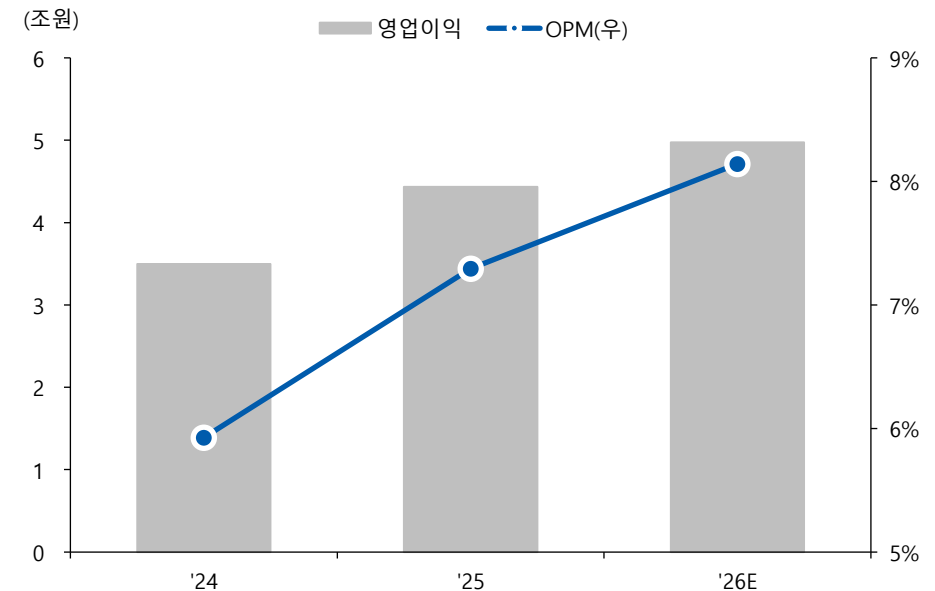
- 연초 이후 주가는 SK텔레콤 +87.9%, KT +19.2%, LG유플러스 +18.3%로 SK텔레콤이 통신업종 지수(+45.5%) 상승을 견인. 통신업종 주가 상승의 원인은 1) 이익 정상화를 기반으로 2) AI 관련 자산에 대한 가치 부각으로 분석
- 1월 KT 위약금 면제 영향으로 급증했던 번호 이동 수요는 3월 기준 정상화 국면으로 진입. 1월 번호이동 건수는 99.9만명(+68.3% MoM, +102.1% YoY)까지 급증했으나, 3월에는 63.2만명을 기록하며 하향 안정화되는 흐름. 이는 위약금 면제 및 보조금 등 이벤트 효과가 소멸된 것으로 판단
- 26년 통신3사의 합산 연결 영업이익은 61.1조원(+0.5%YoY, OPM 8.1%)으로 전망. 데이터센터, 클라우드 등 AI 인프라가 외형 성장을 주도하는 흐름이 전반적으로 나타나는 가운데, 마케팅 경쟁 완화, 인건비 등 비용 효율화 기조가 연내 지속적으로 이어질 것
- SK텔레콤을 업종 내 Top Pick으로 유지. 이익 정상화에 따른 배당 회복과 더불어 엔트로픽 지분 가치 상승이 지속될 것으로 기대. 최근 엔트로픽의 기업가치는 0.8-1.0조달러까지 상승하며 동사가 보유한 지분가치(지분율 0.3%)는 3.5조원 수준으로 추산. 엔트로픽의 글로벌 투자 수요와 실적 성장을 감안할 경우 동사가 보유한 엔트로픽의 지분가치 상승은 당분간 지속될 것

통신3사 연간 합산 연결 영업수익 추이



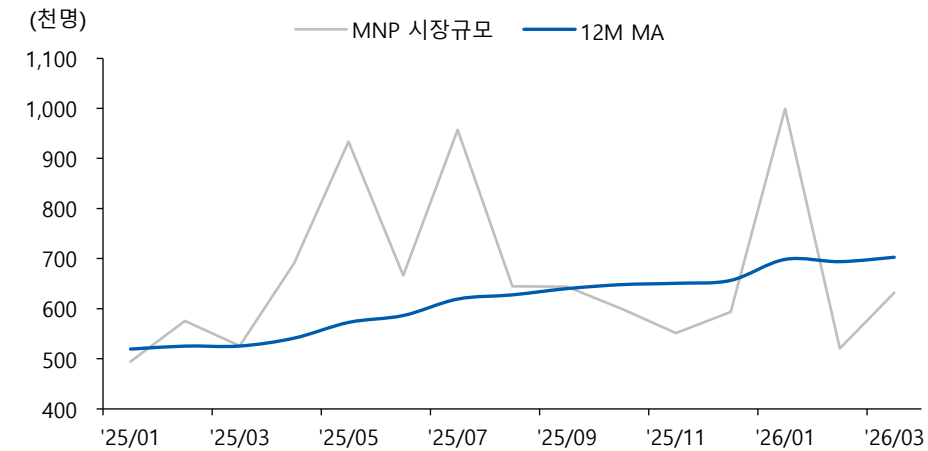
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

통신3사 연간 합산 연결 영업이익 추이



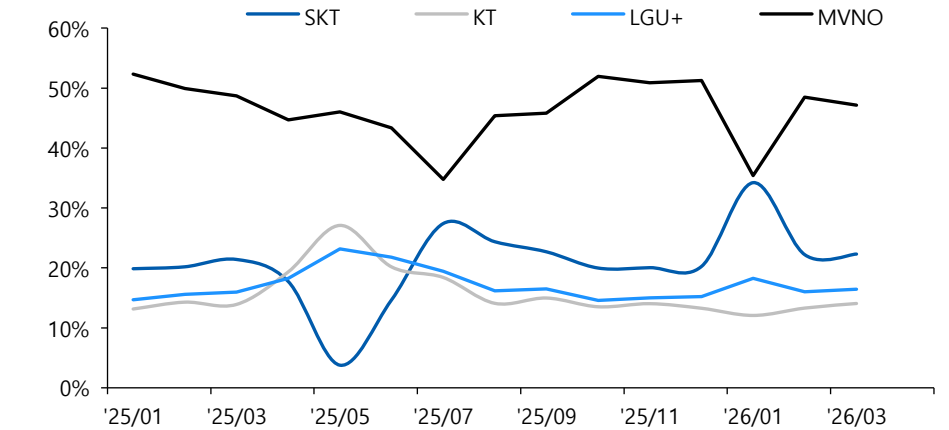
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

월별 번호이동 시장규모 추이



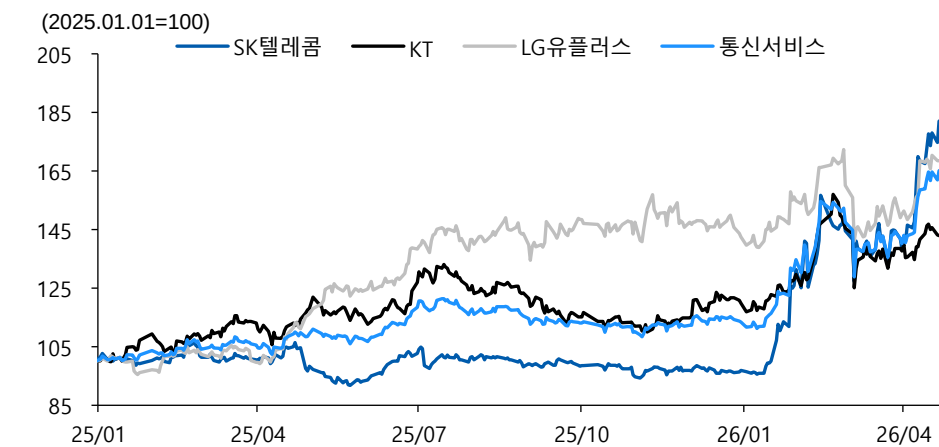
자료: KTOA, 유안타증권 리서치센터

25년 이후 통신사별 번호이동 가입자 수 M/S 추이



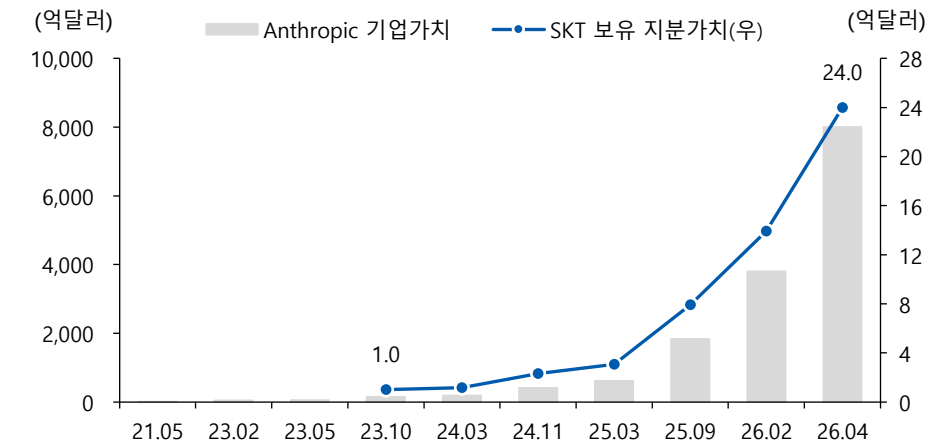
자료: KTOA, 유안타증권 리서치센터

통신업종 및 통신3사 주가 수익률 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤의 Anthropic 보유 지분가치 추이



자료: Yahoo Finance, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤 (017670): 반영한다고 했제

통신



이승웅 통신/지주

seungwon.lee@yuanta.com

김고은 Research Assistant

ko Eun2.kim@yuanta.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	118,000원 (M)
현재주가 (4/22)	100,300원
상승여력	18%

시가총액	215,434억원		
총발행주식수	214,790,053주		
60일 평균 거래대금	1,080억원		
60일 평균 거래량	1,366,635주		
52주 고	100,500원		
52주 저	50,700원		
외인지분율	39.04%		
주요주주	SK 외 9 인 30.59%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.46	3.65	(1.21)
상대	(0.32)	2.47	2.75
절대(달러환산)	(1.01)	(2.24)	(5.82)

- 1Q26 Preview: 컨센서스 부합 예상:** 1Q26 연결 영업수익은 4.4조원(-1.7% YoY), 영업이익은 5,034억원(-11.3% YoY)으로 시장 컨센서스(4.4조원, 5,128억원)에 부합할 것으로 전망. 별도 영업수익은 3.1조원(-2.7% YoY), 영업이익은 4,010억원으로 추정. 지난 1월 경쟁사 위약금 면제로 핸드셋 가입자는 16만명을 회복한 것으로 파악돼 25년 사이버 침해로 감소한 무선 가입자를 일부 회복. 무선 가입자 감소로 인한 이동전화수익 영향은 2Q26까지 이어질 것. 다만 SK브로드밴드의 실적 성장 기대. 데이터센터(판교DC 인수)와 유선(인터넷, IPTV)의 외형 성장, 희망퇴직 효과로 인한 인건비 감소 효과로 SK브로드밴드의 영업이익은 1,024억원을 기록할 것으로 예상.
- 26년 완전한 실적 회복 전망:** 26년 연결 영업수익은 17.7조원(+3.3% YoY), 영업이익은 1.8조원(+71.6% YoY, OPM 10.4%)으로 예년 수준의 실적을 회복할 것으로 전망. 25년 대규모 일회성 비용에 따른 기저 효과와 더불어 SK브로드밴드의 실적 성장이 기대. 판교DC 인수와 기존 DC의 상면 증설 등으로 데이터센터 사업이 외형성장을 견인할 것. 더불어 25년말 실시한 희망퇴직(SKT+SKB)으로 비용 절감 효과도 이어질 것.
- 계속해서 높아지는 엔트로픽 가치:** 동사에 대해 목표주가를 118,000원으로 유지. 영업가치는 12M fwd EBITDA 5.4조원에 Target EV/EBITDA(19~20년 EBITDA 개선 시기) 5.7x를 적용해 산출하고, 엔트로픽(Anthropic) 지분가치를 기존 2.1조원에서 3.5조원으로 확대. 23년 투자한 엔트로픽의 기업가치는 0.8~1.0조달러까지 상승했으며 동사의 지분율은 0.3%로 파악. 엔트로픽의 글로벌 투자 수요와 실적 성장을 감안할 경우 지속적인 지분가치 상승 기대. 더불어 이익 회복으로 배당금 역시 예년 수준으로 회복할 것으로 예상. 투자의견 BUY, 통신 업종 내 Top-Pick을 유지.

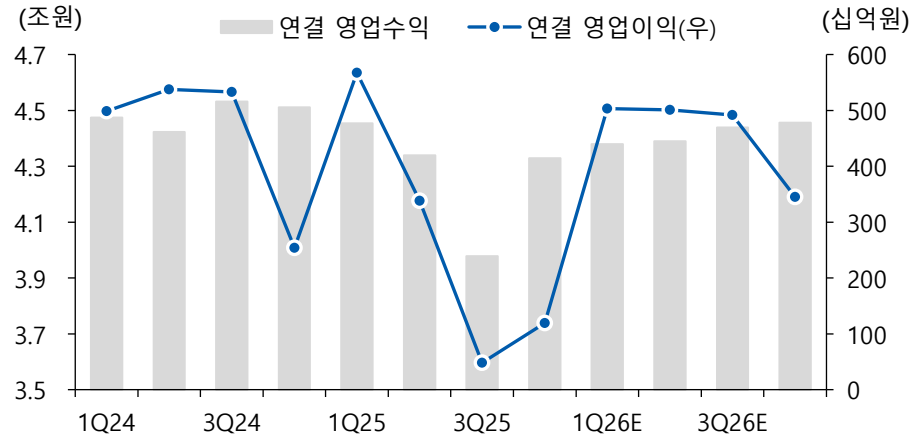
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	17,941	17,099	17,663	17,951	18,192
매출액증가율	1.9	-4.7	3.3	1.6	1.3
영업이익	1,823	1,073	1,841	2,022	2,263
영업이익률	10.2	6.3	10.4	11.3	12.4
지배주주귀속이익	1,250	408	1,230	1,366	1,458
지배주주 귀속 EPS	5,810	1,901	5,726	6,359	6,789
증가율	16.3	-67.3	201.2	11.1	6.8
PER	9.2	28.9	17.5	15.8	14.8
PBR	1.0	0.9	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	3.7	4.5	5.6	5.3	5.0
ROA	4.1	1.3	4.1	4.4	4.7
ROE	10.8	3.3	9.3	9.8	10.0

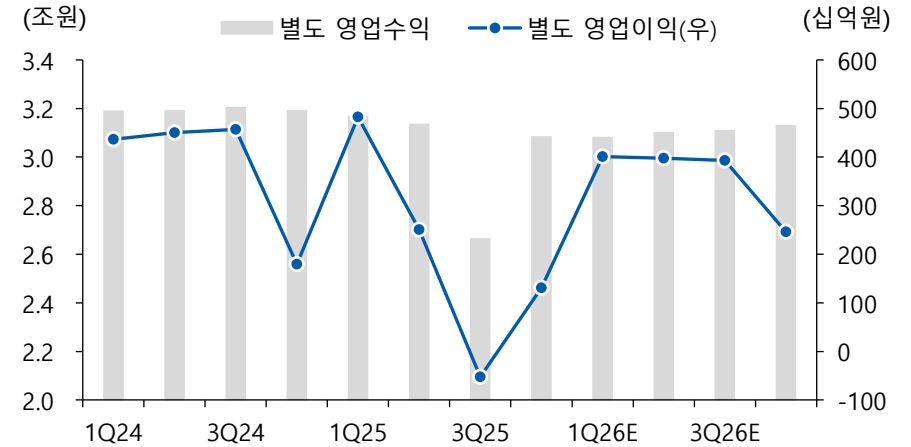
자료: 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤 분기별 연결 매출액 및 영업이익 추이



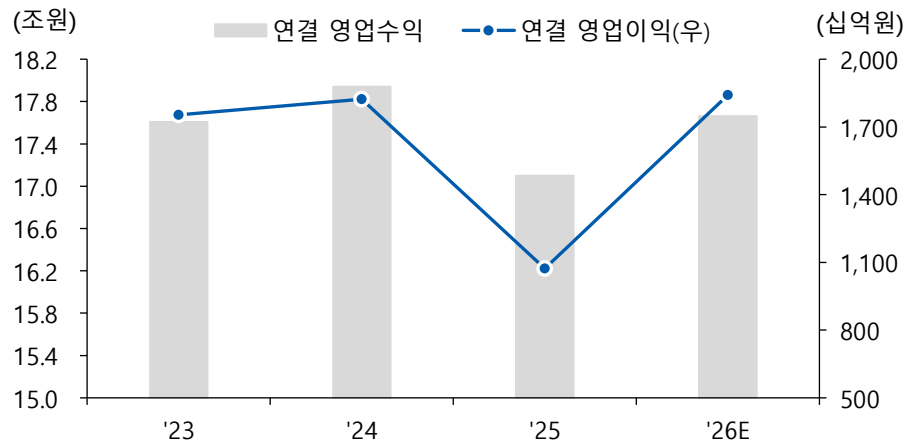
자료: SK텔레콤, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤 분기별 별도 매출액 및 영업이익 추이



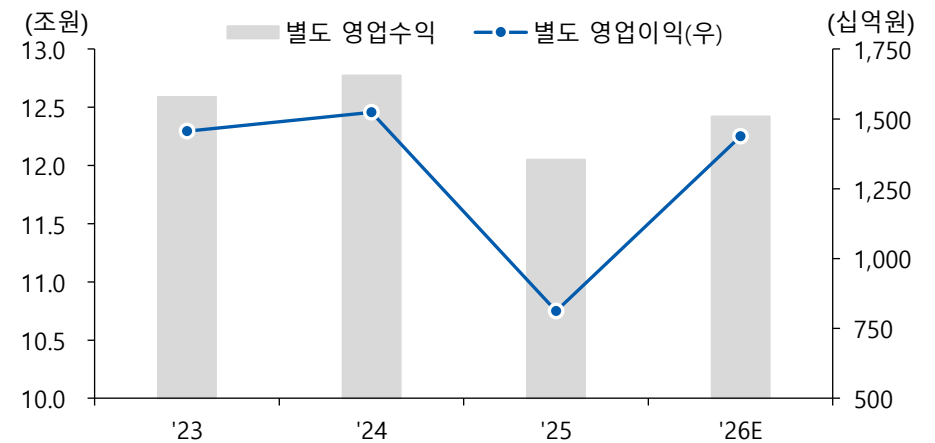
자료: SK텔레콤, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤 연간 연결 매출액 및 영업이익 추이



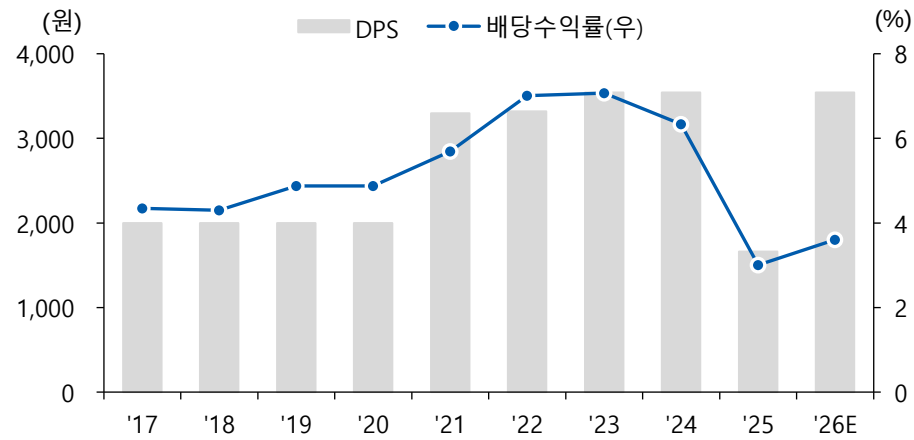
자료: SK텔레콤, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤 연간 별도 매출액 및 영업이익 추이



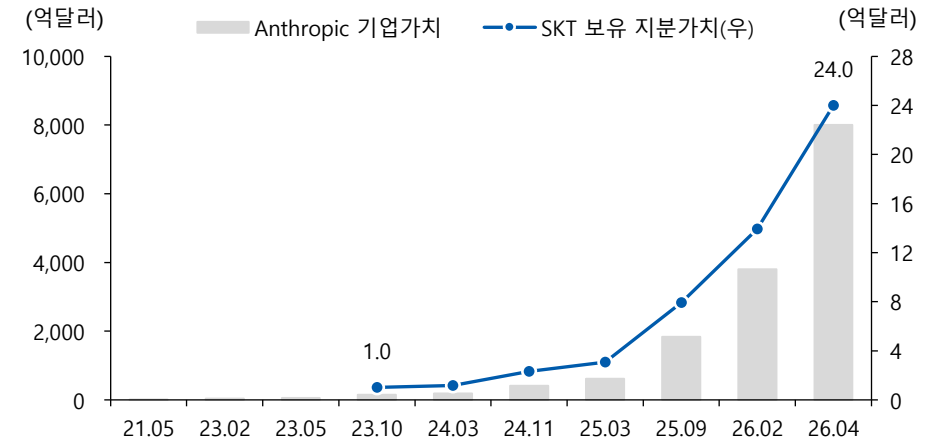
자료: SK텔레콤, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤 DPS 및 배당수익률 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤의 Anthropic 보유 지분가치 추이



자료: Yahoo Finance, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤(017670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	17,941	17,099	17,663	17,951	18,192	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	17,941	17,099	17,663	17,951	18,192	
판매비	16,117	16,026	15,821	15,929	15,929	
영업이익	1,823	1,073	1,841	2,022	2,263	
EBITDA	5,523	4,663	5,396	5,540	5,747	
영업외손익	-62	-351	-203	-215	-334	
외환관련손익	7	-3	2	4	4	
이자손익	-316	-310	-309	-308	-308	
관계기업관련손익	322	-64	-95	-95	-215	
기타	-75	26	199	186	186	
법인세비용차감전순손익	1,762	722	1,638	1,807	1,929	
법인세비용	375	347	377	416	444	
계속사업순손익	1,387	375	1,261	1,391	1,485	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,387	375	1,261	1,391	1,485	
지배지분순이익	1,250	408	1,230	1,366	1,458	
포괄순이익	1,548	1,905	1,261	1,391	1,485	
지배지분포괄이익	1,409	1,938	1,283	1,415	1,511	

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	5,087	3,924	4,675	4,800	4,983	
당기순이익	1,387	375	1,261	1,391	1,485	
감가상각비	3,700	3,590	3,554	3,519	3,484	
외환손익	-6	-1	-2	-4	-4	
충족, 관계기업관련손익	0	0	95	95	215	
자산부채의 증감	-109	-144	-502	-470	-465	
기타현금흐름	115	103	268	268	268	
투자활동 현금흐름	-2,712	-1,737	-2,219	-2,150	-2,096	
투자자산	70	20	-85	-43	-36	
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,487	-2,207	-2,347	-2,323	-2,277	
유형자산 감소	47	240	0	0	0	
기타현금흐름	-342	209	213	216	217	
재무활동 현금흐름	-1,810	-2,712	-2,504	-2,793	-2,565	
단기차입금	79	92	14	7	6	
사채 및 장기차입금	-271	-481	-292	-350	-100	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-804	-628	-530	-754	-775	
기타현금흐름	-814	-1,695	-1,696	-1,696	-1,696	
연결범위변동 등 기타	3	-9	404	520	312	
현금의 증감	569	-534	356	377	635	
기초 현금	1,455	2,024	1,490	1,846	2,223	
기말 현금	2,024	1,490	1,846	2,223	2,858	
NOPLAT	1,823	1,073	1,841	2,022	2,263	
FCF	2,600	1,717	2,328	2,477	2,707	

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	7,477	6,727	7,220	7,669	8,377	
현금및현금성자산	2,024	1,490	1,846	2,223	2,858	
매출채권 및 기타채권	2,482	2,369	2,469	2,509	2,543	
채고자산	210	168	173	176	178	
비유동자산	23,039	23,381	23,378	23,257	23,200	
유형자산	12,617	11,902	12,083	12,070	12,070	
관계기업등 지분관련자산	2,342	2,238	2,312	2,350	2,382	
기타투자자산	2,134	3,524	3,535	3,541	3,546	
자산총계	30,515	30,108	30,598	30,926	31,576	
유동부채	9,224	6,530	6,519	6,450	6,379	
매입채무 및 기타채무	5,377	4,046	4,069	4,091	4,112	
단기차입금	100	130	130	130	130	
유동성장기부채	2,828	1,491	1,441	1,341	1,241	
비유동부채	9,463	10,623	10,393	10,153	10,163	
장기차입금	203	300	300	300	300	
사채	6,364	7,294	7,264	7,226	7,226	
부채총계	18,688	17,152	16,911	16,603	16,543	
자배지분	11,699	12,863	13,563	14,174	14,857	
자본금	30	30	30	30	30	
자본잉여금	1,771	1,771	1,771	1,771	1,771	
이익잉여금	22,976	22,938	23,638	24,250	24,933	
비지배지분	129	92	124	149	176	
자본총계	11,828	12,955	13,686	14,324	15,034	
순차입금	8,604	8,995	8,353	7,629	6,897	
총차입금	11,136	10,748	10,469	10,126	10,032	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	5,810	1,901	5,726	6,359	6,789	
BPS	54,952	60,395	63,675	66,547	69,754	
EBITDAPS	25,669	21,712	25,121	25,794	26,757	
SPS	83,376	79,609	82,232	83,572	84,699	
DPS	3,540	1,660	3,540	3,640	3,740	
PER	9.2	28.9	17.5	15.8	14.8	
PBR	1.0	0.9	1.6	1.5	1.4	
EV/EBITDA	3.7	4.5	5.6	5.3	5.0	
PSR	0.6	0.7	1.2	1.2	1.2	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	1.9	-4.7	3.3	1.6	1.3	
영업이익 증가율 (%)	4.0	-41.1	71.6	9.8	12.0	
지배순이익 증가율 (%)	14.3	-67.3	201.1	11.1	6.8	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	10.2	6.3	10.4	11.3	12.4	
지배순이익률 (%)	7.0	2.4	7.0	7.6	8.0	
EBITDA 마진 (%)	30.8	27.3	30.5	30.9	31.6	
ROIC	8.5	3.5	8.7	9.5	10.6	
ROA	4.1	1.3	4.1	4.4	4.7	
ROE	10.8	3.3	9.3	9.8	10.0	
부채비율 (%)	158.0	132.4	123.6	115.9	110.0	
순차입금/자기자본 (%)	73.5	69.9	61.6	53.8	46.4	
영업이익/금융비용 (배)	4.5	2.8	4.6	5.0	5.6	

KT (030200): 주주환원은 흔들리지 않는다

통신



이승웅 통신/주주

seungwoong.lee@yuanta.com

김고은

Research Assistant

koeeun2.kim@yuanta.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	73,000원 (M)
현재주가 (4/22)	61,800원
상승여력	18%

시가총액	155,749억원		
총발행주식수	252,021,685주		
60일 평균 거래대금	325억원		
60일 평균 거래량	528,136주		
52주 고	68,900원		
52주 저	48,250원		
외인지분율	49.00%		
주요주주	현대자동차 외 1인 8.07%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.46	3.65	(1.21)
상대	(0.32)	2.47	2.75
절대(달러환산)	(1.01)	(2.24)	(5.82)

- 1Q26 Preview - 컨센서스 하회 전망:** 1Q26 연결 영업수익은 6.7조원(-1.6% YoY), 영업이익은 4,881억원(-29.1% YoY, OPM 7.2%)으로 시장 컨센서스(6.8조원, 5,605억원)을 하회할 전망. 별도 기준 영업수익은 4.7조원(+0.9% YoY), 영업이익은 3,173억원(-20.7% YoY, OPM 6.7%)으로 추정. 영업이익 감소의 주요 원인은 전년도 일회성 기저효과와 마케팅비 증가. 1Q25 발생한 DBO 구축 사업 및 부동산 관련 일회성 이익으로 인한 기저효과는 약 2,100억원으로 파악. 25년 번호이동 시장 확대에 따른 마케팅비는 전년대비 약 700억원 증가한 것으로 추정. 다만 25년 핸드셋 가입자 순증이 27만명에 달했던 점을 감안하면, 1월 위약금 면제로 인한 감소(약 25만명)의 실적 영향은 제한적일 것. 그룹사 이익기여는 분양 이익 380억원을 포함해 약 1,700억원으로 추정. KT클라우드와 KT에스테이트의 고성장세가 지속되는 가운데, 콘텐츠 자회사의 실적 또한 일부 개선될 것으로 기대.
- 26년 실적은 상회하고 전망:** 26년 연결 영업수익은 27.7조원(-1.9% YoY), 영업이익 2.0조원(-17.4% YoY, OPM 7.4%)으로 전망. 부동산 분양수익 3,300억원 등이 반영되며 전년도 높았던 일회성 기저효과를 일부 상쇄할 것으로 예상. 1월 위약금 면제로 급격히 확대됐던 번호이동 시장은 안정화되며, 마케팅 경쟁 강도는 평년 수준으로 완화된 것으로 파악. 본업인 유무선 통신은 고객 보답 프로그램이 종료되는 하반기부터 외형 성장세 회복과 비용 부담이 완화되며 이익 개선이 본격화될 전망. KT클라우드와 KT에스테이트의 고성장세가 이어지는 가운데 26년 그룹사 이익기여는 부동산 분양수익을 포함해 6,115억원으로 전망.
- 투자 의견 BUY, 목표주가 73,000원 유지:** 동사에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 73,000원을 유지. 해킹 사태 관련 비용은 4Q25에 이미 선반영 됐으며, 1월 위약금 면제로 인한 무선 가입자 감소 영향은 제한적인 수준에 그칠 것으로 판단. 한편, 3/10부터 2,500억원 규모의 자사주 매입이 진행 중으로 주가의 하방을 지지하는 요인으로 작용할 전망. 26-28년 중기 주주환원 정책은 현금배당과 자사주 매입/소각을 병행하는 방식으로 발표될 것으로 기대. 별도 조정 당기순이익의 50% 현금배당, 28년까지 자사주 1조원 매입/소각 등 기존 수준 이상으로 유지될 전망.

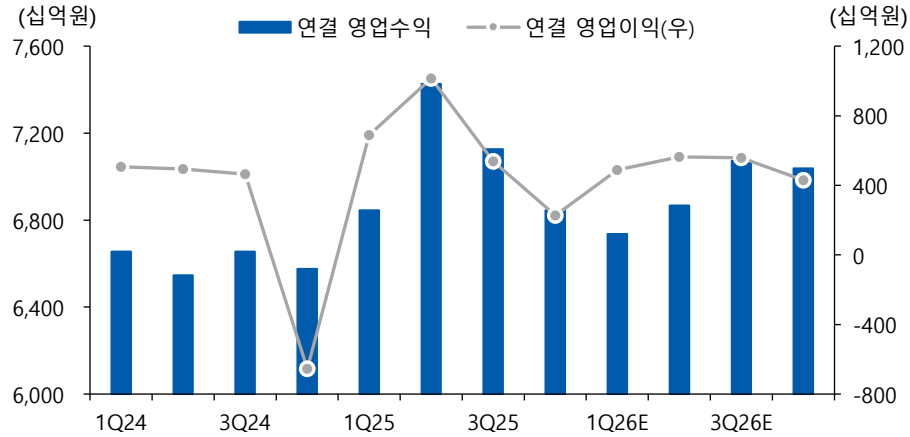
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	26,431	28,244	27,714	28,244	28,668
매출액증가율	0.2	6.9	-1.9	1.9	1.5
영업이익	809	2,469	2,039	2,264	2,428
영업이익률	3.1	8.7	7.4	8.0	8.5
지배주주귀속순이익	470	1,731	1,376	1,530	1,646
지배주주 귀속 EPS	1,850	6,869	5,458	6,072	6,532
증가율	-52.4	271.3	-20.5	11.2	7.6
PER	21.0	7.4	11.3	10.2	9.5
PBR	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.1	3.6	3.8	3.5	3.4
ROA	1.1	4.1	3.2	3.5	3.7
ROE	2.9	10.2	7.6	8.1	8.3

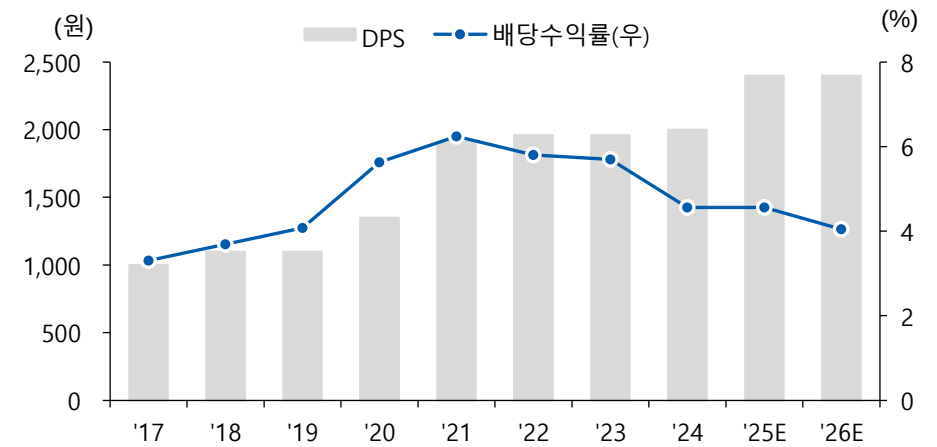
자료: 유안타증권 리서치센터

KT 연결 실적 추이 및 전망



자료: KT, 유안타증권 리서치센터

KT 주당배당금 및 배당수익률 추이



자료: KT, 유안타증권 리서치센터

KT 연결실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
영업수익	6,845	7,427	7,127	6,845	6,736	6,867	7,073	7,038	28,244	27,714
영업이익	689	1,015	538	227	488	563	558	430	2,469	2,039
세전이익	712	975	593	138	473	548	537	388	2,418	1,946
당기순이익	567	733	445	92	359	417	408	295	1,837	1,479
지배주주순이익	540	688	392	112	334	387	380	274	1,731	1,376
YoY%										
영업수익	2.9	13.5	7.1	4.1	-1.6	-7.5	-0.8	2.8	6.9	-1.9
영업이익	36.0	105.4	16.0	흑전	-29.1	-44.5	3.7	89.2	205.0	-17.4
세전이익	34.6	75.1	16.6	흑전	-33.6	-43.8	-9.5	181.3	291.5	-19.5
당기순이익	44.2	78.6	16.2	흑전	-36.6	-43.2	-8.3	222.2	308.1	-19.5
지배주주순이익	43.8	75.0	9.6	흑전	-38.1	-43.7	-3.0	145.5	268.1	-20.5
OPM%	10.1	13.7	7.6	3.3	7.2	8.2	7.9	6.1	8.7	7.4

자료: KT, 유안타증권 리서치센터

KT(030200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	26,431	28,244	27,714	28,244	28,668	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	26,431	28,244	27,714	28,244	28,668	
판매비	25,622	25,775	25,674	25,980	26,239	
영업이익	809	2,469	2,039	2,264	2,428	
EBITDA	4,739	6,407	6,439	6,637	6,691	
영업외손익	-225	-51	-93	-99	-99	
외환관련손익	-405	84	-334	-297	-297	
이자손익	-71	-107	-97	-112	-112	
관계기업관련손익	9	18	-17	-8	-8	
기타	243	-46	355	318	318	
법인세비용차감전순손익	585	2,418	1,946	2,165	2,329	
법인세비용	168	581	467	520	559	
계속사업순손익	417	1,837	1,479	1,645	1,770	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	417	1,837	1,479	1,645	1,770	
지배지분순이익	470	1,731	1,376	1,530	1,646	
포괄순이익	327	2,327	1,479	1,645	1,770	
지배지분포괄이익	354	2,243	1,426	1,586	1,706	

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	5,066	4,942	4,529	4,506	4,540	
당기순이익	417	1,837	1,479	1,645	1,770	
감가상각비	3,278	3,330	3,857	3,843	3,743	
외환손익	383	-12	334	297	297	
충속,관계기업관련손익	0	0	17	8	8	
자산부채의 증감	69	-1,775	-2,417	-2,532	-2,514	
기타현금흐름	919	1,563	1,258	1,245	1,236	
투자활동 현금흐름	-2,845	-4,518	-3,801	-4,004	-4,039	
투자자산	405	-704	33	-33	-26	
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,909	-3,597	-3,600	-3,632	-3,673	
유형자산 감소	103	58	0	0	0	
기타현금흐름	-444	-276	-234	-338	-339	
재무활동 현금흐름	-1,390	-631	-1,806	-1,787	-1,629	
단기차입금	87	464	-17	-9	-4	
사채 및 장기차입금	94	209	-234	-223	-70	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-872	-578	-578	-578	-578	
기타현금흐름	-698	-727	-977	-977	-977	
연결범위변동 등 기타	7	-2	2,039	2,178	2,193	
현금의 증감	837	-210	961	894	1,065	
기초 현금	2,880	3,717	3,507	4,468	5,362	
기말 현금	3,717	3,507	4,468	5,362	6,426	
NOPLAT	809	2,469	2,039	2,264	2,428	
FCF	2,156	1,345	929	874	867	

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	14,252	13,978	14,770	15,675	16,739	
현금및현금성자산	3,717	3,507	4,468	5,362	6,426	
매출채권 및 기타채권	6,147	5,845	5,735	5,762	5,778	
재고자산	940	416	408	416	422	
비유동자산	27,628	28,971	28,637	28,529	28,565	
유형자산	14,826	14,258	14,001	13,790	13,720	
관계기업등 지분관련자산	1,562	1,564	1,535	1,564	1,587	
기타투자자산	2,759	3,363	3,359	3,363	3,366	
자산총계	41,880	42,949	43,407	44,204	45,304	
유동부채	13,875	11,693	11,520	11,470	11,426	
매입채무 및 기타채무	7,395	6,869	6,740	6,672	6,611	
단기차입금	450	710	710	710	710	
유동성장기부채	3,445	1,790	1,790	1,790	1,790	
비유동부채	10,009	11,798	11,529	11,308	11,260	
장기차입금	560	1,242	1,242	1,242	1,242	
사채	6,056	7,044	6,910	6,787	6,717	
부채총계	23,883	23,491	23,049	22,778	22,686	
자배지분	16,211	17,656	18,453	19,405	20,473	
자본금	1,564	1,564	1,564	1,564	1,564	
자본잉여금	1,443	1,443	1,443	1,443	1,443	
이익잉여금	13,780	14,964	15,762	16,714	17,781	
비지배지분	1,786	1,802	1,906	2,021	2,145	
자본총계	17,997	19,458	20,359	21,426	22,618	
순차입금	7,593	8,194	6,983	5,856	4,715	
총차입금	12,654	13,327	13,076	12,845	12,770	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	1,850	6,869	5,458	6,072	6,532	
BPS	65,942	73,231	76,588	80,540	84,972	
EBITDAPS	18,643	25,420	25,551	26,334	26,551	
SPS	103,976	112,070	109,965	112,069	113,750	
DPS	2,000	2,400	2,400	2,400	2,400	
PER	21.0	7.4	11.3	10.2	9.5	
PBR	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7	
EV/EBITDA	4.1	3.6	3.8	3.5	3.4	
PSR	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	0.2	6.9	-1.9	1.9	1.5	
영업이익 증가율 (%)	-50.9	205.0	-17.4	11.0	7.2	
지배순이익 증가율 (%)	-53.4	268.1	-20.5	11.2	7.6	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	3.1	8.7	7.4	8.0	8.5	
지배순이익률 (%)	1.8	6.1	5.0	5.4	5.7	
EBITDA 마진 (%)	17.9	22.7	23.2	23.5	23.3	
ROIC	3.3	11.4	9.5	10.8	11.8	
ROA	1.1	4.1	3.2	3.5	3.7	
ROE	2.9	10.2	7.6	8.1	8.3	
부채비율 (%)	132.7	120.7	113.2	106.3	100.3	
순차입금/자기자본 (%)	46.8	46.4	37.8	30.2	23.0	
영업이익/금융비용 (배)	2.2	6.7	5.2	5.5	5.9	

LG유플러스 (032640): 수익성 중심의 성과 지속

통신



이승웅 통신/자주

seungwoong.lee@yuanta.com

김고은

Research Assistant

koeeun2.kim@yuanta.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	21,000원 (U)
현재주가 (4/22)	16,730원
상승여력	26%

시가총액	71,910억원		
총발행주식수	429,828,355주		
60일 평균 거래대금	209억원		
60일 평균 거래량	1,290,923주		
52주 고	17,810원		
52주 저	11,480원		
외인지분율	41.90%		
주요주주	LG 외 3 인 38.26%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.46	3.65	(1.21)
상대	(0.32)	2.47	2.75
절대(달러환산)	(1.01)	(2.24)	(5.82)

• **1Q26 Preview: 컨센서스 부합 예상:** 1Q26 연결 영업수익은 3.9조원(+2.8% YoY), 영업이익은 2,761억원(+8.1% YoY, OPM 7.2%)으로 시장 컨센서스(3.9조원, 2,815억원)에 부합할 전망. 서비스수익(LGHV 제외)은 2.9조원(+5.4% YoY)으로 견조한 성장세를 이어간 것으로 추정. 외형성장은 경쟁사의 위약금 면제에 따른 유무선 가입자 순증과 기업인프라의 고성장에 기인. 특히 신규 성장동력인 AIDC 사업에서 기존 DC 가동률 상승과 신규 DBO 및 구축 사업이 성장을 견인한 것으로 파악. 1월 번호이동 시장이 확대되었음에도 퀄리티 중심의 가입자 유치로 마케팅비 증가는 제한적이었고, 전년도 희망퇴직에 따른 인건비 절감 효과가 이어지며 이익 성장세가 유지된 것으로 판단

• **26년 영업이익 두 자릿수 성장 전망:** 26년 연결 영업수익은 15.7조원(+1.6% YoY), 영업이익은 1.1조원(+22.4% YoY, OPM 7.0%)으로 전망. 유무선 가입자 증가에 따른 본업의 안정적 성장과 AIDC 중심의 기업인프라의 고성장이 외형성장을 견인하고, 인건비 등 비용 효율화를 통한 영업이익 개선이 예상. 별도 서비스수익은 11.7조원(+2.7% YoY)으로 가이던스인 11.6조원에 부합할 전망. 연초 경쟁사 위약금 면제로 무선 가입자가 증가하며 무선 서비스수익은 6.5조원(+2.1% YoY)으로 전망. 데이터센터 가동률 상승과 DBO 사업의 온기 반영되며 IDC 매출이 +20% YoY 성장하며, 기업인프라 수익은 1.9조원(+7.0% YoY)으로 예상

• **투자 의견 BUY 유지, 목표주가 2.1만원으로 상향:** 목표주가를 기존 19,000원에서 21,000원으로 상향. 12M fwd 예상 EBITDA 3.8조원에 EV/EBITDA 4.0x(19-20년 EBTIDA 개선 시점)를 적용해 산출. 안정적인 외형성장과 비용 효율화를 통한 수익성 중심의 내실경영이 가시적인 성과를 내고 있는 것으로 판단. 지난 1월 매입이 완료된 자사주는 상반기 중 소각될 예정이며, 추가 자사주 매입도 하반기에 진행될 것. 배당총액 확대와 유통주식수 감소에 따른 DPS 상승도 기대

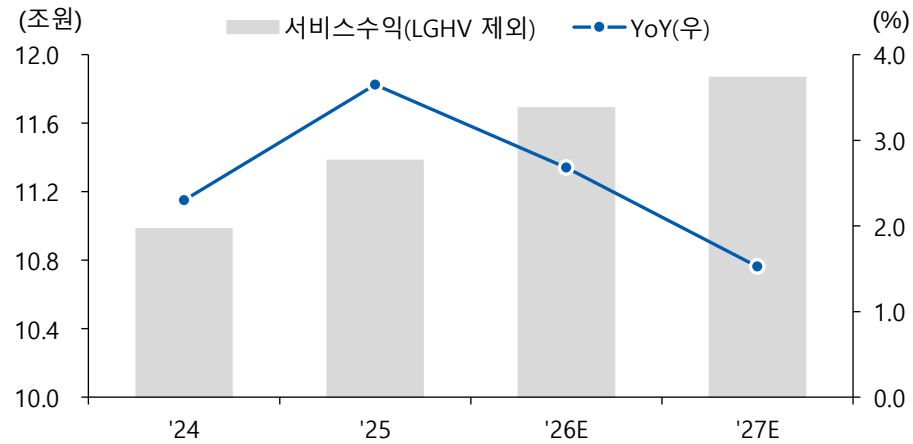
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	14,625	15,452	15,698	15,938	16,135
매출액증가율	1.8	5.7	1.6	1.5	1.2
영업이익	863	892	1,092	1,131	1,150
영업이익률	5.9	5.8	7.0	7.1	7.1
지배주주귀속이익	374	524	765	778	787
지배주주 귀속 EPS	858	1,208	1,781	1,809	1,831
증가율	-39.8	40.8	47.4	1.6	1.2
PER	11.7	11.0	9.4	9.2	9.1
PBR	0.5	0.6	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.1	3.4	3.6	3.4	3.1
ROA	1.9	2.7	3.8	3.8	3.7
ROE	4.4	6.0	8.4	8.1	7.8

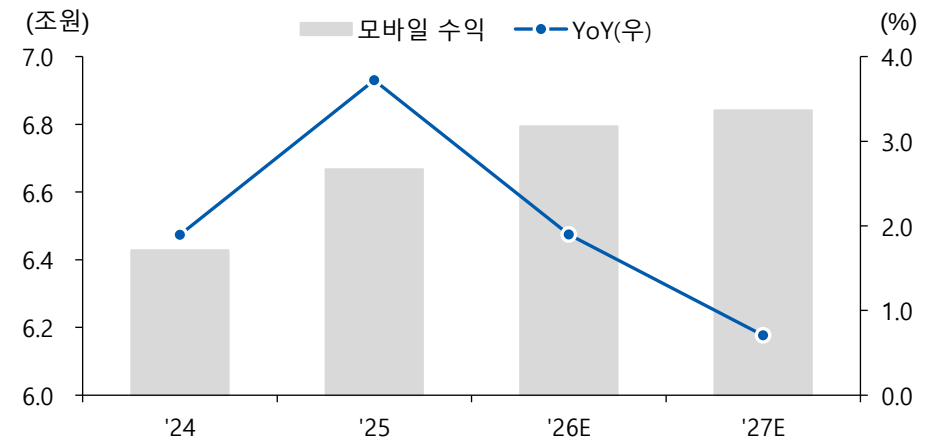
자료: 유안타증권 리서치센터

LG유플러스 서비스수익(LGHV 제외) 추이



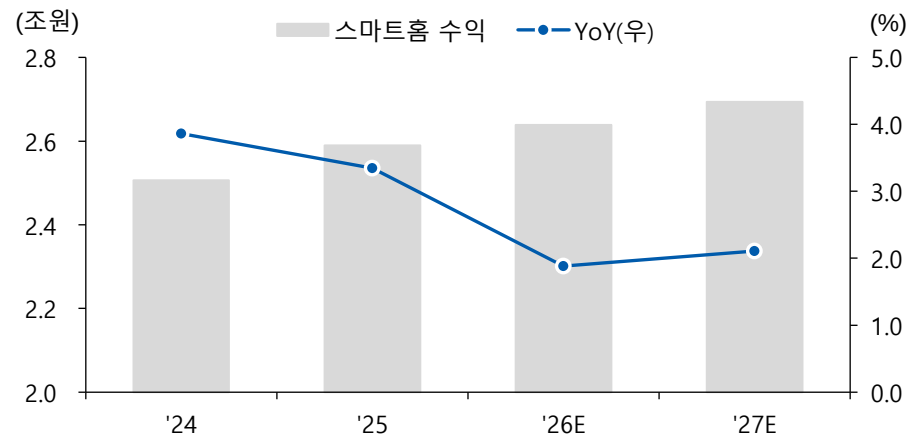
자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

LG유플러스 모바일 수익 추이



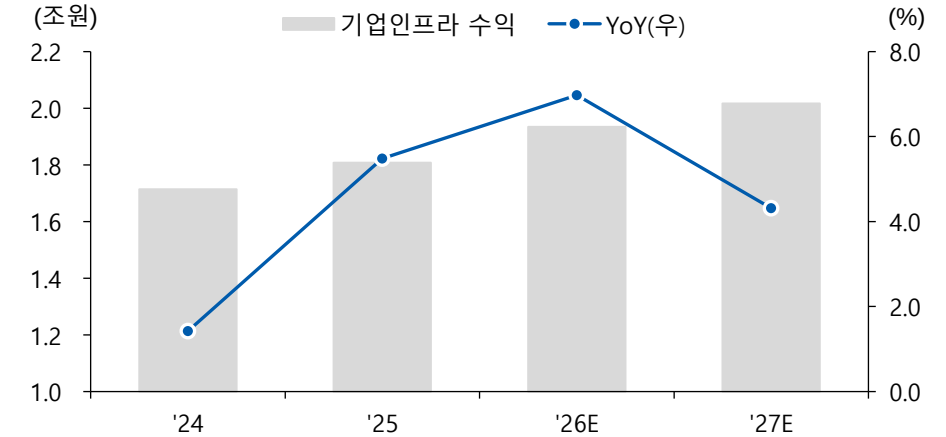
자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

LG유플러스 스마트홈 수익 추이



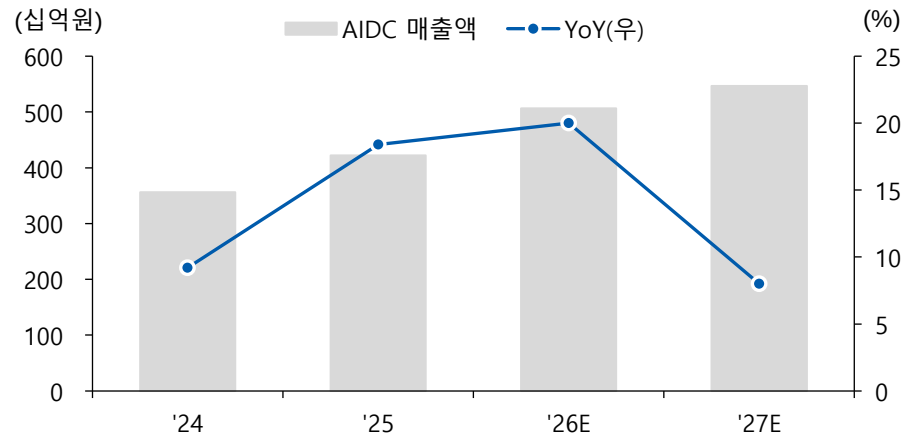
자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

LG유플러스 기업인프라 수익 추이



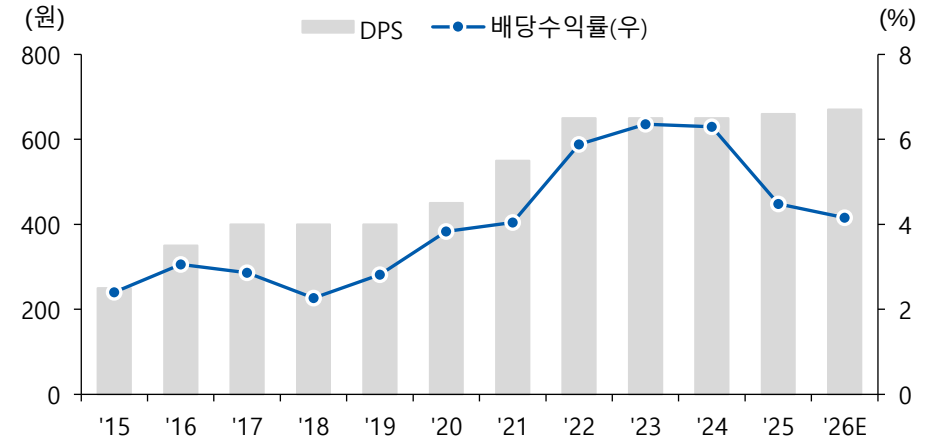
자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

LG유플러스 AIDC 매출액 추이



자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

LG유플러스 DPS 및 배당수익률 추이



자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

LG유플러스 목표주가 산정

	내용	지분율
EBITDA(십억원)	3,781	12M fwd 예상 EBITDA
Target EV/EBITDA(x)	4.0	19-20년 평균 EV/EBITDA
총 기업가치(십억원)	15,048	
순차입금(십억원)	5,988	4Q25 연결 기준
적정 시가총액(십억원)	8,901	
발행주식수(백만주)	424.4	
적정 주가(원)	20,973	
목표 주가(원)	21,000	상승 여력 +25.5%

자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

LG유플러스(032640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	14,625	15,452	15,698	15,938	16,135	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	14,625	15,452	15,698	15,938	16,135	
판매비	13,762	14,560	14,606	14,807	14,985	
영업이익	863	892	1,092	1,131	1,150	
EBITDA	3,527	3,589	3,769	3,805	3,824	
영업외손익	-413	-212	-157	-114	-42	
외환관련손익	0	-2	0	0	0	
이자손익	-201	-203	-197	-195	-132	
관계기업관련손익	-2	-2	114	88	97	
기타	-210	-5	-74	-7	-7	
법인세비용차감전순손익	451	680	935	1,017	1,107	
법인세비용	136	171	165	234	282	
계속사업순손익	315	509	771	783	826	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	315	509	771	783	792	
지배지분순이익	374	524	765	778	787	
포괄순이익	266	639	771	783	792	
지배지분포괄이익	329	651	785	797	807	

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	3,335	2,964	3,090	3,115	3,086	
당기순이익	315	509	771	783	792	
감가상각비	2,180	2,210	2,195	2,189	2,189	
외환손익	-1	0	0	0	0	
충족,관계기업관련손익	2	2	-114	-88	-97	
자산부채의 증감	-2,355	-3,155	-3,133	-3,142	-3,137	
기타현금흐름	3,195	3,397	3,370	3,373	3,339	
투자활동 현금흐름	-2,391	-2,019	-1,912	-1,893	-1,911	
투자자산	-33	-27	-1	-1	-1	
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,915	-1,611	-1,883	-1,864	-1,883	
유형자산 감소	19	15	0	0	0	
기타현금흐름	-462	-396	-28	-28	-27	
재무활동 현금흐름	-611	-1,045	-956	-1,168	-973	
단기차입금	-122	-2	3	3	3	
사채 및 장기차입금	-84	-136	8	-200	0	
자본	35	0	0	0	0	
현금배당	-284	-279	-280	-284	-289	
기타현금흐름	-155	-627	-687	-687	-687	
연결범위변동 등 기타	3	-1	-97	372	864	
현금의 증감	337	-102	125	426	1,066	
기초 현금	560	896	794	919	1,345	
기말 현금	896	794	919	1,345	2,411	
NOPLAT	863	892	1,092	1,131	1,150	
FCF	1,420	1,352	1,207	1,251	1,203	

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	5,264	5,414	5,684	6,268	7,395	
현금및현금성자산	896	794	919	1,345	2,411	
매출채권 및 기타채권	1,930	1,902	1,922	1,952	1,976	
채고자산	252	210	213	216	219	
비유동자산	14,444	14,267	14,705	14,480	13,907	
유형자산	10,709	10,625	11,499	11,403	11,213	
관계기업등 지분관련자산	73	56	57	58	58	
기타투자자산	262	301	302	302	302	
자산총계	19,708	19,682	20,388	20,748	21,301	
유동부채	5,116	4,676	4,806	4,659	4,703	
매입채무 및 기타채무	2,681	2,739	2,782	2,825	2,860	
단기차입금	0	0	0	0	0	
유동성장기부채	1,805	1,402	1,341	1,141	1,141	
비유동부채	5,823	5,938	6,024	6,032	6,039	
장기차입금	1,168	975	975	975	975	
사채	3,322	3,493	3,543	3,543	3,543	
부채총계	10,939	10,614	10,831	10,692	10,742	
자배지분	8,556	8,867	9,352	9,845	10,343	
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574	2,574	
자본잉여금	872	872	872	872	872	
이익잉여금	5,204	5,474	5,960	6,453	6,951	
비지배지분	212	201	206	211	216	
자본총계	8,768	9,068	9,558	10,056	10,560	
순차입금	6,168	6,104	5,988	5,363	4,298	
총차입금	7,183	7,044	7,055	6,859	6,861	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	858	1,208	1,781	1,809	1,831	
BPS	19,906	20,826	22,035	23,197	24,370	
EBITDAPS	8,078	8,273	8,769	8,851	8,895	
SPS	33,497	35,616	36,521	37,080	37,537	
DPS	650	660	670	680	680	
PER	11.7	11.0	9.4	9.2	9.1	
PBR	0.5	0.6	0.8	0.7	0.7	
EV/EBITDA	3.1	3.4	3.6	3.4	3.1	
PSR	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	1.8	5.7	1.6	1.5	1.2	
영업이익 증가율 (%)	-13.5	3.4	22.4	3.5	1.7	
지배순이익 증가율 (%)	-39.9	39.9	46.1	1.6	1.2	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	5.9	5.8	7.0	7.1	7.1	
지배순이익률 (%)	2.6	3.4	4.9	4.9	4.9	
EBITDA 마진 (%)	24.1	23.2	24.0	23.9	23.7	
ROIC	4.3	4.9	6.4	5.9	5.9	
ROA	1.9	2.7	3.8	3.8	3.7	
ROE	4.4	6.0	8.4	8.1	7.8	
부채비율 (%)	124.8	117.1	113.3	106.3	101.7	
순차입금/자기자본 (%)	72.1	68.8	64.0	54.5	41.6	
영업이익/금융비용 (배)	3.1	3.4	4.1	4.3	4.6	



하현수

제약/바이오

hyunsoo.ha@yuantakorea.com

제약/바이오

더 커진 R&D 중요성

약가 제도 개편안 확정

- 3/26 건강보험정책심의위원회에서 약가 제도 전면 개편안 의결 완료, 희귀 질환 치료제 신속 등재, ICER 임계값 상향 등 신약에 대해 급여 등재 속도 및 접근성을 높이는 방향으로 개편 목표
- 반면, 국내 제약사 매출의 대부분을 차지하는 제네릭 의약품에 대해서는 기존 제네릭 등재 전 오리지널 약가의 53.55%에서 45%로 변경했으며, 2H26부터 적용 예정
- 현재 급여 적용 품목의 경우 2012년 이전 등재 의약품의 경우 매년 2%씩 인하를 통해 29년 45%로 인하 목표, 2013년 이후 등재 의약품의 경우 30년부터 인하를 시작해 33년 45%로 단계적으로 인하할 계획. 또한 기준 요건(DMF 등록, 자체 생동성 시험) 미충족에 따른 약가 인하도 기존 85%에서 80%로 조정될 예정이며, 다품목 등재에 따른 계단식 약가 적용도 20번째 품목부터 적용하던 현행 제도에서 13번째 품목부터 적용 예정
- 기등재 의약품의 경우 단계적 약가 인하 적용으로 국내 제약사들의 단기적인 수익성 하락은 크지 않을 것으로 보이나, 신규 품목 등재에 따른 이익 증가는 제한적일 것으로 판단. 혁신형 제약기업에 대한 약가 가산 우대 기간은 최대 4년까지 늘어나면서 혁신형 제약 기업 포함 여부는 더욱 중요해질 전망.

기등재 의약품 약가 인하 일정(예상)

		'26	'27	'28	'29	'30	'31	'32	'33	'34	'35	'36
1단계 (‘12년 이전 등재)	혁신형 제약기업	51	49	49	49	49	49	45				
	준혁신형 제약기업	51	49	47	47	47	47	45				
	일반기업	51	49	47	45							
2단계 (‘13년 이후 등재)	혁신형 제약기업					51	49	49	49	49	49	45
	준혁신형 제약기업					51	49	47	47	47	47	45
	일반기업					51	49	47	45			

(단위: %, ■: 특례 기간)

자료: 법무법인 세종, 유안타증권 리서치센터

혁신형 제약 기업 약가 우대 주요 변경 내용

		현행	'25.11 발표안	최종안
혁신성	대상	혁신형 제약기업	①혁신형 상위 30% ②혁신형 하위 70% ③임상 2상 승인 기업(매출 500억 미만)	①혁신형 제약기업① ②준혁신형 제약기업①
	우대	68%	①68% ②60% ③55%	①60% ②50%
	기간	1년	3+α년	1+3년

자료: 보건복지부, 유안타증권 리서치센터

R&D 중요성 더욱 커질 전망

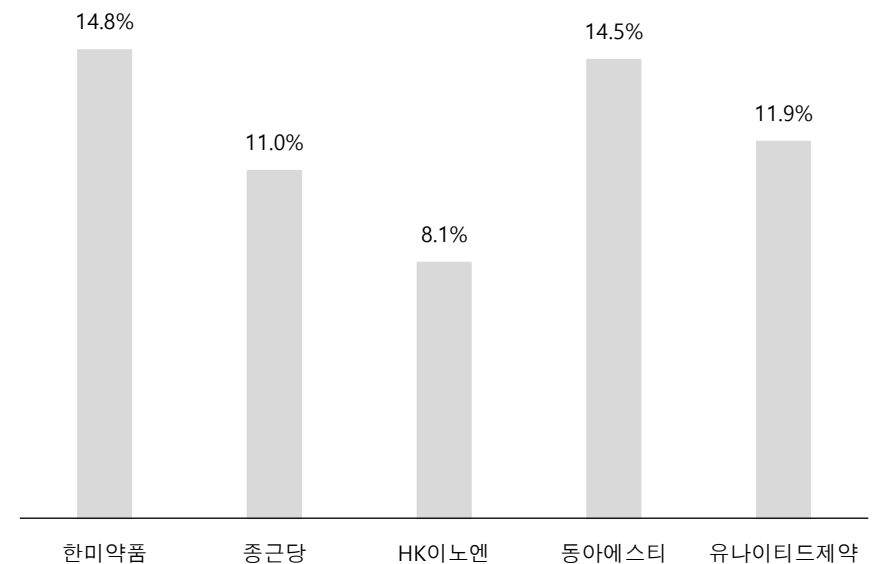
- 약가 제도 개편에 따라 기존 혁신형 제약 기업에 적용되던 약가 우대도 68%에서 60%로 조정될 예정이나, 비혁신형 제약기업의 제도 변경에 따른 인하율 16% 대비 약 12% 수준
- 혁신형 제약 기업 선정 요건도 변경될 예정으로 연구 개발비 비중 요건 강화 예정. 매출액 1,000억원 이상 기업 기준 현행 5%에서 7%로 개정될 예정이며, 1,000억원 미만 기업의 경우에도 9%로 확대될 전망
- 제네릭 의약품 약가 인하와 신약 접근성 확대 등에 따라 신약 개발에 따른 수익화 및 수익성은 더욱 커질 것으로 전망

혁신형 제약 기업 선정 시 연구개발비 비중 요건 변화

기업구분	의약품 매출액 대비 의약품 연구개발비 비중	
	현행	개정안
직전 3개년도 평균 의약품 매출액 1,000억 원 미만	50억 원 이상 또는 7%	9%
직전 3개년도 평균 의약품 매출액 1,000억 원 이상	5%	7%
cGMP 또는 EU GMP 품질 기준 적합판정	3%	5%

자료: 법무법인 세종, 유안타증권 리서치센터

당사 커버리지 제약사 연구개발비 비중(25년 기준)



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

한미약품 (128940): 기대감이 커지는 시기

제약/바이오



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	600,000원 (U)
현재주가 (4/22)	494,500원
상승여력	21%

시가총액	63,350억원		
총발행주식수	12,810,991주		
60일 평균 거래대금	640억원		
60일 평균 거래량	120,739주		
52주 고	626,000원		
52주 저	239,000원		
외인지분율	13.75%		
주요주주	한미사이언스 외 4 인 50.09%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.7)	14.9	106.5
상대	(20.5)	(11.4)	(20.0)
절대(달러환산)	(10.2)	14.4	98.7

- **1Q26Pre:** 연결 기준 매출액 3,924억원(+0.4% YoY), 영업이익 575억원(-2.6%, OPM 14.7%)으로 최근 낮아진 컨센서스(매출액 3,983억원, 영업이익 604억원)에 부합하는 실적을 기록할 것으로 전망. 로수젯의 성장과 아모잘탄, 에소메졸 등의 안정적인 매출이 유지되며 국내 매출액은 성장이 예상되나, MSD항 임상 시료 공급 부재 영향으로 한미약품 별도 매출액은 2,840억원(-3.7%)으로 전망. 북경 한미는 호흡기 질환 유행에도 불구하고 집중 구매 제도 영향이 적은 품목 중심 영업으로 매출액 1,071억원(+11.0%)으로 추정
- **더 높은 수준의 LDL 감소 목표, 로수젯 추가 성장 기대:** 25년 유럽 심장 학회에서는 ASCVD 환자의 혈중 LDL을 55mg/dL 미만 및 기저치 대비 50% 이상 감소로 제시했으며, 초고위험군에서는 40mg/dL 미만까지로 낮출 것을 권고. 마찬가지로 미국 심장 학회에서도 고위험군에서 55mg/dL를 목표로 제시하며 과거보다 더 높은 수준의 LDL 감소를 목표하는 방향으로 가이드라인 변화 중으로 국내 심혈관 질환을 가진 환자들에서의 LDL 목표치도 강화될 것으로 전망. 국내 ASCVD 환자 3천여명을 대상으로 진행된 연구에서도 55mg/dL 목표 그룹에서 사건 발생율은 6.6%로 70mg/dL 목표군의 9.7%보다 개선된 효과 확인. Ezetimibe와 중용량 Rosuvastatin 병용 요법이 고용량 Rosuvastatin 대비 우수한 LDL 감소도 확인되고 있어 LDL 감소 목표 강화에 따른 로수젯 수혜 기대
- **매수 의견 및 목표주가 60만원으로 상향:** 매수 의견을 유지하며 목표 주가를 기존 52만원에서 60만원으로 상향. 연내 Epfeglenatide 상업화와 HM17321(UCN2 agonist)의 초기 임상 결과 공개와 기술 이전 기대감이 높아지고 있는 시점으로 판단. 룰베돈 상업화와 Efinopegdutide 기술 이전 직후 해인 21년 EV/EBITDA에서 10% 할인한 16.7배를 적용해 산출

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,496	1,548	1,613	1,671	1,726
매출액증가율	0.3	3.5	4.2	3.6	3.3
영업이익	216	258	263	282	297
영업이익률	14.4	16.7	16.3	16.9	17.2
지배주주귀속순이익	121	170	122	148	170
지배주주 귀속 EPS	9,470	13,235	9,528	11,526	13,246
증가율	-17.0	39.8	-28.0	21.0	14.9
PER	32.7	23.6	51.9	42.9	37.3
PBR	3.6	3.2	4.6	4.0	3.5
EV/EBITDA	14.1	12.4	18.4	17.3	16.4
ROA	6.2	8.2	5.5	6.1	6.4
ROE	11.9	14.5	9.3	10.0	10.1

자료: 유안타증권 리서치센터

한미약품 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	390.9	361.3	362.3	433.0	392.4	386.2	389.4	445.3	1547.5	1613.3	1671.0
YoY (%)	-3.2	-4.4	0.1	23.2	0.4	6.9	7.5	2.9	3.5	4.3	3.6
한미약품 별도	295.0	276.4	269.1	306.1	284.0	294.5	291.6	313.8	1146.6	1184.0	1223.9
북경 한미	96.5	86.7	94.1	125.1	107.1	90.2	96.9	130.1	402.4	424.3	442.0
한미 정밀화학	22.8	23.0	17.2	28.3	24.6	28.8	17.7	29.1	91.3	100.2	103.2
연결 조정	-23.4	-24.8	-18.1	-26.9	-23.4	-27.3	-16.8	-27.7	-93.2	-95.2	-98.1
영업이익	59.0	603.4	55.1	83.3	57.5	62.7	64.6	78.2	257.8	263.0	282.5
YoY (%)	-23.0	4.0	8.0	173.1	-2.6	3.7	17.3	-6.1	19.2	2.0	7.4
영업이익률 (%)	15.1	16.7	15.2	19.2	14.7	16.2	16.6	17.6	16.7	16.3	16.9

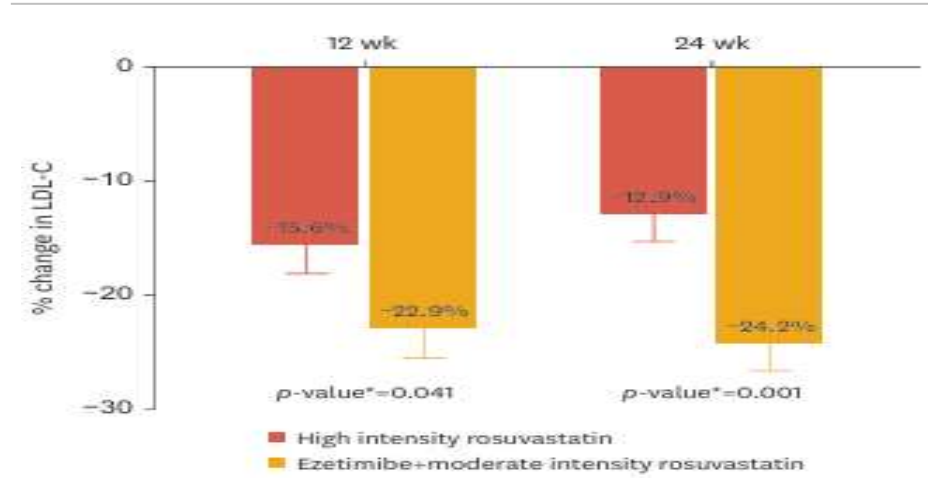
자료: 유안타증권 리서치센터

한미약품 목표주가 산정방식

구분	내용	비고
영업 가치(십억원)	5,940	26년 예상 EBITDA 3,557억원, 타겟 multiple 16.7x
파이프라인 가치(십억원)	1,717	Efinopegdutide 8,163억원, Efocipegtrutide 4,722억원, Epfeglenatide 4,285억원 반영
순차입금(십억원)	-12	26년말 예상
기업 가치(십억원)	7,645	
주식수(천주)	12,811	
주당 가치(원)	596,780	
목표주가(원)	600,000	

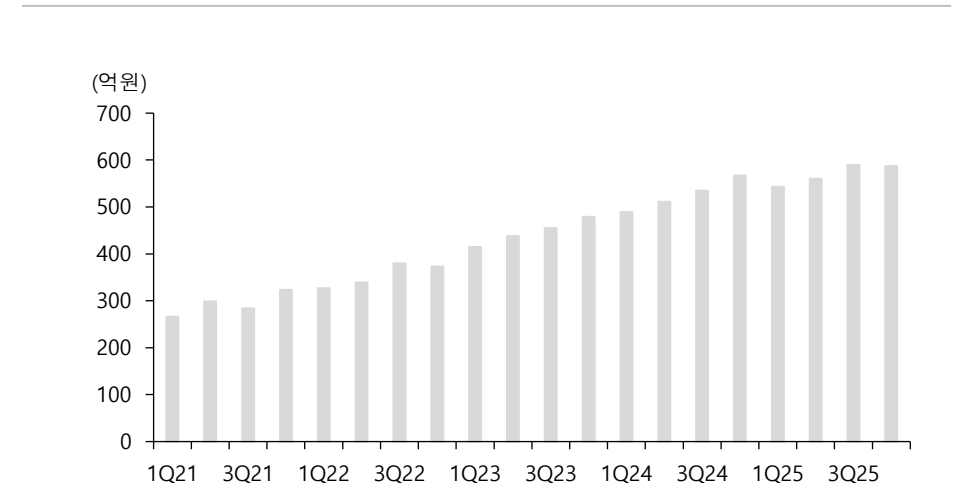
자료: 유안타증권 리서치센터

LDL 감소율 비교



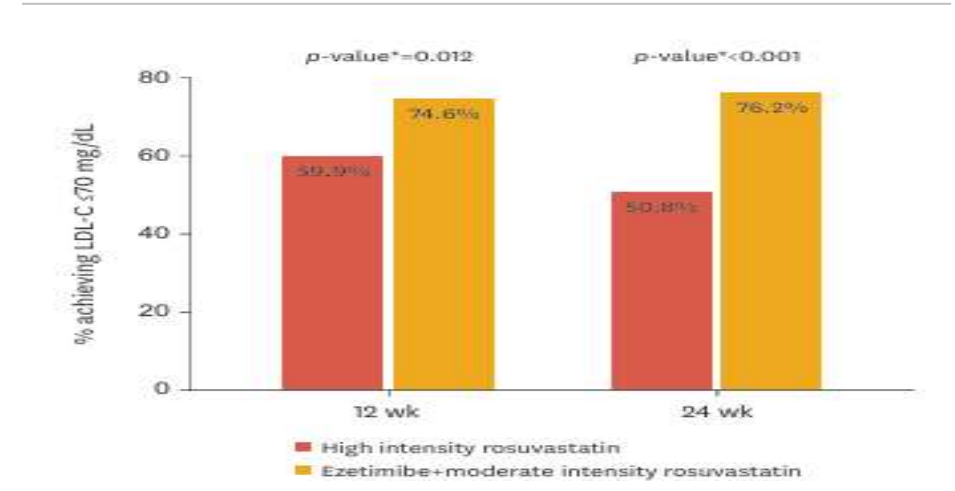
자료: Journal of Lipid and Atherosclerosis, 유안타증권 리서치센터

로수젯 매출 추이



자료: 한미약품, 유안타증권 리서치센터

목표 LDL(70mg/dL) 도달 환자 비율 비교



자료: Journal of Lipid and Atherosclerosis, 유안타증권 리서치센터

한미약품(128940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	1,496	1,548	1,613	1,671	1,726	
매출원가	678	663	704	723	744	
매출총이익	817	884	909	948	982	
판매비	601	627	646	665	685	
영업이익	216	258	263	282	297	
EBITDA	314	357	356	363	367	
영업외손익	-45	-44	-108	-96	-82	
외환관련손익	9	1	0	0	0	
이자손익	-19	-10	1	14	27	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-36	-36	-109	-109	-109	
법인세비용차감전순손익	171	213	155	187	215	
법인세비용	31	26	18	21	24	
계속사업순손익	140	187	137	166	191	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	140	187	137	166	191	
지배지분순이익	121	170	122	148	170	
포괄순이익	175	194	213	242	266	
지배지분포괄이익	142	173	179	204	225	

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	193	173	441	478	509	
당기순이익	140	187	137	166	191	
감가상각비	86	86	79	69	60	
외환손익	-6	-1	0	0	0	
중속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-90	-150	122	126	128	
기타현금흐름	64	51	103	118	131	
투자활동 현금흐름	25	-159	71	70	70	
투자자산	104	-54	-3	-4	-4	
유형자산 증가 (CAPEX)	-39	-43	0	0	0	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-40	-63	74	74	74	
재무활동 현금흐름	-94	-97	-25	-25	-25	
단기차입금	35	-50	0	0	0	
사채 및 장기차입금	-111	-13	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-13	-31	-25	-25	-25	
기타현금흐름	-5	-4	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	13	0	-268	-248	-263	
현금의 증감	137	-84	219	275	291	
기초 현금	55	192	108	327	602	
기말 현금	192	108	327	602	893	
NOPLAT	216	258	263	282	297	
FCF	154	130	441	478	509	

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

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
유동자산	746	894	1,135	1,438	1,755	
현금및현금성자산	192	108	327	602	893	
매출채권 및 기타채권	239	342	352	364	375	
재고자산	301	339	348	360	372	
비유동자산	1,275	1,244	1,154	1,077	1,011	
유형자산	796	760	681	612	552	
관계기업등 지분관련자산	2	2	2	2	2	
기타투자자산	170	122	125	128	132	
자산총계	2,021	2,138	2,289	2,516	2,766	
유동부채	683	605	613	623	632	
매입채무 및 기타채무	213	198	204	211	217	
단기차입금	371	320	320	320	320	
유동성장기부채	31	14	14	14	14	
비유동부채	97	110	110	110	111	
장기차입금	86	92	92	92	92	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	780	715	723	733	743	
자배지분	1,085	1,250	1,378	1,576	1,796	
자본금	32	32	32	32	32	
자본잉여금	411	411	411	411	411	
이익잉여금	681	836	933	1,055	1,200	
비지배지분	156	173	188	206	227	
자본총계	1,241	1,423	1,566	1,782	2,024	
순차입금	303	233	12	-267	-560	
총차입금	497	434	434	434	435	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	9,470	13,235	9,528	11,526	13,246	
BPS	85,575	98,560	108,597	124,210	141,559	
EBITDAPS	24,473	27,836	27,764	28,332	28,616	
SPS	116,736	120,797	125,931	130,437	134,742	
DPS	1,250	2,000	2,000	2,000	2,000	
PER	32.7	23.6	51.9	42.9	37.3	
PBR	3.6	3.2	4.6	4.0	3.5	
EV/EBITDA	14.1	12.4	18.4	17.3	16.4	
PSR	2.6	2.6	3.9	3.8	3.7	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	0.3	3.5	4.3	3.6	3.3	
영업이익 증가율 (%)	-2.0	19.2	2.0	7.4	5.0	
지배순이익 증가율 (%)	-17.0	39.8	-28.0	21.0	14.9	
매출총이익률 (%)	54.6	57.1	56.4	56.7	56.9	
영업이익률 (%)	14.5	16.7	16.3	16.9	17.2	
지배순이익률 (%)	8.1	11.0	7.6	8.8	9.8	
EBITDA 마진 (%)	21.0	23.0	22.0	21.7	21.2	
ROIC	15.2	18.3	18.5	21.2	23.4	
ROA	6.2	8.2	5.5	6.1	6.4	
ROE	11.9	14.5	9.3	10.0	10.1	
부채비율 (%)	62.9	50.2	46.2	41.1	36.7	
순차입금/자기자본 (%)	28.0	18.6	0.9	-16.9	-31.2	
영업이익/금융비용 (배)	8.9	15.2	18.0	19.4	20.3	

HK이노엔 (195940): 안정적인 실적에 모멘텀도 존재

제약/바이오



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	68,000원 (M)
현재주가 (4/22)	50,800원
상승여력	34%

시가총액	14,392억원
총발행주식수	28,329,891주
60일 평균 거래대금	107억원
60일 평균 거래량	203,448주
52주 고	57,600원
52주 저	37,600원
외인지분율	13.95%
주요주주	한국콜마 외 2인 43.04%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(2.5) 5.9 35.1
상대	(4.1) (13.0) (18.1)
절대(달러환산)	(0.9) 5.5 30.0

- 1Q26Pre:** 매출액 2,703억원(+9.3% YoY), 영업이익 292억원(+15.1%, OPM 10.8%)으로 컨센서스에 부합하는 실적을 기록할 것으로 전망. 1Q26 케이캡 국내 매출액은 484억원(+11.0%)으로 경쟁 P-CAB 품목 등장에도 불구하고 견조한 성장을 지속할 것으로 예상. 이는 P-CAB 품목 간 경쟁이 아닌 기존 PPI 시장 점유율을 가져오고 있기 때문으로 판단. 케이캡은 중국 NRDL에 헬리코박터 제균 요법 적응증이 추가되며 중국에서도 매출 성장을 이어갈 것으로 예상. 대형 병원이 정상화됨에 따라 기초 수액, 영양/특수 수액도 회복세를 이어가며 매출액 384억원(+14.6%)으로 추정. 순환기계, 당뇨, 항암제 등도 안정적인 매출을 보이며 ETC 부문 전체 매출액은 2,489억원(+10.2%)으로 전망. 반면 H&B 사업부는 매출액 214억원으로 전체 숙취해소제 시장 감소 등의 영향으로 지난해와 유사할 것으로 전망
- GLP-1 agonist 임상 순항중:** 중국 Sciwind로부터 24년 도입한 Ecnoglutide(XW003)는 현재 국내 임상 3상을 진행 중. 연내 임상 시험을 마칠 것으로 보이며, 27년 국내 허가 신청 예상. Ecnoglutide는 26년 초 중국에서 T2D 적응증 허가를 획득한데 이어 3월 비만 적응증도 획득. 3상(SLIMMER Trial)에서 48주 시점 2.4mg 투약 기준 15.4%의 체중 감량을 확인했으며, 약 80% 환자에서 10% 이상의 체중 감량 달성하며, 인종적 차이가 적은 국내 임상에서도 유사한 체중 감량 효과를 보일 것으로 기대
- 매수 의견 및 목표주가 6.8만원 유지:** 매수 의견 및 목표주가 6.8만원을 유지. 케이캡, 수액 등 ETC 중심의 안정적인 성장을 지속하고 있으며 케이캡 미국 허가 및 5월 DDW에서 케이캡 미국 임상 결과 발표 예정 등 주가 모멘텀 유효

Forecasts and Valuation (K-IFRS 개별)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	897	1,063	1,119	1,153	1,185
매출액증가율	8.2	18.5	5.3	3.0	2.8
영업이익	88	111	122	126	135
영업이익률	9.8	10.4	10.9	10.9	11.4
지배주주귀속이익	62	76	93	99	108
지배주주 귀속 EPS	2,174	2,672	3,274	3,477	3,808
증가율	30.9	22.9	22.5	6.2	9.5
PER	18.7	16.1	15.5	14.6	13.3
PBR	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	11.8	10.1	8.7	8.2	7.4
ROA	3.3	3.8	4.2	4.2	4.4
ROE	5.0	5.9	6.7	6.6	6.7

자료: 유안타증권 리서치센터

HK이노엔 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	247.4	263.1	260.8	291.9	270.3	277.3	279.1	292.1	1063.2	1118.9	1152.8
YoY (%)	16.3	20.0	13.6	23.8	9.3	5.4	7.0	0.1	18.5	5.2	3.0
의약품 사업	225.9	243.1	245.7	270.6	248.9	255.3	260.4	270.7	985.3	1035.3	1069.1
소화기계 (케이캡 포함)	48.8	50.4	47.7	53.8	53.9	55.1	54.8	56.1	200.7	220.0	226.4
케이캡(수출 포함)	47.5	49.2	46.4	52.6	52.3	53.5	53.2	54.5	195.7	213.6	220.0
순환기계	66.5	68.8	69.8	64.8	65.8	67.4	68.4	64.2	269.9	265.8	268.5
당뇨/신장	21.3	27.2	25.3	23.5	23.4	25.8	25.6	23.7	97.3	98.6	101.5
항암제/항생제	33.2	44.0	44.7	41.5	43.2	44.4	46.0	42.3	163.4	176.0	183.0
수액제제	33.5	33.9	38.8	35.5	38.4	38.6	39.4	37.9	141.7	154.3	164.3
기타	22.6	18.9	19.4	51.5	24.2	23.8	26.2	46.5	112.4	120.7	125.5
H&B	21.4	20.0	15.1	21.2	21.4	22.1	18.7	21.4	77.7	83.6	83.7
컨디션시리즈	14.0	13.1	10.4	14.5	13.9	13.4	11.0	14.6	52.0	52.9	52.4
기타	7.4	6.8	4.8	6.7	7.5	8.7	7.7	6.8	25.7	30.7	31.3
영업이익	25.4	19.5	25.8	40.1	29.2	28.0	29.6	35.1	110.8	121.8	126.1
YoY (%)	46.6	-19.7	16.0	64.8	15.1	43.5	14.5	-12.7	25.6	9.9	3.5
영업이익률 (%)	10.3	7.4	9.9	13.7	10.8	10.1	10.6	12.0	10.4	10.9	10.9

자료: 유안타증권 리서치센터

Legend: P-CAB (Blue), PPI (Light Gray), H2RA (Light Blue), 기타 (Dark Gray)

Quarter	P-CAB	PPI	H2RA	기타
1Q23	15.5%	56.4%	13.9%	14.3%
2Q23	16.7%	55.1%	14.0%	14.3%
3Q23	17.6%	54.7%	13.9%	13.8%
4Q23	18.7%	53.6%	13.4%	14.3%
1Q24	19.5%	53.7%	13.1%	13.7%
2Q24	20.2%	53.4%	13.2%	13.2%
3Q24	21.0%	52.8%	13.1%	13.1%
4Q24	22.3%	52.1%	12.3%	13.2%
1Q25	23.2%	51.3%	12.3%	13.2%
2Q25	24.5%	51.1%	12.1%	12.3%
3Q25	25.6%	50.8%	11.6%	12.0%
4Q25	26.4%	49.8%	11.2%	12.6%

Dose	Percentage Change in Weight
1.2mg	-9.9%
1.8mg	-13.3%
2.4mg	-15.4%
Placebo	-0.3%

[illegible]

Weight Reduction	1.2mg	1.8mg	2.4mg	Placebo
≥5% weight Reduction	78%	90%	95%	15%
≥10% weight Reduction	52%	78%	80%	5%
≥15% weight Reduction	25%	40%	65%	2%
≥20% weight Reduction	10%	18%	28%	0%

HK이노엔(195940) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	897	1,063	1,119	1,153	1,185	
매출원가	462	576	605	623	636	
매출총이익	435	488	514	530	549	
판매비	347	377	392	403	415	
영업이익	88	111	122	126	135	
EBITDA	128	157	186	177	175	
영업외손익	-16	-20	-10	-7	-4	
외환관련손익	1	-1	0	0	0	
이자손익	-12	-13	-10	-8	-5	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-5	-6	0	0	0	
법인세비용차감전순손익	72	91	112	119	130	
법인세비용	10	16	19	20	22	
계속사업순손익	62	76	93	99	108	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	62	76	93	99	108	
지배지분순이익	62	76	93	99	108	
포괄순이익	53	87	119	125	134	
지배지분포괄이익	53	87	119	125	134	

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	106	162	242	221	220	
당기순이익	62	76	93	99	108	
감가상각비	29	35	30	27	24	
외환손익	0	0	0	0	0	
충족, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-19	6	83	78	79	
기타현금흐름	34	45	36	18	9	
투자활동 현금흐름	-130	-171	2	3	5	
투자자산	-7	-53	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-117	-75	0	0	0	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-6	-44	2	3	6	
재무활동 현금흐름	-38	55	-27	-27	-27	
단기차입금	11	60	0	0	0	
사채 및 장기차입금	-23	23	0	0	0	
자본	-50	0	0	0	0	
현금배당	-6	-10	-12	-12	-12	
기타현금흐름	30	-18	-16	-16	-16	
연결범위변동 등 기타	0	0	-35	-34	-36	
현금의 증감	-62	46	182	163	163	
기초 현금	108	45	91	273	436	
기말 현금	45	91	273	436	599	
NOPLAT	88	111	122	126	135	
FCF	-11	87	242	221	220	

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	385	486	736	912	1,088	
현금및현금성자산	45	91	273	436	599	
매출채권 및 기타채권	124	157	155	159	163	
채고자산	177	168	238	245	252	
비유동자산	1,504	1,611	1,546	1,496	1,456	
유형자산	378	404	374	347	323	
관계기업등 지분관련자산	2	7	7	7	7	
기타투자자산	22	93	93	93	93	
자산총계	1,890	2,097	2,283	2,408	2,543	
유동부채	464	593	667	675	684	
매입채무 및 기타채무	177	213	288	296	304	
단기차입금	250	310	310	310	310	
유동성장기부채	23	53	53	53	53	
비유동부채	174	176	176	176	177	
장기차입금	0	45	45	45	45	
사채	150	99	99	99	99	
부채총계	638	769	843	852	861	
자배지분	1,251	1,328	1,439	1,556	1,682	
자본금	14	14	14	14	14	
자본잉여금	466	466	466	466	466	
이익잉여금	208	275	356	443	539	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	1,251	1,328	1,439	1,556	1,682	
순차입금	357	363	181	16	-149	
총차입금	439	522	522	522	522	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	2,174	2,672	3,274	3,477	3,808	
BPS	44,172	46,890	50,807	54,927	59,378	
EBITDAPS	4,517	5,529	6,554	6,237	6,189	
SPS	31,668	37,528	39,495	40,694	41,837	
DPS	350	410	410	410	410	
PER	18.7	16.1	15.5	14.6	13.3	
PBR	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9	
EV/EBITDA	11.8	10.1	8.7	8.2	7.4	
PSR	1.3	1.1	1.3	1.2	1.2	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	8.2	18.5	5.2	3.0	2.8	
영업이익 증가율 (%)	33.8	25.7	9.9	3.5	6.8	
지배순이익 증가율 (%)	30.5	22.9	22.5	6.2	9.5	
매출총이익률 (%)	48.5	45.9	45.9	45.9	46.4	
영업이익률 (%)	9.8	10.4	10.9	10.9	11.4	
지배순이익률 (%)	6.9	7.1	8.3	8.5	9.1	
EBITDA 마진 (%)	14.3	14.7	16.6	15.3	14.8	
ROIC	5.0	5.9	6.6	7.1	7.8	
ROA	3.3	3.8	4.2	4.2	4.4	
ROE	5.0	5.9	6.7	6.6	6.7	
부채비율 (%)	51.0	57.9	58.6	54.7	51.2	
순차입금/자기자본 (%)	28.5	27.3	12.6	1.0	-8.8	
영업이익/금융비용 (배)	6.0	7.1	7.8	8.0	8.6	



손현정

유틸리티/음식료

hyunjeong.son@yuantakorea.com

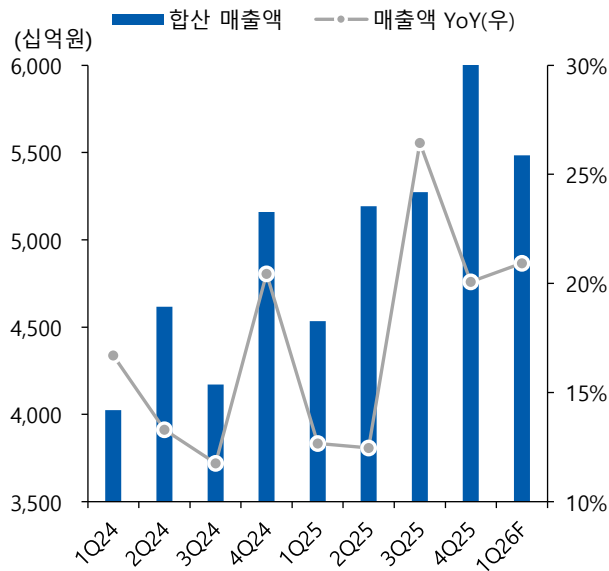
유틸리티

실적은 분기별 편차, 수주는 레벨업

실적은 분기별 편차, 수주는 레벨업

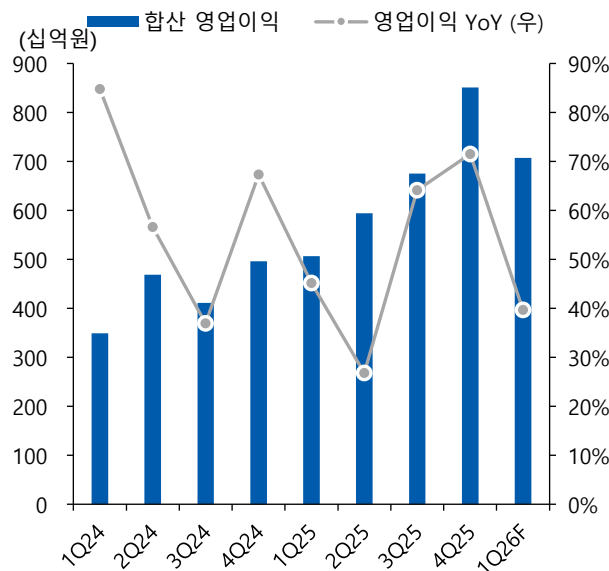
- 1Q26 당사 전력기기 커버리지 6개사 합산 기준 매출액 5조 4,834억원(YoY +20.9%), 영업이익 7,073억원(YoY +39.6%)으로 외형과 이익 모두 고성장 흐름이 이어질 전망
- 현재 분기간 실적 편차가 확대되는 구간. 이는 일부 해외 프로젝트에서 지정학적 변수 및 물류 영향으로 매출 인식 시점이 다음 분기로의 지연 영향. 수요 둔화가 아닌 인식 타이밍의 문제
- 수주는 한 단계 상향된 흐름 지속. 초고압(765kV) 중심의 신규 송전망 투자와 데이터센터 전력 수요의 결합으로 프로젝트 단가와 수익성 동반 상승 구간
- 최근 데이터센터향 배전 수주 확대와 빅테크 고객 확장이 동시에 나타나며 업체별 수주가 실적으로 반영되는 속도의 차별화가 이루어지는 중. 배전 중심 업체들은 단납기 구조를 기반 수주 증가가 빠르게 매출로 반영되며 실적 가시성이 한 단계 높아진 상태

전력기기 6개사 합산 매출액 추이 및 전망



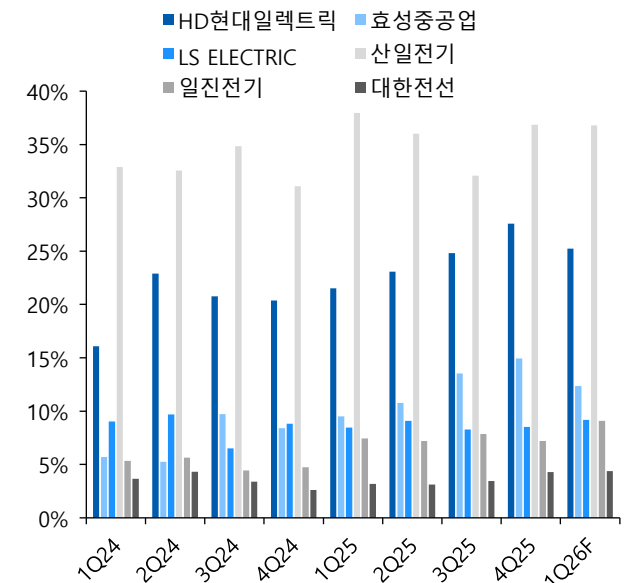
자료: 유안타증권 리서치센터, 주) LS ELECTRIC 1Q26 실적 포함

전력기기 6개사 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터, 주) LS ELECTRIC 1Q26 실적 포함

기업별 OPM 추이 및 전망

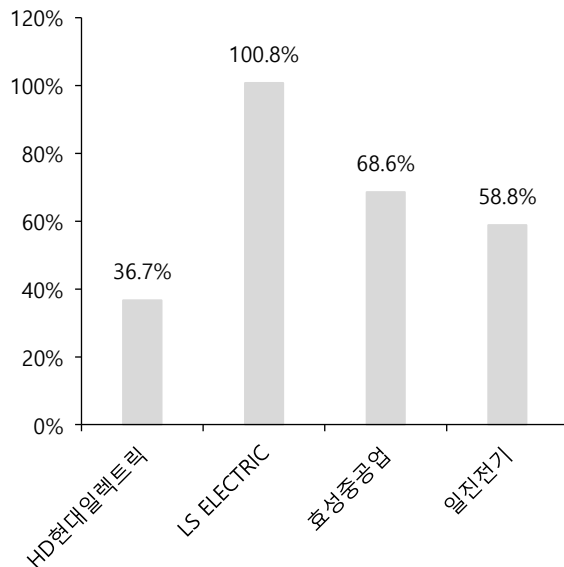


자료: 유안타증권 리서치센터, 주) LS ELECTRIC 1Q26 실적 포함

이익 레버리지 구간 진입을 반영한 밸류에이션

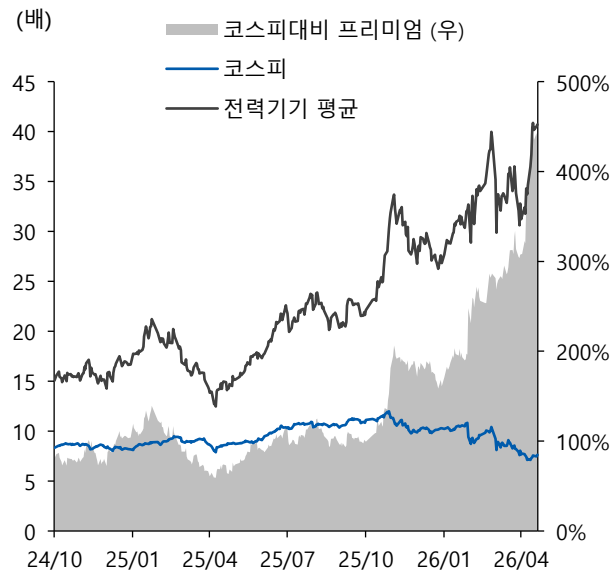
- 밸류에이션은 높은 수준. 전력기기 업체 평균 12MF PER은 약 41배로 시장 대비 프리미엄 구간에 위치. 현 구간은 고단가 수주잔고 확대 → 매출 인식 → 이익 레벨 상승으로 이어지는 구조가 반영되는 구간. 구조적 이익 체질 변화가 본격적으로 반영되기 시작한 단계로 판단. 1Q26 전력기기 업종은 수주 확대가 실적으로 연결되며 이익 레버리지가 본격적으로 나타나는 구간. 1Q26 신규 수주는 주요 업체 기준 최대 수준에 근접할 것
- 단기적으로 매출 인식 시점 차이에 따른 분기 변동성이 존재할 수 있으나, 이익 체질 변화의 방향성과는 무관. 1Q26 투자 판단의 핵심은 단기 실적이 아니라, 이미 상승하기 시작한 이익 레벨이 추가적으로 확대될 수 있는지 여부
- 업종 내 Top Pick으로 초고압 중심 수주 확대에 따른 이익 레벨 상승이 뚜렷한 효성중공업과 빅테크 고객 확대 및 단납기 구조를 기반으로 수주가 실적으로 빠르게 연결되는 LS ELECTRIC을 유지

주요 전력기기 업체 YTD 주가 수익률



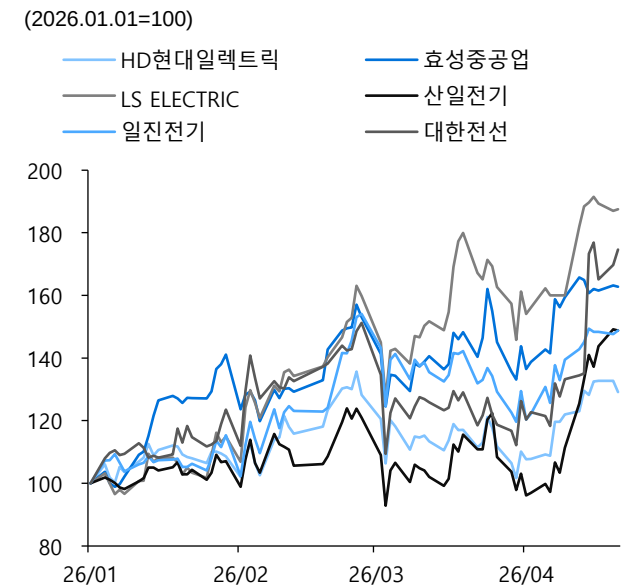
자료: 유안타증권 리서치센터, 주) 종가는 26.04.22 기준

주요 전력기기 평균 12MF PER 및 코스피 대비 프리미엄



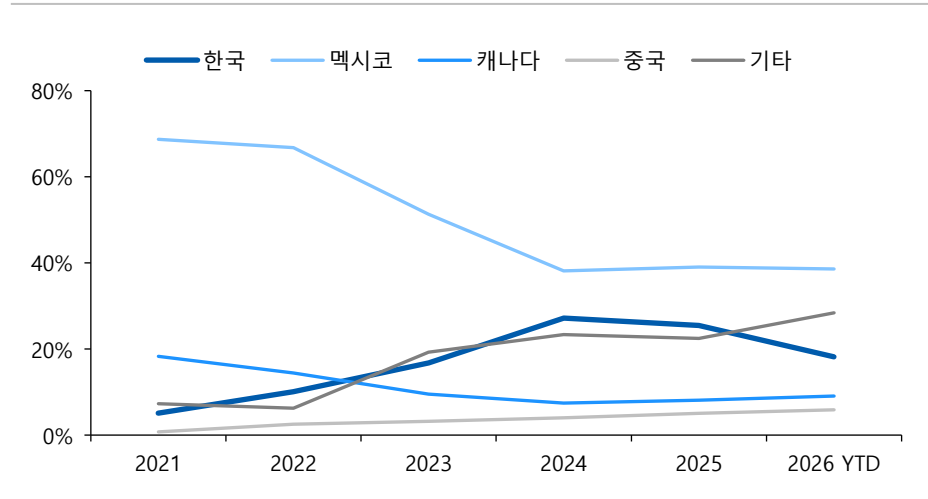
자료: 유안타증권 리서치센터

전력기기 6개사 주가 추이



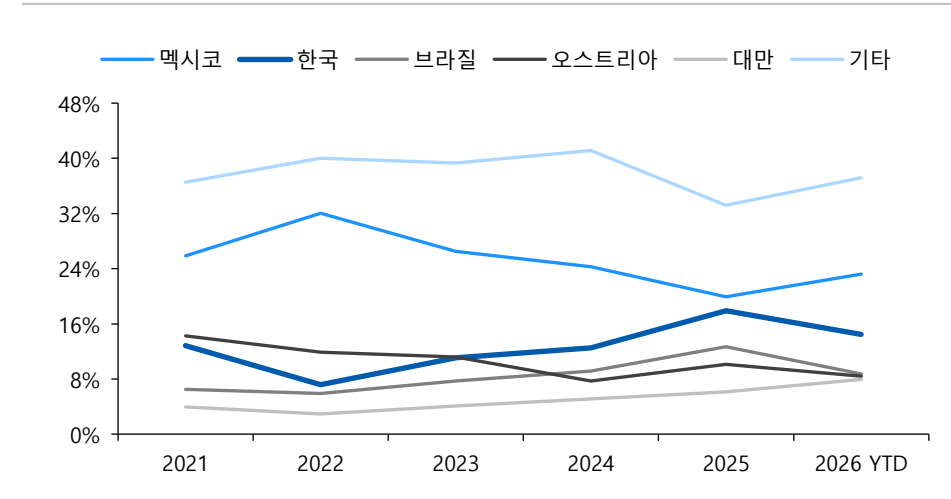
자료: 유안타증권 리서치센터, 주) 종가는 26.04.22 기준

미국 배전변압기 수입 국가별 비중



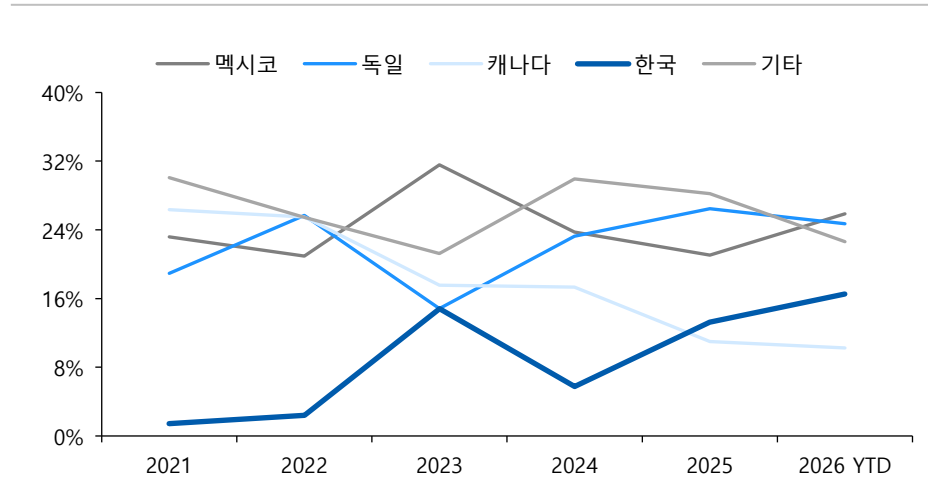
자료: USITC, 유안타증권 리서치센터
 주) 650 kVA~10,000 kVA, 650 kVA 이하 용량의 액체 절연 변압기 합산

미국 초고압 변압기 수입 국가별 비중



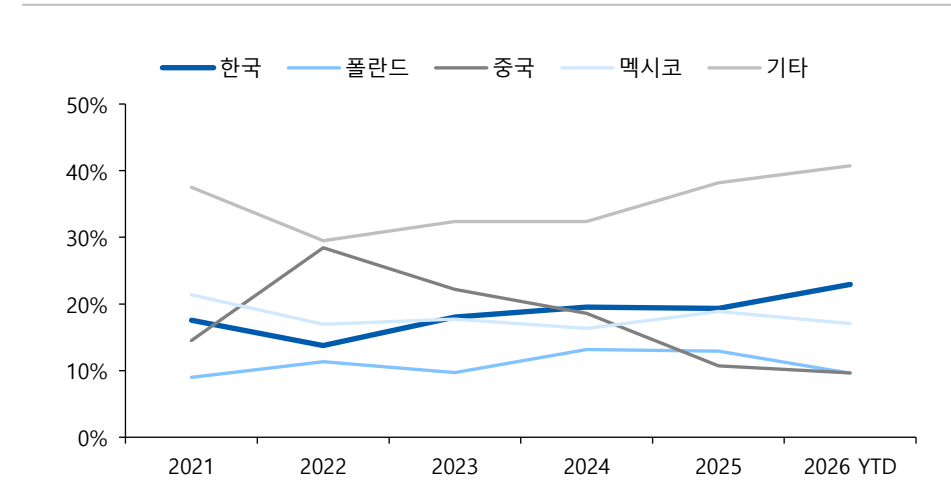
자료: USITC, 유안타증권 리서치센터
 주) 10,000 kVA 초과 중대형 변압기

미국 중전압(MV) 배전반 수입 국가별 비중



자료: USITC, 유안타증권 리서치센터

미국 초고압케이블 수입 국가별 비중



자료: USITC, 유안타증권 리서치센터

포스코인터내셔널(047050): 상사를 넘어, 에너지로 증명되는 성장

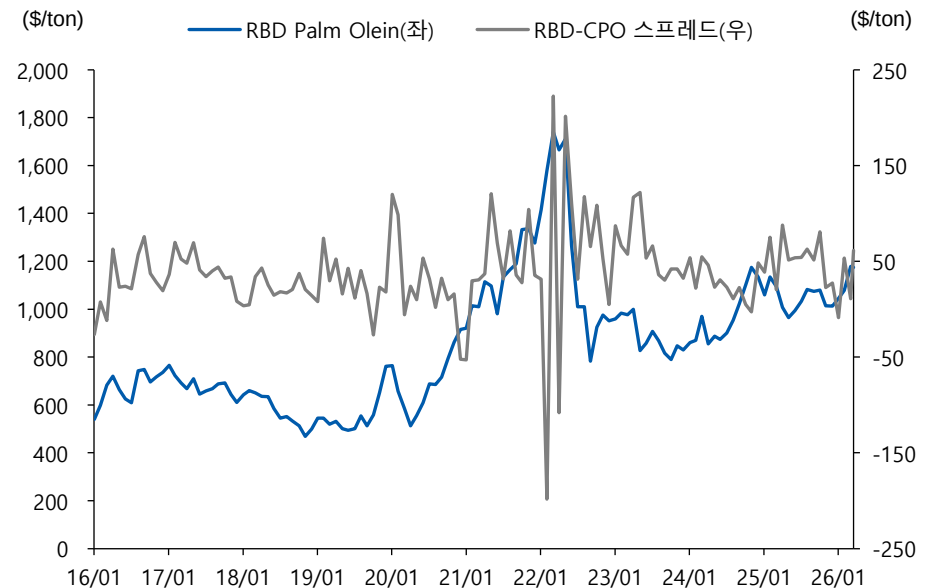
- 포스코인터내셔널은 트레이딩 중심 종합상사에서 벗어나 가스전(E&P)과 팜 농장을 중심으로 한 Upstream 자산 기반 이익 구조로 전환된 상태. LNG 터미널 증설 이후 트레이딩 및 Midstream 사업 확장 여지가 확대되는 중. 최근 유가 상승 환경 감안 시, 가스 사업의 수익성 개선 가능성도 유효
- 중장기적으로 모빌리티 및 히트류 밸류체인이 추가 성장 축으로 작용할 전망. **히트류-영구자석-부품으로 이어지는 수직형 밸류체인 구축을 통해 소재 및 부품 영역으로 사업 포트폴리오 확장 중**
- 가스 E&P 부문에서 SENEX 증산 효과가 본격적으로 반영. 생산능력은 기존 약 20PJ → 60PJ까지 확대되며 약 +40PJ의 CAPA 증가 발생. 1Q26 증설 이후 칩 가동 구간으로 하반기로 갈수록 실적 기여가 확대될 전망
- 반면, Downstream은 보수적으로 접근할 필요. 발전사업은 SMP YoY 하락과 이용률 저하 영향으로 1Q26 실적 가시성이 제한적. 유가 상승 효과 역시 약 5-6개월 시차를 두고 반영될 가능성. 다만, LNG 직도입 기반을 확보하고 있어 연료 조달 측면에서 경쟁력 보유. 결론적으로 1Q26은 팜 온기 반영 시작 → SENEX 단계적 증산 → 발전 및 터미널 보수적 반영의 구조로 해석하는 것이 적절

CPO 가격 추이 (10년)



자료: 유안타증권 리서치센터, 주) 종가는 26.04.22 기준

RBD Palm Olein 가격 및 RBD-CPO 스프레드 추이 (10년)



자료: 유안타증권 리서치센터

Valuation – 초고압 변압기 Peer Table

초고압 변압기 업체 밸류에이션 테이블

(십억원, 백만달러, 십억JPY, 백만EUR)		HD현대 일렉트릭	효성중공업	LS ELECTRIC	산일전기	일진전기	PWR	GEV	HUBB	Hitachi	Siemens
시가총액		39,291	28,757	29,130	6,383	4,173	90,918	266,517	29,116	23,072	143,753
매출액	2025	4,080	5,969	4,966	502	2,045	28,480	38,068	5,845	9,783	39,077
	2026F	4,617	7,261	6,233	696	2,375	33,528	44,449	6,330	10,478	43,554
	2027F	5,215	9,764	7,511	915	2,627	37,708	50,675	6,678	11,324	49,214
	2028F	6,043	12,492	9,265	1,136	2,943	42,229	57,505	7,037	12,206	55,570
영업이익	2025	995	747	426	179	151	1,612	1,388	1,209	878	1,569
	2026F	1,227	1,142	693	263	211	2,123	4,387	1,461	1,169	4,637
	2027F	1,578	1,726	1,020	362	263	2,556	7,083	1,578	1,354	6,395
	2028F	1,830	2,380	1,331	451	316	3,050	9,803	1,687	1,539	8,289
영업이익률	2025	24.4%	12.5%	8.6%	35.6%	7.4%	5.7%	3.6%	20.7%	9.0%	4.0%
	2026F	26.6%	15.7%	11.1%	37.8%	8.9%	6.3%	9.9%	23.1%	11.2%	10.6%
	2027F	30.3%	17.7%	13.6%	39.6%	10.0%	6.8%	14.0%	23.6%	12.0%	13.0%
	2028F	30.3%	19.1%	14.4%	39.7%	10.7%	7.2%	17.0%	24.0%	12.6%	14.9%
당기순이익 (지배)	2025	733	520	287	149	104	1,028	4,884	887	616	1,414
	2026F	1,012	899	558	239	144	2,000	3,892	1,055	799	3,432
	2027F	1,252	1,490	768	309	189	2,333	5,991	1,145	929	4,746
	2028F	1,498	2,018	1,062	447	231	2,744	8,237	1,228	1,058	6,067
PER	2025	38.1	31.9	48.2	26.6	25.0	57.3	35.9	26.3	25.8	61.0
	2026F	38.8	32.0	52.2	26.7	28.9	45.5	68.5	27.6	28.9	41.9
	2027F	31.4	19.3	37.9	20.7	22.1	39.0	44.5	25.4	24.8	30.3
	2028F	26.2	14.3	27.4	14.3	18.1	33.1	32.4	23.7	21.8	23.7

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 26.04.22 기준

Valuation – 배전 Peer Table

배전 Peer 밸류에이션 테이블

(십억원, 백만달러, 백만EUR, 백만TWD)		LS ELECTRIC	산일전기	제룡전기	Eaton (ETN)	VERTIV (VRT)	Schneider Electric SE (SU)	ABB (ABBN)	Fortune Electric
시가총액		29,130	6,383	835	158,958	119,539	157,035	175,294	294,717
매출액	2025	4,966	502	224	27,448	10,230	40,152	33,220	24,423
	2026F	6,233	696	226	30,639	13,617	43,138	36,478	31,228
	2027F	7,511	915	-	33,533	16,895	46,800	39,015	39,278
	2028F	9,265	1,136	-	37,092	19,985	50,810	41,435	41,242
영업이익	2025	426	179	67	5,209	1,854	6,699	6,047	5,227
	2026F	693	263	78	6,319	3,062	7,716	7,349	8,031
	2027F	1,020	362	-	7,240	4,100	8,804	7,714	11,053
	2028F	1,331	451	-	8,225	5,047	10,025	8,334	11,751
영업이익률	2025	8.6%	35.6%	29.9%	19.0%	18.1%	16.7%	18.2%	21.4%
	2026F	11.1%	37.8%	34.5%	20.6%	22.5%	17.9%	20.1%	25.7%
	2027F	13.6%	39.6%	-	21.6%	24.3%	18.8%	19.8%	28.1%
	2028F	14.4%	39.7%	-	22.2%	25.3%	19.7%	20.1%	28.5%
당기순이익(지배)	2025	287	149	59	4,087	1,333	4,163	4,734	4,419
	2026F	558	239	62	5,138	2,358	5,509	5,866	6,783
	2027F	768	309	-	5,916	3,126	6,381	5,830	9,223
	2028F	1,062	447	-	6,752	3,897	7,291	6,297	9,547
PER	2025	48.2	26.6	9.6	28.7	44.2	31.7	29.9	65.0
	2026F	52.2	26.7	13.5	30.9	50.7	28.5	29.9	43.4
	2027F	37.9	20.7	-	26.9	38.2	24.6	30.1	32.0
	2028F	27.4	14.3	-	23.5	30.7	21.5	27.8	30.9

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 26.04.22 기준

Valuation – 전선 Peer Table

전선 업체 밸류에이션 테이블

(십억 원, 백만 EUR, 십억 JPY)		대한전선	일진전기	LS에코에너지	가온전선	Prysmian SpA (PRY)	Nexans (NEX)	NKT A/S (NKT)	Sumitomo Electric Industries Ltd. (5802)
시가총액		7,654	4,173	1,838	2,978	35,969	5,993	6,563	8,150
매출액	2025	3,636	2,045	960	2,546	19,650	7,810	3,565	4,680
	2026F	4,046	2,375	1,028	2,604	21,412	7,010	3,565	4,949
	2027F	4,605	2,627	1,149	-	22,864	7,208	4,139	5,011
	2028F	5,146	2,943	1,263	-	24,259	7,559	4,820	5,280
영업이익	2025	129	151	67	79	1,909	376	257	321
	2026F	168	211	69	104	2,136	548	262	3,852
	2027F	190	263	79	-	2,432	632	360	433
	2028F	234	316	97	-	2,705	713	529	516
영업이익률	2025	3.5%	7.4%	7.0%	3.1%	9.7%	4.8%	7.2%	6.9%
	2026F	4.1%	8.9%	6.7%	4.0%	10.0%	7.8%	7.4%	77.8%
	2027F	4.1%	10.0%	6.9%	-	10.6%	8.8%	8.7%	8.6%
	2028F	4.5%	10.7%	7.7%	-	11.1%	9.4%	11.0%	9.8%
당기순이익 (지배)	2025	84	104	49	52	1,270	352	275	194
	2026F	71	144	46	71	1,342	334	200	309
	2027F	95	189	51	-	1,663	395	276	306
	2028F	131	231	65	-	1,727	447	406	367
PER	2025	50.7	25.0	25.2	25.6	20.0	25.6	21.8	9.9
	2026F	107.5	28.9	40.1	41.9	26.8	18.0	32.9	26.4
	2027F	80.2	22.1	35.8	-	21.6	15.2	23.8	26.6
	2028F	58.4	18.1	28.1	-	20.8	13.4	16.2	22.2

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 26.04.22 기준

Valuation – 포스코인터내셔널 Peer Table

포스코인터내셔널 Peer 밸류에이션 테이블

(십억원, 백만EUR, 십억JPY)		포스코 인터내셔널	미쓰비시 상사	미쓰이 물산	이토추 상사	스미토모 상사	마루베니
시가총액		14,179	19,158	16,056	15,310	6,951	9,755
매출액	2025	32,374	19,013	14,428	15,362	7,457	8,252
	2026F	33,558	20,201	14,996	15,841	7,767	8,548
	2027F	34,737	21,611	15,494	16,409	8,065	8,943
	2028F	35,710	22,096	15,101	17,308	8,619	9,340
영업이익	2025	1,165	504	454	723	411	299
	2026F	1,305	658	550	761	471	358
	2027F	1,503	734	581	812	507	394
	2028F	1,601	603	469	758	535	344
영업이익률	2025	3.6%	2.7%	3.1%	4.7%	5.5%	3.6%
	2026F	3.9%	3.3%	3.7%	4.8%	6.1%	4.2%
	2027F	4.3%	3.4%	3.8%	4.9%	6.3%	4.4%
	2028F	4.5%	2.7%	3.1%	4.4%	6.2%	3.7%
당기순이익 (지배)	2025	614	756	835	908	573	550
	2026F	816	923	940	940	623	591
	2027F	1,055	1,018	1,000	990	659	635
	2028F	1,119	1,076	922	1,038	650	632
PER	2025	14.2	24.1	19.1	14.9	12.1	17.6
	2026F	17.4	20.8	17.1	16.3	11.2	16.5
	2027F	13.4	18.8	16.0	15.5	10.5	15.4
	2028F	12.7	17.8	17.4	14.7	10.7	15.4
PBR	2025	1.3	1.9	1.9	2.1	1.5	2.3
	2026F	1.8	1.9	1.8	2.0	1.4	2.1
	2027F	1.7	1.8	1.7	1.8	1.3	2.0
	2028F	1.6	1.7	1.7	1.7	1.2	1.8

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 일본업체 FY25는 25년 4월~26년 3월 기준, 시가총액은 26.04.22 기준

효성중공업 (298040): 1Q는 착시, 2Q 기대는 더 커진다

유틸리티



손현정 유틸리티/음식료

hyunjung.son@yuanta.com

김고은

Research Assistant

koeeun2.kim@yuanta.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	4,200,000원 (M)
현재주가 (4/22)	3,084,000원
상승여력	36%

시가총액	287,569억원
총발행주식수	9,324,548주
60일 평균 거래대금	1,406억원
60일 평균 거래량	53,915주
52주 고	3,084,000원
52주 저	438,000원
외인지분율	27.95%
주요주주	효성 외 12 인 43.99%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	12.8 31.3 604.1
상대	1.6 1.3 172.8
절대(달러환산)	14.6 30.7 577.7

- **1Q26 Preview – 컨센서스 소폭 하회:** 효성중공업은 1Q26 매출액 1조 3,183억원(YoY +22.5%), 영업이익 1,629억원(YoY +59.0%, OPM 12.4%)을 기록하며 영업이익 기준 컨센서스를 하회할 것으로 전망. 매출은 견조한 흐름을 유지하나, 영업이익은 해외 판매법인 재고 증가에 따른 미실현이익 영향으로 낮아 보일 가능성 존재. 본사에서 인식된 매출이 현지 법인에서 최종 고객에게 인도되지 않으며, 연결 기준에서 이익이 일부 제한되는 구조. 이는 비용 증가나 수요 둔화가 아닌 회계적 인식 시점에 따른 영향. 1분기에서 반영되지 못한 이익은 2분기 매출 인식과 함께 반영되며, 분기 간 이익이 이동하는 구조로 이해하는 것이 적절.
- **2Q 이익 레벨 상황: 숫자로 확인되는 구간:** 이연된 매출과 이익이 반영되며 2Q26은 실적 레벨이 뚜렷하게 상승하는 구간. 매출 확대와 함께 이익이 정상적으로 반영되며 영업이익은 3천억원에 근접하는 수준까지 증가할 것으로 예상. 1분기 실적이 낮아 보이는 것은 착시이며, 실제 이익 체력은 이미 상향된 상태. 북미 중심의 초고압 변압기 매출 비중 확대와 고단가 수주잔고의 매출 전환 흐름이 지속되고 있다는 점에서, 연간 기준 이익 성장 방향성 역시 변함 없음.
- **765kV 수주 확대 – 이익 레벨을 결정하는 핵심 변수:** 수주 측면에서는 업종 내 가장 강한 흐름이 확인. 2월 약 7,800억원 규모의 765kV 변압기 수주를 포함해, 1Q26 신규 수주는 2조원을 상회하며 분기 기준 최대치를 기록할 것으로 전망. 이는 단순 물량 증가가 아니라 수주 구조 변화. 765kV 초고압 변압기는 기존 대비 높은 단가와 수익성을 동반하는 영역으로, 해당 수주 확대는 향후 ASP 상승과 이익률 개선으로 이어지는 구조. 북미 전력망 투자 확대와 데이터센터 전력 수요 증가가 맞물리며 초고압 중심 수요는 지속적으로 확대되고 있으며, 이에 따라 수주잔고는 양적 성장뿐 아니라 질적으로도 개선되는 흐름. 결론적으로 1Q26은 실적이 일시적으로 낮아 보일 수 있으나 이는 회계적 인식 시점 영향. 반면 수주는 역대 최대 수준으로 확대되며, 향후 이익 레벨을 결정하는 기반은 더욱 강화. 이에 투자 의견 '매수'를 유지하며, 목표주가 4,200,000원으로 유지.

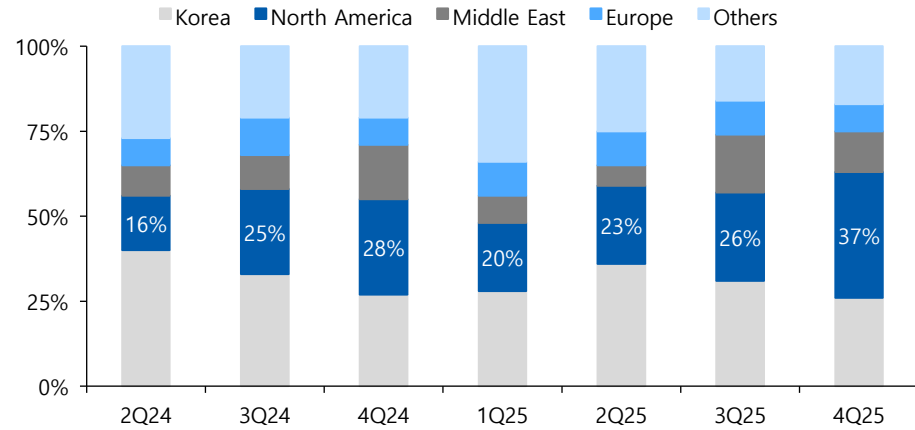
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	4,895	5,969	7,261	9,764	12,492
매출액증가율	13.8	21.9	21.6	34.5	27.9
영업이익	362	747	1,142	1,726	2,380
영업이익률	7.4	12.5	15.7	17.7	19.1
지배주주귀속이익	223	520	899	1,490	2,061
지배주주 귀속 EPS	23,876	55,755	96,404	159,760	221,029
증가율	92.0	133.5	72.9	65.7	38.4
PER	13.4	18.7	32.0	19.3	14.0
PBR	1.6	4.1	9.0	6.2	4.4
EV/EBITDA	8.9	12.5	23.3	15.0	10.2
ROA	4.1	7.7	11.2	14.4	15.1
ROE	14.9	24.4	32.5	38.2	36.8

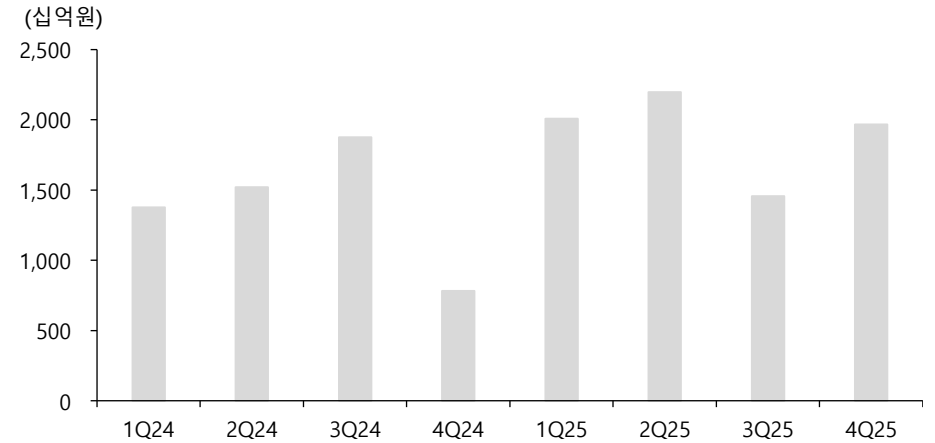
자료: 유안타증권 리서치센터

효성중공업 중공업 부문 지역별 매출 비중



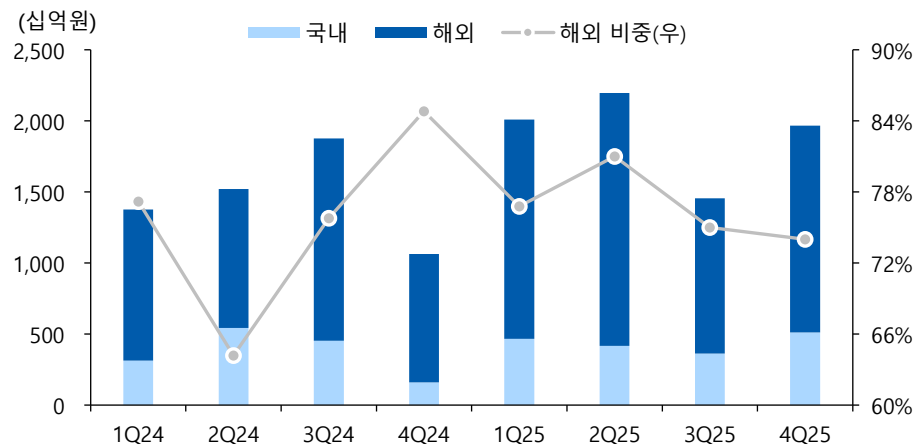
자료: 효성중공업, 유안타증권 리서치센터

효성중공업 중공업 부문 신규 수주 추이



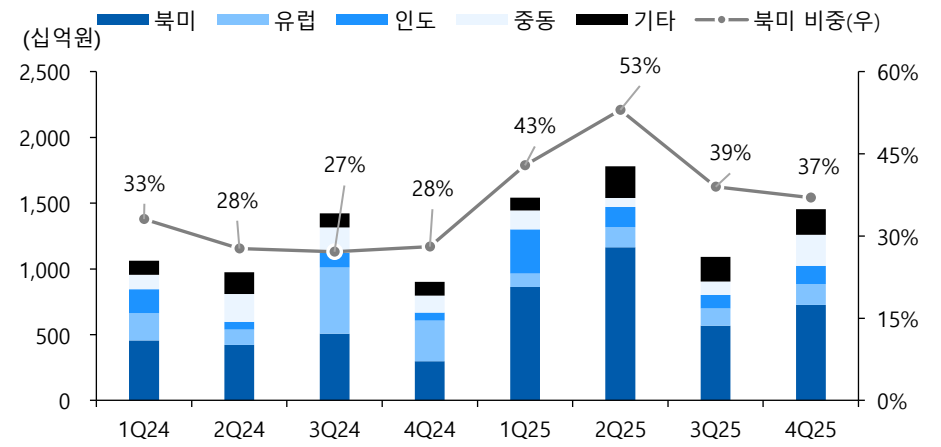
자료: 효성중공업, 유안타증권 리서치센터

효성중공업 중공업 부문 신규 수주 내 해외 비중



자료: 효성중공업, 유안타증권 리서치센터

효성중공업 분기별 중공업 신규 수주 지역별 비중



자료: 효성중공업, 유안타증권 리서치센터

효성중공업 실적 전망

효성중공업 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,076.1	1,525.3	1,624.1	1,743.0	1,318.3	1,782.8	1,914.0	2,246.0	4,895.0	5,968.5	7,261.2	9,764.1
중공업	730.8	1,061.1	1,143.7	1,212.7	950.0	1,273.3	1,372.4	1,637.1	3,100.3	4,148.3	5,232.9	7,606.1
건설	344.2	463.2	479.3	529.4	368.3	509.5	541.6	608.8	1,792.8	1,816.1	2,028.2	2,158.0
기타 및 연결조정	1.1	1.0	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.9	4.1	4.1	4.0
% YoY	9.3%	27.8%	41.8%	10.9%	22.5%	16.9%	17.9%	28.9%	13.8%	21.9%	21.7%	34.5%
중공업	25.5%	42.5%	60.9%	14.1%	30.0%	20.0%	20.0%	35.0%	20.2%	33.8%	26.1%	45.4%
건설	-14.4%	3.1%	10.6%	4.2%	7.0%	10.0%	13.0%	15.0%	4.2%	1.3%	11.7%	6.4%
% 매출비중												
중공업	67.9%	69.6%	70.4%	69.6%	72.1%	71.4%	71.7%	72.9%	63.3%	69.5%	72.1%	77.9%
건설	32.0%	30.4%	29.5%	30.4%	27.9%	28.6%	28.3%	27.1%	36.6%	30.4%	27.9%	22.1%
영업이익	102.4	164.3	219.8	260.5	162.9	292.6	320.6	366.1	362.5	747.0	1,142.1	1,725.8
% YoY	82.3%	162.1%	97.3%	97.0%	59.0%	78.1%	45.9%	40.5%	40.6%	106.1%	52.9%	51.1%
% OPM	9.5%	10.8%	13.5%	14.9%	12.4%	16.4%	16.8%	16.3%	7.4%	12.5%	15.7%	17.7%
중공업	12.3%	15.9%	17.1%	20.2%	15.5%	22.5%	21.4%	21.7%	10.2%	16.8%	20.7%	22.0%
건설	3.5%	-0.9%	5.0%	3.0%	4.3%	1.2%	5.0%	1.9%	2.6%	2.6%	3.0%	2.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

효성중공업(298040) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	4,895	5,969	7,261	9,764	12,492	
매출원가	4,103	4,716	5,542	7,265	9,124	
매출총이익	792	1,253	1,719	2,499	3,367	
판매비	429	506	577	773	987	
영업이익	362	747	1,142	1,726	2,380	
EBITDA	435	833	1,227	1,825	2,483	
영업외손익	-139	-121	-130	-101	-34	
외환관련손익	19	-11	-1	-1	1	
이자손익	-26	-21	11	80	186	
관계기업관련손익	-2	-3	3	3	3	
기타	-130	-86	-143	-183	-225	
법인세비용차감전순손익	224	626	1,012	1,625	2,346	
법인세비용	1	123	142	184	352	
계속사업순손익	223	503	869	1,441	1,993	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	223	503	869	1,441	1,993	
지배지분순이익	223	520	899	1,490	2,061	
포괄순이익	852	473	877	1,448	2,001	
지배지분포괄이익	852	490	876	1,446	1,998	

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	412	493	1,052	1,253	1,735	
당기순이익	223	503	869	1,441	1,993	
감가상각비	59	69	72	89	95	
외환손익	-20	5	1	1	-1	
중속,관계기업관련손익	2	3	-3	-3	-3	
자산부채의 증감	44	-281	-126	-511	-583	
기타현금흐름	105	193	239	236	234	
투자활동 현금흐름	-215	-213	-241	-519	-443	
투자자산	-97	-20	-67	-130	-141	
유형자산 증가 (CAPEX)	-84	-163	-110	-260	-160	
유형자산 감소	2	1	0	0	0	
기타현금흐름	-35	-30	-64	-129	-142	
재무활동 현금흐름	-228	-313	-124	-99	-103	
단기차입금	-131	-68	35	67	73	
사채 및 장기차입금	84	-110	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-23	-47	-70	-77	-88	
기타현금흐름	-158	-89	-89	-89	-89	
연결범위변동 등 기타	2	0	110	490	628	
현금의 증감	-29	-32	796	1,124	1,817	
기초 현금	278	249	217	1,013	2,137	
기말 현금	249	217	1,013	2,137	3,954	
NOPLAT	362	747	1,142	1,726	2,380	
FCF	328	330	942	993	1,575	

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	3,036	3,738	5,317	7,925	11,358	
현금및현금성자산	249	217	1,013	2,137	3,954	
매출채권 및 기타채권	1,330	1,626	1,998	2,687	3,437	
채고자산	885	1,278	1,554	2,090	2,674	
비유동자산	3,182	3,490	3,533	3,873	4,073	
유형자산	2,172	2,307	2,345	2,516	2,580	
관계기업등 지분관련자산	36	47	58	78	99	
기타투자자산	320	329	386	496	615	
자산총계	6,219	7,228	8,850	11,798	15,431	
유동부채	3,093	3,561	4,260	5,611	7,084	
매입채무 및 기타채무	1,437	1,652	2,009	2,702	3,457	
단기차입금	332	272	272	272	272	
유동성장기부채	165	66	66	66	66	
비유동부채	1,070	1,177	1,294	1,520	1,766	
장기차입금	511	434	434	434	434	
사채	52	30	30	30	30	
부채총계	4,163	4,738	5,553	7,131	8,851	
자배지분	1,909	2,352	3,188	4,608	6,588	
자본금	47	47	47	47	47	
자본잉여금	892	892	892	892	892	
이익잉여금	353	829	1,658	3,071	5,044	
비지배지분	147	138	109	60	-8	
자본총계	2,056	2,490	3,297	4,667	6,580	
순차입금	728	597	-234	-1,426	-3,316	
총차입금	1,313	1,136	1,171	1,238	1,311	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	23,876	55,755	96,404	159,760	221,029	
BPS	204,958	252,555	342,364	494,815	707,519	
EBITDAPS	46,688	89,326	131,571	195,676	266,237	
SPS	524,956	640,086	778,716	1,047,142	1,339,651	
DPS	5,000	7,500	8,300	9,400	10,000	
PER	13.4	18.7	32.0	19.3	14.0	
PBR	1.6	4.1	9.0	6.2	4.4	
EV/EBITDA	8.9	12.5	23.3	15.0	10.2	
PSR	0.6	1.6	4.0	2.9	2.3	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	13.8	21.9	21.7	34.5	27.9	
영업이익 증가율 (%)	40.6	106.1	52.9	51.1	37.9	
지배순이익 증가율 (%)	92.0	133.5	72.9	65.7	38.4	
매출총이익률 (%)	16.2	21.0	23.7	25.6	27.0	
영업이익률 (%)	7.4	12.5	15.7	17.7	19.1	
지배순이익률 (%)	4.5	8.7	12.4	15.3	16.5	
EBITDA 마진 (%)	8.9	14.0	16.9	18.7	19.9	
ROIC	18.9	24.6	38.5	57.0	70.5	
ROA	4.1	7.7	11.2	14.4	15.1	
ROE	14.9	24.4	32.5	38.2	36.8	
부채비율 (%)	202.5	190.3	168.5	152.8	134.5	
순차입금/자기자본 (%)	38.2	25.4	-7.3	-30.9	-50.3	
영업이익/금융비용 (배)	4.1	12.7	20.6	29.8	38.8	

LS ELECTRIC (010120): 데이터센터 수요, 실적 반영 본격화

유틸리티



손현정 유틸리티/음식료

hyunjung.son@yuanta.com

김고은

Research Assistant

koeeun2.kim@yuanta.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	260,000원 (M)
현재주가 (4/22)	194,200원
상승여력	36%

시가총액	291,300억원		
총발행주식수	150,000,000주		
60일 평균 거래대금	1,402억원		
60일 평균 거래량	330,513주		
52주 고	194,200원		
52주 저	34,520원		
외인지분율	21.70%		
주요주주	LS 외 10 인 48.48%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.6	87.8	462.6
상대	(1.3)	44.9	118.0
절대(달러환산)	11.4	87.0	441.5

• **1Q26 Review - 컨센서스 부합:** LS ELECTRIC의 1Q26 매출액은 1조 3,766억원(YoY +33.4%, QoQ -9.7%), 영업이익은 1,266억원(YoY +45.0%, QoQ -2.4%, OPM 9.2%)으로 컨센서스에 부합. 약 100억원 중반 수준의 일회성 인건비가 반영됐으며, 이를 제외하면 실질 영업이익률은 10%를 상회하는 수준. 전력사업 매출은 9,584억원(YoY +44.9%), 영업이익 1,056억원(YoY +48.8%, OPM 11.0%)을 기록. 이 중 전력인프라 매출은 6,432억원(YoY +72.4%), 영업이익 781억원(YoY +152.2%, OPM 12.1%)으로 성장의 대부분을 차지. 데이터센터 수요 확대는 배전반과 변압기 매출 증가로 직결. 배전반 매출은 3,563억원(YoY +79.4%), 변압기 매출은 2,374억원(YoY +78.4%)이며, 초고압변압기 1,642억원(YoY +83.3%), 배전변압기 732억원(YoY +68.3%)로 전 전압군에서 성장세가 확인. 단납기 구조의 배전반이 매출 전환 속도를 끌어올리며 실적 레버리지로 작용.

• **빅테크 수주 확장, 반복 구조 진입:** 1Q26 신규수주는 1조 863억원(YoY +27%, QoQ -31%)을 기록. QoQ 감소는 대형 프로젝트 수주 시점 차이에 따른 영향으로, 수주 흐름 자체의 둔화로 보기는 어려움. 4월 공시된 1,700억원 규모 데이터센터 수주를 감안할 경우 실적 수주 강도는 유지되는 구간. 수주 구조는 단발성에서 패키지 형태로 전환되는 중. 배전반, 변압기, 배전기기를 포함하는 일괄 수주가 확대되며, 평균 3~6개월 단납기 구조를 기반으로 수주 이후 매출 전환 속도가 빠르게 나타남. 계약 초기 대비 수주 규모가 확대되는 흐름도 확인. 빅테크 고객은 신규 고객 유입과 기존 고객 내 물량 확대가 동시에 진행되며 확장 국면. 2025년 데이터센터 관련 수주는 약 1조원(미국 8,000억원, 국내 2,000억원)이며, 2026년에는 최소 1.5조원 이상으로 확대될 전망. 배전반을 통해 확보된 고객이 변압기 및 전력기기로 확장되거나, 기존 전력기기 고객이 배전반으로 확대되는 흐름이 동시에 나타나고 있음. 일부 고객은 LTA 형태로 전환 가능성이 높아 반복 수주 구조로의 진입이 진행 중.

• **고밸류 구간이나 프리미엄 정당화:** 1Q26 OPM은 일회성 인건비와 원자재 영향으로 일시 둔화됐으나, 평가 인상 효과가 2분기부터 반영되며 수익성은 정상화 구간에 진입할 전망. 현재 밸류에이션은 부담 구간이나, 데이터센터 수요 확대에 따른 수주 증가와 단납기 중심 매출 전환 구조를 감안할 경우 실적 가시성은 높은 수준. 특히 배전반 중심 수주가 변압기 및 전력기기로 확장되며 구조적 성장 흐름이 이어지고 있다는 점에서 프리미엄 적용은 정당화 가능. 목표주가 260,000원을 유지하며, 데이터센터 전력인프라 수요 확대에 따른 실적 가속 구간 진입을 반영해 Top Pick을 유지.

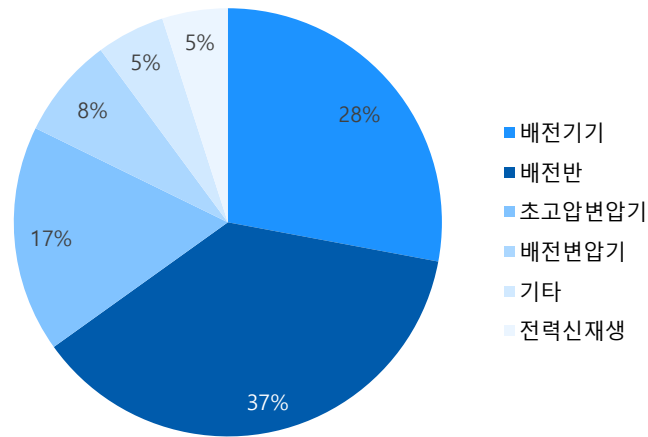
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	4,552	4,966	6,233	7,511	9,265
매출액증가율	7.6	9.1	25.5	20.5	23.4
영업이익	390	426	693	1,020	1,331
영업이익률	8.6	8.6	11.1	13.6	14.4
지배주주귀속순이익	239	287	558	768	952
지배주주 귀속 EPS	1,591	1,911	3,723	5,120	6,345
증가율	15.9	20.1	94.8	37.5	23.9
PER	91.7	152.6	52.2	37.9	30.6
PBR	11.8	20.9	11.5	9.1	7.2
EV/EBITDA	10.2	17.0	36.0	25.5	19.8
ROA	5.8	6.1	10.4	12.3	12.9
ROE	13.4	14.7	24.2	26.8	26.3

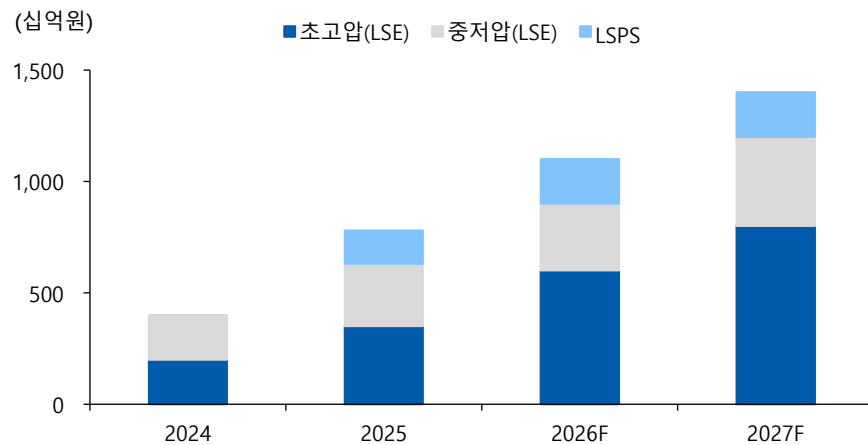
자료: 유안타증권 리서치센터

LS ELECTRIC 1Q26 전력부문 제품별 비중



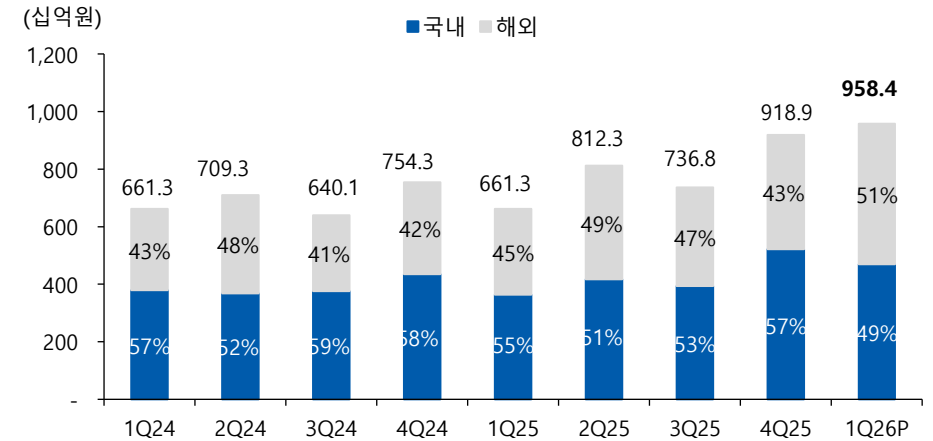
자료: LS ELECTRIC, 유안타증권 리서치센터

LS ELECTRIC 변압기 CAPA 추정



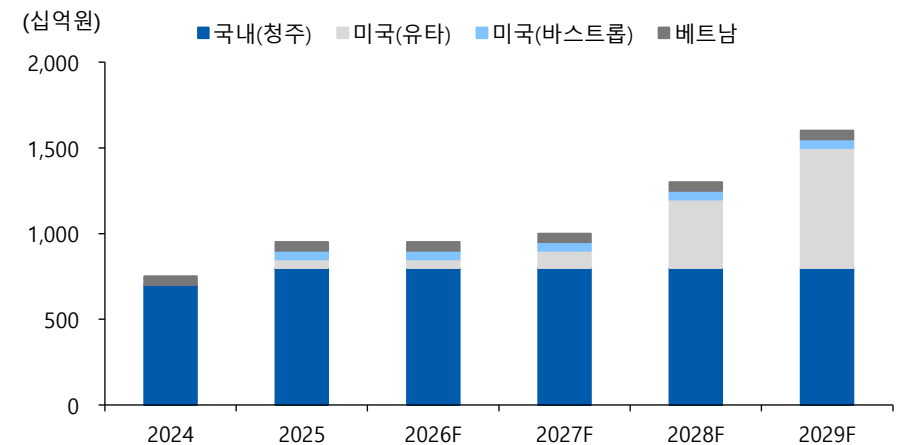
자료: LS ELECTRIC, 유안타증권 리서치센터

LS ELECTRIC 전력 사업 국내외 매출 추이



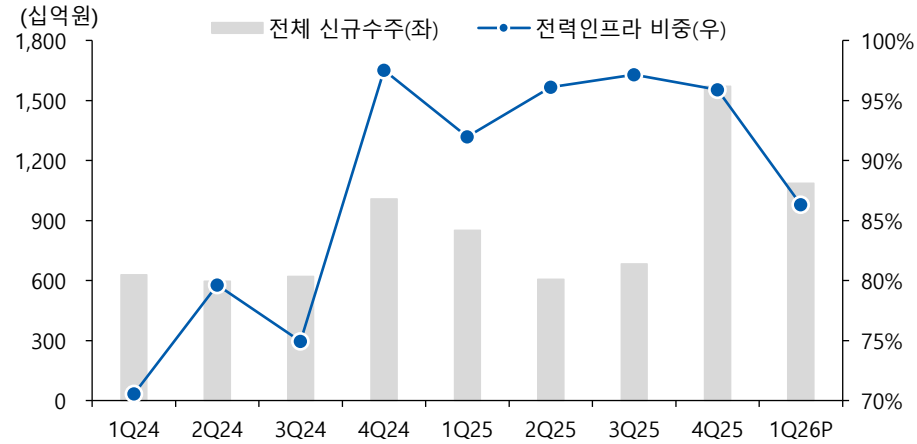
자료: LS ELECTRIC, 유안타증권 리서치센터

LS ELECTRIC 배전반 CAPA 추정



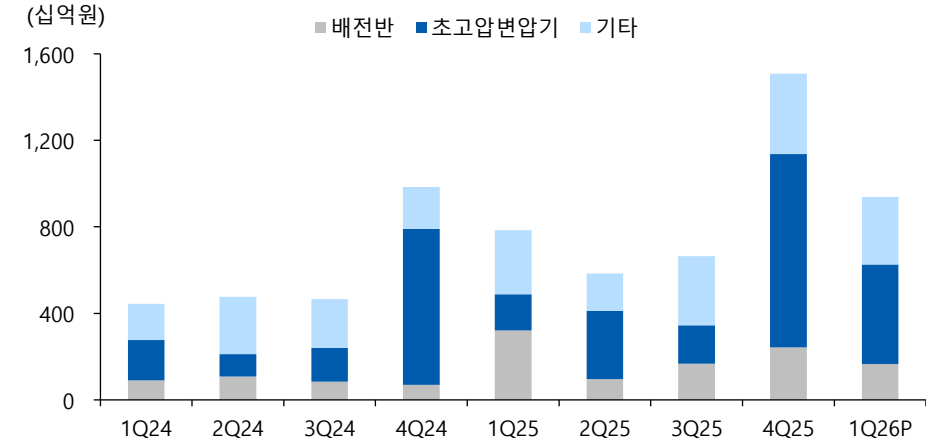
자료: LS ELECTRIC, 유안타증권 리서치센터

LS ELECTRIC 신규수주 추이



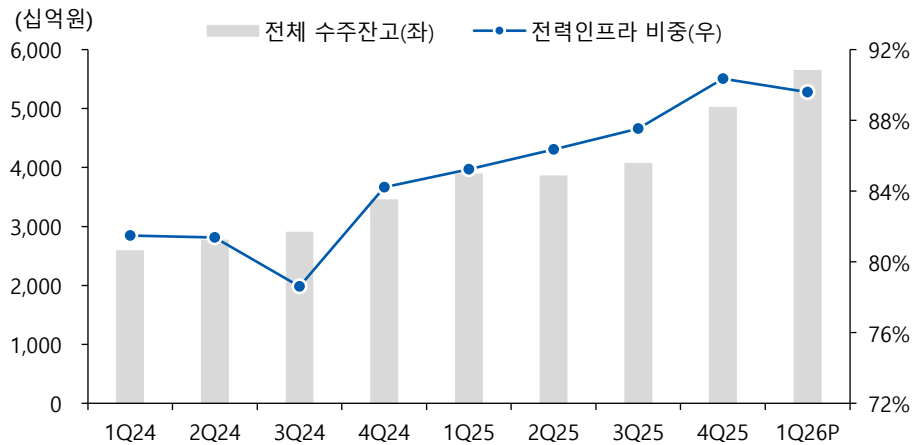
자료: LS ELECTRIC, 유안타증권 리서치센터

LS ELECTRIC 전력인프라 신규수주 추이



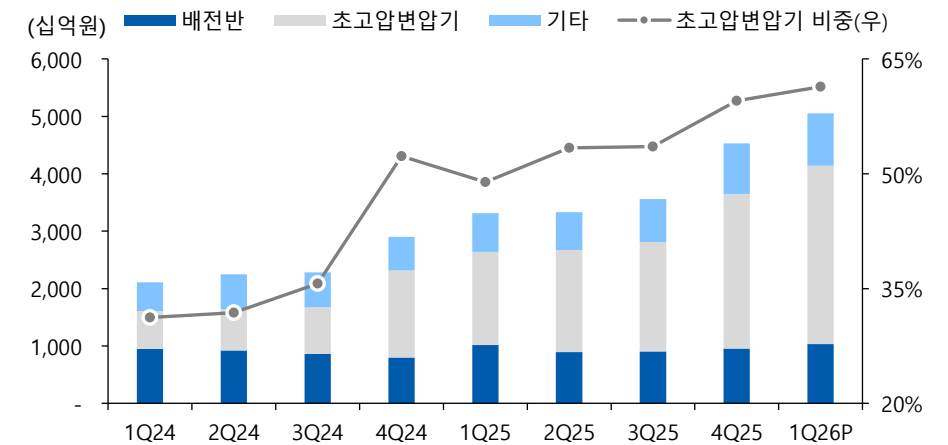
자료: LS ELECTRIC, 유안타증권 리서치센터

LS ELECTRIC 수주잔고 추이



자료: LS ELECTRIC, 유안타증권 리서치센터

LS ELECTRIC 전력인프라 수주잔고 내 초고압변압기 비중



자료: LS ELECTRIC, 유안타증권 리서치센터

LS ELECTRIC 실적 전망

LS ELECTRIC 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,032.1	1,193.0	1,216.3	1,524.4	1,376.6	1,476.4	1,589.2	1,790.6	4,551.8	4,965.8	6,232.8	7,510.9
전력 사업	661.3	812.3	736.7	918.9	958.4	1,045.4	1,103.2	1,175.1	2,765.0	3,129.2	4,282.2	5,300.4
1) 전력기기	231.2	241.4	232.4	242.3	267.7	265.5	260.3	278.6	903.4	947.2	1,072.2	1,191.6
2) 전력인프라	373.0	506.0	458.7	573.1	643.2	728.4	805.6	810.4	1,513.6	1,910.8	2,987.5	3,917.7
배전반	198.6	288.3	246.4	301.0	356.3	403.6	450.9	436.5	820.3	1,034.3	1,647.3	2,064.0
변압기	133.1	173.3	168.9	196.5	237.4	244.8	274.5	268.1	517.8	671.8	1,024.8	1,466.1
초고압변압기	89.6	82.7	88.7	120.3	164.2	190.2	186.3	180.5	363.1	381.3	721.1	1,114.2
배전변압기	43.5	90.6	80.2	76.2	73.2	54.6	88.2	87.6	154.7	290.5	303.6	351.9
기타	41.3	44.4	43.4	75.6	49.5	80.0	80.2	105.8	175.5	204.7	315.5	387.5
3) 전력신재생	57.1	64.9	45.7	103.5	47.5	51.5	37.3	86.1	348.0	271.2	222.5	191.1
자동차 사업	76.9	86.3	87.9	82.4	82.1	77.7	74.7	70.0	343.5	333.5	304.5	264.9
자회사 및 연결조정	293.9	294.4	391.7	519.5	336.0	353.3	411.3	545.5	1,443.4	1,499.5	1,646.0	1,945.6
% YoY	-0.6%	5.4%	19.1%	12.1%	33.4%	23.7%	30.7%	17.5%	7.6%	9.1%	25.5%	20.5%
전력 사업	0.0%	14.5%	15.1%	21.8%	44.9%	28.7%	49.8%	27.9%	5.9%	13.2%	36.8%	23.8%
1) 전력기기	-4.0%	3.7%	5.9%	15.2%	15.8%	10.0%	12.0%	15.0%	0.1%	4.9%	13.2%	11.1%
2) 전력인프라	8.9%	32.0%	27.2%	34.2%	72.4%	43.9%	75.6%	41.4%	19.8%	26.2%	56.4%	31.1%
배전반	26.9%	23.7%	16.1%	37.8%	79.4%	40.0%	83.0%	45.0%	7.4%	26.1%	59.3%	25.3%
변압기	13.1%	44.4%	39.5%	23.6%	78.4%	41.2%	62.5%	36.4%	22.8%	29.7%	52.5%	43.1%
초고압변압기	30.6%	-1.1%	3.4%	-3.8%	83.3%	130.0%	110.0%	50.0%	75.2%	5.0%	89.1%	54.5%
배전변압기	-11.4%	148.9%	127.2%	124.8%	68.3%	-39.8%	10.0%	15.0%	-27.8%	87.8%	4.5%	15.9%
기타	-39.6%	46.3%	59.5%	52.2%	19.9%	80.0%	85.0%	40.0%	124.7%	16.6%	54.1%	22.8%
3) 전력신재생	-26.7%	-30.3%	-23.9%	-11.4%	-16.9%	-20.6%	-18.2%	-16.8%	-22.0%	-22.1%	-18.0%	-14.1%
자동차 사업	-13.3%	-12.8%	13.5%	5.2%	6.8%	-10.0%	-15.0%	-15.0%	-12.5%	-2.9%	-8.7%	-13.0%
자회사 및 연결조정	1.8%	-9.2%	29.0%	-1.4%	14.3%	20.0%	5.0%	5.0%	17.7%	3.9%	9.8%	18.2%
영업이익	87.3	108.6	100.8	129.7	126.6	156.4	185.8	224.1	389.7	426.4	692.8	1,020.3
전력 사업	71.0	91.1	73.9	116.7	105.6	129.5	153.3	198.0	311.9	352.7	586.4	938.1
1) 전력기기	46.3	44.4	40.4	45.8	36.5	48.8	56.5	64.1	182.3	176.9	205.9	301.1
2) 전력인프라	31.0	55.7	45.0	70.5	78.1	88.1	101.3	141.0	146.4	202.1	408.4	659.6
3) 전력신재생	-6.3	-9.0	-11.5	0.5	-8.9	-7.5	-4.5	-7.0	-16.8	-26.4	-27.9	-22.5
자동차 사업	3.4	4.5	2.4	-0.7	2.7	4.7	4.1	-1.1	0.8	9.6	10.4	13.8
자회사 및 연결조정	13.0	13.0	24.5	14.2	18.3	22.2	28.5	27.2	77.1	64.7	96.1	68.4
% YoY	-6.9%	-0.9%	51.7%	8.2%	45.0%	44.0%	84.3%	72.8%	20.0%	9.4%	62.5%	47.3%
전력 사업	-6.2%	-15.0%	37.5%	55.0%	48.8%	42.1%	107.4%	69.7%	19.3%	13.1%	66.3%	60.0%
1) 전력기기	-21.2%	-14.5%	4.5%	39.0%	-21.3%	10.0%	40.0%	40.0%	4.6%	-3.0%	16.4%	46.2%
2) 전력인프라	40.5%	-8.1%	132.0%	59.0%	152.2%	58.2%	125.0%	100.0%	23.6%	38.1%	102.0%	61.5%
3) 전력신재생	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	-46.3%	56.9%	6.0%	-19.5%
자동차 사업	1677.3%	-12.0%	흑전	적자축소	-20.2%	5.0%	70.0%	적지	-95.3%	1097.4%	8.6%	32.2%
자회사 및 연결조정	-27.6%	-586.9%	85.6%	-70.8%	41.2%	70.8%	16.2%	91.3%	65.9%	-16.1%	48.7%	-28.8%
% 영업이익률	8.5%	9.1%	8.3%	8.5%	9.2%	10.6%	11.7%	12.5%	8.6%	8.6%	11.1%	13.6%
전력 사업	10.7%	11.2%	10.0%	12.7%	11.0%	12.4%	13.9%	16.9%	11.3%	11.3%	13.7%	17.7%
자동차 사업	4.4%	5.2%	2.7%	-0.8%	3.3%	6.1%	5.5%	-1.6%	0.2%	2.9%	3.4%	5.2%
자회사 및 연결조정	4.4%	4.4%	6.3%	2.7%	5.4%	6.3%	6.9%	5.0%	5.3%	4.3%	5.8%	3.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

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

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	4,552	4,966	6,233	7,511	9,265	
매출원가	3,644	3,914	4,732	5,573	6,802	
매출총이익	908	1,051	1,501	1,938	2,463	
판매비	518	625	808	918	1,132	
영업이익	390	426	693	1,020	1,331	
EBITDA	503	559	828	1,157	1,470	
영업외손익	-56	-16	60	40	-12	
외환관련손익	64	-1	50	50	35	
이자손익	-22	-30	-29	-24	-16	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-98	15	38	13	-32	
법인세비용차감전순손익	333	410	753	1,060	1,319	
법인세비용	91	126	199	298	375	
계속사업순손익	242	284	554	762	944	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	242	284	554	762	944	
지배지분순이익	239	287	558	768	952	
포괄순이익	213	322	551	759	941	
지배지분포괄이익	208	310	530	739	916	

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	230	300	393	600	694	
당기순이익	242	284	554	762	944	
감가상각비	102	116	122	126	129	
외환손익	-43	1	-50	-50	-35	
중속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-225	-175	-327	-329	-434	
기타현금흐름	154	73	95	93	91	
투자활동 현금흐름	-256	-250	-240	-230	-268	
투자자산	-31	-36	-7	-7	-10	
유형자산 증가 (CAPEX)	-145	-201	-150	-200	-200	
유형자산 감소	1	1	0	0	0	
기타현금흐름	-81	-13	-82	-23	-58	
재무활동 현금흐름	82	59	-51	-60	-67	
단기차입금	203	-126	14	14	20	
사채 및 장기차입금	133	242	0	0	0	
자본	-11	6	0	0	0	
현금배당	-83	-87	-89	-99	-111	
기타현금흐름	-160	24	24		24	
연결범위변동 등 기타	20	-7	-32	-34	-60	
현금의 증감	76	103	70	276	300	
기초 현금	584	660	763	833	1,109	
기말 현금	660	763	833	1,109	1,409	
NOPLAT	390	426	693	1,020	1,331	
FCF	85	99	243	400	494	

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	3,052	3,357	4,079	5,015	6,220	
현금및현금성자산	660	763	833	1,109	1,409	
매출채권 및 기타채권	1,070	1,036	1,298	1,564	1,929	
채고자산	510	553	694	836	1,032	
비유동자산	1,433	1,600	1,672	1,732	1,819	
유형자산	861	979	1,008	1,082	1,153	
관계기업등 지분관련자산	4	18	22	26	33	
기타투자자산	147	205	208	211	215	
자산총계	4,485	4,957	5,751	6,747	8,039	
유동부채	1,846	1,865	2,188	2,515	2,962	
매입채무 및 기타채무	638	707	887	1,069	1,319	
단기차입금	381	302	302	302	302	
유동성장기부채	249	295	295	295	295	
비유동부채	749	951	960	970	984	
장기차입금	80	115	115	115	115	
사채	489	658	658	658	658	
부채총계	2,595	2,815	3,149	3,485	3,946	
자배지분	1,839	2,070	2,536	3,202	4,040	
자본금	150	150	150	150	150	
자본잉여금	-24	-18	-18	-18	-18	
이익잉여금	1,743	1,939	2,408	3,078	3,919	
비지배지분	51	72	67	61	53	
자본총계	1,890	2,141	2,603	3,263	4,093	
순차입금	719	665	581	292	-27	
총차입금	1,449	1,566	1,580	1,595	1,614	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	1,591	1,911	3,723	5,120	6,345	
BPS	12,382	13,920	16,936	21,384	26,980	
EBITDAPS	3,357	3,725	5,519	7,717	9,799	
SPS	30,346	33,105	41,552	50,073	61,767	
DPS	2,900	3,000	660	740	820	
PER	91.7	152.6	52.2	37.9	30.6	
PBR	11.8	20.9	11.5	9.1	7.2	
EV/EBITDA	10.2	17.0	36.0	25.5	19.8	
PSR	4.8	8.8	4.7	3.9	3.1	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	7.6	9.1	25.5	20.5	23.4	
영업이익 증가율 (%)	20.0	9.4	62.5	47.3	30.4	
지배순이익 증가율 (%)	15.9	20.1	94.8	37.5	23.9	
매출총이익률 (%)	19.9	21.2	24.1	25.8	26.6	
영업이익률 (%)	8.6	8.6	11.1	13.6	14.4	
지배순이익률 (%)	5.2	5.8	9.0	10.2	10.3	
EBITDA 마진 (%)	11.1	11.3	13.3	15.4	15.9	
ROIC	14.2	12.7	19.8	24.9	28.1	
ROA	5.8	6.1	10.4	12.3	12.9	
ROE	13.4	14.7	24.2	26.8	26.3	
부채비율 (%)	137.3	131.5	121.0	106.8	96.4	
순차입금/자기자본 (%)	39.1	32.1	22.9	9.1	-0.7	
영업이익/금융비용 (배)	8.9	8.2	12.7	18.6	23.9	

HD현대일렉트릭 (267260): 일시적 조정, 성장 방향성 유효

유틸리티



손현정 유틸리티/음식료
hyunjeong.son@yuanta.com
김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuanta.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	1,320,000원 (M)
현재주가 (4/22)	1,090,000원
상승여력	21%

시가총액	392,914억원
총발행주식수	36,047,135주
60일 평균 거래대금	1,540억원
60일 평균 거래량	160,511주
52주 고	1,111,000원
52주 저	293,000원
외인지분율	37.19%
주요주주	에이치디현대 외 4 인 37.24%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	13.7 22.7 262.1
상대	2.4 (5.3) 40.3
절대(달러환산)	15.6 22.2 248.5

- **1Q26 Preview - 컨센서스 소폭 하회, 인식 시점 영향:** 1Q26 매출액 1조 613억원(YoY +4.6%), 영업이익 2,679억원(YoY +22.8%, OPM 25.2%)이 예상되며 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망. 이는 수요 둔화가 아니라 매출 인식 시점 차이에 따른 영향으로 판단. 1Q26은 북미항 물량 증가에 따라 생산 이후 선적 물량이 확대되면서 연결 기준 매출 및 이익이 일부 지연되는 흐름이 나타나고 있다. 여기에 중동 프로젝트 일부 매출이 2Q26 및 3Q26으로 지연되며 분기 실적 변동성이 확대된 것으로 판단. 중동 지역의 경우 최근 미국-이란 간 긴장 고조에 따른 지정학적 불확실성 영향으로 프로젝트 진행 및 매출 인식 시점이 일부 지연된 것으로 파악. 다만 이는 생산이나 수주 둔화와는 무관하며, 오히려 향후 매출로 반영될 물량이 축적되는 구간. 이익률은 여전히 구조적으로 높은 수준을 유지할 전망. 분기별 물량 집중도에 따라 마진 변동성이 발생할 수 있으나, 고단가 수주잔고의 매출 전환과 제품 믹스 개선을 감안할 때 2026년 연간 이익률은 전년 대비 상향 흐름이 유효.
- **실적보다 강한 펀더멘탈:** 수요는 여전히 구조적으로 확대되는 구간이다. AI 데이터센터의 GW급 전력 수요 증가와 이에 따른 초고압 중심의 송전 투자 확대 흐름은 지속되고 있으며, 이는 단기적인 실적 변동성과는 별개의 구조적 변화. 특히 수주 측면에서는 긍정적인 흐름이 이어지는 중. 연초는 주요 고객사의 예산이 확정되는 시기로 신규 발주가 본격화되는 구간이며, 동사의 초고압 변압기 및 배전 설비에 대한 수요는 전년 대비 더욱 견조한 흐름을 보이고 있는 것으로 판단. 북미 중심의 수주 확대 흐름이 지속되는 가운데, 유럽 등 신규 시장에서도 장남기 중심의 수요가 형성되고 있는 점도 긍정적.
- 또한 765kV 초고압 변압기의 경우 2026년부터 본격적인 수주가 기대되는 영역으로, 이는 단순 물량 증가를 넘어 ASP 상승을 동반하는 고부가 수주. 해당 비중 확대는 향후 전사 수익성 체질을 한 단계 끌어올리는 요인으로 작용할 전망. 동사는 초고압부터 배전까지 이어지는 포트폴리오를 기반으로 해당 수요 확대의 직접적인 수혜가 가능하며, 이는 ASP와 수익성의 동반 상승으로 이어지는 구조. 결론적으로 1Q26은 실적 둔화가 아니라 인식 시점에 따른 조정 구간. 수요와 수주는 여전히 견조하며, 고단가 수주잔고 기반의 실적 구조 역시 유지되는 중. 상반기 조정 이후 하반기 회복 흐름과 함께 연간 실적 상향 추세는 유효하다고 판단. 투자의견 '매수', 목표주가 1,320,000원으로 유지.

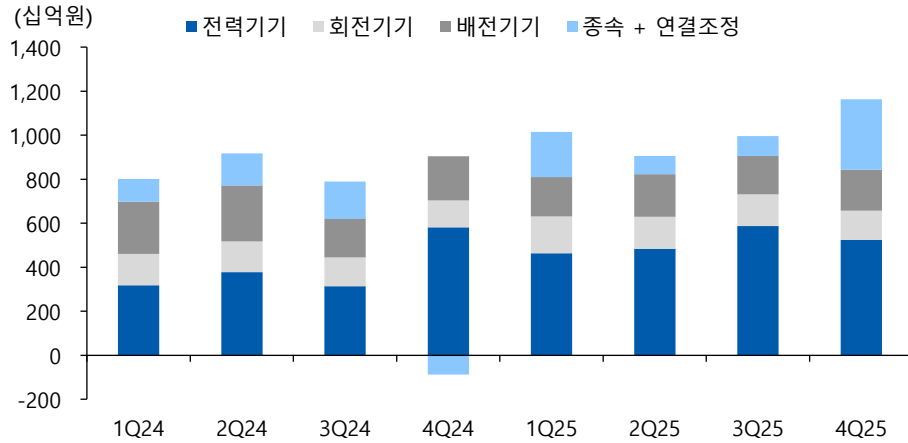
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,322	4,079	4,617	5,215	6,043
매출액증가율	22.9	22.8	13.2	13.0	15.9
영업이익	669	995	1,227	1,578	1,830
영업이익률	20.1	24.4	26.6	30.3	30.3
지배주주귀속순이익	502	733	1,012	1,252	1,482
지배주주 귀속 EPS	13,914	20,324	28,082	34,735	41,103
증가율	93.5	46.1	38.2	23.7	18.3
PER	18.6	25.1	38.8	31.4	26.5
PBR	6.2	9.0	14.1	10.4	7.9
EV/EBITDA	12.5	16.5	29.1	22.2	18.7
ROA	15.0	17.1	19.1	19.2	18.4
ROE	39.3	41.5	42.0	38.2	34.0

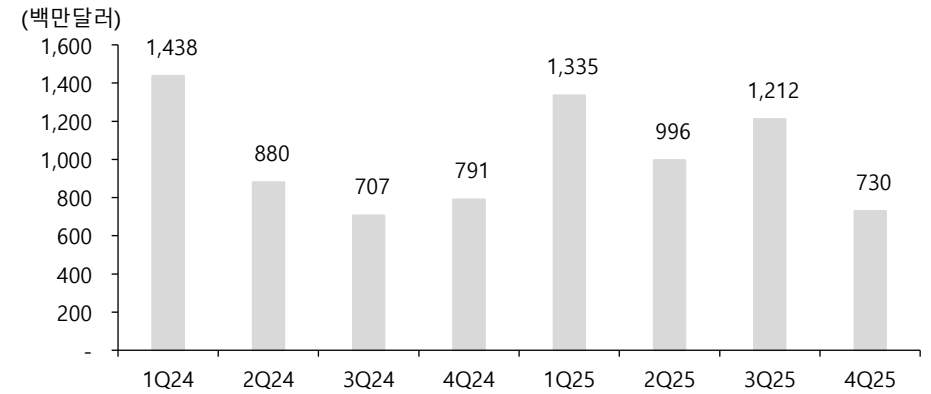
자료: 유안타증권 리서치센터

HD현대일렉트릭 사업부문별 매출액 추이



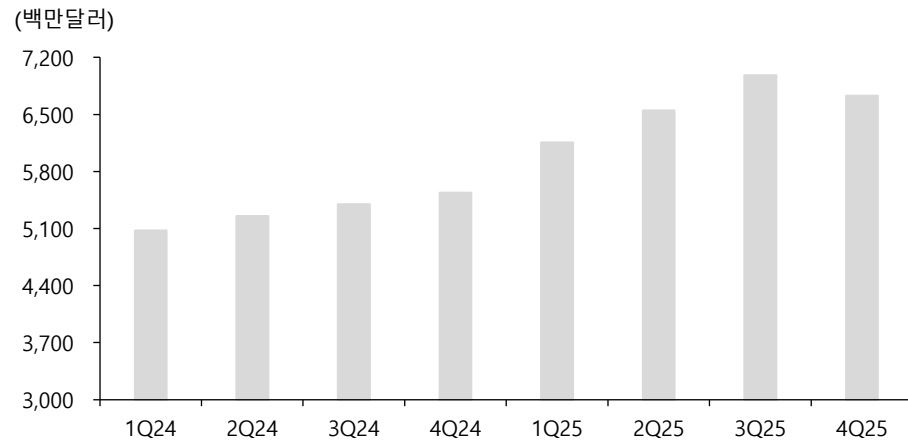
자료: HD현대일렉트릭, 유안타증권 리서치센터

HD현대일렉트릭 분기별 신규수주 추이



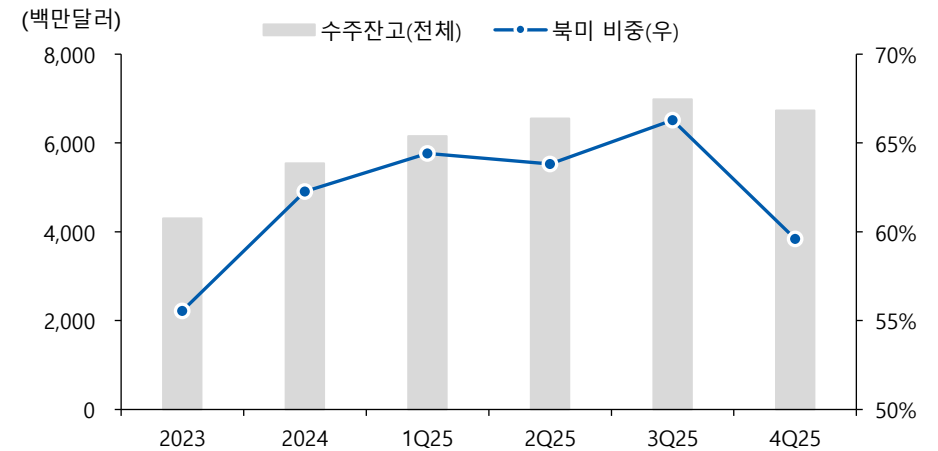
자료: HD현대일렉트릭, 유안타증권 리서치센터

HD현대일렉트릭 분기별 수주잔고 추이



자료: HD현대일렉트릭, 유안타증권 리서치센터

HD현대일렉트릭 수주잔고 내 복미 비중



자료: HD현대일렉트릭, 유안타증권 리서치센터

HD현대일렉트릭 실적 전망

HD현대일렉트릭 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,014.7	906.2	995.4	1,163.2	1,061.3	1,101.9	1,152.3	1,301.8	3,322.4	4,079.5	4,617.2	5,214.9
전력기기	463.7	484.0	587.8	525.0	579.6	629.2	705.4	603.8	1,588.9	2,060.5	2,517.9	2,895.6
회전기기	166.8	146.0	143.4	132.5	171.8	156.2	151.8	141.8	537.1	588.7	621.6	665.1
배전기기	179.2	192.3	175.0	185.4	197.1	211.5	192.5	203.9	867.7	731.9	805.1	914.3
종속법인 및 연결조정	205.0	83.9	89.2	320.3	112.7	104.9	102.6	352.3	328.7	698.4	672.6	739.8
% YoY	26.7%	-1.2%	26.2%	42.6%	4.6%	21.6%	15.8%	11.9%	22.9%	22.8%	13.2%	12.9%
전력기기	46.1%	28.2%	87.7%	-9.6%	25.0%	30.0%	20.0%	15.0%	30.6%	29.7%	22.2%	15.0%
회전기기	17.1%	4.2%	9.2%	7.5%	3.0%	7.0%	5.8%	7.0%	14.6%	9.6%	5.6%	7.0%
배전기기	-24.9%	-24.4%	0.1%	-7.3%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	42.8%	-15.7%	10.0%	13.6%
종속법인 및 연결조정	99.8%	-42.1%	-47.3%	흑전	-45.0%	25.0%	15.0%	10.0%	-19.8%	112.5%	-3.7%	10.0%
% 매출비중												
전력기기	45.7%	53.4%	59.0%	45.1%	54.6%	57.1%	61.2%	46.4%	47.8%	50.5%	54.5%	55.5%
회전기기	16.4%	16.1%	14.4%	11.4%	16.2%	14.2%	13.2%	10.9%	16.2%	14.4%	13.5%	12.8%
배전기기	17.7%	21.2%	17.6%	15.9%	18.6%	19.2%	16.7%	15.7%	26.1%	17.9%	17.4%	17.5%
종속법인 및 연결조정	20.2%	9.3%	9.0%	27.5%	10.6%	9.5%	8.9%	27.1%	9.9%	17.1%	14.6%	14.2%
영업이익	218.2	209.1	247.1	320.9	267.9	283.5	309.3	366.7	669.0	995.3	1,227.3	1,577.6
% YoY	69.4%	-0.4%	50.8%	93.0%	22.8%	35.6%	25.2%	14.3%	112.2%	48.8%	23.3%	28.5%
% OPM	21.5%	23.1%	24.8%	27.6%	25.2%	25.7%	26.8%	28.2%	20.1%	24.4%	26.6%	30.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

HD현대일렉트릭(267260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	3,322	4,079	4,617	5,215	6,043	
매출원가	2,278	2,687	2,957	3,140	3,604	
매출총이익	1,045	1,393	1,660	2,075	2,440	
판매비	376	398	433	497	610	
영업이익	669	995	1,227	1,578	1,830	
EBITDA	734	1,069	1,303	1,664	1,908	
영업외손익	-19	-39	54	39	77	
외환관련손익	85	-30	50	20	20	
이자손익	-16	8	28	53	87	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-88	-17	-24	-34	-29	
법인세비용차감전순손익	650	956	1,281	1,617	1,907	
법인세비용	152	225	270	366	427	
계속사업순손익	498	732	1,011	1,251	1,480	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	498	732	1,011	1,251	1,480	
지배지분순이익	502	733	1,012	1,252	1,482	
포괄순이익	522	748	1,035	1,272	1,502	
지배지분포괄이익	526	748	1,035	1,272	1,501	

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	1,034	960	1,100	1,357	1,487	
당기순이익	498	732	1,011	1,251	1,480	
감가상각비	57	65	68	80	72	
외환손익	0	0	-50	-20	-20	
중속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	361	193	47	24	-67	
기타현금흐름	117	-31	24	23	22	
투자활동 현금흐름	-143	-226	-126	-203	-18	
투자자산	0	1	0	0	-1	
유형자산 증가 (CAPEX)	-122	-234	-120	-197	-10	
유형자산 감소	0	1	0	0	0	
기타현금흐름	-21	6	-6	-6	-7	
재무활동 현금흐름	-518	-350	-276	-293	-320	
단기차입금	-274	-28	4	5	7	
사채 및 장기차입금	-71	-98	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-76	-221	-277	-295	-324	
기타현금흐름	-97	-3	-3	-3	-3	
연결범위변동 등 기타	21	-3	19	9	100	
현금의 증감	394	381	717	870	1,249	
기초 현금	176	570	951	1,668	2,537	
기말 현금	570	951	1,668	2,537	3,787	
NOPLAT	669	995	1,227	1,578	1,830	
FCF	912	726	980	1,160	1,477	

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	2,764	3,426	4,468	5,700	7,452	
현금및현금성자산	570	951	1,668	2,537	3,787	
매출채권 및 기타채권	831	772	873	986	1,142	
채고자산	1,081	1,267	1,433	1,619	1,876	
비유동자산	1,032	1,344	1,389	1,499	1,432	
유형자산	730	943	995	1,112	1,050	
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0	
기타투자자산	6	9	9	9	10	
자산총계	3,796	4,770	5,856	7,199	8,884	
유동부채	2,001	2,549	2,866	3,219	3,709	
매입채무 및 기타채무	501	608	688	777	901	
단기차입금	20	19	19	19	19	
유동성장기부채	107	120	120	120	120	
비유동부채	287	188	199	212	230	
장기차입금	30	0	0	0	0	
사채	137	47	47	47	47	
부채총계	2,288	2,737	3,066	3,431	3,938	
자배지분	1,502	2,029	2,788	3,766	4,945	
자본금	180	180	180	180	180	
자본잉여금	402	402	402	402	402	
이익잉여금	816	1,323	2,058	3,015	4,173	
비지배지분	6	4	3	2	0	
자본총계	1,508	2,033	2,791	3,768	4,945	
순차입금	-204	-700	-1,416	-2,284	-3,531	
총차입금	400	274	278	283	290	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	13,914	20,324	28,082	34,735	41,103	
BPS	41,725	56,366	77,447	104,633	137,397	
EBITDAPS	20,368	29,656	36,137	46,173	52,920	
SPS	92,167	113,171	128,087	144,668	167,654	
DPS	5,350	7,100	8,000	8,700	9,500	
PER	18.6	25.1	38.8	31.4	26.5	
PBR	6.2	9.0	14.1	10.4	7.9	
EV/EBITDA	12.5	16.5	29.1	22.2	18.7	
PSR	2.8	4.5	8.5	7.5	6.5	

재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	22.9	22.8	13.2	12.9	15.9	
영업이익 증가율 (%)	112.2	48.8	23.3	28.5	16.0	
지배순이익 증가율 (%)	93.5	46.1	38.2	23.7	18.3	
매출총이익률 (%)	31.4	34.1	36.0	39.8	40.4	
영업이익률 (%)	20.1	24.4	26.6	30.3	30.3	
지배순이익률 (%)	15.1	18.0	21.9	24.0	24.5	
EBITDA 마진 (%)	22.1	26.2	28.2	31.9	31.6	
ROIC	40.1	68.5	87.3	102.0	115.4	
ROA	15.0	17.1	19.1	19.2	18.4	
ROE	39.3	41.5	42.0	38.2	34.0	
부채비율 (%)	151.8	134.6	109.9	91.1	79.6	
순차입금/자기자본 (%)	-13.6	-34.5	-50.8	-60.6	-71.4	
영업이익/금융비용 (배)	22.6	59.3	89.2	112.8	128.2	

일진전기 (062040): 이익 체력은 증명, 저평가 해소가 필요한 시점

유틸리티



손현정 유틸리티/음식료
hyunjung.son@yuanta.com
김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuanta.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	110,000원 (M)
현재주가 (4/22)	87,500원
상승여력	26%

시가총액	41,725억원
총발행주식수	47,685,390주
60일 평균 거래대금	399억원
60일 평균 거래량	517,456주
52주 고	89,500원
52주 저	22,900원
외인지분율	12.93%
주요주주	일진홀딩스 외 2 인 50.05%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	0.46 3.65 (1.21)
상대	(0.32) 2.47 2.75
절대(달러환산)	(1.01) (2.24) (5.82)

- **1Q26 Preview - 컨센서스 상회, 증설 효과 반영 시작:** 일진전기는 1Q26 매출액 5,586억원(YoY +22.1%), 영업이익 508억원(YoY +49.2%, OPM 9.1%)을 기록하며 컨센서스를 상회할 것으로 전망. 중전기 부문의 매출 확대와 고수익 프로젝트 반영이 동시에 나타나며 이익 성장률이 크게 확대되는 구간. 특히 증설 물량이 본격적으로 매출에 반영되기 시작하면서 QoQ 기준으로 실적 개선 흐름이 이어질 것으로 판단. 이는 단순한 물량 증가를 넘어, 고단가 수주잔고의 매출 전환과 사업 구조 변화가 동시에 반영되는 구간.
- **북미 초고압변압기 공급 확대:** 실적 개선의 핵심은 증설 효과와 중전기 부문 비중 확대. CAPA 확장에 따라 출하량이 증가하는 가운데, 전선 대비 수익성이 높은 중전기 매출 비중이 빠르게 상승하는 중. 이에 따라 전사 이익의 질이 개선되는 구간에 진입. 중전기 OPM은 구조적으로 상승하고 있으며, 이는 북미향 고단가 변압기 비중 확대, 장기 수주잔고의 매출 인식, 증설에 따른 고정비 레버리지 효과가 동시에 반영된 결과. 즉, 일진전기는 CAPA 확대에 따른 물량 성장(Q)과 믹스 개선(P)이 동시에 작동하는 구간.
- **AI 데이터센터 수요 확대 낙수효과:** 수요는 구조적으로 확대되는 구간. AI 데이터센터 확산과 함께 초고압 송전망 투자가 증가하며, 이는 중전압 및 변전 설비 수요로 연결되는 중. 특히 765kV 등 상위 계통 투자는 345kV 및 500kV급 설비 수요를 동시에 유발하며, 동사가 주력으로 하는 전압대에서 실질적인 물량 증가로 이어지는 중. 여기에 온사이트 발전 확산 역시 중전압 변압기 수요를 추가적으로 자극하는 요인. 데이터센터의 전력 확보 방식이 계통 의존에서 벗어나면서, 내부 전력 분배 및 변환 과정에서 중전압 설비 수요가 함께 증가하는 구조. 최근 수주 역시 북미 송전 프로젝트 중심으로 구성되며, 중장기 매출 가시성이 높은 구조를 확보. 일부 물량은 이미 수년치 확보된 것으로 파악되는 점도 긍정적. 투자의견 '매수', 목표주가 110,000원을 유지.

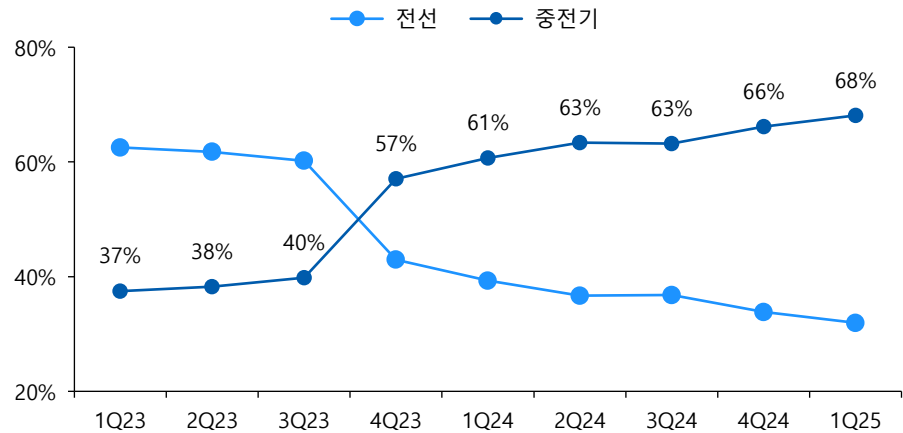
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,577	2,045	2,375	2,627	2,943
매출액증가율	26.5	29.7	16.1	10.6	12.0
영업이익	80	151	211	263	316
영업이익률	5.1	7.4	8.9	10.0	10.7
지배주주귀속순이익	46	104	144	189	230
지배주주 귀속 EPS	992	2,179	3,025	3,955	4,823
증가율	13.9	119.7	38.8	30.7	21.9
PER	21.1	17.2	28.9	22.1	18.1
PBR	2.0	3.0	5.9	4.9	4.0
EV/EBITDA	10.7	10.4	17.6	13.8	11.0
ROA	4.2	7.5	8.7	9.9	10.5
ROE	10.6	19.1	22.3	24.1	24.2

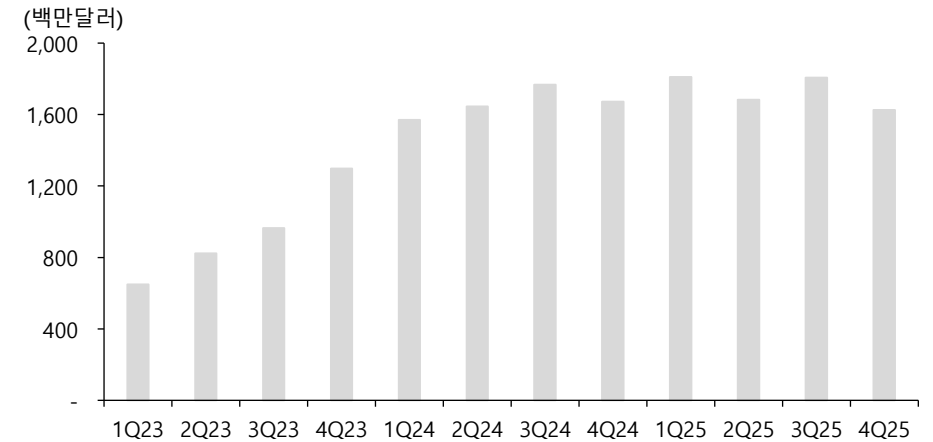
자료: 유안타증권 리서치센터

일진전기 수주잔고 내 전선/중전기 비중



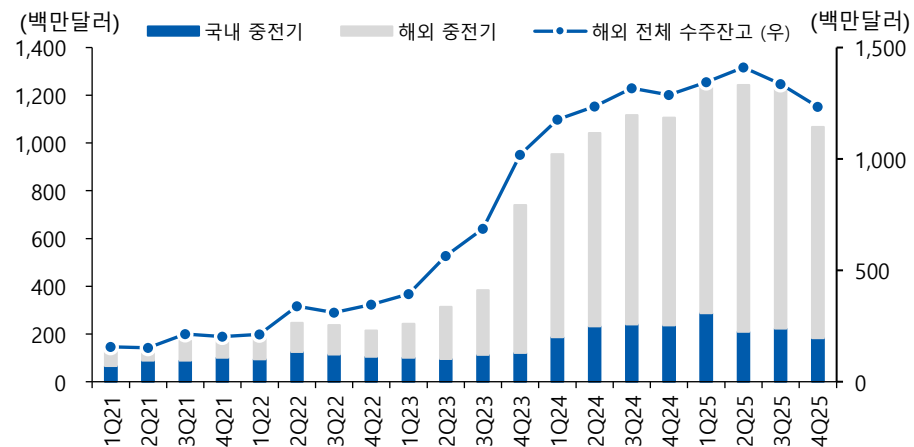
자료: 일진전기, 유안타증권 리서치센터

일진전기 전체 수주잔고 추이



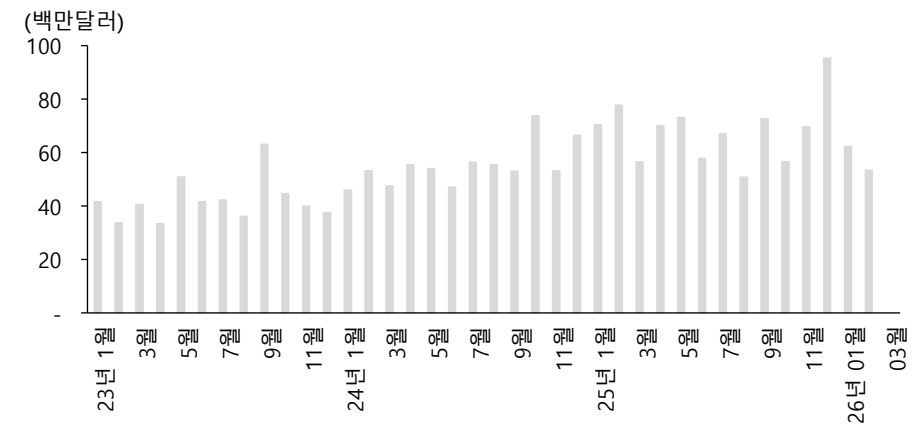
자료: 일진전기, 유안타증권 리서치센터

일진전기 중전기 수주잔고 추이



자료: 일진전기, 유안타증권 리서치센터

일진전기 변압기 수출데이터



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터, 주) 홍성군, 안산시, 화성시 합산 기준, 26년 3월 확정치 포함

일진전기 실적 전망

일진전기 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	전체	457.4	522.8	450.2	614.2	558.6	601.7	544.3	670.3	1,577.3	2,044.6	2,375.0	2,626.8
	중전기	68.0	132.2	111.5	169.4	149.5	171.8	161.7	203.3	256.9	481.1	686.3	842.1
	전선	388.7	389.8	337.7	443.7	408.1	428.8	381.6	465.9	1,316.5	1,559.9	1,684.4	1,780.0
	기타 및 연결조정	0.8	0.8	0.9	1.1	1.0	1.1	1.0	1.2	3.9	3.6	4.2	4.7
% YoY	전체	34.0%	20.5%	35.8%	30.4%	22.1%	15.1%	20.9%	9.2%	26.5%	29.6%	16.2%	10.6%
	중전기	19.0%	137.8%	121.2%	80.7%	120.0%	30.0%	45.0%	20.0%	-12.1%	87.3%	42.7%	22.7%
	전선	37.3%	3.3%	20.6%	18.0%	5.0%	10.0%	13.0%	5.0%	29.7%	18.5%	8.0%	5.7%
영업이익	전체	34.0	37.6	35.3	44.2	50.8	55.1	48.5	56.7	79.7	151.2	211.1	262.9
	중전기 (연결조정 포함)	16.9	27.8	18.8	44.8	40.5	45.8	29.2	56.0	38.7	108.3	171.5	214.0
	전선	17.4	10.4	16.5	-0.1	10.5	9.9	17.8	2.0	40.8	44.2	40.1	47.0
	기타	-0.3	-0.5	0.1	-0.4	-0.2	-0.6	1.6	-1.3	0.2	-1.2	-0.5	2.0
YoY	전체	86.4%	53.4%	140.7%	98.6%	49.2%	46.5%	37.3%	28.1%	31.2%	89.6%	43.9%	20.6%
	중전기 (연결조정 포함)	62.2%	147.3%	171.5%	300.8%	140.0%	65.0%	55.0%	25.0%	14.6%	179.7%	58.4%	24.8%
	전선	120.1%	-30.7%	171.7%	-101.0%	-40.0%	-5.0%	8.0%	흑전	58.6%	8.2%	-9.2%	17.2%
OPM	전체	7.4%	7.2%	7.9%	7.2%	9.1%	9.2%	8.9%	8.5%	5.1%	7.4%	8.9%	10.0%
	중전기 (연결조정 포함)	24.8%	21.0%	16.9%	26.4%	27.1%	26.7%	18.0%	27.5%	15.1%	22.5%	25.0%	25.4%
	전선	4.5%	2.7%	4.9%	0.0%	2.6%	2.3%	4.7%	0.4%	3.1%	2.8%	2.4%	2.6%
당기순이익	전체	22.9	26.3	27.6	27.2	33.1	36.9	28.9	45.3	46.2	103.9	144.2	188.6
	YoY	81.2%	57.8%	256.9%	195.8%	44.5%	40.8%	4.9%	66.7%	33.7%	124.9%	38.8%	30.7%
	NPM (%)	5.0%	5.0%	6.1%	4.4%	5.9%	6.1%	5.3%	6.8%	2.9%	5.1%	6.1%	7.2%

일진전기(062040) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	1,577	2,045	2,375	2,627	2,943	
매출원가	1,422	1,764	2,003	2,189	2,430	
매출총이익	156	280	372	438	514	
판매비	76	129	161	175	197	
영업이익	80	151	211	263	316	
EBITDA	93	168	227	277	330	
영업외손익	-16	-9	-18	-6	-5	
외환관련손익	11	-5	1	0	0	
이자손익	-5	-3	-2	-1	1	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-21	0	-17	-5	-5	
법인세비용차감전순손익	64	142	193	257	312	
법인세비용	18	39	48	68	82	
계속사업순손익	46	104	144	189	230	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	46	104	144	189	230	
지배지분순이익	46	104	144	189	230	
포괄순이익	44	101	142	186	227	
지배지분포괄이익	44	101	142	186	227	

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	106	87	150	197	217	
당기순이익	46	104	144	189	230	
감가상각비	13	16	15	14	13	
외환손익	-8	0	-1	0	0	
중속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	17	-104	-40	-28	-38	
기타현금흐름	37	70	32	22	13	
투자활동 현금흐름	-69	-35	-15	-13	-15	
투자자산	0	-2	-1	-1	-1	
유형자산 증가 (CAPEX)	-69	-25	0	0	0	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	1	-9	-14	-12	-14	
재무활동 현금흐름	46	-53	-26	-29	-27	
단기차입금	-5	66	10	7	9	
사채 및 장기차입금	-22	-84	0	0	0	
자본	93	0	0	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-20	-36	-36	-36	-36	
연결범위변동 등 기타	0	-1	44	11	27	
현금의 증감	83	-2	153	167	202	
기초 현금	57	140	138	290	457	
기말 현금	140	138	290	457	659	
NOPLAT	80	151	211	263	316	
FCF	36	62	150	197	217	

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	702	967	1,235	1,502	1,830	
현금및현금성자산	140	138	290	457	659	
매출채권 및 기타채권	248	395	439	486	545	
재고자산	245	336	390	431	483	
비유동자산	547	559	546	536	523	
유형자산	437	442	427	413	401	
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0	
기타투자자산	9	15	15	16	17	
자산총계	1,249	1,526	1,781	2,038	2,353	
유동부채	607	835	958	1,052	1,170	
매입채무 및 기타채무	270	369	429	475	532	
단기차입금	22	52	52	52	52	
유동성장기부채	56	20	20	20	20	
비유동부채	142	103	116	127	140	
장기차입금	64	18	18	18	18	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	749	937	1,074	1,178	1,309	
자배지분	500	589	707	859	1,044	
자본금	48	48	48	48	48	
자본잉여금	219	219	219	219	219	
이익잉여금	232	320	440	596	783	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	500	589	707	859	1,044	
순차입금	12	-39	-190	-356	-557	
총차입금	168	150	160	167	176	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	992	2,179	3,025	3,955	4,823	
BPS	10,494	12,347	14,818	18,020	21,890	
EBITDAPS	1,994	3,532	4,757	5,817	6,912	
SPS	33,869	42,876	49,805	55,085	61,724	
DPS	300	500	700	900	1,100	
PER	21.1	17.2	28.9	22.1	18.1	
PBR	2.0	3.0	5.9	4.9	4.0	
EV/EBITDA	10.7	10.4	17.6	13.8	11.0	
PSR	0.6	0.9	1.8	1.6	1.4	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	26.5	29.6	16.2	10.6	12.1	
영업이익 증가율 (%)	31.2	89.6	39.6	24.6	20.3	
지배순이익 증가율 (%)	33.7	124.9	38.8	30.7	22.0	
매출총이익률 (%)	9.9	13.7	15.6	16.7	17.5	
영업이익률 (%)	5.1	7.4	8.9	10.0	10.7	
지배순이익률 (%)	2.9	5.1	6.1	7.2	7.8	
EBITDA 마진 (%)	5.9	8.2	9.6	10.6	11.2	
ROIC	12.1	21.6	31.4	39.0	47.7	
ROA	4.2	7.5	8.7	9.9	10.5	
ROE	10.6	19.1	22.3	24.1	24.2	
부채비율 (%)	149.7	159.2	152.0	137.2	125.5	
순차입금/자기자본 (%)	2.4	-6.6	-27.0	-41.5	-53.4	
영업이익/금융비용 (배)	10.4	31.1	44.6	52.7	60.3	

포스코인터내셔널 (047050): 상사를 넘어, 에너지로 증명되는 시장

유틸리티



손현정 유틸리티/에너지

hyunjeong.son@yuanta.com

김고은

Research Assistant

koeeun2.kim@yuanta.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	97,000원 (M)
현재주가 (4/22)	80,600원
상승여력	26%

시가총액	141,794억원
총발행주식수	175,922,788주
60일 평균 거래대금	794억원
60일 평균 거래량	1,080,991주
52주 고	85,100원
52주 저	45,900원
외인지분율	7.39%
주요주주	포스코홀딩스 외 3 인 70.72%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	0.46 3.65 (1.21)
상대	(0.32) 2.47 2.75
절대(달러환산)	(1.01) (2.24) (5.82)

• LNG 풀 밸류체인 완성 - 안정성과 레버리지 동시 확보: 1Q26 연결 매출액은 8조 3,332억원(YoY +2.2%), 영업이익 3,380억원(YoY +25.1%, OPM 4.1%)을 기록할 것으로 전망. 팜 사업 이익 개선과 가스 E&P 성장이 발전 및 트레이딩 사업의 제한적인 수익성을 상쇄하며 전사 실적 개선을 이끌 것. 당사는 미얀마 가스전과 SENEX를 중심으로 한 Upstream 자산에 더해, 광양 LNG 터미널 및 발전 사업까지 연결된 LNG 풀 밸류체인을 구축하는 중. 이는 단순 자원개발 기업이 아닌, 가스 생산-저장-도입-트레이딩-발전으로 이어지는 전 과정을 내부화한 통합 에너지 사업 구조라는 점에서 차별화. 동사의 LNG 사업은 단일 자산이 아닌 Upstream-Midstream-Downstream이 연결된 통합 구조이며, 이는 두 가지 측면에서 의미가 있음. 첫째, 미얀마 가스전을 중심으로 한 안정적인 현금창출 구조가 하방을 지지. 둘째, SENEX 증산, LNG 터미널 증설 등 신규 요소들이 순차적으로 반영되며 상방 레버리지를 제공. 핵심은 단순 자산 보유가 아니라, '연결된 구조'에서 발생하는 이익 레버리지이며, 이는 안정성과 성장성을 동시에 확보할 수 있는 사업 구조로 판단.

• 2026년 증익의 본질: SENEX + 팜: 2026년 전사 증익은 사실상 SENEX 증산과 팜 인수 효과가 대부분 설명하는 구조. 우선 SENEX는 2022년 4월 인수 이후 단계적 증설을 통해 2025년 4분기 기준 연간 60PJ 생산체제 구축을 완료. 이에 생산능력은 기존 약 20PJ 수준 대비 3배 확대되었으며, 실제 판매량은 2025년 약 35PJ → 2026년 45PJ 수준으로 증가할 것으로 예상. 팜 사업 또한 타임라인 기준으로 구조 변화가 명확. 당사는 기존 PT BIA(2011년 설립, CPO CAPA 약 20만톤) 중심의 단일 농장 구조에서, 2025년 11월 PT SA 인수를 통해 Upstream 생산능력을 확대. 동시에 2025년 11월 팜 정제법인 PT ARC(CPO 50만톤/년) 준공을 통해, 단순 원료 생산 중심 구조에서 정제까지 포함하는 밸류체인으로 확장. 즉, PT SA는 생산량 확대를, PT ARC는 부가가치 상승을 담당하는 구조. 2026년부터는 생산 시기의 분산을 통해 계절성이 완화될 전망. 결론적으로 2026년 전사 영업이익 증가는 SENEX 증산 효과와 팜 인수 및 정제사업 효과가 대부분을 차지할 전망.

• 에너지 전환 + 성장 옵션 반영, 프리미엄 구간 진입: 당사는 현재 26F EPS 기준 PER 15.7배 수준에서 거래되고 있으며, 이는 일본 종합상사 평균 17.4배 대비 약 11% 할인된 수준. 다만 당사는 트레이딩 중심 구조에서 벗어나 LNG 밸류체인을 기반으로 한 에너지 중심 기업으로 전환된 상태이며, 이익 구조 또한 Upstream 자산 중심으로 재편된 점에서 기존 종합상사와는 질적으로 차별화. 2026년은 이러한 구조 변화가 실적에서 확인되는 첫 해로, SENEX 증산과 팜 사업 확대를 통해 약 1,500억원 이상의 증익이 예상. 여기에 더해 모빌리티 및 희토류 밸류체인은 중장기 성장 옵션으로 작용. 해당 사업은 2028년 이후 본격적인 매출 기여가 예상되며, 2030년 기준 희토류 약 1.3조원, 영구자석 약 1.6조원 규모로 확대될 전망. 이에 단순 종합상사 대비 높은 멀티플 적용이 타당하다고 판단. 투자의견 '매수', 26F EPS에 Target PER 21배를 적용하여 목표주가 97,000원을 유지.

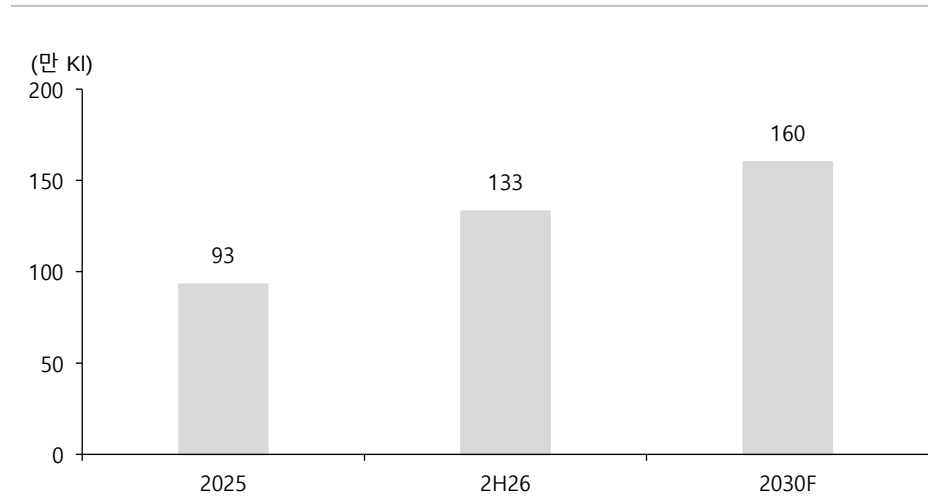
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	32,261	32,374	33,558	34,737	35,710
매출액증가율	-2.6	0.4	3.7	3.5	2.8
영업이익	1,158	1,165	1,305	1,503	1,601
영업이익률	3.6	3.6	3.9	4.3	4.5
지배주주귀속순이익	515	614	816	1,055	1,225
지배주주 귀속 EPS	2,925	3,491	4,640	6,000	6,966
증가율	-23.7	19.4	32.9	29.3	16.1
PER	17.7	14.3	17.4	13.4	11.6
PBR	1.3	1.3	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.0	9.1	11.2	9.9	9.1
ROA	3.0	3.4	4.3	5.3	5.8
ROE	8.1	9.3	11.7	13.8	14.4

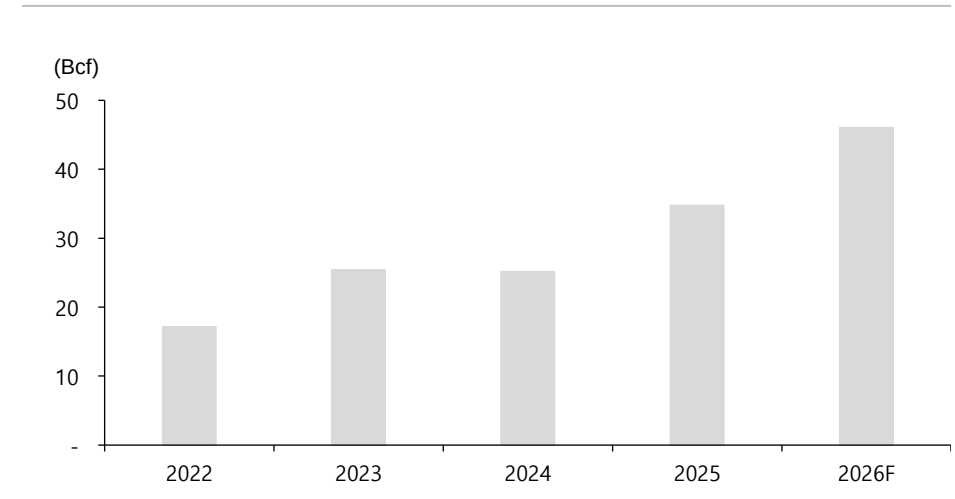
자료: 유안타증권 리서치센터

포스코인터내셔널 광양 LNG 터미널 CAPA 확대



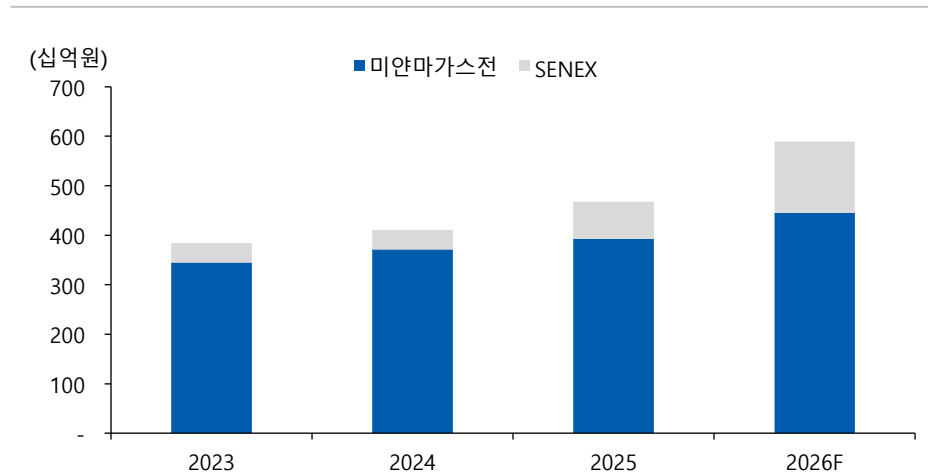
자료: 유안타증권 리서치센터

SENEX 판매량 추이 및 전망



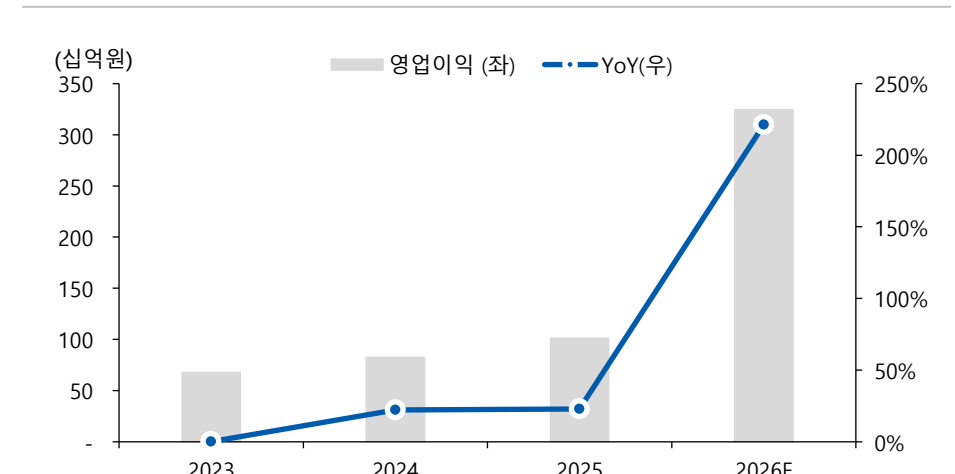
자료: 포스코인터내셔널, 유안타증권 리서치센터

미얀마가스전+SENEX 영업이익 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

인니팜 영업이익 추이 및 전망



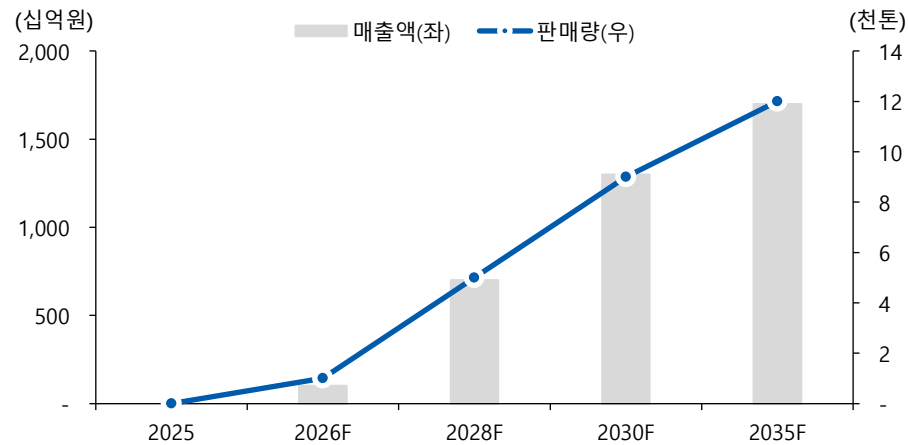
자료: 유안타증권 리서치센터

포스코인터내셔널 에너지 밸류체인 구조도



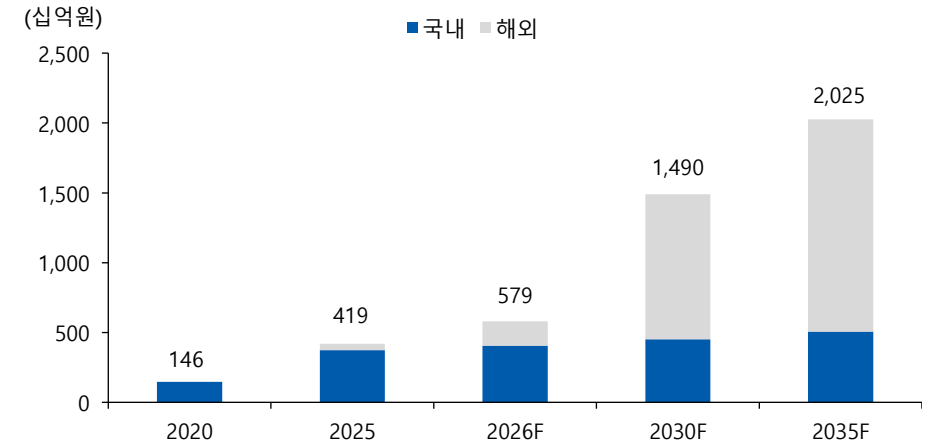
자료: 포스코인터내셔널, 유안타증권 리서치센터

희토류 사업 재무 목표



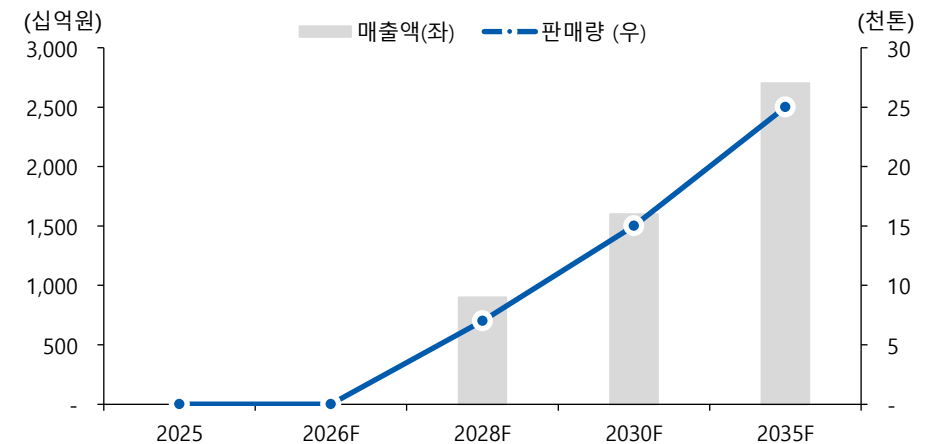
자료: 포스코인터내셔널 유안타증권 리서치센터

구동모터코아 매출 성장 목표



자료: 포스코인터내셔널, 유안타증권 리서치센터

영구자석 판매 계획



자료: 포스코인터내셔널, 유안타증권 리서치센터

포스코인터내셔널 실적 전망

포스코인터내셔널 실적 추이 및 전망

			1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액			8,153.7	8,144.1	8,248.3	7,827.5	8,333.2	8,383.4	8,397.6	8,443.5	32,373.6	33,557.6	34,737.4
소재사업			9,745.9	9,755.6	9,583.0	9,475.9	9,894.1	9,920.4	9,780.0	9,999.6	38,560.5	39,594.1	40,133.5
	철강		3,721.1	3,678.1	3,774.3	3,373.0	3,737.9	3,681.6	3,671.7	3,595.8	14,546.5	14,687.0	14,385.5
	소재바이오		2,239.0	2,117.0	2,140.4	2,334.2	2,226.7	2,102.0	2,167.9	2,415.1	8,830.7	8,911.8	9,038.2
	무역법인		3,186.4	3,351.0	3,252.0	3,308.2	3,216.1	3,381.4	3,323.7	3,395.3	13,097.5	13,316.5	13,332.5
	투자법인		594.4	604.4	411.1	439.5	713.3	755.5	616.7	593.3	2,049.4	2,678.8	3,377.2
	인니팜		71.9	95.3	55.7	134.4	286.1	324.3	361.5	381.2	357.3	1,353.1	1,740.8
	모터코어 법인		286.2	309.7	305.9	280.4	283.7	284.9	287.4	291.0	1,182.2	1,147.0	1,205.6
	구동모터코아		82.5	93.0	92.4	72.1	90.0	91.3	93.9	97.8	340.0	372.9	439.4
에너지사업			858.2	921.2	1,226.3	988.0	1,037.8	1,080.5	1,225.7	1,056.7	3,993.7	4,400.7	5,048.5
	E&P		151.3	203.2	151.2	145.0	174.0	217.4	160.3	159.2	650.7	711.0	771.7
	미얀마가스전		150.1	202.2	150.1	144.0	161.8	188.2	176.3	180.6	646.4	706.9	721.0
	발전사업		465.4	480.4	488.1	395.9	456.6	455.6	528.3	435.2	1,829.8	1,875.7	1,993.2
	LNG/터미널		138.5	133.2	470.4	320.4	263.2	266.4	376.3	288.4	1,062.5	1,194.2	1,419.6
	터미널		28.1	32.5	42.0	37.3	37.3	38.9	37.8	41.6	139.9	155.5	245.6
	투자법인		102.9	104.5	116.6	126.8	144.1	141.1	160.7	174.0	450.8	619.8	864.0
	세넥스		81.2	89.8	105.3	116.0	129.7	138.5	128.4	138.7	392.3	535.2	575.8
연결조정			-2,450.4	-2,532.7	-2,561.0	-2,636.4	-2,598.7	-2,617.5	-2,608.1	-2,612.8	-10,181	-10,437	-10,445
% YoY			5.1%	-1.7%	-1.3%	-0.4%	2.2%	2.9%	1.8%	7.9%	0.3%	3.7%	3.5%
소재사업			1.4%	-3.4%	-3.8%	0.0%	1.5%	1.7%	2.1%	5.5%	-1.5%	2.7%	1.4%
	철강		3.2%	0.1%	-2.2%	-8.7%	0.5%	0.1%	-2.7%	6.6%	-1.9%	1.0%	-2.1%
	소재바이오		0.1%	-8.7%	-7.4%	13.8%	-0.5%	-0.7%	1.3%	3.5%	-1.0%	0.9%	1.4%
	무역법인		1.0%	-4.3%	0.5%	6.5%	0.9%	0.9%	2.2%	2.6%	0.8%	1.7%	0.1%
	투자법인		-2.2%	0.0%	-24.7%	-26.1%	20.0%	25.0%	50.0%	35.0%	-12.9%	30.7%	26.1%
	인니팜		24.0%	62.6%	-10.7%	182.9%	297.9%	240.3%	549.0%	183.6%	57.7%	278.7%	28.7%
	모터코어 법인		-12.2%	0.9%	14.9%	0.1%	-0.9%	-8.0%	-6.1%	3.8%	0.2%	-3.0%	5.1%
	구동모터코아		-10.7%	14.5%	28.0%	-7.6%	9.0%	-1.9%	1.6%	35.6%	5.0%	9.7%	0.0%
에너지사업			-12.1%	-14.1%	17.7%	12.7%	20.9%	17.3%	0.0%	7.0%	0.9%	10.2%	14.7%
	E&P		23.5%	5.0%	-9.0%	11.2%	15.0%	7.0%	6.0%	9.8%	6.2%	9.3%	8.5%
	미얀마가스전		23.9%	5.7%	-8.6%	12.1%	7.8%	-6.9%	17.5%	25.4%	6.8%	9.4%	2.0%
	발전사업		-21.7%	-16.4%	-29.6%	-4.9%	-1.9%	-5.2%	8.2%	9.9%	-19.7%	2.5%	6.3%
	LNG/터미널		-14.1%	-35.5%	371.8%	35.2%	90.0%	100.0%	-20.0%	-10.0%	50.9%	12.4%	18.9%
	터미널		4.5%	6.2%	6.1%	26.9%	32.6%	19.6%	-10.0%	11.5%	10.6%	11.2%	0.0%
	투자법인		4.7%	19.2%	40.5%	35.9%	40.0%	35.0%	37.8%	37.2%	24.4%	37.5%	39.4%
	세넥스		25.1%	41.0%	57.2%	59.3%	59.7%	54.2%	21.9%	19.6%	46.2%	36.4%	7.6%
영업이익			270.2	313.7	315.9	265.6	338.0	344.7	315.5	307.1	1,165.3	1,305.3	1,502.8
% YoY			45.6%	16.1%	0.7%	-15.9%	25.1%	2.0%	-8.5%	-2.7%	0.6%	12.0%	15.1%
% 영업이익률			3.3%	3.9%	3.8%	3.4%	4.1%	4.1%	3.8%	3.6%	3.6%	3.9%	4.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

포스코인터내셔널(047050) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	32,261	32,374	33,558	34,737	35,710	
매출원가	30,338	30,438	31,444	32,423	33,291	
매출총이익	1,923	1,936	2,114	2,314	2,419	
판매비	765	770	809	811	818	
영업이익	1,158	1,165	1,305	1,503	1,601	
EBITDA	1,669	1,721	1,827	1,992	2,059	
영업외손익	-396	-330	-195	-78	15	
외환관련손익	-18	55	37	27	30	
이자손익	-233	-220	-221	-195	-161	
관계기업관련손익	128	68	80	90	100	
기타	-273	-233	-90	0	46	
법인세비용차감전순손익	762	835	1,111	1,425	1,616	
법인세비용	202	132	264	330	345	
계속사업순손익	560	703	846	1,094	1,271	
중단사업순손익	-56	-67	0	0	0	
당기순이익	503	637	846	1,094	1,271	
지배지분순이익	515	614	816	1,055	1,225	
포괄순이익	638	612	913	1,161	1,337	
지배지분포괄이익	614	559	834	1,061	1,222	

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	877	1,942	1,224	1,440	1,595	
당기순이익	503	637	846	1,094	1,271	
감가상각비	279	298	286	273	261	
외환손익	108	-24	-37	-27	-30	
중속,관계기업관련손익	0	0	-80	-90	-100	
자산부채의 증감	-558	506	-375	-374	-352	
기타현금흐름	544	525	584	564	545	
투자활동 현금흐름	-846	-1,330	-832	-772	-736	
투자자산	58	-43	-29	-29	-24	
유형자산 증가 (CAPEX)	-754	-675	-300	-240	-210	
유형자산 감소	33	170	0	0	0	
기타현금흐름	-182	-783	-503	-503	-503	
재무활동 현금흐름	-176	-465	-967	-992	-1,018	
단기차입금	63	133	1	1	1	
사채 및 장기차입금	83	455	0	0	0	
자본	11	14	0	0	0	
현금배당	-177	-423	-324	-349	-375	
기타현금흐름	-156	-644	-644	-644	-644	
연결범위변동 등 기타	66	-32	1,187	1,169	1,175	
현금의 증감	-80	114	612	845	1,015	
기초 현금	1,137	1,057	1,171	1,784	2,629	
기말 현금	1,057	1,171	1,784	2,629	3,644	
NOPLAT	1,158	1,165	1,305	1,503	1,601	
FCF	122	1,267	924	1,200	1,385	

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	8,268	7,556	8,384	9,461	10,667	
현금및현금성자산	1,057	1,171	1,784	2,629	3,644	
매출채권 및 기타채권	4,484	4,298	4,437	4,593	4,722	
채고자산	2,081	1,736	1,800	1,863	1,915	
비유동자산	9,068	11,197	11,104	10,984	10,860	
유형자산	4,241	5,070	5,184	5,251	5,300	
관계기업등 지분관련자산	726	764	792	819	842	
기타투자자산	88	121	122	123	124	
자산총계	17,336	18,753	19,488	20,445	21,527	
유동부채	6,660	6,612	6,744	6,875	6,983	
매입채무 및 기타채무	2,937	3,012	3,123	3,232	3,323	
단기차입금	1,600	1,793	1,793	1,793	1,793	
유동성장기부채	1,666	1,222	1,222	1,222	1,222	
비유동부채	3,327	4,328	4,342	4,356	4,368	
장기차입금	1,141	1,371	1,371	1,371	1,371	
사채	1,567	1,781	1,781	1,781	1,781	
부채총계	9,987	10,940	11,086	11,231	11,351	
자배지분	6,545	6,708	7,268	8,040	8,957	
자본금	880	880	880	880	880	
자본잉여금	1,837	1,851	1,851	1,851	1,851	
이익잉여금	3,635	3,836	4,328	5,034	5,885	
비지배지분	805	1,104	1,134	1,173	1,219	
자본총계	7,349	7,813	8,402	9,214	10,176	
순차입금	5,100	5,737	5,123	4,276	3,260	
총차입금	6,407	6,995	6,997	6,998	6,999	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	2,925	3,491	4,640	6,000	6,966	
BPS	38,397	39,358	42,639	47,172	52,553	
EBITDAPS	9,488	9,782	10,384	11,320	11,703	
SPS	183,382	184,022	190,752	197,458	202,989	
DPS	1,550	1,850	2,000	2,150	2,300	
PER	17.7	14.3	17.4	13.4	11.6	
PBR	1.3	1.3	1.9	1.7	1.5	
EV/EBITDA	9.0	9.1	11.2	9.9	9.1	
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	-2.6	0.3	3.7	3.5	2.8	
영업이익 증가율 (%)	-0.5	0.6	12.0	15.1	6.5	
지배순이익 증가율 (%)	-23.6	19.3	32.9	29.3	16.1	
매출총이익률 (%)	6.0	6.0	6.3	6.7	6.8	
영업이익률 (%)	3.6	3.6	3.9	4.3	4.5	
지배순이익률 (%)	1.6	1.9	2.4	3.0	3.4	
EBITDA 마진 (%)	5.2	5.3	5.4	5.7	5.8	
ROIC	8.6	9.1	9.1	10.5	11.6	
ROA	3.0	3.4	4.3	5.3	5.8	
ROE	8.1	9.3	11.7	13.8	14.4	
부채비율 (%)	135.9	140.0	131.9	121.9	111.5	
순차입금/자기자본 (%)	77.9	85.5	70.5	53.2	36.4	
영업이익/금융비용 (배)	4.0	4.4	4.7	5.4	5.7	



손현정

유틸리티/음식료

hyunjeong.son@yuantakorea.com

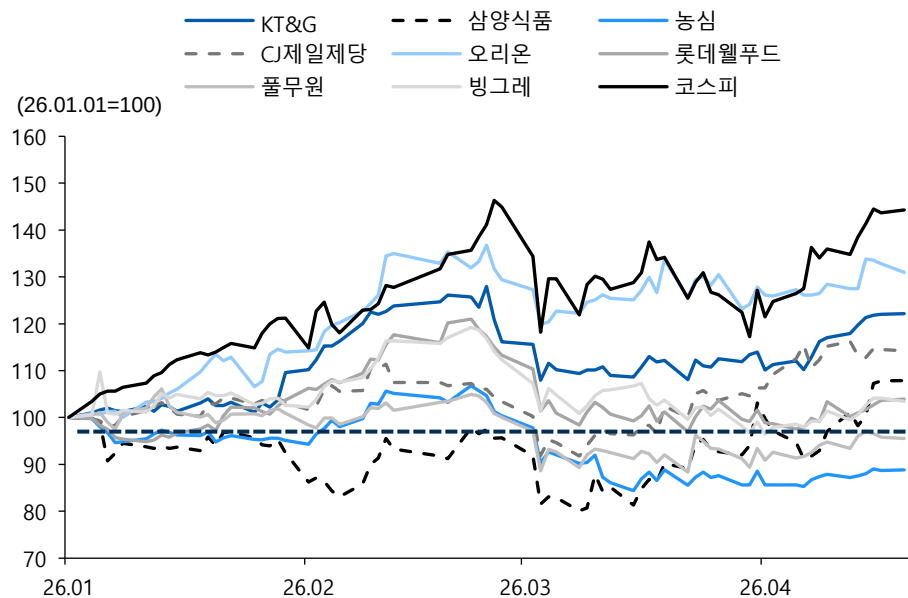
음식료

해외 매출 비중이 높은 기업에 주목

밸류에이션 반등, 선별적 접근 유효

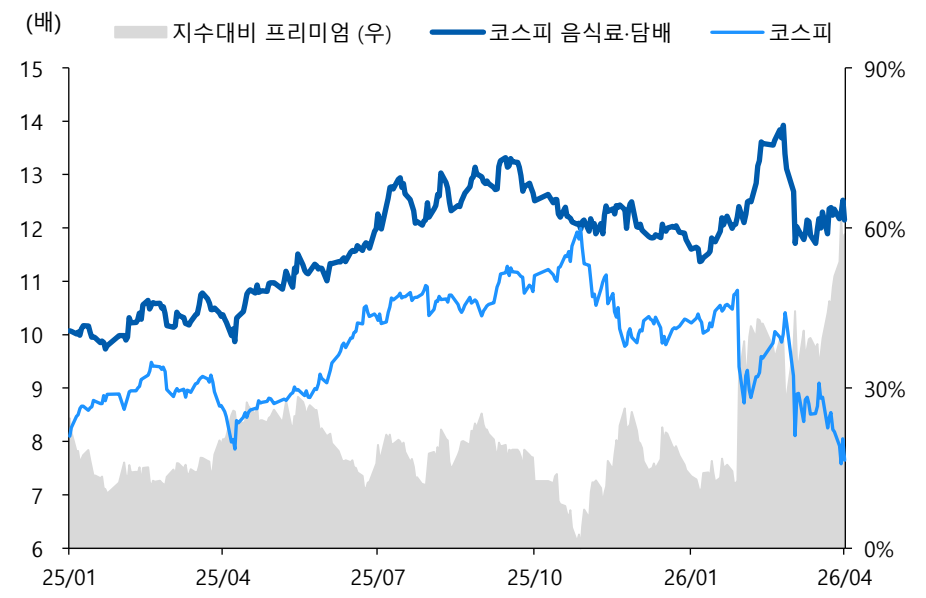
- **업종 전반 소외감으로 주가 조정, 최근 밸류에이션은 매력적:** 음식료 업종 주가는 타 업종 대비 뚜렷한 모멘텀 부재하며 코스피 지수 대비 언더퍼폼. 중동 전쟁발 인플레이션 부담 확대, 판관비 부담 확대 우려에 기인. 다만, 현재(4/22) 음식료 업종 평균 12MF PER은 약 14배 수준으로 코스피(7.5x) 대비 할증된 상태. 과거 코스피 지수 PER과 동행하는 모습을 보였으나, 3월 기점으로 코스피와 달리 리레이팅 되는 모습. 다만, 업체별 주가 차별화는 극명하기에 선별적 접근이 유효
- **선별적 접근이 유효한 구간:** 1Q26 이후 기업별 펀더멘털 차별화에 주목할 필요. 1) 해외 매출 비중 확대로 실적 성장이 기대되면서 2) 제품 믹스 개선, 가격 전가력이 확인되는 기업 중심의 선별적인 접근이 유효한 시점으로 판단. 시장 상승 과정에서 상대적으로 소외된만큼 실적 성장 지속이 예상되는 기업을 우선적으로 바라볼 필요

당사 커버리지 8개사 주가 추이



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

당사 커버리지 8개사 밸류에이션 비교



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

1Q26 컨센서스 부합 전망, 옥석 가리기가 중요

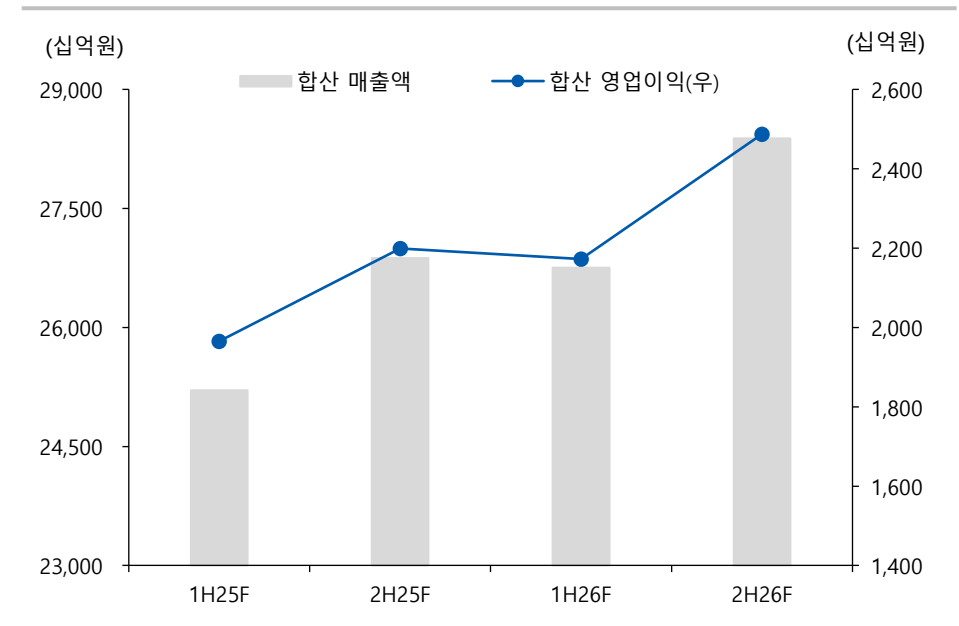
- **1Q26 실적 컨센서스 대체로 부합, 일부 기업은 일회성 비용 부담 존재:** 1Q26 당사 음식료 커버리지 8개 기업의 합산 매출액은 13조 2,214억원(YoY +6.1%), 영업이익은 1조 38억원(YoY +6.1%)으로 전망. 실적 차별화는 내수보다는 해외 매출 비중 확대 여부에 의해 결정될 가능성이 높으며, 중장기적으로 해외 성장 여력이 높은 기업들에 대한 선별적 접근이 필요하다고 판단. 음식료 업종의 1Q26 실적은 전반적으로 컨센서스에 부합할 전망. 다만, 판관비 부담에 따른 일부 기업의 경우 컨센서스를 소폭 하회할 가능성도 존재
- **2H26부터 실적 반등 전망, 해외 성장 기업 중심의 이익 회복 기대:** 1Q26 외형 성장률은 제한적이거나, 2H26 들어 영업이익 증가폭은 상대적으로 크게 나타날 것. 1H26 영업이익 2조 1,721억원(YoY +10.5%), 2H26 2조 4,875억원(YoY +13.1%)으로 전망. 이는 해외 매출 확대가 가능한 기업과 비용 부담을 1H26에 해소한 기업들의 수익성 개선에 기인할 것. 특히 북미·유럽 등 선진국 시장에서 브랜드력과 유통망을 확보한 기업들의 고마진 제품 기여도가 확대되며, 전사 수익성 개선을 주도할 전망. Top Pick으로 삼양식품 유지

1Q26F 실적 추정 컨센 비교

(십억원)		1Q26F	1Q25	YoY	컨센서스	Diff
KT&G	매출액	1,705.9	1,491.1	14.4%	1,639.2	상회
	영업이익	351.6	285.6	23.1%	337.5	상회
	OPM	20.6%	19.2%	+1.5%p	20.6%	부합
삼양식품	매출액	683.1	529.0	29.1%	676.6	부합
	영업이익	160.5	134.0	19.8%	163.3	부합
	OPM	23.5%	25.3%	-1.8%p	24.1%	부합

자료: 유안타증권 리서치센터

당사 커버리지 8개사 합산 매출액 및 합산 영업이익



자료: 유안타증권 리서치센터

삼양식품 (003230): 수요는 여전히 공급을 상회

음식료



손현정 유원리/음식료
hyunjung.son@yuankorea.com
김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuankorea.com

투자 의견	BUY (M)		
목표주가	2,000,000원 (M)		
현재주가 (4/22)	1,370,000원		
상승여력	46%		
시가총액	103,202억원		
총발행주식수	7,533,015주		
60일 평균 거래대금	708억원		
60일 평균 거래량	59,366주		
52주 고	1,630,000원		
52주 저	926,000원		
외인지분율	14.77%		
주요주주	삼양라운드스퀘어 외 6인 44.98%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	19.0	10.9	42.6
상대	7.2	(14.4)	(44.8)
절대(달러환산)	21.0	10.5	37.2

- 컨센서스 부합 전망: 삼양식품은 1Q26 매출액 6,831억원(YoY +29.1%), 영업이익 1,605억원(YoY +19.8%, OPM 23.5%)으로 컨센서스에 부합할 것으로 전망. 원화 약세에 따른 ASP 상승 효과가 지속되는 가운데, 지역별 수요 성장과 생산능력 확대에도 불구하고 공급 타이트 상황이 이어지는 중. 1) 미국법인 매출액은 1,813억원(YoY +36.6%)을 예상. 1월 재고 부족 영향으로 캐나다·멕시코항 대응 물량이 제한되었으나, 구조적 수요 둔화가 아닌 공급 제약에 기인. 전년 7월 밀양2공장 가동 이후에도 공급 부족이 지속되고 있다는 점은 글로벌 수요가 여전히 CAPA를 상회하고 있음을 시사. 2) 중국법인 매출액은 1,498억원(YoY +22.8%)을 전망. 춘절 수요를 통해 4Q25 유통 재고가 빠르게 소진되며 정상화된 가운데, 3월 수출 데이터에서도 중국항 물량 확대가 확인되고 있어 건조한 수요 흐름이 이어지고 있는 것으로 판단. 3) 유럽법인 매출액은 605억원(YoY +145.9%)을 예상. 일부 거래선 정리에도 불구하고 영국법인 1월 영업 개시 효과가 반영되며 성장세가 지속될 전망.
- 가격인하 및 이란 전쟁에 따른 수익성 훼손은 제한적: 라면 수출 데이터 기준 월별 최고 수출액을 경신하는 등 생산 효율성 개선과 수요 확대가 동시에 확인되는 중. 일부 라인은 24시간 가동 체제로 전환되며 가동을 상승이 이어지고 있는 것으로 파악. 국내 가격 인하 정책 영향은 제한적. 해외 비중이 높은 매출 구조상 ASP에 미치는 영향은 크지 않으며, 오히려 지난 4월 국내 제분업체 B2B 가격 인하 효과가 일부 반영되며 원가 부담 완화 가능성이 존재. 한편 지정학적 리스크 확대에 따른 운임 및 에너지 비용 상승에도 불구하고, 원화 약세에 따른 ASP 상승과 해외 채널 믹스 개선을 고려할 때 전반적인 수익성 훼손은 제한적일 것으로 판단. 필요 시 가격 전가 여력도 확보되어 있는 상황.
- 펀더멘털 대비 과도한 디레이팅: 동사의 주가는 연초 이후 코스피 상승률을 크게 하회하며 부진. 반면 실적과 수요 흐름에는 유의미한 훼손이 없으며, 밀양 2공장 가동 진행에 따른 성장 가시성은 오히려 높아지는 중. 현재 주가는 26F PER 18.9배로, 과거 25배 이상을 부여받던 구간 대비 큰 폭으로 낮아짐. 실적 성장 지속에도 불구하고 시장 상승 과정에서 상대적으로 소외되며 멀티플이 선조정된 것으로 판단. 글로벌 수출 비중 확대와 불담 IP 기반의 구조적 성장성을 고려할 때, 실적 대비 괴리가 확대된 구간으로 판단되며 향후 멀티플 정상화 가능성에 주목할 필요. 이에 투자 의견 '매수', 목표주가 2,000,000원을 유지.

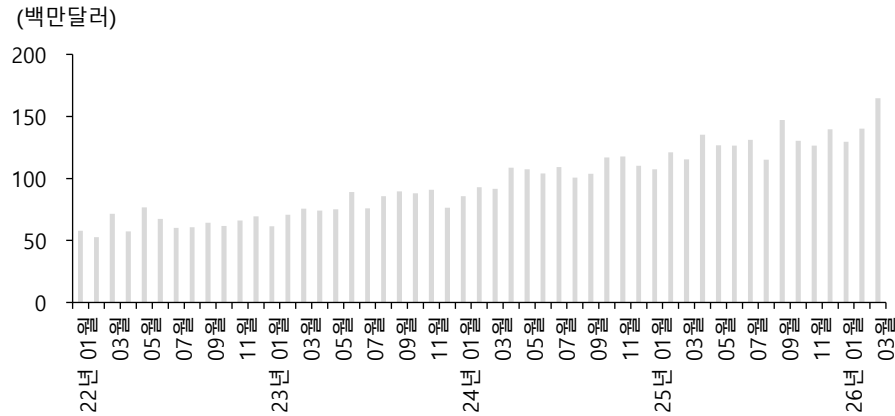
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,728	2,352	3,011	3,569	4,110
매출액증가율	44.8	36.1	28.0	18.5	15.2
영업이익	345	524	703	839	1,025
영업이익률	20.0	22.3	23.3	23.5	24.9
지배주주귀속순이익	272	389	547	650	800
지배주주 귀속 EPS	36,106	51,697	72,658	86,250	106,225
증가율	115.4	43.2	40.5	18.7	23.2
PER	12.3	22.8	18.9	15.9	12.9
PBR	4.1	7.1	5.8	4.4	3.3
EV/EBITDA	8.7	15.3	13.1	10.5	8.2
ROA	19.7	20.5	21.8	20.4	20.2
ROE	39.4	37.6	36.2	31.4	29.2

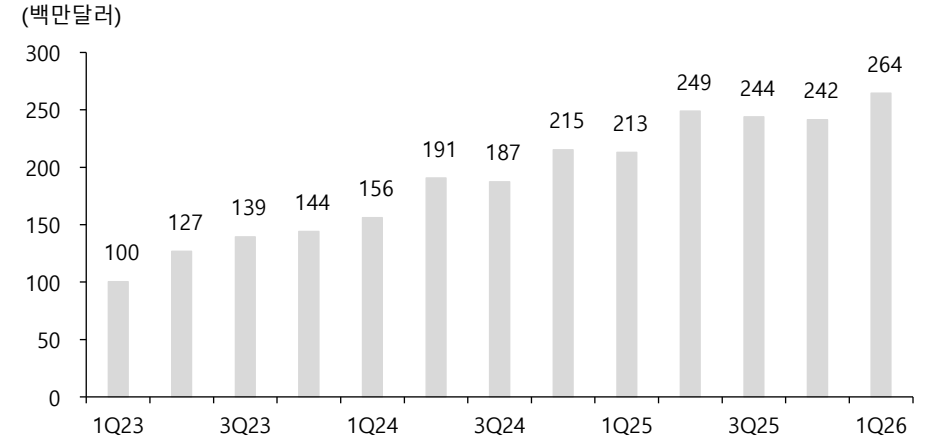
자료: 유안타증권 리서치센터

라면 수출데이터



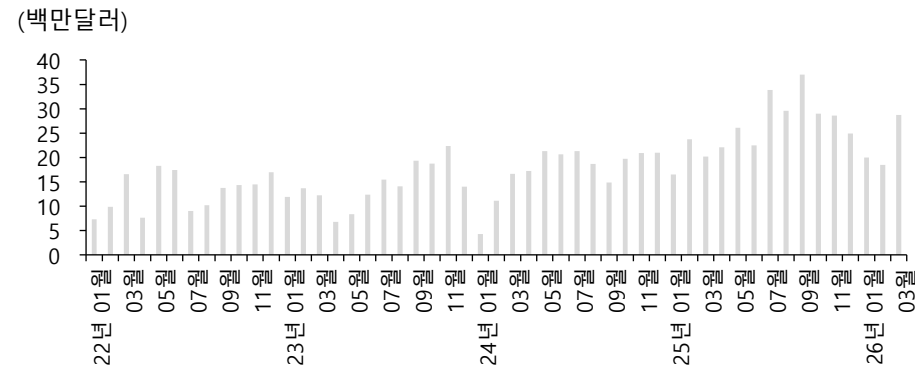
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터, 주) 26년 03월 확정치까지 포함

삼양식품 분기별 국내공장 합산 수출데이터



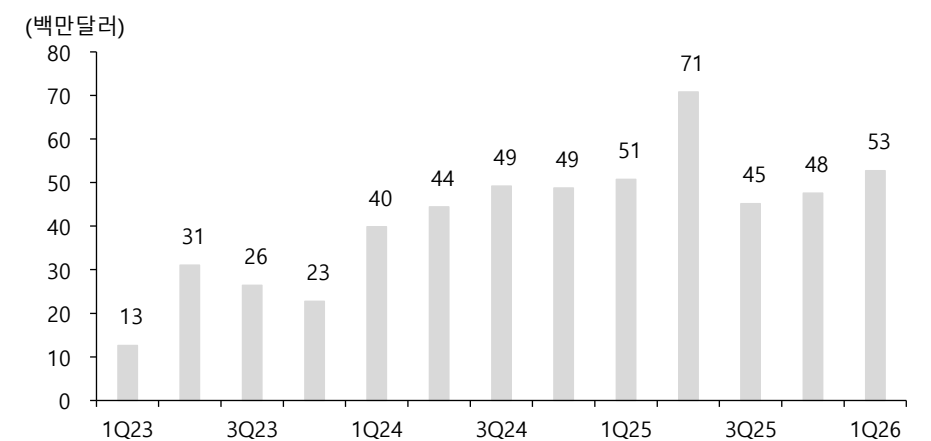
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터, 주) 26년 03월 확정치까지 포함

삼양식품 월별 중국향 라면 수출데이터



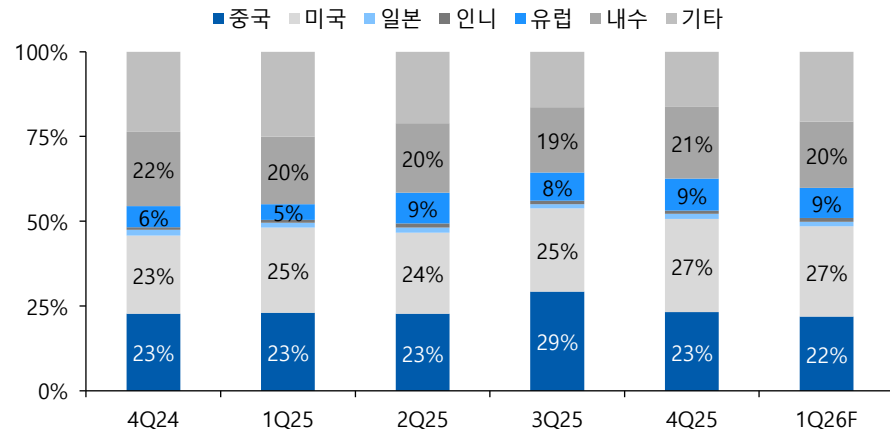
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터, 주) 26년 03월 확정치까지 포함

삼양식품 분기별 미국향 라면 수출데이터



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터, 주) 26년 03월 확정치까지 포함

삼양식품 판매법인별 매출 비중



자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 실적 전망

삼양식품 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액		529	553	632	638	683	745	788	794	2,352	3,011	3,569
국내		105	113	121	129	130	120	126	134	468	510	556
	면스낵	70	80	83	99	89	84	86	102	332	360	399
	소스 등 일반식품	21	22	22	19	24	23	23	20	83	89	96
	기타	27	25	29	26	33	28	32	29	108	122	127
	매출 에누리	-13	-14	-13	-15	-16	-14	-15	-16	-55	-61	-66
해외		424	440	511	509	553	625	662	660	1,884	2,500	3,013
	면스낵	410	425	495	494	532	594	634	632	1,824	2,393	2,841
	소스 등 일반식품	14	16	16	15	21	31	29	28	61	109	174
	매출 에누리	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1	-2
% YoY		37.1%	30.3%	44.0%	33.2%	29.1%	34.7%	24.7%	24.6%	36.1%	28.0%	18.6%
국내		8.5%	22.3%	23.8%	22.5%	23.9%	6.2%	3.6%	4.5%	19.3%	9.0%	9.0%
	면스낵	2.4%	17.7%	18.7%	33.5%	26.8%	5.0%	3.0%	3.0%	18.4%	8.5%	11.0%
	소스 등 일반식품	5.5%	11.1%	30.2%	-8.7%	15.0%	5.0%	5.0%	5.0%	8.4%	7.5%	7.0%
	기타	58.8%	74.2%	32.0%	12.1%	20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	40.0%	12.5%	4.5%
해외		46.7%	32.5%	49.8%	36.2%	30.4%	42.0%	29.7%	29.6%	41.0%	32.7%	20.5%
	면스낵	43.5%	31.9%	48.7%	35.0%	29.7%	40.0%	28.0%	28.0%	39.6%	31.2%	18.8%
	소스 등 일반식품	169.5%	80.1%	92.8%	88.3%	51.5%	96.4%	81.8%	82.2%	100.9%	78.8%	59.0%
% 매출비중												
국내		19.9%	20.4%	19.2%	20.2%	19.0%	16.1%	16.0%	16.9%	19.9%	16.9%	15.6%
	면스낵	13.3%	14.4%	13.2%	15.5%	13.0%	11.2%	10.9%	12.8%	14.1%	12.0%	11.2%
	소스 등 일반식품	3.9%	3.9%	3.4%	3.0%	3.5%	3.0%	2.9%	2.6%	3.5%	3.0%	2.7%
	기타	5.2%	4.6%	4.7%	4.1%	4.8%	3.7%	4.1%	3.6%	4.6%	4.0%	3.6%
해외		80.1%	79.6%	80.8%	79.8%	81.0%	83.9%	84.0%	83.1%	80.1%	83.1%	84.4%
	면스낵	77.6%	76.8%	78.3%	77.5%	77.9%	79.8%	80.4%	79.6%	77.6%	79.5%	79.6%
	소스 등 일반식품	13.2%	14.0%	13.1%	12.0%	16.1%	25.9%	23.0%	21.0%	13.0%	21.4%	31.2%
영업이익		134	120	131	139	161	177	181	185	524	703	839
% YoY		67.2%	34.2%	49.9%	58.8%	19.8%	47.0%	38.5%	32.8%	52.1%	34.2%	19.2%
% 영업이익률		25.3%	21.7%	20.7%	21.8%	23.5%	23.7%	23.0%	23.3%	22.3%	23.4%	23.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer 밸류에이션 테이블

(십억 원, 십억 JPY)		삼양식품	농심	오뚜기	닛신	도요수산
시가총액		10,320	2,296	1,461	850	1,196
매출액	2025	2,352	3,514	3,675	777	508
	2026F	3,011	3,560	3,776	790	533
	2027F	3,569	3,647	3,871	828	559
	2028F	4,110	3,663	-	857	574
영업이익	2025	524	184	177	61	75
	2026F	703	179	208	66	82
	2027F	839	189	216	72	85
	2028F	1,025	223	-	77	88
영업이익률	2025	22.3%	5.2%	4.8%	7.9%	14.9%
	2026F	23.4%	5.0%	5.5%	8.3%	15.4%
	2027F	23.5%	5.2%	5.6%	8.7%	15.3%
	2028F	24.9%	6.1%	-	8.9%	15.4%
당기순이익 (지배)	2025	389	170	69	55	63
	2026F	547	182	136	47	68
	2027F	650	207	143	51	70
	2028F	800	214	-	55	72
PER	2025	15.5	15.5	22.3	16.6	14.0
	2026F	18.9	12.6	10.7	18.1	17.7
	2027F	15.9	11.1	10.2	16.5	17.1
	2028F	12.9	10.7	-	15.6	16.5

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 26.04.22 기준

삼양식품 (003230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	1,728	2,352	3,011	3,569	4,110	
매출원가	1,005	1,299	1,556	1,848	2,094	
매출총이익	723	1,053	1,455	1,722	2,015	
판매비	379	529	752	883	990	
영업이익	345	524	703	839	1,025	
EBITDA	391	588	770	916	1,109	
영업외손익	7	-7	-1	7	18	
외환관련손익	27	-6	2	1	2	
이자손익	-5	-7	-5	3	14	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-16	5	2	2	2	
법인세비용차감전순손익	352	517	702	845	1,043	
법인세비용	80	128	156	197	245	
계속사업순손익	271	389	546	648	799	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	271	389	546	648	799	
지배지분순이익	272	389	547	650	800	
포괄순이익	271	393	551	653	803	
지배지분포괄이익	271	394	551	654	804	

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	358	309	541	660	807	
당기순이익	271	389	546	648	799	
감가상각비	42	58	61	74	80	
외환손익	-13	7	-2	-1	-2	
충족,관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-7	-194	-103	-90	-88	
기타현금흐름	65	50	39	30	19	
투자활동 현금흐름	-214	-479	-189	-179	-268	
투자자산	-2	-32	-2	-2	-2	
유형자산 증가 (CAPEX)	-228	-449	-500	-200	-300	
유형자산 감소	0	2	300	0	0	
기타현금흐름	16	0	13	23	34	
재무활동 현금흐름	-35	170	-125	-134	-145	
단기차입금	23	7	6	5	5	
사채 및 장기차입금	19	111	0	0	0	
자본	0	68	0	0	0	
현금배당	-19	-30	-41	-49	-60	
기타현금흐름	-58	14	-90	-90	-91	
연결범위변동 등 기타	7	-2	156	114	110	
현금의 증감	116	-2	384	461	504	
기초 현금	219	335	333	716	1,177	
기말 현금	335	333	716	1,177	1,681	
NOPLAT	345	524	703	839	1,025	
FCF	129	-140	41	460	507	

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	682	878	1,376	1,959	2,582	
현금및현금성자산	335	333	716	1,177	1,681	
매출채권 및 기타채권	138	189	240	285	328	
채고자산	148	245	314	372	428	
비유동자산	913	1,318	1,454	1,580	1,803	
유형자산	748	1,073	1,211	1,338	1,557	
관계기업등 지분관련자산	3	3	4	5	6	
기타투자자산	13	15	16	17	18	
자산총계	1,595	2,196	2,830	3,539	4,385	
유동부채	492	555	671	769	864	
매입채무 및 기타채무	246	264	338	400	461	
단기차입금	78	92	92	92	92	
유동성장기부채	25	50	50	50	50	
비유동부채	274	369	378	385	391	
장기차입금	111	247	247	247	247	
사채	100	50	50	50	50	
부채총계	767	925	1,049	1,154	1,256	
자배지분	817	1,255	1,766	2,372	3,117	
자본금	38	38	38	38	38	
자본잉여금	11	79	79	79	79	
이익잉여금	770	1,129	1,636	2,237	2,978	
비지배지분	11	16	15	14	12	
자본총계	828	1,272	1,782	2,385	3,129	
순차입금	36	125	-228	-688	-1,191	
총차입금	386	504	510	515	520	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	36,106	51,697	72,658	86,250	106,225	
BPS	109,524	166,650	234,489	314,820	413,726	
EBITDAPS	51,851	78,048	102,180	121,664	147,227	
SPS	229,392	312,197	399,642	473,823	545,557	
DPS	3,300	4,800	6,000	7,300	8,800	
PER	12.3	22.8	18.9	15.9	12.9	
PBR	4.1	7.1	5.8	4.4	3.3	
EV/EBITDA	8.7	15.3	13.1	10.5	8.2	
PSR	1.9	3.8	3.4	2.9	2.5	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	44.9	36.1	28.0	18.6	15.1	
영업이익 증가율 (%)	133.6	52.1	34.2	19.2	22.2	
지배순이익 증가율 (%)	115.4	43.2	40.5	18.7	23.2	
매출총이익률 (%)	41.9	44.8	48.3	48.2	49.0	
영업이익률 (%)	19.9	22.3	23.4	23.5	24.9	
지배순이익률 (%)	15.7	16.6	18.2	18.2	19.5	
EBITDA 마진 (%)	22.6	25.0	25.6	25.7	27.0	
ROIC	37.8	38.9	41.7	43.8	47.1	
ROA	19.7	20.5	21.8	20.4	20.2	
ROE	39.4	37.6	36.2	31.4	29.2	
부채비율 (%)	92.6	72.7	58.9	48.4	40.1	
순차입금/자기자본 (%)	4.4	10.0	-12.9	-29.0	-38.2	
영업이익/금융비용 (배)	23.9	34.7	40.9	48.2	58.4	

KT&G (033780): 실적도, 주당가치도 오른다

음식료



손현정 유원타증권/음식료
hyunjung.son@yuanta.com
김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuanta.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	210,000원 (M)
현재주가 (4/22)	171,000원
상승여력	23%

시가총액	196,097억원
총발행주식수	103,810,456주
60일 평균 거래대금	540억원
60일 평균 거래량	335,673주
52주 고	179,700원
52주 저	112,900원
외인지분율	45.10%
주요주주	First Eagle Investment Management, LLC 8.53%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	8.6 18.8 49.3
상대	(2.2) (8.4) (42.1)
절대(달러환산)	10.4 18.3 43.7

- 컨센서스를 상회하는 실적: KT&G는 1Q26 매출액 1조 7,059억원(YoY +14.4%), 영업이익 3,516억원(YoY +23.1%, OPM 20.6%)을 기록하며 컨센서스를 상회할 것으로 전망. 1분기 비수기임에도 외형과 이익 모두 의미 있는 상회 구간. 특히 해외 담배 수요 강도와 사업 구조 안정성을 동시에 보여줄 것으로 기대. 1)담배 매출액은 1조 1,710억원(YoY +18.5%), 영업이익 3,060억원(YoY +21.0%, OPM 26.1%)으로 전사 실적을 견인할 전망. 궤련 매출액은 9,185억원(YoY +11.6%)으로 예상. 해외 궤련 매출은 5,524억원(YoY +23.0%)으로 ASP 상승과 물량 증가가 동시에 나타나는 구조가 유지될 전망. 반면 국내 궤련은 3,661억원(YoY -2.0%)으로 감소가 이어지며, 총수요 감소 흐름은 지속되는 모습. NGP 매출액은 2,494억원(YoY +56.8%)으로 높은 성장률이 예상되나, 이는 구조적 성장이라기보다는 전년 공급망 이슈에 따른 기저 효과가 반영된 정상화 구간으로 해석하는 것이 적절. 국내는 안정적 성장, 해외는 기저 회복 중심의 증가 흐름. 2)건기식은 매출액 3,307억원(YoY +5.2%), 영업이익 328억원(YoY +80.0%, OPM 9.9%)으로 수익성 개선 폭이 두드러질 것으로 기대. 국내 회복과 비용 효율화가 반영되며 이익 기여도가 재확대되는 구간. 3)부동산은 매출액 1,100억원(YoY +9.6%), 영업이익 106억원(OPM 9.6%)으로 중 소형 프로젝트 중심 안정적 흐름이 이어질 전망.
- 자사주 전량 소각, 주당가치 상승 구조 진입: 동사는 약 1.85조원 규모(발행주식수 대비 약 9.5%)의 자사주 전량 소각을 결정. 이에 따라 발행주식수 감소에 따른 약 10% 수준의 기계적 EPS 상승이 예상되며, 이는 실적과 별개로 주당가치 상승 요인으로 작용할 것으로 판단. 또한 자사주 매입 이후 전량 소각하는 구조로 정책 방향이 명확해졌다는 점에서 주주환원 정책의 신뢰도 역시 강화된 것으로 평가.
- 목표주가 210,000원으로 유지: 자사주 소각과 이익 구조 개선을 반영하여 Target PER을 19배로 상향 적용. 2026F EPS 11,032원(소각 후) 기준 목표주가를 210,000원으로 유지. KT&G는 해외 궤련 중심의 성장으로 이익의 질이 개선되는 가운데, 주당가치 중심의 평가가 가능해지는 구간에 진입. 이에 따라 밸류에이션 리레이팅 여력이 존재하는 것으로 판단.

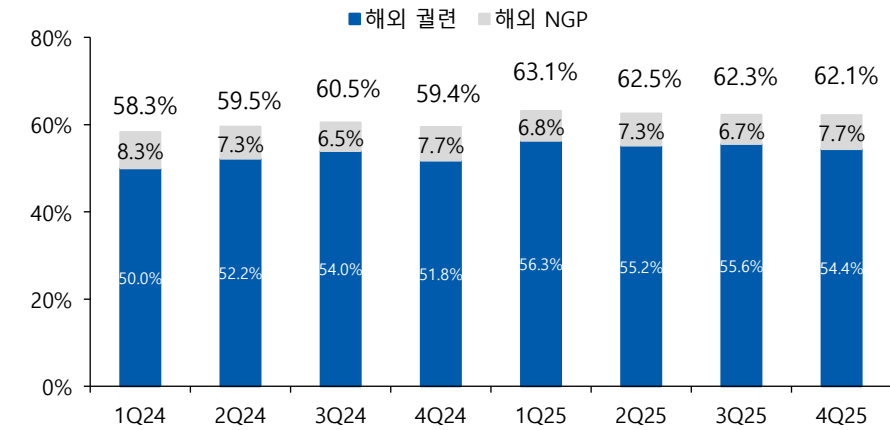
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,909	6,580	7,073	7,358	7,692
매출액증가율	0.8	11.4	7.5	4.0	4.5
영업이익	1,189	1,344	1,491	1,680	1,758
영업이익률	20.1	20.4	21.1	22.8	22.9
지배주주귀속이익	1,166	1,090	1,145	1,311	1,338
지배주주 귀속 EPS	8,975	8,973	9,953	11,430	11,672
증가율	35.7	0.0	10.9	14.8	2.1
PER	10.9	13.9	17.2	15.0	14.7
PBR	1.1	1.4	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	8.7	9.6	11.4	10.2	9.8
ROA	8.7	7.8	7.9	8.6	8.3
ROE	12.7	11.8	12.0	13.0	12.5

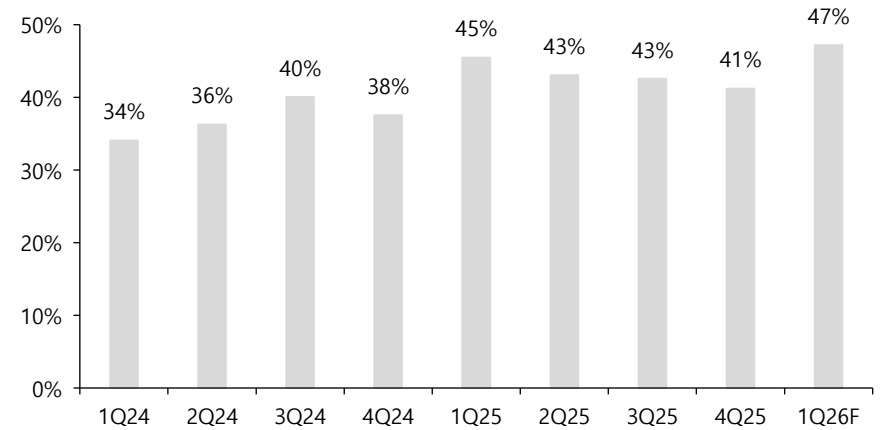
자료: 유안타증권 리서치센터

KT&G 담배 사업 내 글로벌 비중 추이



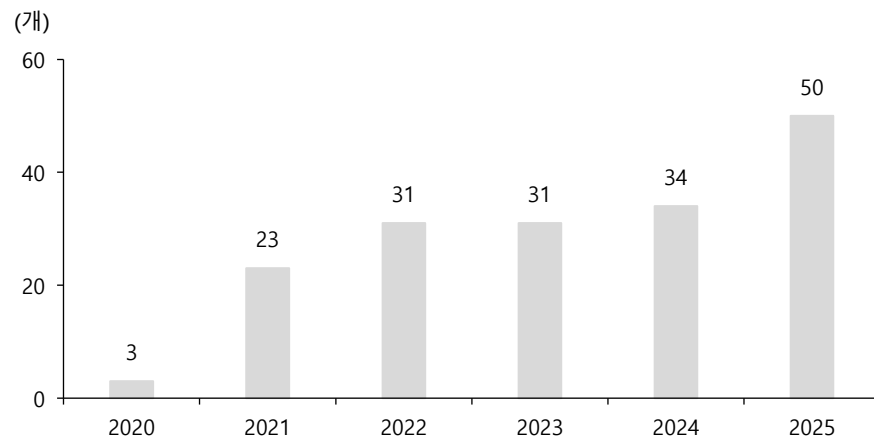
자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터, 주) 해외 결련 + NGP 수량 기준

담배 사업 내 해외 결련 매출 비중 추이 및 전망



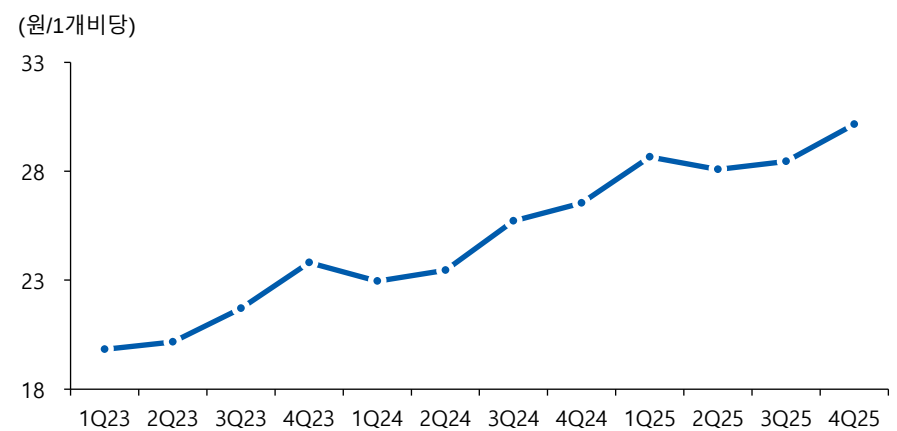
자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

KT&G NGP 해외 진출 국가 수



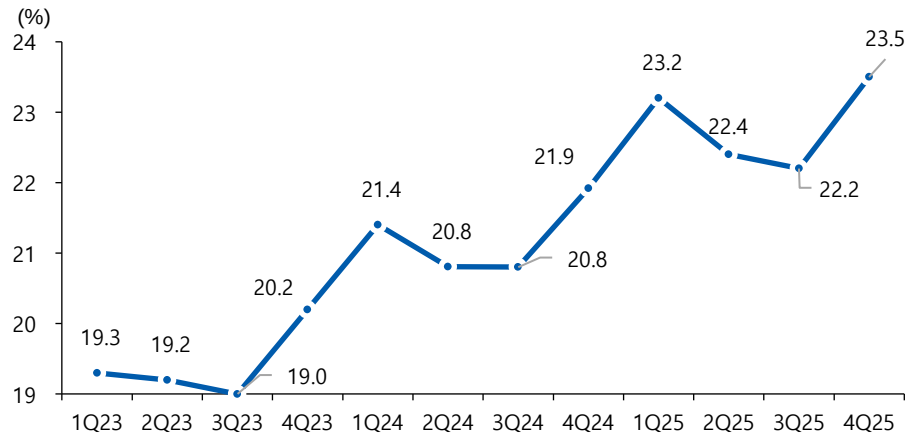
자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

해외 결련 ASP 추이



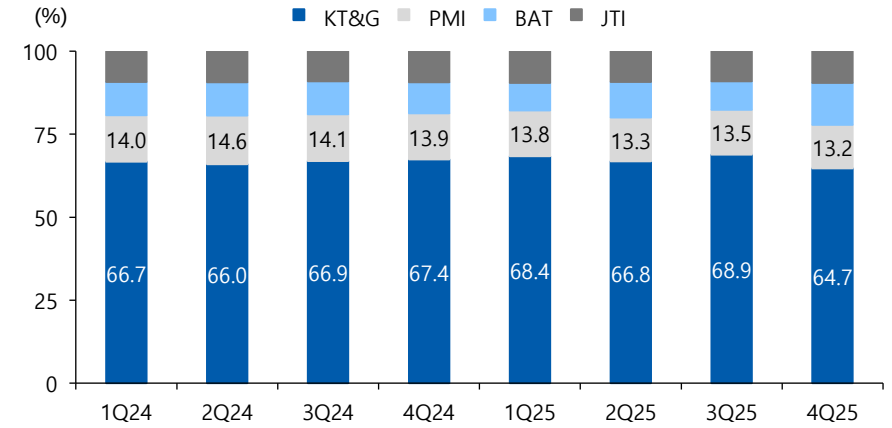
자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

국내 NGP 침투율



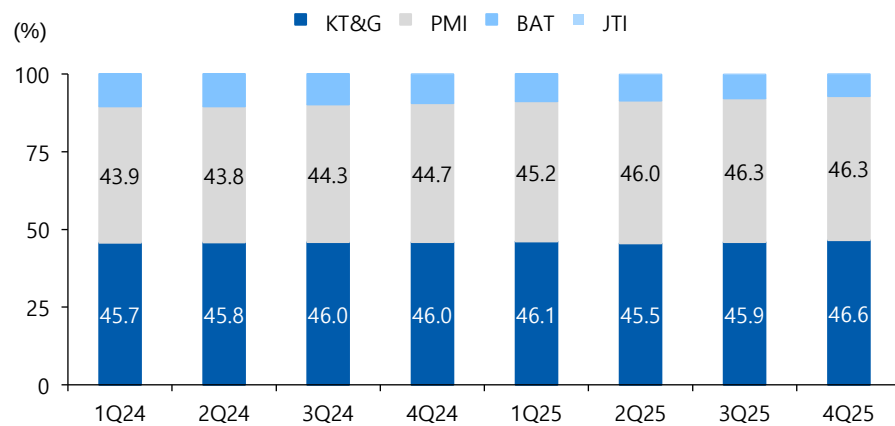
자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

국내 궤련 시장 점유율 추이



자료: 한국담배협회, KT&G, 유안타증권 리서치센터

국내 NGP 시장 점유율 추이



자료: 한국담배협회, KT&G, 유안타증권 리서치센터

KT&G 실적 전망

KT&G 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F	
매출액	1,491.1	1,547.9	1,826.9	1,713.8	1,705.9	1,704.6	1,932.6	1,730.2	6,579.7	7,073.3	7,358.2	1,491.1	
담배		988.0	1,090.4	1,232.3	1,056.4	1,171.0	1,282.7	1,373.0	1,269.6	4,367.1	5,096.4	5,359.8	988.0
	NGP	159.0	196.1	279.1	255.9	249.4	267.5	304.1	309.0	890.1	1,130.0	1,166.9	159.0
	국내	138.5	140.1	168.3	140.4	151.0	155.5	176.7	153.0	587.3	636.2	659.4	138.5
	해외	20.5	56.0	110.8	115.5	98.4	112.0	127.4	155.9	302.8	493.7	507.4	20.5
	관련	822.7	877.3	970.8	798.9	918.5	1,004.1	1,053.9	958.5	3,469.7	3,935.1	4,162.0	822.7
	국내	373.6	408.3	446.6	363.6	366.1	394.3	451.1	370.9	1,592.1	1,582.4	1,572.6	373.6
	해외	449.1	469.1	524.2	435.3	552.4	609.8	602.8	587.7	1,877.7	2,352.7	2,589.4	449.1
	반제품	6.3	17.0	-17.6	1.6	3.2	11.1	15.0	2.2	7.3	31.4	31.0	6.3
건기식	314.4	220.6	359.8	242.2	330.7	232.8	385.0	261.2	1,137.0	1,209.7	1,275.0	314.4	
국내	244.7	161.6	304.7	173.9	263.1	169.7	326.0	186.1	884.9	944.8	990.2	244.7	
해외	69.7	59.0	55.1	68.3	67.6	63.1	59.0	75.1	252.1	264.8	284.7	69.7	
부동산	100.4	143.8	146.1	322.4	110.0	90.0	80.0	100.0	712.7	380.0	317.0	100.4	
기타	88.3	93.1	88.7	92.8	94.2	99.1	94.6	99.3	362.9	387.2	406.4	88.3	
% YoY	15.4%	8.7%	11.6%	10.1%	14.4%	10.1%	5.8%	1.0%	11.4%	7.5%	4.0%	15.4%	
담배		15.3%	10.2%	17.6%	4.5%	18.5%	17.6%	11.4%	20.2%	11.8%	16.7%	15.3%	
	NGP	-9.8%	-0.8%	44.5%	18.1%	56.8%	36.4%	9.0%	20.7%	13.5%	26.9%	3.3%	-9.8%
	국내	6.5%	2.0%	7.5%	4.0%	9.0%	11.0%	5.0%	9.0%	5.1%	8.3%	3.6%	6.5%
	해외	-55.6%	-7.3%	202.7%	41.4%	380.0%	100.0%	15.0%	35.0%	34.6%	63.1%	2.8%	-55.6%
	관련	21.9%	11.3%	14.1%	1.6%	11.6%	14.5%	8.6%	20.0%	11.9%	13.4%	5.8%	21.9%
	국내	-2.4%	-4.8%	3.6%	-10.6%	-2.0%	-3.4%	1.0%	2.0%	-3.5%	-0.6%	-0.6%	-2.4%
	해외	53.9%	30.6%	24.9%	14.6%	23.0%	30.0%	15.0%	35.0%	29.5%	25.3%	10.1%	53.9%
	반제품	13.5%	307.7%	-534.6%	-80.7%	-50.0%	-35.0%	0.0%	35.0%	-66.9%	329.1%	-1.3%	13.5%
건기식	1.9%	-16.8%	-11.3%	-24.9%	5.2%	5.5%	7.0%	7.8%	-12.7%	6.4%	5.4%	1.9%	
담배	0.7%	-6.5%	-5.0%	-7.8%	7.5%	5.0%	7.0%	7.0%	-4.3%	6.8%	4.8%	0.7%	
해외	6.6%	-36.1%	-35.3%	-48.9%	-3.0%	7.0%	7.0%	10.0%	-33.1%	5.0%	7.5%	6.6%	
부동산	122.1%	78.6%	48.3%	135.2%	9.6%	-37.4%	-45.2%	-69.0%	97.3%	-46.7%	-16.6%	122.1%	
기타	7.6%	5.4%	5.3%	8.3%	6.7%	6.4%	6.7%	7.0%	6.6%	6.7%	5.0%	7.6%	
영업이익	285.6	349.9	465.3	242.9	351.6	381.5	479.9	278.1	1,343.7	1,491.1	1,679.9	285.6	
담배	252.9	321.9	371.8	210.3	306.0	363.7	390.4	252.4	1,156.9	1,312.5	1,324.7	252.9	
건기식	18.2	6.2	71.5	7.0	32.8	7.7	75.1	7.4	102.9	122.9	119.6	18.2	
부동산	10.4	17.7	20.7	32.9	10.6	8.9	12.4	16.5	81.7	48.3	47.3	10.4	
기타	4.1	4.1	1.4	-1.4	2.3	1.2	2.0	2.0	8.2	7.4	6.2	4.1	
% OPM	19.2%	22.6%	25.5%	14.2%	20.6%	22.4%	24.8%	16.1%	20.1%	20.4%	21.1%	22.8%	
담배	25.6%	29.5%	30.2%	19.9%	26.1%	28.4%	28.4%	19.9%	27.8%	26.5%	25.8%	24.7%	
건기식	5.8%	2.8%	19.9%	2.9%	9.9%	3.3%	19.5%	2.8%	7.6%	9.1%	10.2%	9.4%	
부동산	10.4%	12.3%	14.2%	10.2%	9.6%	9.8%	15.5%	16.5%	-1.4%	11.5%	12.7%	14.9%	
기타	4.6%	4.4%	1.6%	-1.5%	2.4%	1.2%	2.1%	2.0%	3.3%	2.3%	1.9%	1.5%	

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer 밸류에이션 테이블

(십억 원, 십억달러, 십억파운드, 십억JPY)		KT&G	PMI	BAT	JTI
시가총액		19,610	244	89,240	11,376
매출액	2025	6,580	41	25,610	3,670
	2026F	7,073	43	26,312	3,841
	2027F	7,358	46	27,234	4,106
	2028F	7,692	49	28,237	4,226
영업이익	2025	1,344	15	9,568	938
	2026F	1,491	18	11,743	1,012
	2027F	1,680	19	12,273	1,110
	2028F	1,758	20	12,789	1,172
영업이익률	2025	20.4%	36.6%	37.4%	25.6%
	2026F	21.1%	40.7%	44.6%	26.3%
	2027F	22.8%	41.3%	45.1%	27.0%
	2028F	22.8%	41.7%	45.3%	27.7%
당기순이익 (지배)	2025	1,090	11	7,764	604
	2026F	1,145	13	7,846	670
	2027F	1,311	14	8,314	736
	2028F	1,338	15	8,833	812
PER	2025	15.8	19.3	11.7	20.3
	2026F	17.1	18.8	11.4	17.0
	2027F	15.0	17.2	10.7	15.5
	2028F	14.7	15.8	10.1	14.0

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 26.04.22 기준

KT&G(033780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	5,909	6,580	7,073	7,358	7,692	
매출원가	3,007	3,435	3,663	3,667	3,790	
매출총이익	2,902	3,144	3,410	3,691	3,901	
판매비	1,713	1,801	1,919	2,011	2,144	
영업이익	1,189	1,344	1,491	1,680	1,758	
EBITDA	1,439	1,636	1,783	1,996	2,053	
영업외손익	377	112	54	84	40	
외환관련손익	364	-41	5	5	1	
이자손익	73	36	7	5	13	
관계기업관련손익	19	39	20	20	20	
기타	-79	78	22	53	6	
법인세비용차감전순손익	1,566	1,455	1,545	1,764	1,798	
법인세비용	394	352	387	438	444	
계속사업순손익	1,172	1,103	1,158	1,325	1,354	
중단사업순손익	-7	-1	0	0	0	
당기순이익	1,165	1,102	1,158	1,325	1,354	
지배지분순이익	1,166	1,090	1,145	1,311	1,338	
포괄순이익	1,195	1,212	1,190	1,358	1,386	
지배지분포괄이익	1,197	1,200	1,179	1,345	1,372	

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	822	583	970	1,336	1,355	
당기순이익	1,165	1,102	1,158	1,325	1,354	
감가상각비	219	260	265	293	276	
외환손익	-327	47	-5	-5	-1	
충족,관계기업관련손익	-19	-39	-20	-20	-20	
자산부채의 증감	-365	-804	-616	-473	-506	
기타현금흐름	150	16	188	215	253	
투자활동 현금흐름	-530	101	-485	-154	-269	
투자자산	11	246	-226	-154	-173	
유형자산 증가 (CAPEX)	-768	-640	-500	-350	-350	
유형자산 감소	21	264	0	100	0	
기타현금흐름	205	230	241	250	255	
재무활동 현금흐름	-293	-948	-1,859	-1,955	-2,024	
단기차입금	259	21	1	0	0	
사채 및 장기차입금	680	275	0	0	0	
자본	1	3	0	0	0	
현금배당	-587	-604	-650	-745	-814	
기타현금흐름	-647	-643	-1,210	-1,210	-1,210	
연결범위변동 등 기타	105	41	1,299	770	1,131	
현금의 증감	104	-222	-75	-4	193	
기초 현금	1,032	1,136	914	839	835	
기말 현금	1,136	914	839	835	1,027	
NOPLAT	1,189	1,344	1,491	1,680	1,758	
FCF	55	-57	470	986	1,005	

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	7,176	7,026	7,359	7,613	8,109	
현금및현금성자산	1,136	914	839	835	1,027	
매출채권 및 기타채권	1,895	2,159	2,273	2,364	2,472	
채고자산	3,101	3,285	3,531	3,673	3,840	
비유동자산	6,749	7,163	7,597	8,084	8,312	
유형자산	2,664	2,823	3,058	3,414	3,488	
관계기업등 지분관련자산	482	814	875	910	952	
기타투자자산	2,370	2,337	2,502	2,620	2,752	
자산총계	13,925	14,189	14,955	15,698	16,422	
유동부채	3,143	3,237	3,421	3,527	3,652	
매입채무 및 기타채무	2,336	2,152	2,313	2,406	2,515	
단기차입금	288	333	333	333	333	
유동성장기부채	157	424	424	424	424	
비유동부채	1,424	1,616	1,657	1,681	1,709	
장기차입금	214	106	106	106	106	
사채	808	924	924	924	924	
부채총계	4,567	4,853	5,078	5,208	5,361	
자배지분	9,239	9,807	9,807	10,405	10,962	
자본금	955	955	955	955	955	
자본잉여금	535	538	538	538	538	
이익잉여금	8,783	8,552	9,048	9,613	10,137	
비지배지분	119	57	69	84	99	
자본총계	9,358	9,336	9,877	10,489	11,061	
순차입금	-352	552	601	592	385	
총차입금	1,562	1,858	1,859	1,859	1,860	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	8,975	8,973	9,953	11,430	11,672	
BPS	85,662	89,409	85,523	90,734	95,588	
EBITDAPS	11,079	13,470	15,501	17,407	17,902	
SPS	45,491	54,164	61,477	64,165	67,075	
DPS	5,400	6,000	6,500	7,000	7,600	
PER	10.9	13.9	17.2	15.0	14.7	
PBR	1.1	1.4	2.0	1.9	1.8	
EV/EBITDA	8.7	9.6	11.4	10.2	9.8	
PSR	2.2	2.3	2.8	2.7	2.5	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	0.8	11.4	7.5	4.0	4.5	
영업이익 증가율 (%)	1.8	13.0	11.0	12.7	4.6	
지배순이익 증가율 (%)	29.1	-6.5	5.1	14.5	2.1	
매출총이익률 (%)	49.1	47.8	48.2	50.2	50.7	
영업이익률 (%)	20.1	20.4	21.1	22.8	22.8	
지배순이익률 (%)	19.7	16.6	16.2	17.8	17.4	
EBITDA 마진 (%)	24.4	24.9	25.2	27.1	26.7	
ROIC	18.1	17.4	17.5	18.4	18.4	
ROA	8.7	7.8	7.9	8.6	8.3	
ROE	12.7	11.8	12.0	13.0	12.5	
부채비율 (%)	48.8	52.0	51.4	49.7	48.5	
순차입금/자기자본 (%)	-3.8	5.9	6.1	5.7	3.5	
영업이익/금융비용 (배)	28.2	18.1	18.5	20.8	21.8	



김용민

조선

yongmin.kim@yuantakorea.com

조선

어차피 증익은 나온다

HD현대중공업 (329180): 1Q26 Pre – 실적은 좋는데

조선



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantaskorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	781,000원 (M)
현재주가 (4/22)	641,000원
상승여력	22%

시가총액	672,801억원
총발행주식수	104,961,225주
60일 평균 거래대금	1,814억원
60일 평균 거래량	339,370주
52주 고	648,000 원
52주 저	363,500 원
외인지분율	13.91 %
주요주주	한국조선해양 외 4 인 69.28%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	14.7 4.6 76.3
상대	3.3 (19.3) (31.7)
절대(달러환산)	16.6 4.1 69.7

- **1Q26 매출 5.8조, 영업이익 8,370억 추정:** 중형선 사업부 (과거 HD현대미포)의 실적이 완전히 반영되며 FY23 수주물량의 상선부문 매출기여(49%)가 FY22 (26%)물량을 앞지르는 1Q26. 특히 FY22 수주한 저선가 LNGC (4Q25 37%, 1Q26 26%)의 매출비중 하락으로 인한 고수익성 물량의 매출인식이 확대.
- **발행된 교환사채는 주가 관점에서 리스크:** HD한국조선해양 (한조양)의 동사 지분 4.32%를 기초로 발행된 교환사채 (EB, 교환가액 523,125원)의 교환청구기간은 6월 14일이며, 주가가 교환가액에 근접한 만큼 공매도 압박이 발생할 수 있음. 호실적 이후 주가가 교환가액을 넘어서도 청구일 도래시 교환된 주식의 매도 물량 또한 주가의 상방을 제한.
- **쌓이는 돈을 어디에 쓸 지에 따라 달라질 주가 방향성:** 4Q25기준 순현금 2.9조, 영업현금흐름과 군산조선소 매각대금을 고려한다면 FY26F 동사의 순현금은 4조를 초과. 한조양 또한 4Q25기준 별도 순현금 1.8조에 교환사채 2.4조만 합쳐도 4조 이상의 순현금. 가장 강력한 주가상승 트리거가 될 수 있는 대미 투자의 주체가 동사가 될지, 한조양이 될지 정해지기 전까지는 한미 해양방산 협력 관련 긍정적 투자심리가 동사와 한조양에 나눠져서 희석될 것.
- **투자의견 BUY, 목표주가 781,000원 유지:** 동사의 최대주주인 한조양과 공통적으로 1) 싱가포르 투자법인 (동사지분 40%) 출자, 2) 막대한 순현금을 보유했다는 점은 향후 MASGA펀드 발효 이후 대미 투자 주체 관련 수혜 관점에서 불확실성을 더함. 사업의 매출은 영업회사인 동사에서 나올 것이 분명하나, 동종사의 미국내 조선소 직접투자 사례에서도 조선업체가 아닌 그룹사가 최대주주로 등극하며 주가가 올랐다는 점에서 동사와 한조양의 대미 투자 방향성 확립이 주가상승의 필요조건.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	14,486	17,581	24,459	25,086	26,101
매출액증가율	21.1	21.4	39.1	2.6	4.0
영업이익	705	2,038	3,628	3,747	3,536
영업이익률	4.9	11.6	14.8	14.9	13.5
지배주주귀속이익	622	1,415	2,921	3,115	3,054
지배주주 귀속 EPS	7,001	15,709	27,825	29,676	29,095
증가율	2,418.3	124.4	77.1	6.7	-2.0
PER	23.2	24.8	23.0	21.6	22.0
PBR	2.5	4.4	5.5	4.6	4.0
EV/EBITDA	15.3	13.8	16.1	15.3	15.9
ROA	3.4	6.2	10.5	10.4	10.0
ROE	11.4	18.8	27.0	23.2	19.4

자료: 유안타증권 리서치센터

HD현대중공업 분기별 및 연간 실적 전망

HD현대중공업 분기별 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	3,823	4,147	4,418	5,193	5,820	6,274	6,023	6,342	17,581	24,459	25,086
YoY	27.9%	6.8%	22.4%	29.6%	52.3%	51.3%	36.3%	22.1%	21.4%	39.1%	2.6%
영업이익	434	471	557	575	837	936	852	1,002	2,016	3,628	3,747
YoY	1939.2%	141.0%	170.3%	103.8%	93.1%	98.6%	52.8%	74.3%	185.9%	79.9%	3.3%
영업이익률	11.3%	11.4%	12.6%	11.1%	14.4%	14.9%	14.1%	15.8%	11.5%	14.8%	14.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

HD현대중공업 상선부문 선종 및 수주연도별 매출인식 비중 추정

HD현대중공업 상선부문 선종 및 수주연도별 매출인식 비중 추정

LNG	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	48%	47%	43%	37%	26%	15%	7%	2%
2023	9%	15%	23%	29%	38%	43%	38%	35%
2024	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	3%
2025	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
소계	57%	63%	66%	66%	65%	58%	47%	40%
Tanker	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2023	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
2024	0%	0%	1%	2%	3%	2%	2%	2%
2025	0%	1%	2%	4%	7%	9%	10%	9%
소계	2%	2%	3%	6%	9%	11%	12%	11%
Gas (LNG 제외)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	4%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
2023	0%	1%	2%	3%	4%	4%	4%	3%
2024	1%	2%	7%	9%	10%	9%	10%	9%
2025	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
소계	5%	5%	10%	12%	13%	13%	14%	14%
Container	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	31%	23%	14%	6%	0%	0%	0%	0%
2023	5%	7%	8%	8%	8%	5%	3%	1%
2024	0%	0%	0%	2%	4%	5%	7%	8%
2025	0%	0%	0%	0%	2%	8%	18%	26%
소계	36%	30%	21%	16%	13%	18%	27%	35%
선종 전체	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	84%	73%	57%	43%	26%	15%	7%	2%
2023	15%	24%	33%	41%	49%	51%	45%	40%
2024	1%	2%	7%	12%	16%	17%	20%	23%
2025	0%	1%	2%	4%	8%	16%	28%	36%

HD현대중공업(329180) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	14,486	17,581	24,459	25,086	26,101	
매출원가	12,993	14,616	19,665	19,977	21,067	
매출총이익	1,494	2,964	4,794	5,109	5,033	
판매비	789	927	1,167	1,362	1,498	
영업이익	705	2,038	3,628	3,747	3,536	
EBITDA	1,011	2,371	3,965	4,089	3,881	
영업외손익	93	-237	319	462	591	
외환관련손익	413	-201	322	317	312	
이자손익	-96	8	86	133	168	
관계기업관련손익	0	-4	4	4	4	
기타	-224	-40	-93	7	107	
법인세비용차감전순손익	798	1,801	3,947	4,209	4,127	
법인세비용	177	385	1,026	1,094	1,073	
계속사업순손익	622	1,415	2,921	3,115	3,054	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	622	1,415	2,921	3,115	3,054	
지배지분순이익	622	1,415	2,921	3,115	3,054	
포괄손이익	498	1,582	3,087	3,281	3,220	
지배지분포괄이익	498	1,582	3,087	3,281	3,220	

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	2,884	3,510	4,020	4,827	4,737	
당기순이익	622	1,415	2,921	3,115	3,054	
감가상각비	293	315	321	327	332	
외환손익	0	0	-322	-317	-312	
종속,관계기업관련손익	0	4	-4	-4	-4	
자산부채의 증감	2,114	1,158	869	1,472	1,435	
기타현금흐름	-144	618	236	234	233	
투자활동 현금흐름	-499	-2,040	-779	-346	-359	
투자자산	0	-264	-465	-42	-69	
유형자산 증가 (CAPEX)	-463	-512	-400	-400	-400	
유형자산 감소	12	15	0	0	0	
기타현금흐름	-47	-1,279	86	96	110	
재무활동 현금흐름	-2,049	-860	-1,326	-2,344	-2,733	
단기차입금	336	-438	-70	-63	-57	
사채 및 장기차입금	-868	-644	-200	-200	-200	
자본	-1	2,088	0	0	0	
현금배당	0	-334	-175	-910	-1,015	
기타현금흐름	-1,516	-1,532	-881	-1,171	-1,461	
연결범위변동 등 기타	-6	2	-638	-1,245	-1,131	
현금의 증감	330	612	1,277	891	514	
기초 현금	928	1,258	1,870	3,147	4,038	
기말 현금	1,258	1,870	3,147	4,038	4,553	
NOPLAT	705	2,038	3,628	3,747	3,536	
FCF	2,420	2,998	3,620	4,427	4,337	

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	10,403	14,980	17,668	18,511	18,931	
현금및현금성자산	1,258	1,870	3,147	4,038	4,553	
매출채권 및 기타채권	1,659	1,713	2,372	2,433	2,532	
채고자산	1,511	2,017	2,806	2,878	2,994	
비유동자산	8,988	11,183	11,711	11,811	11,934	
유형자산	6,610	8,781	8,859	8,932	9,000	
관계기업등 지분관련자산	1	305	425	436	453	
기타투자자산	1,069	909	1,255	1,286	1,337	
자산총계	19,391	26,163	29,378	30,322	30,865	
유동부채	11,796	15,333	15,578	14,146	12,475	
매입채무 및 기타채무	2,311	3,295	4,584	4,701	4,892	
단기차입금	28	4	4	4	4	
유동성장기부채	372	153	53	-47	-147	
비유동부채	1,890	1,489	1,546	1,552	1,560	
장기차입금	100	0	0	0	0	
사채	652	488	488	488	488	
부채총계	13,686	16,821	17,125	15,697	14,035	
자배지분	5,704	9,342	12,253	14,625	16,830	
자본금	444	525	525	525	525	
자본잉여금	3,123	5,130	5,130	5,130	5,130	
이익잉여금	1,288	2,394	5,139	7,344	9,383	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	5,704	9,342	12,253	14,625	16,830	
순차입금	1,067	-1,883	-3,507	-4,729	-5,553	
총차입금	3,280	2,198	2,028	1,865	1,708	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	7,001	15,709	27,825	29,676	29,095	
BPS	64,259	88,999	116,740	139,332	160,343	
EBITDAPS	11,389	26,313	37,778	38,958	36,975	
SPS	163,185	195,115	233,029	239,000	248,667	
DPS	2,090	1,671	8,671	9,671	9,671	
PER	23.2	24.8	23.0	21.6	22.0	
PBR	2.5	4.4	5.5	4.6	4.0	
EV/EBITDA	15.3	13.8	16.1	15.3	15.9	
PSR	1.0	2.0	2.8	2.7	2.6	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	21.1	21.4	39.1	2.6	4.0	
영업이익 증가율 (%)	294.8	188.9	78.0	3.3	-5.7	
지배순이익 증가율 (%)	2,417.7	127.7	106.3	6.7	-2.0	
매출총이익률 (%)	10.3	16.9	19.6	20.4	19.3	
영업이익률 (%)	4.9	11.6	14.8	14.9	13.5	
지배순이익률 (%)	4.3	8.1	11.9	12.4	11.7	
EBITDA 마진 (%)	7.0	13.5	16.2	16.3	14.9	
ROIC	10.3	32.0	46.2	40.8	32.6	
ROA	3.4	6.2	10.5	10.4	10.0	
ROE	11.4	18.8	27.0	23.2	19.4	
부채비율 (%)	239.9	180.1	139.8	107.3	83.4	
순차입금/자기자본 (%)	18.7	-20.2	-28.6	-32.3	-33.0	
영업이익/금융비용 (배)	4.7	21.1	48.7	54.6	56.1	

삼성중공업 (010140): 1Q26 Pre – 인건비 정상화만 고려해도

조선



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantaskorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	38,000원 (U)
현재주가 (4/22)	31,800원
상승여력	19%

시가총액	279,840억원		
총발행주식수	880,114,845주		
60일 평균 거래대금	1,509억원		
60일 평균 거래량	5,301,781주		
52주 고	31,850원		
52주 저	14,100원		
외인지분율	32.76%		
주요주주	삼성전자 외 7 인 20.85%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.4	5.6	125.5
상대	0.3	(18.5)	(12.6)
절대(달러환산)	13.2	5.2	117.1

- **1Q26 매출 3조, 영업이익 3,950억 추정:** 컨센서스 (3,400억) 대비 높은 영업이익 추정치는 1) 4Q25 대비 큰 변동이 없는 조업일수, 2) 그림에도 4Q25중 저선가 LNGC 4척, 컨테이너선 2척 인도로 인한 1Q26 고선가 물량 매출인식 비중 확대, 3) 4Q25 급여 관련 일회성 비용의 정상화에 근거. 동사의 4Q25 임직원 급여총액은 3,530억으로 1Q25-3Q25 평균 (2,540억) 대비 1,000억가량 상승. 외주용역비까지 감안한다면 4Q25 대비 급여 비용의 정상화로 인해 연간 기본급여 상승률을 고려하고도 1Q26 GPM은 17.3% (vs. 16.1%)로 qoq 상승.
- **차곡차곡 빠지는 저선가 물량:** 동사의 LNGC 추정 매출비중은 4Q25 70%에서 1Q26 65%로, 2Q-4Q26F에는 60-62%로 하락하나, 이는 FY22 수주한 저선가 LNGC의 비중하락 (4Q25 34%, 1Q26 25%, 2Q26 16%)에 의한 것이며 오히려 FY23-25 물량은 qoq 4%p 증가하는 추세를 보일 것.
- **이익은 원래 걱정이 없고, 주가 상승 트리거는 사업 방향성의 확립:** 동사의 주가 상승 트리거는 안정적 이익 개선세에 더해지는 대미 사업 방향성의 확립. 미국-이란 전쟁 이후 동사의 해양플랜트 (육상플랜트 대비 유동적 배치가 가능한 FLNG) 사업부문의 중장기 이익 가시성은 견고하나, 여전히 동종사 대비 낮은 시가총액은 한미 조선 협력의 수혜주로 부각되지 못하기 때문. 미 해군 NGLS 설계 수주와 같은 행보를 통해 특수선 사업부재의 단점을 지원함 특화로 상쇄하는 것이 실질적 주가 상승의 필요조건.
- **투자의견 BUY, 목표주가 38,000원으로 상향:** 방산부문 리레이팅의 부재로 인해 상대적으로 낮은 시가총액이 laggard play의 주요 근거가 되기 위해서는 미국내 현지 조선업체와의 협력을 통한 매출처 확보가 절실한 시점. 지속 상승한 환율로 인한 상대적 환차익의 부재를 상쇄하기 위해서는 향후 적극적인 한미 조선협력 사업 참여가 필요함. 해양부문 수익성 개선을 고려하여 38,000원으로 목표주가 상향.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	9,903	10,650	12,919	13,810	14,376
매출액증가율	23.6	7.5	21.3	6.9	4.1
영업이익	503	862	1,841	2,088	2,276
영업이익률	5.1	8.1	14.3	15.1	15.8
지배주주귀속순이익	64	546	1,529	1,732	1,889
지배주주 귀속 EPS	73	620	1,738	1,968	2,146
증가율	-143.5	749.3	180.3	13.2	9.0
PER	132.0	26.3	18.3	16.2	14.8
PBR	2.2	3.4	4.9	3.9	3.1
EV/EBITDA	14.9	13.9	13.3	11.4	10.0
ROA	0.4	3.4	10.1	11.0	11.4
ROE	1.8	13.7	31.7	27.7	24.0

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성중공업 분기별 및 연간 실적 전망

삼성중공업 분기별 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	2,494	2,683	2,635	2,838	3,019	3,288	3,139	3,474	10,650	12,919	13,810
YoY	6.2%	6.0%	13.4%	5.1%	21.0%	22.5%	19.1%	22.4%	7.5%	21.3%	6.9%
영업이익	123	205	238	296	395	500	450	496	862	1,841	2,088
YoY	58.1%	56.7%	98.6%	70.0%	221.0%	144.0%	89.1%	67.5%	71.5%	113.5%	13.4%
영업이익률	4.9%	7.6%	9.0%	10.4%	13.1%	15.2%	14.3%	14.3%	8.1%	14.2%	15.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성중공업 목표주가 산정방식

		FY26F
상선	수주잔고 (십억원)	32,000
	Target P/O multiple (x)	0.9
	적정가치 (십억원)	28,800
해양	Annual NOPAT (십억원)	430
	Target P/E multiple (x)	10
	적정가치 (십억원)	4,302
전체	적정가치 (십억원)	33,102
	주식수 (백만주)	880
	목표주가	38,000

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성중공업 상선부문 선종 및 수주연도별 매출인식 비중 추정

삼성중공업 상선부문 선종 및 수주연도별 매출인식 비중 추정

LNG	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	55%	49%	44%	34%	25%	16%	14%	10%
2023	5%	10%	12%	12%	12%	14%	15%	11%
2024	8%	10%	15%	22%	24%	26%	25%	32%
2025	0%	0%	0%	2%	3%	4%	7%	9%
소계	68%	68%	71%	70%	65%	60%	60%	62%
Tanker	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	4%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2023	2%	2%	2%	2%	1%	0%	0%	0%
2024	0%	0%	0%	1%	1%	3%	3%	3%
2025	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%
소계	6%	5%	2%	2%	2%	3%	4%	6%
Gas (LNG 제외)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
2023	0%	0%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
2024	0%	0%	0%	0%	1%	2%	2%	2%
2025	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
소계	1%	1%	2%	2%	3%	4%	4%	4%
Container	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	5%	4%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
2023	20%	22%	22%	22%	24%	24%	21%	17%
2024	0%	0%	2%	4%	6%	7%	7%	7%
2025	0%	0%	0%	0%	0%	1%	3%	4%
소계	24%	25%	25%	26%	30%	33%	31%	29%
선종 전체	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	65%	57%	47%	34%	25%	16%	14%	10%
2023	27%	33%	37%	38%	40%	40%	38%	31%
2024	8%	10%	16%	26%	32%	38%	38%	44%
2025	0%	0%	0%	2%	3%	6%	11%	15%

삼성중공업(010140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	9,903	10,650	12,919	13,810	14,376	
매출원가	8,983	9,276	10,559	11,142	11,487	
매출총이익	921	1,374	2,361	2,668	2,889	
판매비	418	512	520	580	614	
영업이익	503	862	1,841	2,088	2,276	
EBITDA	792	1,146	2,122	2,366	2,551	
영업외손익	-818	-212	188	210	230	
외환관련손익	109	-125	100	100	100	
이자손익	-192	-115	-72	-50	-30	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-735	29	161	161	161	
법인세비용차감전순손익	-316	650	2,029	2,299	2,506	
법인세비용	-369	115	528	598	652	
계속사업순손익	54	536	1,502	1,701	1,855	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	54	536	1,502	1,701	1,855	
지배지분순이익	64	546	1,529	1,732	1,889	
포괄순이익	340	346	1,311	1,511	1,665	
지배지분포괄이익	355	354	1,345	1,549	1,707	

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	655	1,563	2,791	2,829	2,879	
당기순이익	54	536	1,502	1,701	1,855	
감가상각비	286	279	277	274	272	
외환손익	3	20	-100	-100	-100	
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	118	577	1,052	893	792	
기타현금흐름	194	151	61	61	60	
투자활동 현금흐름	311	-480	-507	-319	-266	
투자자산	-9	-15	41	54	64	
유형자산 증가 (CAPEX)	-173	-216	-250	-250	-250	
유형자산 감소	384	22	0	0	0	
기타현금흐름	110	-271	-298	-122	-81	
재무활동 현금흐름	-599	-1,267	747	888	983	
단기차입금	1,306	-1,588	-139	-148	-157	
사채 및 장기차입금	583	-1,054	-491	-341	-237	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	0	-1	0	0	0	
기타현금흐름	-2,488	1,377	1,377	1,377	1,377	
연결범위변동 등 기타	6	1	-2,660	-2,699	-2,714	
현금의 증감	372	-183	371	699	883	
기초 현금	584	956	773	1,144	1,843	
기말 현금	956	773	1,144	1,843	2,725	
NOPLAT	503	862	1,841	2,088	2,276	
FCF	481	1,347	2,541	2,579	2,629	

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	9,370	7,407	7,945	8,719	9,749	
현금및현금성자산	956	773	1,144	1,843	2,725	
매출채권 및 기타채권	1,186	1,422	1,420	1,469	1,605	
채고자산	452	490	534	571	600	
비유동자산	7,825	7,542	7,469	7,388	7,298	
유형자산	5,116	5,107	5,080	5,056	5,034	
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0	
기타투자자산	1,680	1,532	1,490	1,437	1,372	
자산총계	17,195	14,949	15,415	16,107	17,047	
유동부채	12,029	9,422	8,741	8,083	7,547	
매입채무 및 기타채무	946	1,023	1,240	1,326	1,380	
단기차입금	1,776	1,454	1,289	1,105	902	
유동성장기부채	926	277	-19	-187	-227	
비유동부채	1,416	1,432	1,268	1,107	918	
장기차입금	62	17	6	-2	-7	
사채	75	299	284	265	242	
부채총계	13,445	10,854	10,008	9,190	8,465	
자배지분	3,795	4,149	5,488	7,030	8,728	
자본금	880	880	880	880	880	
자본잉여금	4,496	4,496	4,496	4,496	4,496	
이익잉여금	-2,136	-1,603	-74	1,658	3,547	
비지배지분	-45	-54	-81	-112	-146	
자본총계	3,749	4,095	5,406	6,917	8,582	
순차입금	3,407	1,688	397	-905	-2,254	
총차입금	6,524	3,881	3,251	2,762	2,368	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	73	620	1,738	1,968	2,146	
BPS	4,443	4,857	6,425	8,230	10,218	
EBITDAPS	900	1,302	2,411	2,689	2,899	
SPS	11,252	12,101	14,679	15,691	16,334	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	132.0	26.3	18.3	16.2	14.8	
PBR	2.2	3.4	4.9	3.9	3.1	
EV/EBITDA	14.9	13.9	13.3	11.4	10.0	
PSR	0.9	1.3	2.2	2.0	1.9	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	23.6	7.5	21.3	6.9	4.1	
영업이익 증가율 (%)	115.4	71.5	113.5	13.4	9.0	
지배순이익 증가율 (%)	흑전	754.1	180.3	13.3	9.0	
매출총이익률 (%)	9.3	12.9	18.3	19.3	20.1	
영업이익률 (%)	5.1	8.1	14.2	15.1	15.8	
지배순이익률 (%)	0.6	5.1	11.8	12.5	13.1	
EBITDA 마진 (%)	8.0	10.8	16.4	17.1	17.7	
ROIC	-1.8	17.5	38.1	41.1	41.2	
ROA	0.4	3.4	10.1	11.0	11.4	
ROE	1.8	13.7	31.7	27.7	24.0	
부채비율 (%)	358.6	265.0	185.1	132.8	98.6	
순차입금/자기자본 (%)	89.8	40.7	7.2	-12.9	-25.8	
영업이익/금융비용 (배)	2.4	6.1	19.2	25.8	32.9	

한화오션 (042660): 1Q26 실적 합의 - 수주 시점 차별화 검증 기회

조선



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantaskorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	179,000원 (M)
현재주가 (4/22)	135,000원
상승여력	33%

시가총액	413,658억원
총발행주식수	306,413,394주
60일 평균 거래대금	2,557억원
60일 평균 거래량	1,916,406주
52주 고	149,900원
52주 저	73,100원
외인지분율	11.02%
주요주주	한화에어로스페이스 외 1 인 37.68%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	4.6 (2.0) 70.9
상대	(5.8) (24.3) (33.8)
절대(달러환산)	6.3 (2.4) 64.5

- **1Q26 매출 3.5조, 영업이익 4,200억 추정:** AI(Deep Graphic DRAM에 주목: 4Q25 대비 환율로 인한 당사 추정 매출 +440억, 영업이익 +150억 증가. 컨센서스 (3,700억) 대비 높은 영업이익 추정치의 주요 근거는 상선부문 매출 내 FY22 수주한 LNGC 비중의 급격한 qoq 감소 (51%→37%). LNGC 전체 매출비중은 76%→71%로 qoq 소폭 감소하나, FY23-25 수주한 고선가 매출비중 상승으로 OPM 기준 LNGC의 기여도가 확대되고, 해양부문 손실과 특수선 수익성 하락 (수상함 건조)을 상쇄.
- **올해 분기별 LNGC 매출비중은 지속 하락세는 긍정적 요인:** 상선부문 LNGC의 매출비중은 1Q-4Q26F 지속 하락하나, 이는 FY22 수주한 저선가 물량의 매출비중 하락이며 FY23-25 수주한 LNGC의 매출비중은 지속 증가세를 보일 것. 오히려 FY24-25 수주한 고선가 컨테이너선의 매출비중이 지속 상승하며 상선부문 OPM 개선세 지속될 것. 단순 선종 믹스보다 수주 시점의 차이를 고려해야 함.
- **FY23 수주 “쉬었음” = FY24-25 고선가 매출비중 확대:** FY23 (신조선가 지수 160-180pts) 사명 변경과 전략 전환에 따른 일시적 수주 공백이 오히려 FY26F 매출인식 평균 선가를 비약적으로 끌어올리는 요인. FY24-25 (신조선가 지수 180-190pts) 수주 물량의 매출비중은 당사추정 4Q25 기준 32%에서 1Q-4Q26F 48%, 62%, 74%, 81%로 비약적 상승.
- **실적도 중요하나, 방산은 더 엄중하다:** FY26F 이익 증가세는 주가 상승의 필요조건이나, 본격적 리레이팅은 캐나다 잠수함 사업과 한-미 해양방산 협력의 진전에 따라 결정될 것. 선제적 현지투자자와 이를 통한 NGLS 설계 참여로 입증한 해양방산 부문의 경쟁력은 업종 전체에 긍정적인 해양방산 관련 이벤트에 동사의 투자매력을 부각시킬 것.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	10,776	12,784	14,644	16,024	16,678
매출액증가율	45.5	18.6	14.5	9.4	4.1
영업이익	238	1,168	1,973	2,779	2,731
영업이익률	2.2	9.1	13.5	17.3	16.4
지배주주귀속순이익	528	1,246	2,527	3,575	3,721
지배주주 귀속 EPS	1,724	4,066	8,248	11,666	12,144
증가율	127.7	135.8	102.9	41.4	4.1
PER	17.3	20.3	16.4	11.6	11.1
PBR	1.9	4.1	4.7	3.4	2.6
EV/EBITDA	33.4	21.6	19.7	13.0	12.0
ROA	3.3	6.6	12.2	15.9	15.1
ROE	11.5	22.6	33.9	34.0	26.2

자료: 유안타증권 리서치센터

한화오션 분기별 및 연간 실적 전망

한화오션 분기별 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	3,143	3,294	3,023	3,323	3,483	3,879	3,515	3,766	12,784	14,644	16,024
YoY	37.6%	29.9%	11.8%	2.1%	10.8%	17.8%	16.3%	13.3%	18.6%	14.6%	9.4%
영업이익	259	372	290	248	420	540	465	548	1,168	1,973	2,779
YoY	388.5%	n.a.	1032.8%	46.4%	62.5%	45.2%	60.6%	121.4%	390.8%	69.0%	40.9%
영업이익률	8.2%	11.3%	9.6%	7.4%	12.1%	13.9%	13.2%	14.6%	9.1%	13.5%	17.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

한화오션 상선부문 선종 및 수주연도별 매출인식 비중 추정

한화오션 상선부문 선종 및 수주연도별 매출인식 비중 추정

LNG	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	78%	72%	60%	51%	37%	22%	12%	6%
2023	0%	0%	5%	8%	10%	11%	10%	10%
2024	4%	6%	11%	15%	20%	25%	27%	26%
2025	0%	0%	0%	2%	4%	5%	6%	10%
소계	82%	78%	75%	76%	71%	62%	56%	53%
Tanker	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2023	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2024	3%	8%	9%	10%	10%	10%	10%	7%
2025	0%	0%	2%	5%	7%	10%	11%	13%
소계	3%	8%	11%	15%	17%	20%	21%	20%
Gas (LNG 제외)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2023	4%	4%	4%	5%	5%	5%	3%	2%
2024	0%	0%	1%	2%	3%	5%	5%	5%
2025	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
소계	4%	4%	5%	7%	9%	10%	8%	7%
Container	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	11%	10%	9%	3%	0%	0%	0%	0%
2023	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2024	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	4%
2025	0%	0%	0%	0%	3%	8%	13%	16%
소계	11%	10%	9%	3%	3%	8%	14%	20%
선종 전체	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
2022	90%	82%	69%	54%	37%	22%	12%	6%
2023	4%	4%	9%	13%	15%	16%	14%	13%
2024	7%	14%	21%	26%	33%	40%	44%	42%
2025	0%	0%	2%	6%	15%	23%	30%	39%

한화오션(042660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	10,776	12,784	14,644	16,024	16,678	
매출원가	10,092	10,943	11,936	12,454	13,100	
매출총이익	684	1,840	2,708	3,569	3,578	
판매비	446	673	735	790	847	
영업이익	238	1,168	1,973	2,779	2,731	
EBITDA	418	1,401	2,197	2,998	2,945	
영업외손익	-57	-325	133	384	652	
외환관련손익	134	-72	131	137	143	
이자손익	-108	-120	-29	216	478	
관계기업관련손익	15	-77	77	77	77	
기타	-98	-56	-46	-46	-46	
법인세비용차감전순손익	181	842	2,106	3,164	3,383	
법인세비용	-347	-404	-421	-411	-338	
계속사업순손익	528	1,246	2,527	3,575	3,721	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	528	1,246	2,527	3,575	3,721	
지배지분순이익	528	1,246	2,527	3,575	3,721	
포괄순이익	568	1,266	2,548	3,595	3,742	
지배지분포괄이익	568	1,266	2,548	3,595	3,742	

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	-2,905	1,315	2,670	3,702	3,836	
당기순이익	528	1,246	2,527	3,575	3,721	
감가상각비	173	208	206	205	204	
외환손익	12	-54	-131	-137	-143	
중속, 관계기업관련손익	-15	77	-77	-77	-77	
자산부채의 증감	-3,158	-121	-272	-270	-268	
기타현금흐름	-445	-41	417	407	398	
투자활동 현금흐름	-1,110	-1,449	-237	-244	-249	
투자자산	-207	-726	-11	-11	-11	
유형자산 증가 (CAPEX)	-374	-710	-180	-190	-200	
유형자산 감소	1	3	0	0	0	
기타현금흐름	-531	-17	-45	-43	-39	
재무활동 현금흐름	2,803	330	-1,090	-1,084	-1,078	
단기차입금	2,829	-418	-1,001	-1,001	-1,000	
사채 및 장기차입금	384	476	-300	-300	-300	
자본	-2,621	63	0	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	2,212	209	212	217	222	
연결범위변동 등 기타	1	-5	469	666	-283	
현금의 증감	-1,211	190	1,813	3,041	2,226	
기초 현금	1,799	588	778	2,591	5,632	
기말 현금	588	778	2,591	5,632	7,857	
NOPLAT	694	1,727	2,368	3,141	3,004	
FCF	-3,278	605	2,490	3,512	3,636	

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	11,246	12,082	13,353	15,560	17,815	
현금및현금성자산	588	778	2,591	5,632	7,857	
매출채권 및 기타채권	892	962	1,102	1,206	1,255	
채고자산	2,780	3,040	3,071	3,102	3,133	
비유동자산	6,598	8,059	8,026	8,009	8,005	
유형자산	4,648	5,273	5,247	5,233	5,229	
관계기업등 지분관련자산	324	1,000	1,010	1,021	1,031	
기타투자자산	292	196	197	198	198	
자산총계	17,844	20,141	21,379	23,569	25,820	
유동부채	10,347	11,200	10,169	9,046	7,843	
매입채무 및 기타채무	2,048	2,143	2,226	2,325	2,442	
단기차입금	3,195	3,055	2,055	1,055	55	
유동성장기부채	73	282	282	282	282	
비유동부채	2,634	2,765	2,487	2,205	1,916	
장기차입금	1,929	1,793	1,793	1,493	1,193	
사채	100	253	253	253	253	
부채총계	12,980	13,966	12,656	11,251	9,759	
자배지분	4,859	6,170	8,718	12,313	16,055	
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537	
자본잉여금	119	182	182	182	182	
이익잉여금	236	1,552	4,079	7,654	11,375	
비지배지분	5	5	5	5	5	
자본총계	4,863	6,175	8,723	12,318	16,060	
순차입금	4,814	5,001	1,877	-2,473	-6,002	
총차입금	5,795	5,853	4,551	3,251	1,951	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	1,724	4,066	8,248	11,666	12,144	
BPS	15,857	20,138	28,453	40,187	52,399	
EBITDAPS	1,363	4,571	7,171	9,783	9,611	
SPS	35,171	41,720	47,790	52,294	54,429	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	17.3	20.3	16.4	11.6	11.1	
PBR	1.9	4.1	4.7	3.4	2.6	
EV/EBITDA	33.4	21.6	19.7	13.0	12.0	
PSR	0.8	2.0	2.8	2.6	2.5	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	45.5	18.6	14.6	9.4	4.1	
영업이익 증가율 (%)	흑전	390.8	69.0	40.9	-1.7	
지배순이익 증가율 (%)	230.3	135.9	102.9	41.4	4.1	
매출총이익률 (%)	6.3	14.4	18.5	22.3	21.5	
영업이익률 (%)	2.2	9.1	13.5	17.3	16.4	
지배순이익률 (%)	4.9	9.7	17.3	22.3	22.3	
EBITDA 마진 (%)	3.9	11.0	15.0	18.7	17.7	
ROIC	10.7	19.6	27.0	38.7	38.2	
ROA	3.3	6.6	12.2	15.9	15.1	
ROE	11.5	22.6	33.9	34.0	26.2	
부채비율 (%)	266.9	226.2	145.1	91.3	60.8	
순차입금/자기자본 (%)	99.1	81.1	21.5	-20.1	-37.4	
영업이익/금융비용 (배)	1.4	6.0	11.3	21.2	31.2	

대한조선 (439260): 시간차 공격 - 2Q26F 신조선가 기록 경신 예상

조선



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantaskorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	156,000원 (M)
현재주가 (4/22)	95,300원
상승여력	64%

시가총액	36,716억원
총발행주식수	38,526,312주
60일 평균 거래대금	297억원
60일 평균 거래량	334,375주
52주 고	108,700원
52주 저	57,700원
외인지분율	2.82%
주요주주	케이에이치아이 외 15 인 47.64%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	4.5 35.8 0.0
상대	(5.9) 4.8 0.0
절대(달러환산)	6.2 35.2 0.0

- 2Q26F 동사 수주 SCC 신조선가 9천만 불 넘길 것: 미국-이란 전쟁 이후 운임이 추가로 급등한 수에즈막스 원유운반선 (SCC) 업황은 아직 신조선가 지수 상승에 영향을 주지 않았으며 2Q26F 선가 추가상승 예상. 근거는 1) 통상 1-3개월 수준의 발주 리드타임, 2) 과거 러시아 PNG 공급이슈로 인한 LNGC 선가상승 사이클, 3) 대한조선과의 최근 컨퍼런스 콜 내용.
- 노드스트림을 기억하시나요? 그때도 그랬습니다: 3Q22 러시아의 Nord Stream PNG의 유럽 공급이 중단되었을 때에도 운임(중고선가)신조선가의 상승 순서에 약간의 시차가 존재. LNGC 신조선가 상승에는 1개 분기 이상 소요되었으나, 프로젝트 기반이 아닌 Spot시장 노출도가 큰 SCC는 1개월 정도의 시차 존재할 것.
- 남들에겐 믹스 방어, 대한조선에겐 영업 레버리지: 선종 전체의 신조선가 지수 상승이 아닌 유조선의 선택적 신조선가 상승은 LNGC, 컨테이너선을 주력으로 수주했던 대형 조선사들에게는 믹스 악화의 방어 효과를 부여하나, 유조선 매출만으로 높은 영업이익률을 기록한 동사에게는 영업 레버리지 근거.
- 1Q26F 매출 2,770억, 영업이익 710억 예상: 3월중 사내협력사 중대재해 발생으로 인한 조업 차질로 분기 매출 150억 감소 예상. 셔틀탱커 건조를 고려하여 선행공정 진행한 부분이 있어 인도일정에는 문제가 없을 것. 상반기 인도 예정인 SCC의 수주선가는 85백만 불이지만, 하반기에는 87-89백만 불 수주 물량의 매출비중이 상승하며 영업이익률 상승할 것이라 예상.
- 투자의견과 목표주가 유지, 에너지 불확실성 관점 Top pick: 대형 조선업체는 한미 해양방산 협력이 주가의 가장 큰 동인이거나, 최근 격화되는 글로벌 에너지 수급 불확실성에서 시간차를 두고 확인될 핵심 수혜주라고 판단.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

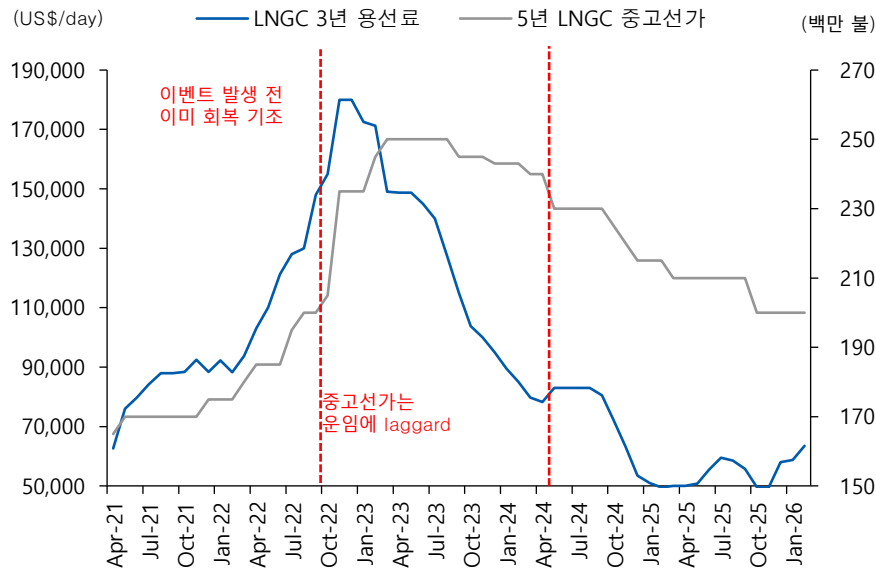
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,075	1,228	1,302	1,513	1,589
매출액증가율	31.7	14.2	6.0	16.2	5.0
영업이익	158	294	356	387	459
영업이익률	14.7	23.9	27.3	25.6	28.9
지배주주귀속이익	173	249	263	288	344
지배주주 귀속 EPS	7,310	0	6,834	7,477	8,925
증가율	-41.3	-100.0	8.3	9.4	19.4
PER	0.0	10.6	13.9	12.7	10.7
PBR	0.0	2.7	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	0.1	8.1	8.3	7.3	5.8
ROA	16.0	17.2	16.8	16.4	17.6
ROE	55.3	32.2	23.1	22.2	23.3

자료: 유안타증권 리서치센터

역사는 반복된다 – Nord Stream PNG 사례

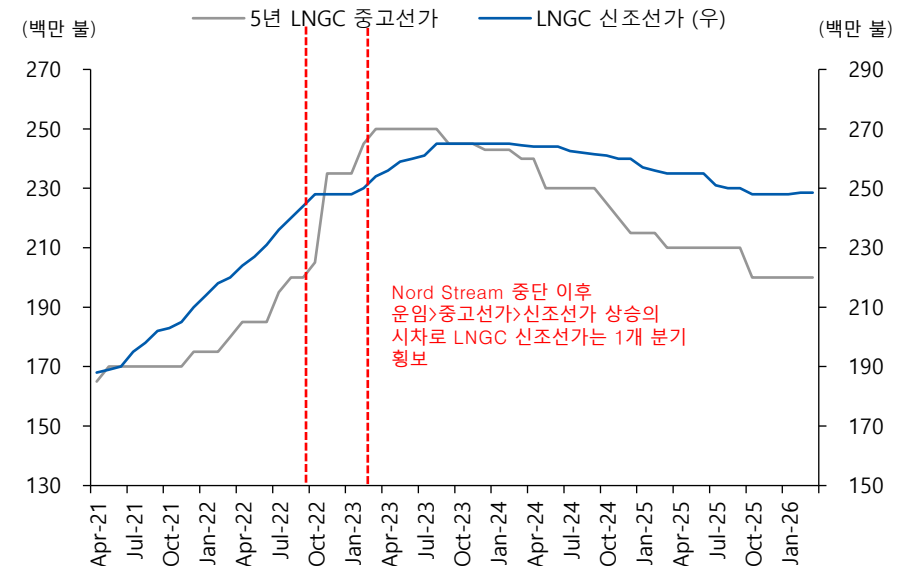
- 3Q22 러시아의 Nord Stream PNG의 유럽 공급이 완전 중단되었을 때, 회복 기조를 보이고 있던 LNGC 운임은 한 차례 추가 상승. 운임>중고선가>신조선가의 순으로 상승의 시차가 존재했고, LNGC 신조선가의 상승은 1Q23부터 발생
- LNGC 신조 시장은 장기 공급계약에 기반한 프로젝트성 물량에 대한 의존도가 높아 3개월 이상의 시차가 존재했으나, 수에즈막스 유조선 (SCC) 신조 시장의 경우 1) Spot시장 의존도가 높고, 2) 표준화된 디자인으로 FEED과정이 필요 없으며 3) 계약 체결의 리드타임은 1-3개월 수준

러시아의 노드스트림 PNG 공급중단은 4Q22 운임, 중고선가를 올렸으나...



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

신조선가 상승은 1Q23부터 본격화

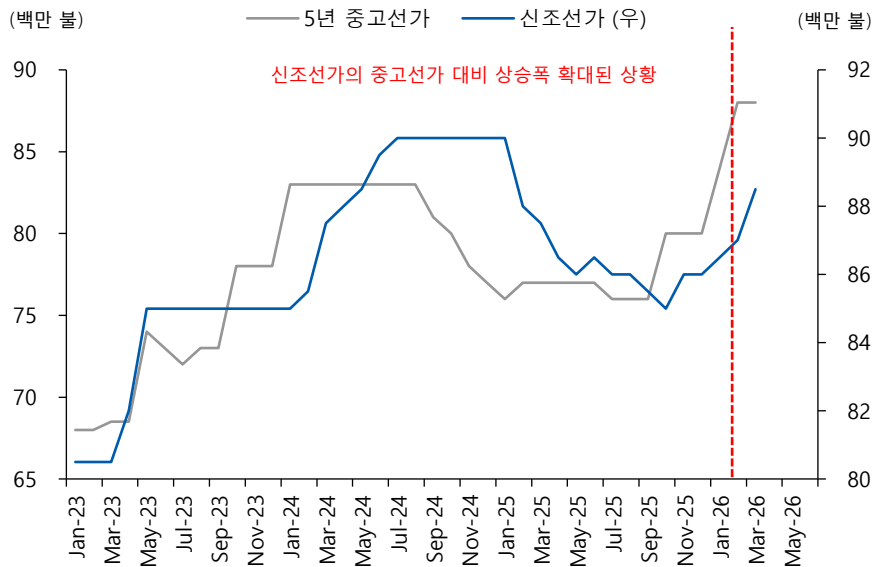


자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

지금까지 수주는 전쟁 이전 물량, 탱커의 레버리지는 동사가 최고

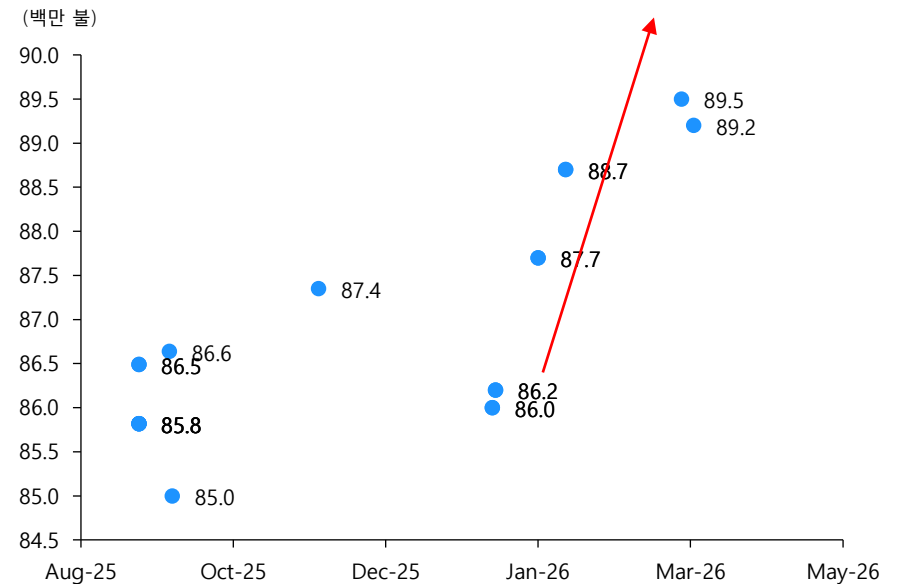
- 미국-이란 공습이 2월 28일 발발하고 1개월이 지난 현재, 3월중 동사의 SCC 신조 수주단가는 지속 상승 (3월 16일 89.5백만불 달성).
- 이는 미국-이란 전쟁 이전부터 발주협약이 진행중이던 계약이며, 해당 계약은 오히려 미국의 베네수엘라 수출통제권 확보에서 발생한 수요와 연관
- 2024년 말 대비 운임 (혹은 수익성)의 상승률을 비교했을 때, Spot시장의 비중이 매우 낮은 LNGC를 제외하면 호조를 기록한 것은 유조선 뿐
- 대형 조선사의 입장에서 유조선 신조선가의 선택적 상승은 계륵이다. 통상적으로 상선의 선종별 영업이익률은 LNGC > 컨테이너 (≥VLGC) > 유조선 순서로 높은데, 유조선의 신조선가만 오른다면 이는 선종 믹스 관점에서 향후 수익성의 방어일 뿐, 개선이 아님
- 동사는 유조선 매출 비중이 글로벌 조선업체 중 압도적으로 높으며, 이미 영업이익률의 개선세가 뚜렷하게 나타나고 있음

전쟁 발발 전후 중고선가의 선행적 상승 대비 신조선가는 낮은 상황



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

지금까지 보여준 선가 상승폭에 미국-이란 전쟁의 수혜분은 아직 반영되지 않음



자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

대한조선 분기별 및 연간 실적 전망

대한조선 분기별 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	308	296	274	350	277	326	335	364	1,228	1,302	1,513	1,589
YoY	45.4%	16.8%	-1.5%	5.6%	-10.0%	10.2%	22.2%	4.0%	14.2%	6.0%	16.2%	5.0%
영업이익	70	62	67	95	71	89	91	105	294	356	387	459
YoY	192.5%	84.4%	118.9%	36.3%	2.1%	43.1%	36.0%	10.0%	86.1%	21.0%	8.6%	18.8%
영업이익률	22.7%	21.1%	24.3%	27.2%	25.7%	27.4%	27.1%	28.8%	23.9%	27.3%	25.6%	28.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

대한조선(439260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	1,075	1,228	1,302	1,513	1,589	
매출원가	895	906	919	1,097	1,097	
매출총이익	180	322	383	416	492	
판매비	22	28	27	29	32	
영업이익	158	294	356	387	459	
EBITDA	170	306	368	398	471	
영업외손익	-2	18	5	8	12	
외환관련손익	11	-6	0	0	0	
이자손익	-16	-1	13	16	20	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	4	25	-8	-8	-8	
법인세비용차감전순손익	156	312	361	395	471	
법인세비용	-16	64	97	107	127	
계속사업순손익	173	249	263	288	344	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	173	249	263	288	344	
지배지분순이익	173	249	263	288	344	
포괄순이익	170	248	261	285	341	
지배지분포괄이익	170	248	261	285	341	

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	158	162	243	263	321	
당기순이익	173	249	263	288	344	
감가상각비	12	11	12	12	12	
외환손익	-12	1	0	0	0	
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-11	-135	-45	-50	-47	
기타현금흐름	-3	36	13	13	13	
투자활동 현금흐름	-5	-326	-29	-67	-30	
투자자산	0	-279	-3	-10	-3	
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-9	-10	-10	-10	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	1	-38	-16	-47	-16	
재무활동 현금흐름	78	68	-121	-121	-159	
단기차입금	90	-286	-5	-5	-5	
사채 및 장기차입금	-32	-20	0	0	0	
자본	0	400	0	0	0	
현금배당	0	0	-116	-116	-154	
기타현금흐름	20	-26	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	14	-3	12	-3	12	
현금의 증감	246	-99	106	73	145	
기초 현금	68	314	265	371	443	
기말 현금	314	215	371	443	588	
NOPLAT	174	294	356	387	459	
FCF	170	162	233	253	311	

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	902	1,123	1,193	1,399	1,591	
현금및현금성자산	314	215	371	443	588	
매출채권 및 기타채권	29	102	31	36	38	
재고자산	33	36	40	47	49	
비유동자산	448	415	454	462	464	
유형자산	353	354	349	348	346	
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0	
기타투자자산	49	38	60	70	73	
자산총계	1,349	1,538	1,647	1,860	2,055	
유동부채	832	411	404	445	451	
매입채무 및 기타채무	144	128	130	136	132	
단기차입금	286	0	21	16	11	
유동성장기부채	20	0	0	0	0	
비유동부채	64	35	32	35	36	
장기차입금	0	0	0	0	0	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	896	446	436	480	487	
자배지분	453	1,092	1,210	1,380	1,567	
자본금	153	193	193	193	193	
자본잉여금	48	399	408	408	408	
이익잉여금	212	461	575	747	937	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	453	1,092	1,210	1,380	1,567	
순차입금	16	-522	-629	-754	-921	
총차입금	377	14	36	31	26	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	12,457	7,310	6,834	7,477	8,925	
BPS	14,854	28,354	31,419	35,824	40,678	
EBITDAPS	1,229	898	9,550	10,343	12,227	
SPS	7,759	3,609	33,794	39,277	41,241	
DPS	0	250	3,000	3,000	4,000	
PER	0.0	10.6	11.9	10.9	9.1	
PBR	0.0	2.7	2.6	2.3	2.0	
EV/EBITDA	0.1	8.1	6.8	6.0	4.7	
PSR	0.0	21.5	2.4	2.1	2.0	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	31.7	14.2	6.0	16.2	5.0	
영업이익 증가율 (%)	340.3	86.1	21.0	8.6	18.8	
지배순이익 증가율 (%)	350.6	44.1	22.6	9.4	19.4	
매출총이익률 (%)	16.8	26.2	29.4	27.5	31.0	
영업이익률 (%)	14.7	23.9	27.3	25.6	28.9	
지배순이익률 (%)	16.1	20.3	20.2	19.0	21.6	
EBITDA 마진 (%)	15.8	24.9	28.3	26.3	29.6	
ROIC	125.3	231.1	53.2	54.9	61.9	
ROA	16.0	17.2	16.8	16.4	17.6	
ROE	55.3	32.2	23.1	22.2	23.3	
부채비율 (%)	197.6	40.8	36.0	34.8	31.1	
순차입금/자기자본 (%)	3.6	-47.8	-51.9	-54.6	-58.7	
영업이익/금융비용 (배)	7.4	36.5	173.0	215.8	301.1	



최지운



운송

jiyun.choi@yuantakorea.com

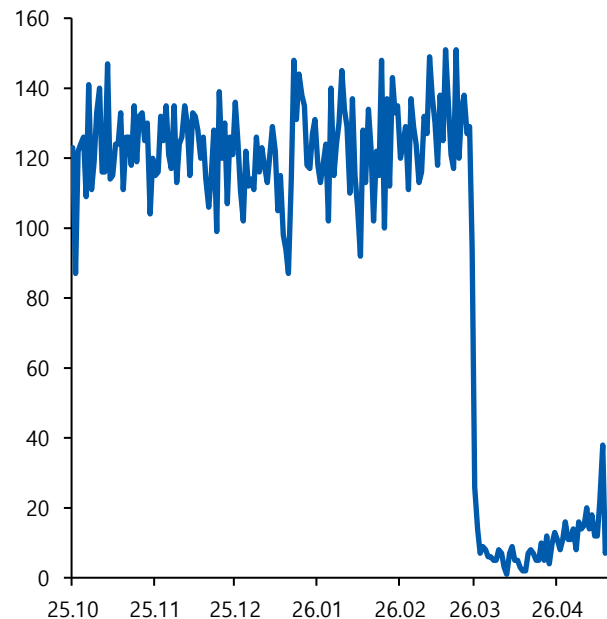
운송

중동 전쟁발 변동성 확대

1Q26 해운 시장: 중동 전쟁발 변동성 속 선종별 차별화

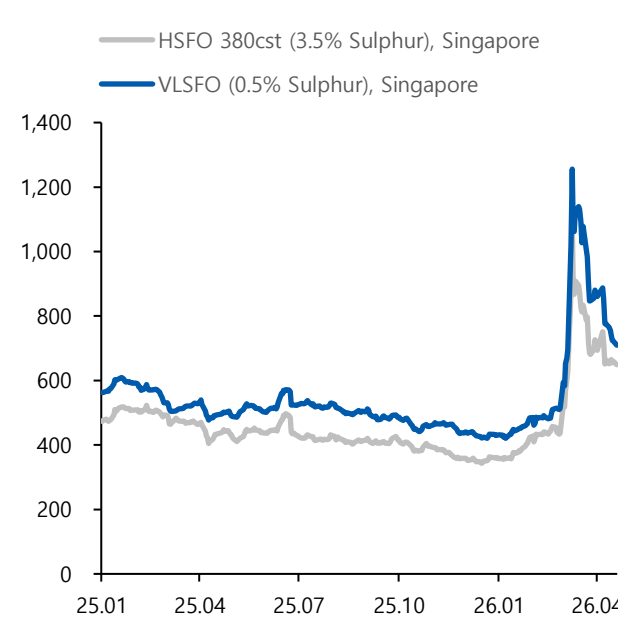
- 1Q26 해운 시장은 중동 전쟁 발발로 변동성이 확대. 호르무즈 해협 통과 선박 수는 평시 대비 90% 이상 급감(일평균 126척 → 10척). 전쟁 이전 글로벌 해상 원유의 37%, 석유제품 19%, LNG 19% 등이 호르무즈 해협을 경유했던 만큼, 에너지 공급망에 심각한 충격을 야기. 유조선 운임은 급격한 상승세를 나타냈으며, 벙커유(싱가포르 VLSFO 기준) 가격도 2026년 초 대비 +190% 까지 치솟음. 선사들은 유류할증료 등을 도입하며 대응.
- 1분기 벌크 시장은 강세를 보였음. 1Q26 평균 BDI 지수는 1,955pt로 YoY +74.8% 상승. 중국 철광석 수요 증가 등에 기인한 Capesize 선형 중심으로 시장이 강세를 보임. 중동 분쟁발 에너지 공급 차질에 따른 석탄 수입 수요 증가, 시만두 광산 램프업에 따른 중장기 톤마일 수요 확대, 제한적인 선대 공급 증가율(YoY +3.6%) 등 요인들로 인해 전년 대비 견조한 시장이 유지될 전망.
- 1분기 컨테이너 시장은 큰 변동성을 보였음. 전쟁 발발 이후 전쟁보험료 상승, 유류할증료 부과 등으로 SCFI 지수는 약 +41% 급등했으나, 분기 평균으로는 1,507pt(YoY -16.3%)에 그침. 수요 개선보다 공급 교란에 기인한 측면이 강하기 때문에 추세적인 운임 상승은 제한적일 것. 장기적으로 높은 선대 공급 증가율(2026F +4.6%, 2027F +7.5%)이 예상되어 운임의 하방 압력은 불가피할 전망.

호르무즈 해협 통과 선박 수 추이



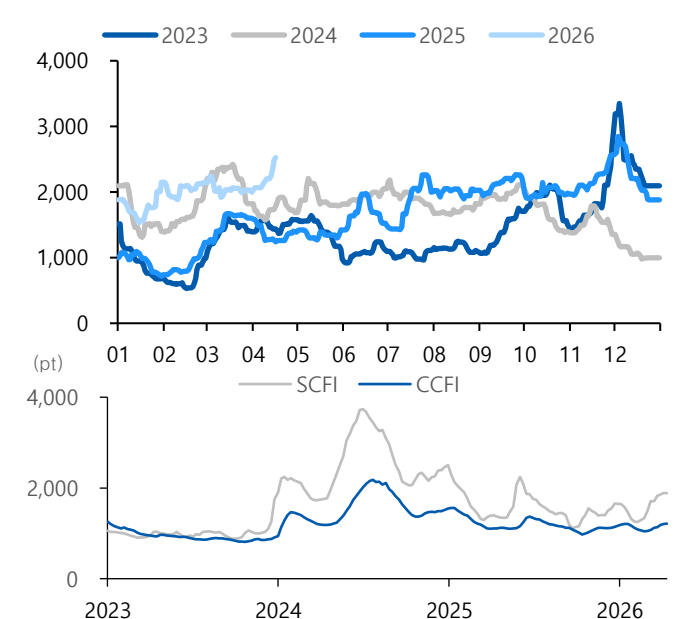
자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

벙커유 가격 추이



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

BDI / SCFI 운임 추이



자료: Clarksons, 유안타증권 리서치센터

팬오션 (028670): 전쟁 불확실성 속 이익 안정성 부각

윤승



최지운 윤승

jiyun.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	7,000원 (U)
현재주가 (4/22)	5,730원
상승여력	22%

시가총액	30,631억원
총발행주식수	534,569,512주
60일 평균 거래대금	325억원
60일 평균 거래량	6,026,538주
52주 고	6,200원
52주 저	3,280원
외인지분율	15.56%
주요주주	하림지주 외 10 인 54.91%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	7.5 28.0 74.7
상대	(3.2) (1.2) (32.3)
절대(달러환산)	9.3 27.5 68.1

- **1Q26 영업이익 1,353억원 전망:** 동사 1Q26 예상 매출액과 영업이익은 각각 1조 4,573억원(YoY +4.6%), 1,353억원(YoY +19.4%)으로, 영업이익 기준 컨센서스 상회 전망. 1분기 중 전쟁에 따른 벙커유 급등에도 불구하고, 동사의 실적에 미치는 영향은 제한적이었던 것으로 판단.
- 벌크 부문 영업이익은 584억원(YoY +21.9%, OPM 7.2%)으로 전망. 1Q26 평균 BDI는 1,955pt(YoY +74.8%)를 기록. 동사 벌크 부문의 장기계약 화물은 BAF(Bunker Adjustment Factor)를 통해 벙커유 비용의 즉각적인 운임 전가가 가능하나, 전쟁 전 성악한 일부 스팟 화물에 대해서는 유가 상승분이 계약 운임에 미반영되어 일부 수익성 훼손이 불가피했던 것으로 추정. 다만, 동사는 장기계약 비중이 높고, 보수적인 선대 운영을 통해 스팟 노출을 제한한 덕분에 부문 이익에 미치는 영향은 제한적이었던 것으로 판단.
- 컨테이너 부문 영업이익은 83억원(YoY -47.3%, OPM 7.3%)으로, 유가 상승분을 EBS 부과를 통해 운임에 전가하여 마진 훼손을 일부 만회한 것으로 추정. 탱커 부문 영업이익은 246억원(YoY +23.8%, OPM 29.8%)으로 전망. 1분기 MR 탱커 시황 강세가 지속되어 수익성이 큰 폭으로 개선. LNG 부문 영업이익은 431억원(YoY +36.8%, OPM 43.1%)으로 전망. 장기대선 계약 선박이 작년 말 인도 완료됨에 따라, 관련 대선 수익이 올해부터 온기로 반영될 것으로 예상.
- **전쟁 불확실성 속 이익 안정성 부각:** 중동 전쟁발 지정학적 불확실성과 유가 변동성이 높은 매크로 환경이 지속되는 상황에서, 비용 전가 구조와 높은 장기계약 비중에 기반한 동사의 이익 안정성은 투자 매력 요인으로 부각될 수 있을 것. 벌크 중심에서 탱커·LNG로의 사업 포트폴리오 다변화가 진행될수록 밸류에이션 리레이팅 가능성도 높아질 것으로 판단. 투자 의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 실적 추정치 상향 조정에 따라 7,000원으로 상향.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,161	5,433	5,980	6,108	6,267
매출액증가율	18.3	5.3	10.1	2.1	2.6
영업이익	471	492	557	583	596
영업이익률	9.1	9.1	9.3	9.5	9.5
지배주주귀속순이익	268	301	355	372	406
지배주주 귀속 EPS	502	564	664	695	759
증가율	9.6	12.4	17.7	4.7	9.2
PER	7.8	6.7	8.6	8.2	7.5
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.1	5.4	6.0	5.7	5.6
ROA	3.0	2.9	3.3	3.3	3.5
ROE	5.2	5.3	6.1	6.0	6.3

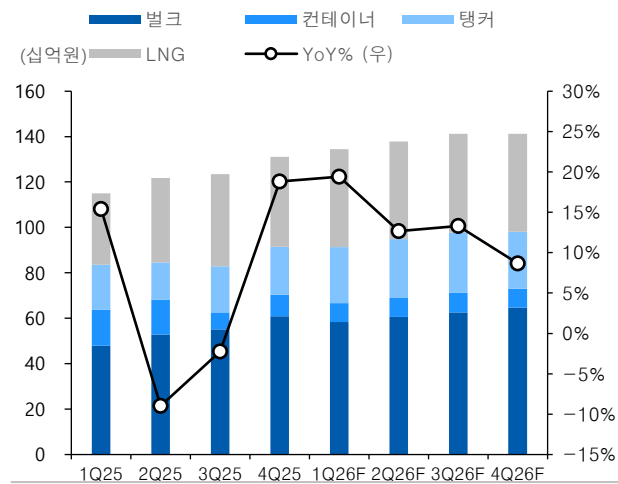
자료: 유안타증권 리서치센터

팬오션 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	1,466	1,460	1,450	1,440	1,422	1,454	1,415
BDI (pt)	1,118	1,468	1,978	2,159	1,955	2,014	2,040	2,083	1,681	2,023	2,033
매출액 (십억원)	1,393	1,294	1,269	1,476	1,457	1,463	1,463	1,597	5,433	5,980	6,108
YoY (%)	42.8	4.9	-0.6	-11.9	4.6	13.1	15.2	8.2	5.3	10.1	2.2
벌크 (십억원)	795	803	778	824	813	851	878	887	3,200	3,430	3,509
YoY (%)	15.8	-7.8	-5.8	-13.0	2.4	6.1	12.8	7.7	-3.9	7.2	2.3
컨테이너 (십억원)	113	110	106	113	114	114	115	112	442	455	432
YoY (%)	40.6	16.9	-2.1	-4.5	1.1	2.9	8.1	-0.1	10.2	2.9	-4.9
탱커 (십억원)	78	70	76	74	83	86	90	86	298	344	365
YoY (%)	-20.4	-23.7	-7.1	-3.1	5.5	23.4	18.9	15.6	-14.4	15.6	5.9
LNG (십억원)	68	76	84	90	100	99	99	100	318	398	402
YoY (%)	251.6	292.9	243.9	128.6	47.7	30.9	17.3	10.7	210.1	25.1	0.0
기타 (십억원)	340	235	225	376	347	313	281	412	1,175	1,353	1,401
YoY (%)	271.5	49.1	-4.6	-24.1	2.2	32.9	25.1	9.7	20.0	15.1	3.6
영업이익 (십억원)	113	123	125	130	135	139	142	142	492	557	583
YoY (%)	15.4	-9.0	-2.2	18.8	19.4	12.7	13.3	8.7	4.4	13.3	4.5
영업이익률 (%)	8.1	9.5	9.9	8.8	9.3	9.5	9.7	8.9	9.1	9.3	9.5
벌크 (십억원)	48	53	55	61	58	61	63	65	217	246	266
YoY (%)	-11.2	-38.3	-24.4	-0.6	21.9	14.5	13.6	6.3	-20.8	13.6	7.9
영업이익률 (%)	6.0	6.6	7.1	7.4	7.2	7.1	7.1	7.3	6.8	7.2	7.6
컨테이너 (십억원)	16	15	7	10	8	8	9	8	48	34	31
YoY (%)	흑전	104.6	-57.4	-45.7	-47.3	-45.7	15.2	-12.7	14.5	-30.2	-6.2
영업이익률 (%)	14.0	13.8	7.0	8.5	7.3	7.3	7.5	7.4	10.9	7.4	7.3
탱커 (십억원)	20	16	20	21	25	26	26	25	78	102	109
YoY (%)	-48.0	-57.1	-29.7	8.0	23.8	58.0	30.3	18.8	-37.8	31.4	6.6
영업이익률 (%)	25.4	23.5	26.8	28.5	29.8	30.1	29.4	29.3	26.1	29.6	29.8
LNG (십억원)	32	37	41	40	43	43	44	43	149	173	174
YoY (%)	320.8	494.4	381.0	159.4	36.8	15.5	7.2	9.0	297.6	16.0	0.7
영업이익률 (%)	46.5	49.2	48.0	43.8	43.1	43.4	43.9	43.2	46.8	43.4	43.3

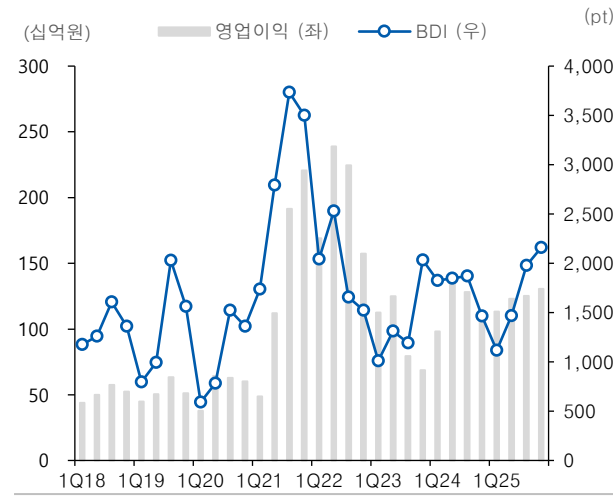
자료: 유안타증권 리서치센터

팬오션 영업이익의 추이 및 전망



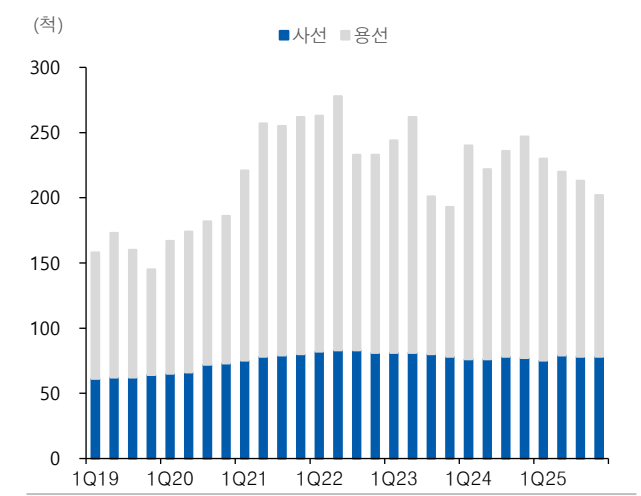
자료: 팬오션, 유안타증권 리서치센터

팬오션 영업이익 및 BDI 추이



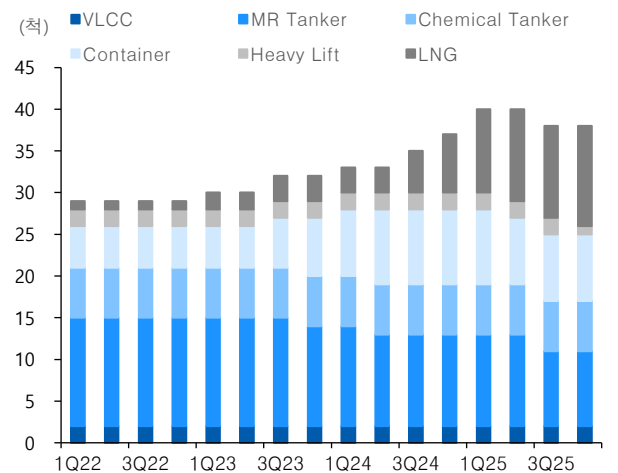
자료: 팬오션, 유안타증권 리서치센터

팬오션 벌크 운영 선대 규모



자료: 팬오션, 유안타증권 리서치센터

팬오션 非벌크 운영 선대 규모



자료: 팬오션, 유안타증권 리서치센터

팬오션 목표주가 산정

내용	비고
12M Fwd BPS (원)	11,381
Target PBR (배)	0.62 글로벌 Peer PBR의 30% 디스카운트 (낮은 ROE 및 선대 규모를 감안)
적정 주가 (원)	7,045
목표 주가 (원)	7,000
전일 종가 (원)	5,730
상승 여력	22%

자료: 유안타증권 리서치센터

팬오션(028670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액	5,161	5,433	5,980	6,108	6,267	
매출원가	4,578	4,820	5,286	5,386	5,534	
매출총이익	583	613	694	722	732	
판매비	112	121	137	140	136	
영업이익	471	492	557	583	596	
EBITDA	940	1,013	1,086	1,119	1,142	
영업외손익	-189	-174	-184	-181	-165	
외환관련손익	-63	8	-5	-7	-7	
이자손익	-96	-177	-170	-167	-166	
관계기업관련손익	24	29	29	29	29	
기타	-54	-34	-39	-37	-22	
법인세비용차감전순손익	282	318	373	401	431	
법인세비용	14	17	18	30	25	
계속사업순손익	268	301	355	372	406	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	268	301	355	372	406	
지배지분순이익	268	301	355	372	406	
포괄순이익	982	134	304	500	304	
지배지분포괄이익	982	134	304	500	304	

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	676	703	586	538	580	
당기순이익	268	301	355	372	406	
감가상각비	468	520	526	534	545	
외환손익	11	-2	5	7	7	
충속,관계기업관련손익	-24	-29	-29	-29	-29	
자산부채의 증감	-15	-17	-299	-313	-314	
기타현금흐름	-33	-71	28	-32	-33	
투자활동 현금흐름	-660	-263	-767	-580	-558	
투자자산	-165	45	-16	-4	-8	
유형자산 증가 (CAPEX)	-385	-222	-729	-746	-725	
유형자산 감소	0	9	0	0	0	
기타현금흐름	-111	-96	-22	170	175	
재무활동 현금흐름	-207	-450	-401	-146	-223	
단기차입금	-79	79	33	0	4	
사채 및 장기차입금	1,502	546	-146	148	71	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-45	-64	-80	-88	-88	
기타현금흐름	-1,584	-1,011	-208	-205	-210	
연결범위변동 등 기타	104	-15	554	438	293	
현금의 증감	-87	-26	-29	251	92	
기초 현금	953	866	840	811	1,062	
기말 현금	866	840	811	1,062	1,154	
NOPLAT	471	492	557	583	596	
FCF	291	481	-143	-208	-145	

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	2,022	1,854	1,763	2,118	2,240	
현금및현금성자산	866	840	811	1,062	1,154	
매출채권 및 기타채권	297	266	288	293	301	
채고자산	122	115	125	127	130	
비유동자산	8,250	9,000	9,216	9,431	9,617	
유형자산	7,862	8,653	8,856	9,068	9,248	
관계기업등 지분관련자산	180	202	218	222	228	
기타투자자산	103	89	89	89	91	
자산총계	10,272	10,854	10,979	11,549	11,857	
유동부채	1,277	1,366	1,382	1,404	1,425	
매입채무 및 기타채무	477	364	393	401	411	
단기차입금	0	82	82	82	82	
유동성장기부채	419	547	517	529	529	
비유동부채	3,341	3,764	3,650	3,786	3,858	
장기차입금	165	133	119	119	119	
사채	121	72	72	72	72	
부채총계	4,618	5,130	5,032	5,190	5,283	
자배지분	5,653	5,723	5,947	6,359	6,575	
자본금	535	535	535	535	535	
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942	
이익잉여금	1,860	2,097	2,372	2,655	2,973	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	5,653	5,723	5,947	6,359	6,575	
순차입금	2,724	3,441	3,430	3,322	3,299	
총차입금	3,864	4,488	4,375	4,523	4,598	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
EPS	502	564	664	695	759	
BPS	10,576	10,707	11,125	11,895	12,299	
EBITDAPS	1,759	1,894	2,032	2,092	2,137	
SPS	9,655	10,163	11,186	11,427	11,723	
DPS	120	150	165	165	165	
PER	7.8	6.7	8.6	8.2	7.5	
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	
EV/EBITDA	5.1	5.4	6.0	5.7	5.6	
PSR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	
매출액 증가율 (%)	18.3	5.3	10.1	2.2	2.6	
영업이익 증가율 (%)	22.1	4.4	13.3	4.5	2.3	
지배순이익 증가율 (%)	9.4	12.4	17.8	4.7	9.2	
매출총이익률 (%)	11.3	11.3	11.6	11.8	11.7	
영업이익률 (%)	9.1	9.1	9.3	9.5	9.5	
지배순이익률 (%)	5.2	5.5	5.9	6.1	6.5	
EBITDA 마진 (%)	18.2	18.6	18.2	18.3	18.2	
ROIC	6.4	5.5	5.9	5.9	5.9	
ROA	3.0	2.9	3.3	3.3	3.5	
ROE	5.2	5.3	6.1	6.0	6.3	
부채비율 (%)	81.7	89.6	84.6	81.6	80.3	
순차입금/자기자본 (%)	48.2	60.1	57.7	52.2	50.2	
영업이익/금융비용 (배)	3.5	2.3	2.7	2.8	2.8	

HMM (011200): 컨테이너 감익, 벌크 증익 예상

윤송



최지윤 윤송
jiyun.choi@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	22,000원 (M)
현재주가 (4/22)	20,850원
상승여력	6%

시가총액	196,665억원		
총발행주식수	943,237,970주		
60일 평균 거래대금	491억원		
60일 평균 거래량	2,298,120주		
52주 고	25,950원		
52주 저	18,110원		
외인지분율	7.51%		
주요주주	한국산업은행 35.42%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.9)	1.5	9.7
상대	(11.6)	(21.7)	(57.5)
절대(달러환산)	(0.2)	1.0	5.6

- **1Q26 영업이익 2,763억원 전망:** 동사 1Q26 예상 매출액과 영업이익은 각각 2조 6,603억원(YoY -6.8%), 2,763억원(YoY -55.0%, OPM 10.4%)으로, 영업이익 기준 컨센서스에 부합할 전망.
- 컨테이너 부문 영업이익은 2,291억원(YoY -60.4%, OPM 10.4%)으로 전망. 1분기 평균 SCFI, CCFI 지수는 각각 전년 대비 -14.5%, -16.3% 하락. 분기 평균 운임 약세가 실적 감소의 주요 원인. 3월 중동 전쟁 발발 이후 호르무즈 긴장 고조 및 전쟁보험료 상승 등으로 운임이 일시 반등하였으나, 이는 수요 개선보다 공급 교란에 기인한 측면이 강해 추세적인 운임 상승으로 보기는 어렵다는 판단. 벙커유 가격 상승은 시차를 두고 2분기 실적에 반영될 전망.
- 벌크 부문 영업이익은 439억원(YoY +24.2%, OPM 10.9%)으로 전망. 1분기 BDI 상황이 견조하게 유지되었으며, 전쟁 이후 유조선 운임 급등 수혜로 컨테이너 부문 감익을 일부 상쇄할 수 있을 것.
- **투자의견 HOLD, 목표주가 22,000원 유지:** 향후 컨테이너 운임의 방향성은 호르무즈 긴장 지속 여부에 달려 있으며, 선사들의 흥해 우회 기조 유지는 톤마일 수요 측면에서 운임을 지지할 수 있는 긍정적인 요인으로 작용할 전망. 다만 중장기적인 관점에서 2027년부터 대규모 신조선 인도(2027년 공급 증가율 약 7%)에 따른 공급과잉 심화가 예상돼 운임의 하방 압력은 불가피할 것. 투자의견 HOLD, 목표주가 21,000원 유지.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	11,700	10,891	10,875	10,284	10,402
매출액증가율	39.3	-6.9	-0.1	-5.4	1.1
영업이익	3,513	1,461	897	728	791
영업이익률	30.0	13.4	8.2	7.1	7.6
지배주주귀속순이익	3,782	1,878	1,153	1,068	1,155
지배주주 귀속 EPS	5,055	1,955	1,223	1,132	1,225
증가율	176.4	-61.3	-37.4	-7.4	8.2
PER	3.5	10.7	17.1	18.4	17.0
PBR	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	0.4	4.7	4.8	4.7	4.1
ROA	12.7	5.6	3.4	3.0	3.1
ROE	15.3	6.9	4.2	3.7	3.9

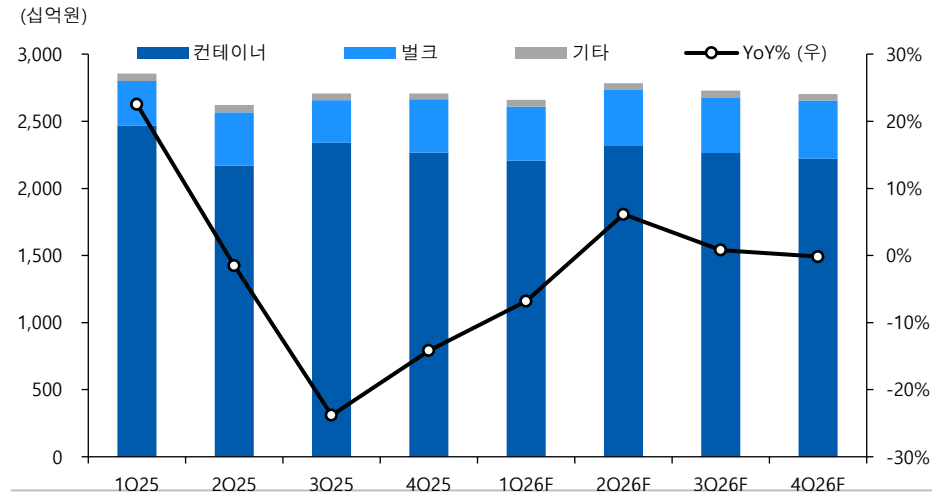
자료: 유안타증권 리서치센터

HMM 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	1,466	1,460	1,450	1,440	1,422	1,454	1,415
SCFI (pt)	1,762	1,645	1,481	1,440	1,507	1,560	1,513	1,438	1,582	1,505	1,407
매출액 (십억원)	2,855	2,623	2,706	2,708	2,660	2,783	2,728	2,703	10,891	10,875	10,284
YoY (%)	22.5	-1.5	-23.8	-14.2	-6.8	6.1	0.8	-0.2	-6.9	-0.2	-5.4
컨테이너 (십억원)	2,466	2,170	2,341	2,267	2,207	2,321	2,264	2,222	9,243	9,014	8,369
YoY (%)	27.4	-3.7	-26.6	-18.2	-10.5	7.0	-3.3	-2.0	-8.9	-2.5	-7.2
벌크 (십억원)	335	397	316	399	402	412	415	432	1,447	1,661	1,712
YoY (%)	-1.1	13.9	-0.9	20.5	19.9	3.8	31.2	8.4	8.2	14.8	3.1
기타 (십억원)	53	56	49	42	51	50	49	49	201	199	202
YoY (%)	-2.4	-7.9	9.0	-22.1	-4.5	-9.7	-0.8	15.5	-6.6	-0.8	1.5
영업이익 (십억원)	614	233	297	317	276	255	193	172	1,461	897	728
YoY (%)	50.8	-63.8	-79.7	-68.3	-55.0	9.5	-34.9	-45.8	-58.4	-38.6	-18.8
영업이익률 (%)	21.5	8.9	11.0	11.7	10.4	9.2	7.1	6.4	13.4	8.2	7.1
컨테이너 (십억원)	578	188	288	242	229	211	149	122	1,295	711	547
YoY (%)	65.2	-69.1	-80.4	-74.7	-60.4	12.6	-48.3	-49.4	-61.7	-45.1	-23.0
영업이익률 (%)	23.5	8.6	12.3	10.7	10.4	9.1	6.6	5.5	14.0	7.9	6.5
벌크 (십억원)	35	33	4	70	44	40	42	45	143	171	170
YoY (%)	-33.8	-2.8	흑전	34.0	24.2	20.4	830.9	-35.2	8.4	19.6	-0.4
영업이익률 (%)	10.5	8.4	1.4	17.6	10.9	9.7	10.1	10.5	9.9	10.3	9.9
기타 (십억원)	0	12	5	6	3	4	3	4	23	15	10
YoY (%)	-90.0	253.8	296.0	흑전	871.2	-65.2	-47.0	-25.5	1,700.0	-37.6	-30.0
영업이익률 (%)	0.7	22.4	9.7	13.6	6.7	8.6	5.2	8.8	11.6	7.3	5.0

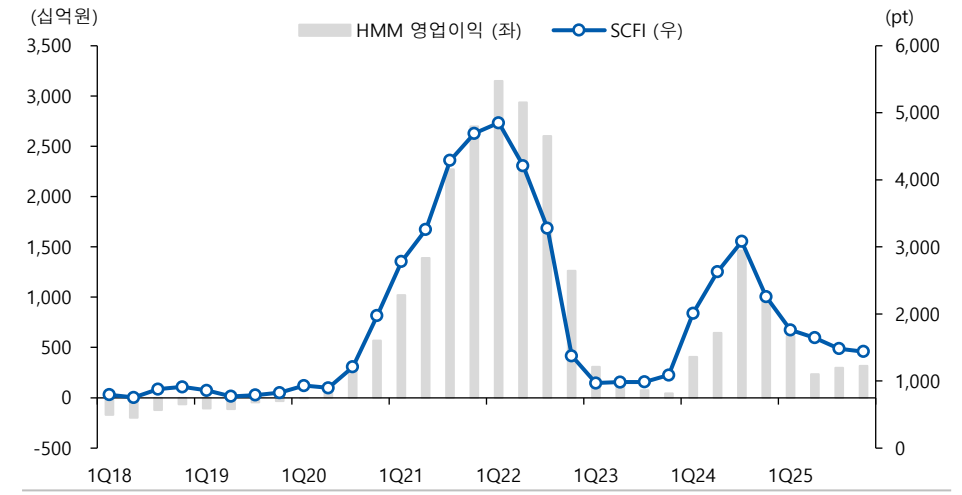
자료: 유안타증권 리서치센터

HMM 매출액 추이



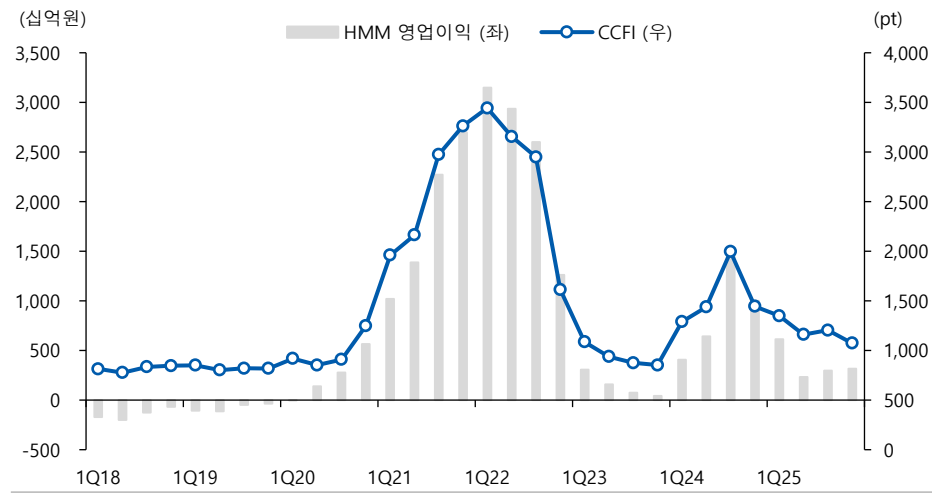
자료: 유안타증권 리서치센터

HMM 영업이익 및 SCFI 추이



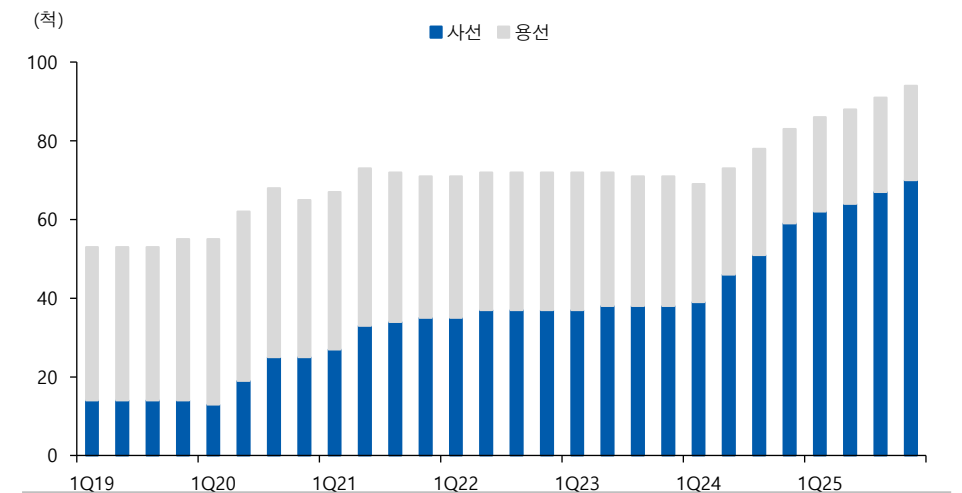
자료: 유안타증권 리서치센터

HMM 영업이익 및 CCFI 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

HMM 컨테이너 선대 규모 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

HMM(011200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	11,700	10,891	10,875	10,284	10,402
매출원가	7,737	8,856	9,426	9,021	9,068
매출총이익	3,963	2,035	1,449	1,263	1,334
판매비	451	574	552	535	543
영업이익	3,513	1,461	897	728	791
EBITDA	4,416	2,577	2,167	2,021	2,109
영업외손익	384	540	357	432	456
외환관련손익	-476	84	-74	-69	-71
이자손익	529	422	346	398	435
관계기업관련손익	162	66	36	12	12
기타	168	-33	49	91	80
법인세비용차감전순손익	3,897	2,001	1,254	1,160	1,247
법인세비용	114	122	101	92	92
계속사업순손익	3,782	1,879	1,153	1,068	1,155
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,782	1,879	1,153	1,068	1,155
지배지분순이익	3,782	1,878	1,153	1,068	1,155
포괄순이익	6,947	1,402	2,192	1,770	1,827
지배지분포괄이익	6,947	1,402	2,192	1,770	1,827

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	4,875	3,305	2,476	2,667	2,724
당기순이익	3,782	1,879	1,153	1,068	1,155
감가상각비	903	1,116	1,270	1,293	1,318
외환손익	-6	26	74	69	71
충족,관계기업관련손익	-166	-34	-36	-12	-12
자산부채의 증감	-8	250	13	179	121
기타현금흐름	369	68	2	71	71
투자활동 현금흐름	-6,232	1,071	-1,755	-1,963	-1,538
투자자산	-1	-48	-5	14	-7
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,537	-1,594	-1,620	-1,568	-1,615
유형자산 감소	17	103	0	0	0
기타현금흐름	-3,711	2,609	-130	-408	85
재무활동 현금흐름	-539	-4,033	15	-608	-692
단기차입금	-73	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	1,470	813	15	-42	-126
자본	977	749	0	0	0
현금배당	-528	-539	-660	-566	-566
기타현금흐름	-2,385	-5,056	660	0	0
연결범위변동 등 기타	119	-54	-643	-134	-266
현금의 증감	-1,778	289	93	-38	228
기초 현금	3,250	1,472	1,761	1,854	1,816
기말 현금	1,472	1,761	1,854	1,816	2,045
NOPLAT	3,513	1,461	897	728	791
FCF	2,338	1,712	856	1,098	1,109

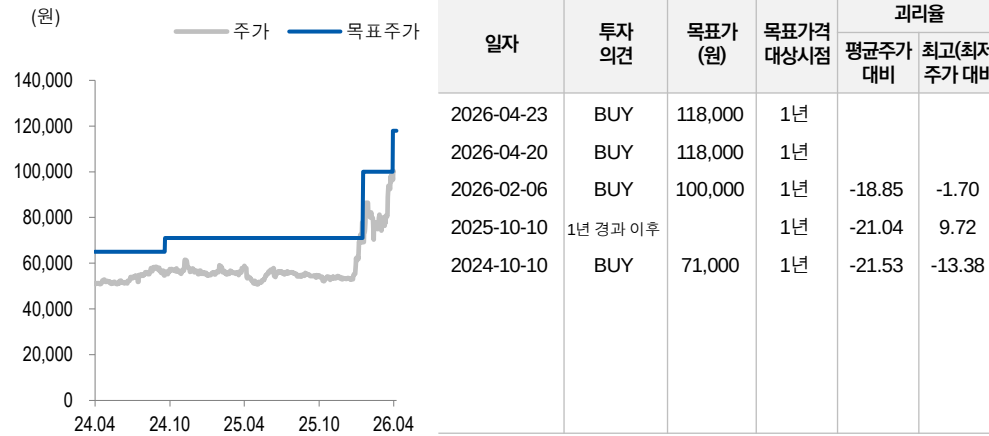
자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE,ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	17,997	15,118	16,430	17,221	17,910
현금및현금성자산	1,472	1,761	1,854	1,816	2,045
매출채권 및 기타채권	1,568	1,263	1,346	1,269	1,290
채고자산	402	372	371	350	354
비유동자산	15,852	18,446	18,689	19,004	19,470
유형자산	9,846	11,523	11,873	12,148	12,445
관계기업등 지분관련자산	506	612	623	587	594
기타투자자산	366	648	641	664	664
자산총계	33,849	33,563	35,120	36,225	37,379
유동부채	2,357	2,602	2,523	2,350	2,367
매입채무 및 기타채무	838	935	934	880	890
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	958	1,089	1,000	875	875
비유동부채	3,636	4,390	4,494	4,569	4,444
장기차입금	89	126	171	171	171
사채	57	0	0	0	0
부채총계	5,993	6,992	7,017	6,919	6,811
자배지분	27,854	26,569	28,101	29,305	30,567
자본금	4,405	5,125	5,125	5,125	5,125
자본잉여금	4,453	4,482	4,482	4,482	4,482
이익잉여금	14,115	13,280	13,773	14,275	14,865
비지배지분	2	2	2	1	1
자본총계	27,856	26,571	28,103	29,307	30,568
순차입금	-11,360	-8,052	-9,244	-10,176	-10,963
총차입금	4,513	5,326	5,341	5,300	5,174

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	5,055	1,955	1,223	1,132	1,225
BPS	31,615	28,168	29,792	31,069	32,407
EBITDAPS	5,902	2,682	2,297	2,142	2,236
SPS	15,638	11,333	11,529	10,903	11,028
DPS	600	700	600	600	600
PER	3.5	10.7	17.1	18.4	17.0
PBR	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	0.4	4.7	4.8	4.7	4.1
PSR	1.1	1.9	1.8	1.9	1.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	39.3	-6.9	-0.2	-5.4	1.2
영업이익 증가율 (%)	500.7	-58.4	-38.6	-18.8	8.6
지배순이익 증가율 (%)	290.5	-50.3	-38.6	-7.4	8.2
매출총이익률 (%)	33.9	18.7	13.3	12.3	12.8
영업이익률 (%)	30.0	13.4	8.2	7.1	7.6
지배순이익률 (%)	32.3	17.2	10.6	10.4	11.1
EBITDA 마진 (%)	37.7	23.7	19.9	19.6	20.3
ROIC	36.6	12.2	6.9	5.4	5.8
ROA	12.7	5.6	3.4	3.0	3.1
ROE	15.3	6.9	4.2	3.7	3.9
부채비율 (%)	21.5	26.3	25.0	23.6	22.3
순차입금/자기자본 (%)	-40.8	-30.3	-32.9	-34.7	-35.9
영업이익/금융비용 (배)	25.9	7.0	3.8	3.0	3.3

SK텔레콤 (017670) 투자등급 및 목표주가 추이



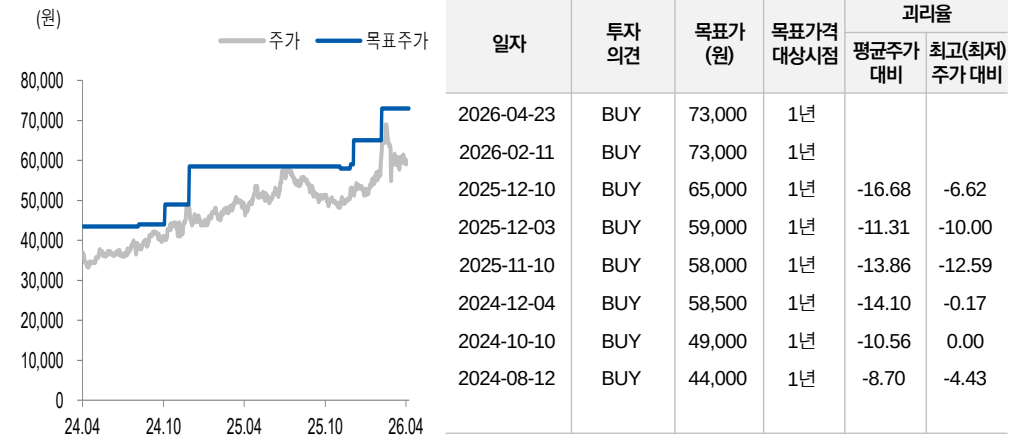
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

KT (030200) 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"

LG유플러스 (032640) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

한미약품 (128940) 투자등급 및 목표주가 추이



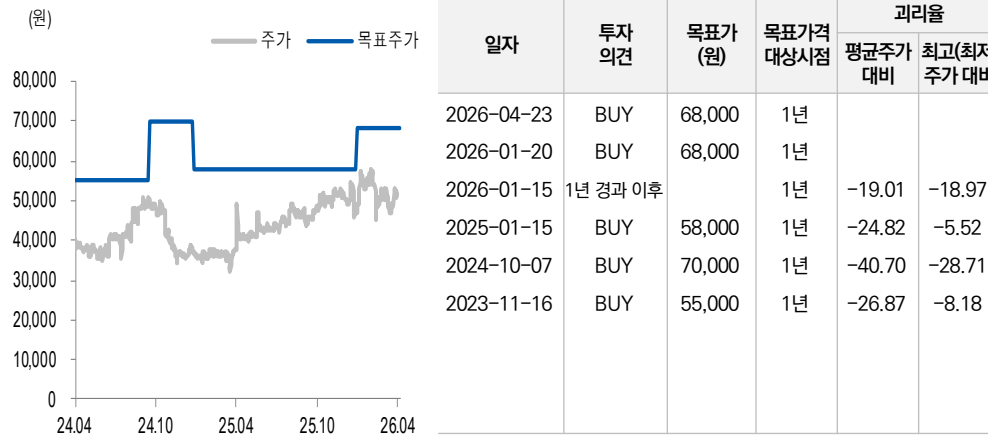
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

HK이노엔 (195940) 투자등급 및 목표주가 추이



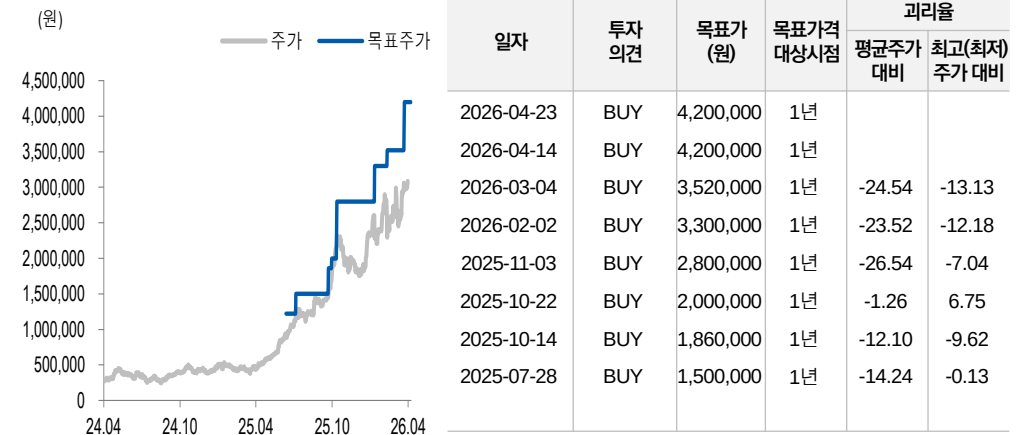
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

효성중공업 (298040) 투자등급 및 목표주가 추이



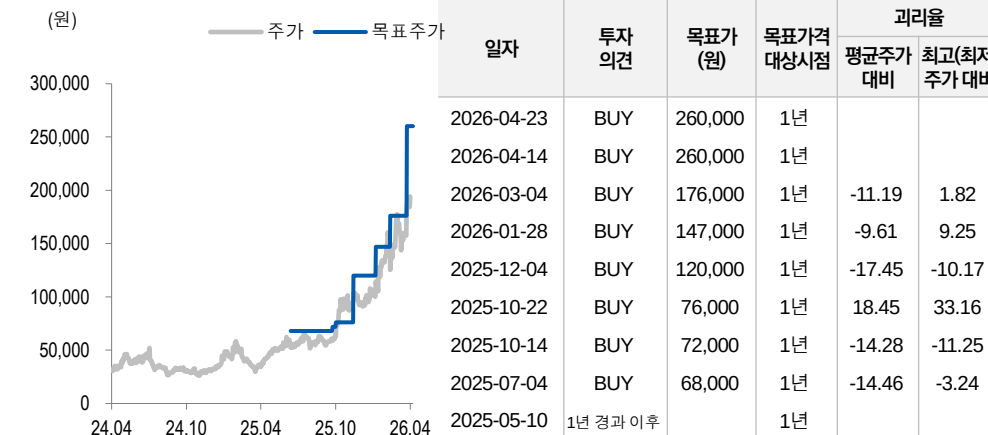
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

LS ELECTRIC (010120) 투자등급 및 목표주가 추이



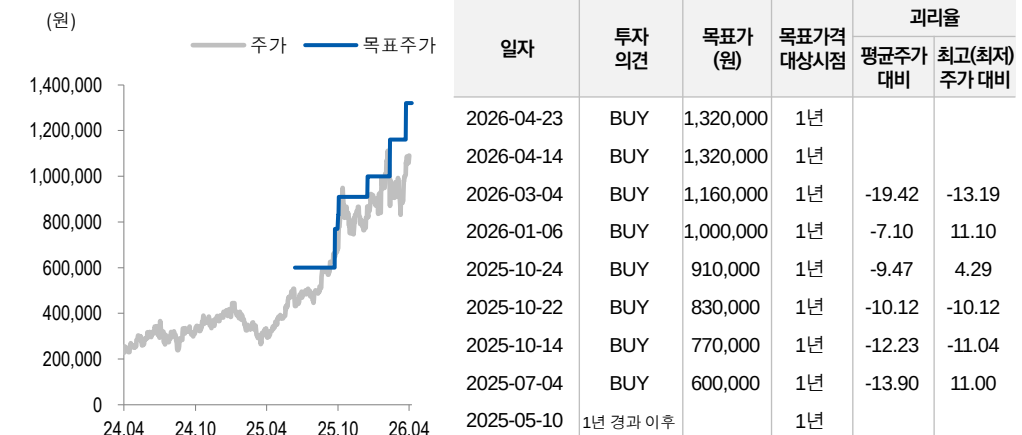
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

HD현대일렉트릭 (267260) 투자등급 및 목표주가 추이



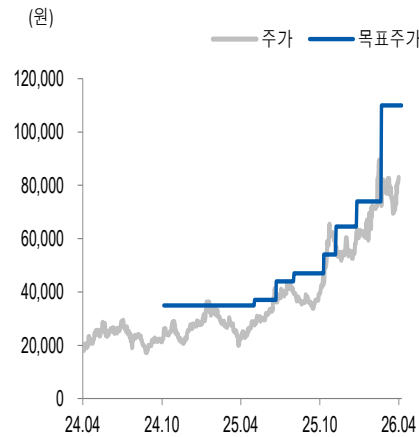
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

일진전기 (103590) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-23	BUY	110,000	1년		
2026-03-04	BUY	110,000	1년		
2026-01-06	BUY	74,000	1년	-7.64	20.95
2025-11-19	BUY	64,500	1년	-14.55	-3.41
2025-10-22	BUY	54,000	1년	7.14	21.30
2025-08-14	BUY	47,000	1년	-20.25	-3.09
2025-07-04	BUY	44,000	1년	-8.42	-0.45
2025-05-15	BUY	37,000	1년	-12.15	11.35
2024-10-17	BUY	35,000	1년	-23.24	3.57

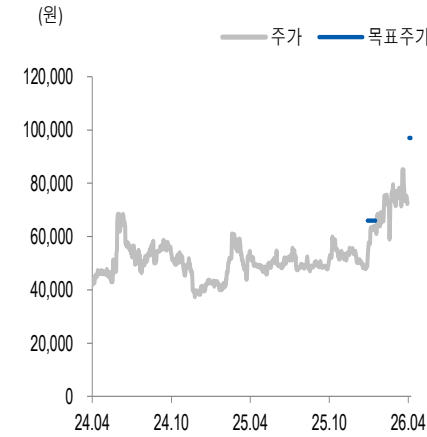
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

포스코인터내셔널 (047050) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-23	BUY	97,000	1년		
	담당자변경				
2026-01-12	BUY	66,000	1년	-7.56	-3.18
2025-02-11	Not Rated	-	1년		

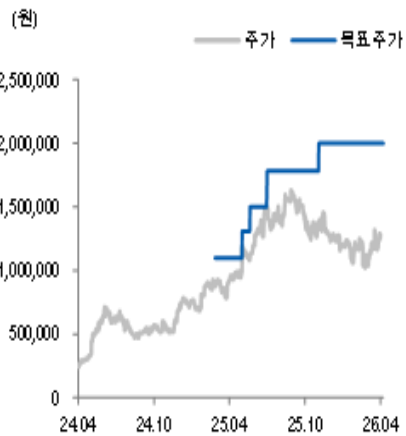
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

삼양식품 (003230) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-23	BUY	2,000,000	1년		
2025-11-17	BUY	2,000,000	1년		
2025-07-15	BUY	1,780,000	1년	-19.71	-8.43
2025-06-04	BUY	1,500,000	1년	-12.56	-0.13
2025-05-16	BUY	1,310,000	1년	-14.17	-11.53
2025-03-11	BUY	1,100,000	1년	-17.28	-9.18
	담당자변경				
2023-11-08	Not Rated	-	1년		

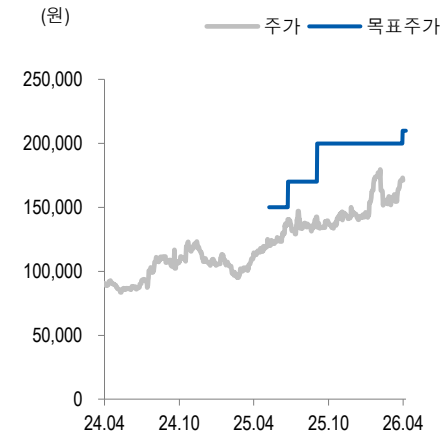
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

KT&G (033780) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-23	BUY	210,000	1년		
2026-04-21	BUY	210,000	1년		
2025-09-24	BUY	200,000	1년	-25.42	-10.15
2025-07-15	BUY	170,000	1년	-19.84	-13.41

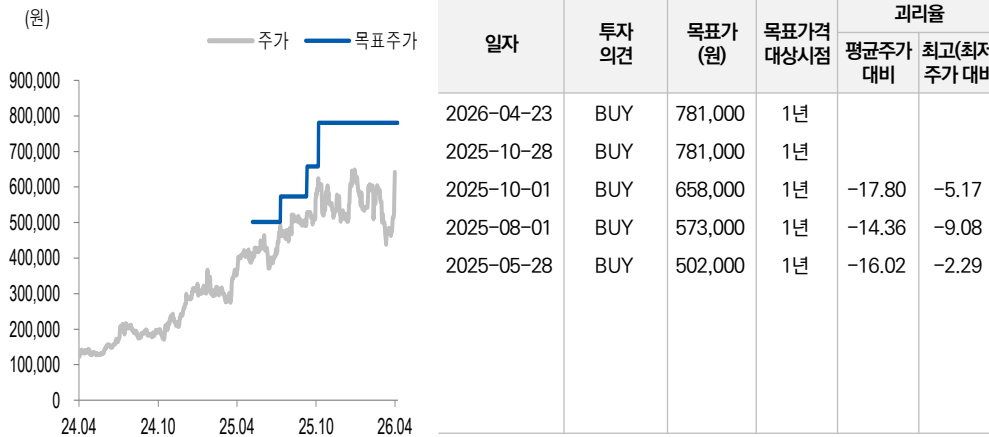
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

HD현대중공업 (329180) 투자등급 및 목표주가 추이



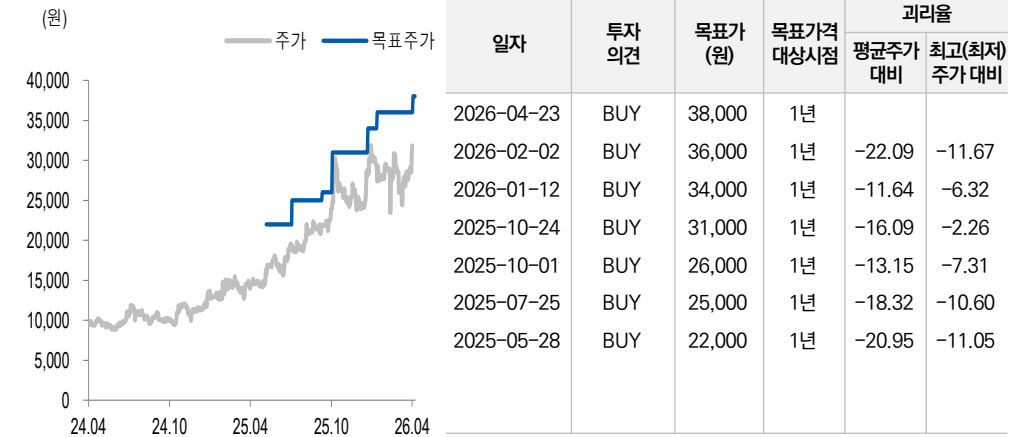
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

삼성중공업 (010140) 투자등급 및 목표주가 추이



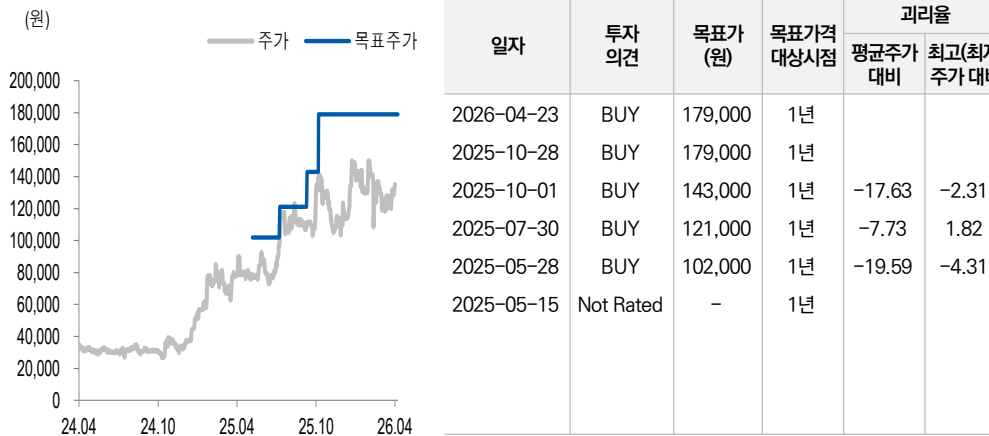
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

한화오션 (042660) 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"

대한조선 (439260) 투자등급 및 목표주가 추이



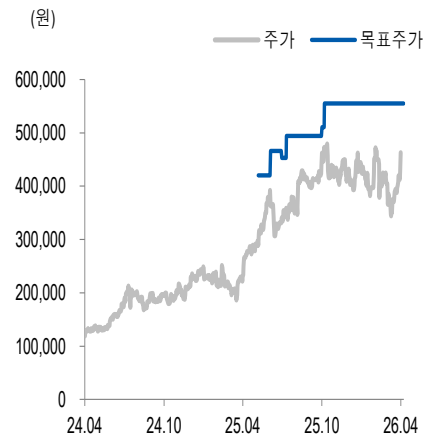
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

HD한국조선해양 (009540) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-23	BUY	555,000	1년		
2025-10-28	BUY	555,000	1년		
2025-10-22	BUY	511,000	1년	-10.89	-7.44
2025-08-01	BUY	494,000	1년	-19.78	-11.23
2025-07-21	BUY	453,000	1년	-23.39	-20.75
2025-06-25	BUY	466,000	1년	-28.06	-21.46
2025-05-28	BUY	420,000	1년	-17.46	-6.67

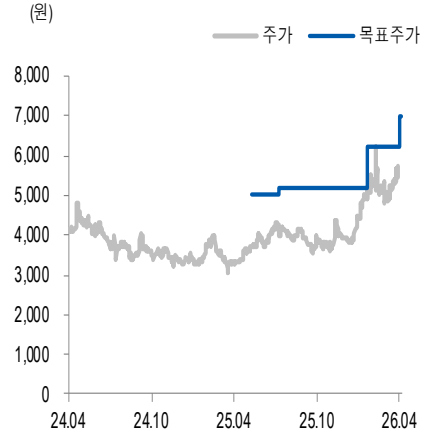
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

팬오션 (028670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-23	BUY	7,000	1년		
2026-02-13	BUY	6,200	1년	-15.22	0.00
2025-08-01	BUY	5,200	1년	-22.20	-1.54
2025-05-30	BUY	5,000	1년	-20.74	-14.10

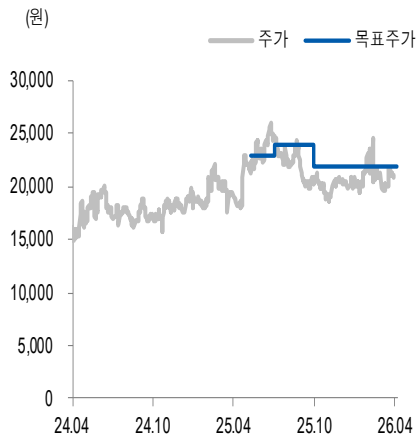
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

HMM (011200) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-23	HOLD	22,000	1년		
2025-10-22	HOLD	22,000	1년		
2025-07-25	HOLD	24,000	1년	-7.40	-17.21
2025-05-30	HOLD	23,000	1년	3.01	12.83
2025-03-07	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 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 2026-04-22

※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: 이승웅, 하현수, 손현정, 김용민, 최지운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

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



투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com
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

